한 국 은 행 금 요 강 좌
제904회(2022. 11. 11(금))

기대 인플레이션과 중앙은행의 커뮤니케이션

금융통화위원회 박기영 금융통화위원

*본 자료의 내용은 한국은행, 한국은행 금융통화위원회의 공식견해가 아니라 발표자 개인의 견해입니다.

한국은행

목차

1. 기대 인플레이션

2. 선제적 지침

3. 교훈과 과제

기대 인플레이션은 중요한가? (✓)

중앙은행은 기대 인플레이션에 영향을 미칠 수 있는가? (✓)

~~마사적~~ 거시적 불확실성은 경제적 의사결정에 영향을 미치는가? (✓)

중앙은행의 소통은 경제적 의사결정에 영향을 미치는가? (✓)

가계와 기업은 어떻게 기대 인플레이션을 형성하는가? (?)

중앙은행은 어떻게 소통해야 하는가? (? ✓)

기대 인플레이션

Alan Greenspan (1994)

"I am not saying what [inflation expectations] is a function of. We know it's a very difficult issue, but that is the key variable. It's important, but just because we can't make a judgment as to what these driving forces are in an econometric sense doesn't mean that it's not real."

Ben Bernanke (2007)

"How should we measure inflation expectations, and how should we use that information for forecasting and controlling inflation? I certainly do not have complete answers to those questions, but I believe that they are of great practical importance ... Information on the price expectations of businesses–who are, after all, the price setters in the first instance–... is particularly scarce."

Janet Yellen (2016)

"Perhaps most importantly, we need to know more about manner in which inflation expectations are formed and how monetary policy influences them."

⇒기대 인플레이션은 매우 중요하지만, 아직 이해가 부족한 상태

기대 인플레이션

기대 인플레이션은 왜 중요한가?

기대 인플레이션의 중요성

경제학 분야에서 가장 중요한 공식들 → 중요한 경제적 의사결정에 관여

- 최적 소비 조건(Euler equation): $C_t = E_t C_{t+1} - \sigma[i_t - E_t \pi_{t+1}]$
- 실업률과 물가(필립스 곡선): $\pi_t = E_t \pi_{t+1} + \gamma(u_t - u^*)$
- 기준금리 설정 방식(테일러 준칙): $i_t = c + \phi_\pi E_t \pi_{t+h} + \phi_y E_t(\text{output gap}_{t+h})$
- 자산가격 결정: $p_t = E_t \frac{p_{t+1} + d_{t+1}}{1 + i_t - E_t \pi_{t+1}}$
- 투자 결정(Tobin's q): $q = MP_K / [i_t - E_t \pi_{t+1} + \delta]$

체감 실질이자율(perceived real interest rate)은 경제적 의사결정에서 중요한 변수

$$r_t = i_t - E_t \pi_{t+1}$$

- 전통적 통화정책
  - 기대 인플레이션 $E_t \pi_{t+1}$를 특정 수준에 안착
  - 명목금리 i_t를 조정해서 r_t에 영향
- 비전통적 통화정책
  - 명목금리가 i_t가 ZLB(Zero Lower Bound)에 걸려 있음 ($i_t = 0$)
  - 기대 인플레이션 $E_t \pi_{t+1}$를 변화시켜서 r_t에 영향

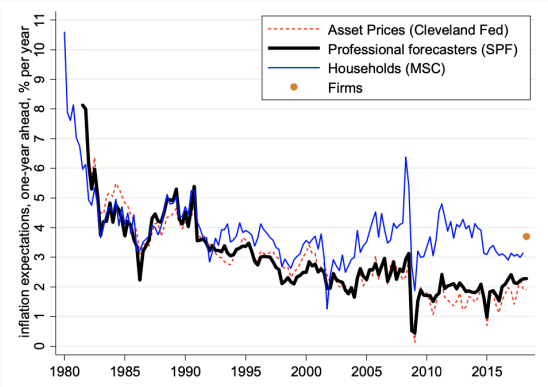
Mario Draghi (2015): "When inflation expectations go up with zero nominal rates, real rates go down. When real rates go down, investments and the economic activity improves. That's the reasoning [of QE]."

기대 인플레이션

경험적 사실들

경제주체간 상이한 기대 인플레이션

- 통상 가계/기업의 기대 인플레이션이 전문가/금융시장 기대 인플레이션보다 높게 나옴
- 누구의 기대 인플레이션에 초점을 맞춰야 하는가? → 가계와 기업의 기대 인플레이션
  - 가계와 기업은 소비, 투자, 상품가격, 임금을 결정하는 주체임



출처: Coibion et al. (2020, *JIE*)

중요한 질문[1]:

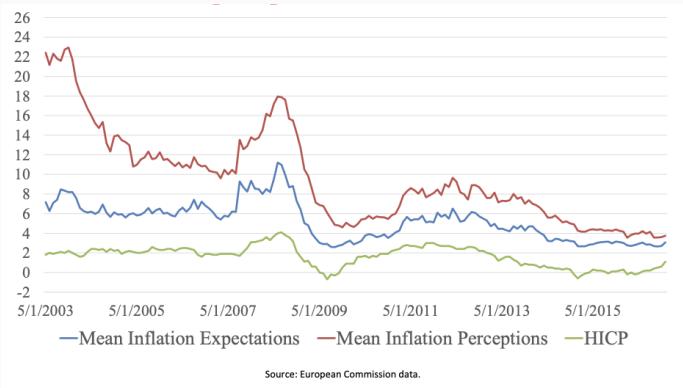
1. 어떤 요인들이 가계와 기업의 기대 인플레이션 형성에 기여하는가?
2. 통화당국이 가계와 기업의 기대 인플레이션에 영향을 미칠 수 있는가?

[1] Coibion et al. (2020, *JIE*)의 논의를 주로 참고했음

기대 인플레이션의 결정 요인

1. 주관적인 최근 인플레이션 (강함)
2. 쇼핑 경험 (강함)
3. 미디어 (중간)
4. 정책 (어떻게 하느냐에 달려 있음)

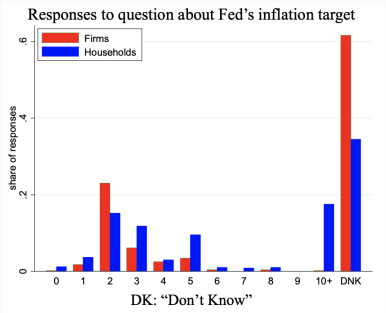
1. 주관적인 최근 인플레이션 (강함)
   - 가계/기업의 향후 인플레이션을 가장 잘 예측하는 변수는 '최근 인플레이션율이라고 믿는 수치'임
   - 최근의 실제 인플레이션과도 다를 수 있음
   - 아래 그림: 기대물가(파란색)와 체감물가(빨간색)이 실제물가(연두색)보다 더 가깝게 움직임



1. 주관적인 최근 인플레이션 (강함)
2. 쇼핑 경험 (강함)
   - 일상에서 관찰하는 가격에 따라 기대 인플레이션이 형성
   - 여성의 기대 인플레이션이 남성의 경우보다 높음 (시장 보는 경험을 고려하면 양자간 차이는 없어짐)
   - 최근 경험이 더 큰 영향
   - 가솔린(미국), 식품, 환율(우크라이나)에 더 민감 ← 이는 정보를 수집하고 처리하는 비용을 최소화하는 기제로 설명 가능

1. 주관적인 최근 인플레이션 (강함)
2. 쇼핑 경험 (강함)
3. 미디어 (중간)
   - 인플레이션 정보를 얻는 곳은 개인의 쇼핑 경험과 뉴스
   - 미디어는 통상 부정적인 인플레이션 뉴스를 더 보도
   - 잦은 미디어 노출이 가계와 전문가 기대 인플레이션 차이를 줄이나 인플레이션이 낮았던 나라에서는 효과가 작음

1. 주관적인 최근 인플레이션 (강함)
2. 쇼핑 경험 (강함)
3. 미디어 (중간)
4. 정책 (어떻게 하느냐에 달려 있음)
   - 통화정책은 전문가, 금융시장 전문가의 기대 형성에 영향을 미치나 가계, 기업의 경우 더 제한적임
   - 인플레이션이 높고 변동성이 큰 나라의 경제주체들이 인플레와 통화정책에 대한 이해도가 높음 (높은 인플레이션을 경험한 우루과이의 경우 80%가 목표 범위를 맞춤)
   - 인플레이션이 낮은 나라의 경제주체들이 인플레이션과 통화정책에 대해 상대적으로 무관심 (inattentive)한 것은 역설적으로 성공적인 통화정책의 결과로도 볼 수 있음

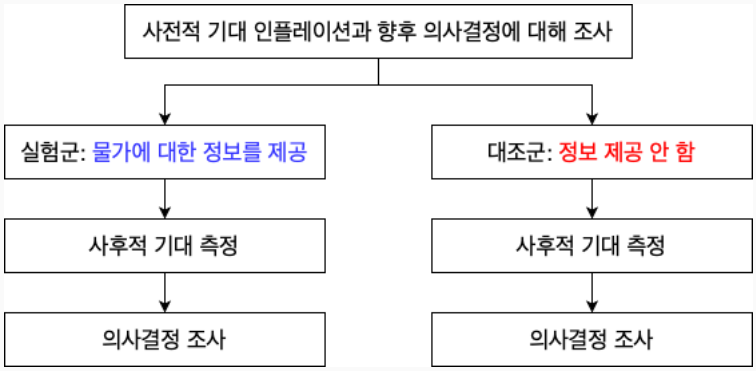


⇒ 가계와 기업을 대상으로 한 효과적인 소통 전략이 필요함

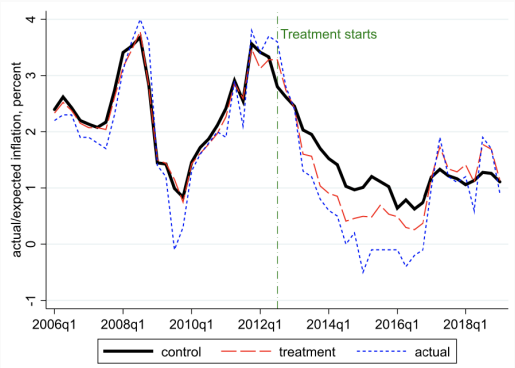
통화당국이 기대 인플레이션에 영향을 미칠 수 있는가?

- Coibion et al. (2020, *QJE*)는 이탈리아 기업을 대상으로 한 무작위 대조 실험(RCT: Randomized Controlled Trials)를 통해 최근 인플레이션 정보의 유무가 기업의 의사결정에 어떻게 영향을 미치는지 인과관계 차원에서 연구
  - 베이지언 업데이팅(Bayesian updating): 경제주체는 이전에 주어진 정보나 믿음에 기반한 사전정보(prior information)에 새로운 정보를 반영하여 사후확률(posterior probability)을 업데이트
    - 실험군(treatment group): 사후 $= (1-\phi) \times$ 사전 $+ \phi \times$ 새로운 정보
    - 대조군(control group): 사후 $=$ 사전

- 무작위 대조실험(RCT) 설계
  - 물가에 대한 정보 제공 여부만 다른 두 집단의 의사결정 차이를 파악



- 현재 물가에 대한 정보를 제공받은 기업들은 기대 인플레이션을 조정
  - 물가정보를 받은 기업의 기대 인플레이션(빨간색), 받지 않은 기업의 기대 인플레이션 (검은색), 실제물가(파란색)



- 높은 인플레이션 기대를 가진 기업들의 경우 제품가격 ↑, 신용수요 ↑, 고용과 자본투자 ↓

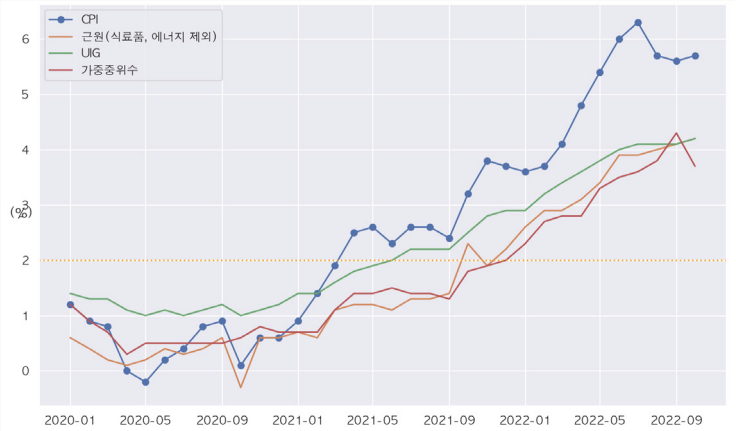
- Coibion et al. (2022, *JPE*)는 RCT를 통해 상이한 소통방식이 미국 가계의 기대 인플레이션에 미치는 영향을 연구
- (1), (2), (3)의 정보에 따라 인플레이션 기대가 어떻게 바뀌는지, 소비 지출에 어떤 영향을 주는지 연구
  (1) FOMC 성명서를 읽어 줌
  (2) 연준의 인플레이션 예상치를 알려 줌
  (3) FOMC 성명서에 대한 *USA Today*의 기사를 읽어 줌
- (2)가 (1)과 비슷한 효과를 가지며, (3)은 (1), (2)의 절반 정도 효과를 보임
- 기대 인플레이션 변화는 향후 소비 지출에 영향을 미침
- 뉴질랜드를 대상으로 한 연구에서 중앙은행이 제공한 정보의 효력은 약 6개월 정도 지속

⇒ 중앙은행의 정보 제공으로 민간의 기대 및 경제활동에 영향을 미칠 수 있으며 단순하며 지속적인 메시지 전달이 효과적일 수 있음

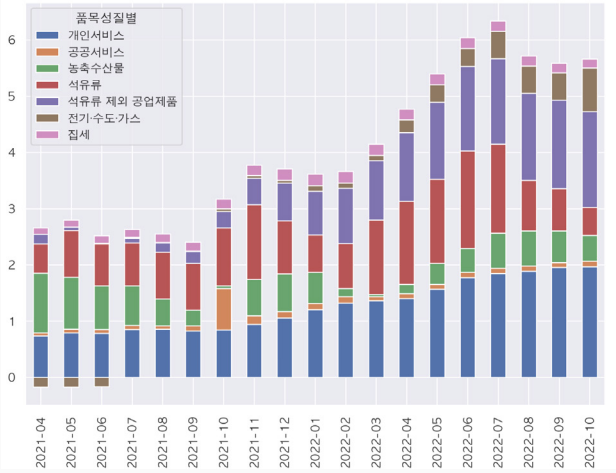
우리나라의 경우

- 기대 인플레이션과 실제 소비자물가 상승률간 상관계수가 다른 나라보다 높음
- 일반인 단기 기대 인플레이션과 전문가 장기 사이 상관계수가 작음
- '소비자물가 상승률→ 기대 인플레이션' 경로: 전문가 장기보다 일반인 단기 기대 인플레이션이 더 큰 영향을 받음
- '기대 인플레이션 → 소비자물가 상승률' 경로: sign-restricted VAR 분석 결과 일반인 단기 영향은 없고, 전문가 장기 기대 인플레이션은 유의적 영향

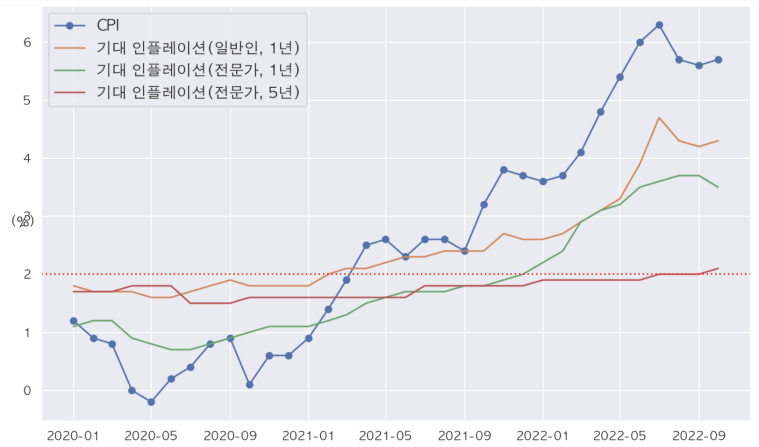
- 인플레이션 피크?
  - 해외 요인
  - 지속성, 하방경직성



- 부문별 기여도
  - 개인서비스의 기여도가 증가 추세



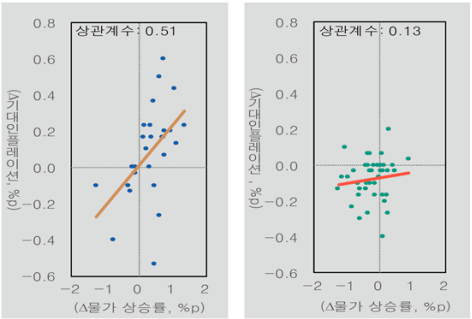
- 기대 인플레이션
  - 단기 기대의 경우 최근 CPI 상승률에 영향을 받는 것으로 보임(특히 일반인 기대)
  - 일반인 기대가 전문가 기대보다 높은 경향
  - 전문가 장기 기대 인플레이션은 물가상승률 중기 목표 2%에 안착(anchor)되어 있음



- 물가 상승기에는 (1) 더 많은 뉴스들이 제공되고, (2) 경제주체들의 물가 정보에 대한 민감도가 높아짐

물가 상승·둔화기 중 기대인플레이션[1)]과 물가 간 상관계수

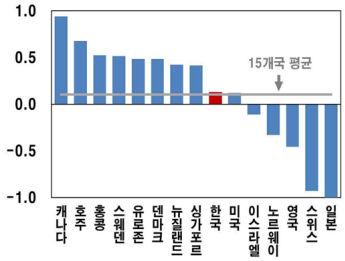
[물가 상승기]> [물가 둔화기]



주: 1) 일반인(향후 1년) 기준(대상기간: 05년 1월 ~ 21년 12월)
2) Δ는 t- t-1기를 의미
자료: 한국은행, 통계청

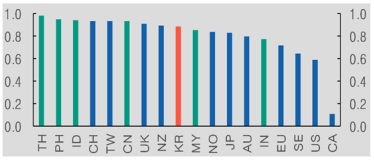
- 장기 기대 인플레이션의 안착 정도는 주요 선진국 평균 수준
- 지속성은 높은 편
- 장기 기대의 안착 정도가 낮은 경우 유가 등 비용 충격의 물가 영향도 장기화 (IMF (2018))

주요국 기대인플레이션 안착지수[1)]



주: 1) 지수가 높을수록 기대 안착 정도가 양호
자료: 저자시산

주요국[1)] 장기 기대인플레이션 지속성



주: 1) 선진국(11개국, 파란색), 신흥국(6개국, 초록색)
2) Bems et al.(2018) 방법론 이용(대상기간: 10~21년 기준)
자료: 한국은행

남윤미(2022.1, 조사통계월보)

- 실제 가격을 설정하는 기업의 기대 인플레이션이 매우 중요
- 4년마다 조사하는 기업의 가격설정행태 조사를 이용
- 2020년 11월 기준 국내 주체별 향후 1년 기대 인플레이션: 기업 10.6%, 가계 1.8%, 전문가 1.1%
- 물가목표를 알려줬던 2016년 조사: 기업 2.4%

⇒ 정보 제공의 중요성? 중앙은행의 신뢰성?

선제적 지침

통화정책 소통의 변화

- Greenspan (1987년 9월 22일)

  "Since I've become a central banker, I've learned to mumble with great incoherence. If I seem unduly clear to you, you must have misunderstood what I said."

- Powell (2018년 6월 13일)

  "Because monetary policy affects everyone, I want to start with a plain-English summary of how the economy is doing, what my colleagues and I at the Federal Reserve are trying to do, and why."

  "As Chairman, I hope to foster a public conversation about what the Fed is doing to support a strong and resilient economy. And one practical step in doing so is to have a press conference like this after every one of our scheduled FOMC meetings . . . That will give us more opportunities to explain our actions and to answer your questions. I want to point out that having twice as many press conferences does not signal anything about the timing or pace of future interest rate changes. This change is only about improving communications."

선제적 지침

선제적 지침의 개념

비전통적 통화정책

- 비전통적 통화정책(UMP: Unconventional Monetary Policy): 정책금리가 ZLB(Zero Lower Bound)에 도달하였거나 파급경로가 현저히 훼손된 상황에서 금융안정 회복과 경기침체 방지를 위해 중앙은행이 단기시장금리를 실효하한(effective lower bound) 수준으로 유지하는 데 필요한 규모 이상으로 통화량을 공급하거나 위험도가 평상시보다 크게 높아진 자산을 매입하는 조치
- 다양한 정책수단을 포괄하는데 (1) 대규모 자산매입(LSAP: Large-Scale Asset Purchase)이라 불리는 양적완화(QE: Quantitative Easing) 또는 신용완화(credit easing), (2) 만기연장, 담보범위 및 지원대상 확대, (3) 선제점 지침(FG: Forward Guidance) 등이 있음.
- (1)의 경우 기존의 이자율 중심 정책과 구분해서 대차대조표 정책이라고도 함.

- 양적완화라 통칭하는 정책들은 단순히 중앙은행의 대차대조표 확장을 통해서 금융기관과 시장에 유동성을 공급하는 것에 그치지 않고, 위기를 일으키거나 위기를 증폭시킨 원인들을 정교하게 대처했음
- 예를 들어,
  1. 증권화(securitization)로 인해 다양해진 자산을 다루기 위해 담보 대상 확대
  2. 투매(fire sale)로 인한 문제들 (추가적인 가격 하락과 이어지는 투매) 대처를 위한 만기 연장
  3. 상호연관성(interconnectedness) 심화로 인한 문제를 다루기 위해 중앙은행의 지원대상 확대

선제적 지침 (Forward Guidance)

- Great Recession 당시 기준 명목금리가 0% 하한(ZLB: Zero Lower Bound)에 도달한 뒤 기대를 바꾸는 정책에 대한 고민들이 많아졌으며 기대 관련 가장 중요한 변수 중 하나는 기대 인플레이션임
  - 대표적인 경로는 민간이 체감하는 실질금리를 변경시키는 것
- 향후 정책 방향에 대해 신호를 줌으로써 민간 경제주체들이 인플레이션이나 향후 경제 전망을 바꾸고 그 결과 현재 경제 상태에 영향을 미침.
  - 중앙은행은 FG의 내용을 대중들이 믿게 만들 능력이 있어야 함.
- 중앙은행의 신뢰성이 떨어지거나 대중들이 당국의 의중을 잘못 읽을 경우 오히려 역효과가 발생.
  - (예) '당분간 금리를 낮게 유지하겠다'는 두 가지 방향으로 해석 가능

- 이전에는 통화정책의 역할이 'party breaker'였으나 글로벌금융위기(GFC) 이후 비전통적 통화정책을 사용하던 시기에는 '모든 사람들이 파티를 즐기도록 늦은 시간까지 펀치볼을 제공하는 것'임 (William McChesney Martin, 1951-1970 연준의장)
  - "credibly promise to be irresponsible" (Paul Krugman)
- 스웨덴 및 노르웨이 중앙은행 등은 정책금리 전망의 구체적 수치 또는 경로를 공표하는 방식을 활용하고 있으며, ECB 및 브라질 중앙은행 등은 의결문과 의사록에 특정 용어 등을 활용하여 정책의도와 방향을 제시함.
- 미 연준의 경우 이에 더해 2012년 1월부터는 매분기 발표하는 경제전망요약(SEP: Summary of Economic Projections)에 FOMC회의 참석자들의 적정 페더럴펀드금리 목표 전망치 등도 공개하기 시작함 → "aggressive FG"

실행방식

- 미 연준의 경우 calendar-based → quantitative threshold → qualitative 의 순으로 실행방식이 변경
  - calendar-based: 'for some time', 'for an extended period'
  - quantitative threshold-based: 2012년 12월부터 '일정 요건 기준' 방식으로 변경 → "실업률 6.5%, 인플레이션 전망 2% 이내일 경우 제로금리를 계속 유지"
  - qualitative: "patient," "reasonably confident"

- Woodford (2012): "more LSAPs by the Fed would by themselves do nothing...instead what really matters is the Fed's communication of its future intentions." → 중앙은행의 신뢰성이 중요
- 향후 예상 단기금리에 영향을 미쳐 장기금리에 영향을 줄 수도 있음.
- FG는 향후 통화정책에 대한 정보를 주는 것임.

FG는 어떻게 실행되어야 하는가?

1. Delphic: 향후 주요 변수들의 전망치와 그에 따른 통화정책 방향을 알림 → 중앙은행의 반응함수(reaction function)를 알리는 것과 같음
2. Odyssean: 향후 통화정책 경로에 대한 commitment

- 최근 한국은행의 FG 사례 → Delphic

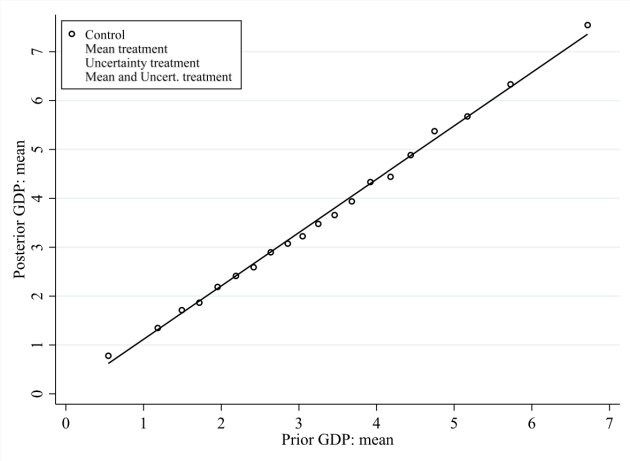
선제적 지침

선제적 지침의 효과

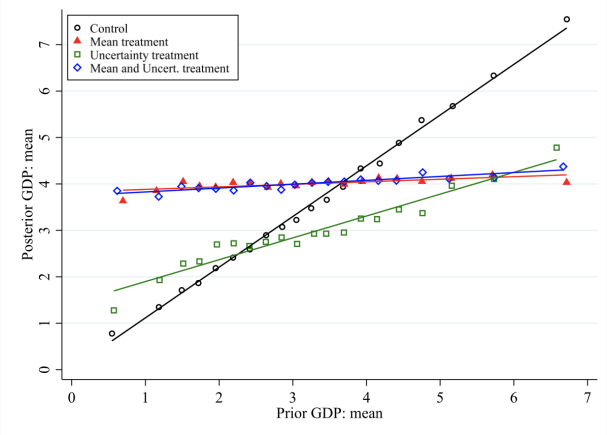
거시적 불확실성이 가계와 기업의 의사결정에 미치는 효과

- Kumar et al. (2022, WP)은 뉴질랜드 기업을 대상으로 무작위 대조 실험(RCT)을 통해 거시적 불확실성이 기업의 의사결정에 어떻게 영향을 미치는지 연구
- 향후 GDP 수준과 불확실성에 대한 상이한 정보를 제공하고 향후 기업의 의사결정이 어떻게 바뀌는지 연구
- 정보 제공(treatment)
  - 대조군: 아무런 정보를 제공하지 않음
  - 실험군1 : "뛰어난 전문가 그룹 예측치에 따르면 뉴질랜드 경제는 2021년 4% 성장" → mean treatment
  - 실험군2: "뛰어난 전문가 그룹 예측에 따르면 향후 뉴질랜드 경제에 불확실성이 크며 2021년 성장률에 대해서는 낙관적/비관적 예측의 차이가 약 3.1%" → uncertainty treatment
  - 실험군3: "뛰어난 전문가 그룹 예측에 따르면 뉴질랜드 경제는 2021년 4% 성장이 예상되며 성장률에 대해서는 낙관적/비관적 예측의 차이가 약 3.1%" → mean and uncertainty treatment

- 아무런 정보를 제공받지 않은 대조군의 경우 사전(prior) ≈ 사후(posterior)



- 정보 제공이 향후 성장률에 대한 기대를 바꿈
- '4% 성장'에 대한 정보(mean treatment)를 받은 그룹은 사전적 GDP 성장률이 얼마였든지에 관계없이 사후적 성장률을 4%대에 가깝게 기대를 수정



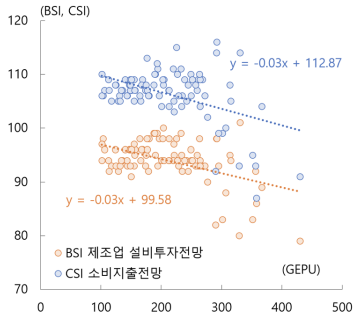
- mean treatment를 받은 기업은 향후 6개월간 고용을 2.5% 증가시킴
- 거시적 불확실성이 클수록 기업들은
  - 가격 ↓
  - 투자, 고용 ↓
  - 신기술 채택 ↓
  - 광고 지출 ↑
- 이런 효과들은 기업 단위의 미시적 불확실성을 통제한 다음에도 그대로 나타남
- 같은 방법론을 사용해서 유로 지역을 연구한 Coibion et al. (2021)에서도 불확실성이 높아질 경우
  - 가계의 경우 최소 4개월간 월간 지출 ↓↓
  - 내구재/사치재 구입 확률 ↓
  - 리스크가 큰 금융자산 투자 ↓

⇒ FG를 통해 거시적 불확실성을 줄일 필요성이 있음

우리나라의 경우

- Baker et al. (2015, *QJE*) 방법론에 기반한 글로벌 경제불확실성 지수와 우리나라의 설비투자, 소비 전망은 (−) 관계
- 출처: 한국은행 블로그 "고물가 고착 방지를 위해 금리인상을 지속" (`shorturl.at/floX7`)

그림 4. 불확실성[1)]과 소비·투자[2)]

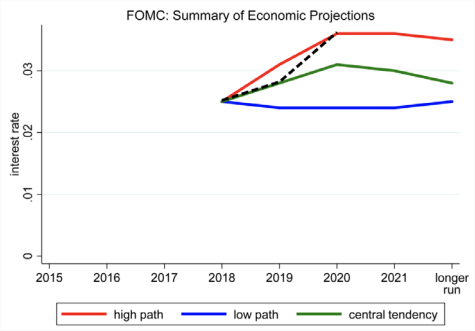


주: 1) 글로벌 경제불확실성지수(GEPU) 기준
2) 대상기간은 2015년 1월 ~ 2022년 6월
자료: Baker et al.(2015), 한국은행

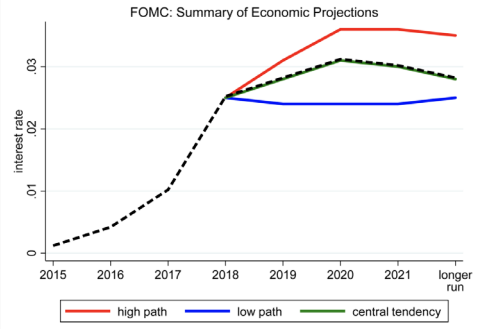
선제적 지침의 효과

- Coibion et al. (2021, WP)은 26,929명의 소비자를 대상으로 한 무작위 대조 실험(RCT)를 통해 정보 제공(information treatments)이 가계의 기대와 지출에 어떻게 영향을 미치는지 연구
- 3가지 차원에서 정보를 제공하고 대조군에는 정보를 제공하지 않음
  - 정보변수: 기준금리, 인플레이션, 시장금리
  - 시계(horizon): 현재, 과거, 미래(향후 1, 2, 3년, 그리고 장기)
  - 경로(trajectories): 중앙값(central), 상한(high), 하한(low)
- 위 정보들 제공 여부가 다음 변수들에 미치는 영향을 인과관계(causal relationship) 차원에서 파악
  - 모기지 금리 예상
  - 기대 인플레이션
  - 지출

- FG 예 1: 현재 기준금리 + 2019년 중앙값 + 2020년 상한값

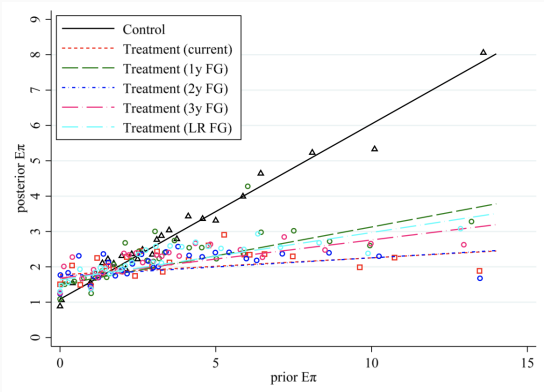


- FG 예 2: 과거 기준금리 + 현재 기준금리 + 중앙값(2019, 2020, 2021, 장기)

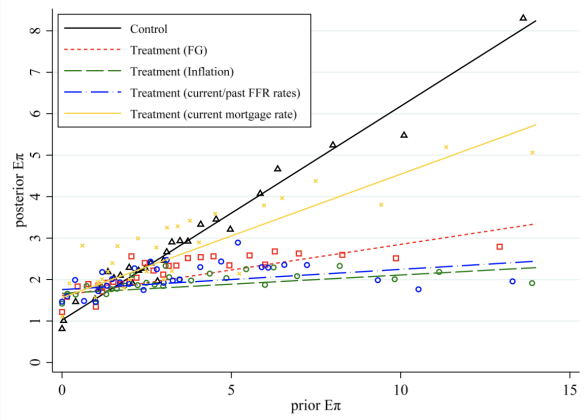


" The interest rate set by the Federal Reserve, known as the Federal Funds Rate, is currently at 2.5%. This rate was 1.0% on average in 2017, 0.4% in 2016, and 0.1% in 2015. One forecast from the Federal Reserve is that this interest rate will be 2.8% on average in 2019, 3.1% in 2020, 3.0% in 2021 and 2.8% in the longer run."

- FG 시계(현재 기준금리, 향후 1, 2, 3년, 장기)에 따른 효과
  - FG는 기대 인플레이션을 낮추는 효과가 있음
  - 2년을 넘어서는 FG는 추가적인 정보를 제공하지 않음



- FG 정보 종류(과거/현재 기준금리, 인플레이션, 현재 모기지 금리)에 따른 효과
  - 기준금리에 대한 정보 제공이 기대 인플레이션에 영향을 미침
  - 현재 물가상승률 정보가 더 큰 영향을 미침



주요 결과

- FG는 기대 인플레이션, 향후 모기지 금리에 영향을 미침
- FG는 내구재 소비에 영향을 미치나 비내구재에는 영향이 없음
- FG의 효과는 1년을 넘어서면 약해짐
  - 일회적인 정보 제공보다는 지속적 정보 제공(information campaign)이 필요함

선제적 지침

소통 전략

소통 방식

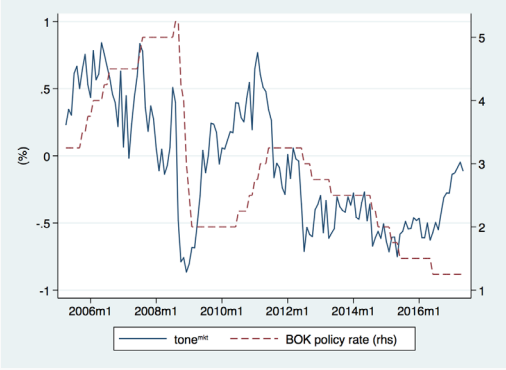
Mehrabian (1971)의 7-55-38 rule에 따르면 단어: 보디랭귀지:톤이 메시지 전달에서 하는 비중은 각각 7:55:38

- 의사록 논조 (다수의 연구)
  - 의사록 논조가 경제 변수에 포함된 것 이상의 정보를 제공
- 표정 (Curti and Kazinnik (2022, WP))
  - FOMC 기자회견시 의장의 표정을 식별
  - 단어 의미와 다른 변수들을 통제한 후에도 의장의 표정이 투자자 기대에 영향을 미침
- 목소리 톤 (Gorodnichenko et al. (2022, *AER*))
  - 딥러닝 기법을 이용해서 연준 의장 목소리의 톤을 측정
  - 연준 정책과 의사록의 논조를 통제한 다음에도 의장의 톤은 주가를 포함해서 금융 변수에 유의한 영향을 미침 → 톤이 경제 상태나 전망에 대한 연성정보(soft information)을 제공함

⇒ 어떻게 중앙은행 소통을 효과적으로 할 것인가?

금통위 의사록의 논조와 기준금리

- Lee, Kim and Park (2019, *KER*)
  - NLP 기법을 이용해서 금통위 의사록의 hawkish/dovish 정도를 $(1, -1)$ 범위로 수치화
  - 위 수치가 기존 거시변수들보다 현재, 향후 기준금리에 대한 예측력이 더 높음
  - 2016년 이후 두 시계열의 괴리?



사례: 평균 인플레이션 목표제 (Average Inflation Targeting)

- 2020년 10월 도입한 정책의 취지는 좋음: "credibly promise to be irresponsible"의 정책적 구현
- 그러나 향후 전략 미비: 평균 2%를 측정하는 기간, 2% 물가목표에서 벗어나 있는 기간, 회복 수단 등에 대한 전략적 고려 미비
- Coibion et al. (2022, *JPE-Macro*)
  - 미국 가계를 대상으로 한 일간 서베이 자료 이용
  - 평균 인플레이션 목표제를 발표한 날, 이 뉴스를 들었다는 사람들이 기대 인플레이션을 아주 조금 올렸으나 며칠내 사라짐
  - 게다가 이들이 뉴스의 내용을 이해한 것으로 보이지 않음 (연준의 새로운 전략이 이전과 어떻게 다른지 모르고, 기대 인플레이션도 변화하지 않음)
  - 1년 뒤에도 연준 전략의 변화나 내용을 잘 이해하지 못 함
- 취지는 좋았으나 통화정책 전략, 소통 측면에서 실패

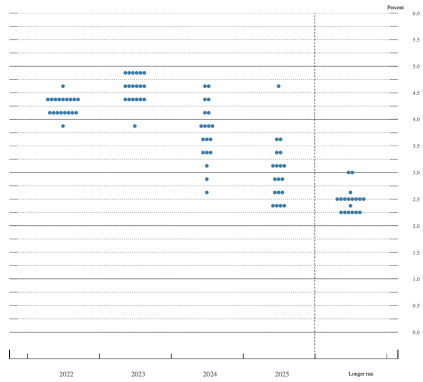
사례: ECB의 meeting-by-meeting approach

- 프랑스 중앙은행(BDF) 총재 Francois Villeroy De Galhau의 2022년 8월 잭슨홀 발언
  - 현 시점 이자율 경로에 대한 FG보다 최종 목표(end objective)에 대한 commitment가 더 중요 → "건강 상태에 관계없이 7일 입원해 있으라는 의사보다 당신의 병을 고쳐 주겠다는 의사를 더 선호"
  - 점진적(gradual) 변화보다 질서정연한(orderly) 변화가 더 중요 → 불확실성이 큰 상황에서 점진적 변화를 추구할 수도 있지만 높은 기대 인플레이션으로 인해 더 큰 금리 인상을 해야 하는 상황을 초래해서는 안 됨
  - 예상치 못한 상황에서는 이자율에 대한 기대 관리보다는 인플레이션 리스크 관리가 더 중요 → 중앙은행 반응함수에 대한 정보를 공유하고 매 회의마다 단기적 지침(short-term FG)을 제공할 필요가 있음
  - 중립금리(r^*)는 관찰 불가능하고 추정치에 대한 불확실성도 크지만 현 시점 매우 유용한 개념임 → 기준금리가 r^*보다 낮으면 정상화(normalization), r^*보다 높아야만 긴축(tightening)
- 이런 맥락에서 ECB는 7월 회의에서 '2024년 2% 물가목표 달성'을 강조했으며 향후 통화정책 방향은 회의마다(meeting-by-meeting) 데이터를 보고(data-dependent) 결정한다고 발표
- ECB의 선택: 불확실성이 큰 상황에서 이자율 경로에 대한 FG는 중앙은행 신뢰성이 훼손될 가능성이 높으며 최종 목표에 대한 확실한 약속을 통해 장기 기대 인플레이션 안착을 도모함

사례: 연준의 Summary of Economic Projections

- 점도표(dot plot)을 포함해서 적극적 FG의 형태
- 고려할 문제들:
  - '적절한(appropriate)' 통화정책이 위원마다 다를 수 있음
  - 19명(연준) vs. 7명(한국은행)
  - 중위수 vs. 평균

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



교훈과 과제

고려사항

중앙은행의 소통이 경제적 의사결정에 영향을 미칠 수 있으나 '어떻게'의 문제가 남아 있음

- 무관심(inattention): 대중은 생각보다 무관심하며 관심을 가지는 범위(span)가 제한적임
- 정보 경직성(information rigidity): 전문가 예측치 등과 같은 미래지향적 정보보다 과거 인플레이션율과 같은 과거지향적 정보에 대한 의존도가 높음
- 오해 가능성: 정보를 잘못 해석하고 경제주체마다 이질적으로 반응할 가능성
- 기대 인플레이션의 정확한 측정이 필요함
  - 특히 가격을 결정하는 기업 부문의 기대 인플레이션 자료가 부족함
  - 우크라이나, 우루과이는 분기마다 1,000개, 300개 기업 대상 서베이를 하고 있음
- '기대 인플레이션 → 경제적 의사결정' 경로는 작동하나 중간에 어떤 메커니즘이 작동하는지 이해 부족

⇒ 효과적인 소통 전략이 필요

중앙은행의 소통 전략

- 단순하면서 직접적인 정보 제공
- 지속적인 정보 제공의 필요성
- 시나리오에 맞춘 소통
  - 2014년 이탈리아의 상황: 실제 인플레이션은 1% 미만, 기업의 기대 인플레이션은 1.5%, ECB의 인플레이션 타겟 2%
  - 이 당시 이탈리아 인플레이션의 최근 수치를 강조하면 기대 인플레이션을 더 낮출 가능성이 있음
  - 대신 ECB의 인플레이션 타켓을 강조하면 기대 인플레이션 상향 조정 가능성이 있음 → 현재 인플레이션이 낮다면 실제치 보다는 인플레이션 목표를 강조
- 층화된 소통(layered communication) 전략의 중요성 인식
  - 최근 인플레이션 수치나 중앙은행 목표치를 말해 주면 가계의 기대 인플레이션이 평균 2%p 변화. 그러나 QE나 FG의 경우 0.5%p에 불과
  - 가계와 기업은 Bayesian updating → 어떤 그룹에 어떤 정보를 강조해서 보여줄 것인가?
- (경우에 따라) 정책수단보다 정책 목표에 초점
- 양방향 소통을 원활하게 하고 평가할 수 있는 인프라 구축

⇒ 우리의 경제환경을 고려한 (1) 데이터 인프라 구축, (2) 소통 관련 추가적인 경험 및 연구가 필요한 상황

한국은행 소셜미디어 채널

www.facebook.com/bankofkoreahub

www.twitter.com/bok_hub

www.flicker.com/photos/bankofkorea

www.youtube.com/user/theBankofKoreakr

story.kakao.com/ch/bankofkorea

<안내 사항>

□ 수강신청 및 취소

「한은금요강좌」의 수강 신청과 취소는 **'한국은행 홈페이지'를 통해서만 가능** (https://www.bok.or.kr)

■ **신청일시 : 강의 전주(금) 09:30 ~ 강의 당일(금) 09:30**

■ 수강신청 : 한국은행 홈페이지/경제교육/교육신청/교육신청/한은금요강좌
- 선착순, 정원 초과 시 신청 불가능
※ 2015년 4월부터 수강신청 후 결석 3회 이상 시 60일간 신청 불가능

■ 수강취소 : 한국은행 홈페이지/경제교육/교육신청/신청확인
- 금요일 09:30분 이후에는 취소 불가능

■ 문자메세지 or 아이핀을 통한 본인인증으로 로그인 (SNS로그인 사용불가)

□ 「한은금요강좌」 수료증 출력

■ 수료증은 **매월 한은금요강좌가 개최되는 마지막 금요일에** 직전 주까지의 쿠폰 (E-coupon) 수가 일정 기준* 이상 되어야 **출력** 가능

* 기본과정 : 25매 이상, 전문과정 : 50매 이상

■ "한국은행 홈페이지/경제교육/교육신청/수료증 발급"에서 출력

□ 온라인 쿠폰 확인방법

■ 쿠폰은 ① 강좌 당일 **오후 2시까지 강의실 입장**, ② **강의 종료 후(질의응답 시간 포함) 퇴장 및 출입증 반납** 및 ③ **답변기한 내 설문서* 제출**한 경우에만 발급

* 설문서는 강좌 당일 오후 5시 이후에 한국은행 홈페이지/경제교육/교육신청/신청확인에서 확인 가능하며, 다음주 월요일 오후 5시까지 접수
★ e-mail이 발송되지 않으므로 직접 **홈페이지에 접속√해서 확인**해야함 ★
√ 수강신청시 사용한 로그인 방법(문자메세지 or 아이핀)을 동일하게 사용

■ **강좌 개최 다음주 수요일부터** "한국은행 홈페이지/경제교육/교육신청/신청확인"을 통해 **확인** 가능

■ 쿠폰 유효기간 : 5년

□ 문의 : 한국은행 경제교육실 경제교육기획팀

■ 전화 : (02)759-5392, 4269 ■ e-mail : ecoedu@bok.or.kr