



SANFELICE 1893 MERCATI

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

AGOSTO 2014

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

CRESCITA ECONOMICA: GIÀ QUALCHE SEGNALE DI STANCHEZZA. L'INFLAZIONE RESTA SU LIVELLI TROPPO BASSI.

Secondo le previsioni dell'Economist (TABELLA 1), la crescita 2014 dell'area EURO sarà dell'1,1% (rivista al ribasso) e pari all'1,5% nel 2015 (stabile). Per gli USA: +2,4% 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. Positiva la crescita 2014 e 2015 in Italia (+0,3% - in calo - e +1%, stabile); il range delle previsioni tocca lo zero nel 2014 (dato in peggioramento) e si ferma a +0,6% al massimo (in peggioramento). Positivo anche il dato per la Spagna nel 2014 e nel 2015 (+0,9% e +1,4% in miglioramento); per l'Olanda, rispettivamente, +0,7% (in peggioramento) e +1,4% (stabile). Anche la Francia crescerà nel prossimo biennio (+0,8% e +1,3%). Le previsioni di crescita tedesca sono molto buone: +2% e +2% nel biennio (in miglioramento). Il Giappone continua a crescere moderatamente sia nel 2014 che nel 2015 (+1,4% e +1,3%). La Cina ovviamente crescerà nel prossimo biennio ed il dato si sta stabilizzando (+7,3% e +7%). Anche l'India conferma una crescita stabile (+6% e +6,4%); deciso rallentamento per la Russia a +0,5% da +1,2% e +1,3 da +1,8%. Il Brasile +1,8% e +2,1% si stabilizza (fonte The Economist).

Anche il sondaggio curato dalla rivista Economist "Global Business Barometer" (FIGURA 1) è leggermente arretrato, pur rimanendo molto positivo. Secondo i Leading Indicator dell'OCSE (FIGURA 2) si stabilizza la crescita negli Stati Uniti mentre continua il rallentamento della Cina e mostra ancora segnali di futura crescita l'area EURO. Russia e Brasile continuano a rallentare. L'India invece tenta una ripresa. Buone le notizie per l'Italia che continua a mostrare decisi segnali di ripresa; meno brillante la Francia, più indietro ciclicamente, ma comunque tornata sopra il trend. In FIGURA 3 compare il composite leading indicator dell'OCSE per l'Italia. Il valore mostra una crescita tendenziale dell'attività economica, con un minimo ciclico a fine 2013.

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

	Real GDP, % change		Consumer prices % change		Current account % of GDP	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Australia	2.0 (3.1)	2.6 (3.2)	2.0 (2.7)	2.0 (2.8)	2.8	2.6 (2.5)
Belgium	0.9 (1.4)	0.8 (1.8)	1.2	1.4 (1.3)	1.1 (1.0)	1.5 (1.4)
Britain	2.4 (3.5)	2.1 (3.8)	3.0 (2.9)	2.6 (2.5)	1.8	2.0
Canada	2.0 (2.8)	2.2 (3.1)	2.3	2.4 (2.5)	1.6 (1.5)	1.9 (1.8)
France	0.5 (1.4)	0.7 (1.8)	0.8 (0.9)	1.3	0.9 (1.0)	1.2
Germany	1.7 (2.3)	1.5 (2.4)	2.0 (1.8)	2.0 (1.9)	1.2 (1.3)	1.7 (1.6)
Italy	nil (0.6)	0.4 (1.5)	0.3 (0.5)	1.0	0.6 (0.7)	1.0
Japan	0.9 (1.8)	0.8 (2.5)	1.4 (1.2)	1.3	2.6	1.7 (1.8)
Netherlands	0.4 (1.1)	0.9 (1.8)	0.7 (1.0)	1.4 (1.3)	0.9 (1.0)	1.1 (1.4)
Spain	0.7 (1.3)	1.0 (2.0)	0.9	1.4 (1.3)	0.2 (0.3)	0.8 (0.9)
Sweden	1.5 (3.5)	2.1 (3.4)	2.5 (2.3)	2.8 (2.5)	0.4 (0.5)	1.5
Switzerland	1.7 (2.3)	1.8 (2.8)	2.0	2.2	0.2 (0.3)	0.8
United States	2.0 (3.0)	2.6 (3.8)	2.4 (2.6)	3.0	1.8 (1.7)	2.0
Euro area	0.9 (1.4)	1.1 (2.1)	1.1 (1.2)	1.5	0.8 (0.9)	1.2
						2.3
						2.4 (2.3)

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

TABELLA 1



FIGURA 1

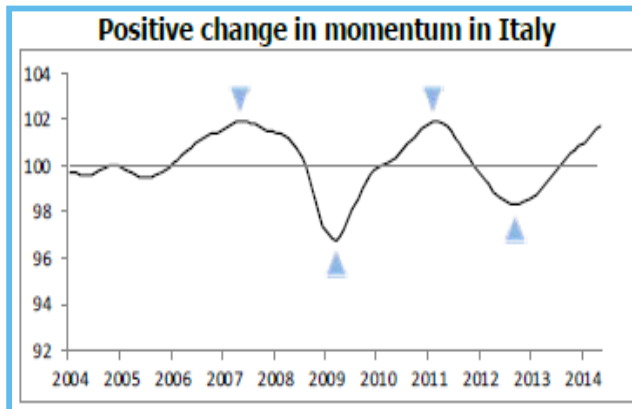
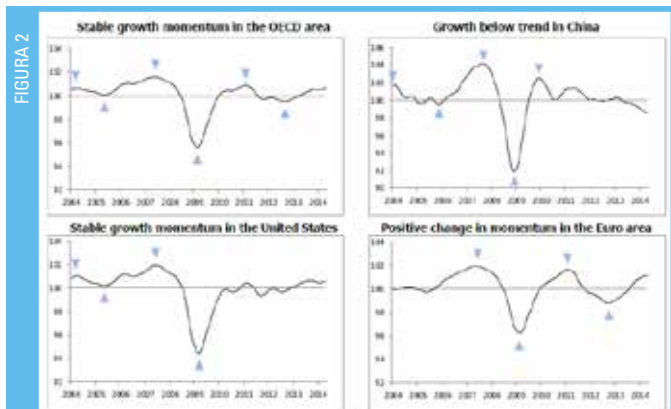


FIGURA 3

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 marzo negli USA la crescita dei prezzi delle “single family homes”, in aumento di circa l'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. Nessuno dei 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 Ungheria, Hong Kong, Pakistan, Colombia, Nuova Zelanda, Filippine) presentano un dato 2015 positivo ma inferiore al 2014. Dagli USA prevalgono con decisione i segnali positivi. La politica monetaria rimane estremamente espansiva 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, in ulteriore miglioramento). 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 traducono in una “EURO QE”. Segnali di stabilità cominciano a giungere dai paesi emergenti: ma la crescita è rallentata. Si tratta di un dato strutturale al quale dobbiamo abituarci. 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. Ma ancora è presto.

INFLAZIONE SEMPRE PIÙ IN BASSO. ALMENO IN EUROPA.

Nell'area dell'EURO l'inflazione totale è ulteriormente diminuita (ben sotto il fatidico 2%). A livello 0,8% quella “core” (ex food and energy), a 0,5% quella totale (FIGURA 5). In un mondo normale la crescita si associa ad inflazione in rialzo. Ma la crescita prevista è ancora troppo bassa e siamo troppo lontani dai livelli di attività economica del 2007. Per questo motivo vi sono rischi deflazionistici. In FIGURA 6 è riportato un confronto tra l'inflazione di diversi paesi: rimane impressionante è il paragone tra Giappone ed area EURO. L'inflazione USA è ritornata sopra 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 2,8% (ultimo dato disponibile 1,29% - in ulteriore calo rispetto al trimestre precedente - fonte The Economist 30/6/2014).

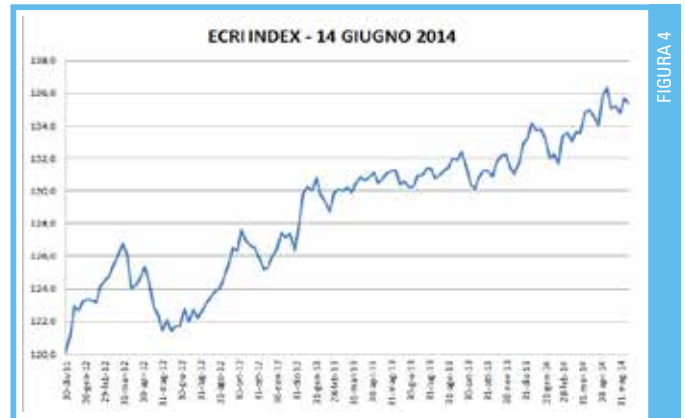


FIGURA 4



FIGURA 5

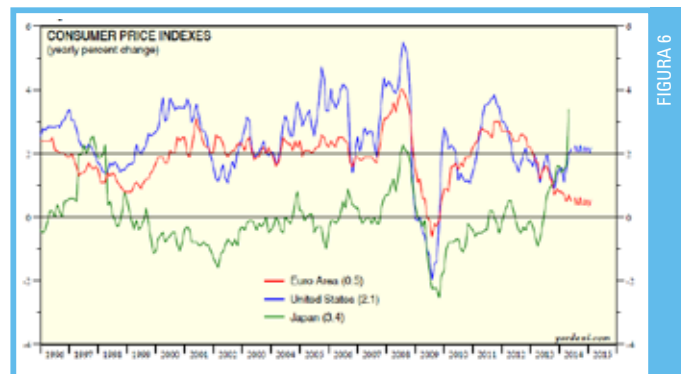


FIGURA 6

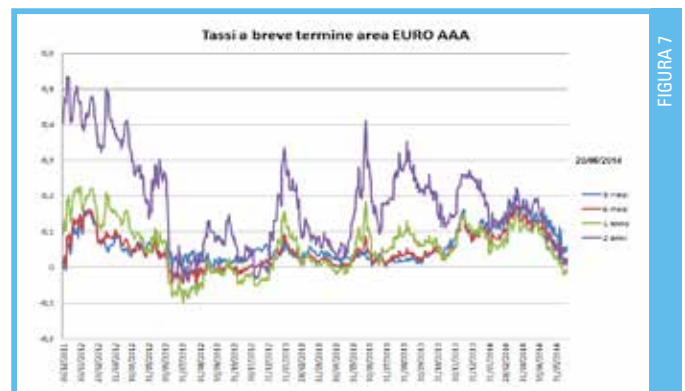


FIGURA 7

TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE EURO

L'andamento dei tassi di interesse a breve termine AAA dell'area EURO ha risentito degli annunci di Draghi. I tassi a 12 mesi sono tornati negativi, prefigurando uno scenario di tassi ancora in diminuzione. Tassi zero, a parte la matematica finanziaria (FIGURA 7 e Tabella 2). I tassi a 3, 6, 9 vanno da 0,05% a zero e il 12 mesi è a -0,01%. Il tasso privo di rischio rimane negativo in termini reali. Sta aumentando, ma solo perché l'inflazione scende (è ora -0,5% circa da -0,8%). E' l'effetto del permanere di una politica monetaria espansiva (mondiale) associata a una politica fiscale 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. Si è interrotta la debolissima crescita dei tassi EURIBOR (tutti 10 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 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 (80 bp a marzo 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.

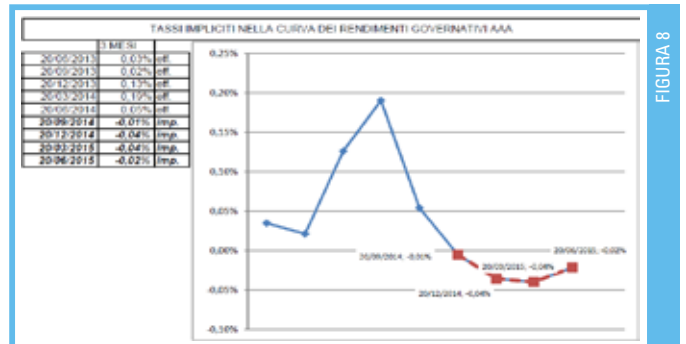


FIGURA 8

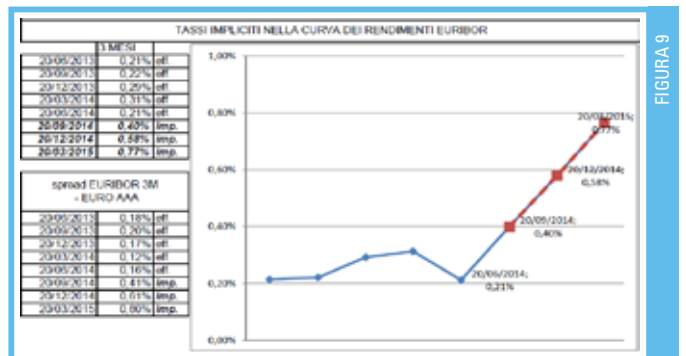


FIGURA 9



FIGURA 10

TABELLA 2

EVOLUZIONE TASSI A BREVE GOVERNATIVI AAA EURO

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
20/06/13	0,03%	0,06%	0,10%	0,11%
20/09/13	0,02%	0,03%	0,05%	0,08%
20/12/13	0,13%	0,12%	0,12%	0,13%
20/03/14	0,19%	0,17%	0,16%	0,15%
20/06/14	0,05%	0,02%	0,00%	-0,01%

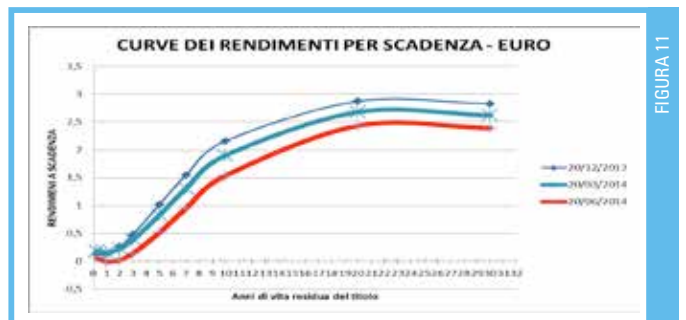


FIGURA 11

TABELLA 3

EVOLUZIONE TASSI EURIBOR

	3 MESI	6 MESI	9 MESI	12 MESI
20/06/13	0,21%	0,33%	0,43%	0,52%
20/09/13	0,22%	0,34%	0,44%	0,54%
20/12/13	0,29%	0,39%	0,48%	0,56%
20/03/14	0,31%	0,42%	0,50%	0,59%
20/06/14	0,21%	0,31%	0,40%	0,49%

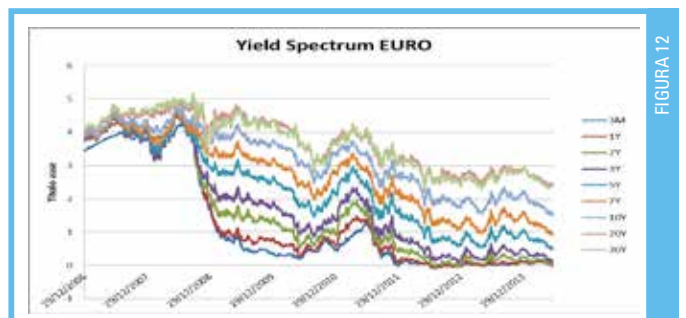


FIGURA 12

I TASSI A MEDIO LUNGO TERMINE EURO AAA NON RIESCONO PROPRIO A SALIRE.

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 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». Le previsioni macro sono buone, ma i tassi sembrano non crederci fino in fondo. Bisogna fare di più. Molto di più. Draghi a iniziato.

L'attuale struttura dei rendimenti – a metà del guado e incerta nella direzione – lascia aperto ogni scenario. E' il "rischio deflazione" di cui parla Draghi. E che ha mosso Draghi.

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 150 bp sul 10 anni) ha raggiunto un secondo target fondamentale (secondo varie ricerche macroeconomiche). Non è migliorato ulteriormente, anche se ci ha provato. Troppo debole la crescita (siamo il peggior paese della tabella). E la concretezza delle cosiddette "riforme" non è ancora del tutto convincente per "i mercati". Rinviemo il target 110 bp per il prossimo trimestre. Aspettando dati positivi dall'economia reale.

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.



FIGURA 13

IL RISCHIO DI CREDITO E GLI SPREAD SULLE OBBLIGAZIONI CORPORATE. AI MINIMI.

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 basso. 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 forniscono 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. Ovviamente per questa asset class – rischio di credito a parte – rimane l'esposizione al rischio di un aumento dei tassi di interesse a lungo termine.



FIGURA 14



FIGURA 15

TABELLA 4 CONDIZIONI DI SOLVIBILITÀ DI ALCUNI PAESI DELL'EURO E SPREAD RISPETTO ALLA GERMANIA

	Debito PIL 2012	Debito PIL 2018	Crescita PIL 2014	Crescita PIL 2015	Deficit PIL 2014	Tassi a 10 anni 30/06/2014	Spread 30/06/2014	Spread 25/04/2014	Variazione spread
GERMANIA	81,90	67,70	2,0	2,0	0,5	1,38	0,00	0,00	
OLANDA	71,26	83,21	0,7	1,4	-2,8	1,65	0,27	0,36	-0,09
FRANCIA	90,23	88,80	0,8	1,3	-3,9	1,75	0,37	0,49	-0,12
AUSTRIA	74,08	71,79	1,4	1,7	-2,8	1,70	0,32	0,23	0,09
BELGIO	99,78	92,12	1,2	1,4	-2,4	1,65	0,27	0,58	-0,31
ITALIA	126,98	123,05	0,3	1,0	-3,0	2,85	1,47	1,57	-0,10
SPAGNA	85,90	105,07	0,9	1,4	-5,8	2,75	1,37	1,54	-0,17
IRLANDA	117,40	109,85	1,4	1,8	-5,0	2,46	1,08	1,31	-0,23
PORTOGALLO	123,80	116,04	1,7	0,9	-4,2	3,52	2,14	2,14	0,00
GRECIA	156,86	142,61	0,3	2,3	-11,5	6,00	4,62	4,58	0,04
USA	102,73	105,68	2,4	3,0	-2,8	2,61	1,23	1,17	0,06
GIAPPONE	238,03	241,14	1,4	1,3	-8,0	0,60	-0,78	-0,90	0,12
UK	88,81	96,71	3,0	2,6	-4,9	3,00	1,62	1,20	0,42

Fonte FMI

Fonte Economist

LE PREVISIONI SUGLI UTILI DELLE AZIENDE USA PER IL 2014 E 2015 SI STABILIZZANO SU LIVELLI MOLTO 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 119,68 dollari (in aumento rispetto alla previsione del trimestre precedente). Si tratta di una crescita del 9,1% (rispetto all'8,1% del trimestre precedente). Previsione 2015: 132,13 (in aumento rispetto ai 132,30 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 fine maggio). Le linee blu rappresentano l'andamento delle previsioni degli analisti. Si conferma la sequenza di revisioni al ribasso degli utili 2012, 2013, 2014. Per il 2015, invece – come è stato appena notato – si assiste ad una sostanziale conferma dei livelli precedenti. Gli utili attesi tra 12 mesi (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 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 acquistati dalla FED). A ben vedere si nota nella linea azzurra (i titoli acquistati dalla FED) un "pizzico" di Tapering. Con il mercato che sale comunque.

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. Il primo semestre dell'anno vede crescere tutti gli indici osservati (il migliore è il FTSE/MIB per il quale non è disponibile il PE). Il mercato "scommette" sul ritorno agli utili delle imprese quotate (con particolare riguardo ai bancari). Lo SP500 è l'unico mercato che cresce insieme ad una crescita corrispondente degli utili (+8,44% e +2,80% rispettivamente). Il CAC40 cresce da inizio anno di quasi il 4%, ma gli utili societari hanno registrato una flessione del 27%. Il DAX è cresciuto del 5%, a fronte di utili in calo dell'8,63%. Questo fenomeno porta i PE a salire ulteriormente. Il mercato continua a scommettere su futuri utili, su futura crescita, anche in Europa. Con i valori in TABELLA 5 è possibile stimare gli utili per azione effettivi (EPS) e quelli "teorici" (EPS implicito) usando un PE

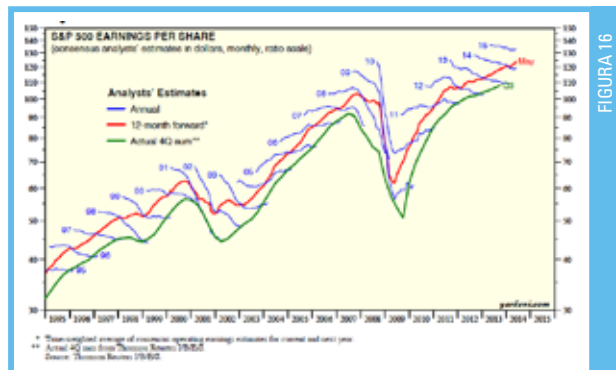


FIGURA 16

TABELLA 5

PE DI EQUILIBRIO

07/07/2014 - FONTE BLOOMBERG

	PE	INDICE	EPS	EPS implicito	diff%	var% INDICE	var% EPS
SP 500	18,18	1985,44	109	142	29,86%	8,44%	2,80%
FTSE100	19,71	6844,49	347	489	40,79%	1,28%	-14,33%
CAC 40	25,98	4436,27	171	317	85,57%	3,95%	-27,07%
DAX	18,53	9972,12	538	712	32,36%	4,84%	-8,63%
MIB	ND	21405,84	ND	1529		8,66%	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%

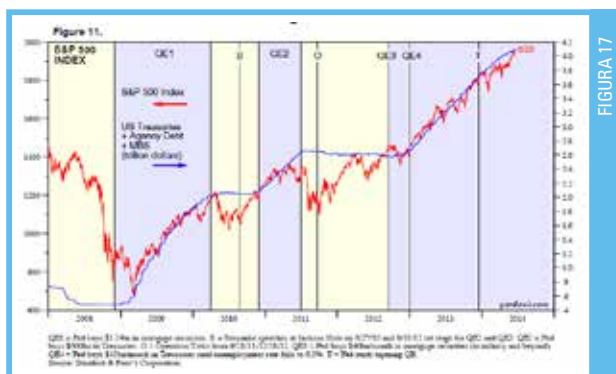


FIGURA 17

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.

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

Piazza Matteotti, 23 - San Felice sul Panaro (Mo) - Temporaneamente trasferita in Largo Posta - 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

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 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@sanfelice1893.it

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