

Interest Rate Strategy

Green Bond Brief

La performance dei governativi green euro

La presenza di un premio (*greenium*) che gli investitori sono disposti a pagare per detenere un green bond, come ha dichiarato Schanabel in un suo recente discorso, ("A new age of energy inflation: climateflation, fossilflation and greenflation", 17 marzo), è diventata nel corso del tempo un'evidenza statisticamente significativa. Un'analisi dello staff della BCE, che considera dati mensili degli OAS di green bond europei e di bond convenzionali equivalenti, stima un coefficiente *greenium* a livello aggregato negativo e pari a -5, indicando la presenza di investitori disposti a ricevere un rendimento inferiore per detenere un'attività green.

I green bond governativi dell'area euro confermano questa evidenza e, tenuto conto dei livelli attuali, risultano quotati più cari rispetto ad un equivalente bond convenzionale. La differenza, infatti, tra lo z-spread di un titolo green ed uno sintetico ottenuto dall'interpolazione di due bond convenzionali, ad eccezione delle Green Federal Securities in cui è possibile un confronto diretto per via del modello twin bond, varia da -2 pb dell'OAT 06/2044 e del Bund 08/2031 fino a -7 pb del governativo green spagnolo.

Le ultime settimane di febbraio sono state caratterizzate da un aumento della volatilità, dovuto alle crescenti tensioni geopolitiche e dal *flight-to-quality* che ha avuto impatti diversi sulle performance dei governativi green dell'area euro. Il **BTP green** è risultato più difensivo rispetto ad un BTP convenzionale durante la fase risk-off ed il differenziale dello Z-spread è diminuito da -5 a -8 pb. Come si può notare nel grafico in basso a destra, al crescere dello spread BTP-Bund 10 anni, il differenziale è diminuito e, con il rintracciamento della volatilità negli ultimi giorni, è ritornato sui livelli pre-conflitto. Un fattore che ha influenzato l'andamento del BTP green rispetto alla curva convenzionale è rappresentato dalla composizione della base degli investitori. Il BTP green ha beneficiato di una base di investitori *real money*, caratterizzati da un'ottica d'investimento di lungo periodo (circa il 20% del totale collocato sul mercato primario), e di investitori specializzati definiti ESG (più del 50% del totale), sensibili alla componente green del titolo.

28 marzo 2022 – 12:11 CET

Data e ora di produzione

Direzione Studi e Ricerche

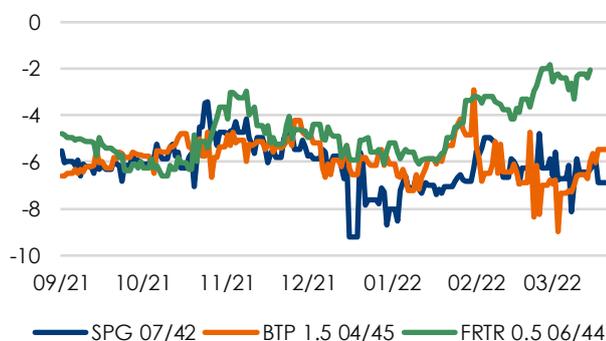
Rates, FX & Commodities Research

Federica Migliardi
Fixed Income Strategist

28 marzo 2022 – 12:14 CET

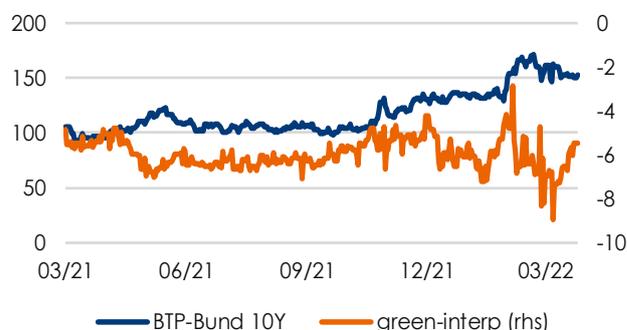
Data e ora di circolazione

Z-spread green vs interpolato (pb)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Z-spread BTP green – Z-spread interpolato vs BTP-Bund spread 10 anni (pb)



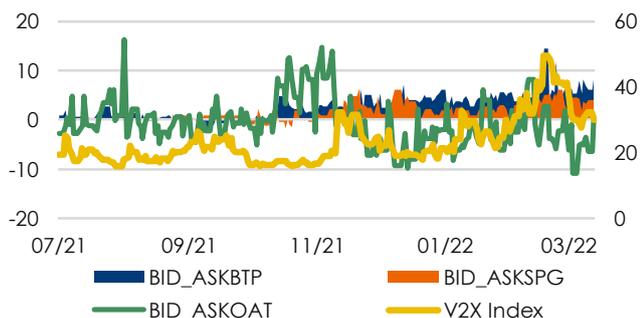
Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Analogamente, il titolo governativo green spagnolo ha sovraperformato la curva convenzionale da fine febbraio ed ora la differenza tra gli z-spread risulta pari a -7 pb. Al contrario del BTP e del Bonos green, l'**OAT green** ha sottoperformato la curva convenzionale e la differenza è salita (grafico in basso a sinistra) da -4 a -2 pb per effetto del flight-to-quality che ha contribuito a bilanciare maggiormente la domanda tra i due titoli.

Un green bond ed un titolo convenzionale equivalente differiscono per due aspetti. Nel caso del green bond è previsto il vincolo sull'utilizzo dei proventi in progetti in linea con EU green Bond Standard o ICMA GBP a differenza del bond convenzionale in cui non è presente. Una seconda differenza riguarda la liquidità dei due titoli. Infatti, la base di investitori buy-and hold e specializzati ESG rendono, infatti, in media i green bond meno liquidi rispetto ai bond convenzionali.

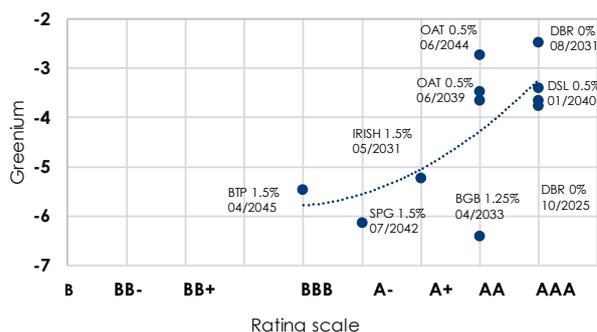
Considerando come proxy della liquidità la differenza del bid-ask spread tra il BTP green ed un BTP convenzionale con scadenza più ravvicinata, possiamo notare che, la differenza di liquidità tra i due titoli sia aumentata nelle ultime due settimane di febbraio in maniera correlata all'aumento della volatilità. Nel caso dell'OAT green si è osservato, al contrario, una liquidità dell'OAT green in linea con l'OAT convenzionale anche nella fase di picco della volatilità.

Il Bid-ask spread del BTP green e Bonos vs bond convenzionali aumenta nella fase di stress



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Greenium (pb) vs rating S&P



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Diversi studi hanno analizzato il legame tra **rendimenti e liquidità** del green bond rispetto al bond convenzionale convergendo sull'evidenza di una **relazione negativa tra il differenziale di bid-ask spread ed il differenziale tra gli z-spread**. Zerbid¹, considerando un campione di 110 titoli corporate green dal 2013 al 2017 evidenzia che all'aumentare del differenziale tra bid-ask spread del green bond e del convenzionale, la differenza tra i rendimenti diminuisce di 9.88 pb (green bond- convenzionale). Lo studio inoltre evidenzia che la scadenza, l'ammontare emesso e la valuta non influenzano il green premium. Il green premium inoltre non risulta essere legato alla minore volatilità del titolo green. **Il rating dell'emittente influenza, invece, il pricing: con il miglioramento del rating creditizio il green premium tende a svanire.**

L'elemento catalizzatore alla base del premio negativo è rappresentato dalla presenza di **pressioni sulla domanda di green bond in rapporto all'offerta più elevate rispetto ad un bond convenzionale**. Mentre l'offerta risulta essere limitata dalla presenza di alcune barriere

¹Zerbid O. "Is There a Green Bond Premium? The yield differential between green and conventional bonds", 2018

all'ingresso, la domanda è invece supportata dalla presenza crescente di investitori specializzati ESG e dai nuovi requisiti regolamentari introdotti dalle istituzioni europee per supportare la transizione climatica. La direttiva EU's Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) ad esempio, è entrata in vigore a marzo 2021 e prevede delle linee guida per integrare i rischi di sostenibilità nelle attività di gestione di fondi di investimento, fondi pensione, assicurazioni e consulenti finanziari. Inoltre, in base alla normativa, i fondi, le assicurazioni ed i consulenti finanziari sono tenuti a fornire informazioni correlate alla sostenibilità dei prodotti finanziari offerti. Pertanto, la richiesta regolamentare di una maggiore trasparenza riguardo agli investimenti ed ai prodotti di fondi di investimento costituisce un incentivo per accrescere l'esposizione dei portafogli in attività sostenibili. Ci attendiamo che lo **sbilanciamento della domanda persisterà ancora nel corso del 2022** supportando la presenza del green premium.

L'unione Europea e l'offerta di green bond

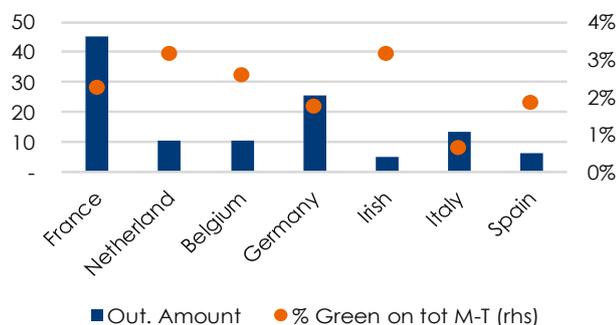
La crisi energetica e la guerra Russia-Ucraina costituiscono due fattori che possono contribuire ad accelerare la transizione energetica per ridurre la dipendenza dalle importazioni di gas russo e più in generale dai combustibili fossili. La Commissione Europea, ha presentato l'8 marzo un piano denominato **RepowerEU** volto a favorire la diversificazione delle fonti di approvvigionamento di gas ed un maggiore utilizzo di energie rinnovabili, come biometano e idrogeno verde, accelerando il piano di implementazione del programma "Fit for 55". L'Unione Europea ha collocato il primo green bond ad ottobre per 12 miliardi di euro ed ha successivamente effettuato una riapertura a gennaio 2022 per 2.5 miliardi. Questi collocamenti fanno parte di un vasto piano di emissioni green bond che l'Unione Europea intende condurre fino al 2026 per finanziare il 30% del programma NGEU, pari a circa 250 milioni di euro al fine di promuovere progetti in linea con gli accordi presi a livello internazionale (Accordo di Parigi). Nel corso del 2022, prevediamo che **l'Unione Europea** collochi circa **30 miliardi di euro in emissioni green bond**. Questa previsione potrebbe essere rivista al rialzo qualora l'UE decidesse di incrementare le emissioni di green per finanziare il nuovo piano RepowerEU.

Green bond governativi area euro: previsioni per il 2022

Il 2021 si è concluso con emissioni governative dell'area euro per circa 50 miliardi di euro ed attualmente l'ammontare in circolazione ha raggiunto i 120 miliardi. L'offerta di titoli governativi green è aumentata nel corso del 2021 anche grazie all'ingresso di nuovi emittenti come l'Italia che ha emesso il primo BTP green per 13,5 miliardi di euro e la Spagna con 5 miliardi di euro collocati a settembre scorso per finanziare progetti volti a promuovere la sostenibilità ambientale. La Germania risulta l'unico emittente governativo con una curva green presente su quattro diverse scadenze (Bobl 10/2025, Bund 08/2030, Bund 08/2031 e Bund 08/2050) mentre la Francia ha l'ammontare in circolazione di green bond più elevato tra i paesi dell'area euro con 45 miliardi di euro.

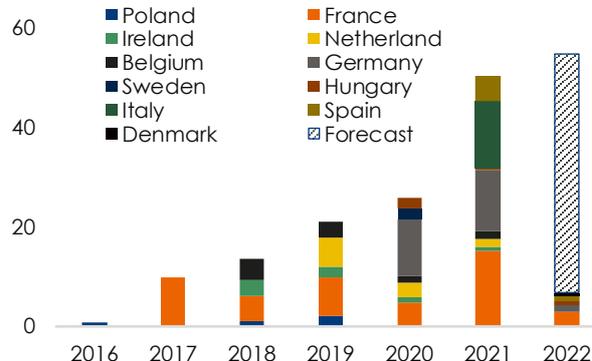
Nonostante l'offerta green governativa sia cresciuta notevolmente nel corso del 2021, la percentuale dell'ammontare in circolazione sul totale del debito a medio-lungo termine per paese rimane molto bassa (grafico pagina seguente a sinistra). La Francia, ha una percentuale di debito green circolante sul totale pari al 2.25%. L'Irlanda e l'Olanda detengono la percentuale più elevata al 3% mentre l'Italia solo lo 0.65%. Nei primi tre mesi del 2022 sono stati emessi circa 5 miliardi di euro di titoli governativi green e l'offerta è prevista accelerare nel secondo trimestre.

Ammontare in essere green bond governativi per paese (sx, mld, euro) e incidenza sul totale debito M/L (dx)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Emissioni governative area euro (mld, euro)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Tra le prime emissioni governative del 2022, la **Danimarca** a gennaio ha collocato il primo green bond per 5 miliardi di DKK (equivalenti a circa 670 milioni di euro) con scadenza 10 anni. L'emissione è stata strutturata seguendo il modello twin bond della Germania. Il titolo green danese è stato emesso con le stesse caratteristiche di un bond convenzionale (cedola, durata e profilo di rimborso). A differenza del modello twin bond tedesco, il detentore ha la facoltà, in qualsiasi momento, di convertire il green bond nel titolo convenzionale al controvalore di mercato e senza sostenere costi aggiuntivi. Tuttavia, il modello non prevede il contrario ossia la possibilità di conversione dal titolo convenzionale al green. Il green bond è stato collocato sul primario con uno sconto pari a 5 pb rispetto al bond convenzionale. La struttura del modello twin bond implementato dalla Danimarca di fatto include una copertura dal rischio di liquidità del titolo green.

Secondo le nostre stime, l'offerta di green bond governativi dell'area euro per il 2022 è prevista raggiungere gli 83 miliardi di euro, includendo 30 miliardi di emissioni dell'Unione Europea relativamente al programma NGEU (tabella pagina seguente). La **Germania** ha annunciato, nel piano di funding annuale pubblicato a dicembre, che intende collocare 12,5 miliardi di Green Federal Securities, in linea con il 2021 ed emettere un nuovo titolo con scadenza 10/2027 il prossimo 28 giugno. La **Francia** ha dichiarato spese ammissibili pari a 15 miliardi a fronte di progetti volti alla protezione ed al miglioramento ambientale pari all'ammontare stanziato nel 2021. L'AFT ha riaperto l'OAT green 06/2044 a gennaio per 2.8 miliardi di euro e prevede ulteriori riaperture nel corso dell'anno. Inoltre, la Francia collocherà in sindacato una nuova tipologia di emissioni green legata all'inflazione con scadenza 10-15 anni. Per quanto riguarda l'**Italia**, le linee guida per il 2022 preannunciano riaperture del BTP 04/2045 e l'emissione di un nuovo green bond probabilmente con una durata inferiore. La **Spagna** ha collocato a febbraio 1.2 miliardi del bond 07/2042 ed effettuerà altre riaperture nel corso del 2022. La spesa eleggibile per il 2021 ammontava a 13.5 miliardi di cui 5 miliardi finanziati tramite la prima emissione pertanto il residuo potrà essere allocato nel 2022. Il **Belgio** ha annunciato nel piano di funding annuale che collocherà un nuovo green bond con durata ancora da definire. Infine, è previsto l'ingresso di nuovi emittenti governativi come l'**Austria** che prevede di collocare un green bond nel secondo trimestre e la **Grecia** nel secondo semestre.

Area Euro : Emissioni governative green (mld, eur)

Green Bonds	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Total
TOTAL Gross issuance	5.3		2.7	24	14.5	11	1.5		13.0	10.5		3.0	85
Germany													
Total			1.5	4.0	1.5		1.5		4.0				13
5 year									4.0				4
10 year			1.5		1.5		1.5						5
30 year				4.0									4
France													
Total	2.8			3.0	6.0					3.0			15
15 year													
20 year	2.8			3.0						3.0			9
Linkers					6.0								6
Belgium													
Total					5.0								5
10 year													
15-20 y					5.0								5
Netherland													
20 year				5.0									5
Ireland													
20 year				1.0									4
Italy													
Total							7.0			2.5			10
15 year							7.0						7
20 year										2.5			3
Spagna													
15 year			1.2		2.0					2.0			5
Austria													
15/20 y							3.0						3
Greece													
15 year										3.0			3
EU													
Total	2.5			8.0		8.0			9.0			3.0	31
10 year				8.0								3.0	11
15 year	2.5								9.0				12
20-25 y						8.0							8

Fonte: Siti web del tesoro nazionali e previsioni ISP, Nota: le celle in azzurro indicano nuove emissioni

Appendice

Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Comunicazioni specifiche

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Gli investimenti e le strategie discusse nel presente documento potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. In caso di dubbi, suggeriamo di consultare il proprio consulente d'investimento.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Controparti Qualificate / Clienti Professionali, ad eccezione dei clienti professionali su richiesta, così come definiti dalla Direttiva MiFID II o eventualmente da parte di operatori dei Mercati o Investitori Istituzionali, che sono finanziariamente sofisticati ed in grado di valutare autonomamente i rischi di investimento, sia in generale sia in relazione a particolari operazioni e strategie di investimento.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio consulente finanziario per qualsiasi necessità di chiarimento circa il loro contenuto.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definiti dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite il sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni,

opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

Le Trading Ideas si basano sulle aspettative del mercato, il posizionamento degli investitori e gli aspetti tecnico-quantitativi o qualitativi. Tengono conto degli eventi macro e di mercato chiave e di quanto tali eventi siano già scontati dai rendimenti e/o dagli spread di mercato. Si basano inoltre su eventi che potrebbero influenzare l'andamento del mercato in termini di rendimenti e/o spread nel breve-medio periodo. Le Trading Ideas vengono sviluppate su mercati cash o derivati di credito e indicano un target preciso, un range di rendimento o uno spread di rendimento tra diverse curve di mercato o diverse scadenze sulla stessa curva. Le valutazioni relative sono realizzate in termini di rendimento, asset swap spread o benchmark spread.

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

Le trading ideas di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono sviluppate sia in un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi) sia in un orizzonte temporale compreso tra una settimana e tre mesi, in relazione con qualsiasi evento eccezionale che possa influenzare le operazioni dell'emittente.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Rates, FX & Commodities Research

Sergio Capaldi (Rates)	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti (Rates)	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi (Rates)	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
Asmara Jamaleh (FX)	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Daniela Corsini (Commodities)	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com