

# Schroder ISF\* Global Convertible Bond Fondsmanagement-Kommentar

Berichtsmonat: Dezember 2022

## Marktüberblick

Wertentwicklung in %	Dez. 2022	1 Jahr	3 Jahre (p. a.)	5 Jahre (p. a.)	
USD	Anteilsklasse I	-0,7 %	-17,6 %	0,6 %	2,3 %
	Anteilsklasse A	-0,8 %	-18,9 %	-0,9 %	0,8 %
	VI	-1,7 %	-16,0 %	0,7 %	2,3 %
EUR	Anteilsklasse I	-1,1 %	-19,7 %	-1,2 %	0,0 %
	Anteilsklasse A	-1,2 %	-21,0 %	-2,7 %	-1,5 %
	VI	-1,9 %	-17,8 %	-0,7 %	0,4 %
CHF	Anteilsklasse I	-1,2 %	-20,0 %	-1,4 %	-0,2 %
	Anteilsklasse A	-1,3 %	-21,2 %	-2,9 %	-1,8 %
	VI	-2,1 %	-18,1 %	-0,8 %	0,2 %

Quelle: Schroders; Stand: 31 Dezember 2022. Wertentwicklung auf Basis der Rücknahmepreise, nach Abzug von Gebühren (sofern zutreffend).

## Historische Wertentwicklung in US-Dollar

	Fonds (A, thes.)	Fonds (I, thes.)	VI
2022	-18,9 %	-17,6 %	-16,0 %
2021	-3,3 %	-1,8 %	-1,1 %
2020	24,0 %	25,0 %	22,8 %
2019	12,4 %	14,1 %	13,1 %
2018	-5,1 %	-3,6 %	-3,0 %
2017	7,4 %	9,0 %	6,0 %
2016	1,6 %	3,2 %	1,6 %
2015	3,1 %	4,8 %	3,8 %
2014	4,0 %	5,7 %	4,7 %
2013	15,8 %	17,7 %	13,0 %

Benchmark: Thomson Reuters Global Focus Convertible Bond Index (abgesichert gegenüber USD/EUR/CHF). Wertentwicklung auf Basis der Rücknahmepreise, nach Abzug von Gebühren (sofern zutreffend). Quelle: Schroders; Stand: 31. Dezember 2022.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Maßstab für künftige Ergebnisse. Der Wert der Anlagen und die damit erzielten Erträge können sowohl steigen als auch fallen. Anleger erhalten den ursprünglich investierten Betrag unter Umständen nicht zurück.

Unterschiede in der Wertentwicklung zwischen Fonds und Vergleichsindex sind unter Umständen auf die unterschiedlichen Bewertungszeitpunkte für die Berechnung der Wertentwicklung des Fonds und des Vergleichsindex zurückzuführen.

Die Wertentwicklung anderer Anteilsklassen des Fonds finden Sie in den jeweiligen Factsheets.

Die globalen Aktienmärkte schlossen ein miserables Jahr mit einer weiteren düsteren Note.

Die Bank of Japan schloss sich dem Chor restriktiverer Zentralbanken an, die ihre Kurvenkontrolle ausweiteten und höhere Zinsen für Staatsanleihen mit längeren Laufzeiten zuließen.

In den USA fiel der S&P 500 um 5,9 %. Der Dow Jones verzeichnete einen Verlust von 4,1 %. Der technologie- und Growth-lastige Nasdaq erlitt im Dezember einen Verlust von 8,7 %. Für das gesamte Anlagejahr 2022 ist der Performanceunterschied zwischen dem Dow Jones mit einem Verlust von 6,9 % und dem Nasdaq mit einem Verlust von 32,5 % beachtlich. Höhere Zinssätze hatten einen erheblichen Neubewertungseffekt auf Wachstumsaktien.

Auch die europäischen Börsen zeigten Abwärtsbewegungen, wenn auch in einem allgemein geringeren Ausmaß. Der Eurostoxx insgesamt weist für Dezember einen Verlust von 4 % aus.

Der Dax und der CAC40 fielen um 3,3 % bzw. 3,8 %. Italiens und Spaniens Aktienmärkte gaben um 3,7 % bzw. 1,4 % nach. Der Swiss Market Index büßte ebenfalls 3,6 % ein. In Großbritannien verzeichnete der FTSE im Dezember einen Verlust von 1,5 %.

Die Aktienmärkte in Asien zeigten ein sehr heterogenes Bild mit Zuwächsen in Hongkong (Hang Seng 6,4 %) und China (CSI 0,6 %), die sich durch die Aufhebung der Null-Covid-Politik ergaben, was im Nachhinein eher gefährlich erscheint.

Anderswo in Asien fiel der KOSPI um 9,5 %, Taiwans Börse schloss den Monat mit einem Verlust von 4,8 %, während der Strait Times Index aus Singapur 1,1 % verlor.

Der japanische Nikkei verzeichnete einen Verlust von 6,6 %.

Der MSCI-Index für globale Aktien schloss den Dezember mit einem Minus von 3,9 %. Der Refinitiv Global Focus verlor -1,7 %. Wenigstens der letzte Monat des Anlagejahres bot ein gutes Maß an Konvexität und Abwärtsschutz durch Wandelanleihen.

Unser Fonds entwickelte sich im Dezember deutlich besser als der Vergleichsindex.

## Überblick über das Portfolio

Der Dezember war ein weiterer negativer Monat für globale Aktien, der ein wirklich schlechtes Jahr für Anleger zu einem negativen Ende brachte. Die letzten Monate zeigten jedoch eine lang erwartete Rückkehr der Aufwärtspartizipation und des Abwärtsschutzes von Wandelanleihen.

Trotz eines erneut schwachen Dezembers verlief das letzte Quartal 2022 an den Aktienmärkten positiv. Der MSCI stieg im vierten Quartal um 9,4 %, was hauptsächlich auf starke Gewinne im November zurückzuführen war. Wachstumswerte konnten sich ihrem Abwärtstrend jedoch nicht entziehen und der Nasdaq musste einen Verlust von 0,8 % hinnehmen. Unsere Benchmark für Wandelanleihen, der Refinitiv Global Focus, verzeichnete für das Quartal ein Plus von 4,0 %.

Das Universum der Wandelanleihen ist nach wie vor stark auf Wachstumsunternehmen ausgerichtet. Informationstechnologie ist der wichtigste Sektor, aber auch die Kommunikations- und Verbraucherunternehmen sind häufig auf disruptive und dynamische Plattformen ausgerichtet. Dieses Universum reagiert stärker auf Bewegungen des Nasdaq als der MSCI.

Der Fonds entwickelte sich deutlich besser als der Vergleichsindex. Unsere Untergewichtungen in **Royal Caribbean** und **Norwegian Cruises** trugen zur relativen Wertentwicklung bei, ebenso wie unsere Übergewichtung in **Anta Sports**.

## Ausblick und Strategie

Eine der wichtigsten Aussagen in unseren Newslettern Anfang des Jahres 2022 war: „Die US-Notenbank hat eindeutig einen wirtschaftlichen Klimawandel ausgelöst.“

Für 2023 lautet unsere Kernaussage: „Alle Zeichen deuten auf eine Rezession mit deutlichem Gewinnrückgang hin.“

Bei kaum unterschiedlichen Marktreaktionen ist es wichtig zu sehen, dass der erste Teil der Korrektur auf höheren Zinsen basierte. Die Zinsen sind jetzt hoch, und insbesondere unser Universum von Wachstumsaktien hat erheblich gelitten. Der zweite Teil der Korrektur wird höchstwahrscheinlich auf niedrigeren Unternehmensgewinnen basieren. Diese Abwärtsbewegung könnte ein viel breiteres Aktienmarktspektrum betreffen.

Normalerweise erreichen die Aktienmärkte einen Tiefpunkt, wenn zwei Drittel einer Rezession vorbei sind. Zentralbanken brauchen das erste Drittel, um zu akzeptieren, dass sich die Wirtschaft tatsächlich in einer Rezession befindet. Währungshüter müssen dann die richtigen unterstützenden Maßnahmen finden – im Fall des US-Markts könnte dies eine Pause bei Zinserhöhungen und ein Ende der quantitativen Straffung sein. Im letzten Drittel der Rezession preisen die Aktienmärkte dann eine glänzende Zukunft für die Wirtschaft ein.

So weit sind wir aber noch nicht. Tatsächlich sind wir noch lange nicht an diesem Punkt angelangt. In den letzten hundert Jahren haben die Aktienmärkte nicht gedreht, bevor eine Rezession überhaupt begonnen hat oder ehe die US-Notenbank Fed die Zinserhöhungen einstellte.

2022 hat die Fed die Zinsen stärker als je zuvor angehoben. Die vier Zinserhöhungen um 75 Bp. auf vier Sitzungen in Folge waren beispiellos. Im Dezember folgte dann noch die Anhebung um 50 Bp., womit der Anstieg von 0 % auf 4,25 % vollzogen wurde. Darüber hinaus führen quantitative Straffungsmaßnahmen dazu, dass die Fed dem Markt 95 Mrd. US-Dollar an Liquidität entzog, um ihre Bilanz zu reduzieren.

Hinsichtlich der regionalen Positionierung bleiben wir in den Wandelanleihen der meisten Wandelanleihenregionen untergewichtet. Ähnlich wie in den letzten Monaten behalten wir unsere größte Risikoübergewichtung in den USA bei.

Auf Sektorebene dominierten IT-Titel mit rund 34 % im Portfolio. Dies entspricht einer Übergewichtung gegenüber dem Vergleichsindex in Bezug auf die Gewichtung und das Aktienengagement. Wie in den Vormonaten bleiben wir in Industriewerten untergewichtet und sind auch in Grundstoffen untergewichtet.

Gegen Ende des Jahres entwickelte der Primärmarkt für Wandelanleihen seine übliche Saisonalität, da nur wenige neue Wandelanleihen auf den Markt kamen. Wir beteiligten uns an **Axon Enterprise**, das eine Wandelanleihe von 500 Mio. US-Dollar mit fünfjähriger Laufzeit emittierte.

Das Jahr 2022 markiert ein Rekordtief in Bezug auf das Neuemissionsvolumen. Wir sahen nur 45 Mrd. US-Dollar an Neuemissionen auf den Markt und schätzen das Gesamtmarktvolumen jetzt auf 470 Mrd. US-Dollar.

Trotz des allgemeinen Angebotsmangels sind die Bewertungen weiterhin günstig, was eine „Risikoscheu“ auf dem Markt für Wandelanleihen widerspiegelt.

Dies lässt vermuten, dass die Fed bereits zu restriktiv ist. Die Fed wird (noch) nicht umschwenken, sondern weitere Zinserhöhungen bis zu einer Pause Anfang 2023 reduzieren.

Die Märkte haben reagiert und Vermögen in Aktien, Anleihen und Immobilien in erheblichem Umfang vernichtet. Nominal ist dieser Verlust bereits größer als während der globalen Finanzkrise 2008. Die Finanzlage in den USA hat sich seit 2008 am stärksten nach unten verändert, während der globale Kreditimpuls schwächer ist als in der Flaute von 2008. Auf dem US-Immobilienmarkt sind sowohl der Case-Shiller-Hauspreisindex als auch der Zillow-Mietindex bereits gefallen, und Wandelanleihen haben Verluste erlitten, die uns sehr an 2008 erinnern.

Bei all diesen Parallelen fehlt jedoch ein wichtiges Puzzleteil: Illiquidität. Die Kreditrisikoauflagen sind weder bei Investment-Grade-Anleihen noch am Junk-Bond-Markt explodiert. Wir glauben, dass es irgendwo in der globalen, stark fremdfinanzierten Wirtschaft zu einer Kreditklemme kommen könnte. In diesem Fall, und wahrscheinlich nur in diesem Fall, werden die Zentralbanken gezwungen sein, eine Kehrtwende zu vollziehen und die Märkte mit Liquidität zu überfluten. Das wären schlechte Nachrichten für den Markt.

Es kam eindeutig noch nicht zu einem vollständigen Absturz. Es ist immer gut, sich an alte Börsenweisheiten zu erinnern. Die Wirtschaft und der Aktienmarkt ähneln einem Mann, der mit seinem Hund Gassi geht. Mit einer US-Börsenkapitalisierung von 150 % des BIP ist der Hund seinem Herrchen immer noch weit voraus. Die Fed-Sitzung im Dezember lieferte jedoch starke Argumente dafür, wachsam zu bleiben. Auf die Frage, ob die derzeit laxen Finanzbedingungen (Aktienmärkte im November gestiegen, US-Zinsen von ihren Höchstständen gesunken) ein Problem für die Fed darstellen, antwortete Jerome Powell: „Die finanziellen Gesamtbedingungen spiegeln weiterhin die politische Zurückhaltung wider, die wir anwenden, um die

Inflation auf 2 % zu senken [...]. Geldpolitische Maßnahmen funktionieren durch finanzielle Bedingungen.“

Es ist ziemlich klar, dass die Fed derzeit starke Aktien- und Anleihemärkten nicht unterstützt und weiterhin die M1-Geldmenge reduzieren und strengere Finanzierungsbedingungen erzwingen wird.

So wirkt das Gesamtbild wie ein Autounfall in Zeitlupe. Die Inflation überraschte die Zentralbanken, weil sie zu schnell und zu hoch war, sodass die Beamten zu hart auf die Bremse traten. Darüber hinaus steuert die Fed, während sie in den Rückspiegel sieht. Sowohl der starke Arbeitsmarkt als auch die Wohnungs- und Eigentümeräquivalentmieten als Teil der Inflationsberechnungen sind verzögerte Daten. Das Ergebnis ist eindeutig ein wirtschaftlicher Absturz in eine Rezession.

Schließlich ist es wichtig, auf die begrenzte Macht der Europäischen Zentralbank zu verweisen, um es der Fed nachzutun. Mit jeder neuen Veröffentlichung von Inflationsdaten – die jüngsten Inflationsdaten aus Deutschland lagen im November weiterhin bei über 11 % – muss die Europäische Zentralbank entscheiden, ob sie die Inflation wirklich bekämpfen oder den Euro zerbrechen will. Lagardes restriktive Äußerungen auf der Pressekonferenz und die Ankündigung, die Zinsen in Zukunft mehrmals anzuheben, sieht aus wie ein Bluff. Das schwächste Glied in der europäischen Kette bleibt natürlich Italien. Außer der Europäischen Zentralbank gibt es keinen einzigen Käufer italienischer Staatsanleihen auf einem Zinsniveau, das sich Italien leisten kann. Eine quantitative Straffung deutscher Bundesanleihen bei gleichzeitigem Kauf italienischer und französischer Staatsanleihen ist keine nachhaltige Lösung.

Insgesamt – und angesichts der Tatsache, dass ein erheblicher Teil unseres Wandelanleihenuniversums aus den USA stammt und wachstumsorientiert ist – bleiben wir hinsichtlich der Märkte

konstruktiv und sehen drei starke Argumente für eine Anlage in Wandelanleihen:

Wir brauchen eine stabile und nachhaltige Rückkehr zu traditionellen Konvexitätsmerkmalen mit einer guten Aufwärtspartizipation und einem effizienten Abwärtsschutz. Dieser allgemeine Lackmustest für Wandelanleihen hat sich seit dem ersten Halbjahr 2022 verbessert. Im November partizipierten Wandelanleihen zu 75 % an der positiven Wertentwicklung des Nasdaq (allerdings wieder einmal nicht so stark im Vergleich zum breiteren MSCI). Das ist nur der Anfang. Hoffentlich sehen wir bei der nächsten Aktienkorrektur einen effizienteren Abwärtsschutz.

Der Ausverkauf bei Wandelanleihen begann früher als an den breiten Märkten, und die zugrunde liegenden Aktien standen stark unter Druck. Insgesamt erinnert uns das an das Platzen der Tech-Blase im Jahr 2001. Aus fundamentaler Sicht verbrennen die meisten Unternehmen keine Barmittel, sondern erzielen Erträge. Zudem ist unser Universum auf US-Titel ausgerichtet. Verglichen mit der schwierigen Situation in Europa scheint dies der bessere Markt zu sein.

Wandelanleihen bleiben ferner billig und werden etwa 1 % unter ihrem fairen Wert gehandelt. Das steht im Einklang mit einem Abverkauf von Risikoanlagen im Allgemeinen, aber auch hier ist die Lage etwas überzogen, und die Anlageklasse ist überverkauft.

Und schließlich tendiert die Konsensmeinung in Richtung Rezession und Investoren halten Liquiditätsreserven. Es besteht sicherlich die Chance auf eine weitere kurze und scharfe Rallye. Daumen drücken für 2023!

Team	
Portfoliomanager	Dr. Peter Reinmuth Chris Richards, CFA

Volumen & Positionen	
Fondsvolumen in Basiswährung (Mio. USD)	1.442
Anzahl der Emissionen	135

Portfoliokennzahlen****	
Aktienengagement	40,66 %
Delta	51,62 %
Bond Floor	80,82
Durchschnittliches Rating	BB+
Kreditrisikoaufschlag	271
Laufende Rendite	0,59 %
Effektive Duration	1,54
Rho-Exposure	1,56 %

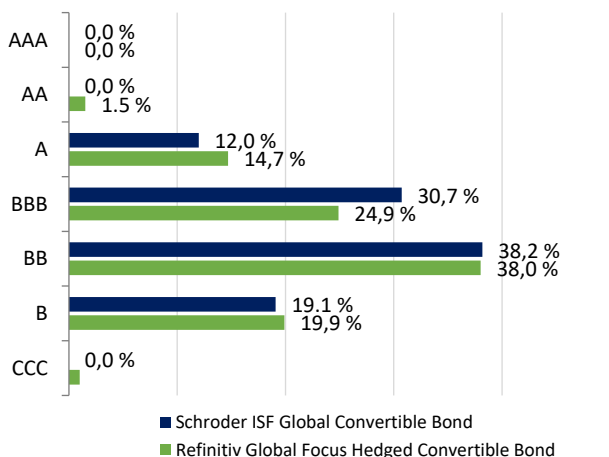
\*\*\* Quelle: Schroders; Stand: 31 Dezember 2022. Hinweis: Die Sektor- und Länderunterteilung richtet sich nach der zugrunde liegenden Aktie und nicht nach dem Emittenten.

\*\*\*\* Die durchschnittliche Bonität basiert auf offiziellen Ratings, soweit vorhanden, und auf impliziten Ratings. Die Rendite wird auf Basis der laufenden Rendite geschätzt.

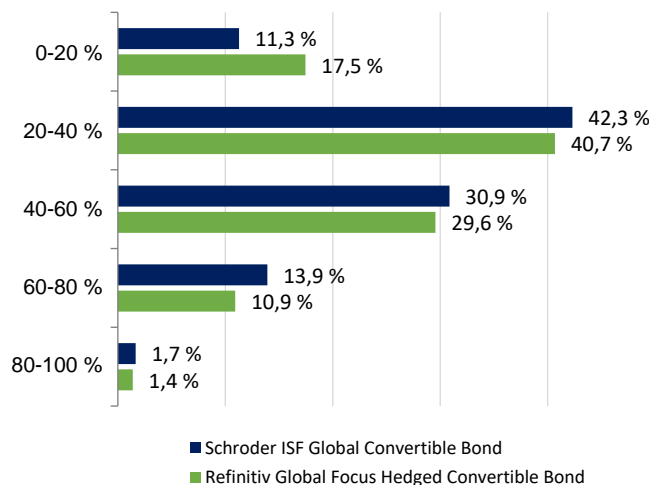
Regionale Allokation	Portfolio	Index
Europa	20,25 %	23,90 %
Asia	12,47 %	13,50 %
Japan	10,95 %	7,88 %
Nord- und Südamerika	54,66 %	52,45 %
Sonstige	0,00 %	2,29 %
Barmittel	1,67 %	0,00 %

Sektorallokation	Portfolio	Index
Kommunikationsdienste	12,71 %	12,16 %
Nicht-Basiskonsumgüter	12,24 %	16,87 %
Basiskonsumgüter	1,24 %	2,30 %
Energie	0,00 %	0,82 %
Finanzen	1,25 %	2,88 %
Gesundheitswesen	12,36 %	13,06 %
Industrie	13,06 %	14,13 %
Informationstechnologie	33,75 %	22,55 %
Grundstoffe	7,21 %	9,47 %
Real Estate	1,09 %	2,84 %
Versorger	3,42 %	2,94 %
Barmittel	1,67 %	0,00 %

## Bonitätseinstufung



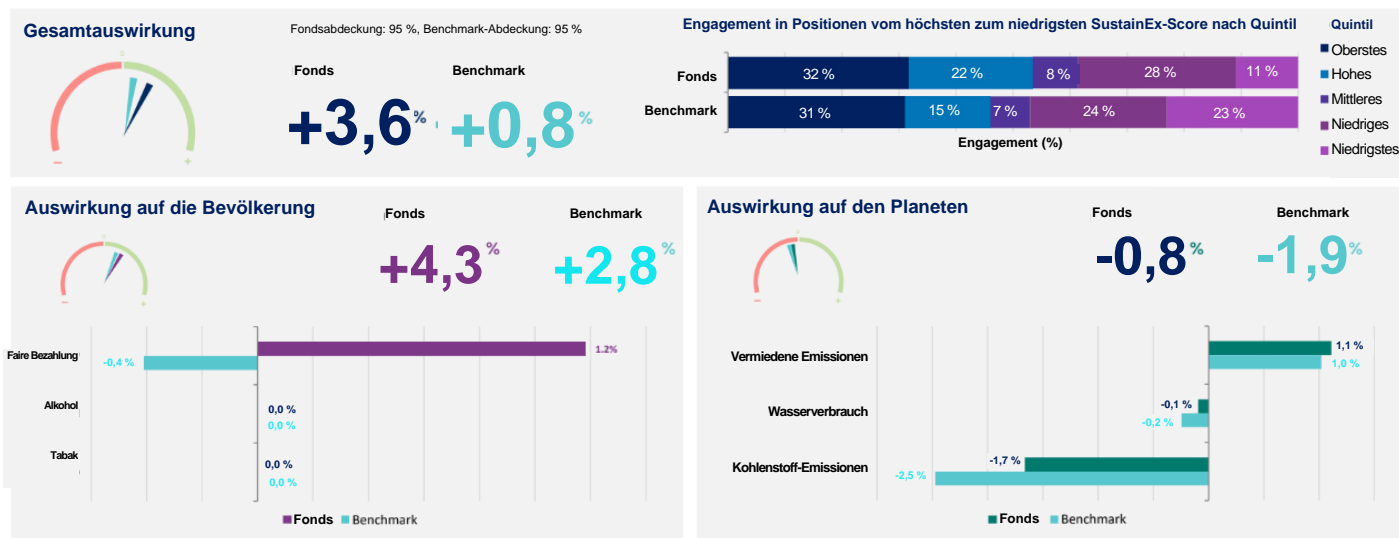
## Aktienengagement



## Top-10-Emissionen

Positionen		Portfolio	Sektor
1	AMERICA MOVIL BV RegS 0,00% 02. Mar 2024	2,35 %	Kommunikation
2	FORD MOTOR COMPANY 0,00 % 15. März 2026	2,25 %	Nicht-Basiskonsumgüter
3	SIKA AG RegS 0,15 % 5. Juni 2025	1,96 %	Grundstoffe
4	CELLNEX TELECOM SA MTN RegS 0,5 % 5. Juli 2028	1,95 %	Kommunikation
5	ANTA SPORTS PRODUCTS LTD RegS 0,00 % 5. Feb. 2025	1,87 %	Nicht-Basiskonsumgüter
6	DEXCOM INC 0,25 % 15. Nov. 2025	1,87 %	Gesundheitswesen
7	NIPPON STEEL CORPORATION 0,00 % 5. Okt. 2026	1,68 %	Grundstoffe
8	BILL.COM HOLDINGS INC 0,00 % 1. Dez. 2025	1,61 %	IT
9	RAG-STIFTUNG RegS 1,88 % 16. Nov. 2029	1,46 %	Grundstoffe
10	MONGODB INC 0,25 % 15. Jan. 2026	1,43 %	IT

Quelle: Schroders; Stand: 31 Dezember 2022.



Quelle: Schroders; Stand: 30. November 2022. Der Schroders Impact Score basiert auf dem proprietären Tool von Schroders SustainEx. Die Gesamtwirkung ist ein Hinweis auf die Wirkung des Fonds im Vergleich zu seiner Benchmark. In allen Positionen sind Bargeld- und Währungspositionen ausgeschlossen. „Auswirkung auf die Bevölkerung“ und „Auswirkung auf den Planeten“ geben die zugrunde liegenden Vor- und Nachteile des Fonds im Vergleich zu seiner Benchmark an. Die angezeigten Metriken sind ein Beispiel für die gesamten zugrunde liegenden Metriken. Weitere Einzelheiten finden Sie auf der Folie mit den Definitionen. Benchmarkdaten Refinitiv Global Focus Hedged (USD) Next Day.