

# Inzicht van de ISG: bijzonder goede vooruitzichten voor Amerikaanse inflatie

November 2020

## Kernpunten:

- De inflatie is allang een verwaarloosbare bron van bekommernis, maar nu beginnen beleggers zich af te vragen of de historische monetaire en begrotingssteun de inflatie zouden kunnen terugbrengen.
- De inflatie zal de komende jaren volgens ons waarschijnlijk niet fors stijgen, aangezien het nog een tijdje zal duren voor de werkloosheid daalt en de vraag naar goederen en diensten het aanbod overtreft. De verwachting is zelfs dat het bruto binnenlands product (bbp) van de VS pas ten vroegste in 2022 weer op het niveau van vóór de pandemie zal komen.
- Kortstondige inflatiestijgingen zijn echter waarschijnlijker. Aangezien de lage rente op Amerikaanse staatsobligaties amper een vergoeding biedt voor de bijhorende risico's, richten beleggers zich beter op inkomsten genereren en hun vastrentende portefeuilles diversifiëren.

**De stabilisatie van de Amerikaanse economische groei in een klimaat van ongeziene monetaire en begrotingssteun heeft vragen doen rijzen over de kans dat de inflatie terugkeert. Jim Cielinski, wereldwijd hoofd voor vastrentende beleggingen, en Andrew Mulliner, beheerder van de wereldwijde obligatieportefeuille, en allebei lid van de Fixed Income Investment Strategy Group (ISG)\*, leggen uit waarom zij geen significante risico's zien dat de inflatie de komende jaren duurzaam zal stijgen, maar waarschuwen ook dat kortstondige opflakkingen mogelijk zijn en dat beleggers de diversiteit van hun vastrentende portefeuilles onder de loep moeten nemen.**

Voor de meeste beleggers is de inflatie al een tijdje een verwaarloosbare bekommernis. De consumptieprijsinflatie (CPI) in de VS schommelt al meer dan twee decennia rond de 2%, en hoewel ze daar af en toe sterk van is afgeweken, zowel opwaarts (in 2008 steeg ze door een piek in de olieprijsen boven de 5% uit) als neerwaarts (na de wereldwijde financiële crisis daalde de inflatie naar -2%), zit de inflatie gemiddeld toch al lange tijd hardnekkig onder het doel. Het decennium sinds de financiële crisis wordt immers gedomineerd door de wereldwijde centrale banken, die proberen hun economie te stimuleren en hun inflatie weer op het doelcijfer te brengen door de rentevoeten te verlagen tot of zelfs onder het nulpunt.

Door de onverwachte schok van de coronacrisis heeft de Amerikaanse centrale bank (de Fed) haar beleidsrente voor de tweede keer deze eeuw (de eerste was tijdens de financiële crisis) naar nul gebracht, toen de CPI daalde van zo'n 2,4% naar 1,2%. In de hele ontwikkelde wereld hebben de centrale banken een ongeziene kwantitatieve versoepeling opgezet, die bestaat uit de directe aankoop van obligaties om liquiditeit in de financiële markten te pompen, de financiële voorwaarden voor de particuliere sector te verbeteren en de kredietstroom naar de reële economie in stand te houden. De Fed is zich ervan bewust dat ze haar inflatiedoel tot dusver grotendeels niet heeft gehaald en dat het monetaire beleid steeds meer uitgeput raakt. Daarom heeft ze nu haar geloofwaardigheid op het spel gezet met de vurige belofte dat ze haar doelstelling van stabiele prijzen zal kunnen waarmaken. In de loop van de zomer heeft ze aangekondigd dat ze haar doel van 2% inflatie aanpaste naar een langetermijngemiddelde van 2%. Bovendien heeft de Fed beloofd met haar ingrepen in de eerste plaats de werkgelegenheid te proberen stimuleren. Daarmee kwam een einde aan de vroegere aanpak waarbij de verwachting van een maximaal duurzaam werkgelegenheidsniveau voorop te stellen. Het subtiele onderscheid tussen de oude en de nieuwe aanpak bevestigde dat de Fed niet van plan was 'tegen de wind in te gaan' en de rente opnieuw te verhogen als de inflatie op weg lijkt naar 2%. In plaats daarvan zou ze wachten tot de inflatie echt op of misschien zelfs een beetje voorbij dat niveau zit. Kortom, de Fed zal nu pas reageren wanneer die hogere inflatie een feit is.

Ondertussen hebben regeringen al even ongeziene steunprogramma's uitgerold en hebben ze biljoenen dollars in hun binnenlandse economie gepompt. Naarmate de maanden vorderden en de economieën

begonnen te stabiliseren, rees bij beleggers steeds meer de vraag: waar komt al dat geld uiteindelijk terecht? Zullen een massale kwantitatieve versoepeling en historische begrotingsuitgaven de inflatie doen terugkeren?

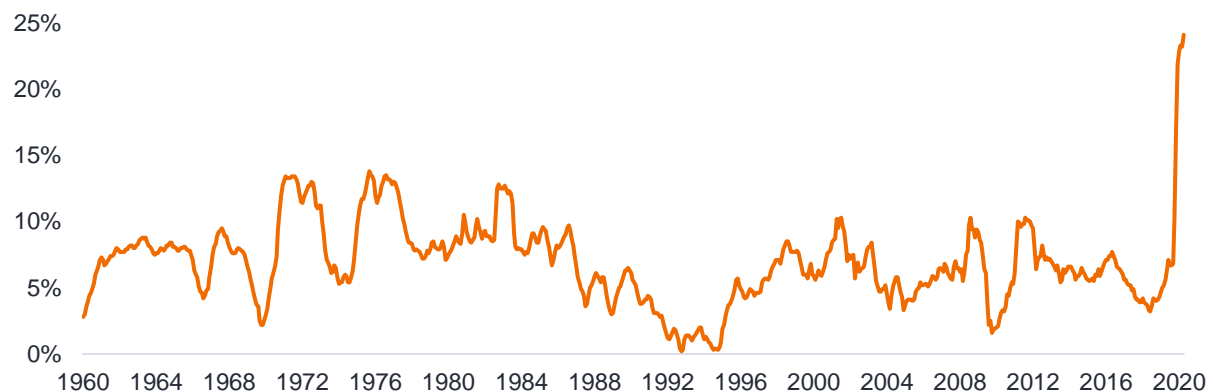
## Zal de inflatie significant stijgen?

Een agressief fiscaal beleid, lage wereldwijde rentevoeten, een beginnend economisch herstel en de Amerikaanse centrale bank die ons vertelt dat ze het monetaire beleid inschikkelijk zal houden tot de inflatie daadwerkelijk stijgt zijn factoren die laten vermoeden dat dat inderdaad het geval zal zijn. Maar een hogere wereldwijde inflatie op lange termijn is ons inziens zeker een risico, maar lang geen zekerheid.

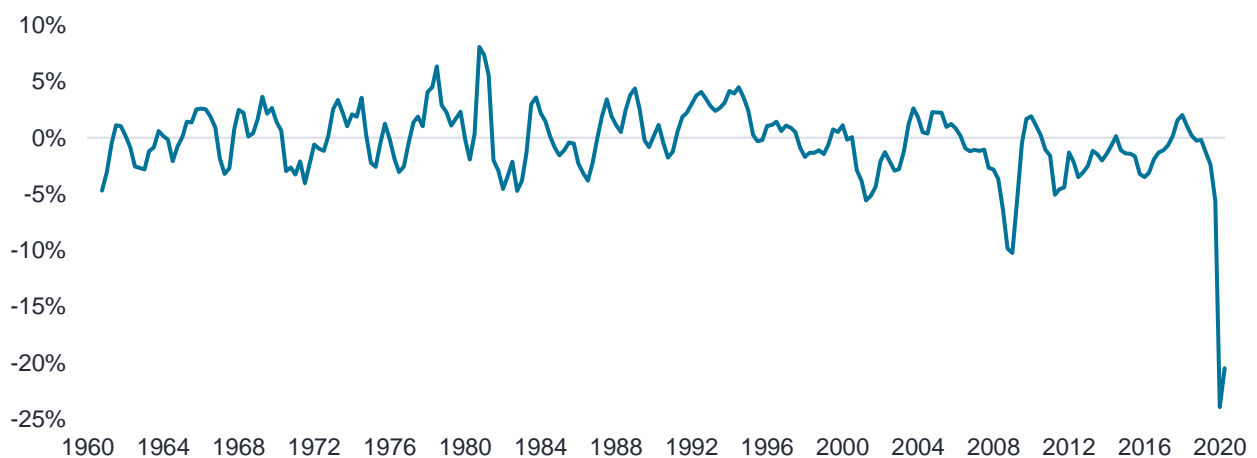
Het klopt weliswaar dat de geldhoeveelheid wereldwijd fors is toegenomen (de snelste groei sinds de Tweede Wereldoorlog), maar hoe dat geld zich door de economie beweegt, is al net zo belangrijk als het totale bedrag. Op de grafieken in figuur 1 ziet u zowel de groei van de monetaire massa als de snelheid waarmee dat geld zich vermenigvuldigt in de reële economie. Om grote inflatieopstoten te krijgen (zoals bij de aanhoudende snelle groei in de jaren zeventig), hebben economieën gemakkelijk geld nodig, maar moet de vraag naar dat geld het aanbod ook lange tijd overtreffen. Uit de lage omloopsnelheid van geld blijkt dat de vraag laag is.

**Figuur 1: stijging enge geldhoeveelheid gecompenseerd door forse daling omloopsnelheid**  
Inflatie is altijd en overal een monetair fenomeen

### M2-groei (verandering j-o-j)



### Omloopsnelheid M2 (verandering K4)



Als de toegenomen geldhoeveelheid sneller door de economie zou beginnen te gaan, zou het inflatierisico toenemen. Maar vraag naar geld scheppen, misschien contra-intuïtief, is niet zo eenvoudig als aanbod scheppen. De Fed kan de rente relatief makkelijk verlagen en de geldhoeveelheid verhogen. Maar om de vraag naar geld te stimuleren, moet de algemene verwachting zijn dat geld lenen en investeren in de reële economie, zal renderen.

Tot dusver heeft de wereldeconomie zich hersteld, maar voor goederen en diensten is het aanbod in de ontwikkelde wereld nog altijd groter dan de vraag. De uitdaging wordt nog groter doordat er nog nooit zo'n mondiale recessie is geweest: de externe schok van de coronapandemie heeft alle economieën van de wereld op hetzelfde moment getroffen. De wereldwijde productiekloof is op dit moment groot, net als de werkloosheid in de wereld. De kostendruk (de inflatie dus) zal vermoedelijk niet de kop opsteken zolang de werkloosheid niet weer op het niveau van voor de pandemie zit, en de werkgelegenheid herstelt zich wel, maar heeft toch nog een lange weg te gaan.

Ons inziens zal het vertrouwen in de wereldeconomie toenemen naarmate er COVID-19-behandelingen en -vaccins worden ontwikkeld. Maar zelfs met optimistische distributiescenario's zal het enkele jaren sterke economische groei vergen om de kloof tussen vraag en aanbod te dichten. Van alle grote economieën in de wereld zal naar verwachting alleen China zich tegen het einde van het jaar volledig hersteld hebben tot het niveau van vóór de COVID-19-crisis. De VS zou dan het jaar daarop volgen en Europa pas tussen 2022 en 2024.\*\*

## Een bescheiden stijging is waarschijnlijk

Hoewel we de economische voorwaarden voor een duurzaam hogere inflatie wereldwijd nog niet zien, denken we wel dat de inflatie af en toe hoger kan uitvallen. De schok voor de wereldeconomie was groot en er zijn sectoren waar verstoringen in het aanbod de inflatie wat omhoog kunnen duwen. Bovendien zullen regeringen moeten bepalen wanneer ze de begrotingssteun aan de privésector afbouwen, en de timing daarvan zal niet perfect zijn. Overheden, ook centrale banken, zullen veeleer genereus dan voorzichtig zijn, waardoor ze misschien te veel steun zullen verstrekken uit angst er te weinig te geven.

Wij geloven dat de Amerikaanse wetgever extra fiscale steun zal blijven goedkeuren om de economische groei weer aan te zwengelen zolang de coronapandemie blijft duren. Na de Amerikaanse verkiezingen zal de omvang van die steun misschien wel bescheidener uitkomen dan de markt verwacht. 1 biljoen dollar over de komende jaren is nu waarschijnlijker dan de prognoses van 2 tot 3 biljoen dollar als de Democratische partij de meerderheid in het Congres en het Witte Huis had overgenomen. Maar volgens ons is het tempo waarin de steunmaatregelen worden bijgesteld, belangrijker dan de cijfers op zich. Als er de rest van het jaar geen extra steun wordt verstrekt, kunnen de bestaande programma's die al uitgerold worden, tot een heel negatieve verandering leiden en het herstel en de inflatie onder druk zetten.

Uiteindelijk verwachten we dat de Amerikaanse CPI in de eerste helft van volgend jaar 2,0 tot 2,5% kan bedragen, wat niet ver verwijderd is van het niveau van voor de pandemie. Hoewel dat al een flinke stijging zou zijn tegenover het huidige niveau, zien we dat toch als een eenmalige 'stap' voorwaarts: De CPI is een procentuele verandering jaar op jaar, en de basis voor 2020 is laag, hetzij door de (weliswaar korte) negatieve olieprijs begin 2020, hetzij door de instorting van de vraag naar goederen en diensten. Als dusdanig zal de algemene inflatie tot in 2021 waarschijnlijk hoger liggen, maar dat mogen we daarom nog niet zien als een structurele verschuiving naar een hogere inflatie.

## Een beetje inflatie, waardoor het grotere risico van deflatie afneemt

De beleidsrente is al decennia gestaag aan het dalen. Toch is er nog geen renteniveau gevonden dat een duurzame vraag naar krediet kan bewerkstelligen. Als het huidige herstel in Europa en de VS niet zelfbedruipend kan worden, als het monetaire beleid niet voldoende inschikkelijk is om de groei of de inflatie aan te wakkeren, dan zal een seculaire stagnatie, die in Japan en Europa al een stevige voet aan de grond heeft gekregen, een grotere bekommernis worden, waarvan de oplossing in de VS niet meteen voor de hand ligt.

Het alternatief, een beetje inflatie, zou al helpen om de centrale banken en de markt er wat van te overtuigen dat de economische langetermijngroei niet dreigt te stagneren. Praktischer bekeken, beperken een nulrente en negatieve rentevoeten het vermogen van de centrale banken om de economie aan te sturen via hun monetaire beleid. Een beetje inflatie, waardoor de nominale rente zou kunnen stijgen (terwijl de reële rente laag blijft), zouden de centrale banken dus toejuichen. Dat is zeker zo buiten de VS, aangezien de aloude desinflatatoire krachten steviger verankerd zijn in Europa en Japan.

## Waar kijken we naar?

Het probleem met de inflatie is dat het op het moment dat ze er is, al te laat is om er nog iets aan te doen. Gezien de hoge werkloosheidscijfers en aangezien de economieën zich nog aan het herstellen zijn van het productieverlies, lijkt een hoge inflatie op korte termijn onwaarschijnlijk. Naarmate het herstel vordert, moeten we echter blijven uitkijken naar voortekenen van een inflatiestijging.

De groei van de geldhoeveelheid en de omloopsnelheid ervan zijn zowel snelle als makkelijk toegankelijke indicatoren. Milton Friedman, een van de belangrijkste grondleggers van het monetarisme, heeft naar verluidt gezegd dat "inflatie altijd en overal een monetair fenomeen is". Heel eenvoudig uitgedrukt, stelt deze tak van de economie dat naarmate de geldhoeveelheid toeneemt, het prijsniveau in de economie zal stijgen (in de veronderstelling dat het volume van de transacties en de economische waarde constant blijven). Of om het heel cru te zeggen, als je de geldhoeveelheid verdubbelt en al de rest gelijk blijft, verwacht dan maar inflatie.

Zoals we hierboven al zeiden, is de geldhoeveelheid door de monetaire en begrotingsmaatregelen wereldwijd toegenomen, maar is de omloopsnelheid tegelijk evenveel gedaald, waardoor het effect teniet wordt gedaan. Naarmate de economie zich herstelt, mogen we zowel een groeivertraging van de geldhoeveelheid als een stijging van de omloopsnelheid verwachten. Als we zouden zien dat de groei van de geldhoeveelheid ondanks de normaliserende omloopsnelheid hoog blijft, dan moeten we ons de komende maanden hoeden voor de inflatievooruitzichten.

Een andere, weliswaar minder waarschijnlijke indicator voor het risico dat de inflatie stijgt, is de politiek. Het resultaat van de Amerikaanse verkiezingen lijkt een gedeelde controle over het economische beleid te worden, aangezien de Republikeinen de Senaat in handen houden en dus de uitgavemogelijkheden van de Democraten zullen beperken. Het blijft echter mogelijk dat de Democratische partij de meerderheid behaalt in de Senaat en ervan uitgaan dat lage rentevoeten een mogelijkheid bieden om geld uit te geven zonder al te grote gevolgen.

In feite, en hoewel ze niet die reputatie heeft, had de huidige Republikeinse regering in 2019 al het grootste begrotingstekort ooit, waardoor er misschien hoe dan ook grote, met schulden betaalde overheidsuitgaven zullen komen. Die ontwikkeling in de richting van onbegrensde overheidsuitgaven heeft zelfs een eigen, nieuwere en nog altijd controversiële tak van de economie gekregen, die bekendstaat als de moderne monetaire theorie (MMT). Die theorie stelt dat de overheid van een land met een eigen munt door de inflatie alleen al beperkt wordt in haar mogelijkheden om geld uit te geven. Zoals we eerder al zeiden, is het tegen dat de inflatie zichtbaar wordt, al te laat, en het is bekend dat obligatiebeleggers niet echt geloven dat politici zich in zulke omstandigheden goed kunnen bedwingen. Als de markt nog maar zou vermoeden dat de budgettaire verantwoordelijkheid misschien zou worden opgegeven, dan zal hij misschien rekening gaan houden met hogere inflatieverwachtingen.

Nog een variabele die we volgens ons maar beter in de gaten houden, zijn de grondstofprijzen. Grondstoffen zijn nu eenmaal de fundamentele basis voor de prijs van goederen, waardoor ze als een voorlopende indicator van de CPI kunnen worden beschouwd. In de grafiek in figuur 2 ziet u een index van grondstofprijzen, en het lijkt erop dat die niet alleen een cyclisch dieptepunt heeft bereikt, maar ook snel stijgt. Het is echter belangrijk op te merken dat, hoewel de grondstofprijzen op zich de inflatie in een economie kunnen aanzwengelen, zonder dat de inkomens meestijgen met de hogere prijzen, zulke bewegingen zichzelf uiteindelijk aan banden leggen doordat ze een soort belasting op uitgaven heffen.

Figuur 2: de grondstofprijzen lijken snel te stijgen

### Procentuele verandering CRB Raw



Bron: Bloomberg, Janus Henderson Investors, 1 januari 1998 tot 31 oktober 2020  
Opmerking: CRB Raw Industrials, maandelijkse cijfers, procentuele verandering, j-o-j

## Positionering in een wereld met lage rentevoeten en bescheiden inflatie

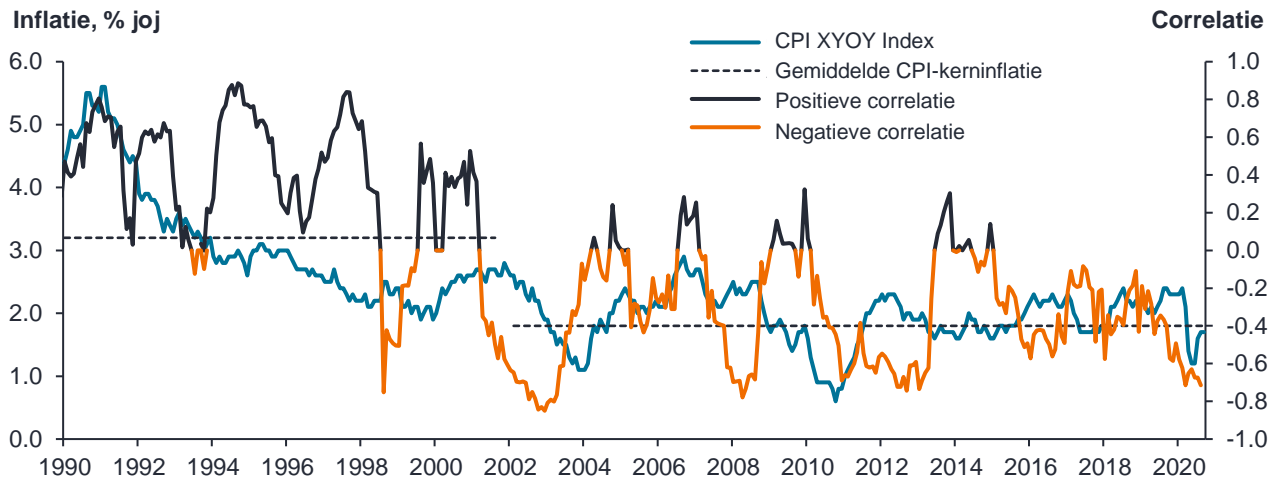
Aangezien het enige tijd zal duren voor de kloof tussen vraag en aanbod is gedicht en de Fed die waarschijnlijk negatief zal willen zien worden voor ze de rente optrekt, verwachten wij dat het monetaire beleid inschikkelijk zal blijven tot het zover is. Normaal gezien zou de intentie om de inflatie te doen stijgen, de langeretermijnrente onder druk zetten, en wij denken dat de Amerikaanse tienjaarsrente op 1% of iets meer zou kunnen komen als de economie en de inflatie zich herstellen.- Maar significant hogere niveaus achten we op korte termijn onwaarschijnlijk, gezien de belofte van de Fed om de rente laag te houden om het economische herstel en de werkgelegenheid te ondersteunen.

Hogere rentevoeten zijn echter wel mogelijk. Als het vooruitzicht van significante en langdurige uitgaven die worden gefinancierd met een begrotingstekort, algemeen wordt, zouden de markten bang kunnen worden en de tienjaarsrente in de richting van 1,25-1,50% en mogelijk nog verder duwen.- Ongeacht de kans of dit of een ander scenario zich voordoet, moeten beleggers toch zorgvuldig nadenken over hun blootstelling aan hogere rentevoeten. De absolute rentevoeten staan historisch laag en bieden dus weinig compensatie voor de risico's van een inflatie- of rentestijging, ongeacht de oorzaak. Beleggers moeten naar onze mening goed nadenken hoe hun portefeuille is samengesteld en nog meer de focus leggen op inkomsten en diversiteit.

Een blootstelling aan variabelrentende effecten of instrumenten zoals Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) kunnen helpen als hedging tegen de vooruitzichten van hogere rentevoeten als gevolg van hogere inflatieverwachtingen. De kredietmarkten, inclusief de markten voor bedrijfsobligaties en vertitelde sectoren zoals door een hypotheek gedekte effecten (MBS), zouden kunnen floreren in een omgeving met een bescheidener inflatie en een sterke blijvende vraag naar rendement.- Hoewel de duration van kredietwaardige bedrijfsobligaties naar historische maatstaven relatief hoog is, zou een combinatie van die blootstellingen met producten met een lagere duration tot betere voor risico gecorrigeerde portefeuilles kunnen leiden.-

Beleggers moeten bij de beoordeling van de risico's en de diversiteit in hun volledige portefeuille ook rekening houden met de globale balans tussen aandelen en obligaties. Er zijn wel aanwijzingen dat de aloude correlatie tussen aandelen en obligaties afhangt van het inflatieniveau.- In figuur 3 zien we dat de negatieve correlatie (d.w.z. de diversiteit) tussen aandelen en obligaties groter is naarmate de inflatie daalt. Bij een verdere daling zou de correlatie nog verder kunnen afnemen, terwijl een stijgende inflatie de correlatie positiever kan maken en de voordelen van een 'gediversifieerde' aandelen- en obligatieportefeuille verkleint.

Figuur 3: correlatie tussen Amerikaanse aandelen en staatsobligaties op 10 jaar



Bron: Bloomberg, Janus Henderson Investors, 30 september 2020.

Opmerking: Inflatie op basis van US CPI Urban Consumers less Food & Energy, j-o-j, NSA; 'Amerikaanse aandelen' verwijst naar de S&P500 Index, generieke Amerikaanse staatsobligaties op 10 jaar, correlatie gebaseerd op voorgaande 12 maanden.-

De bovenstaande meningen zijn die van het team, mogen niet worden opgevat als advies en weerspiegelen niet noodzakelijk de andere meningen binnen de organisatie.

Omdat we uiteindelijk een positieve kijk hebben op de vooruitzichten voor de wereldeconomie en we geloven dat de inflatie voorlopig waarschijnlijk beperkt zal blijven, geloven we dat het rendement van obligaties van hogere kwaliteit door dat resultaat misschien niet al te veel zal worden aangetast. De beginwaarderingen zullen het echter moeilijk maken om verbluffende rendementen te genereren, waardoor veel beleggers naar de sectoren zullen kijken die zowel profiteren van een lichte stijging van de inflatie als

\* De Investment Strategy Group (ISG) brengt beleggingsprofessionals van het wereldwijde vastrentende platform en andere teams van Janus Henderson samen, en verschaft een forum voor onderzoek en debat over de belangrijke domeinen vastrentende assetallocatie en macro (inclusief rentevoeten en valuta's). De twee subgroepen werden opgericht om onze beste ideeën van over de hele wereld samen te brengen en portefeuillebeheerders te helpen in de besluitvorming over de positionering van de portefeuille en de risicoallocatie.

In deze Inzichten van de ISG willen we een samenvatting geven wat er recent binnen de groep is besproken.

extra inkomsten opleveren.

\*\*Deutsche Bank, Janus Henderson Investors, Bloomberg, oktober 2020.

## Belangrijke informatie

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

Dit materiaal is uitsluitend bestemd voor gebruik door financiële professionals uit de VS die enkel diensten verlenen aan niet-Amerikaanse personen, waar niet-Amerikaanse Janus Henderson-fondsen beschikbaar worden gesteld aan lokale financiële professionals voor de verkoop aan in het buitenland gevestigde personen. Dit materiaal is niet bedoeld voor burgers of inwoners van de Verenigde Staten.

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. Meningingen 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. **Prestaties uit het verleden vormen geen garantie voor toekomstige resultaten. 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 erin kan wettelijk worden beperkt en mag niet worden gereproduceerd of als referentie worden gebruikt zonder uitdrukkelijke schriftelijke toestemming, noch gebruikt in rechtsgebieden of omstandigheden waarin dat onwettig is. Janus Henderson is niet verantwoordelijk voor een eventuele onrechtmatige, volledige of gedeeltelijke, distributie van dit materiaal aan derde partijen. De inhoud is niet goedgekeurd en werd niet bekrachtigd door een toezichthouder.

Janus Henderson Investors is de naam waaronder beleggingsproducten en -diensten in Europa worden geleverd door de geïdentificeerde entiteiten 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).

Henderson Management S.A. mag zijn activiteiten in Frankrijk uitoefenen via zijn Franse filiaal, overeenkomstig de bepalingen van het Europese paspoortmechanisme voor aanbieders van beleggingsdiensten volgens Richtlijn 2004/39 van 21 april 2004 betreffende de markten voor financiële instrumenten. Het Franse filiaal van Henderson Management S.A. is in Frankrijk ingeschreven als société anonyme van een EG-lidstaat of een staat die de Overeenkomst betreffende de Europese Economische Ruimte heeft ondertekend, in het handels- en vennootschapsregister van Parijs (RCS) onder het nummer 848 778 544, en heeft zijn statutaire zetel te 32, rue des Mathurins, 75008 Parijs, Frankrijk.

Janus Henderson is een handelsmerk van Janus Henderson Group plc of een van zijn dochterondernemingen. © Janus Henderson Group plc.