

Communicatie over het monetair beleid in de nasleep van de grote recessie

N. Cordemans^(*)

Inleiding

'Binnen haar mandaat is de ECB bereid alles te doen wat nodig is om de euro te behouden. En geloof me, dat zal voldoende zijn'. Deze korte zinnen, die Mario Draghi, de voorzitter van de ECB, op 26 juli 2012 te Londen uitsprak, betekenden een keerpunt in de overheidsschuldencrisis waardoor het eurogebied sinds begin 2010 werd getroffen. Begin augustus volgde dan de aankondiging van een programma van outright monetaire transacties (OMT's) dat bedoeld was om de twijfels die over de onomkeerbaarheid van de eenheidsmunt waren ontstaan, definitief op te heffen. De maatregel werd sindsdien echter niet geactiveerd, omdat de eind juli 2012 ingezette afname van de spanningen op de financiële markten aanhield en de sindsdien ook afzwakkende overheidsschuldencrisis verder bedaarde.

De effecten van Draghi's uitspraak in Londen illustreren perfect de kracht van woorden in de huidige monetairbeleidsvoering. Momenteel vinden centrale bankiers het zowat overal ter wereld een erezaak hun beweegredenen duidelijk verstaanbaar toe te lichten. Communicatie is verheven tot de rang van monetairbeleidsinstrument en draagt aanzienlijk bij tot de efficiëntie van het monetair beleid. Ze wordt bovendien beschouwd als een democratische verantwoordelijkheid van de centrale bank, die een welomlijnd mandaat heeft gekregen en over een grote onafhankelijkheid beschikt om dat mandaat te vervullen.

Transparantie en openheid inzake monetair beleid dateren niet van gisteren. De afgelopen jaren hebben ze, in de nasleep van de grote recessie, echter een nieuwe impuls gekregen. Tot de markante gebeurtenissen behoren de door

de Federal Reserve en de Bank of Japan aangekondigde kwantitatieve inflatiedoelstellingen en het besluit van de Raad van Bestuur van de ECB om vanaf januari 2015 verslagen (accounts) te publiceren over de beraadslagingen aangaande het monetair beleid. Tegen die achtergrond worden in dit artikel de laatste initiatieven inzake communicatie geschetst die de voornaamste centrale banken van de geavanceerde economieën hebben genomen, met daarbij bijzondere aandacht voor die van het Eurosysteem. In het eerste hoofdstuk wordt een kort overzicht gegeven van de communicatie van de centrale banken en wordt een verklaring gezocht voor de wijze waarop die banken uit de schaduw zijn getreden. In het tweede hoofdstuk worden de recente ontwikkelingen in de Verenigde Staten, Japan, het Verenigd Koninkrijk en, meer in het bijzonder, het eurogebied besproken. In het derde deel, ten slotte, wordt nader ingegaan op een soms verhuld, maar niet minder belangrijk aspect van de communicatie van de centrale banken, namelijk de toegankelijkheid ervan. Het bevat een empirische analyse van het chronologisch verloop van de complexiteit van monetairbeleidsverklaringen. In de conclusie worden de voornaamste bevindingen samengevat en worden terzelfder tijd enkele denksporen aangereikt voor de toekomst.

1. Uit de schaduw

1.1 Geheimhouding, mystiek en ondoorzichtigheid

Gedurende het grootste deel van de twintigste eeuw handhaafden de centrale banken een strikte geheimhouding, waarbij ze hun optreden lieten berusten op een mystiek die

^(*) De auteur dankt Jef Boeckx voor zijn waardevolle opmerkingen en suggesties bij dit artikel.

was ingegeven door een enigszins metafysische benadering van het monetair beleid. Die benadering was gebaseerd op de onder centrale bankiers wijdverspreide gedachte dat de monetairbeleidsvoering bovenal een kunst was, die enkel toegankelijk mocht zijn voor en beoefend worden door een ingewijde elite. De esoterische aard van die kunst hing dan weer samen met de onmogelijkheid om de beginselen ervan expliciet en begrijpelijk te omschrijven (Brunner, 1981, geciteerd door Issing, 2005). In dergelijke omstandigheden werd verwacht dat leken geen onrechtmatig gebruik zouden maken van de voorrechten van ingewijden en zich derhalve niet in het monetaire debat zouden mengen (Federal Reserve, 2004a).

In de praktijk nam de ondoorzichtigheid van de monetairbeleidsvoering doorheen tijd en ruimte verschillende en wisselende vormen aan. Ze kwam met name tot uiting in de afwezigheid van expliciete doelstellingen of een uitdrukkelijke beleidsstrategie, in het feit dat de genomen beslissingen en de verrichte transacties niet bekend werden gemaakt of in het vage, grillige of dubbelzinnige karakter van de verklaringen van de monetaire autoriteiten.

Het toenmalige gezegde van Montagu Norman, van 1921 tot 1944 gouverneur van de Bank of England, is een mooie illustratie van de gedurende lange tijd geldende visie op het monetair beleid: 'never explain, never excuse'. Ook bepaalde latere uitspraken van Alan Greenspan, van 1987 tot 2006 voorzitter van de Federal Reserve van, zijn onthullend. Niet zonder humor beweerde hij in 1987 dat hij, sinds hij aan het hoofd van de Amerikaanse centrale bank stond, geleerd had 'zeer onsamenhangend te mompelen', en een journalist die hem na een conferentie dankte voor zijn heldere uiteenzetting, zou hij snedig hebben geantwoord: '*U moet me slecht begrepen hebben*'.

Naast het feit dat een zekere geheimhoudingscultuur een historische weerspiegeling kon zijn van bevoorrechte relaties met het politieke gezag, van het oorspronkelijke statuut van particuliere bank (Dincer en Eichengreen, 2007) of van het natuurlijke verlangen van een bureaucratie om haar autoriteit en prestige te maximaliseren (Mishkin, 2004), werden ook bepaalde economische argumenten aangevoerd die een ondoorzichtige werking

van het monetair beleid rechtvaardigden. Zo motiveerde het Federal Open Market Committee (FOMC) van de Federal Reserve aan het einde van de jaren zeventig zijn ondoorzichtigheid met het argument dat transparantie⁽¹⁾ bepaalde grote speculanten zou kunnen bevoordelen en derhalve een bron zou zijn van oneerlijke concurrentie; ze dreigde op de markten bovendien ongewenste reacties te veroorzaken, de financieringskosten van de overheid te verhogen, de handen van de monetaire autoriteiten te binden of de volatiliteit van de rentetarieven te verhogen (Goodfriend, 1986)⁽²⁾. Theoretische argumenten ter rechtvaardiging van de geheimzinnigheid waarin de centrale banken zich lang hebben gehuld, werden ook aangevoerd door Cukierman en Meltzer (1986) in een toonaangevend artikel over de theorie van geloofwaardigheid, ambiguïteit en inflatie onder discretionair beleid en asymmetrische informatie. Ze tonen aan dat wanneer de [monetaire] autoriteiten – van wie wordt aangenomen dat hun voorkeur inzake werkgelegenheid en inflatie mettertijd verandert – hun beleid enigszins ambigu voeren, ze in staat zijn de economische bedrijvigheid te stimuleren door de economische subjecten te verrassen. Daardoor zou de optimale transparantie lager liggen dan het technologisch haalbare maximumpeil. Ten slotte werd ondoorzichtigheid ooit voorgesteld als een middel om zich te onttrekken aan een politieke controle die nadelig was voor de inflatiebestrijding (Mishkin, 2004). Die visie steunde op de theorie van de intertemporele inconsistentie van het optimale beleid, die voorstelde de monetairbeleidsvoering weg te houden van de overheid om politieke druk te voorkomen ten gunste van een al te expansieve monetairbeleidskoers die erop gericht is de afweging op korte termijn tussen werkloosheid en inflatie te benutten.

1.2 Transparantie en openheid

Vanaf het midden van de jaren zeventig pasten de centrale banken van de geavanceerde economieën hun communicatiebeleid geleidelijk aan. Langzaam maar zeker maakten geheimhouding en ondoorzichtigheid plaats voor transparantie en openheid, wat gepaard ging met ingrijpende hervormingen van het institutionele kader, een verbeterd inzicht in het monetair beleid en veranderingen in de monetairbeleidsvoering.

Twee belangrijke ontwikkelingen gaven de aanzet tot die trend: de overgang naar zwevende wisselkoersen na de ineenstorting van het Bretton Woods-stelsel in 1973 en de stagflatie in de jaren zeventig. Het einde van het stelsel van vaste wisselkoersen dat gebaseerd was op de koppeling van de Amerikaanse dollar aan het goud, verbrak de bestaande nominale goud-dollar verankering en bood de landen meer flexibiliteit om een onafhankelijk

(1) Uit economisch oogpunt kan transparantie worden gedefinieerd als de afwezigheid van asymmetrische informatie (Geraats, 2013). De transparantie inzake monetair beleid hangt dus nauw samen met de mate waarin de voor de monetairbeleidsvoering relevante informatie openbaar wordt gemaakt.

(2) De argumenten tegen transparantie in de monetairbeleidsvoering van de Federal Reserve zijn in de Amerikaanse gerechtelijke archieven bewaard naar aanleiding van de zaak *Merrill* tegen *FOMC* (1975-1981). In die zaak heeft David Merrill, een student aan de universiteit van Georgetown, het Federal Open Market Committee vervolgd krachtens de wet betreffende de toegang tot informatie (Freedom of Information Act) van 1966, waarbij hij eiste dat het comité de beleidslijnen en de notulen na elke vergadering onmiddellijk bekend zou maken. Na een jarenlange procedure heeft de Amerikaanse justitie het geschil beslecht ten gunste van het FOMC, met als argument dat de verplichting tot bekendmaking kon worden opgeheven voor zover ze afbreuk deed aan de monetaire functies of aan de commerciële belangen van de overheid. De argumenten van het FOMC zijn grotendeels gebaseerd op de monetaire en financiële theorie (voor meer informatie, zie Goodfriend, 1986).

monetair beleid te voeren⁽¹⁾. Dat zette de centrale banken ertoe aan een nieuw nominaal anker te aanvaarden teneinde de koopkracht van een chartaal geworden valuta te handhaven. De ervaring met stagflatie in de jaren zeventig toonde dan weer aan dat het ontbrak aan een systematische afweging tussen inflatie en werkloosheid en illustreerde het verticale verloop van de Phillipscurve op lange termijn, wat Milton Friedman en Edmund Phelps aan het einde van de jaren zestig aan het licht brachten. Ze hielp aldus de gedachte aanvaarden dat de centrale bank op lange termijn enkel in staat is de inflatie te beïnvloeden en niet de reële variabelen, zoals de productie en de werkgelegenheid.

Die beide gebeurtenissen zouden er sterk toe bijdragen dat de centrale banken van de geavanceerde economieën vanaf medio jaren zeventig prijsstabiliteit als nominaal ankerpunt van het monetair beleid zouden invoeren. Het onderzoek dat de aandacht vestigde op de voordelen en de succesfactoren van inflatiebeheersing en de voorbeelden van goede praktijken deden de monetaire autoriteiten vervolgens geleidelijk overhellen naar meer transparantie⁽²⁾⁽³⁾.

Ten eerste wordt de onafhankelijkheid van de centrale banken beschouwd als de prioritaire oplossing voor het probleem van de tijdelijke inconsistentie en van de inflatie bias van de overheid. Een centraal bankier die onafhankelijk is van de overheid en die conservatief optreedt – met andere woorden gericht op prijsstabiliteit –, geldt vanaf de jaren tachtig als voorwaarde voor een geloofwaardig niet-inflatoir monetair beleid. Tegen die achtergrond verliest de ondoorzichtigheid, die wordt geacht

de potentiële interferenties van de begrotingsbevoegdheid te belemmeren, haar bestaansreden. Omgekeerd blijkt democratische verantwoordelijkheid (accountability) een logisch gevolg te zijn van de onafhankelijkheid: de centrale bank die een mandaat heeft gekregen zonder over democratische legitimiteit te beschikken, moet verantwoording afleggen. Die verantwoordelijkheid draagt ze met name door een uitgebreide communicatie over de wijze waarop ze haar opdracht tracht te vervullen. Hoewel de band tussen onafhankelijkheid en verantwoordelijkheid snel tot stand is gekomen, zal hij gaandeweg steviger worden, tegen de achtergrond van een ruimere maatschappelijke ontwikkeling waarbij meer aandacht wordt besteed aan democratische verantwoordelijkheid in het overheidsbeleid (Dincer en Eichengreen, 2014).

Ten tweede zal de aanvaarding van een nominaal anker, zoals een effectieve verbintenis om de prijsstabiliteit te handhaven, als dusdanig ook voor een ruimere communicatie met het publiek zorgen. Teneinde haar verbintenissen na te komen, moet de centrale bank immers geloofwaardig zijn, de economische subjecten ervan overtuigen dat ze daar werkelijk toe in staat is en vastbesloten zijn het ook effectief te doen. Ze moet met andere woorden de inflatieverwachtingen verankeren⁽⁴⁾. Daartoe is het zaak dat het publiek een goed inzicht krijgt in wat de centrale bank doet en waarom; deze laatste heeft derhalve belang bij een heldere berichtgeving over haar doelstellingen, strategie en beslissingen.

Ten slotte ontstaat er geleidelijk aan een consensus over de essentiële rol van het sturen van de verwachtingen, niet alleen inzake inflatie maar ook inzake monetair beleid in ruime zin⁽⁵⁾. De relevante rente voor de consumptie- en investeringsbeslissingen is immers de reële rente op lange termijn, die de verwachtingen weergeeft ten aanzien van de toekomstige rentetarieven op korte termijn alsook een onzekerheidspremie. Dit maakt dat de economie veeleer wordt beïnvloed door het verwachte verloop van het monetair beleid dan door de huidige beleidskoers. De begrijpelijkheid en voorspelbaarheid van het monetair beleid blijken derhalve uitgelezen ingrediënten te zijn van een efficiënt beleid en vergen een zorgvuldige communicatie⁽⁶⁾. De voor deze laatste weggelegde rol is blijkbaar nog belangrijker wanneer de beleidsrentes een bodempeil bereiken en het conventioneel monetair beleid derhalve inefficiënt blijkt te zijn (voor meer informatie, zie Woodford, 2012).

De communicatie van de centrale banken met het publiek heeft mettertijd aan belang gewonnen; de verwachtingen ten aanzien van het toekomstig monetair beleid oefenden immers een steeds grotere invloed uit op het transmissiemechanisme van het monetair beleid. De toenemende

(1) Volgens het trilemma van Mundell kan het monetair beleid, in een context van kapitaalmobiliteit, gericht zijn op een externe doelstelling (zoals de wisselkoers) of op een interne doelstelling (zoals de inflatie), maar niet op beide tegelijk. In het kader van het internationaal monetair stelsel dat in 1944 in Bretton Woods werd ingevoerd, verplichtte de handhaving van vaste (zij het aanpasbare) pariteiten ten opzichte van de Amerikaanse dollar de deelnemende landen in zeer hoge mate hun monetair beleid ondergeschikt te maken aan dat van de Federal Reserve.

(2) Er zij opgemerkt dat de overgang naar zwevende wisselkoersen de onvermijdelijke revaluaties/devaluaties – die de grootst mogelijke geheimhouding vereisen om speculatieve aanvallen te vermijden – deed verdwijnen en zodoende voor een aantal centrale banken een belangrijke hinderpaal voor meer transparantie wegnam (Chant, 2003).

(3) Goodfriend (1986) was een van de eersten die uitvoerig kritiek uitoefende op de geheimhouding omtrent de werking van de Federal Reserve. Steunend op de theorie van de rationele verwachtingen – op grond waarvan de subjecten voor hun verwachtingen alle beschikbare informatie in aanmerking nemen en geacht worden de reële werking van de economie te kennen – voert hij aan dat meer transparantie het mogelijk moet maken de reacties van de markten nauwer af te stemmen op de voornemens van de monetaire autoriteiten. Zijn conclusie (*‘Gelet op de weinig overtuigende theoretische argumenten en het vermoeden dat de geheimhouding op overheidsniveau niet in overeenstemming is met een goede werking van de democratie, is verder onderzoek nodig alvorens te besluiten dat de ondoorzichtigheid van de centrale banken sociaal gunstig is’*) zou het pad effenen voor een meer fundamentele heroverweging van de ondoorzichtigheid rond de monetairbeleidspolitiek.

(4) Zoals blijkt uit de oorspronkelijk door Milton Friedman uitgewerkte Phillipscurve verhoogd met verwachtingen, spelen de inflatieverwachtingen immers een belangrijke rol in het bepalen van de inflatie.

(5) Zie Woodford (2003).

(6) Hoewel uit theoretisch en empirisch oogpunt krachtige argumenten worden aangevoerd ten voordele van transparantie, tonen bepaalde analyses echter aan dat een grotere transparantie niet noodzakelijkerwijs gunstig is, vooral wanneer de informatierverspreiding onzuiver is (zie Geraats, 2013). Hoewel er momenteel een algemene consensus lijkt te bestaan over de weldadige invloed van transparantie in de monetairbeleidvoering, wordt daarnaast nog steeds een debat gevoerd over het optimale niveau ervan dat verband houdt met, onder meer, de institutionele omgeving van de centrale bank. Voor een discussie over de grenzen van transparantie, zie bijvoorbeeld Cukierman (2009).

liberalisering van de kapitaalmarkten, de vooruitgang in de informatie- en communicatietechnologie en de groeiende economische en financiële interdependentie tussen de landen hebben daaraan bijgedragen, meer bepaald door de verwachtingen van de economische subjecten nauwer te koppelen aan hun beslissingen (ECB, 2002). De vooruitgang op het gebied van informatie- en communicatietechnologie verruimde tevens de capaciteit van de centrale banken om met een zo groot mogelijk publiek te communiceren.

Zoals hierboven vermeld, tekende zich omstreeks het midden van de jaren zeventig in de monetairbeleidsvoering een verschuiving naar meer transparantie af, dit in het kader van de invoering van monetaire doelstellingen en van meer aandacht voor prijsstabiliteit op lange termijn. In de praktijk ging de echte revolutie evenwel aan het begin van de jaren negentig van start, met de invoering van inflation targeting door de Reserve Bank of New Zealand, de Bank of Canada, Sveriges Riksbank en de Bank of England. Bij inflation targeting wordt een expliciete inflatiedoelstelling bepaald ter verankering van de inflatieverwachtingen. Een dergelijke inflatiestrategie vereist a priori een zeer grote transparantie aangezien het succes ervan nauw samenhangt met het geloof van de markten in het vermogen en de vastberadenheid van de centrale bank om haar doelstelling te bereiken (Mishkin en Schmidt-Hebbel, 2001)⁽¹⁾. In uiteenlopende mate en trapsgewijs zullen de centrale banken met een inflatiedoelstelling aldus hun transparantiemaatregelen verscherpen, niet alleen door een grote hoeveelheid informatie over hun doelstellingen en strategieën openbaar te maken, maar ook via de publicatie van inflatieprojecties, inflatieverslagen en notulen over de beraadslagingen van hun monetairbeleidscomité.

De centrale banken die voor een andere monetairbeleidsstrategie kozen, bleven niet achter. De Federal Reserve besloot bijvoorbeeld om vanaf februari 1994 haar beslissingen over de federal funds richtrente meteen aan te kondigen en er later in het jaar een beschrijving van de economie aan toe te voegen; ze besloot tevens een rechtvaardiging van haar beslissingen op te nemen in de verklaring van het FOMC. Deze laatste zou echter pas vanaf mei 1999 na elk van zijn vergaderingen systematisch een verklaring afleggen. In het kader van een

nieuwe wet krachtens welke haar onafhankelijkheid werd vergroot, koos de Bank of Japan er in 1998 voor haar monetairbeleidsbeslissingen onmiddellijk mee te delen en de notulen van de vergaderingen van haar Comité en de daar uitgebrachte stemmen openbaar te maken. De Bundesbank, van haar kant, heeft van oudsher een uitgesproken voorkeur voor transparantie inzake doelstellingen en resultaten, wat onder meer tot uiting kwam in tal van officiële publicaties. De strategie van monetary targeting die ze sinds het midden van de jaren zeventig volgde – en die een inflatiedoelstelling omvat – fungeerde voor de Bundesbank rechtstreeks als kader om haar intenties mee te delen en haar beslissingen uit te leggen aan het publiek (Posen, 1997). Aangezien het Eurosysteem uitdrukkelijk gemodelleerd is naar de onafhankelijkheid en de strategie van de Bundesbank, heeft het uiteraard een mooie rol weggelegd voor de communicatie, die door Otmar Issing⁽²⁾ werd bestempeld als ‘de verborgen pijler’ van de monetairbeleidsstrategie van het Eurosysteem (Issing, 1999). Ter illustratie zij vermeld dat de Raad van Bestuur in het najaar van 1998 een kwantitatieve definitie aankondigde van prijsstabiliteit alsook een heldere strategie om die te bereiken. Sinds de invoering van de euro in januari 1999 worden de genomen beslissingen systematisch toegelicht en gerechtvaardigd tijdens een persconferentie van de voorzitter⁽³⁾ en in het Maandbericht (in 2015 herdoopt tot Economisch Bulletin), dat bovendien een gedetailleerde analyse bevat van de economische situatie en van de risico's voor prijsstabiliteit.

In de jaren 2000 volgde een tweede golf van transparantie en toegenomen openheid van de centrale banken, die niet beperkt bleef tot de geavanceerde economieën⁽⁴⁾. Zoals blijkt uit de tabel, volgden de meeste centrale banken in 2010 een expliciete monetairbeleidsstrategie, terwijl meer dan de helft ervan cijfermatige macro-economische projecties publiceerde. Het aantal publicaties van notulen over de beraadslagingen aangaande het monetair beleid en van de stemresultaten in de comités is weliswaar nog steeds gering, maar het zit duidelijk in de lift. Ook het aantal toelichtingen bij de beslissingen is aanzienlijk gestegen. Ten slotte begonnen enkele centrale banken uitleg te geven over de koers, het tijdpad of het vermoedelijk tempo van de beleidswijzigingen. Na de Reserve Bank of New Zealand in 1997 besloten Norges Bank en Sveriges Riksbank in respectievelijk 2005 en 2007 het verwachte rentepad voor hun beleidsrentes bekend te maken. De Bank of Japan verschafte in september 1999 voor het eerst beleidsindicaties (forward guidance) over haar basisrentetarieven; in mei van datzelfde jaar begon de Federal Reserve aanwijzingen te geven over het mogelijk verloop van haar monetair beleid, vooraleer ze in 2003 overschakelde op eigenlijke forward guidance.

(1) Als bewijs van de zeer hoge transparantie bij de centrale banken die een inflatiedoelstelling nastreven, onderstrepen Eijffinger en Geraats (2006) dat tijdens de periode 1998-2002 de Reserve Bank of New Zealand, Sveriges Riksbank, de Bank of England en de Bank of Canada de meest transparante centrale banken waren. Ze merken echter op dat dit monetairbeleidskader blijkbaar noch een noodzakelijke, noch een voldoende voorwaarde voor transparantie is.

(2) Hoofdeconoom en lid van de Directie van de ECB van 1998 tot 2006.

(3) In dat opzicht kan de ECB worden beschouwd als opener en transparanter dan de Bundesbank, die haar beslissingen enkel in een persbericht aankondigde. De bestuurders van de Bundesbank verschenen ook niet voor de Bundestag, terwijl de leden van de ECB-Directie regelmatig door het Europees Parlement worden gehoord.

(4) Voor een gedetailleerd overzicht van de vooruitgang op het vlak van transparantie tijdens de periode 1998-2010, zie Dincer en Eichengreen (2014) of Geraats (2013).

TABEL ONTWIKKELING VAN DE TRANSPARANTIE VAN DE CENTRALE BANKEN

Frequentie van de informatieverbreiding (in %)	1998	2004	2010
Transparantie van het monetairbeleidskader			
Formele verklaring over de doelstelling(en)	90,8	95,0	96,6
Kwantificering van de doelstellingen	44,2	60,8	66,4
Onafhankelijkheid van de instrumenten	34,2	49,2	53,4
Transparantie inzake economische informatie			
Publicatie van projecties	14,2	46,7	54,3
Projecties op kwartaalbasis, op middellange termijn, voor de inflatie en het bbp	3,3	11,7	19,8
Transparantie inzake besluitvorming			
Expliciete monetairbeleidsstrategie	50,0	65,0	73,3
Notulen	5,0	9,2	16,4
Bekendmaking van de uitgebrachte stemmen	4,2	6,7	10,3
Transparantie inzake communicatie over de beslissingen			
Onmiddellijke aankondiging van de genomen beslissingen	15,0	40,0	46,6
Toelichting bij de genomen beslissingen	12,5	32,5	43,1
Aanwijzingen omtrent de toekomstige monetairbeleidsmaatregelen	0,0	2,5	4,3
Transparantie bij de tenuitvoerlegging van de maatregelen			
Beoordeling van de resultaten in verband met de voornaamste operationele doelstelling	9,2	20,8	22,4
Informatie over de verstoringen van het transmissieproces	15,8	42,5	47,4
Omvang van de steekproef ⁽¹⁾	120,0	120,0	116,0

Bron: Geraats (2013)

(1) De afname van de omvang van de steekproef tussen 2004 en 2010 verklaard zich door het feit dat Cyprus, Malta, Slovenië en Slowakije tot het eurogebied zijn toegetreden.

2. Een nieuw elan in de nasleep van de crisis

De in de jaren zeventig op gang gekomen onderliggende trend naar meer communicatie door de centrale banken is nooit gelogenstraft. In de context van de recente economische en financiële crisis, wereldwijd een enorme uitdaging voor de monetaire overheden, hebben transparantie en openheid zelfs een boost gekregen. Om te beginnen, hebben die overheden uitgebreid gecommuniceerd over de macro-economische ontwikkelingen, over de risico's voor de prijsstabiliteit en over de maatregelen die ze hebben genomen om hun mandaat te vervullen. De complexiteit van de situatie en de toegenomen onzekerheid hebben tot een meer intense communicatie genoopt teneinde zowel verklaringen als geruststelling te bieden. Vervolgens zijn de centrale banken de communicatie onmiddellijk als een monetairbeleidsinstrument gaan gebruiken. De communicatie over de toekomstige intenties van de centrale bank verschaft informatie over haar reactiefunctie en ze

maakt het mogelijk de verwachtingen van de private sector ten aanzien van de inflatie en de rentetarieven af te stemmen op de intenties van de centrale bank. Gelet op de omvang van de schokken die de economieën hebben ondergaan en vanwege de zero lower bound voor de nominale rentes, heeft de centrale bank zich uiteraard ten taak gesteld de monetairbeleidskoers sterker te beïnvloeden door rechtstreeks in te werken op het langere segment van de reële rendementscurve. Ten slotte hebben de centrale banken nooit geziene maatregelen genomen om het financieel stelsel te stabiliseren, daarbij volop hun rol van laatste kredietgever spelend. Teneinde het vertrouwen van de bevolking te vrijwaren en in die context hun democratische legitimiteit te vestigen, was het hun plicht duidelijk te zijn over hun acties en operaties.

Ter illustratie van deze nieuwe trend overlopen we hieronder de recente vooruitgang op het vlak van de communicatie van de voornaamste centrale banken in de geavanceerde economieën, namelijk de Federal Reserve, de

Bank of Japan, de Bank of England en het Eurosysteem⁽¹⁾. Vanwege hun omvang en omdat we er meer rechtstreeks bij betrokken zijn, krijgen de ontwikkelingen met betrekking tot het Eurosysteem heel bijzondere aandacht.

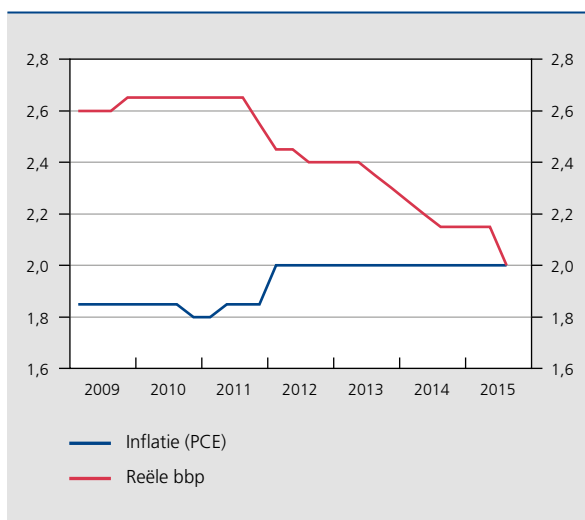
2.1 De Federal Reserve

De Federal Reserve heeft onder impuls van Ben Bernanke – die van 2006 tot 2014 haar voorzitter was – alles in het werk gesteld om meer transparantie en een steviger democratische legitimiteit te bewerkstelligen. Er zijn recentelijk tal van initiatieven genomen die evenwel enkel hebben gezorgd voor een versnelling van een in 1977 ingezet geleidelijk proces toen twee fundamentele monetairbeleidsdoelstellingen werden vastgelegd. Een van de zwakke punten van de Federal Reserve vlak vóór de recente crisis was meer bepaald dat ze te weinig transparant was wat haar doelstellingen betrof. Deze laatste waren immers talrijk en noch geprioriteerd noch gekwantificeerd. Inzake besluitvorming beschikte de Federal Reserve overigens over geen enkele expliciete strategie waarin haar monetairbeleidskader werd omschreven. En, ten slotte, was er de geringe frequentie waarmee ze haar economische projecties publiceerde (Eiffinger en Geraats, 2006). Als een van haar sterke punten zij evenwel vermeld dat de Federal Reserve reeds geruime tijd notulen publiceerde, alsook de resultaten van stemmingen binnen het FOMC en de transcripties van haar vergaderingen. De leden van het FOMC hadden bovendien reeds een lange traditie op het vlak van interventies voor het Congres. Verscheidene recente initiatieven zullen mede de lacunes helpen dichten ten opzichte van de centrale banken die als de meest transparante worden beschouwd.

Zo kondigde het FOMC in november 2007 zijn voornemen aan om de economische projecties van zijn leden frequenter te publiceren en relevanter te maken teneinde zijn democratische verantwoordelijkheid te vergroten en de bevolking een duidelijker inzicht te verschaffen in zijn monetairbeleidsvoering. De projecties zouden voortaan vier keer per jaar worden gepubliceerd, tegen tevoren twee keer, en de projectiehorizon werd verlengd tot drie jaar, tegen tevoren twee jaar. Bovendien besloot het Comité afzonderlijke projecties te publiceren voor de totale inflatie, parallel met die voor de reële groei, het werkloosheidscijfer en de onderliggende inflatie. Voor de nominale bbp-groei werden de projecties evenwel stopgezet. De projecties van de leden werden sedert 1979 synthetisch meegedeeld in het halfjaarlijks verslag over het monetair beleid van de Federal Reserve aan het Congres en in de notulen van de

(1) De als bijlage opgenomen overzichtstabel toont voor elk van deze centrale banken de voornaamste kenmerken inzake transparantie en de datum van de invoering ervan.

GRAFIEK 1 SYNTHESE VAN DE ECONOMISCHE PROJECTIES OP LANGERE TERMIJN VAN DE FOMC-LEDEN
(centrale tendens⁽¹⁾, centrale waarde, jaar-op-jaar groei)



Bron: Federal Reserve Bank of St Louis.

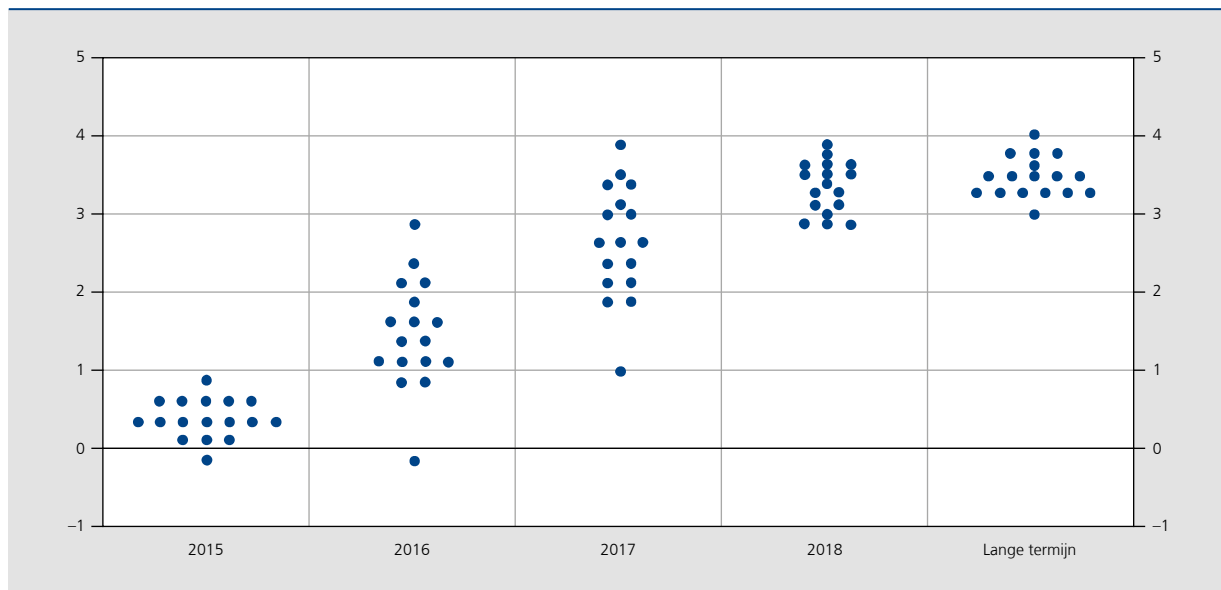
(1) De centrale tendens houdt geen rekening met de drie hoogste en de drie laagste projecties voor iedere variabele.

vergaderingen van het FOMC. Sedert april 2011 worden de geprojecteerde marges en de centrale tendensen echter meegedeeld tijdens een persconferentie van de voorzitter. In februari 2009 werden voor het eerst ook langetermijnprojecties gepubliceerd voor de totale inflatie, de reële groei en het werkloosheidscijfer. Er zij opgemerkt dat de projecties ten aanzien van de inflatie op lange termijn niet ver verwijderd zijn van de doelstelling van 2% die achteraf zal worden vastgelegd. Zo kan de beslissing om de langetermijnprojecties voor de inflatie te publiceren, geïnterpreteerd worden als een eerste stap in de richting van de invoering van een kwantitatieve doelstelling.

In januari 2012 werden twee belangrijke stappen gezet. Enerzijds begon het FOMC de individuele projecties van zijn leden te publiceren ten aanzien van de federal funds richtrente. Die projecties hebben betrekking op de beleidsrente die voor het einde van het lopende jaar en voor het einde van de drie volgende jaren wordt verwacht, alsook op de lange termijn. Ze worden onder meer opgenomen in een puntgrafiek (dot plot) die samen met de economische projecties wordt gepubliceerd. Die renteprojecties zijn anoniem, maar ze getuigen van de houding van de FOMC-leden tegenover de economische vooruitzichten en tegenover de verwachte monetairbeleidskoers. Op lange termijn verschaffen ze bovendien aanwijzingen over de evenwichtsrente, dat is de rente die wordt geacht te gelden wanneer de economische bedrijvigheid haar potentieel niveau heeft bereikt en bij afwezigheid van inflatoire spanningen.

GRAFIEK 2 PROJECTIES VOOR DE FEDERAL FUNDS RICHTRENTES IN SEPTEMBER 2015

(verwachte centrale waarden aan het einde van het kalenderjaar)



Bron: FOMC.

Anderzijds heeft het FOMC een verklaring afgelegd over zijn langetermijndoelstellingen en zijn monetairbeleidstrategie. Het heeft voor het eerst een expliciete langetermijndoelstelling van 2 % vastgesteld voor de inflatie zoals die wordt gemeten op basis van de consumptieve uitgaven van de huishoudens (PCE-inflatie). Het FOMC heeft erop gewezen dat het duidelijk communiceren over deze doelstelling naar de bevolking toe bijdraagt aan de stevige verankering van de inflatieverwachtingen en derhalve de stabiliteit van de prijzen en van de gematigde lange rentes in de hand werkt, waardoor meer ruimte vrijkomt om in een verstoorde economische omgeving maximale werkgelegenheid te bewerkstelligen. Het FOMC vindt met andere woorden dat het baat heeft bij het vaststellen van een cijfermatige doelstelling voor de inflatie om te kunnen voldoen aan zijn dubbel mandaat van volledige tewerkstelling en prijsstabiliteit.

De afgelopen jaren, ten slotte, heeft de Federal Reserve uitvoerig gecommuniceerd over haar toekomstige monetairbeleidskoers. Vanaf december 2008 heeft ze kwalitatieve forward guidance verstrekt met betrekking tot haar basisrentes; dat was nadat ze de federal funds richtrente op haar effectief bodemniveau had gebracht, overeenstemmend met een marge van 0 tot 0,25%. In september 2011 verstrekte ze temporele informatie; ze kondigde immers aan dat de economische toestand het rechtvaardigde de rentetarieven gedurende ten minste twee jaar op hun bodempeil te handhaven, terwijl ze

tussen december 2012 en maart 2014 specifieke drempels aankondigde waarbij ze de belangrijkste factoren toelichtte die van invloed zouden zijn op haar toekomstige beleidswijzigingen. Behalve over het verwachte verloop van haar basisrentes, heeft de Federal Reserve ook gecommuniceerd over de factoren die een impact hebben op de omvang, het tempo en de samenstelling van haar effectenaankopen. Dat geldt specifiek voor haar laatste programma voor de aankoop van activa dat in oktober 2014 werd beëindigd. Toen dat programma in september 2012 werd goedgekeurd, stelde de Federal Reserve geen einddatum vast, maar bevestigde ze dat het programma zou doorgaan 'tot wanneer de situatie op de arbeidsmarkt sterk en zichtbaar verbeterde in een context van prijsstabiliteit'. Vervolgens heeft ze haar aanwijzingen herhaaldelijk gewijzigd (voor meer informatie, zie bijvoorbeeld Cordemans en Ide, 2014 of Engen et al., 2015).

2.2 De Bank of Japan

In het kader van de in april 1998 van kracht geworden nieuwe wet met betrekking tot de Bank of Japan, leverde deze laatste een aantal inspanningen om haar monetair beleid transparanter te maken. Zo moedigde ze vooral de verspreiding van informatie aan langs diverse kanalen zoals de publicatie van notulen en van een maandelijks verslag over de economische en financiële ontwikkelingen, het organiseren van persconferenties, hoorzittingen

voor het parlement of uitzettingen. Ondanks die vooruitgang is de Bank of Japan tot voor enkele jaren echter vrij ondoorzichtig gebleken (Eiffinger en Geraats, 2006). Ze had haar doelstelling inzake prijsstabiliteit niet kwantitatief gedefinieerd en ze beschikte niet over een expliciet monetairbeleidskader. Bovendien verschaftte ze niet systematisch na iedere vergadering van haar monetairbeleidscomité uitleg. Toch behoort de Bank of Japan tot de centrale banken die hun transparantieniveau tijdens de afgelopen periode het sterkst hebben verhoogd.

Nadat de Bank of Japan in maart 2006 een nieuw kader had ingevoerd voor de tenuitvoerlegging van haar monetair beleid, besloot ze in juli 2008 haar communicatiestrategie uit te breiden 'tegen de achtergrond van een veranderende economische situatie en onzekere vooruitzichten'. Ter rechtvaardiging van die beslissing voerde ze aan dat ze te geleger tijd exhaustieve toelichting wilde verschaffen bij de economische situatie en bij de vooruitzichten inzake de economie en de prijzen, alsook bij de risicofactoren, overeenkomstig haar monetairbeleidskader. Zo kondigde ze ten eerste aan dat voortaan na iedere monetairbeleidsvergadering – en niet enkel na die waarin tot een beleidswijziging werd besloten –, parallel met de beleidsbeslissing een synthetische evaluatie zou worden meegedeeld van de economische situatie en van het prijsverloop, alsook het standpunt van de Bank ten aanzien van de toekomstige koers van haar monetair beleid. Ten tweede opteerde ze ervoor de projectiehorizon voor haar economische vooruitzichten te verlengen tot drie jaar, tegen tevoren twee jaar. Ten derde verklaarde ze zich akkoord met een driemaandelijke publicatie van de vooruitzichten van de 'meerderheid van de leden' van haar monetairbeleidscomité⁽¹⁾ en van de grafieken met betrekking tot de risicobalans. Tot slot kondigde ze aan dat de notulen van de monetairbeleidsvergaderingen systematisch, en onder voorbehoud van hun goedkeuring, onmiddellijk na de volgende vergadering zouden worden gepubliceerd.

Teneinde de deflatie te boven te komen en terug te keren naar een groeipad in overeenstemming met prijsstabiliteit, 'verduidelijkte' de Bank of Japan in december 2009 haar idee van prijsstabiliteit op middellange/ lange termijn. Reeds in april 2009 had ze meegedeeld dat prijsstabiliteit diende te worden opgevat als een jaar-op-jaar stijging van het consumptieprijsindex (CPI) 'binnen een approximatieve marge tussen 0 en 2 %, aangezien de meeste leden van de Raad ervan uitgingen dat het mediaancijfer rond de 1 % lag'. In december 2009 verduidelijkte ze

dat de leden van het Comité geen jaar-op-jaar groeicijfer van de CPI lager dan of gelijk aan 0 % duldden en dat prijsstabiliteit derhalve moest worden opgevat als een positieve inflatie van 2 % of minder, aangezien de meeste leden van het Comité ervan uitgingen dat het mediaancijfer 1 % bedroeg. In februari 2012 werd een expliciete doelstelling van 'momenteel 1 %' vastgesteld ter bevestiging van haar vastberadenheid de deflatie te overwinnen. In oktober van datzelfde jaar gaven de Bank of Japan en de regering bovendien gezamenlijk uiting aan hun voornemen 'zo snel als mogelijk' een einde te maken aan de deflatie; ze getuigden tevens van hun verbintenis 'om daar samen aan te werken'. De Bank liet weten haar inflatiedoelstelling te willen bereiken 'door middel van een aanzienlijke monetaire versoepeling met voortzetting van haar nulrentebeleid en implementatie van haar programma voor de aankoop van activa, voornamelijk via de aankoop van financiële activa'. Ze zou op die weg voortgaan tot wanneer haar doelstelling van 1 % binnen bereik kwam. In januari 2013, ten slotte, herzag de Bank of Japan haar middellange/langetermijndoelstelling inzake prijsstabiliteit en besloot ze een 'streefcijfer inzake prijsstabiliteit' in te voeren, namelijk 2 % in termen van jaarlijkse stijging van het consumptieprijsindex. De Bank zou haar accommoderend beleid voortzetten teneinde dat streefcijfer zo snel mogelijk te bereiken. Terzelfder tijd werd een nota gepubliceerd met daarin nadere gegevens omtrent de Bank of Japans 'nieuwe' opvatting van prijsstabiliteit (Bank of Japan, 2013).

In juni 2015 heeft het Comité van de Bank of Japan haar unanieme beslissing aangekondigd om de monetairbeleidsberaadslagen en tevens de communicatie van de Bank ter zake uit te breiden. Vanaf januari 2016⁽²⁾: (1) zou het verslag over de vooruitzichten met betrekking tot de economische bedrijvigheid en het prijsverloop (outlook report) driemaandelijks (en niet langer halfjaarlijks) worden gepubliceerd, (2) zouden, naast de vooruitzichten van het Comité, de individuele vooruitzichten van ieder lid worden gepubliceerd, alsook hun individuele risicobeoordelingen, (3) zou ongeveer een week na iedere vergadering een document worden gepubliceerd met daarin een overzicht van de tijdens de vergaderingen geuite meningen, en (4) zou het aantal vergaderingen worden teruggebracht van thans ongeveer 14 naar 8 per jaar.

Precies zoals ze dat ook in 1999 deed, heeft de Bank of Japan tijdens de afgelopen periode uiteindelijk forward guidance betreffende haar monetair beleid verstrekt. In het kader van haar beleid van uitgebreide monetaire versoepeling (comprehensive monetary easing of CME) kondigde ze in oktober 2010 aan haar nulrentebeleid voort te zetten 'zolang ze haar doelstelling inzake prijsstabiliteit niet heeft bereikt, onder voorbehoud van zware

(1) De vooruitzichten van de meeste leden van het monetairbeleidscomité zijn prognosemarges gebaseerd op de individuele vooruitzichten van ieder lid, waarvan het hoogste en het laagste vooruitzicht afgetrokken zijn.

(2) Voor zover het plan goedgekeurd wordt door het Kabinet van de Eerste minister.

risico's, inclusief de accumulatie van financiële onevenwichtigheden'. Bij de lancering van haar programma van kwantitatieve en kwalitatieve versoepeling (quantitative and qualitative easing of QQE) in april 2013 wees ze er bovendien op dat dit programma voor de aankoop van activa erop gericht was zo snel mogelijk, over een periode van twee jaar, haar streefdoel van 2% inzake prijsstabiliteit te bereiken. De lancering van dat programma ging gepaard met verklaringen die het vaste voornemen beklemtoonden de deflatieverwachtingen uit de weg te ruimen door de markten, de ondernemingen en de huishoudens 'op een duidelijke en verstaanbare wijze' in te lichten over haar monetair beleid (Bank of Japan, 2013b). Er zij opgemerkt dat het QQE-beleid van de Bank of Japan deze laatste ertoe gebracht heeft haar operationeel streefdoel te verleggen van de daggeldrente voor leningen zonder onderpand naar de monetaire basis. Haar forward guidance voor de recente periode betrof derhalve de omvang en de samenstelling van haar balans, en niet langer haar basisrentes.

Hoewel de inflatieverwachtingen enigszins zijn toegenomen, blijven ze momenteel ver verwijderd van de in 2013 vastgelegde doelstelling van 2% (Boeckx et al., 2015).

2.3 De Bank of England

De Bank of England is een van de eerste centrale banken die in 1992 inflation targeting onderschreef. Lang vóór de crisis had ze inzake transparantie reeds een stevige reputatie verworven door geregeld haar standpunten mee te delen over de economische vooruitzichten, over haar projecties inzake bbp-groei en inflatie, en door de factoren toe te lichten die ten grondslag lagen aan haar beleidswijzigingen. Tot haar voornaamste communicatie-instrumenten behoorden reeds vóór de crisis een inflatieverslag dat driemaandelijks werd gepubliceerd tijdens een persconferentie, de publicatie van de notulen van de vergaderingen van het Comité voor monetair beleid als ook van de stemmingen binnen het Comité en van regelmatige hoorzittingen voor het parlement. Enkele mindere punten zijn dat de Bank of England na haar monetairbeleidsbeslissingen geen onmiddellijke uitleg verschaftte en evenmin aanwijzingen gaf over haar toekomstig beleid, hetzij in de vorm van een persconferentie hetzij in de vorm van een verklaring.

Hoewel de Bank of England tijdens de crisis haar bestaande informatie-instrumenten kon inzetten, koos ze er evenwel voor haar communicatie nog verder uit te breiden, meer bepaald om haar niet-conventionele beleidsmaatregelen toe te lichten zoals haar begin 2009 opgestart beleid van kwantitatieve versoepeling (quantitative easing

of QE). Gelet op de zwakte van het economisch herstel en teneinde haar accommoderende monetairbeleidskoers te vrijwaren, introduceerde de Bank of England in augustus 2013 voor het eerst expliciete forward guidance door het verloop van haar beleidsrente en van haar activavoorraad te koppelen aan het niveau van de werkloosheidsgraad. De redenen waarom het Comité oordeelt dat deze expliciete aanwijzingen hebben kunnen bijdragen aan de efficiëntie van zijn monetairbeleidsvoering, staan beschreven in een openbaar gemaakt uitvoerig document (Bank of England, 2013).

In december 2014, ten slotte, kondigde de Bank of England sinds haar onafhankelijkheid in 1997 de grootste herziening aan van de wijze waarop ze haar rentebeslissingen voorstelt en verklaart; die herziening was bedoeld om 'haar transparantie en democratische verantwoordelijkheid ten opzichte van de Britse bevolking te vergroten'. Ten eerste gaf het Comité aan vanaf maart 2015 de transcriptie van de monetairbeleidsvergaderingen na acht jaar te publiceren aangezien het van oordeel was dat die termijn het juiste evenwicht waarborgde tussen de noodzaak om de leden vrij te laten beraadslagen en de voor zijn activiteiten kenmerkende verplichtingen inzake democratische verantwoordelijkheid en transparantie. Ten tweede bevestigde het Comité zijn voornemen om vanaf augustus 2015 de notulen van de discussies te publiceren en, in de relevante maanden, het Inflatieverslag, samen met de monetairbeleidsbeslissing. Het is immers van oordeel dat één enkele aankondiging waarin al deze informatie wordt gebundeld, haar communicatie efficiënter zou maken door een zo duidelijk mogelijk monetairbeleidssignaal te geven. Ten slotte heeft het Comité aangekondigd dat het aantal monetairbeleidsvergaderingen vanaf 2016 van 12 op 8 zal worden gebracht.

2.4 Het Eurosysteem

Hoewel het Eurosysteem van meet af aan blijk gaf van een relatief grote transparantie, werd tussen de oprichting ervan, in juni 1998, en de recente crisis weinig belangrijke vooruitgang opgetekend. Toch zijn twee ontwikkelingen het vermelden waard. De eerste behelst de beslissing van de Raad van Bestuur, in mei 2003, om de definitie van prijsstabiliteit uit 1998 te verduidelijken. De Raad bevestigde toen met het oog op prijsstabiliteit te streven naar een inflatiecijfer, op middellange termijn, van minder dan 2%. Hij specificeerde daarbij evenwel te streven naar een inflatiecijfer dicht bij 2%. Die verduidelijking geeft in het bijzonder aan dat de Raad van Bestuur zich wil wapenen tegen het deflatierisico. Ze werd bovendien noodzakelijk geacht om rekening te houden met een mogelijke meetfout in de HICP en met inflatieverschillen

tussen de landen van het eurogebied. De tweede belangrijke ontwikkeling is de overschakeling, vanaf juni 2004, naar inflatie- en outputprojecties op kwartaalbasis in plaats van op halfjaarlijkse basis. Het zwakke punt van het Eurosysteem, waar regelmatig op werd gewezen, was steeds dat notulen of eventuele stemmingen binnen de Raad van Bestuur niet werden gepubliceerd. De recente periode wordt gekenmerkt door een meer uitgebreide communicatie, de aanwending van deze laatste voor een beter monetair beleid en de creatie van een nieuw communicatie-instrument.

De hele crisis lang communiceerde de ECB op explicietere wijze om in een zeer ingewikkeld en onzeker geworden omgeving de verwachtingen van de economische subjecten te blijven beheren. Ze maakte gebruik van haar 'traditionele' communicatie-instrumenten zoals de persconferenties van de voorzitter, de persberichten of de toespraken van de directieleden, om voortdurend haar opdracht te bevestigen en toelichting te verschaffen bij de middellangetermijneriëntering van haar beleid, haar totaalperspectief en het symmetrische karakter van prijsstabiliteit. Zo trachtte ze de inflatieverwachtingen stevig verankerd te houden, door zowel de vrees voor een buitensporige inflatie als die voor een deflatoire spiraal de kop in te drukken, tegen de achtergrond van de hoge schuldenlast en de balansaanpassingen (ECB, 2014a). Voorts deelde ze in ruimere mate haar beoordeling van de economische en financiële ontwikkelingen en sprak ze uitdrukkelijk over de variabelen die ze als relevant beschouwde voor de monetairbeleidsvoering⁽¹⁾. Ten slotte verstreekte ze uiteraard uitleg bij de talrijke – en meestal niet-conventionele – monetairbeleidsmaatregelen die ze nam als reactie op de recessie en de verstoringen van de monetairbeleidstransmissie.

Vanwege de beperkingen van het rente-instrument en naar aanleiding van verschillende onvoorziene gebeurtenissen, breidde het Eurosysteem in 2013 zijn communicatie uit door forward guidance te verstrekken over het verloop van de beleidsrentetarieven, indicaties te verschaffen over de toekomstige beleidsvoornemens en verduidelijking te geven bij zijn reactiefunctie. Teneinde duidelijkheid te creëren over de toekomstige monetairbeleidskoers, brak de Raad van Bestuur aldus met de vermaarde 'mantra' uit het tijdperk Trichet om 'zich nooit op voorhand te verbinden' (to never pre-commit). Meer recentelijk heeft de Raad ook beleidsindicaties gegeven in het kader van zijn op 22 januari 2015 aangekondigd uitgebreid programma voor de aankoop van activa.

(1) In een toespraak in Jackson Hole in augustus 2014 wees Mario Draghi (ECB, 2014c) er bijvoorbeeld op dat de vijfjaars swaprente over vijf jaar de maatstaf is die de ECB gewoonlijk gebruikt om de verankering van de inflatieverwachtingen op middellange termijn te beoordelen.

Tot slot besloot het Eurosysteem in 2014 een nieuw communicatie-instrument in het leven te roepen door vanaf januari 2015 een verslag van de beraadslagingen van de Raad van Bestuur te publiceren. Terzelfder tijd deelde de Raad mee dat de frequentie van de monetairbeleidsvergaderingen zou worden teruggeschoefd.

De beslissing om indicaties te verschaffen over het toekomstig verloop van het monetair beleid en om de verslagen van de vergaderingen van de Raad van Bestuur te publiceren, betekent een belangrijk keerpunt in de tenuitvoerlegging en de transparantie van het monetair beleid van het Eurosysteem. Ze verdient dan ook enige verduidelijking. De vermindering van het aantal vergaderingen past dan weer in een mondiale tendens, zoals blijkt uit recente beslissingen van de Bank of Japan en de Bank of England. Daarmee volgen die centrale banken het voorbeeld van de Federal Reserve, de Bank of Canada en de Reserve Bank of New Zealand, waarvan de comités acht keer per jaar vergaderen. Ook die ontwikkeling verdient nadere toelichting.

FORWARD GUIDANCE

Na zijn vergadering van juli 2013 deelde de Raad van Bestuur van de ECB mee dat 'de monetairbeleidskoers zolang als nodig accommoderend zal blijven' en dat hij verwachtte dat 'de basisrentetarieven van de ECB voor een langere periode op het huidige of een lager niveau zullen blijven'. De Raad stipte aan dat dit vooruitzicht gebaseerd was 'op de algehele gematigde vooruitzichten voor de inflatie, ook op de middellange termijn, gezien de breed gedragen zwakte van de reële economie en de gematigde monetaire dynamiek'. Voor het eerst in de geschiedenis verschaftte de Raad dergelijke expliciete indicaties over zijn monetairbeleidskoers. Die indicaties werden gegeven tegen de achtergrond van een nog broos economisch herstel en een daling van de inflatie. Ze waren het gevolg van een aanzienlijke en ongewenste rentestijging in het eurogebied; die opwaartse tendens zette in het voorjaar van 2013 in na verklaringen van de voorzitter van de Federal Reserve dat deze laatste mogelijk minder activa zou aankopen (voor meer informatie, zie Boeckx et al., 2013). Sindsdien heeft de Raad van Bestuur steeds opnieuw forward guidance verstrekt over de beleidsrentetarieven van de ECB.

Aan de hand van indicaties over het verwachte toekomstige rentepeil, dat afhankelijk is van de vooruitzichten inzake prijsstabiliteit, wordt met forward guidance meer duidelijkheid gecreëerd over de beoordeling van de macro-economische situatie door de centrale bank, alsook over haar reactiefunctie. Zodoende wordt ingespeeld op de twee componenten van het verwachtingskanaal van

de monetairbeleidstransmissie. Aangezien de onzekerheid erdoor afneemt, is forward guidance een bijzonder geschikt instrument in crisistijden, waardoor de lange rente bovendien meer rechtstreeks kan worden beïnvloed. Forward guidance is derhalve uitermate nuttig wanneer de beleidsrente haar ondergrens nadert⁽¹⁾. Ze draagt derhalve bij tot een stevige verankering van de inflatieverwachtingen en maakt een striktere controle over de monetairbeleidskoers mogelijk.

Behalve de indicaties over het toekomstige rentepad, schetste de ECB in april 2014, in het licht van de dreiging van een langdurige periode van lage inflatie, ook enkele mogelijke situaties en de gepaste monetairbeleidsreacties daarop (ECB, 2014a).

De eerste was een ongegronde verkrapping van de monetairbeleidskoers (als gevolg van externe ontwikkelingen), waar de ECB op zou reageren met de goedkeuring van nieuwe conventionele maatregelen. De tweede gebeurtenis behelsde een hardnekkige verstoring van het kanaal van het bankkrediet, die aanleiding zou geven tot gerichte kredietversoepelingsmaatregelen. Ten slotte werd rekening gehouden met een mogelijke verslechtering van de inflatieverwachtingen op middellange termijn en/of een zwakkere verankering van de inflatieverwachtingen, wat de goedkeuring van een uitgebreid programma voor de aankoop van activa zou rechtvaardigen.

Toen deze situaties zich ook daadwerkelijk voordeden, voegde de Raad van Bestuur de daad bij het woord en keurde eind 2014 en begin 2015 een reeks nieuwe monetairbeleidsmaatregelen goed. Ten eerste verlaagde de Raad tweemaal de basisrentetarieven, in juni en september 2014: de rente op de basisherfinancieringsacties werd teruggebracht tot 0,05%, die op de marginale beleningsfaciliteit tot 0,30% en die op de depositofaciliteit tot -0,20%. Ten tweede kondigde de Raad in juni 2014 een reeks gerichte langerlopende herfinancieringstransacties aan (Targeted Longer-Term Refinancing Operations – TLTRO) die de banken ertoe moesten aanzetten krediet te verstrekken aan de private sector. Ten slotte opteerde de Raad voor een verdere versoepeling van het monetair beleid door in september 2014 een programma voor de aankoop van activa van de private sector goed te keuren. In januari 2015 werd dit laatste opgenomen in een uitgebreider programma dat eveneens aanzienlijke aankopen van overheidsobligaties omvat. De Raad van Bestuur gaf toen te kennen dat de maandelijkse aankopen, ten belope van € 60 miljard, ‘zouden moeten worden verricht tot en met september 2016’ en dat ze

in ieder geval zouden plaatsvinden tot de Raad ‘een duurzame aanpassing in het inflatieverloop vaststelt in overeenstemming met [zijn] doelstelling van een inflatiecijfer op middellange termijn onder maar dicht bij 2%’. Het ‘open’ karakter van het uitgebreid programma voor de aankoop van activa getuigt van de vastberadenheid van het Eurosysteem om zoveel als nodig te handelen. Aangezien dat open karakter een invloed heeft op de verwachtingen van de economische subjecten, fungeert het als automatische stabilisator die de onzekerheid op het vlak van inflatie doet afnemen en draagt het bij tot een stevige verankering van die verwachtingen.

De Raad van Bestuur bleef vervolgens zijn bereidheid onderstrepen om gebruik te maken van alle in het kader van zijn mandaat beschikbare instrumenten om, indien nodig, te reageren op een (nieuwe) ongegronde verkrapping van het monetair beleid.

PUBLICATIE VAN VERSLAGEN

Het debat over de publicatie van de notulen van de beraadslagingen van de Raad van Bestuur heeft sinds de oprichting van de Europese Centrale Bank reeds veel inkt doen vloeien. De initiële beslissing om geen volledig verslag van de monetairbeleidsvergaderingen te publiceren, lag meer dan eens onder vuur en deed tal van waarnemers besluiten dat de ECB minder transparant was dan de andere centrale banken.

Aan die beslissing lagen diverse argumenten ten grondslag. Ten eerste was er vóór de oprichting van de monetaire unie geen enkele centrale bank uit de landen van het eurogebied die de notulen van de beraadslagingen van haar besluitvormingsorgaan publiceerde. Ten tweede had de ECB, in tegenstelling tot andere centrale banken zoals de Federal Reserve, ervoor geopteerd haar besluiten systematisch onmiddellijk na de vergaderingen van de Raad van Bestuur toe te lichten en te rechtvaardigen, via een verklaring en een persconferentie van de voorzitter, met inbegrip van een vragenronde. Het leek derhalve niet essentieel om ex post toelichting en rechtvaardiging te verschaffen aan de hand van notulen die met een vertraging van verscheidene weken zouden worden gepubliceerd. Ten derde werd ervan uitgegaan dat de publicatie van notulen afbreuk zou kunnen doen aan het vrijmoedig en open karakter van de discussies. De niet-openbare besprekingen werden immers beschouwd als een waarborg voor de onafhankelijkheid van de leden van de Raad van Bestuur en moesten ertoe bijdragen dat zij een Europees en geen nationaal perspectief zouden bewaren. Bovendien bestond bij publicatie van de notulen het gevaar dat het ware debat naar de informele vergaderingen van de Raad van Bestuur zou verschuiven,

(1) Voor een uitvoeriger bespreking van de forward guidance van de ECB, zie Praet (2013).

wat die notulen aanzienlijk minder relevant zou hebben gemaakt (Bini-Smaghi en Gros, 2001). Ten slotte werd, op grond van internationale ervaringen, geopperd dat de publicatie van notulen niet noodzakelijk bijdroeg tot de doelmatigheid van het monetair beleid, noch tot een beter begrip van de besluiten ter zake. Integendeel, het ex post openbaar maken van de beraadslagingen zou de aandacht van de media en van het publiek kunnen toespitsen op de meningsverschillen tussen de leden van het monetairbeleidscomité, ten koste van de inhoudelijke kwesties inzake de monetairbeleidsvoering.

Die argumentatie is weliswaar niet helemaal irrelevant geworden, maar ze is inmiddels wel gedeeltelijk achterhaald. Zo begonnen verscheidene centrale banken hun monetairbeleidsbeslissingen onmiddellijk toe te lichten en te rechtvaardigen, zonder evenwel af te zien van de publicatie van notulen. Bovendien toonden verschillende auteurs aan dat de publicatie van notulen nuttige informatie verschafte en bijdroeg tot de vorming van de verwachtingen inzake de toekomstige monetairbeleidsbeslissingen (voor een overzicht van de literatuur ter zake, zie Kedan en Stuart, 2014). Bovendien zijn de economische omgeving en de monetairbeleidsvoering de afgelopen jaren veel ingewikkelder geworden. De onzekerheid is toegenomen, net als de meningsverschillen tussen de leden van de monetairbeleidscomités.

Tegen die achtergrond achtte de Raad van Bestuur van de ECB het noodzakelijk zijn communicatie uit te breiden, en met name meer uitleg te verschaffen over de redeneringen die aan zijn beslissingen ten grondslag liggen. Na rijp beraad kondigde de Raad in juli 2014 aan dat de verslagen van de monetairbeleidsvergaderingen vanaf januari 2015 zouden worden gepubliceerd. De Raad oordeelde dat het publiek en de markten dankzij dergelijke documenten de reactiefunctie van de Raad van Bestuur, zijn beoordeling van de economie en de antwoorden op de economische en financiële ontwikkelingen beter zouden begrijpen (ECB, 2014a). De verslagen dragen zodoende zowel bij tot de verantwoordingsplicht van de monetaire autoriteit als tot de efficiëntievereiste van het monetair beleid.

De verslagen bestaan uit twee duidelijk onderscheiden kernonderdelen. Het eerste beschrijft de recente financiële, economische en monetaire ontwikkelingen en omvat de beschikbare beleidsopties. Het tweede is een samenvatting van de besprekingen binnen de Raad van Bestuur, de belangrijkste geopperde argumenten en de goedgekeurde monetairbeleidsbeslissingen. Om de onafhankelijkheid van de leden, die handelen op persoonlijke titel en niet als vertegenwoordiger van hun land, niet in het gedrang te brengen, alsook om de collegialiteit

van de beraadslagingen te bewaren, werd besloten de interventies niet met naam te vermelden en het resultaat van eventuele stemmingen niet openbaar te maken. Zodoende vormt het Eurosysteem een uitzondering onder de belangrijkste centrale banken van de geavanceerde economieën. Om te kunnen beoordelen in hoeverre instemming bestaat met de geuite meningen en goed-gekeurde besluiten, werd evenwel afgesproken kwalificatieve aanduidingen te gebruiken. Er worden meer bepaald vier kenmerken gehanteerd om uit te drukken in welke mate de goedgekeurde besluiten worden ondersteund: consensus, meerderheid, ruime meerderheid en unanimititeit. De verslagen moeten worden beschouwd als een aanvulling op – en zeker geen vervanging van – de mededelingen die in real time op de persconferenties worden gedaan (ECB, 2014a).

VERLAGING VAN DE VERGADERFREQUENTIE

Samen met de aankondiging van de publicatie van de verslagen van de monetairbeleidsberaadslagingen, maakte de Raad van Bestuur bekend dat de frequentie van de monetairbeleidsvergaderingen vanaf januari 2015 zou worden teruggebracht naar een cyclus van zes weken. De Raad verduidelijkte dat de niet-monetairbeleidsvergaderingen nog steeds ten minste eenmaal per maand zouden plaatsvinden.

Als reden voor die beslissing verklaarde voorzitter Draghi (ECB, 2014b) dat na elke monetairbeleidsvergadering van de Raad van Bestuur onvermijdelijk mogelijke acties van deze laatste werden verwacht. Hij wees erop dat die verwachtingen tot uiting kwamen in het gedrag van de markten en dat ze op die manier zichzelf zouden kunnen waarmaken, ook al bestond er geen enkel verband met de economische fundamentals. Hij beklemtoonde evenwel dat de Raad van Bestuur de risico's voor de prijsstabiliteit op middellange tot lange termijn beoordeelt, en dat de monetairbeleidsmaatregelen derhalve niet op basis van overwegingen op korte termijn werden genomen. Tegen die achtergrond werd een maandelijkse vergaderfrequentie als overdreven beschouwd. Minder vaak vergaderen werd gezien als de garantie voor een betere afstemming tussen de timing van de besluitvorming en de vorming van de daarmee gepaard gaande verwachtingen. De vermindering van het jaarlijks aantal monetairbeleidsvergaderingen mocht echter geenszins worden opgevat als een signaal dat de Raad van Bestuur oordeelde dat het werk grotendeels gedaan was en dat hij dus minder vaak zou optreden. Indien nodig kon op een ad-hocbasis steeds een spoedvergadering worden bijeengeroepen, zoals in oktober 2008, op het hoogtepunt van de crisis.

Een andere reden om minder vaak te vergaderen, houdt verband met de beslissing een verslag te publiceren.

Uit praktisch oogpunt ging de voorkeur uit naar een termijn van zes weken – en niet van een maand – tussen elke vergadering aangezien op die manier de nodige tijd wordt geboden om een verslag op te stellen dat tijdig informatie verschaft over de eerder goedgekeurde besluiten, zonder echter de vorming van de verwachtingen ten aanzien van toekomstige acties te verstoren.

Los van elke overweging inzake communicatie, maar teneinde in de Raad van Bestuur een efficiënte besluitvorming te waarborgen, zij ten slotte opgemerkt dat op 1 januari 2015 het stemmenroulatiesysteem van kracht is geworden. De Raad van de Europese Unie besliste in 2003 dat het systeem in werking zou treden zodra meer dan achttien gouverneurs van nationale centrale banken zitting zouden hebben in de Raad van Bestuur. Dat is het geval sinds Litouwen op 1 januari 2015 toegetreden is tot het eurogebied. De rotatie houdt in dat het aantal stemmen binnen de Raad van Bestuur beperkt is tot 21 en dat de stemfrequentie van elke gouverneur aangepast wordt aan de hand van de representativiteit van de verschillende lidstaten in de economie van het eurogebied als geheel. Alle gouverneurs blijven evenwel deelnemen aan de vergaderingen en de besprekingen van de Raad. De zes leden van de Directie vallen niet onder het rotatiesysteem en behouden een permanent stemrecht. Voor een gedetailleerde uitleg over het rotatiesysteem, zie ECB (2009).

3. Communicatie, verantwoordelijkheid, efficiëntie en begrijpelijkheid

De recente wereldwijde economische en financiële crisis heeft onmiskenbaar gezorgd voor een verdere verschuiving naar meer transparantie en openheid in de centrale banken. Ze heeft niet enkel geleid tot een intensiever gebruik van de bestaande instrumenten, maar ook tot de ontwikkeling van nieuwe communicatiemiddelen. Bovendien is ze aanleiding geweest tot een ware revolutie in het gebruik van communicatie als monetairbeleidsinstrument. De grote recessie heeft trouwens onbetwistbaar de aanzet gegeven tot een nauwere convergentie van de manier waarop de centrale banken het monetair beleid voeren en, derhalve, van hun communicatie daarover.

Zowel de Federal Reserve als de Bank of Japan, de Bank of England en de ECB streven vandaag de dag een expliciete kwantitatieve inflatiedoelstelling na en publiceren binnen een redelijke termijn een exhaustief verslag over de beraadslagingen van hun monetairbeleidscomité. Alle comités/raden van die centrale banken leggen na hun vergaderingen systematisch een verklaring of toelichting

af en geven – of gaven – indicaties over hun toekomstige monetairbeleidskoers. Weldra zullen ze allemaal over kwartaalprojecties beschikken voor de inflatie en het bbp van hun respectieve economieën – ongeacht of ze afkomstig zijn van hun medewerkers of hun leden – en zullen ze acht keer per jaar bijeenkomen. De belangrijkste verschillen op het gebied van communicatie tussen die vier centrale banken zullen binnenkort enkel nog te maken hebben met de transparantie over de wijze waarop de beslissingen worden genomen en met de min of meer expliciete aard van de indicaties over hun toekomstige monetairbeleidskoers.

Hoewel er niet de minste twijfel over bestaat dat de centrale banken in de recente periode méér zijn gaan communiceren, rijzen er uit kwalitatief oogpunt twee fundamentele vragen: in hoeverre juist heeft het de democratische verantwoordelijkheid van de monetaire autoriteiten versterkt? En in welke mate heeft het bijgedragen tot een efficiënter monetair beleid? Hier is de bestaansreden van de transparantie van de centrale banken in het geding: de democratische verantwoordelijkheid en de efficiëntie van het monetair beleid, die ten grondslag liggen aan betere economische resultaten. Een allesomvattend en definitief antwoord op deze vragen gaat het bestek van dit artikel te buiten. Niettemin is het relevant nog even stil te staan bij een belangrijke factor waar soms geen rekening mee wordt gehouden: de begrijpelijkheid van de communicatie van de centrale banken.

De monetaire autoriteiten hebben, in een meer complexe en onzekere economische omgeving, alles in het werk gesteld om toelichting te verschaffen en gerust te stellen. Het is echter de vraag of hun toegenomen transparantie niet ten koste is gegaan van de duidelijkheid van hun verklaringen? Een toegankelijke communicatie is cruciaal, zowel uit het oogpunt van de democratische verantwoordelijkheid als uit dat van de efficiëntie van het monetair beleid. Ze moet immers niet alleen het grote publiek inzicht verschaffen in de economische situatie en het optreden van de centrale bank, maar ook de markten in staat stellen de monetairbeleidskoers te beoordelen en erop te anticiperen. Een welbegrepen beleid waarop correct wordt geanticipeerd, ligt ten grondslag aan een verantwoordelijk en efficiënt beleid dat de economische subjecten ertoe brengt de beste investerings- en consumptiebeslissingen te nemen met inachtneming van de geldende economische en financiële situatie en de desbetreffende vooruitzichten.

Het is interessant de duidelijkheid van de verklaringen van de monetairbeleidscomités te analyseren op basis van de Flesch-Kincaid grade level, een index waarmee de moeilijkheidsgraad van een Engelse tekst wordt beoordeeld op basis

van de zinslengte en het aantal lettergrepen per woord. Concreet komt de behaalde score overeen met het aantal jaren onderwijs die doorgaans vereist zijn om de tekst te begrijpen – volgens het Amerikaans onderwijssysteem. Een score van 12 betekent bijvoorbeeld dat de tekst begrijpelijk is voor iemand die de verplichte leertijd achter de rug heeft en bijgevolg ongeveer 18 jaar is. Die index wordt hier gebruikt om het verloop in de tijd te bestuderen van de begrijpelijkheid van de monetairbeleidsverklaringen van het FOMC, van het Comité voor het monetair beleid van de Bank of Japan en van de Raad van Bestuur van de ECB⁽¹⁾.

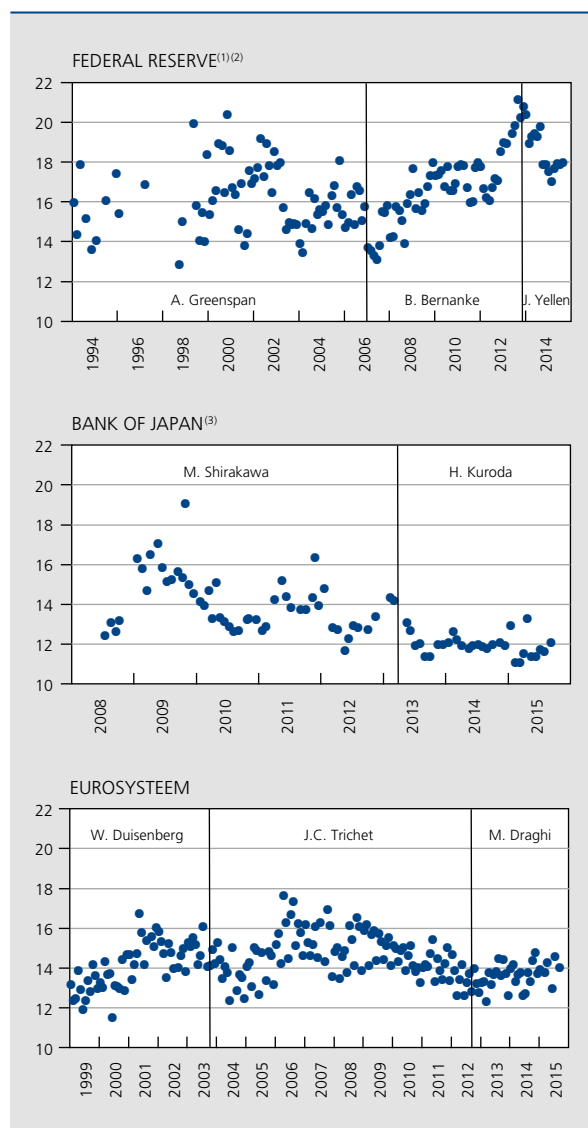
Uit de resultaten blijkt dat de complexiteit van de uitspraken van de Federal Reserve in de loop der jaren doorgaans sterk verschilde. Hoewel er tussen 1994 en 2007 geen duidelijke tendens te zien was, werden die uitspraken vanaf eind 2008, toen de Federal Reserve een beleid van kwantitatieve versoepeling begon te voeren, steeds ingewikkelder. Terwijl iemand in de periode 2006-2008 ongeveer 15 jaar moest hebben gestudeerd om probleemloos een verklaring van het FOMC te begrijpen, was dat tijdens de periode 2009-2011 opgelopen tot 17 jaar, en voor de periode 2012-2014 tot bijna 19 jaar. Sinds Janet Yellen in februari 2014 voorzitter werd, lijkt er echter een vereenvoudigingstendens te hebben ingezet. Desondanks zijn er volgens onze analyse op dit ogenblik zowat 18 jaar studie nodig om een verklaring van de Federal Reserve te begrijpen, wat neerkomt op een scholingsniveau dat ongeveer zes jaar hoger onderwijs omvat.

De berichten van het Comité voor het monetair beleid van de Bank of Japan blijken de afgelopen jaren iets toegankelijker te zijn geworden, ondanks de vele niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen die werden genomen. Zo waren er tussen juli 2008 en maart 2013, toen Masaaki Shirakawa gouverneur was, ongeveer 14 jaar studie nodig om probleemloos de monetairbeleidsverklaringen van de Bank of Japan te begrijpen. Sinds Haruhiko Kuroda aan het hoofd van de instelling staat, lijkt 12 jaar voldoende te zijn.

Voor de Raad van Bestuur van de ECB varieert het vermoedelijke aantal studie jaren dat vereist is om de inleidende verklaringen probleemloos te begrijpen, blijkbaar in de loop van de tijd, zij het binnen een smallere marge dan voor de verklaringen van het FOMC. In tegenstelling tot die van de Federal Reserve lijken de berichten van de ECB

(1) De verklaringen werden bestudeerd vanaf februari 1994 voor het FOMC, vanaf juli 2008 voor de Bank of Japan en vanaf januari 1999 voor het Eurosysteem. De Bank of England legt geen verklaringen af naar aanleiding van de beslissingen van haar monetairbeleidscomité maar legde vanaf augustus 2015 een samenvatting van de beraadslagingen van het Comité neer. Ze werd derhalve niet in de analyse opgenomen. De oefening werd uitgevoerd met een onlineprogramma: http://www.online-utility.org/english/readability_test_and_improve.jsp. De voor iedere verklaring geteste informatie omvat sensu stricto monetairbeleidsinformatie. Titels, datums, extra informatie en resultaten van de eventuele stemmingen in de comités werden buiten beschouwing gelaten.

GRAFIEK 3 VERKLARINGEN VAN DE MONETAIRBELEIDSCOMITÉS
(Flesch-Kincaid grade level index)



Bronnen: Federal Reserve, Bank of Japan, ECB, eigen berekeningen.

- (1) Het FOMC begon in februari 1994 met het afleggen van verklaringen, maar doet dit pas sinds mei 1999 op systematische wijze.
- (2) De verkregen resultaten verschillen gedeeltelijk van de bevindingen in de studie die werd uitgevoerd door Hernández Murillo en Shell (2014). Dat is met name het geval voor de periode waarin Alan Greenspan aan het hoofd van de Federal Reserve stond. Navraag bij de auteurs leert dat de verschillen voornamelijk toe te schrijven waren aan een andere selectie van de geanalyseerde teksten. In mindere mate kunnen ook verschillen in de testprogramma's een rol hebben gespeeld.
- (3) Vanwege hun gering aantal is geen rekening gehouden met de vóór juli 2008 afgelegde verklaringen.

bovendien niet complexer te zijn geworden sinds de crisis. Integendeel, de verklaringen van de Raad van Bestuur blijken sinds 2007 gemiddeld beschouwd zelfs veeleer toegankelijker te zijn geworden: terwijl tussen 2006 en 2007 nog ongeveer 16 jaar studie nodig bleek om een inleidende verklaring te begrijpen, is dat sinds 2012 gemiddeld nog slechts 14 jaar.

Behalve voor de Federal Reserve ziet het er naar uit dat de begrijpelijkheid van de verklaringen van de monetairbeleidscomités niet te lijden heeft gehad onder de complexiteit van de economische omgeving en de recente monetairbeleidsbeslissingen. De communicatie van zowel de Bank of Japan als het Eurosysteem zou de afgelopen jaren zelfs iets duidelijker zijn geworden. Hoewel het hier om geruststellende ontwikkelingen gaat, kunnen echter twee kanttekeningen worden gemaakt.

Ten eerste kan worden opgemerkt dat de Flesch-Kincaid-index weliswaar rekening houdt met de lengte van de woorden en de zinnen, twee factoren waarvan wordt erkend dat ze de leesbaarheid bepalen, maar niet met de context waarin de woorden worden gebruikt, noch met het kennisniveau dat nodig is om een tekst te begrijpen. Er mag dus worden aangenomen dat de index de moeilijkheidsgraad van de verklaringen van de monetairbeleidscomités in zekere mate onderschat. Ten tweede kan worden gesteld dat hoewel de toegankelijkheid van de monetairbeleidsverklaringen deels verbeterd is, ze nog niet binnen ieders bereik liggen. Met name voor het eurogebied zij opgemerkt dat het gemiddeld aantal studiejaar in 2012 11,2 bedroeg⁽¹⁾, aanzienlijk lager dus dan 14. Ter vergelijking: het is interessant vast te stellen dat, volgens de Flesch-Kincaid-index, de meest recente State of the Union door de Amerikaanse president Barack Obama in januari 2015 een score van 9,3 behaalde⁽²⁾. Daaruit blijkt dat de centrale banken nog over enige ruimte beschikken om hun boodschappen toegankelijker te maken.

Het staat vast dat de verklaringen van de monetairbeleidscomités niet de enige informatiebron zijn over de economische situatie en de monetairbeleidsvoering; er verschijnen immers tal van publicaties waarin wordt getracht de doelstellingen en de activiteiten van de centrale banken aan een zo ruim mogelijk publiek uit te leggen. Als instrumenten bij uitstek om nieuwe monetairbeleidsbeslissingen aan te kondigen, zijn de verklaringen evenwel bijzondere communicatiemiddelen. Het is ongetwijfeld een belangrijke uitdaging die teksten goed begrijpelijk te maken zonder de complexiteit van de economische omgeving en de genomen beslissingen te veronachtzamen. Deze uitdaging is des te groter voor het Eurosysteem daar dit laatste zich niet alleen tot

verscheidene doelgroepen richt, maar ook tot diverse en uiteenlopende culturen.

Conclusie

Hoewel de centrale bankiers gedurende het grootste deel van de twintigste eeuw een strikte geheimhouding handhaafden, vinden ze het tegenwoordig een eerezaak hun beweegredenen duidelijk verstaanbaar toe te lichten. Vandaag de dag wordt de communicatie over het monetair beleid beschouwd als een democratische verantwoordelijkheid van de centrale bank, die een welomlijnd mandaat heeft gekregen en over een grote onafhankelijkheid beschikt om dat mandaat te vervullen. Omdat de communicatie de verwachtingen van de economische subjecten in niet onbelangrijke mate mee stuurt, geldt ze bovendien als een uitgelezen ingrediënt van een efficiënt monetair beleid.

Vanaf medio jaren zeventig tekende zich in de monetairbeleidsvoering een verschuiving naar meer transparantie af, in het kader van een grotere aandacht voor prijsstabiliteit. De ware revolutie vond echter plaats aan het begin van de jaren negentig, samen met de invoering van de inflation targeting strategie, en zou in de jaren 2000 worden gevolgd door een nieuwe golf van openheid.

In de nasleep van de recente economische en financiële crisis kregen de transparantie en openheid van de centrale banken een nieuwe impuls. De grote recessie leidde tot een intensiever gebruik van de bestaande instrumenten, maar ook tot de ontwikkeling van nieuwe communicatiemiddelen. Bovendien ligt ze ten grondslag aan een ware revolutie in het gebruik van communicatie als monetairbeleidsinstrument. En tot slot heeft ze onmiskenbaar de aanzet gegeven tot een nauwere convergentie van de wijze waarop de centrale banken het monetair beleid voeren en, bijgevolg, van hun communicatie daarover.

Behalve voor de Federal Reserve, ziet het er naar uit dat de begrijpelijkheid van de verklaringen van de monetairbeleidscomités niet te lijden heeft gehad onder de complexiteit van de economische omgeving en van de recente monetairbeleidsbeslissingen. De communicatie van zowel de Bank of Japan als het Eurosysteem zou de afgelopen jaren zelfs iets verduidelijkt zijn. Dat stemt tot geruststelling aangezien een welbegrepen beleid, waarop correct wordt geanticipeerd, ten grondslag ligt aan een verantwoordelijk en efficiënt beleid. Dat betekent evenwel niet dat de monetairbeleidsverklaringen binnen ieders bereik liggen en er lijkt nog veel ruimte beschikbaar te zijn om ze begrijpelijker te maken.

(1) Gewogen gemiddelde aan de hand van de omvang van de bevolking op basis van data gepubliceerd door Unesco voor België, Cyprus, Duitsland, Frankrijk, Italië, Litouwen, Malta, Nederland, Portugal, Slovenië en Spanje.

(2) Er zij opgemerkt dat ondanks de inspanningen van de centrale banken inzake communicatie de kennis van het grote publiek over het monetair beleid zeer beperkt blijft. Zo besluiten Van der Cruysen et al. (2015) op basis van een bij Nederlandse gezinnen gehouden enquête dat heel weinig mensen op de hoogte zijn van de monetairbeleidsdoelstellingen van het Eurosysteem, maar ook dat een niet-verwaarloosbaar percentage van de bevolking niet noodzakelijk informatie ter zake wenst te ontvangen. De resultaten van hun onderzoek lijken er echter op te wijzen dat kennis over het monetair beleid een niet-verwaarloosbare rol speelt in de vorming van de inflatieverwachtingen. Ze onderstrepen met name het belang van de media in het vergaren van die kennis.

Gelet op een onderliggende trend die sinds het midden van de jaren zeventig nooit is gelogenstraft en op het grote aantal recentelijk genomen nieuwe initiatieven, is het verstandig zich te beraden over de grenzen van de transparantie van de centrale banken inzake monetair beleid.

Dat thema is niet nieuw. Bepaalde auteurs hebben immers reeds geopperd dat er een optimaal niveau van transparantie bestaat (zie bijvoorbeeld Morris en Shin, 2002 of Van der Cruysen et al., 2010). Boven een bepaalde drempelwaarde worden de economische subjecten mogelijk té afhankelijk van openbare informatie waardoor ze hun eigen informatiebronnen over het hoofd zien, meer bepaald wanneer daar kosten aan verbonden zijn. Bovendien zouden de economische subjecten, als ze overstelpt worden met informatie, misschien niet langer kunnen uitmaken welke elementen het meest relevant

zijn als basis voor hun verwachtingen. Ten slotte zou overinformatie de geloofwaardigheid van de centrale bank mogelijkster in het gedrang brengen omdat haar onzekerheid erdoor in het licht zou worden gesteld.

Het optimale informatiepeil in de monetairbeleidsvoering is uiteraard een rekbaar begrip: het hangt onder meer af van het soort van informatie, de macro-economische omgeving, de mate van onzekerheid, de monetairbeleidsvoering of de transmissiekanalen ervan. Deze laatste variabelen zijn de afgelopen jaren drastisch veranderd. Niettemin is het nog steeds even zinvol de kosten en baten van een verruimde transparantie van het monetair beleid te onderzoeken. De talrijke recente initiatieven hebben hoogstwaarschijnlijk zelfs de relevantie van een dergelijke analyse verhoogd en zodoende nieuwe pistes voor het onderzoek opgeleverd.

TABEL

	Federal Reserve (1913)	Bank of Japan (1882)	Bank of England (1694)	Eurostelsysteem (juni 1998)
Transparantie van het monetairbeleidskader				
Formele verklaring over de doelstelling(en)	Sinds 1977 (Federal Reserve Reform Act): volledige werkgelegenheid, prijsstabiliteit en gematigde langetermijnrente.	Sinds 1998 (Bank of Japan Act): prijsstabiliteit.	Sinds 1998 (Bank of England Act): prijsstabiliteit.	Sedert de oprichting: primaire doelstelling gericht op prijsstabiliteit.
Kwantificering van de doelstellingen	Sinds januari 2012: een inflatiecijfer (PCE) van 2 % op middellange termijn.	Marge vanaf april 2009: CPI-inflatie tussen 0 en 2 %; expliciete kwantificering vanaf februari 2012: inflatiedoelstelling van 1 %; sinds januari 2013: beoogde inflatie van 2 % op middellange/lange termijn.	De prijsstabiliteit wordt elk jaar gedefinieerd door de minister van Financiën. Sinds 2004 bedraagt de doelstelling 2 % voor de CPI-inflatie.	In 1998 vastgestelde en in 2003 verduidelijkte kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit: een inflatie (HICP) van 'minder dan, maar dicht bij 2 %, op middellange termijn'.
Transparantie inzake economische informatie				
Publicatie van de interne projecties voor het bbp en de inflatie	Samenvatting van de projecties van de FOMC-leden die sinds 1979 halfjaarlijks en sinds 2008 driemaandelijks verschijnen: publicatie beschikbaar met de notulen sedert eind 2007 en gecommuniceerd bij de persconferentie van de voorzitter sinds april 2011.	Projecties van de meeste leden van het Comité verschijnen halfjaarlijks sinds oktober 2000 en driemaandelijks vanaf januari 2009.	Kwartaalprojecties van de medewerkers sedert februari 1993; sinds mei 1997 brengt het Comité op kwartaalbasis een collectief oordeel uit.	Projecties van de medewerkers van de ECB / het Eurostelsysteem verschijnen halfjaarlijks sinds december 2000 en driemaandelijks sedert juni 2004.
Publicatie van de individuele projecties van de leden van het Comité	Neen.	Vanaf januari 2016.	Neen.	Neen.
Publicatie van de projecties inzake beleidsrentes	Sinds januari 2012.	Neen.	Neen.	Neen.

Bronnen: Federal Reserve, Bank of Japan, Bank of England, ECB.

TABEL (vervolg 1)

	Federal Reserve (1913)	Bank of Japan (1882)	Bank of England (1694)	Eurostelsysteem (juni 1998)
Transparantie inzake besluitvorming				
Expliciete monetairbeleidstrategie	Sinds januari 2012.	Sinds 2008.	Sinds 1993.	Sedert de oprichting.
Verslag over de beraadslagingen tijdens de vergaderingen over monetair beleid	Sinds 1936. Notulen in hun huidige vorm gepubliceerd sinds 1993; termijn ingekort van ongeveer zes tot drie weken in 2005.	Sinds januari 1998; termijn ingekort op de eerstvolgende vergadering sinds 2008.	Sinds april 1994 (na vijf-zes weken); sedert oktober 1998 na twee weken; onmiddellijk vanaf augustus 2015.	Notulen worden openbaar gemaakt na dertig jaar; verslagen gepubliceerd sinds januari 2015, gewoonlijk na vier weken.
Publicatie van de eventueel in het monetairbeleidsc comité uitgebrachte stemmen	Sinds 2002.	Sinds januari 1998.	Sinds juni 1997.	Neen.
Publicatie van de afschriften inzake de beraadslagingen over monetair beleid	Sinds 1993, na vijf jaar.	Sinds januari 1998, na tien jaar.	Sinds maart 2015, na acht jaar.	Neen.
Transparantie inzake communicatie over de beslissingen				
Onmiddellijke aankondiging van de genomen beslissingen	Sinds februari 1994.	Sinds januari 1998.	Sinds januari 2000.	Sinds januari 1999.
Toelichting bij de genomen beslissingen	Sinds mei 1999.	Sinds juli 2008.	In de notulen.	Sinds januari 1999.
Verklaring na elke vergadering van het Comité	Sinds mei 1999.	Sinds juli 2008.	Neen.	Sinds januari 1999.
Aanwijzingen omtrent de toekomstige monetairbeleidsmaatregelen	Sinds mei 1999.	Neen.	Neen.	Sinds april 2014 ⁽¹⁾ .
Forward guidance	Voor het eerst in 2003.	Voor het eerst in 1999.	Voor het eerst in augustus 2013.	Voor het eerst in juli 2013.

Bronnen : Federal Reserve, Bank of Japan, Bank of England, ECB.
(1) ECB (2014a).

TABEL (vervolg 2)

	Federal Reserve (1913)	Bank of Japan (1882)	Bank of England (1694)	Eurosysteem (juni 1998)
Transparantie bij de tenuitvoerlegging van de maatregelen				
Beoordeling van de resultaten t.o.v. de doelstellingen	Oppervlakkig ⁽¹⁾ .	Oppervlakkig ⁽¹⁾ .	Oppervlakkig ⁽¹⁾ .	Oppervlakkig ⁽¹⁾ .
Beoordeling van de risico's bij de vooruitzichten	Sinds 2000.	Sinds 2008.	Sinds 1993.	Sinds 1999.
Onafhankelijkheid en democratische verantwoordelijkheid				
Onafhankelijkheid	Sinds het Akkoord van 1951 ⁽²⁾ .	Sinds 1998.	Sinds 1997.	Sedert de oprichting.
Hoorzittingen voor het Parlement	Tweemaal per jaar sinds 1975.	Geregeld sinds 1998.	Geregeld sinds 2003.	Viermaal per jaar sinds 1999.
Frequentie van de vergaderingen van het monetairbeleidsc comité	Achtmaal per jaar sinds 1981.	Veertien keer per jaar sinds 1998; achtmaal vanaf 2016.	Twaalf keer per jaar sinds 1997; achtmaal vanaf 2016.	Twaalf keer per jaar van 1999 tot 2014; achtmaal vanaf 2015.

Bronnen: Federal Reserve, Bank of Japan, Bank of England, ECB.

(1) Bron: Dincer en Eichengreen, 2013.

(2) Akkoord tussen de Schatkist en de Federal Reserve. De onafhankelijkheid van de Federal Reserve werd versterkt vanaf 1977 en de hervorming van de Federal Reserve Act.

Bibliografie

- Bank of England (2013), *Monetary policy trade-offs and forward guidance*, August.
- Bank of Japan (2013a), *Background note regarding the Bank's thinking on price stability*, January.
- Bank of Japan (2013b), *Quantitative and Qualitative Monetary Easing*, Speech by Governor Kuroda at a meeting held by the Yomiuri International Economic Society in Tokyo.
- Bini-Smaghi L. en D. Gros (2001), *Is the ECB sufficiently accountable and transparent?*, ENEPRI Working Paper 7.
- Boeckx J., N. Cordemans en M. Dossche (2013), 'Oorzaken en implicaties van een lage risicoloze rente', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 65-92.
- Boeckx J., P. Butzen, N. Cordemans en S. Ide (2015), 'Deflatie in Japan, Abenomics en lessen voor het eurogebied', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 99-123.
- Brunner K. (1981), 'The Art of Central Banking' in Hermann Göppl and Rudolf Henn, eds., *Geld, Banken und Versicherungen*, Volume 1, Königstein, 1981.
- Chant J. (2003), 'The Bank of Canada: Moving towards transparency', *Bank of Canada Review*, Spring, 5-13.
- Cordemans N. en S. Ide (2014), 'Normalisering van het monetair beleid: vooruitzichten en verschillen', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december, 31-55.
- Cukierman A. (2009), 'The Limits of Transparency', *Economic Notes* 38 (1-2), 1-37.
- Cukierman A. en A. Meltzer (1986), 'A Theory of Ambiguity, Credibility and Inflation under Discretion and Asymmetric Information', *Econometrica* 54 (4), 1099-1128.
- Dincer N. en B. Eichengreen (2007), *Central Bank Transparency: Where, Why and with What Effect?*, NBER Working Paper 13003.
- Dincer N. en B. Eichengreen (2014), 'Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures', *International Journal of Central Banking*, March, 189-253.
- ECB (2002), 'Transparency in the monetary policy of the ECB', *Monthly Bulletin*, November, 59-66.
- ECB (2009), 'Rotation of voting rights in the Governing Council of the ECB', *Monthly Bulletin*, July, 91-99.
- ECB (2014a), *Monetary policy communication in turbulent times*, Speech by Mr Mario Draghi, President of the ECB, at the Conference for De Nederlandsche Bank 200 years: Central banking in the next two decades, Amsterdam, 24 April.
- ECB (2014b), *Introductory statement*, Speech by Mr Mario Draghi, President of the ECB, Press conference, 3 July.
- ECB (2014c), *Unemployment in the euro area*, Speech by Mr Mario Draghi, President of the ECB, at the Annual central bank symposium in Jackson Hole, 22 August.
- Eijffinger S. en P. Geraats (2006), 'How Transparent Are Central Banks?', *European Journal of Political Economy*, 22 (1), 1-21.

Engen E., T. Laubach en D. Reifschneider (2015), *The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies*, Finance and Economic Discussion Series 2015-005, Board of Governors of the Federal Reserve System, 14 January.

Federal Reserve Board (2004a), *Fedspeak*, remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Meetings of the American Economic Association, San Diego, California, 3 January.

Federal Reserve Board (2004b), *Central Bank Talk and Monetary Policy*, Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Japan Society Corporate Luncheon, New York, 7 October.

Geraats P. (2013), *Monetary Policy Transparency*, Paper prepared for the Handbook of Economic and Institutional Transparency, University of Cambridge.

Goodfriend M. (1986), 'Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking', *Journal of Monetary Economics*, 17(1), 63-92.

Hernandez-Murillo R. en H. Shell (2014), 'The Rising Complexity of the FOMC Statement', *Economic Synopses*, Federal Reserve Bank of St. Louis, issue 23.

Issing O. (1999), *The monetary policy of the ECB: Stability, transparency, accountability*, Speech at the Royal Institute of International Affairs, London, October.

Issing O. (2005), 'Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty First Century', *Federal Reserve Bank of St. Louis review*, 87 (2, Part 1), March/April, 65-83.

Kedan D. en R. Stuart (2014), *Central Bank Minutes*, Central bank of Ireland, Economic letter series 12.

Mishkin F. S. (2004), *Can Central Bank Transparency Go Too Far?*, NBER, Working Paper 10829, October.

Mishkin F. en K. Schmidt-Hebbel, (2001), *One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?*, NBER, Working Paper 8397, July.

Morris S. en H. S. Shin, (2002), 'Social Value of Public Information', *American Economic Review*, 92(5), 1521-1534.

Posen A. (1997), *Lessons from the Bundesbank on the Occasion of its 40th (and Second to Last?) Birthday*, Peterson Institute for International Economics, Working Paper 97-4.

Praet P. (2013), 'Forward Guidance and the ECB'. Column van Peter Praet, lid van de Directie van de ECB, gepubliceerd op VoxEU.org op 6 augustus 2013.

Van der Cruijssen C., S. Eijffinger en L. Hoogduin (2010), 'Optimal Central Bank Transparency', *Journal of International Money and Finance* 29, 1482-1507.

Van der Cruijssen C., D.-J. Jansen en J. de Haan (2015), 'How much does the general public know about the ECB's monetary policy? Evidence from a survey of Dutch households', *International Journal of Central Banking*, 11(5).

Woodford M. (2003), *Interest and Prices*, Princeton University Press, September.

Woodford M. (2012), *Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound*, September.