

Het inflatiedilemma: wat nu voor centrale banken en vastrentende effecten?

Maart 2022

Marketingcommunicatie | Enkel voor professionele beleggers | Niet voor verdere verspreiding

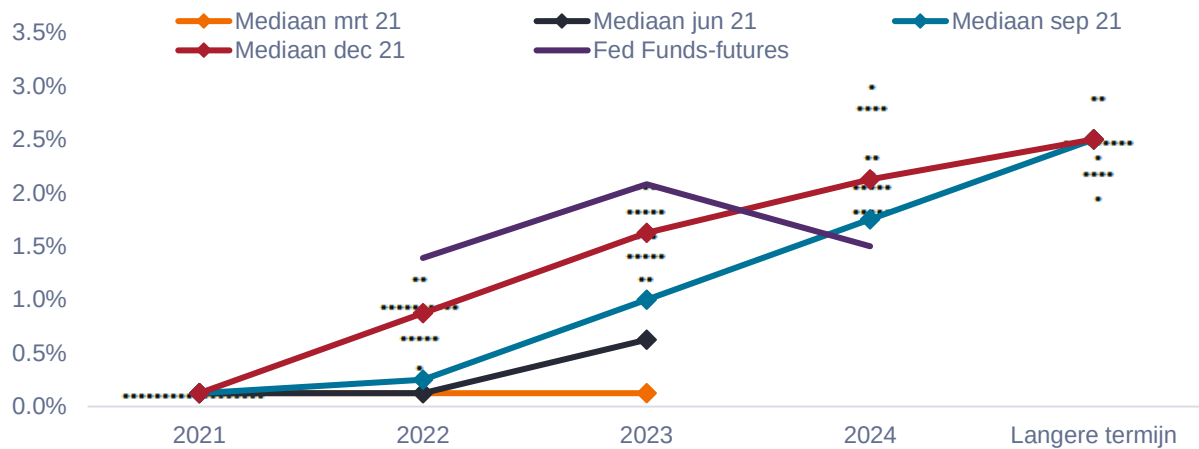
Nu de inflatie op het hoogste peil in decennia staat, zitten de centrale banken gevangen tussen reageren op de realiteit en trachten te voorspellen hoe de inflatie en het economisch klimaat op middellange termijn zullen evolueren. In dit artikel belicht Jim Cielinski, global head of Fixed Income, de mogelijke valkuilen en de impact op vastrentende effecten. De belangrijkste onderwerpen zijn:

- ▶ Het veranderingstraject terwijl centrale bankiers twijfelen aan hun eigen 'transitieverhaal', plus de toenemende divergentie op beleidsniveau.
- ▶ De kans op beleidsfouten doordat economieën zich aanpassen aan de stimulans van de heropening, maar tegelijk kampen met het afremmende effect van de belastingdruk op de reële inkomens en de toenemende kostendruk voor bedrijven.
- ▶ De mogelijke implicaties voor rentegevoelige en riskantere kredietactiva.

Een koerswijziging

Zoals de Pruisische militaire strateeg Helmuth von Moltke (de Oudere) in de 19e eeuw opmerkte: "Geen enkel plan overleeft de confrontatie met de vijand." Centrale banken die met een hoge inflatie kampen, hebben hun verwachtingen en beleid scherp moeten bijstellen. Amper een jaar geleden, tijdens haar vergadering van maart 2021, voorspelde de Amerikaanse centrale bank (de Fed) nog geen renteverhogingen voor 2023, laat staan voor 2022, zo blijkt uit de mediaan van de zogeheten 'dot plot' van de prognoses van Fed-leden. In de recentste dot plot (december 2021, zie verder) suggereerde de Fed drie renteverhogingen in 2022 en wij verwachten dat ze dat cijfer tijdens haar vergadering van maart 2022 zal optrekken. De ommezwaai van de Fed werd enkel overtroffen door die van de markt, die op 10 februari 2022, meteen na het bericht dat de Amerikaanse consumentenprijsindex (CPI) op 7,5% stond, voor dit jaar bijna zeven renteverhogingen met 25 basispunten door de Fed voorspelde.¹ Als we de actuele Fed Funds-futures als maatstaf voor de markt nemen, is de verwachting dat de Fed dit jaar de verkrapping zal versnellen, maar tegen 2024 zal versoepelen.

Figuur 1: Mediane prognoses dot plot Fed



Bron: Bloomberg, Amerikaanse centrale bank, 28 februari 2022 ¹Bron: Bloomberg, World interest rate probability, 10 februari 2022.

FAIT Accompli

Het lijkt bizar dat de Fed in februari een kwantitatieve versoepeling doorvoert, terwijl de Amerikaanse inflatie van de consumentenprijzen boven de 7% ligt, en tegelijk de markt voorbereidt op een renteverhoging in maart om diezelfde inflatie de kop in te drukken. De Fed trapt in een val die ze zelf heeft gegraven. De overgang naar 'Flexible Average Inflation Targeting' (FAIT - een flexibele benadering waarbij een doelcijfer voor de gemiddelde inflatie wordt vooropgesteld), een visie die in augustus 2020 werd gelanceerd, betekende dat de Fed bereid was tijdelijk een bovengemiddelde inflatie te tolereren om periodes te compenseren waarin de inflatie lager ligt dan gemiddeld. Daarom werd een groot deel van 2021 over 'tijdelijke' inflatie gesproken, omdat de Fed ervan overtuigd was dat de inflatie in het systeem grotendeels het gevolg was van de uitzonderlijke verstoring van vraag en aanbod als gevolg van de coronacrisis. De lage inflatie in 2020 en de verwachtingen dat de inflatie over enkele jaren weer zal dalen, boden ruimte voor die gematigde afbouw van de monetaire inschikkelijkheid.

We werden gewaarschuwd dat de Fed een hogere inflatie zou tolereren en er zijn enkele nuttige keuzes gemaakt. Na de periode van verstoring door de coronacrisis helpt een opstoot van de inflatie ondernemingen wat om prijsstijgingen te kunnen doordrukken om de verliezen van de voorbije jaren goed te maken. Ten tweede stimuleren hogere prijzen het aanbod en remmen ze de vraag af, waardoor verstoorde markten sneller hun evenwicht kunnen terugvinden. Ten derde reduceert ze de reële waarde van vastrentende schulden, en dat is handig, aangezien de leningen door ondernemingen en overheden tijdens de pandemie een hoge vlucht hebben genomen.

Daartegenover staan de stijgende kosten van het levensonderhoud, die vaak een grotere impact hebben voor mensen met een laag inkomen, omdat de inflatie momenteel vooral toeslaat bij basisbehoeften zoals voedsel, energie en huurprijzen. Ten tweede drijft ze de kosten op voor bedrijven, wat, als ze die niet volledig kunnen doorberekenen aan de eindklant, uiteindelijk de winst zal uithollen, waardoor er mogelijk meer werkkapitaal nodig zal zijn. Ten derde zal krediet met een variabele rentevoet duurder worden voor gezinnen, bedrijven en overheden. Landen zoals het VK, met een hoog aandeel aan een index gekoppelde overheidsschuld (21% eind december 2020)² zijn daar kwetsbaarder voor.

Alles met mate. Voor economieën is een beetje inflatie waarschijnlijk interessanter dan een beetje deflatie, aangezien traag stijgende prijzen de consumptie stimuleren. Maar als de inflatie te hoog is, zijn de lasten groter dan de baten, en daarom hanteren centrale banken de vuistregel dat 2% inflatie op jaarbasis het aanvaardbare niveau is. Naarmate de inflatie bleef stijgen, raakten de markten ervan overtuigd dat de Fed achterliep op de curve en uiteindelijk haar standpunt zou moeten wijzigen.

Wie loopt er achter op de curve?

De markten wachten niet. Zij liepen in essentie voor op de Fed door nog voor de centrale bank de rente echt verhoogde, al krappere financiële voorwaarden in de prijzen te verrekenen. Dat was duidelijk op de

rentemarkten, waar de rente op kortlopend schuld papier de voorbije maanden snel is gestegen, de hypotheekrente fors is toegenomen en de kredietspreads zijn verbreed door de onzekerheid over een mogelijk zwakkere groei en krappere liquiditeit.

Figuur 2: Tabel marktbewegingen

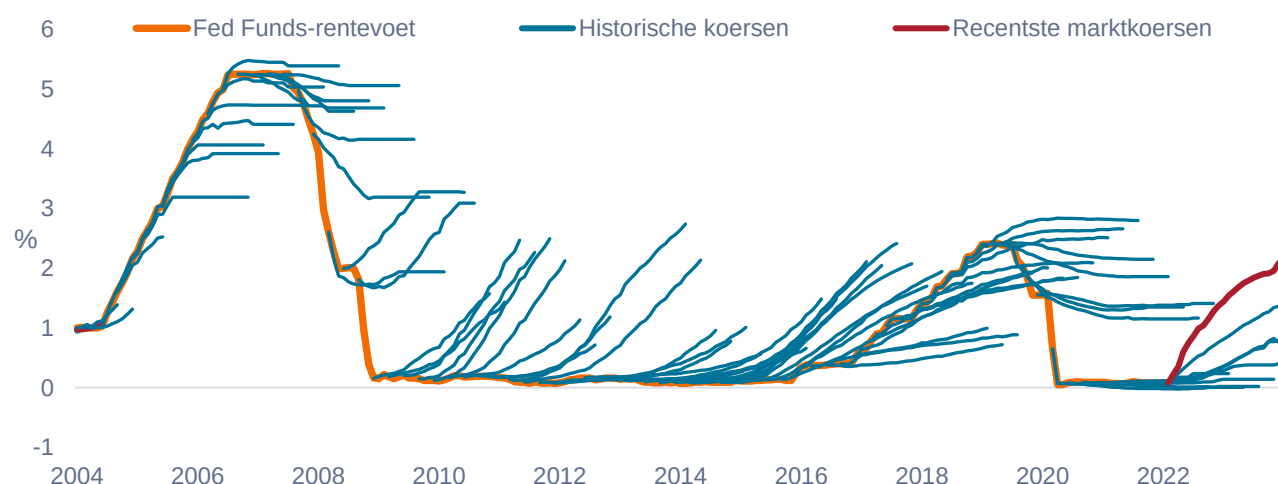
Index	30 jun 2021	31 dec 2021	Huidige (28 feb 2022)
Rente Amerikaanse staatsobligaties op 2 jaar %	0,24	0,66	1,42
Rente Amerikaanse staatsobligaties op 10 jaar %	1,44	1,50	1,85
Amerikaanse hypotheekrente op 30 jaar %	3,02	3,11	3,89
Kredietspread Amerikaanse bedrijfsobligaties met rating BBB (bp)	107	121	160
Kredietspread Amerikaanse bedrijfsobligaties met rating B (bp)	349	351	411

Bron: Refinitiv Datastream, Amerikaanse richtrente 2 en 10 jaar, rendement op de eindvervaldag; 30-jarige hypotheekrente Freddie Mac; ICE BofA US BBB Corporate Index en ICE BofA US B High Yield Index, kredietspread = voor opties gecorrigeerde spread tegenover staatsobligaties (Govt OAS) in basispunten. Een basispunt (bp) is gelijk aan 1/100 van een procentpunt. 1 bp = 0,01%, 100 bp = 1%, 28 februari 2022.

²Bron: HM Treasury Debt Management report 2021-22, maart 2021

Een belangrijkere vraag is nu of de markt de verkrapping juist inschat. Historisch gezien verrekenden de markten in de periode na de financiële crisis de renteverhogingen te gretig in, wat mee verklaart waarom zij het transitieverhaal aanvankelijk steunden. Maar tijdens de laatste twee verkrappingscycli heeft de markt echter de omvang onderschat van de renteverhogingen zodra de Fed begon te verkrappen. Aangezien de Fed waarschijnlijk achterloopt op de curve, zal ze misschien wat tijd willen goedmaken. De markt acht de dot plot van december nu al achterhaald en verwacht dat de Fed haar Fed Funds-voet tegen eind 2022 nabij 1,5% brengt en tegen eind 2023 boven de 2%, maar voorspelt ook dat de Fed eind 2024 het roer zal omgooien en de rente weer zal verlagen.

Figuur 3: Fed Funds-voet en historische termijnkoersen



Bron: BofA Global Research, Janus Henderson Investors, Bloomberg. Historische prijslijnen geven de marktverwachtingen voor de Fed Funds-voet voor de komende 24 maanden aan. Recentste marktprijzen per 28 februari 2022 met Fed Futures-prijzen tot 31 december 2023. De marktprijzen kunnen variëren en prognoses zijn geen garantie.

Waar brengt ons dat?

Wij bevonden ons in het kamp van de transitie, al verwachten we dat de inflatie sterker zal stijgen dan de Fed vooropstelt en langer hoog zal blijven. We hebben onze denkwijze aangepast als gevolg van een aantal factoren. Het was duidelijk dat de stijgende huurkosten de Amerikaanse CPI vermoedelijk hoog zouden houden. De grondstofprijzen blijven hardnekkig hoog en het conflict in Oekraïne zal de hoge energieprijzen waarschijnlijk nog verder de hoogte in jagen, en aangezien dat essentiële grondstofkosten zijn, zullen de andere kosten in de economie daar ook onder lijden.

Hoewel het conflict waarschijnlijk neerwaartse druk zal uitoefenen op de risicovolle activa, zal de onzekerheid over de hoge inflatie waarschijnlijk domineren, ook al verwachten we dat de inflatie de komende maanden zal pieken. Op heel korte termijn willen de centrale banken graag dat de markten zien dat ze niet bij de pakken blijven zitten, vandaar hun assertieve houding. Gezien de hoge inflatie en de lage werkloosheid zou de Fed volgens ons te veel gezichtsverlies lijden als ze het roer nu weer zou omgooien en de rente in maart toch niet zou verhogen. Als ze het nu niet doet, wanneer dan wel? In de ontwikkelde markten zijn de Bank of England en de Reserve Bank of New Zealand de Fed al voor met een renteverhoging. De groeiemarkten zitten nog wat verder op de weg naar een verstrakking, zoals blijkt uit ons onderzoek "*Divergent Emerging Market outcomes in an uneven recovery*", dat u kunt vinden in de sectie *Insights* op onze website. China is de grote uitzondering, omdat het de kredietbeperkingen lijkt te willen versoepelen nadat de vastgoedmarkt er vorig jaar fors is vertraagd. De Europese Centrale Bank (ECB) moet nog altijd een evenwicht proberen te vinden tussen de behoeften van economieën in verschillende groeistadia. De inflatie baart in de hele eurozone zorgen, maar door de ontwikkelingen in Oekraïne en de hoge energiekosten in Europa zal de ECB de economie wellicht niet willen straffen met hogere financieringskosten, waardoor renteverhogingen in 2022 wellicht niet op de agenda zullen komen.

De inflatie blijft echter op de economie wegen, waardoor wij aan de toekomstige kracht van de wereldeconomie twijfelen. Wij denken dat een daling van de inflatie later in 2022, naarmate de basiseffecten effect krijgen, samen met tekenen dat de groei vertraagt, de Fed en andere centrale banken ertoe kan aanzetten zich wat minder assertief uit te laten. Het zou ons niet verbazen als de middellangetermijnrente op staatsobligaties later in het jaar weer daalt. Doorgaans is het net voor of rond de periode waarin een centrale bank een andere toon aanslaat, hoe gering de verandering ook is, dat actieve beleggers mogelijkheden kunnen zoeken om fouten in de koersen te benutten.

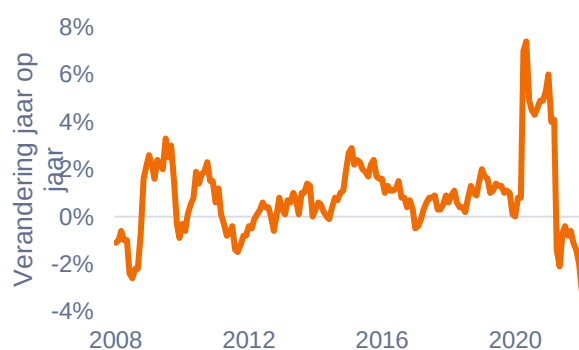
Banen te over, maar de reële lonen veranderen niet

De Fed en andere centrale banken willen een loon-prijsspiraal voorkomen waarbij de inflatie verankerd raakt in de prijszetting en de looneisen. De arbeidsmarkt doet het goed en de loongroei is toegenomen, maar hij houdt geen gelijke tred met de bredere inflatie. Als werknemers niet het gevoel hebben dat ze beter af zijn - en de daling van de vermogens door de daling op de activamarkten kunnen dat nog verergeren - kunnen we ons moeilijk voorstellen dat de economische groei zal aantrekken, zeker nu de fiscale stimuli van de overheidsuitgaven een fiscale rem worden.

Figuur 4: Vacatures in de VS en arbeidskostenindex



Figuur 5: Reël gemiddeld weekloon VS



Bron voor figuur 4: Bloomberg, Bureau of Labor Statistics, US Job Openings Rate and Employment Cost Index, 31 december 2006 tot 31 december 2021. Het vacaturecijfer wordt berekend door het aantal vacatures te delen door de som van de banen en het aantal

vacatures en dat quotiënt met honderd te vermenigvuldigen om tot een percentage te komen. De index van de arbeidskosten meet de veranderingen in de loonkosten (lonen, bonussen en voordelen in natura) en de indirecte kosten, zoals sociale bijdragen, ziektekostenpremies, belastingen enz.

Bron voor figuur 5: Bloomberg, Bureau of Labor Statistics, reëel gemiddeld weekloon VS, % verandering jaar-op-jaar, gecorrigeerd voor seizoenseffecten, januari 2008 tot januari 2022.

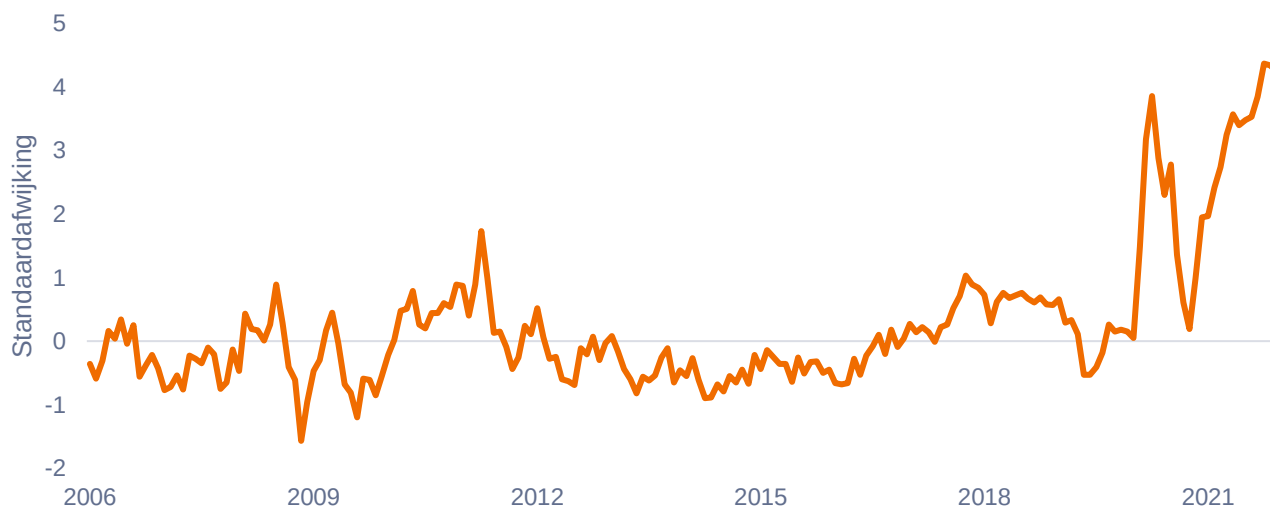
Het consumentenvertrouwen in de VS, het VK, de eurozone en China verzwakt. Hoewel dat voor een deel kan worden toegeschreven aan de coronamaatregelen, spelen nog andere factoren een rol, niet het minst de stijgende kosten van het levensonderhoud. Vorig jaar ontvingen de Amerikaanse gezinnen nog ondersteuningscheques. De meeste daarvan zijn inmiddels uitgegeven. De overheidsuitgaven als percentage van het bbp zullen dalen naarmate landen proberen minder te lenen. Het is nog steeds niet duidelijk of de Build Back Better Act van de Amerikaanse president Biden door de Senaat zal raken, en zelfs als dat lukt, zal het om een veel lager bedrag gaan dan aanvankelijk gepland. De groei in het laatste kwartaal van 2021 werd in grote mate aangestuurd door de voorraden die werden heropgebouwd en dat kan in het eerste kwartaal van 2022 weer een rem op de groei zetten. In het VK gaat de personenbelasting omhoog. Samen met het conflict tussen Rusland en Oekraïne kunnen die factoren de positieve verwachtingen voor de economieën die heropenen na de coronamaatregelen, tenietdoen.

Druk op de toeleveringsketen

De problemen met de toeleveringsketen namen af, maar slechts langzaam. Zoals blijkt uit de nieuwe Global Supply Chain Pressure Index van de New York Fed, bestond de hoop dat de problemen eind vorig jaar hun hoogtepunt hadden bereikt. De Baltic Dry Index, die de kosten voor het transport van grondstoffen over zee meet, daalt, maar de Harpex-indexen voor de kosten van vrachtcontainers blijven hoog. Nu de coronadreiging in het Westen wegebt, maar in Azië nog altijd zorgen baart, wordt verwacht dat de problemen in de toeleveringsketen zullen aanhouden. En die onzekerheid wordt nog versterkt door het conflict tussen Rusland en Oekraïne. Die twee landen zijn belangrijke spelers op de energie-, de metaal-, de graan- en kunstmestmarkt. Afgezien van de onmiddellijke ontwijking die het conflict veroorzaakt, zou een verdere aanscherping van de sancties of een beslissing van Rusland om zijn export te beperken, tot nieuwe problemen kunnen leiden.

De druk op de toeleveringsketen kan snel afnemen, zoals tussen augustus en oktober 2020, toen de eerste coronalockdowns werden versoepeld (zie figuur 6), maar bij een langdurige verstoring zou de druk op de toeleveringsketen misschien minder snel afnemen. De druk op de toeleveringsketen draagt bij tot de inflatie, maar centrale banken moeten inzien dat de rentevoeten niet meteen het fijnste instrument zijn om de leveringskosten aan te pakken, aangezien die enkel aan de kant van de vraag een invloed hebben.

Figuur 6: Global Supply Chain Pressure Index van de New York Fed



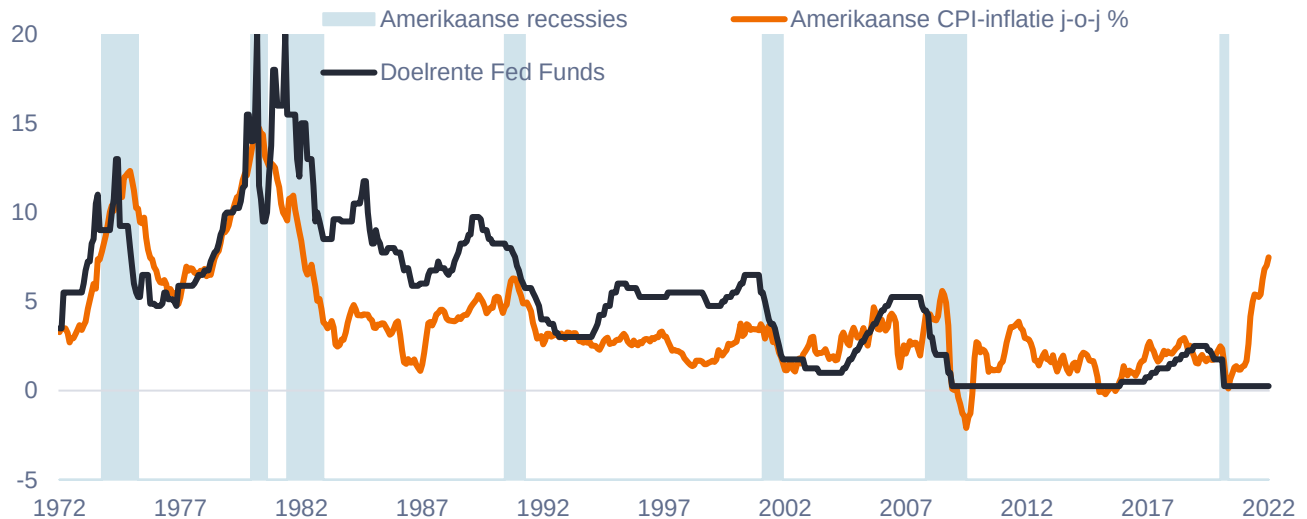
Bron: New York Federal Reserve, Bloomberg, januari 2006 tot december 2021.

De globale vooruitzichten voor de wereldeconomie in 2022 ogen dan ook somberder en dat is nog vóór het uitgestelde effect van de hogere financieringskosten. Dreigt er dan een beleidsfout?

Een recessie?

De centrale banken wilden het herstel na de coronacrisis verankeren, ook al betekende dat dat zij een hogere inflatie moesten aanvaarden. De bekommernis is nu dat centrale banken, die achterlopen op de curve en mogelijk te veel hebben versoepeld, het risico lopen de economie te ondermijnen door al te agressief te verstrakken en ze zo in een recessie te duwen. Het is een zorgvuldige evenwichtsoefening, die nog wordt bemoeilijkt door de onzekerheid rond het conflict tussen Rusland en Oekraïne. Nu de bezorgdheid over de inflatie nog altijd overheerst, lijkt het erop dat er al een heel zware escalatie moet komen voor de conflict de centrale banken van de ontwikkelde markten zal doen afzien van een beleidsverstrakking. Zoals uit de volgende grafiek blijkt, pakte de combinatie van inflatie en hogere rentevoeten in het verleden zelden goed uit, hoewel de economie onder deze omstandigheden lange tijd kan groeien. Het is ongebruikelijk dat er zo snel na een recessie al een nieuwe volgt, al was het begin van de jaren tachtig een uitzondering op die regel.

Figuur 7: Amerikaanse inflatie, rente en recessies



Bron: Janus Henderson Investors, Bloomberg, 31 januari 1972 t/m 31 januari 2022. De gearceerde gebieden geven de periodes van recessie in de VS weer, volgens het National Bureau of Economic Research.

De markten zijn nerveus dat de Fed te veel zal verstrakken. De vervlakking van de rentecurve in de VS, waar de kortetermijnrente stijgt, maar de middellange- tot langetermijnrente relatief stabiel blijft of zelfs daalt, laat vermoeden dat de obligatiemarkten niet geloven dat de Fed de rente zal kunnen verhogen tot haar langetermijnevenwicht van 2,5%. Wij vermoeden dat de neutrale rente - dat wil zeggen de rentevoet die consistent is met volledige werkgelegenheid, trendgroei en stabiele prijzen, d.w.z. inschikkelijk noch restrictief - minder dan 2,5% bedraagt, vooral doordat schulden zwaarder doorwegen in het systeem.

De rentecurve vervlakt ... niet overal

Het is al te makkelijk om de VS als maatstaf voor de wereld te nemen. Maar terwijl de Amerikaanse rentecurve duidelijk afvlakt, is die van Duitsland de steilste in drie jaar. Dat weerspiegelt de visie dat de ECB de rente in 2022 toch niet zal verhogen. Een verkrapping, of een beperktere versoepeling, in de eurozone moet eerst gebeuren door de effecteninkoopprogramma's af te bouwen, al kan de ECB door de zwakke groei van de geldmassa de afbouw van de kwantitatieve versoepeling uitstellen.

Figuur 8: Rendementscurve wordt steiler in Duitsland, maar vervlakt in de VS

Verskil tussen de spread op overheidsobligaties op 2 en 10 jaar



Bron: Bloomberg, spreadverschil tussen staatsobligaties op 2 en 10 jaar, 28 februari 2017 tot 28 februari 2022.

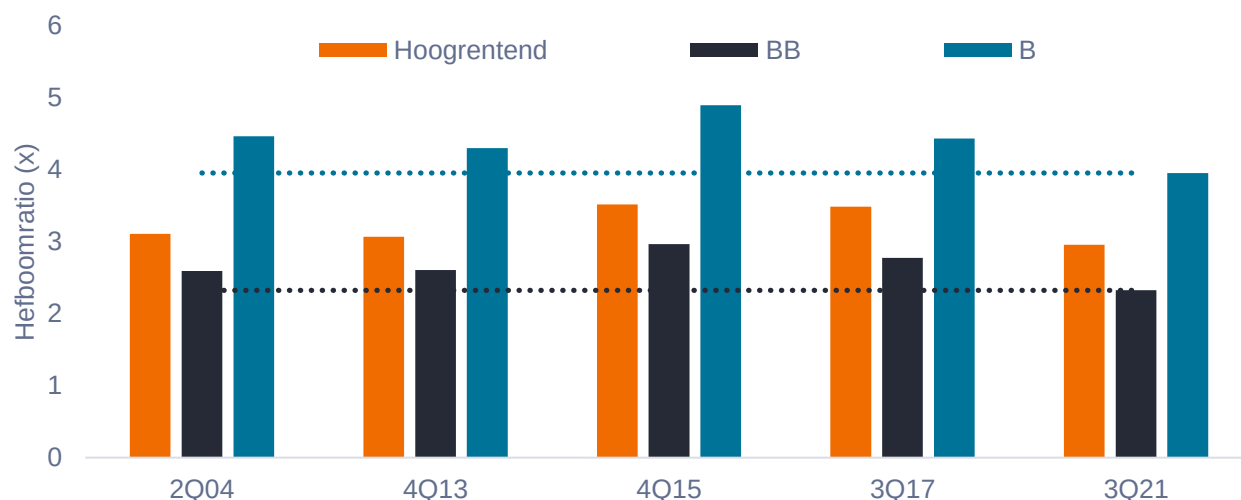
De voorzijde van de Amerikaanse rentecurve begint dan ook interessant te ogen, zeker als de centrale bank door de zwakkere groei en de inflatie die terugvalt van haar piek, het tempo van de verstrakking zou moeten herzien, zoals wij denken. In de notulen van de beleidsvergadering van de Fed van december 2021 wordt ook gezinspeeld op de mogelijkheid om de reductie van de balans van de Fed (kwantitatieve verstrakking) parallel te laten lopen met de rentewijzigingen om te voorkomen dat de rentecurve te veel afvlakt tijdens de normalisering van het beleid. Wij verwachten dat er na de beleidsvergadering van maart meer informatie volgt over het eventuele begin van de balansreductie, maar voorlopig staat de beslissing over een kwantitatieve versoepeling in de VS volgens ons relatief los van het conflict tussen Rusland en Oekraïne.

Vooruitzichten voor de kredietmarkten

De kerncijfers voor kredieten blijven robuust. De winsten zijn over het algemeen sterk en de wanbetalingsverwachtingen blijven laag. Toch zijn de kredietspreads verbreed. Dat wijst er mogelijk op dat het vertrouwen in de toekomstige groei is afgenomen. De inkomsten zitten misschien niet op hun piek, maar de winstgroei vertraagt duidelijk. In het recentste resultaatenseizoen zijn de ondernemingen minder optimistisch gebleken over hun vooruitzichten, omdat de kostendruk toeneemt. De geopolitieke situatie zal daartoe bijdragen, maar misschien ook de vrees dat de centrale banken de groei misschien in de kiem zullen smoren.

De Europese kredietspreads zijn meer verbreed dan de Amerikaanse.³ Dat is waarschijnlijk een teken dat de onzekerheid over de gevolgen van het conflict tussen Rusland en Oekraïne toeneemt, gezien de grotere economische banden tussen Rusland en Europa en de nare gevolgen die de sancties tegen Rusland zullen hebben voor Europese ondernemingen. Interessant is dat de toename van de kredietspreads vanaf hun recente dieptepunten, uitgedrukt in verhouding tot het beginniveau, relatief groter was in het hoogwaardige dan in het hoogrentende segment.³ Dat kan deels worden verklaard door de initiële krapte bij de hoogwaardige effecten, maar ook door de samenstelling van de markten, omdat de hogere weging van energie in het hoogrentende segment de pijn helpt te verzachten. Het hoogrentende segment gaat de huidige verkrappingscyclus in met een historisch lage nettohefboom (schuld in verhouding tot de winst vóór interesten, belastingen, afschrijvingen en waardeverminderingen). We mogen echter niet vergeten dat als de kosten niet kunnen worden doorberekend, de nettohefboom weer kan beginnen te stijgen als de omzet daalt.

Figuur 9: De nettohefboomratio op hoogrentende obligaties was recent nooit lager bij aanvang van een monetaireverkrappingscyclus



Bron: Morgan Stanley Research, Bloomberg, S&P Capital IQ, 2004 = rentestijging, 4K13 = afbouw, 4K15 = rentestijging, 3K17 = kwantitatieve verkrapping, 21 januari 2022.

³Bron: Bloomberg, ICE BofA US Corporate Index, ICE BofA Euro Corporate Index, ICE BofA US High Yield Index, ICE BofA Euro High Yield Index, Govt OAS, spreadveranderingen in de zes maanden tot 28 februari 2022.

Op korte termijn kunnen variabelrentende effecten een interessantere belegging vormen, maar beleggers moeten beseffen dat hogere rentevoeten op langere termijn tot een groter kredietrisico leiden voor ondernemingen met een hoge variabelrentende schuld.

SAMENVATTING

Het tragische conflict tussen Rusland en Oekraïne zal het beleidstraject van de centrale banken vermoedelijk niet ingrijpend veranderen. De onzekerheid over de inflatie zal blijven domineren, waardoor de verstrakking die de voorbije maanden is aangekondigd, er ook echt zal komen. Toch denken wij dat een zwakkere groei naarmate het jaar vordert, de agressieve toon wat zal matigen.

- ▶ De centrale banken lopen achter op de curve, maar riskeren de economie in de problemen te brengen als ze bij een zwakkere groei te fel verstrakken.
- ▶ Geopolitieke risico's stabiliseren zich doorgaans snel en hoeven buiten de direct betrokken landen en ondernemingen niet tot een blijvende risicopremie op activa te leiden.
- ▶ Wij denken dat er waarde begint te ontstaan op de rentemarkten, vooral aan de voorzijde van de Amerikaanse rentecurve, als wij de economie correct inschatten.
- ▶ Bredere kredietspreads creëren hier en daar waarde, maar de toenemende tekenen dat de centrale banken hun toon weer gaan bijstellen, kunnen een sterker koopsignaal vormen.

BELANGRIJKE INFORMATIE

De beschreven visies zijn die op het moment van publicatie. Ze zijn alleen bedoeld ter informatie en mogen niet worden gebruikt of opgevat als beleggings-, juridisch of fiscaal advies of als een aanbod of verzoek om een effect te verkopen of te kopen, of als een aanbeveling om een effect te kopen, te verkopen of te houden of om een beleggingsstrategie of marktsector te volgen. Niets in dit materiaal geldt als een directe of indirecte verlening van

diensten voor beleggingsbeheer specifiek gericht op de wensen van klanten. Meningen en voorbeelden zijn bedoeld ter illustratie van algemene thema's, zijn geen indicatie van handelsintenties, zijn onderhevig aan verandering en ze weerspiegelen niet altijd de meningen van anderen binnen de organisatie. Het materiaal is niet bedoeld om te stellen of impliceren dat een van de genoemde voorbeelden op dit moment is opgenomen in een portefeuille of dat ze dat ooit zijn geweest. Prognoses vormen geen garantie voor toekomstige resultaten en we garanderen niet dat de informatie volledig of tijdig is, en bieden geen garantie voor het resultaat op basis van het gebruik hiervan. Janus Henderson Investors is de bron van de gegevens tenzij anders aangegeven, en heeft redelijke gronden om te vertrouwen op informatie en gegevens die van externe partijen afkomstig zijn. **In het verleden behaalde resultaten voorspellen geen toekomstige rendementen. Beleggen gaat gepaard met risico, waaronder het mogelijke verlies van vermogen en waardeschommelingen.**

Niet alle producten of diensten zijn beschikbaar in alle jurisdicties. Dit materiaal of de informatie die het bevat, kan wettelijk beperkt zijn, mag niet gereproduceerd worden en er mag niet naar worden verwezen zonder uitdrukkelijke schriftelijke toestemming, noch mag dit materiaal gebruikt worden in een rechtsgebied of onder omstandigheden waarin dit gebruik onwettig zou zijn. Janus Henderson is niet verantwoordelijk voor een eventuele onrechtmatige, volledige of gedeeltelijke, distributie van dit materiaal aan derde partijen. De inhoud van dit materiaal is niet goedgekeurd door een toezichthouder.

Beleggingsproducten en -diensten worden onder de naam Janus Henderson Investors geleverd door de rechtspersonen in de volgende rechtsgebieden: (a) Europa door 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), (alle ingeschreven in Engeland en Wales te 201 Bishopsgate, London EC3M 3AE en onder toezicht van de Financial Conduct Authority) en Henderson Management S.A. (reg. nr. B22848 te 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg en onder toezicht van de Commission de Surveillance du Secteur Financier); (b) de VS door bij de SEC geregistreerde beleggingsadviseurs die dochterondernemingen zijn van Janus Henderson Group plc; (c) Canada via Janus Henderson Investors US LLC enkel aan institutionele beleggers in bepaalde rechtsgebieden; (d) Singapore door Janus Henderson Investors (Singapore) Limited, (reg. nr. 199700782N). Deze advertentie of publicatie werd niet gecontroleerd door de Monetaire Autoriteit van Singapore; (e) Hongkong door Janus Henderson Investors Hong Kong Limited. Dit materiaal is niet gecontroleerd door de Securities and Futures Commission van Hongkong; (f) Taiwan R.O.C. door Janus Henderson Investors Taiwan Limited (dat onafhankelijk werkt), Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipei (110). Tel.: (02) 8101-1001. Goedgekeurd SICE-vergunningsnummer 023, verstrekt in 2018 door de Financial Supervisory Commission; (g) Zuid-Korea door Janus Henderson Investors (Singapore) Limited enkel voor gekwalificeerde professionele beleggers (zoals gedefinieerd in de Financial Investment Services and Capital Market Act en de onderliggende verordeningen daarvan); (h) Japan door Janus Henderson Investors (Japan) Limited, gereguleerd door de Financial Services Agency en geregistreerd als maatschappij voor financiële instrumenten actief op het vlak van beleggingsbeheer, beleggingsadvies en agentschapsdiensten en financiële instrumenten van het type II; (i) Australië en Nieuw-Zeeland door Janus Henderson Investors (Australia) Limited (ABN 47 124 279 518) en zijn verwante bedrijven zoals Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 531, AFSL 444266) en Janus Henderson Investors (Australia) Funds Management Limited (ABN 43 164 177 244, AFSL 444268); (j) het Midden-Oosten door Janus Capital International Limited, gereguleerd door de Dubai Financial Services Authority als vertegenwoordiger. In het Midden-Oosten worden geen transacties afgesloten en bij vragen kunt u zich wenden tot Janus Henderson. Wij behouden ons het recht voor telefoongesprekken op te nemen voor onze wederzijdse bescherming, om onze klantenservice te verbeteren en voor regelgevingsdoeleinden voor registratie.

Buiten de VS.: Uitsluitend voor gebruik door institutionele, professionele, gekwalificeerde en ervaren beleggers, gekwalificeerde distributeurs, zakelijke beleggers en zakelijke klanten, zoals gedefinieerd voor de desbetreffende jurisdictie. Niet voor openbare publicatie of distributie. Reclame.

Janus Henderson, Janus, Henderson, Intech, Knowledge Shared en Knowledge Labs zijn handelsmerken van Janus Henderson Group plc of een van zijn dochterondernemingen. © Janus Henderson Group plc