

SIGLO Timeout Nr. 88

Beide schaden sich selbst: der zuviel verspricht und der zuviel erwartet.

Abstract

Als Gotthold Ephraim Lessing (1729 - 1781), deutscher Schriftsteller, Kritiker und Philosoph der Aufklärung, obiges Sprichwort niederschrieb, hat er dabei wohl nicht in weiser Voraussicht an die ILS-Märkte und die Geschehnisse der letzten 9 Monate gedacht. Trotzdem passt es. Im aktuellen Timeout setzen wir uns chronologisch und kritisch mit den Prognosen und Erwartungen des Marktes aus dem Jahr 2017 auseinander, qualifizieren diese aus heutiger Sicht und stellen ein marktbasierendes Modell vor, wie realistische Zielrenditen im Bereich der ILS-Anlagen formuliert werden können.

Mit einem blauen Auge davon gekommen?

Die Swiss Re hat in ihrer Studie SIGMA für das Jahr 2017 von versicherten Schäden in der Höhe von USD 144 Mia. berichtet. Marktteilnehmer schätzen, dass Anleger im ILS-Markt davon USD 5 – 10 Mia. übernehmen mussten. Da der alternative Risikotransfer (ART) in etwa 20% des globalen Property & Casualty-Marktes ausmacht, musste also nur ein unterdurchschnittlicher Anteil der Industrieverluste durch den Kapitalmarkt übernommen werden. Auch wenn die Dispersion innerhalb der ILS-Produkte sehr hoch war, ist die „Outperformance“ der ILS-Industrie den speziellen Gegebenheiten der Ereignisse geschuldet (Vgl. hierzu Timeout Nr. 79).

„Lokale“ Goldgräberstimmung

Kurz nach den Ereignissen war die Unsicherheit im Oktober und November 2017 bezüglich der Verluste sowie auch bezüglich der Nachfrage nach zusätzlichen Deckungen der Versicherungsindustrie hoch. Als Indiz haben sich Risikoaufschläge am Cat Bond-Markt kurzfristig auf über 11% verdoppelt, um sich dann auf einem Niveau von 8% einzupendeln, ein Anstieg von 3% oder über 50% im Vergleich zum Juni 2017. Zusätzlich fragte eine grosse Gegenpartei in den USA unmittelbar nach Hurrikan Irma Deckung zu einem signifikanten Aufschlag im Markt nach. Vereinzelt Anbieter haben diese Entwicklungen und Datenpunkte in einen marktweiten Prämienanstieg von 25% - 60% extrapoliert und per Ende Oktober 2017 teilweise eigene Post-Event Funds lanciert, um die vermeintlich grosse Chance auszunutzen.

Anleger haben ebenfalls sehr unterschiedlich reagiert. Diejenigen, welche 2017 teilweise signifikante Verluste erlitten haben, waren und wurden motiviert, jetzt nachzukaufen, in der

Hoffnung, ihre erlittenen Verluste schnell wieder zurückzugewinnen. Aus ihrer subjektiven Sicht haben sie wohl ihre persönlichen Verluste auf den Gesamtmarkt extrapoliert und daraus abgeleitet, dass es sich um eine „wirkliche“ Krise handelt. Diejenigen Investoren, welche das Jahr sogar mit einer positiven Rendite abschlossen, haben aus ihrer persönlichen Situation andere Rückschlüsse gezogen und sind deshalb auch nicht aktiv geworden.

***Nur auf den zweiten Blick verständlich,
aber die Manager mit den höchsten
Verlusten bekamen von ihren Investoren
am meisten Neugelder.***

Rückblickend überrascht es nicht, dass die Manager mit den grössten Verlusten im Durchschnitt die höchsten Prämienanstiege kommunizierten und ihnen ebenfalls im Schnitt die höchsten Neugelder zuflossen. Wir unterstellen hier niemandem absichtliche Fehlinformation. Die Unsicherheit war effektiv auch unter den Anbietern sehr hoch. Unter Berücksichtigung von grossen Side Pockets im Fall von Open End-Fonds oder blockierten Vermögen von bis zu 100% im Fall von Closed End-Produkten ist ein möglicher Interessenskonflikt aber nicht von der Hand zu weisen.

Eine Schwalbe macht noch keinen Frühling

Wir haben im November 2017 etliche Stunden in Meetings und am Telefon verbracht und uns mit Managern, Investoren und Marktteilnehmern ausgetauscht. Als wichtiger Gesprächspartner im ILS-Markt waren wir in der glücklichen Situation, dass wir umgehend mit einer Vielzahl von Entscheidungsträgern in Kontakt treten konnten und Zugang zu vielen aktuellen

Datenquellen hatten. Uns hat sicherlich auch geholfen, dass wir auf Grund unserer breiten Peergruppe schnell verstanden haben, dass die Dispersion im Markt ausserordentlich gross war und der durchschnittliche Investor nicht „Haus und Hof“ in den Wirbelstürmen in Nordamerika versenkt hat. Wir haben alle Informationen konsolidiert und in unserem Timeout Nr. 79 vom November 2017 eine Prämienhöhung von 10% - 20%, je nach US- Windallokation, hergeleitet. Wir hielten die Bandbreite für realistisch und die Einschätzung als konservativ.

Erstens kommt es anders...

Mit dem Abschluss der Erneuerungsrunde zum Jahresbeginn wurde im Schnitt von einer Prämienhöhung von 7.5% - 12.5% berichtet. Weniger als erwartet. Aber zumindest im Zielbereich. Wirklich überrascht hat uns dann die Erneuerungsrunde des US-Geschäftes im Frühsommer des Jahres 2018, wo die Prämien lediglich im Bereich von 5% - 10% angestiegen sind. Verlustfreie Gegenparteien mit gutem Underwriting haben ihre Deckung ohne Aufschlag gerollt. Was sich bereits auf unserem Research im April 2018 in den USA, Bermuda und London andeutete, hat sich in den Managerreviews bestätigt: Trotz hoher Marktverluste in 2017 und hoher Unsicherheit beim Rollen der Verträge haben die bisherigen Prämienanstiege mit nur 5% - 10% enttäuscht.

Eine Ursachenanalyse

Retrospektiv haben sich folgende Thesen nicht bewahrt: Erstens ist zu Beginn des Jahres im Retro-Markt zu keiner Verknappung an Kapital gekommen. Die AuM der ILS-Manager sind angebotsseitig auf über USD 100.0 Mia. angewachsen. Den ILS-Managern mit den höchsten Verlusten ist es gelungen, ihre Kapitalbasis vollständig zu ersetzen. Zweitens haben Zedenten nicht wie angedeutet mehr Deckung nachgefragt und teilweise auf Androhung höherer Prämien einfach mehr Leverage auf die Bilanz genommen und das Risiko einbehalten. Durch die sehr schnelle Spread-Verengung am Cat Bond-Markt von über 220 Basispunkten bis Ende Mai 2018 wurde die Verhandlungsposition der ILS-Manager zusätzlich torpediert.

Ein Stimmungsbild

Die aktuelle Investorenstimmung korreliert stark mit der YtD-Rendite der investierten Manager und den gemachten Versprechungen. Im Extrem hat das Produkt im letzten Jahr mehr verloren als antizipiert, die YtD-Rendite leidet

unter Verlustnachbuchungen – sogenanntem „Loss Creep“ – und lässt damit den erhofften „Rebound“ vermissen. Auf der anderen Seite der emotionalen Palette hat ein Produkt im letzten Jahr einen kleinen Gewinn erzielt und überzeugt auch weiterhin im Jahresvergleich, getragen von gesunden Preisanstiegen am Cat Bond-Markt.

Die Dispersion in den Renditen ist das Spiegelbild der Emotionen der Investoren: breit gestreut und von allem etwas.

Oder anders gesagt, die Dispersion in den Anlageleistungen unter den Managern bleibt unverändert hoch und damit auch die Gefühlswelten der Investoren. Die Umsetzung respektive die Managerauswahl haben über die letzten 18 Monate eine zentrale Rolle gespielt.

Renditeerwartung bis zum Jahresende

Wir haben uns in den letzten zwei Wochen erneut mit zwei Dutzend ILS-Managern unterhalten. Neben der Ursachenforschung für die moderate Prämienhöhung ging es vor allem auch darum, die Erwartungshaltung für die zweite Jahreshälfte zu kalibrieren und erste Gedanken für das Jahr 2019 auszutauschen.

Mit der Publikation der Halbjahreszahlen der Erstversicherer in Florida gehen die Manager davon, dass nicht mehr mit signifikanten Nachbuchungen gerechnet werden muss. Die Portfolios sollten in einer ruhigen US-Windsaison deshalb unverzerrt von den saisonal höheren Beiträgen profitieren können. Für die zweite Jahreshälfte gehen wir für Produkte mit einem mittleren Risikobudget von einer Nettorendite von 3.0% - 5.0% in USD aus. Dies liegt leicht über den Erwartungen vor Jahresfrist. Damit würden die Portfolios je nach „Loss Creep“ mit einem Jahresresultat von netto 3.5% - 7.5% in USD schliessen.

Klar ist jedoch jetzt schon, dass die Streubreite der Produkte auch im Jahr 2018 sehr hoch sein wird. Dabei sind die Verlierer aus dem Jahr 2017 teilweise die Gewinner im Jahr 2018. Bei der Renditeanalyse tun die Investoren deshalb gut daran, die Produkte über eine Periode von 18 Monaten zu analysieren, dabei auch die P&L der Side Pockets mit einzurechnen und sie gegen eine aussagekräftige Peergruppe zu vergleichen.

Verspätete Konsequenzen

Es würde uns nicht überraschen, wenn ausgewählte Investoren aus dem Jahr 2017 und 2018 ihre Konsequenzen ziehen und entweder dem Manager kündigen oder sich gänzlich enttäuscht vom Segment ILS abwenden. Ersteres ist in Einzelfällen nicht nur nachvollziehbar sondern auch notwendig. Wir kennen Fälle, wo der Manager seinen Kunden, welche im Jahr 2017 20% und mehr verloren haben, versprach, dass sie ihre Verluste innerhalb von 18 Monaten wieder „zurückgewinnen“ werden. Aufgrund der negativen Rendite bisher im Jahr 2018 hat der Kunde die Position mittlerweile enttäuscht gekündigt. Lessing lässt grüssen, denn beide haben sich geschadet: der zuviel verspricht und der zuviel erwartet.

Erwartete Rendite im ILS-Markt

Realistische Erwartungen schützen vor Enttäuschungen. Die Frage nach einer adäquaten Zielrendite ist eine wichtige und zentrale Frage im Gesamtportfoliokontext eines jeden Investors. Auf Grund der statistischen Eigenschaften des Segmentes ILS ist die erwartete Rendite, welche beispielsweise im ALM-Kontext oder der Ertragsbudgetierung angewendet wird, nicht so einfach abzuleiten. Wenig überraschend ist dabei die Streuung der Werte, welche von Investoren, anderen Beratern und Managern angewendet werden, hoch. Dabei ist leider nicht immer klar, ob es sich um Netto- oder Bruttozahlen handelt, in welcher Währung gerechnet wird, ob man von Spreads oder Renditen auf Verfall redet und ob es sich abschliessend um No Loss-Angaben, Median-schätzungen oder Mittelwertberechnungen handelt. Dies hat schon zu einigen intensiven Diskussionen geführt.

Ein einfaches, modulares Modell

Finance ist keine exakte Wissenschaft. Sie unterliegt Annahmen. Wir möchten von unserer Seite aufzeigen, wie wir unsere Zielrenditen herleiten, von welchen Annahmen wir ausgehen und zu welchen Schlussfolgerungen wir kommen. Wir formulieren unsere Annahme für ein ILS-Portfolio mit einem mittleren Risikobudget, welches in CRI-Kontrakte und Lebensrisiken investieren kann.

- **Schritt 1: Marktbasis**

Basis unseres einfachen Modelles ist der Risikoaufschlag (Spread) von Cat Bonds. Dies gibt uns die Risikoprämie für ein NatCat-Portfolio, welche wir am Markt ablesen können. Per 31. Juli liegt dieser bei fast 5.25%.

- **Schritt 2: Adjustierung des Anlageuniversums**

Bei den meisten ILS-Portfolios handelt es sich heute nicht mehr nur um reine Cat Bond-Portfolios. Viele Produkte investieren im hohen Ausmass in private Kontrakte. Diese werden im englischen unter dem Begriff „Collateralized Reinsurance“, kurz CRI, zusammengefasst. In unserem Musterportfolio erlauben wir auch den Einsatz von liquiden und privaten Lebenskontrakten. Diese haben aus unserer Sicht das Potential, das Portfolio kausal zu diversifizieren, ohne die Zielrendite zu sehr zu verwässern, dies oft auf Kosten einer entsprechenden Illiquidität. Die Anlage in CRI-Kontrakte und Leben macht nur dann Sinn, wenn sie auch zu einer besseren Kapitaleffizienz führt. Unter Kapitaleffizienz verstehen wir den Trade Off zwischen Rendite, Risiko und Diversifikationsgewinn einer Anlage im Portfolio-kontext. Durch die Erweiterung des Anlageuniversums können die Diversifikationskosten für die dominanten US-Risiken signifikant und kausal gesenkt werden. Bei gleichem Portfoliorisiko gehen wir hier für die Illiquidität und den Diversifikationsgewinn durch Lebensrisiken von einer zusätzlichen Prämie von 1% - 2% p.a. aus. Dies ergeben zumindest die Daten der bestehenden Portfolios, welche wir im Rahmen unserer Mandate beobachten können.

- **Schritt 3: No Loss Spread in USD brutto**

Wenn wir also den Mittelwert von 1.5% p.a. zum Cat Bond-Risikoaufschlag dazu addieren, ergibt dies einen Spread von 6.75% brutto in USD.

- **Schritt 4: No Loss-Nettorendite in CHF**

In einem nächsten Schritt geht es darum, die Geldmarktbasis einzuschätzen. Als Basis wählen wir hier den USD-Libor für 6 Monate, welcher über die letzten Wochen brutto einen Ertrag von 2.50% p.a. erwarten lässt. In der Summe führt dies zu einer erwarteten Bruttoportfoliorendite in USD von 9.25% p.a. Wenn wir hier einen grosszügigen TER von 1.5% und Währungsabsicherungskosten von 3.2% abziehen, beträgt die No Loss-Rendite netto in CHF 4.5%. In einem Jahr ohne Schäden darf der Investor also maximal von einer Rendite von 4.5% ausgehen. Das stellt das bestmögliche Szenario dar.

- **Schritt 5: Median als obere Bandbreite der Zielrendite**

Einige Manager geben den Median als Zielrendite für ihr Portfolio an. Der Median misst das 50% Quantil einer Verteilung. Ausgehend von der No-Loss Rendite berücksichtigt er kleinere Streuverluste, grössere Schäden sind darin aber nicht ablesbar. Erfahrungsgemäss liegt der Median 0.5% - 1.5% unter der No Loss-Rendite, dies in Abhängigkeit zur Breite der Diversifikation des Portfolios und der Höhe am geschriebenen Frequenzrisiko. Für unser Beispiel gehen wir von einer Nettomedianrendite von 3.5% in CHF aus.

- **Schritt 6: Mittelwert als untere Bandbreite der Zielrendite**

Bei unserem Portfolio gehen wir von einem Risikobudget in der Höhe von 3% - 4% Expected Loss. Wenn wir die durchschnittlichen 3.5% p.a. von der No Loss-Rendite abziehen, liegen wir bei einem Mittelwert der Verteilung von 1.0%. Dies liegt nach wie vor 1.25% - 1.75% über dem Schweizer Geldmarktsatz.

- **Schritt 7: Festlegung einer konkreten Ertragsschätzung**

Für die absolute Ertragsschätzung für das nächste Jahr diskutieren wir mit den Kunden also die Bandbreite von 1.0% - 3.5% in CHF. Auf Grund der Schiefe der Verteilung und dem Rebalancing der Kunden erscheint uns der Mittelwert der Verteilung als konservative Untergrenze. Der Median erfasst hingegen nur die Frequenzrisiken und kleinere Schäden, was wie erwähnt zu optimistisch erscheint. Für die Gesamtportfolioplanung schlagen wir daher unseren Kunden vor, sich im Bereich von 2% - 2.5% p.a. in CHF zu positionieren.

Abschliessende Gedanken

Aus unserer Sicht stellt ILS unverändert eine interessante Anlage dar, sowohl strategisch als auch taktisch. Bei relativer Ertragsbetrachtung verstärkt sich das gute Bild. Zudem diversifiziert sie das Portfolio kausal und offeriert eine solide Rendite über dem risikolosen Zinssatz. Das Jahr 2017 hat aber deutlich gemacht, dass das Anlageuniversum, die Anlagerichtlinien und die Managerselektion entscheidende Rollen spielen. Wir gehen mit kritischen Stimmen einig, dass ein konservatives Cat Bond-Portfolio nach FX-Absicherung und TER keine positive Rendite erwarten lässt. Der ILS-Markt hat aber einiges mehr als nur Cat Bonds zu bieten. Die Anlageleistungen der Produkte demonstrieren zudem, dass die Umsetzung höchste Priorität verlangt. Die reine kostenfokussierte Auswahl hat sich nicht in allen Fällen ausbezahlt.

Prämienerrhöhungen fallen im Jahresvergleich mit 5 - 10% geringer aus als erwartet. In Kombination mit dem „Loss Creep“ resp. den bisher teilweise schwachen Anlageresultaten drohen einigen Managern unangenehme Fragen der Investoren und evtl. sogar Konsequenzen

Die Augen der Manager sind jetzt bereits nach Baden-Baden und Monte Carlo gerichtet, wo mit den zwei wichtigen Konferenzen bereits das Renewal resp. Rollen der Verträge per 1. Januar 2019 eingeleitet wird. Dabei steht vor allem der Retro-Markt, also die Rückversicherung für Rückversicherungen, im Fokus. Nicht nur wir warten gespannt, inwiefern dieser für die ILS-Industrie wichtige Submarkt das gleiche Risikokapital zu Verfügung stellen kann wie in 2018 oder ob es nach teilweise unerfüllten Kunden-Erwartungen zu Abflüssen im ART kommt.

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

