

KWARTAALUPDATE

Green Bonds

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- Voorzichtig economisch herstel in Europa
- Franse onrust
- Aantrekkelijke waardering groene obligaties van banken

Vooruitzichten

- Europa heeft de weg omhoog weer gevonden
- Het beeld in de VS is minder helder
- ECB is al begonnen met renteverlagingen, volgt de Fed?
- Juli: de beste maand van het jaar

Positionering

- Neutrale risicopositie

AUTEURS



Viktor Stunnenberg,
Lead Portfolio
Manager Green Bonds



Martijn Hesterman,
Lead Portfolio
Manager Credits



Bert-Jan de Ruiter,
Senior creditanalist
Utilities

THEMA

Kapitaalinvesterings door nutsbedrijven leiden tot tsunami aan nieuwe groene obligaties

De energietransitie vraagt om enorme netwerkinvesteringen. Voor de financiering daarvan zijn nutsbedrijven grotendeels aangewezen op de obligatiemarkt.

Dit jaar kwam een recordhoeveelheid nieuwe obligaties naar de markt. Een steeds groter wordend deel van deze nieuwe obligaties is een groene obligatie, oftewel een green bond; in drie jaar tijd is dit percentage opgelopen van 30% naar 42%. Dit is omdat het gros van de investering ten behoeve van de energietransitie plaatsvindt en daarmee als 'groen' kwalificeert.

[Lees verder op pagina 4 →](#)

Marktbeeld

Voorzichtig economisch herstel in Europa

Het sterke sentiment van de eerste maanden hield begin van het tweede kwartaal aan. Het sentiment verslechterde echter nadat Amerikaanse inflatiedata hoger waren dan verwacht. Ondanks de paasvakantie die in vele landen begin april viel en het begin van het cijferseizoen, kwamen er relatief veel nieuwe obligaties naar de markt. Er waren ook veel Amerikaanse issuers, die de Europese markt weer weten te vinden doordat de fundingkosten in Europa gedaald zijn.

Franse onrust

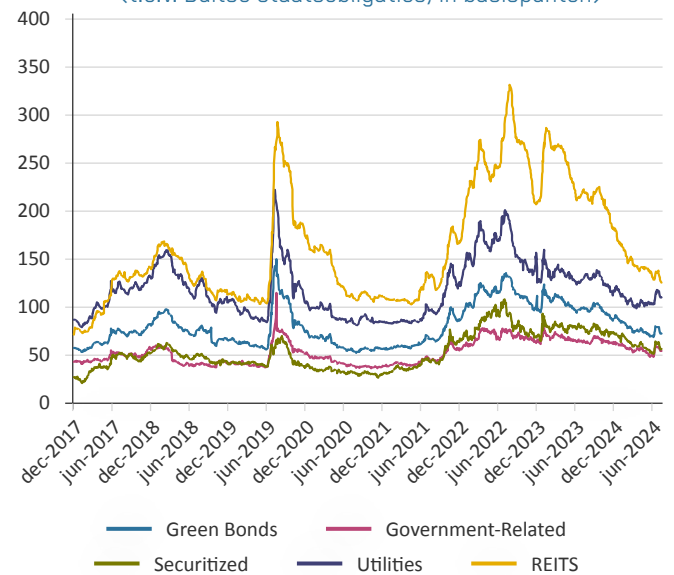
Macro-economische cijfers bevestigden het voorzichtige economische herstel in Europa. De Amerikaanse inkoopmanagers-indices verslechterden daarentegen. Na de Europese verkiezingen in begin juni, kondigde de Franse president Emmanuel Macron verassend parlamentsverkiezingen aan, ondanks dat zijn partij net flink verloren had. Obligatiemarkten zagen meteen risico's door de toegenomen kans van (extreem) rechts of links aan de macht: beide willen het begrotingstekort verder laten oplopen en links wil ook allerlei belastingen invoeren.

Aantrekkelijke waardering groene obligaties van banken

Tussen sectoren en segmenten waren er relatief grote verschillen. Staatsobligaties en dan natuurlijk met name de Franse, leden onder de aangekondigde verkiezingen. Dit gold in mindere mate ook voor semistaat en gedekte obligaties. Wederom met name het Franse risico deed het slecht. Vastgoed deed het daarentegen

relatief goed. Dit werd deels gedreven door positionering: veel beleggers zetten hun onderwogen posities dicht. Over het gehele kwartaal deden groene obligatie van banken het ondanks het Franse sentiment goed. Dit kwam doordat zij aantrekkelijk gewaardeerd waren aan het einde van het eerste kwartaal.

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



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Een praktijkvoorbeeld: Covivio Hotels

Covivio Hotels, een dochteronderneming van Covivio, is een beursgenoteerde vastgoedbelegger en een Europese leider in hotelvastgoed. De activiteiten van Covivio Hotels omvatten de acquisitie, het beheer, de verbetering en in enkele gevallen de ontwikkeling van nieuwe hotels.

In mei 2024 heeft Covivio Hotels een nieuwe green bond ter waarde van 500 miljoen euro naar de markt gebracht. Deze green bond focust zich op de (her)financiering van duurzame gebouwen (99,8%) en energie-efficiëntie (0,2%). Hiermee draagt Covivio Hotels bij aan haar ambitieuze duurzaamheidsstrategie, waarin ze zich als een verantwoordelijke speler op het gebied van hotelvastgoed profileert en de zorg voor het milieu centraal in haar businessmodel plaatst. Covivio, het moederbedrijf, heeft een net-zero doelstelling die is goedgekeurd door het Science Based Target Initiative. Ze streeft naar een vermindering van de scopes 1 & 2 broeikas-

gasemissies met 63% tegen 2030 en van de scope 3 broeikasgasemissies met 37,5% tegen 2030 ten opzichte van 2015.

Use of proceeds

Covivio Hotels heeft in het green bond framework een duidelijke beschrijving gegeven van de use of proceeds, waarin de EU Taxonomy economische activiteiten benoemd worden en selectiecriteria hanteert die in lijn zijn met ons green bond raamwerk en de CBI Taxonomy. Het toewijzen en beheren van de opbrengsten zijn helder beschreven en de rapportage vooruitzichten zijn voorzien van de juiste impact en output metrics.

De green bond is voorzien van een Second Party Opinion van Moody's. Moody's beoordeelt het raamwerk als very good en in lijn met de 'Green Bond Principles' 2021. Tevens zijn de activiteiten die gefinancierd worden met de opbrengsten volledig in lijn met de EU Taxonomy.

Vooruitzichten

Europa heeft de weg omhoog weer gevonden

Vooruitkijkende indicatoren duiden op gematigde groei. De ECB heeft de rente inmiddels verlaagd met 25 bps. Markten hebben hier al in grote mate voorschot op genomen wat de Europese economie net wat meer lucht geeft. Een andere ondersteunde factor is dat gasprijzen ruim onder niveaus liggen van voor de Russische inval in Oekraïne. Voor consumenten is eveneens positief nieuws dat de werkloosheid nog laag is, terwijl de lonen flink toenemen. De recordlage werkloosheid lijkt echter wel voorbij, waardoor op termijn ook de loongroei zal normaliseren.

Het beeld in de VS is minder helder

Het beeld aan de andere kant van Atlantische Oceaan is anders dan in Europa. Sommige indicatoren duiden op afkoeling, andere juist niet. Het terugbrengen van inflatie lijkt echter niet zo makkelijk te zijn, mede door de aanhoudend sterke arbeidsmarkt. In de VS speelt daarnaast dat de groei vorig jaar veel hoger was, doordat het begrotingstekort flink toenam. Dat zal in aanloop van de presidentsverkiezingen niet nog een keer gebeuren, want de Republikeinen hebben de macht in het Amerikaanse Congres en willen president Biden geen cadeautjes geven.

ECB is al begonnen met renteverlagingen, volgt de Fed?

Wat menigeen onvoorstelbaar achtte, is toch gebeurd: de ECB heeft de rente verlaagd nog voordat de Fed in beweging kwam. De ECB had zich al vrijwel volledig gecommitteerd aan deze renteverlaging. Maar de ECB heeft er wellicht toch gemengde gevoelens over, want inflatie lijkt toch wat minder snel te dalen dan gehoopt (voornamelijk in de dienstverlenende sector), wat

ook tot uitdrukking kwam in de inflatieprojecties. Daardoor is het vervolg van toekomstige renteverlagingen minder zeker, ook omdat de Fed mogelijk nog even wacht voordat zij vertrouwen heeft dat inflatie voldoende gedaald is.



Gemengde gevoelens bij de ECB over de inflatieontwikkeling

Juli: de beste maand van het jaar

Dit komt doordat de supply van nieuwe obligaties vrijwel volledig stil valt, terwijl beleggers nog wel obligaties blijven kopen. Dat betekent doorgaans neerwaartse druk op spreads. Wij verwachten dat dit fenomeen ook dit jaar het geval is.

Positionering

Neutrale risicopositie

Nadat spreads waren opgelopen door het tumult in Frankrijk hebben we gestaag risico toegevoegd. Dit hebben we ook gedaan met oog op de gunstige verhouding tussen vraag en aanbod in juli. Echter binnen enkele dagen in juli bereikten wij ons spread target, daarom hebben we weer risico afgebouwd.

Qua sectoren houden we vast aan een onderwogen positie in technologie, media en telecom vanwege krappe waarderingen. Daartegenover houden we vast aan de overweging in gedekte obligaties, vanwege de aantrekkelijke waarderingen. Daarnaast hebben we een overwogen positie opgebouwd in nutsbedrijven, deze sector handelt op aantrekkelijk niveaus door de vele nieuwe issues van de afgelopen maanden.

THEMA

Kapitaalinvesterings door nutsbedrijven leiden tot tsunami aan nieuwe groene obligaties

In het kort:

- De energietransitie vraagt om enorme netwerkinvesteringen. Voor de financiering daarvan zijn nutsbedrijven grotendeels aangewezen op de obligatiemarkt.
- Green bonds zijn bij uitstek geschikt om de energietransitie te financieren.
- Door de stortvloed van nieuwe obligaties zijn nutsbedrijven aantrekkelijk gewaardeerd.

File op het elektriciteitsnet

Dat bedrijven en huiseigenaren moeten wachten op hun elektriciteitsaansluiting, is de afgelopen tijd met enige regelmaat in het nieuws geweest. Dit probleem speelt niet alleen in Nederland; bijna alle landen zijn bezig met een flinke verduurzaming van hun energievoorziening, waardoor er veel meer capaciteit op het elektriciteitsnet nodig is. In het verleden werd het aandeel duurzame energie verhoogd door gebruik te maken van de reservecapaciteit van het net. Echter, de reservecapaciteit raakt steeds verder uitgeput. Het gevolg is dat in veel landen duurzame energie in de wachtrij komt te staan. Zo hebben Spanje en Italië ieder 150 gigawatt aan potentiële duurzame energie die wacht op een netaansluiting (bron: Bloomberg NEF).

584 miljard euro aan investeringen dit decennium

Volgens de Europese Commissie is er bijna € 600 miljard nodig voor het moderniseren van de stroomnetwerken. Voor een groot deel zijn deze investeringen noodzakelijk om de transitie te kunnen

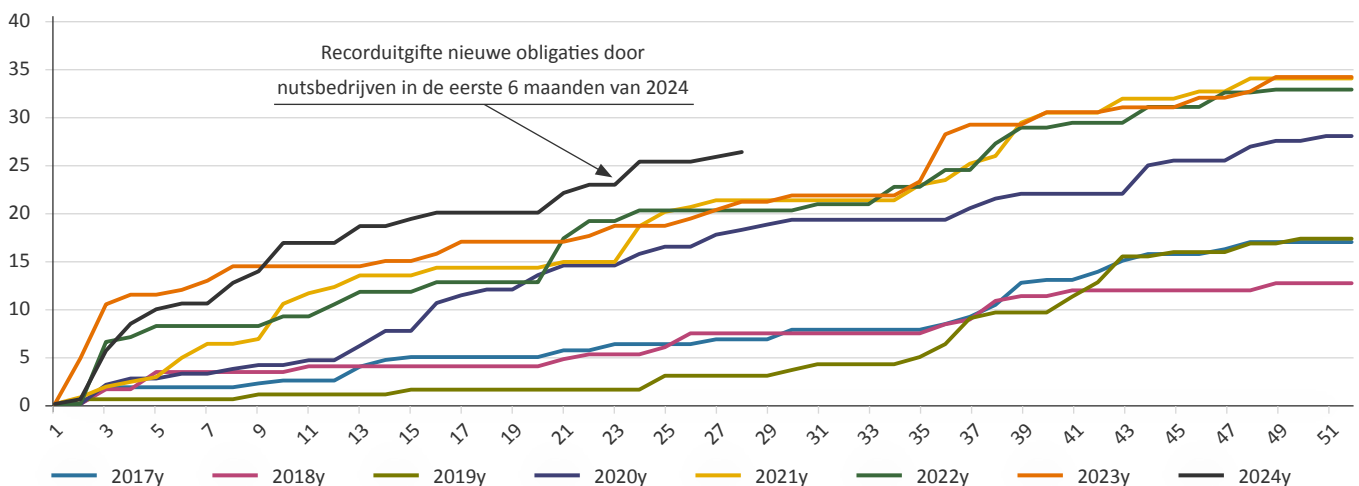
maken naar schone energie. Met name om het sterk stijgende aanbod van energie uit wind en zon te kunnen verwerken. Het overgrote deel van de investeringen is nodig voor de uitbreiding van netwerken en om de capaciteit van bestaande netwerken te upgraden naar moderne eisen: digitaal, altijd te monitoren (op afstand) en bestand tegen cyberaanvallen. De EU staat daarbij niet met de subsidiebuidel te rammelen. Het overgrote deel van de investeringen moet worden gedaan door nutsbedrijven zelf, waarbij zij hun investering kunnen terugverdienen door een verhoging van de netwerktarieven en andere vormen van beprijzen.

Een stortvloed van nieuwe (groene) obligaties bij nutsbedrijven

Voor de financiering zijn netwerkbedrijven aangewezen op de obligatiemarkten. De sector kent in vergelijking met andere sectoren relatief veel schuld. De meeste nutsbedrijven zijn gereguleerd, waardoor de sector meer schuld kan dragen dan niet-gereguleerde bedrijven. Door het gereguleerde karakter en het feit dat de assets waarin ze investeren lang meegaan zijn de looptijden van de leningen ook vaak langer in vergelijking met andere sectoren.

De eerste helft van dit jaar kwam er een recordhoeveelheid nieuwe obligaties naar de markt (zie onderstaande figuur 2). Een steeds groter wordend deel van deze nieuwe obligaties is een groene obligatie (zie figuur 3); in drie jaar tijd is dit percentage opgelopen van 30% naar 42%. Dit is omdat het gros van de investering ten behoeve van de energietransitie is en daarmee als 'groen' kwalificeert.

Figuur 2: Cumulatieve nieuwe uitgiftes euro investment grade obligaties nutsbedrijven (miljarden euro) per jaar t/m Q2 2024



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Figuur 3: Aandeel green bonds als percentage van de totale uitgifte van bedrijfsobligaties in utilities (2017 - Q2 2024)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Beleggers hebben veel te kiezen

Deze tsunami aan nieuwe, vooral groene obligaties moet door beleggers worden geabsorbeerd. Die hebben veel keus, waardoor ze selectief kunnen zijn in welke obligatie opgenomen wordt en welke niet.

Aantrekkelijke spreads

Wanneer we nutsbedrijfsobligaties vergelijken met obligaties van de gehele investment grade index zien we duidelijk dat nutsbedrijven de afgelopen 8 maanden achterblijven (zie figuur 4).

Figuur 4: Spreads nutsbedrijven en spreads investment grade index (vs Duitsland)



Bron: Achmea IM, Bloomberg

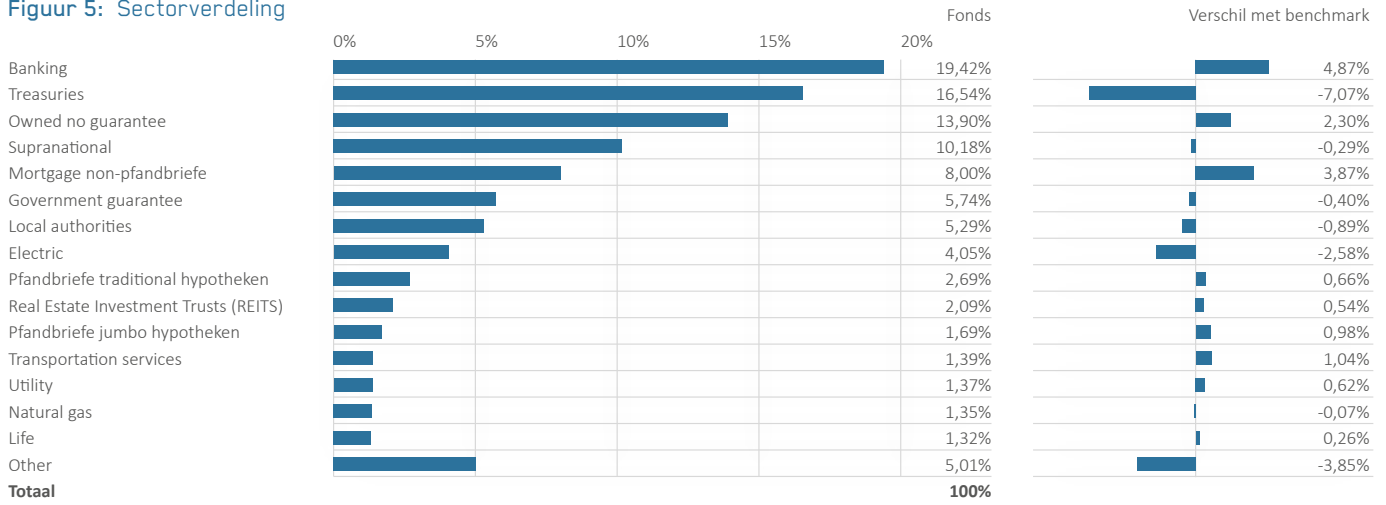
Dit kan nauwelijks verklaard worden door een verslechtering van de kredietwaardigheid, dus moet vooral worden toegeschreven aan de verhouding tussen vraag en aanbod. Wij zijn echter van mening dat spreads van de sector te hard zijn opgelopen en dat de huidige aantrekkelijke waarderingen een mooie kans vormen.



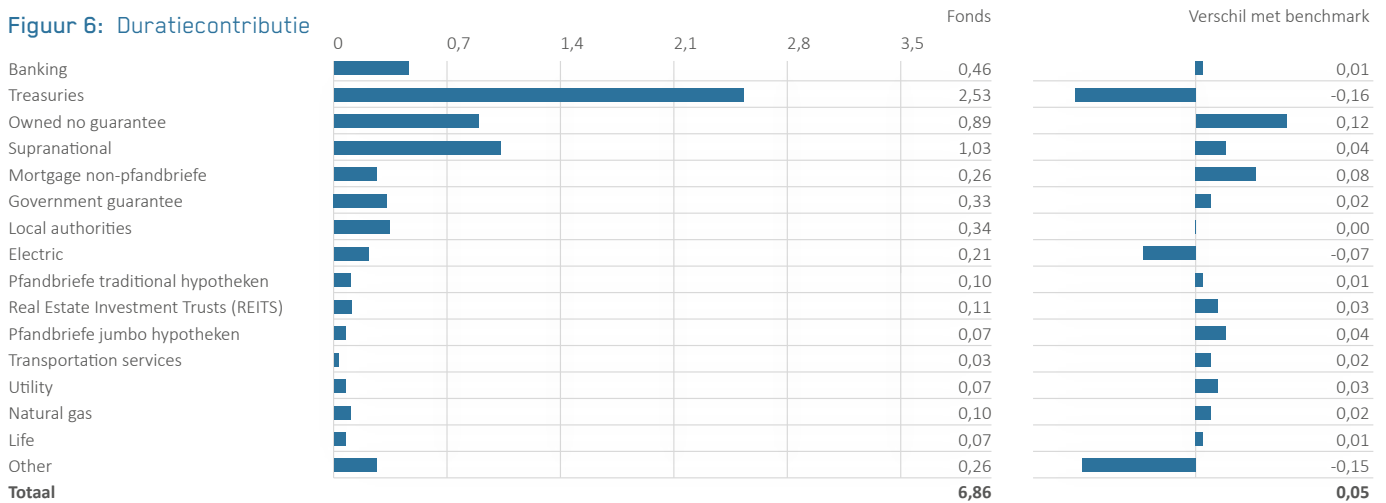
Een steeds groter wordend deel van de nieuwe obligaties is een groene obligatie

De Achmea IM Green Bond Strategie

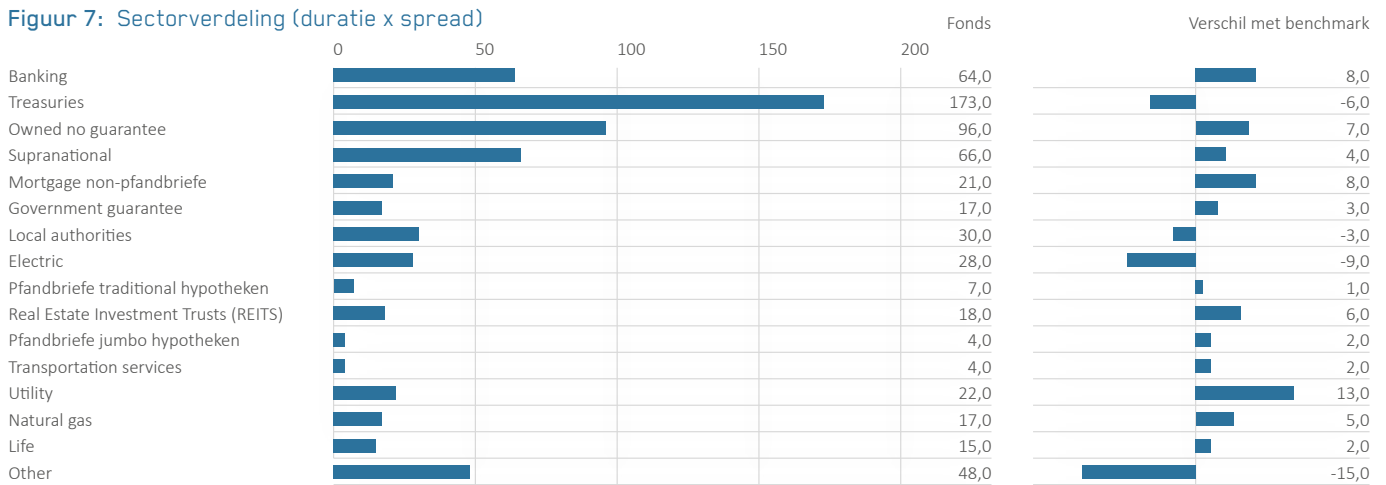
Figuur 5: Sectorverdeling



Figuur 6: Duratiecontributie



Figuur 7: Sectorverdeling (duratie x spread)



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Figuur 8: Performance

| Performance | Fonds | Benchmark | Vershil |
|---------------------------|--------|-----------|---------|
| 3 maanden | -1,11% | -1,09% | -0,02% |
| Dit jaar | -1,26% | -1,31% | 0,05% |
| 3 jaar | -5,28% | -5,79% | 0,51% |
| 5 jaar | -2,61% | -3,12% | 0,51% |
| Sinds aanvang (1-11-2018) | -0,99% | -1,52% | 0,53% |

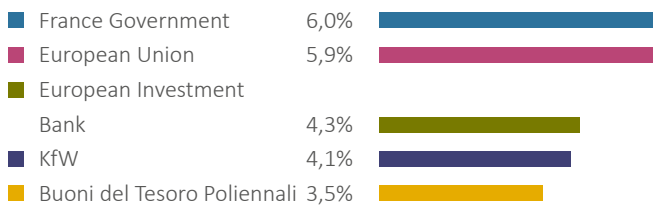
Gegevens over periodes langer dan een jaar zijn geannualiseerd. Fondrendementen zijn voor aftrek van lopende kosten.

Gegevens per 30 juni 2024.

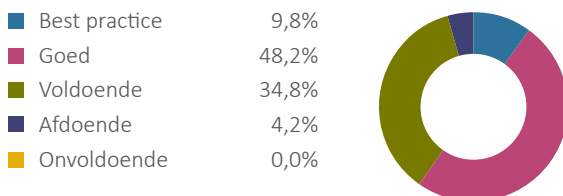
In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Dit is reclame.

Raadpleeg het prospectus van het Achmea IM Euro Green Bond Fund voordat u een beleggingsbeslissing neemt.

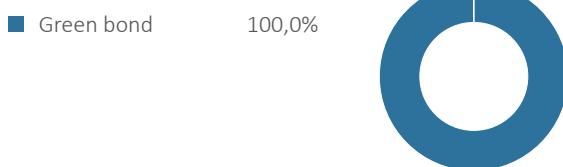
Figuur 9: Grootste emittenten in portefeuille (in omvang)



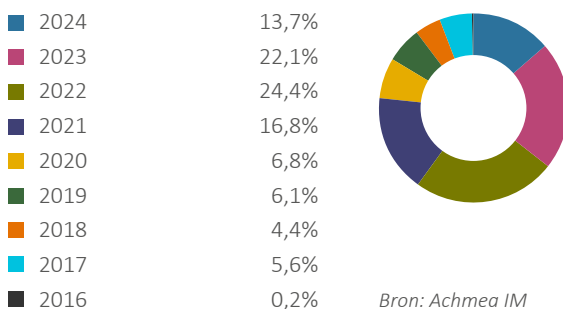
Figuur 10: Beoordeling Green Bonds



Figuur 11: Exposure per type bond



Figuur 12: Jaar van uitgifte



Bron: Achmea IM

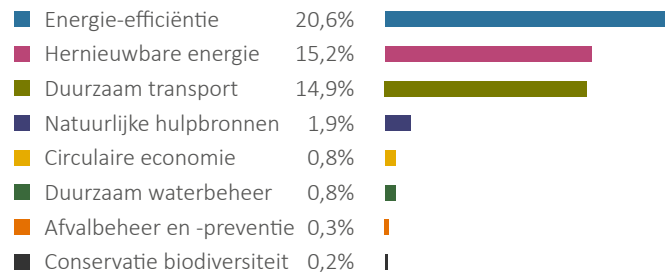
Beoordeling Green Bonds o.b.v. Achmea IM raamwerk

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 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.

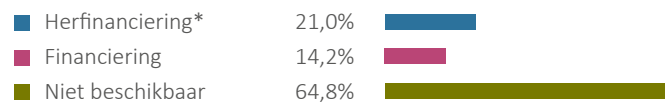
¹ SFDR (EU) 2019/2088

² EU-taxonomie (EU) 2020/852

Figuur 13: Gebruik van opbrengsten

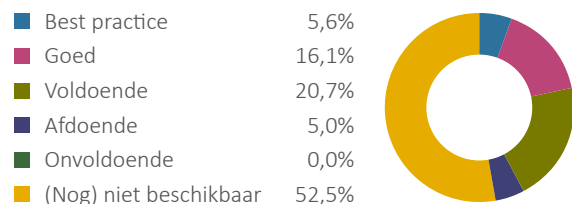


Figuur 14: Additionaliteit



* 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 2023 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 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**

E-mail: achmeaim@achmea.nl

Contact:

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.
Of met Renier Brenninkmeijer, Business Development Director, Renier.Brenninkmeijer@Achmea.nl, +31 6 201 384 74.
Of met Mark Bakker, Business Development Director, Mark.Bakker@Achmea.nl, +31 6 101 851 94.

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. Dit is reclame. Raadpleeg het prospectus van het [Achmea IM Euro Green Bond Fund](#) met daarin meer informatie over het beleggingsbeleid, de kosten en de risico's, voordat u een beleggingsbeslissing neemt. De weergegeven scenario's zijn een schatting van het toekomstige rendement op basis van gegevens uit het verleden, en geven geen exacte indicatie. Uw rendement hangt af van hoe de markt presteert en hoe lang u de belegging/het product aanhoudt."

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. Informatie over de beleggingsinstellingen van Achmea IM kan een publicitaire mededeling bevatten. Raadpleeg het prospectus van de beleggingsinstellingen op achmeainvestmentmanagement.nl voordat u een beleggingsbeslissing neemt. 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 (AFM registratie 15001209) als beheerder van beleggingsinstellingen zoals 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.