



JANUS CAPITAL®
Group

Investment Outlook - Ausblick

Von Bill Gross

Februar 2017

Das Glück setzt sich ewig fort



Glücklich sein bedeutet zu wünschen,
was Du hast und nicht das, was Du nicht hast

Shakyamuni Buddha, 500 v.J.C.

Drei wesentliche Regeln von Glück sind: Tu etwas, liebe jemand,
hoffe auf etwas..

A. Chalmers

Der Kreislauf des Glücks ... und das Glück setzt sich ewig fort
(„Happiness runs in a circular motion... Happiness runs, happiness runs“)

Donovan, 1969

Ich denke viel über Glück und Glückliche sein nach und beschäftige mich dabei mit Fragen wie: Was macht einen Menschen glücklich? Sollte man Glückliche sein zu einer Priorität seines Lebens machen oder nicht? u.ä. In meinen High-School-Jahren (wir waren 17 Jahre alt) erstaunt mich ein guter Freund mit der Bemerkung, dass man nicht unbedingt versuchen sollte, glücklich zu sein. Er war der Ansicht, dass Aufopferung, im Dienste einer Sache stehen und Hingabe höherwertig waren, fühlte jedoch mutmaßlich, dass die Entscheidung für die Verfolgung dieser Ansätze, geradezu nebenbei auch ein Weg zum Glück sein könnte.

Ich habe im Laufe der Jahre eine kleine Liste von Zitaten zusammengestellt, die meiner persönlichen Sicht entsprechen, was die Menschen glücklich macht. Ich bin sicher, dass auch Sie ähnliche Zitate im Kopf haben, die einigen der oben angeführten Zitate ähneln: Sorgen Sie dafür, dass Sie stets das tun, was Ihnen Spaß macht; nehmen Sie Rücksicht auf andere Menschen und ihre Innen- und Außenwelt; setzen Sie sich Ziele, die Sie auch erreichen können; finden Sie jemanden, mit dem Sie Ihr Glück teilen können. Mein Lieblingszitat ist das von Donovan,

Jahrelang dachte ich, dass die Quintessenz des Satzes von Donovan offensichtlich war, nämlich dass das Leben wie ein Bumerang ist, und man immer das zurückbekommt, was man gibt – und die ist zweifellos eine Kernbotschaft. Doch stecken in dem Satz, zumindest aus meiner Sicht, noch weitere auf den ersten Blick hin verborgene Nuancen.

dem etwas skurrilen Folksinger der späten 60er-Jahre. „Der Kreislauf des Glücks Das Glück setzt sich ewig fort“. Der Refrain seines Songs sagt vielleicht mehr aus, als man auf den ersten Blick denken mag, und ich habe eingangs versucht, die Gesamtheit dieser Nuancen künstlerisch-symbolisch in meinem breit lachenden Smiley-Gesicht zu erfassen, das es zu Zeiten Donovans noch gar nicht gab. Jahrelang dachte ich, dass die Quintessenz des Satzes von Donovan offensichtlich war, nämlich dass das Leben wie ein Bumerang ist, und man immer das zurückbekommt, was man gibt – und hierin ist zweifellos eine Kernbotschaft zu sehen. Doch stecken in dem Satz, zumindest aus meiner Sicht, noch weitere auf den ersten Blick hin verborgene Nuancen. Die „Kreislaufbewegung“ suggeriert ebenfalls eine in sich geschlossene, nach innen gerichtete Selbstzufriedenheit, die dem Glück entspricht, das man empfindet, wenn man mit sich selbst als Person zufrieden ist. Und der letzte Satz – „das Glück setzt sich ewig fort (Happiness runs, happiness runs)“ bezieht sich vielleicht auf die buddhistische Philosophie der Vergänglichkeit und die Tatsache, dass der Augenblick Priorität haben sollte. Donovan kann zwar nicht mit Kant und Spinoza mithalten, doch besitzt sein unscheinbarer Song eine aussagefähige Botschaft. Rock On, mach weiter so, Blumenkind, wo auch immer Du dich befindest.

Und während sich das Glück durchaus in einer Kreislaufbewegung entwickeln kann, sieht es so aus, als wenn sich auch die Geschichte wiederholt, oder dass sie sich zumindest manchmal reimt, wie Mark Twain einmal sagte. Weiter unten habe ich einmal zwei meiner Notizen abgebildet, die ich nicht vor kurzem, sondern im Jahr 2003 geschrieben habe. Was ich damals notiert habe, ist auch heute noch genauso relevant wie damals. Die „finanzielle Repression“ (oder auch „der schleichende Sparverlust“) geht weiter voran ... und bewegt sich, wie es scheint, im Kreis. Im Jahr 2003 hatten die Zentralbanken die geldpolitischen Instrumente, mit denen man die Zinssätze senken und dann künstlich einen Höchstsatz festsetzen kann, nur selten in Betracht gezogen. Obwohl meine Notizen zutreffend eine Anspielung auf „alle Mittel einschließlich von Obergrenzen“ beinhalten, um die Finanzierungskosten niedrig zu halten, ist die Ausweitung der Zentralbankbilanzen von etwa 2 Billionen US-Dollar im Jahr 2003 auf nunmehr gigantische 12 Billionen US-Dollar Ende 2016 beeindruckend. Die Zentralbanken haben nicht nur Anleihen im Wert von 10 Billionen US-Dollar aufgekauft, sondern sie senkten die Zinssätze auf nahezu Null-Niveau und in einigen Fällen sogar in den Bereich negativer Renditen. Dies geschah zur Rettung unsere „finanzbasierten Wirtschaft“ sowie um die Preise der Vermögenswerte, von denen dieses Wirtschaftsmodell abhängt, anzuheben. Wie wohl jeder Investor zugeben würde, haben diese jetzt verabreichten geldpolitischen Patentrezepte genau das erreicht - nämlich die Förderung höherer Vermögenspreise und die Generierung eines Minimums von Realwachstum. In diesem Prozess kam es jedoch, wie ich bereits mehrfach geschrieben habe, zu einer Verzerrung des Kapitalismus: Sparen/ Investition wurde durch Renditen/Erträge entmutigt, die zu niedrig ausfallen, um historische Produktivitätsgewinne nachzubilden; zu schwache Unternehmen („Zombies“) wurden ganz im Gegensatz zu Schumpeters „schöpferischer Zerstörung“ an den Tropf gehängt; die Staatsverschuldung stieg im Verhältnis zum BIP weiter an; das Finanzsystem wurde nicht bereinigt und es wurde kein Gleichgewicht wiederhergestellt, in dem sich Risiko und Ertrag auf einer Ebene befinden; Ungleichgewichte haben das Gleichgewicht ersetzt, obwohl es schwierig ist, dieses wirtschaftliche Phantom zu erkennen, solange man die Volatilität im Griff hat.

Notizen zur finanzbasierten Wirtschaft

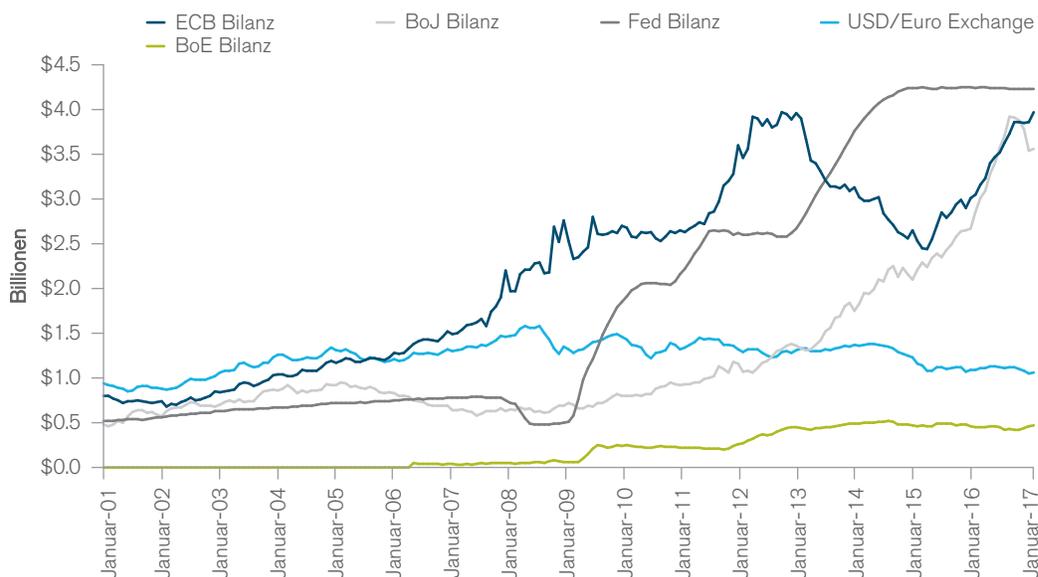
- 1 Im Gegensatz zu vergangenen Jahrzehnten leben wir heute in einer finanzbasierten Wirtschaft mit exzessiver Staatsverschuldung. Eine Beschleunigung der kurzfristigen Zinspolitik wie im Zeitraum 1979-81 ist nicht möglich
-Man muss alle Mittel einschließlich „Obergrenzen“ einsetzen, um die Finanzierungskosten so gering wie möglich zu halten.

- 2 Gläubiger (Inhaber von Schuldverschreibungen) müssen reflationiert werden – während die Renditen durch „Obergrenzen“ niedrig gehalten werden, zehrt die Inflation das Kapital auf.

- 3 Die Währung (US Dollar) muss abgewertet werden

Es kann jedoch sein, dass die Zentralbanken, um die Volatilität in den Griff zu bekommen und den Preisen der Vermögenswerte eine Untergrenze zu bieten, vielleicht in die Falle eines endlosen QE-Zyklus geraten sind (damit das globale System weiter funktionieren kann). Die Rücknahme von (geldpolitischen) Anreizen, wie dies in den letzten Jahren von der Fed praktiziert wurde, muss scheinbar durch ein erhöhtes Volumen des Aufkaufs von Wertpapieren (Anleihen und Aktien) seitens anderer Zentralbanken ersetzt werden, wie der Grafik I zu entnehmen ist. Ein Kunde fragte mich kürzlich, wann denn die Fed oder andere Zentralbanken erneut in der Lage sein würden, ihre Vermögenswerte wieder auf dem Markt zu verkaufen. Meine Antwort hierauf lautete: „NIE“. Eine globale Bilanz von 12 Billionen US-Dollar ist PERMANENT - und wächst dank der EZB und der BOJ jährlich um weitere \$1 Billion US-Dollar.

Bilanz der Zentralbank (US\$)



Quelle: *Website der BoE "Infolge der Geldmarktreform der Bank of England am 18. Mai 2006 wurde der 'Bankbericht' der Bank of England geändert.

Ein Anleger muss wissen, dass genau dieses Geldvolumen das System funktionsfähig hält. Ohne dieses Geld wirken selbst Zinssätze von 0% wie Methadon – mit dem man zwar das Verlangen lindern, aber nicht die Sucht überwinden kann. Wie lautet folglich der maßgebliche Punkt für die heutigen Finanzmärkte? Ein 10-jähriger U.S. Treasury von 2,45% verharrt bei 2,45%, da die EZB und die BOJ jeden Monat 150 Milliarden US-Dollar eigener Anleihen kaufen und viel von diesen Geldern fließt dann von JGB zu 10 Bp und Bunds zu 45 Bp in 2,45% U.S. Treasuries. Ohne dieses finanzielle Methadon würden sowohl die Anleihe- als auch die Aktienmärkte weltweit zum Sturzflug ansetzen und eine äußerst heftige Reaktion der Anleihemärkte (Stichwort: taper tantrum) auslösen. Ich würde mutmaßen, dass die US-Treasuries ohne die QE der EZB und der BOJ recht schnell auf 3,5% anziehen und die US-Wirtschaft in eine Rezession abgleiten würden.

Also was ist falsch am finanziellen Methadon? Was ist falsch an der Fortschreibung eines QE-Programms oder selbst eines bei Bedarf neu aufgelegten QE in den USA? Auf den ersten Blick rein konzeptuell sicherlich nicht viel. Die mit den 12 Billionen US-Dollar erwirtschafteten Zinsen sind bereits von den Zentralbanken an die Steuerbehörden zurückgeführt worden. Eine Hand wäscht die andere. Der Transfer bedeutet im Wesentlichen, dass die geld- und haushaltspolitischen Entscheidungen Hand in Hand gehen und mit ihnen die Regierung und nicht der Privatsektor seine eigenen Ausgaben finanziert. In zunehmenden Masse ermöglicht es dies dem Privatsektor, seine eigenen Ausgaben zu finanzieren und bewirkt, dass man nicht mehr zwischen Risiken und Ergebnissen unterscheiden kann.

So fließen z.B. 600 Milliarden US-Dollar in den Rückkauf von Aktien der Unternehmen, während in der Vergangenheit noch eine Investition in die Realwirtschaft eine deutlich lukrativere Entscheidung gewesen wäre. Hinzu kommt, dass man so den Sparern, Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften die Möglichkeit nimmt, Renditen zu erzielen, die die für die Fortschreibung langfristiger Solvabilität erforderlichen Renditen gewährleisten. Das finanzielle Armageddon wird damit nur aufgeschoben, da der Konsum gefördert und das Sparen abgeschafft bzw. verschoben wird.

Ein Anleger muss wissen, dass genau dieses Geldvolumen das System funktionsfähig hält. Ohne dieses Geld sind selbst Zinssätze von 0% wie Methadon – mit dem man zwar das Verlangen lindern, aber nicht die Sucht überwinden kann.

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. 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.