

DOREN  
19980311  
01  
01

## “PERSPECTIVAS DE LA CONSTRUCCIÓN PARA 1998”

Sr. Hernán Doren Lois  
Presidente  
Cámara Chilena de la Construcción

### PAUTA PARA LA PRESENTACIÓN EN LA JORNADA ZONAL NORTE

- \* Hacia fines del año pasado, basados en la ejecución presupuestaria y en el proyecto de presupuesto de inversión del sector público, en los antecedentes recogidos por nuestro Catastro de proyectos de inversión en infraestructura productiva privada, en la evolución de los permisos de construcción, y en el comportamiento del mercado inmobiliario estimamos un crecimiento de la construcción del orden del 7% para 1997, y proyectamos uno del 11% para 1998.
- \* Estas estimaciones preliminares indicaban una leve caída en la inversión habitacional privada, anticipando un ajuste en la oferta en el mercado de viviendas como reacción al continuo crecimiento que venían registrando los stocks en este mercado, especialmente en los segmentos de más metraje y mayor valor.
- \* En el sector de la infraestructura, la de uso público habría liderado el crecimiento con importantes expansiones en la inversión del MOP y, muy especialmente, en la inversión privada en proyectos concesionados.
- \* Informaciones más recientes indican que el ajuste en la oferta habitacional privada se ha comenzado a manifestar sólo en los últimos meses. De acuerdo con la información disponible para el Gran Santiago, durante 1997 el mercado habitacional privado tuvo un comportamiento similar al del año anterior, marcado por un continuo incremento de la oferta, que como dijimos sólo tendió a ceder hacia fines de año (1), acompañado de niveles de ventas con tendencia también creciente, pero al mismo tiempo fuertemente afectadas por una clara estacionalidad cíclica, con ventas crecientes a mitad de año y decrecientes hacia los últimos meses.
- \* Fue el mercado de los departamentos el más afectado por el descalce de la oferta con el ritmo de ventas, lo que provocó un paulatino deterioro de las velocidades de venta (2). La maduración de la oferta muestra que el crecimiento que se venía registrando desde mediados de 1995 en el n° de los departamentos terminados, comenzó a revertirse a partir de julio, lo que arrastró a una baja del stock en oferta.
- \* En suma, puede señalarse que, pese al importante crecimiento de la economía en 1997, el comportamiento de la demanda fue más bien moderado, afectado en parte por expectativas inciertas respecto al cumplimiento de las metas inflacionarias (y su consecuente efecto sobre la UF), el lento crecimiento de las remuneraciones reales (1,3% en 1997 contra 5,1 y 2,7% en 1995 y 1996, respectivamente) y del empleo (1,5%), y la tendencia creciente de las tasas de interés de largo plazo (3), en parte compensada con una

- . 07635 -

CAMARA CHILENA DE  
LA CONSTRUCCION  
Centro Documentación

activa competencia en la oferta de créditos que llevó una leve baja en las comisiones bancarias de los créditos hipotecarios.

\* Los programas públicos de vivienda se vieron afectados por las secuelas de los temporales de julio, debido a lo cual se retrasó la ejecución de algunos de estos programas, tales como los de vivienda básica y PET, aparte de la disminución del número de viviendas programadas contratar. Sin embargo, parte del presupuesto original destinado a dichos programas hubo de derivarse a obras de reparación y otras obras de emergencia, por lo que el cumplimiento de la ejecución presupuestaria no se vió tan afectado.

\* En cuanto al mercado de oficinas, se estima que en 1997 se entregaron 298.000 m<sup>2</sup> útiles en el Gran Santiago, proyectándose que, de acuerdo a los proyectos existentes y las obras en ejecución, este año se entregarán al mercado otros 334.000 m<sup>2</sup> (4) .

\* Pese al fuerte y contínuo incremento de la oferta de oficinas, hasta ahora la producción de oficinas sólo ha permitido absorber la demanda insatisfecha, por lo que la tasa de vacancia global se ha mantenido baja y a niveles muy razonables según los cánones internacionales (5) .

\* Sin embargo conviene advertir que de aquí al año 2000 se prevé la entrada al mercado de 1.130.000 m<sup>2</sup> adicionales de oficinas, de los cuales 494.000 m<sup>2</sup> ya están actualmente en construcción, de modo que el stock total de oficinas en el Gran Santiago llegaría a fines del año 2000 a unos 2,63 millones de m<sup>2</sup> (6) .

\* Sólo a fines de 1997 trascendió internacionalmente la crisis asiática, empezando recién a tomarse conciencia en Chile de los potenciales efectos de esta crisis en nuestro país, los que afectarán principalmente a sectores no transables como el Comercio y la Construcción.

\* Desde el punto de vista de nuestro sector, esos efectos ya se han dejado sentir, y es en razón de ello que hemos debido hacer los primeros ajustes a nuestras proyecciones de crecimiento para este año.

\* El Ministro Aninat anunció una rebaja del 17,7% en la inversión de empresas públicas. Un análisis de las cifras revela que ese porcentaje corresponde al recorte respecto de los presupuestos de inversión solicitados por las empresas para el presente año, situación que es habitual todos los años. Si se compara el presupuesto aprobado para 1998 con el ejecutado en 1997 se observa una disminución de sólo un 5,5% (7) . Nuestras estimaciones de inversión en construcción prácticamente no se ven afectadas, ya que el efecto neto para el sector es una rebaja en la inversión de estas empresas desde 664,8 a 660,5 millones de dólares (US \$ 4,3 millones).

\* Un mayor efecto sobre la actividad constructora tendrá la postergación o supresión de algunos proyectos de infraestructura productiva, especialmente en el sector de la minería y en el área del comercio. Ya este año se proyecta una baja de la inversión minera, que en términos de obras de construcción significan una merma de más de US\$ 80 millones. Los

efectos sobre la carpeta de obras de construcción para el sector productivo privado persistirán hasta el año 2000, siendo el subsector de la minería del cobre uno de los más vulnerables, y las Regiones I, II y III las potencialmente más afectadas, aunque también pudieran diferirse algunos proyectos turísticos, y ejecutarse a un ritmo más pausado otros ya iniciados.

\* Sin embargo, puede anticiparse que sin lugar a dudas será el mercado inmobiliario privado el que más se verá afectado por los coletazos de la crisis asiática.

\* Por lo pronto, la fuerte alza de tasas del Banco Central como reacción a las presiones alcistas sobre el tipo de cambio y a los precios internos generadas por una expansión del gasto notoriamente desalineado con el ritmo de crecimiento del producto ha inducido una sobre reacción del mercado, que inicialmente exacerbó la tendencia alcista de las tasas hipotecarias (8) y ha encarecido el costo financiero de las obras (9) .

\* En 1997 se autorizó la construcción de unas 135.600 viviendas, esto es un 5,7% por debajo de lo aprobado en 1996, caída que fue más moderada en términos de superficie, toda vez que la oferta se desplazó hacia viviendas de mayor tamaño promedio.

\* Debido a los efectos ya comentados de los temporales de julio, el número de viviendas generadas con apoyo fiscal disminuyó respecto de 1996, alcanzando a las 72.400 viviendas.

\* Para 1998 se proyecta que se ejecutarán unas 79.100 viviendas asociadas a los programas de vivienda del MINVU, ya sea a través de obras contratadas por el Ministerio, como viviendas progresivas o básicas, o como programas de subsidios como el PET, Rural y Unificado. En esta cifra hemos considerado la construcción de unas 2.000 viviendas de leasing, la mitad de lo que el ministerio tiene presupuestado para este año. Estas viviendas constituyen una base segura de actividad, toda vez que la experiencia muestra que salvo situaciones excepcionales, como las ocurridas el año pasado, los programas de contratación de viviendas tienen un alto grado de cumplimiento, y los programas de subsidios no se alteran con alzas en las tasas de los créditos hipotecarios, toda vez que prevalece la necesidad de aplicar los subsidios antes de la extinción del plazo de vigencia de los mismos, y además por que esas situaciones se encuentran cubiertas con subsidios especiales para cubrir diferencias de entre las tasas de emisión de las letras hipotecarias, tasas estas que están definidas por el MINVU, y la tir de mercado.

\* En cambio, como consecuencias de la actual coyuntura se espera un menor crecimiento del producto, un menor crecimiento o estancamiento del empleo y las remuneraciones, presiones inflacionarias que dificultarán lograr la meta fijada, y tasas de interés superiores a las registradas el año pasado, todo lo cual apunta a contraer la demanda de viviendas de mercado, situación que está siendo internalizada por los constructores, por lo que estamos proyectando un caída en la inversión habitacional privada.

\* En el mercado habitacional privado el alza de tasas tiene un doble efecto, elevando el costo directo de construcción, e incrementando el costo del financiamiento hipotecario para los compradores.

\* Dentro de este mercado habitacional privado será el segmento de viviendas de mayor valor el que pudiera verse más afectado, debido a que aparentemente la construcción de viviendas de mercado de menos de 100 m<sup>2</sup> se ha venido ajustando en los últimos años, en tanto que la oferta de viviendas de mayor metraje es la que más se ha expandido (10), y también porque pudiera diferirse la demanda asociada al mercado de la segunda vivienda que tiene un carácter recreacional, y cuya decisión de compra no tiene la urgencia que reviste la adquisición de la primera vivienda que satisface una necesidad esencial.

\* En base a estas consideraciones es que estamos proyectando un ajuste de la oferta habitacional privada y del flujo de inversión inmobiliaria, que hemos estimado en un 12% en términos del número de viviendas y en un 4,3% en términos de la inversión asociada, diferencia que se explica por el desfase que existe entre el permiso de la obra y su construcción.

\* En definitiva, los ajustes que hasta ahora hemos hecho a nuestras proyecciones representan unos US\$ 360 millones, lo que ha significado pasar de la tasa de crecimiento original del 11,1% a una de sólo el 7% (11).

\* Este crecimiento, similar al del año pasado, estará sostenido nuevamente por la infraestructura pública, esta vez debido al fuerte crecimiento de la inversión privada en las concesiones de obras públicas (12), y un gran aumento del presupuesto de inversión del FNDR, que se explica por la asignación de recursos especiales al programa de ampliación de la infraestructura educacional, para hacer posible la extensión de la jornada escolar en todos los establecimientos de enseñanza básica y media de administración municipalizada y privada con subvención estatal.

\* Es del caso hacer notar el notable crecimiento que ha venido registrando la inversión vial, tanto en vías urbanas como en caminos y carreteras (13). Este crecimiento se explica por mayores asignaciones del presupuesto fiscal a través de distintas líneas presupuestarias, que incluyen la inversión vial que se ejecuta con fondos sectoriales del MOP, del MINVU y del FNDR, así como a la Inversión Vial de Asignación Regional, tanto del MINVU como de la Dirección de Vialidad del MOP, pero primordialmente por la inversión privada que han canalizado las concesiones viales.

\* El presupuesto de inversión con fondos sectoriales del MOP contempla nuevamente para este año un crecimiento en todas las Direcciones del ministerio, con excepción de la Dirección de Puertos, que se plantea con una baja de casi un 19% respecto del presupuesto ejecutado el año pasado, que en todo caso fue bastante superior al inicialmente aprobado ese año, por lo que esta situación puede interpretarse como un adelantamiento del programa de inversiones portuarias menores que se financian con estos recursos (14).

\* El presupuesto de inversión 1998 para Estudios y obras de la Dirección de Puertos asciende a \$ 19.200 millones, básicamente para cubrir pagos de obras en ejecución, estando programado contratar nuevas obras por \$ 9.550 millones durante el año, \$ 2.088 millones de los cuales están incluidos en el presupuesto de este año (15) .

\* Pese a que ya ha sido promulgada la ley que permite la participación privada en puertos para cubrir las necesidades de infraestructura portuaria, las que se estiman en US \$ 500 millones, en nuestras estimaciones no se contemplan flujos para estas inversiones durante el presente año, considerando el estado actual de la conformación de los directorios de cada una de las empresas en que se dividirá Emporchi, de la elaboración de los reglamentos y de la preparación de las carpetas de proyectos, los que se espera puedan iniciarse ya a partir del próximo año.

\* La Dirección de Vialidad cuenta con un presupuesto sectorial de \$ 296.319 millones, teniéndose programado licitar 84 proyectos por un monto global de \$ 149.000 millones, en tanto que la Dirección de aeropuertos tiene en carpeta licitar sólo 6 proyectos en el primer semestre, por un monto algo superior a los \$ 371 millones.

\* También ha sido aprobada la ley que permite la venta de hasta el 65% de la propiedad accionaria estatal de las empresas regionales de servicios sanitarios, y en este momento están en preparación los estudios para las primeras licitaciones. Considerando el tiempo que tomará este proceso, para este año no hemos incluido flujos de inversión privada en estas empresas, las que se estiman debieran totalizar unos US \$ 1.772 millones en los próximos años, especialmente en la construcción de plantas de tratamiento de aguas servidas.

\* Se ha planteado alguna inquietud respecto de que la inversión privada en concesiones pudiera verse afectada por la reticencia que se ha generado entre los inversionistas internacionales en colocar fondos en los llamados "países emergentes", debido al descrédito de estas economías luego de la crisis asiática. En efecto, en un primer momento estos capitales han salido del Asia, estimándose que han sido redestinados a inversiones en USA y Europa. Sin embargo hay que considerar que una buena parte de estos flujos tienen un carácter especulativo y un origen distintos de aquellos que hasta ahora han sostenido las inversiones en nuestras concesiones de obras públicas, y que ha medida que pasa el tiempo y se aclara el panorama asiático y sus efectos sobre la economía mundial, cada vez con más nitidez se dejan notar la solidez de la economía chilena, que estimamos será uno de los factores que seguirá sustentando la factibilidad financiera del programa de concesiones.

\* Más allá de las previsiones que responsablemente debemos tener frente a estas coyunturas adversas, conviene también mantener una debida apreciación de las dimensiones del problema.

\* En los últimos 18 años la actividad de la construcción ha tenido, como toda la economía, algunos altibajos, pero presenta mucho mayor estabilidad que en las décadas anteriores, cuando era extremadamente dependiente de los programas públicos de inversión.

En efecto, desde 1980 sólo en 4 años registra caídas en su Producto Interno Bruto, a saber : 1982, 1983, 1991 y 1994.

\* La recesión sectorial registrada en los años 1982 y 1983 correspondió a una de las secuelas de la crisis internacional de la deuda, y fue provocada por el serio ajuste que tuvo que sufrir toda la economía chilena, siendo la actividad de vivienda la más afectada toda vez que a los efectos de la crisis internacional se agregaron la existencia de cuantiosos sobrestocks de viviendas de mercado y la acción procíclica que adoptó el Gobierno recortando fuertemente la inversión en los programas públicos de viviendas sociales.

\* La caída que se registró en la actividad constructora durante 1991 se originó en el término de algunos importantes megaproyectos en los sectores de la minería y la energía, inversión cuantiosa que no tuvo reposición en nuevos proyectos de la misma magnitud, no viéndose afectado el mercado habitacional en esta ocasión.

\* Por su parte, la caída de la inversión habitacional durante 1994 fue una respuesta del sector a la eventual acumulación de viviendas en segmentos de la vivienda de mercado y en algunos tramos del subsidio habitacional.

\* Esta vez estamos anticipando este nuevo ajuste atendiendo la evolución de los stocks y a las condiciones macroeconómicas que se anticipan debido a los efectos que se preven por la crisis asiática.

\* Sin embargo conviene dejar claro que este ajuste en las condiciones nada tiene que ver con las crisis anteriores. En términos macro los analistas económicos esperan un crecimiento del producto en torno al 5,4%, con una expansión no despreciable del Ingreso Disponible del 4,2%, y con una inflación si bien superior a la meta del 4,5%, inferior al IPC del año pasado (16) .

\* Las tasas de interés, por su parte, se proyectan por sobre las registradas el año pasado, pero todavía a niveles razonables para el financiamiento hipotecario, toda vez que pasada la exagerada reacción inicial de la banca al reciente ajuste de tasas por el Central, el mercado financiero está volviendo gradualmente a la normalidad y los agentes se muestran menos pesimistas. Por lo pronto algunos bancos han tomado la iniciativa y reiniciado la ofensiva para captar clientes hipotecarios con una agresiva reducción de comisiones. Por lo pronto prevalecen en la demanda expectativas de incertidumbre que demorarán o postergaran las decisiones de compra.

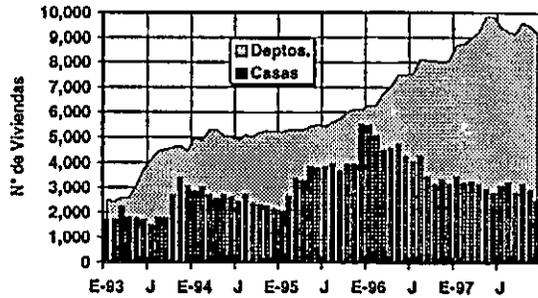
\* Esta coyuntura encuentra al sector en una situación de endeudamiento bastante mejor que la crisis del 82 (17 y 18) , aunque las empresas de vivienda presentaban, hacia fines del año pasado, un nivel de endeudamiento con el sistema financiera equivalente al 53% de la inversión habitacional, algo mejor que el índice de 1996, pero todavía relativamente alto (19) .

\* A nivel regional, son los agentes inmobiliarios los que deben dimensionar adecuadamente sus respectivos segmentos de mercados, en función de las nuevas condiciones generadas, de la calidad objetiva de sus proyectos y los niveles de stocks preexistentes (20). A esta visión responde el llamado gremial de prudencia a que hemos llamado a nuestros socios, quienes responsablemente deben actuar con la debida cautela a la hora de iniciar nuevos proyectos inmobiliarios.

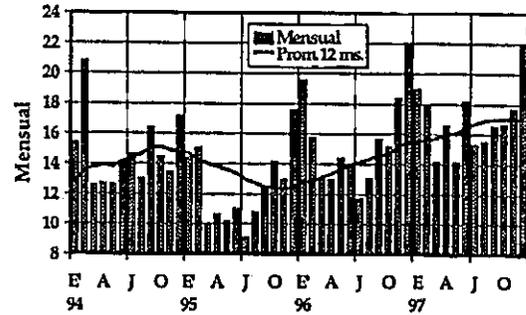
\* Por lo pronto, de acuerdo a lo antes señalado, en términos globales estimamos que la inversión en construcción durante este año superará los US\$ 9.500 millones (21), reflejando el crecimiento esperado de un 7% en la actividad constructora como antes se anticipara.

La Serena, Jueves 11 de marzo de 1998

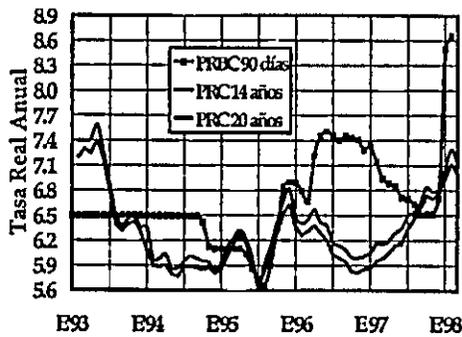
**Oferta de Viviendas de Mercado en Gran Santiago**



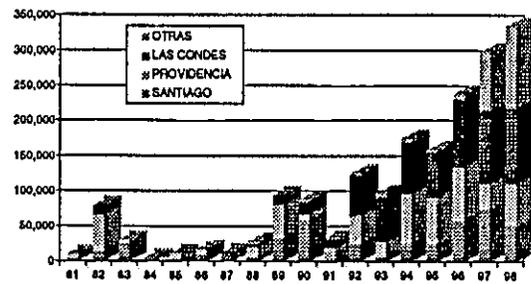
**Meses para Agotar Stock de Departamentos**



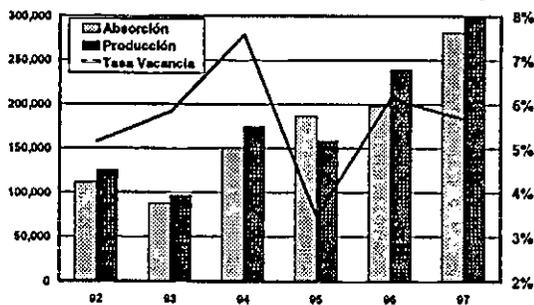
**Papeles Banco Central**



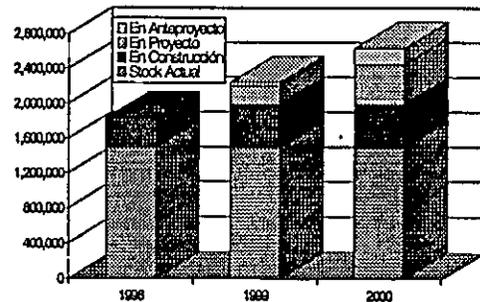
**En 1997 se entregaron 298.000 m<sup>2</sup> útiles de oficinas en el Gran Santiago, proyectándose que 1998 se entregarán otros 334.000 m<sup>2</sup>**



**Hasta ahora la producción de oficinas sólo ha permitido absorber la demanda insatisfecha, por lo que la tasa de vacancia se ha mantenido baja**

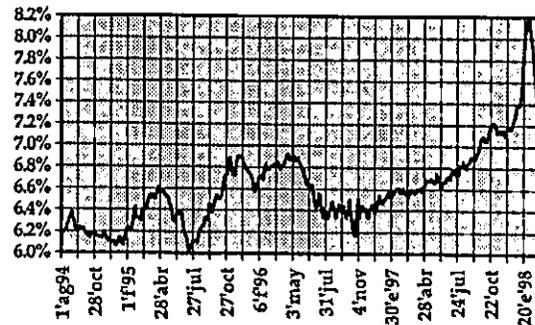


**Al 2000 se terminarán 1.130.000 m<sup>2</sup> de oficinas, (494.000 m<sup>2</sup> ya están en construcción), llegándose a un stock de 2.628.000 m<sup>2</sup>.**

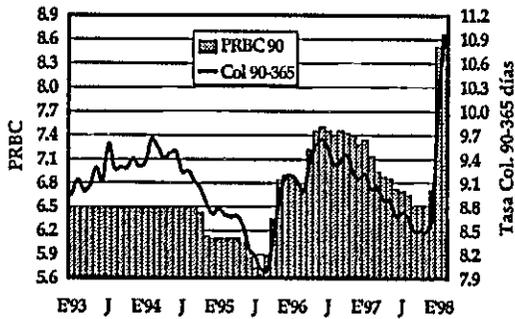


INVERSION EMPRESAS PUBLICAS				
EMPRESA	Presupuesto 1998		Autorizado como % de	
	Solicitado	Autorizado	Inversión 1997	Solicitado
	MM US\$		Diferencia %	
SANITARIAS	357.0	286.7	13.3%	-19.7%
EMPORCHI	13.2	6.0	-85.5%	-55.0%
EFE	77.5	58.0	53.2%	-25.2%
METRO	211.9	214.2	68.8%	1.0%
CODELCO	810.0	710.0	-20.5%	-12.3%
ENAMI	39.5	31.9	-61.0%	-19.3%
ENAP	358.0	231.9	22.5%	-35.2%
OTRAS	46.9	36.4	-17.1%	-22.4%
<b>TOTAL</b>	<b>1,254.4</b>	<b>1,010.2</b>	<b>-5.5%</b>	<b>-17.7%</b>

### TIR Referencial LCH



### Indicadores del Costo del Crédito para Construcción



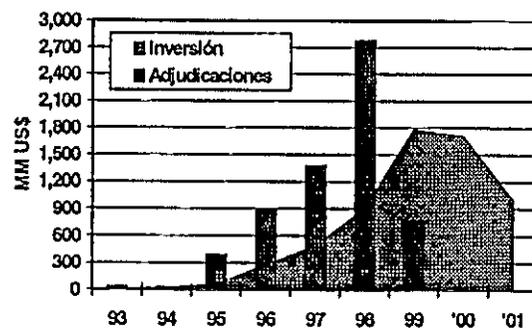
### Construcción de Viviendas por Segmentos de Mercado

Tipos de Superficie Utiaria	Año			
	1995	1996	1997	1998
	N° de Viviendas			
Casas	183	39	72	100
Progresivas	7,887	9,364	10,993	11,000
Básicas SERVU	24,299	23,352	19,269	23,500
Básicas Privadas		2,146	2,198	2,600
Subsidios Rurales	7,539	5,545	7,418	8,000
Viviendas PET	15,698	16,246	12,025	11,000
Subsidios Unificados	21,430	21,981	19,941	20,900
Subsidios Lending			500	2,000
<b>Total con Apoyo Público</b>	<b>77,036</b>	<b>78,674</b>	<b>72,416</b>	<b>79,100</b>
<b>Total Vivienda Privada</b>	<b>58,564</b>	<b>65,149</b>	<b>60,243</b>	<b>52,900</b>
36 m² a 70 m²	25,284	29,964	24,166	24,700
71 m² a 100 m²	17,896	16,670	14,418	13,200
101 m² a 140 m²	8,818	10,801	12,618	8,000
141 m² y más	6,566	7,714	9,041	7,000
<b>TOTAL GENERAL</b>	<b>135,600</b>	<b>143,823</b>	<b>132,659</b>	<b>132,000</b>

### Ajuste a Proyecciones Sector Construcción

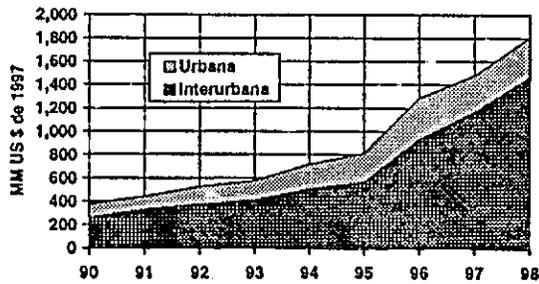
	Original	Ajustado	Diferencia	Ajust/Orig	Rebaja Orig
	MM US \$ de 1997			%	%
Empresas Públicas	664.8	660.5	(4.3)	-0.6%	0.0%
Infraestruct. Productiva	2,742.4	2,662.0	(80.4)	-2.9%	-0.8%
Vivienda Privada	3,193.0	2,893.0	(300.0)	-9.4%	-3.0%
Resto Privado	104.3	120.0	15.7	15.0%	0.2%
<b>Total Ajustes 98</b>	<b>6,704.5</b>	<b>6,335.5</b>	<b>(369.0)</b>	<b>-5.5%</b>	<b>-3.7%</b>
Proyección 1998	9,894.5	9,525.2	(369.3)	-3.7%	-3.7%
Estimado 1997	8,905.9	8,896.6	(9.3)	-0.1%	-0.1%
Diferencia 98-97	988.6	628.5	(360.0)	-36.4%	-3.6%
Variación 98/97	11.1%	7.1%	-4.0%	-36.4%	

### Concesiones de Obras Públicas



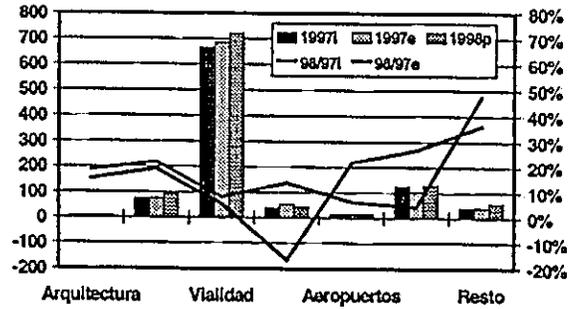
### Evolución de la Inversión Vial

13



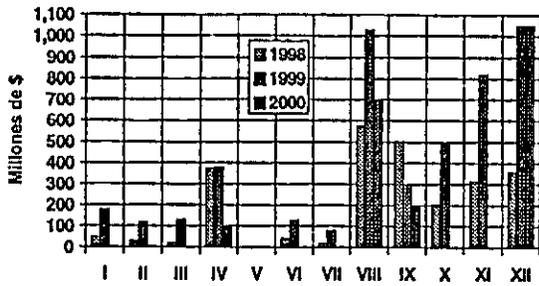
### Inversión MOP 97-98 (MM US \$ 1997)

14



### Licitación Nuevas Obras 1998 Dirección de Puertos

15



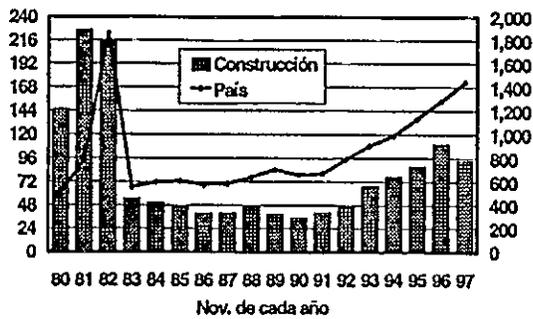
### Comparación Condiciones de Coyuntura

16

Indicadores		81	82	93	94	97	98
PIB	Var.	6.7%	-13.4%	7.0%	5.7%	6.8%	5.7%
Ingreso Disponible	Var.	1.8%	-20.2%	6.4%	7.9%	6.2%	4.2%
IPC	Dic/Dic.	9.5%	20.7%	12.2%	8.9%	6.0%	5.0%
Coloc. 90-365 días	Tasa	16.0%	12.1%	9.2%	9.3%	8.8%	9.2%
Rem. Reales	Dic/Dic.	8.0%	-11.6%	5.1%	4.6%	1.2%	2.3%
Desempleo	O-D	11.3%	19.6%	6.4%	7.8%	5.3%	6.1%
PIB Construcción	Var.	21.1%	-23.8%	23.5%	-1.1%	7.3%	7.0%
Inv.en Construcción	Var.	18.4%	-28.3%	20.6%	0.7%	7.3%	7.0%
Inv.en Vivienda	Var.	25.8%	-51.3%	23.5%	-12.6%	-0.3%	-4.3%
N° Viviendas	Var.	17.9%	-68.7%	12.5%	-3.5%	-7.8%	-12.3%
Ti.e Letras a 15 años	Tasa	18.0%	14.0%	7.2%	6.4%	7.2%	7.5%

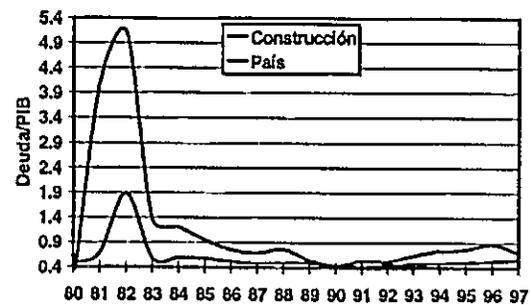
### Colocaciones del Sistema Financiero (Millones de UF)

17

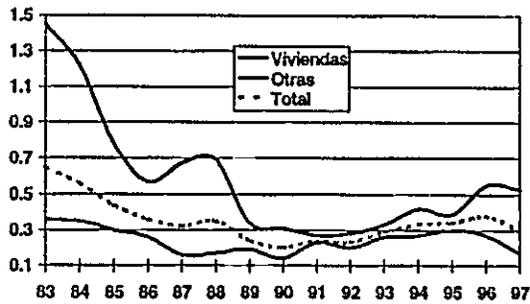


### Relación Deuda a PIB

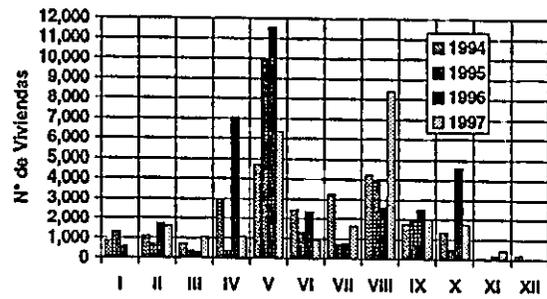
18



19 **Relación Deuda/Inversión**



20 **Viviendas de Mercado Aprobadas**



21 **Inversión en Construcción**

SECTOR	Estimada		Proy.		Est.		Proy.	
	1996	1997	1998	97/96	98/97	97/96	98/97	
	MM US \$ 1997			% de Variación				
<b>VIVIENDA</b>	3,563	3,553	3,463	-0.3%	-2.5%			
Pública	521	529	570	1.6%	7.7%			
Privada	3,042	3,024	2,893	-0.6%	-4.3%			
<b>INFRAESTRUCTURA</b>	4,726	5,344	6,062	13.1%	13.4%			
Pública	1,835	2,330	2,996	27.0%	28.6%			
Servicios	1,510	1,767	1,912	17.0%	8.2%			
Concesiones O.P.	250	464	956	85.9%	105.9%			
Empresas	75	98	128	31.3%	29.7%			
Privada	2,891	3,014	3,067	4.3%	1.7%			
Catastro	2,465	2,565	2,662	4.1%	3.8%			
EE.PP. Productivas	286	309	285	8.2%	-7.8%			
Resto	140	140	120	0.0%	-14.3%			
<b>I. CONSTRUCCION</b>	<b>8,289</b>	<b>8,897</b>	<b>9,525</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.1%</b>			

53

DREN  
19980311  
01



AUTOR Doren Lois, Hernán

TITULO Perspectivas de la ...

N° TOP. 07635-c.1



0007096