

ILS trifft auf «Angebot und Nachfrage»

Im August-Timeout erörterten wir treibende Faktoren des Rückversicherungszyklus und stellten fest, dass die Attraktivität von ILS-Anlagen durch Zyklen geht. In der Zwischenzeit ist der Hurrikan Ian in Florida auf Land geprallt. Die vorherrschende Marktlage hat sich daher weiter verschärft. Was Compliance-Experten schon lange gewusst haben, möchten wir in diesem Timeout mit guten Fakten untermauern: Vergangene Renditen stellen keine Garantien für zukünftig zu erwartende (ILS-) Renditen dar. Ein Blick auf ILS-Kapital-Angebot und -Nachfrage hingegen schon.

Einleitung

Nach Jahren sinkender Risikoprämien zwischen 2012 und 2017 hat sich das Prämienumfeld im ILS-Markt über die letzten fünf Jahren stets verbessert. Dies resultiert hauptsächlich aus der Schadenserfahrung der jüngeren Vergangenheit aber auch aufgrund des allgemein beobachtbaren Ungleichgewichts zwischen dem Angebot an und der Nachfrage nach Risikokapital, besonders in einzelnen Sub-Segmenten des ILS-Markts. Die aktuelle Inflationserwartung und der Eintritt von Hurrikan Ian haben das ohnehin schon fragile Marktgleichgewicht im Rückversicherungsmarkt für Naturkatastrophen endgültig aufgerüttelt. Dieses Ungleichgewicht zwischen Nachfrage (nach Versicherungsschutz) und Angebot (an Risikokapital) hat sich akut verschärft. Es wird erwartet, dass die absolute und auch die relative Attraktivität der Anlageklasse ILS dank den signifikanten Erhöhungen der Risikoprämien über die nächsten 3 bis 18 Monate nochmals markant ansteigen wird. Deshalb werden wir in diesem Timeout detailliert auf die Hintergründe dieser Marktdynamik eingehen und erläutern, weshalb wir überzeugt sind, dass der ILS-Markt in Zukunft deutlich attraktiver sein wird als in den letzten Jahren. Weiter erörtern wir, worin wir die Hauptunterschiede zwischen der heutigen Marktlage und den erwarteten Prämienanstiege sehen. Insbesondere auch im Vergleich zu den früher versprochenen respektive erhofften und effektiv realisierten Prämienanstiege in den letzten Jahren.

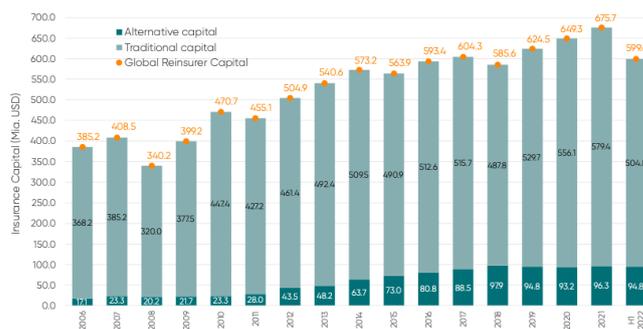
Die Marktlage vor Hurrikan Ian

Seit 2017 hat der Rückversicherungsmarkt für (Natur-) Katastrophenrisiken inkl. der Gesamtheit des ILS-Markts eine höhere Schadenintensität erlebt als in den zehn Jahren zuvor. Die Anlageerfahrung der vergangenen Jahre, kombiniert mit einer allgemein vorherrschenden Unsicherheit bezüglich des möglichen Einflusses des Klimawandels auf gewisse Naturgefahren führten dazu,

dass sich unter Anlegern in den letzten 12-24 Monaten eine gewisse Skepsis und Unzufriedenheit breit gemacht hat. Die für uns gut nachvollziehbaren Sorgen in Bezug auf möglicherweise unterschätzten Auswirkungen des Klimawandels auf gewisse Naturgefahren nahm in den letzten Jahren aufgrund der erhöhten Ereignisaktivität, weiter zu. Unser Timeout Nr. 126 widmete sich den Auswirkungen des Klimawandels auf verschiedene Naturgefahren. Zudem ist die Risikowahrnehmung wegen der erhöhten Inflation und der möglichen Auswirkungen auf künftige Versicherungskosten angestiegen. Insgesamt hat dies zu einem sinkenden Risikoappetit für riskantere und komplexere ILS-Vertragsstrukturen geführt und das verfügbare Angebot an Risikokapital reduziert.

Auf den Finanzmärkten haben die Zinserhöhungen und entsprechende Inflationserwartungen nicht nur zu Buchverlusten in traditionellen Anlagen geführt, sondern auch die Marktteilnehmer inkl. Versicherer verunsichert und so eine volatile Marktlage für die Zukunft beschert. Als Konsequenz zogen sich einzelne (vor allem kotierte) traditionelle Rückversicherer aus dem Geschäftsbereich Naturkatastrophenrückversicherung zurück bzw. werden sich in nächster Zeit teilweise oder ganzheitlich zurückziehen. Der Aktienpreis dieser Firmen soll damit vor der befürchteten Volatilität geschützt werden.

Abbildung 1: Entwicklung des Risikokapitals des Rückversicherungsmarktes



Quelle: Aon, eigene Darstellung

Die heute schon spürbare Folge davon ist, dass per Mitte 2022 das geschätzte Rückversicherungskapital von traditionellen Unternehmen um knapp USD 75 Mia. geschrumpft ist, knapp 10% - 15% weniger im Vergleich zum Jahresbeginn (Abbildung 1). Gleichzeitig müssen die Versicherungsgesellschaften aufgrund des möglichen Einflusses der Inflation erheblich mehr zusätzliche Versicherungsdeckung kaufen, wenn sie Ihre Bilanzsummen im selben Ausmass vor den Grossereignissen schützen wollen, wie in den vergangenen Jahren. Die Nachfrage nach Versicherungsschutz nimmt also zu.

All diese gegenwärtigen Marktentwicklungen haben bereits vor dem Eintritt von Hurrikan Ian im September dieses Jahres relativ deutlich darauf hingewiesen, dass das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage im Rückversicherungsmarkt für Naturkatastrophen in mittlerer Zukunft andauern bzw. sich in gewissen Segmenten sogar noch akzentuieren wird. In der Folge fassen wir nochmals tabellarisch die Kerntreiber der aktuellen Marktlage und der Erwartungshaltung auf:

Tabelle 1: Treibende Faktoren der aktuellen Lage im Rückversicherungsmarkt für (Natur-)Katastrophenrisiken.

Steigerung des Kapitalbedarfs aus Versicherungskäufersicht	Anforderungen des Rückversicherers / Investors
<ul style="list-style-type: none"> Inflationserwartung erhöht die Exponierung 	<ul style="list-style-type: none"> Inflationserwartung soll im Pricing und Prämien-erhöhung angemessen reflektiert sein
<ul style="list-style-type: none"> Unsicherheiten auf den Finanzmärkten und entsprechende Volatilität 	<ul style="list-style-type: none"> Erhöhte Schadensaktivität der letzten Jahre soll weiterhin zu Prämienanstiegen führen
<ul style="list-style-type: none"> Einfluss des Klimawandels 	<ul style="list-style-type: none"> Generelle Änderung/ erhöhte Aufmerksamkeit der Risikosicht und Risikotoleranz Schadensfrequenz der sogenannten Sekundär-gefahren weist auf einen möglichen Trend hin, der in der Exponierung, Risiko- und Pricing-Analyse reflektiert werden muss.
<ul style="list-style-type: none"> Urbanisierung, Steigerung des ökonomischen Wohlstandes, Nachhaltigkeitsgedanken und Schliessung der Versicherungslücke, d.h. Zunahme der Versicherungsdichte 	<ul style="list-style-type: none"> Underwriting-Resultate der letzten Jahre sind unter den Erwartungen geblieben. Volatilität der Renditen soll stabilisiert werden.

Aktuelles von Hurrikan Ian

Hurrikan Ian ist als Sturm der Kategorie 4 (zweithöchste Kategorie) mit Spitzenwindgeschwindigkeiten von knapp 250 km/h am Mittwochabend, 28. September 2022 mitteleuropäische Zeit im Norden von Fort Myers auf die Westküste Floridas geprallt. Den aktualisierten Modell- und Markteinschätzungen zufolge wird von möglichen versicherten Marktschäden von USD 40 Mrd.

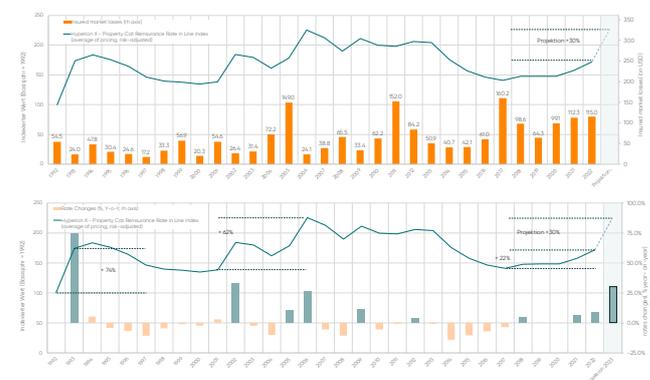
bis über USD 87 Mrd. ausgegangen. Bei den Managern scheint aktuell der Konsens im Bereich von USD 40-65 Mrd. zu liegen. Somit haben die möglichen Schadensauswirkungen von Hurrikan Ian in einer ohnehin schon angespannten ILS-Marktlage nochmals rund 10% des verfügbaren Risikokapitals für das kommende Versicherungsjahr aus dem Markt eliminiert. Zudem dürften anhaltende Bewertungsunsicherheiten möglicherweise noch zusätzliches Kapital blockieren.

Aktuelle Marktlage nach Hurrikan Ian

Nebst den direkt messbaren Markteinflüssen hat das Auftreten von Hurrikan Ian folgende Gefühlslage auf dem Rückversicherungs- und ILS-Markt ausgelöst: Die Wahrnehmung und Erwartungshaltung der Rückversicherungsgesellschaften und der Investoren für das zukünftige, allgemeine Niveau der Risikoprämie im Gesamtmarkt der Rückversicherung inkl. ILS-Industrie wird sich materiell ändern (müssen). Angebot und Nachfrage zwingen die Industrie dazu. Eine generelle, marktübergreifende Auffassungs- und gleichzeitig Anforderungsänderung resultiert natürlich nicht ganz unabhängig von den Resultaten der Vergangenheit, sondern ist eher als nachvollziehbare Konsequenz der Investitionserfahrung der letzten Jahre zu verstehen, und dabei nicht erst seit 2017 ein Thema. Wir versuchen das anschaulich in einer Graphik darzulegen.

Die Abbildung 2 zeigt die indexierte Entwicklung (grüne Kurve, 1992=100) der risiko-angepassten Prämien pro Versicherungsdeckungseinheit für die globale Naturkatastrophen-Rückversicherungsbranche. Die orangen Balken repräsentieren den versicherten Marktschaden in den einzelnen Jahren (in USD, inflationsbereinigt für das Jahr 2020).

Abbildung 2: Risiko-adjustierte Prämienentwicklung des Rückversicherungsmarktes für Naturkatastrophenrisiken (1992 – 2022)



Quelle: Howden, Reinsurance at a tipping point, September 2022, Marktschaden-Daten von Swiss Re, sigma-explorer. Marktschadenlast 2022 ist per Ende Q3 2022. Projektion 2023 aus verschiedenen Quellen/ Gesprächen mit Managern.



Die vergangenen, ereignis- und auch schadenreichen Jahre seit 2017 haben zu einem spürbaren «Re-Pricing» geführt. In der obigen Graphik per Ende 2021 wird diese im Vergleich zu 2017 um +22% höher geschätzt. Über die letzten Jahre haben durchschnittliche Risikoprämien global zugenommen, je nach Region, Gegenpartei und Vertragsart in unterschiedlichem Ausmass. In derselben Zeitperiode zeigt die Abbildung 1 aber auch, dass das Kapitalvolumen im globalen Rückversicherungsmarkts zugenommen hat. Daraus leiten wir ab, dass bis Ende 2021 die gestiegene Nachfrage nach Versicherungsschutz aufgrund der zunehmenden Prämien stets mit einem höheren Angebot an Kapital gestillt wurde. Die nachfolgende erhöhte Schadensaktivität hat aber das jeweils höhere Kapitalangebot und die höheren Prämien (mehr als) aufgebraucht.

Heute befindet sich der Markt für Rückversicherungsrisiken hingegen erstmals seit Langem wieder in einer angespannten Situation, was das Angebot und die Nachfrage nach Risikokapital betrifft. Eine stark erhöhte Nachfrage nach Versicherungsschutz trifft auf ein sinkendes Angebot. Letzteres ist nicht nur von den Erfahrungen der letzten Jahre gezeichnet, sondern reflektiert auch die generell hohe Unsicherheit im aktuellen Finanzmarktumfeld. Das resultierende hohe Ungleichgewicht im ILS-Markt lässt sich daher nur über weitaus höhere Prämien wieder lösen. Zudem sind die traditionellen Rückversicherer aufgrund des schwierigen Anlagejahres 2022 und der unsicheren Finanzmarktlage in ihrer Flexibilität und Anpassung des Risikoappetits deutlich stärker eingeschränkt.

Wir möchten an dieser Stelle rekapitulieren, dass die technische Attraktivität des Rückversicherungsmarkts über die letzten Jahre stets zugenommen hat (siehe Abbildung 2). Dies hauptsächlich aufgrund der Tatsache, dass gewisse Marktsegmente, Regionen oder spezifische Gegenparteien sowie Vertragsarten zum Teil eine deutliche höhere Risikoprämie bezahlen mussten als vorher. Prämienanpassungen haben sich vereinzelt und je nach strategischer Ausrichtung zu unterschiedlichem Ausmass in den entsprechenden Portfolios der ILS-Investoren also schon manifestiert. Nur wurden sie von erhöhten Schäden aufgeessen.

Es ist uns wichtig zu unterstreichen, dass sich die aktuelle Marktsituation im Vergleich zu vergangenen Jahren auch dahingehend unterscheidet, dass das angestrebte Repricing nun markt-übergreifend über die verschiedenen ILS-Segmente stattfinden wird (und nicht nur in einzelnen). Dies eben aufgrund des

deutlichen Ungleichgewichts zwischen Nachfrage nach Versicherungsschutz und Angebot an Risikokapital. Dies Art von Marktungleichgewicht, bzw. das hohe Ausmass folgt typischerweise nur aus einer Serie von hintereinander folgenden Jahren, bei dem verschiedene Marktsegmente hinter den Erwartungen geblieben sind. In solchen Jahren wurde der Kapitalpuffer aus verschiedenen Schadensereignissen und unterschiedlichen Treibern graduell aufgebracht. In der (messbaren) Vergangenheit gab es in unseren Augen wahrscheinlich nur zwei Mal vergleichbare Marktsituationen, in welchen das Angebot und die Nachfrage so weit auseinanderklafften:

Die wilden 90er und die unsicheren 2000er

Die Zeit vor der Jahrtausendwende war geprägt durch den Hurrikan Andrew im Jahr 1992. Gleichzeitig musste sich der Rückversicherungsmarkt mit den Folgen der Piper-Alpha-Explosion in 1988 und der zunehmenden Ungewissheit über potenziell anstehenden Rechtsfälle im Zusammenhang mit Asbest auseinandersetzen. Das effektive Schadensausmass von Hurrikan Andrew war erheblich grösser als die damals benutzten, simplen formelbasierten Modelle für Naturkatastrophenereignisse erahnen liessen. Einige Versicherer und Rückversicherer waren folglich nicht mehr in der Lage, ihre Verpflichtungen zu bedienen. Dies gilt auch als der Startpunkt bzw. Durchbruch der wahrscheinlichkeits- und Szenario-basierten Modelle in der Industrie, welche die deterministischen Schadensmodelle für das Pricing und für das Risikomanagement ersetzten.

Von 2004 bis 2006 befand sich der Rückversicherungsmarkt in einer Phase, in der die Risikoprämien deutlich anstiegen. Dies war hauptsächlich getrieben durch das Auftreten der Wintersturmserie Martin und Lothar (Dez 1999, Europa) sowie die Terror-Ereignisse beim World Trade Center im September 2001. Letztere lösten eine grosse Marktunsicherheit aus, da die Rechtslage bezüglich der Flugzeugaufpralle auf die Zwillingstürme lange unklar war. Es ging dabei um folgende Fragestellung: Sind die Terrorangriffe als ein Versicherungsereignis (Terrorereignis) oder als zwei separate Versicherungsereignisse (zwei Flugzeuge in zwei verschiedene Gebäude) einzustufen? Die letztere Interpretation wurde schlussendlich geltend gemacht. Bis sich Klarheit diesbezüglich etabliert hatte, prallten die tropischen Stürme Katharina, Rita und Wilma (2005, USA) auf Land, wobei vor allem Katharina für erheblichen Versicherungsschaden sorgte. In New Orleans sind die Schutzdämme gebrochen und die Stadt wurde folglich überflutet. Im Verlaufe der Jahre 2005 und 2006 hat der Markt dann diese Schadensserie absorbiert und via deutlich höhere Prämien eingepreist.

Aktueller Markausblick

Die ILS-Marktlage wird sich in den nächsten 3-18 Monaten weiter herauskristallisieren und etablieren. Die anstehenden Erneuerungsrunden auf dem traditionellen Rückversicherungsmarkt und dem privaten ILS-Markt finden zum Ende des Jahres 2022 statt. Knapp die Hälfte des Marktvolumen wird versicherungstechnisch jeweils zum Jahresende neu ausgehandelt. Die andere Hälfte des Marktvolumens wird auf Ende Q1 2023 gefolgt von Ende Q2 2023 erneuert. Im Gespräch mit diversen ILS-Managern ist zu erfahren, dass die Verhandlungen nur langsam voranschreiten. Rückversicherer und ILS-Manager warten auf Zeichen der Versicherungskäufer, um zu sehen, ob die Basis der Verhandlungen überhaupt sinnvoll ist. Aktuell ist zu lesen, dass bei den ersten Gesprächen, die Verhandlungen von spezifischen Transaktionen bei einer 40% risiko-adjustierten (inkl. netto Inflationsanpassung) Prämienhöhung, noch kein grosser Andrang bzw. kein grosses Interesse bei den Rückversicherern und/ oder ILS-Manager geweckt wurde. Siehe dazu auch den Artikel *«Renewals: 40% risk-adjusted rate increases not enough for some markets»*, (www.artemis.bm, 23. November 2022).

Somit darf erwartet werden, dass für das kommende Jahr die ILS-Strategien erheblich attraktiver ins Jahr starten werden als in der Vergangenheit. Gleichzeitig ist davon auszugehen, dass die Attraktivität in der ersten Jahreshälfte des Jahres 2023 bis zum Start der Hurrikan-Saison weiterhin zunehmen wird. Der Cat-Bond-Markt gibt aufgrund seiner Liquidität und den beobachtbaren Preisen bereits heute Indikationen, wohin die Reise gehen könnte. Cat Bonds reflektieren somit Anpassung zu Marktänderungen bereits. Tabelle 2 listet die wichtigsten Kennzahlen dazu auf. Zum Vergleich sei erwähnt, dass die Kreditspreads für HY-Bonds und Loans auf der Pike der Finanzkrise '08 bei rund 18% lagen und damit nur unweit über heutigen ILS-Yields.

Tabelle 2: Vergleich einiger Schlüsselaspekte des Cat-bond-Marktes zwischen Oktober 2021 und Oktober 2022

Schlüsselaspekte	Änderung über 12 Monate	Okt 2022	Okt 2021
Bruttorendite (USD)	+ 172%	16.6%	6.1%
Risikozinssatz (USD)	+ 113%	12.8%	6.0%
USD-Geldmarkt		3.8%	0.1%
Modellierter erwarteter Verlust	+ 30%	3.5%	2.7%
Erwartete Bruttorendite (USD)	+ 285%	13.1%	3.4%

Fazit und Schlussfolgerungen

Die letzten Anlagejahre waren in der ILS-Branche, sowie allgemein in der Rückversicherungsindustrie für (Natur-) Katastrophenrisiken geprägt von überdurchschnittlich kostspieligen Marktschäden. Darauf folgten zwar jeweils auch Prämien erhöhungen, aber diese reichten unter dem Strich zur Kompensation nicht aus. Deshalb wurden die Kapitalpuffer der Rückversicherungsindustrie über die letzten Jahre kontinuierlich reduziert respektive sogar in erheblichem Umfang aufgebraucht.

Zukünftige Inflationserwartungen einerseits und Hurrikan lan andererseits verschärfen das bereits vorhandene Marktungleichgewicht zwischen der Nachfrage nach Versicherungsschutz und dem Angebot an Risikokapital nochmals deutlich. Es kann sich nur über höhere Prämien wieder angleichen. Das ultimative Ausmass an Prämien erhöhungen ist zwar heute noch ungewiss. Im Verlauf der letzten 30 Jahre gab es aus unserer Sicht aber nur 2 vergleichbare ILS-Marktsituationen. Die Geschichte lehrt uns, dass solche Phasen von ausgeprägtem Stress selten auftreten und aussergewöhnliche Renditepotenziale bieten, die sich über die nachfolgenden Quartale materialisieren. Je nach Ausgang des Versicherungs- und Anlagejahres 2023 verschärfen sie sich vielleicht sogar noch oder pendeln sich auf hohem Niveau ein.

Daher wird die Anlageklasse ILS in den nächsten Monaten signifikant attraktiver, sowohl absolut als auch relativ zu anderen Anlageklassen. Für die Manager gilt es zu beweisen, dass sie den Rückversicherungszyklus verstehen und davon profitieren. Somit bewahrheitet sich der Compliance-Leitsatz, wonach historische Renditen nicht als Garantien für die Zukunft zu verstehen sind. Im Gegenteil hoffen wir, dass unsere Erklärungen und die Erkenntnisse der letzten Jahre das Verständnis unter ILS-Anlegern und Interessierten steigern. Erstens um die erzielten Resultate zu verstehen und zweitens um die für uns höchst attraktive Aussicht nachzuvollziehen. Im Übrigen erhoffen wir uns natürlich auch, dass das verständlicherweise etwas angekratzte Vertrauen in die Anlageklasse ILS dank Fakten wieder zu stärken.

Sowohl für bestehende als auch für neue ILS-Investoren bedeutet dies, dass nun endlich die Zeit gekommen ist, sich wieder sorgenfreier der Anlageklasse zu widmen. Warren Buffett sagt, man solle gierig sein, wenn andere ängstlich sind und ängstlich, wenn andere gierig sind. Am ILS-Markt beobachten wir heute mehr Angst als Gier und das ausgeprägter als in anderen Anlageklassen. Vor diesem Hintergrund bietet es sich heute an, sowohl Neuanlagen als auch graduelle Erhöhung innerhalb der vorgesehenen Allokationsbandbreiten für ILS nüchtern und unemotional zu prüfen und effizient umzusetzen.