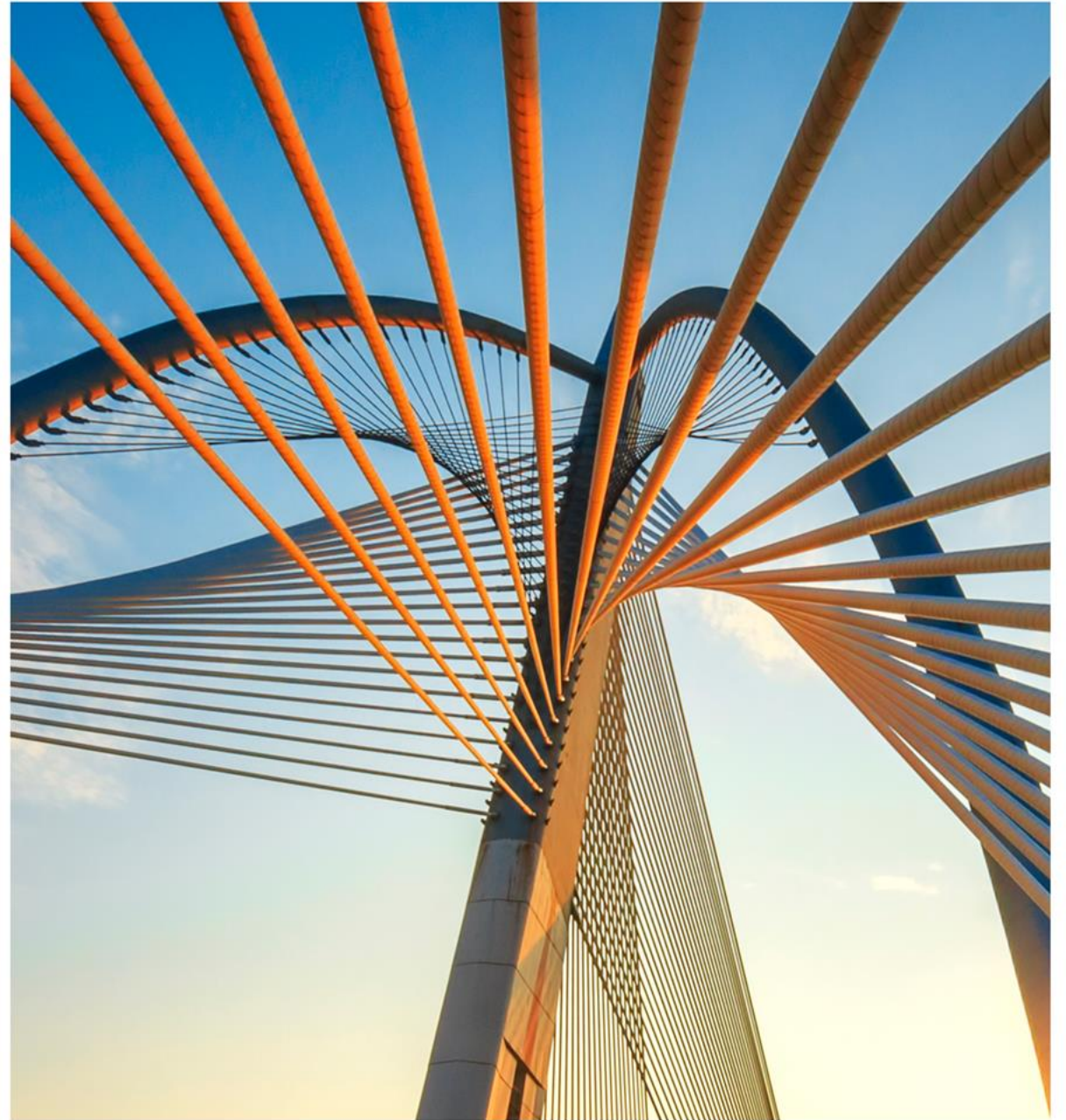


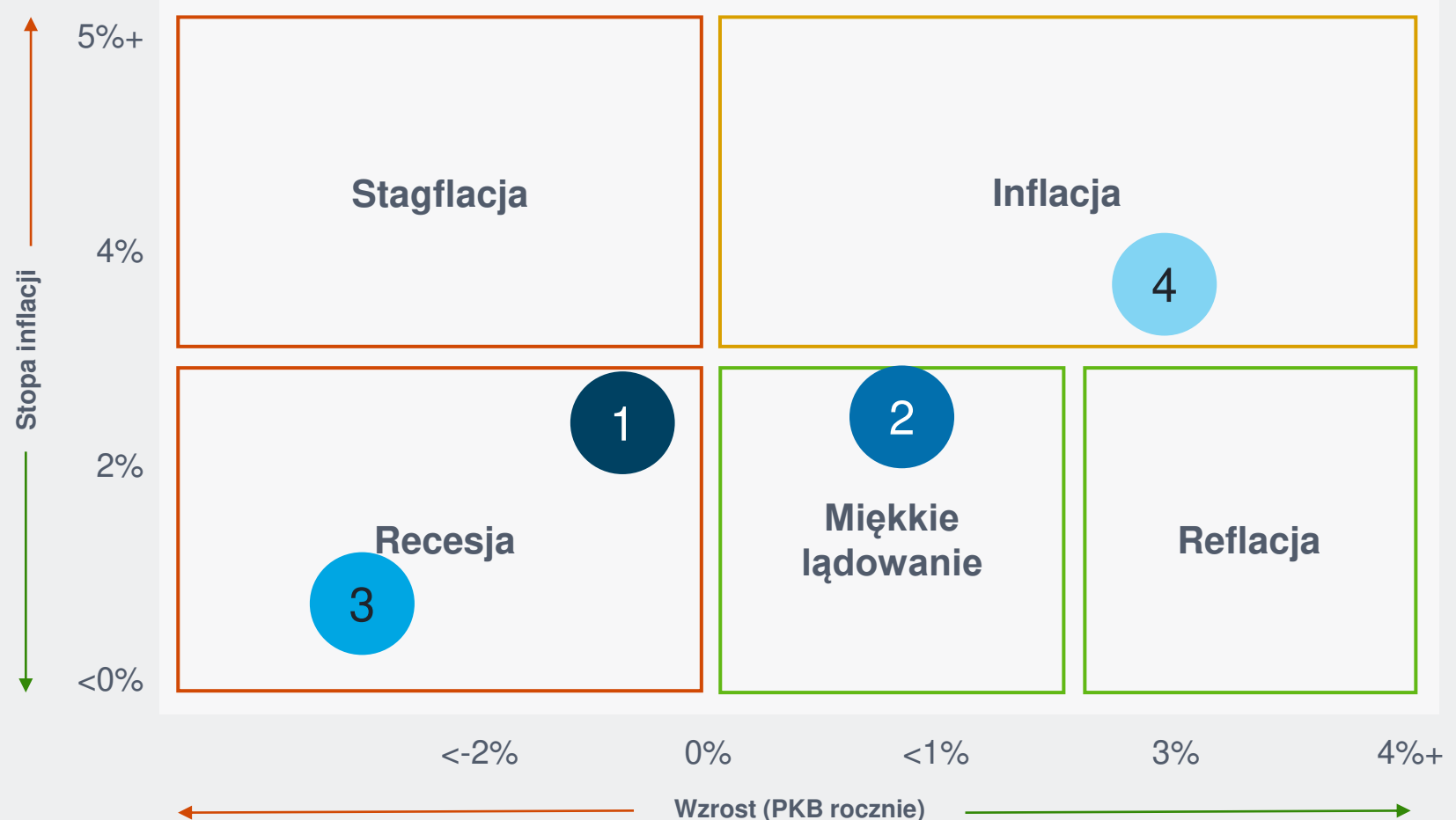


Perspektywy na 2024 r.
Inwestycje oparte na badaniach



Cztery scenariusze dla rynków rozwiniętych w 2024 r.

Scenariusz 1: Recesja cykliczna	60%
Scenariusz 2: Miękkie lądowanie	20%
Scenariusz 3: Recesja w bilansie	10%
Scenariusz 4: Brak lądowania	10%



Uwaga: Stopa inflacji mierzona indeksem US Core Personal Consumption Expenditures Price. Wzrost według PKB USA w ujęciu rocznym. Źródło: Fidelity International, październik 2023 r., Inflacja: proces trwałego wzrostu ogólnego poziomu cen w gospodarce; Stagflacja: zjawisko makroekonomiczne, kiedy w tym samym czasie występuje inflacja oraz stagnacja gospodarcza; Recesja: spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego powodujące spadek produktu krajowego brutto; Reflacja: zwiększanie skali inflacji będące reakcją na kształtowanie się cen poniżej kosztów produkcji; Miękkie lądowanie: umiarkowane spowolnienie gospodarcze po okresie wzrostu

Jak mogą przebiegać te scenariusze

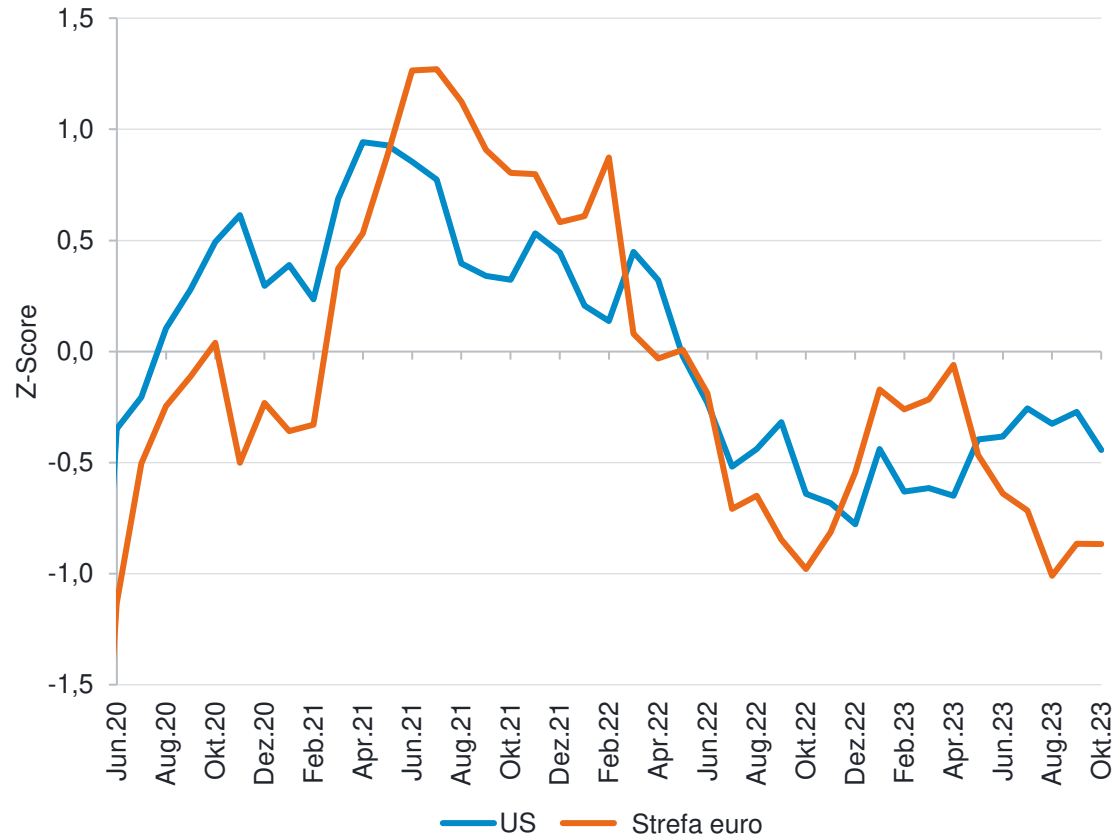
	Wzrost	Inflacja	Polityka monetarna	Polityka fiskalna
Scenariusz 1: Recesja cykliczna 60%	UMIARKOWANA RECESJA Gospodarki rynków rozwiniętych zaczynają się kurczyć, po czym następuje ożywienie w 2024 r./na początku 2025 r. Asynchroniczne ramy czasowe dla różnych regionów (najpierw EA/UK, później USA)	RECESJA PRZYWRACA INFLACJĘ DO CELU Po okresie lepkości inflacja bazowa spada z powrotem do celu z powodu szkód po stronie popytu w gospodarce	WYŻEJ PRZEZ DŁUŻSZY CZAS, A NASTĘPNIE PIVOT Lepkość inflacji zmusza banki centralne do pozostawiania za krzywą szkód makroekonomicznych. Zaczynają one obniżać stopy dopiero wtedy, gdy rynek pracy definitywnie się załamie. Realne stopy procentowe spadają	POSTAWA NEUTRALNA Brak większych zmian w polityce fiskalnej
Scenariusz 2: Miękkie lądowanie 20%	SPOWOLNIENIE NIEZNACZNIE PONIŻEJ TRENDU Wzrost w głównych gospodarkach ustabilizował się na poziomie (lub nieco poniżej) trendu	POWRÓT DO CELU Dezinflacja przywraca inflację bazową do celu; brak większych dodatkowych wstrząsów dla głównego wskaźnika	POWRÓT DO NEUTRALNOŚCI Banki centralne zaczynają obniżać stopy procentowe, wracając do historycznych poziomów implikowanych stóp neutralnych	POSTAWA NEUTRALNA Brak większych zmian w polityce fiskalnej
Scenariusz 3: Recesja w bilansie 10%	GŁĘBOKA RECESJA Na rynkach rozwiniętych i w niektórych gospodarkach rynków wschodzących obserwowana jest głęboka i długotrwała recesja, która potrwa do końca roku, ponieważ poważne cykle niewypłacalności utrzymują się w przedsiębiorstwach, a wrażliwe państwa również znajdują się pod presją	ODWRÓCENIE TRENDÓW INFLACYJNYCH Inflacja odwraca się w miarę zmniejszania zadłużenia	GWALTOWNE RUCHY KLUCZOWYCH BANKÓW CENTRALNYCH Banki centralne zbyt długo utrzymują wyższe stopy procentowe i zbyt późno dokonują zmian. Nierówna transmisja polityki pieniężnej nieumyślnie wywala delewarowanie	OGRANICZONY BODZIEC Polityka fiskalna zaczyna działać, gdy wyniki wzrostu stają się bardzo dotkliwe, chociaż polityka pieniężna nadal będzie stanowić główną blokadę
Scenariusz 4: Brak lądowania 10%	CIĄGŁA ODPORNOŚĆ Odporność wzrostu w USA utrzymuje się, a obecne spowolnienie w Europie odwraca się	LEPKA INFLACJA POWYŻEJ CELU Po początkowej dezinflacji inflacja bazowa pozostaje sztywna, oscylując 1-2 punkty procentowe powyżej celów banku centralnego.	WYŻSZE NA DŁUŻEJ Przy prężnym wzroście i psychologicznych bliźnach po doświadczeniach z 2021 r., decydenci Fed nadal podnoszą stopy procentowe. Spóźniona akceptacja faktu, że stopa neutralna (R*) wzrosła	OD NEUTRALNEGO DO LEKKO RESTRYKCYJNEGO Podzielone władze w Waszyngtonie odsuwa dodatkowe bodźce - kontrola Kongresu przez GOP wprowadziłaby powolny negatywny opór. W Europie, gospodarki peryferyjne zmuszone są do wycofywania się ze względu na ujemną dynamikę zadłużenia

Źródło: Fidelity International, październik 2023 r., Dezinflacja: proces spowolnienia tempa wzrostu poziomu cen, bez spadku bezwzględnego poziomu cen; Delewarowanie: obniżenie poziomu dźwigni finansowej; Stopa neutralna (R*): przy której wzrost gospodarczy pozostaje na poziomie potencjału, a inflacja na poziomie celu

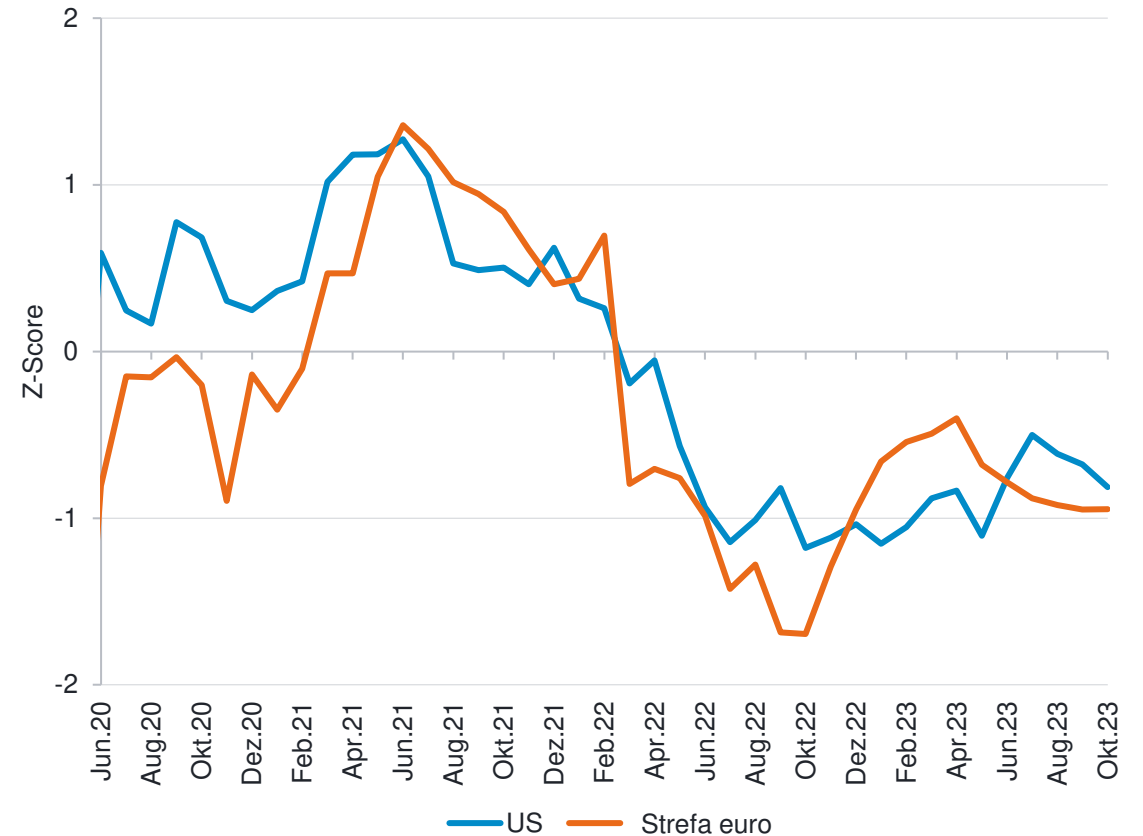
Scenariusz bazowy - dlaczego spodziewamy się cyklicznej recesji

Wskaźniki aktywności biznesowej wskazują na spowolnienie w 2024 r.

Monitor aktywności bieżącej



Monitor aktywności w przyszłości

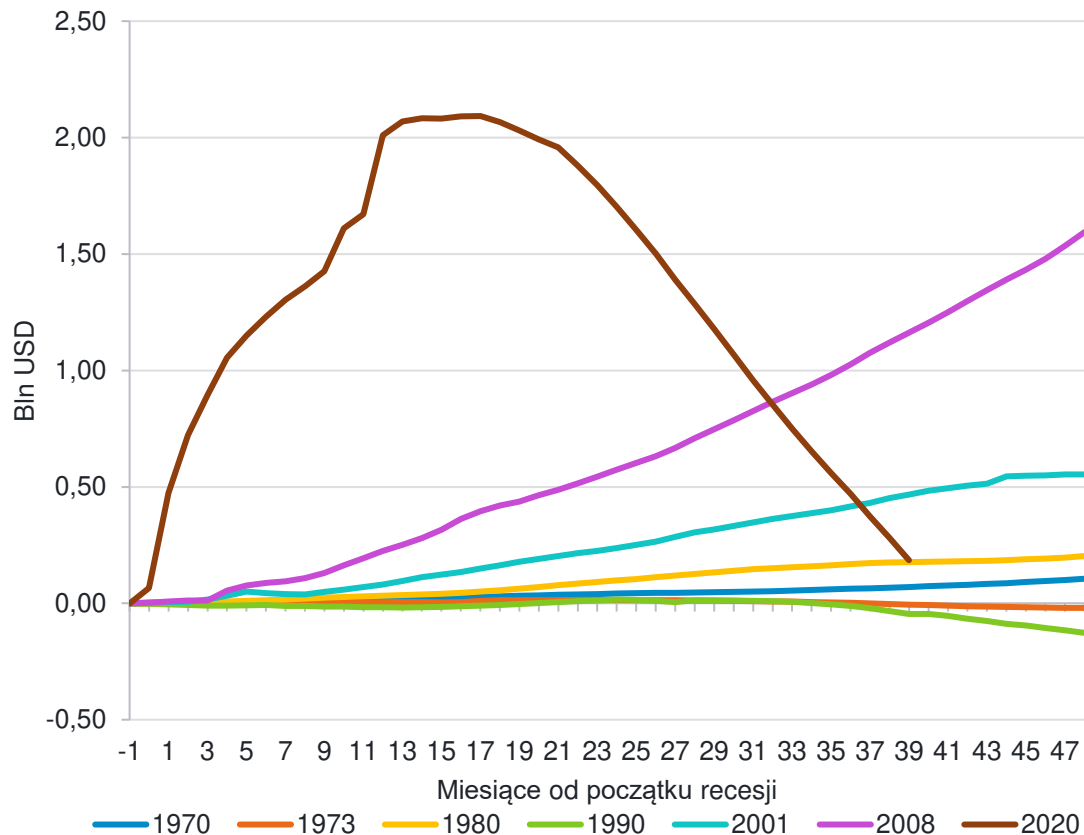


Źródło: Fidelity International, obliczenia FIL Global Macro Team, Refinitiv Datastream, październik 2023 r.

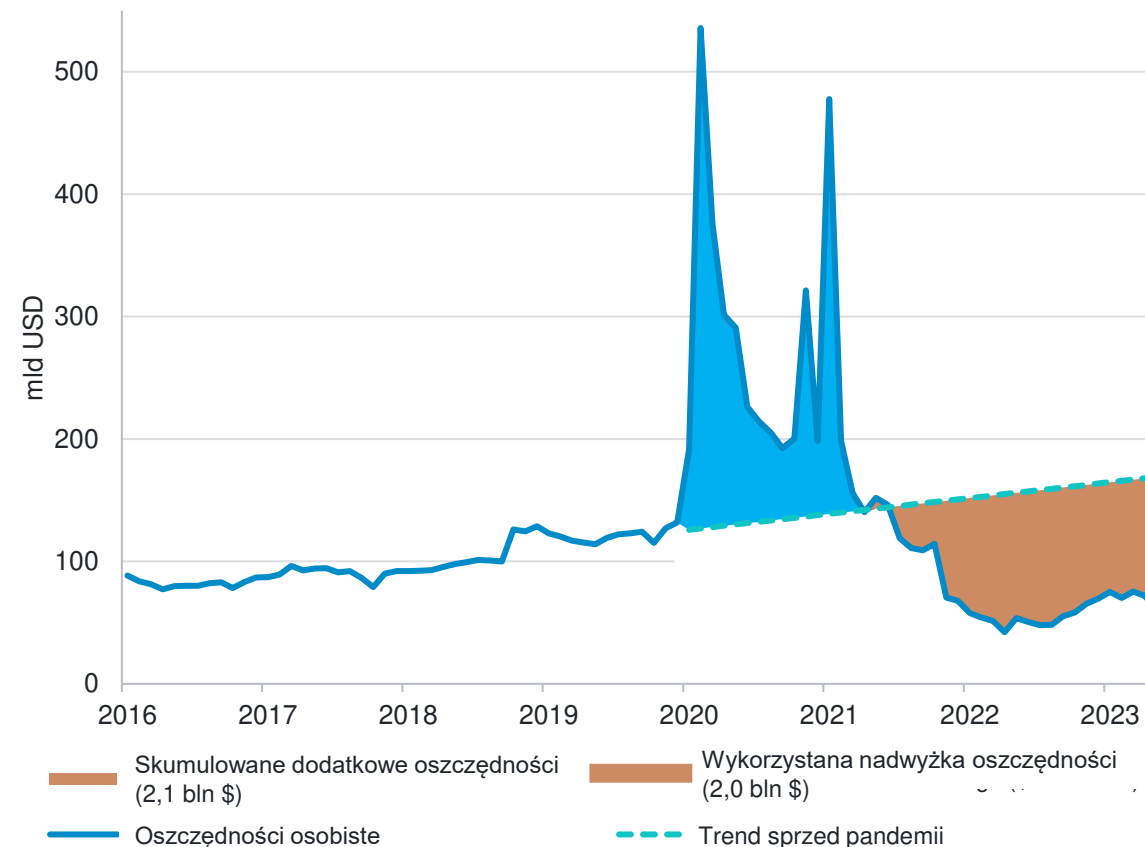
Oszczędności powstałe w czasie pandemii wyczerpały się

Perspektywa spowolnienia aktywności konsumentów źle wróży

Zagregowana nadwyżka oszczędności po rozpoczęciu recesji



Zagregowane oszczędności osobiste w porównaniu z trendem sprzed pandemii

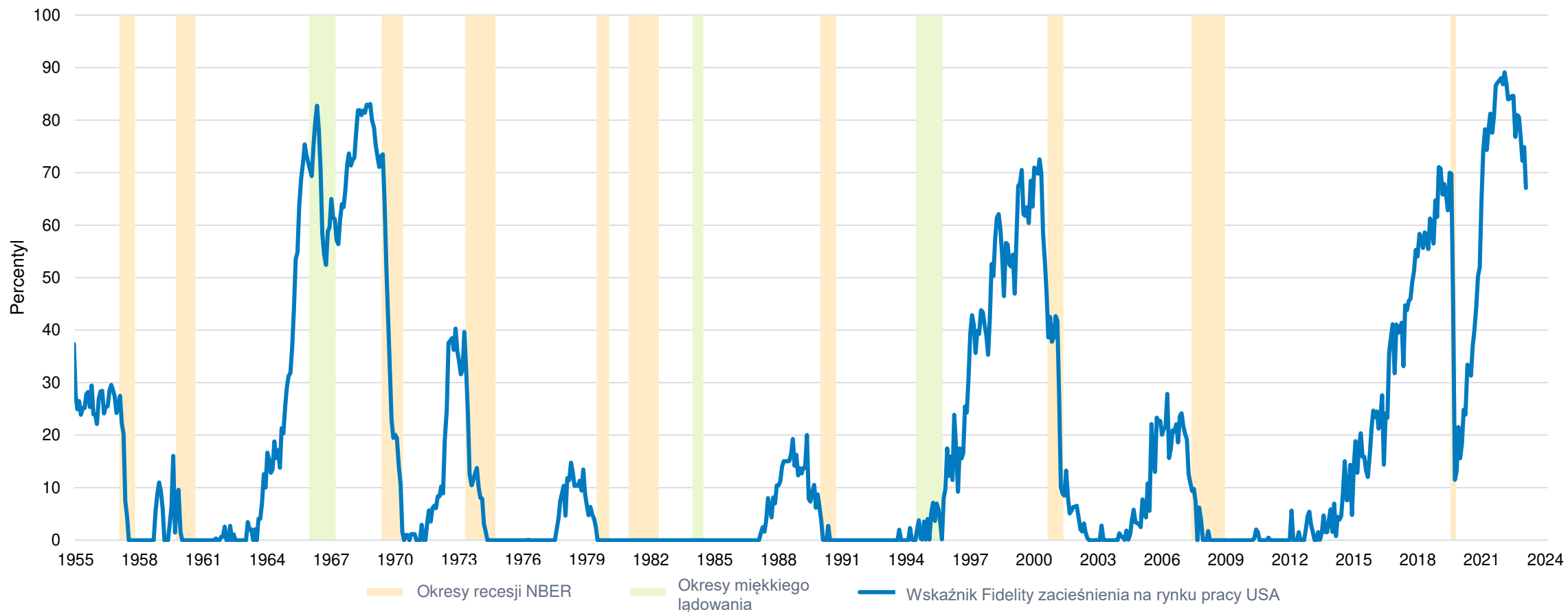


Uwaga: Nadwyżka oszczędności obliczona jako skumulowana różnica między rzeczywistymi oszczędnościami osobistymi a trendem wynikającym z danych dla 48 miesięcy poprzedzających pierwszy miesiąc każdej recesji, zgodnie z definicją Narodowego Biura Badań Ekonomicznych. Dla uproszczenia połączono dwie recesje z początku lat 80-tych.

Źródło: Fidelity International, obliczenia personelu FRBSF, BEA, wrzesień 2023 r.

Nasz indeks zacieśnienia rynku pracy w końcu wykazuje oznaki złagodzenia

Historia pokazuje, że recesje mają tendencję do następowania po pierwszym spadku

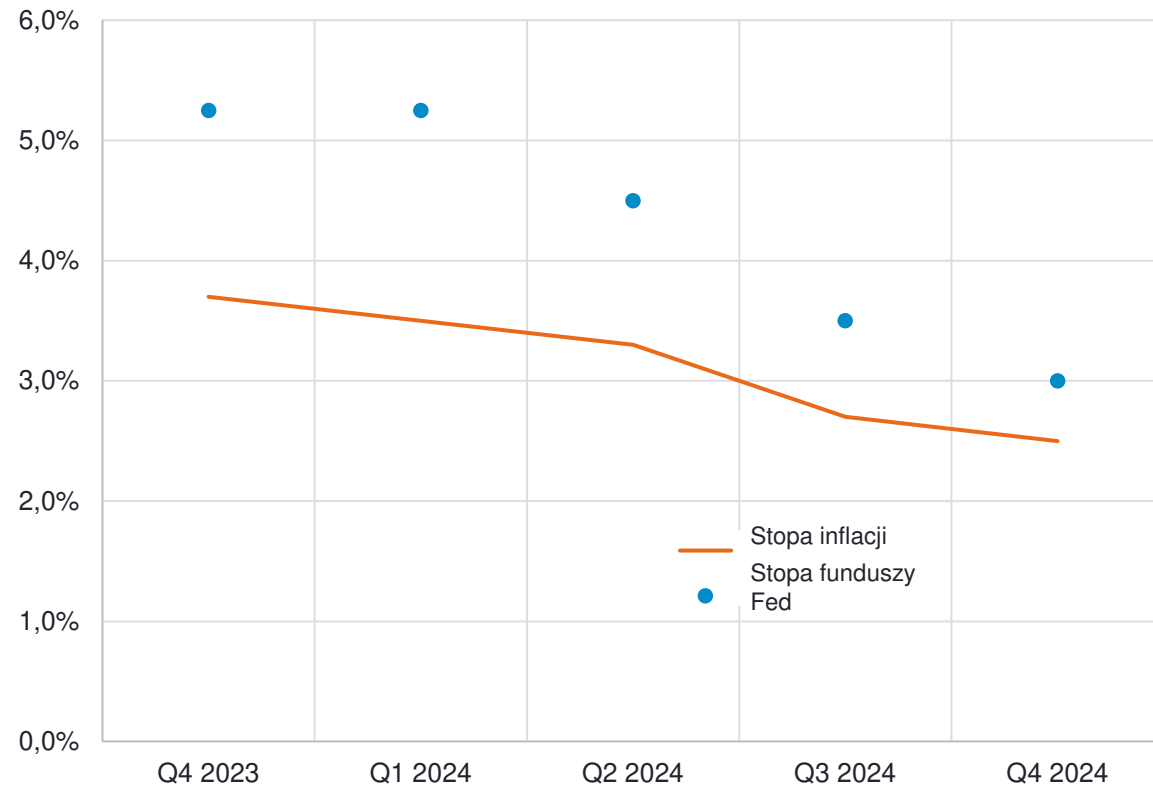


Źródło: Fidelity International, obliczenia FIL Global Macro Team, Haver Analytics, październik 2023 r., Recesja NBER (National Bureau of Economic Research): znaczny spadek aktywności gospodarczej w całej gospodarce, trwający dłużej niż kilka miesięcy, zwykle widoczny w produkcji, zatrudnieniu, realnym dochodzie i innych wskaźnikach.

Scenariusz 1: Cykliczna recesja - szansa się utrzymuje

Główny pogląd 60% prawdopodobieństwa

Recesja oznacza powrót inflacji do celu - stopy spadają po pęknięciach na rynku pracy

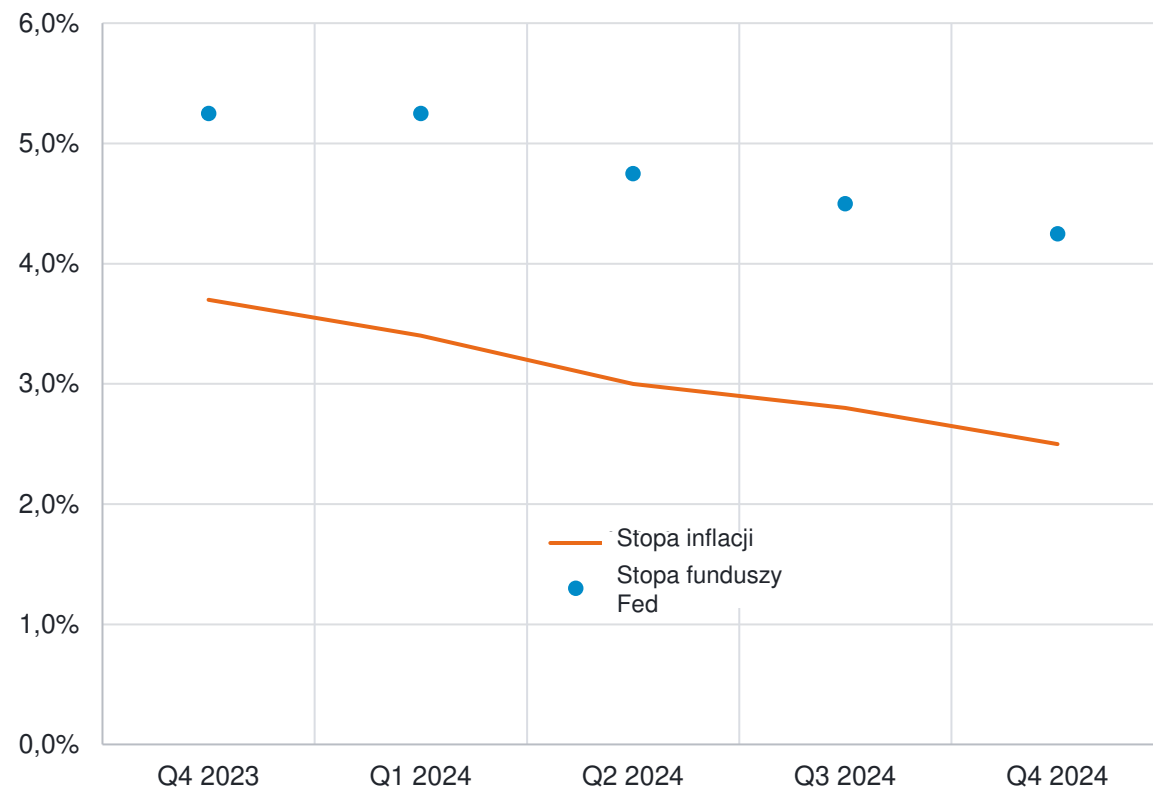


Uwaga: Stopa inflacji mierzona indeksem cen bazowych wydatków na konsumpcję osobistą w USA. Wzrost według PKB USA w ujęciu rocznym. Źródło: Fidelity International, październik 2023 r..

Scenariusz 2: Miękkie lądowanie - podejście risk on

Prawdopodobieństwo: 20%

Inflacja z powrotem na poziomie docelowym; stopy z powrotem neutralne

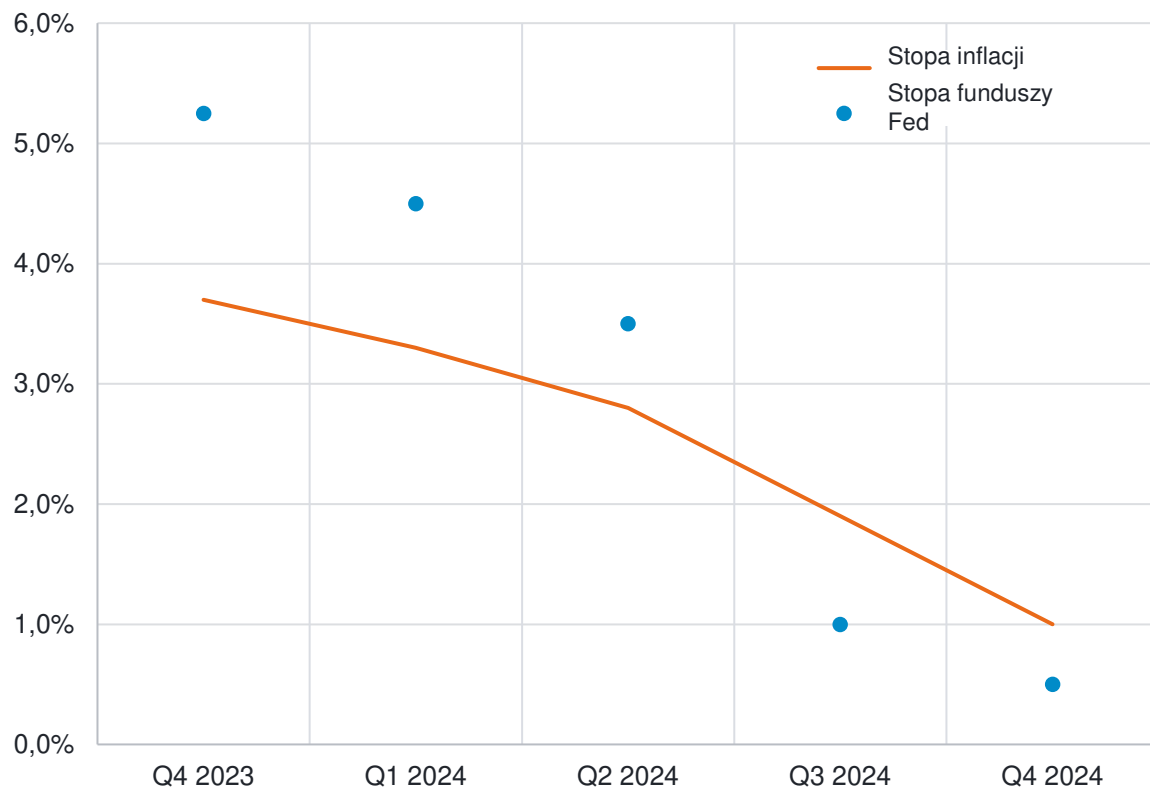


Uwaga: Stopa inflacji mierzona indeksem cen bazowych wydatków na konsumpcję osobistą w USA. Wzrost według PKB USA w ujęciu rocznym. Źródło: Fidelity International, październik 2023 r.

Scenariusz 3: Recesja bilansowa – podejście risk off

Prawdopodobieństwo: 10%

Odwroćenie trendów inflacyjnych; gwałtowne zwroty ze strony banków centralnych

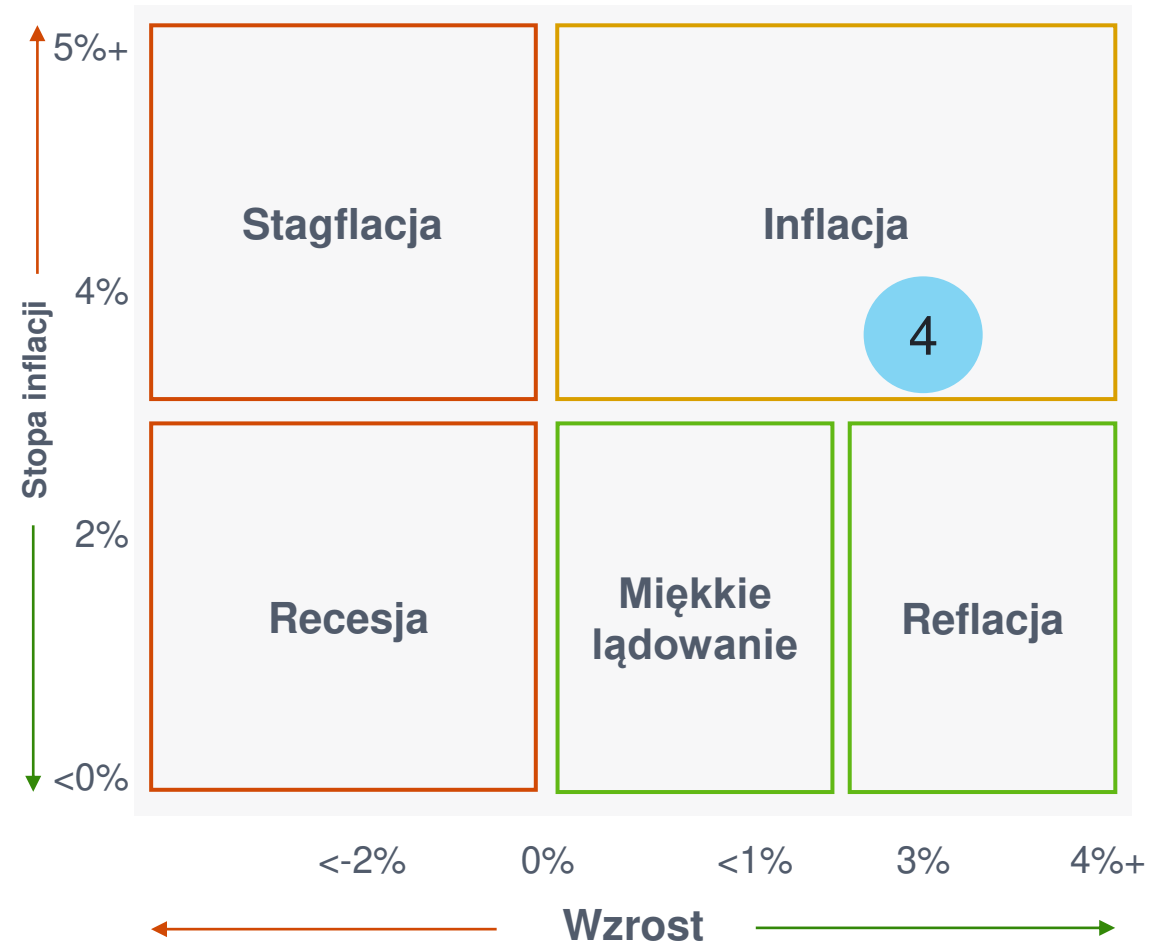
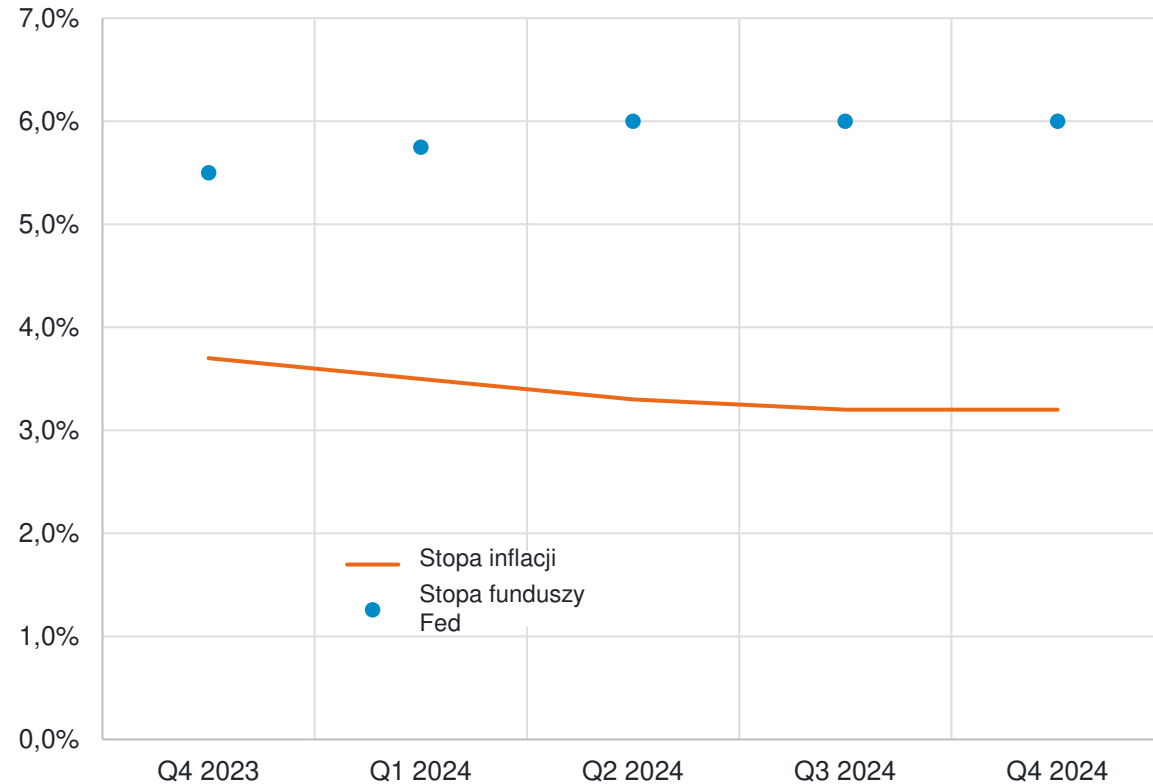


Uwaga: Stopa inflacji mierzona indeksem cen bazowych wydatków na konsumpcję osobistą w USA. Wzrost według PKB USA w ujęciu rocznym. Źródło: Fidelity International, październik 2023 r.

Scenariusz 4: Brak lądowania - wyższe stopy przez jeszcze dłuższy czas

Prawdopodobieństwo: 10%

Stopy procentowe „wyższe na dłużej” przy utrzymującej się lepiej inflacji



Uwaga: Stopa inflacji mierzona indeksem cen bazowych wydatków na konsumpcję osobistą w USA. Wzrost według PKB USA w ujęciu rocznym. Źródło: Fidelity International, październik 2023 r.

Trzy scenariusze dla Chin w 2024 roku

	Wzrost	Inflacja	Polityka monetarna	Polityka fiskalna
Scenariusz 1: Kontrolowana stabilizacja 65%	Tempo ożywienia stopniowo nabiera rozpędu, któremu nadal przewodzi poziom konsumpcji. Popyt zewnętrzny stopniowo maleje, ale presja na pogorszenie wyników częściowo zostanie zniwelowana przez poprawę popytu krajowego. Wzrost stabilizuje się zgodnie z wyznaczonym przez rząd celem.	Początkowo następuje odbicie wskaźników CPI i PPI w wyniku ożywienia popytu krajowego. Inflacja stabilizuje się nieco poniżej celu w średnim terminie.	Stopniowe łagodzenie polityki w celu koordynacji z bodźcami ze strony polityki fiskalnej, Bank Ludowy Chin (PBoC) stopniowo obniża zarówno stopy referencyjne, jak i stopy rezerw obowiązkowych, aby obniżyć koszty finansowania i zapewnić znaczne wsparcie płynności.	Decydenci wprowadzają plany proaktywnego łagodzenia i zmniejszania ryzyka w celu rozwiązania problemów strukturalnych w sektorach samorządowym, nieruchomości i bankowym.
Scenariusz 2: Poważne spowolnienie 25%	Gospodarka stoi w obliczu poważniejszych trudności związanych z krajowymi problemami strukturalnymi i spowolnieniem na rynkach rozwiniętych. Jeśli napięcia na rynkach finansowych rozprzestrzenią się, wskaźnik ufności prywatnej i konsumenckiej może wolno powracać, a wzrost pozostanie znacznie poniżej potencjału.	Zarówno wskaźnik CPI, jak i PPI stopniowo przechodzą do poziomu deflacji znacznie poniżej wyznaczonych przez rząd celów.	Łagodzenie polityki odbywa się małymi krokami i z ograniczonym skutkiem.	Decydenci powoli wprowadzają dostateczne wsparcie fiskalne dla wzrostu gospodarczego.
Scenariusz 3: Reflacja 10%	Ożywienie ma coraz szerszy zakres i nabiera rozpędu wraz z polityką o bardziej gołębiem nastawieniu. Sektor nieruchomości zyskuje przewagę dzięki silnemu wsparciu polityki. Początkowy impuls jest silny, ale rodzi więcej problemów związanych z zadłużeniem w przyszłości. Możliwe jest, że wzrost odbije powyżej celu.	Zarówno wskaźnik CPI, jak i PPI ulegają ożywieniu i nabierają dynamiki dzięki silnemu popytowi krajowemu, który odbija się, osiągając lub przekraczając rządowy cel.	PBoC coraz agresywniej łagodzi politykę pieniężną, sukcesywnie obniżając stopę referencyjną i stopę rezerw obowiązkowych. System jest zalewany płynnością dostosowując się do ponownego wzrostu zadłużenia w szerokim zakresie.	Decydenci wprost ratują zagrożone samorządy lokalne i firmy z sektora nieruchomości, co prowadzi do ponownego optymizmu w zakresie ponownego zwiększania zadłużenia.

Źródło: Fidelity International, październik 2023 r., CPI (Consumer Price Index): wskaźnik średnich ważonych cen towarów i usług nabywanych przez przeciętne gospodarstwo domowe; PPI (Producer Price Index): Wskaźnik cen dóbr produkcyjnych, jeden z głównych mierników poziomu inflacji,

Multi Asset: Nasze najlepsze pomysły na początek 2024 roku

	Akcje USA: Rozmiar ma znaczenie	Styl: Preferuj jakość	Powiązane z inflacją: zachowaj realny obraz	Szukaj wartości	Pojawiły się możliwości
Scenariusz 1: Recesja cykliczna 60%	++ Średnie spółki z USA -- Małe spółki z USA	++ Defensywne EM: Indie, Asean ++ Wyselekcjonowane obligacje z EM	++ Akcje o „niskiej zmienności”, „wysokiej jakości” + Obligacje IG, rządowe -- Instrumenty kredytowe o niskiej jakości	++ Wszystkie obligacje skarbowe USA	++ Płynne instrumenty alternatywne: Odnawialne źródła energii/Infrastruktura ++ Materiały przejściowe (np. miedź, uran) ++ Akcje chińskich spółek konsumenckich
Scenariusz 2: Miękkie lądowanie 20%	++ Średnie spółki z USA	++ Cykliczne z EM: Azja Północna, LatAm ++ Dług w walutach lokalnych z EM	++ Instrumenty kredytowe o wysokiej jakości HY - Obligacje rządowe	+ Powiązane z inflacją	++ Akcje chińskich spółek konsumenckich
Scenariusz 3: Recesja w bilansie 10%	-- Małe spółki z USA	++ Obligacje skarbowe USA, IG z EM + Wysokiej jakości zabezpieczony dług państwowy z EM	++ Akcje o „niskiej zmienności”, „wysokiej jakości” ++ Obligacje rządowe -- Instrumenty kredytowe o niskiej jakości	++ Obligacje w ujęciu nominalnym	++ Japoński jen
Scenariusz 4: Brak lądowania 10%	++ Średnie spółki z USA -- Duże spółki z USA/wzrostowe	++ Cykliczne z EM: Azja Północna, LatAm ++ Wyselekcjonowane waluty z EM	++ obligacje HY -- Obligacje rządowe	++ Powiązane z inflacją -- Obligacje w ujęciu nominalnym	++ Materiały przejściowe (np. miedź, uran) ++ Akcje chińskich spółek konsumenckich ++ Europejskie i japońskie banki

Uwagi: "+" oznacza pozytywny pogląd; "-" oznacza negatywny; odzwierciedla obecną pozycję dla każdego scenariusza na początku 2024 r.

Źródło: Fidelity International, październik 2023 r.; EM (Emerging Markets): rynki wschodzące; Obligacje IG (Investment Grade): obligacje korporacyjne, które otrzymały rating kredytowy powyżej określonego poziomu od głównych agencji ratingowych obligacji; HY (High Yield): obligacje o względnie wysokiej rentowności, ale i o podwyższonym ryzyku.

Alokacja aktywów w skrócie

	Akcje	Obligacje	Niepubliczne instrumenty kredytowe	Nieruchomości
Scenariusz 1: Recesja cykliczna 60%	<p>Unikaj spółek finansowych, nieruchomości i surowców.</p> <p>Obligacje stanowią najlepsze miejsce do ukrycia się.</p> <p>Wcześnie wykonuj ruchy obronne.</p>	<p>Obligacje powiązane z inflacją o średnim duration.</p> <p>Fundusze rynku pieniężnego.</p> <p>Przejdźcie na obligacje nominalne pod koniec roku (wraz ze spadkiem stóp procentowych).</p>	<p>Stabilne podejście do kredytów uprzywilejowanych i bezpośrednich. Nie wymagające dużych nakładów inwestycyjnych, niecykliczne instrumenty kredytowe z dobrą perspektywą zysków. Firmy z bazą klientów składającą się z przedsiębiorstw, a nie konsumentów, np. opieka zdrowotna lub oprogramowanie dla usług biznesowych.</p>	<p>Ryzykowny scenariusz Goldilocks dla biur i logistyki.</p> <p>Zrównoważone budynki, gdy najemcy szukają aktywów, które będą pasować do wartości firmowych.</p> <p>Rynek poszukiwaczy aktywów: muszą wybrać *właściwe* aktywa, a nie tylko jakiegokolwiek aktywa.</p>
Scenariusz 2: Miękkie lądowanie 20%	<p>Spółki finansowe i sprzedawcy detaliczni, surowce, rynki wschodzące.</p> <p>Aprecjacja jena czyni Japonię atrakcyjną, szczególnie jeśli chodzi o akcje spółek konsumenckich.</p>	<p>Jakościowe instrumenty IG powinny być kluczowe ale ciągły wzrost oferuje możliwość przejścia na dług o wyższej rentowności. Zachowaj selektywność.</p>	<p>Senioralne zabezpieczone pożyczki z koncentracją na posiadających niższy rating cyklicznych papierach kredytowych. Strukturyzowane instrumenty kredytowe z ratingiem BB.</p> <p>Podejście risk-on do pożyczek bezpośrednich, z bardziej agresywnym spojrzeniem na dźwignię finansową i cenę.</p>	<p>Biura, szczególnie w takich lokalizacjach jak Frankfurt czy Luksemburg, gdzie poziom pustostanów jest niski.</p> <p>Zrównoważone budynki.</p> <p>Wielka Brytania atrakcyjna ze względu na szybką przecenę.</p>
Scenariusz 3: Recesja w bilansie 10%	<p>Proxy obligacji: przedsiębiorstwa użyteczności publicznej, dobra podstawowe, ochrona zdrowia.</p> <p>Pozytywne nastawienie do europejskich spółek cyklicznych, np. przemysłowych i finansowych. Japonia (umocnienie jena); amerykańskie małe spółki. Wysokiej jakości spółki wypłacające dywidendę.</p>	<p>Kupuj duration.</p> <p>Waluty "bezpiecznej przystani", takie jak USD.</p>	<p>Strukturyzowane transe instrumentów kredytowych IG.</p> <p>Dług z tytułu sytuacji specjalnych i w trudnej sytuacji.</p> <p>Wysoko oceniane, nisko lewarowane uprzywilejowane pożyczki zabezpieczone i pożyczki bezpośrednie.</p>	<p>Główne podmioty z długimi umowami najmu (domy opieki, supermarkety).</p> <p>Logistyka jest nadal atrakcyjna, biorąc pod uwagę, jak ograniczona jest podaż.</p> <p>Zrównoważone budynki, ponieważ najemcy szukają oszczędności w kosztach energii.</p>
Scenariusz 4: Brak lądowania 10%	<p>Regiony zależne od chińskiego wzrostu, takie jak Europa, Niemcy i Japonia.</p> <p>Europejcy eksporterzy (zamiast spółek krajowych).</p> <p>Stany Zjednoczone: wybieraj spółki o silnej pozycji cenowej i dobrze ustrukturyzowanych bilansach, np. koleje.</p>	<p>Ci, którzy utrzymują duration, będą narażeni na straty, jeśli stopy procentowe wzrosną.</p> <p>Fundusze rynku pieniężnego.</p>	<p>Wykorzystanie produktów o zmiennym oprocentowaniu do podejścia defensywnego.</p> <p>Instrumenty kredytowe o niższej dźwigni finansowej, które mogą przynieść wyższe koszty na klientów.</p> <p>Cykliczne pozycje w zakresie kredytów strukturyzowanych i pożyczek lewarowanych.</p>	<p>Zrezygnuj z ryzyka i skoncentruj się na podstawowych spółkach z długoterminową perspektywą leasingu.</p> <p>Skryształowanie stóp zwrotu po zakończeniu cyklu.</p> <p>Potencjalne możliwości zakupu w trudnej sytuacji.</p>

Źródło: Fidelity International, październik 2023 r., Duration: mierzy wrażliwość ceny obligacji na zmiany stóp procentowych

Ogólny widok

Jak zdaniem naszych analityków ich sektory poradzą sobie w różnych scenariuszach?

	Dobra konsumpcyjne	Dobra podstawowe	Energia	Finanse	Ochrona zdrowia	Przemysł	IT	Materiały	Tele-komunikacja	Użyteczność publiczna	Nie-ruchomości
Recesja w bilansie	↓	↑	↓	↓	↓	↓	↓	↓	—	↑	↑
Recesja cykliczna	↓	↑	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	—	—
Miękkie lądowanie	↑	—	—	↓	—	↑	—	↑	—	—	—
Brak lądowania	↑	—	↑	—	—	—	↑	↑	—	↓	—

- ▲ Silny negatywny wpływ
- ▲ Umiarkowanie negatywny wpływ
- Brak wyraźnego kierunku
- ▼ Umiarkowanie pozytywny wpływ
- ▼ Silny pozytywny wpływ

Uwaga: Strzałki w górę wskazują, że większość odpowiedzi w sektorze sugeruje pozytywny wpływ, a kolor tła wskazuje siłę tych odpowiedzi. Na przykład, większość analityków z sektora dóbr podstawowych odpowiedziała, że cykliczna recesja będzie miała pozytywny wpływ na ich sektor. Strzałka w dół wskazuje negatywny wpływ, a odcień czerwieni odzwierciedla siłę odpowiedzi. Neutralny/bez zmian "-" ma jasnoszare tło i wskazuje na brak wyraźnego kierunku. Źródło: Ankieta Fidelity International Analyst Survey, październik 2023 r.

Ważne informacje

Informacji tych nie wolno powielać ani rozpowszechniać bez uprzedniej zgody.

Wyniki historyczne nie stanowią wskaźnika ich przyszłego poziomu

Fidelity oferuje wyłącznie informacje o produktach i usługach i nie świadczy usług doradztwa inwestycyjnego w oparciu o indywidualne okoliczności, z wyjątkiem sytuacji, gdy zostało to wyraźnie określone przez odpowiednio upoważnioną firmę w formalnej komunikacji z klientem.

Inwestorzy powinni również pamiętać, że wyrażone poglądy mogą nie być już aktualne i mogły już zostać wykorzystane przez firmę Fidelity. Badania i analizy wykorzystane w tym dokumencie zostały zebrane przez firmę Fidelity na potrzeby jej działalności jako zarządzającego inwestycjami i mogły już zostać wykorzystane do jej własnych celów. Niniejszy materiał został stworzony przez Fidelity International.

Fidelity International odnosi się do grupy spółek tworzących globalną organizację zarządzania inwestycjami, która dostarcza informacji o produktach i usługach w wyznaczonych jurysdykcjach poza Ameryką Północną. Niniejszy komunikat nie jest skierowany do osób przebywających na terenie Stanów Zjednoczonych i nie może być przez nie wykorzystywany, a poza tym jest skierowany wyłącznie do osób przebywających w jurysdykcjach, w których odpowiednie fundusze są dopuszczone do dystrybucji lub w których takie dopuszczenie nie jest wymagane.

Niniejszy dokument może zawierać materiały pochodzące od osób trzecich, które są dostarczane przez firmy niepowiązane z żadnym podmiotem Fidelity (Treści osób trzecich). Firma Fidelity nie była zaangażowana w przygotowanie, przyjęcie lub edycję takich materiałów stron trzecich i nie popiera ani nie zatwierdza takich treści w sposób wyraźny lub dorozumiany.

O ile nie stwierdzono inaczej, wszystkie produkty i usługi są dostarczane przez Fidelity International, a wszystkie wyrażone poglądy są poglądami Fidelity International. Fidelity, Fidelity International, logo Fidelity International i symbol F są zarejestrowanymi znakami towarowymi FIL Limited.

Polska: Niniejszy materiał nie stanowi rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Żadne oświadczenia i deklaracje zawarte w niniejszym dokumencie nie są prawnie wiążące dla Fidelity ani dla odbiorcy i nie stanowią oferty w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Zalecamy uzyskanie szczegółowych informacji przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej. Inwestycje powinny być dokonywane na podstawie aktualnego prospektu (w języku angielskim i polskim) oraz dokumentu KIID (Kluczowe Informacje dla Inwestorów) i Informacji Dodatkowych dla Inwestorów, dostępnych w językach angielskim i polskim wraz z aktualnymi raportami rocznymi i półrocznymi bezpłatnie za pośrednictwem strony internetowej <https://www.fidelityinternational.com>, u naszych dystrybutorów, w naszym Europejskim Centrum Obsługi w Luksemburgu oraz w przedstawicielstwie funduszu w Polsce. Wydany przez FIL (Luxembourg) S.A., autoryzowany i nadzorowany przez CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier).

ED23-238, MKAT11889

MKAT11951