

ILS im Jahr 2023: «Was bisher geschah»

Wer sich am Sonntag um 11.00 Uhr auf Radio SRF3 den Krimiklassiker «Philip Maloney» nicht entgehen lässt, weiss, dass jeweils nach Musikpausen mit der Frage «Was bisher geschah?» die verpassten Abschnitte zusammengefasst und die kommenden Herausforderungen der aktuellen Episode angedeutet werden. In diesem Sinne rekapitulieren wir in diesem Timeout, was in den vergangenen sechs Monaten im ILS-Markt geschah, und wie es möglicherweise in den kommenden 6-9 Monaten weitergehen könnte.

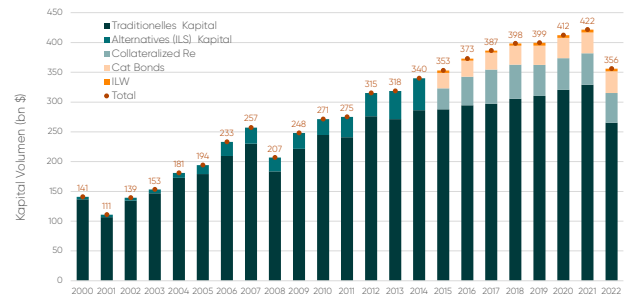
Rückblick generell

Das Finanzjahr 2022 war von stark zunehmenden Inflationserwartungen sowie den steten, heftigen und andauernden Zinserhöhungen (am stärksten in den USA) geprägt. Dies führte einerseits zu (Buch-)Verlusten in Firmenbilanzen, nicht nur im Gleichschritt bei Aktien- und Obligationenanlagen, sondern auch bzgl. Ausmass und Zeitdauer, wie wir es seit Dekaden nicht erlebten. Folglich herrschte eine gewisse Unsicherheit unter den Anlegern und erhöhte Preisvolatilität an vielen Märkten. Diese Stimmung führte unter anderem dazu, dass sich vor allem kotierte, traditionelle Rückversicherer auf eine nachhaltigere Profitabilität ihres Kerngeschäfts fokussierten, um die unerwünschte Kursvolatilität einzudämmen und den intrinsischen Aktienpreis ihres Unternehmens zu stützen. Vereinzelt kündigten Rückversicherer per Ende 2022 sogar an, sich aus dem Geschäftsbereich der Rückversicherung von Naturkatastrophen zurückzuziehen.

Zusätzlich haben die von Hurrikan Ian (September 2022) verursachten Marktschäden von über USD 50 Mrd. das verfügbare Kapitalangebot nach Versicherungsschutz zusätzlich reduziert. Zudem haben die schadensreichen Jahre der jüngsten Vergangenheit dazu geführt, dass die Kapitalpuffer der Rückversicherer über die letzten Jahre ohnehin schon signifikant dahinschmolzen.

Als spürbare Folge schrumpfte das geschätzte Rückversicherungskapital traditioneller Anbieter insgesamt und in globaler Hinsicht um fast USD 65 Mia. Das sind rund 15%-20% weniger als zum Jahresbeginn wie die Abbildung 1 darstellt. Weiter erhöhte die ansteigende Inflation im Jahresverlauf die grundsätzliche Exposition zu Versicherungswerten spürbar (via höhere Wiederaufbaukosten). Übersetzt heisst dies, dass die Versicherungsgesellschaften inflationsbedingt erheblich mehr zusätzliche Versicherungsdeckung einkaufen müssen, um ihre Bilanzsumme im selben Ausmass wie per Ende 2021 vor Grossereignissen zu schützen.

Abbildung 1: Entwicklung des Risikokapitals des Rückversicherungsmarktes



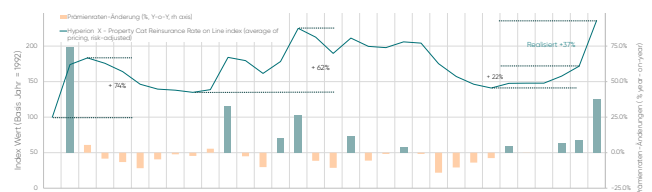
Quelle: Howden, eigene Darstellung

Per Ende des Jahres 2022 und somit pünktlich auf das (nach Geschäftsvolumen gemessen) bedeutendste Vertrags-Erneuerungsfenster in der Rückversicherungsindustrie war das Ungleichgewicht zwischen Nachfrage (nach Versicherungsschutz) und Angebot (an Risikokapital) markant und teilweise akut. Der historische Vergleich in Abbildung 1 zeigt das Ausmass.

Rückblick auf die Prämienentwicklung

Infolgedessen war die generelle, marktübergreifende Erwartungshaltung, dass die Risikoprämien für Naturkatastrophenrisiken markant ansteigen werden bzw. müssen. Per Ende Q4 2022 besagte der aus verschiedenen Quellen herauszuhörende Marktkonsens unter ILS-Managern und Brokern, dass mit einer risikoangepassten Prämienhöhung von rund +30% zu rechnen sei. In der Abbildung 2 ist effektiv zu sehen, dass per Januar 2023 in globaler Hinsicht eine risikoangepasste Prämienhöhung von sogar +37% (im Vergleich zum Ende des Jahres 2022) realisiert wurde. Das ist aussergewöhnlich.

Abbildung 2: Risiko-adjustierte Prämienentwicklung des Rückversicherungsmarktes für Naturkatastrophenrisiken (1992 – 2023)

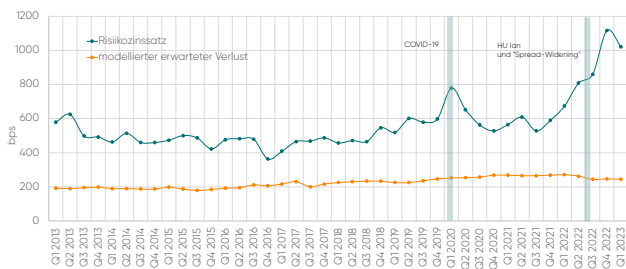


Quelle: Howden, The great realignment, Januar 2023

Die Lage auf dem Cat Bond-Markt präsentierte sich erwartungsgemäss in sehr ähnlichem Stil. Die Risikoaufschläge erreichten bis Ende 2022 einen Höchststand im Vergleich zu den letzten zehn Jahren. Dies war einerseits getrieben durch den Eintritt von Hurrikan Ian in Florida im September 2022 und der entsprechenden Unsicherheit bezüglich des ultimativen Schadensausmasses sowie des möglichen Einflusses auf die

entsprechenden Bewertungen. Andererseits führte per Ende 2022 das Ungleichgewicht zwischen der Nachfrage und dem Angebot an Risikokapital in der Versicherungsindustrie zu steigenden Prämien. Verstärkt wurde dies durch zusätzliche Liquiditätsempässe von globalen Multi-Asset-Investoren (z.B. der LDI-Mismatch in UK gemäss Timeout Nr. 135) oder wegen Rebalancing-Aktivitäten institutioneller Anleger aufgrund von Kursverlusten im Portfolio, weshalb die Risikoprämien für Versicherungsschutz noch einmal weiter anstiegen wie die Abbildung 3 veranschaulicht.

Abbildung 3: Entwicklung des Risikozinssatzes und des modellierten erwarteten Verlustes des Cat Bond-Marktes (2013 bis 2023)



Quelle: Manager, eigene Darstellung

Somit präsentieren sich verschiedenste ILS-Strategien beim Start ins Jahr 2023 erheblich attraktiver als in den Jahren zuvor oder im Vergleich zur gut dokumentierten längeren Vergangenheit. Aktuelle Daten suggerieren, dass im Verlaufe der vergangenen 30 Jahre die Marktlage für ILS-Anlagen und Prämien nie attraktiver waren.

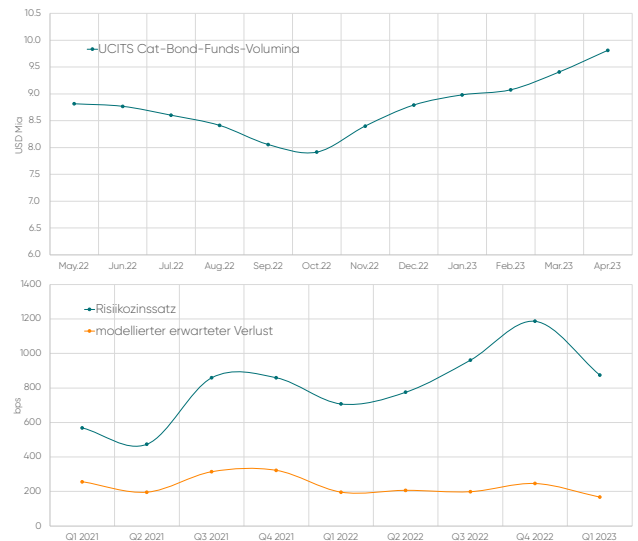
Ausblick auf die aktuelle Marktlage

Das Ungleichgewicht zwischen Nachfrage und Angebot an Rückversicherungskapital bestand per Ende März 2023 weiterhin, aber nicht mehr ganz so akut. Die Daten sowie die Gespräche mit ILS-Managern zeigen dennoch zweifellos, dass per Ende Q1 2023 der Trend risikoangepasster Prämien erhöhungen andauert. So hat der Rückversicherungsmarkt für das asiatische Geschäft je nach Deckungs- und Gefahrenart eine Prämienhöhung von rund 15%-35% erlebt (vgl. «[April 2023 Reinsurance Renewals: Japan](#)», welcher von Guy Carpenter, einem der grössten Rückversicherungsmakler, veröffentlicht wurde). Für den japanischen Markt ist eine Prämienanpassung dieses Ausmasses materiell, insbesondere da seit dem Jahr 2019 kein grösseres Schadenereignis in dieser Region mehr zu verzeichnen war.

Im Cat Bond-Markt verlief der zu beobachtende Trend in den letzten Monaten hingegen gegenläufig zu den oben beschriebenen Beobachtungen im privaten ILS-

Markt. Wie in Abbildung 3 zu erkennen ist, sank der Risikozinssatz von knapp 11.4% (Ende Januar 2023) auf knapp 10.2% (Ende April 2023). Dies ist einerseits auf eine stetige (im Vergleich zu den Erwartungen stärkere) Preiserholung verschiedener Cat Bond-Tranchen zurückzuführen, die nach HU lan eine Korrektur erlebt hatten. Andererseits erfreute sich der so attraktive gewordene Cat Bond-Markt über die letzten 12 Wochen substantieller Kapitalzuflüsse. Entsprechend wirkte sich dies deutlich auf die Prämien der im Verlaufe der letzten 8-12 Wochen neu emittierten Cat Bonds aus, wie in der Abbildung 4 sichtbar ist.

Abbildung 4: Oben: Marktvolumen der UCITS Cat Bond-Fonds. Unten: Durchschnittlicher Risikozinssatz und modellierter erwarteter Verlust der neu emittierten Cat Bond-Tranchen im jeweiligen Quartal (Q1 2021 – Q1 2023)



Quelle: Tiger Risk.com, "The post-lan taper: How fast will the hard cat treaty market unravel?" (Mai 2023), eigene Darstellung.

Die obere Grafik in der Abbildung 4 zeigt die Wertentwicklung der UCITS Cat Bond-Fonds seit Mai 2022. UCITS-Fonds machen heute knapp 25% des gesamten Cat Bond-Fondsmarktes aus. In den ersten 4 Monaten des Jahres 2023 haben die Anlagevolumina in diesen Fonds um rund USD 1 Mia. zugenommen. Dies erscheint uns repräsentativ für den allgemeinen Kapitalzufluss in den gesamten Cat Bond-Markt. Gleichzeitig ist in der unteren Graphik der Abbildung 4 der Effekt des sinkenden risikoangepassten Zinssatzes auf die neuen Cat Bond-Emissionen im Verlauf von Q2 2023 zu erkennen. Mit dem etwas günstigeren Prämieniveau hat auch die Emissionsaktivität der Versicherungskäufer in jüngster Vergangenheit wieder zugenommen. Das ist auch dem kürzlich publizierten [Artikel von Aon Securities](#) (aktuell und historisch gesehen, der grösste Makler im Cat-Bond-Markt) zu entnehmen. Weiter war zu beobachten, dass die Transaktionsgrössen der Cat

Bond-Tranchen im Vergleich zu den ursprünglich angekündigten Volumina zum Teil deutlich zugenommen haben. Diese Tatsache steht im Einklang mit den oben beschriebenen Kapitalzuflüssen. Interessanterweise ist auch zu lesen, dass das aktuelle Marktumfeld bereits wieder neue Cat Bond-Emittenten, also Versicherungskäufer anlockt. Im Hinblick auf die Tatsache, dass generell die Prämien für Cat Bonds über mehrere Jahre fixiert werden (typischerweise drei oder vier Jahre), interpretieren wir diese Entwicklung als Indikation dafür, dass der Marktkonsens keine baldige Abschwächung der zu zahlenden Prämien im globalen Rückversicherungsmarkt antizipiert. Mit anderen Worten gibt es heute Versicherungskäufer, die es offensichtlich vorziehen, sich bereits heute zu den aktuellen Prämienraten den notwendigen Versicherungsschutz zu sichern, als über die nächsten Jahre jeweils jedes Jahr neu zu verhandeln.

Die ILS-Performance stimmt

Die hohe Attraktivität der Anlageklasse wird durch die im Q1 2023 erzielten Renditen zweifelsfrei bestätigt. Der Eureka Hedge ILS Advisors Index liefert die zweithöchste Quartals-Performance seit Lancierung im Jahr 2006. Eine noch höhere Rendite wurde lediglich im Jahr 2007 erreicht. Der Plenum UCITS Cat Bond Index (als Repräsentant für die durchschnittliche Rendite der für Praktiker relevanten UCITS Cat Bond-Fonds), hat in der Periode auch aufgrund der oben geschilderten spürbaren Preiserholung noch etwas besser rentiert, wie die Tabelle 1 darstellt.

Tabelle 1: Cat Bond-Markt vs. breitere, ausgewogene ILS-Strategie per Ende April 2023

Schüsselaspekte	Cat Bond-Markt	ausgewogene ILS-Strategie
Geldmarkt (USD)	+ 4,5%-5%	+4,5%-5%
Risikozinssatz (USD)	+ 10%	10%-12%
YTD-Rendite (April 2023, USD)*	+ 5,5%	+4,3%

Quelle: *Plenum UCITS Cat Bond Index (BBG: PLCBFUC) und Eureka Hedge ILS Advisor Index

Erkenntnisse und Fazit

Die erzielten Renditen im Q1 2023 sowie die sich manifestierten Marktgegebenheiten bestätigen bisher die per Ende 2022 antizipierte hohe Attraktivität der ILS-Anlageklasse. Gleichzeitig konnte man feststellen, dass der Cat Bond-Markt im Verlaufe der letzten Monate einen spürbaren Kapitalzufluss erlebt hat. Die Attraktivität wurde offenbar auch von anderen Anlegern erkannt. Im Vergleich dazu waren die Kapitalzuflüsse im breiteren (privaten) ILS-Markt nicht so ausgiebig. Die

erhöhte Liquidität der Cat Bond-Produkte sowie die relativ erfreuliche Investitions-Erfahrung über die letzten Jahre könnten die unterschiedlichen Reaktionen der Investoren auf die aktuellen ILS-Marktstände erklären.

Folglich haben die risikoadjustierten Prämien der in den letzten 4-8 Wochen emittierten Cat Bond-Transaktionen spürbar abgenommen. Allerdings bleibt zu vermerken, dass die absolute Attraktivität des Cat Bond-Marktes, insbesondere im historischen Vergleich, noch immer sehr hoch bleibt. Saisonal-bedingt ist davon auszugehen, dass bei einem «durchschnittlichen Verlauf» der Hurrikan-Saison 2023 die Risikozinssätze der zu US-Wind exponierten Cat Bonds aufgrund der realisierbaren Rendite in den Sommermonaten bis Oktober sich weiter reduzieren werden. Es wäre für uns nicht überraschend, wenn die Versicherungskäufer und Makler früh im Q4 2023 diese für sie günstigere Situation aktiv auszunutzen versuchten, um weitere Cat Bonds zu emittieren. Es bleibt abzuwarten, wie der Cat Bond-Markt auf eine solche Situation reagieren wird.

Im traditionellen Rückversicherungsmarkt sowie im breiteren, privaten ILS-Markt ist weiterhin ein Trend der steigenden risikoadjustierten Prämien festzustellen. Das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage ist zwar nicht mehr so akut, aber die Erwartungshaltung der Investoren bleibt fordernd. In der aufkommenden Vertragserneuerungsrunde im Juni/Juli 2023 für US-Hurrikane (vor allem Florida) wird eine weitere, risikangepasste Prämienhöhung von 30%-40% erwartet. (Trading Risk: [«Florida treaty renewal fills up early as rates leap 30%-40%»](#)). Weiter ist der Marktkonsens, dass die Ende 2022 verabschiedeten Gesetzesänderungen in Florida für einen stabileren und ökonomisch nachhaltigeren Versicherungsmarkt im US-Sonnenstaat sorgen werden. Allerdings kommen diese Änderungen statutarisch erst im Jahr 2024 vollends zur Geltung.

Phillip Maloney schliesst seine erfolgreich aufgeklärten Kriminalfälle jeweils mit dem Satz ab: «So geht das». In Bezug auf die ILS-Erfahrung der letzten Monate schliessen wir ebenfalls ab mit: «So (wie erwartet) ging das». Wenn wir für ILS-Anlagen nach vorne blicken, erkennen wir, dass die ILS-Anlageklasse auch in Hinblick auf das kommende Geschäftsjahr 2024 sehr attraktiv bleiben dürfte. Die Risikoprämien in der Rückversicherungsbranche werden im historischen Vergleich weiterhin auf hohem Niveau verharren, und dies fast unabhängig vom Ausmass der Trend-Entwicklungen der Risikoprämien im Cat Bond-Markt oder traditionellen Rückversicherungs- und breiten ILS-Markt der nächsten Monate. Also definitiv keine üble Sache, Maloney, oder?