



SANFELICE 1893

MERCATI

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

FEBBRAIO 2015

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

CRESCITA ECONOMICA: UN QE È FINITO. UN NUOVO QE È INIZIATO. SARÀ EFFICACE COME IL PRIMO?

Secondo le previsioni dell'Economist (TABELLA 1), la crescita 2014 dell'area EURO è stata rivista ancora al ribasso: dovrebbe essere allo 0,8% e pari all'1,1% nel 2015 (rivista al ribasso). Per gli USA: +2,3% nel 2014 (in crescita) e +3,1% nel 2015 (in crescita). Come di consueto, la peggiore previsione 2014 e 2015 per gli USA è migliore della migliore previsione per l'area Euro. In Italia: negativa la crescita 2014 (in calo); nel 2015 +0,4% (in calo deciso); il range delle previsioni tocca lo +0,1% nel 2015 (dato in peggioramento) e si ferma a +0,8% al massimo (in peggioramento). Positivo il dato per la Spagna nel 2014 e nel 2015 (+1,3% e +1,8% in miglioramento); per l'Olanda, rispettivamente, +0,7% (in miglioramento) e +1,2% (in calo). Anche la Francia crescerà nel 2015 (+0,9% in peggioramento). Le previsioni di crescita tedesca (in peggioramento evidente, però) restano buone: +1,4% e +1,2% nel biennio. Rivisti decisamente al ribasso i dati di crescita giapponese: nel 2014 +0,3%; nel 2015 +1%.

La Cina (ovviamente) crescerà nel prossimo biennio ed il dato è stabile (+7,3% e +7%). Anche l'India conferma una crescita stabile (+6% e +6,5%). Ancora in forte rallentamento la Russia a +0,6% da +0,4% e -3,5% da +1,0% e il Brasile +0,2% e +0,8% (da +0,4% e da +1,4%) (fonte The Economist).

Il sondaggio "Global Business Barometer" curato dalla rivista Economist (FIGURA 1) è stabile, rimane moderatamente positivo.

Secondo i Leading Indicator dell'OCSE (FIGURA 2) la crescita tende a stabilizzarsi. La Russia perde momentum e il Brasile si stabilizza. L'India invece conferma la ripresa. L'Italia perde momentum mentre la Francia si stabilizza.

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. Anche alla Germania serve qualcosa di più di riforme e disciplina (di bilancio).

Per gli Stati Uniti, l'indice ECRI (Economic Cycle Research Institute, FIGURA 4) – indicatore settimanale sulla situazione economica negli Stati Uniti – mostra segnali di rallentamento evidenti, coerenti con una politica monetaria meno accomodante. Continua comunque anche in novembre negli USA la crescita dei prezzi delle "single family homes", in aumento di circa il 6% (da 7%) rispetto all'anno precedente (il dato di crescita è quindi in diminuzione per il secondo trimestre consecutivo).

I dati di tendenza confermano la crescita per il 2015 a livello globale. Solo Russia, Venezuela e Ucraina tra i 58 Paesi censiti dall'Economist presentano - secondo le previsioni - un dato di crescita negativo nel 2015. Tra i grandi, solo Cina, UK, Germania (oltre a Repubblica Ceca, Ungheria, Norvegia, Polonia, Malesia, Pakistan, Irlanda, Lussemburgo, Slovenia,

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

	Real GDP, % change		Consumer prices % change		Current account % of GDP			
	2014	2015	2014	2015	2014	2015		
Australia	2.2/3.3	2.0/3.1	2.8 (3.1)	2.8	2.5	2.3 (2.4)	-3.1 (-2.8)	-3.1 (-2.9)
Belgium	0.9/1.4	0.9/2.0	1.1	1.2	0.6	0.9 (1.0)	-0.5 (-0.3)	nil (-0.3)
Britain	2.6/3.2	2.3/3.0	2.9 (3.0)	2.7 (2.6)	1.4 (1.5)	1.1 (1.4)	-4.8 (-4.3)	-4.1 (-3.9)
Canada	2.3/2.5	1.8/2.9	2.4 (2.3)	2.4	1.9 (2.0)	1.5 (1.8)	-2.4 (-2.5)	-2.4
France	0.3/0.4	0.5/1.4	0.4	0.9 (0.8)	0.6	0.8 (0.8)	-1.3 (-1.5)	-1.2 (-1.4)
Germany	1.3/1.5	0.9/1.7	1.4	1.2 (1.3)	0.8 (0.9)	0.9 (1.2)	7.3 (7.0)	7.0 (6.6)
Italy	-0.4/-0.2	0.1/0.8	-0.3	0.4	0.2	0.3 (0.4)	1.5 (1.4)	1.6 (1.4)
Japan	0.1/0.5	0.4/1.8	0.3 (0.5)	1.0 (1.1)	2.8 (2.7)	1.4 (1.7)	0.3	0.9 (0.7)
Netherlands	0.6/0.8	0.9/1.7	0.7	1.2	0.8 (0.7)	0.8 (1.1)	9.3 (9.6)	9.4 (9.1)
Spain	1.2/1.4	1.4/2.3	1.3	1.8 (1.7)	-0.2 (-0.1)	nil (0.4)	0.7	0.4 (0.5)
Sweden	1.5/2.2	1.6/2.7	1.9 (2.0)	2.3 (2.4)	-0.2 (-0.1)	0.9 (0.9)	5.8	5.5
Switzerland	1.3/1.9	1.1/2.6	1.7 (1.6)	1.8	nil	nil (0.2)	10.5 (11.3)	10.7 (11.0)
United States	2.2/2.6	2.7/3.6	2.3	3.1 (3.0)	1.6 (1.7)	1.1 (1.6)	-2.3	-2.7 (-2.3)
Euro area	0.8/1.2	0.8/1.6	0.8	1.1	0.4 (0.5)	0.5 (0.8)	2.4 (2.3)	2.4 (2.3)

Sources: Bank of America, BNP Paribas, Citigroup, Commerzbank, Deutscher Bank, Economist Intelligence Unit, Goldman Sachs, HSBC Securities, JPMorgan Chase, EBC Bank, Morgan Stanley, RBC, RBS, Schroders, Scotia Capital, Societe Generale, Standard Chartered, UBS

TABELLA 1



FIGURA 1

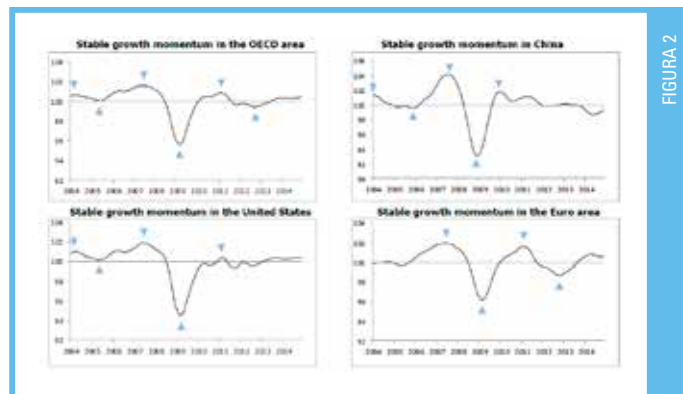


FIGURA 2

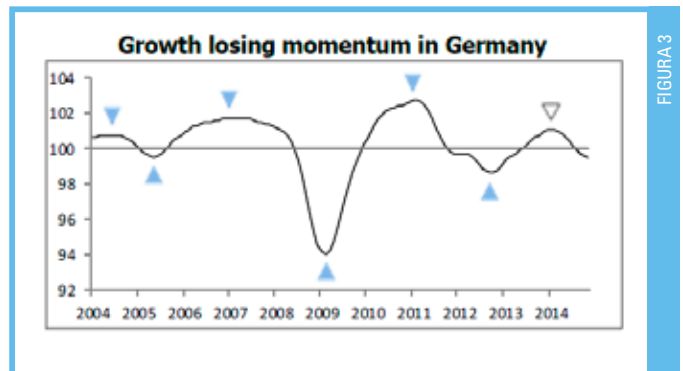


FIGURA 3

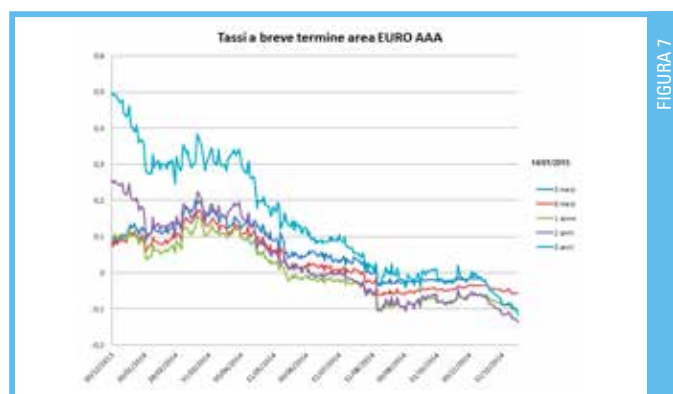
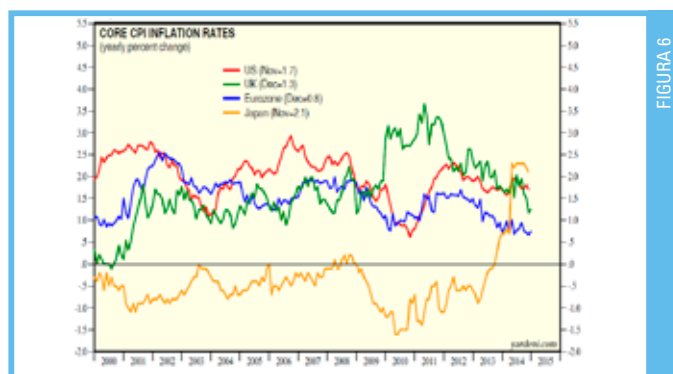
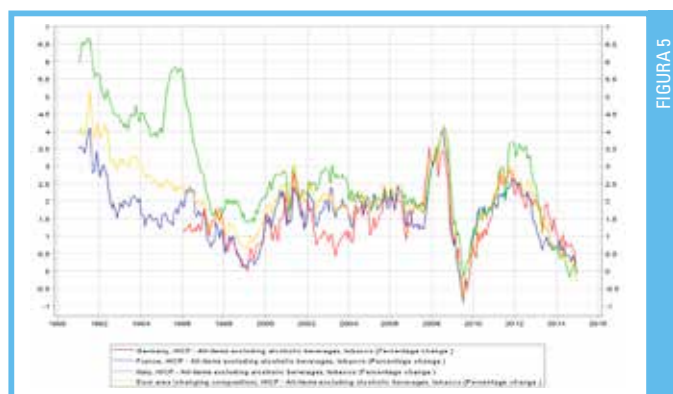
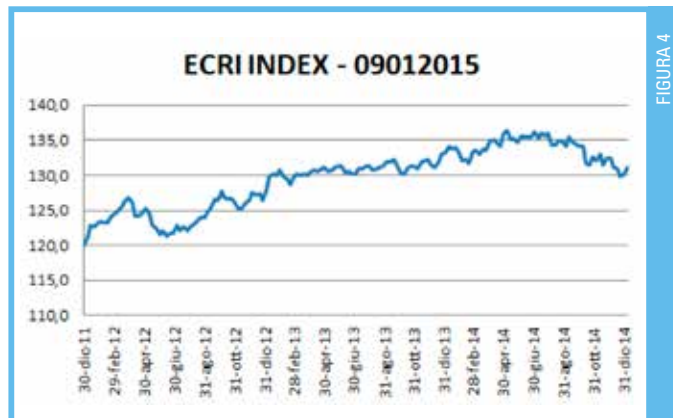
Ungheria, Australia, Malesia, Pakistan, Taiwan, Colombia, Arabia Saudita, Irlanda, Lituania, Lussemburgo, Nuova Zelanda, Slovenia, Filippine, Taiwan, Colombia) presentano una dato 2015 positivo ma inferiore al 2014. Dagli USA continuano a prevalere con decisione i segnali positivi. La politica monetaria si è fatta meno accomodante (il QE USA è "finito") 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 espansiva dell'area EURO ha subito una violenta accelerazione: è arrivato (finalmente) il QE europeo. 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. E la crescita ha deluso le aspettative. 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. Ora è il tempo dei rialzi dei tassi ufficiali. Almeno in USA e UK. Una novità è arrivata dal "crollo" del prezzo del petrolio. Equivale ad una misura espansiva per le economie sviluppate. La previsione è per un prolungato periodo di basse quotazioni del greggio.

INFLAZIONE SEMPRE PIÙ IN BASSO. SPINTA ANCHE DAL PETROLIO.

Nell'area dell'EURO l'inflazione totale è ulteriormente diminuita (ben sotto il fatidico 2%). Negativa quella totale (FIGURA 5). Siamo in deflazione (almeno includendo l'energia). I rischi deflazionistici hanno aperto lo spazio al QE europeo. 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 abbondantemente 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 ... 2,0% (ultimo dato disponibile 0,6% - in ulteriore calo rispetto al trimestre precedente - fonte ECB, 22/1/2015).

TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE EURO

L'andamento dei tassi di interesse a breve termine AAA dell'area EURO ha risentito delle attese sul QE, poi realizzatesi. I tassi a 3, 6, 12, 24 mesi (fino a oltre 3 anni) sono negativi (FIGURA 7 e Tabella 2). È l'effetto di una politica monetaria ormai massimamente espansiva associata a una politica fiscale in area EURO ancora 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 ancora un poco. Sono negativi i tassi euribor ad 1 mese. 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 interbancario. 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 (71 bp a ottobre 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 10 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). Un fenomeno questo che si è visto anche in USA, a causa delle aspettative di bassa inflazione. Il QE USA è sostanzialmente al termine. Ma i tassi non si muovono, attendendo le prossime mosse della FED sui rendimenti ufficiali. 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». Complice il petrolio e la stabilizzazione dell'economia su livelli bassi, i tassi continuano a convergere verso il basso, inesorabilmente. Draghi ha avviato una nuova fase. Vedremo nelle prossime settimane il giudizio del mercato dei tassi.

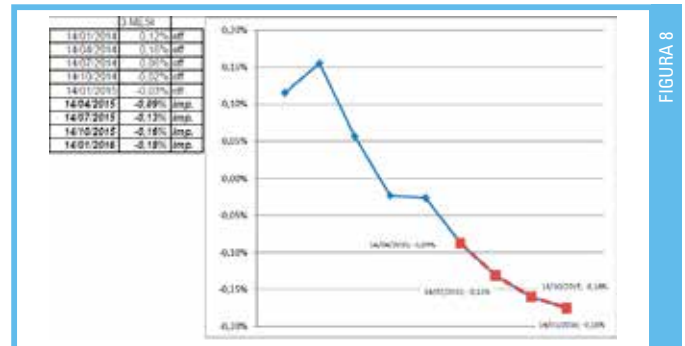


FIGURA 8

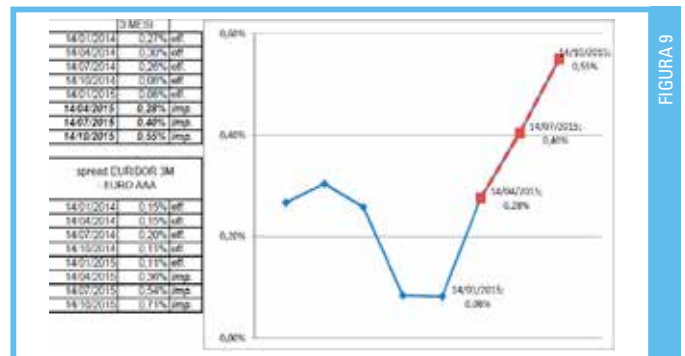


FIGURA 9



FIGURA 10

TABELLA 2

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO				
	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
14/01/2014	0,12%	0,10%	0,10%	0,11%
14/04/2014	0,16%	0,13%	0,11%	0,11%
14/07/2014	0,06%	0,02%	0,00%	-0,01%
14/10/2014	-0,02%	-0,05%	-0,07%	-0,08%
14/01/2015	-0,03%	-0,06%	-0,08%	-0,10%

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR				
	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
14/01/2014	0,27%	0,37%	0,46%	0,54%
14/04/2014	0,30%	0,41%	0,49%	0,58%
14/07/2014	0,26%	0,35%	0,43%	0,53%
14/10/2014	0,08%	0,19%	0,26%	0,35%
14/01/2015	0,08%	0,18%	0,25%	0,33%

I TASSI DI INTERESSE NEI DIVERSI PAESI DELL'AREA EURO: IL QE 80% IN AZIONE?

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. In 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. Lo spread Italia (ormai sotto i 120 bp sul 10 anni) ha centrato un terzo target annunciato (120, appunto) ed è ormai stabilmente poco sopra i 110 bp, "nostro" target intermedio per raggiungere i 100 bp, che consideriamo "di equilibrio". La crescita è debole (anche questo trimestre siamo il peggior paese della tabella) e la concretezza delle cosiddette "riforme" continua a non convincere "i mercati". Grecia permettendo (i risultati delle elezioni sono troppo freschi per essere valutati), il QE di Draghi dovrebbe aiutare. Come è noto, il rischio Paese è all'80% sulla Banca Centrale Nazionale e $120 \times 0,8$ fa circa 100. Il ritorno a tassi "unici" nell'area EURO ha subito una forte accelerazione (FIGURA 13). È l'effetto della "irreversibilità" dell'EURO (ormai condivisa, Grecia permettendo); dell'unione bancaria europea, che tende a spezzare il circolo vizioso rischio banche – rischio Stato; e, infine, del QE 80% che sostiene – di fatto – che i tassi non possono essere uguali per tutti.

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. Si conferma una tendenza al rialzo avviata da oltre sei mesi. 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, negli ultimi mesi sono cresciuti sia i tassi che gli spread. Complice anche la riduzione del prezzo del greggio che ha mutato le prospettive degli utili delle aziende energetiche, tipicamente molto indebitate.

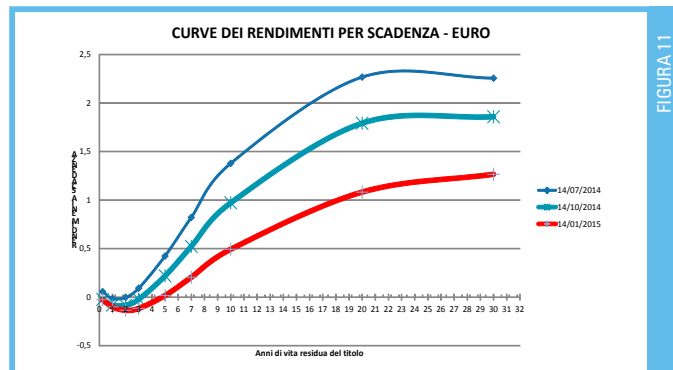


FIGURA 11

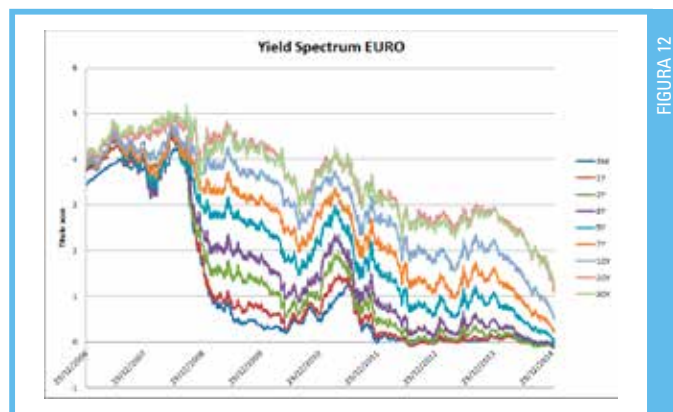


FIGURA 12

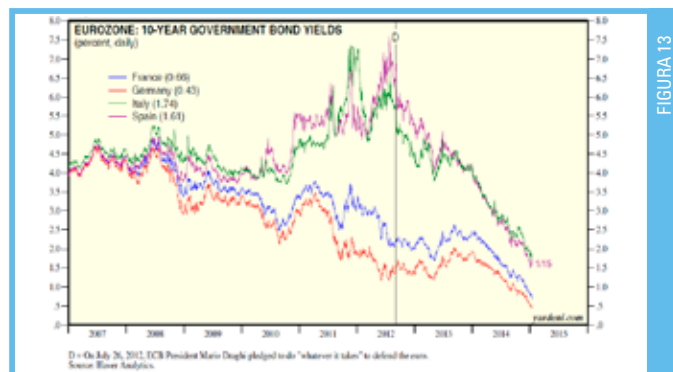


FIGURA 13

LE PREVISIONI SUGLI UTILI DELLE AZIENDE USA PER IL 2014 E 2015 PEGGIORANO, MA È COLPA PRINCIPALMENTE DEL SETTORE DELL'ENERGIA.

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 116,94 dollari (in diminuzione rispetto al trimestre precedente). Si tratta di una crescita del 6,6% (rispetto all' 8,8% del trimestre precedente). Previsione 2015: 125,95 (in diminuzione rispetto ai 133,46 dello scorso trimestre). Ancora ottimi numeri, condizionati però dalla brusca revisione degli utili delle aziende del settore energetico. Gli effetti espansivi di un prezzo del petrolio stabilmente basso non sono ancora incorporati. Previsioni 2016 molto generose (141,02) con una crescita prevista del 12%.

In FIGURA 16 la linea rossa rappresenta l'andamento degli utili attesi per azione S&P500 dal 1995 (fonte Yardeni Research, aggiornamento 14 gennaio). Le linee blu rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti. Per il 2014 e il 2015 si notano le revisioni al ribasso. Gli utili attesi tra 12 mesi (la linea rossa) mostrano un segno di cedimento. Gli analisti non sono capaci di prevedere le recessioni (ammesso che ci

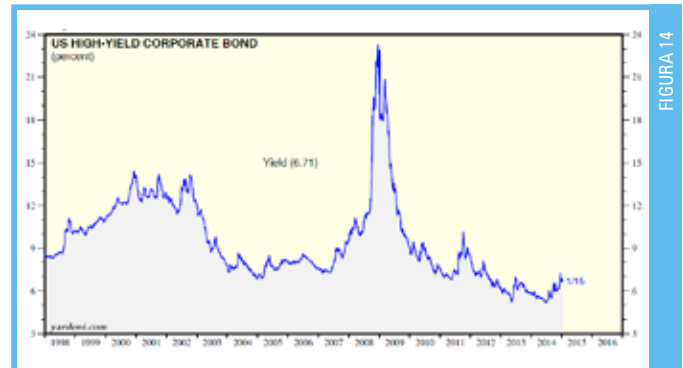


FIGURA 14

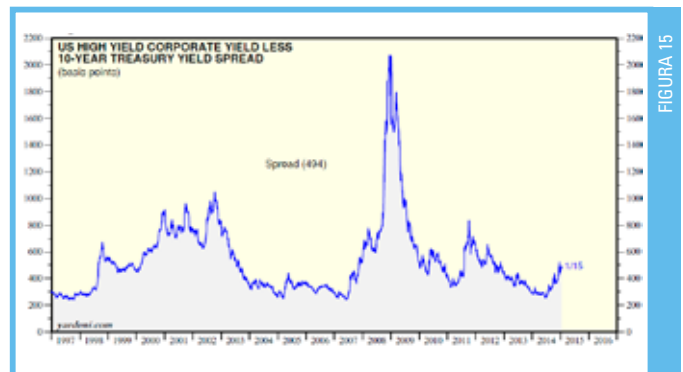


FIGURA 15

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 25/01/2015	Spread 25/01/2015	Spread 16/10/2014	Variazione Spread
GERMANIA	81,90	67,70	1,4	1,2	0,8	0,45	0,00	0,00	
OLANDA	71,26	83,21	0,7	1,2	-2,6	0,48	0,03	0,16	-0,13
FRANCIA	90,23	88,80	0,4	0,9	-4,4	0,71	0,26	0,44	-0,18
AUSTRIA	74,08	71,79	0,7	1,0	-2,5	0,60	0,15	0,31	-0,16
BELGIO	99,78	92,12	1,1	1,2	-3,0	0,69	0,24	0,35	-0,11
ITALIA	126,98	123,05	-0,3	0,4	-3,0	1,61	1,16	1,68	-0,52
SPAGNA	85,90	105,07	1,3	1,8	-5,6	1,55	1,10	1,29	-0,19
IRLANDA	117,40	109,85	4,7	2,5	-3,7	1,14	0,69	0,94	-0,25
PORTOGALLO	123,80	116,04	0,8	1,1	-4,8	2,35	1,90	2,55	-0,65
GRECIA	156,86	142,61	0,8	2,3	-4,0	8,97	8,52	7,18	1,34
USA	102,73	105,68	2,3	3,1	-2,8	1,84	1,39	1,45	-0,06
GIAPPONE	238,03	241,14	0,3	1,0	-8,2	0,25	-0,20	-0,26	0,06
UK	88,81	96,71	2,9	2,7	-5,5	1,53	1,08	1,38	-0,30

Fonte FMI

Fonte Economist

siano) e possono rimanere ottimisti per troppo tempo. Ma i fondamentali attuali forniscono un buon supporto ad un mercato che è comunque cresciuto molto, grazie al QE (vedi FIGURA 17, dove lo SP500 è posto a confronto con i titoli acquistati dalla FED). A ben vedere si nota nella linea azzurra (i titoli acquistati dalla FED) una chiara evidenza di Tapering che il mercato sembra aver digerito. Il QE USA è comunque "finito". I dati raccolti ed elaborati in TABELLA 5 (fonte Bloomberg) mostrano i price earnings di alcuni mercati azionari a confronto con quelli del trimestre precedente. Tutti i mercati azionari censiti in tabella sono cresciuti. In evidenza il DAX. Fatta eccezione per il FTSE100, anche gli utili per azione sono aumentati, in particolar modo quelli dello HANGSENG. In generale i PE sono aumentati in modo evidente e risultano relativamente alti (rispetto al 14 assunto come livello di equilibrio). Occorre dire che l'attuale livello dei tassi a lungo termine privi di rischio favorisce la crescita dei PE azionari, a causa dell'elevato premio per il rischio offerto. 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

	23/01/2015 - FONTE BLOOMBERG				DAL 02/10/2014 - FONTE BLOOMBERG		
	PE	INDICE	EPS	EPS implicito	diff%	var% INDICE	var% EPS
SP500	18,18	2051,82	113	147	29,86%	5,43%	2,41%
FTSE100	19,57	6832,83	349	488	39,79%	5,99%	-12,58%
CAC40	27,75	4640,69	167	331	98,21%	9,38%	2,60%
DAX	18,32	10649,58	581	761	30,86%	15,81%	8,41%
MIB	ND	20519,75	ND	1466	NS	3,14%	ND
HANGSENG	10,53	24850,45	2360	1775	-24,79%	5,56%	10,17%

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%

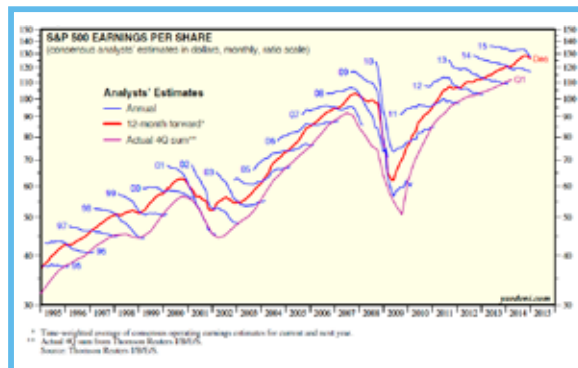


FIGURA 16



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