

KWARTAALUPDATE

Green Bonds

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- Spreads groene obligaties liepen met maar liefst 23 basispunten op
- Veel nieuwe uitgiftes van groene obligaties aan het begin van jaar
- Exposure naar Rusland beperkt
- Aan het eind van het kwartaal stonden spreads alweer op het niveau van vóór de inval van Rusland in Oekraïne

Vooruitzichten

- Groeivooruitzichten smelten weg als sneeuw voor de zon door uit de pan rijzende energieprijzen
- Inflatierisico's blijven
- Bedrijven staan er goed voor, weinig downgrades verwacht
- ECB zet de verhouding tussen vraag en aanbod op scherp

Positionering

- Onderwogen risicopositie

AUTEURS



Viktor Stunnenberg,
Lead Portfolio
Manager Green Bonds



Martijn Hesterman,
Lead Portfolio
Manager Credits



Arthur van Mansvelt,
Engagement specialist
MVB

THEMA

Oorlog in Oekraïne raakt ook de green bonds markt

Op 24 februari viel Rusland Oekraïne binnen. Dit leidde tot scherpe internationale veroordeling en sancties tegen Rusland. In aanvulling op de EU-sanctiemaatregelen, heeft Achmea Investment Management besloten om Rusland op de landen-uitsluitingslijst te plaatsen. Dit besluit volgde vanuit het Achmea IM Maatschappelijk Verantwoord Beleggen-beleid (MVB) en is gebaseerd op normatieve kaders waarbij de EU-sanctiemaatregelen als vertrekpunt hebben gediend.

Dit besluit betekende ook dat in de Achmea IM beleggingsfondsen beleggingen in Russische staatsobligaties en Russische ondernemingen met een Russisch staatsbelang van tenminste 50% worden uitgesloten. Implementatie van dit besluit dient volgens het beleid van Achmea IM plaats te vinden zodra daar mogelijkheden toe zijn, en deze niet in strijd zijn met sanctiewetgeving.

De consequenties voor het Achmea IM Euro Green Bond Fund zijn klein vanwege de beperkte directe en indirecte exposures naar Rusland.

[Lees verder op pagina 5 →](#)

Marktbeeld

Spreads groene obligaties liepen met maar liefst 23 basispunten op

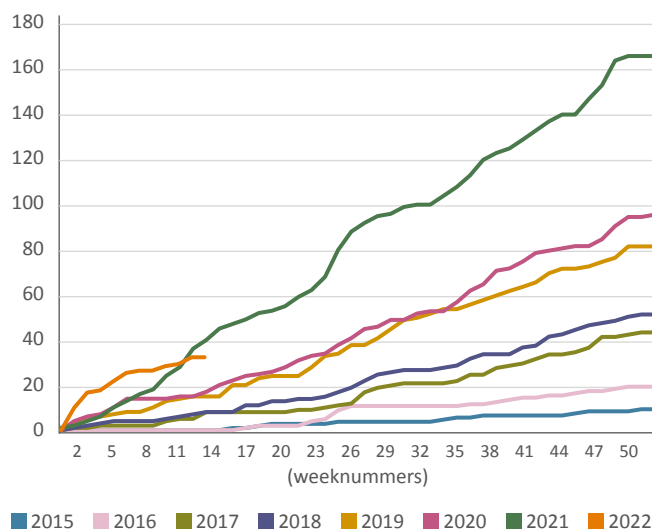
De stijging verliep relatief geleidelijk en werd vooral gedreven door de sterk oplopende inflatie. Om deze inflatie te bestrijden, verkrappen centrale banken wereldwijd monetair. Dit zorgt voor rentestijgingen, wat slecht is voor de economische groei. Gevolg hiervan was ook dat veel bedrijven begin van dit jaar nog snel even geld wilden ophalen: het jaar startte met een recordaantal nieuwe groene obligaties. Spreads stegen verder toen de ECB begin februari de deur voor renteverhogingen op een kier zette. Aangezien de ECB bleef vasthouden aan het mantra 'eerst de monetaire steunaankopen afbouwen, dan pas de rente verhogen', had dit ingrijpende gevolgen voor de bedrijfsobligatiemarkt. De ECB is namelijk een zeer grote koper, die mogelijk al deze zomer wegvault.

Ontwikkeling green bonds universum: veel nieuwe uitgiftes van groene obligaties aan het begin van jaar

In het eerste kwartaal steeg het aantal uitstaande issues in de euro green bonds index per saldo met 31. In januari kwam een recordaantal nieuwe groene obligaties naar de markt. De nominale waarde steeg met ruim 30 miljard euro, waardoor de grootte van de index 500 miljard euro nadert. Door de inval van Rusland in Oekraïne zwakte het aantal nieuwe groene obligaties wel flink af. In maart werd veel minder uitgegeven dan vorig jaar maart.

Figuur 1 toont de nieuwe uitgiftes van green bonds op weekbasis gedurende de afgelopen jaren. In 2022 was er tot eind februari

Figuur 1: Ontwikkeling cumulatieve nieuwe uitgiftes van green bonds (in miljarden euro's) in aantallen op weekbasis



Bron: Bloomberg, Achmea IM

sprake van een record aantal uitgiftes van nieuwe green bonds. Waar normaalgesproken de uitgiftes van nieuwe green bonds redelijk gelijkmatig verdeeld zijn over een kalenderjaar, was er tot de inval in Oekraïne eind februari sprake van een duidelijk hausse die vervolgens tot een abrupt einde kwam.

Exposure binnen green bonds naar Rusland beperkt

Eind februari werden financiële markten nog nerveuzer door de inval van Rusland in Oekraïne. Spreads liepen in eerste instantie

Banco BPM komt met eerste green bond

In maart kwam nog wel de Italiaanse bank Banco BPM met een eerste green bond naar de markt. Deze bank gaf al eerder een social bond uit. De opbrengst van deze eerste green bond, 750 miljoen euro, gaat de bank naar verwachting vooral gebruiken voor het (her)financieren van duurzame gebouwen.

Daarnaast biedt het raamwerk ook ruimte aan financiering van hernieuwbare energie, energie-efficiëntie, afvalbeheer en -preventie, duurzaam waterbeheer en duurzaam transport. Het green bond raamwerk is in lijn met de Green Bond Principles en is voorzien van een second party opinion van ISS ESG. In deze beoordeling stelt ISS dat Banco BPM op gebied van ESG beter scoort dan het gemiddelde van de sector.

De uitgifte van de green bond sluit goed aan bij de strategie van de bank om bij te dragen aan duurzame ontwikkeling. In het green bond raamwerk geeft de bank ook aan hoe over de impact van de investeringen gerapporteerd zal worden. Zo zal voor verwerving van duurzame gebouwen onder andere over het bouwjaar en het energieprestatieniveau of -label gerapporteerd worden. Voor renovatie van gebouwen zal het verwachte energielabel worden gerapporteerd. Als impact maatstaf wordt ook de bespaarde CO₂ emissies genoemd. Banco BPM zal ook jaarlijks de naleving van het green bond raamwerk door een onafhankelijk auditor laten verifiëren. De green bond van BPM voldoet aan de criteria van het green bond beoordelingsraamwerk van Achmea IM en de bond is opgenomen in het Achmea IM Euro Green Bonds Fund.

met slechts enkele basispunten op. De directe Rusland exposure binnen euro green bonds is zeer beperkt, slechts één obligatie van de Russische spoorwegen zat in de benchmark (zie de special). Bovendien reageerden de Westerse landen in eerste instantie met een beperkt sanctiepakket. Poetins honger bleek echter niet gestild met alleen de twee oostelijke 'republieken' Donetsk en Loegansk.

Op 24 februari startte hij met een grootschalige invasie van Oekraïne. De Westerse gemeenschap voerde daarop de druk sterk op door een groot aantal banken uit het internationale betalingsverkeersysteem Swift te gooien en zelfs de assets van de Russische centrale bank te bevriezen. Begin maart liepen spreads nog verder op. Beleggers wogen de mogelijkheid van een boycot van Russisch gas, met een diepe recessie in Europa tot gevolg. Toen diverse Europese regeringsleiders waaronder Mark Rutte zich hier duidelijk tegen keerden, trad er wat ontspanning op in de financiële markten en begonnen spreads voorzichtig te dalen.

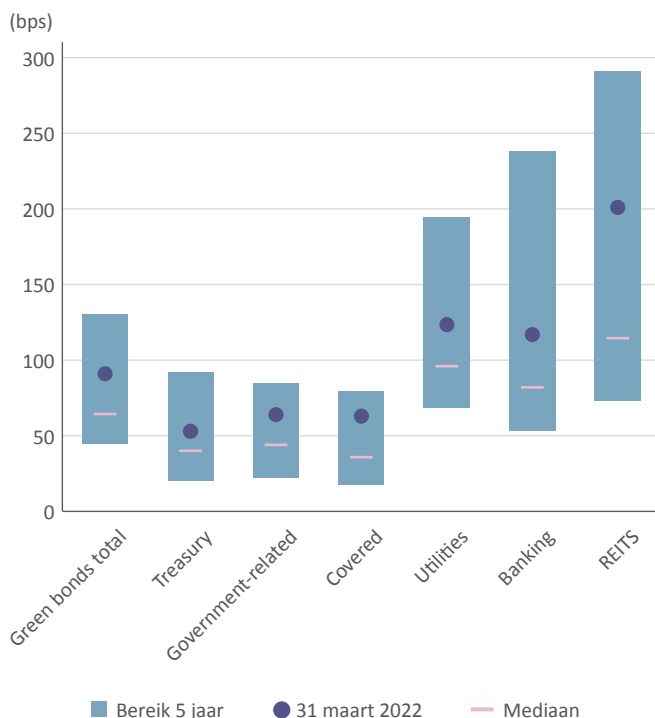
Spreads normaliseren tot niveau van voor de inval

Begin maart kondigde de ECB tot veler verrassing aan dat het opkoopprogramma versneld afgebouwd zou worden om de inflatie te bestrijden. Dit bracht de daling van spreads kortstondig een halt toe. Maar toen er serieuze voortgang geboekt leek te worden

in de onderhandelingen tussen Rusland en Oekraïne ontspanden markten verder. Het conflict in Oekraïne verdween gaandeweg de maand steeds meer naar de achtergrond: voorzichtige tekenen tot concessies tussen de vechtende partijen werden bejubeld, terwijl het negatieve nieuws genegeerd werd. Eind maart stonden spreads alweer op het niveau van vóór de inval van Rusland in Oekraïne.

Qua sectoren vielen de vier cyclische groene obligaties (Volkswagen en Daimler beide twee) in het groene universum in negatieve zin op: spreads liepen flink op, de zeer krappe waarderingen van het begin van het jaar droegen hier aan bij. Daarnaast leden groene vastgoedobligaties onder de stijgende rente; hier liepen spreads ook flink op. Daartegenover liepen spreads van de cyclische minder gevoelige TMT-sector (telecom, media en technologie) minder hard op. Binnen de veilige groene obligatiessegmenten liepen spreads van groene obligaties nauwelijks uit, terwijl spreads van gedekte groene obligaties hard opliepen. Dit kwam doordat de swaprente veel harder steeg dan de rente van staatsobligaties. Staatsobligaties worden geprijsd ten opzichte van de Duitse staat, terwijl gedekte obligaties doorgaans meebewegen met de swaprente.

Figuur 2: Waardering green bonds (risico-opslagen sectoren), 2017 - Q1 2022



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Vooruitzichten

Groeivooruitzichten smelten weg als sneeuw voor de zon door uit de pan rijzende energieprijzen

De impact van de Russische inval in Oekraïne is het meest zichtbaar in de stijgende energieprijzen. Wij gaan er van uit dat het conflict in Oekraïne niet snel voorbij is. Bovendien heeft Rusland nog meer van haar krediet verspeeld bij de internationale gemeenschap door vermeende oorlogsmisdaden. Dat betekent dat sancties van kracht blijven of zelfs nog worden uitgebreid en energieprijzen hoog blijven. De directe impact daarvan op de wereldeconomie is beperkt, hoewel individuele bedrijven uiteraard wel hard getroffen kunnen worden.

Inflatierisico's blijven

Het belangrijkste risico op dit moment is echter dat inflatie hoger uitvalt dan wel langer aanhoudt. Centrale banken wereldwijd zullen daarop reageren met nog agressievere renteverhogingen. Het recessiescenario blijft dan ook op de loer liggen. Wat daarbij niet helpt is dat door de oplopende prijzen het consumentenvertrouwen afgelopen tijd een flinke knauw heeft gekregen. In hoeverre dit ook een negatieve impact heeft op de consumentenbestedingen is dit maal wel de vraag omdat veel consumenten nog over een coronaspaarpotje beschikken. Europese overheden lijken, anders dan na de financiële - en Eurozone crisis, wel bereid de portemonnee te trekken.

Consumenten worden gedeeltelijk gecompenseerd voor de gestegen energieprijzen en defensie-uitgaven vliegen omhoog. Al met al verwachten wij een gematigde economische groei.

Bedrijven staan er goed voor, weinig downgrades verwacht

Bedrijven blijken inflatie makkelijk door te kunnen rekenen aan de consument. Marges blijven bij een groot deel van de bedrijven in ons universum intact of nemen zelfs iets toe. Bovendien daalt de reële schuld van bedrijven door de hoge nominale groei, op haar beurt weer gedreven door de hoge inflatie. In combinatie met een scenario van gematigde groei maken we ons op dit moment niet veel zorgen over de fundamentals van bedrijven en/of een nieuwe downgradecyclis.

ECB zet de verhouding tussen vraag en aanbod op scherp

De ECB stopt naar verwachting in het derde kwartaal met het opkopen van bedrijfsobligaties vanwege de oplopende inflatie. Daardoor valt er een grote koper weg uit de markt. De ECB kocht dit jaar netto gemiddeld meer dan anderhalf miljard euro bedrijfsobligaties per week. Anekdotisch horen we weliswaar berichten dat verzekeraars, de andere grote koper van eurobedrijfsobligaties, opportunistisch toevoegen aan hun portefeuilles. Dit wordt gedreven door de oplopende rente en spreads. Bij creditfondsen zien we juist outflows. Particuliere beleggers blijven doorgaans weg bij bedrijfsobligaties in een stijgende rente-omgeving vanwege hun focus op het totale rendement. De vraag is ook hoeveel nieuwe obligaties naar de markt zullen komen. De ervaring leert dat dit net zo lastig te voorspellen is als het Nederlandse weer. Veel bedrijven besluiten pas op het laatste moment, wat betekent dat het dan geldige marktsentiment dominant is in de besluitvorming. Al met al beoordelen wij het technisch beeld als zwak.

Positionering

Onderwogen risicopositie

Na het flink uitlopen van spreads begin maart hebben we tijdelijk meer risico in de portefeuille aangehouden vanwege de aantrekkelijke waarderingen. Deze positie hebben we op maandeinde weer afgebouwd toen spreads flink verkrappt waren. Onze overwogen positie in swapspread via overheidsgerelateerde obligaties en covered bonds hebben we toen ook grotendeels afgebouwd.

Terugtrekkende ECB

Voorlopig handhaven wij een licht onderwogen risicopositie vanwege de ongunstige verhouding tussen vraag en aanbod vanwege de terugtrekkende ECB. Daarbij houden we met een schuin oog ook rekening met een recessie scenario dat op dit moment zeker nog niet in geprijsd is. Qua sectoren houden we vast aan een onderwogen positie in cyclische consumenten vanwege het teruglopende consumentenvertrouwen en toeleveringsproblemen. We hebben inmiddels ook een onderweging TMT ingenomen vanwege krappe waarderingen. Daartegenover houden we vast aan een overwogen positie in banken en gedekte obligaties die inmiddels weer aantrekkelijk gewaardeerd zijn en fundamenteel kunnen profiteren van een hogere renteomgeving.

Vastgoedsector groeit hard vanwege oplopende rente

Aangezien de vastgoedsector een zeer hoge leverage kent, probeerde de sector nog te profiteren van de lage rente en de lage rentes voor langere tijd vast te zetten middels nieuwe uitgiftes. Er kwamen maar liefst 11 vastgoedobligaties bij, waar er drie nieuwe bedrijven tussen zaten. De volumes waren wel relatief klein. De vastgoedsector is na banken en nutsbedrijven de grootste groene bedrijfsobligatiesector. De vastgoedsector beschikt vaak over voldoende groene assets om te kwalificeren: zeker met de huidige hoge energieprijzen zijn er zeer veel objecten die verduurzaamd moeten worden.



ECB mantra "eerst de monetaire steunaankopen afbouwen, dan pas de rente verhogen"

THEMA

Oorlog in Oekraïne raakt ook de green bonds markt

Op 24 februari 2022 viel Rusland Oekraïne binnen. Dit leidde tot scherpe internationale veroordeling en sancties tegen Rusland. In aanvulling op de EU-sanctiemaatregelen, [heeft Achmea Investment Management besloten om Rusland \(en Belarus\) op de landen-uitsluitingslijst te plaatsen](#). Dit besluit volgde vanuit het Achmea IM Maatschappelijk Verantwoord Beleggen-beleid (MVB) en is gebaseerd op normatieve kaders waarbij de EU-sanctiemaatregelen als vertrekpunt hebben gediend.

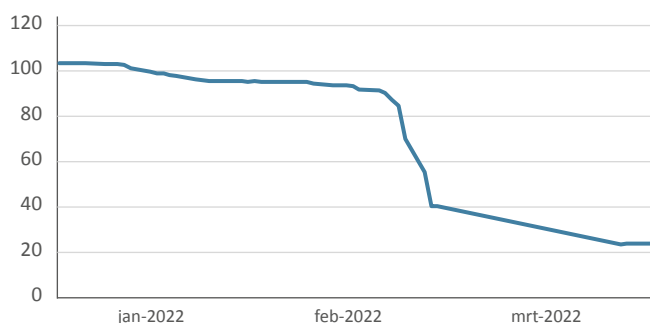
Dit besluit betekende ook dat in de Achmea IM beleggingsfondsen beleggingen in Russische staatsobligaties en Russische ondernemingen met een Russisch staatsbelang van tenminste 50% worden uitgesloten. Implementatie van dit besluit dient volgens het beleid van Achmea IM plaats te vinden zodra daar mogelijkheden toe zijn, en deze niet in strijd zijn met sanctiewetgeving.

Gevolgen voor Achmea Green Bond Fund beperkt

Binnen het green bond universum is sprake van directe en indirecte blootstelling naar Rusland. In de benchmark zat het Russische Russian Railways. Deze maatschappij heeft in mei 2019 een green bond uitgegeven die destijds een investment grade rating had (BBB). Omdat de Russische spoorweg de coupon van 14 maart niet heeft betaald en het ook niet na 10 dagen respijt is gelukt, is de instelling ook als officiële wanbetaler bestempeld.

Gedurende de maand maart is deze obligatie gedowngrade naar non investment grade en per 1 april is de obligatie uit de benchmark verdwenen, niet alleen op basis van de kredietwaardigheidsrating, maar MSCI beschouwd de obligatie ook niet meer als groen. Het Achmea IM Green Bond Fund had geen positie in deze obligatie. In onderstaande grafiek staat het prijsverloop van deze obligatie weergegeven.

Figuur 3: Prijsontwikkeling green bond Russian Railways Q1 2022



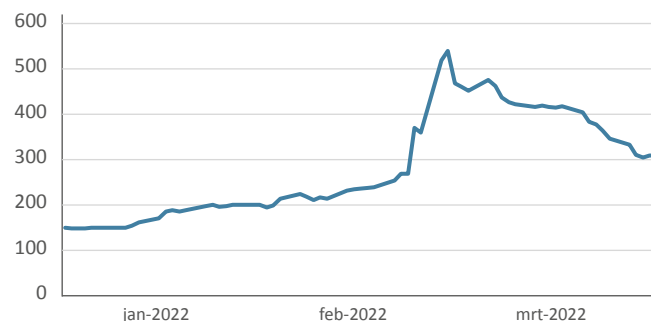
Bron: Bloomberg, Achmea IM

Indirecte blootstelling

De Raiffeisen Bank International (RBI) is een Oostenrijkse bank met blootstelling naar Oost-Europa. De bank heeft ook een dochter onderneming in Rusland. RBI heeft twee green bonds uitstaan. Met het uitbreken van de oorlog tussen Rusland en Oekraïne liepen spreads van obligaties van deze bank flink uit.

Het Achmea IM Green Bond Fund had ook geen blootstelling naar deze green bonds ten tijde van het oplopen van de spreads. Omdat Achmea IM deze green bonds als voldoende groen beschouwt en de kredietwaardigheid van de bank als voldoende ervaart, rekening houdende met de effecten van de oorlog, was de risicopremie ruimschoots voldoende om een positie op te bouwen in de naam. Dit is dan ook gedaan begin maart. Inmiddels komen risico opslagen van deze obligaties flink in, zoals ook te zien is in onderstaande figuur 4.

Figuur 4: Prijsontwikkeling spread green bonds Raiffeisen Bank International (RBI), Q1 2022



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Oorlog jaagt energietransitie aan

De oorlog in Oekraïne maakt pijnlijk zichtbaar hoe afhankelijk Nederland en Europa is van met name gas uit Rusland. Terwijl gas juist als belangrijke 'transitie-energiebron' werd gezien. De roep om versneld van het Russische gas af te raken heeft kansen maar zeker ook risico's.

De green bond markt kan bij uitstek bijdragen om de kansen te pakken en de transitie naar duurzame energie te versnellen. De hoge energieprijzen brengen nog relatief duurdere duurzame energiebronnen sneller dicht bij marktconforme prijzen. Ook de business case voor investeren in energie-efficiëntie en het gasvrij maken van de gebouwde omgeving wordt versterkt. Grote kans dus dat deze ontwikkelingen de green bond markt verder zullen aanjagen. Daarvoor moet de markt zich wel eerst herstellen van de dip in uitgiftes van green bonds als gevolg van de oorlog in Oekraïne.

De Achmea IM Green Bond Strategie

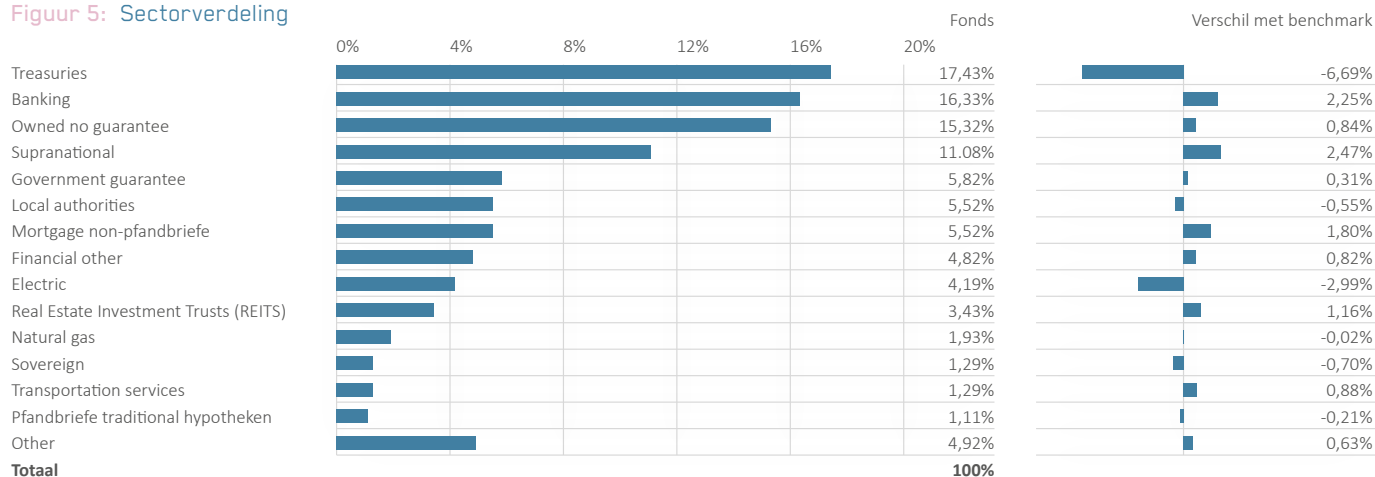
In het eerste kwartaal groeide het aantal issues in de euro green bonds index per saldo met 31.

Onderstaand een overzicht van de sectorverdeling gebaseerd op marktwaarde, duratie en duratie spread van de Achmea IM Green Bond strategie. De contributie van de duratie per sector geeft een

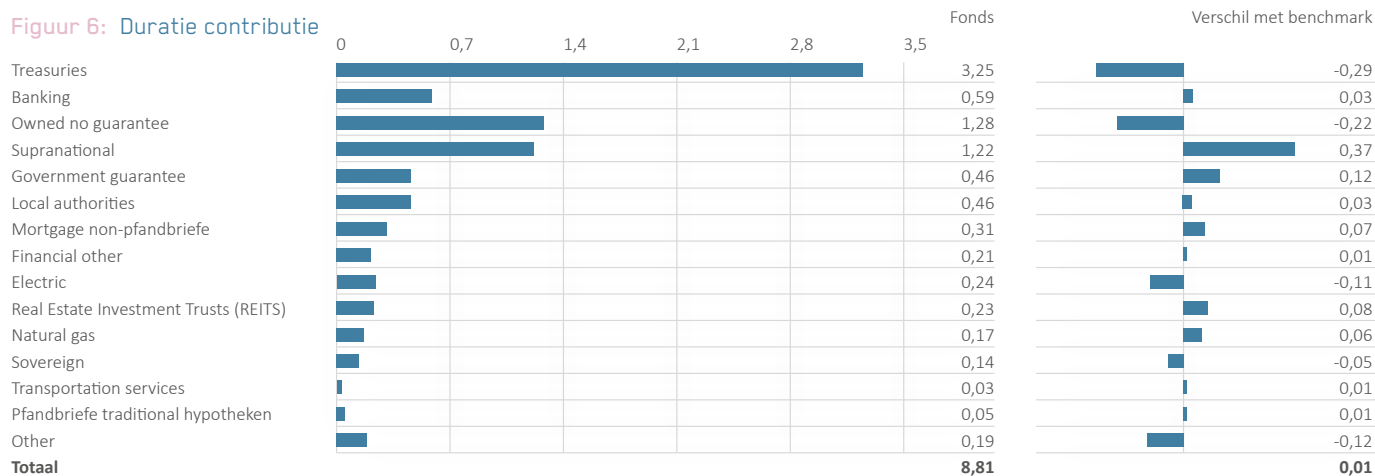
indicatie van de rentegevoeligheid van de weging van de sectoren.

De duratie spread geeft een indicatie over het risico van deze wegingen; zo krijgen sectoren met een hogere spread ook een hoger gewicht.

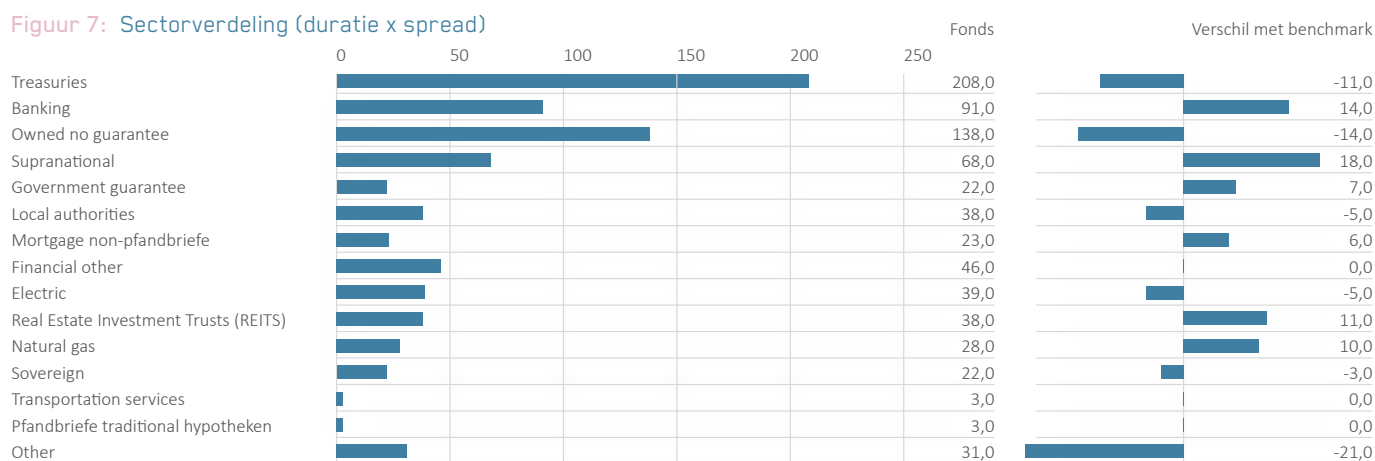
Figuur 5: Sectorverdeling



Figuur 6: Duratie contributie



Figuur 7: Sectorverdeling (duratie x spread)



Figuur 8: Performance Q1 2022 t.o.v. benchmark: 0,30%

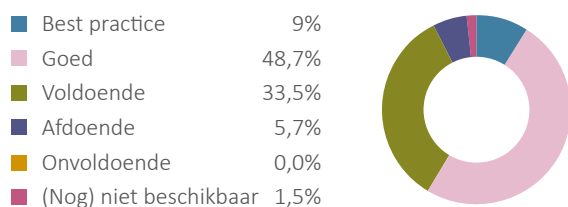
Performance	Fonds	Benchmark	Vershil
3 maanden	-6,81%	-7,11%	0,30%
Dit jaar	-6,81%	-7,11%	0,30%
3 jaar	-0,36%	-0,85%	0,49%
Sinds aanvang (1-11-2018)	0,91%	0,41%	0,50%

Gegevens over periodes langer dan een jaar zijn geannualiseerd.
Fondsrendementen zijn voor aftrek van lopende kosten.
Gegevens per 31 maart 2022. Rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst.

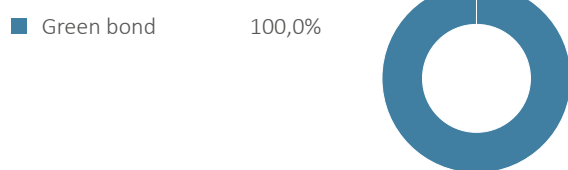
Figuur 9: Grootste emittenten in portefeuille (in omvang)

France Government	9,4%
Industrial and Commercial Bank of China	6,2%
KfW	5,8%
European Investment Bank	5,7%
European Union	3,6%

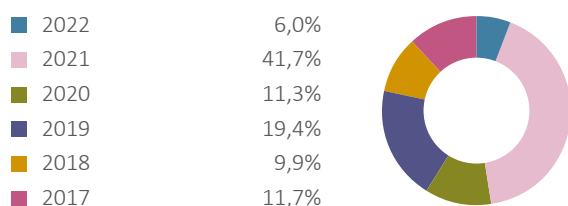
Figuur 10: Beoordeling Green Bonds



Figuur 11: Exposure per type bond



Figuur 12: Jaar van uitgifte



Bron: Achmea IM

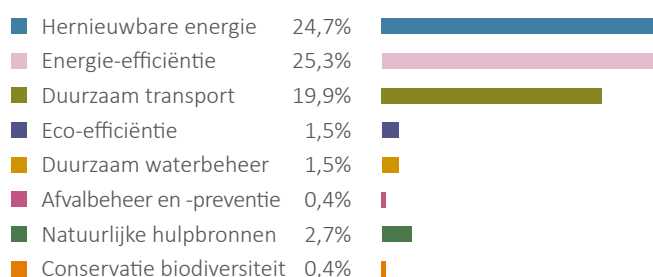
Beoordeling Green Bonds o.b.v. Achmea IM raamwerk

Achmea IM gebruikt haar eigen raamwerk om te beoordelen of green bonds wel voldoende groen zijn. Dit raamwerk is gebaseerd op de uitgangspunten van de Green Bond Principles (GBP) en de taxonomie van het Climate Bonds Initiative (CBI). Ook toetst Achmea IM of de activiteiten voldoen aan de definitie van 'duurzame beleggingen' volgens de SFDR¹ en de criteria voor duurzame economische activiteiten zoals gedefinieerd in de EU Taxonomie². Het oordeel geeft inzicht in de mate van vertrouwen dat de opbrengsten van de green bonds daadwerkelijk worden gebruikt voor groene projecten. Alleen green bonds die voldoen aan het Achmea IM raamwerk worden als green bonds toegelaten tot het beleggingsuniversum.

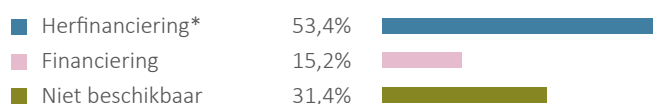
¹ SFDR (EU) 2019/2088

² EU Taxonomie (EU) 2020/852

Figuur 13: Gebruik van opbrengsten

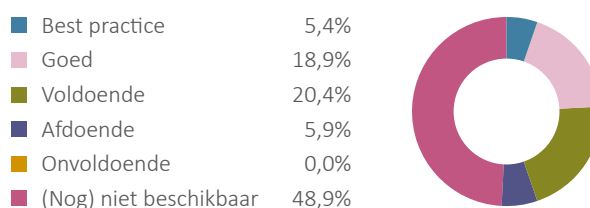


Figuur 14: Additionaliteit



* Herfinanciering betreft het opnieuw financieren van bestaande projecten.
Financiering betreft het financieren van nieuwe projecten.

Figuur 15: Beoordeling impactrapportage



Vanwege databeperkingen is het volledig kwantitatief beoordelen van de voorspelde en/of gerealiseerde impact nog niet mogelijk³. Achmea IM maakt daarom inzichtelijk hoeveel euro er naar specifieke categorieën is gealloceerd (hernieuwbare energie, energie-efficiëntie, et cetera) en geeft een gefundeerd kwalitatief oordeel over de impact van de green bond. Achmea IM blijft hierbij kritisch ten aanzien van aannames en gehanteerde basisscenario's voor het berekenen van het aantal ton vermeden CO₂.

³ Omdat er relatief veel green bonds uit 2021 in het fonds zitten, is het percentage waar (nog) geen impact report beschikbaar is op dit moment nog relatief hoog.



Voor meer informatie:



[Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers](#)

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.



[Achmea IM podcasts](#)

Ook te beluisteren op uw favoriete podcast-app, zoekwoord: Achmea Investment Management.



[Achmea IM op youtube](#)

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomanagement en het selecteren van de best-passende externe managers.



[Achmea IM op LinkedIn](#)

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.



www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

E-mail: achmeaim@achmea.nl

Contact:

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.
Of met Jeroen van Rumund, Business Development Director,
Jeroen.van.Rumund@Achmea.nl, +31 6 224 559 26

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing. De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbare geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig. U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie. Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.