Research Note
10 Jan 2020
SPECIAL
Krungthai COMPASS

บทความนี้เผยแพร่ในเว็บไซต์ Thaipublica เมื่อวันที่ 10 มกราคม 2563

สินเชื่อและจีดีพี....
คู่ซี้ที่ไม่เหมือนเดิม?

Key Highlights:

- ในช่วง 15 ปีที่ผ่านมา สินเชื่อมักเติบโตสูงกว่าจีดีพีราว 1.3 เท่า แต่ล่าสุด ณ เดือน พ.ย. 2019 สินเชื่อกลับโตต่ำกว่าจีดีพี จนสัดส่วนดังกล่าวลดลงมาเหลือแค่ 0.8 เท่า
- Krungthai COMPASS ประเมินทั้งปี 2019 และแนวโน้มในปี 2020 สัดส่วนการเติบโตของสินเชื่อต่อจีดีพีจะต่ำกว่าค่ากลางในอดีต มาอยู่ที่ระดับ 1.0-1.2 เท่า
- 3 เหตุผล อธิบายการเปลี่ยนแปลง ได้แก่ 1) ดอกเบี้ยทรงตัวในระดับต่ำ ดึงดูดให้ธุรกิจขนาดใหญ่หันไประดมทุนผ่านตราสารหนี้มากขึ้น 2) ธุรกิจ SMEs เผชิญความเสี่ยงสูง กดดันความสามารถในการกู้ยืมเงิน และ 3) ธปท. คุมเข้มการก่อหนี้ของประชาชน ลดความร้อนแรงของสินเชื่อรายย่อย

This report is not intended to provide the basis for any evaluation of the financial instruments discussed herein. The information was obtained from various sources; we do not guarantee its accuracy or completeness. In particular, information provided herein should be regarded as indicative, preliminary and for illustrative purposes only. There is no representation that any transaction can execute at such terms or price.

Information provided in this report is not intended to constitute legal, tax or accounting advice in relation to entering into any transaction and does not have regard to the particular needs of any specific person who may receive this report. Clients should consult their own financial advisors regarding the appropriateness of investing in any investment strategies discussed or recommended in this report and should understand that statements regarding future prospects may not be realized. While all information this presentation has been produced or compiled from sources believed to be reliable, the Bank makes no representation as to its accuracy or completeness.

ในภาวะที่เศรษฐกิจชะลอตัว สินเชื่อในระบบธนาคารก็มักจะซบเซาคู่ขนานตามกันไป แต่ดูเหมือนว่าในปี 2019 จะแตกต่างจากปีอื่นๆ เพราะสินเชื่อกลับเริ่มส่อเค้าซึมเซาหนักกว่าทิจกรรมทางเศรษฐกิจ โดยยอดสินเชื่อในช่วง 11 เดือนของปี 2019 เติบโตต่ำเตี้ยเพียง 1.9% เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ขณะที่จีดีพีทั้งปี 2019 คาดว่าจะเติบโตได้สูงกว่าที่ 2.5% ทำให้อัตราการเติบโตของสินเชื่อคิดเป็นแค่ 0.8 เท่าของอัตราการเติบโตของจีดีพี ต่างจากในอดีตที่สินเชื่อมักเติบโตสูงกว่าจีดีพีราว 1.3 เท่า สถานการณ์เช่นนี้นำไปสู่คำถามว่าหรือความสัมพันธ์ระหว่างสินเชื่อกับจีดีพีจะเปลี่ยนไป เพราะเหตุใด และในปี 2020 จะเป็นอย่างไร? ในบทความนี้จึงขอชวนผู้อ่านทุกท่านมาร่วมหาคำตอบกัน

This report is not intended to provide the basis for any evaluation of the financial instruments discussed herein. The information was obtained from various sources; we do not guarantee its accuracy or completeness. In particular, information provided herein should be regarded as indicative, preliminary and for illustrative purposes only. There is no representation that any transaction can execute at such terms or price.

Information provided in this report is not intended to constitute legal, tax or accounting advice in relation to entering into any transaction and does not have regard to the particular needs of any specific person who may receive this report. Clients should consult their own financial advisors regarding the appropriateness of investing in any investment strategies discussed or recommended in this report and should understand that statements regarding future prospects may not be realized. While all information this presentation has been produced or compiled from sources believed to be reliable, the Bank makes no representation as to its accuracy or completeness.

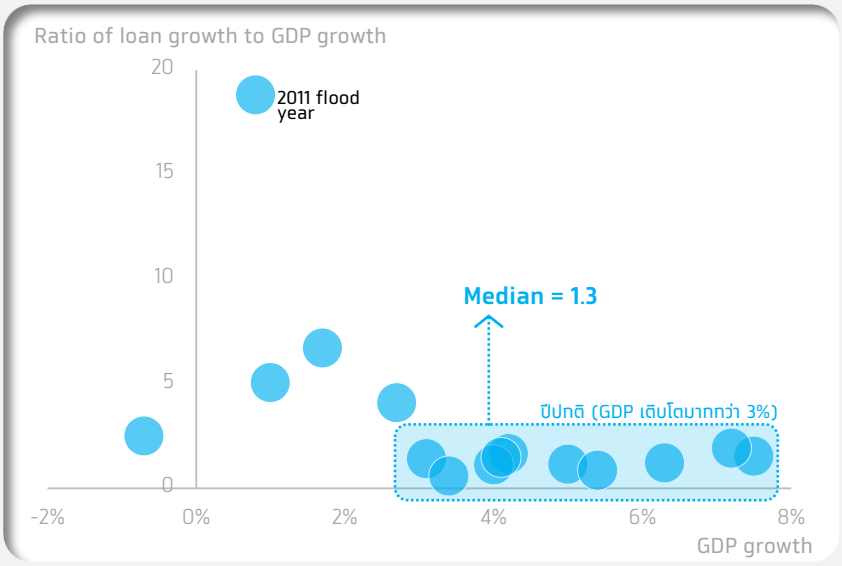
โดยปกติ สินเชื่อสัมพันธ์กับจีดีพีอย่างไร?

สินเชื่อเติบโตสูงกว่าจีดีพีราว 1.3 เท่า หากพิจารณาข้อมูลในช่วง 15 ปีที่ผ่านมา (2004-2018) เฉพาะปีที่จีดีพีขยายตัวสูงกว่า 3% เพื่อขจัดผลของปีที่เศรษฐกิจเผชิญภาวะผิดปกติ (รูปที่ 1) และหากพิจารณาความสัมพันธ์ดังกล่าวในแต่ละประเภทสินเชื่อ พบว่าสินเชื่อรายย่อยมักเติบโตสูงกว่าจีดีพีมากสุดที่ 2.3 เท่า ขณะที่การเติบโตของสินเชื่อธุรกิจ SMEs และสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ คิดเป็นเพียง 0.9 เท่าของการเติบโตของจีดีพี (รูปที่ 2)

รูปที่ 1

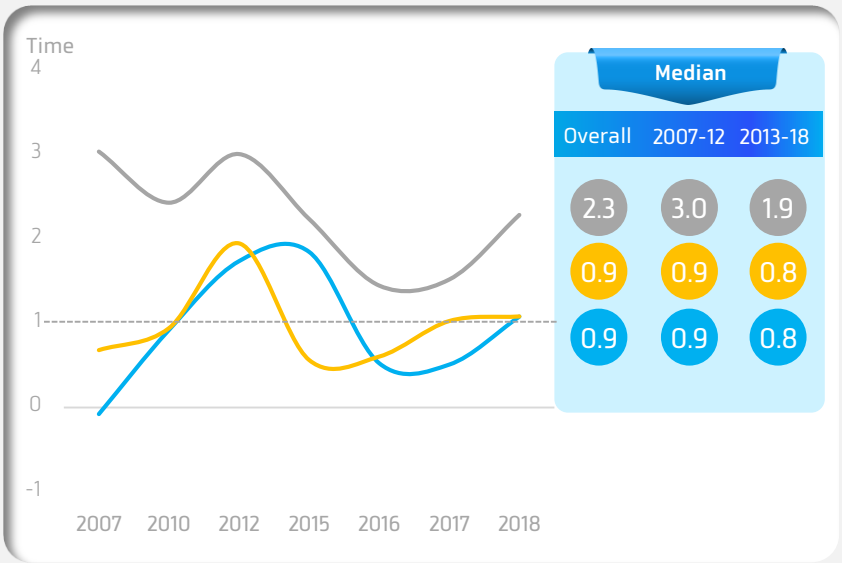
อัตราการเติบโตของสินเชื่อ เทียบการเติบโตของจีดีพี

ที่มา: ธปท. และ CEIC คำนวณโดย Krungthai COMPASS
หมายเหตุ: สินเชื่อไม่รวม Interbank



รูปที่ 2

สัดส่วนการเติบโตของสินเชื่อต่อการเติบโตของจีดีพี จำแนกตามกลุ่มลูกค้า ปี 2007-2018



ที่มา: ธปท. และ CEIC คำนวณโดย Krungthai COMPASS
หมายเหตุ: (1) สินเชื่อ SMEs (ไม่รวมสินเชื่อที่ให้กับสถาบันการเงินและสินเชื่อภาครัฐ)
(2) SMEs ตามนิยามของกฎกระทรวงอุตสาหกรรม พ.ศ. 2545
(3) สินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ (ไม่รวมสินเชื่อ Interbank และสินเชื่อภาครัฐ)
(4) นำเสนอและคำนวณ Median เฉพาะ "ปีปกติ" ซึ่งพิจารณาจาก GDP ที่เติบโตมากกว่า 3%

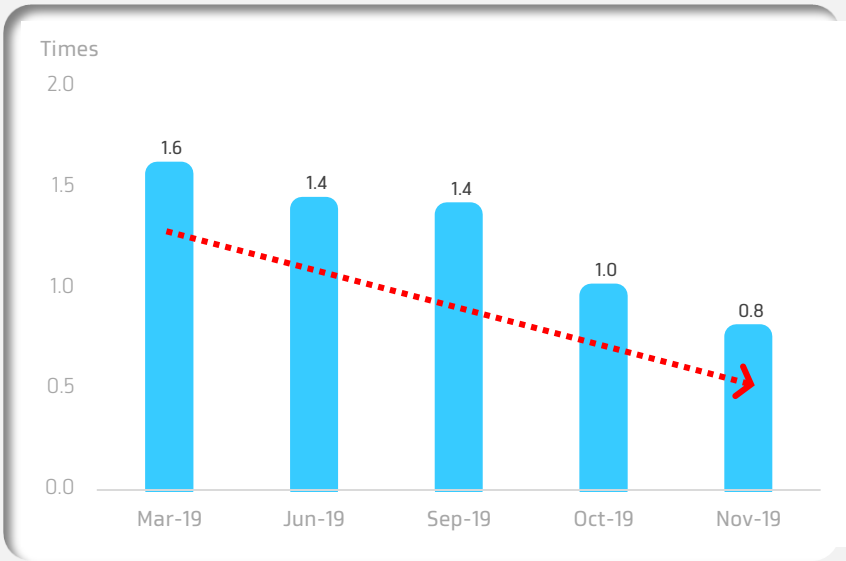
This report is not intended to provide the basis for any evaluation of the financial instruments discussed herein. The information was obtained from various sources; we do not guarantee its accuracy or completeness. In particular, information provided herein should be regarded as indicative, preliminary and for illustrative purposes only. There is no representation that any transaction can execute at such terms or price.
Information provided in this report is not intended to constitute legal, tax or accounting advice in relation to entering into any transaction and does not have regard to the particular needs of any specific person who may receive this report. Clients should consult their own financial advisors regarding the appropriateness of investing in any investment strategies discussed or recommended in this report and should understand that statements regarding future prospects may not be realized. While all information this presentation has been produced or compiled from sources believed to be reliable, the Bank makes no representation as to its accuracy or completeness.

สำหรับปี 2019 สัดส่วนการเติบโตของสินเชื่อต่อการเติบโตของจีดีพี มีแนวโน้มต่ำกว่าค่ากลางในอดีต แม้ในไตรมาสแรกจะอยู่ที่ 1.6 เท่า แต่ก็ลดลงเหลือ 1.4 เท่า ในไตรมาส 2 และ 3 จากสินเชื่อ SMEs ที่เริ่มขยายตัวต่ำกว่าจีดีพีอย่างชัดเจนเป็นสำคัญ ขณะที่ในช่วงที่เหลือของปี 2019 สินเชื่อจะยังคงชะลอตัวต่อเนื่อง ซึ่งสอดคล้องกับข้อมูลล่าสุด ณ เดือนพฤศจิกายน ที่สินเชื่อขยายตัวเพียง 1.9% (yoy) เทียบเดือนกันยายนที่ขยายตัว 3.8% และทำให้สัดส่วนต่อจีดีพีลดลงมาอยู่ที่ 0.8 เท่า (รูปที่ 3)

รูปที่ 3

สัดส่วนการเติบโตของสินเชื่อต่อการเติบโตของจีดีพี ปี 2019

ที่มา: ธปท. และ CEIC คำนวณโดย Krungthai COMPASS
หมายเหตุ: (1) สินเชื่อไม่รวม Interbank
(2) เดือน ต.ค. และ พ.ย. 2019 คำนวณสัดส่วนโดยใช้จีดีพีทั้งปี 2019 ที่คาดว่าจะโต 2.5%



This report is not intended to provide the basis for any evaluation of the financial instruments discussed herein. The information was obtained from various sources; we do not guarantee its accuracy or completeness. In particular, information provided herein should be regarded as indicative, preliminary and for illustrative purposes only. There is no representation that any transaction can execute at such terms or price.
Information provided in this report is not intended to constitute legal, tax or accounting advice in relation to entering into any transaction and does not have regard to the particular needs of any specific person who may receive this report. Clients should consult their own financial advisors regarding the appropriateness of investing in any investment strategies discussed or recommended in this report and should understand that statements regarding future prospects may not be realized. While all information this presentation has been produced or compiled from sources believed to be reliable, the Bank makes no representation as to its accuracy or completeness.

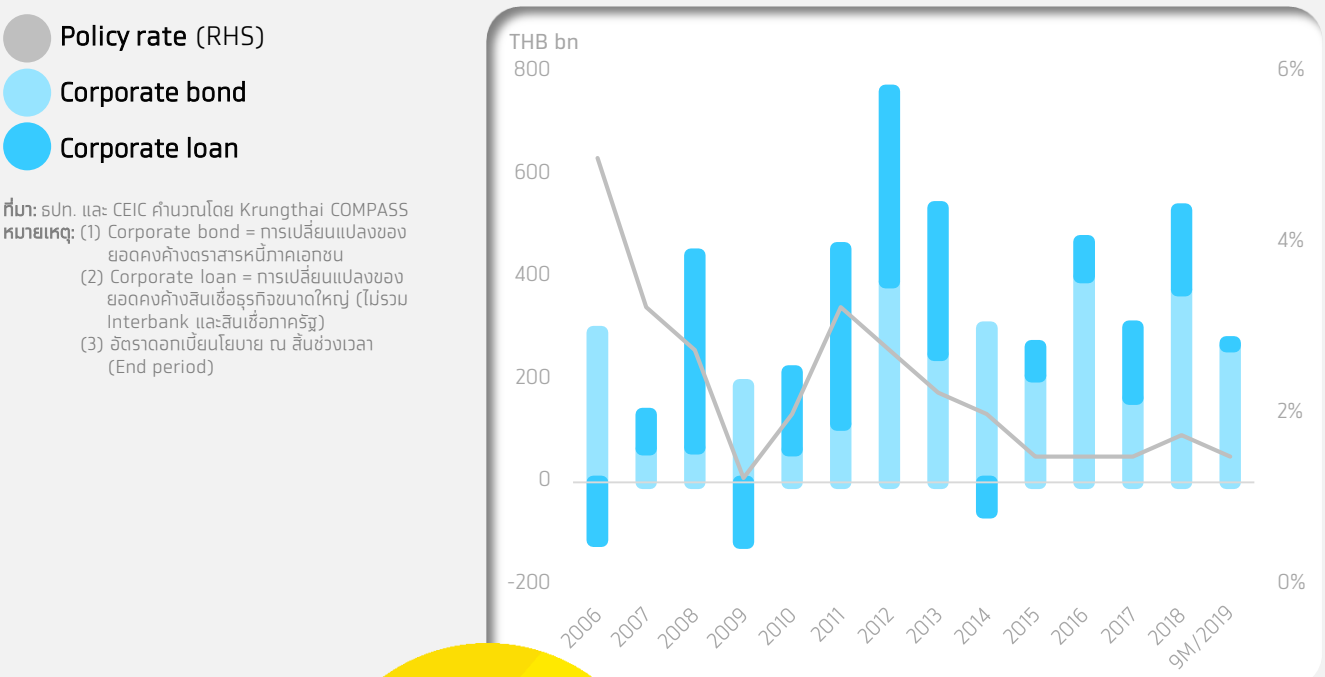
ความสัมพันธ์ระหว่างสินเชื่อและจีดีพีในปี 2019 จะต่อเนื่องสู่ปี 2020 หรือไม่?

Krungthai COMPASS มองว่าในปี 2020 สัดส่วนการเติบโตของสินเชื่อต่อจีดีพีจะอยู่ที่ 1.0-1.2 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่ากลางในอดีตและอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกับปี 2019 โดยมีปัจจัยสนับสนุน ดังนี้

ธุรกิจขนาดใหญ่ระดมทุนผ่านตราสารหนี้มากขึ้น เป็นสาเหตุหนึ่งที่อาจทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างสินเชื่อและจีดีพีลดต่ำลง โดยเฉพาะในภาวะดอกเบี้ยนโยบายมีแนวโน้มทรงตัวในระดับต่ำที่ 1.25% ตลอดปี 2020 เฉกเช่นในอดีตที่พบว่าภาคเอกชนเริ่มระดมทุนผ่านตราสารหนี้มากขึ้นตั้งแต่ปี 2012 จนสูงกว่าสินเชื่ออย่างชัดเจนในปี 2014 เป็นต้นไป ซึ่งเป็นช่วงดอกเบี้ยขาลงต่อเนื่อง จูงใจให้ภาคเอกชนหันมาออกหุ้นกู้ใหม่ในอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าเพื่อจ่ายคืนหนี้สินเชื่อธนาคาร (รูปที่ 4)

รูปที่ 4

การระดมทุนสุทธิผ่านสินเชื่อและตราสารหนี้ของภาคเอกชน



ที่มา: ธปท. และ CEIC คำนวณโดย Krungthai COMPASS
หมายเหตุ: (1) Corporate bond = การเปลี่ยนแปลงของยอดคงค้างตราสารหนี้ภาคเอกชน
(2) Corporate loan = การเปลี่ยนแปลงของยอดคงค้างสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ (ไม่รวม Interbank และสินเชื่อภาครัฐ)
(3) อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นช่วงเวลา (End period)

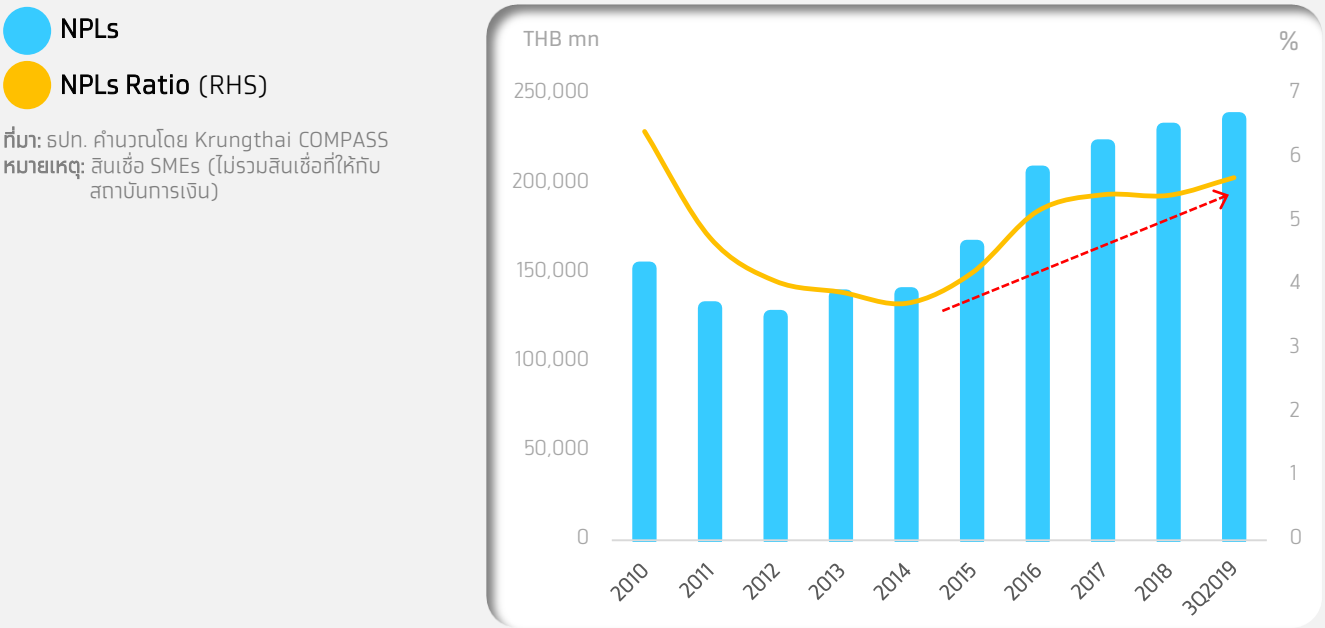
This report is not intended to provide the basis for any evaluation of the financial instruments discussed herein. The information was obtained from various sources; we do not guarantee its accuracy or completeness. In particular, information provided herein should be regarded as indicative, preliminary and for illustrative purposes only. There is no representation that any transaction can execute at such terms or price.
Information provided in this report is not intended to constitute legal, tax or accounting advice in relation to entering into any transaction and does not have regard to the particular needs of any specific person who may receive this report. Clients should consult their own financial advisors regarding the appropriateness of investing in any investment strategies discussed or recommended in this report and should understand that statements regarding future prospects may not be realized. While all information this presentation has been produced or compiled from sources believed to be reliable, the Bank makes no representation as to its accuracy or completeness.

ธุรกิจ SMEs สะสมความเปราะบางอย่างต่อเนื่อง ลิดรอนการเติบโตที่ล้อไปกับเศรษฐกิจ ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างสินเชื่อและจีดีพีมีโอกาสเบาบางลง โดยตั้งแต่ปี 2013 เป็นต้นมา หนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ หรือ NPLs ในกลุ่ม SMEs กลับมาอยู่ในทิศทางขาขึ้น และเร่งตัวขึ้นอย่างมากในปี 2015 เป็นต้นมา (รูปที่ 5) เนื่องจากพิษเศรษฐกิจย่ำแย่ ทั้งจากปัญหาการเมืองไทย เศรษฐกิจโลกชบเซา ราคาสินค้าเกษตรตกต่ำ ภัยแล้งรุนแรง หนี้ครัวเรือนสูง การปรับขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำ ระดับเทคโนโลยีการผลิตที่ปรับไม่ทันตลาด และเรื่อยมาจนถึงสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน แม้บางช่วงเศรษฐกิจจะฟื้นตัวดีขึ้น แต่ก็ไม่กระจายตัวทั่วถึงทุกภาคส่วน ซึ่งกดดันความสามารถในการกู้ยืมและจ่ายคืนหนี้ของ SMEs และทำให้ ธพ. ระมัดระวังการปล่อยสินเชื่อมากขึ้น นอกจากนั้น ในระยะถัดไป SMEs จะเผชิญความท้าทายจากการเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยี (Technology Disruption) โดยเฉพาะในธุรกิจค้าปลีกค้าส่ง ซึ่งเป็นกลุ่มที่มียอดสินเชื่อมากที่สุดราว 34% ของสินเชื่อ SMEs ทั้งหมด (รูปที่ 6)

ทั้งนี้ เริ่มเห็นสัญญาณที่สินเชื่อ SMEs ขยายตัวต่ำกว่าจีดีพีอย่างมากในปี 2019 โดยเฉพาะ ณ ไตรมาส 3 แม้จีดีพีจะขยายตัว 2.4% แต่สินเชื่อกลับหดตัว 1.0% อย่างไรก็ตาม ภาครัฐมักออกมาตรการช่วยเหลือ SMEs ผ่านโครงการสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำ เช่น โครงการสินเชื่อ Soft Loan ทำให้การเติบโตของสินเชื่อเทียบจีดีพีไม่ทิ้งห่างกันมากนัก

รูปที่ 5

หนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPLs) ในกลุ่มธุรกิจ SMEs ของระบบธนาคารพาณิชย์



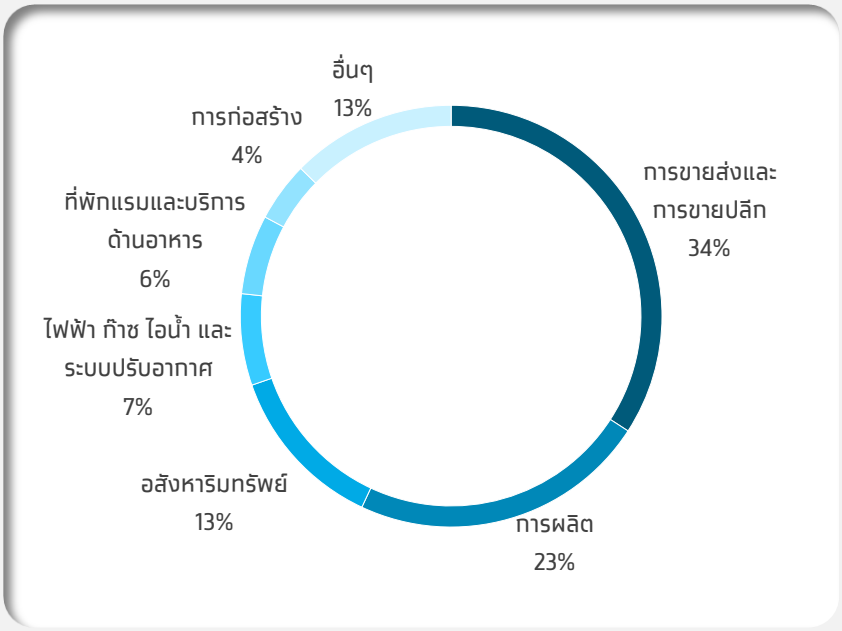
ที่มา: ธปท. คำนวณโดย Krungthai COMPASS
หมายเหตุ: สินเชื่อ SMEs (ไม่รวมสินเชื่อที่ให้กับสถาบันการเงิน)

This report is not intended to provide the basis for any evaluation of the financial instruments discussed herein. The information was obtained from various sources; we do not guarantee its accuracy or completeness. In particular, information provided herein should be regarded as indicative, preliminary and for illustrative purposes only. There is no representation that any transaction can execute at such terms or price.
Information provided in this report is not intended to constitute legal, tax or accounting advice in relation to entering into any transaction and does not have regard to the particular needs of any specific person who may receive this report. Clients should consult their own financial advisors regarding the appropriateness of investing in any investment strategies discussed or recommended in this report and should understand that statements regarding future prospects may not be realized. While all information this presentation has been produced or compiled from sources believed to be reliable, the Bank makes no representation as to its accuracy or completeness.

รูปที่ 6

สัดส่วนสินเชื่อธุรกิจ SMEs ของระบบธนาคารพาณิชย์ จำแนกตามประเภทธุรกิจ

ที่มา: ธปท. คำนวณโดย Krungthai COMPASS
หมายเหตุ: สินเชื่อ SMEs (ไม่รวมสินเชื่อที่ให้กับสถาบันการเงิน และสินเชื่อภาครัฐ)



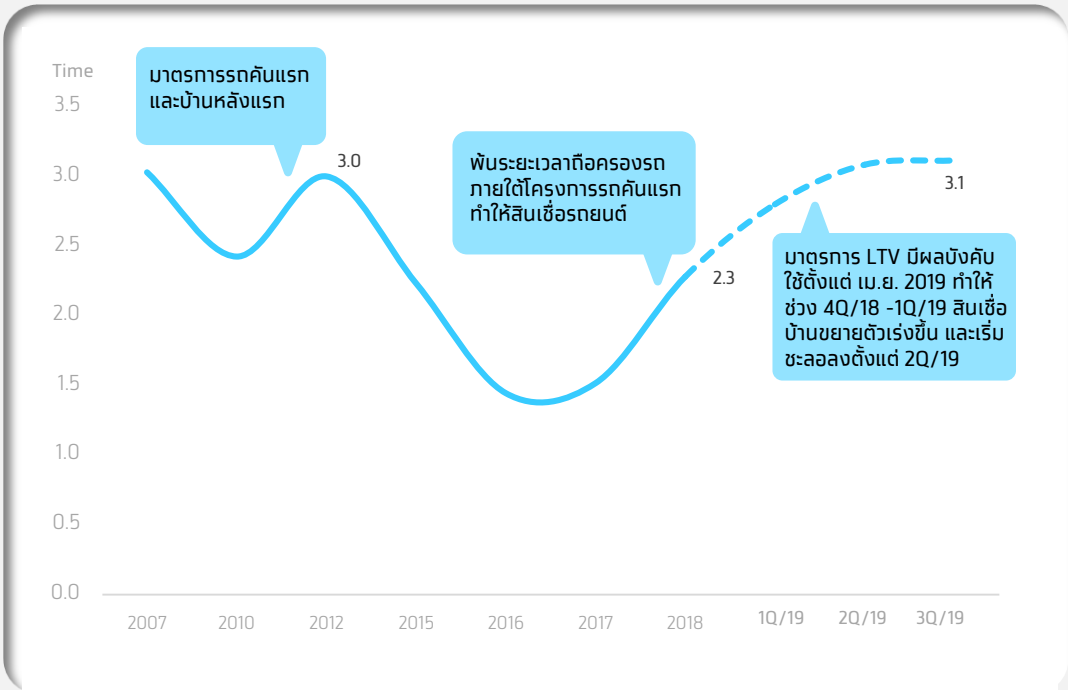
This report is not intended to provide the basis for any evaluation of the financial instruments discussed herein. The information was obtained from various sources; we do not guarantee its accuracy or completeness. In particular, information provided herein should be regarded as indicative, preliminary and for illustrative purposes only. There is no representation that any transaction can execute at such terms or price.
Information provided in this report is not intended to constitute legal, tax or accounting advice in relation to entering into any transaction and does not have regard to the particular needs of any specific person who may receive this report. Clients should consult their own financial advisors regarding the appropriateness of investing in any investment strategies discussed or recommended in this report and should understand that statements regarding future prospects may not be realized. While all information this presentation has been produced or compiled from sources believed to be reliable, the Bank makes no representation as to its accuracy or completeness.

ความสัมพันธ์ระหว่างสินเชื่อรายย่อยและจีดีพี อาจแปรเปลี่ยนไปตามมาตรการของทางการ ยกตัวอย่างเช่นในอดีตที่มาตรการรถคันแรกและบ้านหลังแรกกระตุ้นให้ความต้องการสินเชื่อรายย่อยขยายตัวสูงเป็นพิเศษ (รูปที่ 7) ขณะที่มาตรการทำหนดสัดส่วนเงินให้สินเชื่อต่อมูลค่าหลักประกัน (LTV) ในสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยและการควบคุมหนี้ครัวเรือนของ ธปท. กดดันให้สินเชื่อรายย่อยขยายตัวชะลอลง โดยในระยะถัดไปต้องจับตาความชัดเจนและแนวโน้มการออกมาตรการทำหนดมาตรฐานกลางในการคำนวณสัดส่วนภาระหนี้ต่อรายได้ (Debt Service Ratio: DSR) ของ ธปท. โดยเฉพาะกลุ่มที่มีรายได้ต่ำกว่า 3 หมื่นบาท กลุ่มที่จะเกษียณอายุ และกลุ่มคนรุ่นใหม่ที่เริ่มต้นทำงาน (First Jobber) เพราะอาจส่งผลต่อทิศทางสินเชื่อรายย่อยได้

รูปที่ 7

สัดส่วนการเติบโตของสินเชื่อรายย่อยต่อการเติบโตของจีดีพี และมาตรการที่สำคัญ

ที่มา: ธปท. และ CEIC คำนวณและรวบรวมข้อมูลโดย Krungthai COMPASS
หมายเหตุ: นำเสนอเฉพาะ "ปีปกติ" ซึ่งพิจารณาจาก GDP ที่เติบโตมากกว่า 3%



This report is not intended to provide the basis for any evaluation of the financial instruments discussed herein. The information was obtained from various sources; we do not guarantee its accuracy or completeness. In particular, information provided herein should be regarded as indicative, preliminary and for illustrative purposes only. There is no representation that any transaction can execute at such terms or price.
Information provided in this report is not intended to constitute legal, tax or accounting advice in relation to entering into any transaction and does not have regard to the particular needs of any specific person who may receive this report. Clients should consult their own financial advisors regarding the appropriateness of investing in any investment strategies discussed or recommended in this report and should understand that statements regarding future prospects may not be realized. While all information this presentation has been produced or compiled from sources believed to be reliable, the Bank makes no representation as to its accuracy or completeness.

โดยสรุปแล้ว การขยายตัวของสินเชื่อยังคงผูกโยงกับการขยายตัวของเศรษฐกิจ ในอดีตสินเชื่อมักเติบโตมากกว่าจีดีพีราว 1.3 เท่า แต่ในอนาคตความสัมพันธ์นี้มีแนวโน้มลดลง โดย **Krungthai COMPASS คาดว่าในปี 2019-2020 อัตราส่วนการเติบโตของสินเชื่อต่อจีดีพีจะลดลงมาอยู่ที่ 1.0-1.2 เท่า** เนื่องจาก 1) ดอกเบี้ยทรงตัวในระดับต่ำ จูงใจให้ธุรกิจขนาดใหญ่หันไประดมทุนผ่านตราสารหนี้มากขึ้น 2) ธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กมีความเสี่ยงสูง ลดทอนความสามารถในการกู้ยืมเงิน และ 3) ธปท. คุมการก่อหนี้ของประชาชนมากขึ้น ลดความร้อนแรงของสินเชื่อรายย่อย

รอบรู้เรื่องเศรษฐกิจ

นักวิเคราะห์
ณัฐพร ศรีทอง
0-2208-3584
natthaporn.sritong@ktb.co.th

This report is not intended to provide the basis for any evaluation of the financial instruments discussed herein. The information was obtained from various sources; we do not guarantee its accuracy or completeness. In particular, information provided herein should be regarded as indicative, preliminary and for illustrative purposes only. There is no representation that any transaction can execute at such terms or price.

Information provided in this report is not intended to constitute legal, tax or accounting advice in relation to entering into any transaction and does not have regard to the particular needs of any specific person who may receive this report. Clients should consult their own financial advisors regarding the appropriateness of investing in any investment strategies discussed or recommended in this report and should understand that statements regarding future prospects may not be realized. While all information this presentation has been produced or compiled from sources believed to be reliable, the Bank makes no representation as to its accuracy or completeness.

BOX 1

ในปีที่ "ผิดคาด" ตัวเลขสินเชื่อฟ้องอาการเศรษฐกิจแค่ไหน?

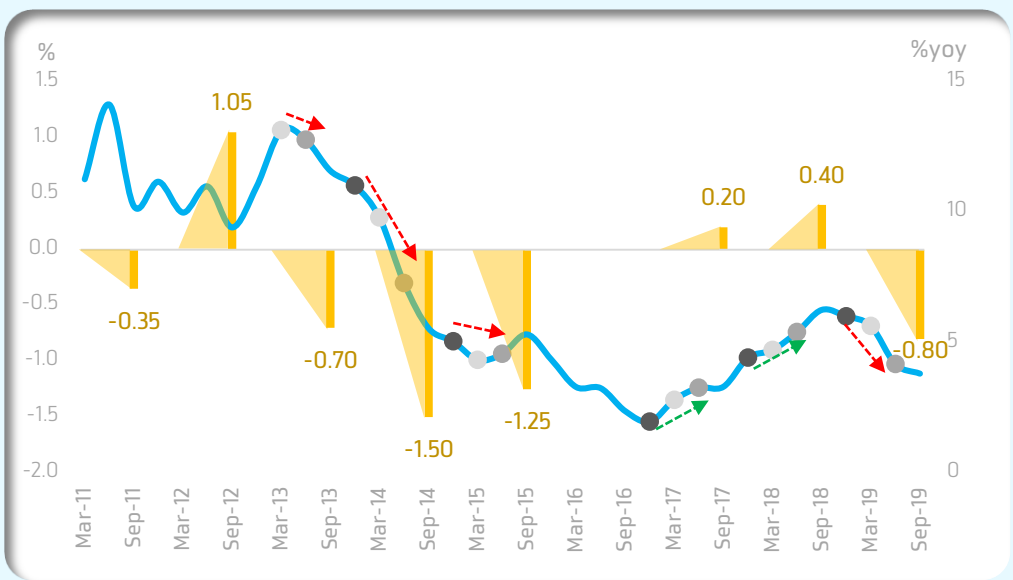
หากย้อนไปเมื่อต้นปี 2019 หลายฝ่ายต่างมองว่าเศรษฐกิจไทยตลอดทั้งปีจะเติบโตได้เกินกว่า 3.5% แต่เมื่อเวลาผ่านไป ปัจจัยเสี่ยงต่างๆ เริ่มส่อเค้ารุนแรงกว่าที่คาดไว้ ทำให้ต้องปรับลดประมาณการเศรษฐกิจกันอย่างต่อเนื่องเหลือประมาณ 2.5% แต่เป็นที่น่าสังเกตว่าการปรับลดประมาณการเศรษฐกิจเป็นอย่างค่อยเป็นค่อยไปจนดูเหมือนไม่ทันเหตุการณ์ ขณะที่สินเชื่อในระบบธนาคารพาณิชย์ส่งสัญญาณว่าอาการเริ่มไม่ดีตั้งแต่ไตรมาสแรกๆ แล้ว โดยสินเชื่อขยายตัวชะลอลงต่อเนื่องจาก 6.0% (yoy) ในไตรมาส 4 ของปีก่อนหน้ามาอยู่ที่ 5.6% และ 4.2% ในไตรมาส 1 และไตรมาส 2 ของปี 2019 ตามลำดับ ประเด็นนี้นำไปสู่คำถามว่าเพราะความบังเอิญหรือแท้จริงแล้วภาวะสินเชื่อยังสามารถสะท้อนภาพเศรษฐกิจได้อยู่?

ในปีที่มีการปรับลดประมาณการเศรษฐกิจมากๆ มักเป็นปีที่สินเชื่อเติบโตชะลอลง ในปีที่หลายสำนัก "มองเศรษฐกิจในแง่ดีเกินไป" ในช่วงต้นปี จนทำให้ต้องมีการปรับลดประมาณการจีดีพีลงในระยะหลังๆ มักเป็นปีที่ยอดสินเชื่อในระบบธนาคารพาณิชย์ขยายตัวในอัตราที่ชะลอลงตั้งแต่ไตรมาส 1 และ 2 เช่นในปี 2013-2015 และปี 2019 (รูปที่ 8) ในทางกลับกัน สำหรับปีที่มีการปรับเพิ่มประมาณการเศรษฐกิจ โดยเฉพาะปี 2017-2018 พบว่าสินเชื่อส่งสัญญาณขยายตัวเร่งขึ้นตั้งแต่ช่วงต้นปี ดังนั้นการพิจารณาทิศทางสินเชื่อจะเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่จะช่วยทำให้การมองแนวโน้มเศรษฐกิจถูกต้องและแม่นยำมากขึ้น

รูปที่ 8

ประมาณการจีดีพีเดือนกันยายนเทียบมีนาคมของแต่ละปี และอัตราการเติบโตของสินเชื่อ

ที่มา: Bloomberg และ ธปท. คำนวณโดย Krungthai COMPASS
หมายเหตุ: สินเชื่อไม่รวม Interbank



This report is not intended to provide the basis for any evaluation of the financial instruments discussed herein. The information was obtained from various sources; we do not guarantee its accuracy or completeness. In particular, information provided herein should be regarded as indicative, preliminary and for illustrative purposes only. There is no representation that any transaction can execute at such terms or price.
Information provided in this report is not intended to constitute legal, tax or accounting advice in relation to entering into any transaction and does not have regard to the particular needs of any specific person who may receive this report. Clients should consult their own financial advisors regarding the appropriateness of investing in any investment strategies discussed or recommended in this report and should understand that statements regarding future prospects may not be realized. While all information this presentation has been produced or compiled from sources believed to be reliable, the Bank makes no representation as to its accuracy or completeness.