

홈페이지[/[ko](#)] [누르세요](#)[/[en/press](#)] [연설문](#)[/[en/press/speeches](#)]

목표 달성했지만, 2021년 전략 검토 이후 통화 정책의 과제는 여전히 남아 있다

제10회 분데스뱅크 IAW 강연

2025년 7월 9일 | 튀빙겐 | 요아킴 나겔

배송을 확인하세요.

1 서론

2 2021년 전략 검토 이후의 통화 정책

- 2.1 대칭적 인플레이션 목표
- 2.2 인플레이션 급증과 통화정책 대응
- 2.3 2025년 전략 평가 및 통화 정책 도구
- 2.4 강력하거나 지속적인 통화 정책 대응

3 결론

1 서론

신사 숙녀 여러분,

튀빙겐에 와서 제10회 분데스뱅크 IAW(Institut für Angewandte Wirtschaftsforschung) 강연을 하게 되어 매우 기쁩니다. 이 행사를 주최해 주신 응용경제연구소와 슈투트가르트의 동료들께 진심으로 감사드립니다.

제 말씀을 인용하며 시작하겠습니다.

"저는 우리의 전략이 복잡하다는 것을 인정합니다. 그러나 우리는 상당히 복잡한 경제 세계에 살고 있다는 점을 인식해야 합니다. 따라서 유로 시스템이 단순한 규칙을 기계적으로 따르는 방식으로는 성공적인 정책을 수행하는 것이 불가능할 것입니다."(...)^[1]

이 말을 한 사람은 오늘 90번째 생일을 맞았을 겁니다. 바로 유럽중앙은행(ECB)의 초대 총재였던 빔 뒤이젠베르크였습니다. 안타깝게도 이 네덜란드인은 총재 임기를 마치고 얼마 지나지 않은 2005년에 세상을 떠났습니다.

그는 ECB(유럽중앙은행)가 신뢰성 있고 안정성을 중시하는 중앙은행이라는 명성을 확립하는 데 핵심적인 역할을 했습니다. 이러한 성공은 ECB(유럽중앙은행)의 통화 정책 전략 덕분이었습니다.

원래 전략은 유로화 도입 전인 1998년 10월에 발표되었습니다. 2003년에 첫 번째 검토를 거친 후, 2021년에 두 번째 검토를 거치는 데 거의 20년이 걸렸습니다.

꽤 긴 시간이었습니다. 하지만 그 사이에 극복해야 했던 어려움들, 즉 금융 위기, 국가 부채 위기, 그리고 지속적인 저물가 시대를 고려하면, 검토가 거듭거듭 연기된 것은 당연한 일입니다.

2021년 검토는 착수 당시 매우 철저하고 포괄적이었습니다. 이 검토는 인플레이션 목표와 일련의 통화 정책 수단뿐만 아니라 금융 안정의 역할, 기후 변화의 영향, 그리고 소통의 역할까지 포괄했습니다.

2 2021년 전략 검토 이후의 통화 정책

2.1 대칭적 인플레이션 목표

4년 전, 집행위원회는 개정된 전략을 발표했습니다. 이 개정에서 가장 중요한 요소는 아마도 대칭적 인플레이션 목표의 도입이었을 것입니다.

새로운 전략은 비교적 복잡하고 사실상 비대칭적인 물가 안정 목표 공식을 대체했습니다. 기억하시겠지만, 이 전략에는 물가 안정에 대한 정량적 정의가 포함되어 있었는데, 이는 "유로존의 조화 소비자물가지수(HICP)가 전년 대비 2% 미만으로 상승하는 것"이었습니다. 그러나 이 정의 내에서 목표는 인플레이션을 "2% 미만, 그러나 2%에 근접하게" 유지하는 것이었습니다. 이는 해석(과 오해)의 여지를 남겼습니다._____

2021년부터 집행위원회는 중기적으로 2%의 인플레이션을 목표로 삼아 왔습니다. 이 목표는 대칭적이며, 음의 편차와 양의 편차 모두 바람직하지 않다고 간주됩니다.

나아가 통화정책위원회는 주요 정책 도구로서 기준금리의 역할을 재확인했습니다. 그러나 비전통적 조치로 알려진 다른 정책 수단들은 ECB(유럽중앙은행)의 정책 도구 목록에 그대로 유지될 것이라고 덧붙였습니다. 여기서 제가 이야기하는 것은 특히 금리 선도 가이드라인, 자산 매입, 그리고 장기 재융자 운영에 관한 것입니다._____

또한, 통화정책위원회는 통화정책 전략을 정기적으로 평가할 의향을 밝혔습니다. 다음 평가는 2025년에 실시될 예정이었습니다. 10일 전, 세 번째 업데이트를 완료하고 결과를 발표했습니다.

[2]

이번에는 통화 정책 전략을 소폭 조정했습니다. 예를 들어, 중기적으로 대칭적인 2% 인플레이션 목표를 재확인했습니다. 이 목표에서 벗어나는 양(+의 편차와 음(-)의 편차 모두 바람직하지 않다고 판단합니다. 목표에서 어느 방향으로든 크고 지속적인 편차가 발생할 경우, 필요에 따라 강력하게 또는 지속적으로 조치를 취할 것입니다.

후자는 지난 몇 년간 유난히 높은 인플레이션을 기록했던 경험에서 얻은 직접적인 교훈입니다. 이와는 대조적으로, 2021년 전략 검토는 지난 몇 년간 지속적으로 낮은 인플레이션을 염두에 두고 진행되었습니다.

2.2 인플레이션 급증과 통화정책 대응

4년 전, 유로존의 물가상승률은 2%를 넘어 가파르게 상승하기 시작했습니다. 이후 유로화 도입 이후 최고 수준으로 급등했습니다. 2021년 말에는 5%까지 치솟았고, 러시아의 우크라이나 침공 이후 2022년에는 10%를 넘어섰습니다.

통화정책 입안자들은 팬데믹 이후 급증한 인플레이션에 과감한 정책 전환을 통해 대응했습니다. 먼저 자산 판매수를 중단한 후, 주요 금리를 대폭 인상했습니다. 10회 연속 회의에서 금리를 450bp 인상했습니다.

이는 인플레이션을 다시 낮추고 목표치로 되돌리는 데 도움이 되었습니다. 사실상, 우리는 1년 전부터 금리를 인하하기 시작할 수 있었습니다.

2025년 6월 현재 물가상승률이 정확히 2%에 그친 것은 아닙니다. 유로시스템 직원들은 새로운 물가상승률 전망치를 제시했으며, 이에 따라 중기적으로 목표치를 달성할 것으로 예상됩니다.

제한적인 통화 정책은 인플레이션 기대치를 안정적으로 유지하는 데 도움이 되었습니다. 그러는 동안, 정량화 가능한 탈고착 위험이 나타났습니다. 다시 말해, 우리가 그렇게 단호하게 행동하지 않았다면 중기 인플레이션 기대치가 상당히 상승했을 수도 있습니다. 그리고 이는 목표치 달성을 지연시켰을 것입니다. [3]

중앙은행의 정책은 인플레이션 기대에 상당한 영향을 미칩니다. 하지만 소통 또한 점점 더 중요해지고 있습니다. 정책 입안자들은 물가 안정에 대한 명확한 의지를 밝히고, 정책 결정을 이해하기 쉬운 방식으로 전달함으로써 인플레이션 기대가 확고하게 자리 잡도록 도울 수 있습니다.

중앙은행의 의사소통은 가계의 예상 인플레이션을 목표치에 맞춰 효과적으로 조절하는 데 효과적입니다.

분데스뱅크 연구원들은 최근 실험을 통해 이를 입증했습니다. 더 나아가, 그들은 그 효과가 중앙은행의 소통 방식에 따라 달라진다는 것을 발견했습니다.

그들은 어떻게 그렇게 했을까?

먼저, 소비자 기대치에 대한 독일 연방은행(Bundesbank) 온라인 설문조사에서 응답자들에게 다양한 메시지를 전달했습니다. 연구진은 이러한 다양한 메시지가 응답자들의 중기 인플레이션 기대치에 어떤 영향을 미치는지 분석했습니다.

그들의 연구에 따르면, 백분율로 표시된 인플레이션 전망 정보는 기대치에 영향을 미칩니다. 그러나 긍정적이고 비전문적인 용어를 사용하여 전망을 설명하면 가계의 인플레이션 기대치를 더 효과적으로 낮출 수 있습니다. 또한, 단순한 차트를 사용하는 것이 단순히 말로만 설명하는 것보다 훨씬 효과적입니다. "그림 한 장이 천 마디 말보다 더 많은 것을 말해준다"는 속담처럼 말입니다. [4]

따라서 원활한 소통은 좋은 통화 정책의 중요한 요소 중 하나입니다. 하지만 결국 중요한 것은 중앙은행의 조치입니다.

1970년대의 경험을 통해 우리는 기대치가 하락할 경우 훨씬 더 엄격한 정책 기조가 필요하다는 것을 알게 되었습니다. 당시 상황과 달리, 이번에는 GDP(국내총생산) 성장 측면에서 훨씬 낮은 경제적 비용으로 인플레이션을 억제할 수 있었습니다. [6]

유로존의 성장세가 약화되었지만, 지금까지 경기 침체는 없었습니다. 다만 일련의 부정적인 충격에 직면해야 했습니다. 팬데믹과 그에 따른 공급망 붕괴, 그리고 러시아의 침략 전쟁과 그로 인한 에너지 위기가 유로존 경제에 중요한 영향을 미쳤습니다. 최근에는 무역 긴장과 고조된 불확실성으로 인해 경제 전망이 어두워졌습니다.

그럼에도 불구하고 향후 몇 년간 경제 성장률은 점진적으로 회복될 것으로 예상됩니다. 유로시스템(Eurosystem) 직원들은 유로존 경제 성장률을 올해 0.9%, 2026년 1.1%, 2027년 1.3%로 전망했습니다.

물가와 관련하여, 6월 유로 시스템은 올해 물가상승률을 2.0%로 예측했습니다. 이는 우리 모두에게, 특히 생계를 이어갈 수 있는지 확인해야 하는 사람들에게 좋은 소식입니다.
돈.

안타깝게도 우리는 시간을 되돌려 인플레이션 급등을 되돌릴 수는 없습니다.

통계학자와 달리 소비자들은 일반적으로 대표적인 상품 바구니 가격의 연간 변동을 고려하지 않습니다. 소비자들은 현재 구매하는 상품과 서비스의 현재 가격을 과거 가격과 비교합니다. 그리고 종종 "와, 비싸네."라고 생각합니다.

하지만 우리가 통화 정책을 결정할 때, 우리를 좌우하는 것은 물가 수준이 아니라 변화율입니다. 우리는 중기적으로 2%의 인플레이션을 목표로 할 때 물가 안정이 가장 잘 유지된다고 생각합니다.

물가 수준을 목표로 하는 통화 정책 개념이 있다는 점에 유의해야 합니다. 따라서 과거 편차를 보상해야 추세 경로로 복귀할 수 있습니다. 유로 시스템은 2021년 전략 검토에서 이러한 물가 수준 목표를 평가하고 폐기했습니다. 제 생각에는 그럴 만한 이유가 있습니다.

현재 물가상승률은 약 2% 수준입니다. 더욱 고무적인 것은 전문가들이 중기적으로 물가상승률이 전반적으로 이 적정 수준을 유지할 것으로 예상한다는 것입니다. 전문가들은 평균적으로 올해와 마찬가지로 2027년에도 2%를 예상합니다. 그 사이 1년 동안에는 거저 효과로 인해 물가상승률이 1.6%로 다소 낮아질 것으로 예상됩니다.

이는 긍정적인 기준 시나리오입니다. 그러나 현재 불확실성은 매우 높습니다. 실제로 발생할 경우 더욱 불리한 결과를 초래할 수 있는 위험 시나리오들이 존재합니다.

저희 전문가들은 또한 독일에 불리한 위험 시나리오를 예상했습니다. 미국 행정부가 4월 2일 발표한 관세가 7월 9일부터 다시 발효되는 것입니다. 이는 오늘부터 EU(유럽 연합)에서 수입되는 미국 제품에 20%의 추가 관세가 부과된다는 것을 의미합니다.

이 위험 시나리오에서는 EU(유럽 연합)가 대칭적으로 보복하고, 미중 무역 갈등이 심화되며, 불확실성이 여전히 높은 상황을 가정합니다. 이러한 시나리오는 금융 시장에 상당한 격변을 초래할 것입니다.

독일의 경우, 전문가들의 계산에 따르면 독일 경제 성장에 상당한 하방 위험이 있습니다. 2027년까지 실질 GDP(국내총생산) 성장률의 전반적인 손실은 최대 1.5%포인트에 달할 수 있습니다.

인플레이션과 관련해 이 시나리오에는 상쇄 효과가 있습니다. 한편으로는 보복적 수입 관세가 가격 압박을 높이지만, 다른 한편으로는 독일의 경제 활동이 약화되어 인플레이션이 억제됩니다.

또한, 세계 경제 성장 둔화로 인한 유가 하락은 소비자 물가 상승률을 낮추는 데 기여할 것입니다. 전반적으로 물가상승률은 기준 시나리오보다 약간 낮아질 것입니다.

지금까지 무역 갈등에 대한 합의가 이루어지지 않아 당장은 불확실성이 남아 있습니다.

백악관은 방금 세금 부과 기한을 8월 1일로 연장했습니다.

어떤 경우든, 고조된 불확실성이 빠르게 사라지는 않을 것으로 예상할 수 있습니다. 따라서 우리는 최근 통화 정책 전략 평가에서 인플레이션과 경제의 가장 가능성 있는 경로만을 고려하는 것이 아니라, 시나리오 분석과 민감도 분석의 활용을 확대할 것이라고 강조했습니다.

현재 상황에서 ECB(유럽 중앙은행) 통치위원회는 신중하게 행동하고 회의마다 데이터에 기반한 결정을 내리는 것이 좋습니다.

계속해서 높은 수준을 유지하고 있는 서비스업 물가 상승률은 여전히 신중한 접근이 필요합니다. 그러나 고무적인 것은 최근 몇 달 동안 물가가 상당히 완화되었다는 점입니다. 또한 최근 임금 동향에 따르면 서비스업의 물가 상승 압력은 더욱 완화될 것으로 예상됩니다.

기준금리는 현재 2%입니다. 명목상으로는 유로 시스템 전문가들이 계산한 자연금리(r^*) 범위의 중간 수준입니다. 이는 현재의 통화 정책이 경제에 긴축 효과도, 경기 부양 효과도 미치지 못하고 있음을 시사합니다. ^[8]

r^* 의 이론적 개념에 대한 불확실한 추정치를 지나치게 강조하고 싶지는 않지만, 우리는 향후 상황에 대응할 수 있는 좋은 위치에 있다고 말하는 것이 타당해 보입니다. 그러나 특정 금리 경로를 고수하거나, 추가 조치를 구상하거나, 심지어는 아예 배제하는 것은 현명하지 않을 것입니다.

2.3 2025년 전략 평가와 통화 정책 도구 그렇다면 지난 몇 년간의 경험을 통해 우리는 통화 정책 수

단과 관련하여 무엇을 배웠을까요?

지금은 금리 포워드 가이드를 적용할 시점은 아니지만, 포워드 가이드는 여전히 저희의 도구 상자에 있습니다. 다른 수단, 특히 대규모 자산 매입과 장기 리파이낸싱 운영에도 마찬가지입니다. 그러나 이러한 도구는 일반적으로 금리 하한선에서만 사용하며, 이 하한선에서는 유용성이 입증되었습니다.

우리의 경험상 금리에 대한 포워드 가이드와 자산 매입은 우리에게 너무 엄격한 규제를 가했습니다. 급격한 인플레이션 급등은 상황이 급변할 때 특정 기한을 고수하는 것이 얼마나 불리한지를 여실히 보여주었습니다.

따라서 우리는 더욱 유연한 방식으로 포워드 가이드를 수립하고자 합니다. 국가별 포워드 가이드는 이러한 측면에서 도움이 될 것입니다. 국가별 포워드 가이드는 특정 경제 상황(예: 인플레이션 기준치)에 따라 결정되며, 특정 일정에 따라 결정되는 것이 아닙니다. 이는 어떤 상황에서 통화 정책이 공표된 경로에서 벗어날지 명확히 보여줍니다.

더욱이, 포워드 가이드는 예측 오류에 대해 더욱 견고해야 합니다. 그렇지 않으면 예상치 못한 상황에 신속하게 대응할 수 없습니다. 통화 정책은 신뢰할 수 있어야 하지만, 정책 입안자들은 그 유연성을 지나치게 제한해서는 안 됩니다.

일반적으로 우리의 통화 정책은 거시경제 상황 변화에 따라 방향을 조정하기 위해 모든 수단을 더욱 유연하게 사용해야 합니다. 이는 자산 매입에도 적용됩니다.

자산 매입을 보다 유연하게 활용하려면 시간이 지남에 따라 자산 매입의 효과가 감소할 가능성을 고려해야 합니다. 또한, 인플레이션 전망이 개선되면 자산 매입을 중단하여 신속하게 대응할 수 있습니다.

더욱이, 이전의 대규모 자산 매입으로 인해 당사의 대차대조표는 상당한 금리 위험에 노출되었습니다. 이러한 위험은 급격한 금리 역전으로 인해 현실화되었고, 상당한 대차대조표 손실로 이어졌습니다.

기억하시겠지만, 유로 시스템은 경제를 자극하기 위한 통화 정책의 일환으로 수조 유로 상당의 저수익 자산을 매수했습니다.

이러한 매입은 대차대조표의 자산 부문에 기록되었습니다. 부채 부문에서는 이러한 매입으로 인해 매우 큰 규모의 초과 준비금이 발생했으며, 이는 예금 시설 금리로 지급됩니다.

정책금리를 인상해야 했을 때 부채 부문의 지출은 증가한 반면, 자산 부문의 수입은 낮은 수준을 유지했습니다. 전반적으로 이것이 대차대조표상 손실을 설명하는 요인입니다.

분데스뱅크의 경우, 다시 수익을 내기까지는 몇 년이 걸릴 것입니다. 분명히 말씀드리자면, 우리는 건전한 대차대조표를 가지고 있습니다. 우리는 수익 극대화를 목표로 하지 않으며, 손실이 물가 안정 유지에 지장을 주지도 않습니다. 우리는 이 문제를 잘 헤쳐나갈 수 있습니다.

하지만 최근의 경험을 고려해 볼 때, 대규모 자산 매수는 절대적인 예외로 남아야 한다고 확신합니다.

2.4 강력하거나 지속적인 통화 정책 대응 2021년 전략 검토는 당

시 지속적으로 낮은 인플레이션에 대처해야 하는 과제에 의해 상당한 영향을 받았습니다. 이 보고서는 기존 금리 정책을 제약하는 하한선으로 인해 발생하는 비대칭성을 명시적으로 고려했습니다. 또한 "경제가 하한선에 근접할 때, 인플레이션 목표와의 마이너스 편차가 고착되는 것을 방지하기 위해 특히 강력하거나 지속적인 통화 정책 조치가 필요하다"고 선언했습니다.

[10]

4년이 지난 지금도 이러한 위험은 여전히 존재합니다. 그러나 지난 4년은 목표치에서 현저하게 긍정적인 방향으로 벗어날 가능성 또한 분명히 존재한다는 것을 보여주었습니다.

따라서 강력하고 지속적인 정책 대응은 하한선에 접근할 때뿐만 아니라, 인플레이션 목표치에서 크게 상향 이탈하는 경우에도 필수적입니다.

이 점은 이제 명확해져서 고맙습니다.

3 결론

신사 숙녀 여러분,

결론적으로 말씀드리겠습니다.

최근 물가 안정세를 회복한 것은 고무적입니다. 이제 물가상승률을 2%로 지속 가능하게 안정시키는 것이 중요합니다.

그러나 우리는 전반적으로 가격 변동성이 더욱 심화될 것에 대비해야 합니다. 불확실성이 고조되는 것이 새로운 표준이 될까 봐 우려됩니다. 또한 여러 구조적 변화로 인해 중기적으로 가격 압력이 계속 높아질 것으로 예상됩니다.

이러한 발전에는 인구 고령화, 기후 변화와 기후 정책, 지정학적 분열이 포함됩니다.

앞으로도 물가 안정을 유지하는 것은 어려운 과제로 남을 것입니다. 그러나 유로 시스템은 임무에 대한 신뢰할 만한 헌신, 투명한 소통, 그리고 명확한 전략을 통해 이러한 과제를 극복할 수 있습니다.

빔 뒤아젠버그의 말은 여전히 사실입니다. 우리의 전략은 복잡하지만, 우리가 복잡한 세상에 살고 있다는 사실을 인식해야 합니다. 단일 통화 체제의 초기와 비교했을 때, 세상은 아마도 훨씬 더 복잡해졌을 것입니다.

2025년 전략 평가를 통해 저는 유로 시스템이 우리 시대의 도전 과제를 극복할 수 있는 충분한 역량을 갖추고 있다고 판단합니다. 우리는 지난 10년간의 특별한 경험에서 얻은 교훈을 바탕으로 시스템을 구축했습니다.

이사회는 시장과 대중이 이사회 활동을 잘 이해할 수 있도록 명확하고 투명한 소통을 위해 최선을 다하고 있습니다. 이러한 맥락에서 오늘 이 자리에서 제 의견을 명확하고 이해하기 쉽게 전달했기를 바랍니다.

여러분과의 토론을 기대하고 있으며, 귀하의 귀한 관심에 감사드립니다.

각주:

"지 Duisenberg, W. (1999), 프랑크푸르트 유럽 은행 회의 서론 1. [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/1999/html/sp991119_1.en.html]
도가 필요하신가요?", 프랑크푸르트 암 마인, 11월 19일. 2. , 세션 1: "시장

유럽중앙은행(2025), ECB의 통화정책 전략 성명 [https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/strategy-review/ecb.strategyreview202506_strategy_statement.en.html].

3. 유럽중앙은행(2025), 통화정책 도구, 전략 및 커뮤니케이션 보고서 [<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op372.en.pdf>], 워크숍 2: 통화 정책 도구, 전략 및 커뮤니케이션, ECB(유럽 중앙은행) 수시지침서, 372호.

4. Hoffmann, M., E. Moench, L. Pavlova, G. Schultefrankenfeld(2025), 고인플레이션 시대의 중앙은행 커뮤니케이션을 위한 KISS, [<https://www.bundesbank.de/en/publications/research/discussion-papers/a-kiss-for-central-bank-com-communication-in-times-of-high-inflation-925558>]

Bundesbank 토론 문서, 2025년 12월. 5.

Nagel, J. (2022), 현명한 정책으로 스태그플레이션의 재발을 막을 수 있다. 이제 경제가 1970년대의 부흥을 경험할 차례인가? [<https://www.politico.eu/article/stagflation-redux-prevented-smart-policy/>] 폴리티코, 6월 25일.

Nagel, J. (2024), 최근 디스인플레이션 사태에서 우리는 무엇을 배울 수 있을까? 6. [<https://www.bundesbank.de/en/press/speeches/what-can-we-learn-from-the-recent-disinflation-episode--938964>]

CEBRA(중앙은행연구협회) 연례 학술대회에서의 만찬 연설, 8월 29일.

도이체분데스뱅크(2025), 보다 제한적인 미국의 무역 정책이 7에 미칠 수 있는 잠재적 영향.

독일 경제 [<https://publikationen.bundesbank.de/publikationen-en/reports-studies/monthly-reports/monthly-report-june-2025-958724?article=forecast-for-germany-us-tariffs-initially-weigh-on-economic-growth-fiscal-policy-provides-impetus-with-a-delay-958718#The-potential-impact-of-a-more-restrictive-US-trade-policy-on-the-German-economy>]

, 6월 월간 보고서, 보충 정보. 8.

Brand, C., N. Lisack 및 F. Mazelis(2025), 유로존의 자연적 비율 추정치: 통찰력, 불확실성 및 단점 참조 [https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2025/html/ecb.ebbox202501_08~3be5a005f9.en.html]

ECB(유럽중앙은행) 경제공보, 1/2025.

Nagel, J. (2025), 연례 보고서 9를 발표하는 기자 회견에서의 서두 발언. [<https://www.bundesbank.de/en/press/speeches/introductory-statement-951882>], 2월 25일. 10.

유럽중앙은행(2021), ECB 통화정책 전략 성명 [https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.en.html]

.