

KWARTAALUPDATE

# Green Bonds

## IN DEZE UPDATE

### Marktbeeld

- Verkrapping van spreads aan het begin van het jaar
- Problemen bij SVB en Credit Suisse slaan niet over

### Vooruitzichten

- Vastgoed heeft last van oplopende rentes
- Veerkracht in de economie
- ECB is nog niet klaar met renteverhogingen
- ECB verlaagt de CO<sub>2</sub>-afdruk van de bedrijfsobligatieportefeuille
- Complexe verhouding tussen vraag en aanbod in credit

### Positionering

- Licht overwogen risicopositie
- Onderweging in cyclische consumentensectoren en overweging in banken

## AUTEURS



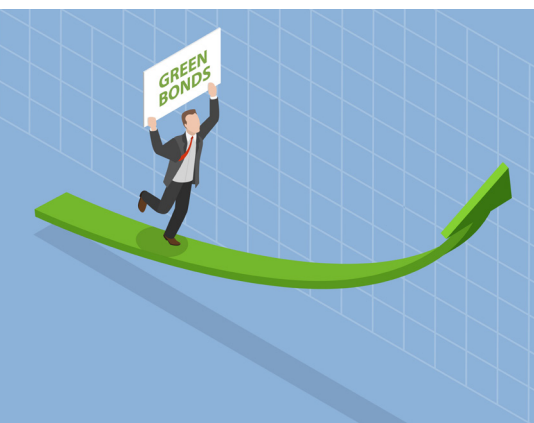
Viktor Stunnenberg,  
Lead Portfolio  
Manager Green Bonds



Martijn Hesterman,  
Lead Portfolio  
Manager Credits



Arthur van Mansvelt,  
Engagement specialist  
MVB



## THEMA

# Green Bond markt groeit door en diversificeert

De groei van de Europese Investment Grade markt voor Green Bonds zet zich onverminderd voort. De markt is inmiddels groter dan € 650 miljard. In de eerste helft van 2022 was er sprake van een kleine dip, maar sinds eind vorig jaar stijgen zowel de marktwaarde als het aantal uitstaande obligaties weer.

Qua sectorverdeling leiden financiële instellingen inmiddels de dans. In 2018 was de grootste sector Agentschappen en het aandeel van staatsobligaties was nog beperkt. De één na grootste sector was nutsbedrijven, deze maakte destijds meer dan 20% van de benchmark uit. Tegenwoordig is deze sector nog maar goed voor zo'n 10%. De grootste sector is momenteel financiële instellingen, gevolgd door staatsobligaties.

De implementatie van de Europese Green Bond Standard, waarover begin 2023 in Brussel een akkoord werd bereikt, zal nog verder bijdragen aan de kwaliteit en betrouwbaarheid van het instrument green bonds.

[Lees verder op pagina 5 →](#)

# Marktbeeld

## Verkrapping van spreads aan het begin van het jaar

De rally in de creditmarkten die in het najaar was begonnen zette zich verder voort in het nieuwe jaar. Deze werd gedreven doordat het algemene risicosentiment verbeterde in financiële markten; afkoelende inflatie in de Verenigde Staten, Chinese heropening, kelderende gasprijzen en mede hierdoor meevallende Europese groei. Bovendien werd geprofiteerd van de sterke vraag naar bedrijfsobligaties dankzij de historisch hoge rendementen. Dit was zichtbaar bij inflows bij groene creditfondsen en de goed gevulde orderboeken van de nieuwe groene obligaties die de markt overspoelden. Tekenend voor de sterke markt was dat ondanks de vele nieuwe groene obligaties, de markt bleef verkrappen. Ook schudde de groene creditmarkt zorgen over een nog steeds hawkische ECB van zich af.

## Problemen bij SVB en Credit Suisse slaan niet over

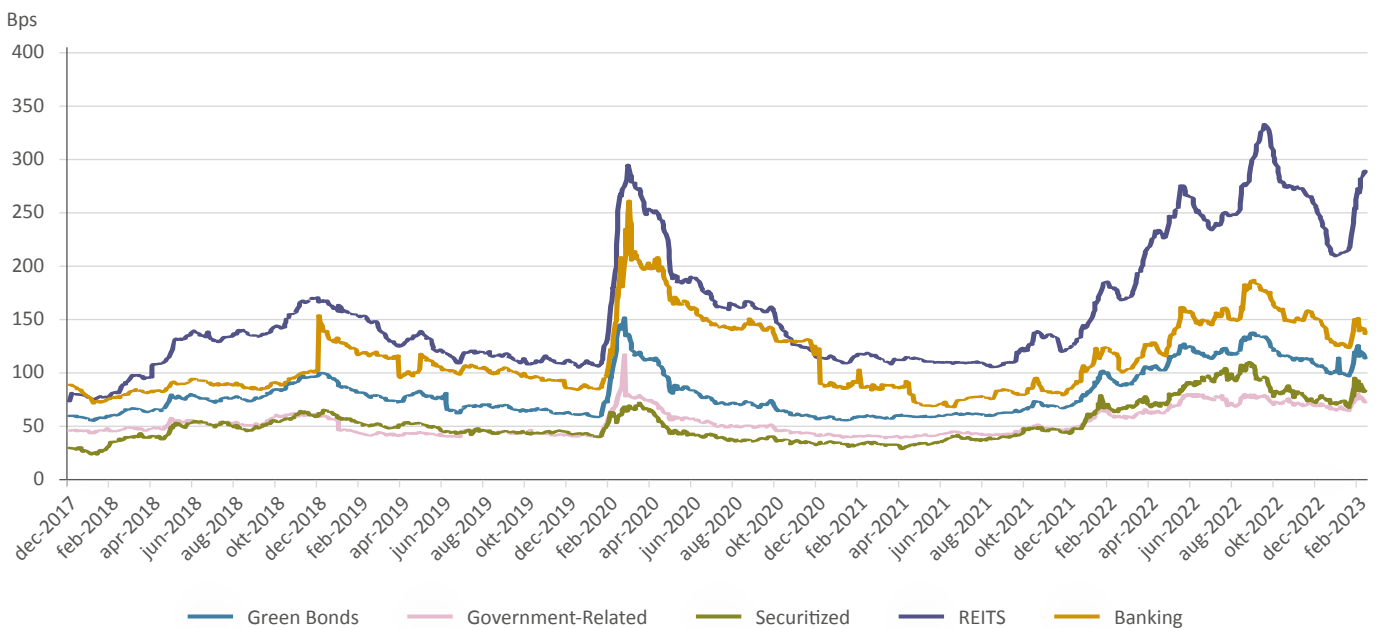
Halverwege maart sloeg het sentiment abrupt om toen het Amerikaanse Silicon Valley Bank in de problemen kwam. Veel klanten haalden hun deposito's weg toen bleek dat de bank grote verliezen had gerealiseerd op de verkoop van obligaties die door de gestegen rente in waarde waren gedaald. De Amerikaanse autoriteiten grepen direct in en zorgden dat depositiehouders (ook ongegarandeerde) bij hun geld konden. Daarnaast stelde de Fed een nieuwe faciliteit in dat liquiditeit verstrekt aan Amerikaanse banken tegen de volledige nominale waarde van staatsobligaties

als onderpand. De maatregelen bleken in eerste instantie niet genoeg om het sentiment te keren. Er was sprake van een grote depositovlucht bij banken, het geld vloeide naar grotere banken en geldmarktfondsen.

Vervolgens raakte in Europa Credit Suisse in de problemen nadat de grootste aandeelhouder aangaf haar belang absoluut niet te willen vergroten. Klanten haalden massaal hun geld weg, de aandelenkoers vloog onderuit en obligaties daalden sterk in waarde. Extra liquiditeit van de Zwitserse Centrale Bank van maar liefst SFR 50 miljard wist deze vrije val niet te keren. De Zwitserse autoriteiten moesten ingrijpen en onder grote druk werd Credit Suisse overgenomen door UBS, terwijl achtergestelde obligatiehouders van Credit Suisse al hun geld verloren. De storm ging hierna weer enigszins liggen. Na een nerveuze week opende de nieuwe uitgiftenmarkt weer en daalden spreads weer voorzichtig.

Qua sectoren waren er grote verschillen. Door de bankencrisis kwam deze sector onder grote druk te staan, was er ook weer een razendsnel herstel. Daarentegen leed de vastgoedsector veel meer onder de crisis, hier liepen spreads flink op (zij het iets minder dan grijze vastgoedobligaties). Vastgoedbedrijven zijn afhankelijk van bankfinanciering, nu de spreads van de sector te hoog zijn om geld op te halen in de creditmarkt. Juist deze bankfinanciering komt onder druk te staan in een bankencrisis.

Figuur 1: Spreadontwikkelingen Green bonds (t.o.v. Duitse staatsobligaties, in basispunten)



Bron: Achmea IM, Bloomberg

De relatief veilige segmenten semistaat en gedekte obligaties leden ook onder de bankencrisis. Doordat deze segmenten doorgaans bewegen ten opzichte van de swaprente, liepen de

spreads ten opzichte van Duitsland flink op. Staatsobligaties waren erg gewild, waardoor het verschil met de swaprente flink steeg.

## Nieuw in het Achmea IM Euro Green Bond Fund: ABN Amro draagt bij aan de verduurzaming van particuliere woningen in Nederland

In januari kwam ABN Amro met een nieuwe green bond naar de markt, ter waarde van 1 miljard euro. De opbrengsten van de green bond gebruikt de bank hoofdzakelijk voor de financiering van duurzame gebouwen (94%), maar ook voor hernieuwbare energie (6%). Onder duurzame gebouwen vallen vooral particuliere woningen. Die moeten dan wel tot de top 15% van woningen behoren wat betreft energie-efficiëntie. Referentiekader is daarbij vergelijkbare woningen in dezelfde sector op de lokale markt. Commercieel vastgoed moet minimaal het energielabel A verkrijgen. Het green bond raamwerk van de bank is voorzien van een second party opinion van ISS ESG. Zij stellen vast dat het green bond raamwerk in lijn is met de Green Bond Principles van 2021. Ook heeft de bank KPMG gevraagd om jaarlijks de allocatie van de opbrengsten van

de obligatie aan in aanmerking komende activa te beoordelen. Met deze nieuwe uitgifte levert ABN Amro een solide bijdrage aan de verduurzaming van particuliere woningen in Nederland.



## Vooruitzichten

### Vastgoed heeft last van oplopende rentes

De bankencrisis lijkt over te waaien, maar niet zonder ook sporen achter te laten. Het is nog pril, maar onzekerheid is slecht voor economische groei. Immers, als mensen een verregaande bankencrisis vrezen, worden ze voorzigtiger wat leidt tot minder

consumptie en investeringen. Daarnaast leidt de onzekerheid tot minder kredietverlening, omdat banken veel kritischer nieuwe leningen beoordelen. Een slachtoffer hiervan is bijvoorbeeld de vastgoedsector, dat veel afhankelijker is geworden van bankfinanciering.

### Veerkracht in de economie

Toch zijn er veel tekenen dat het mee lijkt te vallen voor de bredere economie. Het consumentenvertrouwen in Verenigde Staten lijkt niet of nauwelijks geraakt, en ook in Europa zijn mensen amper onder de indruk. Ook alternatieve indicatoren, zoals Google-zoekopdrachten naar bankencrisis daalden snel toen de overname van Credit Suisse door UBS werd aangekondigd.

De creditmarkten geven ook een positief teken dat kredietverlening weer op gang komt: er worden weer nieuwe leningen geplaatst. Dat de crisis mee lijkt te vallen, is te danken aan het harde ingrijpen van de autoriteiten. Uiteraard zijn de risico's nog niet weg, deposito's zijn doorgaans direct opvraagbaar en digitaal veel sneller weg te halen dan vroeger, terwijl geruchten over mogelijke problemen zich ook veel sneller verspreiden. Daar staan



echter veel positieve krachten tegenover: de heropening van China leidt tot sterke economische groei, toeleveringsproblemen zijn voorbij en energieprijzen zijn gekelderd. Ondertussen blijft de arbeidsmarkt ook sterk, mede dankzij de vergrijzing. Daarmee lijkt de eigenaardig veerkrachtige economie voorlopig stand te houden.

#### ECB is nog niet klaar met renteverhogingen

Midden in de bankencrisis in maart had de ECB haar beleidsvergadering. De ECB gaf aan zich geen zorgen te maken over de gezondheid van de Europese banken maar desalniettemin de ontwikkelingen op de voet te volgen. Om dit te onderstrepen werd de beleidsrente met 50 basispunten verhoogd. De ECB stond ook uitgebreid stil bij de hoge inflatie maar zag nog geen aanwijzingen voor een loonprijspiraal. Nu de bankencrisis voorlopig mee lijkt te vallen en de kerninflatie hoog blijft, is het waarschijnlijk dat er zeker nog twee renteverhogingen volgen. Daarnaast verwachten wij dat ECB deze zomer stopt met herbeleggingen van haar obligatieportefeuilles.

#### ECB verlaagt de CO<sub>2</sub>-afdruk van de obligatieportefeuille

Na de zomer gaat de deur open voor het actief verkleinen van de balans. Immers, na de forse verhoging van de beleidsrente en afbouwen van herbeleggingen in de obligatieportefeuilles kan de aandacht van de ECB gevestigd worden op QT. Als de ECB deze stap maakt, dan ligt het voor de hand dat zij zal beginnen bij bedrijven met een hoge CO<sub>2</sub>-uitstoot, zonder goede plannen deze CO<sub>2</sub> te

beperken én die veel schuld hebben uitstaan. Dergelijke bedrijven scoren namelijk slecht op de klimaatscores van de ECB, terwijl de verkopen door de ECB door de grotere hoeveelheid schuld een beperkte marktimpact hebben. Op deze wijze kan de ECB relatief snel de CO<sub>2</sub>-afdruk van haar bedrijfsobligatieportefeuille beperken, aangezien de 5% meest vervuilende bedrijven verantwoordelijk zijn voor bijna 80% van de CO<sub>2</sub>-uitstoot in de ECB-obligatieportefeuille.

#### Complexe verhouding tussen vraag en aanbod in credit

De ECB koopt nog nauwelijks bedrijfsobligaties en door de bankencrisis draaiden inflows in creditfondsen naar outflows. Tegelijkertijd is er concurrentie van veiligere assets, zoals staatsobligaties, die door de gestegen rente aantrekkelijke alternatieven zijn tegen een lager risico. De vraagzijde is daardoor relatief zwak. Tegenover deze vraag staat het aanbod; banken houden voor de handel van obligaties, papier aan op hun balans. Vanwege de bankencrisis hebben banken dit beperkt. Daarnaast kwamen de nieuwe uitgiftes van obligaties tot stilstand. We verwachten dat als de rust aanhoudt, de stroom aan nieuwe obligaties weer zal aantrekken. Toch kan het even duren, door het Paasweekend en het cijferseizoen zijn er minder dagen waarop nieuwe leningen geplaatst kunnen worden. Hierdoor is de verhouding tussen vraag en aanbod naar verwachting positief, ondanks het ontbreken van een grote koper als de ECB.


---

## Positionering

#### Licht overwogen risicopositie

Waarderingen zijn aantrekkelijk en overeenkomstig een milde recessie. Vanwege de gunstige verhouding tussen vraag en aanbod hebben voorzichtig wat risico toegevoegd. Qua sectoren houden we vast aan een onderwogen positie in de

cyclische consumentensectoren vanwege krappe waarderingen. Daartegenover houden we de overweging in gedekte obligaties aan, vanwege aantrekkelijke waarderingen.



THEMA

# Green Bond markt groeit door en diversificeert

De groei van de Europese Investment Grade markt voor Green Bonds zet zich onverminderd voort. De markt is inmiddels groter dan € 650 miljard. Begin 2022 zagen we een krimp die werd veroorzaakt door stijgende rente. Deze resulteerde erin dat de marktwaarde van de uitstaande obligaties daalde. Ook de oorlog in Oekraïne had een effect op het aantal nieuwe uitgiftes. In figuur 3 kunnen we zien dat het aantal obligaties in de Green Bond index toch continu is doorgestegen, hoewel minder dan in 2021. Ook ten opzichte van ‘grijze’ bonds deden de green bonds

het goed. De terugloop in aantal uitgiftes voor green bonds was duidelijk minder dan voor grijze bonds. Sinds eind 2022 stijgen zowel de marktwaarde als het aantal uitstaande obligaties weer.

### Karakteristieken Green Bond Markt (per 31 maart 2023)

De gemiddelde rating van de Green Bond Index is AA3/ A1, de duratie bedraagt 8.7 jaar. Door de gestegen rente is het rendement op de index ook flink gestegen en is momenteel meer dan 3.6%.

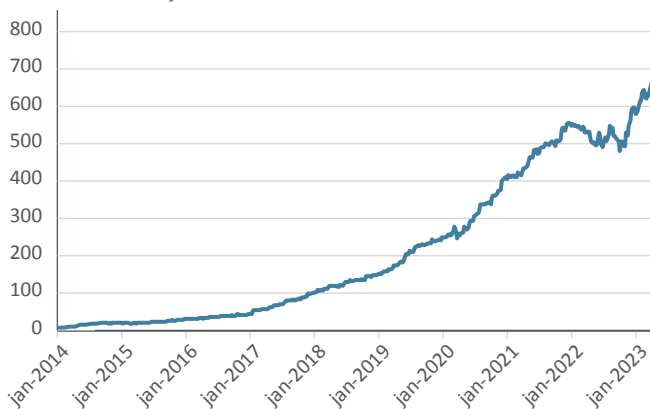
Obligaties (totaal)	687
Gemiddelde rating	AA3/A1
Duratie	8.7
OAS	126 bps
Yield	3.6%

Bron: Bloomberg, Achmea IM

### Rendement Green Bonds

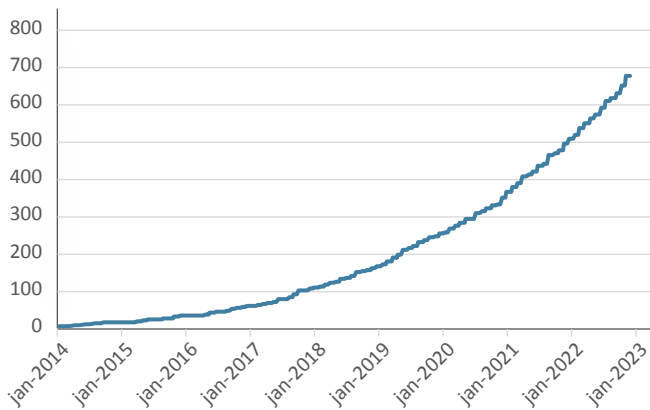
In figuur 4 staat het rendement van het Green Bond universum weergegeven door de tijd heen: het rendement is historisch hoog.

Figuur 2: Ontwikkeling marktwaarde Euro Green Bond markt (in miljarden euro's), 2014 t/m Q1 2023



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Figuur 3: Ontwikkeling obligaties-uitgiftes in de Green Bond index, 2014 t/m Q1 2023



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Figuur 4: Ontwikkeling rendement Euro Green Bond index, 2014 - Q1 2023



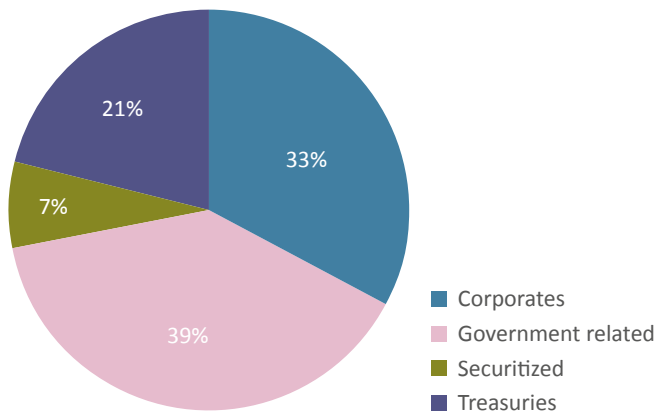
Bron: Bloomberg, Achmea IM



**Sectorverdeling Green Bonds: financiële instellingen leiden de dans**

De huidige sectorverdeling (Bloomberg classificatie 1) laat zien dat de grootste sector Government Related is met 39%. Bedrijfsobligaties maken 33% uit van de index. Staatsobligaties en gedekte obligaties respectievelijk 21 en 7%.

**Figuur 5:** Sectorverdeling green bonds per 31 maart 2023



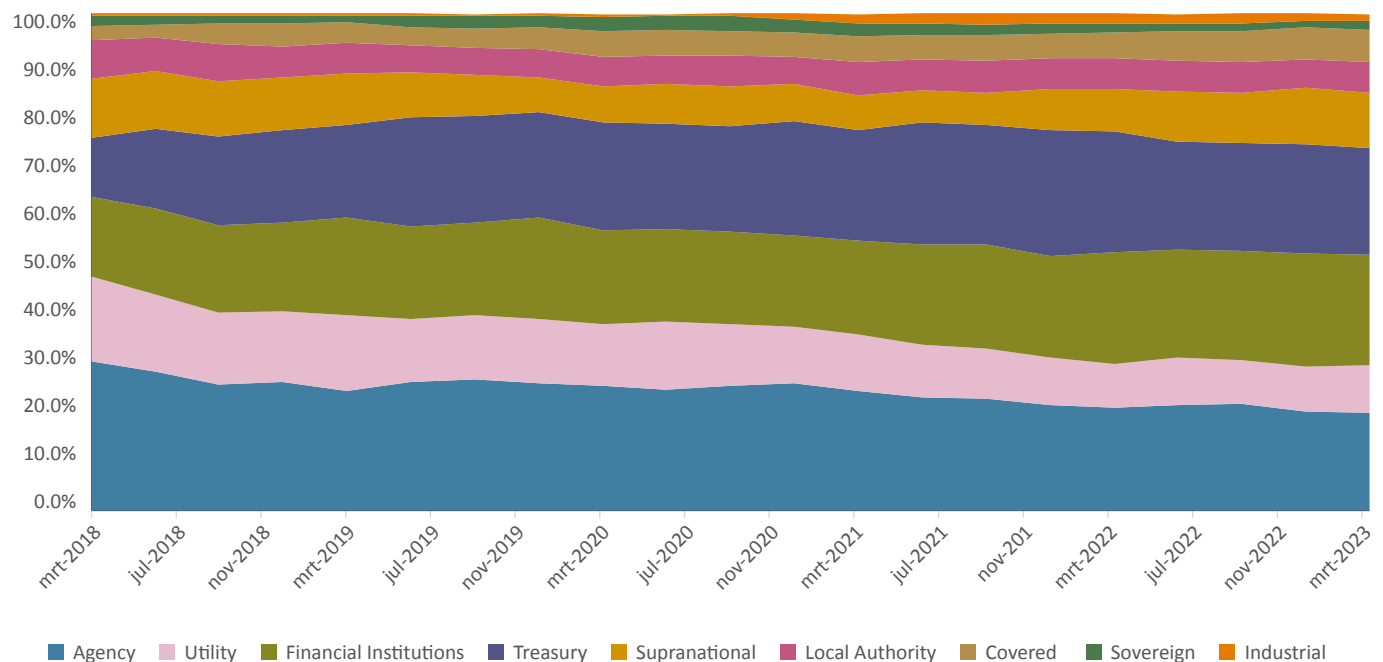
Bron: Bloomberg, Achmea IM

De ontwikkeling van de sectorverdeling (Bloomberg classificatie 2) door de tijd heen is weergegeven in figuur 6. In 2018 was de grootste sector Agentschappen. Het aandeel van staatsobligaties was nog beperkt. De één na grootste sector was nutsbedrijven, deze maakte destijds meer dan 20% van de benchmark uit. Tegenwoordig is deze sector nog maar goed voor 10%. De grootste sector is momenteel financiële instellingen met meer dan 20% gewicht, gevolgd door staatsobligaties.

**Ontwikkeling regelgeving**

In 2022 werd ook de impact van de Europese taxonomie en de SFDR steeds nadrukkelijker zichtbaar. Deze aangescherpte eisen ten aanzien van wat wel en niet een duurzame investering is, dragen duidelijk bij aan het uitbannen van ‘greenwashing’. Voor duurzame beleggers wordt het steeds belangrijker dat uitgevende instellingen kunnen aantonen dat hun obligaties voldoen aan de criteria van de taxonomie en de SFDR. Mogelijk is de toenemende druk op verantwoording van positieve impact ook een verklaring voor de tegenvallende ontwikkelingen rond sustainability linked bonds in vergelijking met green bonds. De implementatie van de Europese Green Bond Standard, waarover begin 2023 in Brussel een akkoord werd bereikt, zal nog verder bijdragen aan de kwaliteit en betrouwbaarheid van het instrument green bonds.

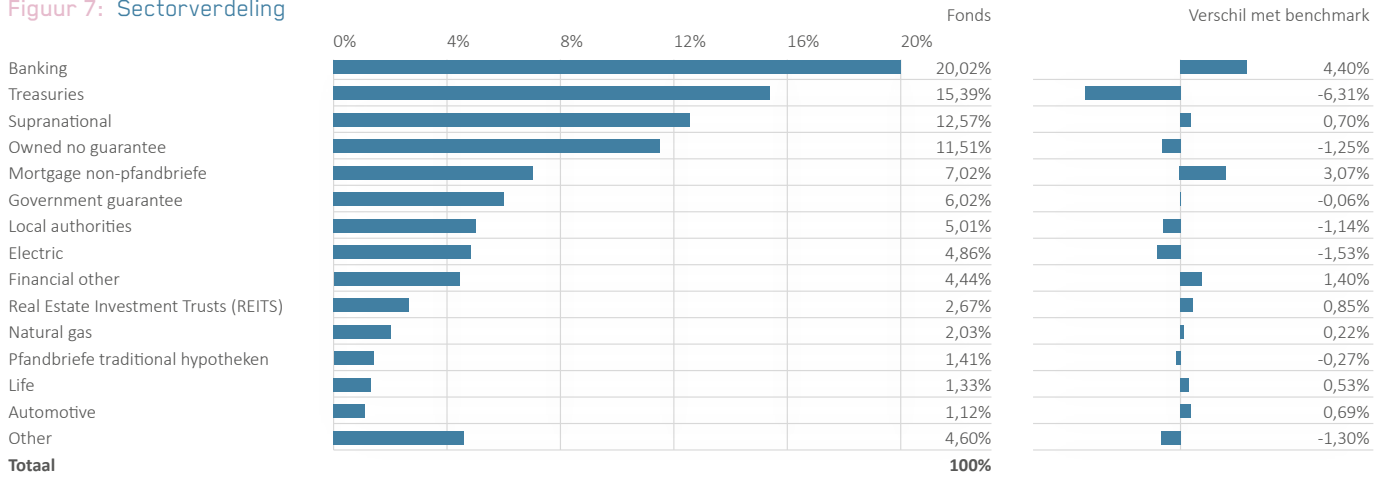
**Figuur 6:** Ontwikkeling sectorverdeling green bonds, maart 2018 - maart 2023



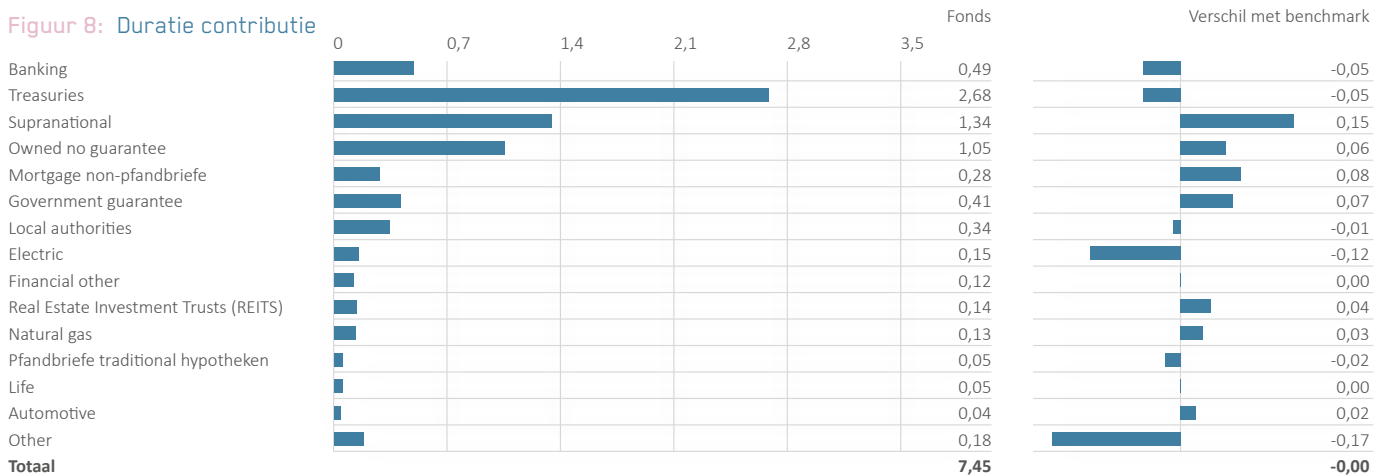
Bron: Bloomberg, Achmea IM

# De Achmea IM Green Bond Strategie

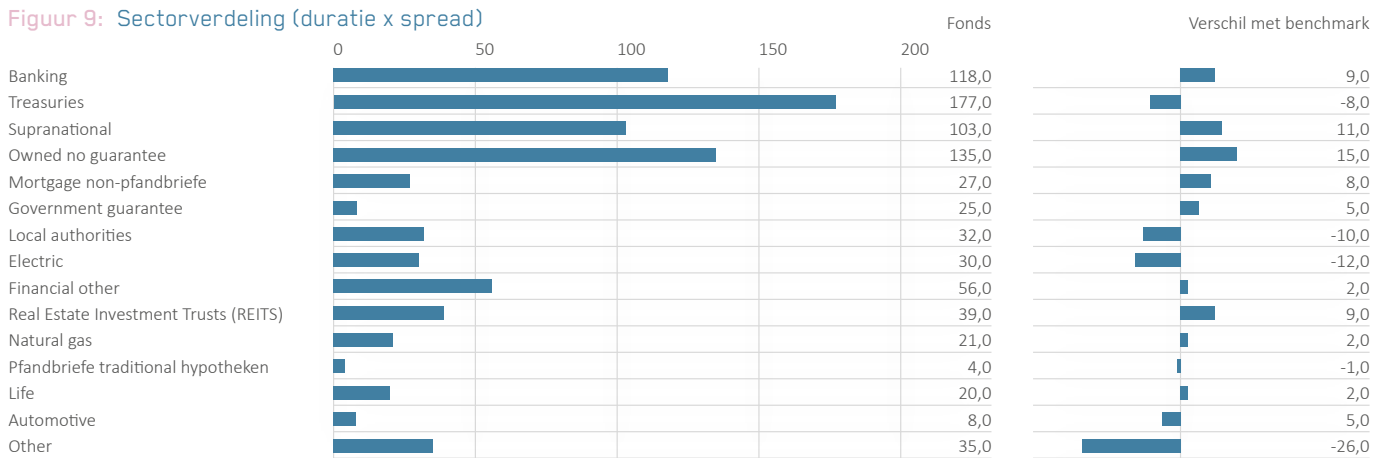
Figuur 7: Sectorverdeling



Figuur 8: Duratie contributie



Figuur 9: Sectorverdeling (duratie x spread)



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Figuur 10: Performance

Performance	Fonds	Benchmark	Vershil
3 maanden	2,51%	2,34%	0,17%
Dit jaar	2,51%	2,34%	0,17%
3 jaar	-5,37%	-5,98%	0,61%
Sinds aanvang (1-11-2018)	-2,50%	-2,94%	0,44%

Gegevens over periodes langer dan een jaar zijn geannualiseerd.

Fondsrendementen zijn voor aftrek van lopende kosten.

Gegevens per 31 maart 2023.

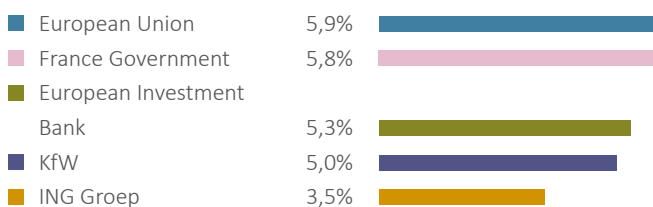
In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie

voor de toekomst. Dit is reclame.

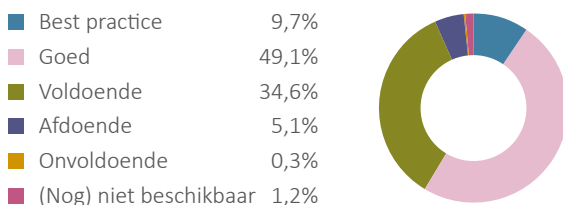
Raadpleeg het prospectus van het Achmea IM Euro Green Bond

Fund voordat u een beleggingsbeslissing neemt.

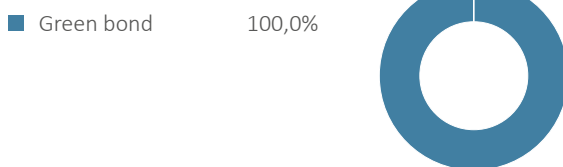
Figuur 11: Grootste emittenten in portefeuille (in omvang)



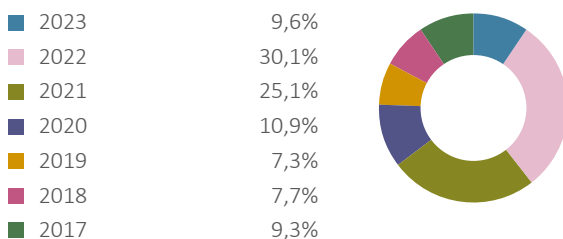
Figuur 12: Beoordeling Green Bonds



Figuur 13: Exposure per type bond



Figuur 14: Jaar van uitgifte



Bron: Achmea IM

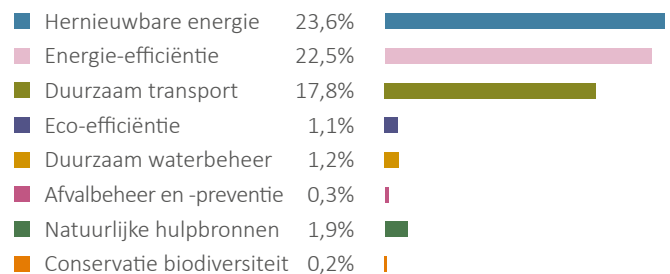
### Beoordeling Green Bonds o.b.v. Achmea IM raamwerk

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 SFDR<sup>1</sup> en de criteria voor duurzame economische activiteiten zoals gedefinieerd in de EU taxonomie<sup>2</sup>. 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.

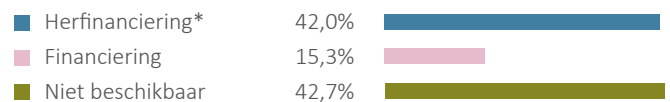
<sup>1</sup> SFDR (EU) 2019/2088

<sup>2</sup> EU taxonomie (EU) 2020/852

Figuur 15: Gebruik van opbrengsten



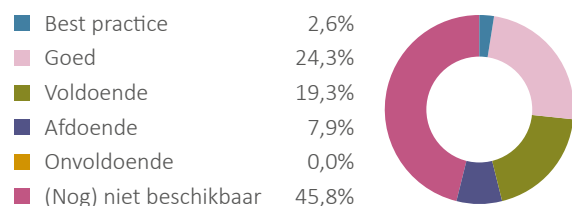
Figuur 16: Additionaliteit



\* 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 nog niet mogelijk<sup>3</sup>. 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>.

<sup>3</sup> Omdat er relatief veel green bonds uit 2022 in het fonds zitten, is het percentage waar (nog) geen impactreport 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](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 (video) 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 is reclame. Raadpleeg het prospectus van het betreffende Achmea IM beleggingsfonds voordat u een beleggingsbeslissing neemt. 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.