



Raiffeisen
Capital Management



Raiffeisen Obbligazionario Fondamentale Globale (1): Le Incoerenze del Rating

Giugno 2015

Storia di una Crisi

- Il **15 settembre 2008** la Lehman Brothers annuncia l'intenzione di avvalersi del Chapter 11 del Bankruptcy Code statunitense



Crisi di solvibilità delle Banche

- Il **2 maggio 2010** i paesi dell'Eurozona e il Fondo Monetario Internazionale hanno approvato un prestito di salvataggio per la Grecia da 110 miliardi di euro



Crisi di solvibilità degli Stati

Consapevolezza del rischio

anche le Banche possono fallire

anche gli Stati possono fallire

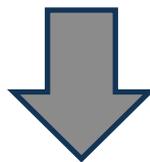
Il „risk free“ non esiste più

Quindi anche le obbligazioni bancarie e le obbligazioni governative possono avere un rischio e quindi non essere rimborsate

Consapevolezza del concetto

Le obbligazioni sono titoli di debito emessi da società o enti pubblici che attribuiscono al proprio possessore il diritto al rimborso del capitale **prestato** all'emittente alla scadenza, più un interesse su tale somma.

Abbiamo erroneamente chiamato per molti anni
i PRESTITI OBBLIGAZIONARI
come „investimenti“



Perchè li consideravamo (erroneamente) come investimenti privi di rischio („risk free“ appunto) e quindi non ci dovevamo preoccupare di valutare la solvibilità dei nostri debitori, cioè di coloro a cui avevamo **prestato** i nostri soldi

Consapevolezza del modus operandi

Alla luce di tutto quello che è avvenuto dal 2008 in poi, dobbiamo considerare che:

Le obbligazioni sono prestiti



È meglio prestare i nostri soldi a più soggetti invece che a uno solo



Diversificazione del rischio

Es. se presto 100 euro a 50 soggetti ho un rischio 50 volte minore che prestarli ad uno solo

Coloro a cui presto i miei soldi devono rimborsarmeli a scadenza



Devo valutare la loro solvibilità

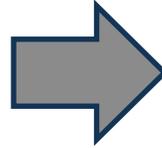


Controllo del rischio

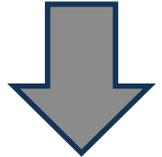
Es. se presto 100 euro a un soggetto che guadagna 1000 ogni anno ho un rischio 10 volte minore che prestarli a uno che guadagna 100

Consapevolezza del calcolo e del controllo del rischio

Gli investitori non possono considerare solo il **rendimento** di una obbligazione ma anche il **rischio**



Il rischio non è un concetto astratto...



...ma può essere **calcolato & controllato**

Come si calcola il rischio sulle obbligazioni bancarie e sui titoli di Stato?



Bastano le agenzie di rating ?!?!?

Consapevolezza del modificato contesto

Come calcolano il rischio di default le agenzie di rating sulle obbligazioni bancarie e sui titoli di Stato ?



Assegnando un rating

Basta questo rating a **calcolare e controllare il rischio di default?**



Nel passato bastava ed era considerato un punto di arrivo



Oggi il rating non è più sufficiente ed è considerato solo come punto di partenza!

Definizione del rating e dei suoi livelli

Il rating è un giudizio che viene espresso da un soggetto esterno e indipendente, l'**agenzia di rating**, sulle capacità di una società o di un Paese di ripagare o meno i propri debiti. L'agenzia di rating valuta la **solvibilità** di un soggetto emittente le proprie obbligazioni: in altri termini attribuisce un giudizio circa la capacità dello stesso di generare le risorse necessarie per far fronte agli impegni presi nei confronti dei creditori. Tale giudizio è sottoposto a revisione periodica.

Standard & Poor's

AAA Elevata capacità di ripagare il debito
AA Alta capacità di pagare il debito
A Solida capacità di ripagare il debito, che potrebbe essere influenzata da circostanze avverse
BBB Adeguata capacità di rimborso, che però potrebbe peggiorare
BB, B Debito prevalentemente speculativo
CCC, CC Debito altamente speculativo
D Società insolvente

Moody's

Aaa Livello minimo di rischio
Aa Debito di alta qualità
A Debito di buona qualità ma soggetto a rischio futuro
Baa Grado di protezione medio
Ba Debito con un certo rischio speculativo
B Debito con bassa probabilità di ripagamento
Caa, Ca, Investimento ad alto rischio
C, Realistico pericolo di insolvenza

Agenzie di Rating: Critiche e conflitti di interesse

Le agenzie di rating sono state criticate dagli analisti finanziari per la non piena affidabilità delle loro analisi di rating in quanto società di diritto privato, **non esenti da conflitti di interesse col resto del mercato**.

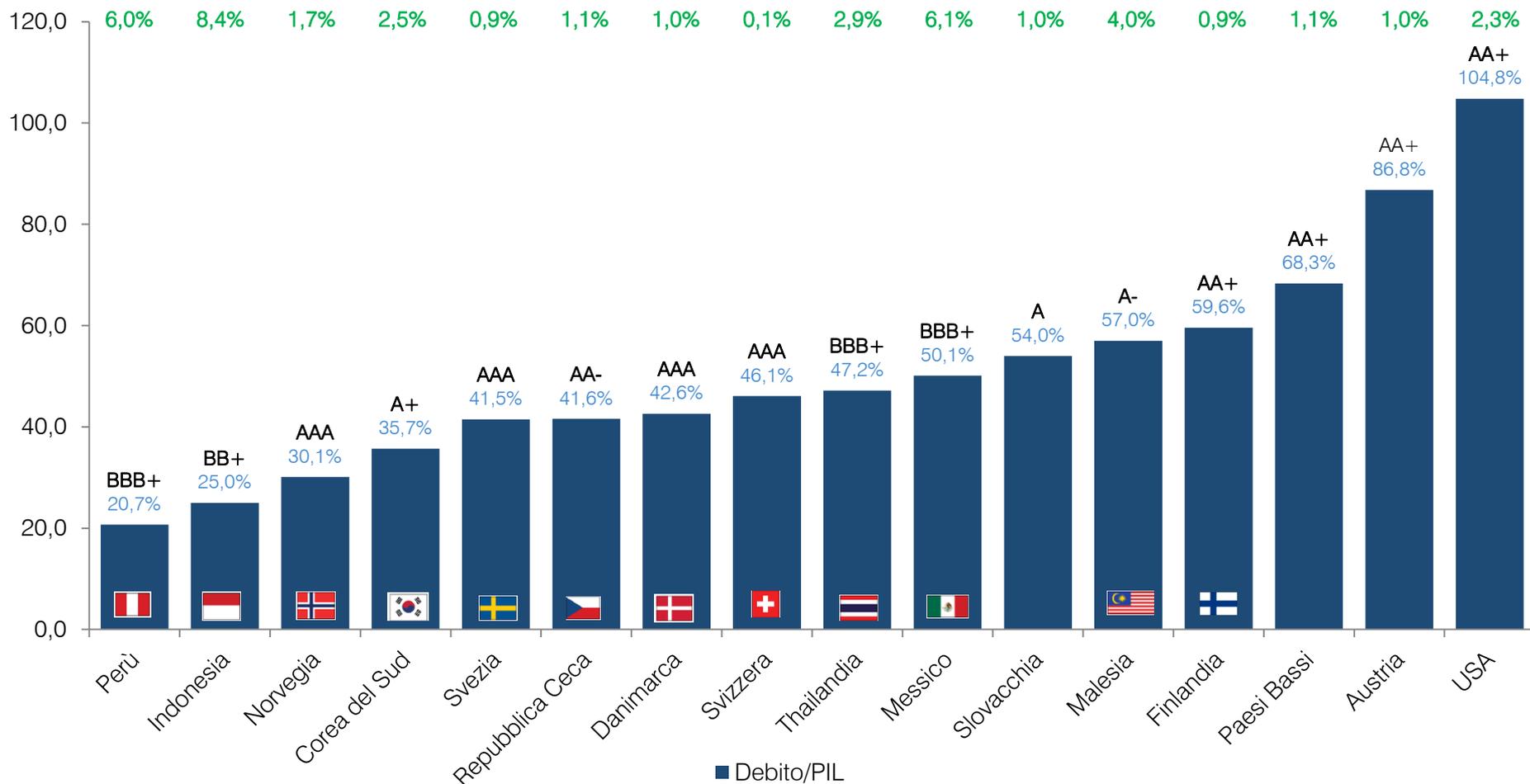
Viene spesso citata al riguardo l'analisi di rating positiva fornita nei confronti dell'istituto di credito [Lehman Brothers](#) appena una settimana prima del suo fallimento, nel quadro della crisi finanziaria americana dei mutui subprime del 2008, oppure quella di [Parmalat](#) poco prima del suo crack finanziario.

D'altro canto altri analisti fanno notare che eventuali agenzie di rating governative sarebbero ancor più inaffidabili in quanto dirette interessate a non essere pienamente trasparenti e obiettive.

Da notare tuttavia che la disciplina delle agenzie di rating negli ultimi tempi ha fatto importanti passi avanti, che non devono essere sottovalutati. Leggendo i regolamenti comunitari infatti, gli orientamenti dell'ESMA, l'Autorità europea che vigila sui mercati finanziari, e del Dodd-Frank's Act statunitense, emergono importanti passi avanti sul terreno della prevenzione dei conflitti di interesse, di una governance più autonoma, di una verifica delle procedure di valutazione e anche di una disciplina dei limiti di accesso maggiormente favorevole ai nuovi entranti, per i ben noti e ancora irrisolti problemi di concorrenza del settore.

Detto questo, lo stesso governatore della BCE, Mario Draghi, aveva affermato qualche tempo che **"bisognerebbe imparare a vivere senza le agenzie di rating o quanto meno imparare a fare meno affidamento sui loro giudizi"**. Il 13 febbraio 2012, l'agenzia di Rating [Moody's](#) aveva declassato gran parte dei Paesi europei, in particolare il debito dell'Italia è stato declassato da A3 ad A2, con outlook negativo, suscitando critiche nell'ambiente economico e del stesso governo italiano.

Debito/PIL vs. Rating S&P vs. Rendimento decennale



Fonte: Raiffeisen RESEARCH, Dati al 01.06.2015. Ratings estrapolati il 03.06.2015 dal sito <http://www.standardandpoors.com/ratings/sovereigns> (Foreign Currency Ratings)

Consapevolezza dell'integrazione dell'analisi

Come si conferma o meno il rating delle agenzie assegnato agli Stati?



Analizzando ed elaborando i fattori FONDAMENTALI di ogni Stato

Basta questo a **calcolare e controllare il rischio di default?**



Sicuramente sì, se questo viene fatto in assenza di conflitti di interesse e in modo professionale



PROCESSO DI ANALISI- VALUTAZIONE, CLASSIFICAZIONE, SELEZIONE

Raiffeisen vanta una lunga tradizione nell'ambito **dell'analisi del credito**

Analisi del credito in Raiffeisen: oltre 25 anni di esperienza

- Universo: 150-200 obbligazioni societarie
- Analisti assegnati per ogni settore
- Contatto diretto con 50 società all'anno
- Selezione di ogni prestito obbligazionario in base al peso di ogni settore
- Limite per ogni posizione in base alle linee guida interne relative al rating (numero massimo per livello di rating)
- Obiettivo
 - Panorama qualitativo del mercato corporate attraverso 4 fattori di "sensibilità" equiponderati
- Metodologia di scoring
 - Fondamentali: Trend degli utili, leva etc.
 - Notizie e flussi: es. Subprime, M&A
 - Tecnici: Posizionamenti degli investitori e mercato primario
 - Valutazioni rispetto a obbligazioni di stato e azioni etc.

Fundamentals	Technicals
-1.02	-1.08
Macro risks	Risk aversion

Total -1.83

Newsflow	Valuation
-1.63	+1.90
Subprime, monoliners	Break-even spreads



Modello CUSP (credit underline scoring process)

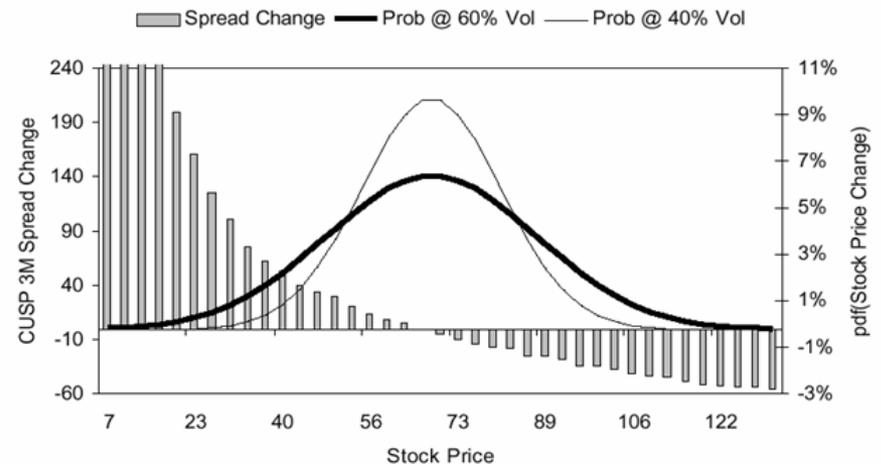
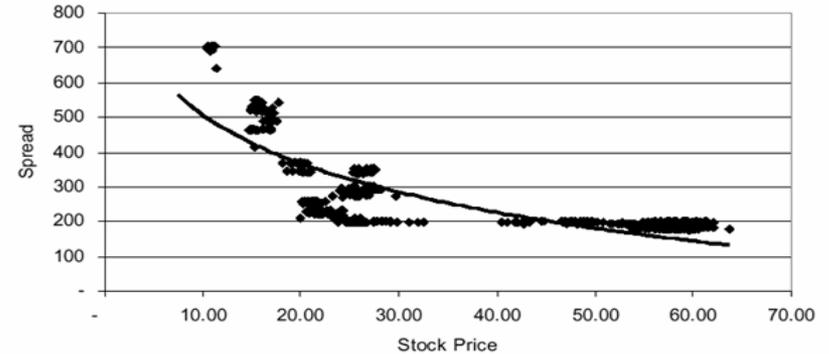
- Analisi di Rischio/Rendimento
 - **SWR** (“spread widening risk” o rischio di allargamento spread)

Cambio degli spread quando i prezzi delle azioni scendono attraverso la deviazione standard a 3 mesi

- **PWR** (“probability weighted return” o probabilità ponderata di rendimento)

Il rendimento atteso delle obbligazioni basato sullo spread corrente a sulla distribuzione dei sottostanti.

Xerox 10-Year Credit Spread vs. Equity Price: Crossing a Tripwire



Un esteso e vincente track record

- Alcuni fra i fondi Raiffeisen che investono in obbligazioni societarie:

Fondo	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Obbl Europeo (R) A	8,47	6,48	8,03	2,52	4,62	8,82	8,48	11,47	0,95	11,4	8,1	6,4	9,8	-0,7	7,1	7,0	8,5	3,9	8,5	6,7	0,9	0,5	1,4	7,5	5,4	4,6	10,4	0,3	6,45
Obbl Euro Breve Termine (R)			6,03	3,42	6,52	7,86	8,85	9,79	3,78	7,9	5,4	3,4	5,7	1,6	4,4	6,2	5,4	3,3	3,2	2,3	2,1	3,6	2,5	6,2	1,8	2,4	3,3	1,2	0,84
Obbl Euro (R) A												10,3	8,8	-2,6	6,7	6,7	9,5	6,0	7,5	5,4	0,1	1,1	4,3	9,7	3,8	5,0	11,6	2,1	9,84
Obbl Euro Corporates (R) T																	7,2	8,3	8,2	4,3	0,7	0,0	-3,4	19,7	5,5	4,6	11,5	2,3	7,66

La performance é stata calcolata da Raiffeisen KAG secondo la metodologia implementata da OeKB (Österreichische Kontrollbank AG) sulla base dei dati forniti dalla banca depositaria (qualora i prezzi dei rimborsi fossero sospesi, sarà applicato un prezzo indicativo). I rendimenti passati del fondo comune di investimento non costituiscono garanzia per le performance future. I costi individuali, denominati commissioni di sottoscrizione e commissioni di rimborso non sono stati inclusi nel calcolo delle performance. Qualora tali costi fosse compresi, i dati di performance risulterebbero piú contenuti in relazione all' ammontare definito per entrambe le commissioni. La performance si riferisce alla classe col il track record piú esteso.

- 1 Fondo senza perdite in oltre 28 anni di storia => Raiffeisen Obbl. Euro Breve Termine
- 2 Fondi con solo 1 anno negativo in oltre 26 anni di storia => Raiffeisen Obbl. Euro
Raiffeisen Obbl. Europeo
- 1 Fondo con solo 2 anni negativi in 13 anni di storia => Raiffeisen Obbl. EuroCorporates

Le incoerenze del Rating (1): indici a confronto

Perù vs. **Germania**: 6-2

Rating S&P Perù: BBB+

Rendimento Titolo di Stato 10Y: 6,0%

	Partite correnti	Riserve valutarie	Debito estero	Debito pubblico	Deficit di bilancio	PIL reale (% p.a.)	Indice di corruzione	Potential support ratio
2014	-4,1	30,4	30,1	20,7	-0,1	2,4	38,0	10,1

Rating S&P Germania: AAA

Rendimento Titolo di Stato 10Y: 0,89%

	Partite correnti	Riserve valutarie	Debito estero	Debito pubblico	Deficit di bilancio	PIL reale (% p.a.)	Indice di corruzione	Potential support ratio
2014	7,5	5,0	144,9	73,1	0,6	1,6	79,0	3,1

Fonte: Raiffeisen RESEARCH, Rendimenti decennali al 08-06.15 (Fonte: Bloomberg)

Rating Paese al 08.06.15 dal sito <http://www.standardandpoors.com/ratings/sovereigns> (Foreign Currency Ratings)

Le incoerenze del Rating (2): indici a confronto

Norvegia vs. **Germania**: 7-1

Rating S&P Norvegia: AAA

Rendimento Titolo di Stato 10Y: 1,70%

	Partite correnti	Riserve valutarie	Debito estero	Debito pubblico	Deficit di bilancio	PIL reale (% p.a.)	Indice di corruzione	Potential support ratio
2014	8,5	13,0	132,2	30,1	8,8	2,2	86,0	4,1

Rating S&P Germania: AAA

Rendimento Titolo di Stato 10Y: 0,89%

	Partite correnti	Riserve valutarie	Debito estero	Debito pubblico	Deficit di bilancio	PIL reale (% p.a.)	Indice di corruzione	Potential support ratio
2014	7,5	5,0	144,9	73,1	0,6	1,6	79,0	3,1

Fonte: Raiffeisen RESEARCH, Rendimenti decennali al 08-06.15 (Fonte: Bloomberg)

Rating Paese al 08.06.15 dal sito <http://www.standardandpoors.com/ratings/sovereigns> (Foreign Currency Ratings)

Le incoerenze del Rating (3): indici a confronto

Italia vs. Thailandia: 1-7

Rating S&P Italia: BBB-

Rendimento Titolo di Stato 10Y: 2,27%

	Partite correnti	Riserve valutarie	Debito estero	Debito pubblico	Deficit di bilancio	PIL reale (% p.a.)	Indice di corruzione	Potential support ratio
2014	1,8	6,6	114,5	132,1	-3,0	-0,4	43,0	3,1

Rating S&P Thailandia: BBB+

Rendimento Titolo di Stato 10Y: 2,90%

	Partite correnti	Riserve valutarie	Debito estero	Debito pubblico	Deficit di bilancio	PIL reale (% p.a.)	Indice di corruzione	Potential support ratio
2014	3,8	42,0	37,6	47,2	-1,8	0,7	38,0	7,4

Fonte: Raiffeisen RESEARCH, Rendimenti decennali al 08-06.15 (Fonte: Bloomberg)

Rating Paese al 08.06.15 dal sito <http://www.standardandpoors.com/ratings/sovereigns> (Foreign Currency Ratings)

Disclaimer

This document was prepared and designed by Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H., Vienna, Austria ("Raiffeisen Capital Management" or "Raiffeisen KAG"). Although all information contained therein has been carefully researched, it is for information purposes only, non-binding, based on the current state of knowledge of the persons responsible for its preparation at the time of its completion and subject to change by Raiffeisen KAG at any time without further notice. Raiffeisen KAG is exempted from all liability in connection with this document and the associated oral presentation, in particular with regard to the updated status, correctness and completeness of the included information/sources of information and the actual occurrence of the forecasts contained therein. Furthermore, no forecasts or simulations of an historical performance in this document constitute a reliable indicator of future performance. In addition, investors whose domestic currency differs from the fund's currency or the portfolio's currency respectively should bear in mind that the yield may also rise or fall due to currency fluctuations.

The contents of this document constitute neither an offer nor a buying or selling recommendation nor an investment analysis. In particular, it shall not serve as a replacement for individual investment advisory services or other types of advisory services. If you are interested in a specific product, together with your account manager we shall be pleased to provide you with the prospectus or the information for investors pursuant Section 21 AIFMG for this product prior to any purchase. Concrete investments should not be made until after a meeting has taken place and subject to discussion and inspection of the prospectus or the information for investors pursuant Section 21 AIFMG. We should like to point out in particular that securities transactions are sometimes subject to a high degree of risk and that the tax treatment depends on the investor's personal situation and may be subject to future changes.

Raiffeisen KAG – or, for real estate funds, Raiffeisen Immobilien Kapitalanlage GmbH – calculates investment fund performances using the method developed by OeKB (Österreichische Kontrollbank AG), on the basis of data provided by the custodian bank (in case of a suspension of payment of the redemption price, available indicative values are used). Individual costs – such as the subscription fee and any redemption fee in particular – as well as taxes will not be taken into consideration in the performance calculation. Depending on their concrete value, they will reduce a performance accordingly. Please refer to the key investor information (key investor document) or the simplified prospectus (real estate funds) for the maximum subscription fee or any redemption fee. Raiffeisen KAG calculates portfolio performances using the time-weighted return (TWR) or money-weighted return (MWR) method [please refer to the specific details in the presentation section] on the basis of the most recent stock exchange prices, foreign exchange rates and market prices as well as securities information systems. Past performance results do not permit any inferences as to the future performance of an investment fund or portfolio. Performance is shown as a percentage (excl. charges) while considering reinvestment of dividends. The German version of the published prospectus or the information for investors pursuant Section 21 AIFMG and the key investor information (key investor document) for one of the investment funds outlined in this document may be obtained from www.rcm.at. These documents may also be available in English or in your national language from www.rcm-international.com. The published prospectus for the real estate investment funds described in this document is available from www.rcm.at in German language.

The information and data contained in this document, in particular texts, parts of texts and picture material, may not be reproduced without Raiffeisen KAG's prior approval.