

MR MARKET

Die Risiken bei Credit Suisse überwiegen die Chancen

Die Schweizer Grossbank hat sich im ersten Quartal ausserordentlich gut geschlagen. Doch die Risiken im Bereich Hochzinsanleihen und das Engagement der CS in der Ölindustrie verheissen nichts Gutes.

Ruedi Keller

23.04.2020, 15.48 Uhr

Geschätzte Leserin, geschätzter Leser

Die Credit Suisse hat heute ein Aufmerksamkeit erregendes Ergebnis für das erste Quartal vorgelegt: Der Gewinn vor den pandemiebedingten Rückstellungen und Abschreibungen ist auf 1,9 Mrd. Fr. emporgeschnellt, zwei Drittel höher als im Vorjahresquartal.

Das hat es der Grossbank mit Blick auf die Coronakrise ermöglicht, allein im ersten Quartal mehr als 1 Mrd. Fr. Reserven zu bilden: 568 Mio. für Kreditausfälle und 444 Mio. Fr. für (unrealisierte) Mark-to-Market-Verluste auf Beständen der Investmentbank.

Gleichzeitig hat Credit Suisse einen Reingewinn von 1,3 Mrd. Fr. ausgewiesen und die Analystenerwartungen damit geschlagen – trotz der viel umfassender als erwartet ausgefallenen Rückstellungen.

War das ein Glanzresultat?

Die zwei zentralen Fragen, die sich dabei stellen: War das jetzt ein Glanzresultat bei gleichzeitig klug vorausschauendem, sorgsamem Risikomanagement? Oder ist die Milliardenvorsorge vielmehr Ausdruck der grossen Risikopositionen in der Bilanz der Credit Suisse?

Meine kurze Antwort lautet: beides.

Die Sorge gilt dem zweiten Aspekt: Die von Credit Suisse jetzt vorgenommenen Rückstellungen für Kredite entsprechen 0,2% ihres globalen Kreditbuches von 303 Mrd. Fr. Aus dieser Perspektive erscheinen die Rückstellungen winzig im Vergleich zu den Problemen, die die Pandemie im Kreditgeschäft noch erzeugen könnte.

Die Rückstellungen im Vergleich

CEO Thomas Gottstein weist zwar darauf hin, dass Credit Suisse auf ihrem US-Kreditbuch eine Vorsorge von 0,88% getroffen hat. Dieser Wert sei vergleichbar mit der Grössenordnung der Rückstellungen für Unternehmenskredite, wie sie auch die US-Grossbanken vorgenommen haben.

«Die Ratingagenturen gehen mittlerweile allerdings davon aus, dass in den USA im spekulativen Segment 12 bis 18% der Kredite ausfallgefährdet werden. In Europa dürfte die Ausfallwahrscheinlichkeit auf rund 10 bis 12 % steigen, abhängig vom Szenario», sagt John Feigl vom Finanzierungsberatungsunternehmen Pilfor. Das führt zu einer globalen Ausfallrate, die massiv über dem langjährigen Schnitt von 3,5 bis 4% liegt.

CS ist führend in Leveraged Finance

Die Bank rühmt sich in der heutigen Medienmitteilung dennoch: «Trotz des herausfordernden Umfelds konnten wir im Berichtsquartal unseren Platz 2 im Bereich Leveraged Finance verteidigen.» Gemeint ist das Geschäft mit Hochverzinslichen Anleihen, im Jargon: Junk Bonds.

Gleichzeitig versucht das Management zu beruhigen: Seit Ende 2015 hat die Credit Suisse ihr Exposure gegenüber Leveraged Finance um mehr als 30% reduziert, zeigt die heutige Präsentation. Per Ende März summierten sich die Garantien der Bank für spekulative Kredite (non-Investment Grade underwriting exposure) auf 7,3 Mrd. \$.

Grosse Exponiertheit gegenüber Junk Bonds

Kreditanalyst Feigl ruft mir allerdings zu, dass diese Zahl keineswegs die gesamte Exponiertheit der Bank gegenüber Junk Bonds ausweise.

Teil des Geschäftsmodells der Credit Suisse ist es, Unternehmen erst mit Fremdkapital zu versorgen und dieses dann als spekulative Anleihen oder Hochzinskredite auf den Markt zu bringen. In einem zweiten Schritt können die Kredite auch in Collateralized Debt Obligations (CDO) verbrieft und an Drittinvestoren weitergereicht werden. Typischerweise verbleibt dabei jedoch ein Teil der Risiken auf der Bilanz der Bank, meist allerdings die aus Risikoperspektive betrachtet beste Tranche.

Feigl schätzt, dass 15 bis 20% aller CDO in den Büchern von Banken stehen. Gemäss seiner Schätzung könnte das Exposure der Credit Suisse damit insgesamt rund drei Mal höher sein als der aktuell ausgewiesene Wert, der lediglich die noch nicht verbrieften Kredite erfasst.

Abschreiber drohen und Eigenkapitalbedarf steigt

Aus der Finanzkrise kennen wir den Mechanismus: Damals stuften die Ratingagenturen erst die schlechten Tranchen solcher Verbriefungen ab, danach setzte eine Kaskade ein, die letztlich auch die mit AAA bewerteten Tranchen erfasste.

Der Kreditanalyst sagt mir aber, dass die grossen Ratingagenturen dieses Mal anders vorgehen wollen: Nicht nur die einzelnen Tranchen sollen jeweils separat neu bewertet werden, sondern auch die ausserhalb der Bankbilanzen aufgesetzten CDO. Ratingsenkungen würden damit alle Tranchen treffen, auch die besten, in die die Banken selbst investiert haben.

Rating-Abstufungen könnten Credit Suisse zweifach treffen: Solche Anlagen verlieren im Fall einer Bonitätsherabstufung an Wert, was sich in Mark-to-Market-Verlusten auf die Erfolgsrechnung auswirkt.

Für spekulative Anlagen gilt zudem: Für Kredite mit einem Rating von BB- müssen Banken 8% Eigenkapital vorhalten. Sinkt das Rating des Schuldners auf B, steigt die Anforderung auf 12%, was den Eigenkapitalbedarf erhöht.

Besonders gefährdet sind angesichts der Entwicklung des Ölpreises die Engagements im Energiesektor. Angesichts der Grösse dieses Marktes betrafen die meisten Ratingaktionen von S&P seit Beginn der Coronakrise diesen Sektor, wobei die Bonität der Schuldner in 50% der Fälle herabgestuft wurde, in 19% um mehr als eine Stufe.

Milliardenschweres Öl-Exposure

Im Öl- und Gassektor ist das Exposure der Credit Suisse beträchtlich, wie die Bank heute offengelegt hat: Zum Monatsende betrug das netto ausstehende Kreditvolumen der Bank 7,7 Mrd. \$, wobei 2,9 Mrd. davon auf das spekulative Segment entfällt.

Das ist zwar in absoluten Zahlen 16% weniger als Ende 2015. Angesichts der in diesem Zeitraum insgesamt abgebauten Risiken hat die relative Exponiertheit der Credit Suisse gegenüber dem Öl- und Gassektor allerdings zugenommen.

Auch für diesen Bereich gilt zudem: Der ausgewiesene Betrag bezieht sich auf das Kreditbuch. Wie hoch die Exponiertheit gegenüber dem Sektor im Handelsgeschäft der Bank ist, bleibt offen.

CS-Finanzchef David Mathers setzte an der heutigen Präsentation die Grössenordnungen der Engagements bei Leveraged Finance und im Öl- und Gassektor ins Verhältnis zum Gewinnpotenzial der Bank von im Quartal 1,9 Mrd. Fr.

Die verborgenen Risiken in der Bilanz der Bank hinterlassen bei mir dennoch ein mulmiges Gefühl: Die Risiken überwiegen meiner Meinung nach die Chancen.

Freundlich grüsst im Namen von Mr Market

Ruedi Keller