



RECESSIONE IN ARRIVO? FONDAMENTALI OK E DOMANDA FORTE, MA ATTERRARE BISOGNA

di Luca Paolazzi*

La recessione è molto nominata. La robusta domanda deve fare i conti con due potenti venti contrari: il peggioramento delle ragioni di scambio (non in USA, però) e il rialzo dei tassi, attuato proprio per diminuire

la crescita della domanda stessa e abbassare l'inflazione prima che scappi di mano.

L'aereo è il mezzo di trasporto più sicuro, ma durante l'atterraggio è buona norma allacciare le cinture.

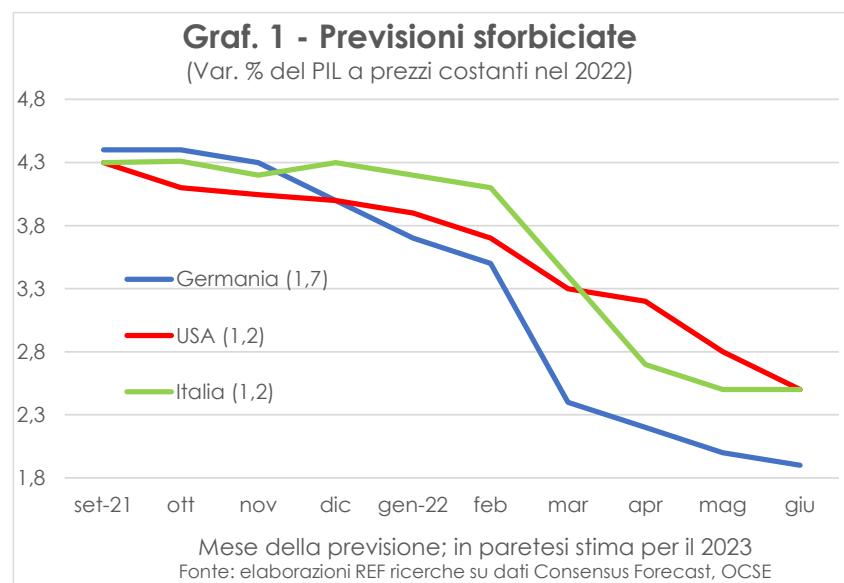
PIÙ FACILE IL METEO

Si dice che i meteorologi abbiano una grande vantaggio sugli economisti: sanno esattamente il tempo che fa. Ma anche questa è una verità soggettiva.

Infatti, come vi comportereste se sul vostro smartphone l'app meteo segnalasse cielo terso ma all'orizzonte vedeste montare le nubi, come chiara d'uovo frustata da un abile e gigantesco chef? Farestes la passeggiata programmata o cambiereste idea e vi dedichereste a giocare a carte o a una buona lettura?

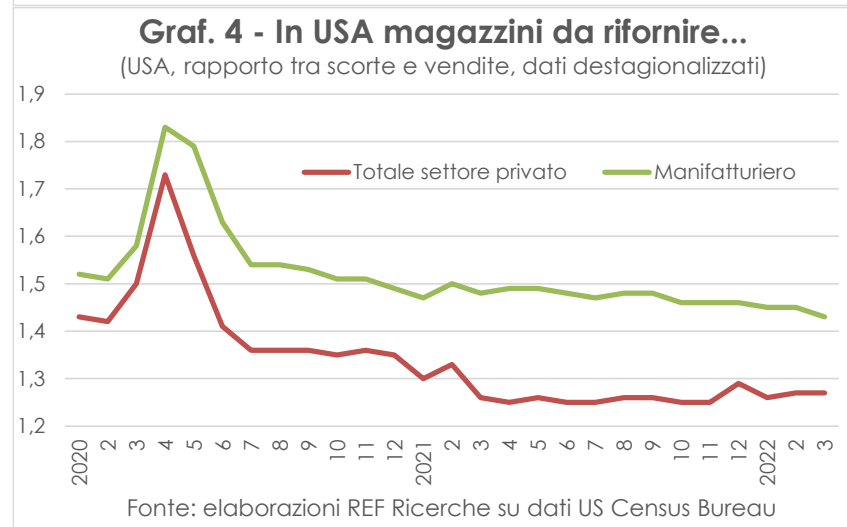
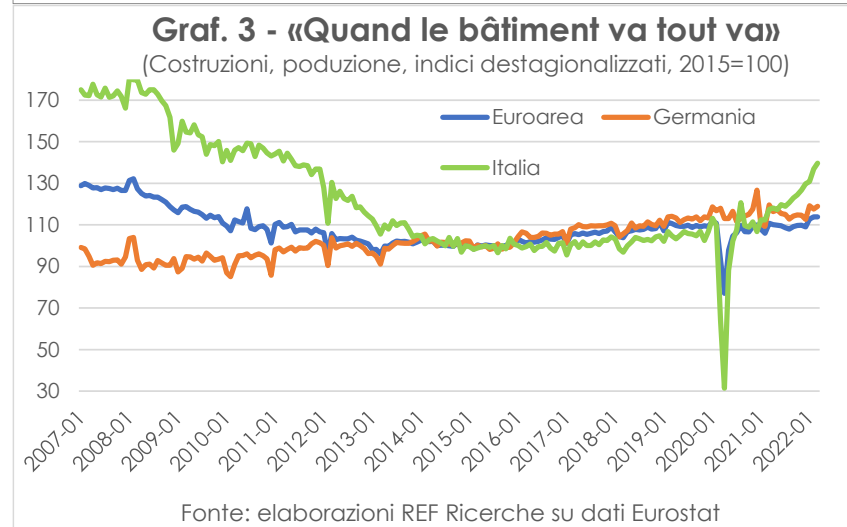
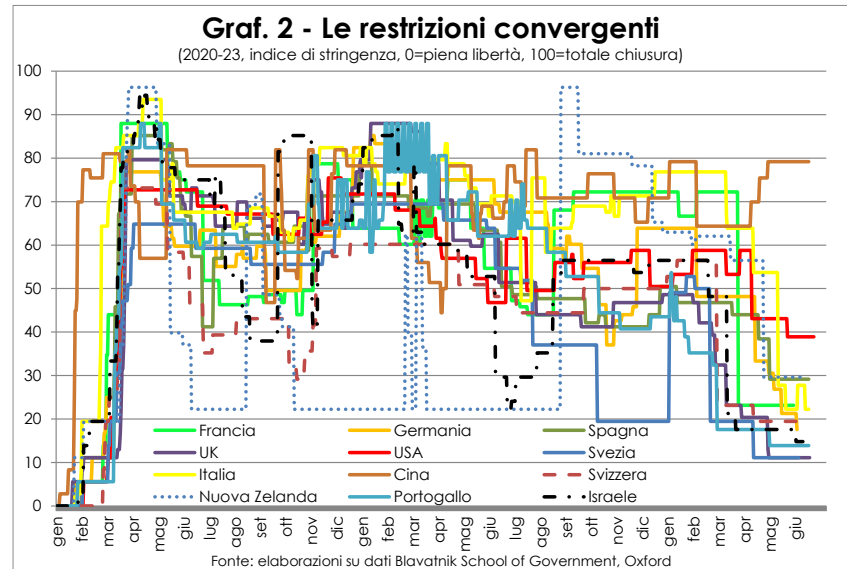
UN ESEMPIO ECCENTRICO E LE PREVISIONI ABBASSATE

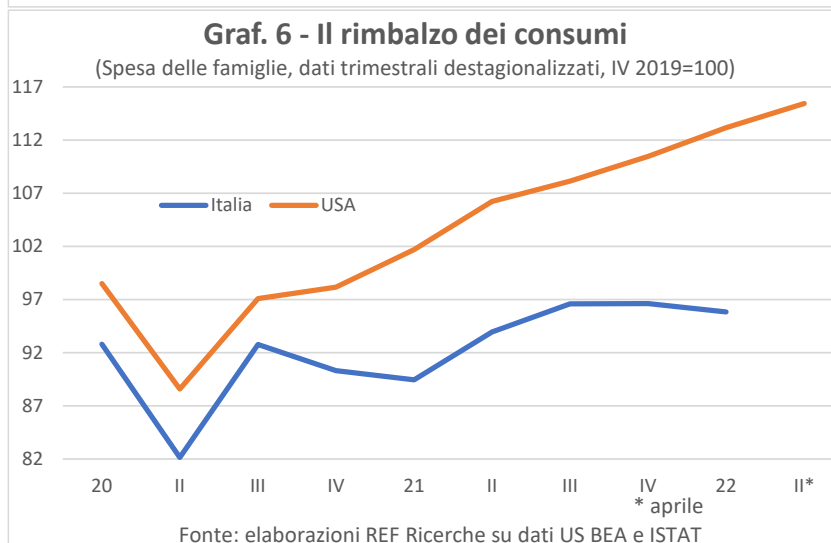
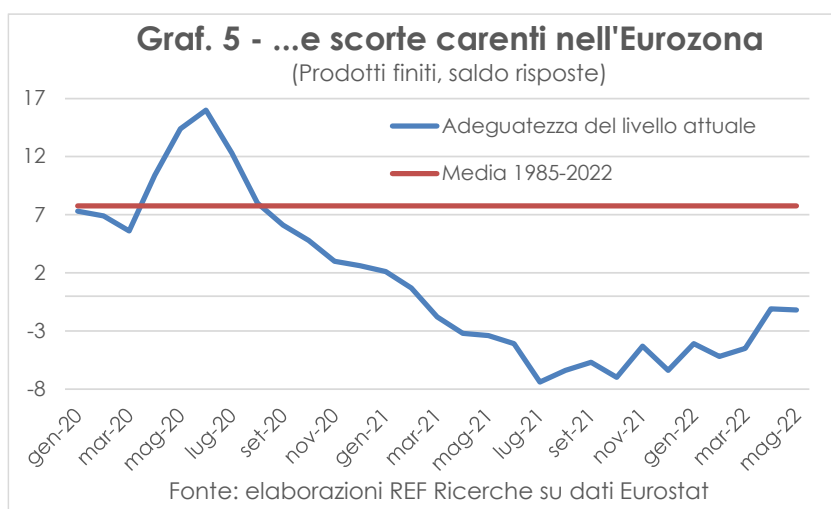
L'esempio appare eccentrico. John Maynard Keynes l'aveva escogitato per illustrare il suo concetto di probabilità e, quindi, di prevedibilità degli eventi economici. E ben si attaglia allo strano caso dell'attuale congiuntura e dei vari Dr. Jekyll sparsi per il globo che la devastano con guerre e lockdown duramente imposti. Tanto da costringere a tagliare di netto le previsioni di crescita per il 2022 (Grafico 1).



LE POTENTI FORZE DIETRO ALLA RIPRESA

Siamo, infatti, baldanzosamente entrati nel 2022 con molti Eoli a soffiare in poppa nelle gonfie vele della ripresa: dalle riaperture post-lockdown al boom edilizio, residenziale e non, dalla digitalizzazione sempre più spinta alla necessità di rimpinguare i magazzini, svuotati per l'inattesa forza del rimbalzo dei consumi, dall'introduzione dell'auto elettrica alle rinnovabili e a tutto ciò che si possa fregiare dell'aggettivo *green* (Grafici 2, 3, 4 e 5).





L'ORIZZONTE SI È OSCURATO

Ma non abbiamo fatto neppure in tempo a girare la boa di metà anno che tutt'a un tratto, come avrebbe detto Capitano Trinchetto, sono arrivati tempestosi cumulonemi e raffiche da uragano che minacciano di inabissare l'economia in una recessione. Come è potuto accadere? Quali scogli si devono temere ed evitare tra i marosi spumeggianti? Esaminiamo alcuni fatti e ipotesi, pro e contro una previsione così catastrofica.

PIÙ FREQUENTE LA CITAZIONE DELLA PAROLA CON LA «R»

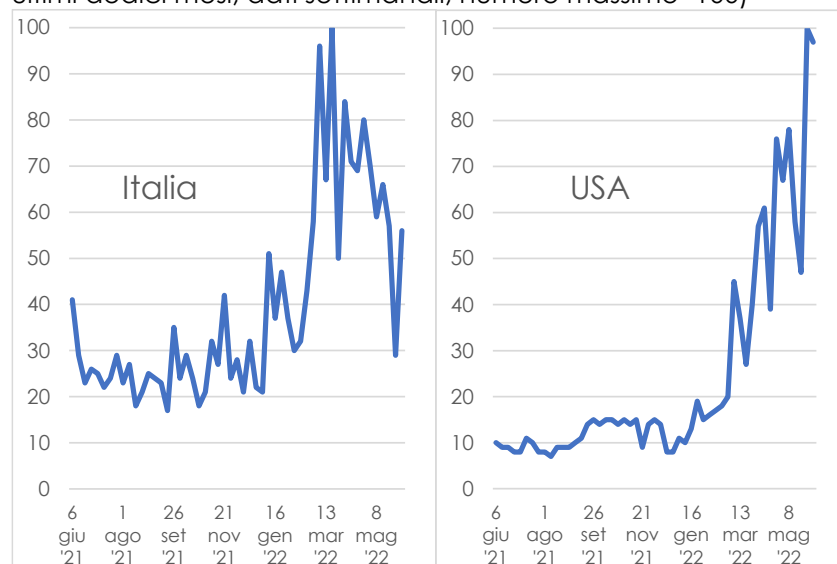
Anzitutto partiamo da quanto sia diffuso l'allarme recessivo. La parolina che inizia con la «R» è apparsa con una certa frequenza nei titoli dei giornali e dei notiziari, nelle analisi dei centri di ricerca, privati e non, nelle dichiarazioni dei governanti dei Paesi e dei governatori delle Banche centrali a partire dall'inizio dell'aggressione russa all'Ucraina (Grafico 7).

Già il fatto che se ne parli così frequentemente, magari solo per negarne l'eventualità, ha accresciuto le probabilità che accada realmente. Le aspettative in economia sono tutto, o quasi. Perché se le persone parlano o sentono parlare insistentemente di un evento sociale e cominciano a comportarsi e ad atteggiarsi prudentemente in linea con l'attesa che quell'evento si verifichi, per scansarne le ricadute sul proprio benessere, ecco che quell'evento inizia a materializzarsi.

Un fenomeno che George Soros ha chiamato *reflexivity*, riflessività. E ha trasformato questo concetto, antico in letteratura economico-finanziaria, in un'arte di investimento, con risultati senza pari prima e dopo di lui. Un autentico Paganini in tale arte!

Graf. 7 – Googleando «recessione»

(Frequenza del termine «recessione» nelle ricerche su Google, ultimi dodici mesi, dati settimanali, numero massimo=100)



Fonte: elaborazione REF ricerche su dati GoogleTrends

E JAMIE DIMON VEDE NERO

Anche nelle vicende umane vale «in principio era il verbo». Specie se a parlare non è l'ultimo scalzacani di Calascibetta, bensì il semi-dio Jamie Dimon, CEO di JPMorgan Chase (380 miliardi di capitalizzazione, dieci volte IntesaSanPaolo).

D'altra parte, già nel 1750 l'abate Ferdinando Galiani scriveva che «è l'uomo un composto di passioni che con disuguale forza lo muovono». Oltre a essere matericamente composto per lo più da un atomo di ossigeno ogni due di idrogeno, ergo assai liquido.

Nel firmamento dei dati si possono trovare altri segnali, più concreti, di peggioramento del clima economico. Per esempio, la caduta delle Borse. Dai massimi toccati alla fine del 2021, l'indice MSCI mondiale in dollari era venuto giù del 18% a metà maggio scorso, e altrettanto ha fatto Wall Street, mentre la perdita dell'EuroSTOXX 50 è stata di oltre il 20% proprio per paura della recessione in un contesto di tassi di interesse in aumento.

LE BORSE SBAGLIANO UNA VOLTA SU DUE...

Nel 1966 Paul A. Samuelson irrise la capacità predittiva delle Borse, sentenziando che «i mercati azionari hanno previsto 9 delle ultime 5 recessioni», ossia hanno sbagliato nel 45% dei casi. Nel 2016 un'analisi di Steve Liesman ha aumentato leggermente la percentuale di errore. E sembra che anche questa volta abbiano fatto cilecca, visto che quegli stessi indici hanno recuperato in soli 15 giorni buona parte del terreno perduto nell'ipotesi (o illusione?) che la recessione non avverrà. Salvo poi ripensarci e nelle due settimane successive cadere sotto i minimi precedenti.

...E GLI ECONOMISTI NON FANNO MEGLIO...

D'altra parte, nemmeno gli economisti sono preveggenti, con l'ausilio della magica sfera di cristallo o meno. Basta guardare i

numeri per il 2020 e il 2021 scodellati per gli USA appena prima dell'arrivo della pandemia o quelli per il 2022 e il 2023 diffusi pochi mesi fa e confrontarli con i dati storici o con le stime più recenti per comprendere quanto umani e fallibili siano gli studiosi dei fenomeni economici (Tavola).

Tavola - Previsioni e realtà per l'economia americana

(USA, variazioni/livelli %)

	2020		2021		2022		2023	
	P	R	P	R	P1	P2	P2	P3
PIL	1,9	-3,4	2,0	5,7	3,9	2,8	2,6	2,1
Utili*	2,2	-5,2	3,2	25,0	6,4	5,6	3,3	2,9
Inflazione**	1,9	1,4	2,0	3,3	3,2	4,8	2,6	3,2
Listini industriali	1,5	-1,3	1,6	8,9	7,1	11,2	2,4	3,2
Costo del lavoro	2,9	2,6	3,0	3,3	2,9	4,8	3,5	4,2
Treasury Bill 3 m	1,6	0,1	1,6	0,1	0,1	1,9	0,9	2,8
Treasury Bond 10y	1,9	0,9	1,0	1,6	1,6	3,0	2,2	3,2

P=Previsto; R=Realizzato; P=nel febbraio 2020; P1=nel settembre 2021; P2=nel gennaio 2022; P3=nel maggio 2022 * Societari prima delle imposte **Deflatore dei consumi personali ex energia e alimentari

Fonte: elaborazione REF Ricerche su dati Consensus Forecast

Pur accomunate da un ampio margine di errore, c'è una forte differenza e una importante convergenza tra le informazioni contenute nelle cadute di Borsa e quelle nelle previsioni.

La differenza sta nel fatto che i prezzi delle azioni non sono solo un distillato di informazioni sull'andamento degli utili societari futuri e sul tasso con cui vengono attualizzati, esprimendo così l'opinione dei partecipanti al mercato intorno agli uni e all'altro, ma sono essi stessi parte della realtà e, quindi, plasmano gli andamenti economici (di nuovo la riflessività).

Infatti, quei prezzi determinano il valore della ricchezza dei detentori delle azioni e il costo del capitale di rischio. Se salgono stimolano la domanda: via maggiore propensione a spendere («Mi sento più ricco e quindi desidero...») e potere d'acquisto («Sono più ricco e quindi posso permettermi...») delle famiglie; e via incentivo agli investimenti, grazie alla più facile raccolta di capitali, alla convenienza a originare nuovi impianti o costituire nuove imprese rispetto ad acquistare quelli esistenti (che le più alte quotazioni rendono costosi; Q di Tobin gli economisti chiamano questa convenienza) e grazie al presumibile minor saggio di sconto che quelle alte quotazioni presumibilmente rivelano (elevando il moltiplicatore degli utili futuri).

In generale, la salita della Borsa diffonde fiducia e ottimismo. E sarebbe sbagliato pensare che essa vada a beneficio solo dell'1% più ricco della popolazione, perché i piani previdenziali sono legati anche alla ricchezza azionaria.

Il crollo delle quotazioni opera in senso opposto, pur con gli stessi meccanismi. Con un'aggravante, messa in luce dagli studi di finanza comportamentale: la reazione ai guadagni e alle perdite di Borsa è asimmetrica, perché è più forte quando ci sentiamo più poveri rispetto a quando ci sentiamo più ricchi.

Dunque, il recente crollo del valore delle azioni, determinato dalla paura di una recessione e dai maggiori tassi di interesse che la potrebbero causare, accresce le probabilità che la recessione stessa si realizzi.

Le previsioni degli economisti, invece, sono una speculazione, quasi filosofica, circa la condizione attuale (abbiamo detto sopra che non sappiamo come va l'economia nel tempo presente) e prospettica dell'economia. Quindi, sono una rappresentazione della realtà, più che esserne una parte. Ma una rappresentazione significativa, perché i modelli economici che la tratteggiano hanno una coerenza interna e quindi raccontano una storia credibile di quel che può avvenire, al di là di ogni ragionevole dubbio, come recita la formula di diritto di procedura penale.

La storia che adesso raccontano dice che gli aumenti attesi dei tassi di interesse non paiono sufficienti a riportare l'inflazione nella zona di comfort dei banchieri centrali. Ciò implica che i tassi probabilmente dovranno salire di più e questo aumenta il rischio di recessione.

La convergenza tra prezzi di Borsa e previsioni degli economisti sta proprio nel fatto che anche le seconde influenzano le decisioni degli attori economici, e in particolare dei fattori delle politiche economiche, cosicché contribuiscono a costruire il sentiero su cui procederà l'economia. Un sentiero inesistente o perlomeno incompiuto prima che l'economia vi cammini sopra, quasi fosse un tappeto che si srotoli sotto i suoi piedi alati.

...MA INDICANO LIMITI E VINCOLI COERENTI

I modelli economici ci ricordano anche i vincoli e i limiti che una società ha nell'organizzare la produzione: quante persone lavorino o siano disposte a lavorare, di quali redditi possa disporre l'insieme delle famiglie e come sia distribuita, se l'accumulazione di capitale possa attingere alla formazione di un sufficiente risparmio o se debba concorrere con altri impieghi, generando una pressione sui prezzi o sull'assorbimento di beni prodotti all'estero, o su entrambi, e così via. Insomma: piantano i paletti per le direzioni che il tappeto srotolante potrebbe prendere.

Oggi quei paletti dicono che per l'economia americana il sentiero verso condizioni di crescita non inflazionistica è più un crinale stretto, come quello su cui si fanno gli ultimi passi per raggiungere la cima del Latemar, che non una mulattiera ampia e ben lastricata. In altre parole, anche nei modelli degli economisti lampeggia il rischio di recessione.

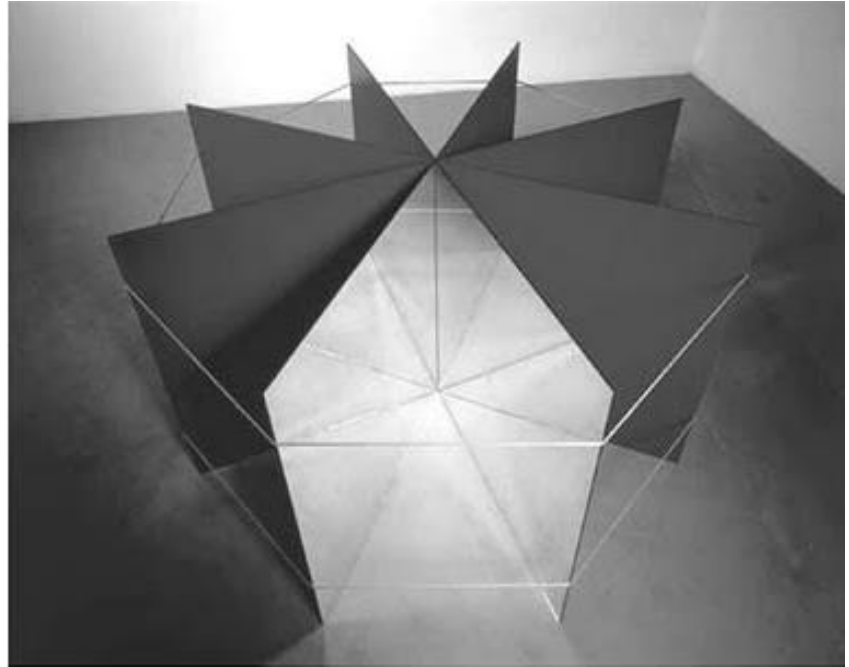
UN GIOCO DI SPECCHI

Sopra abbiamo accennato al legame tra quotazioni azionaria e fiducia nel sistema economico. Un legame che è un gioco di specchi, come un'opera di Michelangelo Pistoletto.

LA FIDUCIA È MISURABILE

In economia la fiducia è uno stato d'animo sondabile aggregando le opinioni dei consumatori sulla percezione di alcune variabili importanti per le decisioni di spesa: abbondanza di posti di lavoro, dinamica dei prezzi al consumo, condizioni finanziarie e altre. Tanto più è alta la misura della fiducia tanto minore è la probabilità che le famiglie tirino i remi in barca della spesa. E viceversa.

Questa misura è ora in ribasso. In alcuni casi ha raggiunto i livelli dell'inizio della pandemia, o addirittura è scesa al di sotto. Per esempio, negli USA l'indice di fiducia dei consumatori elaborato dall'Università del Michigan è crollato a 50, ai minimi della Grande crisi, da 88 nell'aprile 2021. Mentre quello del Conference

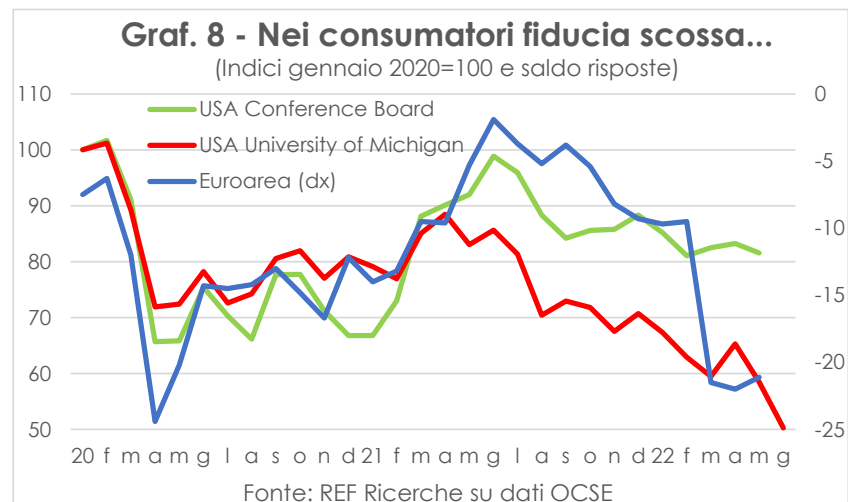


Michelangelo Pistoletto, *Divisione e moltiplicazione dello specchio*, 1978.

Board, in cui pesa di più la facilità di trovare lavoro, è calato ma è ancora su valori ben più alti della media dell'ultimo ventennio.

LA FIDUCIA È SCESA TRA I CONSUMATORI...

Nell'Eurozona la fiducia dei consumatori è crollata dopo l'aggressione russa all'Ucraina quasi quanto nei mesi più bui dell'avvio della pandemia (Grafico 8).

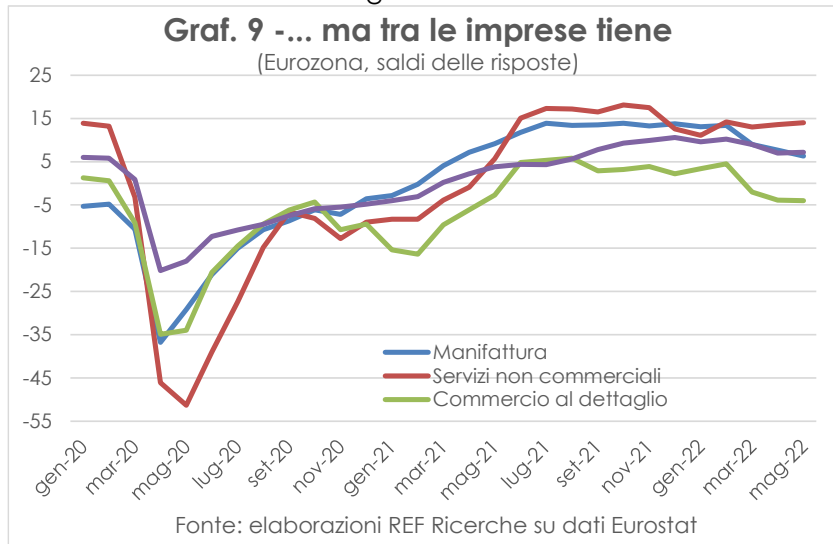


...MA REGGE TRA LE IMPRESE

Tra gli imprenditori, invece, la fiducia ha finora tenuto molto di più (Grafico 9). Ed è un potente antidoto antirecessivo, perché vuol dire che continueranno a fare investimenti in miglioramento dei processi (*capital deepening*), ampliamento della base produttiva per soddisfare la maggiore domanda attesa (*capital*

widening) e nuovi prodotti per rispondere ai bisogni dei loro colleghi e delle famiglie.

Dunque, tutto bene? Sicuramente no. È vero che il dado della recessione ancora non è tratto. Tuttavia, occorre tener conto delle raffiche da uragano citate all'inizio. Qui ne consideriamo due: cambiamento delle ragioni di scambio e innalzamento del



del costo del denaro.

PER CHI PEGGIORANO LE RAGIONI DI SCAMBIO

Le ragioni di scambio rappresentano il potere d'acquisto di un paese nei confronti del resto del mondo. Perché dicono quante importazioni si possono comperare con una unità di export.

Se le ragioni di scambio aumentano vuol dire che occorre destinare meno risorse (lavoro, capitale, terra) per acquistare la stessa quantità di beni da altri paesi. Si è, dunque, più ricchi, perché le risorse che non è più necessario destinare al canale estero possono essere utilizzate per nuovi fini. All'opposto, se le ragioni di scambio diminuiscono bisogna incanalare verso l'estero più risorse interne, e quindi ne restano meno per consumi e investimenti: si diventa, cioè, più poveri.

La variazione delle ragioni di scambio altera, quindi, l'equilibrio preesistente e il nuovo equilibrio si forma gradualmente. Come? Attraverso il mutamento dei prezzi relativi pagati da famiglie e imprese, mutamento che comporta sia un effetto reddito sia un effetto riallocativo. E quella variazione può originare sia da un cambiamento dei prezzi sia da un mutamento del tasso di cambio. Tutto ciò si può capire meglio spiegando quel che sta avvenendo ora.

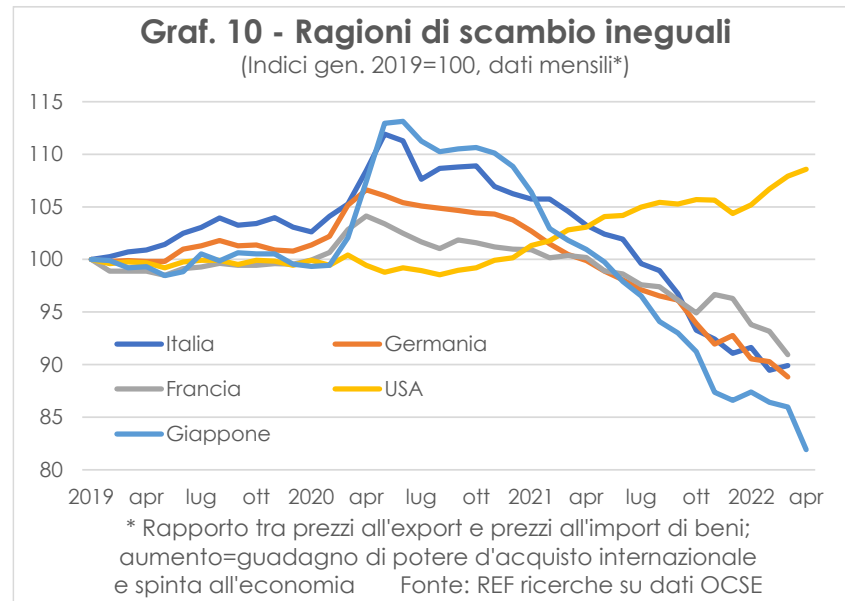
A partire dai primi mesi del 2021 c'è stato un forte rincaro delle materie prime, energetiche e non, e c'è stato un netto deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro (in realtà il dollaro si è apprezzato verso tutte le altre valute). La guerra in Europa ha accentuato entrambi i fenomeni.

Cosicché tutti i paesi sono costretti a pagare di più le materie prime importate, ossia le ragioni di scambio sono peggiorate. Di più per chi deve acquistare dollari per pagare quelle materie

prime. Gli Stati Uniti sono esportatori netti di molte materie prime: è uno dei paradossi messi in luce oltre mezzo secolo fa nelle analisi statistiche dei vantaggi comparati ricardiani e che portarono alla costruzione delle tavole input-output da parte di Wassily Leontief, per cercare di spiegare quei paradossi.

DAL CARO MATERIE PRIME GUADAGNI PER GLI USA, EUROPA E GIAPPONE K.O.

Calcolato sul primo trimestre 2021 il peggioramento delle ragioni di scambio è stato del 21,0% per il Giappone, del 14,7% per l'Italia, del 12,5% per la Germania e del 9,5% per la Francia. Gli Stati Uniti hanno registrato un miglioramento del 6,5% (Grafico 9).



I dati sono di marzo 2022 per i paesi europei e aprile per gli altri due, cosicché c'è da attendersi variazioni ancora più marcate nei mesi successivi, dato l'andamento dei tassi di cambio e delle commodity.

Peraltro, le variazioni vanno guardate alla luce del peso dell'interscambio con l'estero sulle rispettive economie, che è massimo per la Germania e minimo per gli USA. Dunque, la sberla maggiore è quella presa dai tedeschi. Mentre gli americani ne beneficiano come Paese, sebbene anche loro devono pagare benzina, gas, elettricità e grano più cari, a beneficio dei produttori interni di tali beni, i quali spenderanno di più in macchinari, e così via.

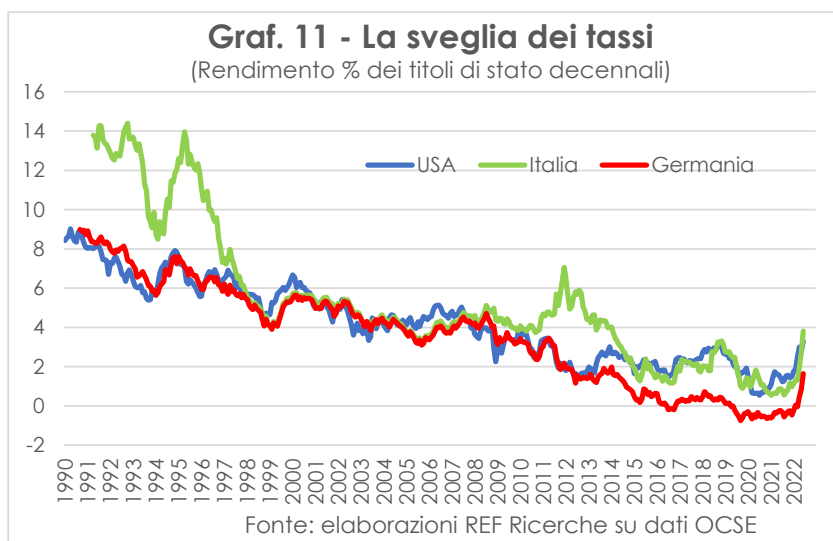
L'estrazione delle risorse da destinare a pagare le bollette energetica e alimentare più salate avviene attraverso l'aumento dei prezzi di tali beni, alla produzione, prima, e al consumo, poi. Siccome i prezzi degli altri beni non scendono (per la nota rigidità dei salari monetari), ecco che gli indici aggregati dei prezzi salgono. E possono mettere in moto rincorse tra i vari prezzi, perché ciascuno cerca di scaricare sugli altri parte della propria perdita di reddito reale.

PERCHÉ LE BANCHE CENTRALI DEVONO PIGIARE SUL FRENO DEI TASSI

C'è così il rischio che si inneschi una spirale inflazionistica prezzi-salari-prezzi, soprattutto nel contesto di forte domanda qual è l'attuale e di ampia accondiscendenza ad accettare i ritocchi dei listini e dei salari, giacché c'è generale consapevolezza dei

rincari dell'energia e delle materie prime alimentari. Ecco perché tutte le Banche centrali stanno intervenendo aumentando i tassi di interesse e drenando liquidità: in questo modo frenano la domanda e scoraggiano il processo inflattivo.

Il loro intervento restrittivo rappresenta l'altro tempestoso vento che soffia contro la ripresa economica. Prima o poi le politiche monetarie sarebbero state comunque normalizzate, ma ora tocca farlo in fretta e furia. E ciò rappresenta un drastico cambio di paradigma rispetto ai passati tre lustri, quando il costo del denaro è stato portato e tenuto ai minimi della storia monetaria, perfino negativo in termini nominali (Grafico 11). Per esempio, in



Danimarca era diventato possibile avere mutui ipotecari con un ammortamento le cui rate erano minori della quota di debito che veniva cancellata.

L'aumento dei tassi agirà con i soliti meccanismi per frenare la domanda: aumento del servizio del debito in caso di tassi variabili, maggiore onerosità degli acquisti rateali, mutui ipotecari più costosi, minore convenienza a effettuare investimenti, il cui rendimento va confrontato con altri impieghi finanziari. Inoltre, alzerà il premio al rischio chiesto ai debitori. E peggiorerà le condizioni finanziarie, perché è proprio attraverso questo peggioramento che opera la restrizione monetaria.

PIÙ È SANA L'ECONOMIA E PIÙ I TASSI DEVONO SALIRE

Molti affermano che il rialzo dei tassi sarà facilmente sopportato dall'economia, perché non si sono accumulati squilibri. Infatti, i bilanci di famiglie e imprese sono rimasti solidi per tre ragioni: 1) ancora molto fresca era la memoria della bolla creditizia che portò alla Grande crisi del 2008-9; 2) le banche hanno un più ampio cuscinetto di capitale; 3) durante la pandemia i governi hanno fornito molte garanzie sui crediti.

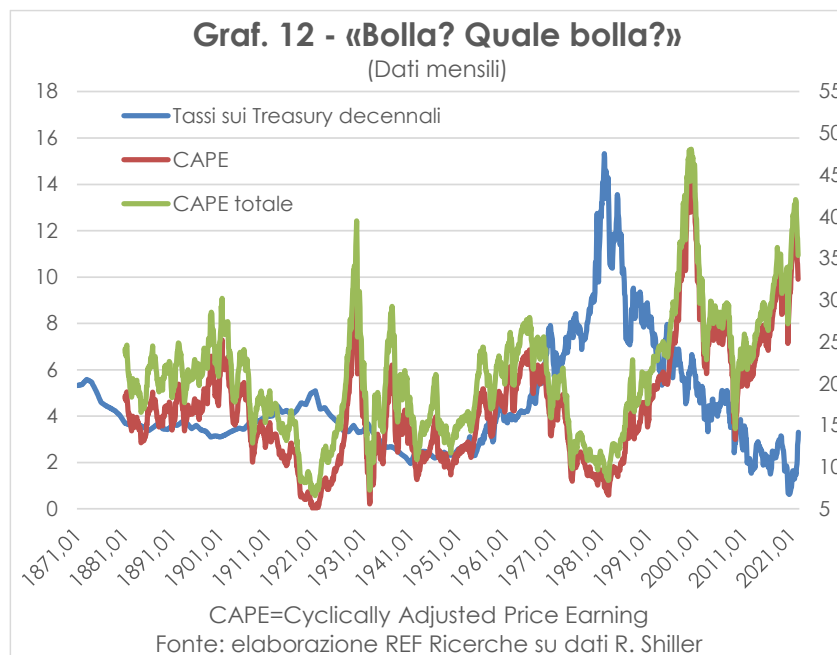
È una tesi condivisibile: in assenza di bolle, lo spillo dell'aumento dei tassi non farà scoppiare nulla.

Tuttavia, la solidità dei bilanci vuol anche dire che, per incidere sui bilanci e frenare la domanda, l'incremento dei tassi dovrà essere maggiore e questo non potrà non avere effetti sul mercato

azionario. Infatti, a tassi più elevati corrisponde un valore attuale degli utili futuri più basso, e il prezzo delle azioni non può che rispecchiarlo.

QUOTAZIONI AZIONARIE ANCORA AD ALTA QUOTA...

Quanto più alti i tassi e quanto più bassi i corsi azionari? La risposta a tale domanda non è mai semplice e nel formularla ci si aiuta esaminando l'esperienza passata. Ma non si possono confrontare le "mele" di oggi con le "pere" di dieci o vent'anni fa. Troppo sono cambiate le condizioni di contesto. Tuttavia, a guardare i grafici è difficile sfuggire alla sensazione che l'aggiustamento del valore delle azioni non sia concluso (Grafico 12).



La Fed sta cercando di pilotare l'economia americana verso un atterraggio morbido. Questo vuol dire che calibrerà i rialzi per evitare un avvitamento recessivo.

Anche se la stessa calibratura è un processo di apprendimento, fatto di tentativi ed errori: all'inizio sembrava che bastasse un rialzo di un quarto di punto percentuale alla volta, poi di mezzo e ora di tre quarti. E ogni volta si è escluso che ci sarebbero stati rialzi più consistenti, salvo che la realtà dei dati ha costretto a rimangiarsi quelle esclusioni.

La BCE è in una posizione ancora più scomoda, perché l'inflazione importata ha un effetto restrittivo maggiore che in USA, come si detto sopra analizzando l'andamento delle ragioni di scambio, e perché deve evitare che gli spread si allarghino al punto di minacciare l'esistenza stessa dell'Unione monetaria.

Comunque, pur sempre di atterraggio si tratta.

...IN FASE DI ATTERRAGGIO BISOGNA ALLACCIARE LE CINTURE DI SICUREZZA

E quando un aereo inizia la fase di discesa è doveroso allacciare le cinture di sicurezza, raddrizzare lo schienale delle poltrone e alzare il tavolino di fronte a noi. Poi c'è chi ha paura di volare e tira fuori amuleti e simboli religiosi. E chi, invece, attende tranquillo che gli pneumatici tocchino la pista.

Come è noto, l'aereo di linea è il mezzo di gran lunga più sicuro per viaggiare. Ma deve pur scendere di quota per portarci a destinazione.

Avvertenze Importanti

Il presente documento è stato preparato da REF Ricerche S.r.L. per Ceresio Investors, per tale intendendosi Banca del Ceresio e le sue controllate; è reso disponibile a mero fine informativo sul sito www.ceresioinvestors.com da Banca del Ceresio e da Ceresio SIM S.p.A. Esso non costituisce in nessun caso ricerca in materia di investimenti, offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento; non è destinato alla distribuzione, pubblicazione o utilizzo in qualsiasi giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o utilizzo sarebbe illegale, né è rivolto a qualsiasi persona o entità a cui sarebbe illegittimo indirizzare tale documento. Il contenuto del documento riflette unicamente l'opinione dell'autore alla data della sua predisposizione. Ceresio Investors non ha verificato in via indipendente i dati contenuti nel documento e non si assume alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nello stesso contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione e declina ogni responsabilità per errori od omissioni. I dati in esso eventualmente riportati si riferiscono al passato: i risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Ceresio Investors non potrà essere ritenuto responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione. Il presente documento non può essere, nemmeno parzialmente, riprodotto, trasmesso o usato a qualsiasi scopo senza il preventivo consenso scritto di Ceresio Investors.

Qualora desideri ricevere via e-mail le prossime Newsletter Le chiediamo gentilmente di inviare una richiesta agli indirizzi di posta elettronica di seguito elencati:

CONTATTI

Banca del Ceresio SA

Via Posta 7
6901 Lugano – Svizzera
Tel.: +41 (0)91 923 84 22
info.bdc@ceresioinvestors.com

Ceresio SIM
Global Selection SGR
Eurofinleading Fiduciaria

Via Tamburini 13 - 20123 Milano (MI)
Tel.: +39 02 3037 7351
info.sim@ceresioinvestors.com