

2018 – ein schwieriges Jahr für europäische Anleihen – nicht für aktiv gemanagte Europäische Pfandbriefe

Nordea 1 – Danish Mortgage Bond Fund

ISIN: LU0229519045 (BI-DKK), LU0076315968 (BP-DKK), LU0255620204 (AP-DKK), LU0476538607 (AI-DKK)

Nordea 1 – European Covered Bond Fund

ISIN: LU0539144625 (BI-EUR), LU0076315455 (BP-EUR), LU0733666746 (AP-EUR), LU0733665771 (AI-EUR)

Nordea 1 – Low Duration European Covered Bond Fund

ISIN: LU1694214633 (BI-EUR), LU1694212348 (BP-EUR), LU1694213072 (AP-EUR), LU1857276965 (AI-EUR)

- Im Jahr 2018 kehren Zins- und Kreditsensitivität an die europäischen Anleihenmärkte zurück – so gut wie alle Anlageklassen schlossen das Jahr im negativen Bereich ab
- Europäische und dänische Pfandbriefe trotzen diesem Trend und entwickeln sich im Jahr 2018 positiv
- Kombiniert man die Sicherheit der Anlageklassen mit der Expertise des Danish Fixed Income & Euro Covered Bond Teams von Nordea, so erhält man:
 - Eine echte Alternative im Niedrigzinsumfeld, die
 - eine höhere Rendite als der breite Markt bietet
 - ohne das Risiko in Bezug auf den Gesamtmarkt zu erhöhen
 - und darüber hinaus beständig attraktive absolute und relative Erträge generiert

Wir bieten die volle Palette an Anlagemöglichkeiten in europäischen Pfandbriefen:

Nordea 1 – Danish Mortgage Bond Fund (Seite 2-6)

- Der Klassiker, aufgelegt im Jahre 1997
- Kombination einer liquiden Anlageklasse mit hoher Bonität (Dänische Pfandbriefe mit AAA Rating) und einer soliden Wirtschaft
- Negative Konvexität kündbarer Anleihen stellt neben der Zins- und der Kreditkomponente eine dritte Risiko-Ertragsquelle dar, die das Portfolio breiter diversifiziert
- Ein in Relation zu anderen Anleihetypen gleicher Bonität hervorragendes Renditepotential, gerade bei stagnierenden Zinsen

Nordea 1 – European Covered Bond Fund / Nordea 1 – Low Duration European Covered Bond Fund (Seite 7-10)

- Der Allrounder, der über den nordischen Tellerrand hinweg blickt
- Breite Diversifikation: Investiert in Pfandbriefe quer durch Europa
- Spezialisiert darauf, Alpha-Möglichkeiten gegenüber dem Referenzindex zu identifizieren und Ineffizienzen des Marktes auszunutzen
- Expertise, die sich auszahlt: knapp 7 Jahre Track Record, jedes Jahr Mehrrendite gegenüber dem Gesamtmarkt
- Ca. 5 Jahre Duration
- Auch mit einer Duration von ca. 1 Jahr erhältlich für alle, die steigende Zinsen in Europa fürchten

Und in Kürze: die European Covered Bond Opportunities Strategie

Dänischer Pfandbriefmarkt und dänische Wirtschaft

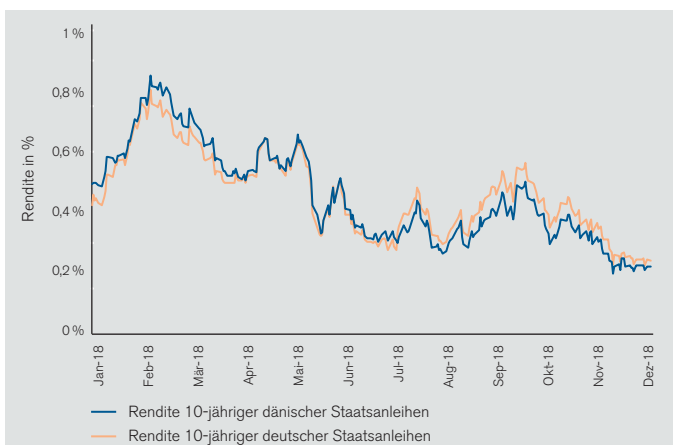
Rückblick 2018 – Ausblick 2019

- Kündbare dänische Pfandbriefe zu Beginn des Jahres unter Druck
- Insgesamt starke absolute und relative Wertentwicklung von dänischen Pfandbriefen im Vergleich zu anderen Anlageklassen – trotz Spreadausweitung
- Dänische Wirtschaft setzt Erholung in allen Bereichen fort und stabilisiert so ihren Ruf als sicherer Hafen
- Dänische Pfandbriefe dank attraktiver Renditen eine echte Alternative im Niedrigzinsumfeld und eine Kernposition im Portfolio im spätzyklischen, volatilen Marktumfeld

2018 – Dänische kündbare Pfandbriefe und das Murmeltier

Nachdem das Jahr 2017 auf der Zinsseite her noch als relativ langweilig angesehen werden kann (die Rendite der 10-jährigen deutschen Staatsanleihe tendierte durchgehend zwischen 0,2% und 0,6%), begann das Jahr 2018 gleich mit einem Paukenschlag. Innerhalb von nur wenigen Tagen stiegen die Renditen rapide von 0,3% auf 0,8% an, wie nachstehende Grafik zeigt. Ursächlich für diese Bewegung waren in erster Linie sehr gute makroökonomische globale Daten, denen sich die Zinsen anpassten. Dieser starke Anstieg war aber nur von kurzer Dauer und im weiteren Verlauf des Jahres gingen die Renditen kontinuierlich zurück und fielen insgesamt über das Jahr gesehen sogar im Vergleich zum Startwert um ca. 0,2%.

Graph 1:
Vergleich der Renditen deutscher Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren (orange) mit der Wertentwicklung dänischer Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren (blau)



Quelle: Nordea Analytics und Nordea Investment Funds S.A., Stand: 31.12.2018.

Und genau an dieser Stelle bauen wir die Brücke zu unserem Murmeltier, welches im dänischen Hypothekenmarkt anders als im gleichnamigen Film zwar nicht täglich kommt, aber dennoch in regelmäßigen Abständen. Immer dann, wenn wir schnell steigende Zinsen innerhalb einer kurzen Zeitspanne sehen, tendiert der dänische Hypothekenmarkt unterdurchschnittlich. Genauer gesagt ist es in erster Linie das kündbare Segment des Marktes, welches sich aufgrund seines speziellen Charakters im Vergleich zu anderen Anleiheformen schwach entwickelt.

Bei kündbaren Pfandbriefen hat der Kreditnehmer das Recht, sein Darlehen vierteljährlich zu Par zu kündigen. Dementsprechend trägt der Anleiheinvestor das Wiederanlagerisiko des erhaltenen Kapitals im Falle einer vorzeitigen Kündigung durch den Kreditnehmer. Als Vergütung für dieses Risiko erhält der Investor eine Zusatzrendite, die man Optionsprämie nennt.

Auf der anderen Seite erzeugt diese Option des Schuldners aber einen Nebeneffekt für die Anleihen, den man als negative Konvexität bezeichnet. Gerade dann, wenn die Zinsen innerhalb kurzer Zeit stark ansteigen, macht eine vorzeitige Kündigung für den Schuldner keinen Sinn mehr. In der Folge steigt die Duration (Sensitivität des Preises der Anleihe auf eine Änderung der Zinsen) der zu Grunde liegenden Anleihe überproportional im Vergleich zu nicht-kündbaren Anleihen, was zu einem höheren Verlust führt, wie unten stehende Grafik zeigt.

Graph 2:
Wertentwicklung kündbarer dänischer Pfandbriefe mit einer Laufzeit von 5 Jahren (blau) im Vergleich zur Wertentwicklung dänischer Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 5 Jahren (orange) und der Rendite auf 10-jährige deutsche Staatsanleihen (grau, rechte Achse)



Quelle: Nordea Analytics und Nordea Investment Funds S.A., Stand: 31.12.2018.

Anleger, die mit dem Anlagesegment dänische Pfandbriefe und insbesondere der Besonderheit kündbarer Pfandbriefe vertraut sind, kennen diesen Effekt und wissen, dass sie diesen Kursverlust „aushalten“ müssen bzw. diesen sogar zu Nachkäufen nutzen können. Denn auch hier kann man sich auf die Beharrlichkeit des Murmeltiers verlassen: Nach jedem Preisverfall von kündbaren Anleihen, der durch steigende Zinsen hervorgerufen wurde, hat sich dieses Segment in der Historie in kürzester Zeit wieder erholt, unter anderem wegen der zusätzlichen Verzinsung durch die Optionsprämie. Und so, wie der Verlust gegenüber anderen Anleihesegmenten überproportional ausfällt, so gelang auch die vollständige Erholung von diesem Verlust in der Vergangenheit deutlich schneller. Auch in diesem Jahr dauerte es gerade einmal 1,5 Monate, bis die Verluste, die in der Spitze ca. 3% betragen, wieder vollkommen egalisiert wurden, wie anhand obiger Grafik erkennbar ist.

Starke Wertentwicklung dänischer Pfandbriefe – absolut und besonders relativ gesehen

Den Rest des Jahres spielte der dänische Pfandbriefmarkt wieder einmal seine bekannten Stärken aus. 2018 war sicherlich das Jahr, indem die Volatilität an die europäischen Anleihenmärkte zurückkehrte. Neben dem vorherrschenden Niedrigzinsumfeld und der damit verbundenen Suche nach Rendite erlitten Anleiheinvestoren in ihren Portfolios sowohl aufgrund der Zinssensitivität im Portfolio (zu Beginn des Jahres, siehe obige Grafik), aber noch viel mehr aufgrund der Kredit-sensitivität teils deutliche Verluste, da sich insbesondere die Zinsdifferenzen fast durch alle Segmente hinweg deutlich ausweiteten, nicht zuletzt hervorgerufen durch eine Intensivierung der politischen Spannungen in Kombination mit schwächelnden Makrodaten in Europa von Mai an.

Höhere Schwankungen sind andererseits ein typisches spätzyklisches Merkmal. Was suchen Anleger in einem solchen Umfeld besonders? Die klassischen Merkmale des dänischen Hypothekenmarktes:

- **Hohe Bonität:** Dänische Pfandbriefe sind zu mehr als 95% mit dem höchstmöglichen Rating AAA ausgezeichnet.
- **Liquidität:** Der dänische Pfandbriefmarkt gilt weiterhin als einer der liquidesten Anleihenmärkte weltweit. Gerade in Krisenzeiten wie bspw. während der Immobilienkrise war die Liquidität einzelner Segmente im dänischen Pfandbriefmarkt sogar höher als die dänischer Staatsanleihen.

- **Diversifikation:** Die eingangs beschriebene Konvexität stellt neben der Zins- und der Kreditkomponente eine dritte Risiko-Ertragsquelle dar, die das Portfolio breiter diversifiziert.
- **Renditepotential:** Auch aufgrund der Optionsprämie des kündbaren Segmentes bieten dänische Pfandbriefe ein in Relation zu anderen Anleihetypen gleicher Bonität hervorragendes Renditepotential.

Dies sind nur einige der Gründe, warum Anleger im Jahr 2018 ihr Augenmerk vermehrt auf das Segment dänische Pfandbriefe richteten. So beträgt derzeit der Anteil ausländischer Investoren am dänischen kündbaren Hypothekenmarkt ca. 33% und tendiert damit auf einem Allzeithoch.

Die Anleger wurden dabei im Jahr 2018 auch wirklich nicht enttäuscht, waren doch dänische Pfandbriefe in der Tat eine der wenigen Anlageklassen, die das Jahr im positiven Bereich beenden konnten. So generierte der Nordea 1 – Danish Mortgage Bond Fund im vergangenen Jahr eine Rendite von 0,92% (BI-DKK Anteilsklasse).

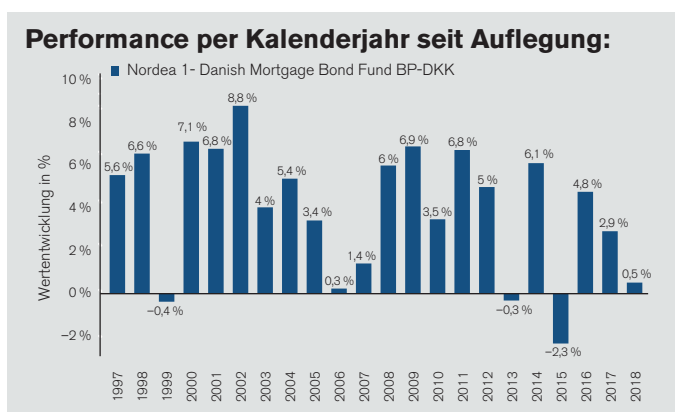
Dennoch ist auch in dieser Anlageklasse Vorsicht geboten: die Segmente des dänischen Hypothekenmarktes entwickelten sich recht unterschiedlich und gerade im kündbaren Bereich war die Dispersion besonders ausgeprägt. Während sich kündbare Pfandbriefe mit geringen Kupons aufgrund der Zinsausweitung zu Beginn des Jahres schwächer entwickelten als dänische Staatsanleihen mit vergleichbarer Duration, entwickelten sich kündbare Pfandbriefe mit Kupons von 2,5% und höher deutlich besser als ihre Staatsanleihen-Pendants. In diesen Segmenten glich der hohe Carry auf den Anleihen die schwache Wertentwicklung zu Beginn des Jahres mehr als aus.

Und bei allem Fokus auf diesen kündbaren Bereich sollten auch die Vorzüge nicht-kündbarer Anleihen sowie kurzfristig laufender Floater genauestens analysiert werden, die beispielsweise bei der Durationssteuerung des Portfolios im Falle stark steigender Zinsen eine wichtige Rolle spielen. Expertise und Flexibilität bei der Anlagenallokation waren im Jahr 2018 vornehmlich gefragt und die Erfahrung eines aktiven Anlageverwalters ist sicherlich ein weiterer Punkt, der im spätzyklischen Umfeld an Bedeutung gewinnen wird.

Nordea verfügt hierbei mit dem Danish Fixed Income & European Covered Bond Team über ein sehr erfahrenes und mehrfach ausgezeichnetes Team, welches eine hohe Expertise insbesondere am dänischen Hypothekenmarkt besitzt und alleine in dieser Anlageklasse ca. 33 Mrd EUR

verwaltet. Mit dem bereits erwähnten Nordea 1 – Danish Mortgage Bond Fund, der bereits im Jahr 1997 aufgelegt wurde, erhalten Anleger eine Möglichkeit, an der Wertentwicklung dänischer Pfandbriefe zu partizipieren. Ziel des Fonds ist es, das Kapital der Anleger zu erhalten und eine stabile Rendite über dem durchschnittlichen Zinsniveau in Dänemark zu erzielen.

Graph 3:
Jährliche Wertentwicklung des Nordea 1 – Danish Mortgage Bond Fund (BP-DKK) seit Auflegung



Quelle: Nordea Investment Funds S.A. Betrachteter Zeitraum: 15.02.1997 – 31.12.2018. Wertentwicklung errechnet von Nettoanteilswert zu Nettoanteilswert (nach Gebühren und in Luxemburg anfallenden Steuern) in der Währung der jeweiligen Anteilklasse, bei Wiederanlage der Erträge und reinvestierter Dividenden ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlages oder der Rücknahmegebühr. Ausgabe- und Rücknahmegebühren könnten die Wertentwicklung beeinträchtigen. Stand: 31.12.2018. **Die dargestellte Wertentwicklung ist historisch; Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Richtwert für zukünftige Erträge und Anleger erhalten möglicherweise nicht den vollen Anlagebetrag zurück. Der Wert der Anteile kann je nach Anlagepolitik des Teilfonds stark schwanken und wird nicht gewährleistet.** Sofern sich die Währung der betreffenden Anteilklasse von der Währung des Landes, in dem der Anleger wohnt, unterscheidet, kann die dargestellte Wertentwicklung aufgrund von Wechselkursschwankungen abweichend sein.

Nordea 1 – Danish Mortgage Bond Fund	
Fondsmanager	Danish Fixed Income & Euro Covered Bond Team
Fondsdomizil	Luxemburg
ISIN-Codes	LU0229519045 (BI-DKK) / LU0076315968 (BP-DKK) LU0255620204 (AP-DKK) / LU0476538607 (AI-DKK)
Jährliche Managementgebühr	0,60% (BP-DKK / AP-DKK) 0,30% (BI-DKK / AI-DKK)
Basiswährung	DKK
Fondsvolumen in Millionen	5543
Anzahl der Positionen	85
Auflagedatum	21.02.1997 (BP-DKK) / 02.11.2005 (BI-DKK) 01.07.2006 (AP-DKK) / 14.01.2010 (AI-DKK)

Quelle: Nordea Investment Funds S.A., Stand: 31.12.2018

Neben den Vorzügen des dänischen Hypothekenmarktes ist ein weiteres wichtiges Kriterium natürlich die Stabilität der zugrunde liegenden Volkswirtschaft, so dass wir Ihnen im Folgenden einen kurzen Überblick über die aktuellen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Dänemark darlegen.

Entwicklung der dänischen Wirtschaft

Um die rasante Entwicklung der dänischen Wirtschaft in den letzten Jahren richtig einzuschätzen, lohnt ein kurzer Blick zurück. Nach der Finanzkrise befand sich

Dänemark buchstäblich am Boden und 170.000 Menschen verloren innerhalb von nur einem Jahr ihre Arbeit. Es dauerte lange, bis sich Dänemark von diesem Schock erholte. Umso bemerkenswerter, dass nur 9 Jahre später die Wirtschaft mit voller Kapazität läuft, in den letzten 5 Jahren mehr als 200.000 neue Stellen geschaffen wurden und die Wachstumsraten des Bruttoinlandsproduktes in den letzten beiden Jahren über 2% lagen. Bevor wir auf die Schattenseiten dieses kräftigen Wachstums eingehen, schauen wir uns die Hauptgründe dieser Entwicklung etwas genauer an:

Konsumenten feuern das Wachstum an

Der Konsum der Haushalte steht stellvertretend für rund die Hälfte der dänischen Wirtschaftsleistung. Seit 2015 ist der private Konsum jährlich um rund 2% gestiegen und ist somit hauptverantwortlich für den Aufschwung der dänischen Wirtschaft. Umso bemerkenswerter ist die Tatsache, dass das Konsumverhalten nicht mit höheren Krediten oder Darlehen einhergeht. Die Haushalte haben in den vergangenen Jahren gleichzeitig ihre Sparreserven erhöht: derzeit legen die Dänen etwa das Doppelte ihres verfügbaren Einkommens zur Seite im Vergleich zu der Zeit vor der Finanzkrise. Wir erwarten ein nachhaltig gutes Konsumklima, da die Kaufkraft der Dänen aufgrund steigender Beschäftigungszahlen und höherer Gehälter sogar weiter zunehmen sollte.

Die Unternehmen ziehen nach

Seit Mitte 2015 sind die Investitionen von Unternehmen deutlich angezogen und der Anteil an der gesamten Wirtschaftsleistung ist nun wieder auf dem historischen Mittel. Interessanterweise wurde dieser Fortschritt in erster Linie von einem starken Wachstum der gewerblichen Schutz- und Urheberrechte getragen, die seit 2000 um 85% gestiegen sind. Stellvertretend hierfür auch die etwas eigentümlich wirkende nachträgliche Anhebung des BIP für 2017, da hier der Verkauf eines Patentes in Höhe von 9 Mrd. DKK eingerechnet wurde, welches das BIP für das gesamte Jahr 2017 um 0,4% nach oben drückte. Auch unter diesem Hintergrund erwarten wir für das Jahr 2018 „nur“ ein BIP-Wachstum von 1%, eben ausgehend von diesem revidierten BIP Wert von 2017.

Die Export-Maschine stottert

Seit 2010 waren Exporte neben dem privaten Konsum ein Haupttreiber der wirtschaftlichen Entwicklung. Eine bessere Wettbewerbsfähigkeit der Löhne in Dänemark und eine Verbesserung der Handelsbeziehungen sind einige Gründe dafür, dass die letzten Jahre von einem Handelsüberschuss (mehr Exporte als Importe) geprägt waren.

2018 geriet dieser Motor ins Stottern, auch weil die dänische Krone in den letzten Jahren eher stark tendierte. So werteten bspw. die Schwedische Krone und das

Britische Pfund im Jahr 2018 gegenüber der Dänenkrone massiv ab, was es für Exporteure schwer machte, in diesen Märkten wettbewerbsfähig zu bleiben.

Wir erwarten für 2018 einen Anstieg an Exporten von rund 1%. Demgegenüber steht ein Importwachstum von rund 4%. Dies sehen wir nicht wirklich als Grund zur Sorge an, vielmehr handelt es sich unserer Meinung nach um das normale spätzyklische Verhalten, da das globale Wachstum sich abschwächt, was auch immer zu Lasten der eher exportorientierten Nationen fällt.

Der Arbeitsmarkt – typisch spätzyklisch

Die gute Nachricht zuerst: Wir erwarten, dass in Dänemark bis Ende 2020 weitere 70.000 Arbeitsplätze geschaffen werden. Ansonsten zeigt sich das typische spätzyklische Phänomen wie vorhin bereits bei den Exporten. Übertragen auf den Arbeitsmarkt bedeutet dies: Eine fast erreichte Vollbeschäftigung und damit einhergehender Fachkräftemangel. Der nächste logische Schritt ist bereits spürbar. So zogen die Löhne im herstellenden Gewerbe im 2. Quartal 2018 um 2,6% an, was das größte Wachstum seit 2012 darstellt. Gleichzeitig werden sich höhere Löhne auch auf die Konsumentenpreise auswirken und wir erwarten eine Inflationsrate von ca. 1,5% für das nächste Jahr. Steigend, aber nicht besorgniserregend.

Immobilienpreise – ist der Zenit erreicht?

Historisch tiefe Kreditzinsen und das steigende verfügbare Einkommen der Haushalte führen dazu, dass immer mehr Familien am Immobilienmarkt tätig werden. So stiegen die Preise von Einfamilienhäusern im Schnitt um ca. 5%, während Eigentumswohnungen sogar um ca. 7% anzogen.

Im Gegensatz zu den vergangenen Jahren sehen wir aber eine klare Abschwächung dieser Bewegung. Stärkere Regulierungen und ein insgesamt recht hohes Preisniveau haben dafür gesorgt, dass die Anzahl an Häusern, die in den Großstädten zum Verkauf stehen, massiv angestiegen ist, während die Rate leerstehender Häuser in den ländlicheren Gegenden weiter sinkt. Soweit sehen wir das als sehr gesundes Zeichen an, dass der Immobilientrend nun geographisch breiter diversifiziert ist. Unserer Meinung nach werden wir im nächsten Jahr weiter steigende Immobilienpreise erleben, die aber alleine schon dadurch gemäßigt ausfallen, dass die Zinsen auf Hypothekendarlehen zuletzt leicht gestiegen sind, so dass die Finanzierungskosten ebenfalls etwas höher werden.

Insgesamt präsentiert sich der dänische Immobilienmarkt allerdings weiterhin in einer sehr guten Verfas-

sung: Zahlungsverzögerungen auf bestehende Immobilienkredite verharren mit 0,20% auf dem tiefsten Stand seit mehreren Jahren. Mit steigenden Immobilienpreisen sinken natürlich auch gleichzeitig die Beleihungsquoten, was zu einem zusätzlichen Puffer führt, falls doch eine leichte Marktkorrektur eintreten sollte. Aktuell liegen die Beleihungswerten im Schnitt bei ca. 60%.

Geldwäscheskandal belastet nicht die Pfandbriefe

In der 2. Jahreshälfte gab es einige negative Berichtserstattungen zur Danske Bank (Dänemarks größte Bank) mit Bezug zur früheren Geschäftstätigkeit in den baltischen Staaten und damit in Verbindung stehender mutmaßlicher Beteiligung an Geldwäscheaktivitäten. Während dies sicherlich ein guter Weckruf für die dänischen Banken generell war, ihre Compliance Systeme zu überprüfen, so hatte dieser Skandal keinerlei Auswirkungen auf den dänischen Hypothekenmarkt. Per Gesetz sind Universalbanken und Hypothekenbanken strikt getrennt, so dass selbst die Anleihenpreise von Realkredit Danmark (die Hypothekenbank der Danske Bank) nicht in Mitleidenschaft gezogen wurden.

Insgesamt scheint der Weg geebnet zu sein für ein nachhaltiges, mehrjähriges Wirtschaftswachstum in Dänemark. Inländische Gefahren sind nicht auszuma-chen, so dass die größten Stolpersteine in einer Abschwächung des globalen Wachstums oder einem nicht kalkulierbaren politischen oder volkswirtschaftlichen Risiko lauern.

Ausblick 2019: Blaupause von 2018?

Gerade im derzeitigen Niedrigzinsumfeld fällt es Anlegern zunehmend schwerer, im festverzinslichen Bereich eine positive Rendite zu erwirtschaften ohne Abstriche bei der Bonität machen zu müssen. Das Interesse ausländischer Investoren im vergangenen Jahr zeigt, dass dänische Pfandbriefe als grundsolide, liquide Anlageklasse mit erstklassiger Bonität vermehrt in den Blickpunkt rücken. Der ausgezeichnete wirtschaftliche Ausblick, die Stabilität und Einzigartigkeit des dänischen Hypothekenmarktes und der zunehmende Schutz der Investoren mittels strengerer Richtlinien für Kreditnehmer tragen zu diesem Momentum bei. Des Weiteren bieten dänische Pfandbriefe sowohl im Vergleich zu ihren europäischen Pendanten als auch zu Staatsanleihen weiterhin eine attraktive Rendite.

Als Veranschaulichung lag per 31. Dezember 2018 der erwartete Ertrag des Nordea 1 – Danish Mortgage Bond Fund für die kommenden 12 Monate bei unverändertem Zinsniveau und unverändertem Spreadniveau bei 1,59%¹ vor Gebühren.

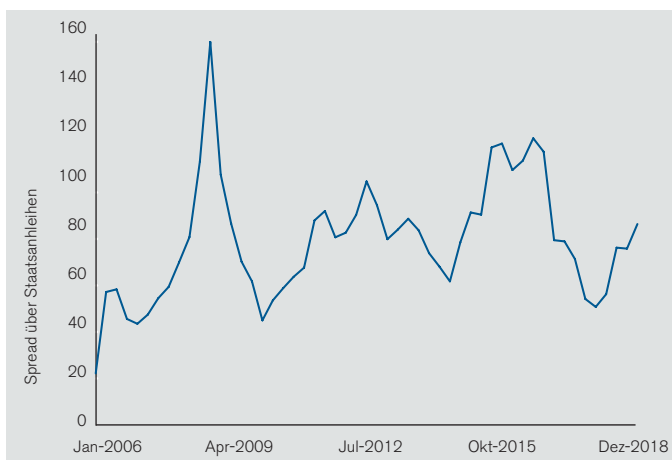
1) Quelle: Nordea Investment Management AB, Nordea Analytics, 31.12.2018. Die gezeigten Daten sind optionsadjustiert und Schätzungen von Nordea Investment Management AB. Sie basieren auf Annahmen und aktuell verfügbaren Informationen auf Basis eines externen Modells. Es kann keine Garantie für die Genauigkeit dieser Informationen übernommen werden, und es wird auch keine Gewähr dafür übernommen, dass die gemachten Schätzungen in Zukunft eintreten. Die gezeigte Entwicklung ist lediglich indikativ und keine verlässliche Vorhersage für zukünftige Ergebnisse. Stand: 31.12.2017. **Es kann nicht zugesichert werden, dass ein Anlageziel, angestrebte Erträge und Ergebnisse einer Anlagestruktur erreicht werden.**

Risiken sind andererseits kaum auszumachen. Der dänische Hypothekenmarkt ist weit von einer Blase entfernt, diversifiziert sich wie bereits geschildert von den Städten in die ländlichen Gebiete und entwickelt sich im Einklang mit einer sich stetig verbessernden Wirtschaftslage.

Das gestiegene Interesse ausländischer Investoren an dänischen Pfandbriefen als Risiko einstuft, erscheint auch etwas übertrieben. Zwar ist in Krisenzeiten der erste Impuls in der Regel, ausländische Papiere zu veräußern. Geschieht dies in großem Maße zur selben Zeit, würde dies zu einem Preisdruck auf dänische Pfandbriefe führen. Allerdings ist der dänische Pfandbriefmarkt weiterhin von inländischen Investoren dominiert. Des Weiteren hat das Jahr 2018 gezeigt, dass Anleger am Ende eines Zyklus relativ denken. So gehen wir davon aus, dass das Interesse nach stabilen, sicheren Anleihen mit positiver Rendite eher weiter steigen wird.

Eines der größten Risiken für dänische Pfandbriefe stellt wie zu Beginn des Jahres ein massiver Zinsanstieg in einer kurzen Zeitspanne dar. Die derzeitige Politik der EZB scheint allerdings derzeit vorhersehbar und große Zinserhebungen wird es in der Amtszeit von Mario Draghi (bis 2019) mit großer Wahrscheinlichkeit nicht mehr geben, so dass auch dieses Risiko kontrollierbar ist. Darüber hinaus hat die Korrekturphase im kündbaren Bereich dazu geführt, dass das Spreadniveau kündbarer Pfandbriefe von einem sehr tiefen Stand Ende 2017 nun wieder eher auf einem gesunden Mittel tendiert, so dass weitere negative Überraschungen in Form einer Spreadausweitung kontrollierbar erscheinen.

Graph 4:
Entwicklung des Spreadniveaus kündbarer dänischer Pfandbriefe



Quelle: Nordea Investment Management AB, Nordea Analytics. Stand: 31.12.2018

Die größte derzeitige Gefahr liegt somit in einer Abschwächung des globalen Wachstums bzw. einer bevorstehenden Rezession. Auch wenn dieses Szenario absolut gesehen sicherlich eine Belastung für den dänischen Hypothekenmarkt und das Portfolio darstellen könnte, sollten Anleger relativ gesehen aufgrund der starken Charakteristika der Anleihen (hohe Bonität, starke Liquidität, Diversifikationspotential im Portfolio) mit der Anlageklasse dänische Hypothekenspfandbriefe im Portfolio gut fahren können.

Ein Blick über den Tellerrand – der europäische Pfandbriefmarkt

- 2018: Schwerstes Jahr für europäische Pfandbriefe seit 2011
- Angebot als treibender Faktor für 2019
- Rückzug der EZB als Problem? Nicht für europäische Pfandbriefe
- Pfandbriefe aus Kerneuropa auf attraktivem Niveau

Marktrückblick 2018

Es war ein sehr schwieriges und volatiles Jahr für europäische Anleihen quer über alle Bonitätsstufen hinweg und die überwiegende Mehrzahl von ihnen generierte im Jahresverlauf negative Renditen. Absolut gesehen konnten sich auch europäische Pfandbriefe diesem Trend nicht komplett widersetzen und die Zinsdifferenzen des iboxx EUR Covered Bond Index weiteten sich im Jahr 2018 um ca. 25–30 Basispunkte. Eine solche Ausweitung hat der europäische Pfandbriefmarkt seit 2011 nicht mehr gesehen. Da aber gleichzeitig zu den sich weitenden Spreads die Zinsen fielen, generierte der iboxx EUR Covered Bond Index im Jahr 2018 eine positive Rendite von 0,24%, eine Zahl die gerade in Relation zu den Alternativen auf der europäischen Anleienseite beeindruckend ist. Anleger honorieren mehr und mehr die Vorzüge dieser Anlageklasse wie bspw. die doppelte Besicherung, die starken Regulierungen rund um die Deckungsstöcke sowie die bevorzugte Behandlung im Rahmen der europäischen Abwicklungsrichtlinie für Banken im Vergleich zu anderen Anlageklassen – alles Merkmale die in einer volatilen, spätzyklischen Marktphase an Bedeutung gewinnen.

Ausblick 2019 – Angebot und EZB als Spielverderber?

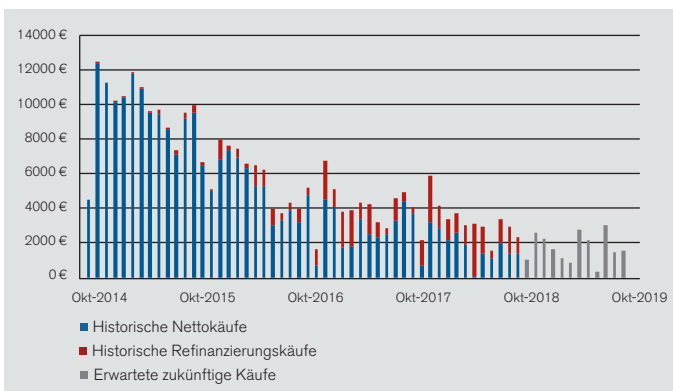
Angebot und Nachfrage werden unserer Meinung nach im Jahr 2019 eine bedeutende Rolle für die weitere Spreadentwicklung von europäischen Pfandbriefen spielen. Während ca. 103 Mrd. EUR an bestehenden Emissionen im laufenden Jahr zurückgezahlt werden, rechnen Analysten derzeit mit Neuemissionen im Wert von 130–150 Mrd. EUR. Der Grund hierfür liegt in erster Linie darin, dass Banken ihren Refinanzierungsbedarf wohl etwas nach vorne ziehen könnten, um so von

dem weiter tiefen Zinsniveau in Europa profitieren zu können. Ein im Vergleich zur Nachfrage höheres Angebot würde dementsprechend den Druck auf die Spreads weiter leicht erhöhen.

Allerdings gibt es noch viele weitere Faktoren zu beachten, die unserer Meinung nach in der Angebotsseite nicht vollumfänglich erfasst werden. Die EZB stellt weiterhin attraktive Konditionen für Banken zur Verfügung bezüglich deren langfristigem Refinanzierungsbedarfs und gerade viele Banken in der Peripherie, in denen die aktuellen Refinanzierungen im Jahr 2020 auslaufen, werden 2019 reagieren müssen. Sollten die Konditionen der EZB weiterhin attraktiv bleiben, sinkt somit natürlich der Druck auf die Emittenten, sich nach anderen Refinanzierungsvehikeln wie bspw. Pfandbriefen umschauen zu müssen.

Die EZB und deren Rückzug vom Kaufprogramm war natürlich das Thema schlechthin im Jahr 2018. Gerade Anleger im europäischen Pfandbriefmarkt sollten aufgrund dieser Aussage allerdings nicht in Panik verfallen, denn 2 Gründe sprechen dafür, dass die Spreadentwicklung nicht zu sehr mit dieser Entscheidung der EZB gekoppelt sein wird. Zum einen hat die EZB ebenso angekündigt, fällige Anleihen zu re-investieren und der Konsensus derzeit ist, dass dies in derselben Anlageklasse geschehen wird, in der auch die Fälligkeiten anfallen. Im Jahr 2019 werden etwas mehr als 20 Mrd. EUR an europäischen Pfandbriefen in „EZB Hand“ fällig, so dass die EZB als Marktteilnehmer dem europäischen Pfandbriefmarkt erhalten bleibt. Zum anderen zeigt unten stehende Grafik sehr gut, dass die EZB sich ausgehend vom Start des Kaufprogramms im Oktober 2014 bereits am Mitte 2016 massiv aus dem Markt zurückgezogen hat und die Käufe um ca. 75% reduzierte. Dies geschah ohne wirkliches Aufsehen im Markt, die Spreads weiteten sich nicht, engten sich im Gegenteil sogar zunächst weiter ein – ein gutes Indiz dafür, dass es sich um einen sehr liquiden, gesunden Markt handelt und die EZB als Marktteilnehmer geschätzt, aber nicht zwingend gebraucht wird. Gleichzeitig zum Rückzug der EZB stieg nämlich bspw. das Interesse anderer professioneller Investoren an europäischen Pfandbriefen, die die entstandene Lücke mehr als kompensiert haben.

Graph 5:
Entwicklung des Kaufprogramms der EZB für europäische Pfandbriefe und geschätzte weitere Entwicklung



Quelle: Nordea Investment Management AB, Nordea Analytics, Stand: 31.12.2018

Dieses Interesse wird unserer Meinung nach in 2019 weiter zunehmen, handeln europäische Pfandbriefe gerade in Kerneuropa derzeit historisch attraktiv gegenüber ihren Pendanten in Staatsanleihen.

Der Nordea 1 – European Covered Bond Fund im Marktkontext

Wie schon erwähnt, markierte das Jahr 2018 sicherlich eine Trendwende, wenn es um das Investieren in die europäischen Anleihenmärkte geht.

Viele Anleger haben sich damit abgefunden, dass mit europäischen Anleihen im derzeitigen Niedrigzinsumfeld keine attraktive Rendite erwirtschaftet werden kann. Solange dies mit einer geringen Volatilität an den Märkten einhergeht, ist dies ärgerlich, aber für viele hinnehmbar. Das Jahr 2018 hat allerdings gezeigt, dass dieses „Ausruhen“ und Festhalten an europäischen Anleihen im Portfolio durchaus problematisch werden kann; nämlich genau dann, wenn die Marktschwankungen zunehmen. Innerhalb des Jahres wurden europäische Anleihen mit den beiden Hauptrisiken konfrontiert, die mit dieser Anlageklasse einhergehen: dem Durationsrisiko (zu Beginn des Jahres) und dem Kreditrisiko (seit Mai 2018).

Investoren standen diesem Dilemma hilflos gegenüber und sahen kein Entkommen. Und in der Tat litten alle europäischen Anleihenkategorien über sämtliche Risikoprofile hinweg zumindest unter einem dieser Ereignisse: So verloren bspw. Deutsche Staatsanleihen (gemessen am REXP) während der Phase des Zinsanstiegs ca. 1,3% an Wert, um dann während der Kreditkrise als sicherer Hafen zu fungieren und sich zu erholen. Europäische Unternehmensanleihen hingegen tendierten lange Zeit seitwärts und verloren dann schließlich seit der Italienkrise im Mai deutlich an Wert. So bewegte sich die Vielzahl der Anleihenportfolios von Anlegern, die über diese Anlageklassen hinweg diversifizieren, im Jahr 2018 im negativen Bereich.

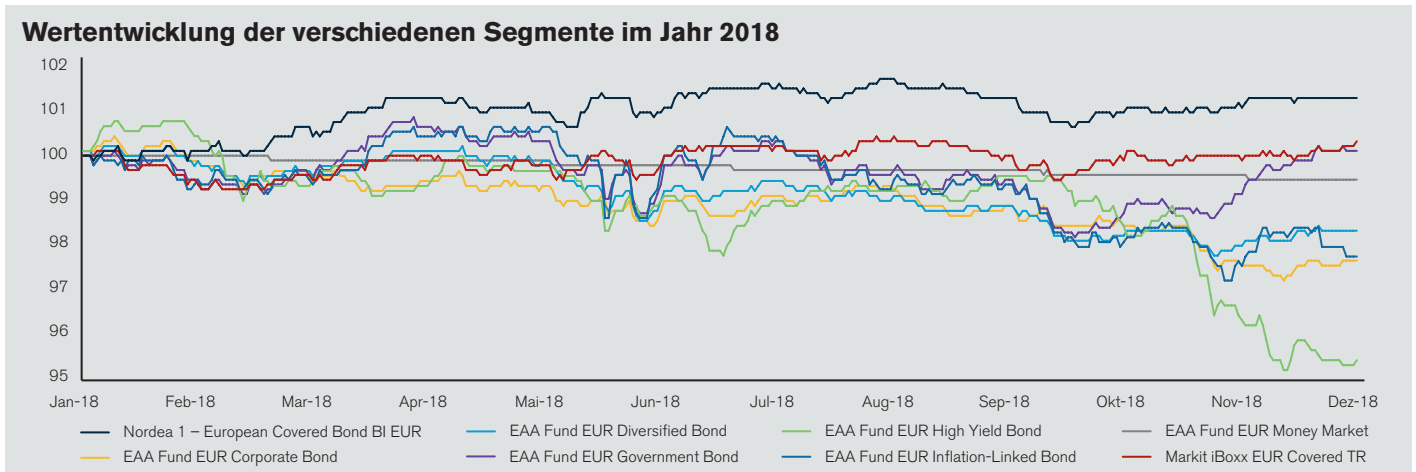
Ein erstes Entkommen aus diesem Dilemma bieten wie oben beschrieben europäische Pfandbriefe, die das Jahr 2018 im positiven Bereich abschlossen. Dies alleine ist in einer spätzyklischen, von Schwankungen gezeichneten Marktphase allerdings oft nicht genug. Gerade in diesen schwierigen Phasen ist es sinnvoll, die Sicherheit und Widerstandsfähigkeit der Anlageklasse mit der Erfahrung eines auf aktives Management spezialisierten Management-Teams zu kombinieren, welches nachweislich in den vergangenen Jahren eine hohe Alpha Generierung lieferte, ohne das Risiko im Vergleich zum breiten Markt für europäische Pfandbriefe zu erhöhen.

Die unten stehende Grafik verdeutlicht diese Argumente und zeigt die Widerstandsfähigkeit des Nordea 1 – European Covered Bond Fund während des Jahres. Vergleicht man die Wertentwicklung des Fonds seit Jahresbeginn mit den jeweiligen Morningstar Vergleichsgruppen, so war der Fonds tatsächlich als einziger in der Lage:

- die Verluste während des Zinsanstiegs im Januar und Februar zu minimieren und darüber hinaus sogar Alpha zu generieren und
- sich während der Kreditkrise in Italien sogar positiv und damit gegenläufig zum Markt zu entwickeln und die aufgebaute Wertentwicklung seitdem zu erhalten.

Graph 6:

Entwicklung des Nordea 1 – European Covered Bond Fund im Vergleich zu den verschiedenen Morningstar-Kategorien (diversifiziert in türkis, Hochzinsanleihen in grün, Geldmarkt in grau, Unternehmensanleihen in orange, Staatsanleihen in lila und inflationsgelinkte Anleihen in hellblau)

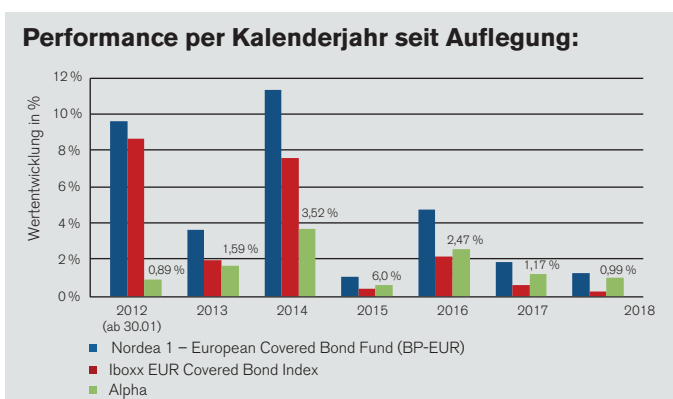


Quelle: © 2019 Morningstar, Inc. Alle Rechte vorbehalten per 04.01.2019. Datenbank für offene europäische Investmentfonds. Betrachteter Zeitraum: 31.12.2017 – 31.12.2018. Wertentwicklung errechnet von Nettoanteilswert zu Nettoanteilswert (nach Gebühren und in Luxemburg anfallenden Steuern) in der Währung der jeweiligen Anteilklasse, bei Wiederanlage der Erträge und reinvestierter Dividenden, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlages oder der Rücknahmegebühr. Ausgabe- und Rücknahmegebühren könnten die Wertentwicklung beeinträchtigen. Stand: 31.12.2018. **Die dargestellte Wertentwicklung ist historisch; Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Richtwert für zukünftige Erträge und Anleger erhalten möglicherweise nicht den vollen Anlagebetrag zurück. Der Wert der Anteile kann je nach Anlagepolitik des Teilfonds stark schwanken und wird nicht gewährleistet.** Sofern sich die Währung der betreffenden Anteilklasse von der Währung des Landes, in dem der Anleger wohnt, unterscheidet, kann die dargestellte Wertentwicklung aufgrund von Wechselkursschwankungen abweichend sein. **Ein Vergleich mit anderen Finanzprodukten oder Vergleichsindizes dient nur zu Informationszwecken.**

Anleger sollten hierbei nicht dem Irrglauben verfallen, obige Wertentwicklung ließe sich auch mit einem passiven Investment erreichen. Der europäische Pfandbriefmarkt ist ein sehr sicherer, liquider, aber auch ineffizienter Markt. Daher bedarf es eines hoch erfahrenen Portfoliomanagers, um attraktive absolute wie auch relative Erträge zu generieren. Dass dies nicht nur – wie oben gesehen – kurzfristig, sondern auch langfristig seit Auflage des Fonds Jahr für Jahr möglich ist, zeigt unten stehende Grafik:

Graph 7:

Jährliche Wertentwicklung des Nordea 1 – European Covered Bond Fund im Vergleich zu seiner Benchmark (iboxx EUR Covered Bond Index)



Quelle: Nordea Investment Funds S.A. Betrachteter Zeitraum: 30.01.2012 – 31.12.2018. Wertentwicklung errechnet von Nettoanteilswert zu Nettoanteilswert (nach Gebühren und in Luxemburg anfallenden Steuern) in der Währung der jeweiligen Anteilklasse, bei Wiederanlage der Erträge und reinvestierter Dividenden ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlages oder der Rücknahmegebühr. Ausgabe- und Rücknahmegebühren könnten die Wertentwicklung beeinträchtigen. Stand: 31.12.2018. **Die dargestellte Wertentwicklung ist historisch; Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Richtwert für zukünftige Erträge und Anleger erhalten möglicherweise nicht den vollen Anlagebetrag zurück. Der Wert der Anteile kann je nach Anlagepolitik des Teilfonds stark schwanken und wird nicht gewährleistet.** Sofern sich die Währung der betreffenden Anteilklasse von der Währung des Landes, in dem der Anleger wohnt, unterscheidet, kann die dargestellte Wertentwicklung aufgrund von Wechselkursschwankungen abweichend sein.

Nordea 1 – European Covered Bond Fund	
Fondsmanager	Danish Fixed Income & Euro Covered Bond Team
Fondsdomizil	Luxemburg
ISIN-Codes	LU0539144625 (BI-EUR) / LU0076315455 (BP-EUR) LU0733666746 (AP-EUR) / LU0733665771 (AI-EUR)
Jährliche Managementgebühr	0,60 % (BP-EUR / AP-EUR) 0,30 % (BI-EUR / AI-EUR)
Basiswährung	EUR
Fondsvolumen in Millionen	2317
Anzahl der Positionen	130

Quelle: Nordea Investment Funds S.A., Stand: 31.12.2018

Der Nordea 1 – Low Duration European Covered Bond Fund – im Schatten des Bruders, und dennoch stark

Für alle Anleger, die eine Zinswende befürchten und angesichts dessen eine zu hohe Duration im Portfolio halten, haben wir im Oktober 2017 einen neuen Fonds entwickelt und aufgelegt, der die attraktiven Alpha-Chancen unserer bereits bestehenden Anlagelösung mit einem erheblich niedrigeren Zinsrisiko kombiniert: den **Nordea 1 – Low Duration European Covered Bond Fund**.

Seit seiner Auflegung vor etwas mehr als einem Jahr hat der Nordea 1 – Low Duration European Covered Bond Fund bereits **Anlagegelder in Höhe von 1416 Mio. EUR** eingesammelt (Stand: 31.12.2018). Darin spiegelt sich der **Bedarf der Anleger nach viel versprechenden Anlagealternativen zu risikoarmen Anlageklassen wider**.

Gerade zu Beginn des Jahres 2018, als die Zinsen innerhalb kürzester Zeit stark anstiegen, hat sich die Stärke dieses Fonds gezeigt, der gerade für dieses Marktumfeld konzipiert wurde. Während Lösungen mit längerer Duration wie bspw. deutsche Staatsanleihen, oder auch europäische Pfandbriefe (gemessen am iboxx EUR Covered Bond Index) in dieser Zeit an Wert einbüßen, konnte der Nordea 1 – Low Duration European Covered Bond Fund nicht nur den aus steigenden Zinsen erlittenen Verlust begrenzen, sondern darüber hinaus ein attraktives Alpha generieren.

Im restlichen Verlauf des Jahres zeigte sich dann die Kehrseite dieser geringen Duration im Fonds. Während der Fonds dieselbe Kreditsensitivität aufweist wie der Nordea1 – European Covered Bond Fund und dementsprechend unter den sich ausweitenden Zinsdifferenzen litt, konnte er nicht vollumfänglich von den gleichzeitig fallenden Zinsen profitieren, so dass er ausgehend von seinem Hoch im Februar über das Jahr hinweg konstant an Wert verlor und das Jahr mit einer negativen Wertentwicklung von $-0,09\%$ (für die BI-EUR Anteilsklasse) abschloss. Vergleicht man dies mit anderen Anlagelösungen mit geringer Duration oder dem Geldmarkt, der wie oben in der Grafik zu sehen, bei $-0,50\%$ tendiert, so ist dies doch relativ gesehen eine sehr erfolgreiche Wertentwicklung.

Die Erweiterung der Palette: Die European Covered Bond Opportunities Strategie

Aufbauend auf dem Erfolg unserer beiden bestehenden Produkte werden wir Ende Januar mit der European Covered Bond Opportunities Strategie das Angebot für unsere Anleger erweitern. Die Strategie besitzt ebenso wie der Nordea 1 – Low Duration European Covered Bond Fund nur eine geringe Zinssensitivität, hebt allerdings im Gegensatz das Risiko um ein Zweifaches an, so dass Anleger dann auch in etwa den doppelten Ertrag aus dieser Strategie ($0,8\% - 1,6\%$ auf 12 Monate vor Gebühren) erwarten können. Ein Hebel auf der Kreditsensitivität bedeutet darüber hinaus auch einen Hebel auf der Expertise des Teams, der historisch starken Alpha-Generierung aufgrund von einzigartiger Anleihenselektion.

Wir freuen uns bereits darauf, Ihnen in einem persönlichen Gespräch die Vorzüge dieser Anlagelösungen nahezulegen.

Nordea 1 – Low Duration European Covered Bond Fund	
Fondsmanager	Danish Fixed Income & European Covered Bond Team
Fondsdomizil	Luxemburg
ISIN-Codes	LU1694212348 (BP-EUR) LU1694214633 (BI-EUR)
Jährliche Managementgebühr	0,50% (BP-EUR) 0,25% (BI-EUR)
Basiswährung	EUR
Fondsvolumen in Millionen	1416
Anzahl der Positionen	113
Auflagedatum	24.10.2017

Quelle: Nordea Investment Funds S.A., Stand: 31.12.2018

Quelle (falls nicht anders angegeben): Nordea Investment Funds S.A. Betrachteter Zeitraum (falls nicht anders angegeben): 15.02.1997 – 31.12.2018. Wertentwicklung errechnet von Nettoanteilswert zu Nettoanteilswert (nach Gebühren und in Luxemburg anfallenden Steuern) in der Währung der jeweiligen Anteilsklasse, bei Wiederanlage der Erträge und reinvestierter Dividenden ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlages oder der Rücknahmegebühr. Ausgabe- und Rücknahmegebühren könnten die Wertentwicklung beeinträchtigen. Stand: 31.12.2018. **Die dargestellte Wertentwicklung ist historisch; Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Richtwert für zukünftige Erträge und Anleger erhalten möglicherweise nicht den vollen Anlagebetrag zurück. Der Wert der Anteile kann je nach Anlagepolitik des Teilfonds stark schwanken und wird nicht gewährleistet.** Sofern sich die Währung der betreffenden Anteilsklasse von der Währung des Landes, in dem der Anleger wohnt, unterscheidet, kann die dargestellte Wertentwicklung aufgrund von Wechselkursschwankungen abweichend sein. Die genannten Teilfonds sind Teil von Nordea 1, SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts, welcher der EG-Richtlinie 2009/65/EG vom 13. Juli 2009 entspricht. **Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um Werbematerial, es enthält daher nicht alle relevanten Informationen zu den erwähnten Teilfonds.** Jede Entscheidung, in den Teilfonds anzulegen, sollte auf der Grundlage des aktuellen Verkaufsprospekts, der Wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) sowie des aktuellen Jahres- und Halbjahresberichts getroffen werden. Die genannten Dokumente sind in elektronischer Form auf Englisch und in der jeweiligen Sprache der zum Vertrieb zugelassenen Länder auf Anfrage unentgeltlich bei Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Luxemburg oder bei den jeweiligen länderspezifischen Vertretern bzw. Informationsstellen oder bei den berechtigten Vertriebsstellen erhältlich. Anlagen in Derivaten und Fremdwährungsanlagen können erheblichen Schwankungen unterliegen, die die Wertentwicklung der Anlage beeinträchtigen können. **Anlagen in Schwellenländern sind mit einem erhöhten Risiko verbunden. Der Wert von Anteilen kann je nach Anlagepolitik des Teilfonds stark schwanken und kann nicht gewährleistet werden. Anlagen in von Banken begebenen Aktien oder Schuldtiteln können gegebenenfalls in den Anwendungsbereich des in der EU Richtlinie 2014/59/EU vorgesehenen Bail-in-Mechanismus fallen (d.h. dass bei einer Sanierung oder Abwicklung des rückzahlungspflichtigen Instituts solche Aktien und Schuldtitel abgeschrieben bzw. wertberichtigt werden, um sicherzustellen, dass entsprechend ungesicherte Gläubiger eines Instituts angemessene Verluste tragen). Angaben zu weiteren Risiken in Verbindung mit den genannten Teilfonds entnehmen Sie bitte den Wesentlichen Anlegerinformationen (KIID), die wie oben beschrieben erhältlich sind.** Nordea Investment Funds S.A. hat beschlossen, die Kosten für Research zu tragen, das heißt, diese Kosten werden von bestehenden Gebührenstrukturen (wie Management- oder Verwaltungsgebühren) gedeckt. Nordea Investment Funds S.A. veröffentlicht ausschließlich produktbezogene Informationen und erteilt keine Anlageempfehlungen. Herausgegeben von Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L2017 Luxemburg, einer von der Commission de Surveillance du Secteur Financier in Luxemburg genehmigten Verwaltungsgesellschaft. Weitere Informationen erhalten Sie bei Ihrem Anlageberater – er berät Sie als ein von Nordea Investment Funds S.A. unabhängiger Berater. **Bitte beachten Sie, dass nicht unbedingt alle Teilfonds und/oder Anteilsklassen in Ihrer Jurisdiktion verfügbar sind. Ergänzende Informationen für Anleger in Österreich:** Zahlstelle und Repräsentant in Österreich ist die Erste Bank der Österreichischen Sparkassen AG, Am Belvedere 1, A-1100 Wien. **Ergänzende Informationen für Anleger in Deutschland:** Informationsstelle in Deutschland ist Société Générale S.A. Frankfurt Branch, Neue Mainzer Straße 46–50, D-60311 Frankfurt am Main. **Ergänzende Informationen für Anleger in der Schweiz:** Die Schweizer Vertretung und Zahlstelle ist BNP Paribas Securities Services, Paris, succursale de Zurich, Selmaustrasse 16, CH-8002 Zurich, Schweiz. Quelle (falls nicht anders angegeben): Nordea Investment Funds S.A. Alle geäußerten Meinungen sind, falls keine anderen Quellen genannt werden, die von Nordea Investment Funds S.A. Dieses Dokument darf ohne vorherige Erlaubnis weder reproduziert noch veröffentlicht werden und ist nicht für Privatanleger bestimmt. Es enthält Informationen für institutionelle Anleger und Anlageberater und ist nicht zur allgemeinen Veröffentlichung bestimmt. In diesem Dokument genannte Unternehmen werden zu rein illustrativen Zwecken angeführt und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der jeweiligen Werte dar.