

KWARTAALUPDATE

# Green Bonds

## IN DEZE UPDATE

### Marktbeeld

- Mooie eindsprint van nieuwe uitgiftes Green Bonds
- Europa komt zelf naar de markt
- Spreads groene obligaties liepen met 10 basispunten op
- Inflatie mogelijk minder tijdelijk
- Black Friday: Omikron
- ECB: PEPP eindigt eind maart 2022

### Vooruitzichten

- Groeivooruitzichten getemperd door oplopende inflatie en coronagevallen
- 2022: het jaar van de monetaire verkrapping, gevoed door hoge inflatie
- Omikron voedt onzekerheden

### Positionering

- Neutrale risicopositie

## AUTEURS



Viktor Stunnenberg,  
Lead Portfolio  
Manager Green Bonds



Martijn Hesterman,  
Lead Portfolio  
Manager Credits



Arthur van Mansvelt,  
Engagement specialist  
MVB



## THEMA

# 3 jaars trackrecord Achmea IM Green Bond Fund

Op 15 november 2021 behaalde het Achmea IM Euro Green Bond Fund het drie jaars trackrecord. Een belangrijke mijlpaal bij een beleggingsstrategie. Ten tijde van oprichting was de green bond markt nog relatief klein (€ 125 miljard). In de afgelopen 3 jaar is de Investment Grade (IG) green bond markt verviervoudigd naar bijna € 500 miljard. Het aantal uitstaande obligaties is gestegen van 148 naar 464. We kunnen stellen dat de Green Bond markt naar een volwassen markt is gegroeid.

In die afgelopen drie jaar heeft het Achmea IM Euro Green Bond Fund elk jaar een beter rendement weten te behalen dan de benchmark dankzij top down allocatie, sectorallocatie en bottom-up security-selectie.

[Lees verder op pagina 4 →](#)

# Marktbeeld

## Mooie eindsprint

In het laatste kwartaal van 2021 steeg het aantal uitstaande issues in de euro green bonds index per saldo met 46. In het derde kwartaal was die groei slechts 31. De nominale waarde steeg met ruim 60 miljard euro, naar 460 miljard aan het einde van het kwartaal. Zoals verwacht nam de activiteit in de markt na een rustig derde kwartaal toch weer toe, met een mooie eindsprint als afronding van het jaar. De groei zat dit kwartaal vooral in groene staatsobligaties en obligaties van overheidsgerelateerde instellingen. In aantal deden ook de nutsbedrijven het goed.

## Europa komt zelf naar de markt

In oktober kwam de eerste uitgifte van green bonds door de Europese Unie naar de markt. De EU is voornemens om tot eind 2026 ca. 250 miljard euro via green bonds op te halen, ter financiering van het NextGenerationEU programma. Dit programma dient ter ondersteuning van het herstel van Europa van de coronapandemie en ter financiering van de duurzame transitie. De EU-lidstaten kunnen aanspraak maken op deze middelen voor de financiering van groene investeringen, bijvoorbeeld voor de aanpak van klimaatverandering.



Met een hoge overtekening voor de eerste uitgifte van 12 miljard euro maakte het programma een goede start. Met het NextGenerationEU programma geeft de EU een stevige impuls aan de green bond markt, die zonder de EU al een stevige groei kende. Met de voorgenomen 250 miljard zal de EU de komende jaren waarschijnlijk de grootste uitgever van euro green bonds worden. Daarmee verliest Frankrijk, met ruim 40 miljard, de leiderspositie. Voor beleggers is het een welkome aanvulling dat de EU een green bond curve wil bouwen. Het biedt extra mogelijkheden om de positionering van de portefeuille te optimaliseren.

## Spreads groene obligaties liepen met 10 basispunten op

Na ruim een halfjaar met nauwelijks beweging, begonnen spreads vanaf half oktober op te lopen. Dit werd ingeleid door stijgende staatsrentes die onder druk stonden van oplopende inflatieverwachtingen. Inflatieverwachtingen werden aangewakkerd door hogere energieprijzen (met name gas).

## Inflatie mogelijk minder tijdelijk

Financiële markten zetten steeds meer vraagtekens bij de tijdelijkheid van de hoge inflatie, wat er toe leidde dat er zelfs voor de Eurozone renteverhogingen werden ingeprijsd. Beleggers keken bovendien vooruit naar het einde van het grote ECB PEPP opkoopprogramma in maart 2022. Dit heeft ook mogelijk gevolgen voor het bedrijfsobligatie (CSPP) opkoopprogramma dat wel eens beperkter in omvang zou kunnen worden. Dit zette spreads onder druk.

Spreads kwamen verder onder druk te staan doordat (korte) Duitse staatsobligaties enorm in trek waren vanwege toegenomen onderpandverplichtingen bij beleggers. Terwijl de spread van groene bedrijfsobligaties ten opzichte van swaps min of meer constant bleef liep de spread ten opzichte van staat wel op. Daarnaast kwamen in een toch al zwakke markt toch best nog wat nieuwe groene obligaties naar de markt, wat spreads verder onder druk zette.

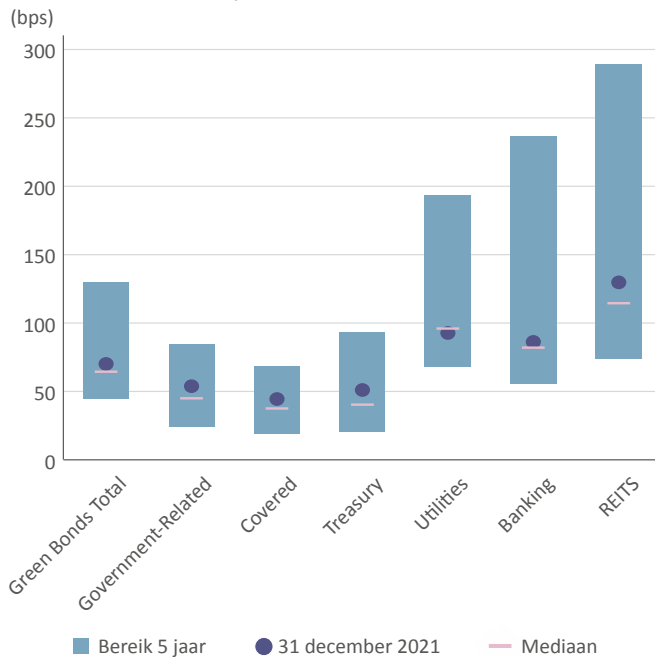
## Black Friday: Omikron

Als klap op de vuurpijl volgde eind november: "Black Friday". Er werd een nieuwe variant van het coronavirus ontdekt die veel besmettelijker leek te zijn dan de deltavariant. Of de nieuwe omikronvariant ook gevaarlijker zou zijn was toen nog niet bekend. Vanwege Black Friday draaiden Amerikaanse trading desks op halve bezetting. Liquiditeit was daardoor beperkt en spreads liepen erg hard op. Na deze (te) harde stijging hadden spreads de ruimte te dalen. Bovendien kwamen er steeds meer voorzichtige berichten dat de nieuwe coronavariant weliswaar besmettelijker leek te zijn, maar dat mensen er minder ziek van werden.

## ECB: PEPP eindigt eind maart 2022

Daarbij ging de ECB tot halverwege december stevig door met het opkopen van groene obligaties, terwijl nieuwe uitgiftes stilvielen. De markt keek wel met enige spanning uit naar de ECB-meeting halverwege december. Hier werd het einde van het grote PEPP-programma per eind maart 2022 bevestigd, alsook het einde van de gunstige bankleningen per juni 2022. Bovendien kondigde de ECB aan de opkopen in stappen volgend jaar af te bouwen. Dit was hawkischer dan waar markten op hadden gerekend. Toch reageerde markten nauwelijks, waarschijnlijk omdat de ECB nog wel veel flexibiliteit behoudt, mocht het toch tegenvallen.

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



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Groene bedrijfsobligaties deden het in dit klimaat beter dan de veilige segmenten. Groene staatsobligaties bleven het meeste achter, het aangekondigde einde van de PEPP was hier debet aan. De andere twee veilige segmenten semistaat en gedekte obligaties deden het slecht vanwege de volatiele staatsrente, want deze segmenten bewegen, in tegenstelling tot bedrijfsobligaties, doorgaans mee met swaps.

## Vooruitzichten

### Groeivooruitzichten getemperd door oplopende inflatie en coronagevallen

De stijgende inflatie is het meest zichtbaar in de stijgende energieprijzen. Een mogelijke Russische inval in Oekraïne kan de energieprijzstijging nog verder aanwakkeren. In het inflatieschuwe Duitsland ligt de inflatie op het hoogste niveau sinds de Duitse eenwording. Consumenten lijden hieronder, want zij worden geraakt in hun koopkracht zo lang de lonen niet meestijgen, en daar lijdt economische groei onder. Omdat de werkloosheid laag is en de bedrijven veel mensen zoeken, zouden de lonen wel wat kunnen gaan stijgen. Er zijn in Europa echter nog geen tekenen dat dit heel hard gaat. Dit beeld is anders aan de andere kant van Atlantische Oceaan, waar in sommige sectoren de lonen fors stijgen. In Europa hebben meerdere landen wederom beperkingen ingevoerd om de verspreiding van het coronavirus tegen te gaan, dit gaat vanzelfsprekend ook ten koste van economische groei.



Inflatieverwachting minder tijdelijk

### 2022: het jaar van de monetaire verkrapping, gevoed door hoge inflatie

Fed president Jerome Powell gooide eind november de handdoek in de ring door te stellen dat we met betrekking tot inflatie moeten afstappen van het woord "tijdelijk". Dat betekent dat de Fed sneller de steunaankopen zal afbouwen: deze kunnen in het voorjaar al worden afgerond, wat de deur open zet voor renteverhogingen. De Bank of England verhoogde net voor de kerst ook de rente, nadat zij dit in november tegen de verwachtingen in nog niet aandurfde.

Dit jaar zullen er naar verwachting nog enkele renteverhogingen volgen. De ECB is naar verwachting nog lang niet zo ver, eerst worden de opkoopprogramma's dit jaar volledig afgebouwd en volgen mogelijk de eerste renteverhogingen pas begin 2023. De ECB kan echter wel meer onder druk komen te staan als de hoge inflatie niet afneemt zoals verwacht, als de vele tijdelijke verhogende effecten zouden moeten afnemen. Dit scenario is waarschijnlijker als de omikronvariant meevalt.

De druk op de ECB zal het hevigst zijn vanuit Duitsland, dat nog steeds een inflatietrauma heeft van de hyperinflatie van de Weimarrepubliek. In dit scenario zou de ECB gedwongen kunnen worden sneller de steunaankopen af te bouwen. Dit scenario zou



Met het NextGenerationEU programma wil de ECB gunstige financieringscondities voor de periferie handhaven.

zonder meer negatief zijn voor spreads. Bovendien verwachten wij dat bedrijfsobligaties niet de prioriteit zullen zijn van de ECB; maar dat de ECB juist kiest voor de periferie en EU. De EU vanwege de enorme hoeveelheid geld die het gaat ophalen voor het NextGenerationEU programma en de ECB wil de gunstige financieringscondities voor de periferie handhaven.

#### Omikron voedt onzekerheden

Tegenhanger van de hawkische krachten is dat economische groei toch tegenvalt doordat omikron (of andere varianten) de economische groei harder raakt dan gedacht. Daarom heeft de ECB zichzelf veel flexibiliteit toegedicht: PEPP kan in noodgevallen worden gereactiveerd en de steunaankopen kennen geen einddatum zolang de door de ECB verwachte inflatie nog te veel onder de 2% blijft.

## Positionering

#### Neutrale risicopositie

Na het flink uitlopen van spreads eind november hebben we onze risicopositie tijdelijk opgehoogd. Deze hebben wij voor de kerst weer afgebouwd. Dit vanwege de gebruikelijk golf nieuwe issues in januari en de verwachte afbouw van monetaire steunmaatregelen. We houden vast aan een overwogen positie in banken. Tevens hebben we een positie in semistaatsobligaties opgebouwd vanwege aantrekkelijke waarderingen. Daartegenover houden we vanwege krappe waarderingen vast aan een onderwogen positie in verzekeraars en cyclische consumentenbedrijven.

### THEMA

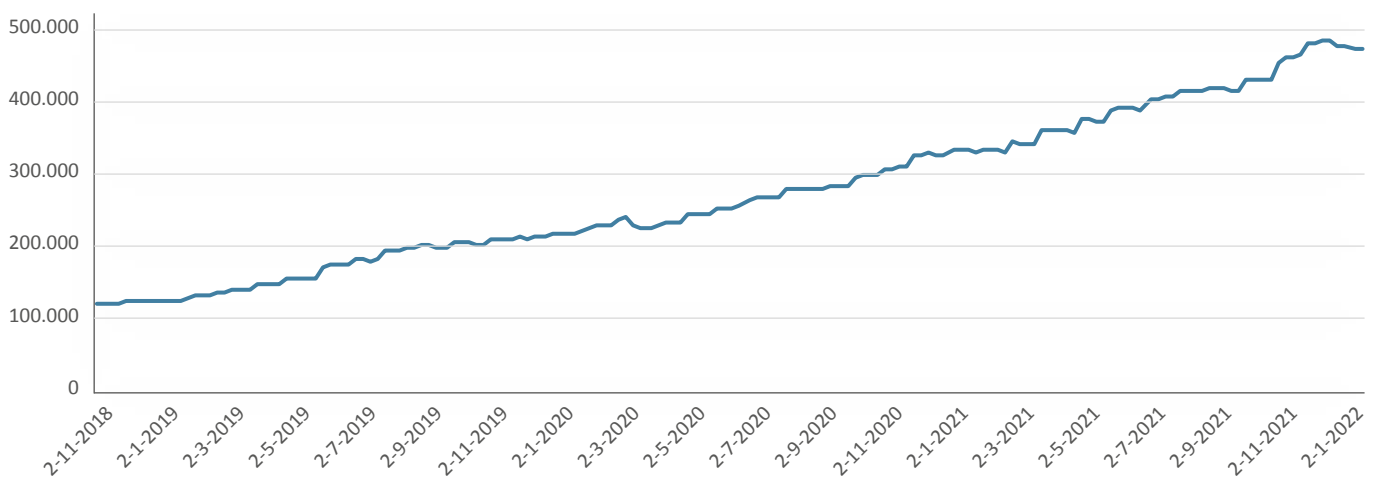
## 3 jaars trackrecord Achmea IM Green Bond Fund

Op 15 november 2021 behaalde het Achmea IM Euro Green Bond Fund het drie jaars trackrecord. Een belangrijke mijlpaal bij een beleggingsstrategie. Ten tijde van oprichting was de green bond markt nog relatief klein (€ 125 miljard). In de afgelopen 3 jaar is de Investment Grade (IG) green bond markt verviervoudigd naar bijna € 500 miljard. Het aantal uitstaande obligaties is in deze periode eveneens gestegen van 148 naar 464. We kunnen hiermee stellen dat de Green Bond markt naar een volwassen markt is gegroeid.

#### Al 3 jaar een beter rendement dan de benchmark

Hoewel de markt voor green bonds behoorlijk in beweging is geweest, heeft het Achmea IM Green Bond Fund elk van de jaren een beter rendement weten te realiseren dan de onderliggende benchmark. Dit is ook te zien in figuur 3. In het eerst volledige jaar (2019) bedroeg de outperformance 48 bps, in 2020 63 bps en 2021 38 bps.

Figuur 2: Groei Green Bond universum 2018-2021 (in mln. Euro's)





**Figuur 3: Resultaat Green Bond Strategie voor kosten**

	2018	2019	2020	2021 YTD
Achmea IM Green Bond Fund	0,44%	7,84%	5,45%	-2,98%
BB Euro Green Bond Index	0,37%	7,36%	4,82%	-3,36%
	0,07%	0,48%	0,63%	0,38%

In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Dit is reclame. Raadpleeg het prospectus van het Achmea IM Green Bond Fund voordat u een beleggingsbeslissing neemt.

**Top-down allocatie**

De beleggingsstrategie van het Achmea IM Green Bond Fund is erop gericht om zowel botton-up als top-down extra rendement te genereren. Op top-down niveau wordt bepaald of we kiezen voor meer of minder creditblootstelling dan de benchmark. In de jaren 2019 (3 bps) en 2020 (2 bps) is er waarde toegevoegd met de top-down risico allocatie. In 2021 was er een sprake van een verlies (-3 bps).

**Figuur 4: Onderverdeling outperformance**

	2019	2020	2021
Total	48	60	38
Top-down	3	2	-3
Sector	0	4	4
Security	42	46	29
Other	3	8	8

Bron: Bloomberg, Achmea IM

**Sector-allocatie heeft waarde toegevoegd in 2020 en 2021**

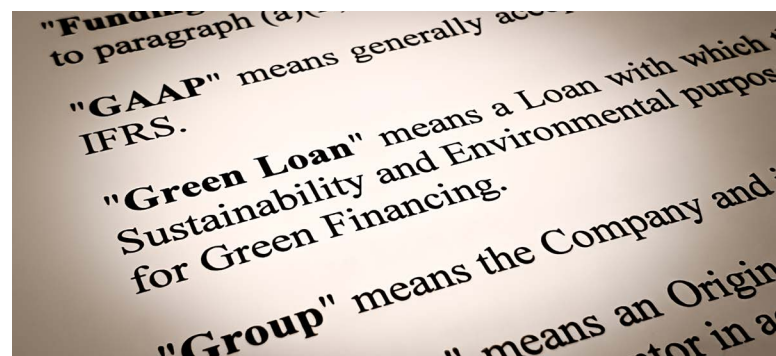
Het resultaat op sector-allocatie wordt bepaald door de onder- en overwegingen van de verschillende sectoren. Het resultaat op de sector-allocatie is positief geweest in de jaren 2020 en 2021 met 4 bps. In 2019 is er geen outperformance gerealiseerd op sector-allocatie.



**Bottom-up security-selectie grootste bron van outperformance**

Security-selectie betreft de positionering in uitgevende instellingen en posities op de curves van uitgevende instellingen. New issue premium maakt hier ook onderdeel van uit.

- In de jaren 2019, 2020 en 2021 zien we dat er vooral veel waarde wordt toegevoegd met security-selectie (respectievelijk 42, 46 en 29 bps). In 2019 droegen posities in de Italiaanse bank Intesa Sanpaolo, de Britse bank Barclays het Spaanse nutsbedrijf Naturgy en de banken ING en BNP bij aan het resultaat.
- In 2020 waren het met name posities in het Duitse KfW, Schiphol, de instituten EU en EIB en de Italiaanse bank Intesa Sanpaolo die bijdroegen aan de outperformance.
- In 2021 is de meeste waarde toegevoegd met posities in het Australische vastgoedbedrijf Stockland, een onderweging in het vasgtgoedbedrijf Digital Realty en overwogen posities in het nutsbedrijf Engie, de Nederlandse Staat en de Oostenrijkse verzekeraar Uniqa.



**Beoordeling duurzaamheid op basis van Achmea IM beoordelingskader**

Omdat voor het product Green bond nog geen formele standaard bestaat, kan iedere uitgevende instelling een obligatie het predicaat green bond geven. Achmea IM vindt daarom het toetsen van green bonds op de kwaliteit en duurzaamheid van belang, om te waarborgen dat opbrengsten daadwerkelijk en op betrouwbare wijze ten goede komen aan groene projecten. Daartoe heeft Achmea IM vanaf de lancering van het green bond fund alle obligaties voor het fonds steeds getoetst aan de hand van een eigen raamwerk. Dit raamwerk is onder andere gebaseerd op de green bond principles van de ICMA en de taxonomie van het Climate Bond Initiative. Eind 2021 is het raamwerk geactualiseerd, rekening houdend met de vereisten van de Europese wetgeving SFDR en EU Taxonomie.

# De Achmea IM Green Bond Strategie

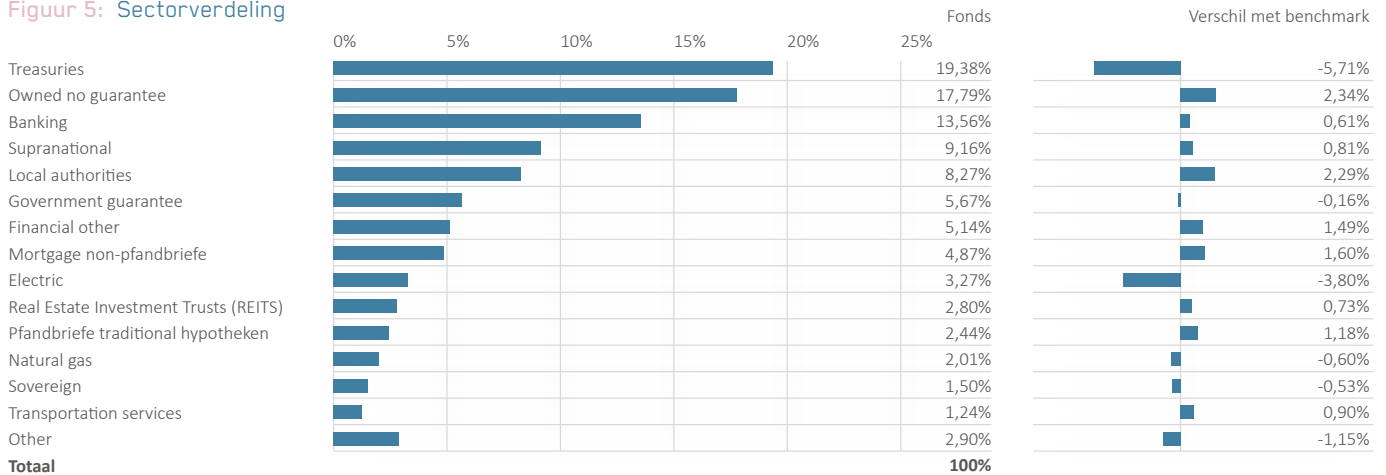
In het vierde kwartaal groeide het aantal issues in de euro green bonds index per saldo met 46.

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

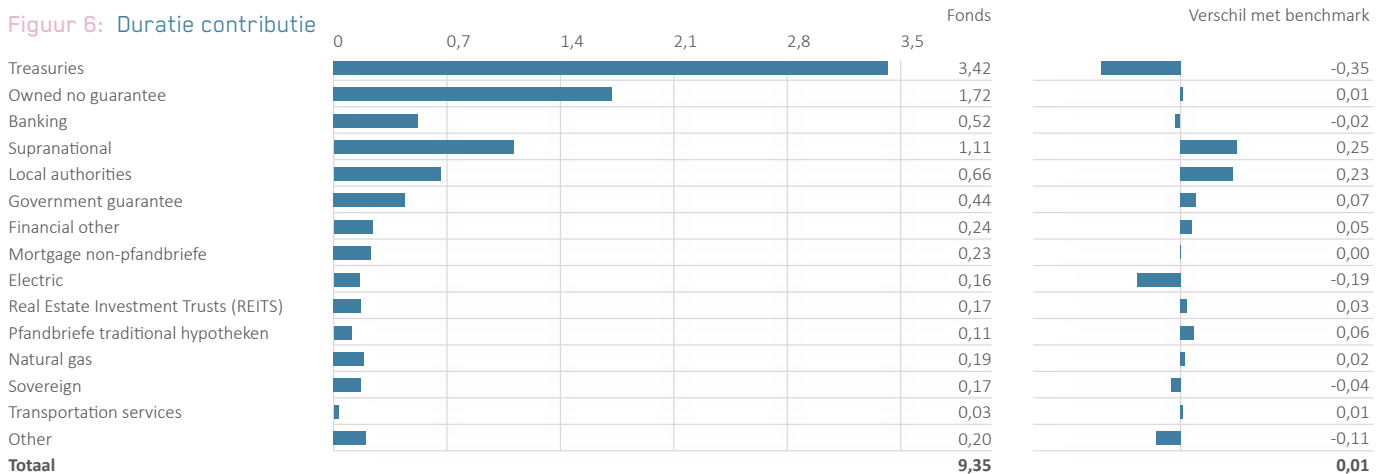
indicatie van de rentegevoeligheid van de weging van de sectoren.

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

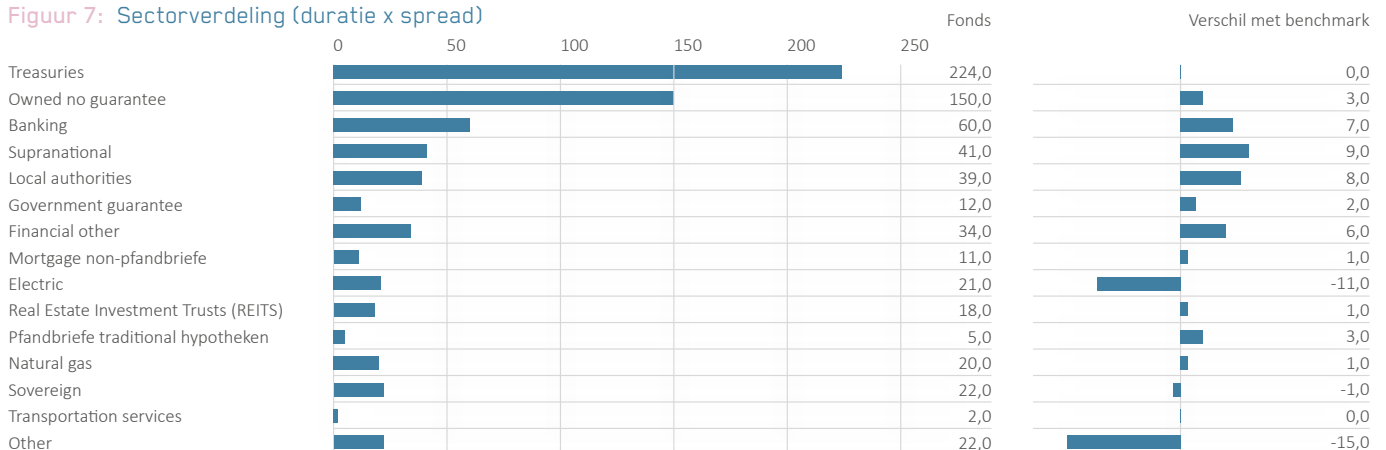
**Figuur 5: Sectorverdeling**



**Figuur 6: Duratie contributie**



**Figuur 7: Sectorverdeling (duratie x spread)**



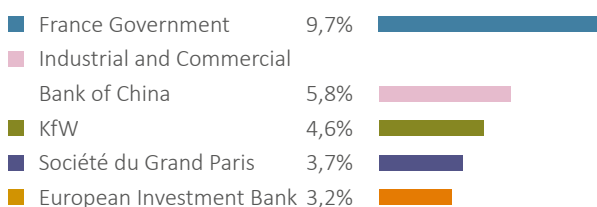
Bron: Achmea IM, Bloomberg

**Figuur 8: Performance: outperformance Q4 2021 t.o.v. benchmark 0,08%**

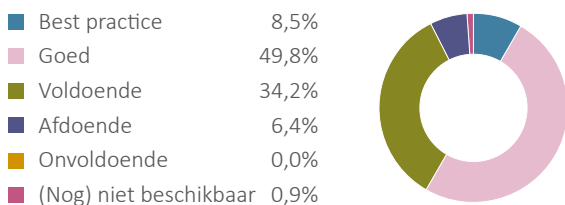
Performance	Fonds	Benchmark	Vershil
3 maanden	-0,47%	-0,55%	0,08%
Dit jaar	-2,98%	-3,36%	0,38%
3 jaar	3,32%	2,83%	0,49%
Sinds aanvang (1-11-2018)	3,32%	2,84%	0,48%

Gegevens over periodes langer dan een jaar zijn geannualiseerd. Fondrendementen zijn voor aftrek van lopende kosten. Gegevens per 31-12-2021. Rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst.

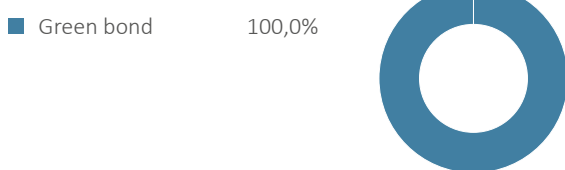
**Figuur 9: Grootste emittenten in portefeuille (in omvang)**



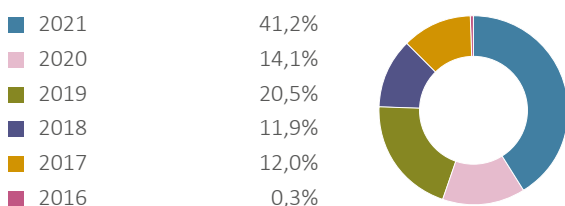
**Figuur 10: Beoordeling Green Bonds**



**Figuur 11: Exposure per type bond**



**Figuur 12: Jaar van uitgifte**



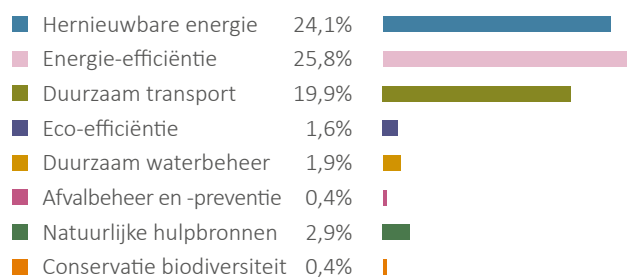
Bron: Achmea IM

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

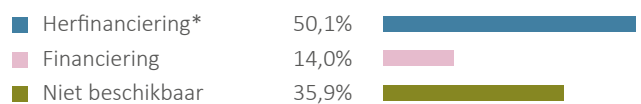
Achmea IM gebruikt haar eigen raamwerk om te beoordelen of green bonds wel voldoende groen zijn. Dit raamwerk is gebaseerd op de uitgangspunten van de Green Bond Principles (GBP) en de taxonomie van het Climate Bonds Initiative (CBI). Ook toetst Achmea IM of de activiteiten voldoen aan de definitie van ‘duurzame beleggingen’ volgens de 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 13: Gebruik van opbrengsten**

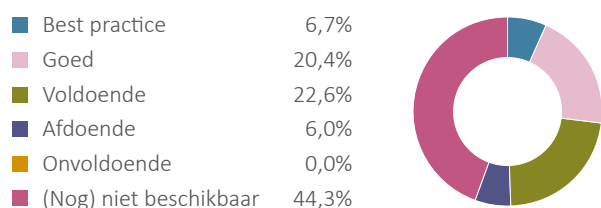


**Figuur 14: Additionaliteit**



\* 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 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 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, risicomangement 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 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.