

버냉키, 영란은행 전망체계 개선을 위한 검토보고서 발표

1 경 과

- 2022년 이후 영국의 경우 주요국에 대비 높은 물가 수준이 지속되고 이 과정에서 **영란은행이 물가 전망을 뒤편게 지속적으로 상향 조정하면서** 영란은행에 대한 **국민들의 신뢰도가 크게 저하***

* 일반인의 영란은행에 대한 물가안정 신뢰도(Bank of England/Ipsos 조사)는 1999년 조사 이래 처음으로 2022.5월 순만족도(만족-불만족) 마이너스를 기록하였으며 이후 현재까지 플러스로 회복되지 못하고 있는 상황(2024.4월 조사: 순만족도 -5%(만족 24%, 불만족 29%))

- 2023.5월, **Huw Pill 영란은행 수석 이코노미스트**는 재정위원회 증언에서 **영란은행이 물가 전망경로를 그간 낮게 예측해 왔음을 인정**하면서 전망 오류를 점검하고 있다고 발언
- 6월, Harriet Baldwin 하원 재정위원장은 영란은행 이사회 의장 앞 공개 서한에서 영란은행 전망체계에 대한 긴급 점검을 요청하였으며, 이에 **David Roberts 의장은** 답신을 통해 **영란은행 전망체계에 대한 외부 종합검토를 실시**하겠다고 밝힘
- 7월, 영란은행 이사회 산하 IEO(Independent Evaluation Office)*는 **버냉키 前 연준 의장에 영란은행 전망체계 개선을 위한 검토를 의뢰**

* 영란은행 정책성과 평가 의무를 가지는 이사회를 실무적으로 보좌하는 조직으로 금번 버냉키 전 의장의 전망체계 개편 업무를 지원

- 2024.4.12.일 **버냉키는 영란은행 전망체계 개선을 위한 검토보고서***를 발표

* "Forecasting for Monetary Policy making and communication at the Bank of England: A Review"(2024.4.12., Bank of England)

- 동 보고서는 ① **경제전망 모형**, ② **경제전망 프로세스**, ③ **경제전망 커뮤니케이션 방식** 등 세 분야의 개선을 골자로 하고 있으며 **총 12가지 권고 사항을 수록**

작성자 : 김낙현 차장

2 주요 내용

- **버냉키는 검토보고서에서** 영란은행 전망체계 개선을 위해 ① 유용성이 떨어지는 것으로 판단되는 **팬차트(fan chart)를 커뮤니케이션 시 삭제**하고, ② 기존 중심 전망(central forecast)에 더해 **대안적 시나리오 분석(alternative scenario analysis)을 추가**할 것을 **권고**
- ③ 기존의 시장기대에서 유도된 정책금리 경로를 **MPC 자체 정책금리 예측**(개별 위원들의 dot plot 또는 위원회 전체 collective 예측)으로 **대체**하는 것이 장기적으로 바람직하나 **금번 권고사항에는 미포함**

주요 내용	기 존	권 고
① 팬차트(fan chart) 제시	○	X
② 대안적 시나리오 분석 (alternative scenario analysis)	X	○
③ MPC 자체 정책금리 제시 (MPC's own forecast of Bank Rate)	X	X

1 경제전망 인프라 개선 (Recommendation ①~④)

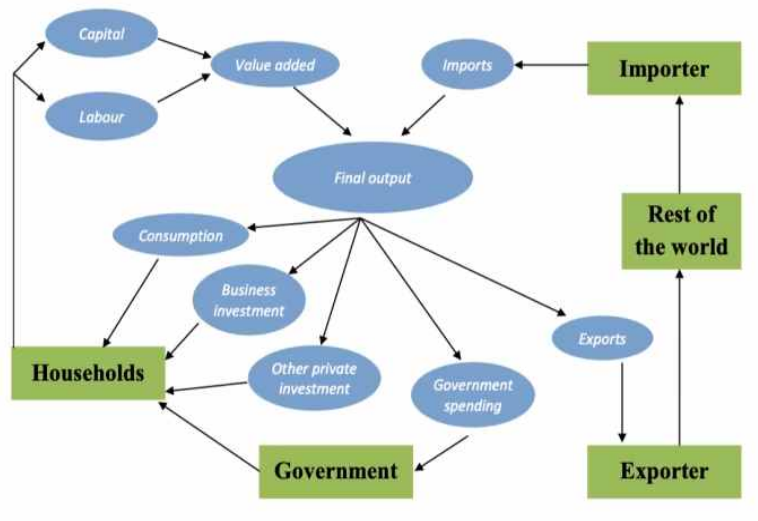
- ① **전망 S/W의** 노후화로 인해 전망 작업의 효율성이 떨어지고 있는 만큼 **지속 업데이트 및 현대화 작업을 최우선 과제**(high priority)로 신속하게 실행할 것
 - 현재 DB에 데이터를 업로드하거나 접근하는 S/W 노후화로 데이터 검색 및 추출, 그래프 작업 등이 지원되지 않는 경우가 많아 전망 작업의 비효율 초래
- ② **모형의 유지 관리 및 신규 개발**을 위한 관련 직원 투입 시간 및 전문 S/W 제공 등 **필요 자원 지원을 확대**할 것
- ③ 기존 전망 모형인 **COMPASS**(DSGE 모형)를 **교체(replace)하거나 적어도 철저히 개편(revamp)**하는 것을 포함하여 **전망 프레임워크를 면밀히 검토**할 것
 - COMPASS 모형의 단점* 등으로 인해 보조 모형 분석이 지속 추가되는 가운데 내부적으로 일관되고 효과적인 방식으로 모형의 결과와 직원의 판단을 조정하는 전망 프레임워크를 구축할 필요

* COMPASS가 고려하는 변수(부문)가 15개로 적어 누락된 세부 부문을 채우기 위한 보조 모형 분석 등 추가 분석이 ad hoc하게 증가하는 데다 중요 정책과급경로 중 일부를 제대로 포착하지 못함. 이에 따라 부문별 추가 분석 결과를 통합하는 프로세스도 점점 복잡해져 상당한 비용 발생

4] 개편된 전망 프레임워크는 다음의 핵심요소를 포함할 것

- o 임금-가격 간 상호작용 반영
- o 금융, 주택, 에너지 부문 등 세부 모형 보완
- o 생산성 변화, 노동공급, 공급망 문제, 무역 정책 등 공급측 요인에 대한 세밀한 반영

영란은행 경제전망 모형 COMPASS 개요



자료 : 영란은행 Working Paper No. 471(2013.5)

2] 경제전망 프로세스 개선 (Recommendation 5~7)

- 5] 전망 실패의 원인이 될 수 있는 모형 및 모형의 구성 요소 평가, 구조적 변화, 잘못된 모형의 가정 등을 정기적으로 논의할 필요가 있으며 이를 위한 정책위원과 직원 간 정기적(routine) 논의 절차를 마련할 것
- 6] 전망 인프라 및 품질을 개선 위해 기존 직원을 재배치할 수 있는지 결정하기 위해 인사정책을 검토할 것
 - o 전망 모형 유지 및 개발에 주도적인 역할을 하는 직원들에 대한 충분한 보상이 이루어지지 않았던 만큼 적절한 인센티브 방안 모색

7] 전망 초기 단계에서부터 **정책위원과 직원 간 대안적 시나리오를 논의·결정하는 절차를 마련**함으로써 중심 전망을 지속적으로 보완할 것

3

경제전망 커뮤니케이션 개선 (Recommendation 8~12)

8] 통화신용정책보고서(MPR)에 **중심 전망과 함께 대안적 시나리오**(alternative scenario)를 **제시**할 것

- 대안적 시나리오는 대중들에 MPC의 정책반응함수 및 정책과급경로에 관한 견해를 정보를 제공할 것으로 기대
- MPC는 특정 시점에서 가장 유용하다고(informative) 생각하는 시나리오를 선택하고 제시할지 결정하여야 함

9] **시장기대**(예: 선도금리 시장)에서 **유도된 미래 정책금리 경로**(market-implied future path of interest rate)에 **근거하여 작성된 중심 전망은** 정책결정에 대한 명확한 근거를 제시하지 않기 때문에 **덜 강조**(de-emphasise)하는 것이 바람직

- 특히 중심 전망에 근거한 정책결정이 실제 MPC의 견해와 상반되는 결과를 초래할 가능성에 대해 경계할 필요*

* 이와 관련해 별도 기자회견에서 버냉키는 MPC가 생각하는 향후 정책금리보다 시장에서 유도된 정책금리가 더 높은 경우, 이를 바탕으로 전망을 하게 되면 자신의 판단에 반하여 경기 침체(recession)를 예측하게 될 수도 있다고 발언

10] 중심 전망을 덜 강조하고 커뮤니케이션의 반복성을 줄이기 위해 **통화정책결정문**(Monetary Policy Summary)의 **경제상황에 대한 정량적 기술을 축소**할 것

11] **팬차트***는 개념적 기반이 약하고(weak conceptual foundation) 유용한 정보를 거의 제공하지 못하며 대중의 관심도도 낮은 것으로 판단되는 만큼 **커뮤니케이션 시 삭제**하는 것이 바람직

* 1992년 인플레이션 목표제(inflation targeting regime)가 도입됨에 따라 인플레이션 압력에 대한 전망이 강조되면서 영란은행은 1993.2월 인플레이션 보고서부터 팬차트를 처음 제시("The Inflation Report projections: understanding the fan chart", BOE Quarterly Bulletin, 1998.2)

- 팬차트의 기초가 되는 확률분포는 2004년 이후의 데이터를 기반으로 함에 따라 기본적으로 경제 충격을 제대로 반영하지 못하며,

관계자 인터뷰 등에 따르면 MPC가 경제적 불확실성 수준에 대한 자신의 평가를 반영하기 위해 팬차트를 수정하는 경우에도 데이터나 계량분석상 명백한 근거 없이 폭과 왜도(skewness) 등을 조정하는 것으로 판단

- 또한 언론 및 시장참가자 대상 인터뷰 결과, 대다수는 팬차트가 커뮤니케이션 가치가 낮아 크게 참조하지 않는 것으로 응답

12 영란은행의 성공적인 전망체계 개편을 위해서는 **우선 전망 인프라 개선(1~4) 관련 권고사항 실행에 초점**을 맞추고, 전망 프로세스 개선(5~7) 및 커뮤니케이션 개선(8~12)에 필요한 **여타 권고사항은 단계적으로 채택하는 접근 방식(phased approach) 필요**

MPC 자체 정책금리 예측 경로 제시에 대한 버냉키의 견해

- 시장에서는 금번 검토보고서에서 팬차트 삭제 외에 MPC의 자체 정책금리 예측 경로 제시가 포함될 것으로 예상*했으나, 실제로는 동 방안을 권고에 포함시키지 않고 추후 논의하자는 견해를 제시

* 2012년 버냉키가 미 연준 의장 당시 점도표를 미 연준에 처음 도입한 바 있어 당초 영란은행에도 도입을 권고할 것이라는 견해가 지배적이었음

- 여타 주요국 중앙은행들이 시장 기반 정책금리 경로 대신 MPC 자체 금리 예측(개별 위원의 예측 또는 위원회 collective 판단 등의 방식) 경로로 대체하여 무리 없이 운용하고 있는 것이 사실이나,

영란은행 운영상 중대한 결과(highly consequential)를 초래할 수 있는 공격적인 접근 방식이 될 수 있는 만큼 후속 논의가 필요한 사항으로만 제시

- 또한 별도 기자회견을 통해 만약 영란은행이 자체금리 예측 경로를 제시한다면 미국 점도표 방식이 아닌 북유럽 중앙은행 방식처럼 단일 금리 제시 방식이 바람직하다는 견해*를 피력

* "If the BOE did go down this route, it should produce a single rate projection, as Scandinavian banks do, rather than a Fed dot plot with individual policy maker views"(Reuters, 2024.4.12.)

- **영란은행은** 버냉키 검토보고서에 대한 입장문*을 통해 **제시된 12개 권고사항 모두에 대한 조치를 취할 것**이며, **금년 말까지** 관련 **진행상황**에 대한 업데이트를 제공하겠다고 발표

* “Response of the Bank of England to the Bernanke review of forecasting for monetary policy making and communication at the Bank of England”(2024.4.24., Bank of England)

- 특히 Andrew Bailey 영란은행 총재는 이번 전망체계 개편 작업을 **한 세대에 한 번 있을 기회**(“once in a generation opportunity to update out forecasting”)로 언급하며 그 중요성을 강조

- 주요 언론 및 Think-Tank 등은 **버냉키 보고서의 권고사항이 대체로 합리적**이라고 평가하면서도 시장기대 정책금리에서 **MPC 자체 정책금리 예측 경로로의 전환을 권고하지 않은 부분**에 대해서는 **비판적인 시각**을 견지

- FT는 **사실***을 통해 버냉키 권고사항대로 팬차트를 삭제하고 중심 전망에 대한 적 시나리오 분석을 추가하는 것은 환영할만한 일이나, 영란은행이 기존대로 **시장기대에 따른 정책금리 경로를 전제하여 전망하는 한 커뮤니케이션 제고에는 한계**가 있음을 지적

* “The Bernanke review is only a starting point”(FT, 2024.4.12.)

- 영국의 주요 Think-Tank인 Resolution Foundation은 버냉키가 MPC 자체 정책금리 예측 경로 발표라는 급진적인 선택권을 영란은행에 제공하였으나 **강요하지는 않은 것** 같다고 논평

- 실제로 Bailey 영란은행 총재는 버냉키 보고서 발표 당일 기자회견에서 **MPC 자체 정책금리 예측 경로 제시에 대해 몇몇 정책위원의 유보적 입장***(reservation)이 **존재한 것이 사실**이었음을 확인

* 정책위원들은 MPC가 자체 정책금리 예측 경로를 제시할 경우 매우 강력한 형태의 가이드언스(a very strong guidance)가 되면서 추후 견해를 수정해야 하는 상황이 생길 경우 이를 정당화하는 데 어려움을 겪을(forced to justify itself) 가능성을 우려

- o 전 정책위원이자 Oxford Economics의 advisor인 Michael Saunders는 버냉키 권고사항이 전체적으로 합리적(sensible)이라 평가하면서도 **금번 기회에 MPC 자체 정책금리 경로 제시가 필요**했다고 지적
- o Capital Economics의 영국 수석 이코노미스트 Paul Dales 역시 **MPC의 자체 정책금리 경로 제시**가 정책 커뮤니케이션 제고를 위한 가장 중요한 조치였는데 이를 권고사항에 포함시키지 않은 것은 **실수**(real miss)였다고 언급