



SANFELICE 1893

MERCATI

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

OTTOBRE 2014

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

CRESCITA ECONOMICA: L'AREA EURO IN DIFFICOLTÀ; GLI USA CONTINUANO A CRESCERE; ALCUNI EMER-GENTI MIGLIORANO.

Secondo le previsioni dell'Economist (TABELLA 1), la crescita 2014 dell'area EURO sarà inferiore all'1% (rivista ancora al ribasso) e pari all'1,3% nel 2015 (rivista al ribasso). Per gli USA: +2,0% nel 2014 (in calo) e +3% nel 2015 (stabile). Come di consueto, la peggiore previsione 2014 e 2015 per gli USA è migliore della migliore previsione per l'area Euro. In Italia: a zero la crescita 2014 (in calo); nel 2015 +0,8% (in calo); il range delle previsioni tocca il -0,3% nel 2014 (dato in peggioramento) e si ferma a +0,2% al massimo (in peggioramento). Positivo il dato per la Spagna nel 2014 e nel 2015 (+1,0% e +1,6% in miglioramento); per l'Olanda, rispettivamente, +0,5% (in peggioramento) e +1,4% (stabile). Anche la Francia crescerà nel prossimo biennio (+0,5% e +1,0% in peggioramento). Le previsioni di crescita tedesca (in peggioramento) restano buone: +1,7% e +1,8% nel biennio. Il Giappone continua a crescere moderatamente sia nel 2014 che nel 2015 (+1,3% e +1,2% dati rivisti al ribasso). La Cina (ovviamente) crescerà nel prossimo biennio ed il dato sta migliorando (+7,5% e +7%). Anche l'India conferma una crescita stabile (+6% e +6,5%). Ancora in rallentamento la Russia a +0,4% da +0,5% e +1,0 da +1,3% e il Brasile +0,4% e +1,4% (da +1,8% e da +2,1%) rallenta vistosamente (fonte The Economist). Anche il sondaggio "Global Business Barometer" curato dalla rivista Economist (FIGURA 1) è ulteriormente arretrato, pur rimanendo positivo. Secondo i Leading Indicator dell'OCSE (FIGURA 2) si stabilizza la crescita negli Stati Uniti (da crescita), e in Cina (da rallentamento); non mostra segnali di futura crescita l'area EURO. La Russia è in stabilizzazione e il Brasile tenta il recupero. L'India invece conferma la ripresa. Non buone le notizie per l'Italia che si stabilizza (da segnali di ripresa); ancora meno brillante la Francia. La FIGURA 3 rappresenta il composite leading indicator dell'OCSE per la Germania. Il valore mostra un chiaro rallentamento e l'OCSE indica un punto di massimo ciclico. Per gli Stati Uniti, l'indice ECRI (Economic Cycle Research Institute, FIGURA 4) – indicatore settimanale sulla situazione economica negli Stati Uniti – mostra segnali di stanchezza da qualche mese, coerenti con la stabilizzazione della crescita. Continua comunque anche in luglio negli USA la crescita dei prezzi delle "single family homes", in aumento di circa il 7% (da 8%) rispetto all'anno precedente (il dato di crescita è in diminuzione rispetto a quello del trimestre precedente). Dopo le difficoltà del 2013 (principalmente legate alla crisi dell'area EURO) i dati di tendenza confermano la crescita per il 2014 e per il 2015 a livello globale. Solo il Venezuela tra i 58 Paesi censiti dall'Economist presenta - secondo le previsioni – un dato di crescita negativo nel 2015. Tra i grandi, solo Cina, Giappone, UK (oltre a Irlanda, Lussemburgo, Slovenia, Ungheria,

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

	Real GDP, % change			Consumer prices % change		Current account % of GDP	
	2014	2015	average	2014	2015	2014	2015
Australia	2.7 (3.3)	2.5 (3.2)	3.0	2.8 (2.9)	2.8 (2.7)	2.6	-2.2 (-2.6)
Belgium	0.7 (1.1)	0.7 (2.0)	1.2 (1.3)	1.4 (1.5)	0.9	1.4	-0.6 (-0.8)
Britain	3.0 (3.4)	2.7 (3.3)	3.2 (3.1)	2.8 (2.7)	1.7	1.9 (2.0)	-3.9 (-4.6)
Canada	2.0 (2.7)	2.2 (3.3)	2.3	2.5 (2.6)	1.9 (1.8)	2.0 (1.9)	-2.8 (-2.7)
France	0.3 (0.7)	0.5 (1.3)	0.5 (0.6)	1.0 (1.2)	0.8	1.1	-1.2
Germany	1.5 (2.0)	1.4 (2.4)	1.7 (2.0)	1.8 (2.0)	1.0	1.1	7.7 (7.1)
Italy	-0.3 (0.2)	0.3 (1.3)	nil (0.2)	0.8 (1.0)	0.4	0.7 (0.8)	1.3 (1.1)
Japan	0.8 (2.1)	0.9 (1.7)	1.3 (1.4)	1.2	2.8	1.8	0.3 (0.3)
Netherlands	-0.1 (1.3)	1.1 (1.8)	0.5 (0.8)	1.4 (1.6)	0.7 (0.8)	1.2	10.0 (9.8)
Spain	0.7 (1.4)	1.0 (2.3)	1.1	1.6 (1.7)	0.1	0.7	0.7 (0.8)
Sweden	2.0 (2.5)	2.1 (3.5)	2.3	2.8	0.1	1.3	6.3
Switzerland	1.7 (2.3)	1.9 (2.8)	1.9	2.7	0.1	0.7 (0.6)	19.3 (17.4)
United States	1.4 (2.5)	2.4 (3.3)	2.0	3.0	1.9	2.2 (2.1)	-2.4 (-2.5)
Euro area	0.7 (1.4)	nil (1.5)	0.9 (1.3)	1.1 (1.6)	0.6 (0.7)	1.0 (1.1)	3.3 (2.5)

Sources: Bank of America, BNP Paribas, Citigroup, Commerzbank, Deloitte Economics, Deutsche Bank, Economist Intelligence Unit, Goldman Sachs, HSBC Securities, ING, JPMorgan Chase, KfW Bank, Morgan Stanley, RBC, RBS, Schroders, Scotia Capital, Societe Generale, Standard Chartered, UBS.

TABELLA 1



FIGURA 1

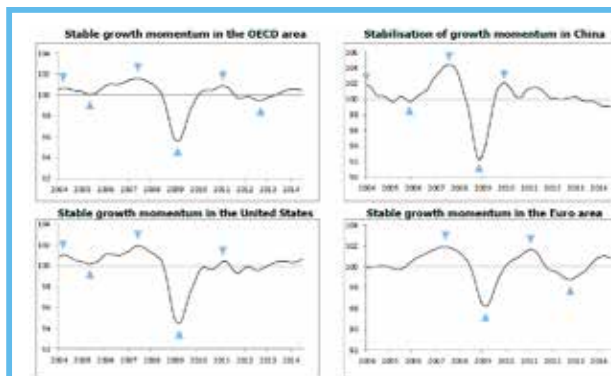


FIGURA 2

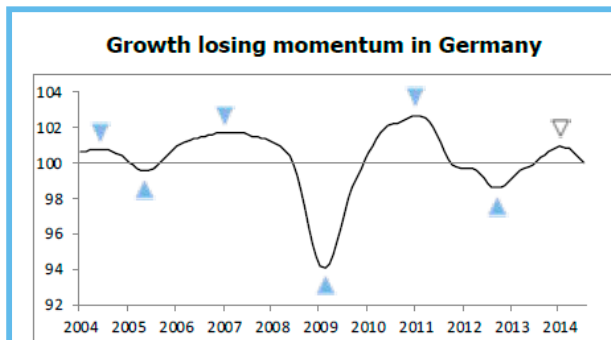


FIGURA 3

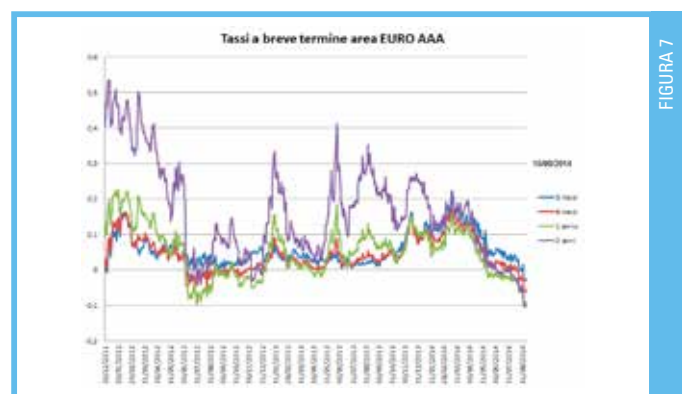
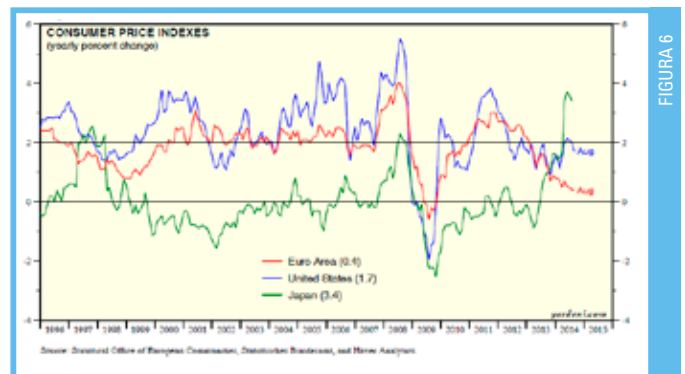
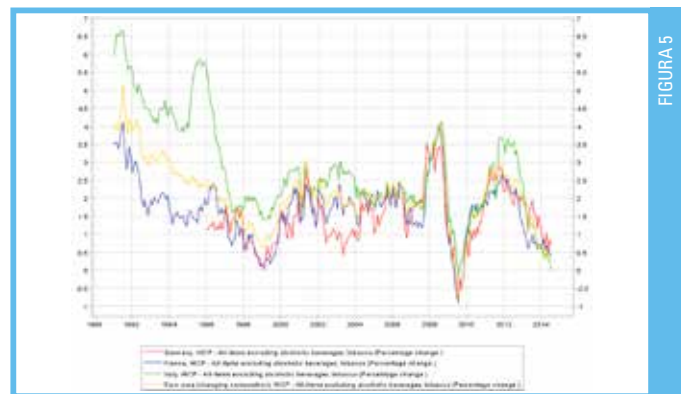
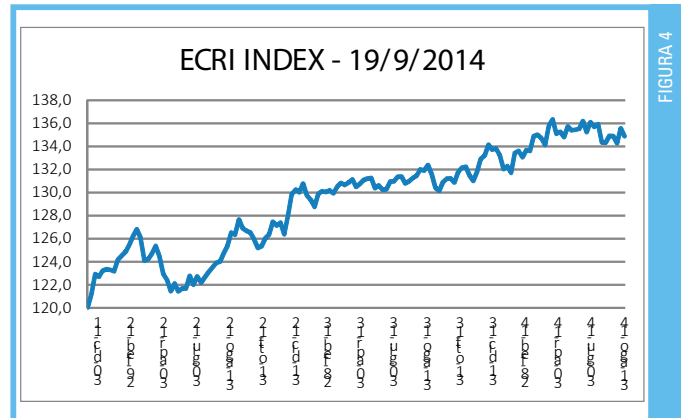
Australia, Malesia, Pakistan, Filippine, Taiwan, Colombia) presentano una dato 2015 positivo ma inferiore al 2014. Dagli USA prevalgono con decisione i segnali positivi. La politica monetaria rimane estremamente espansiva (ma sempre più attenta ai dati macro) e si consolidano i dati che ne confermano il successo, mentre si riduce visibilmente il rapporto deficit/PIL americano (meno 2,8% ormai a livello EURO, stabile). La politica monetaria dell'area EURO sta cambiando, orientandosi verso una maggiore spinta espansiva. I tassi ufficiali sono stati ridotti (addirittura negativi quelli riconosciuti sui depositi delle banche presso BCE). Draghi ha annunciato misure che in sostanza si potrebbero tradurre in una "EURO QE". Ma l'economia Europea ha bisogno di altro. Segnali di stabilità cominciano a giungere dai paesi emergenti: ma la crescita è rallentata. Si tratta di un dato strutturale al quale dobbiamo abituarci. E al quale i mercati si stanno abituando. Il Giappone è uscito dalla deflazione, ma i tassi di interesse non se ne sono accorti. Mano a mano che migliora (o si stabilizza) il dato della crescita nelle economie avanzate, si riducono i rischi derivanti da politiche monetarie non convenzionali in USA, UK e Giappone. In USA e UK è sempre più probabile un mutamento dell'indirizzo della politica monetaria in senso meno accomodante. Il tempo si avvicina.

INFLAZIONE SEMPRE PIÙ IN BASSO. ALMENO IN EUROPA.

Nell'area dell'EURO l'inflazione totale è ulteriormente diminuita (ben sotto il fatidico 2%). Sotto lo 0,5% quella totale (FIGURA 5). Preoccupante il dato Italiano, a zero anno su anno (in deflazione gli ultimi mesi). Purtroppo le prospettive di crescita in area EURO sono modestissime. Per questo motivo vi sono rischi deflazionistici. In FIGURA 6 è riportato un confronto tra l'inflazione di diversi paesi: rimane impressionante il paragone tra Giappone ed area EURO. L'inflazione USA è di nuovo sotto il 2% (FIGURA 6). 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 2,5% (ultimo dato disponibile 0,9% - in ulteriore calo rispetto al trimestre precedente - fonte The Economist 30/9/2014).

TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE EURO

L'andamento dei tassi di interesse a breve termine AAA dell'area EURO ha risentito degli annunci di Draghi su bassa crescita e necessità di manovre monetarie espansive insieme alle riforme strutturali. I tassi a 3, 6, 12, 24 mesi (fino a quasi 3 anni) sono tornati negativi. (FIGURA 7 e Tabella 2). E' l'effetto del permanere di una politica monetaria espansiva (mondiale, ma particolarmente inefficace in area EURO) associata a una politica fiscale in area EURO sostanzialmente restrittiva. Il mercato si comporta come se i futuri tassi a tre mesi nei prossimi 12 mesi dovessero attestarsi su livelli negativi per i prossimi 12 mesi. I rendimenti a tre mesi impliciti (forward rate) sono riassunti in FIGURA



8. In questo contesto, i tassi EURIBOR sono scesi bruscamente (tutti 20 bp più bassi del trimestre precedente). L'unione bancaria europea tende a rendere meno correlato il rischio "banche" rispetto a quello dei titoli governativi dei diversi paesi dell'EURO. In questo nuovo contesto il tasso EURIBOR dovrebbe funzionare meglio, quale unico tasso bancario. In effetti ha reagito subito alla politica Draghi. 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 ben al di sotto del 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 (76 bp a giugno 2015, 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.

I TASSI A MEDIO LUNGO TERMINE EURO AAA CONTINUANO LA DISCESA, INCORPORANDO ASPETTATIVE DI DEFLAZIONE.

In questo trimestre la curva dei tassi EURO (governativi AAA) ha ulteriormente ridotto la propria inclinazione (FIGURA 11), mostrando una tendenza opposta rispetto ai tassi USA (che accennano un lieve rialzo). In USA però la FED continua a tranquillizzare il mercato nonostante gli interventi di rientro dal QE, che sarà molto morbido e attento, ma di realizzerà. 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». Le previsioni macro si sono girate al brutto; i tassi avevano ragione e continuano a convergere verso il basso. Bisogna fare di più. Molto di più. Draghi a iniziato. Ma ha anche detto che da solo non può fare molto.



FIGURA 8

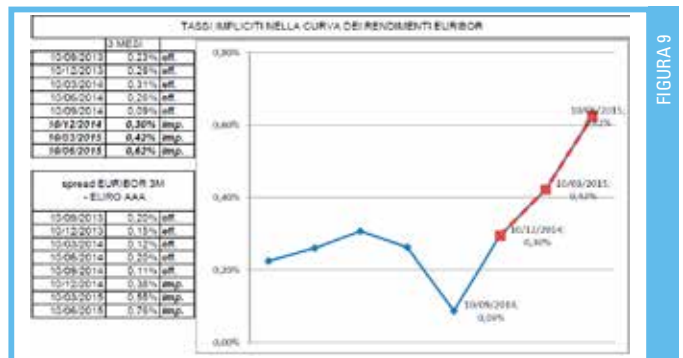


FIGURA 9



FIGURA 10

TABELLA 2

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO				
	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
10/09/13	0,02%	0,04%	0,08%	0,11%
10/12/13	0,11%	0,10%	0,10%	0,11%
10/03/14	0,18%	0,15%	0,13%	0,13%
10/06/14	0,06%	0,03%	0,01%	0,01%
10/09/14	-0,02%	-0,06%	-0,08%	-0,09%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR				
	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
10/09/13	0,23%	0,34%	0,45%	0,55%
10/12/13	0,26%	0,36%	0,45%	0,53%
10/03/14	0,31%	0,41%	0,49%	0,58%
10/06/14	0,26%	0,35%	0,44%	0,53%
10/09/14	0,09%	0,19%	0,27%	0,36%

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. Ancora in lieve diminuzione gli spread rispetto alla Germania di Italia e Spagna. La Spagna compensa il peggior rapporto deficit/PIL con il minor peso del debito e una migliore crescita attesa. Il nostro spread (intorno a 140 bp sul 10 anni) ha superato un secondo target fondamentale (150 bp secondo varie ricerche macroeconomiche). Non è migliorato ulteriormente, anche se ci ha provato. Troppo debole la crescita (anche questo trimestre siamo il peggior paese della tabella). E la concretezza delle cosiddette "riforme" continua a non convincere "i mercati". Rinviando ulteriormente il "nostro" target 110 bp al prossimo trimestre. La tendenza verso il ritorno a tassi "unici" nell'area EURO ha subito una forte accelerazione (FIGURA 13). E' l'effetto della "irreversibilità" dell'EURO (ormai condivisa). E' anche l'effetto dell'unione bancaria europea, che tende a spezzare il circolo vizioso rischio banche - rischio Stato.

IL RISCHIO DI CREDITO E GLI SPREAD SULLE OBBLIGAZIONI CORPORATE. I MINIMI SONO STATI TOCCATI.

Riportiamo i dati dei rendimenti delle obbligazioni corporate High Yield USA dal 1998 ad oggi (FIGURA 14). Il movimento al ribasso è molto evidente ed i tassi hanno raggiunto un livello storicamente molto contenuto. Nelle ultime settimane si nota una tendenza al rialzo, che deve trovare conferma. In FIGURA 15 è rappresentato l'andamento degli spread delle stesse obbligazioni corporate High Yield. La tendenza è stata verso una riduzione degli spread sul credito.

Gli spread sui corporate hanno raggiunto il loro livello minimo, già toccato in altre occasioni (1998, 2005, 2007). Le previsioni di crescita economica USA ed i bassi tassi di default dell'ultimo anno hanno fornito un supporto alla compressione dei premi per il rischio. La ricerca di rendimento (visti i tassi privi di rischio) alimenta la domanda di obbligazioni corporate anche di grado speculativo. Tuttavia, mentre negli ultimi mesi sono cresciuti un poco i tassi, si sono leggermente allargati anche gli spread. Questa asset class è molto esposta ai rialzi dei rendimenti dei Treasury e al contestuale ampliamento degli spread, la cui compressione è stata motivata dalla sete di rendimento che è presente negli investitori mondiali.

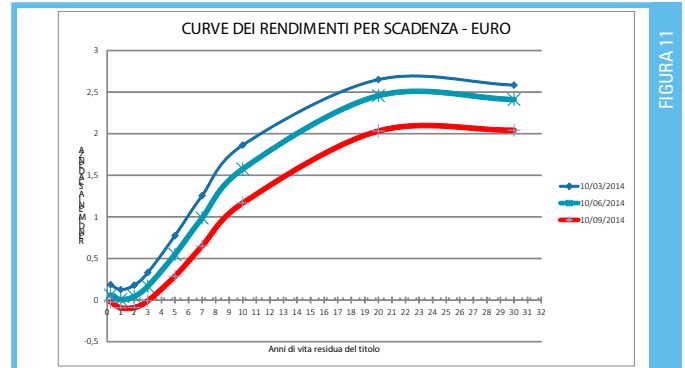


FIGURA 11

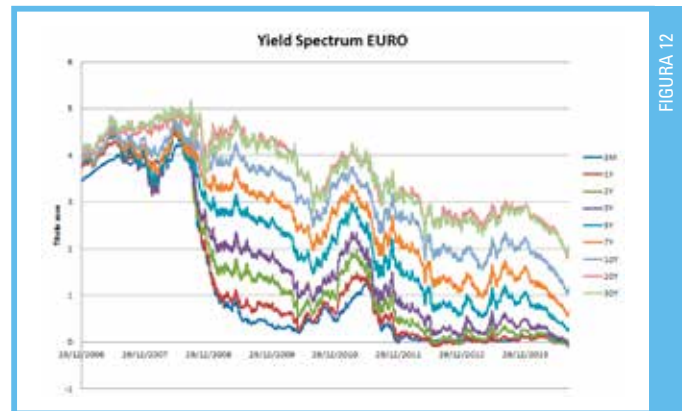


FIGURA 12



FIGURA 13

LE PREVISIONI SUGLI UTILI DELLE AZIENDE USA PER IL 2014 E 2015 MIGLIORANO, PUR AVENDO RAGGIUNTO LIVELLI ALTI.

Il 2013 si è chiuso con 109,68 dollari per azione S&P 500 (+5,7% rispetto all'anno precedente; erano 97,82 nel 2011 e 85,32 nel 2010). Per il 2014 si prevedono 119,30 dollari (stabile rispetto alla previsione del trimestre precedente). Si tratta di una crescita dell'8,8% (rispetto al 9,1% del trimestre precedente). Previsione 2015: 133,46 (in leggero aumento rispetto ai 133,13 dello scorso trimestre). Ancora ottimi numeri. Con qualche segno di ritocco al rialzo, dopo leggere ma sistematiche revisioni al ribasso. Il ciclo positivo della crescita degli utili delle aziende USA torna a sostenere il livello dell'indice. In FIGURA 16 la linea rossa rappresenta l'andamento degli utili attesi per azione S&P500 dal 1995 (fonte Yardeni Research, aggiornamento 10 settembre). Le linee blu rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti. Per il 2014 e il 2015 si sono interrotte le revisioni al ribasso, lasciando il posto a lievi aggiustamenti verso l'alto. Gli utili attesi tra 12 mesi (la linea rossa) accentuano la sua crescita tendenziale. Gli analisti non sono capaci di prevedere le recessioni (ammesso che ci siano) e possono rimanere ottimisti per troppo tempo. Ma i fondamentali attuali forniscono un buon supporto ad un mercato che è comunque cresciuto molto. Anche (e soprattutto, forse) grazie al QE (vedi FIGURA 17, dove lo SP500 è posto a confronto con i titoli



FIGURA 14

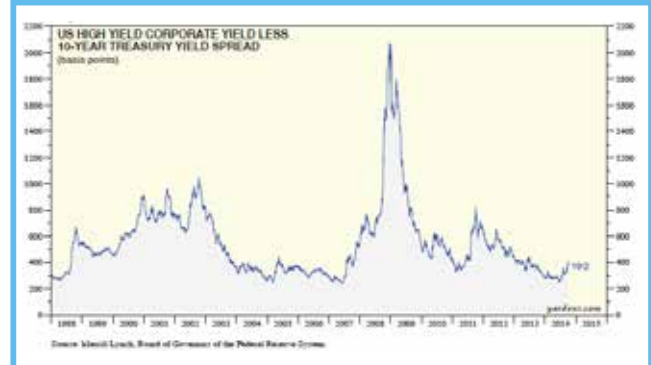


FIGURA 15

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

TABELLA 4

	Debito PIL 2012	Debito PIL 2018	Crescita PIL 2014	Crescita PIL 2015	Deficit PIL 2014	Tassi a 10 anni 30/09/2014	Spread 30/09/2014	Spread 30/06/2014	Variazione spread
GERMANIA	81,9	67,7	1,7	1,8	0,4	0,9	0	0	
OLANDA	71,26	83,21	0,5	1,4	-2,7	1,05	0,15	0,27	-0,12
FRANCIA	90,23	88,8	0,5	1	-4	1,25	0,35	0,37	-0,02
AUSTRIA	74,08	71,79	1,4	1,7	-3	1,11	0,21	0,32	-0,11
BELGIO	99,78	92,12	1,2	1,4	-2,5	1,22	0,32	0,27	0,05
ITALIA	126,98	123,05	0	0,8	-3,3	2,29	1,39	1,47	-0,08
SPAGNA	85,9	105,07	1,1	1,6	-5,7	2,06	1,16	1,37	-0,21
IRLANDA	117,4	109,85	3,8	3	-4,7	1,62	0,72	1,08	-0,36
PORTOGALLO	123,8	116,04	0,6	0,8	-9,2	3,08	2,18	2,14	0,04
GRECIA	156,86	142,61	0,4	2,3	-3,6	6,55	5,65	4,62	1,03
USA	102,73	105,68	2	3	-2,8	2,41	1,51	1,23	0,28
GIAPPONE	238,03	241,14	1,3	1,2	-7,9	0,53	-0,37	-0,78	0,41
UK	88,81	96,71	3,2	2,8	-4,5	2,42	1,52	1,62	-0,1

Fonte FMI

Fonte Economist

acquistati dalla FED). A ben vedere si nota nella linea azzurra (i titoli acquistati dalla FED) una chiara evidenza di Tapering. Il mercato non ha gradito, ma lancia messaggi molto "educati". I dati raccolti ed elaborati in TABELLA 5 (fonte Bloomberg) mostrano i price earnings di alcuni mercati azionari a confronto con quelli del 14 gennaio 2014. Da inizio anno alcuni mercati azionari mostrano segni negativi (moderati). Lo SP500 è l'unico mercato che cresce insieme ad una crescita corrispondente degli utili (+6,29% e +3,73% rispettivamente). L'HANGSENG cresce del 3,29% con gli utili in calo del 2,85%. Il CAC40 è ai livelli di inizio anno, ma gli utili societari hanno registrato una flessione di oltre il 30%. Il DAX ha perso il 3%, e gli utili sono diminuiti dell'8,97%. In generale i PE si sono stabilizzati su livelli relativamente alti (rispetto al 14 assunto come livello di equilibrio). Per il CAC40 c'è stato un ulteriore aumento a causa della diminuzione degli utili (il PE è arrivato a 26). 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.

TABELLA 5

PE DI EQUILIBRIO

	02/10/2014 - FONTE BLOOMBERG				DAL 14/10/2014 - FONTE BLOOMBERG			
	PE	INDICE	EPS	EPS implicito	diff%	var% INDICE	var% EPS	
SP 500	17,66	1946,17	110	139	26,14%	6,29%	3,73%	
FTSE100	16,14	6446,39	399	460	15,29%	-4,61%	-1,54%	
CAC40	26,03	4242,67	163	303	85,93%	-0,59%	-30,39%	
DAX	17,15	9195,68	536	657	22,50%	-3,33%	-8,97%	
MIB	506,56	19894,88	39	1421	NS	0,99%	ND	
HANGSENG	10,99	23540,92	2142	1681	-21,50%	3,29%	-2,85%	

14/01/2014 - FONTE BLOOMBERG

	PE	INDICE	EPS	EPS implicito	diff%
SP 500	17,2339	1830,92	106	131	23,10%
FTSE100	16,6595	6757,9	406	483	19,00%
CAC 40	18,227	4267,7	234	305	30,19%
DAX	16,1497	9512,4	589	679	15,36%
MIB	ND	19699,09	ND	ND	ND
HANGSENG	10,3371	22791,28	2205	1628	-26,16%



FIGURA 16

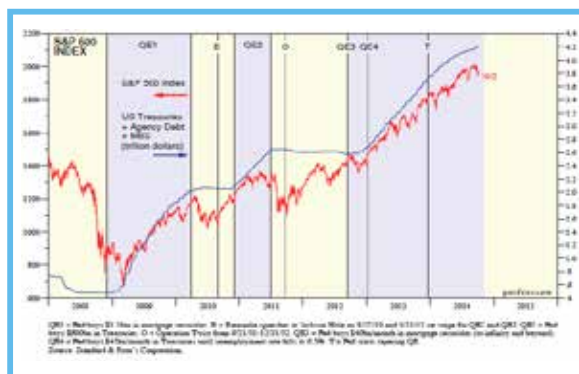


FIGURA 17

Fai lavorare i tuoi risparmi & consolida i guadagni.



Messaggio pubblicitario. Prima dell'adesione leggere le informazioni chiave per l'investitore (KIID) che devono essere consegnate e il Prospetto, disponibili presso i soggetti collettori e su www.arcaonline.it.

ARCA
SGR

**RISPARMIA &
CONSOLIDA**

www.arcaonline.it

FILIALI

SEDE CENTRALE

via Largo Posta - 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 Libert  1 - Massa Finalese - Finale Emlia (Mo) - Tel. 0535/99131

MIRANDOLA

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

QUARANTOLI (MIRANDOLA B)

via Milano 9 - Mirandola (Mo) - Tel. 0535/20891

MobilBanca presso c/o piazzale Fernando Grana, Quarantoli (Mirandola) - 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 Emilia all'Ospizio 19/A - 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@sanfelice1893.it

Temporaneamente trasferita in Modena, Via G. Perlasca, n. 20