

KWARTAALUPDATE

# Green Bonds

## IN DEZE UPDATE

### Marktbeeld

- Komkommertijd in het green bonds universum
- Spreads groene bedrijfsobligaties zo goed als onveranderd
- Fed en ECB kondigen verwachte vermindering van opkoopprogramma's aan
- Relatief beperkte zorgen rond oplopende inflatie
- Relatief slechte performance van veilige segmenten semistaat en gedekte obligaties

### Vooruitzichten

- Stagflatiespook treedt steeds meer in het daglicht
- Hoge inflatie maakt de balanceeract van centrale banken een ware circusact

### Positionering

- Neutrale risicopositie
- Vanwege oplopende inflatie ontstaat een groter risico voor Europese creditmarkten dat de ECB haar opkopen eerder dan verwacht zal terugschroeven
- Overweging van banken en niet-cyclische consumentenbedrijven; onderweging van verzekeraars en cyclische consumentenbedrijven.

## AUTEURS



Viktor Stunnenberg,  
Lead Portfolio  
Manager Green Bonds



Martijn Hesterman,  
Lead Portfolio  
Manager Credits



Arthur van Mansvelt,  
Engagement specialist  
MVB



## THEMA

# Vooroplopers en achterblijvers in duurzame transitie

De Investment Grade (IG) Green Bond markt is in rap tempo gegroeid tot groter dan € 400 miljard. Ter vergelijking: in 2016 was deze markt nog kleiner dan € 50 miljard. Hiermee is de € Green Bond markt inmiddels groter dan 3% van het gehele Investment Grade universum.

Risico-rendementskarakteristieken van green bonds zijn vergelijkbaar aan die van de geaggregeerde Investment Grade markt. Echter, louter beleggen in groene bedrijfsobligaties geeft vooralsnog een suboptimale portefeuille omdat de spreiding over sectoren nog te beperkt is. De corporate Green Bond markt bestaat voor bijna 80% uit nutsbedrijven en banken. In de reguliere corporate markt is dit rond de 35% (banken 28%; utilities 7%). We zien met name een tekort aan industriële en consument georiënteerde bedrijven binnen het Green Bond universum.

[Lees verder op pagina 4 →](#)

# Marktbeeld

## Komkommertijd in het green bonds universum

In het derde kwartaal groeide het aantal issues in de euro green bonds index per saldo met 31. Dit is in aantal een kleinere groei dan in het vorige kwartaal (58). Ook in nominale waarde was de groei minder sterk. De totale nominale waarde van de index steeg naar bijna 400 miljard euro per einde van het kwartaal. Zoals verwacht zat ook dit kwartaal de groei van het aantal issues in de index vooral bij de banken en overheid-gerelateerde instellingen. We verwachten dat de groei in het vierde kwartaal weer zal versnellen.

Net voor het einde van het kwartaal werd nog een nieuwe bond van ABN AMRO aan het fondsportfolio toegevoegd. Eind september kwam de bank met deze inmiddels vijfde green bond naar de markt. De uitgifte had een waarde van 1 miljard euro. De onderliggende groene activa van de obligatie zijn hypotheekleningen voor duurzame woningen en financieringen voor windenergieprojecten op land en op zee. Het green bond raamwerk is heel helder over de gehanteerde methodologie en bijhorende basisscenario's. Zo worden bijvoorbeeld de criteria voor classificatie van groene gebouwen uitgebreid beschreven, inclusief minimale scores voor de relevante certificaten. De green bond is dan ook gecertificeerd door het Climate Bond Initiative (CBI) en voorzien van een 'second party opinion' door ISS ESG. ISS ESG stelt vast dat het raamwerk in lijn is met de ICMA green bond principles en oordeelt positief over de duurzaamheid van de onderliggende assets.

## Spreads groene obligaties zo goed als onveranderd

Spreads liepen per saldo slechts één basispunt op gedurende het afgelopen kwartaal. Bovendien bewogen spreads nauwelijks: de maximale beweging bedroeg slechts 2 basispunten. Dit terwijl er wel degelijk aanleiding was voor beweging. Begin juli waren er nog enige zorgen omdat Westerse overheden (reis)beperkingen invoerden vanwege de besmettelijke deltavariant. Deze zorgen bleken overtrokken en creditmarkten kwamen zoals gebruikelijk in juli gestaag tot rust vanwege het stilvallen van het aanbod van nieuwe obligaties midden in de zomer. Deze rustige periode met weinig nieuws vertaalt zich doorgaans in lagere spreads. Dat gebeurde dit jaar niet, omdat staatsrentes hard daalden. Groene bedrijfsobligaties konden deze scherpe rentedaling exact bijbenen, waardoor spreads bleven liggen. De belangrijke Fed-conferentie eind augustus in Jackson Hole, bracht creditmarkten ook niet in beweging omdat de Fed al veel hints had gegeven dat er waarschijnlijk een einde gaat komen aan haar grote opkoopprogramma. Bovendien was Powell over het algemeen dovish; zijn toespraak werd dan ook positief ontvangen door de creditmarkt. Bedrijfsobligaties ondergingen de grote Fed en ECB-meetings in september ook gedwee: er werd niet gereageerd op het zeer waarschijnlijk einde van de opkopen door de Fed, noch



op de aankondiging van de ECB dat zij vanaf oktober het grote PEPP opkoopprogramma gaan afschalen.

## Relatief beperkte zorgen rond oplopende inflatie

Creditmarkten reageerden eveneens gelaten op de oplopende inflatie in de eurozone in tegenstelling tot de aandelenmarkten die zich zorgen maakten over de oplopende energieprijzen. Oplopende energieprijzen gaan ten laste van de marges van bedrijven, sterker nog, sommige chemiebedrijven in het Verenigd Koninkrijk lagen tijdelijk stil vanwege de zeer hoge gasprijzen.

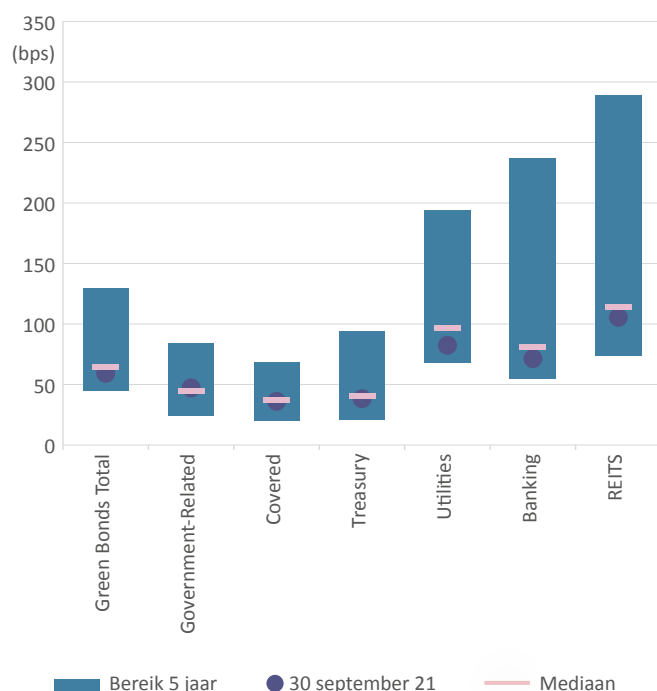
Na de zomer kwam er traditiegetrouw een grote hoeveelheid nieuwe obligaties naar de markt. Deze werden over het algemeen goed geabsorbeerd door de markt, de forse aankopen van de ECB hielpen hierbij uiteraard ook.

## Relatief slechte performance van veilige segmenten semistaat en gedekte obligaties

Qua sectoren waren er het afgelopen kwartaal kleine verschillen. Banken, verzekeraars, vastgoed en deden het goed, terwijl nutsbedrijven als gevolg van het voortdurende aanbod van nieuwe groene obligaties achterbleven. Banken profiteerden van de verbeterende kredietwaardigheid. Verzekeraars, een sector die gekenmerkt wordt door veel achtergestelde obligaties, genoten de voorkeur van beleggers in de zoektocht

naar rendement. Vastgoed deed het goed vanwege de volledige heropening van winkelvastgoed. De veilige segmenten semistaat en gedekte obligaties deden het relatief slecht en bewogen veel als gevolg van de volatiele staatsrente. Deze segmenten worden, in tegenstelling tot bedrijfsobligaties, doorgaans geprijsd ten opzichte van swaps.

**Figuur 1:** Waardering green bonds (risico-opslagen sectoren), periode 2016 - 30 september 2021



Bron: Achmea IM, Bloomberg

## Vooruitzichten

### Stagflatiespook treedt steeds meer in het daglicht

De stijgende inflatie is het meest zichtbaar in de sterk stijgende energieprijzen die zich sinds het einde van het derde kwartaal voordoen, in het bijzonder de gasprijs. Maar ook olie en kolen zijn flink in prijs gestegen. Bedrijven hadden al voor de zomer aangegeven margedruk te ervaren vanwege problemen in de supply chain en stijgende loonkosten. Nu komen de stijgende energiekosten hier nog bij. Consumenten lijden ook, want zij worden geraakt in hun koopkracht zo lang de lonen niet meestijgen. De groeivertraging was al in de maak na de sterke kwartalen als gevolg van de heropening van de economieën. De stijgende energieprijzen en de problemen in de supply chain zorgen ervoor dat economische groeiverwachtingen nog verder naar beneden worden bijgesteld.



*De vraag is wanneer de ECB exact gaat beginnen met de afbouw van de steunpakketten*

### Hoge inflatie maakt de balanceeract van centrale banken een ware circusact

Immers, bij een te rappe verkrapping van monetair beleid wordt het economisch herstel in de kiem gesmoord, terwijl bij een te langzame verkrapping inflatieverwachtingen worden beïnvloed waarmee de inflatie kan blijven oplopen. Tot nu toe hielden centrale banken vast aan de mantra dat de inflatie tijdelijk is. Dit is dan ook terug te zien in de voorspellingen van de Fed en ECB: inflatie loopt na een korte piek weer terug richting of onder de 2%. Inmiddels geven echter zelfs de doves binnen de ECB aan dat de structurele problemen langer aanhouden dan zij hadden verwacht en dat men moet waken voor een loonprijs-spiraal. Hierdoor wordt de decembermeeting van de ECB steeds spannender: de kans bestaat dat men sneller dan verwacht de afbouw van de steunpakketten zal aankondigen. De ECB heeft namelijk een inflatiemandaat en zal bij blijvend oplopende inflatie nerveus worden. De situatie aan de andere kant van de Atlantische oceaan lijkt meer in steen gebeiteld: de Fed zal de opkopen zeer waarschijnlijk vanaf eind dit jaar terugschalen en dan tegen de volgende zomer al beginnen met de eerste renteverhogingen.

# Positionering

## Neutrale risicopositie

Wij handhaven de neutrale risicopositie vanwege de krappe waarderingen. Staatsrentes zijn hard opgelopen. Begin dit jaar liepen staatsrentes ook hard op vanwege toenemende groei. De laatste rentestijging lijkt echter vooral gedreven door oplopende inflatieverwachtingen. Hogere inflatie kan leiden tot marge druk, wat zeker bij teruglopende groei, op termijn kan leiden lagere kredietwaardigheid. Echter een groter risico voor

Europese creditmarkten is dat de ECB haar opkopen eerder dan verwacht zal terugschroeven.

We houden vast aan een overwogen positie in banken en niet-cyclische consumentenbedrijven. Daartegenover houden we vanwege krappe waarderingen vast aan een onderwogen positie aan in verzekeraars en cyclische consumentenbedrijven.

## THEMA

# Vooroplopers en achterblijvers in duurzame transitie

De markt voor green bonds blijft groeien. De afgelopen kwartalen is het aantal uitgiftes van euro green bonds verder gestegen. Wij verwachten dat de groei verder doorzet. Bedrijven en overheden lijken zich steeds sterker in te zetten om te investeren in verduurzaming. En steeds meer beleggers kiezen bewust om via een allocatie naar green bonds in duurzame ontwikkeling te investeren. Toch laat voldoende diversificatie in de corporate markt nog op zich wachten. Het zou goed zijn als er meer green bonds van industriële en consument-georiënteerde bedrijven naar de markt komen.

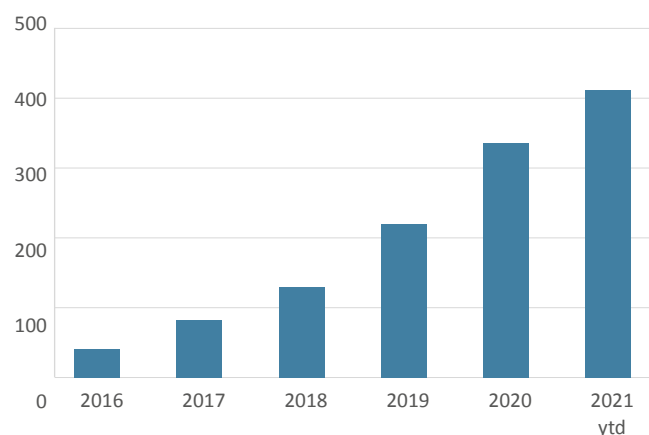
## Samenvatting:

- De markt voor green bonds is enorm gestegen
- Risico-rendementskarakteristieken van green bonds zijn vergelijkbaar aan die van de geaggregeerde Investment Grade markt
- Industriële en consument-georiënteerde bedrijven blijven achter in de uitgifte van green bonds
- Banken en energiebedrijven zijn de grootste uitgevers van green bonds

## Green Bond markt groeit hard en is divers

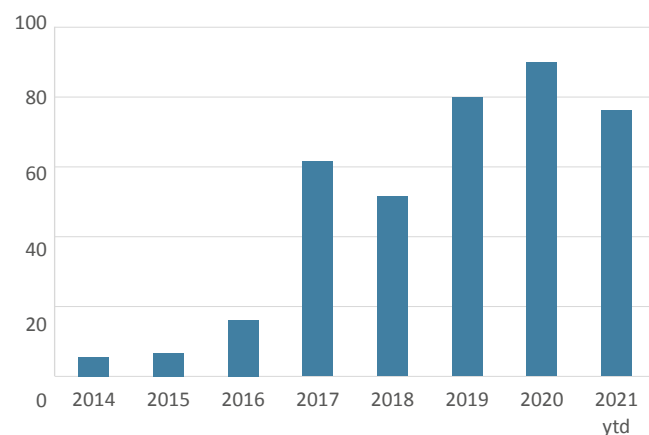
De Investment Grade (IG) Green Bond markt is in rap tempo gegroeid tot groter dan € 400 miljard. Ter vergelijking: in 2016 was deze markt nog kleiner dan € 50 miljard. Hiermee is de € Green Bond markt inmiddels groter dan 3% van het gehele Investment Grade universum. Het aantal nieuwe uitgiftes van Green Bonds blijft stijgen. In 2019 en 2020 is er voor meer dan € 80 miljard aan Green Bonds uitgegeven. Inmiddels zien we dat van nieuwe IG uitgiftes van Green Bonds bijna 7% Green zijn. Het aandeel van Green Bonds in het totale universum zal daardoor de komende jaren verder stijgen.

Figuur 2: Totale omvang Green Bond markt (in mrd. Euro)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

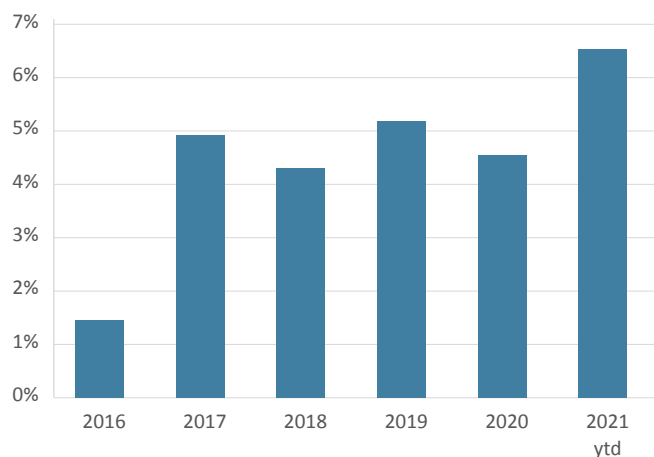
Figuur 3: Groei Green Bond Markt op jaarbasis (in mrd. Euro)



Bron: Bloomberg, Achmea IM



**Figuur 4:** Aandeel Green Bond uitgiftes als percentage van totaal Investment Grade uitgiftes



Bron: Bloomberg, Achmea IM

#### Investment Grade en Green Bonds kennen vergelijkbare karakteristieken

De Green Bond markt is goed vergelijkbaar met de gehele IG markt. In figuur 4 zien we een onderverdeling naar categorieën. Het percentage treasuries en government related is opgeteld iets lager (63% versus 75%). Daartegenover heeft de Green Bond markt relatief meer bedrijfsobligaties (33% versus 19%). De gemiddelde rating is met AA-/A+ gelijk aan die van de geaggregeerde Investment Grade markt. Ook de duratie wijkt weinig af (respectievelijk 9 versus 10 jaar).

**Figuur 5:** Vergelijking Green Bonds t.o.v. Investment Grade

|                    | Investment Grade | Green Bonds |
|--------------------|------------------|-------------|
| Treasuries         | 57%              | 25%         |
| Corporates         | 19%              | 33%         |
| Government-related | 18%              | 38%         |
| Securitized        | 6%               | 5%          |

Bron: Bloomberg, Achmea IM

#### Corporate Green Bonds naar sectoren nog niet divers genoeg

Groene bedrijfsobligaties vormen circa 1/3e van de gehele Green Bond markt. In eerste instantie waren het vooral de nutsbedrijven die naar de markt kwamen gevolgd door financiële instellingen (met name banken). Recentelijk zien we meer bedrijven uit andere sectoren met Green Bond uitgiftes. Zo zijn er enkele autobedrijven naar de markt gekomen met Green Bonds. Voor deze bedrijven geldt dat zij Green Bonds kunnen gebruiken om de blootstelling naar elektrische auto's mede te financieren. Zo belegt het Achmea IM Green Bond Fund momenteel in groene obligaties van Daimler.

Toch lijkt het voor veel bedrijven lastig om investeringen te ontwikkelen die voldoen aan de voorwaarden om middels een green bond te laten financieren. Apple haalde in 2019 twee miljard euro op en een jaar later was slechts 15% daarvan besteed. Dit geld ging vooral aan de opwekking van duurzame energie. Recent kwam het Amerikaanse Mondelez, producent van voedingsmiddelen en koffie met een green bond naar de markt. Mondelez wil met de opbrengsten onder andere de inkoop van duurzame ingrediënten financieren. Daarnaast komen ook duurzaam gebruik van water, reductie van afvalproductie en duurzaam transport in aanmerking voor financiering. Hoewel het mooi is dat ook ondernemingen zoals Mondelez green bonds uitgeven, roept het raamwerk veel vragen op. Zo is het niet duidelijk wat de exacte impact is van de inkoop van 'duurzame producten'. Ook is de allocatie van middelen naar de diverse activiteiten niet voldoende toegelicht. We hebben Mondelez daarom gevraagd deze zaken nader toe te lichten.

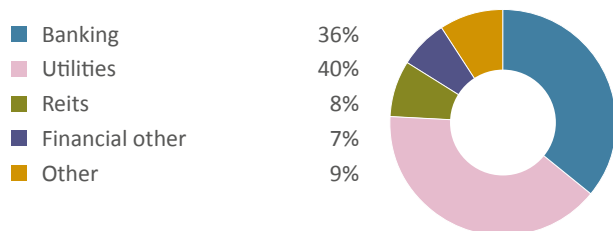


*Banken en utilities domineren in de uitgifte van Green Bonds; industriële en consument-georiënteerde bedrijven blijven nog achter in de energietransitie*

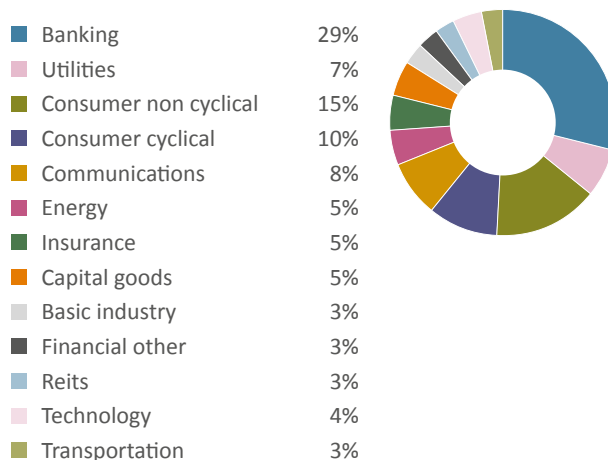
Uiteindelijk bestaat de corporate Green Bond markt voor bijna 80% uit nutsbedrijven en banken. In de reguliere corporate markt is dit rond de 35% (banken 28%; utilities 7%). We zien met name een tekort aan industriële en consument-georiënteerde bedrijven binnen het Green Bond universum. In de reguliere corporate markt zijn consumentenbedrijven goed voor bijna een kwart van de markt. Wij zijn van mening dat louter beleggen in groene bedrijfsobligaties voorsnog een suboptimale portefeuille geeft omdat de spreiding over sectoren te beperkt is. Zowel voor de diversificatie van de green bond markt, als voor de nodige versnelling van de transitie naar een duurzame economie, is het zeer wenselijk dat meer industriële en consument-georiënteerde bedrijven met green bonds naar de markt komen.

**Figuur 6:** Vergelijking corporate Green Bond Index t.o.v. reguliere corporate IG-markt

Sectorverdeling Green bonds



Sectorverdeling reguliere Investment Grade-markt



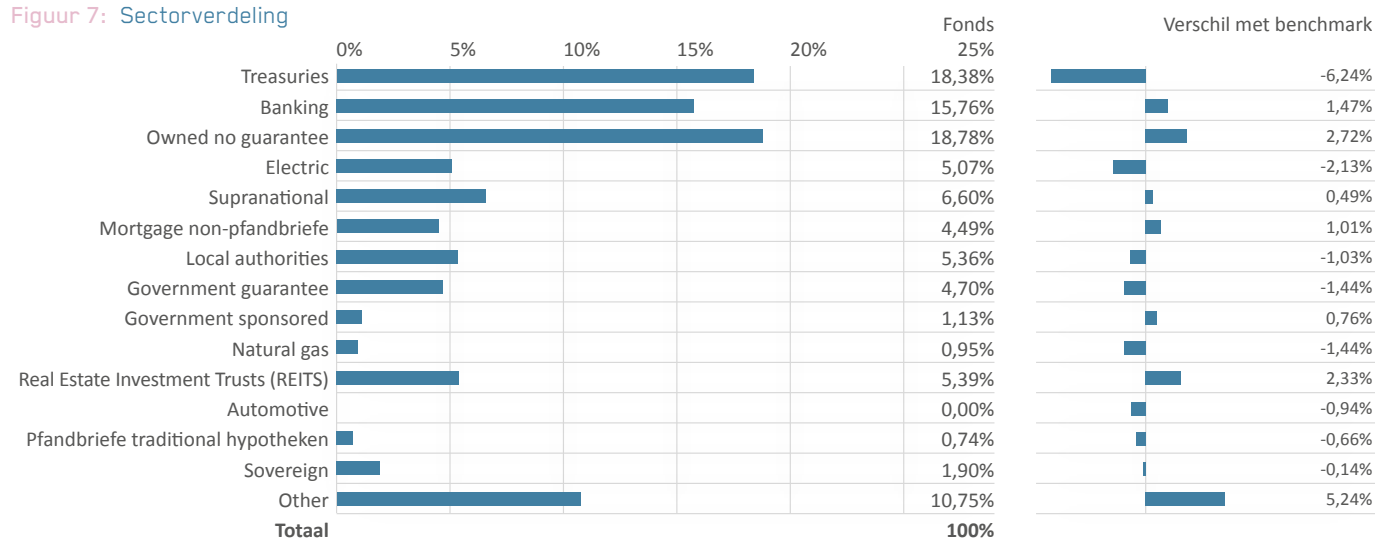
Bron: Bloomberg, Achmea IM

## De Achmea IM Green Bonds Strategie

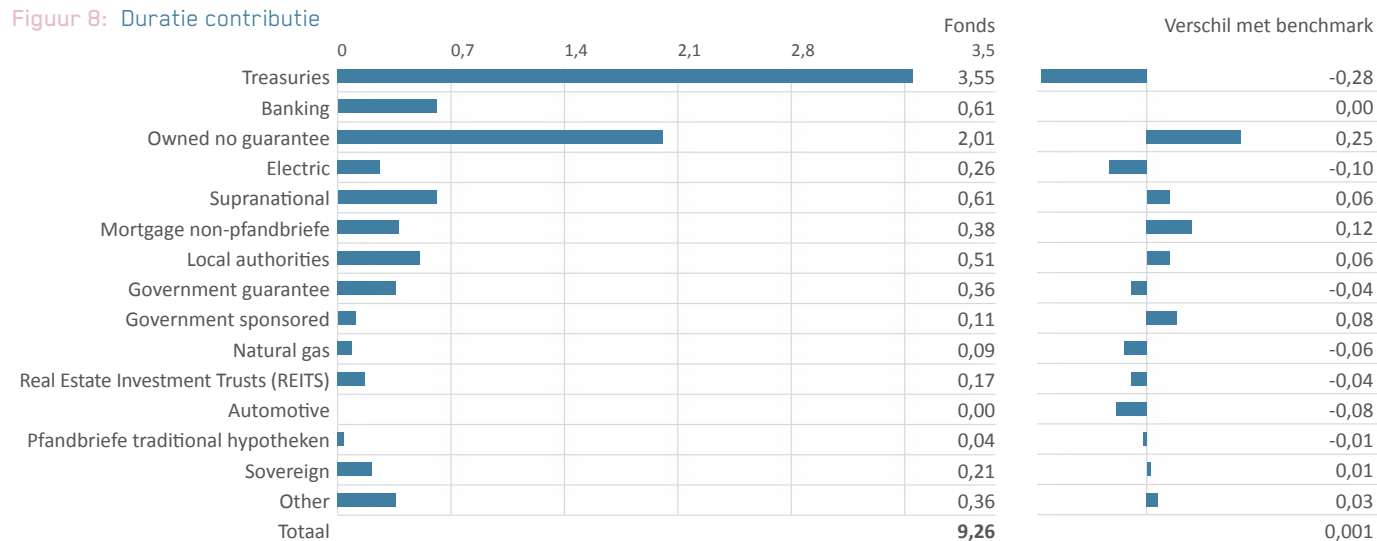
In het derde kwartaal groeide het aantal issues in de euro green bonds index per saldo met 41. Dat is minder dan in de voorgaande kwartalen.

Onderstaand een overzicht van de sectorverdeling gebaseerd op marktwaarde, duratie en duratiespread van de Achmea Green Bond Strategie. De contributie van de duratie per sector geeft een indicatie van de rentegevoeligheid van de weging van de sectoren. De duratiespread geeft een indicatie over het risico van deze wegingen; zo krijgen sectoren met een hogere spread ook een hoger gewicht.

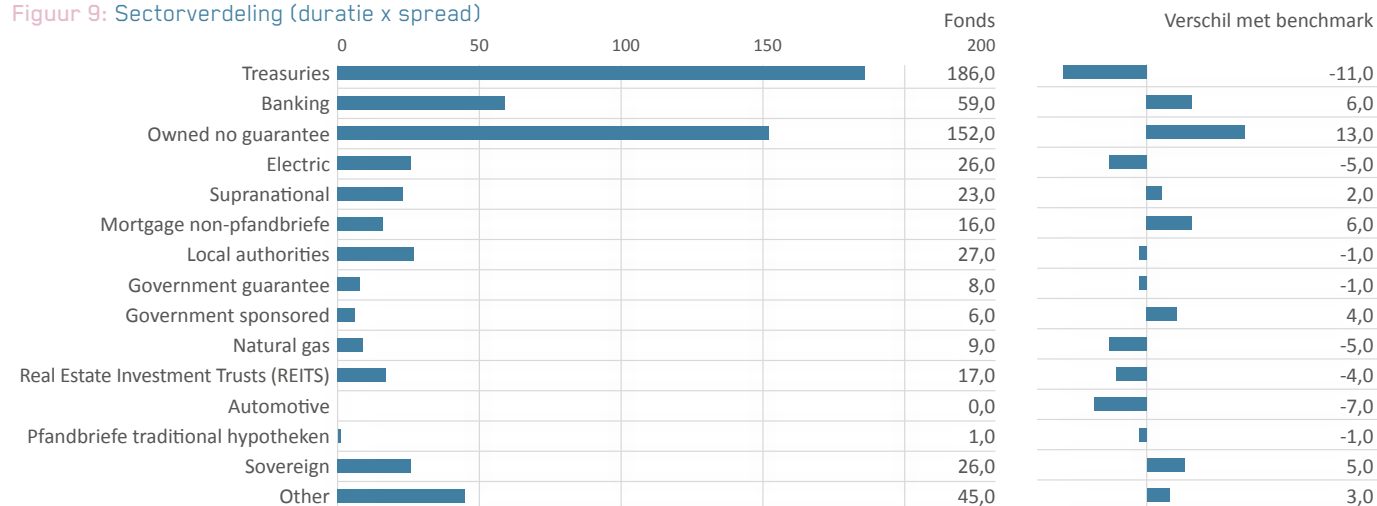
**Figuur 7:** Sectorverdeling



Figuur 8: Duratie contributie



Figuur 9: Sectorverdeling (duratie x spread)



Figuur 10: Performance: outperformance 0,08%

| Performance               | Fonds  | Benchmark | Verschil |
|---------------------------|--------|-----------|----------|
| 3 maanden                 | 0,10%  | 0,02%     | 0,08%    |
| Dit jaar                  | -2,52% | -2,83%    | 0,31%    |
| Sinds aanvang (1-11-2018) | 11,26% | 9,75%     | 1,51%    |

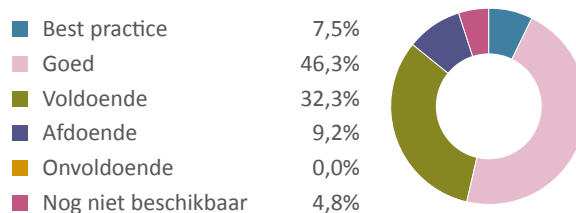
Fondsrendementen zijn voor aftrek van lopende kosten.

Gegevens per 30-09-2021.

Figuur 11: Grootste emittenten in portefeuille (in omvang)



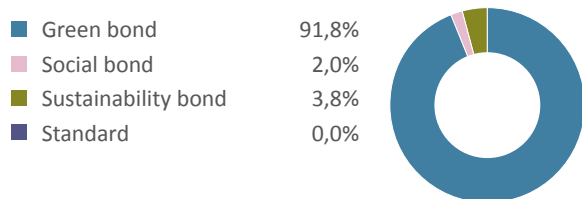
Figuur 12: Beoordeling Green Bonds



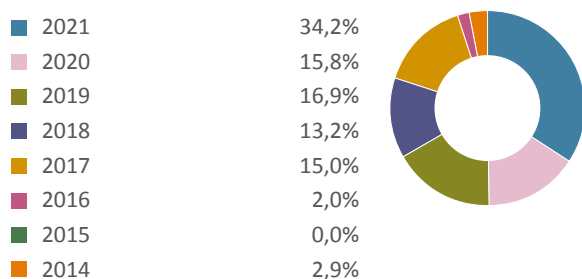
### Beoordeling Green Bonds o.b.v. Achmea IM raamwerk

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). 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.

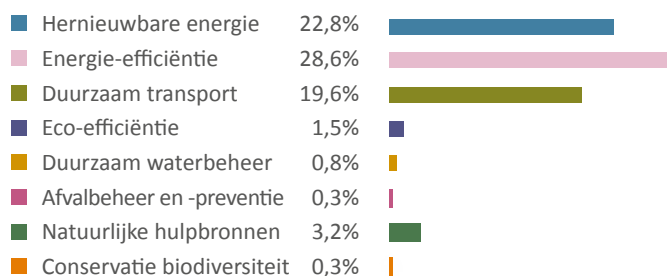
Figuur 13: Exposure per type bond



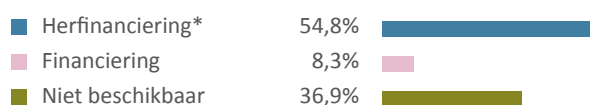
Figuur 14: Jaar van uitgifte



Figuur 15: Gebruik van opbrengsten

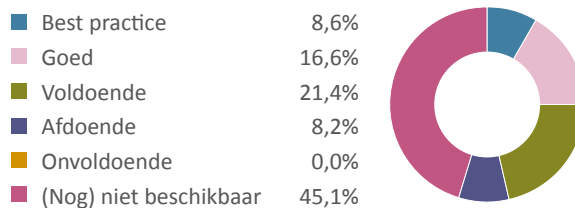


Figuur 16: Additionaliteit



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

Figuur 17: Beoordeling impactrapportage



Vanwege databeperkingen is het volledig kwantitatief beoordelen van de voorspelde en/of gerealiseerde impact momenteel niet mogelijk. 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 CO<sub>2</sub>.



## 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 van de afgelopen week, en een vooruitblik op de komende week. 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 over tal van fiduciaire en vermogensbeheer onderwerpen.



### [Achmea IM op LinkedIn](#)

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.



### [www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel](http://www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel)

E-mail: [achmeaim@achmea.nl](mailto: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](mailto: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 betrouwbaar 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.