

# Turuülevaade

August 2011

## Majanduskasv aeglustub – mure süsteemse riski pärast kerkib taas päevakorda

Rõõmus puhkusekuu juuli peitis endas äärmiselt suuri makromajanduslikke sündmusi ja maavärinasarnaseid juhtumeid, mis mõjuvad lääneriikide peamistele alustaladele. Kuu alguses olid meil aktsiad kerges ülekaalus, mida me kuu jooksul üpris kiiresti kärpisime. Augustisse jõudes alandasime aktsiate osakaalu tagasi neutraalsele tasemele, kuid oleme endiselt taktikaliselt valmis osakaalu järsult muutma, kui turu arengud selleks põhjust annavad. Paljude üksikute ettevõtete aktsiahinnad on sel aastal tipptasemelt kiiresti allapoole langenud ning me näeme väärtust ja võimalusi näiteks tsüklilistes aktsiates. Majanduskasvu selge hääbumine hoiab meid siiski valvel, sest aktsiaturgude meelsus on hetkel küllaltki habras, millele lisanduvad kartused seoses riikide võimega tulla toime oma võlgadega, samuti esineb vähemalt osaliselt teravaid likviidsuskriise. Fikseeritud tulumääraga instrumentide osakaalu osas säilitame kerge alakaalu taseme ning alternatiivsete investeringute soovitus hoiame neutraalsel tasemel.

On lootust, et Kreeka maksejõuetuse olukord saab suurejoonelise poliitilise debatti järel lõpuks lahendatud, kuid euroala tõelised küsimärgid Itaalia ja Hispaania on kogenud tugevat survet võlakirjaturgudel, kus nende võlakirjade intressimäärad on selgelt tõusnud. Euroala mõlema suure võlgniku 10-aastase valitsuse võlakirja tootlus on üle 6% ja praegused tasemed ei ole kaugel Iirimaa, Portugali ja Kreeka

tasemetest, mis sundisid need riigid finantseerimisvalmiduse osas alla andma. Oleme korduvalt väljendanud seisukohta, et Itaaliat ja Hispaaniat hakatakse turul kindlasti ründama, sest üks suuremaid proovikive saab olema sündmusteahela asümmeetriline lõppsündmus. Ennustame, et euroala satub seoses neid maid puudutava juhtumise ja otsustamisega ülisuure surve alla.

Suurendasime oma fikseeritud tulumääraga portfellis intressimäära riski (kestvus), sest turgudel pole enam riskivalmidust, kuid augustis püsime tähelepanelikud ka selle positsiooni osas. Meie pikka aega kestnud Skandinaavia võlakirjaemitentide eelistamine on hakanud vilja kandma, sest näiteks Skandinaavia pangad on võrreldes teiste Euroopa pankade tulemustega olnud selgelt paremad. Paari Itaalia panga kohustused on isegi ümber pöörduvad (lühiajaliste võlakirjade tootlus on kõrgem kui pikaajaliste oma), mis peegeldab tugevat ebakindlust Itaalia pangasektori suhtes.

Globaalsed aktsiaturud kukkusid juulis järsult, välja arvatud üksikud erandid (näit. Indoneesia). Teise kvartali kasumiperiood algas USA-s kenasti. Umbes 75% USA ettevõtetest ületas teise kvartali prognoosid (kuigi neid oli juunis kärbitud), samas kui Euroopas ja eriti Soomes on pettumus kasumites olnud suurem. Ettevõtete aktsiad, kes jäid kasumiootustele alla ja andsid kasumihoiatusi langesid tugevalt. Alandasime juuli keskel kaks korda aktsiate osakaa-

lu meie portfelliges ning selleks sundis eriti turu kukkumine kuu lõpus. Tõeline vabalangemine algas augusti alguses. Langetame oma aktsiate osakaalu soovitus kerge ülekaalu tasemelt neutraalsele tasemele, aga oleme valmis reageerima, kui turu liikumised selleks põhjust annavad. Paljude Soome ettevõtete aktsiahinnad on sellises tempos kukkunud, et näeme oma hindamismudelites mõnede ettevõtete puhul üle 50% tõusuruumi. Kuid praegune makroudiste voog erinevatelt valitsustelt, globaalsed majanduskasvu näitajad ja riskivalmiduse kiire vähenemine annavad põhjust hoolikalt kaaluda, millal vastuvoolu liikuda. Tooraine hinnad on meie hinnangul küllalt kõrgel tasemel, kui arvestada makroandmete hiljutist nõrgenemist ning me oleme vähendanud eriti mõningate põllumajandustoorainete osakaalu. Alandame tooraine soovitus tagasi neutraalsele positsioonile. Alternatiivsete investeringute osas me osakaalude soovitusi ei muuda.

Valuutaturgudel toimub ka muude valuutade puhul peale Euro ja USA dollari palju. Kuna riskivalmidus väheneb, naudib Šveitsi frank tugevat nõudlust. Ka Austraalia ja Uus-Meremaa dollarid on tugevnenud nii USA dollari kui ka Euro vastu. EUR/USD valuutakursi varieerumine on olnud sel suvel hämmastavalt väike. Esimesi sekkumisi oli juba näha jeeni puhul ning Šveitsis on frangi nõrgendamiseks kasutatud "verbaalset sekkumist".

### Turu tootlus 29.7.2011

Fixed Income	Return 1m	Return 2011	Return 1y
JPM Money Mkt	0,14 %	0,80 %	1,34 %
JPM EMU Govt	0,14 %	-0,34 %	-2,53 %
Barcleys Infl.Linked	-1,22 %	1,82 %	0,20 %
JPM Credit Index	1,33 %	2,47 %	2,26 %
JPM High Yield	-0,16 %	5,55 %	10,86 %
JPM GBI EM Divers. (LC)	2,27 %	0,68 %	4,22 %
JPM EMBI+ (HC)	2,05 %	7,29 %	9,26 %

Equity Markets	Return 1m	Return 2011	Return 1y
OMXH Mid Cap	-8,31 %	-17,35 %	-4,17 %
Euro Stoxx 50	-6,25 %	-4,87 %	-2,62 %
Stoxx 600	-2,79 %	-4,25 %	3,88 %
S&P 500	-2,15 %	2,73 %	17,31 %
Dow Jones	-2,18 %	4,96 %	16,03 %
Nasdaq	-0,62 %	3,51 %	22,25 %
Nikkei	-0,17 %	-3,87 %	3,10 %
Hang Seng	0,19 %	-2,43 %	6,71 %
India	-3,44 %	-10,75 %	1,84 %
Russia (RTS)	3,06 %	11,00 %	32,80 %
Brazil	-5,74 %	-15,12 %	-12,87 %
MSCI Europe	-2,61 %	-4,27 %	3,64 %
MSCI World	-2,28 %	1,05 %	14,69 %
MSCI Emerging Markets	-0,44 %	0,92 %	17,45 %
MSCI Latin America	-3,50 %	-6,27 %	5,81 %
MSCI Eastern Europe	0,35 %	9,99 %	27,68 %

Alternative Investments	Return 1m	Return 2011	Return 1y
S&P Commodity TR	2,44 %	6,90 %	22,30 %
Oil (spot)	-0,27 %	3,20 %	13,96 %
Gold (spot)	8,39 %	15,51 %	36,71 %
HFRX Global HF	-0,04 %	-1,55 %	2,97 %

Foreign exchange	29.7.2011	30.6.2011
EURUSD	1,440	1,450
EURJPY	110,54	116,840
USDJPY	76,76	80,560
EURGBP	0,88	0,903
EURSEK	9,04	9,177
EURNOK	7,75	7,813
Interest rate levels		
Fed	0,25	0,25
ECB	1,50	1,25
BoJ	0,10	0,10
BoE	0,50	0,50
Euribor 3m	1,61	1,55
Euribor 12m	2,18	2,16
Germany10y	2,54	3,03
iTraxx Europe 5y (IG)	116,58	105,67
iTraxx Crossover 5y (HY)	438,00	394,91

## Minevik

Juulis võttis Kreeka Ateenas napilt vastu uue kulude kärpimise kava ning Saksamaa ja Prantsusmaa jõudsid omavahel mingisugusele poliitilisele kokkuleppele. Siiski püsivad õhus mitmed küsimused, näiteks, kuidas erasektor praktikas osaleb? Nelja võimaliku alternatiivi suhtes võlakirjade tähtaja pikendamiseks ja allahindamiseks on juba tekkinud ebakindlus, samas jõudis lõpule EKP ja suurte EL riikide vaheline käesurumine seoses kaotustega erasektori jaoks. Kreeka võlakirjad hinnatakse alla umbes 20% kaotusega. Euroopa Finantsstabiilsuse Tagamise Üksusel (EFSF) lubatakse ka tulevikus valitsuste võlakirju osta, aga ainult EKP juhtnõude järgi. Pärast põhjalikku poliitilist kemplemist tiksuh tegelikult kulliside taga isegi suurem pomm, sest Itaalia ja Hispaania võlakoorem hakkab kasvama. Oleme seda juba pikka aega pidanud vältimatuks stsenaariumiks, osaliselt asümmeetrilise tõttu sündmuste ahelas. Praegusel hetkel ei ole turul selliseid ostjaid, kes võiksid lühiajaliselt kompenseerida tugevat müügisurvet pankade ja investorite portfelliidest. EKP on ostnud järelturul 16% Kreeka võlast ning Itaalia ja His-

*Saksa intressimäärad langevad – Itaalia ja Hispaania intressimäärad tõusevad*

## Olevik

EL-i madalama riskiga valitsuse võlakirjade (Saksamaa, Holland, Soome) tootlus kukkus järsult (peaaegu 0,5% 10-aastasest sektoris), sest investorid paigutasid oma vara nendesse võlakirjadesse. Selle põhjuseks oli tugev liikumine Itaalia ja Hispaania valitsuse võlakirjade osas, millega hetkel kaubeldakse üle 6% tasemel. Itaalia valitsuse võlakirjade turg on suuruselt USA ja Jaapani järel maailma kolmas ning koos Hispaaniaga kujutavad nad olulist kesksel riski euroalale. Võimalus, et need kaks riiki lõigatakse ära finantsstabiilsusest oleks suur probleem terve euroala jaoks. Selleks, et katta Itaalia umbes 1800 miljardi eurone võlg, kuluks sama palju kui Saksamaa ühe aasta SKT ning see summa on iseenesest piisavalt suur, et tekitada turgudel närvilisust. Itaalia ja Hispaania taust on pisut erinevad, sest Hispaania riigivõlg on umbes 70% SKT-st. Kuigi Hispaania pangandussektor on ikka ebatasemel pinnal, on selle ja valitsuse vaheline seotustugev. Itaalia riigivõlg on suurem (120% SKT-st), aga selle hoiupangaprobleem ei ole samas mastaabis kui Hispaania oma (Cajas). Samuti on Itaalia avaliku sektori eelarve puudujääk väiksem kui Hispaania oma, kuid ta on jätnud oma finants-

*Itaalia ja Hispaania "liiga suured, et pankrotistuda"?*

## Tulevik

Viimane asi, millega turud augustisse siirdudes lisaks makro- ja Euroopa olukorrale tahtsid tegeleda, oli täiesti tarbetu draama seoses USA võlala tõiustamisega. Usk USA valitsuse suutlikkusesse hoida tõsised asjad kontrolli all lõi kõikumise. Lõppude lõpuks viitab demokraatide ja vabariiklaste hääletamiskäitumine probleemile siseriikliku poliitika korraldamises. Riigitulude aluspõhi on nõrk, sest üksikisiku tulumaksu määr on 10% ringis ning eelmise valitsuse maksumäärade alandamise otsuse ümberpööramine ei näi olevat võimalik. Kärped avalikus sektoris tunduvad vältimatud ja sealtpoolt ei ole oodata uut abi majanduskasvu stimuleerimiseks. Samasugune olukord seoses rahalise stiimuliga valitseb ka Euroopas ja Hiinas. See tõsine asjade seis hakkab end turgudel aeglaselt tunda andma ja seetõttu avaldab Fed-i QE2 paketi lõpetamine turule massiivset survet. USA AAA-taseme reitingu alandamine AA+ tasemele (negatiivse väljavahetega) on nüüd tõsiasi. USA valitsus teatas kiiresti, et S&P kalkulatsioonid on valed, aga oli liiga hilja. Investeermiseleolu on raevukas, sest turgudel oodati vähemalt laia konsensust seoses kärpide ja maksude tõiustamisega. Praegune murettekitav olukord viib edasi laiemale langusele munitsipaaliturul, mis on

## Minevik

paania puhul tähendaks vastav protsent 300 miljardit Eurot, millele ESFS on juba kulutanud lõviosa oma mahust. Järgmisena on päevakorras ESFS-i mahu suurendamine ja Euro võlakirjade turuletoomine. Aasta lõikes on Itaalia ja Hispaania väljastanud kokku umbes 600 miljardi Euro väärtuses valitsuse võlakirju ning seetõttu põhjustaks turgude sulgumine nende osas palju valu euroala harmooniale. Ettevõtete võlakirjade vallas on meie strateegia keskenduda Soome ja Skandinaavia võlakirjadele vilja kandnud. Eriti Skandinaavia pangad (Taani ehk välja arvatud) on juuliku turbulentsis suhteliselt hästi vastu pidanud. Tõstisime juulis oma Fixed Income portfelli intressimäärade riski, aga augusti alguses kehtinud määrad (Saksa 2-aastane valitsuse võlakiri 1,05%, 5-aastane 1,60% ja 10-aastane 2,42%) ei kompenseeri valdavaid inflatsiooniprognose (Euroala 5-aastane inflatsiooni-swap). Seepärast peame pidevalt ja aktiivselt muutma oma intressimäärade riski taset.

vajadused sel aastal tagaplaanile ning refinantseerimist vajava võla suurus on tunduvalt suurem kui Hispaanial. Jälgime nende võlakirjade oksjoneid, aga juba hetke intressimäärad viivad sündmüügini ja tõstavad tagatisnõudeid. Augusti alguses pidas Berlusconi läbirääkimisi EKP-ga plaanide üle saada Itaalia eelarve tasakaalu 2013. aastaks, mille eest vastutasuks võib EKP hakata ostma järelturul Itaalia valitsuse võlakirju, pakkudes seeläbi tuge niigi hapras olukorras. Me ei oma endiselt ühtegi hädasoleva Euroopa riigi poolt väljastatud võlakirja, ega ka ühtegi nende ettevõtete võlakirja.

Ettevõtete võlakirjade puhul tõusid juulis mitte-investeermisjärgu võlakirjade krediidiriski preemiad, aga valitsuse võlakirjade turgudel toimunuga sarnast paanikat siiski ei nähtud. Kokkuvõttes näib ettevõtete bilansistruktuur olevat heas seisus ja nende sularahareservid on piisaval tasemel. Selline olukord kestab, kuid praegusel hetkel on USA sularaha kogusumma 1,9 miljardit USD (võrdluseks, USA riiklik puudujääk on 1,5 miljardit USD).

*USA ootab ees reitingu alandamine*

juba niigi nõrgas seisus. Isegi suurim üksik võlainvestor Hiina väljendab mõningast muret USA pärast. Jaapan on suuruselt teine kreditor. Saksamaa ja USA valitsuste võlakirjade langus peegeldab jätkuvalt kindla peale mängimist, aga muutused hakkavad toimuma ka siin. Näiteks Ameerika pank Bank of NY Mellon teatas, et võtab madala intressimäärade keskkonnas tulevikus 0,13% tasu hoiuste eest, et piirata sularaha kinnihoidmist hoiukontodel. Ülimadalad/negatiivsed intressimäärad on USA-s taas kord tegelikkus. Intressimäärade püsimine väga madalal tasemel on tähelepanuväärne ja ka inflatsiooniprognosid ei ole vaatamata Fed-i massiivsetele ja mittekonventsionaalsetele meetmetele eriti kõrged (5-aastane inflatsiooni-swap 2,14% USA-s).

Me ei ole fikseeritud tulumääraga instrumentide osakaalude osas muudatusi teinud. Nagu eeldasime, mitte-investeermisjärgu võlakirjade intressitasemed kasvavad tänu äärmiselt madalale likviidsusele ning ootame selle jätkumist augustis. Säilitame kõrge tootlusega võlakirjade soovitusel mõõduka alakaalu taseme .

Müügisurve kogus juulis hoogu ning augusti alguses hakkas jalgealune korralikult kõikumama. Kuna Itaalia ja Hispaania valitsuste võlakirjade tootlus tõusis üle 6% taseme, hakkas tooni andma mure selle üle, kas süsteem peab vastu. Euroopa pangandussektor on olnud tugeva müügisurve all ja eriti Itaalia aktsiad on kohati vabalangemist kogenud. Muutsime juuli alguses kiiresti oma positsioonides kerge ülekaalu soovitust ja kaitsesime oma portfelle kohati isegi äärmuslikult. Siiski olid meie investeerimisportfellide tootlused juulis peamiselt negatiivsel poolel, mis ei valmista heameelt. Kuid võrreldes turgude üldise arenguga läks meil ikkagi suhteliselt hästi. Tsüklilised aktsiad trambiti oimetuks, kuid meie andmed ei toeta seisukohta, et ainult välisinvestorid kärpivad juuli lõpus ja augusti alguses oma Soome tsükliliste aktsiate osalusi. USA-s on väärtusaktsiad kukkunud selgelt rohkem kui koondindeks, see mõjutab kergelt meie Ameerika portfelli tootlust. Sellele vaatamata on meil ka seal võrreldes turgudega küllalt kenasti läinud. Pangad on USA-s muutumas nendeks väärtusaktsiateks (näit. BoA P/B ehk

hinna ja raamatupidamisväärtuse suhe on 0,5!). Euroopa väärtusaktsiate tootlus oli juulis võrreldes koondindeksitega suhteliselt hea. Veel üks tähelepanek USA-st on see, et juba mõnda aega kestnud väikeettevõtete aktsiate ületootlus hakkab raugema, aga teisest küljest on Nasdaq (ja tehnoloogiasectori üldiselt) tulemus olnud võrreldes S&P 500-ga olnud üpris hea. Ka tööstusettevõtete selge alatootlus on olnud märgiks majandustsükli pöördpunktist. Tehased, lennufirmad, sh. GE ja mitmed (riigi eelarvest sõltuvad) relvatööstusettevõtted on võrreldes koondindeksiga kehveemas seisus. Soomes kestab OMXH alatootlus võrreldes Rootsi ja Eurostoxx 50-indeksiga. Augustis olid vabalanguses ka Soome aktsiad ning müügisurve taustal näisid isegi head kasumid ebaolulised (Näiteks Nokian Renkaat ja Metso avaldasid positiivsed poolaastatulemused koos üllatavalt tugeva tellimusraamatuga).

*Kiire langus aktsiaturgudel jätkub*

## Olevik

Augusti esimesel nädalal muutusid kauplemismahud aktsiaturgudel hülgaslikuks. Reedel olid USA derivatiivide turgude esimese 45 minuti kauplemismahud samaväärsed tavalse juulipäeva omadega. Osapooled võistlevad turgudel kõrgete panustega ja paistab, et müüja vaatevinklist on toimunud vähemalt mingisugune alistumine. Käte on jõudnud tugev ülereageerimine, sest majandustsüklitest kõige rohkem mõjutatavad ettevõtted on armutult lüüa saanud. USA-s ennustavad analüütikute konsensuslikud prognoosid siiski S&P 500-indeksi ettevõtetele 14% kasumikasvu selleks aastaks (võrreldes 2010. aastaga) ja isegi 11% kasvu 2012. aastaks. Kui peaks tekkima täieulatuslik majanduslik paigalseis (mida aktsiaturg 5.8.2011 seisuga ennustab), on konsensusli-

kud prognoosid kasumikasvu ja käibekasvu kohta utopiilised. Samas pakuvad võib-olla stabiliseeruv makrokeskkond ning valitsuste ja keskpankade koordineeritud sekkumised koos usaldusväärse poliitilise toetusega ehk võimalust suuremaks tagasipõrkeks ülespoole, sest enamiku, eriti tsükliliste ettevõtete aktsiate praegune hinnatase on väga madal. S&P 500 indeksi prognoositav P/E suhtarv hetkel 12,0. USA valitsuse reitingu alandamine survestab pankade portfelle ning samas on turuosalisel sunnitud kaaluma jälle derivatiivide tagatiseõudmiste tõstmist.

*Ulatuslik kapitulatsioon turul*

## Tulevik

Investeerimine aktsiaturgudesse on praegu keeruline, sest turgu ümbritseb tugev volatiilsus. Globaalseid SKT kasvu- prognoose ja konkreetsete ettevõtete kasumiprognose seatakse iga päev jõuliselt küsimärgi alla, see tekitab turgudel ebakindlust. Taas kord on osutunud heaks valikuks aktsiate osakaalu aktiivne juhtimine ning meil on õnnestunud end aktsiate kukkumise eest osaliselt kaitsta. Meie arvates ei muutu selline olukord pikemas perspektiivis lihtsamaks, kuid aktsiariski aktiivne juhtimine annab selge eelise "osta ja unusta"-strateegia ees. Oleme kohati hoidnud aktsiate osakaalu väga madalal, näit. Finland Dividend-portfellis on aktsiaosakaal olnud isegi miinuses ning hetkel on aktsiaosa-

kaal alla 20%, ja aktsiad tunduvad üle pika aja odavad. Siiski tuleb olla eriti tähelepanelik, sest paljud riskistsenaariumid, mida paar kuud tagasi peeti vähetõenäoliseks, on turgudel kohe realiseerumas. Kui vaadelda turge fundamentaalnäitajate tuginedes, näib jätkuvat kasvavatest kuludest (suurenenud tööjõukulud, tõusnud toorainehinnad) tulenev marginaaliskasvu (midaoli näha juba kevadel. Aktsiate suhtarvude kasvu (mis tähendab kõrgema hinna maksmist tulemuste eest) osas on lõpuks toimunud korrigeerimine, kuna süsteemilised riskid on nüüd aktsiate hindadesse sisse hinnatud. Kuigi meie aktsiate allokasiooni soovitus on neutraalne juhime aktsiaosakaale aktiivselt.

*Rõhutatakse aktsiate osakaalude aktiivse juhtimise tähtsust*

# Turuülevaade

August 2011

## Alternatiivsed investeringud

*Private equity* osas säilitame alakaalu soovitusi. Konverteeritavate võlakirjade osakaal püsib samuti neutraalsel tasemel. Konverteeritavate võlakirjade turg tõestas taas oma sisseehitatud riskikindlustuse elemendi toimimist juulikuise aktsiaturu languse ajal.

*Hedge* fondide puhul säilitame neutraalse osakaalu soovitusi. Üldiselt on pikki/lühikesi positsioone kasutavate haldurite poolt juhitud *hedge* fondidel sel aastal küllalt tagasihoidlikult läinud, keske aktsia-*hedge* fondi indeksi tootlus on hetkel -9% aasta algusest. Kuid meie *hedge* fondi investering Aasiasse tootis juulis küllalt hästi.

Kinnisvara osas me ei tee mingeid muudatusi. Säilitame neutraalse osakaalu soovitusi.

## Tooraine

Toorainete puhul alandame osakaalu soovitusi ühe astme võrra neutraalsele tasemele. Pärast tugevat tõusu juulis vähendasime põllumajanduslike börsil kaubeldavate fondide (ETF) koormust oma mandaat portfellides. Kui makronäitajad jätkavad halvenemist juunist saadik nähtud tempos, võib tooraineturul oodata veelgi korrigeerumisi madalamatele tasemetele. Metallide hinnad on jätkuvalt kõrged võrrelduna langusega ostujuhtide näitajates (PMI indeksid).

## Kinnisvara

Market outlook (change to previous month)	Monthly recommendations 6/2008- 8/2011*																														
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Fixed Income: Moderate underweight</b>	(=)	4	4	4	3	3	3	4	3	3	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Europe money markets: Underweight	(=)	4	3	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
Europe government bonds: Underweight	(=)	1	2	2	1	2	2	3	2	2	2	1	1	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	1	1	1	1	
Investment Grade: Neutral	(=)	5	5	5	5	5	5	5	5	4	4	4	4	4	4	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
High Yield and Structured products: Moderate underweight	(=)	3	3	3	4	3	3	3	2	3	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	3	3	2	2	2	
Emerging market bonds: Moderate overweight	(=)	4	3	3	3	2	2	2	2	3	3	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
Inflation: Neutral	(=)	2	3	2	2	3	3	2	3	2	2	1	2	2	1	2	3	2	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
<b>Equities: Neutral</b>	(-)	3	2	2	4	4	3	3	4	4	3	3	4	5	5	5	3	5	4	4	4	3	3	4	3	3	3	3	3	4	3
USA: Neutral	(=)	3	3	4	3	3	3	4	4	3	3	4	4	4	4	5	4	3	2	1	3	3	4	4	4	4	4	4	3	3	
Europe: Neutral	(=)	2	2	2	3	3	3	2	2	3	3	2	2	2	2	1	2	3	4	5	3	3	2	2	3	3	3	2	3	3	
Japan: Moderate underweight	(=)	2	1	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	
Emerging Market Equities: Moderate overweight	(=)	4	3	4	4	5	5	4	4	4	3	4	4	5	4	5	5	5	5	5	5	5	5	4	3	3	3	4	4	4	
<b>Alternative Investments: Neutral</b>	(=)	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4	4	3	
Private Equity: Underweight	(=)	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	3	3	3	3	3	2	1	
Real Estate: Neutral	(=)	2	1	1	1	3	3	3	4	4	4	4	4	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
Hedge Funds: Neutral	(=)	3	3	3	4	4	4	4	3	4	3	4	4	4	4	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	3	3	3	3	
Convertible Bonds: Neutral	(=)					4	4	4	3	2	2	2	3	3	3	2	3	3	3	2	2	3	3	3	3	3	4	4	4	3	
Commodities: Neutral	(-)	4	4	4	4	3	2	3	3	4	3	3	4	3	3	4	4	4	4	4	5	5	5	5	5	4	4	3	3	4	

\* Explanations: 1 = Underweight, 2 = Moderate underweight, 3 = Neutral, 4 = Moderate overweight, 5 = Overweight