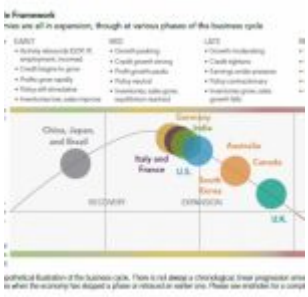
SARÀ UNA CRISI DEL CREDITO A INNESCARE LA NUOVA RECESSIONE ?



La congiuntura economica internazionale non ha soltanto portato tensioni alle borse di tutto il mondo, ma ha anche innescato una situazione altamente pericolosa sul fronte della restrizione della disponibilità di credito le cui conseguenze non tarderanno a farsi sentire. In Italia già nel 2018 l'erogazione dei prestiti al settore privato ha registrato una frenata, con un calo di oltre 40 miliardi di euro (sul totale di 1322 mld) sottratti alle erogazioni rivolte alle imprese, nonostante la sostanziale tenuta dei prestiti erogati alle famiglie.

Ma se fino a ieri ciò è dipeso principalmente da una relativa fuga dei capitali dai nostri confini, quasi a prescindere perciò dalle macro-tendenze che stanno agitando in queste ore le acque dei mercati finanziari, una nuova crisi globale del credito potrebbe essere in procinto di svilupparsi soltanto adesso, e sarebbe destinata ad aggravare la già difficile situazione italiana e quella ancor più complessa dell'euro-zona.

LE RAGIONI DEI TIMORI

Le ragioni dei timori in tal senso sono numerose, a partire dalla necessità globale di continuare a finanziare i crescenti debiti governativi di Asia, America ed Europa (dunque con il pericolo di un effetto di "spiazzamento" per il finanziamento delle imprese private). Al tempo stesso le banche centrali di America e Europa hanno deciso, ciascuna per le proprie motivazioni, di ridurre la liquidità disponibile da esse in precedenza immessa sui mercati. Dunque è decisamente probabile che alle imprese private arriverà minor credito già solo per questo motivo.

Bisogna poi considerare che il principale sostegno ai mercati finanziari globali è ***l'aspettativa di stabilità dei prezzi*** dei relativi titoli, in assenza della quale i risparmiatori non possono che cercare la prima via di fuga disponibile, finendo con lo spostare le loro risorse dai mercati finanziari ai beni dell'economia reale. Quando ciò avviene normalmente le quotazioni dei titoli si riducono e, a causa della maggior domanda di beni reali, possono aumentare anche i prezzi dei beni, dunque l'inflazione. Lo si è visto con gli immobili e può succedere anche con i metalli preziosi.

I RISCATTI DA FONDI E GESTIONI POSSONO FARE LA DIFFERENZA

Sino a tutto il 2018 è successo quasi il contrario: la fuga dai mercati azionari (iniziata appunto più di un anno fa) ha determinato la crescita dei prezzi dei titoli di stato e di quelli obbligazionari, con la conseguenza del calo dei rendimenti di questi ultimi (il rendimento del BTP italiano è sceso di quasi un terzo negli ultimi mesi). Ma ciò che può cambiare sostanzialmente lo scenario è invece il cospicuo deflusso di denaro dagli organismi di investimento collettivo (gestioni e fondi di investimento) alle tasche dei privati cittadini che ne chiedono il riscatto, cosa che appunto può finire col sospingere al rialzo le aspettative di inflazione, azzerando i rendimenti reali dei titoli a reddito fisso e rischiando di rinforzare il deflusso di liquidità dai mercati finanziari.

Inoltre il carattere transitorio della liquidità parcheggiata oggi dai risparmiatori sui conti del sistema bancario, di per sè non contrasta a sufficienza il rischio di ulteriore riduzione dell'offerta di credito da parte di un sistema bancario tendenzialmente molto sorvegliato e poco capitalizzato, per di più oggi sempre più esposto al rischio di minusvalenze sui mercati mobiliari. Mentre la crescita economica ancora in pieno vigore fa salire la domanda insoddisfatta di credito e, se non cresce anche l'offerta, sale di conseguenza il costo del denaro. La tendenza alla riduzione complessiva dell'erogazione di prestiti ai privati era peraltro già in essere negli anni precedenti nell'area Euro, come si può vedere qui sotto nel grafico:

La mia tesi è dunque che i fattori sin'ora delineati (qui sotto ricapitolati) potrebbero innescare un'ulteriore riduzione del credito disponibile, cosa che non aiuterebbe a combattere il rischio di ricaduta nella recessione.

I FATTORI DI RISCHIO:

- Lo spiazzamento dell'offerta di credito ai privati data dalla crescente domanda di raccolta di denaro da parte del settore pubblico
- La riduzione generalizzata della liquidità disponibile sul sistema bancario ad opera

della FED (la banca centrale americana) e, dal 2019, anche di quella europea,
- L'esigenza dei fondi di investimento di star dietro alle richieste di riscatto,
- La possibile risalita delle aspettative di inflazione,
- La crescita in corso dei tassi di interesse,
- La possibile ulteriore svalutazione delle altre valute contro il Dollaro, che determina un rialzo dei tassi sulle prime a prescindere da quelli in Dollari.

I SALDI INTERBANCARI EUROPEI

Un ultimo elemento che va segnalato è il rischio che l'involuzione del merito di credito europeo e, segnatamente, dei cosiddetti P.I.G.S. (Portogallo, Italia, Grecia e Spagna) porti gli investitori a riconsiderare negativamente il saldo profondamente negativo dei rapporti intra-europei del sistema bancario (che va sotto il nome di Target 2) di Italia e Spagna nei confronti del resto dei paesi europei e, segnatamente, della Germania, classificandolo come ulteriore esposizione debitoria (vedi grafico):

Inutile ricordare che i citati fattori di rischio contribuiscono a ridurre un po' in tutto il mondo l'appetito dei risparmiatori per gli investimenti in attività finanziarie.

Inoltre la stessa Banca Centrale Europea è oggi a rischio di default: il suo capitale versato infatti ammonta a meno di 8 miliardi di euro, su un totale di attivi in bilancio per oltre 414 miliardi di euro. Basterebbe dunque un'oscillazione negativa del 2% sul valore dei titoli in portafoglio (cosa tutt'altro che impossibile) per mandare a zero il suo capitale!

I DEBITI CONTRATTI PER I PROGAMMI DI BUY-BACK MINACCIANO LE QUOTATE AMERICANE

Infine in America esiste un ulteriore fattore di rischio per il mercato del credito, assai meno contemplato a casa nostra: quello di insolvenza dei debiti contratti dalle imprese per i programmi di buy-back delle azioni quotate, spesso a tassi elevati e, con il senno di poi, generatori di importanti perdite in conto capitale. Se ne veda il vertiginoso incremento del 2018 nel grafico che segue:

Ora, *poiché la precedente crisi di fiducia dei mercati finanziari (quella del 2008) ha generato la più importante recessione dall'inizio del '900 ad oggi, non è irragionevole pensare che un'aggravamento di quella in corso possa accelerare l'arrivo della prossima recessione*. La lotta politica in corso all'interno dell'Unione Europea e degli Stati Uniti d'America non contribuisce certo a rasserenare le aspettative!

I RIMBALZI DELLE BORSE

Per tutti questi motivi le periodiche schiarite viste nei giorni scorsi sui mercati borsistici potrebbero risultare fuochi di paglia data anche l'accresciuta volatilità, poiché le menzionate importanti questioni di fondo restano potenziali portatrici di ulteriori crisi di fiducia. E se ciò fosse, le borse tornerebbero al ribasso.

Bisognerà dunque attendere un consolidamento del quadro congiunturale di (auspicabile) ripresa dei mercati borsistici per riuscire dichiarare non più attuali le preoccupazioni sopra citate. In effetti il villaggio finanziario globale galleggia ancora su una montagna di liquidità e, con i principali indici sotto del 20% almeno rispetto ai massimi, esistono oggi interessanti opportunità di individuare del valore nei titoli che promettono le cedole più elevate. Ma il quadro congiunturale dell'economia reale dovrebbe risultare così positivo da riuscire a fornire nuovo entusiasmo ai risparmiatori, cosa tuttavia piuttosto improbabile mentre il ciclo del credito volge in negativo.

Stefano di Tommaso

È IL 2019 L'ANNO PER QUOTARE IN BORSA LE STARTUP TECNOLOGICHE



30Molte Start-Up tecnologiche sono andate in borsa in America nel 2018 (sono state 52 su un totale di 191 imprese che sono approdate a Wall Street) ma il numero di quelle che oggi si stanno preparando allo stesso passo per il 2019 sembra essere addirittura superiore…

Il grafico qui accanto riporta il numero totale di imprese che si sono quotate in America per ciascun anno recente.

Tra di loro anche alcuni nomi famosi al grande pubblico, come **Spotify,Dropbox, Smartsheet, Sonos o SurveyMonkey**, ma in generale si è trattato di realtà non di primo piano, nessuna delle quali con capitalizzazione di borsa da capogiro e molte delle quali dopo pochi mesi di quotazione sono già sugli scudi, con crolli delle loro valutazioni mediamente nell'ordine del 20-30% ad oggi.

TANTI NUOVI MODELLI DI BUSINESS

Ma il 2019 potrebbe essere diverso. Molti "giganti" con modelli di business innovativi sono pronti al fatidico passo di vedere i loro titoli pubblicamente negoziati: dai colossi della cosiddetta "**gig-economy**" (economia dei "lavoretti") quali il trasporto di persone o cose da parte di privati che offrono servizi di "**ride hailing**" sotto l'insegna di **Uber** e **Lyft**, alle piattaforme tecnologiche di prenotazione alberghiera come Airbnb, passando per la **sharing economy** degli uffici di **WeWork**, al "**data-mining**" di **Palantir**, alle macchine tecnologiche da fitness di **Peloton** (considerata la Netflix del fitness),

fino alle mille applicazioni della nuova internet quali **Zoom** (videoconferenze) o piattaforme social come **Slack** o **Pinterest**, o altri ancora come **Crowdstrike**, **Cloudflare**, eccetera.
In passato molte Startup hanno invece preferito finanziare il loro sviluppo

col denaro "privato" (cioè non emettendo titoli quotati in borsa) del Venture Capital, anche perché è stato relativamente abbondante sino ad oggi, ma soprattutto talune situazioni paradossali come la quotazione in borsa di **Snapchat** (crocifissi sui titoli della stampa per mesi) hanno gettato un'ombra di terrore sulla quotazione delle Startup, tanto per chi decide di quotarsi quanto per chi deve valutare la convenienza ad investire.

IL RIPENSAMENTO

Ma oggi è in atto un ripensamento, tanto per il fatto che gli investitori hanno ben chiaro che *se vorranno ancora trovare il modo di far fruttare il loro denaro con la prospettiva di borse che non cresceranno in media, dovranno concentrarsi nei prossimi anni su quelle categorie business che oggi sono allo stadio di sviluppo iniziale*, piuttosto che su quelle tradizionali, quanto perché la notorietà che deriva dalla quotazione in borsa e la liquidità del titolo quotato fanno sempre più gola ai nuovi pionieri del business, i quali intravedono anche il rischio che il venture capital potrà risultare meno disponibile a

rifinanziare le loro perdite in anni di recessione come quelli che sembrano prospettarsi.

IL SELL-OFF SEMBRA AVER STIMOLATO LA CORSA A QUOTARSI

Paradossalmente, il "**selloff**" (la svendita dei titoli quotati in borsa) dell'ultimo trimestre del 2018, invece che instillare prudenza negli imprenditori li ha invece spinti ad accelerare il loro percorso verso la quotazione, nel timore che l'inversione del ciclo economico attuale possa giungere in anticipo rispetto alle aspettative correnti, che lo traguardavano al 2020.

E poi la notorietà di grossi nomi come Uber (valutata oggi oltre **100 miliardi di dollari**), Palantir (**41 miliardi**), Lyft (**15 miliardi**), WeWork (**45 miliardi**), Airbnb (**31 miliardi**) o Peloton (**4 miliardi**), dovrebbe facilitare la quotazione di molte altri titoli "tecnologici" (che potrebbero trovare nei primi la loro pietra di paragone) a aiutarli a superare l'ostacolo della diffidenza del mercato.

LA STRATEGIA DI UN INTERO PAESE

Dietro tutto questo movimento si può tuttavia individuare chiaramente una tendenza di fondo ma anche la strategia di un intero Paese: l'America resta la maggior fucina mondiale di nuovi modelli di business, di nuove avventure e intraprese e in definitiva di creazione di nuova ricchezza. E senza renderne liquidi e arcinoti i relativi titoli azionari e mettere tutto ciò in vetrina dei listini di Wall Street, il resto del mondo potrebbe anche far finta di non saperlo!

Stefano di Tommaso

COSA SUCCEDE AI MERCATI FINANZIARI?



È sotto gli occhi di tutti lo scivolone di Natale delle borse! La scivolata a Wall Street fino a ieri (lunedì 24 Dicembre) ammonta a oltre il 25% dai massimi di Settembre. Ma addirittura stamane (25 Dicembre) la borsa di Tokio è scesa di un ulteriore del 5% (mentre le borse occidentali sono chiuse).

Poi c'è chi fa notare che il prezzo del petrolio in fondo è precipitato di quasi l'80% e dunque probabilmente la misura del ritracciamento che dobbiamo attenderci per l'indice della borsa americana è ancora più ampia di quel 25%.

- La borsa italiana in confronto appare un'isola felice, con un calo di "solo" il 18% ma in realtà è scesa di oltre il 33% dai massimi dell'anno, lo scorso 7 maggio.

Ma quali sono le cause di quest'ondata di vendite sui mercati finanziari?

La prima e più banale risposta è quella che mostra le vendite indiscriminate come diretta conseguenza della rotazione dei portafogli degli investitori (da titoli azionari pro-crescita a titoli difensivi e in buona parte titoli a reddito fisso), ma c'è da tenere conto dell'andata di richieste di riscatto da fondi e gestioni che gli investitori professionali hanno dovuto fronteggiare andando a liquidare alla bell'in meglio i loro giardinetti.

Dunque c'è un aspetto congiunturale, dettato dalla politica di rialzo dei tassi della banca centrale americana (e dall'aspettativa di utili in decrescita), ma c'è anche e forse soprattutto un aspetto psicologico, dettato dalla sfiducia di investitori e risparmiatori nei confronti dei mercati finanziari, che li ha portati a disinvestire dalle borse per comperare titoli a reddito fisso, ma anche per lasciare della liquidità, che rischia di divenire più preziosa in futuro dato il programma di progressivo riassorbimento della stessa da parte delle banche centrali.

Ovviamente questo fa decisamente salire le quotazioni dei titoli a reddito fisso e fa ridiscendere i loro rendimenti, in totale controtendenza rispetto alla salita dei tassi a breve. Il fenomeno è notevole persino in Italia, dove due mesi fa il Buono del Tesoro decennale aveva toccato il tasso del 3,80% e che oggi offre un misero 2,74%, cioè un'intero punto percentuale in meno ovvero ancora con una riduzione di un terzo del rendimento totale. Esattamente quanto rende oggi il Treasury bond americano a 10 anni.

Il fenomeno della discesa dei tassi a lungo termine e contemporanea risalita di quelli a breve è stato molto vistoso in America e ha contribuito a gettare disagio sui mercati perché da decenni è sintomo di un'inversione di tendenza dell'economia.

Ma se fosse soltanto un tema di rialzi "sbagliati" dei tassi a breve da parte della Federal Reserve (sui quali è difficile obiettare agli strali del presidente Trump) e di conseguente scoramento dei risparmiatori, potremmo pensare che il fenomeno sia quasi del tutto passeggero. E invece no: nessuno lo ritiene tale e comunque tutto ciò non spiegherebbe il perché del crollo di petrolio e materie prime.

La ragione principale sta probabilmente nella frenata della crescita economica globale, particolarmente accentuata sui mercati asiatici, dove l'indice Nikkei della borsa di Tokio ha perso il 28% ad oggi rispetto ai massimi di fine settembre, e dove la borsa di Shanghai è arrivata addirittura a perdere il 46% da inizio anno.

Dunque alle porte del 2019 nessuno si aspetta grandi guadagni dai listini di borsa e questo è il motivo per il quale ci sono quasi solo venditori sui mercati. Qualcuno afferma che l'inflazione alla fine salirà, azzerando perciò i rendimenti reali delle obbligazioni, ma la verità è che il mercato finanziario non sconta nelle loro quotazioni alcuna nuova fiammata inflazionistica, anzi: inizia a serpeggiare il sospetto che la recessione (almeno negli U.S.A.) arriverà prima del 2020, aiutata dall'andamento negativo delle borse che riduce la ricchezza dei risparmiatori e penalizza i consumi, responsabili nel 2018 di circa il 70% della crescita economica americana.

L'Asia sta forse peggio, dell'America e le sue borse lo testimoniano, ma in tutti i Paesi Emergenti la crescita economica prosegue quantomeno a causa della demografia. I capitali però fuggono verso porti più sicuri e dunque lo stop alla crescita è possibile che arrivi anche da loro per motivi finanziari. Cosa può interrompere dunque il "loop" negativo? Probabilmente proprio il fatto che nella discesa generale dei listini inizia a intravvedersi molto valore a basso prezzo e dunque non troppo tardi mani esperte torneranno a

comperare, seguite poi dal “parco buoi”. Questo non vale soltanto per gli Emergenti ma è dove le divise nazionali hanno perso maggior terreno contro Dollaro che potranno trovarsi le migliori occasioni d’investimento.

La vera domanda è: quando? Difficile rispondere senza correre il rischio di tirare a indovinare. Meglio lavorare sulla ricerca del valore nella selezione di aziende interessanti, con buone prospettive e basso indebitamento, invece che a livello aggregato, il cui l’andamento dipende anche da numerosi altri fattori…

Stefano di Tommaso

SUSSURRI E GRIDA



LA GEOPOLITICA NON FA PIÙ PAURA

Il 2018 è stato un anno difficile, denso di timori e tensioni internazionali, nessuno dei quali si è tuttavia trasformato in tragedia. Primo fra tutti lo scontro frontale tra i due colossi economici globali: America e Cina. Forse l’accordo si farà, più probabilmente si farà ma solo su determinate questioni scottanti, quelle che fanno del male a entrambe, ma la competizione tra i due sistemi ideologici e industriali più contrapposti della storia è più difficile che si attenui, continuando a seminare tensione tra i rispettivi partners industriali e commerciali.

IL CASO ITALIANO

Non troppo diversa è la storia del nostro Paese, da decenni sulla china di un possibile fallimento dello Stato. Dopo molti mesi (estivi) di timori e fughe in avanti, generate e conseguenza al tempo stesso delle impennate dello spread tra i tassi di rendimento nostrano e quelli della Germania, è oramai chiaro che non conviene a nessuno lasciar fallire l'Italia, ma al tempo stesso il debito pubblico nazionale continua (e continuerà a lungo) a generare tensioni e maggiori costi, innanzitutto a noi Italiani. Nè si può sperare che i problemi con i "partners" europei possano venire d'un tratto cancellati.

LA BREXIT

Storia simile era stata quella della Brexit: il popolo del Regno Unito ha votato "contro" le forze prevalenti che lo volevano assoggettato ad un'Europa germanocentrica e questo è sembrato aprire le porte dell'inferno per l'economia britannica… che invece ha retto benissimo l'impatto e, nonostante le tensioni continuino ancora oggi, dopo più di due anni, alla fine il dialogo con l'Unione Europea va faticosamente avanti, nel segno della moderazione così come di una malcelata diffidenza reciproca. Le tensioni insomma restano, ma è oramai chiaro che nessuna vera frattura arriverà.

LA FRANCIA

Se i tre esempi riportati possono aiutare a costruire un paradigma, allora facile profezia resta quella sulla possibile sorte della rivolta dei "Gilets Jaunes", i quali in questi giorni stanno facendo pensare a un nuovo 1789 ma che, con ogni probabilità, stempereranno invece gradualmente le loro proteste di piazza, in parte perché alcune delle loro richieste sono in accoglimento ma anche perché sanno anche loro che non potranno andare avanti in eterno.

Macron dal canto suo è improbabile che cadrà domani mattina dallo scranno della Presidenza, ma è altrettanto vero che dal confronto con la piazza egli esce con le ossa rotte e poca voglia di proseguire sulla strada globalista a oltranza precedentemente percorsa. Anche in Francia dunque le tensioni sociali proseguiranno ***probabilmente*** nei prossimi mesi pur senza sfociare nella rivolta, così come i conti pubblici continueranno a deteriorarsi e tutto questo avrà effetti economici negativi anche nel resto d'Europa.

LA PREDOMINANZA DELL'AMERICA

In fondo nel corso del 2018 è andata così come descritto per Italia, Gran Bretagna e Francia, anche in Siria, in Turchia e in Argentina: nessuna delle forti tensioni scoppiate in questi paesi ha provocato una vera e propria escalation, tale da bloccare la

crescita economica globale, sebbene il combinato disposto di ciascuna di esse abbia contribuito non poco a ridurre i risultati potenziali della grande stagione di progresso che avrebbe potuto esserci quest'anno e che non c'è stata.

Ciò nonostante il mondo mostra tutte le intenzioni di voler andare avanti imperterrito, stemperando le tensioni in un'economia globale che nonostante tutto mantiene il segno positivo, in un mercato finanziario globale che nonostante tutto affoga ancora nella liquidità e in un sistema di potere geopolitico globale che vede ancora una volta gli U.S.A. sempre più decisamente al suo vertice.

"SUSSURRI E GRIDA"

La situazione descritta è perciò paragonabile a quella algida e plastica litania di situazioni glaciali mirabilmente descritte dal regista Ingmar Bergman nel suo famosissimo film "Sussurri e Grida" del 1972.

Il motivo dominante della cupa atmosfera che si respira in quelle scene è il peso che un elegante e colpevole passato impone alla vita di ognuno dei suoi protagonisti, che torna a premere sul presente non solo come substrato psichico ma anche con una immanente tensione generatrice di buone e cattive notizie al tempo stesso.

Non succede nulla di plateale eppure tutto si trasforma al fuoco delle tensioni che si agitano nel sottofondo, sino alla scomparsa della protagonista, che rende protagonista il personaggio più umile della narrazione: la domestica. Eppure tra un dramma e l'altro, il regista riesce a inserire un'inestimabile morale di vita: accetta il dolore e sorridi alla felicità. Un messaggio che viene accolto prima e più decisamente da chi appartiene alle classi sociali più basse.

Così forse un fenomeno simile sta avvenendo nel mondo contemporaneo: il ricambio tra vecchie glorie e nuovi slanci avviene nel sottofondo delle conseguenze di atti precedenti, macerandosi e mimetizzandosi tra una tensione e l'altra, e facendo sì tuttavia che il panorama complessivo risulti alla fine decisamente mutato.

NESSUN ENTUSIASMO SUI MERCATI

Essa costituisce di sicuro una buona notizia per l'uomo della strada, colui che farebbe le maggiori spese di situazioni opposte a quella presente (nessuna guerra scoppia davvero, nessuna recessione getta tutti sul lastrico), ma è una situazione che non genera alcun entusiasmo per i mercati finanziari, ebbri delle sbornie da rendimento sin qui godute e privi di alcuna prospettiva di poterle propagare nell'immediato futuro, anzi! Spesso le

guerre sono state un buon affare per molti settori industriali e altrettanto spesso i momenti di tensione hanno generato stop importanti al progresso economico. Nessuno oggi si aspetta perciò grandi guadagni in borsa e ritorna di prepotenza l'attenzione ai titoli a reddito fisso, gli unici in grado di far dormire sonni tranquilli a chi deve cercare di fare tesoro delle performances precedenti.

Questo non significa che i mercati finanziari si addormenteranno in un sapido torpore, ma anzi che periodicamente le tensioni sperimentate nel corso del 2018 potranno esacerbarsi nel corso del 2019, seppure con ogni probabilità ciò avverrà senza mai giungere all'apoteosi della crisi economica vera e propria, casomai di una impalpabilmente moderata recessione, assai attesa dopo un intero decennio di crescita. La prospettiva non allude a buone notizie per le borse e nemmeno a grandi fiammate di inflazione che potrebbero rilanciare i rendimenti obbligazionari, ma non possiamo attenderci neppure tonfi clamorosi dei listini, l'unica vera grande iattura che i risparmiatori di tutto il pianeta si augurano di scansare.

L'INEVITABILE ROTAZIONE DEI PORTAFOGLI E UN "DILEMMA"

È così altrettanto probabile che i multipli stratosferici dei titoli tecnologici si ridimensioneranno, ma anche che sia arrivato il momento di far ruotare i portafogli verso titoli anticiclici e che serbano le migliori prospettive di sviluppo. La grande incognita è però se essi coincideranno con gli stessi settori industriali che in passato potevamo definire "anticiclici" oppure se, con l'affermazione della digitalizzazione, del commercio elettronico e dell'intelligenza artificiale, il panorama del business cambierà così radicalmente da spedire per sempre nel libro dei ricordi le strategie di investimento che erano valide in questi momenti nel recente passato e costringere i sempre più cauti investitori verso terreni inesplorati (cosa assai probabile).

Anche per questo motivo il periodo di grande spolvero del reddito fisso sembra destinato a durare più dello spazio di un mattino…

Stefano di Tommaso