

Raport finansowy

Sierpień 2016 r.

POLITYKA
INSIGHT

EUR/PLN

4,36

EUR/USD

1,11

USD/PLN

3,89



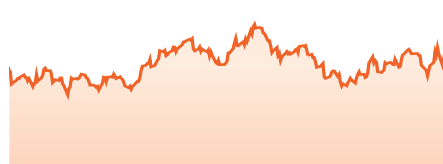
VII 2015

VII 2016



VII 2015

VII 2016



VII 2015

VII 2016

Obligacje skarbowe

Polskie 5-letnie

2,25%

+0,05 ↑
pkt. proc.
od czerwca 2016

Polskie 10-letnie

2,82%

-0,03 ↓
pkt. proc.
od czerwca 2016



VII 2015

VII 2016



VII 2015

VII 2016

Akcje

WIG 20

1762 pkt.

+0,5% ↑
od czerwca 2016

WIG

46221 pkt.

+3,2% ↑
od czerwca 2016



VII 2015

VII 2016



VII 2015

VII 2016

Kredyty

Stopa referencyjna NBP

1,5%

bez zmian
od czerwca 2016

WIBOR 3M

1,71%

bez zmian
pkt. proc.
od czerwca 2016



VII 2015

VII 2016



VII 2015

VII 2016

Banki i ubezpieczenia

Zyski banków

3,5 mld zł

-15,7% ↓
od 2015 Q1

Zyski ubezpieczycieli

0,63 mld zł

-41,3% ↓
od 2015 Q1



Q1 2015

Q1 2016



Q1 2015

Q1 2016

CYTAT MIESIĄCA

Na koniec roku spodziewam się ponad 3 mld zł z podatku bankowego. Mamy możliwość korygowania tego podatku, ale nie zamierzamy na razie z niej korzystać

Wiesław Janczyk, wiceminister finansów

Po czterech miesiącach płaconia podatku od aktywów wpływy do budżetu wyniosły 1,4 mld zł, co oznacza, że nie uda się zrealizować założonego w budżecie celu 5,5 mld zł za cały 2016 r. MinFin na razie nie zamierza zwiększać stawek, ani rozszerzać zakresu podatku na nowe podmioty. Zapowiada jednak, że przyjrzy się ustawie na koniec roku i być może wtedy dokona w niej korekt.



- 01.07 2016** **S&P podtrzymał rating Polski.** Agencja utrzymała w piątek styczniową ocenę wiarygodności kredytowej Polski na poziomie BBB+. To najniższa ocena wystawiona Polsce spośród trzech najważniejszych agencji ratingowych. S&P podtrzymał też negatywną perspektywę polskiego ratingu, głównie z powodu obaw agencji co do dalszego powiększenia deficytu publicznego i mniejszej niż dotychczas niezależności NBP. Decyzja S&P pozostała bez wpływu na rynki.
- 04.07 2016** **Morawiecki przedstawił zmiany w systemie emerytalnym.** Wicepremier i MinRoz proponuje przeniesienie nieaktywnej części aktywów OFE do rządowego Funduszu Rezerwy Demograficznej, a samych akcji – do prywatnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych. W miejsce OFE ma powstać półdobrowolny system oszczędzania – pracownicze plany kapitałowe. Podczas wczorajszej konferencji Mateusz Morawiecki uspokajał inwestorów po sobotniej zapowiedzi Jarosława Kaczyńskiego, że środki z OFE zostaną wprężnięte w program odpowiedzialnego rozwoju. – Nie będzie nacjonalizacji OFE – zastrzegł wicepremier.
- 06.07 2016** **Bezrobocie osiągnęło historycznie niski poziom.** Według wstępnego szacunku MinRodz stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w czerwcu do 8,8 proc. z 9,1 proc. w maju. Wskaźnik ten osiągnął zatem poziom z października 2008 r., kiedy był najniższy od 1989 r. Spadek bezrobocia w ostatnim miesiącu to skutek wzrostu zatrudnienia przy pracach sezonowych, przechodzenia zarejestrowanych bezrobotnych na emeryturę i utrzymującej się dobrej koniunktury.
- 15.07 2016** **Fitch podtrzymał rating Polski.** Agencja potwierdziła w piątek ocenę wiarygodności kredytowej Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. Fitch utrzymał rating na niezmienionym poziomie, ponieważ rząd PiS nie zrealizował najbardziej szkodliwych dla gospodarki projektów – analitycy zwracają uwagę na wycofanie się z przewalutowania kredytów frankowych i zachowanie niezależności NBP. Możliwe jednak, że agencja zredukuje rating Polski w 2017 r., jeżeli rząd obniży wiek emerytalny i nie utrzyma deficytu publicznego poniżej 3 proc. PKB.
- 19.07 2016** **Branża samochodowa napędziła przemysł.** Zgodnie z danymi GUS produkcja przemysłowa wzrosła w czerwcu o 6 proc. po wzroście o 3,5 proc. w maju. Poprawę koniunktury odnotowano zwłaszcza w branży motoryzacyjnej – sprzedaż aut wzrosła o 17 proc. w ujęciu rocznym, a innych maszyn transportowych o 18,4 proc. Najwyższy od siedmiu lat wzrost produkcji odnotowano w firmach farmaceutycznych. Do przyspieszenia wzrostu w przemyśle przyczyniła się też korzystna różnica w liczbie dni roboczych – w czerwcu fabryki pracowały o jeden dzień dłużej niż rok wcześniej.
- 19.07 2016** **KNF wydała zgodę na przejęcie BPH.** Komisja zgodziła się na podział BPH na dwie części: pierwsza (bez portfela kredytów hipotecznych oraz udziałów w BPH TFI) zostanie przejęta przez Alior Bank, a druga będzie w 100 proc. kontrolowana przez dotychczasowego większościowego akcjonariusza banku, GE Company. Wcześniej UOKiK również wydał zgodę na podział banku i fuzję z Aliorem. Dzięki niej powstanie dziewiąty co do wielkości bank w Polsce (60 mld zł aktywów). Zakończenie podziału planowane jest na koniec roku, a fuzji operacyjnej – na pierwszą połowę 2017 r.
- 21.07 2016** **Draghi poparł pomoc dla włoskich banków.** Według prezesa EBC dokapitalizowanie banków strefy euro z publicznych pieniędzy jest „bardzo użytecznym” sposobem na ograniczenie negatywnych następstw rosnącej liczby niespłacanych kredytów. Dodał, że prawo unijne pozwala na to jedynie w „bardzo wyjątkowych” okolicznościach. Mario Draghi sygnalizuje poparcie dla starań Matteo Renzi o nagięcie unijnych reguł pomocy, ale inwestorzy będą zastanawiać się, jak poważna jest sytuacja we włoskim sektorze finansowym, skoro b. szef Banca d'Italia popiera bailout.
- 21.07 2016** **Bierecki chce zmian w umowach o kredytach frankowych.** Szef senackiej komisji finansów publicznych oraz 31 innych senatorów PiS podpisało się pod projektem uchwały wzywającej do wyeliminowania przez instytucje publiczne umów kredytowych zawierających tzw. klauzule abuzywne, czyli zakazane przez UOKiK. Znajdują się one zwłaszcza w umowach kredytów frankowych podpisanych przed 2010 r. – dotyczą m.in. mechanizmu obliczania wysokości rat kredytowych i wartości zobowiązania. Senat może zająć się uchwałą w sierpniu, ale nie będzie ona wiążąca dla KNF ani UOKiK.

26.07 2016 **KNF wnioskuję o upadłość SKOK Skarbiec.** Komisja zawiesiła działalność kasy, w której od października 2015 r. działał zarząd komisaryczny. Mający siedzibę w Piekarach Śląskich SKOK Skarbiec na koniec maja miał -44,1 mln zł funduszy własnych i stratę wynoszącą 47 mln zł. Kasa Krajowa nie zdecydowała się udzielić jej wsparcia finansowego, a banki nie były zainteresowane jej przejęciem. SKOK Skarbiec ma ponad 26,4 tys. członków, którzy łącznie zdeponowali ok. 100 mln zł. Według naszych prognoz do końca roku zbankrutować może kilka kolejnych kas.

26.07 2016 **UniCredit rozważa sprzedaż wszystkich akcji Pekao.** Informację tę podał Bloomberg, powołując się na anonimowe źródła. Sprzedaż miałaby mieć miejsce po 10 października – wtedy kończy się tzw. lock-up, czyli okres w którym UniCredit ma utrzymać obecną liczbę akcji w Pekao, do czego zobowiązał się przy okazji sprzedaży 10 proc. udziałów Pekao w lipcu. Transakcja miałaby poprawić współczynniki kapitałowe banku – jego TCR wynosi 10,85 proc., niemal najmniej w Europie. Bank ma też duży odsetek kredytów NPL, co wymaga zawiązywania dużych rezerw i obniża zyski.

26.07 2016 **Zysk Millenium wyższy dzięki sprzedaży Visa Europe.** Bank zarobił w II kw. 293,8 mln zł – wyższy wynik osiągnął tylko podczas boomu kredytowego w 2005 r. To efekt rozliczenia sprzedaży udziałów w Visa Europe spółce Visa Inc. – przychody brutto z transakcji wyniosły 283 mln zł. Bank poprawił też marżę odsetkową, co przy niskim wzroście portfela kredytowego zwiększyło wynik z działalności podstawowej. Prezes Joao Bras Jorge liczy na dalszą poprawę wyników, m.in. dzięki wyższej sprzedaży wysokomarżowych kredytów konsumpcyjnych.

27.07 2016 **Zyski BZ WBK w II kwartale wyższe od oczekiwań.** Bank zarobił 723,5 mln zł, o 10 proc. więcej niż oczekiwano. To efekt sprzedaży udziałów w Visa Europe spółce Visa Inc., co przyniosło 316 mln zł zysku brutto. BZ WBK zwiększył akcję kredytową do 11 proc. w ujęciu rocznym, sprzedał portfel kredytów NPL wart 561 mln zł i zamknął 34 oddziały. Mimo tego jego wskaźnik ROE spadł, głównie z powodu niższego dochodu z prowizji oraz podatku bankowego. P.o. prezesa banku Gerry Byrne zapowiedział zniwelowanie skutków daniny przez zwiększenie udziałów w rynku i cyfryzację banku.

28.07 2016 **Visa podniosła zyski mBanku.** Bank zarobił w II kw. 388,5 mln zł, o 76 proc. więcej niż przed rokiem. To głównie efekt sprzedaży Visa Europe spółce Visa Inc., dzięki której mBank zaksięgował 251,7 mln zł przychodu brutto. O 4,5 proc. w ujęciu rocznym wzrósł portfel kredytów banku, m.in. przez obsługę firm z sektora nieruchomości i handlu. Wyższy był również portfel depozytów, dzięki czemu wskaźnik kredytów do depozytów spadł do poziomu 94,7 proc. Prezes banku Cezary Stypułkowski liczy, że mBank zbilansuje w ciągu trzech lat koszty podatku bankowego.

29.07 2016 **EBA opublikowało wyniki stress testów.** Pokazują one sytuację kapitałową banków w 2018 r. w podziale na scenariusz bazowy i negatywny. Najgorzej w badaniu wypadł włoski bank Monte dei Paschi di Siena, którego współczynnik wypłacalności w scenariuszu negatywnym spadłby poniżej zera, co oznaczałoby jego niewypłacalność. Lepszy wynik odnotował UniCredit, którego współczynnik CET1 spadłby do 7,1 proc. oraz pozostali właściciele dużych polskich banków: Commerzbank (7,4 proc.) i Banco Santander (8,7 proc.). PKO BP, jedyny biorący udział w badaniu polski bank miał współczynnik

AWANSE I DYMISJE:

- Piotr Walkowiak** został członkiem rady nadzorczej PZU S.A. (ubezpieczenia). **Lucjan Chreściak** wszedł do rady nadzorczej Europejskiego Centrum Odszkodowań S.A. (odszkodowania).
- Wanda Ronka-Chmielowiec** zrezygnowała z zasiadania w radzie nadzorczej Europejskiego Centrum Odszkodowań S.A.
- Robert Buchajski** i **Dariusz Stokowski** zrezygnowali z funkcji członków rady nadzorczej IDM S.A. (dom maklerski).
- Adam Miłosz** został przewodniczącym rady nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych S.A.
- Paweł Bąk**, **Anna Iglińska-Gniady** i **Ryszard Gniady** zrezygnowali z zasiadania w radzie nadzorczej Cash Flow S.A. (windykacja).
- Paweł Brukszo**, **Aleksander Baryś**, **Jan Czaczoł**, **Krzysztof Kaczmarczyk** i **Piotr Krupa** zostali odwołani z rady nadzorczej Magellan S.A. (pośrednictwo finansowe). Nowymi członkami rady zostali **Massimiliano Belingheri**, **Carlo Zanni**, **Piergiorgio Bicci** i **Jarosław Iwanicki**.
- Agnieszka Wrońska** została prezesem zarządu Link4 Towarzystwo Ubezpieczeń S.A.
- Jerzy Paluchniak** został członkiem rady nadzorczej PZU S.A. (ubezpieczenia).
- Katarzyna Wojdyła** została członkiem zarządu Link4 Towarzystwo Ubezpieczeń S.A.
- Jan Emeryk Rościszewski** został wiceprezesem zarządu PKO BP S.A.
- Radosław Pyffel** został wybrany na stanowisko zastępcy dyrektora i członka Rady Dyrektorów w Azjatyckim Banku Inwestycji Infrastrukturalnych (AIIB).

Czy konsorcjum PZU z PFR kupi Bank Pekao

Przejęcie Banku Pekao zmniejszyłoby udział kapitału zagranicznego w sektorze bankowym poniżej 50 proc.

Piotr Sobolewski, *analityk ds. sektora finansowego*

Dla Włochów sprzedaż polskiego banku najszybsza do przeprowadzenia. UniCredit ma 80 mld euro niespłaconych kredytów, najwięcej w Unii, a jego współczynnik wypłacalności (10,85 proc. na koniec I kw.) jest dużo poniżej europejskiej średniej (12,5 proc.). Po sprzedaży w lipcu 10 proc. akcji Pekao i FinecoBanku bank musi zebrać jeszcze co najmniej 4,5 mld euro. Mógłby wyemitować akcje, ale ze względu na ogromną skalę IPO i niechęć inwestorów do włoskiego sektora bankowego, emisja może się nie udać bez pomocy państwa. Alternatywą jest sprzedaż banku w Polsce lub spółki zarządzania aktywami Pioneer Investment. Pozbycie się innych aktywów wymagałoby więcej czasu.

PZU w pojedynkę nie może kupić Pekao. Polski bank wyceniany jest na 32,6 mld zł. Pakiet posiadany przez UniCredit to 40,1 proc., czyli jest wart 13,1 mld zł. To o 2,5 mld zł mniej niż w maju, czyli przed rozpoczęciem spekulacji o sprzedaży Pekao. Obecnie PZU dysponuje 6-7 mld zł kapitału nadwyżkowego, który może być przeznaczony na przejęcia. Do samodzielnej transakcji brakuje zatem 4-5 mld zł. Ubezpieczyciel nie przejmie całego pakietu, który mógłby być wystawiony na sprzedaż, nawet jeśli transakcja odbędzie się z dużym dyskontem. Będzie mu do tego potrzebna pomoc innej instytucji, najpewniej Polskiego Funduszu Rozwoju.

Nie wszystkie akcje kupi konsorcjum. PZU i Polski Fundusz Rozwoju zapewne stworzyłyby konsorcjum, które kupiłoby do 33 proc. akcji Banku Pekao. Dzięki temu podmioty uniknęłyby konieczności ogłaszania wezwania na 66 proc. akcji, do którego zobowiązuje przekroczenie 33-proc. udziału w kapitale. Takie wezwanie musiałoby się odbyć po średniej cenie z ostatnich sześciu miesięcy, co znacząco podwyższyłoby kwotę całej transakcji. Oznacza to, że UniCredit pozostałe 7 proc. udziałów sprzedałby najpewniej poprzez giełdę innym inwestorom instytucjonalnym.

KNF mógłby pomóc w repolonizacji. Kiedy UniCredit sprzedawał w lipcu 10 proc. akcji Pekao, zobowiązał się do 90-dniowego wstrzymania się ze sprzedażą pozostałych udziałów. Transakcja mogłaby więc się odbyć dopiero po 10 października. Pieniądze na Pekao, poza PZU mogliby mieć też właściciele innych obecnych w Polsce banków: BGŻ BNP Paribas (Francuzi), BZ WBK (hiszpański Santander) czy ING Banku Śląskiego (Holendrzy). Żaden z tych inwestorów nie uzyskałby jednak zgody Komisji Nadzoru Finansowego, który sprzeciwia się nadmiernej konsolidacji banków. W przypadku inwestora państwowego, transakcja odbywałaby się pod hasłem repolonizacji, co zapewne zyskałoby poparcie KNF.

Połączenie z Aliorem nie takie pewne. Przejęcie pośrednio przez skarb państwa 33 proc. udziałów w Pekao byłoby drugą taką transakcją w polskiej bankowości – w 2010 r. Santander zapłacił za BZ WBK 13 mld zł. PZU po zakupie Pekao mógłby połączyć bank z należącym do ubezpieczyciela Aliorem, który od kwietnia pracuje nad fuzją z BPH. To połączenie nie jest jednak takie pewne, ze względu na brak dużych synergii między trzema bankami. Możliwe zatem, że Pekao i Alior będą działać niezależnie, a PZU będzie starało się znaleźć synergie z Pekao w bancassurance. Przejęcie Pekao na co najmniej na trzy lata wykluczyłoby PZU z kolejnych transakcji, co utorowałoby PKO BP drogę do przejęcia Raiffeisen Polbanku.

CO DALEJ

Kluczowe znaczenie miały publikowane w piątek stress-testy EBC. Ujawniły one, że UniCredit nie ma wystarczająco dużo kapitału, co skłoni zarząd włoskiego banku do szybkich działań. Sprzedaż Pekao byłaby jedną z opcji najłatwiejszych do realizacji, choć długoterminowo Włosi straciliby jedną najbardziej rentownych spółek w grupie. Według naszych informacji polskie władze analizują możliwość transakcji, mimo że nie mają bezpośrednich sygnałów z Włoch. Dzięki przejęciu Pekao, a później także Raiffeisena, rząd zrealizowałby plan repolonizacji sektora bankowego – udział banków z kapitałem zagranicznym spadłby z obecnych 57 do 40-43 proc.

Czy włoskie banki zagrażają strefie euro

Sytuacja finansowa włoskich banków jest zła – jeśli będzie się nadal pogarszać, osłabi koniunkturę całej strefy.

Adam Czerniak, *główny ekonomista*

18 proc. włoskich kredytów nie jest spłacanych. Ich wartość przekracza 360 mld euro – to jedna trzecia wszystkich niespłacanych pożyczek (non-performing loans, NPL) w strefie euro. Banki muszą na nie tworzyć tzw. odpisy rezerwowe, co w praktyce pomniejsza ich zysk o kwotę niespłacanego kredytu. Do tej pory utworzyły już odpisy o wartości 200 mld euro, ale EBC wymaga, by w kolejnych latach dokonywały dalszych potrąceń. Największe sumy od zysku będą musiały odpisać Intesa Sanpaolo, Monte dei Paschi di Siena i UniCredit. Z tego powodu grozi im niewypłacalność – ujemny wynik finansowy automatycznie pomniejsza kapitał banku.

Po Brexicie bankom trudniej o finansowanie. Chcąc uzupełnić coraz mniejsze kapitały, banki mogą emitować akcje lub długoterminowe obligacje. Po zwycięstwie Brexitu w referendum koszty tych operacji znacząco wzrosły – za najbardziej ryzykowne obligacje Monte dei Paschi, Intesy i UniCredit inwestorzy płacili jedynie odpowiednio 77, 91 i 96 proc. wartości nominalnej. To oznacza, że pozyskanie kapitału przez emisję papierów wartościowych przez włoskie banki będzie niemożliwe ze względu na brak chętnych lub z powodu kosztów emisji – byłby on na tyle wysoki, że przyniósłby wyłącznie dalsze straty.

Brak kapitału uderza w dostępność kredytów. Natychmiastową reakcją banków na malejący kapitał było ograniczenie akcji kredytowej, zwłaszcza dla tych sektorów gospodarki, w których panuje najsłabsza koniunktura. W rezultacie wartość kredytów udzielonych włoskim firmom spada systematycznie od początku 2012 r. – w kwietniu wyniosła 784 mld zł wobec ponad 900 mld zł pod koniec 2011 r. Najmocniej skurczyła się akcja kredytowa dla branży logistycznej (spadek o 8,3 proc. w ujęciu rocznym), budownictwa (7,4 proc.) i dostarczycieli usług komunalnych (6,3 proc.). Banki chętniej udzielały natomiast kredytów konsumentom – po ograniczeniu podaży w latach 2013-2014, od 2015 r. Włosi otrzymują coraz więcej kredytów (wzrost o 4,5 proc. rok do roku).

Mniej kredytów hamuje wzrost gospodarczy. Zgodnie z wiodącymi prognozami KomEur Włochy będą w 2016 r. trzecią, a w 2017 r. drugą najwolniej rozwijającą się gospodarką Unii. Nasilenie kryzysu bankowego i spadek podaży kredytów przełożą się na niższe nakłady inwestycyjne firm i utrudnią walkę ze spowolnieniem. Mimo że włoskie firmy wciąż radzą sobie całkiem nieźle – w recesji jest tylko branża telekomunikacyjna – to zaostrzenie warunków udzielania kredytów uderzy w koniunkturę. Wolniejszy wzrost PKB i niższe dochody firm spowodują z kolei dalszy wzrost wartości NPL, co jeszcze bardziej napędzi kryzys bankowy.

Kłopoty Włoch zagrażają unijnej koniunkturze. Jeżeli któryś z włoskich banków ogłosi niewypłacalność, spowoduje to negatywne konsekwencje nie tylko dla włoskiej gospodarki, lecz także sektorów finansowych w krajach o wysokim udziale NPL. Inwestorzy wycofają się z banków z niespłacanymi kredytami, jak np. National Bank of Greece czy Millennium BCP, utrudniając im tym samym dostęp do finansowania i podnosząc ryzyko ich niewypłacalności. Dodatkowo związane z kryzysem bankowym spowolnienie gospodarcze Włoch spowoduje pogorszenie koniunktury w innych krajach strefy euro i podniesie liczbę niespłacanych tam kredytów.

CO DALEJ

Najskuteczniejszym sposobem rozwiązania kryzysu byłoby bezpośrednie dokapitalizowanie banków z budżetu, przede wszystkim stojącego na krawędzi niewypłacalności Monte dei Paschi. Premier Włoch Matteo Renzi jest gotów dołożyć bankom 40 mld euro, ale wypracowana w trakcie kryzysu finansowego unijna dyrektywa BRRD nakazuje partycypację w kosztach pomocy dla banków ich prywatnym wierzycielom (tzw. bail-in). Taki scenariusz może jednak wywołać panikę wśród inwestorów, którzy zaczęliby masowo wycofywać pieniądze z innych banków strefy euro o wysokich NPL, powodując jeszcze większy kryzys w sektorze. Dlatego konieczne jest wypracowanie konsensusu politycznego, który określiłby plan działania w przypadku nasilenia się problemów włoskich banków.

Banki znacząco zwiększyły zyski w II kwartale

Pomimo kosztów podatku bankowego i zwolnienia akcji kredytowej kwartalne wyniki sektora będą najlepsze od dwóch lat.

Piotr Sobolewski, *analityk ds. sektora finansowego*

Visa zapewni lepsze wyniki. 21 czerwca amerykańska spółka Visa Inc. sfinalizowała zakup Visa Europe – podmiotu działającego na zasadzie stowarzyszenia, które zrzeszało blisko 3 tys. banków. Transakcja przyniesie duże jednorazowe wpływy polskim bankom zrzeszonym w Visa Europe, co przełoży się na znaczący wzrost ich zysków za II kwartał. Najwięcej zarobią PKO BP oraz Bank Millennium, które otrzymają w gotówce i tzw. akcjach uprzywilejowanych Visa Inc. odpowiednio ok. 389 mln zł i 283 mln zł. Najmniejsze będą zyski Alior Banku i Getin Noble Banku, które wydają przede wszystkim karty konkurencyjnego operatora (Mastercard).

Banki zapłacą wyższy podatek. Okres od kwietnia do czerwca był pierwszym pełnym kwartałem, w którym banki zapłaciły podatek od aktywów – kwartał wcześniej danina obowiązywała jedynie przez dwa z trzech miesięcy. Oznacza to, że łączna kwota wpłacona przez kredytodawców do budżetu będzie wyższa niż poprzednio. Jednak według MinFin miesięczne wpływy z podatku spadły, głównie z powodu wprowadzenia programu naprawczego w Getin Noble, co zwalnia bank z płacenia podatku. Z drugiej strony banki w II kwartale kupowały mniej obligacji skarbowych, co kwartał wcześniej było powszechnym sposobem na zmniejszenie podstawy opodatkowania.

Zwalnia sprzedaż kredytów. Wartość kredytów hipotecznych udzielonych od stycznia do maja była o 6,9 proc. wyższa niż przed rokiem, z kolei w kredytach gotówkowych wzrost wyniósł 0,7 proc. Po wzroście sprzedaży kredytów w marcu i kwietniu, majowe dane były znacznie gorsze, a w czerwcu najpewniej uległy dalszemu pogorszeniu. Mogło to być spowodowane uruchomieniem wypłat z programu 500+ oraz wzrostem marż kredytów hipotecznych, które przez podatki od aktywów stały się mniej opłacalne. Naszym zdaniem największy wzrost portfela kredytowego wykaże ING Bank Śląski, a portfela kredytów hipotecznych – PKO BP.

Opłaty, marże i prowizje w górę. W wynikach za II kwartał widać będzie efekty podwyżek opłat, prowizji i marż kredytów hipotecznych, zapowiadanych przez banki na przełomie roku. Ich podniesienie, połączone z wzrostem sprzedaży wysokomarżowych kredytów gotówkowych, przełoży się najpewniej na wzrost marży odsetkowej oraz prowizyjnej. Spadną najpewniej natomiast wpływy banków z prowizji z działalności maklerskiej – spadki na GPW zniechęciły inwestorów do zakupów akcji. Niższe będą też koszty kredytów walutowych – banki zaczęły uwzględniać ujemny LIBOR, przeliczając też raty pożyczek po niższym kursie walutowym.

Idea zyska na sprzedaży spółki-córki. Na wyniki całego sektora istotnie wpłynie sprzedaż przez Idea Bank spółki windykacyjnej GetBack – transakcja zwiększy zysk banku w II kwartale o 310 mln zł. Drugą dużą operacją na rynku było wprowadzenie do obrotu akcji z prawem poboru Alior Banku, co było największą emisją na GPW od 2013 r. Poprawi ona poziom kapitałów banku, ale nie będzie miała wpływu na jego zysk netto. Inaczej niż rok wcześniej, banki nie osiągną najpewniej wysokiego wyniku handlowego z obrotu walutami czy obligacjami, głównie z powodu słabej koniunktury na rynku długu, osłabienia się złotego oraz spadków na GPW.

NASZYM ZDANIEM

Drugi kwartał był dla działających na polskim rynku banków najlepszy od dwóch lat. Szacujemy, że cały sektor zarobił w nim 4,2-4,5 mld zł. To jednak głównie zasługa jednorazowych wpływów z transakcji przejęcia Visa Europe przez Visa Inc., która powinna przynieść polskim bankom 2-2,1 mld zł wpływów brutto. Łączny wynik branży będzie wspierać też sprzedaż GetBack przez Idea Bank oraz wzrost marży odsetkowej w większości dużych instytucji. Z drugiej strony, kredytodawcy po raz pierwszy zapłacili podatek bankowy, a akcja kredytowa nieco spowolniła. Mimo to oczekujemy, że wszystkie notowane na GPW duże banki wykażą dodatnią roczną dynamikę zysku netto. W drugiej połowie roku zyski banków znacząco spadną – w skali całego sektora mogą być nawet o kilkanaście procent niższe niż przed rokiem.

Jak będzie działać polska karta płatnicza

Karta powstanie we współpracy z międzynarodową organizacją płatniczą, co pozwoli jej na szybsze i tańsze wprowadzenie.

Piotr Sobolewski, *analityk ds. sektora finansowego*

Wspólnika do polskiej karty wybiorą banki. Związek Banków Polskich wysłał listy do pięciu międzynarodowych firm płatniczych (Mastercard, Visa, JCB, Discover i Gemalto), pytając o możliwość współpracy przy stworzeniu polskiej karty płatniczej BLIK. Spośród ofert, które ZBP uzyska w odpowiedzi, wybrana zostanie jedna lub dwie firmy, które mogłyby udostępnić infrastrukturę i technologię (m.in. możliwość płatności zbliżeniowej). Decyzja o wyborze operatora ma zapadnąć w sierpniu. Zgodnie z rozporządzeniem MIFReg wybrana firma musi przyjąć zamówienie – nie może bowiem blokować wydania kart ze swoim logiem.

Różne organizacje płatnicze w Polsce i zagranicą. Polska karta ma być obsługiwana przez dwie organizacje, w zależności od miejsca dokonywania płatności. W kraju za transakcje ma odpowiadać Krajowa Izba Rozliczeniowa (KIR), a właścicielem tzw. schematu płatniczego będzie Polski Standard Płatności (właściciel systemu mobilnego BLIK). Z kolei za granicą transakcje będą realizowane przez współpracującą organizację płatniczą. Polska karta będzie kartą debetową – oznacza to, że przy odpowiednich zachętach do jej używania, duopol Mastercard i Visy utrzyma się najpewniej w segmencie kart kredytowych i obsłudze zagranicznej.

Właścicielami karty będą wszystkie banki w Polsce. Początkowo w projekt chciało wejść 13 banków, które zamówiły analizę opłacalności polskiej karty w Boston Consulting Group. Obecnie reprezentantem banków w negocjacjach jest ZBP, co może oznaczać, że z polskiej karty płatniczej skorzysta cały sektor bankowy, w tym banki spółdzielcze. Według naszych informacji przełoży się to na zmiany w akcjonariacie Polskiego Standardu Płatniczego, w którym udziały ma obecnie siedem banków – po stworzeniu karty mogłyby je otrzymać wszystkie banki (bezpośrednio lub przez ZBP), a ich wysokość byłaby zależna od wartości obrotu kartami.

Niższy interchange przy płatnościach polską kartą. Według MinRoz stawka opłaty w Polsce powinna spaść z poziomu 0,2-0,3 proc. wartości transakcji do zera. Ma to umożliwić bezpłatną obsługę kart w urzędach publicznych – łatwiej bowiem obniżyć całe interchange niż usunąć opłatę w pojedynczych punktach. //Według naszych źródeł propozycja zostanie jednak zablokowana, ponieważ celem MinRoz jest zmuszenie banków do samoregulacji i obsługi urzędów w formie non-profit. Stawka dla polskiej karty może być jednak niższa niż dla MasterCard i Visy, co ma zachęcić urzędy, sklepy i punkty usługowe do promowania karty BLIK.

Karta od 2017 r. Polska karta może zostać wprowadzona do obiegu na dwa sposoby. Jeśli powstanie na bazie infrastruktury obecnych na polskim rynku Visy lub Mastercard, wówczas KIR będzie musiał jedynie złożyć wniosek o zarejestrowanie karty BLIK do NBP – powinien zostać rozpatrzony w ciągu trzech miesięcy. Z kolei jeśli karta powstanie we współpracy z JCB lub Gemalto, konieczna będzie nowa infrastruktura, co podniesie koszty projektu. Według naszych źródeł w polską kartę zaangażuje się najpewniej MasterCard lub Visa, dzięki czemu jedna z firm uzyska przewagę rynkową nad konkurentem. Straci jednak część przychodów na polskim rynku.

CO DALEJ

Polska karta płatnicza ma duże szanse realizacji, m.in. dzięki poparciu MinRoz oraz MinCyfr. Oba resorty zamierzają połączyć z kartą BLIK m.in. kartę ubezpieczenia zdrowotnego, a później także dowód osobisty, prawo jazdy czy kartę emeryta i rencisty. Dzięki niższej stawce interchange polska karta obniży prowizje banków, jednocześnie zmniejszając koszty przekazywania tej prowizji do organizacji płatniczych. Jeśli w ślad za powstaniem karty pójdzie zwiększenie liczby terminali do płatności bezgotówkowych, zwiększy się obrót w tym segmencie, a banki uzyskają dostęp do tanich środków, z których mogą udzielać kredytów i pożyczek.

Jak zmieniają się stawki za szkody osobowe

KNF chce zmniejszyć rozbieżności w wycenie zadośćuczynienia za ból i cierpienie, wprowadzając taryfikatory za konkretne szkody.

Piotr Sobolewski, *analityk ds. sektora finansowego*

Dostosowanie do zaleceń do końca roku. Działający w Polsce ubezpieczyciele muszą do grudnia wprowadzić w życie 21 punktów rekomendacji KNF w sprawie wysokości i wypłaty zadośćuczynienia za szkody osobowe przy polisach OC. Dotyczy ona m.in. odszkodowań za śmierć bliskiej osoby czy uszczerbek na zdrowiu z powodu wypadku samochodowego. Komisja chce, by ubezpieczyciele rozpatrywali każdy przypadek osobno, biorąc pod uwagę więzi emocjonalne bliskich ze zmarłym. Dzięki rekomendacji wysokość i zakres zadośćuczynienia mają stać się bardziej przewidywalne – obecnie panują duże różnice w stawkach ubezpieczycieli.

KNF powołała Forum Zadośćuczynień. W jego spotkaniach biorą udział przedstawiciele ubezpieczycieli, specjaliści z MinFin, MinSpra i lekarze. Celem Forum jest opracowanie propozycji ustaw, które uzupełnią rekomendację Komisji. Bez stosownych zmian w prawie sądy nie musiałyby bowiem uwzględniać rekomendacji KNF i mogłyby orzekać inną kwotę zadośćuczynień niż ustalona przez ubezpieczycieli. Według naszych informacji Forum na początku zajmie się projektem regulacji dotyczącej dochodzenia zadośćuczynienia za śmierć osoby bliskiej. Dalszy harmonogram prac i kompetencje zespołów zadaniowych ustali KNF.

Będzie wycena cierpienia i bólu. Forum wprowadzi najpewniej widełki dopuszczalnych przedziałów odszkodowań za konkretne rodzaje szkód – będzie to pierwsza w polskim prawie próba ujednolicenia wyceny cierpienia (np. po śmierci małżonka) i bólu (m.in. urazów powstałych w wyniku wypadku). Pozwoliłoby to zwiększyć przewidywalność wycen – ubezpieczyciel wiedziałby jakie zadośćuczynienie wypłacić, klient – o jaką kwotę wnioskować, a sąd – jakie stawki obowiązują na rynku. Forum musi także szczegółowo określić katalog osób uprawnionych do otrzymania zadośćuczynienia, np. w przypadku związków nieformalnych.

Inne kraje mają już tabele. Szkody osobowe za ich pomocą wyceniają ubezpieczyciele m.in. we Włoszech i Hiszpanii. We Francji lokalne sądy tworzą zestawienia, według których zgodnie ze stopniem utraty zdrowia oraz wiekiem poszkodowanego naliczane są punkty wskazujące wysokość zadośćuczynienia. Ubezpieczeni mogą też domagać się wypłat np. z tytułu ograniczenia czerpania radości z życia. We Włoszech obowiązuje tzw. taryfikator mediolański, do którego odnosi się większość sądów, z kolei w Hiszpanii taryfikator określa ustawa. Z kolei w Austrii, Niemczech i Szwajcarii sądy same ustalają zadośćuczynienia wedle swojego uznania.

Rozbieżne interesy ubezpieczycieli i kancelarii. Ubezpieczycielom zależy na jak najniższych widełkach, a kancelariom odszkodowawczym – na jak najwyższych, za czym będą lobbować w Forum Zadośćuczynień. Jeśli widełki będą wysokie, kancelarie będą zgłaszać się do klientów towarzystw ubezpieczeniowych – jeśli otrzymali oni kwoty niższe niż ustalone przez nowe przepisy, będą mogli domagać się różnicy w wysokości odszkodowania. To możliwe dzięki przepisom, które ustalają okres przedawnienia roszczeń na 20 lat. Wiele będzie zależało od tego, czy nowe przepisy będą działać wstecz – według naszych informacji jest to dość prawdopodobne.

NASZYM ZDANIEM

Ubezpieczyciele nie będą mieć problemu z dostosowaniem się do rekomendacji KNF. Branża dużo bardziej obawia się określenia w formie ustawy wysokich widełek zadośćuczynień za szkody osobowe, które kancelarie odszkodowawcze wykorzystałyby do odzyskiwania zaniżonych zadośćuczynień z poprzednich lat. Mogłoby to spowodować skokowy wzrost kosztów ubezpieczycieli, choć nie powinno doprowadzić do upadłości żadnego z nich. Nowa ustawa może wejść w życie najwcześniej w 2017 r., a kwoty zadośćuczynień będą zależne od stopnia utraty zdrowia i wieku poszkodowanego, nie odbiegając przy tym od kwot zarządzanych dziś przez sądy (50-100 tys. zł).

Jak PZU chce ubezpieczać państwowe spółki

Dzięki ubezpieczeniom wzajemnym PZU odbierze konkurentom państwowych klientów i zwiększy udziały rynkowe w polisach majątkowych.

Piotr Sobolewski, *analityk ds. sektora finansowego*

MinSkar skierowało państwowe spółki do PZU. W kwietniu wiceminister skarbu Marek Zagórski rozesłał do spółek skarbu państwa list, w którym zaproponował im skorzystanie z usług państwowego ubezpieczyciela. W maju MinSkar zorganizowało spotkanie, na którym Towarzystwo Ubezpieczeń Wzajemnych PZUW zaprezentowało państwowym firmom ofertę ubezpieczeń wzajemnych, PZU zachęcało też do korzystania z pracowniczych programów emerytalnych (PPE) i polis zdrowotnych. Niewykluczone, że na podobnych zasadach MinSkar zarekomenduje spółkom skarbu korzystanie z bankowości PKO BP.

Niższe koszty ubezpieczenia. TUV PZUW powstało w 2015 r. i miało pierwotnie ubezpieczać szpitale. Towarzystwo ubezpieczeń wzajemnych działa na zasadzie non-profit i ubezpiecza tylko swoich członków – grupa firm decyduje się na ubezpieczenie od jakiegoś zdarzenia i w przypadku jego wystąpienia otrzymuje odszkodowanie ze środków wpłaconych przez członków. Nadwyżki, jakie wypracuje TUV, są przeznaczane na zwroty lub dopłaty dla członków towarzystwa, dzięki czemu spadają koszty ubezpieczenia. PZUW oferuje jedynie polisy majątkowe, w tym komunikacyjne.

Są pierwsi chętni na ofertę PZUW. Członkami zostali już: JSW, Bogdanka, Polska Grupa Górnicza oraz PGE, która ubezpiecza w towarzystwie pięć swoich elektrowni. Według naszych informacji podmioty te musiały wpłacić po 9,5 tys. zł wpisowego oraz wykupić co najmniej jeden udział w PZUW o wartości 100 zł. Członkowie towarzystwa mają maksymalnie rok na podpisanie umowy ubezpieczenia. Państwowe firmy mogą skorzystać z oferty ubezpieczeń wzajemnych bez przetargu – taki wyjątek przewiduje ustawa o zamówieniach publicznych.

Ubezpieczenia wzajemne słabo rozwinięte. W krajach Europy Zachodniej na towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych przypada rocznie 30-40 proc. składek ubezpieczeniowych, a w Polsce tylko 5 proc. i wyłącznie w segmencie majątkowym. Według danych PZU ponad połowa ubezpieczycieli w Europie działa w modelu wzajemnym, a ten typ ubezpieczeń pokrywa głównie ryzyka rolnicze i pogodowe. W Polsce działa 10 towarzystw ubezpieczeń wzajemnych, w tym osiem w segmencie majątkowym. Największe jest towarzystwo ubezpieczeń wzajemnych TUV. PZU zapowiada, że odbierze klientów zagranicznym ubezpieczycielom i zajmie dominującą pozycję na tym rynku.

PZU umocni się na rynku PPE i ubezpieczeń zdrowotnych. Grupa oferuje preferencyjne warunki finansowe dla spółek skarbu państwa, które skorzystają z pracowniczych programów emerytalnych. Zyski z inwestycji są wolne od podatku Belki oraz podatku od spadków i darowizn. PZU już teraz prowadzi 509 takich programów (48 proc. całego sektora PPE) dla 184 tys. osób, m.in. zatrudnionych w KGHM, PGNiG, PKN Orlen i PGE. PZU chce także rozwijać działalność zdrowotną – celem jest zwiększenie przychodów PZU Zdrowie z 260 mln zł w 2015 r. do 1 mld zł w 2020 r. m.in. przez ubezpieczanie pracowników spółek skarbu państwa.

CO DALEJ

W najbliższych miesiącach TUV PZUW przyjmie w poczet członków kolejne spółki skarbu państwa. PZU odbierze klientów prywatnym firmom ubezpieczeniowym, a w ślad za tym cała grupa zwiększy udział w rynku ubezpieczeń majątkowych z obecnych 36,5 do 37-38 proc. Z drugiej strony TUV obniży koszty ubezpieczeń ponoszone przez duże podmioty, a tym samym rynek może się nieznacznie skurczyć. Z PZU będą mogły rywalizować pozostałe towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych, jednak ich szanse są niewielkie – większość ubezpiecza tylko specyficzne ryzyko lub ma zagranicznego właściciela. W następnej kolejności PZUW zamierza ubezpieczać szpitale i samorządy, gdzie również będzie na preferowanej pozycji.

Likwidacja OFE napędzi sektor TFI

Zmiany w systemie emerytalnym będą miały wpływ na cały sektor finansowy – od ubezpieczycieli po TFI.

Adam Czerniak, *główny ekonomista*

Oszczędności akcyjne OFE trafią na IKE. Zgodnie z programem budowy kapitału na przełomie roku 2017 i 2018 OFE zostaną zlikwidowane, a powszechne towarzystwa emerytalne (PTE) przekształcone w towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI). Przejmą one portfele akcji należące do OFE, przy czym zapisy każdego oszczędzającego w dawnych funduszach zostaną przeniesione na jego indywidualne konto emerytalne (nowe IKE). Tym samym po reformie oszczędności te staną się prywatną własnością obywateli w ramach III filaru systemu emerytalnego, a nie jak dotychczas własnością publiczną w ramach II filaru. Aktywa nieakcyjne OFE, stanowiące jedną czwartą ich obecnej wartości, trafią do Funduszu Rezerwy Demograficznej.

103 mld zł rozejdzie się po sektorze finansowym. Większość dużych instytucji finansowych prowadzących PTE ma w swojej grupie kapitałowej także TFI – dotyczy to m.in. Nationale Nederlanden, BZ WBK, MetLife czy PZU. Bezpośrednio po likwidacji OFE w tych grupach będą zatem działały dwa TFI, które zostaną szybko połączone. Jednorazowy napływ 103 mld zł do sektora pobudzi konkurencję o oszczędności emerytalne – nowe IKE zaczną oferować towarzystwa inwestycyjne, które nie mają obecnie własnych PTE jak Quercus TFI, ale także banki, które w ten sposób będą chciały przyciągnąć długoterminowe oszczędności.

Wzrośnie rentowność TFI. PTE musiały spełniać określone wymogi (m.in. płać na Fundusz Gwarancyjny, wysyłać papierowe listy do oszczędzających, utrzymywać rzeczownika ubezpieczonych), co podnosiło koszty ich działalności. Dla TFI zwiększenie portfela aktywów o środki z OFE nie będzie oznaczało wzrostu kosztów, bo będą mogły wykorzystać do prowadzenia IKE te same strategie inwestycyjne co przy zwykłych funduszach. Zakładając, że maksymalne opłaty za zarządzanie IKE powinny być zbliżone do tych, jakie obecnie mogą pobierać PTE (0,6 proc.), wzrośnie rentowność z zarządzania oszczędnościami emerytalnymi. Skłoni to kolejne instytucje do oferowania IKE.

GPW pozostanie pod presją. Początkowo portfele IKE będą bardzo ryzykowne, bo składać się będą wyłącznie z akcji. Z tego powodu zarządzające nimi instytucje będą chciały jak najszybciej zastąpić je bezpieczniejszymi obligacjami. Groziłoby to jednak gwałtowną wyprzedażą na GPW, dlatego rząd wprowadzi wymóg utrzymania określonego udziału akcji w oszczędnościach emerytalnych, który będzie stopniowo zmniejszany w ciągu ok. 10 lat. Zakładając, że zarządzający będą chcieli zbić udział akcji poniżej 50 proc., rocznie na rynek będą trafiać papiery o wartości 3-4 mld zł. Nie oznacza to jednak znacznego pogorszenia perspektyw dla GPW – w obecnym systemie PTE również muszą upłynniać akcje za kilka miliardów złotych rocznie, by mieć środki na transfery do ZUS.

Dodatkowe dochody dla ubezpieczycieli. Po przejściu na emeryturę oszczędzający będzie mógł wypłacić z IKE nie więcej niż 25 proc. środków – pozostałe trafią obowiązkowo do ubezpieczycieli, którzy będą wypłacać oszczędzającemu dożywotnią rentę skalkulowaną na podstawie otrzymanego kapitału i oczekiwanej długości życia. Oznacza to, że ubezpieczyciele będą mogli zarobić na wypłacie świadczeń emerytalnych z IKE. Aby jednak nie proponowali zbyt wysokich opłat, będą musieli konkurować z ZUS, który również będzie oferował możliwość wypłaty świadczeń emerytalnych z IKE po stosunkowo niskiej cenie.

NASZYM ZDANIEM

Proponowany wariant likwidacji OFE nie jest szkodliwy dla sektora finansowego – nie oznacza wzrostu podaży akcji ani strat dla instytucji zarządzających oszczędnościami emerytalnymi. Możliwe nawet, że na rozwiązaniu zarobią TFI, banki i ubezpieczyciele. Warunkiem powodzenia reformy będzie przekonanie Polaków, że środki przesunięte z OFE do IKE staną się ich własnością. Jeżeli dostatecznie dużo osób będzie dobrowolnie odkładać dodatkowe pieniądze w IKE i aktywnie zarządzać swoimi oszczędnościami emerytalnymi, to przyszłym rządowi będzie bardzo trudno dokonać transferu oszczędności emerytalnych z powrotem do sektora finansów publicznych.

Wydarzenia i wskaźniki w sierpniu

W sierpniu większość notowanych na GPW banków opublikuje wyniki finansowe. GUS poda dane o PKB Polski w II kwartale.

	OCZEKIWANIA	NASZE PROGNOZY	OSTATNIA WARTOŚĆ
3 sierpnia Bank Pekao - zysk netto za II kwartał	626,8 mln zł		573,4 mln zł
ING Bank Śląski - zysk netto za II kwartał			269,2 mln zł
Indeks PMI dla usług w strefie euro w lipcu	52,7		52
4 sierpnia Idea Bank - zysk netto za II kwartał			61 mln zł
Decyzja Banku Anglii o wysokości stóp procentowych	0,25		0,5
9 sierpnia Posiedzenie KNF			
11 sierpnia Alior Bank - zysk netto za II kwartał	80,8 mln zł		80,1 mln zł
12 sierpnia BPH - zysk netto za II kwartał			(485) mln zł
PKB w strefie euro w II kwartale	1,6		1,7
Inflacja CPI w Polsce w lipcu			-0,8
16 sierpnia Inflacja bazowa w Polsce w lipcu			
18 sierpnia BOŚ - zysk netto za II kwartał			(12,9) mln zł
Raiffeisen Polbank - zysk netto za II kwartał			(10,1) mln zł
Sprzedaż detaliczna w Polsce w lipcu			
19 sierpnia Koniunktura konsumencka w Polsce w lipcu			
24 sierpnia PZU - zysk netto za II kwartał	698,8 mln zł		468 mln zł
PKB w Niemczech w II kwartale			1,3
28 sierpnia KRUK - zysk netto za II kwartał	63,8 mln zł		60,9 mln zł
29 sierpnia PKO BP - zysk netto za II kwartał	831,5 mln zł		638,6 mln zł
30 sierpnia Posiedzenie KNF			
PKB w Polsce w II kwartale		3,6	3
31 sierpnia Getin Noble Bank - zysk netto za II kwartał	14,4 mln zł		(18,3) mln zł
Citi Handlowy - zysk netto za II kwartał	179,9 mln zł		104,4 mln zł
BGŻ BNP Paribas - zysk netto za II kwartał			31,3 mln zł



Adam Czerniak
główny ekonomista
(+48) 22 436 73 15
a.czerniak@politykainsight.pl



Piotr Sobolewski
analityk ds. sektora finansowego
(+48) 22 436 73 16
p.sobolewski@politykainsight.pl



Wiedza szyta na miarę

Polityka Insight oferuje usługi analityczne na zamówienie. Nasi eksperci zbadają interesujący Cię temat i odpowiedzą na Twoje pytania.

Więcej na: www.research.politykainsight.pl



PREZENTACJE TEMATYCZNE

Briefujemy zarządy firm i banków na temat sytuacji politycznej, perspektyw gospodarczych i otoczenia regulacyjnego.



ANALIZY I RAPORTY

Wykonujemy badania ilościowe i jakościowe, zawsze zorientowane na użyteczność dla zamawiającego. Przygotowujemy kilkunastuściowe analizy.



SPOTKANIA EKSPERCKIE

Wspólnie z partnerami organizujemy okrągłe stoły lub śniadania eksperckie na wybrany temat – ze starannie dobranymi uczestnikami.