

[ftm.nl](https://www.ftm.nl)

## De schrijvende intranparantie van de ECB

*Thomas Bollen*

De Europese Centrale Bank koopt maandelijks voor tientallen miljarden euro's aan obligaties op. Hoewel de ECB aangeeft transparantie hoog in het vaandel te hebben staan, leidt de speurtocht naar het hoe en waarom van het gevoerde beleid over doodlopende wegen. Vooral het besluit tot het opkopen van bedrijfsobligaties is gehuld in dichte mist.

De Europese Centrale Bank (ECB) koopt maandelijks voor 80 miljard euro aan staats- en bedrijfsobligaties op in de markt, een bedrag dat vanaf april wordt verlaagd naar 60 miljard. Het is onconventioneel beleid, waarop veel kritiek is omdat de positieve effecten niet opwegen tegen de negatieve gevolgen, zoals financiële instabiliteit, marktverstoring en het uitstellen van echte hervormingen in de economie. In vorige artikelen ben ik uitgebreid ingegaan op de [bijwerkingen](#) van het beleid en de [drogredeneringen](#) waarmee het wordt verantwoord. Vandaag geen economische analyses, maar een verhaal over gebrek aan transparantie.

Wat houdt het opkoopprogramma van de ECB in?

Binnen het totale opkoopprogramma van de ECB zijn inmiddels al voor meer dan 1500 miljard euro obligaties aangekocht. Het gaat hier om publiek geld dat de ECB naar eigen inzicht creëert en uitgeeft om de inflatie richting 2% te brengen. De ECB gaat ervanuit dat 2% inflatie goed is voor de economie en banen oplevert, maar bewijzen voor deze stelling ontbreken en dat geldt ook voor resultaten van het inflatiebeleid. Veel economen, waaronder die van het [IMF](#) en de Wereldbank, wijzen erop dat het beleid is uitgewerkt. Ondanks de kritiek, gaat de ECB stoïcijns door met het opkopen van leningen en is het opkoopprogramma in de zomer van 2016 zelfs uitgebreid naar de private sector. Saillant detail is dat de [inflatie](#) in januari 2017 de 1,8 procent heeft bereikt en daarmee het officiële doel is behaald. De ECB haalt echter haar schouders op en zegt nu uit te gaan van een ander inflatiecijfer, dat lager ligt omdat energieprijzen niet worden meegenomen. Het gegoochel met cijfers geeft vooral de indruk dat het niet écht om de inflatie gaat, maar dat [officieuze doelen](#) de agenda bepalen.

Het corporate sector purchase programme (CSPP) is het onderdeel van het opkoopprogramma waarbinnen bedrijfsobligaties worden opgekocht, ter waarde van 8 miljard per maand. Tot en met januari 2017 is al voor bijna 60 miljard euro aan publiek geld uitgegeven om schuld papier van private ondernemingen van de markt te halen en bij te schrijven op de balans van de ECB. De ECB is evenwel een publiek instituut dat zich, onafhankelijk van het politieke landschap, dient te beperken tot monetair beleid.

Begrotingsbeleid moet worden overgelaten aan nationale overheden en wat dat betreft is het opkopen van staats- en bedrijfsleningen onconventioneel beleid. Met het specifiek opkopen van bedrijfsobligaties begeeft de ECB zich buiten het publieke domein en bepaalt de centrale bank welke bedrijven toegang hebben tot goedkope financiering. Dat wordt normaal gesproken aan de markt overgelaten en is daarom erg controversieel. Dit [FTM-artikel](#) over het CSPP beschrijft hoe alleen het grootbedrijf profiteert van het opkoopprogramma, terwijl kleine ondernemers aan het kortste eind trekken.

[Lees verder Inklappen](#)

## Transparantie en discipline

De ECB zegt op haar [website](#) dat 'transparantie van cruciaal belang' is voor haar geloofwaardigheid en geeft er de volgende visie op: transparantie betekent dat de centrale bank tijdig, en op open en duidelijke wijze, het algemene publiek en de markten alle relevante informatie geeft met betrekking tot haar strategie, beoordelingen en beleidsbeslissingen, en haar procedures. Visie is natuurlijk stap één, maar waar het echt om gaat is de vertaling ervan naar de praktijk. Aan informatie is ogenschijnlijk geen gebrek: via persconferenties, beleidsverslagen en allerlei publicaties licht de ECB het publiek in. Wat relevantie betreft is het echter een ander verhaal: als je de stortvloed aan algemene trends en grafieken aan de kant schuift, wordt zichtbaar dat bewijzen voor de effectiviteit of inhoudelijke beschouwingen over de bijwerkingen van het programma ontbreken.

De vertaling naar de praktijk blijkt moeizamer dat het uiteenzetten van de visie

Het leek mij daarom gepast om de ECB te vragen een schriftelijke reactie te geven op de beleidskritiek van de verschillende economen die ik de afgelopen weken sprak. Ik richtte mij in een nette email tot ECB-woordvoerder William Lelieveldt, die op mijn eerdere [artikel](#) over het CSPP uitgebreid reageerde via zeventien [Twitter](#)berichten. De ECB vermeldt op haar website: 'een sterke comittering aan transparantie vergt van beleidsmakers zelf-discipline.' Getuigde de Twitter-tirade van Lelieveldt al niet van een overdaad aan discipline, de officiële reactie van de ECB-woordvoerder liet al helemaal geen twijfel bestaan over het niveau van zijn comitering aan transparantie: 'Had je artikel al gelezen. Als ik de overtuiging had dat het de moeite waard was, had ik wel weer gereageerd via Twitter of ik had ik je nu weer een lang antwoord kunnen sturen. Maar die overtuiging heb ik niet dus kan ik mijn energie beter besteden.' Op een tweede verzoek om een inhoudelijke reactie werd niet meer gereageerd. Transparantie en 'het mogelijk maken van openbare controle' gelden klaarblijkelijk niet wanneer er kritische geluiden klinken.

## Europees Parlement

De ECB noemt verantwoording aan de burger de tegenhanger voor haar onafhankelijkheid. De centrale bank vult dit in door haar beleid via het Europees

Parlement te verantwoorden en rapporteert daarbovenop regelmatig aan de lidstaten. Wat betekent dat nou in de praktijk? Ik vroeg het aan Cora van Nieuwenhuizen, Europees parlamentslid voor de VVD en lid van de commissie Economische en Monetaire Zaken. Eens in de drie maanden komt ECB-voorzitter Draghi langs bij deze commissie voor de 'monetaire dialoog'. Van Nieuwenhuizen vertelt dat, hoewel de naam anders doet vermoeden, je niet echt kunt spreken van een dialoog. Iedere fractie heeft namelijk vijf minuten de tijd om vragen te stellen en binnen diezelfde vijf minuten komt dan ook het antwoord van Draghi — of van bijvoorbeeld minister Dijsselbloem, in zijn rol als voorzitter van de Eurogroep. Van Nieuwenhuizen: 'De heren zijn uitermate bedreven in het volpraten van de vijf minuten met een totaal non-antwoord en dan kun je dus weer drie maanden wachten. Een vervolgvraag stellen zit er eigenlijk nooit in. Je kunt wel schriftelijk een vraag indienen, maar ook daar geldt: zij gaan over de antwoorden. Alle woorden worden op een goudschaaltje gewogen en de details waar het echt om gaat ontbreken meestal. Zo'n speech van Draghi voor de commissie economische en monetaire zaken [zoals [deze](#) van 6 februari, red.] staat tijdens de voordracht al online. Je kunt gewoon woord voor woord meelesen wat hij gaat zeggen.'

De 'monetaire dialoog' is een vijf minuten durende monoloog

Met het doorspitten van de notulen van de ECB is Van Nieuwenhuizen gestopt. Deze zijn niet openbaar beschikbaar, maar de commissieleden mogen ze inzien in een geheimzinnig apart hokje. 'Dat leverde me echt nul toegevoegde waarde op, want de beschrijvingen zijn zo algemeen en zijn bovendien pas maanden na dato beschikbaar.' De kritiek op het QE-beleid is volgens Van Nieuwenhuizen bekend, dus de bestuurders kunnen achteraf nooit zeggen dat ze niet wisten wat er speelt. Het is de taak van de politiek om de vinger op de zere plek te leggen, maar de ECB mag vervolgens bepalen wat ze met die kritiek doet. 'Het is uiteindelijk aan de bestuurders van de ECB om zichzelf in de spiegel aan te kijken en te zeggen dat ze alle belangen goed hebben afgewogen. Wij als Europarlementariërs kunnen vragen stellen en aangeven dat we niet blij zijn met een antwoord, maar we kunnen niet afdwingen dat het beleid wordt aangepast. Dat hoort niet bij onze bevoegdheden.'

## Ontcijferen van het CSPP

Met het CSPP, het opkoopprogramma voor bedrijfsobligaties, begeeft de ECB zich op glad ijs. Het ligt immers nogal politiek gevoelig om te zeggen: 'van dit bedrijf kopen we obligaties op en van dit bedrijf niet.' Op het gebied van intransparantie is het CSPP dan ook de absolute uitblinker tussen de opkoopprogramma's. Het lijkt haast wel of de centrale bankiers liever geen licht laten schijnen op het CSPP.

Eelke de Jong, hoogleraar internationale economie aan de Radboud Universiteit Nijmegen: 'De ECB manoeuvreert met het corporate programma op het randje van haar mandaat en dat weet ze waarschijnlijk zelf ook wel.' Volgens financieel econoom Dirk Bezemer, hoogleraar aan de Rijksuniversiteit Groningen, is het 'een situatie die leidt tot

verkeerde aandacht voor de centrale bank. Bedrijven als Unilever gaan nu zitten kijken naar de ECB vanwege haar invloed op hun financieringskosten. Dat moet je als centrale bank niet willen en dat is ook niet nodig.'

Cora van Nieuwenhuizen, VVD

"De heren zijn uitermate bedreven in het volpraten van de vijf minuten met een totaal non-antwoord"

Het is een hele klus om te achterhalen welke bedrijfsobligaties worden aangekocht binnen het CSPP. Voor de centrale bank zou het een kleine moeite zijn om een overzichtelijke lijst te publiceren met de namen van de bedrijven, met, in het kader van transparantie, daarachter het aankoopbedrag. Maar in plaats daarvan moet je voor die informatie de websites van zes afzonderlijke centrale banken afstruinen. De aankopen worden namelijk voor de gehele Eurozone uitgevoerd door de centrale banken van Duitsland, Frankrijk, België, Finland, Spanje en Italië. De Nederlandsche Bank draagt mede het risico, maar koopt zelf niets aan. Nederlandse bedrijfsobligaties kunnen zowel door de Duitse, Belgische, Spaanse als Italiaanse centrale bank worden aangekocht. Maar met het vinden van de zes lijsten ben je er nog niet, want ze bevatten alleen de zogenoemde ISIN-codes van individuele obligaties (bijvoorbeeld XS1476654584, een obligatie van Shell) die alleen handelaren gebruiken. Om te achterhalen welke bedrijven bij welke code horen, is een zoektocht in databases op het internet vereist.

Dat eenheid in de eurozone niet vanzelfsprekend is, wordt nog maar eens onderstreept door de Deutsche Bundesbank, die de Duitse pünktlichkeit eer aandoet door, in tegenstelling tot de andere banken, een mooi spreadsheet-overzicht te bieden met naast de obligatiecodes wel de corresponderende bedrijfsnaam. Maar de aankoopbedragen worden helaas ook door de Duitsers niet bekend gemaakt. Na enkele uren codes kopiëren in Google viel ik met mijn neus in de boter; ik stuitte per toeval op een [overzicht](#) dat Corporate Europe Observatory al had samengesteld door meer dan 680 ISIN codes op te zoeken. De auteur vertelde me dat hij meerdere dagen bezig is geweest om de lijsten te ontcijferen.

## De logica ontbreekt

Waarom moet het zo moeilijk? De ECB gaf in eerdere correspondentie met FTM aan dat de ISIN lijst eigenlijk alleen gepubliceerd wordt voor handelende banken en niet voor de gewone burger of journalist. De 'hoge prioriteit' die de ECB geeft 'aan effectieve communicatie met het grote publiek' lijkt voor het CSPP dus niet te gelden. Ook het ontbreken van informatie over de aankoopbedragen van de bedrijfsobligaties is verwonderlijk. We weten wel dat er al voor bijna 60 miljard euro is aangekocht en om welke obligaties het gaat, maar de verdeling over de verschillende schuldpapieren blijft geheim. 'De ECB is van mening dat het publiceren van dergelijke informatie kan leiden tot marktverstoringen. Zouden we die informatie wel beschikbaar stellen, dan zouden marktpartijen voordeel kunnen proberen te halen uit die informatie, bijvoorbeeld door te

anticiperen op aankopen of door het opzettelijk sturen van marktprijzen in een richting die de effectiviteit van het programma zou ondermijnen.' Het is een standaardreactie die bijna woord voor woord overeenkomt met het antwoord dat Corporate Europe Observatory ontving.

Inhoudelijk laat het antwoord te wensen over want het is niet het vrijgeven van informatie achteraf dat de markt verstoort, maar het aankopen zelf! Bovendien kennen de bij de transactie betrokken partijen wel de aankoopbedragen en kunnen zij daarmee juist hun voordeel doen zolang deze informatie niet openbaar beschikbaar is. Dirk Bezemer: 'De ECB stormt als een olifant de porseleinkast binnen en zegt vervolgens dat ze niets over het servies kan vertellen omdat ze bang is dat er anders borden breken. De logica achter deze redenering ontbreekt.'

## Officiële criteria

De ECB geeft op haar website aan dat het 'geloofwaardigheid bevordert om duidelijk te zijn over haar mandaat en over hoe zij haar taken uitvoert'. De [selectiecriteria](#) voor het CSPP zijn echter veel te beknopt om hier duidelijkheid over te verschaffen. Er mogen geen obligaties van banken of kredietinstellingen worden gekocht, maar verzekeraars komen wel in aanmerking en tal van andere grote bedrijven voldoen ook aan de ruime selectiecriteria. Toch worden van lang niet al die bedrijven obligaties gekocht, terwijl sommige bedrijven meerdere keren op de lijst voorkomen. De ECB geeft aan dat ze 'als coördinator steeds in contact is met de aankopende nationale centrale banken,' maar wat die centrale sturing precies inhoudt is niet duidelijk. Er wordt in een achterkamertje bepaald van welke bedrijven obligaties gekocht worden, maar de ECB weigert te vertellen wie daarover gaan en hoe de uiteindelijke lijst tot stand komt.

In achterkamertjes wordt bepaald welke obligaties worden gekocht

'Een beter begrip onder het publiek maakt dit beleid geloofwaardiger en effectiever,' zegt de ECB. Ondertussen wordt niet gereageerd op kritische vragen en is zowel de inhoud als het proces van het CSPP-programma in dichte nevelen gehuld. Als er zo weinig transparantie is over het selectieproces, ligt natuurlijk het gevaar op de loer dat aankoopbeslissingen beïnvloed worden door lobbypraktijken. De ECB zegt zelf dat de aankoopselectie simpelweg de markt volgt, maar grondige analyse laat zien dat dit niet waar is. Er is een sterke oververtegenwoordiging van bepaalde sectoren in de lijst, en één sector springt er met kop en schouders bovenuit: de fossiele energiereuzen varen wel bij het corporate opkoopprogramma. Daarover morgen meer.

