

Insurance Linked Securities – Rückblick 2022 und Ausblick 2023

Die höchsten Inflationszahlen seit Jahrzehnten in den westlichen Ländern bescherten Anlageklassen aller Art ein ernüchterndes und zudem sehr volatiles 2022. Übersichtstabellen zeigen ein tiefes Rot in fast allen Bereichen.

Die zuerst noch zögerlichen Reaktionen der meisten Zentralbanken und dann deren spätes, aber deutliches Umschwenken, der andauernde Krieg in der Ukraine und die unübersichtliche Covid-Situation in China erzeugten ein Umfeld von grosser geopolitischer und makroökonomischer Unsicherheit, das auf allen Märkten lastete. Zinserhöhungen setzten jedes Obligationenportfolio unter Druck, unabhängig davon ob Staatsanleihen, Corporates oder High Yield Positionen gehalten wurden.

Die grundsätzlich sogar positive Ursache dieser Entwicklungen lag in einem allgemeinen Re-Pricing von Risiko, das in fast allen Anlagemärkten zu beobachten war. Das deutlich erhöhte Renditepotenzial musste allerdings durch teilweise sehr 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 anspruchsvollen 2022 ihre Nützlichkeit, wie in den ersten acht Monaten des Jahres eindrücklich gezeigt werden konnte.

Grundsätzlich sind Insurance Linked Securities als „marktneutrale High Yield“ Fixed Income Anlagen in einem von Inflations Sorgen geprägten Umfeld eine interessante Portfolio-beimischung, 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 inflationsgetriebene 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.

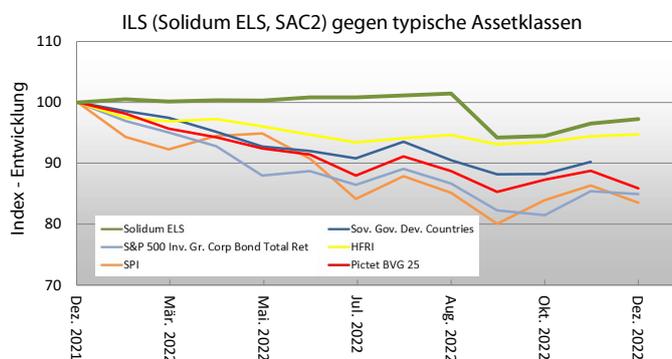


Abbildung 1: Insurance Linked Securities, gezeigt am Beispiel des Solidum Event Linked Securities Fund, SAC Fund 2, konnten trotz Hurrikan Ian ihre Unabhängigkeit während den Marktverwerfungen im Jahre 2022 gut zeigen.

Mitten in diese schwierige Marktsituation platzte Ende September Hurrikan Ian, der die bis dahin stabile Entwicklung von ILS-Anlagen in 2022 stark beeinflusste. Die zeitliche Koinzidenz dieses Versicherungsereignis mit einer Periode allgemeinen Stresses in den Märkten war sicherlich sehr unglücklich, denn dadurch wurde die grundsätzliche Unabhängigkeit der ILS-Anlageklasse verschleiert. Letztendlich ist aber ein Ereignis wie Hurrikan Ian eine Manifestation der Raison d'Être des ILS-Marktes und als solches komplett unabhängig vom allgemeinen Marktgeschehen. Der interessante Aspekt für existierende und potenzielle ILS-Investoren besteht allerdings in Ians Verstärkung der zuvor schon deutlichen Re-Pricing Dynamik auf dem Rückversicherungsmarkt, aufgrund welcher sich die Situation für ILS-Investoren heute so attraktiv wie seit über einer Dekade nicht mehr darstellt.

Im Folgenden möchten wir die Faktoren, die die Preisentwicklung von ILS beeinflussten und für die heute signifikant gesteigerte Ertragserwartung der Anlageklasse verantwortlich sind, im Einzelnen genauer betrachten.

Re-Pricing des Risikos

Abbildung 2 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 Verfallsrendite über Geldmarkt seit Anfang 2017. Nach einer temporären Kontraktion der Risikospannen im Jahr 2021 stieg die Rendite des Marktes in 2022 bis zum September auf ein Niveau, das seit Ende der Kreditkrise nicht mehr gesehen wurde.

Dies klingt attraktiv, aber mit dieser Entwicklung allein stand der ILS Markt weiterhin im Wettbewerb mit anderen Anlageklassen, in denen sich die zukünftigen Ertragsmöglichkeiten auch verbessert präsentierten. Wichtig zu betonen ist allerdings erstens, dass der ILS Markt diese Renditesteigerung ohne die übermässigen Abwertungen erzielen konnte, die in anderen Märkten beobachtet wurden. Zweitens wird die Spread-Ausweitung im ILS Markt nicht durch weiterhin erhöhte geopolitische oder makroökonomische Risiken getrieben, die die Party für andere Anlageklassen in 2023 durchaus noch verderben könnte.



Abbildung 2: Entwicklung der Verfallsrendite über Geldmarkt im Cat Bond Markt. Rendite auf Basis der Mid-Preise verschiedener Broker, unter Ausschluss ‚pathologischer‘ Fälle und von Kurzläufem < 1 Jahr.

Hurrikan Ian änderte das Bild erneut: Der Rückversicherungsmarkt verhärtete sich zunehmend weiter, weil er einen klaren Kapazitätsengpass erwartete. Katastrophenanleihen mit Exponierung zu Japan Erdbeben oder Europa Wintersturm verdoppelten ihre Rendite annähernd, obwohl sie in keiner Weise

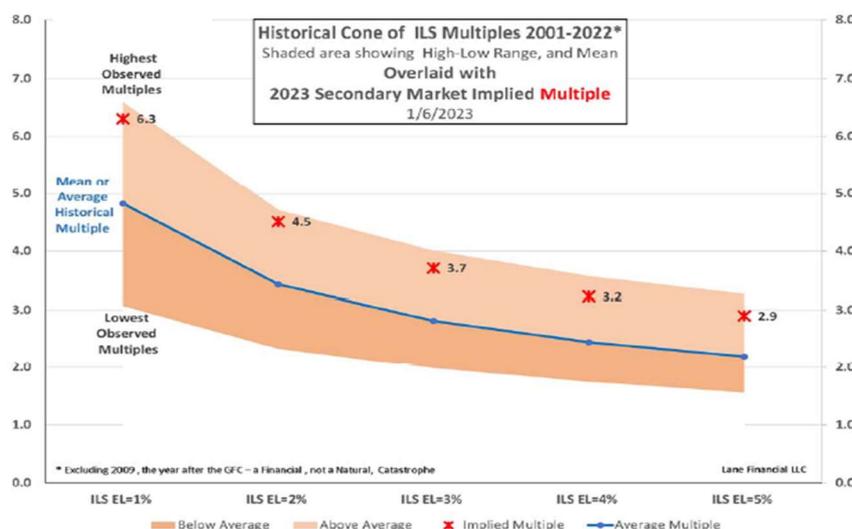


Abbildung 3: Prospektives Multiple des Marktes unter Ausschluss von Bonds mit Wert unter 80c (impaired) bei verschiedenen Expected Loss Levels. Aus: Morton Lane / Roger Beckwith: "Hard Times – ILS Risk and Return in 2023"; Lane Financial L.L.C.; 16.01.2023

durch Ian beeinflusst worden waren. Eine analoge (und bei potentiell betroffenen Bonds noch prononciertere) Steigerung war bei US-exponierten Cat Bonds zu beobachten. Diese Dynamik liess die durchschnittliche Rendite des Marktes bis zum Jahresende ein weiteres Mal scharf ansteigen, und durch diesen Effekt war es Cat Bonds möglich, ihre relative Attraktivität gegenüber anderen Anlageklassen weiter auszubauen. Der Multiple des Marktes, definiert als Verhältnis von

Spread (über Geldmarkt) zu Expected Loss und damit ein einfaches Mass für die Attraktivität, legte in der Folge von Hurrikan Ian von 3.1 auf 4.4 zu. Gemäss einem Researchartikel der ILS Analysefirma Lane Financial stellt sich mit diesen Zahlen der Markt für Katastrophenanleihen zum Jahreswechsel 2023 für den Investor so attraktiv dar wie das letzte Mal in der Folge von Hurrikan Katrina (2005).

Die Solidum Fonds im Jahr 2022

Wie oben beschrieben, war das Jahr 2022 durch zwei unterschiedliche Phasen der Spreadausweitung im ILS-Markt charakterisiert. Beide Phasen wirkten sich auch auf die Solidum Portfolien aus.

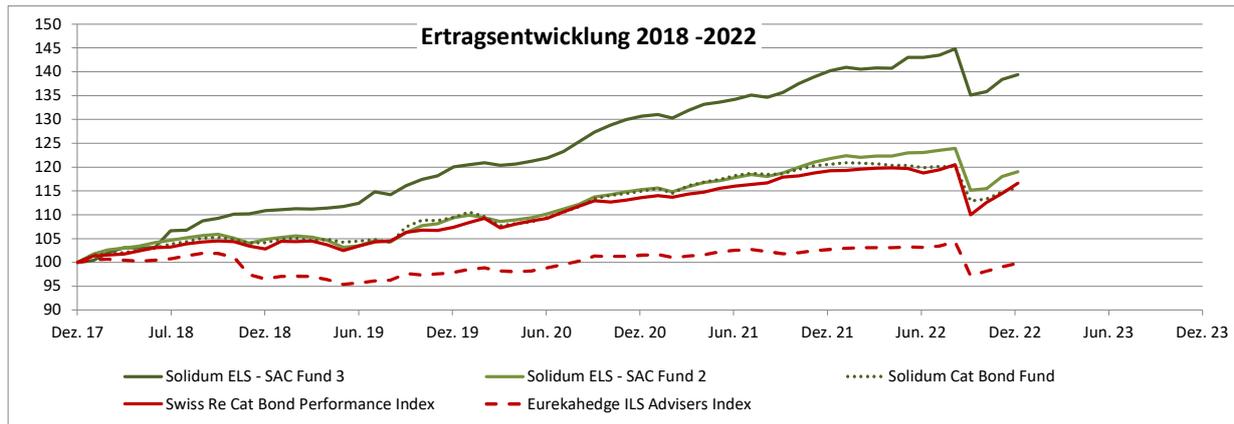
Während der ersten Jahreshälfte drückte das generelle Re-Pricing von Risiko in allen Marktsegmenten auf die Bewertungen von ILS-Wertschriften. Das durchschnittliche Preisniveau im Cat Bond-Markt, gemessen am Swiss Re Global Cat Bond Price Index, gab bis August um mehr als 3.6% nach. Diese Preisrückgänge lasteten auf der Performance und reduzierten die verdienten Coupons und amortisierten Rückversicherungsprämien. In diesem Umfeld hielten sich die Portfolien des Solidum Event Linked Securities Funds mit ihrem höheren Anteil an direktem Geschäft (Rückversicherungs- und Retrozessionsverträge) besser als der Solidum Cat Bond Fund, da in jenen die Preisdynamik der Spreadausweitung infolge der unterjährigen Amortisation der Verträge weniger Einfluss entwickelt.

Hurrikan Ian, der für die Versicherungsindustrie kostspieligste Sturm seit Hurrikan Katrina, belastete alle Portfolien in einem ähnlichen Ausmass. Weil im Gegensatz zu den meisten Cat Bond Fonds 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 erwiesenermassen zu optimistisch ist), akzentuierten sich die Preisabschläge.

Mit dem Wissenstand zum Jahreswechsel werden allerdings in keinem der Solidum Portfolien durch Ian induzierte Ausfälle von Katastrophenanleihen oder von privaten transformierten Verträgen erwartet. Somit sind ausschliesslich Bewertungsschwankungen durch Markt-to-Market Abschreiber der Treiber für die negative Performance. Bei der Normalisierung der gegenwärtig noch vorhandenen Ausschläge in den Preisindikationen der Broker wird daher eine starke Erholungsbewegung für die Fonds erwartet.

	2022	2021	2020	2019	2018
Solidum Cat Bond Fund (USD R)	-4.07%	4.91%	5.02%	5.10%	4.13%
Solidum ELS SAC 2 (USD A-1)	-2.73%	5.10%	4.83%	3.84%	4.31%
Solidum ELS SAC 2 (USD I-1)	-2.24%	5.62%	5.36%	4.36%	4.83%
Solidum ELS SAC 3 (USD I-1)	-0.56%	7.27%	8.92%	8.22%	10.88%
Eurekahedge ILS Advisers Index	-2.79% *)	0.82%	3.69%	1.43%	-3.49%
Swiss Re Cat Bond Performance Index **)	-2.15%	4.92%	5.81%	4.43%	2.81%

*) provisorische Dezember Zahl; **) ohne Kosten, nicht-investierbar



Das neue Spread-Niveau bietet allerdings die besten Voraussetzungen dafür, dass die Erträge in den nächsten 24 Monaten überdurchschnittlich ausfallen werden, sofern keine neuen Ereignisse eintreten.

Schlussbemerkungen

Im Jahr 2022 fand ein globales Re-Pricing von Risiko in den meisten Anlageklassen statt, und der ILS-Markt machte dabei keine Ausnahme. In der Folge stiegen Ertragsmöglichkeiten auf weiter Front an. Im Gegensatz zu anderen Anlageklassen, in denen diese erhöhten Ertragserwartungen durch gleichzeitig erhöhte Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung erkaufte werden, veränderte sich das Risiko für ILS-Anlagen jedoch nicht. Die Expansion der Spreads wird von ILS-Investoren nicht mit einer grösseren Unsicherheit im Portfolio erkaufte.

Hurrikan Ian wirkte dann als zusätzlicher Verstärker dieser positiven Dynamik und erhöhte die Attraktivität des ILS-Marktes weiter, deutlich über das Niveau hinaus, das auch andere Märkte derzeit bieten. In den 2023 Renewals des Rückversicherungsmarktes konsolidierte sich dieses Bild. Der harte Markt in der Rückversicherungsindustrie präsentiert sich gegenwärtig als sehr stabil. Damit stellt sich der ILS-Markt heute so attraktiv dar wie seit über einer Dekade nicht mehr beobachtet.

Bei Fragen zur Anlageklasse oder für weiterführende Informationen zu den Solidum Fonds steht Ihnen das Management Team jederzeit gerne für vertiefende Gespräche 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