

จดหมายแจ้งผู้อ่าน



เรียน ผู้อ่าน:

รายงานเศรษฐกิจที่ได้จัดส่งมาพร้อมกับจดหมายฉบับนี้เป็นรายงานที่จัดทำขึ้นโดยศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจของธนาคารไทยพาณิชย์ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) ได้รับอนุญาตจากธนาคารไทยพาณิชย์ให้เผยแพร่รายงานฉบับนี้แก่ลูกค้าของบริษัท ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ได้พิจารณาดูรายงานฉบับนี้แล้ว และเห็นด้วยกับเนื้อหาของรายงาน

SCBS เผยแพร่รายงานเศรษฐกิจฉบับนี้ในนามของบริษัทเพื่อเป็นการเผยแพร่ข้อมูลเป็นการทั่วไปเท่านั้น

บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด



มุมมองอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ หลัง Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ย 75 bps และนัยต่อตลาดการเงินไทย

21 มิถุนายน 2565

ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 75 bps สู่ระดับ 1.5-1.75% ในการประชุมวันที่ 15 มิ.ย. 2565 ที่ผ่านมา ซึ่งถือเป็นการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งใหญ่ที่สุดนับตั้งแต่ปี 1994 เนื่องจากตัวเลขอัตราเงินเฟ้อผู้บริโภค (CPI inflation) ในเดือนพ.ค. ยังเร่งตัวต่อเนื่องที่ 8.6% และยังไม่มียุทธศาสตร์ที่จะชะลอลง ประกอบกับการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อระยะยาวของภาคครัวเรือนที่จัดทำโดย University of Michigan ก็ยังปรับสูงขึ้นเป็น 3.3% ในเดือนมิ.ย. จากเดิมที่ 3% ในเดือนก.พ. ถึง พ.ค. จึงทำให้ Fed กังวลว่าจะไม่สามารถควบคุมคาดการณ์เงินเฟ้อ (inflation expectations) ได้ และจะทำให้ปัญหาเงินเฟ้อรุนแรงขึ้น ขณะที่ตลาดแรงงานยังฟื้นตัวต่อเนื่อง โดยอัตราการว่างงานปรับลดลงมาอยู่ในระดับเดียวกับช่วงก่อนเกิด COVID-19 แล้ว นอกจากนี้ **คาดการณ์ดอกเบี้ยนโยบาย (Median dot plot) ของ Fed ยังบ่งชี้ถึงการปรับขึ้นดอกเบี้ยอีก 1.75% ในปีนี้** โดยคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ จะปรับตัวขึ้นสู่ระดับ 3.4% ในสิ้นปีนี้ และ 3.8% ในสิ้นปีหน้า ก่อนปรับลดลงสู่ 3.4% ในปี 2567 อย่างไรก็ตาม ในช่วงแถลงข่าวหลังการประชุม ประธาน Fed ได้สื่อสารว่า การขึ้นดอกเบี้ย 75 bps ในรอบนี้ถือว่าเป็นการขึ้นในขนาดที่มากกว่าปกติ จึงทำให้ตลาดปรับลดมุมมองการขึ้นดอกเบี้ยครั้งต่อไปลงมาต่ำกว่า 100 bps สำหรับมุมมองของ Fed ต่อภาวะเศรษฐกิจถดถอย (recession) นั้น จากตัวเลขประมาณการสะท้อนได้ว่า Fed ยังไม่คิดว่าสหรัฐฯ จะเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย (recession) ในปีนี้และปีหน้า แต่มองว่าการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่มากในครั้งนี้จะทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ ชะลอตัวลงเท่านั้น (soft landing) ทั้งนี้ Fed ยอมรับว่าโอกาสที่เศรษฐกิจจะชะลอตัวแบบ soft landing นั้นมีน้อยลงและทำได้ยากขึ้น เนื่องจากมีปัจจัยที่ Fed ไม่สามารถควบคุมได้ เช่น สงครามรัสเซียยูเครน การปิดเมืองของจีน รวมถึงราคาน้ำมันและราคาอาหารที่อยู่นอกเหนือการควบคุมของ Fed

ภายหลังการประชุม ดัชนีค่าเงินดอลลาร์ปรับอ่อนค่าลงหลังจากที่แข็งค่าไปมากในช่วงก่อนประชุม อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ปรับลดลง และตลาดหุ้นสหรัฐฯ ปรับลดลงจากความกังวลต่อ Recession ส่วนเงินบาทปรับอ่อนค่า ภายหลังจากการประชุมที่ Fed ได้ปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตราที่ตลาดคาดไว้ ทำให้ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ทั้ง Nasdaq และ S&P500 ปรับตัวขึ้น 2.5% และ 1.5% ณ สิ้นวันทำการ อย่างไรก็ตาม ในเวลาต่อมา ตลาดมีความกังวลเรื่องภาวะเศรษฐกิจถดถอย (recession) มากขึ้น ทำให้ตลาดหุ้นทั้ง Nasdaq, S&P500 และ Dow Jones ปรับลดลงราว 4.5% 2% และ 2% จากวันก่อนการประชุม (ข้อมูลล่าสุด ณ วันที่ 20 มิถุนายน 2565) ด้านค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ปรับอ่อนค่าลง 1% จากวันก่อนการประชุม อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 2 ปี และ 10 ปี ปรับลดลงราว 25 bps ส่วนค่าเงินบาทปรับอ่อนค่าลงราว 0.8% มาอยู่ที่ 35.3 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย อายุ 10 ปี ปรับลดลงเล็กน้อยจาก 3.0% สู่ 2.93%

EIC คาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอีก 75 bps ในเดือนก.ค. เพื่อชะลอความร้อนแรงของการฟื้นตัวของอุปสงค์ และทำให้อัตราเงินเฟ้อและเงินเฟ้อคาดการณ์ปรับลดลงมาใกล้เคียงเป้าหมายเงินเฟ้อมากขึ้น โดยปัจจัยที่จะทำให้ Fed ยังคงปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในอัตราที่สูง คือ

- **แรงกดดันเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับสูง** โดย EIC คาดว่าในเดือนมิ.ย. อัตราเงินเฟ้อจะยังมีแนวโน้มอยู่ในระดับสูงใกล้เคียงกับในเดือนพ.ค. ที่ผ่านมา จึงทำให้ Fed ยังจำเป็นต้องขึ้นดอกเบี้ยในอัตราที่สูง โดยเมื่อมองย้อนกลับไปในวัฏจักรการขึ้นดอกเบี้ย (hiking cycle) ในปี 2547 และ 2558 พบว่าอัตราเงินเฟ้ออยู่ที่ราว 3% และ 0.5% ตามลำดับ ซึ่งในขณะนั้น Fed ได้ปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งละ 25 bps อย่างไรก็ตาม เงินเฟ้อในปัจจุบันอยู่สูงถึง 8.6% ซึ่งสูงกว่าเป้าหมายของ Fed ที่ 2% มาก ทำให้มีความจำเป็นต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตราที่สูงกว่าอดีตมาก นอกจากนี้ คาดการณ์เงินเฟ้อในอีก 5 ปีข้างหน้าของผู้บริโภคที่สูงถึง 3.3% และคาดการณ์เงินเฟ้อในอีก 1 ปีข้างหน้าที่ 5.4% ก็สะท้อนถึงมุมมองของผู้บริโภคที่ยังมองว่าการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ในปัจจุบันยังไม่เพียงพอที่จะทำให้เงินเฟ้อปรับลดลงสู่กรอบเป้าหมายได้ ซึ่งแตกต่างจาก hiking cycle ในอดีตที่คาดการณ์เงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำกว่า 3%

- **ตลาดแรงงานที่ตึงตัวขึ้นมาก** โดยอัตราการว่างงานของสหรัฐฯ ในเดือนพ.ค. 2565 อยู่ที่ 3.6% ซึ่งเป็นระดับเดียวกับช่วงก่อน COVID-19 แล้ว (ธ.ค. 2563) และยิ่งต่ำกว่าระดับอัตราการว่างงานที่ไม่ทำให้เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment หรือ NAIRU) ที่ 4.5% จึงสะท้อนว่าตลาดแรงงานสหรัฐฯ ตึงตัวมาก อีกทั้ง อัตราการว่างงานในปัจจุบันก็อยู่ในระดับต่ำกว่าใน hiking cycle รอบก่อนที่ในขณะนั้นอยู่ที่ราว 5-5.6% นอกจากนี้ อัตราการเปิดรับสมัครงาน (job openings) ก็อยู่ในระดับสูง กดดันให้อัตราค่าจ้างปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ยิ่งกดดันให้อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มสูงขึ้นเร็วเมื่อเทียบกับในอดีตที่ไม่มีปัจจัยด้านค่าแรงร่วมกดดัน ดังนั้น นโยบายการเงินของสหรัฐฯ ในปัจจุบันถือว่าอยู่ในระดับที่ผ่อนคลายน้อยมากเมื่อเทียบกับตลาดแรงงานที่ฟื้นตัวได้ดีแล้ว
- **การฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่อยู่ในภาวะแข็งแกร่ง** การบริโภคและภาคการผลิตในปัจจุบันขยายตัวสูงกว่าใน hiking cycle รอบก่อนหน้า โดยการบริโภคภาคเอกชน (คิดเป็น 68% of GDP สหรัฐฯ) ขยายตัวในระดับมากกว่า 10% ในช่วงที่ผ่านมา แม้ชะลอลงในเดือนล่าสุด (พ.ค.) จากภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้น เช่นเดียวกันกับยอดสั่งซื้อสินค้าใหม่ที่สะท้อนอุปสงค์ในอนาคตก็ขยายตัวในระดับสูงถึง 14% ในเดือนเม.ย. จึงสะท้อนว่าเศรษฐกิจมีความแข็งแกร่งมากกว่าช่วง hiking cycle ในอดีต และจะสามารถรองรับการดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวเร็วได้ดีกว่า

ด้วยเหตุนี้ EIC จึงมองว่า Fed จะยังจำเป็นต้องขึ้นอัตราดอกเบี้ยในปริมาณที่มากในช่วงไตรมาสที่ 3 ปีนี้ โดยคาดว่าจะขึ้นดอกเบี้ยรอบละ 75 และ 50 bps ในเดือนก.ค. และ ก.ย. แต่ในช่วงไตรมาสที่ 4 ที่เงินเฟ้อมีแนวโน้มปรับชะลอ Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอีกเพียงรอบละ 25 bps ในเดือนพ.ย. และ ธ.ค. ส่งผลให้ Fed funds rate จะอยู่ที่ระดับ 3.25-3.5% ณ สิ้นปี 2565 ใกล้เคียงกับคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นปีของ Fed

การดำเนินนโยบายการเงินของสหรัฐฯ ที่เข้มงวดขึ้น จะส่งผลให้ภาวะการเงินโลกตึงตัวขึ้นผ่าน 3 ช่องทางด้วยกัน คือ ต้นทุนทางการเงินปรับสูงขึ้น เงินทุนเคลื่อนย้ายมีแนวโน้มไหลออกจากเศรษฐกิจกำลังพัฒนา และผลตอบแทนของสินทรัพย์เสี่ยงทั่วโลกปรับลดลง กล่าวคือ

- **ต้นทุนทางการเงินปรับสูงขึ้นตามทิศทางดอกเบี้ยและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่ปรับสูงขึ้น** โดยต้นทุนการกู้ยืมของทั้งภาคธุรกิจ ผู้บริโภค รวมถึงอัตราดอกเบี้ยกู้ซื้อบ้าน (mortgage rates) ในตลาดอสังหาฯ มีแนวโน้มสูงขึ้น ทำให้อุปสงค์และกิจกรรมทางเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอลง
- **เงินทุนเคลื่อนย้ายจะผันผวนมากขึ้นและมีแนวโน้มไหลออกจากเศรษฐกิจกำลังพัฒนามากขึ้นเมื่อเทียบกับในปี 2564** โดยมีแนวโน้มไหลเข้าสหรัฐฯ หรือเศรษฐกิจพัฒนาแล้ว ที่ดอกเบี้ยที่แท้จริง (ปรับด้วยอัตราเงินเฟ้อ) ปรับสูงขึ้นและมีความเสี่ยงต่ำกว่าเศรษฐกิจกำลังพัฒนา จึงส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มแข็งค่าเทียบกับสกุลเงินเศรษฐกิจกำลังพัฒนาส่วนใหญ่
- **ผลตอบแทนของสินทรัพย์เสี่ยงทั่วโลกปรับลดลง จากสภาพคล่องในระบบการเงินโลกที่จะลดลง** ซึ่งจะกระทบต่อความมั่งคั่ง (wealth effect) ของทั้งภาคธุรกิจและภาคครัวเรือน

ทั้งนี้การดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวดของเศรษฐกิจหลัก โดยเฉพาะสหรัฐฯ มีแนวโน้มกระทบต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในกลุ่มเศรษฐกิจกำลังพัฒนาแตกต่างกัน โดยพบว่ากลุ่มเศรษฐกิจลาตินอเมริกามีความเสี่ยงมากที่สุด เนื่องจากทั้งเสถียรภาพด้านต่างประเทศและด้านราคาอ่อนแอ ส่วนไทยนั้นเสถียรภาพอ่อนแอลงจากการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและเงินเฟ้อที่เร่งตัว แต่คาดว่าจะปรับดีขึ้นได้ในช่วงปลายปีนี้ ตามการฟื้นตัวของภาคท่องเที่ยว

การขึ้นดอกเบี้ยของ Fed จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวปรับเพิ่มขึ้น ต่อเนื่อง EIC มองว่า ในระยะต่อไป อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยมีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นได้อีกเล็กน้อย โดยปัจจัยสนับสนุนการเพิ่มขึ้นของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ปี คือ

1. การเร่งปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยและการลดขนาดงบดุลของ Fed ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ มีแนวโน้มปรับสูงขึ้นได้อีก โดย EIC คาดว่า อัตราผลตอบแทนอายุ 10 ปีของสหรัฐฯ จะปรับเพิ่มขึ้นได้อีกเล็กน้อยในปีนี้ แม้ว่าการขึ้นดอกเบี้ยได้ถูกสะท้อนไปในราคา (priced in) มากแล้ว

- ทิศทางของอัตราผลตอบแทนในตลาดเงินโลกและไทยที่มีแนวโน้มสูงขึ้นตามการปรับขึ้นดอกเบี้ยของธนาคารกลางต่าง ๆ โดยเฉพาะในสหรัฐฯ โดยการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย อายุ 10 ปี มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนสหรัฐฯ ถึง 80%
- แนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยในช่วงครึ่งปีหลัง ที่คาดว่าจะปรับดีขึ้นจากการฟื้นตัวของอุปสงค์ในประเทศ และจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เพิ่มขึ้น

อย่างไรก็ดี EIC มองว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยจะไม่ปรับสูงขึ้นเร็วนัก เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ มีแนวโน้มปรับลดลงในช่วงปลายปี และเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่จะชะลอลง ทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ จะไม่เพิ่มขึ้นเร็วนัก

การเร่งขึ้นดอกเบี้ยของ Fed จะส่งผลให้ดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าขึ้น กดดันให้เงินบาทอ่อนค่าในระยะสั้นในทิศทางเดียวกับสกุลเงินของเศรษฐกิจกำลังพัฒนาอื่น อย่างไรก็ตาม คาดว่าเงินบาทจะกลับมาแข็งค่าขึ้นในช่วงปลายปี ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย ซึ่งมีแนวโน้มกระตุ้นเงินทุนไหลเข้า และดุลบัญชีเดินสะพัดที่จะกลับมาเกินดุล โดยในระยะสั้นเงินบาทอาจยังเผชิญแรงกดดันด้านอ่อนค่าเช่นเดียวกับสกุลเงินอื่นในภูมิภาค โดยคาดว่าค่าเงินบาทจะอยู่ในช่วง 34.5-35.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ เนื่องจาก

- การเร่งดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวดของ Fed ส่งผลให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (Rate differential) ระหว่างสหรัฐฯ และประเทศต่าง ๆ ปรับสูงขึ้นต่อเนื่อง
- ความกังวลต่อภาวะเศรษฐกิจถดถอย และความตึงเครียดจากสงครามรัสเซียยูเครน ส่งผลให้นักลงทุนปรับลดความเสี่ยงและเข้าถือสินทรัพย์ปลอดภัยมากขึ้น
- ดุลบัญชีเดินสะพัดไทยยังขาดดุลสูงในช่วงครึ่งแรกของปี 2565 จากราคาพลังงานที่สูง ส่งผลให้มูลค่าการนำเข้าปรับสูงขึ้น นอกจากนี้ เงินเพื่อที่ปรับสูงขึ้นขณะที่เศรษฐกิจไทยยังไม่ฟื้นตัวมากนักถือเป็นอีกปัจจัยที่กดดันค่าเงินบาท

อย่างไรก็ดี ค่าเงินบาทในช่วงปลายปีมีแนวโน้มกลับมาแข็งค่าในกรอบ 33.5-34.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ จาก

- เศรษฐกิจไทยในช่วงครึ่งปีหลังมีแนวโน้มปรับดีขึ้น ซึ่งจะช่วยกระตุ้น Portfolio flow จากนักลงทุนต่างชาติ
- ดุลบัญชีเดินสะพัดมีแนวโน้มกลับมาเกินดุล จากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่จะเพิ่มขึ้น ประกอบกับราคาน้ำมันและค่าระวางเรือที่มีแนวโน้มลดลง

โดยสรุป การปรับขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ในรอบนี้เป็นไปตามที่ตลาดส่วนใหญ่คาดการณ์ไว้ และ Fed จะยังมีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกอย่างต่อเนื่อง โดยในไตรมาสที่ 3 ปีนี้ มีโอกาสสูงที่จะปรับขึ้นดอกเบี้ยอีกครั้งละ 75 และ 50 bps จึงทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอลงมากตั้งแต่ปีนี้ และโอกาสที่เศรษฐกิจจะ soft landing ก็มีน้อยลง สอดคล้องกับมุมมองจากผู้ร่วมตลาดบางส่วนที่กังวลว่าอาจเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยได้ในระยะต่อไป นอกจากนี้ การดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวขึ้นมากส่งผลให้ภาวะการเงินโลกรวมถึงไทยจะปรับตึงตัวขึ้น โดย 1) อัตราดอกเบี้ยและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลจะปรับสูงขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินปรับสูงขึ้น 2) เงินทุนเคลื่อนย้ายจะผันผวนมากขึ้นและมีแนวโน้มไหลออกจากเศรษฐกิจกำลังพัฒนาไปสู่เศรษฐกิจหลัก ซึ่งจะส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐแข็งค่า และ 3) สภาพคล่องในระบบการเงินโลกที่จะลดลง ส่งผลต่อสินทรัพย์เสี่ยงทั่วโลก ด้านผลกระทบต่อตลาดการเงินไทยนั้น อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะยาวมีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย ตามอัตราผลตอบแทนในตลาดเงินโลกที่มีแนวโน้มสูงขึ้น โดยเฉพาะอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ขณะที่ค่าเงินบาทก็จะเผชิญแรงกดดันด้านอ่อนค่าในระยะสั้นจากการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และความเสี่ยงด้านสงคราม โดยคาดว่าจะอยู่ในกรอบ 34.5-35.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ แต่เงินบาทมีแนวโน้มกลับมาแข็งค่าขึ้นอยู่ในกรอบ 33.5-34.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ในช่วงปลายปี จากเศรษฐกิจไทยที่มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น และดุลบัญชีเดินสะพัดที่คาดว่าจะกลับมาเกินดุล

บทวิเคราะห์โดย... <https://www.scbeic.com/th/detail/product/inflation-210622>

ผู้เขียนบทวิเคราะห์ : วชิรวัฒน์ บานชื่น (wachirawat.banchuen@scb.co.th)

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

จงรัก ก้องกำชัย (jongrak.kongkumchai@scb.co.th)

นักวิเคราะห์

ณิชนันท์ โลภวิฑูล (nichanan.logewitool@scb.co.th)

นักวิเคราะห์

Economic Intelligence Center

ธนาคารไทยพาณิชย์ (จำกัด) มหาชน

EIC Online: www.scbeic.com

Line : @scbeic



Disclaimer: The information contained in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, neither we nor any of our respective affiliates, employees or representatives make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of any of the information contained in this report, and we and our respective affiliates, employees or representatives expressly disclaim any and all liability relating to or resulting from the use of this report or such information by the recipient or other persons in whatever manner. Any opinions presented herein represent our subjective views and our current estimates and judgments based on various assumptions that may be subject to change without notice, and may not prove to be correct. This report is for the recipient's information only. It does not represent or constitute any advice, offer, recommendation, or solicitation by us and should not be relied upon as such. We, or any of our associates, may also have an interest in the companies mentioned herein.