

# Große Erwartungen an die Inflation

Juni 2021

Nur für professionelle Anleger | Für Werbezwecke | Nicht zur Weitergabe bestimmt

Der US-Verbraucherpreisindex ist im Mai 2021 um 5 % gegenüber dem Vorjahr gestiegen. Dementsprechend ist die Inflation das Hauptthema für Anleger. In diesem Beitrag untersuchen die Portfoliomanager Helen Anthony und Andrew Mulliner, ob wir es mit einem dauerhaften oder vorübergehenden Preisschub zu tun haben. Dabei geht es unter anderem um folgende wichtige Themen:

- ▶ Die Auswirkungen der Rohstoffpreise und Lieferkettenunterbrechungen
- ▶ Was sagt die Aufschlüsselung der Inflation über den zugrunde liegenden Preisdruck?

## Können sich Ungleichgewichte selbst korrigieren?

Nach dem Einbruch während der pandemiebedingten Krise im letzten Jahr ist es nicht überraschend, dass die Inflation 2021 wieder deutlich steigt. Die Rohstoffpreise haben besonders stark gelitten, da das plötzliche Herunterfahren der Weltwirtschaft 2020 zu einem dramatischen Überangebot geführt hat. In den einzelnen Ländern führten die Kontaktbeschränkungen zu einer Nachfrageverschiebung, da die Verbraucher ihr Geld eher für Waren als für Dienstleistungen ausgaben. Das Wiederhochfahren weiter Teile der Weltwirtschaft vor Kurzem hat zu einem massiven Anstieg der Nachfrage geführt, den die Rohstoffmärkte kaum bewältigen können. Das Ausmaß der Störung lässt sich am steilen Anstieg der Rohstoff- und Inputpreise in den letzten 12 Monaten ablesen. Das unelastische Angebot bei vielen Rohstoffen konnte mit dem kräftigen Anstieg der Nachfrage nicht mithalten. So lassen sich Mineralien zum Beispiel nicht von Jetzt auf Gleich hochfahren oder schließen.

Zusätzlich zu den hohen Rohstoffpreisen hat das extreme Niveau der Wirtschaftstätigkeit im letzten Jahr die Lieferketten unterbrochen. Normalerweise ist die globale Lieferkette ein sehr ausgewogenes System, bei dem Schiffstransporte und Containerfracht rund um den Globus genau getaktet sind. Die Verschiebung der Nachfrage bei verschiedenen Waren während der Pandemie und die unterschiedlichen Reaktionen der einzelnen Länder auf die Pandemie haben das System aus dem Lot gebracht und zu logistischen Herausforderungen geführt, da sich Container und Schiffe oft in den falschen Regionen befinden. Dadurch sind die Versandkosten gestiegen (Abbildung 1), und es entstehen Lieferverzögerungen. Das hat zu Kostensteigerungen auf Ebene der Lieferkette geführt und die Kapazitäten an ihre Grenzen gebracht. Dadurch sind wiederum die Kosten der verfügbaren Waren in die Höhe geschossen.

**Abbildung 1: Shanghai Shipping Exchange China Export Containerised Freight Index (Frachtraten (Export) von Containertransporten, die vom Hafen Shanghai ausgehen)**



Quelle: Bloomberg, 4. Juni 2011 bis 4. Juni 2021

Letztlich fördern höhere Preise das Angebot und dämpfen die Nachfrage. Voraussichtlich wird der Inflationsdruck nachlassen, sobald sich das wirtschaftliche Gleichgewicht weltweit wieder besser vorhersehbar und ausgewogener ist. Das wird allerdings einige Zeit dauern. Der aktuelle Preisschub dürfte die Inflation bremsen, sobald sich das System in den kommenden Quartalen normalisiert.

## Vom Treiber zur Bremse

Rohstoffpreisschwankungen können sich auf die Gesamtinflation auswirken. Sofern die Rohstoffpreise im Laufe der Zeit nicht dauerhaft steigen, wird der diesjährige Preisschub nächstes Jahr die Inflation bremsen. Nehmen wir zum Beispiel den Ölpreis, wo die Veränderung gegenüber dem Vorjahr ein Jahr nach dem Tiefstand bei rund 20 USD im April 2020 einen Höchststand erreichte. Dieser Rückenwind für die Teuerung wird die Inflation in den kommenden Quartalen bremsen. Wie die Grafik unten zeigt, ist die Veränderung des Ölpreises gegenüber dem Vorjahr ein verlässlicher Hinweis dafür, in welche Richtung die Inflation sich entwickelt. So folgt der US-Verbraucherpreisindex der Ölpreisentwicklung der letzten 12 Monate (schwarze Linie). Betrachtet man von hier aus verschiedene Szenarien, würde dies einen Abwärtsdruck auf den US-Verbraucherpreisindex gegenüber dem Vorjahr bedeuten. Bei einem unveränderten Ölpreis würde die Gesamtinflation im April 2022 schätzungsweise wieder etwa 2% betragen.

In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass der Ölpreis sich im nächsten Jahr in engen Grenzen bewegen wird. Dabei ist unbedingt zu bedenken, dass die OPEC+-Staaten in ihrer Vereinbarung in den letzten Jahren die Fördermengen der Länder gedrosselt haben. Daher kann das Angebot immer wieder steigen. Daneben nimmt die Schieferöl-Förderung in den USA an Fahrt auf und erhöht das Angebot zusätzlich. Das wird den Preisdruck unseres Erachtens in Zukunft dämpfen.

**Abbildung 2: Basiseffekte werden auch bei hohem Ölpreis nachlassen**



Quelle: Janus Henderson Investors, Bloomberg, Stand: 31. Mai 2021. Bei den gestrichelten Linien handelt es sich nur um Prognosen, die keine genauen Zahlen widerspiegeln.

Eine Herausforderung bei diesem Ausblick besteht darin, dass die Rohstoffpreise in dieser Zyklusphase noch weiter nach oben gehen könnten. Überlegt man sich, unter welchen Bedingungen die Inflation steigen kann, ist dies höchstwahrscheinlich dann der Fall, wenn die Wirtschaft boomt. Dass die Inflation steigt, wenn sich das Wachstum verlangsamt, ist kaum denkbar. China spielt eine Schlüsselrolle für das globale Wachstum. Interessanterweise hat Peking die Zügel gestrafft (abzulesen an einem schwächeren Kreditwachstum, wie der Frühindikator, der sogenannte chinesische Kreditimpuls in Abbildung 3 zeigt). In der Vergangenheit hat dies die Rohstoffpreise gebremst, und potenziell könnte es den Inflationsdruck fundamental verringern. Frühere Phasen der Reflation zwischen 2012 und 2016 fielen zeitgleich mit einem starken Kreditwachstum in China zusammen. Das aktuelle Umfeld ist ein ganz anderes, denn der chinesische Kreditimpuls erreichte Ende letzten Jahres seinen Höhepunkt. China hat zudem jüngst die Kohlepreise nach oben begrenzt, um die hartnäckig hohen Energiekosten einzudämmen.

**Abbildung 3: CRB Raw Industrials Index und China Kreditimpuls, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %**



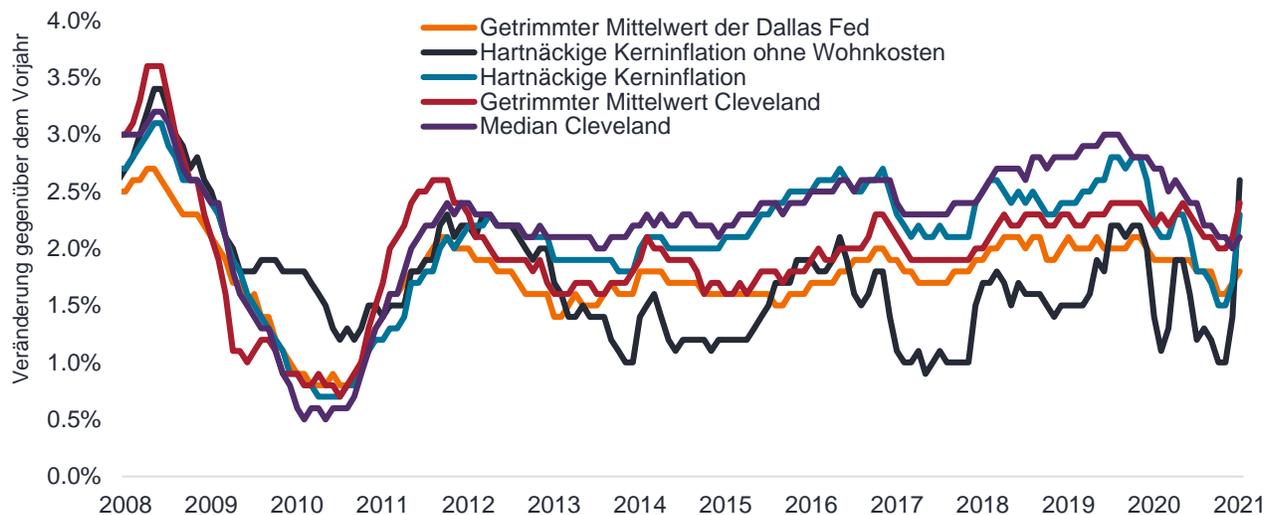
Quelle: Janus Henderson Investors, Bloomberg, CRB = Commodities Research Bureau, 31. März 2011 bis 31. März 2021

## Dauerhafter oder vorübergehender Preisschub

Wir müssen genau untersuchen, was genau die Preise in die Höhe treibt. Bei der Inflation handelt es sich um einen stetigen Anstieg der Preise auf breiter Front, nicht um einen einmaligen Schock. Der Anstieg des Inflationsindex in seiner derzeitigen Zusammensetzung wird von einem starken Anstieg der Flugpreise und Gebrauchtwagenpreise (in den USA) dominiert und ist symptomatisch für die relativen Preisentwicklungen (z. B. treiben Lieferunterbrechungen bei Neuwagen die Gebrauchtwagenpreise in die Höhe) und nicht für die Inflation. Ein möglicher Ansatz ist die in Abbildung 4 dargestellte Preisbreite.

- Der Ausschluss volatiler Waren kann bei der Betrachtung der Kerninflation - ohne Lebensmittel- und Energiekosten - nützlich sein, obwohl die Besonderheiten der Pandemie dazu geführt haben, dass sogar einige normalerweise stabile Preise z. B. für Gebrauchtwagen und Flugtickets, deutlich stärker schwanken.
- Beim Blick auf die Medianwerte oder den getrimmten Mittelwert werden die Auswirkungen großer (sowohl positiver als auch negativer) Ausreißer ausgeklammert. Das Resultat ist ein Indikator, der eher der Definition eines anhaltenden allgemeinen Preisanstiegs entspricht. Der getrimmte Mittelwert ist ein Durchschnittswert, der die oberen und unteren 8% der Verteilung ausschließt.

**Abbildung 4: Alternative Indikatoren für den Inflationsdruck**



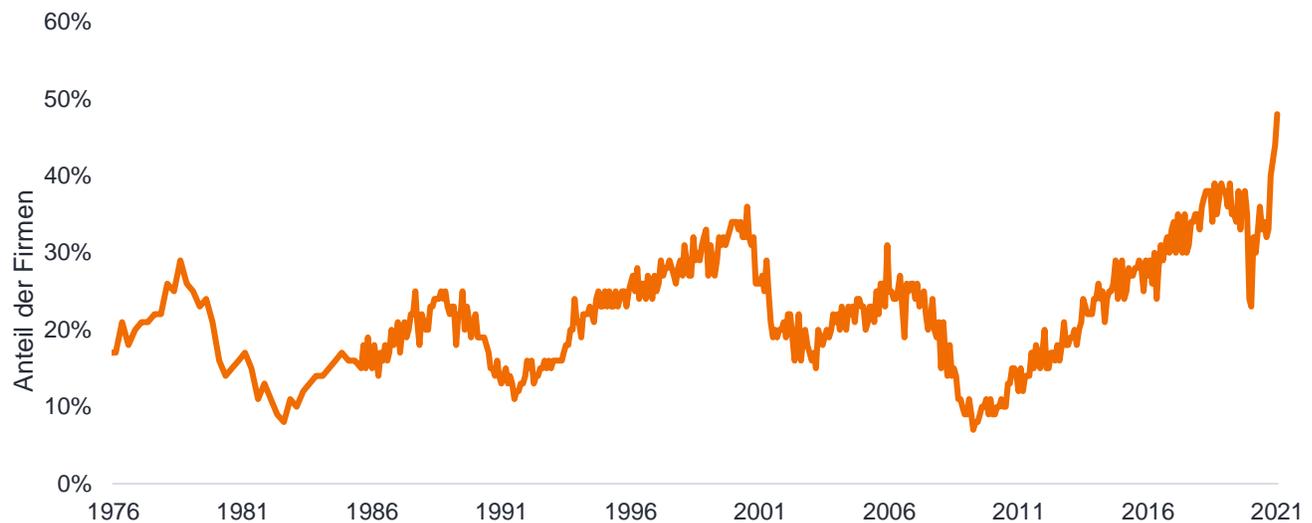
Quelle: Bloomberg, 30. April 2008 bis 30. April 2021

Aus dieser Sicht betrachtet steigen die Verbraucherpreise zwar, liegen aber immer noch im Bereich der letzten zehn Jahre (zwischen 1,5% und 3,0% gegenüber dem Vorjahr).

## Lohninflation

Die Preisinflation kann sich verfestigen, wenn auf die Preissteigerungen mit Lohnerhöhungen reagiert wird. Andernfalls wirkt eine höhere Inflation wie eine Konsumsteuer. Die nachfolgende Grafik (Abbildung 5) zeigt, dass Unternehmen kaum noch die benötigten Arbeitskräfte finden. In dieser Situation lassen sich Fachkräfte möglicherweise nur mit höheren Löhnen anlocken.

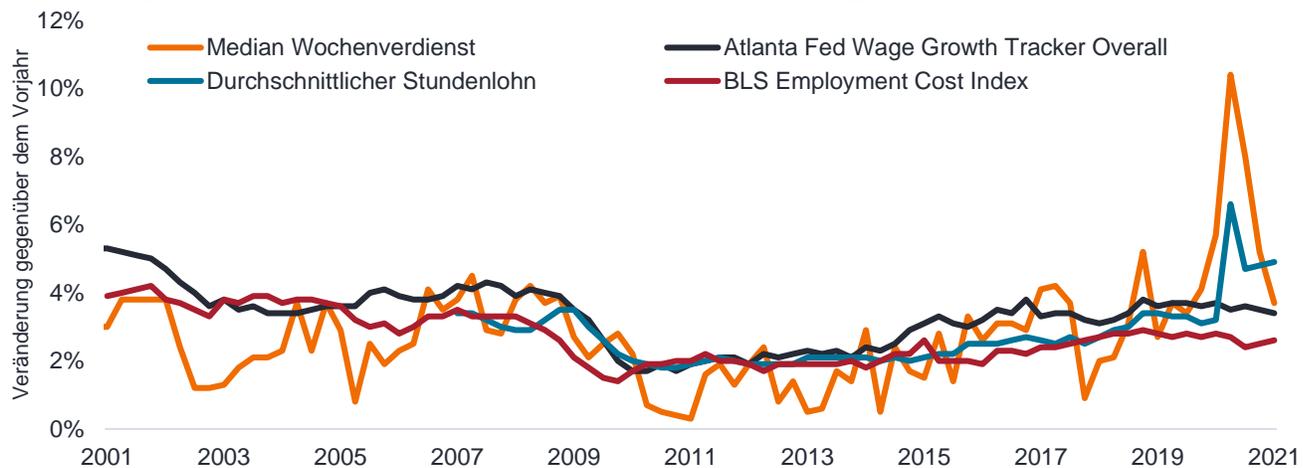
**Abbildung 5: Umfrage unter US-Kleinunternehmen Anteil der Firmen mit offenen Stellen**



Quelle: Janus Henderson Investors, Refinitiv Datastream. Umfrage des Branchenverbands National Federation of Independent Business (NFIB), Anteil der Unternehmen, die angeben, dass sie eine oder mehr offene Stellen haben, die sie nicht besetzen können, Dezember 1973 bis Mai 2021.

Einige Barometer zur Lohninflation wurden jedoch aufgrund ihrer Komposition durch die Pandemie stark verzerrt, so etwa der durchschnittliche Stundenlohn. Indikatoren, die widerspiegeln, inwiefern Geringverdiener stärker als Besserverdiener unter dem Verlust von Arbeitsplätzen leiden, liefern keinen Hinweis auf einen solchen Anstieg (siehe Abbildung 6). Bislang scheint sich die Preismacht der Arbeit durch die Pandemie zumindest nicht deutlich verbessert zu haben.

**Abbildung 6: Keine Lohn-Preis-Spirale ohne beschleunigtes Lohnwachstum**



Quelle: Bloomberg, US-Amt für Arbeitsstatistik (Bureau of Labor Statistics), Atlanta Federal Reserve, 31. März 2001 bis 31. März 2021. Der durchschnittliche Stundenverdienst und der Medianverdienst sind durch Kompositionseffekte stark verzerrt.

Der gewerkschaftliche Organisationsgrad ist verglichen mit den 1970er Jahren, als die Löhne mit den Preisen stiegen, gering. Es gibt Anzeichen dafür, dass einige große Arbeitgeber höhere Löhne zahlen, vor allem in den USA (z. B. Walmart). Dabei ist unklar, ob dies wahrscheinlich von Dauer sein wird. Zudem betrifft es eine immer noch vergleichsweise kleine Untergruppe von Arbeitnehmern. Darüber hinaus werden einige kurzfristige Eingriffe auf dem Arbeitsmarkt, d. h. die Kurzarbeitsregelungen in Großbritannien und die erweiterten Arbeitslosenunterstützungen in den USA in Höhe von 300 US-Dollar pro Woche für arbeitslose Arbeitnehmer, früher oder später zurückgenommen, sodass erwerbsfähige Personen wieder zurück auf den Arbeitsmarkt

gelangen dürften. Dadurch werden den Unternehmen voraussichtlich Lohnerhöhungen erspart bleiben. Folglich wird sich der Lohndruck in den kommenden Quartalen verringern.

Ein weiterer wichtiger Faktor sind die während der Pandemie angehäuften überschüssigen Ersparnisse. Der weitaus überwiegende Teil wurde von wohlhabenderen Haushalten angespart und ist in Kapitalanlagen etwa am Aktienmarkt oder am Immobilienmarkt geflossen, statt ausgegeben zu werden. Das hat lediglich zu einer Inflation der Vermögenspreise geführt, mit minimalen Auswirkungen auf die Lohninflation. Untermauert wird dies durch Untersuchungen der Bank of England, die belegen, dass im Durchschnitt nur wohlhabendere Haushalte Ersparnisse gebildet haben, während die weniger wohlhabenden ihre Ersparnisse aufgebraucht haben.<sup>1</sup>

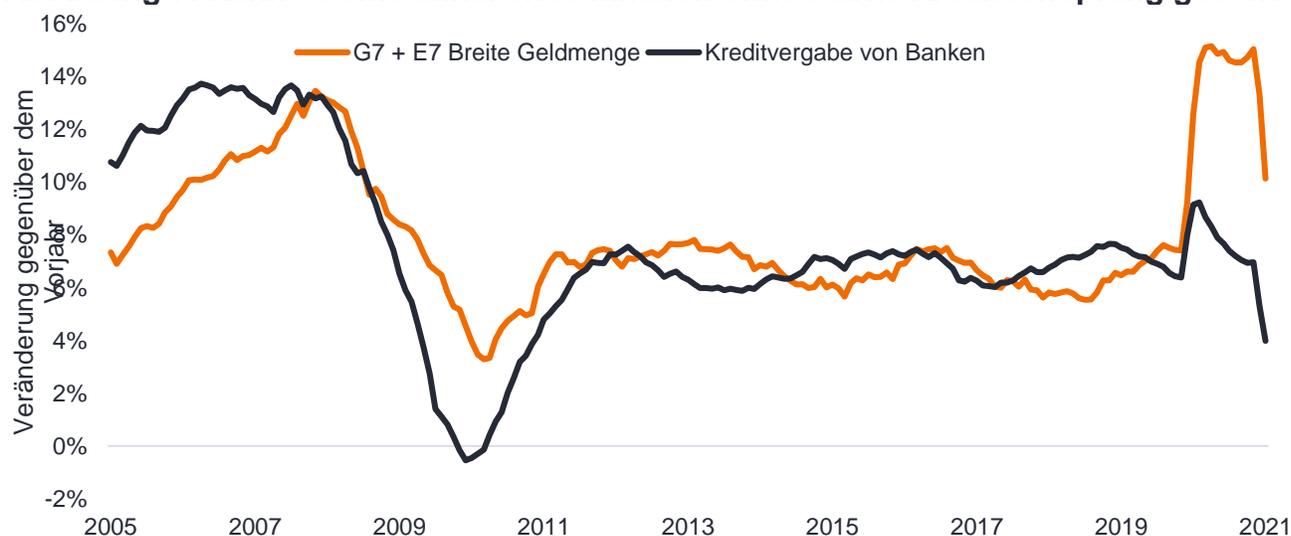
<sup>1</sup> Quelle: Bank of England, 'How has Covid affected household savings?', 25. November 2020.

## Geldmenge & fiskalische Stimulierung - ist dieses Mal alles anders?

Zum ersten Mal seit der globalen Finanzkrise sind die Geld- und die Fiskalpolitik expansiv und wirken zusammen. Das könnte zu Preisdruck führen, wenn die Angebotsseite nicht mithält. Dennoch müssen wir uns die durch die Pandemie entstandenen Schulden bewusst machen, die zur Ankurbelung des aktuellen Konsums verwendet wurden. Das könnte das künftige Wachstum bremsen. Außerdem reagieren die Märkte auf die Änderungsrate. Der fiskalpolitische Impuls dürfte sich in einen fiskalischen Gegenwind verwandeln, außer wenn die Regierungen weiterhin mehr Geld ausgeben als im letzten Jahr - was unwahrscheinlich ist. Der Umfang der Stimulierungsmaßnahmen war beispiellos. Durch die Kurzarbeitsregelungen und die Verteilung von Schecks an Haushalte ist das verfügbare Einkommen gestiegen, ganz anders als bei früheren Abschwüngen aufgrund von Wirtschaftsschocks. In Kombination mit den Rekordsummen, die im Rahmen der quantitativen Lockerung bereitgestellt wurden, sehen einige die Inflationserwartungen mit Unbehagen.

Die Maxime des Ökonomen Milton Friedman, dass Inflation immer und überall ein monetäres Phänomen ist, trifft auf die Risiken von Währungsabwertung und Hyperinflation zu. Allerdings ist diese Theorie zu stark vereinfacht. Die Ausweitung der Geldmenge richtete sich auf den staatlichen Sektor, um die Nothilfeprogramme zu finanzieren. Die Nachfrage nach Krediten im Privatsektor hat sich dagegen in die entgegengesetzte Richtung entwickelt, wobei Privatpersonen die Coronahilfen nutzten, um Schulden abzubauen oder ihren Kreditbedarf zu verringern (Abbildung 7).

**Abbildung 7: Kann es eine anhaltende Inflation ohne starke Kreditschöpfung geben?**



Quelle: Janus Henderson Investors, Refinitiv Datastream, G7 = USA, Frankreich, Deutschland, Italien, Großbritannien, Japan und Kanada. E7 = China, Indien, Brasilien, Mexiko, Russland, Korea und Taiwan. 31. April 2005 bis 31. April 2021.

Das Wachstum der breiten Geldmenge sinkt rapide, und die Kreditvergabe der Banken (Kreditnachfrage) ist auf das Niveau von 2011 zurückgefallen. Jüngste Daten bestätigen dies und belegen, dass die überschüssige Liquidität der US-Banken in die Wertpapiermärkte fließt und nicht an die Realwirtschaft verliehen wird. Daher ist es nicht verwunderlich, dass die Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge M2 im ersten Quartal 2020 deutlich gesunken ist und sich seit März 2020 nicht mehr erholt hat, sondern auf einem Niveau verharrt, das zuletzt in den 1940er Jahren verzeichnet wurde.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Quelle: FRED Federal Reserve Board of St Louis, Haver Analytics, 27. Mai 2021

Wir sind uns zwar der langen und variablen Verzögerungen der Geldpolitik bewusst, die dazu führen können, dass Inflationsdruck eher aufgeschoben als aufgehoben wird. Das lässt sich an diesen Kennzahlen allerdings nicht ablesen.

## Führt die Pandemie zu einem Kurswechsel?

*RISIKO: Werden die Politiker sich die Unterstützung der Wählerschaft durch höhere Ausgaben unter Inkaufnahme höherer Schulden erkaufen, und könnte die erwartete vorübergehende Erhöhung der*

Neben der kurzfristigen Dynamik müssen wir auch überlegen, ob sich die globalen Kräfte, die Abwärtsdruck auf die Kerninflation ausgeübt haben, möglicherweise verändert haben. Bei vielen davon handelt es sich um langfristige Kräfte, die sich eher langsam entwickeln. In vielerlei Hinsicht wurden diese langfristig disinflationären Faktoren durch die Pandemie eher geschürt als gedämpft.

- **Verschuldung** - seit Beginn der COVID-Krise ist die Schuldenlast deutlich gestiegen, wobei die Staatsverschuldung von 88% des weltweiten BIP 2019 auf über 105% im Jahr 2020 steigen wird.<sup>3</sup> Die großen fiskalischen Stimulierungspakete beinhalteten bisher vor allem die Aufnahme von Krediten zur Ankurbelung des derzeitigen Konsums, statt Ausgaben für langfristige produktive Investitionen. Das führt in der Zukunft zu Tilgungs- und Zinszahlungen, die den künftigen Konsum unter sonst gleichen Umständen belasten.
- **Globalisierung und Technologie** - die Einführung von Technologien hat sich durch die Pandemie beschleunigt, z. B. durch die rasante Zunahme des Online-Handels. Der verstärkte Einsatz von Technologie und Automatisierung schwächt die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer. Die Globalisierung ist ein langsamer Prozess, der Jahre dauern kann. Die meisten Unternehmen können eine Fabrik nicht einfach schnell an einen anderen Standort verlegen. Umgekehrt machen es starke globale Transportverbindungen Produzenten relativ leicht, auf kostengünstigere Produkte/Fertigungsbereiche auszuweichen. Die Handelsvolumen befinden sich derzeit auf einem Rekordhoch<sup>4</sup>, sodass sich unserer Meinung nach auf der Makroebene nur allmählich etwas ändern dürfte, sofern die Politik nicht eine deutlich stärkere Abschottung anstrebt.
- **Demografie** - in vielen Ländern sind die Geburtenraten 2020 auf neue Tiefststände gesunken. Langfristig spielt die Demografie eine wichtige Rolle. Im Laufe der Zeit wird sich der stetige Rückgang der Geburtenraten voraussichtlich anhaltend disinflationär auswirken. Häufig wird von der inflationären Wirkung der aktuellen Generation der Rentner gesprochen, weil sie mehr konsumiert als produziert. Dieselbe Untersuchung belegt allerdings auch, dass junge Menschen die inflationärste Kohorte sind.<sup>5</sup> Eine sinkende Geburtenrate bedeutet weniger junge Menschen und eine geringere künftige Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen. Eine Gesellschaft, die sich auf die Herausforderungen der Überalterung vorbereitet, bedeutet letztendlich weniger Investitionen (entgegengesetzte Entwicklung zum Trend der Babyboomer in den 1970er Jahren). Bemerkenswert ist auch, dass das Renteneintrittsalter immer höher wird, da die Regierungen erkannt haben, dass sie ihre Rentenverpflichtungen nach dem derzeitigen System nicht bezahlen können. Das deutet wiederum auf einen stärkeren Sparkurs zulasten von Investitionen hin.

<sup>3</sup> Quelle: Institute of International Finance, 17. Februar 2021

<sup>4</sup> Quelle: UNCTAD, Global Trade Update, 19. Mai 2021

<sup>5</sup> Quelle: Demographic structure and macroeconomic trends, Yunus Aksoy, Henrique S Basso, Tobias Grasl, and Ron P Smith, Januar 2015

### WAS KÖNNTE SICH ÄNDERN?

Unter dem Strich scheinen die wissenschaftlichen Erkenntnisse und Indikatoren darauf hinzudeuten, dass die Inflation zwar deutlich steigen wird, gleichzeitig aber zyklisch ist und in den kommenden Quartalen ihren Höhepunkt erreichen dürfte. Einige Risiken müssen allerdings unbedingt überwacht werden und könnten grundlegende Veränderungen bewirken:

- ▶ Die Unterbrechungen der Lieferketten werden voraussichtlich bald vorübergehen. Die Erfahrungen aus der Pandemie könnten allerdings zu einer stärkeren Verlagerung der Lieferketten ins Inland und zu einer Politik der Abschottung führen. Die Lohnentwicklung sollte aufmerksam verfolgt werden, wobei viele Firmen auf die Herausforderungen bei der Suche nach Arbeitskräften hinweisen. Es besteht die Gefahr, dass es am Arbeitsmarkt einige dauerhafte Veränderungen gegeben hat, die das Arbeitskräfteangebot verringert haben. Das könnte einem größeren Lohndruck den Weg bereiten, der wiederum die Lohnkosten in die Höhe treibt. Die Folge wären höhere Preise.

## WICHTIGER HINWEIS

Die hier wiedergegebenen Einschätzungen entsprechen dem Stand zum Publikationsdatum. Sie sind nur zur Information gedacht und dürfen nicht als Anlageberatung, rechtliche oder steuerrechtliche Beratung genutzt oder verstanden werden, auch nicht als Angebot zum Verkauf, als Aufforderung oder Angebot zum Kauf oder als Empfehlung zum Kauf, Verkauf oder Halten eines Wertpapiers, einer Anlagestrategie oder eines Marktsegments. Keiner der Inhalte dieser Publikation ist als direkte oder indirekte Erbringung von Anlagemanagement-Leistungen im Hinblick auf die spezifischen Erfordernisse eines Kunden zu verstehen. Hier wiedergegebene Meinungen und Beispiele sind lediglich zur Veranschaulichung allgemeiner Themen gedacht; sie beinhalten keine Indikation für beabsichtigte Transaktionen und können sich ändern. Sie geben möglicherweise nicht die Einschätzungen anderer Personen innerhalb des Unternehmens wieder. Zur Illustration genannte Beispiele sind nicht als Hinweis oder Implikation zu verstehen, dass diese jetzt oder in der Vergangenheit in einem Portfolio enthalten sind bzw. waren. Für Prognosen kann keine Garantie übernommen werden und es ist nicht garantiert, dass die bereitgestellten Informationen vollständig oder aktuell sind. Außerdem besteht keinerlei Gewähr im Hinblick auf die Ergebnisse, die bei deren Verwendung erzielt werden. Quelle der Daten ist Janus Henderson Investors, sofern nicht anders angegeben. Informationen und Daten, die von Dritten bezogen werden, werden von Janus Henderson Investors in gutem Glauben als verlässlich erachtet. **Die historische Wertentwicklung beinhaltet keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Geldanlage beinhaltet Risiken, darunter mögliche Kapitalverluste und Wertschwankungen.**

Nicht alle erwähnten Produkte oder Dienstleistungen sind in allen Ländern verfügbar. Dieses Material oder die darin enthaltenen Informationen können gesetzlichen Beschränkungen unterliegen, sie dürfen ohne ausdrückliche schriftliche Einwilligung nicht vervielfältigt oder darauf Bezug genommen werden und nicht in Ländern oder unter Umständen verwendet werden, in bzw. unter denen diese Verwendung rechtswidrig wäre. Janus Henderson trägt keine Verantwortung für eine rechtswidrige Weitergabe dieser Publikation an Drittparteien – sei es insgesamt oder in Auszügen. Diese Inhalte sind nicht von einer Aufsichtsbehörde geprüft und gebilligt worden.

Janus Henderson Investors ist der Name, unter dem Anlageprodukte und -dienstleistungen von den nachstehend genannten Körperschaften in den jeweiligen Ländern bereitgestellt werden: (a) In **Europa** von Janus Capital International Limited (Reg.-Nr. 3594615), Henderson Global Investors Limited (Reg.-Nr. 906355), Henderson Investment Funds Limited (Reg.-Nr. 2678531), Henderson Equity Partners Limited (Reg.-Nr. 2606646), (jeweils in England und Wales registriert unter der Adresse 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE und reguliert durch die Financial Conduct Authority) und Henderson Management S.A. (Reg.-Nr. B22848 in 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxemburg, reguliert durch die Commission de Surveillance du Secteur Financier). (b) In den **USA** von bei der SEC registrierten Anlageberatungsfirmen, die Tochterunternehmen der Janus Henderson Group plc. sind (c) In **Kanada** von Janus Capital Management LLC, nur für institutionelle Anleger in bestimmten Ländern. (d) In **Singapur** von Janus Henderson Investors (Singapore) Limited (Firmenregister-Nr. 199700782N). (e) In **Hongkong** von Janus Henderson Investors Hong Kong Limited. (f) In **Taiwan R.O.C** von Janus Henderson Investors Taiwan Limited (operativ unabhängig), Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipei (110). Telefon: (02) 8101-1001. SICE-Lizenz-Nr. 023, vergeben 2018 durch die Financial Supervisory Commission. (g) In **Südkorea** von Janus Henderson Investors (Singapore) Limited nur qualifizierten professionellen Anlegern (im Sinne des Financial Investment Services and Capital Markets Act und seinen untergesetzlichen Bestimmungen). (h) In **Japan** von Janus Henderson Investors (Japan) Limited, reguliert durch die Financial Services Agency und registriert als Financial Instruments Firm in den Bereichen Investment Management Business, Investment Advisory and Agency Business sowie Type II Financial Instruments Business. (i) In **Australien und Neuseeland** von Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 531, AFSL 444266). (j) Im **Nahen Osten** von Janus Capital International Limited, reguliert durch die Dubai Financial Services Authority als Representative Office. Im Nahen Osten werden keine Transaktionen vorgenommen und etwaige Anfragen sind an Janus Henderson zu richten. Wir können Telefonanrufe zur wechselseitigen Absicherung, zur Verbesserung des Kundenservice und zwecks regulatorisch erforderlicher Aufzeichnungen speichern.

**Außerhalb der USA:** Nur für institutionelle, professionelle, qualifizierte und erfahrene Investoren, qualifizierte Vertriebspartner, Wholesale-Investoren/-Kunden nach jeweils geltendem Recht. Nicht zur Wiedergabe oder Weitergabe in der Öffentlichkeit.

Janus Henderson, Janus, Henderson, Perkins, Intech, Knowledge Shared und Knowledge Labs sind Marken der Janus Henderson Group plc oder eines ihrer Tochterunternehmen. © Janus Henderson Group plc