

# Schroder ISF\* Global Convertible Bond

Fondsmanager: Dr. Peter Reinmuth & Chris Richards | Fondsmanagement-Kommentar:  
September 2023

## Überblick über die Wertentwicklung

- September war der zweite Monat in Folge, in dem die globalen Aktienmärkte negative Renditen erwirtschafteten. Aktien gerieten im dritten Teil des Septembers etwas unter Druck, als das Narrativ einer sanften Landung und niedrigerer Zinsen erneut in Frage gestellt wurde.
- In den USA verloren der Nasdaq und der S&P 500 5,8 % bzw. 4,8 %. Der Dow Jones schloss den Monat mit einem Verlust von 3,4 %.
- Auch die europäischen Börsen verzeichneten im September negative Renditen. Der länderübergreifende EURO STOXX fiel um 2,8 %. In Deutschland verlor der DAX 3,5 %. Der französische CAC lag am Monatsende 2,4 % tiefer. In Großbritannien schloss der FTSE den Monat ebenfalls mit einem Minus von 2,4 %. Was Südeuropa betrifft, so verzeichnete der italienische MIB Verluste von 1,9 % und der spanische Ibex war um 0,8 % rückläufig.
- Ein ähnliches Bild zeigt sich in Asien, wo der MSCI Asia ex Japan um 2,7 % nachgab. Anleger verzeichneten einige Verluste in Hongkong (Hang Seng -2,6 %) und China (CSI 300 -2 %). Die Börsen in Südkorea und Taiwan verzeichneten Renditen von -3,6 % bzw. -1,5 %. Der Markt in Singapur gab um 0,5 % nach.
- In Japan gab der Nikkei seine seit Jahresbeginn erzielten Gewinne weiterhin ab und schloss den Monat mit einem leichten Minus von 1,7 %.
- Der weltweite Aktienindex MSCI World verlor 4,1 %. Wandelanleihen boten im Zuge des Abschwungs einen verhältnismäßig guten Schutz. Der Refinitiv Global Focus schloss den Monat mit einem Verlust von 2 % – was dem traditionellen Schutz der Wandelanleihen durchaus entspricht.

## Faktoren für die Wertentwicklung des Fonds

- Der Fonds blieb im September geringfügig hinter seinem Vergleichsindex zurück.
- Wir begannen den Monat mit einer leichten Übergewichtung des Aktienrisikos. Dies zahlte sich angesichts der fallenden Märkte nicht aus.
- Einige unserer Untergewichtungen in Titeln wie **Posco**, **Delivery Hero** und **Exact Science** trugen diesen Monat zur relativen Wertentwicklung bei.

- Die Übergewichtung einiger IT- und Kommunikationstitel schmälerte hingegen die relative Wertentwicklung gegenüber unserem Vergleichsindex.

## Portfolioaktivität

- Um unserer langfristigen Strategie treu zu bleiben, werden wir die Titel weiter neu gewichten. Außerdem nutzten wir einige schwächere Tage gegen Monatsende, um einige Untergewichtungen zu schließen und Titel zu diskontierten Preisen zu kaufen. Die niedrigeren Aktienkurse haben zu einem gewissen Grad die Risikomerkmale am Markt für Wandelanleihen geändert. Unser Aktienengagement ist inzwischen auf relativer Ebene etwas stärker übergewichtet als im letzten Monat, während unser Engagement auf absoluter Ebene etwas geringer ausfällt.
- Auf regionaler Ebene bleiben wir bei Wandelanleihen in Europa zugunsten unserer Positionierung in den USA untergewichtet. Wir behalten unsere Übergewichtung hier und in Asien und Japan bei.
- Auf Sektorebene spielen Titel aus dem Bereich Informationstechnologie weiterhin eine wichtige Rolle im Portfolio. Dies entspricht zudem einem überdurchschnittlichen Engagement gegenüber dem Vergleichsindex in Bezug auf Gewichtung und Aktienengagement. Untergewichtet sind wir in Grundstoffen, Versorgung und Immobilienwerten.
- Die Primärmärkte waren im September weiterhin sehr aktiv: Es wurden neue Wandelanleihen im Wert von 9,5 Mrd. US-Dollar emittiert. Unter anderem kamen energienahe Unternehmen auf den Markt. Das italienische Unternehmen **ENI** brachte Wandelanleihen im Wert von 1 Mrd. Euro auf den Markt, und **SNAM** begab eine Übergangsanleihe in **Italgas** mit einem Volumen von 500.000 Euro. Das chinesische Unternehmen **Nio** steigt von traditionellen fossilen Brennstoffen auf Elektrofahrzeuge um und brachte zwei Wandelanleihen mit einem Wert von insgesamt 1 Mrd. US-Dollar auf den Markt.

## Ausblick

- Im August letzten Jahres haben wir prognostiziert, dass die US-Notenbank Fed trotz ihrer restriktiven Haltung auf dem Weg zu ihrem Ziel der Preisstabilität auf dem falschen Fuß erwischt werden und eine Pause einlegen würde: „Um es klar zu sagen: Es ist unmöglich, die Inflation in einer geraden Linie von

- 10 % auf 2 % zu senken, ohne dabei mit den Zinsanhebungen zu pausieren.“
- Inzwischen liegen gesamtwirtschaftliche Bedingungen vor, in denen die führenden Zentralbanken weltweit im Gleichschritt eine Pause (oder wahrscheinlicher sogar das Ende) der Zinserhöhungen mit einer restriktiven Rhetorik über längerfristig höhere Zinsen und in Zukunft möglicherweise weitere Zinsschritte nach oben kombinieren.
  - Wir haben bereits einen der schnellsten Zinserhöhungszyklen der Geschichte erlebt. Zur Überraschung vieler Analysten blieb die Wirtschaft stark, der Arbeitsmarkt zeigte sich robust und die US-Verbraucher gaben weiter ihr Geld aus.
  - Offenbar haben wir die Kaufkraft der US-Verbraucher unterschätzt. Nun scheint jedoch das letzte Geld der Covid-19-Schecks ausgegeben und das Limit der Kreditkarten ausgereizt zu sein.
  - Die Ausfallquoten bei US-Kredit- und Kundenkartenanbietern sind gestiegen, und die Verbraucher greifen sogar auf ihre Altersvorsorge zurück, wie der Anstieg der 401k-Hardship-Darlehen zeigt. Erste Zahlen zeigen, dass bis zu 43 % der US-Unternehmen bei aktuellen Zinsen nicht in der Lage wären, ihre Kredite zu bedienen. Wie der Fed-Vorsitzende Jerome Powell letztes Jahr in seiner Rede in Jackson Hole sagte, wird der Kampf gegen die Inflation „bei den Haushalten und Unternehmen für einige Schmerzen sorgen.“
  - Da die Wirtschaft – wenn auch noch nicht die globalen Aktienmärkte – inzwischen diese Schmerzen zu spüren bekommt, glauben wir, dass die Fed das Ende ihres Zinszyklus vorerst erreicht hat. Gleichzeitig wird die Bilanz jeden Monat unvermindert um 95 Mrd. US-Dollar verkürzt. Die Liquidität am Markt nimmt weiter ab. Ohne ein deutliches Nachlassen des Wirtschaftswachstums rechnen wir auf kurze Sicht dennoch nicht mit niedrigeren Zinsen.
  - Die Zentralbanken haben zu spät reagiert, um die überschüssige Liquidität zu entziehen. Es besteht zweifellos die Gefahr, dass sie wieder zu spät dran sind, um jetzt den Fuß vom Gas zu nehmen.
  - Um es kurz zu sagen: Die Zinsen sind hoch und werden es auch bleiben. Die höheren Zinsen wirken sich langsam, aber sicher auf die Kostenstruktur für Verbraucher, Unternehmen und Regierungen aus.
  - Powell verneinte die Frage der Presse danach, ob er eine sanfte Landung immer noch als Basisszenario der Fed sieht, und bezeichnete eine sanfte Landung lediglich als „plausibles Resultat“.
  - Zugleich stellen wir fest, dass das längere Ende der US-Zinskurve nach oben tendiert. Die Invertierung der Kurve lässt ein wenig nach. Das ist normalerweise ein guter Hinweis auf eine bevorstehende Rezession.
  - Der US-Arbeitsmarkt bleibt stark. Auch wenn es sich dabei um einen nachlaufenden Indikator handelt, könnte das ein Anzeichen dafür sein, dass eine Rezession nicht mit großen Entlassungen einhergehen wird. Wir erwarten eine Rezession, nicht aber eine hohe Arbeitslosigkeit wie in den 1920er Jahren.
  - Aus technischer Perspektive waren die Märkte zuletzt überverkauft. Allerdings liegt der VIX zu Beginn dieses Quartals bei nur 17 %, sodass professionelle Marktteilnehmer wieder billig Puts kaufen und ihre Positionen absichern können.
  - Sehen wir uns nun den längerfristigen Ausblick für unsere bevorzugte Anlageklasse an: Die Refinanzierungsnachfrage von Unternehmen, die nicht in der Lage sind, auf den traditionellen Anleihemärkten Liquidität zu beschaffen, wird hoch sein – und sie werden billige Aktien zusätzlich zu hohen Kupons bieten, indem sie Wandelanleihen begeben. Wandelanleihen sind seit jeher der Markt, der auch in Zeiten der Illiquidität noch offen ist.
  - Der globale Markt für hochverzinsliche Anleihen hat sich seit der globalen Finanzkrise verfünffacht, während die Kapitalisierung des Marktes für Wandelanleihen in etwa gleich geblieben ist. Es steht eine beträchtliche Refinanzierung bevor – und dies zu erheblich höheren Zinsen und wesentlich schärferen Finanzierungsbedingungen.
  - Der riskanteste Tag für eine Anlage in einem festverzinslichen Wertpapier ist ihr Fälligkeitstermin. Hat das Unternehmen die nötigen Mittel oder Refinanzierungsmöglichkeiten, um die Schuld zu begleichen? Das Ausfallrisiko steigt deutlich an, wenn die Refinanzierungsbedingungen angespannt sind, die Zinskosten deutlich höher liegen, die Kreditvergabestandards der Banken strenger sind, die Ausfallraten steigen und weniger Liquidität vorhanden ist. Und ja, diese Situation besteht aktuell – oder zumindest in unmittelbarer Zukunft.
  - Wir haben dies bereits 2009 erlebt, als Optionalität ein Gratisgeschenk war, und wir glauben, dass es wieder zu derart attraktiven Preisen kommen könnte.
  - Vor diesen goldenen Zeiten müssen Wandelanleihen jedoch noch unter Beweis stellen, dass sie effektiv vor Kursverlusten am Aktienmarkt schützen können. Wir nehmen nach wie vor eine defensivere und negativere Haltung in Bezug auf die längerfristige Situation am Markt ein und erwarten höhere Wertschwankungen.
  - Wie werden Wandelanleihen in einem solchen Szenario abschneiden? Nachdem ein beträchtlicher Teil unseres Universums von Wandelanleihen weiterhin leicht defensiv ausgerichtet ist, stehen wir der Anlageklasse nach wie vor konstruktiv gegenüber, da sie unseres Erachtens automatisch einen gewissen Schutz vor Verlusten an den Aktienmärkten bietet.
  - Der Markt für bekannte Technologietitel gehört zu den am meisten überlaufenen Märkten. Hier lohnt es sich darauf hinzuweisen, dass diese Unternehmen keine ausstehenden Wandelanleihen haben. Unsere

Anlageklasse kann also ihre traditionelle Aufwärtspartizipation nicht bieten. Die gute Nachricht ist wiederum, dass sich eine Umkehr dieses Trends und Rückschläge für IT-Werte mit großer Marktkapitalisierung nicht auf unser Universum auswirken werden.

- Und schließlich bleiben Wandelanleihen günstig und werden ungefähr zu 1 % unter ihrem fairen Wert gehandelt. Angesichts der Entwicklung der weltweiten Aktienmärkte seit Oktober letzten Jahres scheint dies eine historische Anomalie zu sein. Die Anlageklasse ist überverkauft.

## Wertentwicklung im Kalenderjahr (in %)

Jahr	Fonds (A, thes.)	VI
2022	-18,9 %	-16,0 %
2021	-3,3 %	-1,1 %
2020	24,0 %	22,8 %
2019	12,4 %	13,1 %
2018	-5,1 %	-3,0 %
2017	7,4 %	6,0 %
2016	1,6 %	1,6 %
2015	3,1 %	3,8 %
2014	4,0 %	4,7 %
2013	15,8 %	13,0 %

Quelle: Schroders, auf Basis der Nettoinventarwerte bzw. Rücknahmepreise, nach Abzug von Gebühren (sofern zutreffend), in US-Dollar; Stand: 30.12.2022. Der Fonds strebt eine Wertentwicklung an, die über der des Vergleichsindex Thomson Reuters Global Focus Hedged Convertible Bond Index (USD) liegt. Der Anlageverwalter legt nach eigenem Ermessen an, und es gibt keine Beschränkungen hinsichtlich des Ausmaßes, in dem das Portfolio und die Wertentwicklung vom Vergleichsindex abweichen dürfen.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt nicht auf die zukünftige Wertentwicklung schließen und wird möglicherweise nicht wieder erreicht.

Der Wert von Anlagen und die daraus erzielten Erträge können sowohl steigen als auch fallen, und Anleger\*innen erhalten möglicherweise nicht die ursprünglich investierten Beträge zurück. Wechselkursschwankungen können dazu führen, dass der Wert von Anlagen steigt oder auch fällt.

- **Kontrahentenrisiko:** Der Fonds geht unter Umständen vertragliche Vereinbarungen mit Gegenparteien ein. Ist eine Gegenpartei außerstande, ihren Verpflichtungen nachzukommen, kann die Summe, die sie dem Fonds schuldet, in Gänze oder teilweise verloren gehen.
- **Derivaterisiko:** Derivate, bei denen es sich um Finanzinstrumente handelt, die ihren Wert aus einem zugrunde liegenden Vermögenswert ableiten, können zur effizienten Verwaltung des Portfolios eingesetzt werden. Der Fonds kann auch in wesentlichem Umfang in Derivate investieren sowie Leerverkäufe und Hebelungstechniken einsetzen, um eine Rendite zu erzielen. Ein Derivat kann sich anders entwickeln als erwartet, Verluste verursachen, die die Kosten des Derivats überschreiten, und Verluste für den Fonds nach sich ziehen.
- **Kreditrisiko:** Durch eine Verschlechterung der finanziellen Verfassung eines Emittenten können dessen Anleihen an Wert verlieren oder wertlos werden.
- **Währungsrisiko:** Der Fonds kann aufgrund von Veränderungen der Wechselkurse, die auch als Währungskurse bezeichnet werden, an Wert verlieren.
- **Zinsrisiko:** Der Fonds kann als direkte Folge von Veränderungen der Zinssätze Wertverluste erleiden.
- **Operationelles Risiko:** Die operationellen Prozesse, einschließlich derer in Bezug auf die Verwahrung der Vermögenswerte, können fehlschlagen. Dies kann Verluste für den Fonds nach sich ziehen.
- **Marktrisiko:** Der Wert von Anlagen kann sowohl steigen als auch fallen, und Anleger erhalten das ursprünglich von ihnen investierte Kapital möglicherweise nicht zurück.
- **Risiko der Wertentwicklung:** Anlageziele geben ein beabsichtigtes Ergebnis an. Es besteht jedoch keine Garantie, dass dieses Ergebnis erreicht wird. Je nach Marktbedingungen und makroökonomischem Umfeld kann es schwieriger werden, die Anlageziele zu erreichen.
- **IBOR:** Der Übergang der Finanzmärkte von der Verwendung der Interbank Offered Rates (IBOR-Sätze) zu alternativen Referenzzinssätzen kann die Bewertung bestimmter Positionen beeinträchtigen und zu Störungen der Liquidität bei bestimmten Instrumenten führen. Dies kann die Anlageperformance des Fonds beeinträchtigen.
- **Liquiditätsrisiko:** Bei schwierigen Marktbedingungen ist der Fonds möglicherweise nicht in der Lage, ein Wertpapier zu seinem vollen Wert oder überhaupt zu verkaufen. Dies könnte sich auf die Wertentwicklung auswirken und dazu führen, dass der Fonds die Rücknahme seiner Anteile verschiebt oder aussetzt, was bedeutet, dass Anleger möglicherweise keinen unmittelbaren Zugang zu ihren Positionen haben.
- **Risiko hochverzinslicher Anleihen:** Hochverzinsliche Anleihen (normalerweise mit niedrigerem oder ohne Rating) sind im Allgemeinen mit größeren Markt-, Kredit- und Liquiditätsrisiken verbunden, was eine größere Unsicherheit hinsichtlich der Renditen bedeutet.
- **Risiko der Schwellen- und Frontier-Märkte:** Schwellenmärkte und insbesondere Frontier-Märkte sind im Allgemeinen größeren politischen, rechtlichen, gegenparteibezogenen, operationellen und Liquiditätsrisiken ausgesetzt als Industrieländer.

## Wichtige Hinweise

---

Marketingmaterial nur für professionelle Kund\*innen.

Dieses Dokument stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Anteile an Schroder International Selection Fund (die "Gesellschaft") zu zeichnen. Dieses Dokument sollte nicht als Beratung ausgelegt werden und stellt deshalb keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Anteilen dar. Eine Investition in die Gesellschaft ist mit Risiken verbunden, die im Verkaufsprospekt ausführlich beschrieben werden.

Die Zeichnung von Anteilen an der Gesellschaft kann nur auf der Basisinformationsblatt, des aktuellen Verkaufsprospekts und des letzten geprüften Jahresberichts (sowie des darauf folgenden ungeprüften Halbjahresberichts, sofern veröffentlicht) erfolgen, von denen Kopien erhältlich sind. Diese Dokumente können kostenlos von der Schroder Investment Management (Europe) S.A. bezogen werden.

Für Deutschland sind diese Dokumente kostenlos in deutscher Sprache unter folgendem Link erhältlich: [www.eifs.lu/schroders](http://www.eifs.lu/schroders) und von Schroder Investment Management (Europe) S.A., Niederlassung Deutschland, Taunustor 1, D-60310 Frankfurt am Main.

Für Österreich sind diese Dokumente kostenlos in deutscher Sprache unter folgendem Link erhältlich: [www.eifs.lu/schroders](http://www.eifs.lu/schroders) und von unserer Informationsstelle Schroder Investment Management (Europe) S.A., Niederlassung Deutschland, Taunustor 1, D-60310 Frankfurt am Main, Deutschland.

Schroders kann jederzeit beschließen, den Vertrieb eines oder mehrerer Fonds in einem EWR-Land einzustellen. Allerdings wird eine solche Absicht in Übereinstimmung mit den geltenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen auf unserer Website veröffentlicht.

Dieser Fonds verfolgt nicht das Ziel einer nachhaltigen Anlage oder von verbindlichen ökologischen oder sozialen Merkmalen im Sinne der Verordnung (EU) 2019/2088 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor (die „SFDR“). Alle Verweise auf die Integration von Nachhaltigkeitsaspekten beziehen sich auf die Prozesse von SREK, Schroder Real Estate oder der Schroders Group und sind nicht fondsspezifisch.

Jede Bezugnahme auf Sektoren/Länder/Regionen und/oder Aktien/Wertpapiere dient nur zur Veranschaulichung und nicht als Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten/Wertpapieren oder zur Annahme einer Anlagestrategie.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt nicht auf die zukünftige Wertentwicklung schließen und wird möglicherweise nicht wieder erreicht.

Der Wert von Anlagen und die daraus erzielten Erträge können sowohl steigen als auch fallen, und Anleger\*innen erhalten möglicherweise nicht die ursprünglich investierten Beträge zurück. Wechselkursschwankungen können dazu führen, dass der Wert von Anlagen steigt oder auch fällt.

In den Performancedaten sind etwaige Provisionen und Kosten, die bei der Ausgabe und Rücknahme von Anteilen eines Fonds erhoben werden, nicht berücksichtigt.

Alle Ansichten und Meinungen, die Einzelpersonen zugeschrieben werden, sind eventuell nicht mit den Ansichten identisch, die in anderen Mitteilungen, Strategien oder Fonds von Schroders zum Ausdruck gebracht oder zugrunde gelegt werden.

Schroders geht davon aus, dass die hierin enthaltenen Informationen zuverlässig sind, übernimmt jedoch keine Gewähr für deren Vollständigkeit oder Richtigkeit.

Jegliche Daten von Dritten, einschließlich MSCI, sind Eigentum des Datenanbieters oder werden von diesem lizenziert und dürfen ohne dessen Zustimmung nicht wiedergegeben oder extrahiert und für andere Zwecke verwendet werden. Die Daten Dritter werden ohne jegliche Garantie zur Verfügung gestellt. Der Datenanbieter und der Herausgeber des Dokuments übernehmen keine Haftung im Zusammenhang mit den Daten Dritter. Die Bedingungen der spezifischen Haftungsausschlüsse des Dritten, falls zutreffend, sind im Abschnitt Wichtige Informationen unter [www.schroders.com](http://www.schroders.com) festgelegt.

Schroders ist für die Verarbeitung Ihrer personenbezogenen Daten verantwortlich. Informationen darüber, wie Schroders Ihre persönlichen Daten verarbeitet, finden Sie in unserer Datenschutzrichtlinie, die Sie unter <https://www.schroders.com/de/de/privatanleger/datenschutz/> oder auf Anfrage erhalten, falls Sie keinen Zugang zu dieser Website haben.

Diese Veröffentlichung wurde von Schroder Investment Management (Europe) S.A., 5, rue Höhenhof, L-1736 Senningerberg, Luxemburg, herausgegeben. Handelsregister Luxemburg: B 37.799.