

Insurance Linked Securities – Marktüberblick Sommer 2022

Anlageklassen aller Art hatten im ersten Halbjahr 2022 eine herausfordernde Zeit zu bestehen. Übersichtstabellen zeigen ein tiefes Rot in fast allen Bereichen, mit Ausnahme nur bei ausgewählten Rohstoffen und insbesondere bei Energieträgern, deren hohe Preise allerdings als zusätzlicher Treiber der gegenwärtigen Situation wirken.

Nachdem Covid zuerst die Wirtschaftsprozesse eher in Europa und den USA ausgebremst hatte, schickte dieses Jahr China ganze Städte in den strengen Lockdown mit entsprechenden Auswirkungen auf internationale Lieferketten. Der russische Überfall auf die Ukraine erhöhte geopolitische Unsicherheiten und wirkt sich besonders in Europa auf Energiesicherheit und -preise aus.

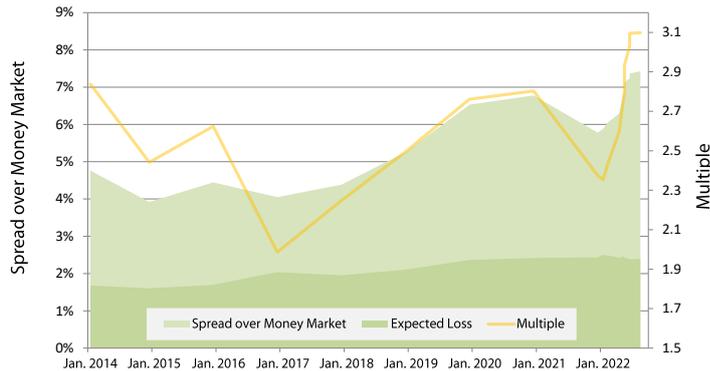
Die Inflationsraten stiegen in Bereiche, die in der westlichen Welt seit Jahrzehnten nicht mehr gesehenen wurden. Die Frage, ob Zentralbanken dies als transitorische Reaktion auf kurzfristige Störungen einschätzen mit entsprechend moderater Reaktion, oder als mittel- bis langfristige Gefahr für die Währungsstabilität sehen und mit Zinssteigerungen entschieden dagegen vorgehen, war ein weiterer Unsicherheitsfaktor, der auf Aktienmärkten lastete. Im dritten Quartal ist es nun deutlich, dass die Inflation kein kurzfristiges Phänomen sein wird, und die implementierten Zinserhöhungen setzten jedem Obligationenportfolio zu, unabhängig davon ob Staatsanleihen, Corporates oder High Yield Positionen gehalten wurden.

Als Konsequenz dieser Entwicklungen fand ein generelles Re-Pricing des Risikos in fast allen Anlagemärkten statt, und das deutlich erhöhte Renditepotenzial musste durch teilweise heftige Preisrückgänge erkaufte werden. In diesem Umfeld haben sich Insurance Linked Securities als gering korrelierende Anlage relativ gut gehalten und bewiesen als diversifizierendes Element in einem Anlageportfolio auch im ersten Halbjahr 22 ihre Nützlichkeit. Grundsätzlich sind Insurance Linked Securities als „marktneutrale High Yield“ Fixed Income Anlagen in einem von Inflations Sorgen geprägten Umfeld eine interessante Portfoliobeimischung, da sie wegen vernachlässigbar kurzer Duration bei steigenden Geldmarktzinsen nicht abwerten und zusätzlich den erhöhten Ertrag auf dem Geldmarkt-Kollateral den Anlegern als Coupon weiterreichen.

ILS bieten somit einen wirksamen Schutz gegen inflations-getriebene Zinsänderungsrisiken. Allerdings können auch sie sich natürlich einem globalen Re-Pricing von Risiko nicht entziehen, was sich in einem Druck auf die Bewertungen gehandelter Papiere auch in dieser Anlageklasse manifestiert. Im Folgenden möchten wir die Faktoren, die die Preisentwicklung von ILS im ersten Halbjahr beeinflussten und die für die heute signifikant gesteigerte Ertragserwartung der Anlageklasse verantwortlich sind, im Einzelnen genauer betrachten.

Re-Pricing des Risikos

Betrachtet sei zuerst der Gesamteffekt der positiven Entwicklung der Spreads. Abbildung 1 zeigt die Entwicklung des Renditepotenzials des ILS Marktes am Beispiel des Cat Bond Teilsegmentes, für das regelmäßige Preisinformationen zur Verfügung stehen. Dargestellt ist die emissionsgewichtete Rendite auf Verfall über Geldmarkt seit Anfang 2014. Ersichtlich ist, dass in 2022 dieser Spread auf ein Niveau angestiegen ist, das seit Ende der Kreditkrise nicht mehr gesehen worden war. Allerdings zeigt die dunkelgrüne Kurve, dass auch das zugehörige Risiko über diesen Zeitraum etwas anstieg. Als



einfaches Mass für die Attraktivität des Marktes kann man diese beiden Werte in Beziehung setzen und den *Multiple* als Verhältnis von Spread (über Geldmarkt) zu Expected Loss berechnen. Auch dieser Multiple steht gegenwärtig auf einem Rekord-Niveau von über 3.

Abbildung 1: Entwicklung der Verfallsrendite über Geldmarkt im Cat Bond Markt. Rendite auf Basis der Mid-Preise verschiedener Broker, unter Ausschluss von Kurzläufern < 1 Jahr und ‚pathologischer‘ Fälle.

Getrieben wurde dieser Renditeanstieg durch ein erhebliches Anziehen der Prämien für Rückversicherungsdeckungen. Das *Everglades Re II* Cat Bond Programm der Citizens Property Insurance, dem staatlichen «Insurer of last Resort» in Florida, verdeutlicht die Dynamik exemplarisch. Die Serien 2021-2 und 2022-1 decken jeweils das gleiche versicherte Portfolio gegen das Hurrikan

| | Everglades Re II Series 2021-2 | Everglades Re II Series 2022-1 |
|---|-----------------------------------|-----------------------------------|
| Start der rückversicherten Tranche [USD Mrd.] | 2.4 | 4.6 |
| Ende der Rückversicherten Tranche [USD Mrd.] | 3.6 | 6.0 |
| Modellierter Expected Loss | 1.03% | 0.83% |
| Coupon (über Geldmarkt) | 5.75% | 7.75% |

Risiko mit den Parametern wie in der Tabelle dargestellt. Obwohl die versicherte Tranche im Jahr 2022 deutlich höher liegt als im

Vorjahr, mit entsprechend geringerer modellierter Schadenerwartung, stieg der Coupon (über Geldmarkt) von 5.75% auf 7.75%, was einer Verbesserung des Multiples um 66% entspricht.

Existierende Bonds im Markt reagierten auf diese signifikante Verbesserung des Ertragsniveaus mit einer entsprechende Abwertung, um sich an das neue Regime anzupassen. Der *Swiss Re Global Cat Bond Price Index* gab so im ersten Halbjahr um 3.6% nach, was den Ertrag existierender Portfolios merklich belastete.

Gründe für den Rendite-Anstieg

Da Cat Bonds ihrer Struktur nach Fixed Income Instrumente sind, liegt es zuerst einmal nahe, die Zinserhöhungen der Zentralbanken für die Bewertungsverluste verantwortlich zu machen. Allerdings bezieht sich die obige Diskussion der Spreadausweitung ausschliesslich auf die versicherungstechnische Prämie für die Übernahme des Ereignisrisikos, also den Spread *über* Geldmarkt. Da das Deckungskapital von Cat Bonds in kurzlaufenden Geldmarktinstrumenten ohne traditionelles Durationsrisiko angelegt ist, wirken sich die Leitzinserhöhungen nicht negativ auf die Preise dieser Instrumente aus. Allerdings verdient das Deckungskapital heute nun einen höheren Basiszins, was die Attraktivität von Cat Bonds weiter erhöht und einen Beitrag zum Inflationsausgleich liefert.

Die Treiber für das heutige verbesserte Ertragsniveau von ILS sind also woanders zu suchen. Unserer Meinung nach tragen vier Faktoren zu der Entwicklung bei.

- Mehrere Jahre mit hoher (2017) bzw. erhöhter (2018-2021) Schadenlast für die Rückversicherungsindustrie erhöhten den Druck auf die Branche, merkbare Prämien-erhöhungen stringent durchzusetzen.

- Das Kapital in der ILS Industrie ging über die letzten zwölf Monate leicht zurück. Grössere ILS Funds verloren nach mehreren Jahren unbefriedigender Performance für ihre Kunden einen Teil ihrer Assets. Zudem wird insbesondere der Retrozessionsmarkt, der gewissermassen als „Schmiermittel“ des Rückversicherungsmarktes agiert, zunehmend zäher, weil hier viele der vormals stark involvierten grossen ILS Manager mit Rücknahmen und in Sidepockets blockierten Kapital konfrontiert sind.
- Inflationserwartungen lassen die Schätzungen der finanziellen Auswirkung von Ereignissen ansteigen. Dies muss durch erhöhte Prämien kompensiert werden. Dieser Punkt führt per se nicht zu einer Verbesserung der Attraktivität des Marktes, da diesen erhöhten Prämien ja auch die erhöhten Schadenerwartungen gegenüberstehen. Im Gegensatz zu „weichen“ Marktphasen können im heutigen „harten“ Markt diese ausgleichenden Prämien erhöhungen aber bei den Kunden durchgesetzt werden
- Wenn auch Cat Bonds und private ILS Verträge ein hohes Mass an Unabhängigkeit gegenüber anderen Anlageklassen aufweisen, so sind doch die verschiedenen Anlagemöglichkeiten in Märkten, die Kapitalflüsse zwischen verschiedenen Segmenten zulassen, zu einem gewissen Grad gekoppelt. Eine erhöhtes Risikobewusstsein mit einhergehender erhöhter Rendite-Erwartung in etablierten Segmenten des Kapitalmarktes wie Aktien oder Anleihen wirkt sich so auch auf die Ertragserwartungen im ILS Markt aus.

Es bleibt abzuwarten, auf welchem Niveau sich das Renditepotenzial des ILS Marktes mittelfristig einpendeln wird. Ein gewisser Rückgang von den Werten zur Jahresmitte ist schon aus saisonalen Überlegungen heraus wahrscheinlich, da sich Hurrikanrisiken insbesondere im dritten Quartal eines Jahres amortisieren. Die überaus selbstbewussten Kommentare zur Marktlage, die von den CEOs der grossen Rückversicherungsfirmen beim diesjährigen Branchentreff in Monte Carlo abgegeben wurden, lassen allerdings eine attraktive Erneuerungsrunde zum Jahreswechsel in einem harten Markt erwarten.

Die erste Hälfte der Hurrikan-Saison 2022

Die meisten Prognosen für die Hurrikan-Saison 2022 erwarteten ein Jahr, das moderat über dem langjährigen Normal, aber unter den Jahren 2020 / 2021 liegt. Bisher hat sich diese Vorhersage noch nicht materialisiert. Im ganzen August formierte sich im Atlantischen Becken nicht eine tropische Depression, was statistisch sehr aussergewöhnlich ist und zum letzten Mal im Jahr 1997, also vor 25 Jahren, beobachtet wurde.

Verschiedene Faktoren trugen zu diesem seltenen Verhalten bei: Eine für den Monat unterdurchschnittliche Anzahl von Tiefdruckgebieten an der inner-tropischen Konvergenzzone, ein grosses Gebiet über dem offenen Atlantik, das von sehr trockener Luft, dem sogenannten Saharan Air Dust Layer, dominiert wurde, sowie ein Wetterphänomen, das als Madden-Julian Oszillation (MJO) bezeichnet wird. Die MJO ist ein Zirkulationsphänomen der tropischen Atmosphäre und beschreibt eine gossflächige Koppelung zwischen höheren Luftströmungen und Regionen starker Gewitterbildung. Die verschiedenen Phasen der MJO ziehen in einem Zyklus von 30 bis 60 Tage um die Äquatorebene. In der feuchten Phase der MJO dominieren starke Niederschläge und in der nachfolgenden trockenen Phase ist die Gewittertätigkeit unterdrückt, was im August im Atlantik der Fall war.

Der klimatologische Mittelpunkt der der tropischen Saison im Atlantik ist zwischen dem 10. bis 15. September erreicht. Wenn somit auch die erste Hälfte der aktiven Phase gut überstanden ist, ist es

dennoch verfrüht, heute schon Entwarnung für das ganze Jahr zu geben. Tatsächlich liess Anfang September der Einfluss der unterdrückenden Faktoren nach, und rasch bildeten sich die ersten Stürme im Atlantik. Bis Ende September dominieren typisch die sogenannten Cap Verde Hurrikane, die sich aus Tiefdruckgebieten entwickeln, die von Afrika aus auf den Atlantik ziehen. Im Oktober nimmt dieser Typ von Stürmen ab und wir erwarten, dass sich Tropenstürme dann in der wärmeren Karibik bilden und gegen die US-Ostküste hochziehen können.

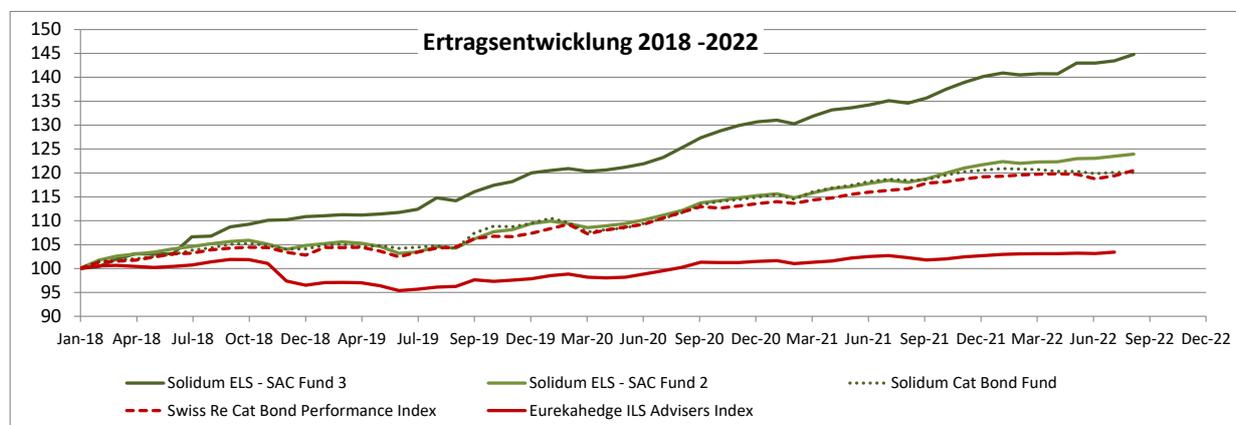
Die Solidum Fonds bis August 2022

Angesichts der signifikanten Spreadausweitung haben sich die Portfolien mit mehr direktem Geschäft (Rückversicherungs- und Retrozessionsverträge) besser entwickelt als der Solidum Cat Bond Fund, da in jenen die Preisdynamik der Spreadausweitung infolge der unterjährigen Amortisation der Verträge weniger Einfluss entwickelt. Weil im Gegensatz zu den meisten Cat Bond Funds die Solidum Portfolien zudem mit einem konservativen *Average Bid* Prinzip bewertet werden (im Gegensatz zur weiter verbreiteten *Best Bid* Methodik, die in semi-liquiden Märkten wie dem Cat Bond Markt unter Stress-Szenarien leicht zu optimistisch sein kann), akzentuierten sich die Preisabschläge. In der Folge liegen gegenwärtig alle Portfolien zwei bis drei Prozentpunkte hinter der Erwartung zu Jahresbeginn zurück.

Das neue Spread-Niveau bietet allerdings die besten Voraussetzungen dafür, dass die Erträge in der zweiten Jahreshälfte überdurchschnittlich ausfallen werden und, so keine relevanten Ereignisse eintreten, auf ein verhaltenes erstes Halbjahr eine hochprofitable zweite Jahreshälfte folgen wird.

| | 08/22 | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 |
|---|--------|-------|-------|-------|--------|
| Solidum Cat Bond Fund (USD R) | -0.24% | 4.91% | 5.02% | 5.10% | 4.13% |
| Solidum ELS SAC 2 (USD A-1) | 1.46% | 5.10% | 4.83% | 3.84% | 4.31% |
| Solidum ELS SAC 2 (USD I-1) | 1.80% | 5.62% | 5.36% | 4.36% | 4.83% |
| Solidum ELS SAC 3 (USD I-1) | 3.29% | 7.27% | 8.92% | 8.22% | 10.88% |
| Eurekahedge ILS Advisers Index *) | 0.71% | 0.82% | 3.69% | 1.43% | -3.49% |
| Swiss Re Cat Bond Performance Index **) | 1.11% | 4.92% | 5.81% | 4.43% | 2.81% |

*) Juli 2022; **) ohne Kosten, nicht-investierbar



Für Fragen zur Anlageklasse oder weiterführende Informationen zu den Solidum Fonds stehen wir Ihnen jederzeit gerne für ein Gespräch zur Verfügung. Wir freuen uns auf den weiteren Dialog mit Ihnen über Cat Bonds und Insurance Linked Securities.

Mit freundlichen Grüßen

Solidum Partners AG
Dr. Karsten Bromann

Stefan Müller