



voor ons liggen vaker dan in het verleden (dreigende) recessies mee zullen maken. Dat is niet een omgeving waarin renteverhogingen van de ECB te verwachten zijn, zelfs als het bestuur ervan maar wat graag die route zou willen nemen.

“Maar”, hoor ik u denken, “als de inflatie te hoog blijft, dan zal de ECB toch wel moeten. Dat is immers haar taak.” In theorie hebt u gelijk als u dat dacht. In de praktijk echter niet. Om te beginnen heeft de ECB duidelijk aangegeven dat voor ze überhaupt zal nadenken over wannéer en met hoeveel de rente te verhogen, de inflatieramingen twee jaar vooruit moeten laten zien dat de geldontwaarding boven 2 procent zal



**EDIN MUJAGIĆ**  
is macro-econoom,  
gespecialiseerd in  
het beleid van de  
centrale banken,  
en hoofdeconoom  
van OHV  
Vermogensbeheer.

liggen en daar enige tijd zal blijven. In december publiceert de ECB de inflatieraming voor 2024 voor het eerst. De kans dat die raming aan de genoemde vereiste zal voldoen, is nihil.

Zelfs als dat wel zou gebeuren, is het echter belangrijk dat we niet vergeten dat de ECB enige tijd geleden een subtiele, maar voor het toekomstige monetaire beleid cruciale wijziging heeft doorgevoerd. De bank heeft het er keer op keer over dat ze moet zorgen voor gunstige financieringsvoorwaarden. Vrij vertaald: de rentes van alle looptijden mogen niet zo hoog worden dat ze de economische groei frustreren, bijvoorbeeld via financiële problemen bij de overheden, bedrijven en huishou-

dens. Omdat de schulden bij alle drie behoorlijk zijn, houdt dat in dat na een relatief beperkte rentestijging de financieringsvoorwaarden voor de ECB niet meer ‘gunstig’ zullen zijn. En dát op zijn beurt houdt in dat de bank zal ingrijpen.

### GROFVUIL

Normaliter zou dat in de vorm van renteverlagingen gebeuren – zoals ik aan het begin schreef, creëren renteverhogingen in het heden de ruimte voor renteverlagingen in de toekomst – maar dat mechanisme kan bij het grofvuil. Wat er dan overblijft, is kwantitatieve verruiming weer van stal halen c.q. opvoeren. De komende tijd taperen betekent ruimte creëren om in een later stadium het opkopen op te voeren. De lat om dat te doen, ligt eigenlijk op de grond: kwantitatieve verruiming is algemeen geaccepteerd, de ECB heeft enkele maanden geleden aangegeven dat voortaan als een normaal instrument te zien en er is geen alternatief daarvoor, gezien de rentestanden. QE en niet de rente is hét instrument van de centrale banken na 2021.

Concreet houdt dat in dat ik er rekening mee houd dat de ECB begin 2022 het noodopkoopprogramma, de PEPP, zal beëindigen, maar het reguliere obligatie-hamsteren juist zal opvoeren en dat in de tweede helft van 2022 zelfs verder zal opvijzelen. Merk op dat dit niet betekent dat de langetermijnrentes de komende tijd niet per saldo kunnen stijgen! Sterker nog, dat is wat ik verwacht. Maar het betekent wel dat als die stijging te veel van het goede wordt, de ECB dat zal voorkomen. Wanneer is het ‘te veel van het goede’? Niemand die dat weet maar ik zou er geen geld op zetten dat de Nederlandse of Duitse tienjarige staatsrente in 2022 tot boven de 1 procent zal klimmen. En voor de periode na 2022 houd ik er sterk rekening mee dat de ECB behalve staats- en bedrijfsobligaties ook aandelen zal gaan kopen.