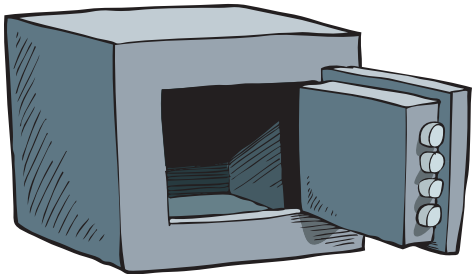
JANUS CAPITAL® Group

Anlageausblick

von Bill Gross

März 2017



Zeig mir die Knete

In der Familie Gross geht man weiter zur Schule – das betrifft nicht nur die Enkelkinder, sondern auch die Notwendigkeit, meinen eigenen Kindern die Kompliziertheit und die Fallen von Investments beizubringen. Da ich nicht jünger werde, habe ich Bedenken, ihnen unangemessenerweise eine Warnung über den Verlust von Geld à la Will Rogers aus den 1930er Jahren zu geben: „I'm not so much concerned about the return on my money," schrieb er, „but the return of my money." (Ich interessiere mich weniger für die Rendite meines Geldes als dafür, dass ich mein Geld zurückbekomme) „Ihr dürft es nicht verlieren" lautet meine erste und wichtige konzeptionelle Lektion für sie, trotz Trumps Bullenmarktes und der derzeit vorherrschenden „Animal Spirits" (animalischen Instinkte), die Risikobereitschaft anstatt Kapitalerhalt fördern.

Kürzlich erläuterte ich ihnen auch das Konzept finanzieller Hebelwirkung – besonders dasjenige des Mindestreserven-Bankwesens, das die Grundlage von Kredit und realem Wirtschaftswachstum ist, seitdem das System vor über einem Jahrhundert von den Zentralbanken abgesegnet wurde. „Für mich bleibt es bis heute ein Geheimnis," sagte ich ihnen, „wie ein Banksystem aus dem Nichts Geld schaffen kann, aber das geht." Groben Schätzungen zufolge haben Banken und Schattenbanken allein in den USA aus 3 Billionen $ „Basiskredit" mehr als 65 Billionen $ nicht durch Reserven gesicherten Kreditegemacht – Treasuries, Kommunalanleihen, Bankkredite, Hypotheken und sogar Aktien - auch wenn Aktien offiziell nicht zu den „Krediten" zählen, hängen sie dennoch von dem Cash Flow ab, der das System unterstützt.

Ich übertraf mich jedoch selbst. „Stellt euch vor," sagte ich zu meiner um den Küchentisch versammelten Familie, „dass es nur einen Dollar gibt. Ihr besitzt ihn und habt ihn bei der Bank of USA, der einzigen Bank im Land, eingezahlt. Die Bank schuldet euch einen Dollar, wann immer ihr ihn abheben wollt. Die Bank sagt sich jedoch „Wahrscheinlich werden sie ihren Dollar eine Zeit lang nicht brauchen, ich kann ihn Joe leihen, der eine Pizzeria eröffnen möchte." Joe leiht sich den Dollar und kauft Mehl, Pepperoni und einen Pizzaofen bei Sally's Pizza Supplies. Die zahlen den Dollar wiederum bei derselben Bank auf ihr Girokonto ein. Aus eurem einen Dollar sind jetzt zwei geworden. Ihr habt ein Bankkonto mit einem Dollar und Sally's Pizza hat ein Girokonto mit einem Dollar. Beide Parteien vertrauen darauf, dass ihr Dollar wirklich ihnen gehört, obwohl sich im Tresorraum der Bank in Wirklichkeit nur ein Dollar befindet.

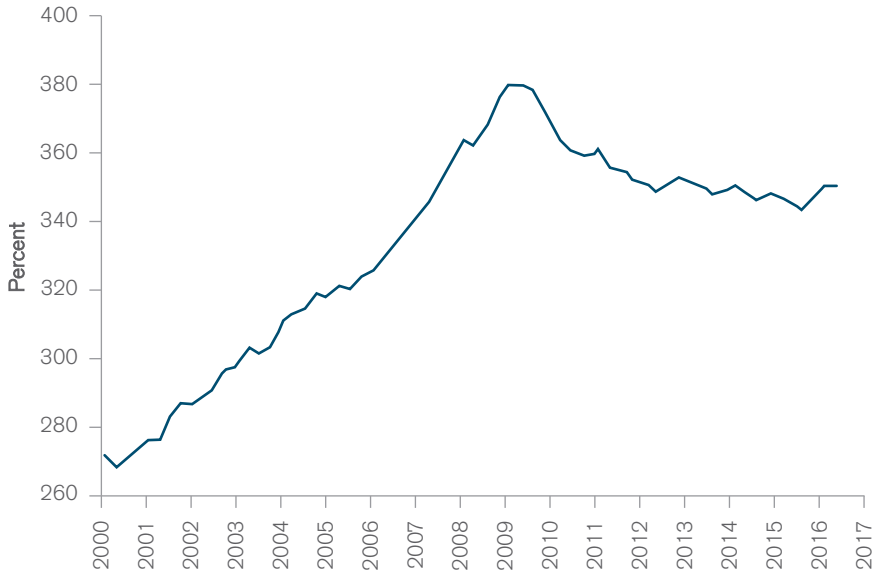
Die Bank selbst hat ihre Aktiva und Passiva verdoppelt. Ihre Aktiva sind der eine Dollar in ihrem Tresorraum und der Kredit an Joe; ihre Passiva sind der Dollar, den sie euch – dem ursprünglichen Einzahler – schuldet und der Dollar, den sie Sally's Pizza schuldet. Natürlich geht dieser Zyklus wei-ter, die einzige Dollarnote wird wieder und wieder verliehen (wobei aufsichtsrechtliche Reserve-anforderungen gelten), bis das Mindestreservesystem wie ein Zauberer mit Zauberstab und Zylinder fünf oder sechs Kaninchen aus einem einzigen Hut zieht. Es gibt nach wie vor nur einen Dollar-schein. Das Mindestreservesystem hat daraus jedoch fünf oder sechs Dollar Kredit gemacht und ein kapitalistisches Wunder von Wachstum und Stellenschaffung hervorgebracht. Wichtig ist, dass alle Kreditgeber überzeugt sind, sie könnten ihre Aktiva verkaufen oder liquidieren und den einzigen Dollar erhalten, der im Tresorraum der Bank verbleibt. Das stimmt . . leider so nicht.

„Also," sagte mein ältester Sohn Jeff und tippte sich an sein bartloses Kinn wie ein Wissenschaftler, der das Geheimnis der schwarzen Löcher entdeckt hat. „Das hört sich gut an. Ich wette, dass es problematisch wird, wenn es zu viele Pizzerien (also Subprime-Hypothekendarlehen) gibt und die Zinsen für alle Kredite nicht zurückgezahlt werden können und alle den Dollar zurückwollen, von dem sie denken, dass er ihnen gehört. Mich erinnert das an 2008 – an Lehman Brothers." „Yep," antwortete ich, als ich aufstand, um mir eine Cola aus dem Kühlschrank zu holen. „Das erinnert an Lehman Brothers."

In den USA entspricht der Kredit in Höhe von 65 Billionen $ ungefähr 350 % des jährlichen BIP und dieser Prozentsatz steigt. In China hat sich dieser Prozentsatz im letzten Jahrzehnt auf fast 300 % verdoppelt.

Meine Lektion ging weiter. Der springende Punkt war jedoch, dass die Weltwirtschaft im Jahr 2017 im Verhältnis zum BIP mehr Kredit geschaffen hatte als zu Beginn der Krise von 2008. In den USA entspricht der Kredit in Höhe von 65 Billionen $ ungefähr 350 % des jährlichen BIP und dieser Prozentsatz steigt. In China hat sich dieser Prozentsatz im letzten Jahrzehnt auf fast 300 % verdoppelt. China hat seiner Bilanz seit 2007 Schulden in Höhe von 24 Billionen $ hinzugefügt. Während desselben Zeitraums kamen in den USA und Europa jeweils nur 12 Billionen $ hinzu. Der Kapitalismus mit seinem Mindestreserve-Banksystem ist von Kreditexpansion und dem Drucken zusätzlicher Reserven durch die Zentralbanken abhängig, die wiederum von privaten Banken für die Gründung von Pizzerien, Handys und unzählige andere Produkte und Geschäftsaktivitäten verliehen werden. Die Kreditschöpfung hat jedoch Grenzen, und die Kosten von Krediten (Zinsen) müssen aufmerk-sam beobachtet werden, damit die Kreditnehmer (denken Sie an Subprime) ihren monatlichen Schuldendienst leisten können. Wenn die Zinsen zu hoch sind (und das prozentuale Verhältnis von Kredit zum BIP ebenfalls) könnten die schwarzen Schwäne von Lehman zurückkehren. Sind die Zinsen andererseits zu niedrig (und geht das prozentuale Verhältnis von Kredit zum BIP zurück), bricht das System zusammen, da Sparer, Pensionsfonds und Versicherungs-gesellschaften nicht mehr in der Lage sind, eine Renditerate zu verdienen, die hoch genug ist, um ihren Verbindlichkeiten zu entsprechen und den Schuldendienst zu bezahlen.

Prozentuales Verhältnis des US- Gesamtkreditmarkts zum BIP



Quelle: http://www.Economagic.com/

Die Zentralbanken bemühen sich, diesen Drahtseilakt erfolgreich zu absolvieren und geringes Kreditwachstum zu generieren, das dem nominellen BIP-Wachstum entspricht. Dabei wollen sie die Kosten des Kredits bei einer nicht zu hohen und nicht zu niedrigen, sondern gerade richtigen Rendite halten. Janet Yellen ist ein Goldlöckchen von heute.

Wie macht sie das? Soweit ganz gut denke ich. Während die Erholung im Vergleich zur Vergangenheit schwach war, konnten sich Banken und Unternehmen rekapitalisieren und das Stellenwachstum war gleichmäßig hoch – zumindest für die Fed. Die Märkte verzeichnen Rekordwerte und lassen für die Zukunft mit besseren Zeiten rechnen. Unser in hohem Maße fremdfinanziertes Finanzsystem ist jedoch wie ein mit Nitroglycerin beladener Lkw auf einer holprigen Straße. Ein einziger Fehler kann zu einer Kreditimplosion führen, bei der Inhaber von Aktien, High Yield Anleihen und … Subprime Hypotheken alle zur Bank laufen und den einzigen Dollar aus dem Tresorraum fordern. Das geschah 2008. Die Zentralbanken waren in einer Position, in der sie die Renditen drastisch senkten und durch quantitative Lockerung (Quantitative Easing, QE) Billionen von Dollar kauften, um einem Rush auf das System vorzubeugen. Die Zentralbanken sind heute nicht mehr so flexibel wie damals. Die Renditen liegen weltweit nahe bei null und sind in vielen Fällen sogar negativ. Die anhaltenden QE-Programme der Zentralbanken erreichen ihre Grenzen, da sie immer mehr vorhandene Schulden aufkaufen und so die Repo-Märkte und das tägliche Funktionieren des Finanzhandels bedrohen.

Ich stimme Will Rogers zu. Lassen Sie sich nicht durch das Trumpsche Trugbild von 3-4 % Wachstum und die magischen Resultate von Steuersenkungen und Deregulierung täuschen. Für die USA und selbst für die Weltwirtschaft ist es ein Drahtseilakt, da sie die Fremdfinanzierung erhöhen und die Aussicht auf wesentlich zu hohe (oder zu niedrige) Zinssätze verheerende Folgen für das zunehmend gestresste Finanzsystem haben kann. Interessieren Sie sich im Jahr 2017 und darüber hinaus mehr dafür, Ihr Geld zurückzubekommen als für die Rendite Ihres Geldes.

Das geschah 2008. Die Zentralbanken waren in einer Position, in der sie die Renditen drastisch senkten und durch quantitative Lockerung (Quantitative Easing, QE) Billionen von Dollar kauften, um einem Rush auf das System vorzubeugen. Die Zentralbanken sind heute nicht mehr so flexibel wie damals. Die Renditen liegen weltweit nahe bei null und sind in vielen Fällen sogar negativ.

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 in the U.K by the Financial Conduct Authority.

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.

C-0317-8043 03-15-18

188-15-44062 03-17