

Οικονομικά - Εταιρικά Νέα



Μ. Σάλλας: Η Ελλάδα ανακτά την ελπίδα - Funds ενδιαφέρονται για «κόκκινα» δάνεια

Η οικονομία της Ελλάδας ανακτά σιγά-σιγά ελπίδα». Με αυτό το μήνυμα, ο κύριος Μιχάλης Σάλλας, ήρθε στο Βερολίνο για να διεξάγει πολιτικές συζητήσεις και να προετοιμάσει το έδαφος για επενδύτες από το εξωτερικό. Ο πρόεδρος της Πειραιώς παραχώρησε συνέντευξη στην Borsen Zeitung.

«Το πολιτικό και οικονομικό περιβάλλον έχει σταθεροποιηθεί κάπως εν τω μεταξύ», ανέφερε ο κύριος Σάλλας. Ο Πρόεδρος μετέφερε τρία αισιόδοξα μηνύματα: οι ελληνικές τράπεζες ανακτούν την κερδοφορία τους, το ποσοστό των «κόκκινων» δανείων (μη εξυπηρετούμενων δανείων – NPL's) στους τραπεζικούς ισολογισμούς μειώνεται και οι τράπεζες αποπληρώνουν δάνεια στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ).

Η Τράπεζα Πειραιώς είναι ο μεγαλύτερος από τους τέσσερις τραπεζικούς οργανισμούς που καθορίζουν την αγορά στην Ελλάδα – όσον αφορά τραπεζικές καταθέσεις και χορήγηση δανείων. Δραστηριοποιείται και στη Γερμανία. Με ισολογισμό ύψους 87,5 δις. ευρώ, ο όμιλος στα τέλη του 2015 είχε χορηγήσει δάνεια ύψους 68,1 δις. ευρώ περίπου. Οι καταθέσεις των πελατών ανέρχονταν στα 39 δις. ευρώ. Περίπου 32,7 δις. ευρώ αναχρηματοδοτήθηκαν από το Ευρωπαϊκό Σύστημα – δηλ. 3 δις. λιγότερα απ' ότι τον Σεπτέμβριο του 2015. «Είμαστε σε θέση να αποπληρώσουμε χρήματα και δάνεια στην ΕΚΤ», ανέφερε ο κύριος Σάλλας. Αυτό οφείλεται στην ενισχυμένη ρευστότητα των ελληνικών τραπεζών.

«Έχει σημειωθεί πρόοδος στην Ελλάδα, κυρίως μετά την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών», σημείωσε ο κύριος Σάλλας. Το μεγαλύτερο πρόβλημα είναι τα κόκκινα δάνεια – τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια (NPL's). Συμπεριλαμβανομένων των χορηγήσεων δανείων σε ιδιώτες δανειολήπτες, όπως για παράδειγμα καταναλωτικών και στεγαστικών δανείων, τα προβληματικά χαρτοφυλάκια περιλαμβάνουν περίπου 100 δις. ευρώ σε όλο το τραπεζικό σύστημα. 35 με 40 δις. ευρώ αναλογούν μόνο σε επιχειρήσεις, πολλές εκ των οποίων, σύμφωνα με τον κύριο Σάλλα, είχαν ανάγκη μόνο από μια συνεπή χρηματοδότηση. Στην Τράπεζα Πειραιώς βρίσκονται περίπου 26,8 δις. ευρώ των μη εξυπηρετούμενων δανείων· εξ αυτών, 18 ως 20 δις. ευρώ αφορούν επιχειρηματικά δάνεια. Ο κύριος Σάλλας είναι πεπεισμένος ότι ένα μεγάλο μέρος των επιχειρήσεων είναι βιώσιμες με το ήμισυ περίπου των δανείων. «Ευχάριστο είναι ότι το ποσοστό των κόκκινων δανείων μειώθηκε έστω και κατά λίγο στα τέλη του 2015/αρχές του 2016 για πρώτη φορά», υπογράμμισε και μετέφερε ένα ακόμα καλό νέο: «Το 2016 θα είναι κερδοφόρο για τις ελληνικές τράπεζες».

«Η Γερμανία έχει βοηθήσει»

Αντισταθμιστικά αμοιβαία κεφάλαια από τις ΗΠΑ και τη Μεγάλη Βρετανία έχουν δείξει, σύμφωνα με τον κύριο Σάλλα, ενδιαφέρον για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Ωστόσο, δεν έχουν εμφανιστεί ακόμα Ευρωπαίοι και Γερμανοί ενδιαφερόμενοι. Τόνισε ότι πρόκειται για δάνεια ουσιαστικά βιώσιμων επιχειρήσεων, οι οποίες ωστόσο αναζητούσαν χρηματοδότηση. «Θέλουμε να ενισχύσουμε την ελληνική επιχειρηματική δραστηριότητα». Γι' αυτό είναι ευπρόσδεκτοι οι Γερμανοί ενδιαφερόμενοι. «Ενδιαφερόμαστε για γερμανούς επενδύτες σε ελληνικές επιχειρήσεις», ανέφερε ο κύριος Σάλλας. Οι σημαντικότεροι τομείς είναι η επεξεργασία αγροτικών προϊόντων, τα ακίνητα, το εμπόριο και κυρίως ο τουρισμός.

Οι μέχρι πρότινος εμπειρίες με γερμανούς επενδύτες είναι καλές – και επίσης ο κύριος Σάλλας, ο οποίος εκτόνησε το διδακτορικό του τη δεκαετία του 1970 στη Χαϊδελβέργη, θεωρεί την επιφυλακτικότητα των Γερμανών για επενδύσεις στην Ελλάδα κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης ένα πρόσκαιρο φαινόμενο. «Η Γερμανία βοήθησε την Ελλάδα στην οικονομική κρίση», ανέφερε. «Αλλά και η Ελλάδα συνέβαλε από την πλευρά της και έκανε θυσίες κατά τη διάρκεια των οκτώ ετών από το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης». Προσωπικά, θεωρεί την υποστήριξη της Γερμανίας στην προσφυγική κρίση «πολύ σημαντική» στην παρούσα φάση. Προσδοκά μια θετική ώθηση της οικονομίας κατά την ολοκλήρωση της αξιολόγησης των μεταρρυθμιστικών μέτρων από τους ευρωπαϊκούς θεσμούς. Η επανειλημμένη αναβολή έχει συμβάλει στην επιφυλακτικότητα, γεγονός που δεν διευκολύνει καθόλου την αντιμετώπιση της κρίσης από την ελληνική οικονομία.



Μέρκελ: Η κατάσταση στην Ελλάδα μας αφορά όλους

Η ασφυκτική κατάσταση που έχει δημιουργηθεί στην Ελλάδα με τους πρόσφυγες, αφορά όλη την Ευρώπη. δήλωσε η Γερμανίδα καγκελάρια, Άνγκελα Μέρκελ, επισημαίνοντας ότι η όποια συμφωνία ΕΕ-Τουρκίας για το μεταναστευτικό θα πρέπει να συνοδεύεται από μια συμφωνία μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ για τις ποσοτώσεις προσφύγων που θα δεχθούν στο έδαφός τους.

«Η επιβράνδυση των προσφυγικών ροών προς Γερμανία που οφείλεται στο κλείσιμο συνόρων σε χώρες όπως η Αυστρία, δεν θα πρέπει να μας εξαπατά... Η κατάσταση στην Ελλάδα έχει επιπτώσεις για όλη την Ευρώπη» δήλωσε η Άνγκελα Μέρκελ, μιλώντας στην ομοσπονδιακή βουλή της Γερμανίας.

Η καγκελάρια, αναφερόμενη στα όσα προσφέρει η Κομισιόν στην Τουρκία για να κλείσει η συμφωνία για το προσφυγικό, σημείωσε ότι δεν αλλάζουν οι κανόνες της ΕΕ για κάταργηση βίζας, χαρακτηρίζοντας παράλληλα, «απολύτως κατανοητό» το αίτημα της Άγκυρας για περισσότερη χρηματοδότηση από κονδύλια της ΕΕ.

Παρόλα αυτά, ξεκαθάρισε ότι το ζήτημα της ένταξης της Τουρκίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση δεν είναι στην «ατζέντα» αυτή την στιγμή. «Οι όροι που θα επιτρέψουν στην Άγκυρα να ενταχτεί στο μπλοκ παραμένουν και δεν θα αλλάξουν» τόνισε η Γερμανίδα καγκελάρια.



Δραματική προειδοποίηση Σουλτς: «Βλέπει» διάλυση της Ε.Ε. λόγω προσφυγικού

Σε μια δραματική προειδοποίηση για την ενότητα της Ευρώπης προχώρησε λίγες ώρες πριν από την Σύνοδο Κορυφής της Ε.Ε. ο Μάρτιν Σουλτς, σε συνέντευξή του στις εφημερίδες του ομίλου Funke (WAZ, Berliner Morgenpost κ.α.).

«Τα χαρακώματα που ανοίγουν, μπορεί να οδηγήσουν την ΕΕ σε αποτυχία (...) Η ΕΕ είναι αναστρέψιμη όπως όλα... Πρέπει να αποτρέψουμε με όλη μας τη δύναμη να συμβεί κάτι τέτοιο» ανέφερε ο πρόεδρος του Ευρωκοινοβουλίου.

Ο σοσιαλδημοκράτης πολιτικός δηλώνει ότι «μάλλον δεν θα υπάρξει οριστική, επιτυχής έκβαση της συνόδου», θεωρεί ωστόσο ότι «θα σημειωθεί πρόοδος σε ορισμένα σημεία». Όπως επισημαίνει ο Μάρτιν Σουλτς, προϋπόθεση για μία ουσιαστική συμφωνία με την Τουρκία αποτελεί η ενεργοποίηση του ήδη συμφωνημένου μηχανισμού για την ανακατανομή 160.000 προσφύγων. Ο πρόεδρος του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου απευθύνει προειδοποίηση για πιθανή αποτυχία της ΕΕ στο ζήτημα αυτό: «Χρειαζόμαστε μία ευρωπαϊκή λύση, η οποία θα αντιμετωπίζει τα αίτια της προσφυγικής κρίσης. Εάν δεν επιτευχθεί αυτή η λύση, η Ευρώπη κινδυνεύει με διάλυση».

Ο Μάρτιν Σουλτς υπενθυμίζει ότι διαλυτικές τάσεις έχουν ήδη κάνει την εμφάνισή τους στην ευρωπαϊκή οικογένεια και υποστηρίζει ότι «τα χάσματα που έχουν ήδη εκδηλωθεί «μπορεί να οδηγήσουν στην αποτυχία της ΕΕ».

Η επικείμενη νέα σύνοδος κορυφής ΕΕ-Τουρκίας καλείται να επικυρώσει οριστικά μία συμφωνία-πακέτο με την Άγκυρα, κατά την οποία η γειτονική χώρα θα δέχεται την επιστροφή προσφύγων και μεταναστών που έχουν εισέλθει σε ελληνικό έδαφος μέσω Τουρκίας.

Σε αντάλλαγμα, η ΕΕ καλείται να υλοποιήσει ένα πρόγραμμα απευθείας μετεγκατάστασης από την Τουρκία, δεχόμενη μάλιστα έναν πρόσφυγα για κάθε «επιστροφή» από την Ελλάδα.



Τα μεγάλα οφέλη της παγκοσμιοποίησης

Το άρθρο μου για τις αμφισβησίες του διεθνούς εμπορίου προκάλεσε έκπληξη σε ορισμένους –τουλάχιστον– από τους αναγνώστες μου, ανθρώπους καλά ενημερωμένους, οι οποίοι μου είπαν: «Πίστευα ότι το εμπόριο μπορεί να έχει οφέλη για όλα τα εμπλεκόμενα μέρη». Όπως, όμως, το έθεσε ο καθηγητής Οικονομικών του Πανεπιστημίου του Μπέρκλεϊ, Μπραντ Ντελόγκ, τα σημαντικότερα ευεργετήματα της παγκοσμιοποίησης προέρχονται από τη διάχυση και τη διάδοση της τεχνολογίας. Και αυτό καθιστά την παγκοσμιοποίηση μια πολύ θετικότερη δύναμη από όσο εγώ την είχα περιγράψει. Παλαιότερα είχα και εγώ την ίδια άποψη. Από καιρού εις καιρόν, πάνω τον εαυτό μου να σκέφτεται τα ίδια πράγματα και πάλι. Εντούτοις, σήμερα θα ισχυριζόμουν πως οι οικονομολόγοι χρειάζεται να είναι τουλάχιστον σαφείς ως προς τους περιορισμούς του επιχειρήματος.

Αρχικά, δεν είναι κάτι που απορρέει από τα οικονομικά μοντέλα. Όπως επισημαίνει ο Μπραντ Ντελόγκ, ο χάρτης δεν ισοδυναμεί με την ίδια την περιοχή, αν και οι υποθέσεις για αυτά τα πράγματα είναι, όπως ξέρουμε, υποθέσεις. Κάποτε όλοι γνώριζαν ότι η εκβιομηχάνιση με τη μέθοδο της υποκατάστασης των εισαγωγών ήταν το κλειδί στην οικονομική ανάπτυξη, χωρίς να υπάρχει στερηή ιστορική επιχειρηματολογία. Αυτό το έκαναν τόσο η Γερμανία όσο και οι ΗΠΑ. Κατόπιν, το αποπειράθηκαν μαζικά και οι αναπτυσσόμενες χώρες χωρίς σπουδαία αποτελέσματα. Στη συνέχεια, η αίσθησή μου είναι πως τα μη τυποποιημένα επιχειρήματα για το ελεύθερο παγκόσμιο εμπόριο έχουν την τάση να εμπεριέχουν –και αυτό πολλές φορές όχι εσκεμμένα– το εξής: ένα είδος προβολής όπου το προϊόν προβάλλεται σε πολύ χαμηλή τιμή και, όταν πεισθεί ο καταναλωτής, στη συνέχεια αγοράζει διαφορετικό προϊόν σε υψηλότερη τιμή. Οι οικονομολόγοι αρέσκονται να μιλούν για συγκριτικά πλεονεκτήματα, τα οποία αποτελούν έναν όμορφο τρόπο να επιχειρηματολογήσουν ενάντια στο απλό αισθητήριο των ανθρώπων. Ο πανεπιστημιακός Άλαν Μπλάιντερ διατείνεται ότι οι οικονομολόγοι στην πλειονότητά τους θα συμφωνούσαν με το σύνθημα «Ναι! Μου αρέσει το ελεύθερο εμπόριο!». Ωστόσο, το διαφαινόμενο κύρος του επιχειρήματος περί συγκριτικού πλεονεκτήματος καταλήγει να μετακυλιέται σε επιχειρήματα για το εμπόριο, τα οποία δεν σχετίζονται καθόλου με το συγκριτικό πλεονέκτημα. Προφανώς και μπορούσαν να υπάρξουν θετικοί εξωτερικοί παράγοντες συνδεδεμένοι με το εμπόριο, αλλά θα μπορούσαν να υπάρχουν τέτοιοι παράγοντες συνδεδεμένοι και με διάφορα πράγματα. Οπότε πώς μπορεί κανείς να δοκιμάσει την αντοχή τέτοιων επιχειρημάτων; Με κάποιον τρόπο έγινε ένα πείραμα στις αρχές της δεκαετίας του 1990, οπότε και ήταν διάχυτη η οικονομικά ορθόδοξη άποψη ότι οι αναπτυξιακές πολιτικές της εξωστρέφειας ευνοούσαν περισσότερο την ανάπτυξη από τις εσωστρεφείς. Αυτή σχετιζόταν πολύ με τη ραγδαία ανάπτυξη των ασιατικών οικονομιών, που ακολούθησαν την οδό των εξαγωγών παρά την υποκατάσταση των εισαγωγών, όπως είχαν κάνει πολλές χώρες κατά τις δεκαετίες του 1950 και του 1960. Το ερώτημα ήταν εάν διαπιστώναμε επιτάχυνση της ανάπτυξης σε άλλες χώρες, όπως εκείνες της Λατινικής Αμερικής, όταν το κέντρο βάρους της πολιτικής απομακρύνθηκε από την εσωστρέφεια. Το Μεξικό διήλθε μιας ριζοσπαστικής απορρύθμισης του εμπορίου την περίοδο 1985-1988 και μετά εντάχθηκε στη Συμφωνία Ελεύθερου Εμπορίου Βορείου Αμερικής (NAFTA). Αρχικά έκανε εξαγωγές μόνον στον πετρελαϊκό κλάδο και τον τουρισμό, ενώ σταδιακά μετεξελίχθηκε σε μείζονα δύναμη στον τομέα της μεταποίησης. Ως αποτέλεσμα, ο αντίκτυπος στην ανάπτυξη της μεξικανικής οικονομίας κάθε άλλο παρά εντυπωσιακός ήταν. Είναι καίριο να κρατήσουμε ανοικτές τις αγορές για τις φτωχές χώρες, αλλά συνιστώ προσοχή στους ισχυρισμούς μας για τις αρετές του ελεύθερου εμπορίου.

PAUL KRUGMAN / THE NEW YORK TIMES



Αμερικανικό «φρένο» στην τιμή πετρελαίου

Η «κορυφή» της αγοράς πετρελαίου μπορεί να είναι χαμηλότερη απ' όσο νομίζετε. Με την τιμή του πετρελαίου Brent να έχει επανακάμψει στο επίπεδο των 41 δολαρίων το βαρέλι, η Διεθνής Υπηρεσία Ενέργειας (IEA) θεώρησε ότι βλέπει «φως στην άκρη του τούνελ» και η Goldman Sachs ότι εντόπισε την αρχή ανοδικής τάσης. Ακόμη και αν ισχύουν αυτά, πολλοί αναλυτές προειδοποιούν πως η ανάκαμψη των τιμών του πετρελαίου θα διακοπεί μόλις οι τιμές φτάσουν σε αρκετά υψηλό επίπεδο για να αρχίσει και πάλι η παραγωγή στις ΗΠΑ. «Αν εξακολουθήσουν να ενισχύονται οι τιμές, η αντίδραση των Αμερικανών παραγωγών θα είναι εξαιρετικά γρήγορη. Ο βασικός παράγοντας που καθορίζει εάν θα υπάρξει ισορροπία μεταξύ προσφοράς και ζήτησης είναι η μείωση της αμερικανικής παραγωγής, κάτι που δεν βλέπουμε», και συνεπώς είναι πιθανό ότι σύντομα θα αρχίσουν και πάλι να υποχωρούν οι τιμές, λέει ο Τζέιμι Γουέμπστερ, αναλυτής αγορών πετρελαίου στην IHS Energy. Η τιμή του Brent έχει αυξηθεί κατά σχεδόν 40% από το χαμηλό επίπεδο των 27,10 δολαρίων, όπου είχαν υποχωρήσει τον Ιανουάριο, και χθες κυμαινόταν γύρω στα 38,60 δολάρια το βαρέλι. Κατά τους αναλυτές της IEA, η παραγωγή εκτός ΟΠΕΚ αναμένεται να υποχωρήσει το 2016 στο χαμηλότερο επίπεδο από το 1992, γεγονός που ίσως να σημαίνει ότι οι τιμές μπορεί να έχουν υποχωρήσει στο χαμηλότερο επίπεδό τους. Από την άλλη πλευρά, οι τιμές του πετρελαίου δύσκολα θα αυξηθούν πάνω από τα 50 δολάρια το βαρέλι, διότι η άνοδος θα σημαίνει περαιτέρω αναβολή των περικοπών στην παραγωγή που είναι αναγκαίες ώστε να υπάρξει ισορροπία στην αγορά, σύμφωνα με δημοσκόπηση του Bloomberg. Η αμερικανική παραγωγή πετρελαίου μπορεί να έχει υποχωρήσει κατά 5,5% σε σχέση με το προηγούμενο καλοκαίρι, ωστόσο μόλις τώρα έχουν αρχίσει να μειώνονται τα αμερικανικά αποθέματα πετρελαίου, σύμφωνα με την Goldman Sachs. Οι αναλυτές της αμερικανικής τράπεζας (οι οποίοι είχαν προβλέψει πτώση του πετρελαίου στα 20 δολάρια το βαρέλι) θεωρούν ότι οι τιμές θα πρέπει να παραμείνουν σε χαμηλό επίπεδο μέχρι να εξαντληθούν τα κεφάλαια των παραγωγών πετρελαίου, οπότε και θα αρχίσει να μειώνεται η παραγωγή. «Άνοδος των τιμών προτού υπάρξει έλλειμμα (στην παραγωγή) θα αποδειχτεί αδιέξοδη», είχε προειδοποιήσει στις 11 Μαρτίου ο κ. Τζέφρι Κουρί, επικεφαλής αναλυτής αγορών πρώτων υλών στην GS. Η ανάκαμψη των τιμών «θα μπορούσε να αποδειχτεί σωσίβιο για τους Αμερικανούς παραγωγούς» και θα «περιορίζε τη μείωση της παραγωγής», συμπληρώνει ο κ. Τζιοβάνι Σταουνόβο, αναλυτής της UBS στη Ζυρίχη. Είναι λανθασμένο το συμπέρασμα πως τα 50 δολάρια το βαρέλι αποτελούν την οροφή της αγοράς, σύμφωνα με τον κ. Μπομπ Μπέρνσταϊν της εταιρείας Sanford Bernstein, ο οποίος προβλέπει επιστροφή των τιμών στα 70 δολάρια το βαρέλι μέχρι του χρόνου. Η βιομηχανία πετρελαίου δεν μπορεί να αποκομίσει κέρδη στο υπάρχον επίπεδο των τιμών και ήδη το 2015 είχε χάσει 3 δολάρια για κάθε βαρέλι που είχε παραγάγει, λέει ο κ. Μπέρνσταϊν. Οι συζητήσεις μεταξύ μελών του ΟΠΕΚ και χωρών εκτός του καρτέλ σχετικά με ενδεχόμενο «πάγωμα» της παραγωγής δεν έχουν σημαντικές επιπτώσεις. Το Ιράν επιμένει ότι δεν θα αποδεχτεί καμία συμφωνία περί «παγώματος» έως ότου αυξήσει τις εξαγωγές πετρελαίου του κατά περίπου 1 εκατομμύρια βαρέλια την ημέρα. Η αντοχή που έχουν επιδειξει οι Αμερικανοί παραγωγοί έχει καταπλήξει τον ΟΠΕΚ, παραδέχτηκε τον περασμένο μήνα ο γ.γ. του Οργανισμού κ. Ελ Μπάντρι. Μεταξύ 2013 και 2015 οι Αμερικανοί παραγωγοί είχαν καταφέρει να περιορίσουν το κόστος παραγωγής τους κατά 40%, σύμφωνα με την εταιρεία συμβούλων Rystad Energy. Η παραγωγή των ΗΠΑ παραμένει κοντά στα 9 εκατομμύρια βαρέλια την ημέρα παρά το γεγονός ότι οι εταιρείες χρησιμοποιούν τις λιγότερες πετρελαιοπηγές από το 2009. Παράλληλα, υπάρχει μεγάλος αριθμός ανενεργών πηγών που θα μπορούσαν πάλι να μουν στην παραγωγή μόλις αυξηθεί αρκετά η τιμή.

GRANT SMITH / BLOOMBERG

Τα Διαγράμματα της Ημέρας

ALL of the best asset classes since 2006

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 YTD
REIT 35.1%	Emerging Markets 39.8%	Managed Futures 13.1%	Emerging Markets 79.0%	REIT 28.0%	REIT 8.3%	REIT 19.7%	SMALL CAP 39.8%	REIT 28.0%	REIT 2.8%	Managed Futures 7.2%
Emerging Markets 32.6%	Hedge Funds 12.6%	High-Grade Bonds 5.2%	High Yield Bonds 57.5%	SMALL CAP 26.9%	High-Grade Bonds 7.8%	Emerging Markets 18.6%	LARGE CAP 32.4%	High Yield Bonds 26.0%	LARGE CAP 1.3%	High-Grade Bonds 2.1%
INTL STOCKS 26.9%	Commodities 12.4%	CASH 1.4%	Commodities 54.2%	Emerging Markets 19.2%	High Yield Bonds 4.4%	INTL STOCKS 17.9%	INTL STOCKS 23.3%	Managed Futures 15.6%	High-Grade Bonds 0.5%	High Yield Bonds 1.8%
SMALL CAP 18.4%	INTL STOCKS 11.6%	Hedge Funds -19.1%	INTL STOCKS 32.5%	High Yield Bonds 15.2%	LARGE CAP 2.1%	SMALL CAP 16.4%	Asset Allocation 11.5%	LARGE CAP 13.5%	CASH 0.2%	CASH 0.3%
Asset Allocation 16.7%	Managed Futures 8.1%	Asset Allocation -22.4%	REIT 28.0%	LARGE CAP 15.1%	Asset Allocation 0.3%	LARGE CAP 16.0%	Hedge Funds 9.7%	Asset Allocation 6.7%	Managed Futures 0.0%	Emerging Markets 0.0%
LARGE CAP 15.8%	Asset Allocation 7.6%	High Yield Bonds -26.4%	SMALL CAP 27.2%	Asset Allocation 13.5%	CASH 0.1%	High Yield Bonds 15.6%	High Yield Bonds 7.4%	High-Grade Bonds 5.8%	Hedge Funds -0.7%	Hedge Funds -1.4%
Hedge Funds 13.9%	High-Grade Bonds 7.0%	SMALL CAP -33.8%	LARGE CAP 26.5%	Hedge Funds 11.0%	Hedge Funds -2.5%	Asset Allocation 12.2%	REIT 2.9%	SMALL CAP 5.0%	Asset Allocation -2.0%	Asset Allocation -2.0%
High Yield Bonds 11.8%	LARGE CAP 5.5%	REIT -37.7%	Asset Allocation 24.6%	Managed Futures 9.3%	SMALL CAP -4.2%	Hedge Funds 7.7%	Managed Futures 0.7%	Hedge Funds 4.1%	INTL STOCKS -3.5%	REIT -3.9%
Managed Futures 5.8%	CASH 4.4%	LARGE CAP -37.0%	Hedge Funds 18.6%	INTL STOCKS 8.2%	Managed Futures -4.4%	High-Grade Bonds 4.2%	CASH 0.1%	CASH 0.3%	SMALL CAP -4.3%	LARGE CAP -5.1%
CASH 4.7%	High Yield Bonds 2.2%	INTL STOCKS -43.1%	High-Grade Bonds 5.9%	High-Grade Bonds 6.5%	Commodities -6.9%	CASH 0.1%	Commodities 0.9%	Emerging Markets -2.2%	High Yield Bonds -4.6%	INTL STOCKS -5.5%
High-Grade Bonds 4.3%	SMALL CAP -1.6%	Commodities -47.8%	CASH 0.2%	CASH 0.2%	INTL STOCKS -11.7%	Managed Futures -2.9%	High-Grade Bonds -2.0%	INTL STOCKS -4.9%	Emerging Markets -16.8%	Commodities -7.3%
Commodities 1.7%	REIT -15.7%	Emerging Markets -53.2%	Managed Futures -4.3%	Commodities 0.3%	Emerging Markets -18.2%	Commodities -15.9%	Emerging Markets -2.3%	Commodities -23.9%	Commodities -23.1%	SMALL CAP -8.8%



Past performance is not indicative of future results.