



SANFELICE 1893 MERCATI

Periodico di informazione ad uso interno per soci e dipendenti a cura di SANFELICE 1893 Banca Popolare.

FEBBRAIO 2014

con la collaborazione tecnica di Ruggero Bertelli - Professore di Economia degli Intermediari Finanziari presso l'Università di Siena.

MIGLIORANO LE PROSPETTIVE GLOBALI PER IL 2014 IN UN CONTESTO DI BASSA INFLAZIONE, DELUDONO GLI EMERGENTI.

Secondo le previsioni dell' Economist (TABELLA 1), la crescita 2013 dell'area EURO sarà negativa (-0,4% in miglioramento rispetto al trimestre precedente); positiva ma debole la crescita 2014 (1% in miglioramento). Per gli USA: +1,8% nel 2013 (in miglioramento) e +2,7 nel 2014 (stabile). Come di consueto, la peggiore pre-visione 2013 e 2014 per gli USA è migliore della migliore previsione per l'area Euro. Negativa la crescita 2013 in Italia (-1,8% stabile) con un dato appena positivo nel 2014 (+0,4% in miglioramento); il range delle previsioni è per la prima volta positivo: 0,1 – 0,8). Negativo il dato per la Spagna nel 2013, positivo nel 2014 (-1,3% e +0,5% in miglioramento entrambi); per l'Olanda (-1,1% in miglioramento nel 2013) il dato torna positivo nel 2014 (+0,5% in miglioramento). La Francia crescerà nel 2013 (+0,2% in netto miglioramento) e nel 2014 (+1% in miglioramento). La crescita tedesca rimane positiva ma debole nel 2013 (+0,5% stabile); si rafforza nel 2014 (+1,7% in miglioramento). Il Giappone cresce nel 2013 e nel 2014 (+1,7% e +1,5% entrambi i dati inferiori al trimestre precedente). Le previsioni di crescita per il 2013 e il 2014 di Cina e India sono rispettivamente +7,7% e +7,3% (stabili) e +4,9% e +6,0% (in leggero peggioramento); per la Russia si prevede un +1,5% e +2,9% (entrambi in calo) e per il Brasile +2,2% e +2,2% (in calo) (fonte The Economist). Le previsioni di crescita per il 2013 e il 2014 di Cina e India sono rispettivamente +7,7% e +7,3% (stabili) e +4,9% e +6,0% (in leggero peggioramento); per la Russia si prevede un +1,5% e +2,9% (entrambi in calo) e per il Brasile +2,2% e +2,2% (in calo) (fonte The Economist).

In FIGURA 1 presentiamo il "Global Business Barometer" dell' Economist. In netto miglioramento nell'ultimo trimestre del 2013. Questo dato positivo non differisce per le diverse aree geografiche. I Leading Indicator dell'OCSE (FIGURA 2) mostrano segnali confortanti. Gli Usa continuano a crescere in modo stabile; l'area EURO conferma e consolida la ripresa. La Cina rimane con una crescita sotto il trend, ma sembra aver incontrato il minimo ciclico. India, Russia e Brasile continuano a rallentare. Buone le notizie per l'Italia che ha raggiunto il minimo ciclico e torna a crescere; stesso dicasi per la Francia, più indietro ciclicamente, ma tornata sopra il trend. Il dato leading più recente per l'area EURO è quello della Banca d'Italia (indicatore E-Coin, FIGURA 3). Il valore è positivo e in miglioramento per il quarto mese consecutivo, confermando la ripresa del PIL.

The Economist poll of forecasters, January averages (previous month's, if changed)

	Real GDP, % change				Consumer prices % change				Current account % of GDP			
	Low/high range		average		2013		2014		2013		2014	
Australia	2,2/2,7	2,6/3,4	2,4 (2,5)	2,5 (2,7)	2,4 (2,3)	2,5	-2,8 (-2,6)	-3,0 (-2,8)				
Belgium	0,1/0,2	0,4/1,3	0,1	1,1	1,2	1,1	-1,9 (-1,0)	-1,3 (-0,8)				
Britain	1,4/1,9	2,3/3,2	1,5 (1,4)	2,7 (2,9)	2,6	2,4 (2,5)	-3,7 (-3,5)	-3,2 (-2,9)				
Canada	1,5/1,8	1,8/2,9	1,7	2,3	1,9	1,8 (1,6)	-3,0 (-3,1)	-2,9 (-2,8)				
France	0,1/0,2	0,4/1,5	0,2	0,8	1,0	1,2 (1,1)	1,9	-1,8				
Germany	0,4/0,6	1,4/2,1	0,5	1,7	1,5 (1,6)	1,5 (1,6)	0,9	0,7 (0,6)				
Italy	-1,9/1,9	0,1/0,8	-1,8	0,4 (0,3)	1,3	0,9 (1,2)	0,5	0,7 (0,8)				
Japan	1,6/1,9	0,1/0,0	1,7 (1,8)	1,5	0,2 (0,3)	2,1 (2,2)	0,9 (1,0)	1,2 (1,3)				
Netherlands	-1,7/0,9	0,1/1,1	-1,1	0,5	2,4 (2,6)	1,5 (1,4)	0,5 (0,6)	0,9 (1,0)				
Spain	-1,7/1,2	-1,4/1,0	-1,3	0,5	1,5	0,4	0,8	1,4 (1,6)				
Sweden	0,7/1,2	1,5/2,8	0,9 (0,8)	2,2	0,1	0,9 (1,2)	8,0	5,8 (6,0)				
Switzerland	1,7/2,0	1,7/2,1	1,9 (1,8)	2,0	-0,2 (-0,1)	0,3 (0,6)	10,9 (11,6)	11,1 (12,2)				
United States	1,8/2,0	2,2/3,2	1,8 (1,7)	2,7	1,5	1,8 (1,7)	2,5 (2,4)	2,5 (2,2)				
Euro area	0,5/0,1	0,4/1,3	0,4	1,0	1,4	1,8 (1,9)	2,0	2,0				

Sources: Bank of America, IMF Fiches, Citigroup, Commerzbank, Decision Economics, Deutsche Bank, Economica Intelligence, Citigroup, Goldman Sachs, IHS Global Vantage, ING, JPMorgan Chase, KBC Bank, Morgan Stanley, RBC, UBS, Schroder, Scotia Capital, Societal Generali, Standard Chartered, UBS

TABELLA 1



FIGURA 1

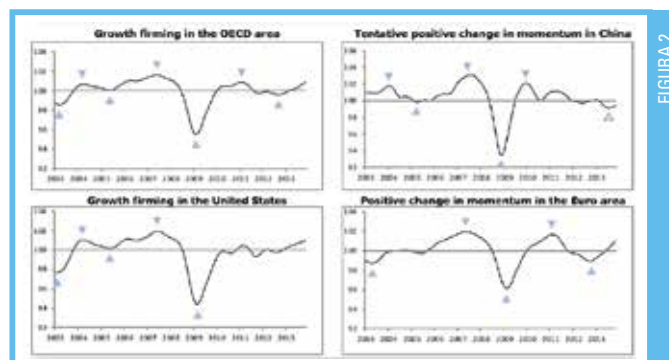


FIGURA 2

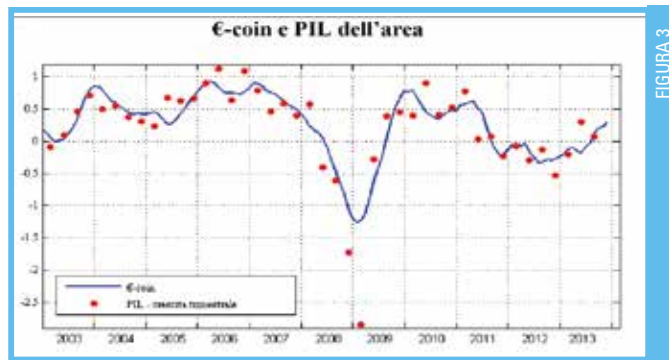


FIGURA 3

Per gli Stati Uniti, l'indice ECRI (Economic Cycle Research Institute, FIGURA 4) – indicatore settimanale sulla situazione economica negli Stati Uniti – continua nel suo trend positivo da gennaio 2012. Continua anche in novembre negli USA la crescita dei prezzi delle "single family homes", in aumento di oltre il 12% rispetto all'anno precedente (dato in diminuzione rispetto a quello del trimestre precedente). Per il dato leading più recente per l'area EURO è quello della Banca d'Italia (indicatore E-Coin, FIGURA 3). Il valore è positivo e in miglioramento per il quarto mese consecutivo, confermando la ripresa del PIL. Per gli Stati Uniti, l'indice ECRI (Economic Cycle Research Institute, FIGURA 4) – indicatore settimanale sulla situazione economica negli Stati Uniti – continua nel suo trend positivo da gennaio 2012. Continua anche in novembre negli USA la crescita dei prezzi delle "single family homes", in aumento di oltre il 12% rispetto all'anno precedente (dato in diminuzione rispetto a quello del trimestre precedente).



FIGURA 4

INFLAZIONE AI MINIMI (SPERIAMO)

Nell'area dell'EURO l'inflazione totale è ulteriormente diminuita (ben sotto il fatidico 2%). A livello 1,1% quella "core" (ex food and energy), a 0,8% che quella totale (FIGURA 5). Il contenimento dell'inflazione è il frutto della recessione in atto. Non è un dato positivo. In linea teorica, considerando un tasso reale del 2%, i tassi di interesse privi di rischio europei a lungo termine dovrebbero attestarsi, in equilibrio, intorno al 3% (ultimo dato disponibile 1,91% - in crescita - fonte The Economist 13/1/2014). Una novità legata alla diversa "forza" del ciclo economico: l'inflazione tedesca (1,5%) è il doppio di quella italiana e francese (0,6% e 0,7%, rispettivamente) (FIGURA 6). Questo dato non contribuisce ad una visione unitaria della politica monetaria dell'area EURO.



FIGURA 5

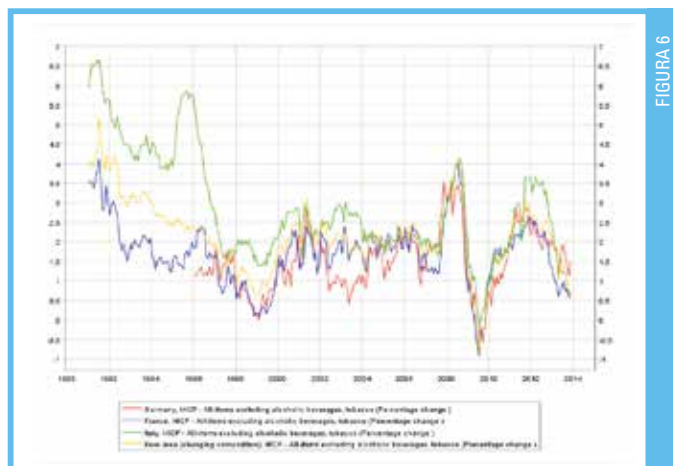


FIGURA 6

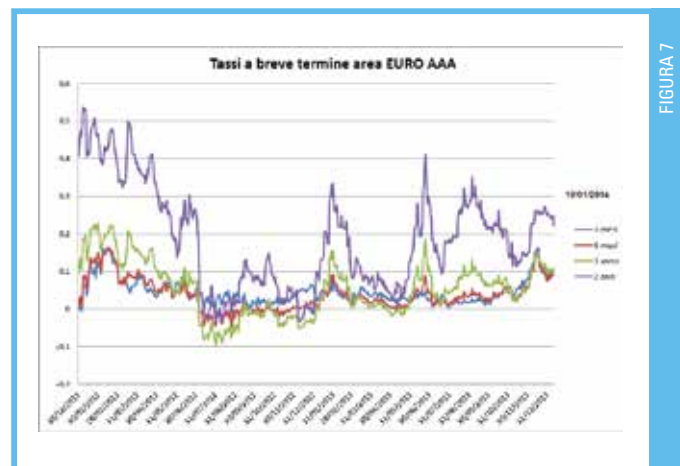


FIGURA 7

TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE EURO

L'andamento dei tassi di interesse a breve termine AAA dell'area EURO conferma il superamento della crisi di fiducia, in uno scenario di tassi quasi-zero. I tassi comunque non sono più negativi ma l'inclinazione fatica a mantenersi positiva, reagendo alle dichiarazioni guida della BCE sul futuro dei tassi (FIGURA 7 e Tabella 2). I tassi a 3, 6 e 12 mesi si attestano tra 0,11% (in aumento) e 0,10% (in aumento). Il tasso privo di rischio ancora non esiste o è addirittura ampiamente negativo, come dimostra l'andamento dei tassi reali (-1% circa). E' l'effetto di una politica monetaria espansiva (mondiale) associata a politica fiscale restrittiva. La cura Draghi ha consentito di non vedere più l'anomalia dei tassi negativi, per irrazionale domanda di sicurezza. Il mercato si comporta come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi dovessero attestarsi sullo 0,19% (in leggera diminuzione rispetto al trimestre precedente). I rendimenti a tre mesi impliciti (forward rate) sono riassunti in FIGURA 8. Qualche segnale di rialzo per la struttura dei tassi EURIBOR. L'unione bancaria europea tende a rendere meno correlato il rischio "banche" a quello dei titoli governativi dei diversi paesi dell'EURO. In questo nuovo contesto il tasso EURIBOR dovrebbe funzionare meglio, quale unico tasso bancario. L'evoluzione dell'EURIBOR negli ultimi 12 mesi è riassunta nella TABELLA 3. Si è fermata (su livelli molto bassi) la discesa degli spread che rappresentano il rischio banche. Lo spread sul 3 mesi è a livello di 20 punti base. Un valore più basso del minimo del 2006, prima della crisi bancaria. Esso è comunque previsto in crescita, almeno stando alla struttura dei tassi impliciti (66 bp a ottobre 2014, FIGURA 9). Prima della crisi bancaria sistemica del 2008, il differenziale euribor 3 mesi - tassi AAA area euro era sotto i 50 punti base. Ha raggiunto i massimi (oltre 200 bp) ad ottobre 2008. Oggi è tornato sotto i 20 bp (FIGURA 10). L'unione bancaria dovrebbe progressivamente accrescere la significatività di questo tasso rispetto alla effettiva situazione del mercato interbancario.

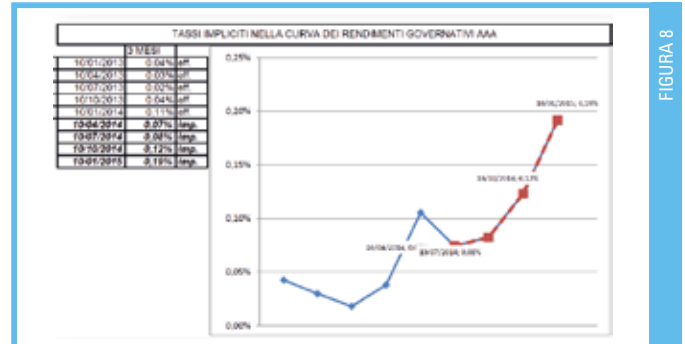


FIGURA 8

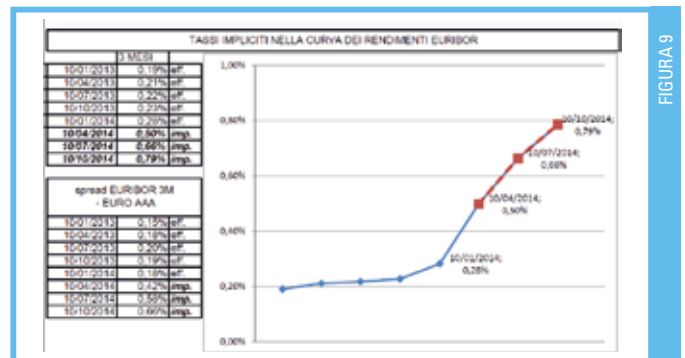


FIGURA 9

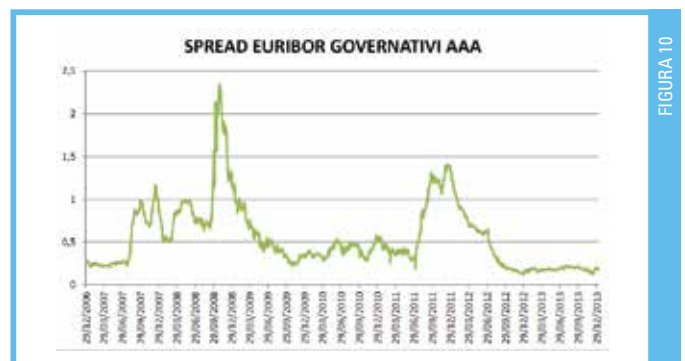


FIGURA 10

TABELLA 2

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO				
	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
10/01/13	0,04%	0,02%	0,01%	0,02%
10/04/13	0,03%	0,02%	0,02%	0,02%
10/07/13	0,02%	0,01%	0,02%	0,03%
10/10/13	0,04%	0,04%	0,06%	0,08%
10/01/14	0,11%	0,09%	0,09%	0,10%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR				
	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
10/01/13	0,19%	0,33%	0,44%	0,55%
10/04/13	0,21%	0,33%	0,43%	0,54%
10/07/13	0,22%	0,33%	0,42%	0,51%
10/10/13	0,23%	0,34%	0,45%	0,54%
10/01/14	0,28%	0,39%	0,48%	0,56%

I TASSI A MEDIO LUNGO TERMINE EURO AAA SALGONO CON MOLTA MODERAZIONE.

Anche questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) è rimasta praticamente invariata (FIGURA 11), interrompendo la tendenza al progressivo rialzo, guidata dai rialzi in area USA. Anche in USA però la FED è riuscita a tranquillizzare il mercato circa gli effetti di una progressiva riduzione degli acquisti dei titoli di Stato. Il QE non è eterno, ma il rientro sarà molto morbido e attento.

Lo «spettro» dei rendimenti (dal 3 mesi al 30 anni, FIGURA 12) mostra una curva ancora molto «sgranata» tipica delle fasi recessive e immediatamente post-recessive. Un raggruppamento dei tassi verso l'alto (appiattimento della curva intorno ai livelli attuali del 10 anni) implicherebbe segnali concreti di superamento della crisi economica; un raggruppamento dei tassi verso il basso (appiattimento della curva intorno all'1%) segnalerebbe uno scenario «giapponese». L'attuale struttura dei rendimenti – a metà del guado e incerta nella direzione – lascia aperto ogni scenario. Ma l'Europa sembra avviata verso la ripresa.

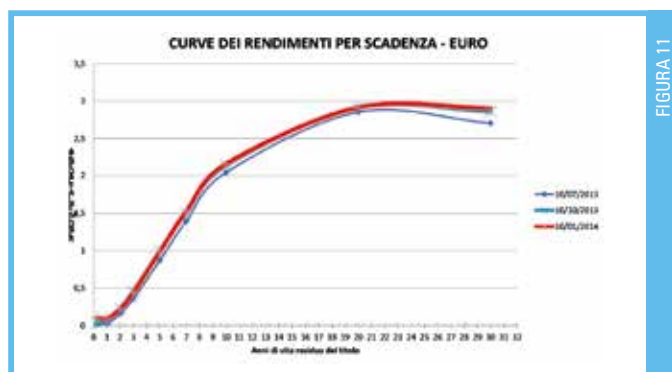


FIGURA 11

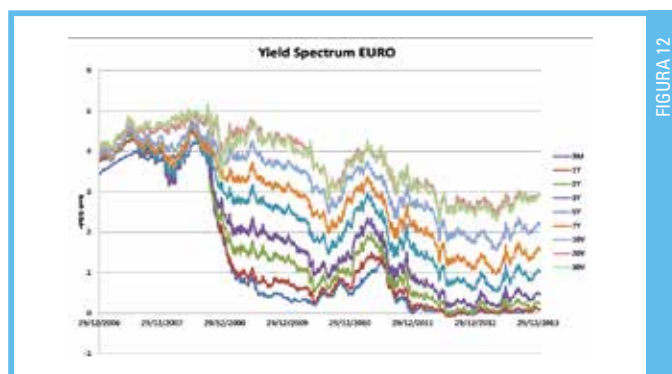


FIGURA 12

TABELLA 4

CONDIZIONI DI SOLVIBILITÀ DI ALCUNI PAESI DELL'EURO E SPREAD RISPETTO ALLA GERMANIA

	Debito PIL 2011	Debito PIL 2017	Crescita PIL 2013	Crescita PIL 2014	Deficit PIL 2013	Tassi a 10 anni 27/09/2013	Spread 27/09/2013	Spread 12/07/2013	Variazione spread	
GERMANIA	81,90	67,70	0,5	1,7	0,1	1,91	0,00	0,00		
OLANDA	71,26	83,21	-1,1	0,5	-3,5	2,20	0,29	0,40	-0,11	
FRANCIA	90,23	88,80	0,2	0,8	-4,1	2,37	0,46	0,54	-0,08	
AUSTRIA	74,08	71,79	0,4	1,4	-2,9	2,24	0,33	0,41	-0,08	
BELGIO	99,78	92,12	0,1	1,1	-3,0	2,62	0,71	0,87	-0,16	
ITALIA	126,98	123,05	-1,8	0,4	-3,2	3,90	1,99	2,56	-0,57	
SPAGNA	85,90	106,07	-1,3	0,5	-7,1	3,81	1,90	2,44	-0,54	
IRLANDA	117,40	109,85	0,1	1,7	-7,3	3,28	1,37	2,06	-0,69	
PORTOGALLO	123,80	116,04	-1,6	0,6	-5,9	5,38	3,47	5,18	-1,71	
GRECIA	156,86	142,61	-3,6	-0,3	-2,2	7,89	5,98	8,28	-2,30	
USA	102,86	106,68	1,8	2,7	-4,1	2,99	1,08	0,80	0,28	
GIAPPONE	238,03	241,14	1,7	1,5	-8,2	0,71	-1,20	-1,14	-0,06	
UK	88,81	96,71	1,5	2,7	-6,7	3,17	1,926	0,95	0,31	
	Fonte FMI		Fonte Economist							

I TASSI DI INTERESSE NEI DIVERSI PAESI DELL'AREA EURO

La tabella «condizioni di solvibilità» (TABELLA 4) accoglie alcuni dati macroeconomici previsionali e l'andamento degli spread rispetto alla Germania. L'ipotesi è che lo spread dipenda dal rapporto Debito/PIL; dalla crescita del PIL e dal rapporto Deficit/PIL. Vengono riportati come confronto i dati di USA, UK e Giappone. Nell'ultimo trimestre si è rafforzata la riduzione degli spread di Italia e Spagna (e Grecia). La Spagna riesce di nuovo a superarci grazie al minor peso del debito e ad una migliore crescita attesa. Il nostro spread (intorno a 200 bp sul 10 anni) ha raggiunto un primo target fondamentale (secondo varie ricerche macroeconomiche). Il miglioramento delle condizioni economiche potrebbe portarci a 150 bp.

La curva degli spread italiani contro i tassi AAA area Euro si è ulteriormente ridotta. A breve termine lo spread è stabile sui 50 bp. Ormai non ci sono più dubbi sulla solvibilità dello Stato Italiano sul debito a breve (FIGURA 13, linea rossa contro linea viola). Considerando che i tassi AAA Euro sono a zero (valore anomalo) forse il tasso a breve "giusto" è il nostro, ormai privo di rischio.

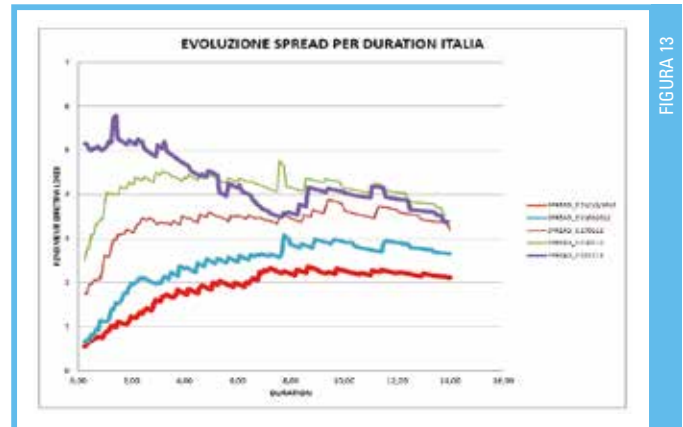


FIGURA 13

IL RISCHIO DI CREDITO E GLI SPREAD SULLE OBBLIGAZIONI CORPORATE

Riportiamo i dati di Fitch Ratings sul default rate delle corporate USA High Yield (FIGURA 14). I dati 2013 confermano un livello di default molto contenuto, a testimonianza di una situazione economica in netto miglioramento. Secondo l'agenzia Fitch Ratings anche il 2014 dovrebbe registrare questi livelli di default rate. In FIGURA 15 è rappresentato l'andamento degli spread delle EURO corporate High Yield (BB) negli ultimi 24 mesi. La tendenza è stata verso una riduzione degli spread sul credito. Gli spread sui corporate (anche quelli degli High Yield) hanno raggiunto il loro livello minimo, considerando i tassi privi di rischio a zero (lo spread e il tasso praticamente coincidono). La conferma della politica monetaria USA, attenta al dato macroeconomico, ma senza reazioni "isteriche", aiuta il mercato a prendere atto di un livello molto basso dei tassi di default, con la conseguente riduzione degli spread.

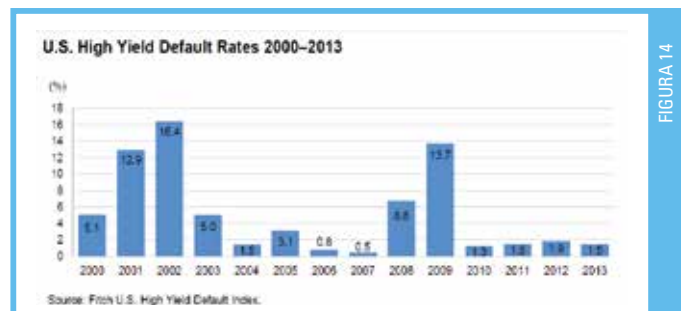


FIGURA 14

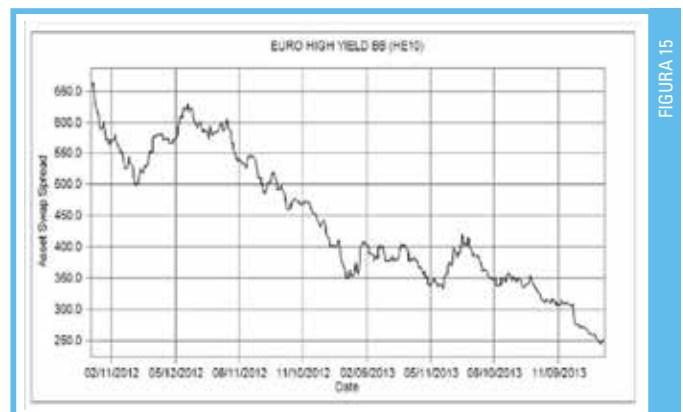


FIGURA 15

LE PREVISIONI SUGLI UTILI DELLE AZIENDE USA PER IL 2013 E 2014 SONO ANCORA IN CALO, MA CONTINUANO A RIMANERE SU LIVELLI MOLTO ALTI.

Il 2012 si è chiuso con 103,83 dollari per azione S&P 500 (erano 97,82 nel 2011 e 85,32 nel 2010). Per il 2013 si prevedono 109,13 dollari (in calo per il quarto trimestre consecutivo) per il 2014 si dovrebbe giungere a 120,83 (in nuovo calo rispetto al trimestre precedente). Si tratta di una crescita dell'10,7% (in diminuzione) rispetto all'anno precedente. Previsione 2015: 133,91 (+10,8%). Ancora ottimi numeri, sia pure ri-toccati verso il basso. In FIGURA 16 la linea rossa rappresenta l'andamento degli utili attesi per azione S&P500 dal 1995 (fonte Yardeni Research, aggiornamento fine dicembre). Le linee blu rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti. Si conferma la sequenza di revisioni al ribasso degli utili 2012, 2013 e 2014. Gli utili attesi tra 12 mesi tuttavia (la linea rossa) confermano la crescita. Gli analisti non sono capaci di prevedere le recessioni (ammesso che ci siano) e possono rimanere ottimisti per troppo tempo.

Ma se le ipotesi recessive si allontanano (e questo sembra il caso), i dati attuali forniscono un buon supporto ad un mercato che è comunque cresciuto molto. I dati raccolti ed elaborati in TABELLA 5 (fonte Bloomberg) mostrano i price earnings di alcuni mercati azionari a confronto con quelli del 4 gennaio 2013. L'anno che si è concluso vede lo

SP500 e il DAX crescere rispettivamente del 24,85% e del 22,32%, a fronte di una crescita dell'EPS del 7,61% e del 13,89%. Questo significa supporto fondamentale (utili) e comportamentale (riduzione del premio per l'assunzione di rischio) con un risultato netto che porta il PE dei due mercati a crescere (17,23 e 16,15). Il CAC40 e il MIB rappresentano due economie in difficoltà che sembrano uscite dalla fase più critica. In questo caso la crescita del mercato è solo forward looking, al momento non sostenuta dalla crescita degli utili. Sentiment negativo per l'HANGSENG, invece. Nonostante una crescita degli utili del 13,21%, l'indice ha registrato una diminuzione del 2,31%. Ne risulta un PE relativamente basso. Con i valori in TABELLA 5 è possibile stimare gli utili per azione effettivi (EPS) e quelli "teorici" (EPS implicito) usando un PE di lungo periodo convenzionale (14). La tabella indica la riduzione (o l'aumento) degli utili delle aziende che è implicita nelle attuali quotazioni di mercato, considerando un PE di 14 come di equilibrio per tutti gli indici azionari.



FIGURA 16

PE DI EQUILIBRIO

30/09/2013 - FONTE BLOOMBERG

DAL 15/07/2013 - FONTE BLOOMBERG

	PE	INDICE	EPS	EPS implicito	diff%	Var% INDICE	Var% EPS
SP500	17,2339	1830,92	106	131	23,10%	24,85%	7,61%
FTSE100	16,6595	6757,9	406	483	19,00%	10,97%	4,18%
CAC40	18,227	4267,7	234	305	30,19%	14,41%	-19,93%
DAX	16,1497	9512,4	589	679	15,36%	22,32%	13,89%
MIB	446,02	19699,09	44	1407	3085,86%	16,15%	ND
HANGSENG	10,3371	22791,28	2205	1628	-26,16%	-2,31%	13,21%

TABELLA 5

15/07/2013 - FONTE BLOOMBERG

	PE	INDICE	EPS	EPS implicito	diff%
SP500	14,8142	1466,47	99	105	6,10%
FTSE100	15,6404	6089,84	389	435	11,72%
CAC40	12,7562	3730,02	292	266	-8,88%
DAX	15,0361	7776,37	517	555	7,40%
MIB	nd	16959,78	nd	nd	nd
HANGSENG	11,9797	23331,09	1948	1667	-14,43%

ARCA | Reddito 2019 | Multivalore



NUOVI FRUTTI PER I TUOI RISPARMI

Per avere un albero devi mettere nel terreno un seme. E poi dovrai coltivarlo, curarlo. L'albero cresce, è un organismo vivente. Se scegli un albero che fiorisce avrai le foglie, certamente. Ma avrai anche dei fiori, e dei frutti.

Il portafoglio azionario ti apre nuove opportunità. Avrai sempre il reddito periodico, ma potrai puntare anche alla crescita dell'investimento, grazie ad un paniere di azioni europee caratterizzate da solidi fondamentali e dividendi alti e sostenibili.

Una fioritura inaspettata ti sorprenderà e porterà nuovi frutti, quindi altri semi, ed altri alberi...

ARCA
SGR

Periodo di offerta limitato con inizio dal 15 febbraio

FILIALI

SEDE CENTRALE

Via degli estensi 1955 - Rivara di San Felice sul Panaro (Mo) - Tel. 0535/85434
MobilBanca TEMPORANEA presso Piazzale Italia - San Felice sul Panaro (Mo) - Tel. 0535/83500

BAZZANO

via Circonvallazione nord 108 - Bazzano (Bo) - Tel. 051/833642

BOLOGNA

via Borghese 21/B - Bologna - Tel. 051/6199544

CAMPOSANTO

via Baracca 52 - Camposanto (Mo) - Tel. 0535/87121

CARPI

via Manzoni 22 - Carpi (Mo) - Tel. 059/650938

CROCE DI CASALECCHIO

via Porrettana 43 - Croce di Casalecchio - Casalecchio di Reno (Bo) - Tel. 051/6196436

FORMIGINE

via Trento Trieste 126 - Formigine (Mo) - Tel. 059/5750540

GAVELLO

via Valli 319 - Gavello - Mirandola (Mo) - Tel. 0535/31361

MANTOVA

via Gombrich 2 - Mantova - Tel. 0376/355019

MASSA FINALESE

piazza Caduti Libertà 1 - Massa Finalese - Finale Emlia (Mo) - Tel. 0535/99131

MIRANDOLA

viale 5 Martiri 9 - Mirandola (Mo) - Tel. 0535/611099

MIRANDOLA B

via Milano 9 - Mirandola (Mo) - Tel. 0535/20891
MobilBanca TEMPORANEA presso via Bernardi - Mirandola (Mo) - Tel. 0535/20891

MODENA

via Nonantolana 351 - Modena - Tel. 059/251709

MODENA B

via Morane 411 - Modena - Tel. 059/443140

MODENA C

via Giardini 357 - Modena - Tel. 059/225638

MODENA D

via Emilia Est 339 - Modena - Tel. 059/370913

MODENA E

via Vignolese 445 - Modena - Tel. 059/366974

MORTIZZUOLO

via Imperiale 241 - Mortizzuolo - Mirandola (Mo) - Tel. 0535/37321

RAVARINO

via Roma 139 - Ravarino (Mo) - Tel. 059/900653

REGGIO EMILIA

via San Martino 2 - Reggio Emilia - Tel. 0522/432443

SAN FELICE B

piazzale Marco Polo 2/3 - San Felice Sul Panaro (Mo) - Tel. 0535/671231

SERMIDE

via Roma 12 - Sermide (Mn) - Tel. 0386/960827

VIGNOLA

via Plessi 5, Angolo via Gramsci - Vignola (Mo) - Tel. 059/767056



SANFELICE 1893
BANCA POPOLARE

DIREZIONE GENERALE

Piazza Matteotti, 23 _ tel. 0535 89811 _ fax 0535 83112 _ www.sanfelice1893.it _ info@bpfelice.it