



La consommation est-elle à l'abri des crises boursières?

L'impact de la bourse sur la consommation des ménages est-il aussi faible que ce que la plupart des études récentes suggèrent?

Plusieurs éléments permettent d'en douter, notamment en cas de crise boursière.

L'un des éléments marquants de la décennie des années nonante est sans nul doute la performance fulgurante des bourses occidentales, lesquelles ont atteint à l'aube de l'an 2000 des sommets des deux côtés de l'Atlantique. A titre illustratif, entre janvier 1990 et décembre 1999, les niveaux de l'indice Standard & Poor's 500 et de l'indice composite du Nasdaq¹ ont été multipliés respectivement par 4 et 9. Depuis lors, les indices boursiers sur les places financières occidentales n'ont cessé de chuter, entraînés au départ par les révisions à la baisse de l'impact des nouvelles technologies sur l'activité économique réelle². Au cours de la période de décembre 1999 et juillet 2002, ces deux mêmes indices ont chuté de respectivement 16 % et 27 % en moyenne par an et en termes réels (cf. tableau 1), soit

Tableau 1 :
Croissance annuelle moyenne des indices boursiers et du PIB (% , volume)

	73-00	81-90	91-00	95-00	98-99	00-02	
ÉTATS-UNIS	Nasdaq	15,5	12,4	27,0	32,6	39,3	-26,5
	S&P 500	10,8	13,0	16,2	20,9	17,3	-15,9
	PIB	3,2	3,2	3,4	4,0	4,5	1,3
BELGIQUE	74-00	81-90	91-00	95-00	98-99	00-02	
	BEL20	14,0	23,1	13,7	17,7	26,9	-14,4
PIB	2,5	1,9	2,1	2,7	2,6	1,1	

Source : Thomson Financial Datastream, Institut des Comptes Nationaux.

¹ Un indice boursier est construit comme une moyenne pondérée des cours boursiers des plus fortes capitalisations d'une ou plusieurs places boursières et reflète donc l'évolution globale du marché. Le Standard & Poor's 500 reprend les 500 plus importantes capitalisations américaines (en majorité cotées à Wall Street), l'indice composite du Nasdaq concerne les 100 plus importantes firmes cotées sur le National Association of Securities Dealers Automated Quotations System (NASDAQ), qui reprend principalement des valeurs technologiques, et le BEL20 reprend les 20 plus importantes entreprises cotées à la Bourse de Bruxelles.

² Voir, à ce propos, Bodart et Boucekine (2002), Regards Economiques, n°3.

une baisse de respectivement 42 % et 71 % sur l'ensemble de cette période. Bien qu'intervenue plus tôt, une tendance similaire a été observée au niveau du BEL 20.

Cette forte correction boursière préoccupe décideurs et économistes, car dans un contexte de ralentissement économique, nombreux sont ceux qui craignent que la crise boursière n'entraîne l'économie américaine, et par là même la plupart des économies occidentales, dans une récession. La principale inquiétude réside dans la réaction des ménages à la crise boursière : le patrimoine des ménages américains étant composé à plus d'un tiers d'actions, dans quelle mesure la déprime actuelle des cours boursiers affectera leur comportement de consommation ? Cette question est cruciale dans la mesure où ce sont les dépenses des ménages qui ont soutenu la croissance économique américaine au cours des dernières années. En Belgique, une inquiétude similaire existe, même si la situation patrimoniale des ménages belges est très différente de celle des américains³.

Quel est l'impact potentiel des fluctuations boursières sur les dépenses de consommation des ménages ? Après un bref rappel des liens théoriques entre bourse et consommation, nous présenterons les résultats des études menées sur le sujet aux Etats-Unis et en Belgique. Nous discuterons d'abord des analyses portant sur l'impact de la richesse détenue sous forme d'actions sur la consommation privée, puis de celles mesurant les liens entre fluctuations boursières et moral des ménages.

Liens théoriques entre bourse et consommation des ménages

D'un point de vue théorique, les dépenses de consommation des ménages sont déterminées par le revenu courant des ménages, leur richesse et leurs anticipations au sujet de leurs revenus futurs. L'impact potentiel de l'évolution des cours boursiers sur les dépenses des ménages se situe au niveau de ces deux dernières composantes. Dans le premier cas, lorsque les cours boursiers montent, la valeur des actions détenues par les ménages augmente. Plus riches, les ménages vont alors accroître leurs dépenses : c'est ce qu'on appelle *l'effet richesse*.

L'effet des anticipations joue, quant à lui, au niveau de la perception qu'ont les ménages des développements économiques futurs : si une personne pense perdre son emploi demain, elle va épargner plus aujourd'hui, et vice versa. Du fait de la présence grandissante des marchés financiers dans « la vie de tous les jours » et de la plus grande diffusion de l'information boursière (tous les journaux télévisés présentent désormais les résultats boursiers du jour), les ménages pourraient prendre en compte les évolutions boursières récentes pour déterminer leurs anticipations sur les évolutions économiques futures. Ainsi, la Bourse affecterait l'ensemble des ménages, *même lorsque ceux-ci ne possèdent aucune action d'entreprises*. Toute crise boursière augmenterait alors le sentiment d'insécurité à moyen terme et amènerait les ménages à être plus prudents en matière de dépenses, quelles que soient la composition et l'importance de leur portefeuille financier.

Consommation des ménages et richesse boursière

Un premier groupe de travaux, portant essentiellement sur les Etats-Unis, analyse comment les évolutions de la richesse boursière des ménages influencent leur comportement de consommation. Ils s'attachent donc principalement à mesurer l'effet richesse. En effet, on estime que l'envolée des cours boursiers a permis

³ Voir par exemple l'intervention récente de Monsieur Vandeputte, administrateur délégué de la Fédération des Entreprises de Belgique (FEB), dans l'édition du journal l'Echo du 2 juillet 2002, ou encore Van Den Houte (2002).

... *Consommation des ménages et richesse boursière*

d'augmenter la valeur du patrimoine mobilier des ménages de plus de 3000 milliards de dollars entre 1997 et 1999. Rapportée à un patrimoine total estimé à 42 000 milliards de dollars environ en 1999, cette augmentation est loin d'être mineure.

Une première étude⁴ montre pourtant que l'impact du patrimoine boursier sur la consommation des ménages américains est faible, voire nul : en moyenne, une augmentation de 1 dollar américain de la richesse boursière des ménages aurait un impact d'au maximum 4 cents sur la consommation. Ainsi, l'envolée des cours boursiers entre 1997 et 1999 n'aurait soutenu la croissance de la consommation qu'à hauteur de 0,2 à 0,3 point de croissance chaque année, ce qui n'est pas négligeable, mais reste faible par rapport aux 5 % de croissance annuelle de la consommation américaine enregistrés pendant cette période. Par ailleurs, les auteurs montrent que le lien entre la richesse financière et les dépenses de consommation est très instable dans le temps; toute extrapolation des tendances passées à d'éventuels développements futurs doit donc être effectuée avec d'innombrables précautions.

Une deuxième étude⁵ exploite des données pour un ensemble de pays développés, dont les Etats-Unis et la Belgique. Les auteurs tentent de quantifier l'importance de deux effets de richesse sur la consommation : d'une part, l'impact de l'évolution des cours boursiers, de l'autre, celui des fluctuations des prix de l'immobilier. Là encore, les résultats sont assez décevants. Tout d'abord, les résultats ne sont pas très robustes et sont notamment sensibles à la modélisation utilisée. Bien que ceci limite la portée de l'étude, il semble que globalement la richesse provenant des fluctuations boursières ait un impact très limité sur les dépenses des ménages. En revanche, la richesse provenant de la détention d'un patrimoine immobilier soutiendrait de manière beaucoup plus importante les dépenses de consommation. Ce résultat est valable tant aux Etats-Unis qu'en Belgique. Pour cette dernière, ce n'est guère surprenant, dans la mesure où la part des actions dans le patrimoine des ménages belges est beaucoup moins importante que de l'autre côté de l'Atlantique (voir tableau 2). Par ailleurs, les pensions sont très lar-

Tableau 2 :
Composition de la richesse financière des ménages (% , prix courants)

	1992	1995	2000	
ÉTATS-UNIS	Dépôts	18,7	15,3	13,2
	Instruments à rendements fixes	9,8	8,9	6,3
	Actions cotées	20,8	24,6	31,2
	Fonds communs de placements	27,9	30,0	30,2
	Autres	22,8	21,2	19,1
	Total	100	100	100
BELGIQUE	Dépôts	28,7	28,9	25,4
	Instruments à rendements fixes	33,7	29,9	20,9
	Actions cotées	4,9	5,1	10,7
	Fonds communs de placements	6,5	8,8	14,8
	Autres	26,2	27,3	28,2
	Total	100	100	100

Source : Board of Governors of the Federal Reserve, Banque Nationale de Belgique.

⁴ Voir Ludvigson et Steindel (1999).

⁵ Voir Case et al. (2001).

... Consommation des ménages et richesse boursière

gement constituées par les cotisations en Belgique, alors qu'aux Etats-Unis elles sont capitalisées via des fonds de pensions (ou Mutual Funds)⁶. La très faible indexation des pensions par capitalisation sur les cours boursiers en Belgique devrait également diminuer l'impact potentiel de la Bourse sur le comportement de consommation dans notre pays.

Il n'en reste pas moins qu'au regard de l'importance des gains boursiers aux Etats-Unis par rapport au patrimoine détenu par les ménages, il est surprenant de constater que les résultats sur données américaines soient si minces. Ces maigres résultats sont en partie liés à la difficulté d'estimer la richesse effective des ménages pour les comptes nationaux. Ils peuvent également se justifier par la structure de leur patrimoine (cf. tableaux 2 et 3). En effet, même si en moyenne 30 % du patrimoine des ménages américains est détenu sous forme d'actions cotées en bourse, il semblerait que l'essentiel des actions soit la propriété d'un petit nombre de ménages. Comme le montre le tableau 3, près de 20 % des ménages américains détiennent plus de 97 % des actions en circulation alors que près de 30 % du patrimoine immobilier est détenu par 80 % des ménages américains. Cette répartition inégale du patrimoine financier entre les ménages américains est l'argument principal de ceux qui ont tendance à considérer l'effet « bourse » sur la consommation comme négligeable. Dans la mesure où les crises boursières n'affectent que le patrimoine d'un petit nombre de personnes, pourquoi la consommation globale devrait-elle baisser ?

Tableau 3 :
Répartition des actifs détenus par les ménages américains en 1999 (en %)

% des détenteurs	Actions sauf fonds de pension	Total des actions	Autres types d'actifs financiers	Immobilier
1re tranche de 10 %	91,2	86,2	72,2	50,7
2ème tranche des 10 %	7,2	9,8	13,9	20,1
80 % des ménages restants	1,6	4,0	14,0	29,2
Total par catégorie	100	100	100	100

Source : Poterba (2000).

La bourse, un déterminant du moral des ménages ?

Une autre manière d'analyser l'impact de la bourse sur la consommation est de considérer que les fluctuations boursières pourraient influencer un autre déterminant du choix de consommation des ménages : leur moral. En effet, les dépenses de consommation des ménages dépendent de deux facteurs : la capacité des ménages à dépenser (leur revenu, leur richesse), mais aussi leur volonté de dépenser⁷. Ainsi, un ménage n'augmentera pas ses dépenses quand son revenu augmente s'il anticipe qu'il risque de perdre son emploi dans les prochains mois. Les économistes tentent de mesurer cette composante « volonté » grâce à ce qu'on appelle communément les « indicateurs de confiance des consommateurs ». Ces indicateurs sont construits sur la base d'enquêtes d'opinions, dans le cadre desquelles un échantillon représentatif de ménages doit donner son avis sur la situation économique, sa situation financière, le marché de l'emploi, etc. Ces ques-

⁶ La majorité de ces fonds sont placés sur les marchés boursiers.

⁷ Voir Katona (1975).



... La bourse, un déterminant du moral des ménages ?

tions portent tant sur les évolutions passées que futures ; l'indicateur de confiance est alors la moyenne des réponses obtenues auprès d'un panel de ménages. Mesure de leur moral, il indique donc comment les ménages perçoivent l'évolution de leur revenu, de leur richesse, et quelles sont leurs anticipations pour les prochains mois⁸.

A notre connaissance, très peu de travaux ont étudié l'impact de la bourse sur le moral des ménages. Une première étude a été menée par la Banque des Règlements Internationaux, qui, dans son rapport annuel 2000, insiste sur l'impact potentiel des fluctuations boursières sur la confiance des ménages. Une seconde étude plus approfondie a été menée par Beltran et Durré (2002) pour les Etats-Unis et la Belgique, sur une période allant du début des années 80 à la fin de l'année 2001. Leur premier résultat indique que les déterminants économiques de l'indicateur de confiance dit "du Michigan", qui mesure le moral des ménages américains, varient dans le temps; il est donc dangereux d'analyser à partir d'un même schéma les évolutions de l'indicateur de confiance aujourd'hui et celles des années 80. Ce constat est également valable pour la Belgique.

Ainsi, aux Etats-Unis, les fluctuations de l'indicateur de confiance suivaient principalement le cycle économique et les évolutions du chômage pendant les années 80. A ces deux éléments sont venues s'ajouter, au cours des années 90, les évolutions du revenu du travail et des cours boursiers. Ainsi, les estimations font ressortir que, toutes choses étant égales par ailleurs, une augmentation de 5 % des cours boursiers en termes réels entraîne une hausse de 1 point de l'indicateur de confiance des ménages américains à long terme.

Ce résultat semble donc indiquer que l'impact de la bourse sur la consommation pourrait être plus important qu'estimé dans les études citées auparavant. L'impact reste cependant limité, dans la mesure où les évolutions boursières ne constituent certainement pas le principal déterminant du moral des ménages. En effet, les évolutions du revenu courant et du chômage sont beaucoup plus cruciales aux yeux des ménages américains. Ainsi, sur les 40 points que l'indicateur de confiance du Michigan a perdus au cours de la période 2000-2002, les fluctuations des cours boursiers n'en expliquent qu'un peu moins d'un quart. Or, l'histoire nous montre que ces différentes variables n'évoluent pas systématiquement en même temps et dans le même sens. Il est donc possible qu'à certaines périodes, la bonne tenue du revenu des ménages compense l'impact négatif des variations du chômage et des cours boursiers.

Quant à l'indicateur belge de confiance des consommateurs, ses évolutions au cours des années 90 suivent principalement celles du cycle économique belge, et plus largement celles du chômage. Les mouvements boursiers ne semblent donc pas affecter le moral des ménages belges. Ce résultat est d'ailleurs conforme à celui de travaux antérieurs⁹, où les auteurs montrent que l'information contenue dans l'indicateur de confiance pour prévoir les dépenses de consommation en Belgique est la même que l'information contenue dans le taux de chômage.

⁸ Plusieurs articles montrent que l'indicateur de confiance permet d'expliquer une part non négligeable des évolutions futures de la consommation. Voir Bram et Ludvigson (1999) ainsi que Caroll et al. (1995) pour les Etats-Unis, Dor et Durré (1998) et Lebrun (1999) pour la Belgique. Pour mémoire, la corrélation entre l'indicateur de confiance du Michigan (respectivement de la BNB) et la croissance annuelle des dépenses de consommation s'élève à 73 % aux Etats-Unis (respectivement 70 % en Belgique).

⁹ Voir Dor et Durré (1998).

**Bourse et consommation :
un lien sous-estimé?**

Les travaux présentés aboutissent tous à la même conclusion : l'impact des évolutions boursières sur la consommation des ménages américains semble relativement faible. En Belgique, il est clair que, les ménages belges détenant une proportion beaucoup plus faible de valeurs mobilières, l'effet de richesse devrait être moins fort qu'aux Etats-Unis. Les travaux confirment qu'il est probablement très faible. Par contre, on aurait pu s'attendre à ce que la plus grande présence de l'information boursière dans la vie de tous les jours ait eu un impact sur leur moral; l'étude de Beltran et Durré (2002) montre qu'il n'en est rien.

Doit-on en conclure que la consommation est à l'abri des crises boursières, tant en Belgique qu'aux Etats-Unis ? Cela nous semble hâtif. En effet, il faut toujours garder à l'esprit qu'une estimation statistique nous indique quelle est la relation entre deux variables *en moyenne* et *par le passé*, ce qui n'exclut pas des impacts plus élevés dans le futur. De ce point de vue, plusieurs éléments nous laissent penser qu'il faut relativiser l'état actuel des résultats empiriques.

D'une part, la composition du patrimoine des ménages, tant américains que belges, s'est sensiblement modifiée au cours des dernières années. Ainsi, la part des actions dans le patrimoine financier des ménages a sensiblement augmenté en quelques années. Aux Etats-Unis, le poids des actions est passé de 20 % à 31 % en huit ans, comme le montre le tableau 2, alors que quelques années auparavant il n'était encore que de 14 %. Parallèlement la part du patrimoine immobilier est restée relativement stable depuis la fin des années 80¹⁰. En Belgique, le poids des actions a doublé entre 1995 et 2000 pour se situer actuellement à 11 % du patrimoine financier (cf. tableau 2).

D'autre part, le sentiment selon lequel l'investissement en actions est le fait seulement de quelques ménages risque également d'être remis en question à terme. Comme le souligne Shiller (2000), plusieurs changements favorisant les investissements en actions sont intervenus aux Etats-Unis depuis la fin des années quatre-vingt : modification de la nature des plans de pension, forte diminution des coûts sur les transactions boursières, etc... De plus, une fiscalité plus favorable a été mise en place dans les années nonante pour encourager les participations directes. Tout ceci a eu pour conséquence d'augmenter à la fois le nombre d'intervenants sur le marché et le volume des transactions¹¹. À titre d'exemple, à la fin de 1998, on enregistrait 3173 fonds de pension de plus qu'en 1982 (soit une augmentation moyenne de 200 fonds par an). Parallèlement, le nombre de comptes ouverts auprès de ces derniers a bondi à 120 millions en 1998 contre seulement 6 millions de comptes en 1982.

Ces modifications structurelles du patrimoine des ménages, en Belgique comme aux Etats-Unis, ont sans nul doute accru le rôle de la bourse dans le comportement de consommation des ménages. Ceci expliquerait l'évolution dans les relations estimées au cours du temps¹². Malheureusement, ces changements profonds dans la structure du patrimoine sont récents; nous manquons donc de recul pour pouvoir estimer correctement leur impact sur le comportement des consommateurs.

Par ailleurs, un autre élément, plus ponctuel, pourrait expliquer que l'impact de la bourse sur les dépenses des ménages soit supérieur à ce que prédisent les estimations dans le cadre de la crise boursière actuelle : c'est le phénomène de "choc

¹⁰ Voir Goodhart et Hofmann (2001).

¹¹ Le total des actions vendues sur le nombre total d'actions (turnover) est passé de 88 % en 1990 à 221 % en 1999 sur le marché américain.

¹² Voir en particulier Ludvigson et Steindel (1999) ainsi que Beltran et Durré (2002).

**... Bourse et consommation :
un lien sous-estimé?**

psychologique". De ce point de vue, un certain parallélisme avec la période 1990-91 n'est pas superflu. En effet, au moment de la guerre du Golfe, le moral des ménages américains avait fortement reculé suite au déclenchement de la guerre contre l'Irak, puis s'était stabilisé à un niveau historiquement faible. Une récession courte due à la contraction des dépenses de consommation et une reprise peu vigoureuse avaient suivi. Les raisons du recul du moral des ménages à cette époque ne sont pas claires. Une explication convaincante, avancée par Blanchard (1993), est que la guerre du Golfe a été un choc psychologique important incitant les ménages américains à réévaluer plus objectivement leur situation personnelle (surendettement, perspectives économiques futures, etc.). On pourrait alors craindre que la durée ainsi que l'ampleur de la déprime boursière actuelle (d'environ 26 mois à la fin juillet 2002) aient le même effet aujourd'hui. En effet, l'endettement des ménages américains a atteint des niveaux records. La crise boursière pourrait alors amener les ménages américains à prendre conscience de la fragilité de leur situation financière et donc à restreindre leurs dépenses. Le recul marqué de l'indicateur de confiance des consommateurs au mois de juillet, alors qu'aucun de ses déterminants principaux ne s'est inscrit fortement en baisse, vient soutenir cette thèse. Si un tel scénario se réalisait, la reprise tant attendue de l'économie américaine interviendrait plus tardivement et serait moins vigoureuse qu'anticipée actuellement.

Quant à la Belgique, aucun élément empirique n'indique que les ménages belges sont influencés par les fluctuations boursières. Bien sûr, la possibilité d'un choc psychologique similaire à celui suggéré aux Etats-Unis ne peut être totalement écartée, mais cela semble peu probable, notamment au regard de la faible pénétration des actions dans le patrimoine des ménages belges. D'ailleurs, malgré le climat d'incertitudes actuel quant à la reprise économique, l'indicateur de confiance de la Banque Nationale de Belgique est resté remarquablement stable depuis le début de l'année. Le principal risque pour l'économie belge, par rapport à la crise boursière, résiderait alors dans l'importation de la récession américaine via le commerce extérieur.

*Helena Beltran-Lopez est aspirante
du FNRS et chercheuse à l'IRES et
au CORE.*

*Alain Durré est chercheur à l'IRES
et au LABORES-CNRS (France).*

Contact: durre@ires.ucl.ac.be,
beltran@core.ucl.ac.be

*Helena Beltran-Lopez
Alain Durré*

Bibliographie

Bank for International Settlements, 2001. *71st Annual Report*, 107-8.

Beltran-Lopez, H., Durré A., 2002. Stock Market and Households Confidence. *Mimeo*. CORE-IRES-UCL.

Blanchard, O., 1993. Consumption and the Recession of 1990-1991. *American Economic Review*, Vol.83(2), 270-9.

... **Bibliographie**

- Bodart, V. et Boucekkine, R. (2002). « Nouvelle Economie »: mythe ou réalité? *Regards Économiques*, n°3.
- Bram, J., Ludvigson, S., 1998. Does Consumer Confidence Forecast Household Expenditure? A Sentiment Index Horse Race. Federal Reserve Board of New York, *Economic Policy Review*, 59-78.
- Campbell, J.Y., Cochrane, J.H., 1999. By Force of Habit : A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior. *Journal of Political Economy*. Vol. 107, 205-51.
- Carroll, Ch., Fuhrer, J.C., Wilcox, D.W., 1994. Does Consumer Sentiment Forecast Household Spending ? If, So, Why ? *American Economic Review*, Vol.84(5), 1397-1408.
- Case, K.E., Quigley, J.M., Shiller, R.J. (2001). Comparing Wealth Effects : The stock market versus the Housing Market. *Discussion Paper n°1335, Cowles Foundation*.
- Dor, E., Durré, A., 1998. Investigating the Forecasting Performance of Cointegrated VAR Models for Quarterly Macroeconomic Variables in Belgium. *Bulletin de l'IRES*, n°211.
- Goodhart, Ch. and Hofmann, B., 2001. Asset Prices, Financial Conditions, and the Transmission of Monetary Policy. Paper prepared for the conference on "Asset Prices, Exchange Rates, and Monetary Policy", Stanford University, March 2-3, 2001.
- Katona, G. (1975). *Psychological Economics*. New York, Elsevier.
- Lebrun, I., 1999. Le système d'indicateurs avancés du Bureau fédéral du Plan - Un outil pour l'analyse macroéconomique. *BfP Working paper*, n°2-99.
- Lettau, M. and Ludvigson, S., 2001. Consumption, Aggregate Wealth, and Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 56, 815-49.
- Ludvigson, S., Steindel, Ch., 1999. How Important Is the Stock Market Effect on Consumption? Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, 5(2).
- Poterba, J.M., 2000. Stock Market Wealth and Consumption. *Journal of Economic Perspectives*. Vol.14 (2), 99-118.
- Shiller, R.J., 2000. *Irrational Exuberance*. Princeton University Press.
- Van Den Houte, P. (2002). La Bourse doit-elle influencer la politique monétaire ? *Problèmes Economiques*, n°2766, p.6-11.

Directeur de la publication :

Vincent Bodart

Rédactrice en chef :

Muriel Dejemeppe

Comité de rédaction : Vincent Bodart,

Raouf Boucekkine, Isabelle Cassiers,

Muriel Dejemeppe, Jean Hindriks,

Vincent Vandenberghe,

Vincent Vannetelbosch

Secrétariat : Anne Davister,

Yolande de Ryckel

Graphiste : Dominos

Regards Économiques a le soutien financier de la Fondation Louvain.

Regards Économiques

IRES-UCL

Place Montesquieu, 3

B1348 Louvain-la-Neuve

site Web: <http://www.regard.ires.ucl.ac.be>

mail: regards@ires.ucl.ac.be

tél. 010/47 41 46 ou 010/47 34 26

