

De ECB doet er goed aan om minder, maar duidelijker te communiceren

JAKOB DE HAAN

Hoogleraar aan de
Rijksuniversiteit
Groningen (RUG)

LEX HOOGDUIN

Emeritus hoogleraar
aan de RUG

Communicatie is een fundamenteel onderdeel van het monetaire beleid van de Europese Centrale Bank (ECB). Het beïnvloedt de verwachtingen van de markt en van het brede publiek over toekomstige rente- en prijsontwikkelingen. Onderzoek naar deze communicatie laat zien hoe deze verbeterd kan worden.

IN HET KORT

- ▶ ‘Forward guidance’ zou veel minder prominent moeten worden nu de beleidsrente van de ECB weer positief is.
- ▶ Het begrip ‘eindrente’ zou in de communicatie niet meer gebruikt moeten worden.
- ▶ Beperk de communicatie met het publiek tot het ECB-mandaat, de kern van de strategie en tot laagfrequente strategische beslissingen.

In de afgelopen decennia is communicatie een belangrijk instrument geworden van de centrale banken. Centralebankcommunicatie kan worden gedefinieerd als het verstrekken van informatie door de centrale bank aan het publiek over de doelstellingen van het monetaire beleid, de monetairbeleidsstrategie, de economische vooruitzichten, en de vooruitzichten voor toekomstige beleidsbeslis-

singen (Blinder et al., 2008). Communicatie over toekomstig beleid wordt doorgaans ‘forward guidance’ genoemd. Terwijl centrale banken zich aanvankelijk vooral richtten op financiële markten, zijn ze recent steeds meer aandacht gaan besteden aan communicatie met het grote publiek.

Vóór de jaren negentig was de conventionele wijsheid onder centrale bankiers dat monetairbeleidsmakers zo weinig mogelijk dienen te zeggen. Er zijn echter twee redenen waarom ze nu veel meer praten dan vroeger (Blinder et al., 2022): communicatie kan de effectiviteit van het monetaire beleid vergroten, en een onafhankelijke centrale bank moet verantwoording afleggen over het gevoerde beleid (‘accountability’).

Monetair beleid is voor een zeer groot deel ‘het management van verwachtingen’ (Svensson, 2006). Hoewel centrale banken slechts de actuele korte rente kunnen sturen, kunnen zij via communicatie de verwachtingen over het toekomstige beloop van de korte rente beïnvloeden, en daarmee van de lange rente. Afgezien van risicopremies, weerspiegelt de lange rente namelijk de verwachte toekomstige korte rentes.

De lange rente is van invloed op de spaar- en investeringsbeslissingen van huishoudens en bedrijven. Daarom zijn de verwachtingen van partijen op de financiële markten en van het bredere publiek over de toekomstige beleidsrente van cruciaal belang voor de wijze waarop het monetaire beleid de economie beïnvloedt (Blinder et al., 2008). Daarnaast kan de communicatie van de centrale bank ook de inflatieverwachtingen van huishoudens en niet-financiële bedrijven beïnvloeden, wat om verschillende redenen van belang is. Een reden is dat bedrijven, werknemers en huishoudens de lonen en de prijzen van goederen en diensten bepalen. Een andere reden is dat bedrijven en huishoudens rekening houden met het verwachte inflatiepercentage bij het nemen van investerings-, consumptie- en financieringsbeslissingen (Weber et al., 2022). Verankering van de inflatieverwachtingen – dat wil zeggen dat de inflatieverwachtingen in overeenstemming zijn met de inflatiedoelstelling van de centrale bank – vermindert het effect van de vraag- en/of aanbodschokken op de inflatie, en de kosten van het herstel van prijsstabiliteit. Daarom streven centrale banken hiernaar.

Wanneer een principaal een bepaalde taak heeft gedelegeerd aan een agent, en de agent instrumenten heeft gegeven om deze taak uit te voeren, dan is de agent verantwoordelijk voor het bereiken van het doel. Dit betekent dat de principaal zich een oordeel moet vormen over de prestaties van de agent. Een centrale bank moet daarom transparant zijn.

FORWARD GUIDANCE

Monetair beleid werkt niet alleen via beleidsinstrumenten, maar ook via verwachtingen over de toekomstige koers van het beleid, die onder andere de rentecurve beïnvloeden. Beïnvloeding van deze verwachtingen kan vooral een krachtig instrument zijn als de centrale bank de beleidsrente heeft verlaagd tot het laagst mogelijke niveau – de effectieve ondergrens (EO). De centrale bank kan de EO-beperving omzeilen door te beloven de beleidsrente in de toekomst laag te houden; hierdoor daalt ook de lange rente. Er is echter een probleem: tijdsinconsistentie. Zodra de EO niet langer bindend is, geeft de centrale bank namelijk de voorkeur aan een positieve rente, terwijl de bank had beloofd om de rente

Forward guidance

KADER 1

Forward guidance kan voor verschillende beleidsinstrumenten worden toegepast. Meestal heeft het betrekking op het toekomstige beloop van de beleidstarieven, maar de ECB heeft ook forward guidance gegeven met betrekking tot aankopen van activa (Coenen et al., 2017).

gedurende deze periode op nul (of zelfs onder nul) te houden. De centrale bank heeft dus een prikkel om haar belofte te breken. En als de partijen op de markten geloven dat de centrale bank zich niet aan haar belofte zal houden, zullen zij hun verwachtingen over de toekomstige beleidstarieven niet naar beneden bijstellen, zodat de lange rente niet zal gaan dalen. Met andere woorden, forward guidance kan alleen effectief zijn als de centrale bank de markten ervan kan overtuigen dat ze vasthoudt aan dit beleid en niet van koers zal veranderen (kader 1).

Er zijn drie vormen van forward guidance: (1) kwalitatieve (of ‘open-ended’) forward guidance, waarbij de centrale bank geen gedetailleerde kwantitatieve informatie verstrekt over het beoogde tijds kader voor haar beleidsvoornemens; (2) ‘calendar-based’ (of ‘time contingent forward guidance’), waarbij de centrale bank verwijst naar een duidelijk gespecificeerde tijdshorizon voor haar beleid; en (3) ‘threshold-based’ (of ‘data-based, state contingent forward guidance’), waarbij de centrale bank toekomstige tarieven koppelt aan specifieke kwantitatieve economische drempels. In de praktijk gebruiken centrale banken vaak meer dan één type forward guidance (Moessner et al., 2017).

Aanvankelijk was de forward guidance van de ECB open, aangezien er geen tijdstip werd gegeven tot wanneer de rente laag zou blijven, en er ook geen economische omstandigheden bekend gemaakt werden die mogelijk tot een renteverhoging zouden leiden. Recenter was de forward guidance van de ECB afhankelijk van de ontwikkeling van de inflatie en aldus tijdsafhankelijk.

Een probleem van forward guidance is dat marktsignalen deze weerspiegelen. Zoals Shin (2017, p. 1) het stelt: “Hoe harder de centrale bank praat, hoe groter de kans dat

ze haar eigen echo hoort.” Dit leidt tot de paradoxale situatie dat de kwaliteit van de informatie die van de financiële markten komt, mogelijk afneemt naarmate de ECB meer forward guidance geeft om de marktverwachtingen te beïnvloeden (Ehrmann et al., 2019).

Empirisch onderzoek suggereert dat communicatie over toekomstig beleid van invloed is op de renteverwachtingen. Het is echter nog een open vraag welk type forward guidance het meest effectief is (De Haan en Sturm, 2019). Verder lijkt het erop dat financiële markten minder geloof zijn gaan hechten aan de forward guidance (De Haan en Hoogduin, 2023). En forward guidance lijkt een adequate reactie op de recente snelle stijging van de inflatie eerder te hebben belemmerd dan bevorderd.

“Hoe harder de centrale bank praat, hoe groter de kans dat ze haar eigen echo hoort”

In juli 2022 kondigde de ECB aan om geen forward guidance meer te geven voor rentebesluiten. Tegelijkertijd gaf de ECB aan om door te gaan met ‘normalisering’ van het monetaire beleid. De betekenis van deze term is onvoldoende gedefinieerd. Het betekent in ieder geval dat de beleidsrente van de ECB wordt verhoogd en dat de aankoop van activa wordt stopgezet. De ECB hanteert hier de term ‘terminal rate’ (Lane, 2022). Dit is de beleidsrente die aan het einde van de projectieperiode (twee tot drie jaar) nodig is om de inflatie weer in overeenstemming te krijgen met de inflatiedoelstelling van twee procent. Het nut van dit begrip voor communicatiedoelinden is twijfelachtig; het is bedoeld als indicator voor de oriëntatie van het monetaire beleid. De ‘terminal rate’ is echter niet waarneembaar, en de ECB geeft geen aanwijzingen over wat deze rente zou kunnen zijn. Het gebruik van deze term lijkt ook meer verwarring dan duidelijkheid te scheppen, ook omdat het begrip

vaak wordt geïnterpreteerd als de hoogste rente in de verkrappingscyclus (‘piekrente’). In het verleden gebruikte de ECB vaak de uitdrukking ‘opwaartse of neerwaartse risico’s voor prijsstabiliteit’ om aan te geven dat een renteverhoging in opwaartse of neerwaartse richting waarschijnlijk op korte termijn of bij de volgende vergadering zou plaatsvinden. Dit werkte goed.

COMMUNICATIE MET HET BREDE PUBLIEK

De ECB verstrekt veel informatie over haar beleid, maar informatie verstrekken is niet hetzelfde als effectief communiceren met het brede publiek (Blinder et al., 2022). Omdat ECB-beleidsverklaringen voor de meeste mensen wellicht moeilijk te begrijpen zijn, staan er op de website van de ECB zogenoemde ‘explainers’, oftewel korte en duidelijke toelichtingen over specifieke kwesties die verband houden met de taken en activiteiten van de ECB. Daarnaast maken de centrale banken in het eurogebied steeds meer gebruik van sociale media (Ehrmann en Wabitsch, 2021).

Toen ze de herziening van de monetairbeleidsstrategie van de ECB aan het Europees Parlement toelichtte, zei de president van de ECB dat “om onze transparantie verder te vergroten en ervoor te zorgen dat we ons bewust zijn van de verwachtingen en zorgen van burgers met betrekking tot ons beleid, hebben we ons communicatiebeleid gemoderniseerd en zullen we *outreach*-evenementen tot een structureel kenmerk van onze interactie met het publiek gaan maken” (Lagarde, 2021). De president verwijst naar de ‘luisterevenementen’ in het hele eurogebied, die de ECB in het kader van haar strategieherziening heeft georganiseerd. De ECB lanceerde ook het portaal ‘De ECB Luistert’ als onderdeel van haar strategieherziening, waarbij het grote publiek wordt aangemoedigd zijn mening te geven over een reeks onderwerpen. Gevraagd naar manieren om de communicatie met het publiek te verbeteren, stelde bijna veertig procent van de respondenten voor om het beleid in eenvoudige taal en met relateerbare, concrete voorbeelden uit te leggen. Dit percentage was opmerkelijk constant voor de verschillende sociaal-demografische groepen. Op de vraag of zij zich goed geïnformeerd voelden over de ECB, antwoordde bijna vijftig

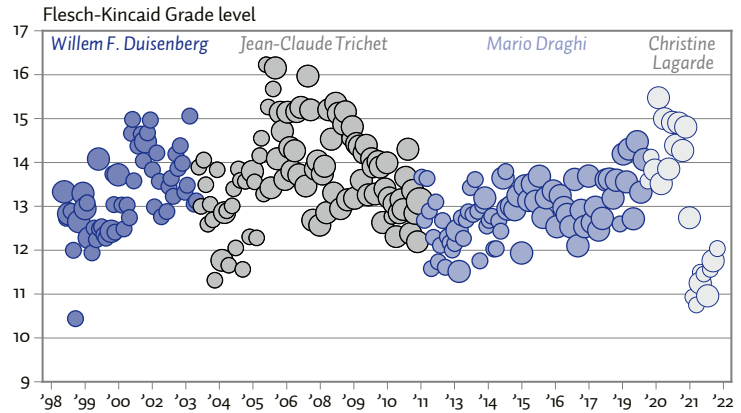
procent van de respondenten dat zij onvoldoende of helemaal niet geïnformeerd waren.

Deze laatste bevinding wijst op de noodzaak van betere communicatie. In de literatuur lijkt er een consensus te bestaan over het feit dat de communicatie met het grote publiek minder technisch moet zijn dan de communicatie met deskundigen. En hoewel de toelichting van de ECB-president van de beleidsbeslissingen eenvoudiger is geworden (figuur 1) is de tekst voor de meeste burgers nog veel te ingewikkeld. Eenvoudige boodschappen – bijvoorbeeld één zin om het publiek te informeren over de inflatiedoelstelling van de centrale bank of de recente inflatie – kunnen veel effectiever zijn dan complexe verklaringen (Candia et al., 2020). Op basis van een grootschalig online-experiment met een steekproef die representatief is voor de Britse bevolking, rapporteren Bholat et al. (2019) dat de vereenvoudiging van communicatie van centrale banken het begrip van het publiek kan verhogen. Bovendien dienen boodschappen over het monetaire beleid aan te sluiten bij de belevingswereld van mensen. Verder kan het helpen om de communicatie op verschillende doelgroepen te richten.

Maar zelfs als de communicatie van de ECB in deze richting zou veranderen, is er ernstige twijfel of dit het brede publiek zal bereiken. De reden is dat huishoudens en bedrijven, in tegenstelling tot financiële-marktdeelnemers en professionele voorspellers, weinig behoefte lijken te hebben aan de informatie van de ECB (Van der Cruijns et al., 2015). Het kan rationeel zijn dat het publiek geen aandacht besteedt aan de centrale bank (Blinder et al., 2022). Volgens de rationele ‘inattentie-theorie’ zijn huishoudens en bedrijven eerder geneigd aandacht te besteden aan communicatie als ze geloven dat dit hun ten goede komt, en als ze het niet erg duur vinden om dit te doen. Ze zijn eerder geneigd aandacht te besteden aan communicatie van de centrale bank als zij geloven dat deze communicatie hun vermogen om beslissingen te nemen zal verbeteren. Als huishoudens en bedrijven niet begrijpen wat de centrale bank beoogt en hoe monetair beleid de economische omstandigheden beïnvloedt, en hoe deze omstandigheden op hun beurt hen persoonlijk beïnvloeden, dan vermindert dit hun aandacht (Binder, 2017).

Complexiteit van de uitleg van monetaire beleidsbeslissingen

FIGUUR 1



Noot: De figuur toont de lengte en de complexiteit van de monetaire beleidsverklaringen van de ECB. De lengte wordt gemeten aan de hand van het aantal woorden (aangegeven door de grootte van de cirkel). De moeilijkheidsgraad van het taalgebruik wordt gemeten aan de hand van de Flesch-Kincaid Grade Level score, die aangeeft hoeveel jaar opleiding er nodig is om de tekst te begrijpen, op basis van de lengte van de zinnen en woorden.

Bron: Blinder et al. (2022).

Helpt de communicatie van de centrale bank om bij het grote publiek de inflatieverwachtingen te verankeren? Verschillende studies suggereren dat inflatieverwachtingen verschuiven in de richting van de inflatiedoelstelling van de centrale bank wanneer mensen informatie ontvangen over de doelstelling, de inflatieprognoses en de beleidsinstrumenten van de centrale bank (Blinder et al., 2022). Maar helaas lijkt het effect van communicatie op de inflatieverwachtingen van huishoudens al snel af te nemen.

Wat zijn de implicaties van deze bevindingen? Gros en Capolongo (2020) concluderen dat de belangstelling van het bredere publiek voor het monetaire beleid alleen zichtbaar is bij belangrijke beslispunten en/of personeelwisselingen. Het publiek heeft over het algemeen weinig inzicht in de doelstellingen en het beleid van centrale banken (Van der Cruijns et al., 2015), waardoor het moeilijk is voor het publiek om

te begrijpen hoe gecommuniceerde informatie hen persoonlijk zal beïnvloeden – waardoor de gepercipieerde voordelen van het ingaan op de communicatie afnemen. Evenzo is het mogelijk dat consumenten de centrale bank niet verantwoordelijk achten voor economische ontwikkelingen, zodat zij geen aandacht besteden aan de centrale bank bij het verzamelen van informatie voor economische besluitvorming (Binder, 2017). Bovendien kweekt succesvol monetair beleid onoplettendheid voor monetair beleid: economische agenten in landen met een lange geschiedenis van lage en stabiele inflatie hebben weinig prikkels om de inflatie en monetair-beleidsbeslissingen te volgen, en zijn doorgaans systematisch minder goed geïnformeerd hierover dan degenen in landen met een hoge of volatiele inflatie (Coibion et al., 2020). De sterk opgelopen inflatie kan dit doen veranderen.

Dit suggereert dat de ECB niet moet proberen om het grote publiek te bereiken bij elke beslissing over het monetaire beleid. In plaats daarvan zou de ECB zich moeten richten op communicatie over haar mandaat (Blinder et al., 2022) en op laagfrequente, strategische beslissingen (Gros en Capolongo, 2020).

CONCLUSIES

Forward guidance nam een grote vlucht toen de beleidsrentes dicht bij de effectieve ondergrens kwamen. De resultaten

ervan zijn gemengd. De twee belangrijkste nadelen hierbij zijn de mogelijk gebrekkige geloofwaardigheid ervan (tijdsinconsistentie) en het minder gebruikmaken van particuliere informatie en marktwerking bij de beleidsvorming ('echokamer-effect'). Nu de beleidsrentes weer duidelijk positief zijn, is dit het moment om afscheid te nemen van forward guidance en terug te gaan naar de oude situatie waarbij er van vergadering tot vergadering wordt beslist, en er hoogstens in het kader van de monetaire strategie wordt aangegeven of opwaartse of neerwaartse risico's voor prijsstabiliteit worden gezien.

Omdat de ECB laat is begonnen met renteverhoging heeft ze gebruikgemaakt van begrippen als 'eindrente' en 'natuurlijke rente'. Maar die termen lijken eerder voor verwarring dan voor verduidelijking te zorgen. De ECB wil graag direct met het grote publiek communiceren over allerlei aspecten van haar werk. Dat gaat echter over de hoofden van de mensen heen. Die hebben er ook geen behoefte aan. Kanttekening hierbij is wel dat dit uit onderzoek komt van vóór de sterke stijging van de inflatie. Toch lijkt het verstandig om de communicatie van de ECB met het grote publiek te beperken tot haar mandaat, de hoofdlijnen van de monetaire strategie en laagfrequente strategische beslissingen. Gelaagdheid van de communicatie met het grote publiek is ook aan te bevelen, bijvoorbeeld via journalisten en de sociale partners.

LITERATUUR

- Bholat, D., N. Broughton, J. Ter Meer en E. Walczak (2019) Enhancing central bank communications using simple and relatable information. *Journal of Monetary Economics*, 108, 1–15.
- Binder, C. (2017) Fed speak on main street: Central bank communications and household expectations. *Journal of Macroeconomics*, 52, 238–251.
- Blinder, A.S., M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. de Haan en D. Jansen (2008) Central bank communication and monetary policy: a survey of theory and evidence. *Journal of Economic Literature*, 46(4), 910–945.
- Blinder, A.S., M. Ehrmann, J. de Haan en D. Jansen (2022) Central bank communication with the general public: promise or false hope? *Journal of Economic Literature*, te verschijnen.
- Candia, B., O. Coibion en Y. Gorodnichenko (2020) *Communication and the beliefs of economic agents*. NBER Working Paper, 27800.
- Coenen, G., M. Ehrmann, G. Gaballo et al. (2017) *Communication of monetary policy in unconventional times*. European Central Bank Working Paper, 2080.
- Coibion, O., Y. Gorodnichenko en T. Ropele (2020) Inflation expectations and firm decisions: New causal evidence. *The Quarterly Journal of Economics*, 135(1), 165–219.
- Cruijssen, C. van der, D. Jansen en J. de Haan (2015) How much does the public know about the ECB's monetary policy? Evidence from a survey of Dutch households. *International Journal of Central Banking*, 11(4), 169–218.
- Ehrmann, M. en A. Wabitsch (2022) Central bank communication with non-experts: A road to nowhere? *Journal of Monetary Economics*, 127, 69–85.
- Ehrmann, M., G. Gaballo, P. Hoffmann en G. Strasser (2019) Can more public information raise uncertainty? The international evidence on forward guidance. *Journal of Monetary Economics*, 108, 93–112.
- Gros, D. en A. Capolongo (2020) *Reaching a wider audience: Is the ECB trending?* Study requested by the ECON committee, Monetary Dialogue, februari. Te vinden op www.europarl.europa.eu.
- Haan, J. de, en L. Hoogduin (2023) ECB communication policies on monetary policy: An overview and comparison with the Federal Reserve. *Journal of International Money and Finance*, te verschijnen.
- Haan, J. de, en J.-E. Sturm (2019) Central bank communication: How to manage expectations? In: D.G. Mayes, P.L. Siklos en J.-E. Sturm (red.), *The Oxford Handbook of the Economics of Central Banking*. Oxford: Oxford University Press, p. 231–262.
- Lagarde, C. (2021) *Introductory statement by Christine Lagarde, President of the ECB, at the Hearing of the ECON Committee of the European Parliament*. 18 maart, Frankfurt am Main. Te vinden op ecb.europa.eu.
- Lane, P. (2022) *Monetary policy in the euro area: The next phase. Remarks for high-level panel 'High inflation and other challenges for monetary policy'*. Annual Meeting 2022 of the Central Bank Research Association, 29 augustus, Barcelona.
- Moessner, R., D. Jansen en J. de Haan (2017) Communication about future policy rates in theory and practice: A survey. *Journal of Economic Surveys*, 31(3), 678–711.
- Shin, H.S. (2017) *Can central banks talk too much?* Speech at the ECB conference on Communications challenges for policy effectiveness, accountability and reputation, Frankfurt am Main, 14 november.
- Svensson, L.E.O. (2006) The instrument-rate projection under inflation targeting: The Norwegian example. In: *Stability and economic growth: The role of the central bank*, 175–198. Mexico-Stad: Banco de México, p. 175–198.
- Weber, M., F. D'Acunto, Y. Gorodnichenko en O. Coibion (2022) The subjective inflation expectations of households and firms: Measurement, determinants, and implications. *The Journal of Economic Perspectives*, 36(3), 157–184.