

크리스틴 라가르드: 비정상적인 주기의 통화 정책 - 위험, 경로 및 비용

2024년 7월 1일 신트라에서 열린 중앙은행 "변혁 시대의 통화 정책"에 관한 유럽중앙은행 포럼 개최 리셉션에서 크리스틴 라가르드(Christine Lagarde) 유럽중앙은행 총재가 소개 연설을 했습니다.

...

우선, 올해 ECB 포럼에 오신 것을 환영합니다.

컨퍼런스의 주제는 "변혁 시대의 통화 정책"이며, 우리는 현재 일어나고 있는 변화를 탐구하는 풍부한 프로그램을 준비하고 있습니다.

그러나 경제가 상당한 변화를 겪고 있다는 점에 우리 대부분이 동의하더라도, 그것이 어떻게 끝날 것인지에 대해서는 더 다양한 견해가 있을 것으로 생각합니다.

이러한 명확성의 부족은 정책입안자들에게 심각한 도전을 제시합니다. 우리는 이러한 변화를 이해하고 이를 통해 경제를 이끌어가기 위해 즉시 노력해야 하기 때문입니다.

실제로 지난 몇 년 동안의 정책 과제 중 대부분은 경제에 대한 근본적인 불확실성에 직면하면서 인플레이션을 안정화하는 것과 관련이 있었습니다.

그럼에도 불구하고 우리는 이러한 불확실성을 헤쳐 나갈 수 있는 길을 마련했으며 인플레이션과의 싸움에서 큰 진전을 이루었습니다.

2022년 10월 인플레이션은 10.6%로 최고치를 기록했습니다. 우리가 마지막으로 금리를 인상한 2023년 9월에는 금리가 절반 이상 하락해 5.2%로 떨어졌습니다. 그리고 9개월 동안 금리를 안정적으로 유지한 후 인플레이션이 다시 절반으로 감소하여 2.6%를 기록했고, 이로 인해 6월에 처음으로 금리를 인하했습니다.

우리의 일은 아직 끝나지 않았으므로 계속 경계해야 합니다. 하지만 이러한 진전을 통해 우리는 우리가 걸어온 길을 되돌아보고 반성하게 됩니다.

오늘 저녁 저는 이 정책 주기를 정의하는 세 가지 구체적인 특징, 즉 위험, 경로, 비용에 대해 이야기하고 싶습니다.¹

—

위험

위험부터 시작하겠습니다.

일반적인 정책 주기에서 변동이 온건하고 단기적인 충격으로 인해 발생하는 경우 인플레이션 기대는 일반적으로 위험에 처하지 않습니다. 다. 중앙은행의 물가안정 의무와 대응 기능은 인플레이션 목표에 대한 신뢰를 보장합니다.

일반적인 수요 충격에 직면했을 때 중앙은행은 잠재적 생산량을 중심으로 수요를 안정화하여 목표를 달성합니다. 그리고 공급 충격에 직면했을 때 중앙은행은 원칙적으로 이를 "살펴볼" 수 있습니다. 왜냐하면 이러한 충격은 일반적으로 인플레이션에 지속적인 흔적을 남기지 않기 때문입니다.

그러나 인플레이션 기대에 대한 이러한 낮은 위험은 충격이 실제로 온건하고 단기적인 경우에만 적용됩니다. 충격이 더 크고 지속적으로 커질 위험이 있는 상황에서는 충격이 수요 주도인지 공급 주도인지에 관계없이 인플레이션 기대가 고정 해제될 수 있습니다.

그런 다음 중앙은행은 목표 이상의 인플레이션이 고착되는 것을 방지하기 위해 강력하게 대응해야 합니다.

이는 유가 상승으로 인한 일련의 공급 충격이 결국 지속적인 인플레이션 충격으로 이어졌던 1970년대의 교훈이었습니다. 그리고 당시 중앙은행들이 인플레이션을 낮추는 것에 대해 양가적인 태도를 취하면서 사람들은 중기 인플레이션에 대한 기대를 수정했습니다.

다양한 연구에서는 현재 인플레이션 현상의 원인에 대해 서로 다른 결론에 도달합니다. ECB 분석에 따르면 인플레이션이 평균과의 편차를 설명하는 데 있어서 공급 충격이 수요 충격보다 3배 더 중요하다는 사실이 밝혀졌습니다.² 다른 연구에서는 수요 충격을 더 강조합니다.³

그러나 수요와 공급 사이의 이러한 구분은 관련성이 있기는 하지만 현재 사이클에서 가장 중요한 요소는 아닙니다.

우리는 충격의 원인뿐만 아니라 충격의 규모와 지속성을 토대로 결정을 내려야 했습니다. 이는 충격이 너무 크고 지속적이어서 우리가 인플레이션 기대에 대한 실질적인 위험에 직면했기 때문입니다.

두 가지 기능은 사람들이 통화 기준에 대한 신뢰를 잃을 수 있는 좋은 기반을 제공했을 수 있습니다.

첫째, 충격은 많은 가구가 인플레이션에 관심을 돌릴 만큼 컸습니다. 2023년 초 소비자 기대 조사 응답자의 60% 이상이 과거보다 인플레이션에 더 많은 관심을 기울이고 있다고 보고했습니다.⁴

둘째, 주로 유로 지역의 시차적 임금 협상 과정으로 인해 충격의 인플레이션 영향이 내생적으로 지속될 위험이 있었습니다. 국가마다 큰 차이가 있지만 평균 임금 계약 기간은 2년이므로 과거 인플레이션을 "따라잡기" 위한 지연된 프로세스를 효과적으로 보장합니다.⁵

우리는 특히 분포의 "오른쪽 꼬리"가 두꺼워짐으로써 인플레이션 기대의 고정이 더욱 취약해지고 있다는 몇 가지 징후를 보았습니다. 2022년 10월 소비자 10명 중 약 4명은 중기 인플레이션이 5% 이상일 것으로 예상했으며 전문 예측가들은 2년 후 인플레이션이 3% 이상일 확률을 30%로 지정했습니다.⁶

따라서 통화정책은 인플레이션 목표의 영구적인 초과는 용납되지 않을 것이라는 강력한 신호를 보내야 했습니다. 그 결과, 우리는 목표에 대한 "적시" 복귀를 보장하겠다는 우리의 결의를 강력히 강조했습니다. 우리의 목표는 높은 인플레이션 기간을 제한하고 긴박감을 알리겠다는 우리의 약속을 전달하는 것이었습니다.

경로

그러나 통화정책은 인플레이션 기대를 어떻게 고정시키는가? 이는 정책 목적지에 관한 것뿐만 아니라 거기에 도달하기 위한 올바른 금리 궤적을 설정하는 것에 관한 것입니다.

이는 이번 사이클의 두 번째 특징인 금리경로로 이어집니다.

단순히 목표 달성에 대한 우리의 약속을 전달하는 것만으로는 충분하지 않다는 것이 처음부터 분명했습니다. ECB 분석에 따르면 우리가 전혀 대응하지 않았다면 2023년과 2024년에 앵커링 해제 위험이 30%를 넘었을 것입니다.⁷

온건한 정책 조치조차 충분하지 않았을 가능성이 높습니다. 예를 들어, 금리가 2%에서 멈춘 경우 고정 해제 위험은 여전히 24% 정도였습니다.

그래서 우리가 처음 금리 인상을 시작했을 때 우리는 우리가 있어야 할 곳에서 멀리 떨어져 있다는 것을 알았습니다. 따라서 가장 중요한 요소는 가능한 한 빨리 격차를 줄이는 것이었습니다. 이것이 바로 우리가 처음 6번의 금리 인상에 대해 75bp와 50bp의 증분을 사용하여 금리 경로가 시작될 때 역사적으로 가파른 상승을 보인 이유입니다.

그러나 정책 금리가 제한적인 영역으로 이동함에 따라 과제는 신속한 조치에서 경로를 정확하게 조정하는 것으로 바뀌었습니다. 특히, 우리는 2%라는 "적시" 수익률을 제공하고 높은 신뢰도를 바탕으로 이를 달성하는 금리 경로를 설정해야 했습니다.

이 길을 가기 위해서는 과거와는 다른 접근이 필요했습니다.

여러 차례의 큰 충격에 직면하면서 우리가 경제로부터 받는 정보를 어떻게 해석하고 순위를 매길지에 대한 상당한 불확실성이 있었습니다.

한편으로는 과거 데이터에 대해 훈련된 모델에 너무 많이 의존하는 것은 위험했을 것입니다. 해당 데이터가 더 이상 유효하지 않을 수 있기 때문입니다. 예를 들어 선호도의 변화, 에너지 가격 상승, 지정학이 경제 구조를 변화시켰는지 여부를 알 수 없었습니다.

반면, 현재 데이터에 너무 많이 의존하는 것은 중기적으로 예측력이 거의 없는 것으로 판명된 경우에도 똑같이 오해를 불러일으킬 수 있습니다. 충격이 경제 전반에 걸쳐 진행됨에 따라 현재 데이터는 실제 인플레이션 추세보다 더 많은 지연을 반영했을 수도 있습니다.

그래서 우리는 기본 인플레이션 및 통화 전송에 대한 현재 데이터와 예측을 혼합하여 이러한 불확실성을 방지하기 위한 프레임워크를 구축했습니다. 목표는 중기 전망에 대한 다양한 정보를 신속하게 업데이트할 수 있는 단일 평가로 결합하는 것이었습니다.

우리의 예측은 경제의 기본 매개변수가 안정적으로 유지된다는 가정 하에 미래 인플레이션에 대한 포괄적인 평가를 제공했습니다. 동시에, 현재 데이터를 살펴보면 인플레이션의 지속적인 구성 요소를 식별하고 예측 모델에서 누락되었을 수 있는 구조적 변화를 설명할 수 있었습니다.⁸

이 반응 함수에서 인플레이션 전망에 대한 우리의 평가는 우리의 예측에 따라 결정되지만 이에 국한되지는 않습니다. 우리는 기초 인플레이션을 측정하기 위해 다양한 척도를 사용합니다. 그리고

통화정책의 강도를 평가할 때 우리는 은행, 자본시장, 실물경제를 고려합니다.

결과적으로, 새로운 정보의 흐름이 지속적으로 중기 인플레이션에 대한 그림을 추가하고 개선하는 반면, 우리는 특정 데이터 포인트에 얽매이지 않습니다.

데이터 의존성은 데이터 포인트 의존성을 의미하지 않습니다.

이 프레임워크는 정책 주기의 "긴축" 및 "유지" 단계를 탐색하는 데 도움이 되었으며 지난 정책 회의에서 첫 번째 금리 인하를 실시할 수 있다는 확신을 주었습니다.

이 단계에서 우리는 인플레이션 기대치 분포의 "우측 꼬리"가 좁아지는 것을 확인했으며, 이는 인플레이션이 목표 수준으로 시기적절하게 회복되는 것과 일치합니다.

가격

그러나 우리의 정책 경로는 인플레이션을 완화하는 데 도움이 되었지만 경제 성장도 약화시켰습니다. 경제가 5분기 연속 부진한 가운데 금리는 꾸준히 오르고 높은 수준을 유지했다.

이러한 패턴은 중앙은행이 인플레이션과 생산량을 반대 방향으로 밀어내는 충격에 직면할 때 피할 수 없습니다. 하지만 이번에는 과거 유사한 에피소드에 비해 디스인플레이션 비용이 억제되었습니다.

이것은 나에게 이 주기의 세 번째 구체적인 특징을 제시합니다.

인플레이션 충격의 규모를 감안할 때 '연착륙'은 아직 보장되지 않는다. 1970년 이후 역사적 금리 주기를 살펴보면, 에너지 가격이 높은 동안 주요 중앙 은행이 금리를 인상했을 때 경제 비용이 일반적으로 상당히 가파르다는 것을 알 수 있습니다.⁹

이 기간 동안 경기 침체나 심각한 고용 악화를 피하는 것으로 정의된 성공적인 연착륙 중 약 15%만이 에너지 가격 충격 이후 달성되었습니다.

그러나 이 사이클은 지금까지 과거 패턴을 따르지 않았습니다.

인플레이션은 이전 연착륙 기간보다 훨씬 더 높은 지점에서 최고조에 달했지만 속도도 더 빠르게 감소했습니다. 성장은 비록 그 범위의 바닥에 가깝지만 이전 연착륙 사건의 범위 내에 머물고 있습니다. 그리고 노동시장의 성과는 유난히 양호했습니다.

GDP 성장 둔화에도 불구하고 고용은 증가하여 2022년 말 이후 260만 명이 증가했습니다. 그리고 실업률은 유로 지역에서 역사상 최저 수준이며, 이전 주요 경제국의 연착륙 기간 동안 관찰된 범위 내에 있습니다.

노동 시장의 탄력성은 그 자체로 유로존을 강타한 충격의 특이한 혼합을 반영합니다. 노동력 부족으로 인해 기업은 더 많은 노동력을 비축하고 더 높은 이윤과 낮은 실질 임금으로 인해 그렇게 하기가 더 쉬워졌습니다.¹⁰

결과적으로, 성장 둔화에서 실업 위험 증가 및 수요 감소의 일반적인 전파는 동일한 정도로 발생하지 않았습니다.

현재 우리는 미래 인플레이션, 특히 이윤, 임금, 생산성의 연계가 어떻게 전개될지, 경제가 새로운 공급 측면 충격에 직면할지 여부와 관련하여 여전히 여러 가지 불확실성에 직면해 있습니다. 그리고 목표를 초과하는 인플레이션 위험이 지나갔다는 것을 확신할 만큼 충분한 데이터를 수집하는 데는 시간이 걸릴 것입니다.

강력한 노동 시장은 새로운 정보를 수집하는 데 시간을 투자할 수 있다는 의미이지만, 성장 전망이 여전히 불확실하다는 사실도 염두에 두어야 합니다. 이 모든 것은 데이터에 의존하고 회의를 통해 정책 결정을 내리려는 우리의 결심을 뒷받침합니다.

결론

결론을 내리겠습니다.

우리의 정책 결정은 인플레이션 기대치를 성공적으로 유지했으며, 인플레이션은 내년 후반기에 2%로 회복될 것으로 예상됩니다. 인플레이션 충격의 규모를 고려하면 이러한 완화는 여러 면에서 주목할 만합니다.

수백만 개의 기업과 근로자가 이익과 소득을 보호하기 위해 독립적으로 노력하고 있음에도 불구하고 우리의 2% 인플레이션 목표는 여전히 신뢰할 수 있으며 인플레이션 과정을 계속해서 고정시켜 왔습니다.

이는 중앙은행이 지난 30년 동안 물가 안정과 중앙은행 독립성에 초점을 맞춰 구축해 온 정책 프레임워크의 가치를 말해줍니다. 그리고 이것이 바로 우리가 모든 유럽인의 이익을 위해 인플레이션을 목표 수준으로 낮추겠다는 약속을 흔들지 않을 이유입니다.

고(故) 축구선수이자 감독인 바비 로슨 경(Sir Bobby Robson)은 "첫 90분이 가장 중요하다"고 말했습니다. 마찬가지로, 우리는 경기가 승리하고 인플레이션이 2%로 회복될 때까지 쉬지 않을 것입니다.

¹ 많은 선진국에서 지난 반세기 동안 통화 정책 주기가 어떻게 발전했는지, 그리고 해당 국가의 현재 주기가 과거와 어떻게 다른지에 대한 보완적인 논의는 Forbes, K., Ha, J. 및 Kose, MA(2024)를 참조하세요. , "

[속도주기](#)", 신폴라 중앙은행 ECB 포럼에서 발표된 논문.

² Babura, M.et al. (2023), "[핵심 인플레이션을 이끄는 요인은 무엇인가? 공급 충격의 역할](#)", [일하고 있는 종이 시리즈](#) , 아니오 2875, ECB.

³ Giannone, D. 및 Primiceri, G. (2024), "[팬데믹 이후 인플레이션의 동인](#)", 종이 신폴라에서 열린 중앙은행 ECB 포럼에서 발표되었습니다.

⁴ D'Acunto, F., Charalambakis, E., Georgarakos, D., Kenny, G., Meyer, J. 및 Weber, M.(2024), "가계 인플레이션 기대: 통화 정책에 대한 최근 통찰 개요", _____ 논의 _____ 종이 시리즈 , 24번, ECB.

⁵ Górnicka, L. 및 Koester, G. (eds) (2024), " 유로 지역의 협상 임금에 대한 미래 지향적인 추적기 ", 수시 논문 시리즈 No 338, ECB. _____ ,

⁶ ECB(2022), "인플레이션 인식과 기대", 12월 7일; 및 ECB(2022), " _____ 전문 예측가를 대상으로 한 ECB 설문조사 – 2022년 4분기", 십월. _____

⁷ Christofel, K. 및 Farkas, M. (2024), "통화 정책 및 고정 해제의 위험 인플레이션 기대", _____ IMF 작업 서류 _____ , 곧.

⁸ Lagarde, C. (2024), "새로운 위험 환경에서의 정책 수립", 6월 14일 제30차 두브로브니크 경제회의 연설.

⁹ 1970년부터 2022년까지 인플레이션 목표를 설정하는 9개 중앙은행의 48개 통화 정책 주기 샘플을 기반으로 한 ECB 분석에 따르면. ECB 블로그에서 "인플레이션 탐색: 통화 정책 주기의 역사적 관점"이라는 제목의 향후 게시물을 참조하세요.

¹⁰ Arce, O. 및 Sondermann, D. (2024), "오랫동안 낮았습니까? 최근 생산성 저하 이유", _____ 그만큼 ECB 블로그, 5월 6일 _____