

앤드류 베일리: 불확실한 시대의 통화 정책

2025년 5월 9일, 노스웨스턴 대학교 국제 거시경제 센터와 아이슬란드 중앙은행이 공동으로 주최한 레이카비크 경제 컨퍼런스에서 영국 중앙은행 총재 앤드류 베일리가 한 연설.

...

북대서양 한가운데 있는 섬나라 주민들에게는 우리가 살고 있는 이 세상이 큰 충격으로 인해 삶의 방식이 흔들리고, 적응하고, 회복탄력성을 키우고, 행동할 준비를 하도록 강요받는다라는 사실이 새삼스럽지 않을 것입니다. 어떤 날은 맑고 푸른 하늘 아래 북쪽에서 차가운 바람이 불어옵니다. 또 어떤 날은 구름으로 뒤덮인 하늘 아래 남쪽에서 가을의 음울한 비가 쏟아져 들어옵니다. 때때로 지각판이 이동하고 화산이 폭발하기도 합니다. 이 비유를 장황하게 설명하지는 않겠습니다. 다만, 우리는 큰 경제적 충격이 통화 정책 체계의 견고성과 회복탄력성을 시험할 수 있는 세상에 살고 있다는 것만 말씀드리겠습니다.

아이슬란드처럼 날씨가 거의 변동이 없는 영국에서 통화 정책의 기본 틀은 바로 인플레이션 목표입니다. 이는 이미 잘 확립되어 있으며 그 가치를 입증했습니다. 수치적 인플레이션 목표와 다양한 견해, 전문성, 경험을 갖춘 독립적인 통화정책위원회, 그리고 직원들의 전문가 분석은 인플레이션 기대치를 고정하고 물가를 안정시키는 데 중요한 역할을 했습니다.

하지만 1990년대 물가안정목표제가 처음 도입된 이후, 세상은 지금과는 달랐습니다. 제 전임자 중 한 분의 말씀처럼, 당시는 'NICE(Non-Inflationary and Consistently Expansionary)' 시대였습니다. 전반적으로 경제 활동의 변동은 공급 측면이 꾸준히 확대되는 가운데 총수요에 대한 작은 충격에 의해 주도되었습니다. 온화한 날씨 속에서 따뜻한 바람과 봄비 같은 비가 내렸습니다.

1

이 세상에서 통화 정책은 분명 어려운 과제였겠지만, 그 배경은 상당히 예측 가능했습니다. 당시 통화정책위원회(MPC) 심의의 핵심은 향후 1~2년간의 총수요 전망을 명확히 파악하고, 총공급과 일치하도록 미래지향적인 방식으로 금리를 설정하는 것이었습니다. 이를 통해 인플레이션 압력을 억제하고, 소비자물가가 목표치로 상승하는 가운데 경제가 지속 가능한 성장 궤도에 오를 수 있었습니다. 당시 세계는 정책 심의의 기준으로 하나의 핵심 예측을 활용하고, 외부 세계에 인플레이션과 정책 전망을 전달하는 데 적합했습니다. 핵심 예측 경로는 팬 차트 내에 배치함으로써, 정확성에 대한 허위 암시를 피할 수 있었습니다.²

—

세계 금융 위기는 이러한 접근 방식에 대한 첫 번째 주요 시험이었습니다. 이번 사태로 불확실성과 부와 소득 손실로 수요가 확실히 타격을 입었지만, 경제에서 수요만이 타격을 입은 것은 아니었습니다. 경제의 공급 측면도 영향을 받았고, 급격한 환율 변동은 수입 물가에 직접적인 영향을 미쳤습니다.

인플레이션 목표는 인플레이션이 목표치로 회복되는 속도와 전환 과정에서 총체적 수요와 공급 간의 균형 사이의 분명한 상충 관계를 인식하고 관리하도록 적응해야 했습니다.

영국에서는 2013년 정부가 영란은행에 보낸 연례 서한에서 이러한 내용이 확대되었습니다. 이 서한은 통화정책 전달 메커니즘의 지연 시간으로 인해 인플레이션이 목표치에 도달하는 속도가 제한될 경우, 경제 활동과 고용에 바람직하지 않은 변동성을 초래할 수 있는 상황이 있음을 인지하고 있습니다. 이러한 상황을 대규모의 지속적인 충격으로 확대하는 것은 현명한 조치였으며, 이후 영국의 유럽연합 탈퇴 결정에 대한 대응으로 '상충 관리'가 시행되었습니다. 그러나 이러한 조치가 통화정책위원회(MPC)의 업무 방식을 근본적으로 바꾸지는 못했습니다. 통화정책위원회는 과거 예측 오류에서 도출된 중앙 예측과 이를 둘러싼 팬 차트를 중심으로 정책 심의 및 소통을 진행했습니다.

3

지난 5년 동안 세계는 매우 달라졌습니다. 특히 세계 금융 위기 이전의 평온했던 시절과 비교하면 더욱 그렇습니다. 제 전 동료 벤 브로드벤트가 말했듯이, 우리는 NICE에서 NaSTY('Not-AS-Tranquil Years')로 전락했습니다. 이 시기를 뭐라고 부르든, 전례 없는 일련의 세계적 충격은 통화 정책에 매우 어려운 환경을 조성했습니다. 한 세기 만에 가장 큰 팬데믹, 1945년 이후 유럽에서 벌어진 가장 큰 전쟁, 그리고 이제는 세계 양대 경제 대국 간의 무역 전쟁까지, 이러한 사건들은 총수요에 대한 작고 단순한 교란이 아니며, 낮은 생산성 증가율과 인구 고령화라는 배경 속에서 벌어지고 있습니다. 최근 세계 무역 정책의 변화가 어떻게 전개되고 우리 경제에 어떤 영향을 미칠지는 아직 미지수이지만, 팬데믹과 러시아의 우크라이나 국민에 대한 잔혹한 전쟁이 남긴 여파는 여전히 생생합니다. 우리 경제는 어려움을 겪었고, 인플레이션은 급등했습니다. 기업과 가계, 특히 저소득층에게 힘든 시기였습니다.

이러한 충격의 경제적 영향이 완화되고 인플레이션이 하락함에 따라, 긍정적인 전망도 있습니다. 명목 기준은 여전히 견재합니다. 인플레이션 목표 설정은 글로벌 충격이 국내 물가 및 임금 결정에 미치는 2차 효과에 대응하기 위한 강력한 조치와 제한적인 통화 정책 기조를 통해 인플레이션을 목표치로 지속 가능하게 되돌리는 데 기여하고 있습니다. 이러한 체계의 견고함과 회복력을 통해 우리는 인플레이션 급등을 확실히 극복할 수 있을 것이라고 말할 수 있습니다.

이는 자만심으로 들리지 않습니다. 우리는 이 기간 동안 정책 입안자와 예측가로서 직면했던 어려움에서 교훈을 얻어야 합니다. 우리의 모델, 인프라, 그리고 분석 프레임워크는 우리를 강타한 충격의 엄청난 규모와 예측 불가능성으로 인해 어려움을 겪었습니다. 이러한 예측 불가능한 대규모 사건의 스트레스 속에서 근본적인 문제들이 드러났습니다. 어떤 모델과 접근법을 사용하든 예측은 훨씬 더 어려워졌습니다. 세계 경제 환경이 과거보다 더욱 어렵고 예측 불가능할 가능성이 높다는 점은 굳이 상기할 필요가 없습니다. 따라서 우리는 민첩하고 견고한 프로세스를 구축하고, 통화 정책 결정이 효과적으로 전달되도록 적응하고 발전하는 동시에 인플레이션 압력에 체계적으로 대응해야 합니다.

그렇기 때문에 2023년 여름, 우리는 벤 버냉키에게 심각한 불확실성 속에서 영란은행의 예측 및 관련 절차에 대한 독립적인 검토를 주도해 줄 것을 요청했습니다. 우리는 그가 이 작업을 맡아주고 헌신적으로 수행해 준 데 대해 매우 감사드립니다. 예상하셨겠지만, 버냉키 의장이 작년 4월에 발표한 검토서는 영란은행과 영란은행의 관계에 대한 철저하고 신중하게 진행된 평가였습니다.

우리의 예측, 통화 정책 결정, 그리고 그 결정에 대한 소통 사이에는 큰 차이가 있습니다. 이는 포괄적인 변화 프로그램을 위한 훌륭한 촉매제가 되었습니다.

이 작업에는 많은 실질적인 요소가 있습니다. 보고서 발표 이후, 저희는 세계은행 모델 및 데이터 인프라의 핵심 부분을 지속적으로 개발하기 위해 상당한 투자를 해왔습니다. 클라우드 데이터 작업을 위한 최첨단 환경을 구축하고, 이에 따라 데이터 접근, 분석 및 시각화 시스템을 업데이트하기 위한 중요한 프로그램을 진행 중입니다. 에너지 가격 충격의 전파를 더 잘 포착하고 팬데믹 기간의 극단적인 데이터 결과에 대처하기 위해 핵심 구조적 거시 모델을 업데이트했습니다. 또한, 이기종 에이전트, 머신 러닝, 역치 벡터 자기회귀 모델, 그리고 새로운 반구조적 모델을 포함한 모델군을 확대하고 있습니다. 이러한 모델들을 향상된 예측 및 정책 분석 기능을 갖춘 모델링 및 데이터 환경으로 통합하기 위한 작업이 진행 중입니다.

그러나 더 광범위하게, 우리가 직면한 과제는 위험을 더 중요하게 여기고 기본 가정에 대한 이의를 환영하도록 프로세스를 조정하고, 더 광범위한 분석을 활용하고, 경제에 영향을 미치는 다양한 경제적 충격과 그 메커니즘을 탐구하는 동시에 인플레이션 타겟팅의 알파와 오메가인 명목상의 닛 역할을 계속 유지하는 것입니다.

9명의 개별 위원으로 구성된 MPC(통화정책위원회)는 통화정책 결정에 있어 동등한 투표권을 가지고 있었지만, 단일 핵심 모델과 전망에 대한 하나의 관점을 요약한 단일 중앙 예측에 적합하지 않았습니다. MPC에 대한 정책 논의는 마땅히 그래야 하듯, 개방적이고 솔직하며 활발하게 진행됩니다. 전문가 의견이 교환되고, 가정이 검토되며, 의문이 제기됩니다. 삼자 간 의견 충돌은 흔히 있는 일입니다. 솔직히 말해서 MPC에는 집단 사고가 존재하지 않습니다.

이 시스템은 매우 큰 강점을 가지고 있습니다. 다양한 전문 지식과 경험이 결합되어 복잡한 통화 정책 속에서도 더 나은 결정을 내릴 수 있습니다. 다양한 견해 차이는 우리가 직면한 불확실성의 불가피한 결과입니다. 하지만, 의견이 엇갈리는 이면에는 전망을 형성하는 질적 요인과 정책 기조에 대한 광범위한 합의에 대한 높은 공감대가 존재하는 경우가 많습니다.

중앙 전망에 합의하면서, 통화정책위원회(MPC)는 역사적으로 오랫동안 '최상의 집단적 판단'으로 불려 온 것을 형성함으로써 결집해 왔습니다. 이는 모든 위원들이 위원회 내 의견의 균형을 반영하는 것으로서 동의할 수 있는 전망에 대한 견해입니다. 그러나 '최상의 집단적 판단'이 정확히 무엇을 의미하는지는 정의되지 않고 모호한 상태로 남아 있으며, 논의와 협상의 여지가 있습니다. 이러한 모호성을 수용하는 것은 MPC가 경제 및 인플레이션에 대한 중앙 전망을 통해 통화 정책을 수립하는 방식과 개인의 책임성을 조화시키는 방식이었습니다.

버냉키 의장은 이러한 접근 방식을 재고하고, 핵심 사안에 대한 '최상의 집단적 판단'을 도출하기 위해 심의에만 치중하는 대신, 정책 결정 과정과 소통에 대한 시나리오를 추가하도록 촉구했습니다. 그는 이를 통해 "대중이 위험 관리 고려 사항을 포함하여 정책 선택의 이유를 더 잘 이해할 수 있을 것"이라고 말했습니다.

이에 대응하여, 제 동료 클레어 롬바르델리가 지난 가을 연설에서 밝혔듯이, 우리는 전망에 대한 더 폭넓은 논의를 바탕으로 시나리오를 프로세스에 구축해 왔습니다. 그리고 그 효과를 보기 시작했습니다.

5
—

시나리오는 특정 충격이나 일련의 충격이 경제에 타격을 줄 경우 어떤 일이 일어날지 탐구하는 데 도움이 되었을 뿐만 아니라, 주어진 일련의 충격이 다양한 경제 메커니즘의 강도에 따라 경제와 인플레이션에 어떤 영향을 미칠 수 있는지를 이해하는 데에도 도움이 되었습니다. 또한, 세계 각국의 상황, 즉 위험의 균형이 다를 때 통화 정책이 어떻게 대응해야 하는지, 그리고 마치 우리가 어떤 상황에 있는 것처럼 정책을 수립하는 것이 어떤 의미를 갖는지 생각해 보는 데에도 도움이 되었습니다. 이러한 고려 사항들은 통화 정책 심의를 더욱 풍성하게 합니다.

어제 발표된 통화정책 보고서에서 저희는 기준 전망과 함께 두 가지 대안 시나리오를 제시했습니다. 첫 번째 시나리오에서는 세계 및 국내 불확실성이 기준선보다 영국 수요에 더 큰 부담을 주어 인플레이션 압력을 완화할 수 있습니다. 두 번째 시나리오에서는 최근 에너지 가격 상승이 국내 가격에 새로운 2차 효과를 가져오고 공급이 더욱 제한되어 인플레이션 압력을 증가시킬 수 있습니다.

이러한 시나리오는 인플레이션의 단순한 상승 및 하락 위험 그 이상을 전달하기 위한 것입니다. 시나리오의 메커니즘을 제시함으로써 인플레이션이 다른 방향으로 나아갈 수 있는 이유를 탐구합니다. 또한 정책적 관점에서는 인플레이션이 기준선과 다른 이유가 수요 때문인지 공급 때문인지 중요합니다. 인플레이션의 하락과 상승의 차이가 비슷한 규모라 하더라도, 필요한 통화 정책 대응 규모는 그렇지 않을 수 있습니다. 수요 주도의 하락 시나리오는 공급 주도의 상승 시나리오보다 더 큰 규모의 통화 정책 대응을 필요로 할 가능성이 높습니다. 인플레이션과 경제 활동이 서로 다른 방향으로 움직일 때 균형을 맞추기 위한 상충 관계가 더 크기 때문입니다. 이러한 미묘한 차이점들을 시나리오의 메커니즘을 명확히 설명함으로써 커뮤니케이션에서 명확하게 드러낼 수 있습니다.

그러나 중앙은행 직원들이 제시한 이 두 시나리오를 선택했다고 해서, MPC 위원들이 개별적으로든 집단적으로든 수요에 따른 인플레이션 하방 위험과 공급에 따른 인플레이션 상방 위험에 더 큰 비중을 두는 것으로 해석해서는 안 됩니다. 또한 인플레이션 위험이 한쪽으로 치우쳐 있거나, 중앙은행 금리가 어느 한쪽으로 치우쳐질 위험이 있다고 보는 것으로 해석해서도 안 됩니다. 이 시나리오들은 경제가 취할 수 있는 여러 가지 가능한 경로 중 두 가지 예시일 뿐입니다.

강조하는 것이 중요합니다.

시나리오는 또한 예측의 근간이 되는 중요한 판단들을 탐구함으로써, 개별 MPC 위원들이 자료 내에서 자신의 입장을 정하는 데 활용할 수 있는 전망 요소들을 명확하게 제시하는 역할을 합니다. 이는 MPC 위원들이 투표에 대해 개별적으로 책임을 지고 더 많은 대중에게 자신의 입장을 설명해야 하는 영국 상황에서 추가적인 이점입니다. 더 광범위한 분석과 결합된 시나리오는 '최상의 집단 판단'에 동의하지 않고도 대안적 견해에 대한 설명을 뒷받침하는 데 도움이 될 수 있습니다.

이것이 우리의 통화 정책 소통 방향입니다. 우리는 MPC의 '최상의 집단적 판단'을 반영하는 단일 중앙 예측에서 벗어나고 있습니다.

팬 차트 내에 표시하여 관련 위험을 설명했습니다. 이는 경제 활동과 인플레이션의 변동이 주로 비교적 작은 수요 변동에 의해 좌우되는 상황에서 적절한 접근 방식이었습니다.

하지만 수요뿐만 아니라 공급에도 큰 충격을 받는 지금 우리가 살고 있는 세상에서는 이 전략이 제대로 작동하지 않습니다. 특히 정책 위원회 위원 개개인이 자신의 결정에 대해 개별적으로 책임을 져야 하는 상황에서는 더욱 그렇습니다. 따라서 우리는 전망에 대한 우리의 견해를 뒷받침하는 핵심 판단에 더 큰 비중을 두고, 정확한 수치만큼이나 근본적인 경제 상황을 강조하며, 더 폭넓은 위험 논의와 폭넓은 분석을 바탕으로 논의를 구성하고 있습니다.

우리는 MPC의 '최상의 집단 판단'이라는 모호한 개념에 부합하는 기준선이 아니라, 직원 제안에 기반한 기준선 전망을 유지할 것입니다. 또한, 기준선 주변의 위험을 탐색하고 위원회 내 의견 차이를 수용하기 위한 수단으로 시나리오를 활용할 것입니다.

시간이 지남에 따라 우리가 검토하는 시나리오는 우리의 역량이 향상됨에 따라 진화할 것입니다. 그리고 시나리오를 구축하면서, 우리는 그것들을 통화 정책 결정에 어떻게 반영했는지에 대한 설명을 발전시킬 수 있을 것입니다. 따라서 우리의 대외 홍보 또한 이러한 과정과 함께 진화할 것입니다.

이러한 변화는 우리의 인플레이션 목표 프레임워크에 회복력을 구축하고 미래에 대한 명목상의 닷을 내리는 데 도움이 될 것입니다. 바람이 불든 비가 오든, 어떤 일이 일어나든 말입니다.
2% 인플레이션 목표에 대한 우리의 헌신은 변함없습니다.

이 연설을 준비하는 데 도움을 주신 Richard Harrison, Robert Hills, Karen Jude, Martin Seneca, Matthew Waldron에게 감사드리고, 귀중한 의견을 주신 Fabrizio Cadamagnani, Alan Castle, Swati Dhingra, Clare Lombardelli, Catherine L. Mann, Huw Pill, James Proudman, Fergal Shortall, James Talbot, Iain de Weymarn에게 감사드립니다.

¹ 머빈 킹 연설 | 영국은행

² 1998년 2월 분기별 기사판 | 영국은행 새 창에서 열림

³ 람다 - 마크 카니 연설 | 영국은행

⁴ NICE에서 NEAT로 - 벤 브로드벤트의 연설 | 영국은행

⁵ 현재를 관리하고 미래를 형성하다 - Clare Lombardelli의 연설 | Bank of England