

# KWARTAALUPDATE GREEN BONDS

Q1 2021 | APRIL 2021

Achmea Investment Management

## Thema: Gelukzoekers in de green bond markt?

In het afgelopen kwartaal zijn drie achtergestelde green bonds naar de markt gekomen. Ieder van deze drie bonds kende een investment grade rating. Behalve in de investment grade markt zijn ook in de high yield markt recent achtergestelde green bonds uitgegeven. Wij zien dit als signalen van het verder volwassen worden van de green bond markt.

Het is natuurlijk erg goed om te zien dat de green bond markt echt volwassen aan het raken is. De populariteit van de markt zou er echter ook toe kunnen leiden, dat gelukzoekers de markt betreden; issuers die de populariteit van green bonds aangrijpen als een mogelijkheid om zichzelf goedkoop te financieren zonder dat er een geloofwaardige relatie is met te financieren duurzame activiteiten.

[Lees meer op pagina 6.](#)

### Marktbeeld

- Europese green bondmarkt trekt zich weinig aan van volatiliteit staatsrentes.
- Cyclische consumentenbedrijven de grote outperformer.
- Korte looptijden deden het goed, terwijl de lange (rentegevoelige) looptijden achterbleven.
- Verdubbeling (naar totaal 28) nieuwe issues in de euro green bonds index ten opzichte van Q4 2020.
- Succesvolle eerste green bond van Italië.

### Vooruitzichten

- Het Europees herstel laat nog langer op zich wachten.
- De markt verwacht in de Verenigde Staten een economische groei van 7% in het tweede kwartaal.
- Markten blijven ondertussen ondersteund worden door gematigde centrale banken.
- Europese green bondmarkt kwetsbaar door krappe waarderingen.

### Positionering

- Neutrale risicopositie, vanwege krappe waarderingen.
- Risico van een (snelle) rentestijging blijft boven de markt hangen.

## Colofon

Deze kwartaalupdate Green Bonds is een uitgave van Achmea Investment Management.

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

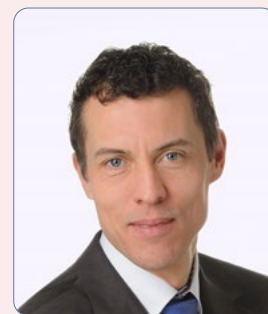
### Auteurs



Viktor Stunnenberg,  
Lead Portfolio Manager Green Bonds



Martijn Hesterman,  
Lead Portfolio Manager Credits



Arthur van Mansvelt,  
Engagement specialist MVB



## Marktbeeld

### Europese green bond markt trekt zich weinig aan van volatiliteit staatsrentes

Zelfs terugkerende lock downs in Europa konden nauwelijks de stemming verpesten; spreads van groene bedrijfsobligaties daalden per saldo met enkele basispunten. Echter, risico-opslagen van de veiligere green bondsegmenten staatsobligaties, semistaat en gedekte obligaties liepen per saldo wel licht uit. De ECB deed een duit in het zakje: in maart verhoogde zij het opkooptempo om de Europese staatsrentes laag te houden. Bovendien kocht de ECB in maart aanzienlijk meer bedrijfsobligaties dan in voorgaande maanden.

### Cyclische consumentenbedrijven de grote outperformer in de green bondmarkt

In lijn met het verwachte economisch herstel was het algemene beeld dat cyclische sectoren het beter deden dan niet-cyclische sectoren. Cyclische consumentenbedrijven waren de grote outperformer, gevolgd door vastgoed en verzekeraars. Nutsbedrijven en in mindere mate Communicatie bleven juist achter. Het beeld dat hoger risico het beter deed dan lager risico was ook terug te zien in ratings en senioriteit: lagere ratings deden het beter dan hogere en achtergesteld deed het beter dan senior. De angst van beleggers voor hogere rentes was wel terug te zien in de performance van de verschillende looptijduckets: korte looptijden deden het goed, terwijl de lange (rentegevoelige), looptijden achterbleven.

### Ontwikkelingen green bond universum: Super Mario

In het eerste kwartaal groeide het aantal issues in de euro green bonds index per saldo met 28. Dit is twee keer zoveel als in het laatste kwartaal van vorig jaar. De groei in nominale waarde was met 25 miljard euro echter net iets lager dan in het laatste kwartaal van vorig jaar. De totale nominale waarde van de index steeg naar 325 miljard euro per einde kwartaal.

De meeste aandacht ging uit naar de eerste green bond van Italië die begin maart is uitgegeven. Italië haalde in één keer € 8,5 miljard op. De uitgifte was met ruim tienmaal overschrijving een groot succes. De grote interesse van de markt stelde Italië in staat haar eerste green bond een paar basispunten lager te plaatsen. Het sentiment rond Italië is sterk verbeterd doordat de ECB op grote schaal Italiaanse staatsobligaties koopt. Daarnaast kreeg het sentiment een extra duwtje in de rug door de aanstelling van voormalig ECB bestuursvoorzitter Mario Draghi als premier van Italië.



Mario Draghi, premier van Italië.

Italië wil de opbrengst van de green bond gebruiken om investeringen te financieren die nodig zijn voor de duurzame energietransitie in lijn met de Europese klimaatdoelstellingen. Het green bond framework schetst zes categorieën van duurzame activiteiten conform de Europese taxonomie. Dit zijn hernieuwbare energie, energie-efficiëntie, duurzame mobiliteit, afvalverwerking, biodiversiteit en milieuonderzoek. In praktijk zal het grootste deel van deze opbrengsten worden ingezet voor verduurzaming van de transportsector, waaronder de spoorwegen en elektrisch wegvervoer.

Behalve Italië kwamen ook Frankrijk en de regio Madrid met nieuwe green bonds naar de markt. In aantal nieuwe uitgiftes domineerde wederom de financiële sector, gevolgd door nutsbedrijven. Helaas konden we dit kwartaal geen nieuwe groene obligaties uit bijvoorbeeld de maakindustrie toevoegen aan het fonds.

## Vooruitzichten

### Het Europees herstel laat nog langer op zich wachten

In Europa komt de vaccinatie traag op gang, waardoor er nog veel te weinig zwakkeren en ouderen gevaccineerd zijn. Bovendien zijn in Europa nog op grote schaal verregaande lock downs van kracht om de gezondheidszorg te ontlasten, iets waar ze in de Verenigde Staten veel minder snel naar grijpen. In Texas zijn alle coronamaatregelen inmiddels opgeheven. Daarnaast zijn de extra overheidsuitgaven in Verenigde Staten groter dan in Europa.



Gevolg van dit alles: de markt verwacht in de Verenigde Staten een economische groei van 7% in het tweede kwartaal, in de Eurozone rekent men op een schamele 2%. In lijn met de markt maken wij ons hierom weinig zorgen. We gaan nog steeds uit van de tijdelijkheid van de Europese lock downs. Wel verwachten we dat de toeristenindustrie het moeilijk blijft houden. We houden rekening met het scenario dat ook in de zomervakantie de Europese reisbewegingen beperkt blijven.

### Markten blijven ondertussen ondersteund worden door gematigde centrale banken

De Fed blijft gestaag doorgaan met het opkopen van Amerikaanse staatsobligaties en zal het tempo verhogen als zij dat nodig

achten. Voor de ECB ligt dat genuanceerder. Het verhogen van het opkooptempo van het enorme Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) in maart ging bijvoorbeeld niet zonder slag of stoot. Er moest een bestuursvergadering aan te pas komen om de knoop door te hakken. Het PEPP is dus minder flexibel in de praktijk dan de ECB in het verleden beweerde. Bovendien kan het tempo niet nog een keer verhoogd worden zonder de omvang van het programma te vergroten. Dit laatste zal zonder meer weer een heet hangijzer zijn in Noord-Europa. Vooralsnog is onze verwachting echter dat uiteindelijk de ECB toch weer alles doet wat nodig is om markten in het gareel te houden. Het oplopen van spreads als gevolg hiervan zouden we dan ook zien als een koopkans.

### Europese green bondmarkt kwetsbaar door krappe waarderingen

De Europese creditmarkt is niet immuun voor de rentestijgingen in de VS. Beleggers kunnen een deel van hun geld in dollars gaan beleggen in de hoop op hogere rendementen, wat betekent dat ze euro's verkopen. Bovendien kunnen bedrijven nog even snel de lage rente vastpinnen door nú nieuwe obligaties uit te geven, in plaats van na de zomer.

## Positionering

### Neutrale risicopositie

Vanwege krappe waarderingen houden wij vast aan onze neutrale risicopositie. Wij zijn beducht voor de mogelijke risico's van een (snelle) rentestijging. Daarbij moeten we echter niet vergeten dat de reden van de rentestijging positief is: hogere rentes door sterkere economische groei zijn per saldo goed voor bedrijven. Vanwege de krappe waarderingen blijven wij voorzichtig met risicovollere namen aangezien de extra premie daarvoor historisch laag is.



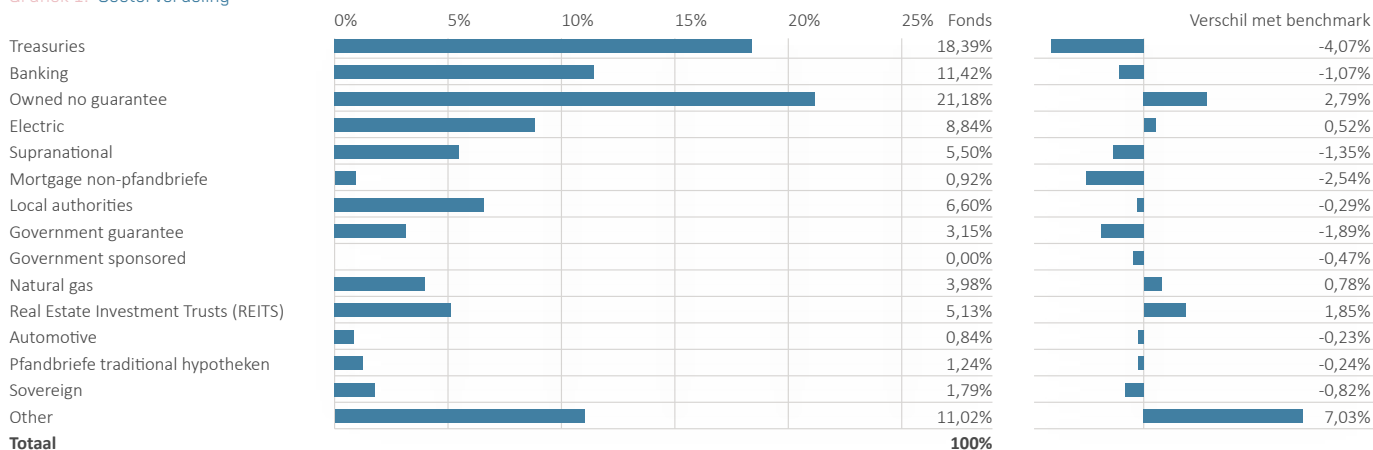


# De Achmea IM Green Bond Strategie

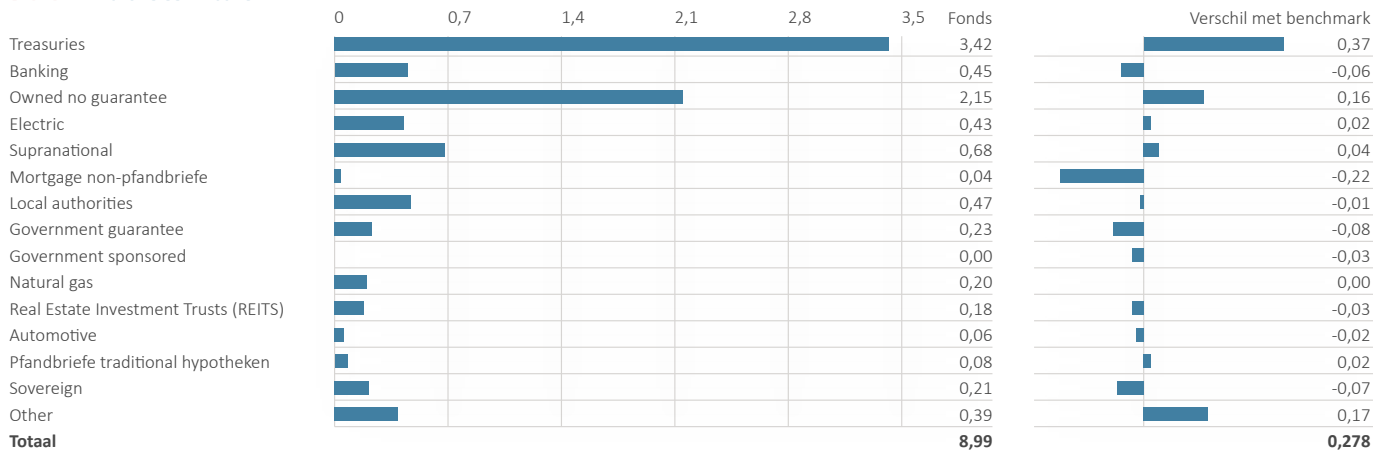
In het afgelopen kwartaal hebben we ten opzichte van het vorige kwartaal een verdubbeling gezien van het aantal Green Bonds dat naar de markt is toegekomen. Het eigen Green Bond beoordelingsframework lijkt hiermee belangrijker te worden. Goedkoop financieren zonder relatie met duurzaamheid kan het gevaar van Green washing opleveren waarvoor we waakzaam zijn.

Hieronder wordt een toelichting gegeven op de sectorverdeling gebaseerd op marktwaarde, duratie contributie en duratie spread. De contributie van de duratie per sector geeft een indicatie van de rentegevoeligheid van de weging van de sectoren. De duratie spread zegt meer over het risico van deze wegingen. Zo krijgen sectoren met een hogere spread ook een hoger gewicht.

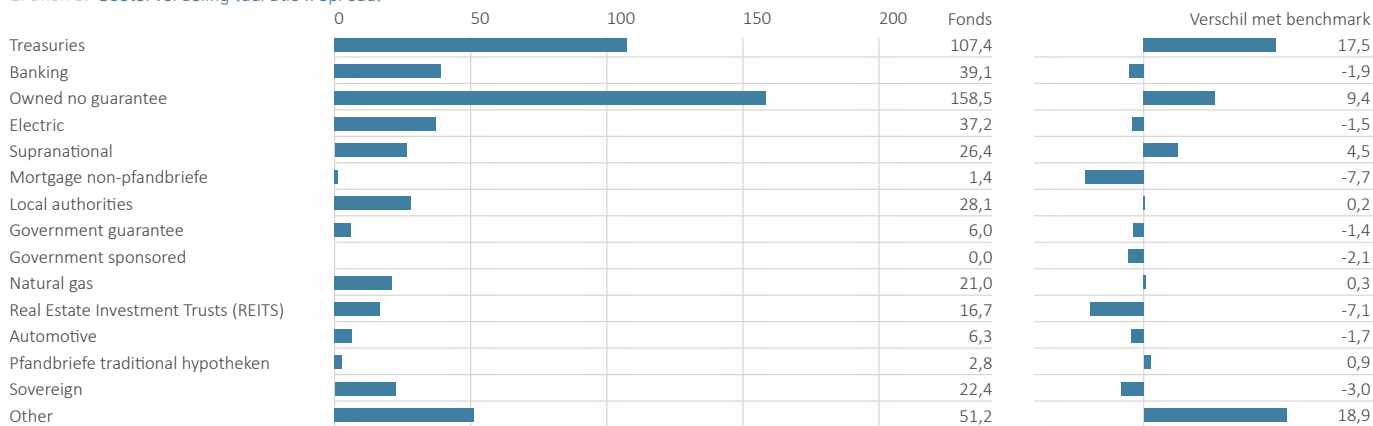
Grafiek 1: Sectorverdeling



Grafiek 2: Duratie contributie



Grafiek 3: Sectorverdeling (duratie x spread)



Bron: Achmea IM

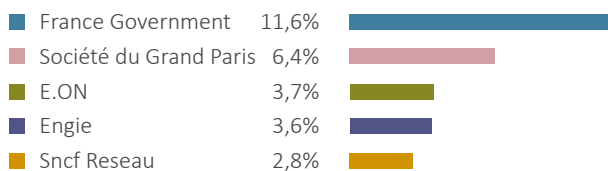
**Performance: outperformance t.o.v. benchmark 0.17%**

Tabel 1:

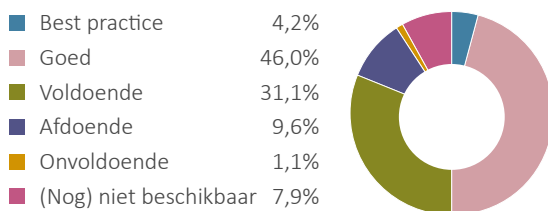
PERFORMANCE	FONDS	BENCHMARK	VERSCHIL
3 maanden	-2,35%	-2,52%	0,17%
Dit jaar	-2,35%	-2,52%	0,17%
Sinds aanvang (01/11/2018)	11,45%	10,10%	1,35%

Fondsrendementen zijn voor aftrek van lopende kosten.  
Gegevens per 31-03-2021.

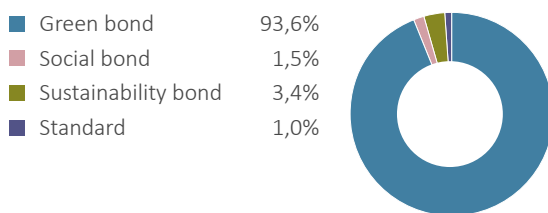
Tabel 2: Grootste emittenten in portefeuille (in omvang)



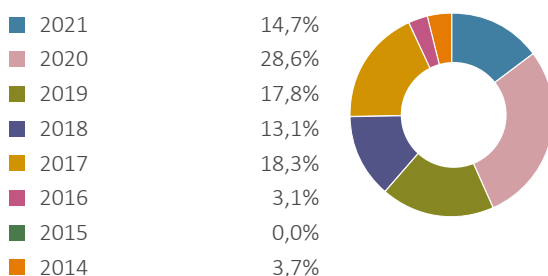
Tabel 3: Beoordeling Green Bonds



Tabel 4: Exposure per type bond



Tabel 5: Jaar van uitgifte

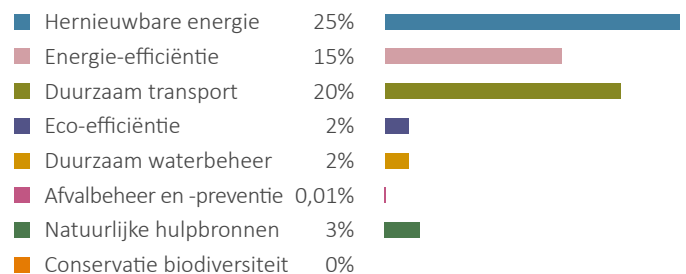


Bron: Achmea IM

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

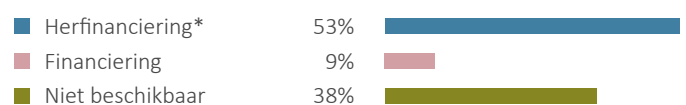
Achmea IM gebruikt haar eigen raamwerk om te beoordelen of green bonds wel voldoende groen zijn. Dit raamwerk is gebaseerd op de uitgangspunten van de Green Bond Principles (GBP) en de taxonomie van het Climate Bonds Initiative (CBI). Het oordeel geeft inzicht in de mate van vertrouwen dat de opbrengsten van de green bonds daadwerkelijk worden gebruikt voor groene projecten.

Tabel 6: Gebruik van opbrengsten



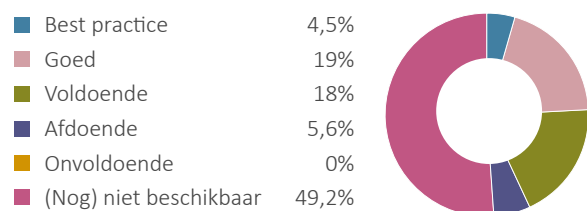
Vanwege databeperkingen is het volledig kwantitatief beoordelen van de voorspelde en/of gerealiseerde impact momenteel niet mogelijk. Achmea IM maakt daarom inzichtelijk hoeveel euro er naar specifieke categorieën is gealloceerd (hernieuwbare energie, energie-efficiëntie, et cetera) en geeft een gefundeerd 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>.

Tabel 7: Additionaliteit



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

Tabel 8: Beoordeling impactrapportage



# Thema:

## Gelukzoekers in de green bond markt?

In het afgelopen kwartaal zijn drie achtergestelde green bonds naar de markt gekomen. Ieder van deze drie bonds kende een investment grade rating. Ook in 2020 hebben we verschillende uitgiftes van dergelijke obligaties gezien. Behalve in de investment grade markt zijn ook in de high yield markt recent achtergestelde green bonds uitgegeven.

### De markt wordt volwassen

Het aandeel achtergestelde obligaties binnen de investment grade green bond benchmark (Bloomberg Barclays MSCI Euro Green Bond Index) bedraagt inmiddels bijna 4%. Ter vergelijking, binnen de algehele credit benchmark (Bloomberg Barclays Euro-Aggregate: Corporates Index) bedraagt dit rond de 10%. Onze verwachting is dan ook dat het aandeel van achtergestelde groene obligaties een verdere vlucht zou kunnen nemen. Dit kan positief worden uitgelegd; het is een signaal van verder volwassen worden van de green bond markt, deze wordt dieper en breder.

Uitgevende instellingen betalen in de markt een lagere rente op green bonds dan in de "grijze" markt (het zogenaamde gremium). Het groene rentevoordeel dat issuers hebben, is bij achtergestelde obligaties ook nog groter dan bij senior obligaties. Groene beleggers hebben namelijk veel appetijt voor achtergestelde obligaties omdat ze een rente-opslag bieden boven senior obligaties en er voornamelijk minder achtergestelde obligaties beschikbaar zijn om in te investeren.

### Green Bond Principles en subordinatie van obligaties

In de Green Bond Principles is geen ruimte ingenomen voor de subordinatie van obligaties. Hetzelfde geldt voor het Climate Bonds Initiative. Beide kijken vooral naar de vraag of er sprake is van financiering van groene projecten en/of de financiering van deze projecten gesegregeerd is van de niet groene activiteiten. Er wordt niet zozeer gekeken hoe de financiering geregeld is.

Je zou echter de vraag kunnen stellen waarom instellingen kiezen voor het uitgeven van groene achtergestelde obligaties wanneer ze deze financiering ook met normale senior obligaties zouden kunnen doen? Zo stelde rating bureau Fitch bijvoorbeeld recent vraagtekens bij achtergestelde groene obligaties van banken. Bekijk [hier](#) het artikel. De groene activa zijn weliswaar 'geormerkt', maar wanneer er een bail-in plaatsvindt moet de achtergestelde obligatie gewoon afgeschreven worden, onafhankelijk van de specifieke performance van de groene onderliggende activa. In hoeverre is er dan feitelijk nog sprake van segregatie van middelen voor de groene activa?

### Focus op financiering van verduurzaming

Ook wij volgen de ontwikkelingen nauwgezet. Het is natuurlijk erg goed om te zien dat de green bond markt echt volwassen aan het raken is. De populariteit van de markt zou er echter ook toe kunnen leiden dat gelukzoekers de markt betreden; issuers die de populariteit van green bonds aangrijpen als een mogelijkheid om zichzelf goedkoop te financieren zonder dat er een geloofwaardige relatie is met te financieren duurzame activiteiten.



Voor ons is cruciaal dat de intentie van de issuer aansluit bij het daadwerkelijk doel van het instrument, namelijk het financieren van groene activiteiten. Bij voorkeur zien we de opbrengst van een green bond besteed aan nieuw te financieren duurzame activiteiten. Dat is ook waarvoor het green bond instrument is ontwikkeld. We begrijpen dat de markt ruimte laat voor herfinanciering en diversificatie van instrumenten. Echter, het is voor de geloofwaardigheid van de green bonds markt, maar ook van de vermogensbeheersector, van groot belang dat er een herleidbare en geloofwaardige relatie blijft bestaan tussen de aangetrokken middelen en gefinancierde duurzame activiteiten. We zullen daar in de beoordeling van green bonds, conform de uitgangspunten van ons beoordelingskader, nadrukkelijker op blijven letten.

**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.