*12 октября 2010 г.*

# Американские банки: ожидания 3Q2010

Банковские акции, с нашей точки зрения, по-прежнему привлекательны для долгосрочных инвесторов, особенно учитывая тот факт, что их котировки в последнее время существенно отстают от рынка. Основной причиной отставания финансовых акций в последние 4-5 месяцев выступают возросшие риски слабой динамики доходов, к которым будет приковано пристальное внимание не только во время начинающегося сезона отчетности, но и в ближайшие 4-5 кварталов.

Основными рисками для банков остается слабый рост экономики, остающаяся неопределенность относительно действий регулятора, низкая активность на рынках капитала и низкие процентные ставки.

Среди наиболее позитивных моментов можно отметить более быстрое восстановление качества кредитного портфеля, постепенную стабилизацию кредитного портфеля и отмечаемый отдельными банками рост спроса на кредитные ресурсы. В последние месяцы также наблюдается восстановление объемов на рынках M&A и DCM, что может стать позитивным сюрпризом для банков по итогам отчетности за III квартал. Также стоит отметить, что ожидания рынка относительно воздействия негативных факторов на доходы банков, с нашей точки зрения, завышены: рынок труда, объемы кредитного портфеля, рынки капиталов и т. д. с нашей точки зрения начнут свое движение к нормализованным уровням уже в следующем году, а не через 2-3 года, как закладывают в свои модели многие участники рынка.

Ситуация с процентными ставками достаточно негативна для банков в данный момент, однако далеко не все так плохо, как может показаться на первый взгляд: значительное снижение претерпели лишь «длинные» ставки, на основе которых идет ценообразование далеко не всех активов, находящихся на балансе банков (примерно 40%), причем далеко не все они будут переоценены в сторону понижения в ближайшие 1,5-2 года. Банки имеют возможность увеличить NII за счет вложения избыточной ликвидности в более доходные активы, что ряд из них уже делает. У ряда банков есть все возможности для удерживания маржи на текущем уровне за счет снижения объемов дорогих депозитов и долгосрочного фондирования, существенная часть которых истекает уже в ближайший год. Анализ чувствительности банковской маржи показывает, что даже если ставки останутся на уровнях существенно ниже текущих на протяжении порядка 2,5 лет, банковская маржа пострадает не более чем на 10%. Причем снижение NII из-за этого с избытком перекроет снижение расходов на создание резерва на покрытие проблемной задолженности.

Из-за изменившейся ситуации с процентными ставками мы понижаем свои целевые цены по тем эмитентам, которые наиболее чувствительны к снижению данного показателя. Несмотря на это в большинстве этих компаний остается достаточно существенный потенциал роста на горизонте 1 год.

Триггерами позитивной динамики банковских акций в ближайшее время может выступить предстоящая отчетность, рост процентных ставок в экономике, рост активности на рынках капитала и наступление большей ясности в регулировании финансовой отрасли (прежде всего это касается ситуации с достаточностью капитала).

Наш модельный портфель продолжает демонстрировать динамику

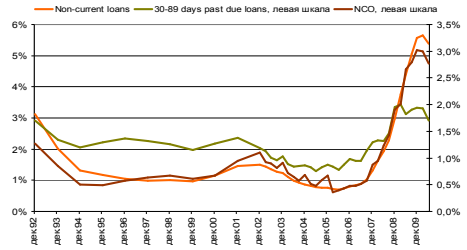
| $ | New PT | Old PT |
|---|---|---|
| BAC | 23 | 26 |
| C | 5,3 | 5,5 |
| JPM | 56 | 59 |
| WFC | 37 | 39 |
| PNC | 67 | 67 |
| STI | 30 | 32 |
| BBT | 34 | 37 |
| RF | 8,5 | 9,5 |
| FITB | 14,5 | 15,2 |
| FHN | 14,5 | 15,5 |
| ASBC | 14,5 | 15,7 |



Завараев Михаил,
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9054
Zavaraev@arbatcapital.ru

Рисунок 1

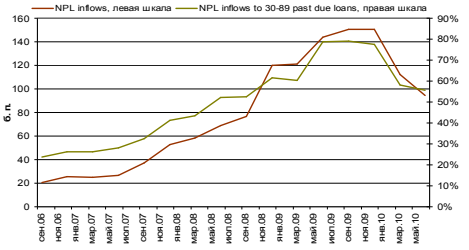
**Качество кредитов**




Источник: FDIC, расчеты Арбат Капитал

Рисунок 2

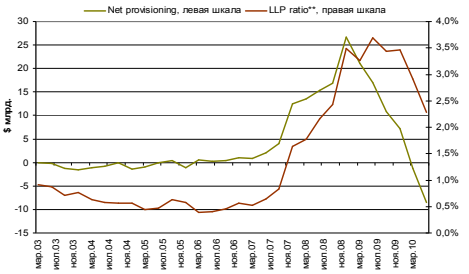
**Приток неработающих кредитов**




Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Рисунок 3

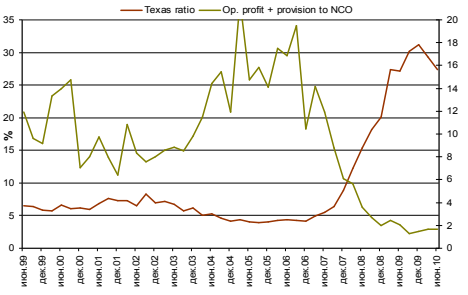
**«Чистое» резервирование**




Источник: FDIC, расчеты Арбат Капитал

Рисунок 4

**Показатели качества кредитного портфеля**




Источник: FDIC, расчеты Арбат Капитал

лучше своего основного бенчмарка, индекса s5bankx, превысив его прирост на 0.7% по итогам прошедших 3 месяцев. Мы оставляем свой модельный портфель без изменений, так как он ориентирован на долгосрочную перспективу.

### Качество кредитного портфеля

Впервые за 17 последних кварталов снизился относительный уровень кредитов, просроченных на 90 и более дней (неработающие кредиты и работающие, но просроченные на 90 и более дней). При этом снижение относительного уровня кредитов, просроченных на 30-89 дней, и списаний ускорилось (см. рис.1 и табл. 1), уровень просрочки снизился во всех сегментах. Впрочем, в сегменте коммерческой недвижимости (CRE и Multifamily) это снижение, с нашей точки зрения, носило сезонный характер.

Мы ожидаем, что относительные списания продолжат снижаться (максимум показан в IV квартале 2010 г.) и в III квартале их уровень составит 2.5%, а в 2013 г. они выйдут на уровень порядка 0.6%. Основными драйверами снижения, с нашей точки зрения, выступят сегменты потребительского кредитования, кредитных карт, торгово-промышленных и строительных кредитов.

Таблица 1

**Прирост относительных показателей качества кредитов американских банков**

| | NCO | | | | | | Non-current loans | | | | | | 30-89 days past due | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| б. п. | 2Q08 | 2Q09 | 3Q09 | 4Q09 | 1Q10 | 2Q10 | 2Q08 | 2Q09 | 3Q09 | 4Q09 | 1Q10 | 2Q10 | 2Q08 | 2Q09 | 3Q09 | 4Q09 | 1Q10 |
| Total loans & leases | 29 | 65 | 13 | 23 | -2 | -23 | 31 | 64 | 65 | 52 | 8 | -27 | -2 | -18 | 8 | 4 | -1 |
| Construction & development | 118 | 244 | 29 | 188 | -245 | -13 | 136 | 266 | 161 | 38 | 87 | 0 | -49 | -68 | 5 | -28 | -16 |
| Commercial RE | 8 | 29 | 24 | 41 | -29 | 36 | 17 | 64 | 55 | 42 | 38 | 7 | -8 | -21 | 6 | 3 | 18 |
| Multifamily RE | 6 | 59 | 42 | 29 | -53 | 29 | 31 | 82 | 42 | 94 | 16 | -53 | -20 | -22 | -14 | 6 | 7 |
| 1-4 family residential RE | 32 | 49 | 11 | 25 | -28 | -33 | 36 | 61 | 109 | 123 | 66 | -38 | 13 | -21 | 15 | 14 | -10 |
| Commercial & Industrial | 19 | 63 | 15 | 11 | -70 | -15 | 28 | 58 | 79 | -10 | -35 | -22 | -3 | -7 | 3 | 0 | -5 |
| Loans to individuals | 27 | 79 | 11 | -44 | 226 | -113 | -3 | 9 | -12 | 13 | 7 | -33 | 3 | -3 | 15 | -5 | -23 |
| Credit cards & related plans | 81 | 212 | 27 | -91 | 423 | -285 | -4 | 8 | -29 | 22 | -17 | -49 | -2 | -13 | 18 | 7 | -4 |

Источник: FDIC, расчеты Арбат Капитал

Другие показатели качества кредитного портфеля, которые к тому же являются опережающими индикаторами, продолжают демонстрировать улучшение. Относительный уровень притоков в неработающие кредиты снижается уже 3-й квартал подряд (см. рис. 2), причем в текущий момент этот показатель уже находится на уровне конца 2008 г. Снижается и соотношение притоков в неработающие кредиты и кредиты, просроченные на 30-89 дней, что также подтверждает вывод о том, что качество кредитов продолжает улучшаться.

Другими словами, все больше и больше кредитов, которые были впервые просрочены в предыдущем квартале, по итогам прошедшего квартала возвращаются к нормальному обслуживанию – типичная ситуация здоровой/выздоравливающей экономики: у американских банков доля «ранней» просрочки в период нормального экономического роста находится на уровне 80-100 б. п., лишь 20-30% которой потом переходит в неработающие кредиты (сейчас уровень «ранней» просрочки находится на уровне 1.7%, а доля ее миграции в проблемную на уровне 55%).

Банки уже 2-й квартал подряд занимаются роспуском ранее созданных резервов (см. рис. 3): доля «чистого» резервирования находится на отрицательной территории. Причем снижается данный показатель уже 6-й квартал подряд. В отличие от ряда участников рынка мы не считаем такое положение вещей негативным (попыткой банков за счет роспуска резервов получить прибыль), так как улучшение качества кредитов подтверждается практически всеми индикаторами, со-



Завараев Михаил,
Тел.: (495) 783 30 50 доб. 9054
Zavaraev@arbatcapital.ru

ответственно смысла в избыточных резервах у банков нет, тем более их объем в сумме с капиталом банков находится на приемлемом уровне (см. рис. 4), и покрытие резервами неработающих активов продолжает расти.

Также отметим и тот факт, что покрытие списаний прибылью до создания резервов и выплаты налогов в данный момент находится на уровне 1.4, причем этот показатель продолжает постепенно увеличиваться по сравнению с предыдущими кварталами. Этот показатель, конечно, еще очень далек от уровней, свойственных «здоровой» экономике, однако уже сейчас в целом по банковской системе он позволяет банкам чувствовать себя более или менее уверенно, так как списания полностью покрываются генерируемыми банками доходами. Однако, есть банки, для которых это утверждение не верно (в нашей выборке их 8, см. табл. 2), для которых в таких условиях критичным является уровень достаточности капитала (в нашей выборке у всех банков капитала и резервов достаточно для покрытия проблемной задолженности, причем как текущей, так и прогнозируемой на перспективе 2-3 года).

Таблица 2

**Качество кредитного портфеля американских банков**

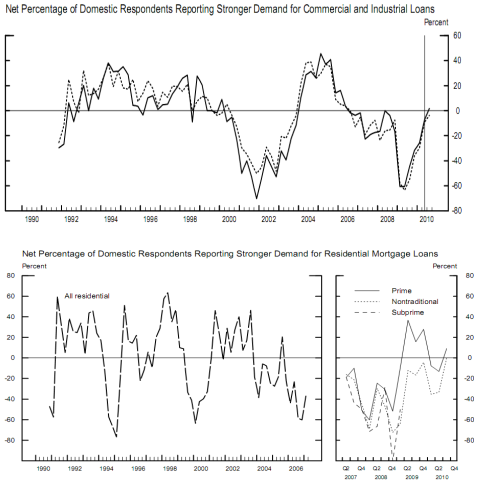
| | 30-89 days past due | NAL | 90+ past due | 1Q08-2Q10 | 2010e | 2011e | 2012e | Texas ratio** | Op. profit + LLP to NCO 2Q10 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| JPM | 1,7% | 3,8% | 3,0% | 5,8% | 4,1% | 3,2% | 2,5% | 12% | 185% |
| C | 2,2% | 3,5% | 2,0% | 7,6% | 4,3% | 3,6% | 3,0% | 16% | 129% |
| BAC | 2,0% | 3,6% | 3,3% | 7,2% | 3,9% | 3,1% | 2,3% | 22% | 133% |
| WFC | 2,3% | 3,2% | 4,4% | 3,7% | 2,3% | 1,8% | 1,2% | 33% | 213% |
| **Median "Big 4"** | **2,1%** | **3,5%** | **3,2%** | **6,5%** | **4,0%** | **3,2%** | **2,4%** | **19%** | **159%** |
| PNC | 1,8% | 3,3% | 3,1% | 3,6% | 1,8% | 1,2% | 0,8% | 28% | 241% |
| USB | 1,8% | 2,4% | 2,4% | 4,4% | 2,3% | 1,6% | 1,0% | 30% | 181% |
| STI | 1,4% | 4,1% | 1,2% | 5,0% | 2,5% | 1,5% | 0,8% | 37% | 96% |
| BBT | 1,8% | 2,8% | 2,2% | 3,4% | 2,6% | 1,6% | 1,1% | 33% | 146% |
| RF | 1,4% | 4,3% | 0,8% | 5,4% | 3,1% | 2,0% | 1,3% | 38% | 36% |
| FITB | 1,0% | 3,4% | 0,7% | 5,2% | 2,4% | 1,6% | 1,0% | 28% | 132% |
| KEY | 1,3% | 3,3% | 0,6% | 6,6% | 3,1% | 2,1% | 1,2% | 22% | 81% |
| CMA | 0,8% | 2,7% | 0,3% | 3,5% | 1,4% | 1,1% | 0,7% | 18% | 152% |
| MI | 1,1% | 4,4% | 0,0% | 9,1% | 3,3% | 2,2% | 1,2% | 51% | 44% |
| ZION | 0,9% | 5,7% | 0,4% | 5,0% | 2,5% | 1,8% | 1,1% | 50% | 44% |
| HBAN | 1,4% | 3,1% | 0,5% | 6,2% | 2,4% | 1,6% | 0,9% | 30% | 92% |
| **Median Large Cap** | **1,4%** | **3,3%** | **0,7%** | **5,0%** | **2,5%** | **1,6%** | **1,0%** | **30%** | **96%** |
| SNV | 1,0% | 5,6% | 0,1% | 9,6% | 4,9% | 2,7% | 1,5% | 48% | 15% |
| FHN | 1,4% | 4,5% | 0,8% | 8,1% | 3,1% | 1,6% | 0,9% | 32% | 67% |
| ASBC | 1,2% | 7,6% | 0,2% | 5,3% | 3,5% | 2,1% | 1,0% | 49% | 84% |
| BOKF | 1,0% | 2,9% | 0,1% | 2,5% | 1,4% | 0,9% | 0,5% | 19% | 385% |
| PBCT | 2,5% | 1,9% | 0,0% | 0,7% | 0,5% | 0,3% | 0,2% | 7% | 361% |
| WBS | 0,9% | 3,1% | 0,0% | 3,4% | 1,1% | 0,9% | 0,6% | 27% | 290% |
| CBSH | 1,0% | 0,9% | 0,4% | 2,4% | 1,0% | 0,8% | 0,6% | 5% | 499% |
| TCB | 1,1% | 2,3% | 0,5% | 2,8% | 1,2% | 0,9% | 0,5% | 33% | 259% |
| CYN | 1,0% | 1,9% | 4,7% | 3,1% | 1,1% | 0,8% | 0,4% | 25% | 301% |
| CFR | 0,8% | 1,7% | 0,4% | 1,1% | 0,5% | 0,3% | 0,2% | 10% | 907% |
| VLY | 0,6% | 1,1% | 0,1% | 0,8% | 0,4% | 0,3% | 0,2% | 15% | 1170% |
| EWBC | 2,9% | 4,8% | 1,0% | 7,4% | 2,0% | 1,2% | 0,8% | 13% | 1170% |
| BOH | 0,8% | 0,7% | 0,2% | 2,4% | 1,2% | 0,9% | 0,5% | 4% | 1170% |
| **Median Medium Cap** | **1,0%** | **2,3%** | **0,2%** | **2,8%** | **1,2%** | **0,9%** | **0,5%** | **19%** | **361%** |
| **Total** | **1,7%** | **3,4%** | **2,0%** | **5,3%** | **2,5%** | **1,9%** | **1,2%** | **21%** | **141%** |

Источник: Данные компаний, FDIC, расчеты Арбат Капитал

Несмотря на то, что ситуация с качеством кредитного портфеля по-прежнему остается достаточно сложной, мы позитивно смотрим на перспективы американских банков, даже в условиях низких ставок в экономике и введения регуляторами различных ограничений на бизнес банков, которые в перспективе могут в определенной мере снизить комиссионные доходы банков в ближайшем будущем. По нашим расчетам, примерно 0.7% ROE сейчас «съедают» расходы на реализацию недвижимости, по которой потеряно право выкупа по закладной и примерно 6% ROE списания проблемной задолженности (по сравнению с нормализованными уровнями). Другими словами, прибыли от возврата к нормализованным уровням списаний с избытком перекроют потери

Рисунок 5

**Показатели качества кредитного портфеля**




Источник: Federal Reserve


Завараев Михаил,
Тел.: (495) 783 30 50 доб. 9054
Zavaraev@arbatcapital.ru

Таблица 3

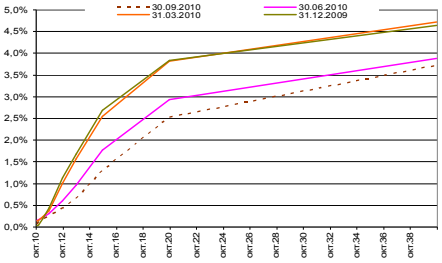
**Динамика средних процентных ставок по generic treasury notes/bonds**

| | 4Q08 | 1Q09 | 2Q09 | 3Q09 | 4Q09 | 1Q10 | 2Q10 | 3Q10 | Current |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 month | 0,09% | 0,09% | 0,09% | 0,10% | 0,03% | 0,05% | 0,11% | 0,13% | 0,13% |
| 3 month | 0,27% | 0,19% | 0,16% | 0,15% | 0,05% | 0,10% | 0,14% | 0,14% | 0,15% |
| 6 month | 0,70% | 0,38% | 0,31% | 0,24% | 0,15% | 0,18% | 0,21% | 0,19% | 0,16% |
| 1 year | 0,95% | 0,54% | 0,49% | 0,42% | 0,32% | 0,34% | 0,35% | 0,25% | 0,19% |
| 2 year | 1,20% | 0,89% | 1,00% | 1,01% | 0,86% | 0,90% | 0,85% | 0,53% | 0,34% |
| 3 year | | 1,25% | 1,48% | 1,54% | 1,38% | 1,45% | 1,36% | 0,82% | 0,50% |
| 10 year | 3,20% | 2,70% | 3,30% | 3,50% | 3,45% | 3,70% | 3,47% | 2,77% | 2,39% |
| 10YR-2YR spread | | 1,82% | 2,30% | 2,49% | 2,59% | 2,80% | 2,62% | 2,24% | 2,05% |

Источник: Bloomberg

Рисунок 6

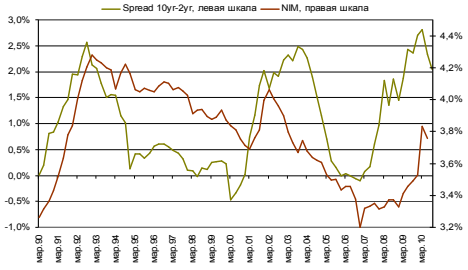
**Кривая доходности**




Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Рисунок 7

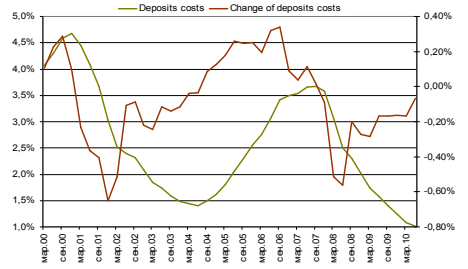
**NIM vs treasury spread 10yr-2yr**




Источник: Bloomberg, FDIC, расчеты Арбат Капитал

Рисунок 8

**Deposits costs vs chg of deposit costs**




Источник: FDIC, расчеты Арбат Капитал

доходов от финансовой реформы, низкого спроса на кредиты и низкие процентные ставки в экономике.

### Кредиты

Банковские кредиты продолжают снижаться, что оказывает дополнительное давление на показатели чистого процентного дохода, наряду с низкими процентными ставками: за прошедший квартал кредиты на балансе банков снизились на 1.5%, что на 30 б.п. больше, чем в прошлом квартале. Тем не менее, позитивным является тот факт, что появляются кредитные сегменты, в которых наблюдается рост кредитного портфеля: C&I, - пусть и 5 б. п., но положительного роста. В предыдущие 2 квартала, несмотря на все улучшающиеся фундаментальные показатели данного сегмента, портфель продолжал снижаться.

В целом мы позитивно смотрим на кредитный портфель американских банков и ожидаем, что рост QoQ возобновится во второй половине следующего года, однако его темпы будут ограничены из-за того, что в ряде сегментов (CRE и кредитные карты) продолжится снижение долговой нагрузки.

Последний отчет ФСР (Senior Loan Officer Survey) показывает, что спрос в ряде сегментов (C&I, Mortgage) постепенно восстанавливается (см. рис. 5), причем банки постепенно ослабляют кредитные стандарты. Это говорит о том, что банки позитивны по отношению к перспективам экономики на ближайшие годы, достаточно оптимистично оценивают ситуацию с проблемной задолженностью и готовы приступить к кредитованию экономики.

Наибольшее снижение кредитного портфеля, вероятно, ожидает крупнейшие банки США, которые имеют весьма высокую долю потребительских кредитов на своем балансе, прежде всего давление на объем кредитного портфеля будет оказывать сегмент кредитных карт: потребители, в надежде ослабить долговую нагрузку, достаточно активно избавляются от этих кредитов. Плюс ко всему, недавние нововведения в регулировании отрасли снизили привлекательность этого сегмента для самих банков.

Несмотря на продолжающееся снижение кредитов, уровень работающих активов останется практически без изменений, так как в последнем квартале банки достаточно активно покупали ценные бумаги, объем которых на их балансе вырос на 3.6% QoQ. И в целом объем ценных бумаг и кредитов на балансе банков за последний квартал вырос на $26 млрд.

### Прибыли и доходы

Основное внимание инвесторов в ближайшее время будет приковано к доходам банковского сектора. Мы ожидаем, что по сравнению с прошлым кварталом доходы нашей группы банков снизятся на 6.7%, причем основным драйвером снижения выступят непроцентные доходы (прежде всего доходы от торговых операций крупнейших банков).

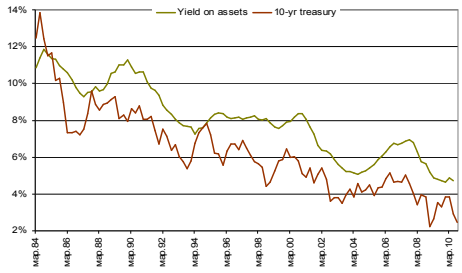
Достаточно большое внимание инвесторы уделяют значительному снижению ставок в экономике, которое произошло в последнее время (см. табл. 3). Действительно, давление на показатель чистой процентной маржи подобное положение вещей оказывает (см. рис. 6-9), однако оно вряд ли будет разрушительным.

Во-первых, ценообразование далеко не на все активы идет на ос-



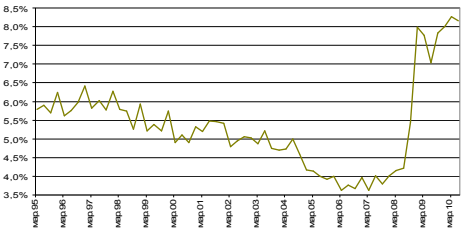
Завараев Михаил,
Тел.: (495) 783 30 50 доб. 9054
Zavaraev@arbatcapital.ru

Рисунок 9
**Asset yield vs 10-yr treasury yield**




Источник: FDIC, расчеты Арбат Капитал

Рисунок 10
**Ликвидность на балансе банков***




* доля наличных денег и межбанковских кредитов на балансе банков
Источник: FDIC, расчеты Арбат Капитал

нове долгосрочных ставок (на текущий момент это примерно 40% активов по рассматриваемой группе банков: ипотека на коммерческую недвижимость, обычная ипотека и ценные бумаги, предназначенные для продажи). Во-вторых, далеко не все эти активы будут переоценены в ближайшие 2-3 года, в то время как мы ожидаем, что уже через 4-5 кварталов ситуация с процентными ставками в американской экономике изменится в лучшую сторону (с точки зрения банков кривая доходности станет более «крутой»). По нашим оценкам, в ближайшие 2,5 года переоценке (негативной, если ставки останутся на текущем или более низком уровне) подвергнутся лишь порядка 20% работающих активов (см. таблицу 4). В-третьих, по ряду кредитов есть ограничения на минимальную ставку, что также может уберечь процентные доходы банков. В-четвертых, определенное пространство для маневра некоторым банкам предоставляет переоценка обязательств и «дорогих» депозитов. Также не стоит забывать про избыточную ликвидность в банковской системе, и ожидаемое, однако не всеми (мы относимся к оптимистам) восстановление роста кредитного портфеля QoQ% уже в следующем году. На данный момент беспокойство вызывает лишь сегмент CRE.

Избыток ликвидности даже в текущих условиях может добавить банкам порядка 7-8 б. п. в чистую процентную маржу, если вкладывать примерно 3% избыточной ликвидности (нормальный уровень на уровне 5% активов, сейчас 8.16%) в десятилетние казначейские облигации, что даст примерно 1.5 дополнительных доходов или 5-6% роста чистой прибыли (от текущих уровней). Однако банки не спешат расставаться со своей избыточной ликвидностью. Объяснить это можно несколькими факторами: банки боятся повторения «турмойла» на финансовых рынках (хотя это маловероятно, так как с ликвидностью в экономике проблем особых не было и нет – в случае чего ФРС чуть придавит педаль газа на печатном станке и все); банки ждут более интересных объектов вложения, допустим роста кредитного портфеля (не исключено, однако маловероятно - менеджмент большинства банков по-прежнему достаточно пессимистичен относительно перспектив роста кредитного портфеля); деньги могут быть пущены на обратный выкуп акций, расширение бизнеса за счет M&A (с нашей точки зрения, это наиболее реалистичная версия) и т. д. На текущий момент наилучшие перспективы увеличить чистую процентную маржу за счет ликвидности имеют BAC, WFC, ZION, SNV и ASBC.


Завараев Михаил,
Тел.: (495) 783 30 50 доб. 9054
Zavaraev@arbatcapital.ru

Таблица 4

**Доля активов, находящихся по риском, из-за низких % ставок**

| | Доля активов, зависимых от LT rates | Ожидаемая доля активов, которые необходимо будет переоценить* | Доля LT debt** | Доля LT debt, истекающего в ближайший год | Доля "дорогих" депозитов |
|---|---|---|---|---|---|
| JPM | 36% | 12% | 18% | 8% | N. A |
| BAC | 35% | 11% | 26% | 7% | 9% |
| WFC | 50% | 19% | 20% | 5% | 11% |
| PNC | 51% | 23% | 19% | 1% | N. A |
| USB | 48% | 22% | 13% | 2% | 18% |
| STI | 49% | 22% | 12% | 4% | 17% |
| BBT | 59% | 22% | 17% | 4% | 27% |
| RF | 60% | 24% | 14% | 2% | 24% |
| FITB | 39% | 20% | 11% | 2% | 19% |
| KEY | 42% | 10% | 9% | 6% | 26% |
| CMA | 36% | 15% | 20% | 9% | 13% |
| MI | 54% | 26% | 12% | 4% | 29% |
| ZION | 52% | 31% | 6% | 1% | 10% |
| HBAN | 53% | 21% | 8% | 0% | 24% |
| SNV | 48% | 23% | 6% | 1% | 23% |
| FHN | 40% | 16% | 13% | 4% | 10% |
| ASBC | 59% | 18% | 13% | 0% | 16% |
| BOKF | 67% | 27% | 2% | 0% | 17% |
| WBS | 69% | 21% | 12% | 1% | 22% |
| CBSH | 60% | 37% | 4% | 0% | 18% |
| TCB | 62% | 25% | 27% | 1% | 6% |
| CYN | 63% | 29% | 4% | 0% | 8% |
| CFR | 52% | 14% | 3% | 0% | 8% |
| VLY | 70% | 29% | 25% | 0% | 24% |
| EWBC | 63% | 38% | 33% | 0% | 46% |
| BOH | 77% | 15% | 1% | 0% | 9% |

* в ближайшие 2.5 года: на основе дюрации портфеля кредитов и ценных бумаг

** От объема работающих активов

Источник: Данные компаний, FFIEC, расчеты Арбат Капитал

Мы провели анализ чувствительности показателя чистой процентной маржи банков в условиях сохранения низких процентных ставок в экономике на более длительный период времени. Наш базовый сценарий предполагает, что ставки останутся низкими в течение 1,5 лет на текущем уровне. Он предполагает, что ставки по активам, ценообразование которых идет на основе краткосрочных ставок, остаются без изменений. А ставки для тех, цена которых основана на длинных ставках, составляют 2.8% - ставки по ипотечным бумагам квазигосударственных корпораций (например, Fannie Mae и Freddie Mac). Менеджмент ряда банков в течение квартала ориентировался на возможную доходность по таким бумагам на уровне порядка 3%. В этом случае доходность активов в среднем упадет на 23 б. п., а NIM снизится примерно на 3 б. п. более низкой стоимости обязательств (см. табл. 5). Более низкая стоимость обязательств получается за счет переоценки долгосрочного долга и «дорогих» депозитов.

В случае bear case: ставки как в базовом варианте, но они остаются такими на протяжении 2.5 лет. Доходность активов падает 39 б. п., а чистая процентная маржа на 6 б. п. В случае severe case (2.5 года низких ставок, краткосрочная доходность падает на 4 б. п., долгосрочные ставки на уровне 2.5%) доходность активов падает на 48 б. п., а NIM на 15 б. п. В случае сценария most severe (2,5 года «длинных» ставок на уровне 2%, а короткие падают на 8 б. п.) доходность активов падает на 61 б. п., а NIM на 28 б. п. Причем не стоит забывать, что этот анализ не учитывает переоценку других, более дешевых депозитов и обязательств. Как показывает практика последних лет, банки весьма ис-


Завараев Михаил,
Тел.: (495) 783 30 50 доб. 9054
Zavaraev@arbatcapital.ru

кусно ее снижают, и в случае столь низких ставок этот источник фондирования может дать еще порядка 10-12 б. п. NIM, в случае реализации подобных сценариев. Другими словами, даже в случае реализации самого жесткого на текущий момент сценария (вероятность не более 3-4%), NIM банков упадет не более чем на 10% от текущих уровней, а прибыль на 15-16%.

Таблица 5

**Анализ чувствительности NIM к низким процетным ставкам в экономике**

| | Yield on assets (- on NIM) | | | | Cost of liabilities (% of E. Assets) (+ on NIM) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Most Severe | Severe | Bear | Base | LT debt 1 year | Deposits | Other LT debt |
| JPM | 0,30% | 0,22% | 0,16% | 0,10% | 0,08% | N. A. | 0,05% |
| BAC | 0,29% | 0,22% | 0,16% | 0,09% | 0,12% | 0,04% | 0,18% |
| WFC | 0,61% | 0,49% | 0,42% | 0,25% | 0,07% | 0,07% | 0,12% |
| PNC | 0,72% | 0,59% | 0,50% | 0,30% | 0,01% | 0,00% | 0,08% |
| USB | 0,57% | 0,44% | 0,35% | 0,21% | 0,06% | 0,10% | 0,13% |
| STI | 0,63% | 0,50% | 0,42% | 0,25% | 0,10% | 0,18% | 0,11% |
| BBT | 0,65% | 0,53% | 0,44% | 0,27% | 0,11% | 0,25% | 0,19% |
| RF | 0,57% | 0,44% | 0,35% | 0,21% | 0,03% | 0,30% | 0,14% |
| FITB | 0,49% | 0,37% | 0,28% | 0,17% | 0,04% | 0,27% | 0,07% |
| KEY | 0,34% | 0,26% | 0,21% | 0,13% | 0,13% | 0,48% | 0,03% |
| CMA | 0,50% | 0,40% | 0,33% | 0,20% | 0,00% | 0,05% | 0,00% |
| MI | 0,73% | 0,58% | 0,49% | 0,29% | 0,09% | 0,34% | 0,10% |
| ZION | 0,84% | 0,67% | 0,56% | 0,33% | 0,10% | 0,06% | 0,41% |
| HBAN | 0,47% | 0,34% | 0,26% | 0,16% | 0,00% | 0,36% | 0,04% |
| SNV | 0,71% | 0,57% | 0,48% | 0,29% | 0,02% | 0,24% | 0,03% |
| FHN | 0,40% | 0,29% | 0,22% | 0,13% | 0,00% | 0,12% | 0,00% |
| ASBC | 0,53% | 0,42% | 0,35% | 0,21% | 0,00% | 0,17% | 0,11% |
| BOKF | 0,61% | 0,46% | 0,37% | 0,22% | 0,00% | 0,15% | 0,04% |
| WBS | 0,61% | 0,50% | 0,42% | 0,25% | 0,01% | 0,22% | 0,12% |
| CBSH | 0,84% | 0,64% | 0,51% | 0,31% | 0,00% | 0,11% | 0,06% |
| TCB | 1,04% | 0,90% | 0,81% | 0,49% | 0,05% | 0,02% | 0,46% |
| CYN | 0,78% | 0,62% | 0,52% | 0,31% | 0,00% | 0,01% | 0,10% |
| CFR | 0,45% | 0,36% | 0,30% | 0,18% | 0,00% | 0,01% | 0,07% |
| VLY | 0,85% | 0,69% | 0,59% | 0,36% | 0,00% | 0,25% | 0,43% |
| EWBC | 0,94% | 0,73% | 0,60% | 0,36% | 0,00% | 0,23% | 0,56% |
| BOH | 0,45% | 0,37% | 0,32% | 0,19% | 0,00% | 0,04% | 0,01% |

Источник: Данные компаний, FFIEC, Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Другими словами, за в случае реализации даже самого «жесткого» сценария, вероятность которого относительно невысока, банки через 1,5-2 года потеряют примерно $25 млрд. доходов из-за снижения чистой процентной маржи, в то время как уже в следующем году, по нашим прогнозам, снижение расходов на провизии на покрытие проблемной задолженности, по сравнению с 2010 г. будет составлять порядка $30-35 млрд. То есть, даже в условиях значительного падения показателя NIM, прибыль банков может вырасти только за счет улучшения качества кредитного портфеля.

Непроцентные доходы банков остаются под серьезным давлением из-за слабой активности в сегментах торговых операций, инвестиционном банкинге, а так же негативного влияния финансовой реформы. Однако ситуация в данном вопросе не столь плоха, как может показаться на первый взгляд: доходы инвестиционно-банковских подразделений в последний месяц квартала демонстрировали рост из-за повышенной активности в сегментах M&A и DCM. Ситуация с падением доходов из-за финансовой реформы также не выглядит катастрофической: комментарии ряда банков относительно процесса opt-in в прошедшем квартале были более позитивными, чем по итогам прошлой отчетности, и, вероятно, мы увидим достаточно позитивную риторику по этому вопросу во время предстоящей отчетности.

Дополнительным риском (для банков, которые наиболее активны на рынке ипотеки) является рост расходов по возвращаемым ипотечным кредитам, которые ранее были секьюритизированы. У подобных кредитов существует опция, когда банкам, продавшим эти кредиты, инве-


Завараев Михаил,
Тел.: (495) 783 30 50 доб. 9054
Zavaraev@arbatcapital.ru

сторы могут вернуть их (речь идет, прежде всего, о просроченных кредитах), в случае если при выдаче этих кредитов были допущены ошибки, например, если банки выдавали их по документам, которые были сфальсифицированы (это так называемые mortgage representation & warranty expenses).

Во II квартале 2010 г. эти издержки существенно возросли, причем как отмечают сами банки, растут и обращения за возмещением. Не исключено, что в ближайшие несколько кварталов эта тенденция продолжится. Тем не менее, большая часть издержек была связана с ростом резерва под возможные возмещения, примерно половина расходов во II квартале. Также стоит отметить, что далеко не все заявки со стороны инвесторов ведут к расходу денежных средств, лишь примерно 50%.

С нашей точки зрения, банки уже создали адекватные резервы под возможные потери от обратного выкупа ранее секьюритизированных ипотечных бумаг, однако риски роста издержек в данном сегменте остаются, так как банки предоставляют достаточно ограниченную информацию о состоянии дел в нем.

Таблица 6

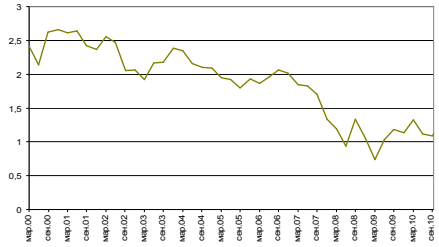
**Прогнозируемые доходы банков за 3 кв. 2010**

| | NIM, % | | NII, $ mln | | Revenue, $, mln | | PTPP, $, mln | | NI, $ mln. | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2Q10 | 3Q10E | 2Q10 | 3Q10E | 2Q10 | 3Q10E | 2Q10 | 3Q10E | 2Q10 | 3Q10E |
| JPM | 3,04% | 3,01% | 12783 | 12340 | 25643 | 23624 | 11012 | 10276 | 4795 | 3665 |
| C | 3,15% | 3,11% | 14039 | 13217 | 22071 | 19652 | 10205 | 8258 | 2728 | 1439 |
| BAC | 2,76% | 2,69% | 13197 | 12759 | 28354 | 26401 | 11609 | 10296 | 2723 | 2071 |
| WFC | 4,36% | 4,26% | 11610 | 11300 | 21237 | 20450 | 9444 | 8698 | 3558 | 3137 |
| PNC | 4,35% | 4,15% | 2435 | 2320 | 3912 | 3685 | 2010 | 1677 | 824 | 706 |
| USB | 3,90% | 3,88% | 2409 | 2410 | 4519 | 4464 | 2142 | 2143 | 752 | 817 |
| STI | 3,29% | 3,27% | 1195 | 1192 | 2147 | 1938 | 644 | 610 | 4 | -5 |
| BBT | 4,12% | 4,12% | 1392 | 1354 | 2431 | 2282 | 969 | 863 | 249 | 183 |
| RF | 2,87% | 2,95% | 863 | 886 | 1619 | 1621 | 293 | 486 | -277 | -85 |
| FITB | 3,57% | 3,64% | 887 | 894 | 1507 | 1488 | 572 | 558 | 192 | 160 |
| KEY | 3,16% | 3,28% | 623 | 639 | 1115 | 1083 | 346 | 320 | 101 | 42 |
| CMA | 3,28% | 3,29% | 424 | 424 | 618 | 612 | 221 | 214 | 69 | 61 |
| MI | 3,17% | 3,16% | 407 | 394 | 581 | 565 | 193 | 187 | -149 | -120 |
| ZION | 3,58% | 3,74% | 419 | 443 | 528 | 551 | 98 | 105 | -113 | -65 |
| HBAN | 3,46% | 3,43% | 402 | 407 | 672 | 658 | 258 | 250 | 49 | 71 |
| SNV | 3,34% | 3,31% | 251 | 248 | 325 | 319 | 66 | 63 | -232 | -177 |
| FHN | 3,19% | 3,15% | 183 | 176 | 431 | 393 | 84 | 73 | 17 | 16 |
| ASBC | 3,22% | 3,16% | 166 | 160 | 247 | 238 | 92 | 80 | -3 | -4 |
| BOKF | 3,63% | 3,54% | 184 | 184 | 342 | 304 | 136 | 120 | 63 | 55 |
| WBS | 3,27% | 3,32% | 136 | 139 | 186 | 185 | 58 | 60 | 18 | 20 |
| CBSH | 3,97% | 3,94% | 168 | 168 | 270 | 267 | 114 | 110 | 60 | 54 |
| TCB | 4,18% | 4,15% | 176 | 178 | 312 | 311 | 123 | 120 | 45 | 47 |
| CYN | 3,93% | 3,87% | 185 | 186 | 265 | 264 | 81 | 83 | 30 | 33 |
| CFR | 4,18% | 4,15% | 155 | 159 | 225 | 230 | 90 | 92 | 53 | 54 |
| VLY | 3,72% | 3,70% | 118 | 117 | 141 | 137 | 61 | 59 | 33 | 34 |
| EWBC | 4,66% | 4,05% | 204 | 178 | 239 | 195 | 114 | 93 | 36 | 36 |
| BOH | 3,51% | 3,44% | 104 | 104 | 173 | 155 | 87 | 70 | 47 | 37 |

Источник: Данные компаний, расчеты Арбат Капитал

Рисунок 11

**Динамика P/B**




Источник: Bloomberg

### Капитал

Капитал американских банков находится на достаточно высоком уровне и опасений не вызывает даже в свете выхода новых базельских стандартов. Единственным фактором неопределенности выступает то, какие минимальные требования установит локальный американский регулятор, особенно после того, как достаточно жесткие требования были установ-


Завараев Михаил,
Тел.: (495) 783 30 50 доб. 9054
Zavaraev@arbatcapital.ru

лены швейцарским регулятором. Более жесткие требования могут повлиять на размеры банковских дивидендов и объемы обратного выкупа акция, что в конечном итоге окажет влияние в том числе и на уровень EPS, а следовательно и мультипликаторов. В данный момент мы ожидаем, что уровень дивидендных выплат составит порядка 30% в 2012-2014 гг., в то время как объемы выкупленных ежегодно акций будут на уровне 4-6%. Более жесткие требования к капиталу наиболее серьезно могут повлиять на крупнейшие банки, для которых мы прогнозируем более агрессивный обратный выкуп акций.

Таблица 7
**Показатели достаточности капитала**

| | Tier 1 ratio | Tier 1 common ratio | TCE to TA | Texas ratio | Op. profit + provision to NCO 2Q10 |
|---|---|---|---|---|---|
| JPM | 12,1% | 9,6% | 5,8% | 12% | 1,9 |
| C | 12,0% | 11,8% | 6,4% | 16% | 1,3 |
| BAC | 10,7% | 8,0% | 5,4% | 22% | 1,3 |
| WFC | 10,4% | 7,5% | 6,6% | 33% | 2,1 |
| PNC | 10,3% | 7,9% | 6,2% | 28% | 2,4 |
| USB | 10,1% | 7,4% | 5,8% | 30% | 1,8 |
| STI | 13,4% | 7,9% | 6,3% | 37% | 1,0 |
| BBT | 11,7% | 8,9% | 6,8% | 33% | 1,5 |
| RF | 12,0% | 7,7% | 6,3% | 38% | 0,4 |
| FITB | 13,8% | 7,2% | 6,9% | 28% | 1,3 |
| KEY | 13,5% | 8,0% | 7,7% | 22% | 0,8 |
| CMA | 10,6% | 9,8% | 10,1% | 18% | 1,5 |
| MI | 11,0% | 7,1% | 8,2% | 51% | 0,4 |
| ZION | 12,6% | 7,9% | 6,9% | 50% | 0,4 |
| HBAN | 12,5% | 7,1% | 6,1% | 30% | 0,9 |
| SNV | 13,4% | 9,5% | 7,6% | 48% | 0,2 |
| FHN | 16,8% | 10,1% | 7,6% | 32% | 0,7 |
| ASBC | 17,2% | 12,0% | 7,9% | 49% | 0,8 |
| BOKF | 11,9% | 11,8% | 8,9% | 19% | 3,8 |
| WBS | 12,8% | 8,1% | 5,7% | 27% | 2,9 |
| CBSH | 14,1% | 14,1% | 10,1% | 5% | 5,0 |
| TCB | 10,3% | 9,4% | 7,3% | 33% | 2,6 |
| CYN | 11,7% | 9,7% | 6,6% | 25% | 3,0 |
| CFR | 13,2% | 11,9% | 9,1% | 10% | 9,1 |
| VLY | 10,7% | 9,1% | 6,8% | 15% | 11,7 |
| EWBC | 18,9% | 14,0% | 7,9% | 13% | 11,7 |
| BOH | 16,9% | 16,9% | 7,7% | 4% | 11,7 |

Источник: Данные компаний

### Мультипликаторы

В данный момент банки торгуются на 21,4% ниже своих майских максимумов, в то время как рынок ниже лишь на 4.3%. Столь серьезное отставание котировок вновь делает привлекательным финансовый сектор для долгосрочных инвесторов. В данный момент банки торгуются весьма дешево как с исторической точки зрения, так и с точки зрения будущих прибылей (см. рис. 11 и табл. 8). Причем наиболее привлекательно выглядят крупнейшие банки, которые уже показывают достаточно привлекательную рентабельность капитала (особенно JPM и WFC), но мультипликаторы которых значительно ниже, чем у средних и малых банков, хотя исторически значения этих показателей были выше.


Завараев Михаил,
Тел.: (495) 783 30 50 доб. 9054
Zavaraev@arbatcapital.ru

Таблица 8

**Мультипликаторы американских банков**

| | P/B | | | P/TB | | | P/E | | | | PPTP | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | curr | 2013 | History* | curr | 2013 | History* | 2011 | 2012 | 2013 | History* | Current | 2011 | History* |
| JPM | 1,0 | 0,8 | 1,7 | 1,4 | 1,1 | 2,6 | 9,3 | 7,4 | 5,9 | 14,6 | 3,6 | 3,7 | 8,1 |
| C | 0,8 | 0,6 | 2,4 | 1,0 | 0,9 | 3,8 | 9,9 | 7,0 | 5,6 | 15,4 | 3,0 | 3,2 | 6,9 |
| BAC | 0,6 | 0,4 | 1,8 | 1,1 | 0,7 | 3,2 | 7,7 | 5,8 | 4,4 | 12,8 | 2,8 | 2,7 | 6,4 |
| WFC | 1,2 | 1,0 | 2,7 | 1,8 | 1,3 | 4,1 | 8,7 | 6,9 | 5,8 | 16,6 | 3,6 | 3,7 | 9,3 |
| **Median "Big 4"** | 0,9 | 0,7 | 2,1 | 1,2 | 1,0 | 3,5 | 9,0 | 7,0 | 5,7 | 15,0 | 3,3 | 3,4 | 7,5 |
| PNC | 1,0 | 0,8 | 2,2 | 1,8 | 1,3 | 4,4 | 8,4 | 6,5 | 5,9 | 13,8 | 3,5 | 4,3 | 7,9 |
| USB | 1,6 | 1,3 | 2,7 | 3,0 | 2,1 | 5,1 | 9,3 | 7,6 | 6,8 | 13,5 | 5,0 | 4,8 | 7,3 |
| STI | 0,7 | 0,7 | 1,8 | 1,3 | 1,0 | 2,6 | 18,9 | 10,2 | 8,4 | 14,6 | 5,2 | 5,1 | 8,2 |
| BBT | 1,0 | 0,9 | 2,2 | 1,6 | 1,4 | 3,3 | 10,7 | 8,3 | 6,7 | 13,8 | 4,2 | 4,4 | 8,9 |
| RF | 0,7 | 0,6 | 1,5 | 1,1 | 1,0 | 2,4 | 19,7 | 9,8 | 7,1 | 12,2 | 7,8 | 4,2 | 8,1 |
| FITB | 1,0 | 0,8 | 3,4 | 1,3 | 1,0 | 3,9 | 13,3 | 9,2 | 8,0 | 21,5 | 4,3 | 4,3 | 12,0 |
| KEY | 0,9 | 0,8 | 1,6 | 1,0 | 0,9 | 2,0 | 22,6 | 11,8 | 8,7 | 14,7 | 5,4 | 5,5 | 6,7 |
| CMA | 1,2 | 1,0 | 1,9 | 1,2 | 1,0 | 1,9 | 20,6 | 12,4 | 9,2 | 12,5 | 7,7 | 7,6 | 6,9 |
| MI | 0,8 | 0,7 | 1,7 | 0,9 | 0,8 | 2,7 | 250,0 | 10,4 | 7,1 | 12,4 | 5,1 | 5,2 | 9,9 |
| ZION | 0,8 | 0,8 | 2,0 | 1,1 | 1,0 | 3,3 | 227,7 | 10,4 | 7,7 | 15,9 | 9,6 | 6,4 | 8,1 |
| HBAN | 1,1 | 0,9 | 1,8 | 1,3 | 1,0 | 2,1 | 11,2 | 9,0 | 7,5 | 13,8 | 4,0 | 4,3 | 7,8 |
| **Median Large Cap** | 1,0 | 0,8 | 1,9 | 1,3 | 1,0 | 2,7 | 18,9 | 9,8 | 7,5 | 13,8 | 5,1 | 4,8 | 8,1 |
| SNV | 0,8 | 0,9 | 1,5 | 0,9 | 0,9 | 1,5 | -14,4 | 20,1 | 9,8 | 10,5 | 7,4 | 6,1 | 10,6 |
| FHN | 1,2 | 1,1 | 2,4 | 1,4 | 1,1 | 2,7 | 22,0 | 10,3 | 7,1 | 14,5 | 8,1 | 7,8 | 12,3 |
| ASBC | 0,9 | 0,7 | 2,0 | 1,3 | 1,2 | 2,8 | 21,0 | 9,9 | 8,1 | 13,8 | 6,3 | 7,0 | 8,1 |
| BOKF | 1,3 | 1,0 | 1,9 | 1,5 | 1,2 | 2,3 | 12,7 | 10,1 | 8,9 | 14,4 | 5,7 | 6,7 | 8,1 |
| WBS | 0,9 | 0,8 | 1,5 | 1,4 | 1,1 | 2,4 | 16,8 | 10,4 | 9,4 | 12,8 | 6,0 | 5,7 | 8,8 |
| CBSH | 1,6 | 1,3 | 2,1 | 1,7 | 1,4 | 2,2 | 14,1 | 11,2 | 9,8 | 14,8 | 6,9 | 7,6 | 8,9 |
| TCB | 1,6 | 1,2 | 3,3 | 1,7 | 1,3 | 4,0 | 11,1 | 8,6 | 7,7 | 14,6 | 4,6 | 4,9 | 8,8 |
| CYN | 1,5 | 1,2 | 2,3 | 2,0 | 1,5 | 3,0 | 15,6 | 11,7 | 10,0 | 15,0 | 8,6 | 7,7 | 8,5 |
| CFR | 1,6 | 1,4 | 2,6 | 2,2 | 1,5 | 3,4 | 14,9 | 18,6 | 11,1 | 16,0 | 9,0 | 9,0 | 9,9 |
| VLY | 1,6 | 1,5 | 3,2 | 2,2 | 2,0 | 3,7 | 15,1 | 13,0 | 11,5 | 17,2 | 8,5 | 9,0 | 13,4 |
| EWBC | 1,3 | 1,0 | 2,4 | 1,6 | 1,3 | 2,8 | 14,8 | 11,8 | 10,0 | 16,6 | 5,4 | 7,1 | 7,9 |
| BOH | 2,2 | 2,1 | 2,5 | 2,2 | 2,2 | 2,7 | 14,3 | 11,9 | 10,5 | 15,0 | 6,3 | 8,0 | 8,4 |
| **Median MidCap** | 1,4 | 1,1 | 2,4 | 1,7 | 1,3 | 2,8 | 14,9 | 11,5 | 9,8 | 14,7 | 6,6 | 7,3 | 8,8 |

*1999-2008, для PTPP с 2Q2000

Источник: Bloomberg, данные компаний, расчеты Арбат Капитал

## Модельный портфель

В связи с серьезным отставанием котировок из-за возросших рисков в финансовом секторе наш модельный портфель чувствовал себя существенно хуже индекса широкого рынка. Также его доходность за прошедший квартал оказалась хуже и индекса финансовых компаний. Однако основной бенчмарк - индекс банков, был обыгран, хотя и всего на 0.7%.

Мы оставляем без изменений позиции в модельном портфеле, так как они носят долгосрочный характер.

| Тикер | Название | Доля в портфеле | Дата входа | Цена входа | Дата выхода | Цена выхода | Доходность* |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Открытые позиции** | | | | | | | |
| BAC | Bank of America | 15% | 13.07.2009 | $13 | | | |
| JPM | JP Morgan Chase | 12% | 13.07.2009 | $34,7 | | | |
| C | Citigroup | 10% | 09.10.2009 | $4,6 | | | |
| WFC | Wells Fargo | 10% | 09.10.2009 | $29,2 | | | |
| KBE | SPDR KBW BANK ETF | 7% | 08.04.2010 | $27,4 | | | |
| BBT | BB&T Corp. | 4% | 14.07.2010 | $28,6 | | | |
| STI | SunTrust Banks | 4% | 08.04.2010 | $28,6 | | | |
| ZION | Zions Corporation | 4% | 13.07.2009 | $11,9 | | | |
| SNV | Synovus Financial | 5% | 13.07.2009 | $2,8 | | | |
| RF | Regions Financial | 4% | 13.07.2009 | $4,1 | | | |
| MI | Marshall & Ilsley | 4% | 13.07.2009 | $4,7 | | | |
| KRE | KBW Regional Bank ETF | 9% | 08.04.2010 | $27,4 | | | |
| UCBI | United Community | 3% | 08.04.2010 | $5,4 | | | |
| CRBC | Citizens Republic Bancorp | 3% | 08.04.2010 | $1,26 | | | |
| CATY | Cathay General Bancorp | 2% | 08.04.2010 | $12,9 | | | |
| FRME | First Merchants Corp | 2% | 08.04.2010 | $7,5 | | | |
| SNBC | Sun Bancorp | 2% | 08.04.2010 | $4,85 | | | |
| **Закрытые позиции** | | | | | | | |
| STI | SunTrust Banks | 7% | 13.07.2009 | $16,24 | 09.10.2009 | $22,5 | 38,6% |
| UCBH | UCBH Holdings | 3% | 13.07.2009 | $1,21 | 09.10.2009 | $1,1 | -6,6% |
| BK | Bank of NY Mellon | 5% | 09.10.2009 | $28,7 | 08.04.2010 | $31,9 | 11,1% |
| PNC | PNC Financial | 4% | 13.07.2009 | $37,9 | 08.04.2010 | $64,1 | 69,1% |
| USB | US Bancorp | 5% | 09.10.2009 | $22,9 | 08.04.2010 | $27,1 | 18,3% |
| KEY | KeyCorp | 6% | 13.07.2009 | $5,4 | 08.04.2010 | $8,3 | 53,7% |
| CMA | Comerica | 4% | 13.07.2009 | $21,6 | 08.04.2010 | $41 | 89,8% |
| FITB | Fifth Third Bancorp | 5% | 13.07.2009 | $7,2 | 08.04.2010 | $14,3 | 98,2% |
| ASBC | Associated Bancorp. | 2% | 13.07.2009 | $12,7 | 08.04.2010 | $14,4 | 13,4% |
| EWBC | East West Bancorp. | 3% | 09.10.2009 | $9,1 | 08.04.2010 | $18,7 | 105,5% |
| WBS | Webster Financial | 3% | 09.10.2009 | $13,3 | 08.04.2010 | $18,7 | 40,6% |
| TCB | TCF Financial | 4% | 09.10.2009 | $13,7 | 08.04.2010 | $17,1 | 24,8% |
| TCFG | The South Financial Group | 3% | 13.07.2010 | $1,2 | 13.04.2010 | $17,1 | -76,6% |
| **Текущая доходность (с 14/07/2010)** | | | | | | | **-8,1%** |
| S&P 500 | | | | | | | 6,4% |
| S&P Banks | | | | | | | -1,6% |
| S&P Finance | | | | | | | -8,8% |

* С даты входа

Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал



Завараев Михаил,
Тел.: (495) 783 30 50 доб. 9054
Zavaraev@arbatcapital.ru

## Департамент по управлению ценными бумагами

**Александр Орлов, CFA,**
**управляющий директор**
(глобальные рынки, стратегии инвестирования, валюты)
(495) 780 01 11 (доб. 91-52)
Orlov@arbatcapital.ru

## Аналитический департамент

**Сергей Фундобный,**
**начальник аналитического департамента**
(макроэкономика США, ЕС, Россия, Китай, фондовые рынки, валюты)
(495) 780 01 11 (доб. 90-23)
Fundobny@arbatcapital.ru

**Алексей Павлов,**
**заместитель начальника аналитического департамента**
(макроэкономика, фондовые рынки, потребительский сектор, девелопмент)
(495) 780 01 11 (доб. 92-07)
Pavlov@arbatcapital.ru

**Михаил Завараев,**
**ведущий аналитик**
(финансовый сектор в РФ и за рубежом)
(495) 780 01 11 (доб. 90-54)
Zavaraev@arbatcapital.ru

**Виталий Громадин,**
**старший аналитик**
(нефтегазовая отрасль в РФ и за рубежом)
(495) 780 01 11 (доб. 90-50)
Gromadin@arbatcapital.ru

**Инга Фокша,**
**старший аналитик**
(сектор высоких технологий за рубежом)
(495) 780 01 11 (доб. 92-22)
Foksha@arbatcapital.ru

**Артем Бахтигозин,**
**аналитик**
(металлургия, горнодобывающая, трубная промышленность в РФ)
(495) 780 01 11 (доб. 90-20)
Bahtigozin@arbatcapital.ru

## Управление активами

**Михаил Бондарь**
Bondar@arbatcapital.ru

**Валерий Сигачев**
Sigachev@arbatcapital.ru

**Александр Шалягин**
Shalyagin@arbatcapital.ru

**Юрий Тришин**
Trishin@arbatcapital.ru

**Юрий Балута**
Baluta@arbatcapital.ru

**Информация и мнения, содержащиеся в настоящей публикации, были подготовлены Арбат Капиталом и предназначаются исключительно для сведения клиентов компании. Несмотря на то, что были приложены значительные усилия, чтобы сделать информацию, содержащуюся в настоящей публикации, как можно более достоверной и полезной, Арбат Капитал не претендует на ее полноту. Содержащаяся в настоящем документе информация может быть изменена без предварительного уведомления. Арбат Капитал и любые из его представителей и сотрудников могут, в рамках закона, иметь позицию или какой либо иной интерес (включая покупку или продажу своим клиентам на принципиальной основе) в любой сделке, в любых инвестициях (включая производные инструменты) прямо или косвенно в предмете настоящей публикации. Ни Арбат Капитал, ни кто-либо из его представителей или сотрудников не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования настоящей публикации или ее содержания.**

**При использовании информации из данного материала ссылка на Арбат Капитал обязательна.**