



JANUS CAPITAL®
Group

Investment Outlook

von Bill Gross

Januar 2017



Echo aus Africa

Ich singe ein Lied über Afrika,
über die Flecken der Giraffe, das Lachen der Hyäne,
die stechende Sonne der Tage,
die täuschende Stille, während der Löwe speist – doch
singt Afrika ein Lied über mich?

Ich erinnere mich an einen Tag in Afrika,
die Frau an meiner Seite, wir jagten den Schatten des
Leoparden,
weit offen die Augen und das Objektiv, auf den Spuren
vergänger Ahnen –
doch erinnert Afrika sich an mich?

Ich erzähle eine Geschichte über Afrika,
die den verschwindenden Kontinent für einen
Augenblick festhält,
nur flüchtig, viel kürzer als ein Reich dieser Erde,
aber wenigstens bis zum staubigen Tod –
doch erzählt Afrika eine Geschichte über mich?

Bill Gross
– im Gedenken an Isak Dinesen (Karen Blixen)

Ich bin einmal nach Afrika gereist, wie Sie sich inzwischen denken können, und seitdem lässt es mich nicht mehr los. Es handelt sich vielleicht um die Wiege der Zivilisation und womöglich um den Ort, wo das Leben als solches entstand, und deshalb wirft Afrika einen schaurigen Schein über die gesamte Geschichte der Menschheit, ja über den Sinn des Lebens. Er hat eine ganz eigene Schönheit, dieser Kontinent des Fressens und Gefressenwerdens – brutal, aber unter seiner gewalttätigen Oberfläche auch fair und liebevoll. Das ist auch die Art, in der ich auf mein eigenes Leben blicke. Ich habe mich selbst in Afrika gesehen und natürlich sah ich durch meine eigenen Augen dort auch Sie. Die entscheidende Frage jedoch, mit der jede Strophe meines Gedichts abschließt, lautet, ob Afrika auch mich sah und sich an mich erinnert. Sind wir nur auf der Durchreise, ohne dass unser staubiger Tod eine Spur hinterlässt? Wird unsere Zeit auf der Erde letztendlich dazu führen, dass es Menschen oder anderen Lebewesen besser geht? Ich selbst kenne kein überzeugendes Schema für unsere Existenz, aber ich wünsche, es gäbe eines – und wenn auch nur, damit unsere kostbaren Momente des Glücks und unsere vielen Stunden der Verzweigung einen Sinn erhalten.

Die Hoffnung auf zunehmendes Wachstum durch mehr Fiskalpolitik, weniger Regulierung und eine Steuerreform unter der neuen republikanischen US-Regierung hat die Risikotoleranz gestärkt.

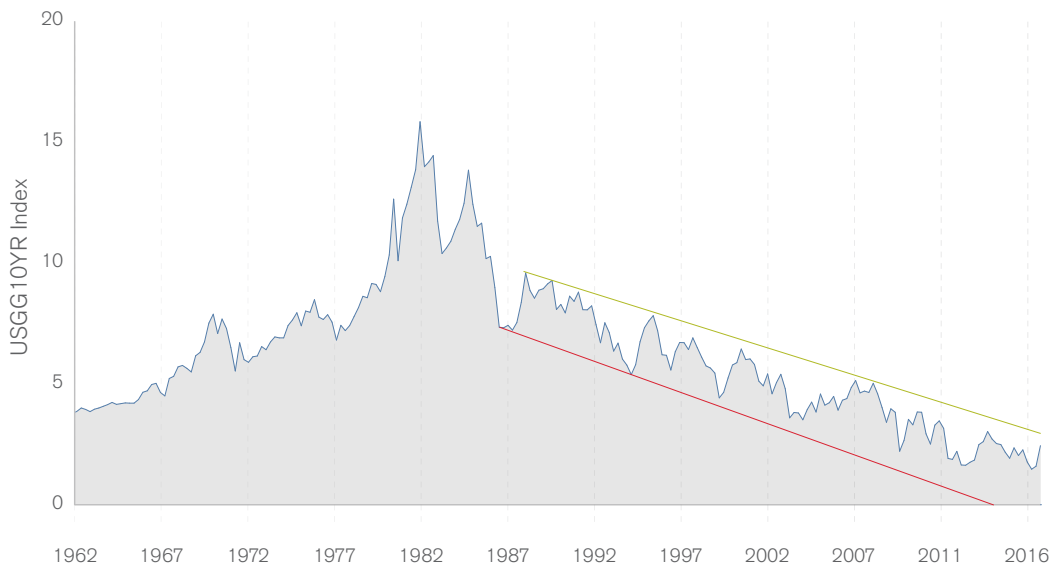
Jedenfalls dominiert seit Anfang November das Glück die Risikomärkte, während die weltweiten Rentenmärkte von Verzweiflung geprägt sind. Die Hoffnung auf zunehmendes Wachstum durch mehr Fiskalpolitik, weniger Regulierung und eine Steuerreform unter der neuen republikanischen US-Regierung hat die Risikotoleranz gestärkt. Dass die Renditen der zehnjährigen US-Staatsanleihen im selben Zeitraum um 100 Basispunkte von 1,4 % auf 2,4 % gestiegen sind, ist auf die Möglichkeit einer höheren Inflation und von Zinserhöhungen durch die Fed zurückzuführen. Sind die Risikomärkte überbewertet und die Renditen der Staatsanleihen übertrieben? Das ist eine der zentralen Fragen für 2017.

Die Abschätzung des zukünftigen Wachstums und der damit verbundenen Risikoaufschläge ist natürlich noch unsicher. Der zukünftige US-Präsident Donald Trump äußert sich über Twitter, und die Märkte hören zunächst einmal auf ihn. Letztendlich hängt ihr Wert aber davon ab, ob die bei 2 % liegende reale BIP-Wachstumsrate der letzten 10 Jahre sprunghaft auf einen jährlichen Wert von über 3 % ansteigen wird. Ein Wachstum um 3 % führte in der Vergangenheit dazu, dass die Unternehmensgewinne einen Gang hochschalten konnten, weil die finanzielle und operative Hebelwirkung von höherem Wachstum abhängt. Ein Wachstum von 2 % oder darunter erstickt die Unternehmensgewinne. Somit ist die Differenz von einem Prozentpunkt zwischen 2 % und 3 % von entscheidender Bedeutung. Wir werden sehen, ob der orthodoxe Stil der Republikaner und des zukünftigen US-Präsidenten Donald Trump die bereits jetzt in mancher Hinsicht vollständig ausgelastete Wirtschaft stimulieren kann. Dazu wäre eine bedeutende Zunahme der Investitionsausgaben erforderlich, die bis jetzt zugunsten der Verwendung von Cashflow für Aktienrückkäufe sowie Fusionen und Übernahmen zurückstehen mussten.

Ich für meinen Teil stehe den 3 % skeptisch gegenüber und erwarte eher 2 %. Die langfristigeren negativen Faktoren laut meiner „neuen Normalität“ (New Normal) und laut Larry Summers „anhaltender Stagnation“ (Secular Stagnation) sind vielleicht nicht mehr auf den Titelseiten der Wirtschaftsrubrik in der Financial Times und der New York Times zu finden, aber sie sind nie wirklich von der Bildfläche verschwunden – ganz unabhängig von Trump. Die nachteilige demografische Entwicklung durch eine alternde Bevölkerung, die hohe Verschuldung im Verhältnis zum BIP, die wegen der steigenden Zinssätze nun ein größeres Risiko darstellt, der Ersatz von menschlichen Arbeitskräften durch die Technik und schließlich die Verlangsamung bzw. der Rückgang der Globalisierung stellen eine ständige Bedrohung für die Produktivität und damit für das BIP-Wachstum dar. Die Politik von Trump mag in den nächsten Jahren einen zeitweiligen Aufschwung mit sich bringen, aber wahrscheinlich werden sich die 2 % als längerfristiger Standard etablieren, der das Wachstum der Unternehmensgewinne hemmen und den Wertzuwachs von Risikoanlagen verlangsamen wird.

Die entscheidende Frage nach den Zinssätzen und nach dem zukünftigen Renditeniveau der zehnjährigen US-Staatsanleihen ist genauso schwer zu beantworten. Während die Fed damit begonnen hat, nach der Aufgabe der geldpolitischen Lockerung vor mehreren Jahren ihre Zinspolitik zu straffen, gießen andere große Zentralbanken mit monatlichen Wertpapierkäufen im Wert von 150 Mrd. US-Dollar weiter Öl ins Feuer. Aufgrund der Festschreibung der Rendite von zehnjährigen japanischen Staatsanleihen auf nahe 0 % und der unter Draghi weitergeführten Niedrigzinspolitik der EZB deckelt die weltweite Arbitrage den US-Zehnjahreszins effektiv auf ein Niveau von 2,4 % bis 2,6 %. Währungsbereinigte Renditeaufschläge von 70 Basispunkten durch den Verkauf zehnjähriger japanischer Staatsanleihen oder deutscher Bundesanleihen und durch den Kauf von US-amerikanischen Staatsanleihen illustrieren die künstliche Preissetzung unserer zehnjährigen Anleihen – sogar bei steigender Inflation und wenn die kurzfristigen Zinssätze von der Fed in den nächsten zwölf Monaten einmal, zweimal oder dreimal angehoben werden

Bei den zehnjährigen US-Staatsanleihen werfen somit mehrere Faktoren einen Schatten auf die rationale Schlussfolgerung, laut der die Renditen während Trumps erstem Amtsjahr zwangsläufig steigen müssten. Angesichts dieser verwirrenden Fundamentaldaten könnten jedoch technische Indikatoren die Rettung sein, und in diesem Zusammenhang könnte ein drei Jahrzehnte dauernder Abwärtstrend bei den Zehnjahreszinssätzen der entscheidende Hinweis sein. Wie in der nachstehenden Grafik dargestellt, ist es für die meisten Beobachter offensichtlich, dass die Zehnjahreszinssätze seit dem langfristigen Spitzenwert in den frühen 1980er-Jahren fallen, und zwar relativ linear. Durchschnittliche Rückgänge um 30 Basispunkte in den letzten 30 Jahren haben zu einer Abnahme der Zehnjahresrendite von 10 % im Jahr 1987 auf aktuell 2,4 % geführt.



Quelle: Bloomberg.

Jetzt könnte dieser extrem starke, oft auf die Probe gestellte Abwärtstrend allerdings sein Ende erreicht haben. Die derzeitige Obergrenze dieser Trendlinie beträgt 2,55 % bis 2,6 %, und in den letzten Wochen hielt sie sich oder wurde um vielleicht 15 Basispunkte unterschritten. ABER – und dies ist meine einzige Prognose für zehnjährige US-Staatsanleihen im Jahr 2017 – wenn der Wert von 2,6 % gebrochen wird, also die Renditen höher klettern, dann setzt ein langfristiger Bärenmarkt für Anleihen ein. Halten Sie den Wert von 2,6 % im Blick. Er ist viel wichtiger als die 20.000-Punkte-Marke des Dow Jones. Viel wichtiger als die 60-Dollar-Marke beim Rohöl. Viel wichtiger als die Parität des Dollar zum Euro. Er wird für das Niveau der Zinssätze und vielleicht für die Aktienkurse im Jahr 2017 entscheidend sein.

Von ihm hängt ab, ob die Investitionen der kommenden 12 Monate Glück oder aber Verzweiflung bringen.

Angesichts dieser verwirrenden Fundamentaldaten könnten jedoch technische Indikatoren die Rettung sein, und in diesem Zusammenhang könnte ein drei Jahrzehnte dauernder Abwärtstrend bei den Zehnjahreszinssätzen der entscheidende Hinweis sein.

Note to All Readers: FOR INFORMATIONAL PURPOSES ONLY. This material does not constitute and should not be construed as investment, legal or tax advice or a recommendation, solicitation or opinion regarding the merits of any investments. Nothing in the material shall be deemed to be a direct or indirect provision of investment management services or an offer for securities by Janus Capital Group and its subsidiaries ("Janus") and is not considered specific to any client requirements. Anything non-factual in nature is an opinion of the author(s), and opinions are meant as an illustration of broader themes, are not an indication of trading intent, and are subject to change at any time due to changes in market or economic conditions. Janus is not responsible for any unlawful distribution of this material to any third parties, in whole or in part, or for information reconstructed from this material and do not guarantee that the information supplied is accurate, complete, or timely, or make any warranties with regards to the results obtained from its use. It is not intended to indicate or imply that current or past results are indicative of future profitability or expectations. As with all investments, there are inherent risks that need to be addressed.

The distribution of this material or the information contained in it may be restricted by law and may not be used in any jurisdiction or any circumstances in which its use would be unlawful. This presentation is being provided on a confidential basis solely for the information of those persons to whom it is given. Should the intermediary wish to pass on this material or the information contained in it to any third party, it is the responsibility of the intermediary to investigate the extent to which this is permissible under relevant law, and to comply with all such law.

Note to Hong Kong, Taiwan and Singapore Readers: Issued in: (a) Taiwan R.O.C independently operated by Janus Capital Taiwan Limited, licensed and regulated by the Financial Supervisory Commission R.O.C, (b) Hong Kong by Janus Capital Asia Limited, licensed and regulated by the Securities and Futures Commission of Hong Kong, and (c) Singapore by Janus Capital Singapore Pte. Limited (Company Registration No. 200617443N), which is regulated by the Monetary Authority of Singapore. In Singapore, only available to accredited and institutional investors as defined under section 4A of the Securities and Futures Act (Cap.289), and may not otherwise be distributed in Singapore.

Note to Australia and New Zealand Readers: Issued by Janus Capital Asia Limited (ARBN 122 997 317), which is incorporated in Hong Kong, is exempt from the requirement to hold an Australian financial services licence and is licensed and regulated by the Securities and Futures Commission of Hong Kong under Hong Kong laws which differ from Australian laws. In New Zealand, this document may only be distributed to 'wholesale investors' within the meaning of the Financial Markets Conduct Act 2013. This includes (i) selected institutional clients whose primary business is the investment of money, or (ii) persons who meet the prescribed investment activity criteria or who exceed certain prescribed asset and turnover thresholds, or (iii) a person who has completed a prescribed certificate attesting as to their experience in buying or selling investment products, or (iv) investors who invest a minimum sum of NZ\$ 750,000. This is not a registered prospectus or investment statement or product disclosure statement under New Zealand law and does not constitute an offer of securities to the public for the purposes of the Securities Act 1978 or a regulated offer under the Financial Markets Conduct Act 2013. It should not be copied or distributed to any other person in New Zealand. In Australia and New Zealand, for wholesale client use only.

In Australia, Janus Capital Management LLC, INTECH Investment Management LLC and Perkins Investment Management LLC are permitted to conduct financial services pursuant to an exemption from the need to hold an Australian financial services licence under the Australian Corporations Act 2001. Janus INTECH and Perkins are regulated by the Securities Exchange Commission of the U.S. under U.S. laws, which differ from Australian laws.

Note to China (PRC) Readers: Janus is not licensed, authorised or registered with the China Securities Regulatory Commission for investment management business or otherwise approved by any PRC regulatory authorities to provide investment management services in the PRC. This material has not been reviewed by or filed with any PRC regulatory bodies and the use of this material shall be limited to the extent permitted by applicable laws, regulations and relevant requirements. Nothing in this material shall be deemed or construed as providing investment management services by Janus in the PRC, nor shall it be will viewed as investment advice in relation to PRC capital markets, securities and mutual funds, which may require Janus to obtain or be subject to any approval, licensing, filing, registration, or other qualification requirements of the relevant Chinese regulatory authorities. This material is being provided on a confidential basis solely for the information of those persons to whom it is given.

Note to South Korea Readers: Issued by Janus Capital International Limited, authorised and regulated by the U.K. Financial Conduct Authority. In South Korea, only available to Qualified Professional Investors.

Note to Europe Readers: Issued in Europe by Janus Capital International Limited ("JCIL"), authorised and regulated by the U.K. Financial Conduct Authority and also issued by Janus Capital (Switzerland) LLC, authorised and regulated in Switzerland by FINMA.

Note to Middle East Readers: JCIL is regulated by the Dubai Financial Services Authority as a Representative Office. JCIL is authorised and regulated by the U.K. Financial Conduct Authority. The contents of this presentation have not been approved by, licensed or registered with the Central Bank of Bahrain the Regulatory Authority of Botswana, Qatar Central Bank Saudi Arabian Capital Market Authority, UAE Central Bank, the Securities and Commodities Authority, the Kuwaiti Capital Markets Authority or any other relevant licensing authorities or governmental agencies in the Middle East. This presentation does not constitute a public offer of securities in the Sultanate of Oman as contemplated by the Commercial Companies Law of Oman Royal Decree 4/74) or the Capital Market Law of Oman (Royal Decree 80/98) or under Kazakhstani law. No transactions will be concluded in the Middle East and any enquiries should be made to JCIL.

Note to Africa Readers: JCIL is not authorised in South Africa for marketing. The contents of this presentation have not been approved by, licensed or registered with the Regulatory Authority of Botswana.

Note to Colombia Readers: JCIL's products and/or services may not be promoted or marketed in Colombia or to Colombian residents unless such promotion and marketing is made in compliance with Decree 2555 of 2010 and other applicable rules and regulations related to the promotion of foreign financial and/or securities-related products and/or services in Colombia or to Colombian residents. Neither JCIL nor any related person or entity has received authorisation or licensing from the Financial Superintendence of Colombia or any other governmental authority in Colombia to market or sell its products and/or services within Colombia or to Colombian residents.

Los productos y/o servicios de JCIL no podrán ser ofrecidos ni promocionados en Colombia o a residentes Colombianos a menos que dicha oferta y promoción se lleve a cabo en cumplimiento del Decreto 2555 de 2010 y las otras reglas y regulaciones aplicables en materia de promoción de productos y/o servicios financieros y/o del mercado de valores en Colombia o a residentes colombianos. Ni JCIL ni ninguna persona o entidad relacionada han recibido autorización o licencia por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia o cualquier otra autoridad en Colombia para ofrecer o vender sus productos y/o servicios en Colombia o a residentes colombianos

Note to Canada Readers: In Canada, Janus Capital Institutional products and services are offered through Janus Capital Management LLC which is registered as an adviser in the category of portfolio manager and as a dealer in the category of exempt market dealer in each of the provinces of Alberta, British Columbia, Manitoba, Ontario and Quebec. In these provinces, these services are offered only to "Accredited Investors" as defined in National Instrument 45-106 and "Permitted Clients" as that term is defined in National Instrument 31-103.

Janus Capital Management LLC serves as investment adviser. Janus, INTECH and Perkins are registered trademarks of Janus International Holding LLC. © Janus International Holding LLC. In Australia, INTECH is trading as EIT and INTECH is not its registered trade mark. For more information or to locate your country's Janus representative contact information, please visit www.janus.com.

Outside of U.S.: For institutional/ sophisticated investors / qualified distributors use only. Not for public viewing or distribution.