



SOUTH AFRICAN RESERVE BANK

Lesetja Kganyago의 특별 게스트 강의
남아프리카 공화국 중앙은행 총재,
Stellenbosch 대학교 경제학과에서
2024년 10월 17일

얻은 교훈: 남아프리카 공화국 중앙은행이 인플레이션을 4.5%로 끌어올린 방법과 그 비용

안녕하세요.

오늘 제가 다룰 주제는 인플레이션 감소입니다. 이는 주요 글로벌 테마입니다. 우리는 인플레이션을 경험했습니다. 수십 년 만에 가장 큰 인플레이션 급등이 있었고, 이제 정책 입안자들은 배운 교훈을 되돌아보고 있습니다. 저는 그 교훈을 되돌아보고 싶습니다. 또한 남아프리카 공화국의 낮은 인플레이션 경험에 대해 논의하고 싶습니다. 이를 위해 저는 통화 정책의 중간 목표로 4.5%로의 전환에 집중할 것입니다. 이는 2017년에 도입한 변화입니다. 이 모든 것은 인플레이션 목표와 동료들과 일치하도록 더 낮은 목표로의 전환의 바람직성에 대한 우리의 지속적인 논의와 관련이 있습니다.

세계적 인플레이션 급등으로부터 얻은 첫 번째 교훈은 사람들이 인플레이션을 정말 싫어한다는 것입니다.

우리는 항상 인플레이션이 나쁘다는 것을 알고 있었고, 대중이 그것을 싫어한다는 것을 항상 알고 있었습니다. 그래도 많은 경제학자들은 높은 인플레이션에 대한 대중의 불만의 깊이에 놀랐습니다. 이것은 특히 장기간에 걸쳐 매우 낮은 인플레이션, 보통 2% 이하를 보인 선진 경제에서 분명했습니다. 그 비율에서 대부분의 사람들은 인플레이션에 대해 걱정할 필요가 없었습니다. 하지만 COVID-19 팬데믹 이후 그들은 갑자기 가난한 나라에서 일반적으로 발견되는 종류의 가격 상승을 경험했고, 예상보다 더 싫어했습니다. 그들은 가격이 오르면 반대했고, 그 후 다시 떨어지지 않자 실망했습니다.¹ 그들은 임금이

1 재러드 번스타인이 말했듯이, "중앙은행가는 인플레이션이 목표치로 돌아오기를 원합니다. 쇼핑객은 자신의 이전 가격으로 돌아가기를 원합니다." '인플레이션의 (거의) 왕복: 무슨 일이 일어났고, 사람들은 어떻게 경험했으며, 우리는 무엇을 배웠는가?', 경제자문위원회(CEA) 의장 재러드 번스타인이 경제정책연구소에서 한 연설, 2024년 7월 30일. <https://www.whitehouse.gov/cea/written-materials/2024/07/30/inflations-almost-roundtrip-what-happened-how-people-experienced-it-and-what-have-we-learned/>

인플레이션에 맞춰 통화정책을 조정했습니다. 2 그들은 경기 침체에 대처하는 것이 더 쉬웠을 것이라고 반대했습니다.3 이는 중앙은행가들에게 대중이 가격 안정을 좋아하고 인플레이션을 싫어한다는 것을 강력히 상기시켜줍니다.

두 번째 교훈은 통화 정책의 효과성에 관한 것입니다. 무엇이 효과적이고, 무엇이 효과적이지 않은가.

효과가 없었던 것은 '일시적' 주장이었습니다. 2021년에 나온 주장으로, 높은 인플레이션은 일시적일 뿐이며 통화 정책으로 대응할 필요가 없다는 것입니다.

제롬 파월이 올해 잭슨 홀 연설에서 말했듯이, "좋은 배인 Transitory는 대부분의 주류 분석가와 선진 경제 중앙 은행가가 탐승한 혼잡한 배였습니다."4 그는 심각한 수요-공급 불균형과 그로 인한 인플레이션 결과에 더 익숙한 신흥 시장 중앙 은행가를 제외했다는 점에 유의할 것입니다. 사실, 좋은 배인 Transitory는 2022년 인플레이션 폭풍에 가라앉았지만 다행히도 탐승한 모든 사람이 다른 배로 탈출하여 신흥

시장 중앙은행들은 공격적인 인플레이션 억제 정책을 펼친다.

5

또 다른 실패한 주장은 2022년의 주장으로, 실업률이 크게 증가하면서 심각한 경기 침체를 통해서만 인플레이션이 낮아질 것이라는 주장이었습니다. 사실, 미국과 같은 주요 경제권의 인플레이션은 약 9%에서 2%가 조금 넘는 수준으로 떨어졌고, 경기 침체도 없었고 일자리도 꾸준히 증가했습니다.6

이 기록을 살펴보면, 중앙은행가들이 옳은 결정을 내렸는지 아니면 운이 좋았는지 둘 중 하나라고 말할 수 있습니다.7

제 생각엔 그들은 스스로 행운을 만들었다고 봅니다.

2 S Stantcheva, '우리는 왜 인플레이션을 싫어하는가?', NBER 워킹페이퍼 32300, 2024년 4월.

<https://www.nber.org/papers/w32300>

3 S 케인즈, '경기 침체가 인플레이션보다 더 심각한가?', 파이낸셜 타임즈, 2024년 6월 14일: <https://on.ft.com/3VGP6lQ>

4 J Powell, 'Review and outlook', 연방준비제도 이사회 의장인 Jerome Powell의 연설, 'Reassessing the Effectiveness and transmission of Monetary Policy', 캔자스시티 연방준비은행이 후원한 경제 심포지엄, 와이오밍 잭슨홀, 2024년 8월 23일. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20240823a.htm>

5 예를 들어 Rich Miller의 'Jerome Powell이 "일시적" 태그를 버리고 금리 인상의 길을 열다'를 참조하세요.

2021년 11월 30일. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-11-30/powell-ditches-transitory-inflation-tag-paves-way-for-rate-hike>

6 'Team Transitory가 미국의 인플레이션 논쟁에서 정말로 승리했을까?'. The Economist, 2024년 1월 10일.

<https://www.economist.com/finance-and-economics/2024/01/10/has-team-transitory-really-won-americas-inflation-debate>

7 C 자일스, '중앙은행가들은 인플레이션을 줄이는 데 운이 좋았는가, 아니면 영리했는가?', 파이낸셜 타임즈, 2024년 7월 2일.

<https://www.ft.com/content/bd22ac3c-4cf9-4eed-b8d8-ec20103dfb8f>

공급측 요인이 도움이 되었다는 것은 의심의 여지가 없습니다. 우리는 COVID-19 이후 석유 가격 인플레이션이 낮아지고 식품 가격 인플레이션이 낮아지고 공급망이 더 잘 기능했습니다.

혼란.

하지만 통화 정책의 대응이 문제의 일부라는 점은 분명합니다.

강력한 정책 대응은 인플레이션에 제동을 걸었습니다. 또한 중앙은행이 낮은 인플레이션에 전념하고 있으며, 높은 인플레이션은 새로운 정상이 아니라 예외적인 현상이라는 것을 대중에게 확신시키는 데 도움이 되었습니다. 국제결제은행의 언어로, 중앙은행은 안정 지대로 돌아가서 높은 인플레이션 체제로의 전환을 막았습니다.⁸

교훈은, 우리가 무료로 낮은 인플레이션을 유지할 수 있다고 말하는 것은 틀렸다는 것입니다. 우리는 충격을 그냥 살펴보고, 금리를 낮게 유지하면 모든 것이 잘 될 것이라고 말했습니다. 하지만 인플레이션을 낮추려면 경기 침체와 대규모 일자리 손실이 필요하다고 말하는 것도 틀렸습니다. ⁹ 우리가 본 것은 좋은 소프트 랜딩이 달성 가능한 목표라는 것을 상기시켜줍니다.

통화 정책은 적당한 비용으로 낮은 인플레이션을 제공할 수 있습니다. 이는 자체적으로 안정화하는 특성이 있는 낮은 인플레이션 체제를 보호함으로써 가능합니다.¹⁰ 사람들이 인플레이션을 얼마나 싫어하는지를 감안할 때, 이것이 우리가 차지하고자 하는 공간임이 분명합니다.

이제 우리의 인플레이션 경험에 대해 이야기해 보겠습니다.

남아프리카공화국은 약 25년 전인 2000년에 인플레이션 타겟팅을 시행했습니다.

돌아켜보면, 이 프레임워크는 전반적으로 성공적이었습니다.¹¹ 인플레이션과 이자율은 모두 인플레이션 타겟팅 이전보다 낮았습니다. 인플레이션은 또한 평균적으로 3-6% 목표 범위 내에 있었습니다. 그러나 이 평균은 목표 범위의 높은 쪽에 있었습니다. 2000년 이후로 '목표 인플레이션' 척도를 사용하여 평균 5.85%였습니다.¹² 우리는 또한 목표를 꽤 자주 놓쳤고, 거의 전적으로 상승했습니다. 우리는 목표의 6% 상한선을 거의 40%나 넘었고, 3% 하한선 아래에 있는 결과는 1%에 불과했습니다.¹³

8 국제결제은행(BIS) 연례경제보고서, 2장, 2024년 6월 30일 참조.

<https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2024e.htm>

9 소프트 랜딩과 하드 랜딩에 대한 논의는 샘 부커(Sam Boocker)와 데이비드 웨셀(David Wessel)의 '소프트 랜딩이란 무엇인가?', 2023년 9월 14일을 참조하세요. <https://www.brookings.edu/articles/what-is-a-soft-landing/>

10 C Borio et al., '인플레이션에 대한 두 체제 관점', BIS 논문 133호, 2023년 3월. <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap133.pdf>

11 국가 재무부, 거시경제 정책: 추세 및 선택 검토, 2024(특히 30-32쪽. <https://www.treasury.gov.za/documents/national%20budget/2024/Macroeconomic%20Policy%20Review%202024.pdf>)

[Macroeconomic%20Policy%20Review%202024.pdf](https://www.treasury.gov.za/documents/national%20budget/2024/Macroeconomic%20Policy%20Review%202024.pdf)

이아이.pdf

12 인플레이션의 목표 측정은 모기지 비용을 제외한 소비자 물가 지수(CPIX)였으며, 이는 소비자 물가 지수(CPI)로 전환되었습니다. 지난 10년(2014년 7월 이후 120개월) 동안 평균 5.12%였습니다.

294개월 중 13개월은 인플레이션이 6%를 넘었고, 3개월은 3% 미만이었습니다. 6%를 넘는 달은 38.4%였고, 3% 미만은 1%였습니다(모두 COVID-19 기간 중). 이는 목표 인플레이션을 반영합니다. CPI는 2000년대의 특정 기간 동안 3% 미만이었지만, 이는 목표 인플레이션 측정이 아니었기 때문에 목표 위반으로 간주되지 않았습니다.

제가 주지사로 임명된 직후 우리의 기록을 되돌아보니 세 가지 단점이 발견되었습니다.

첫째, 우리는 목표를 너무 자주 놓쳤습니다. 3-6%가 가장 폭넓은 목표 중 하나이기 때문에 대부분의 경우 비교적 쉽게 달성할 수 있었어야 합니다. 14

둘째, 우리의 평균 인플레이션율은 높았습니다. 인플레이션은 대부분 6%에 가까웠습니다. 이것은 위기에 해당하지 않았고, 1980년대와 1990년대에 보였던 두 자릿수 비율보다 훨씬 낮았습니다. 하지만 좋지 않았습니다. 6% 인플레이션에서 가격은 10년 남짓 만에 두 배가 되고 20년 만에 세 배가 됩니다.¹⁵ 아무도 그것을 가격 안정과 혼동할 수 없습니다.

셋째, 우리는 경제가 구조적 성장 문제를 안고 있다는 것을 깨달았습니다. 세계 금융 위기 이후, 남아프리카의 성장 둔화는 약한 수요 문제로 진단되었습니다. 이를 해결하기 위해, 우리는 금리 인상을 피하고 성장을 회복하기 위해 더 높은 인플레이션을 용인했습니다. 효과가 없었습니다. 성장은 결코 돌아오지 않았고, 우리는 그저 높은 인플레이션으로 끝났습니다.¹⁶ 수용적인 통화 정책은 환자에게 잘못된 약이었습니다.

이런 가혹한 진실 때문에 우리는 새로운 전략을 시도하게 되었습니다.

2017년부터 우리는 목표 범위의 중간인 4.5%에서 인플레이션을 원한다는 것을 강조하기 시작했습니다. 우리는 3~6%를 '무관심 구역'으로 취급하지 않을 것입니다. 실제로는 범위의 상단을 목표로 하고 하단 절반은 무시하는 것을 의미했습니다. 오히려 우리는 시간이 지남에 따라 중간 지점에 있기를 원한다는 것을 명확히 했습니다. 범위는 인플레이션과 함께 불가피한 변동성을 처리하기 위한 것입니다. 그러나 시간이 지남에 따라 SARB는 항상 인플레이션을 4.5%로 되돌리기 위해 노력할 것입니다.

이 점을 명확히 하기 위해 우리는 통화정책위원회 성명과 통화정책 검토에 이를 포함시켰습니다. 우리는 연설에서 이를 논의했습니다.¹⁷ 또한 우리는 새로운

14 2000년 이후 CPI 인플레이션의 표준 편차는 1.95퍼센트 포인트였으며, 이는 약 90%의 관찰치가 정규 분포와 평균 4.5%로 3퍼센트 포인트 범위 내에 있어야 함을 의미합니다. 위에서 언급했듯이 결과의 약 60%만이 목표 범위 내에 있었습니다.

¹⁵ 가격 수준 100에서 시작하여 6% 인플레이션에서 가격은 12년차에 200을, 19년차에 300을 통과합니다. 복리로 계산하면 31년차에는 물가수준이 600을 넘어선다.

16 더 자세한 논의는 L Kganyago의 '남아프리카의 성장 성과 및 통화 정책'을 참조하세요. 2015년 10월 22일, 케이프타운 경제연구소에서 남아프리카 공화국 중앙은행 총재 Lesetja Kganyago가 한 연설. <https://www.resbank.co.za/en/home/publications/publication-detail-pages/speeches/speeches-by-governors/2015/456>

¹⁷ 예를 들어, L Kganyago, '남아프리카의 거시경제 조정 및 통화 정책'을 참조하세요. Lesetja Kganyago, 남아프리카 중앙은행 총재의 연설, 제5회 SA Tomorrow Investor Conference, New York, 2017년 11월 9일. 특히 5쪽 참조: "인플레이션을 중간 지점으로 끌어올리고 궁극적으로 기대치를 6%가 아닌 그 지점에 고정하는 것은 SARB의 가장 중요한 중기 전략적 목표 중 하나입니다."

분기별 예측 모델인 플래그십 예측 모델에는 명시적인 예측 모델이 포함됩니다.

4.5% 목표와 이 목표를 달성할 수 있는 정책 금리 경로를 예상했습니다.

새로운 전략은 효과가 있었습니다. 그 후 몇 년 동안 우리는 인플레이션을 낮추었고, 또한 개정된 목표에 대한 광범위한 이해 관계자의 이해를 확보했습니다.

2017년에서 2019년 사이에 전문가와 언론인, 분석 보고서, 뉴스 기사 등을 통해 4.5% 목표가 훨씬 더 많이 언급되었습니다. 더 이상 학술 논문을 쓰지 않고도 암묵적 목표를 추정할 필요가 없었습니다. 우리는 목표가 정확히 무엇인지 전달했습니다.

그리고 인플레이션은 둔화되었습니다. 2016년 연간 인플레이션은 6.3%였습니다. 2017년에는 5.3%로 떨어졌습니다.

2018년에는 4.6%, 2019년에는 4.1%였습니다. COVID-19가 발생했을 당시 우리가 손에 쥐고 있던 최신 월별 인플레이션 수치는 정확히 4.5%였습니다.²⁰

인플레이션 기대치도 목표 범위의 상단에서 중간으로 상당히 하락했습니다. 예를 들어, 2017년 초에 2년 앞선 설문 조사 기대치는 6%였습니다.²¹ 2020년 초에 그 측정치는 4.8%로 떨어졌습니다.

그리고 연말에는 4.5%가 되었습니다.

우리는 인플레이션율을 4.5%로 설정하고 싶었고, 그 목표를 달성했습니다.

이 경험은 오늘날에도 중요한 몇 가지 교훈을 보여주었습니다. 이는 낮은 인플레이션의 비용, 높은 관리 가격과 같은 구조적 요인, 추세 인플레이션을 형성하는 데 있어서 통화 정책의 역할에 대한 교훈입니다.

먼저 통화 정책이 인플레이션에 미치는 영향에 대해 말씀드리겠습니다.

사람들에게 가서 인플레이션의 원인이 무엇인지 물어보면, 종종 음식이나 석유 가격, 그리고 다른 공급측 요인에 대한 답변을 듣게 됩니다. 하지만 모든 국가가 이런 충격에 직면합니다.

그럼에도 불구하고, 시간이 지남에 따라 나라마다 인플레이션율이 다르고, 때로는 매우 다른 경우도 있습니다.

석유 가격 등의 변동으로 인해 인플레이션이 움직이는 것은 이해하기 쉽습니다.

그러나 10년과 같은 장기 기간 동안 이러한 요인은 주로 변동성을 발생시킵니다.

<https://www.resbank.co.za/en/home/publications/publication-detail-pages/speeches/speeches-by-governors/2017/516>”

18 남아프리카 공화국 중앙은행, 통화정책 검토, 2019년 10월. Box 2, 8-9쪽 참조.

<https://www.resbank.co.za/en/home/publications/publication-detail-pages/reviews/monetary-policy-review/2019/9526>

¹⁹ 예를 들어, N Klein 참조. '남아프리카 중앙은행의 암묵적 인플레이션 목표 추정', IMF 워킹페이퍼 No. 2012/177, 2012년 7월 1일. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Estimating-the-Implicit-Inflation-Target-of-the-South-African-Reserve-Bank-26045>

²⁰ 이는 2020년 1월 인쇄본을 반영합니다.

²¹ 이는 경제연구소가 실시하는 인플레이션 예측 조사를 말한다.

그 이상은 아닙니다. 장기 가격 수준에 대해서는 중앙은행이 대부분의 책임을 져야 합니다. 그러나 인플레이션 과정이 항상 잘 이해되지 않기 때문에 통화 정책은 적절하게 책임을 지지 않으며, 이해 관계자들은 우리에게 무엇을 요구할 수 있는지 완전히 알지 못합니다.

간단한 예를 들어보겠습니다.

2000년에 칠레와 남아프리카 공화국은 모두 인플레이션 목표를 채택했습니다. 칠레는 3%를 목표로 했고 우리는 3-6% 범위를 목표로 했습니다. 그 이후로 우리의 인플레이션은 칠레보다 22% 높았습니다. 칠레의 인플레이션은 평균 4% 미만, 1.8%포인트였습니다.

반면, 앞서 언급했듯이 우리는 6%에 가까웠습니다. 큰 차이가 아닌 것처럼 들릴 수 있지만, 가격 수준을 살펴보면 칠레의 가격은 현재 2000년의 2.8배인 반면, 우리의 가격은 4.5배 더 높습니다. 둘 다 많이 증가했습니다.

하지만 우리의 것은 훨씬 더 증가했습니다. 우리가 더 높은 세계 석유 가격이나 더 높은 밀 가격에 직면한 것은 아니었습니다. 그리고 두 나라 모두 전문적이고 독립적인 중앙 은행을 가지고 있었습니다.

차이점은 우리가 더 높은 인플레이션 목표를 설정했다는 점입니다.

이 비교는 관리 가격이라는 주제로 이어집니다. 남아프리카 공화국에서는 물, 전기와 같은 서비스에 대해 정부가 정한 다양한 가격이 있습니다.

이러한 품목은 우리의 목표보다 훨씬 높은 인플레이션을 갖는 경향이 있습니다. 목표를 낮추는 것에 대해 이야기하기 시작하면 표준적인 반대 의견은 '관리된 가격 인플레이션은 어떻습니까?'입니다.

관리 가격은 통제할 수 없습니다. 인플레이션을 낮추는 것을 목표로 하면 나머지 경제에 피해를 줄 것입니다. 우리는 4.5%를 목표로 하기 시작했을 때 이 말을 많이 들었고, 더 낮은 목표로 이동하는 것에 대한 지속적인 논의에서도 이 말을 듣습니다.

이 문제를 풀어보면, 높은 관리 가격 인플레이션은 목표가 6%이든 4.5%이든 3%이든, 무엇이든 모든 사람에게 부정적인 영향을 미친다는 것을 깨닫는 것이 중요합니다. 관리 가격에서 우리가 보고 있는 것은 '상대 가격 조정'으로 알려져 있습니다. 본질적으로, 이러한 상품과 서비스는 다른 상품과 서비스에 비해 더 비싸지고 있습니다. 이러한 증가가 비효율성과 가격 책정 능력에서 비롯될 때

독점의 경우, 그것은 경제와 소비자 모두에게 해롭습니다. 이것이 우리가 오랫동안 관리되는 가격 인플레이션을 낮추라고 요구해 온 중요한 이유입니다.

그러나 이는 관리 가격 인플레이션 문제가 6%보다 4.5%의 목표에서 더 나쁘다는 것을 의미하지 않습니다. 마찬가지로 인플레이션 목표를 높이는 것이 반드시 상황을 개선하지는 않습니다.

목표가 더 높으면 경제 전반에서 모든 가격이 더 빨리 상승할 것으로 예상할 수 있습니다. 에너지와 식량과 같은 글로벌 상품에 대한 구매력을 더 빨리 잃을 것으로 예상할 수 있습니다. 더 많은 통화가 필요할 것으로 예상할 수 있습니다.

22 이 비교는 국제 통화 기금 데이터를 사용합니다. 남아프리카 공화국의 척도는 CPI이고 목표 인플레이션은 아니므로 2020-23년 평균 인플레이션은 5.54%였습니다. 목표 인플레이션(5.85%)을 사용하면 더 높을 것입니다. 칠레의 평균 인플레이션은 이 기간 동안 3.78%였습니다.

가치 하락은 다른 통화에 비해 가치를 더 잘 유지하는 통화에 비해 가치가 떨어진다는 것을 의미합니다.

이런 상황에서는 관리 가격 인플레이션이 증가할 가능성이 큼니다. 가격 책정자들은 여전히 상대적 가격 조정을 의도하고 있기 때문에 여전히 그렇게 할 수 있는 권한이 있으며, 단순히 더 큰 가격 인상을 시행할 것입니다.

이 상황이 반전되면 관리 가격 인플레이션이 높은 상태에서도 헤드라인 인플레이션을 낮추는 것이 어떻게 가능한지 분명해진다. 전반적인 가격 수준은 더 느리게 상승하고, 통화는 더 느린 속도로 하락하며, 관리 가격 인플레이션 속도는 다른 가격에 대한 '빼기'가 남아 있는 상태에서도 둔화된다.

이는 2017년 이후에 우리가 관찰한 것입니다. 헤드라인 인플레이션이 둔화되었고, 관리 가격의 인플레이션도 마찬가지였습니다. 두 가격 간의 격차는 크게 변하지 않았습니다. 2010년부터 2016년까지는 2.4%였고, 2017년 이후로는 2.3%였습니다.²³ 물론 관리 가격 시리즈는 관리되지 않거나 적어도 남아프리카 당국에 의해 관리되지 않는 세계 유가의 영향을 크게 받습니다. 연료 가격 구성 요소를 제외하더라도 관리 가격 인플레이션은 물, 전기, 학교 수업료 또는 자동차 면허를 살펴보면 2017년 이후에 더 낮았습니다. 평균적으로 그 차이는 우리가 달성한 총 디스인플레이션의 양(1.5퍼센트 포인트)과 거의 일치했으며 헤드라인 인플레이션은 약 6%에서 4.5%로 둔화되었습니다.

관리 가격 인플레이션이 높을 경우 디스인플레이션이 나머지 경제에 부정적인 영향을 미칩니까? 관리 가격이 소비자 물가 지수(CPI) 바구니의 약 16%를 차지한다는 것을 기억하는 것이 중요합니다.²⁴ 중요한 범주이지만 지배적인 범주는 아닙니다. 4.5% 인플레이션을 원하고 관리 가격이 헤드라인 인플레이션보다 2.4%포인트 높은 수준에 머물러 있다면 다른 가격은 약 4%만 상승할 수 있다는 것을 의미합니다. 3% 인플레이션의 경우 동일한 계산을 통해 다른 가격에 대한 인플레이션율은 약 2.5%가 됩니다. 다시 말해, 관리 가격이 높더라도 나머지 경제를 디플레이션으로 몰고 갈 필요는 없습니다. 다른 모든 사람들이 더 작은 증가를 실행하기만 하면 됩니다.

물론, 관리 가격을 낮추는 것은 매우 바람직합니다. 그리고 이러한 범주가 디스인플레이션 노력에 도움이 되고 해가 되지 않는 경우, 인플레이션과 금리를 낮추는 것이 더 쉽습니다. 하지만 관리 가격 문제 때문에 비교적 높은 인플레이션 목표에 따라 살아야 한다고 가장하지 마십시오. 6% 인플레이션에서 4.5%로 떨어지는 것을 막지는 못했습니다.

이것은 저를 낮은 인플레이션에 대한 또 다른 우려로 이끕니다. 단기 비용이 높다는 것입니다. 더 낮은 목표치로 중앙은행이 금리를 인상할 것으로 예상됩니다.

²³ 논란의 여지가 있지만 디스인플레이션은 2017년 이후 2020년 이전에 달성되었습니다. 2018년에서 2020년 사이의 격차는 2.6%입니다. 2019년 현재까지는 2.4%입니다.

²⁴ 관리 가격을 제외한 CPI는 전체 바구니의 83.78%입니다. 연료와 파라핀을 제외한 관리 가격의 CPI는 전체 바구니의 88.5%입니다.

경제를 압박합니다. 그러면 실업률이 상승하고, 기업들은 수요 약화로 인해 가격을 인상할 수 없게 되고, 따라서 인플레이션이 둔화됩니다. 성장과 인플레이션 간의 이러한 상충관계는 장기적으로 인플레이션이 낮아지는 것이 바람직하다는 것을 알고 있을 때조차도 일부 사람들에게는 받아들일 수 없는 것으로 보입니다. 따라서 4.5% 인플레이션에 도달하는 데 드는 비용을 고려하는 것은 흥미롭습니다.

현실 세계에서는 반사실적 사실을 테스트하기 어렵습니다. 시간을 거슬러 올라갈 수 없고 중간보다는 목표 범위의 상단을 계속 목표로 삼은 실험을 수행했습니다. 그러나 두 경제학자가 반사실적 모델을 구축한 연구가 있습니다.²⁵ 그들의 연구는 실제 결과와 4.5%의 변화 없이 경제가 어떻게 진행될 가능성이 있는지 비교합니다. 그 결과는 흥미로운 독서거리가 됩니다.

아마도 가장 눈에 띄는 것은, 그들이 4.5%로 이동하는 동안 총 수요 감소를 발견하지 못했다는 것입니다. 국내총생산(GDP)의 성장은 반사실적과 일치합니다. 실업률은 일반적으로 영향을 받지 않습니다. 신용 확장이 더 높습니다.

그들의 결론은 인플레이션을 4.5%로 끌어올리는 데 비용이 거의 들지 않았다는 것입니다. 그리고 그들이 제공하는 설명은 SARB의 4.5%에 대한 공약이 들러지고 이해되었다는 것입니다. 인플레이션은 경기 침체로 인해 강제로 낮아진 것이 아니라 명확하고 신뢰할 수 있는 의사소통을 통해 낮아졌습니다.

이 결론은 남아프리카 공화국의 희생 비율에 대한 SARB 경제학자들의 또 다른 연구와 일치합니다.²⁶ 희생 비율은 인플레이션을 줄이는 비용으로, 인플레이션이 낮아질 때마다 손실되는 GDP 성장의 양으로 측정됩니다. 인플레이션을 4.5%로 옮긴 기간 동안 이 연구는 음의 희생 비율을 발견했는데, 이는 비용이 없다는 것을 의미합니다. 저자들은 또한 남아프리카 공화국에서 디스인플레이션 비용이 일반적으로 낮았다는 것을 발견했습니다.

이는 다시 한 번, 낮은 인플레이션은 느린 성장과 높은 실업률로 달성된다는 대중적 직관과는 상반됩니다. 그리고 다시 한 번, 핵심은 SARB의 신뢰성과 소통인 듯합니다. 대중이 중앙은행의 목표를 이해하고 믿는다면, 거의 또는 전혀 고통 없이 디스인플레이션을 달성할 수 있습니다.

여러분, 지금까지의 대화에서 얻은 교훈을 요약하면서 이 글을 마무리하겠습니다. 이 교훈은 현재 우리의 대화에 도움이 될 것입니다.

25 E Pirozhkova 및 N Vieg, '2017년 SARB의 선호 인플레이션 목표 변경: 조건부 예측 스토리', SARB 경제 보고서 제2401호, 2024년 4월.

<https://www.resbank.co.za/content/dam/sarb/publications/occasional-bulletin-of-economic-notes/2024/change-of-the-sarbs-preferred-inflation-target-in-2017-the-conditional-forecast-story-april-2024-01.pdf>

26 C 뢰발트, K 마크렐로프 및 E 피로즈코바, '남아프리카공화국의 추세적 인플레이션 감소에 따른 단기 비용', 남아프리카 공화국 준비은행 워킹페이퍼 시리즈 WP/22/08, 2022년 8월 2일.

<https://www.resbank.co.za/content/dam/sarb/publications/working-papers/2022/WP%202208.pdf>

첫째, 우리는 비교적 높은 인플레이션을 가지고 있습니다. 우리는 종종 이것이 구조적이고 불가피한 일이고 정책적 선택이 아닌 것처럼 말합니다. 하지만 사실 우리는 거의 모든 동료들처럼 더 낮은 인플레이션 목표를 가질 수 있고, 그것과 함께 더 낮은 인플레이션을 가질 수 있습니다. 우리가 이것을 달성한다면, 저는 남아프리카인들이 낮은 인플레이션 경험을 즐길 것이고, 일반적으로 5%가 넘는 인플레이션 시대를 큰 불편과 어려움의 시기로 돌아볼 것이라고 생각합니다. 사람들은 가격 안정을 선호합니다. 우리는 우리가 그것을 제공하고 있다고 정확하게 주장할 수 없습니다.²⁷ 우리는 더 잘할 수 있습니다.

둘째, 남아프리카 공화국의 인플레이션을 논의할 때 분석가들은 너무 자주 관리 가격 문제를 잘못 표현합니다. 그렇습니다. 관리 가격 인플레이션은 너무 높고 경제에 해롭습니다. 그렇습니다. 인플레이션이 낮다면 인플레이션과 이자율을 낮추는 데 도움이 될 것입니다. 그러나 관리 가격은 경제 전체의 인플레이션에도 반응하며, 모든 사람을 디플레이션으로 강제로 몰아넣어서만 디스인플레이션을 달성할 수 있는 바구니의 큰 부분이 아닙니다. 인플레이션 감소에 대한 대화는 관리 가격에 의해 인질이 되어서는 안 됩니다.

셋째, 엄격한 연구에서 희생 비율이 낮을 수 있다는 것을 보여주었음에도 불구하고, 인플레이션이 낮으면 성장도 낮아진다고 여전히 생각하는 경우가 많습니다. 단기적 고통이 장기적 이득에 반대하는 결정적인 주장으로 여겨지는 것만으로도 충분히 낙담스럽습니다. 하지만 단기적 고통이 있는지조차 명확하지 않은데도, 그것이 승리하는 주장으로 여겨진다는 것은 더욱 나쁩니다. 4.5% 인플레이션으로의 이동에 대한 연구는 확실히 높은 비용을 보여주지 않습니다.

그들은 높은 금리보다는 주로 소통과 신뢰성에 의존하여 인플레이션을 낮추는 길을 보여줍니다.

전반적으로, 저는 이 세 가지 오해가 너무 비판적이고 야심이 부족한 거시경제적 논의를 남긴다고 생각합니다. 우리는 영구적으로 더 낮은 인플레이션과 따라서 영구적으로 더 낮은 이자율을 달성할 기회가 있습니다. 효과적으로 실행하면, 적은 비용으로 더 낮은 목표를 달성할 수 있습니다. 마치 우리가 적은 비용으로 4.5%로 이동했던 것처럼요.

신사 숙녀 여러분, 지금은 남아프리카 공화국의 개혁 시점입니다. 성공적인 개혁을 위해서는 야망과 확신으로 시작해야 하며, 그런 다음 매우 신중하고 책임감 있게 따라야 합니다. 그래야 제대로 된 실행이 가능합니다. 이 강의를 통해

저는 우리가 야망과 신념을 찾도록 도왔고, 이를 통해 우리는 탁월한 서비스 제공으로 나아갈 수 있게 되었습니다.

감사합니다.

27 Patrick Honohan과 Athanasios Orphanides가 남아프리카 통화 정책에 대한 리뷰에서 지적했듯이, "4.5%의 인플레이션은 가격 안정으로 생각하기에는 여전히 너무 높다고 할 수 있습니다." 남아프리카 - 포괄적 경제 개발을 향하여(SA-TIED), '남아프리카의 통화 정책, 2007-21'
SA-TIED 워킹페이퍼 No.208, 2022년 3월. <https://sa-tied.wider.unu.edu/sites/default/files/SA-TIED-WP208.pdf>