

중앙은행의 커뮤니케이션이 정책금리에 대한 기대에 미치는 영향*

배 영 수**

논문 초록

이 논문은 한국은행의 커뮤니케이션이 정책금리에 대한 기대에 미치는 영향을 실증적으로 분석하고 있다. 먼저 Eijffinger and Geraats(2006)의 방법론에 따라 한국은행의 커뮤니케이션 지수를 측정한 결과 2004년 이후 꾸준히 상승하는 것으로 나타났다. 이 지수를 이용하여 한국은행의 커뮤니케이션이 정책금리에 대한 기대의 정확성과 동조성에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 분석 결과 한국은행의 커뮤니케이션 확대는 기대의 정확성에는 통계적으로 유의한 긍정적인 영향을 미치는 반면 기대의 동조성에는 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이는 우리나라의 경우에도 중앙은행의 커뮤니케이션 확대가 경제주체의 정책금리에 대한 기대에 긍정적인 영향을 미쳐 통화정책의 효율성을 제고할 수 있음을 시사한다.

핵심 주제어: 중앙은행, 커뮤니케이션, 통화정책

경제학문헌목록 주제분류: E52, E58

투고 일자: 2014. 3. 17. 심사 및 수정 일자: 2014. 5. 7. 게재 확정 일자: 2014. 6. 13.

* 이 논문은 한국은행의 재정지원을 받아 작성된 것입니다.

** 서울시립대 경제학부 부교수, e-mail: ysbae@uos.ac.kr

I. 서 론

1. 통화정책에 있어 커뮤니케이션의 역할

중앙은행의 투명성 또는 커뮤니케이션과 관련된 생각은 1990년대 이전과 이후에 급격한 차이를 보이고 있다. 1980년대만 하더라도 대부분의 경제학자들은 정책결정자들이 관련된 정보를 최대한 적게 제공하는 것이 통화정책의 효율성을 높이는 방법이라고 믿었다. Brunner (1981)는 중앙은행의 통화정책은 소수만이 이해하는 비밀스러운 예술적 성격을 가지며 이에 대한 정보 및 접근은 소수의 엘리트에게 국한되는 것이 바람직하다고 하였다.

하지만 1990년대 들면서 이러한 생각들이 변하기 시작하여 2000년대에는 대부분의 경제학자들에게 통화정책은 단순히 단기 정책금리를 변경하는 것에 국한된 것이 아니라 경제주체의 기대에 영향을 미쳐 물가안정과 같은 원하는 목표를 달성하는 것으로 인식되었다. Woodford (2001)는 성공적인 통화정책은 단순히 초단기 이자율을 효과적으로 조정하는 것이 아니라 시장의 기대에 영향을 미치는 것이라고 하였다.

이처럼 통화정책의 효율성을 높이기 위해서는 중앙은행이 경제주체의 기대를 원하는 방향으로 유도할 수 있어야 하는데 이 과정에서 중앙은행의 투명성이 중요한 역할을 수행한다.¹⁾ Woodford (2001)는 중앙은행의 투명성은 효율적인 통화정책의 주요한 수단이 된다고 하였다.

이처럼 2000년대 들어 통화정책에 있어 경제주체의 기대에 대한 인식이 급격히 변하면서 관련 연구들도 많이 이루어졌다. 아래에서는 중앙은행의 투명성 또는 커뮤니케이션이 경제주체의 기대 및 통화정책의 유효성에 미치는 영향과 관련된 선행 연구들을 살펴보고자 한다.

대부분의 선행 연구들은 외국 논문으로 본고와 직접적으로 관련된 우리나라 논문을 찾을 수는 없었다. 다만 중앙은행 총재 및 금융통화위원회 위원들의 연설, 신문

1) 다소 다른 맥락에서 통화정책에 있어 경제주체의 기대가 중요하다고 주장하는 논문으로는 Bernanke, Reinhart and Sack (2004)와 Eggertsson and Woodford (2003) 등이 있는데 이들은 단기 이자율이 영에 가까운 상황에서 가능한 정책 수단은 경제주체의 미래 단기 이자율에 대한 기대를 변경시켜 장기 이자율에 영향을 미치는 것밖에 없다고 주장하고 있다.

기고문 등 통화정책 관련 발언이 금융시장에 미치는 영향을 분석한 논문으로 손욱·성병목·권효성(2005)이 있는데 이 논문은 개별 발언이 단기적으로 금융시장에 미치는 영향을 분석하고 있어 본고의 주제와는 직접적인 관련은 없는 것으로 생각된다. 또한 강희돈·이중식(2008)은 경제주체의 기대가 국내 경제에 미치는 영향을 분석하고 있는데 이 논문 또한 본고와는 직접적인 관련은 없는 것으로 보인다. 따라서 본고는 우리나라 자료, 특히 한국은행의 정책금리에 대한 예상 설문조사 자료를 이용하여 중앙은행의 커뮤니케이션이 경제주체의 기대에 미치는 영향을 분석한 최초의 논문이다.

먼저 Woodford(2005)와 Faust and Svensson(2001)은 커뮤니케이션의 중요성에 대해 살펴보기 위해 중앙은행의 커뮤니케이션이 통화정책에 아무런 영향을 미치지 않는 상황을 고려하고 있다. 경제 환경이 안정적이고 통화정책이 안정적인 정책함수에 의해 이루어지며 경제주체의 기대가 합리적 기대를 따르는 경우에는 통화정책과 관련된 중앙은행의 결정은 중앙은행이 한마디도 하지 않더라도 관측 가능한 데이터를 통해 완벽하게 파악될 수 있으므로 중앙은행의 커뮤니케이션이 필요하지 않다는 것을 보여주고 있다. 따라서 위의 조건이 위반되는 경우에는 중앙은행의 커뮤니케이션이 통화정책에 영향을 미칠 수 있음을 보이고 있다. 즉, 경제 환경이나 중앙은행의 정책함수가 불안정한 경우 또는 경제주체의 기대가 합리적 기대가 아니거나 정보의 비대칭성이 존재하는 경우에는 중앙은행의 커뮤니케이션이 통화정책에 영향을 미칠 수 있음을 보이고 있다.

이와 유사하게 Bernanke(2004)와 Eusepi and Preston(2007)은 경제주체의 적응적 학습과 관련된 모형을 이용하여 일반 대중이 중앙은행의 정책함수를 확실히 알지 못하여 관측 가능한 자료를 통해 추정하여야 하는 경우에는 중앙은행의 커뮤니케이션 없이는 경제가 합리적 기대 하에서 실현 가능한 균형으로 수렴한다는 보장이 없음을 보이고 있다. 따라서 이 경우에도 중앙은행이 커뮤니케이션을 확대하면 불안정한 균형이나 비확정적인 상황을 피할 수 있다.

이와 같은 중앙은행의 투명성과 커뮤니케이션, 그리고 경제주체의 기대와 관련된 논문에서 중앙은행의 투명성과 커뮤니케이션이라는 용어가 혼재되어 사용되고 있는데 먼저 둘 사이의 차이를 명확히 하는 것이 향후의 논의에 도움이 될 것이다.

Faust and Svensson(2001)은 중앙은행의 투명성을 일반대중이 중앙은행의 정책 목표와 의도를 관측 가능한 정보로부터 얼마나 쉽게 추론할 수 있는 지로 정의

하고 있다. 반면 중앙은행의 커뮤니케이션은 중앙은행과 일반대중과의 (양방향) 소통으로 정의되고 있는데 대부분의 경우 중앙은행으로부터 일반대중으로의 정보 전달이 주가 된다. 따라서 엄밀한 의미에서 보면 투명성과 커뮤니케이션은 서로 다른 개념으로 볼 수 있다. 하지만 중앙은행이 일반대중에게 의도적으로 왜곡된 정보를 제공하지 않는 한 커뮤니케이션의 확대는 투명성의 제고를 가져온다고 볼 수 있다.

이를 고려하여 대부분의 선행 논문에서 중앙은행의 투명성과 커뮤니케이션을 같은 의미로 번갈아가며 사용하고 있으며 이 주제와 관련된 최근의 서베이 논문인 Blinder et al. (2008)에서도 같은 입장을 취하고 있다. 따라서 본 논문에서도 중앙은행의 커뮤니케이션이 확대되면 투명성이 높아지고 일반대중이 중앙은행의 정책 목표와 의도를 더 정확하게 이해할 수 있는 것으로 보아 두 용어를 번갈아가며 사용하고자 한다.

2. 중앙은행 커뮤니케이션과 관련된 이슈

중앙은행의 커뮤니케이션이 경제주체의 기대에 미치는 영향을 분석하기에 앞서 그 의미를 명확하게 이해하기 위해서는 다음과 같은 사항에 대한 고려가 필요하다. 이는 커뮤니케이션 관련 최근의 서베이 논문인 Blinder et al. (2008)에서 자세히 논의되고 있다.

- (1) 중앙은행의 커뮤니케이션을 어떻게 측정할 것인지
- (2) 어떤 경제주체가 어떤 경제변수에 대한 기대를 형성하는지
- (3) 기대의 어떠한 측면에 영향을 미치는지
- (4) 어떠한 방법론을 이용하여 분석할 것인지

1) 중앙은행의 커뮤니케이션을 어떻게 측정할 것인지

중앙은행의 커뮤니케이션은 중앙은행 총재의 발언, 물가안정목표와 같은 통화정책의 기본원칙에 대한 명확한 설정, 경제전망의 공표 및 이용된 모형의 공개, 금융통화위원회 의사록 공개 정도 및 시기 등 다양한 측면을 포함한다. 이처럼 다양한 측면을 포함하고 질적인 성격이 강한 중앙은행 커뮤니케이션을 정량적으로 측정하

는 데는 많은 어려움이 있다.

그럼에도 불구하고 중앙은행의 커뮤니케이션을 정량적으로 측정할 시도가 있었는데 그 중 가장 대표적인 것이 Eijffinger and Geraats(2006)이다. 이 논문은 중앙은행의 투명성을 정치적, 경제적, 절차적, 정책적 및 운영적 등 5개 측면에서 점수를 부여한 후 이를 단순 합산하는 방식으로 총 15점 만점의 중앙은행 투명성 지수를 개발하였다. 그리고 이를 이용하여 미 연준(FRB), 유럽 중앙은행(ECB) 등 9개 주요 선진국 중앙은행을 대상으로 1998년부터 2002년까지의 중앙은행 투명성 지수를 작성하여 공표하고 있다. 그 결과를 보면 2002년 6월 현재 가장 투명성 지수가 높은 중앙은행은 뉴질랜드 중앙은행(Reserve Bank of New Zealand), 스웨덴 중앙은행(Swedish Riksbank), 그리고 영란은행(Bank of England) 등이고 가장 투명도가 낮은 중앙은행은 호주 중앙은행(Reserve Bank of Australia), 일본은행(Bank of Japan) 및 스위스 중앙은행(Swiss National Bank) 등이다.

Eijffinger and Geraats(2006)와 유사하게 Diner and Eichengreen(2007)도 중앙은행의 투명성을 정치적, 경제적, 절차적, 정책적 및 운영적 등 5개 측면에서 측정하고 있는데 Eijffinger and Geraats(2006)와의 가장 큰 차이점은 지수 작성 절차에 있다. Eijffinger and Geraats(2006)는 자신들이 작성한 지수를 각국의 중앙은행에 보내서 중앙은행 담당자의 의견을 구하는 절차를 거친 반면 Diner and Eichengreen(2007)은 각국 중앙은행 홈페이지와 연차보고서 등 공개된 정보만을 이용하여 저자들의 판단으로 지수를 작성하고 있다. 이들은 이런 방식을 따르는 것이 중앙은행 직원들의 주관적인 편의를 줄일 수 있어 더 좋은 방법론이라고 주장하고 있다. 또 다른 차이점은 Eijffinger and Geraats(2006)가 9개 주요 선진국 중앙은행만을 대상으로 2002년까지 투명성 지수를 작성한데 반해 Diner and Eichengreen(2007)은 한국은행을 포함한 100개 중앙은행에 대해 1998년부터 2005년까지 지수를 작성하여 공표함으로써 Eijffinger and Geraats(2006)를 공간적 및 시간적으로 확장하였다.²⁾

2) Diner and Eichengreen(2007)은 단순히 투명성 지수를 작성하는데 그치지 않고 이를 이용하여 중앙은행 투명성을 결정하는 요인들을 회귀분석을 통해 식별한 후 이들 변수를 도구변수로 하여 중앙은행 투명성이 생산량 변동성과 인플레이션 변동성 및 지속성에 대한 경제주체의 기대에 미치는 영향을 회귀분석을 통해 분석하고 있다. 또한 Diner and Eichengreen(2009, 2013)은 2007년도 논문을 연장하여 100개국 중앙은행 투명성 지수를 각각 2006년과 2010년까지 연장하여 발표하고 있다.

2) 어떤 경제주체가 어떤 경제변수에 대한 기대를 형성하는지

먼저 경제주체에 대해서는 크게 일반대중과 경제전문가로 나눌 수 있다. 통화정책의 궁극적인 목표가 물가안정, 경제성장 등 거시경제적 성격을 띠고 있다는 점을 감안하면 일반대중의 기대가 더 중요하다고 볼 수 있다. 하지만 현재 대부분의 선진국 중앙은행이 금리위주의 통화정책을 운영하고 있으며 이 경우 통화정책의 주된 전달경로가 단기 금융시장임을 고려하면 경제전문가들의 기대 역시 통화정책의 유효성에 있어 매우 중요하다고 볼 수 있다. 또한 통화정책이 일반대중이 쉽게 이해하기 어려운 복잡한 경제현상과 관련되어 있으므로 경제전문가의 기대와 일반대중의 기대에는 차이가 있을 수 있다. 따라서 이들의 기대를 동일하게 취급하기 보다는 서로 다른 것으로 보고 분석하는 것이 더 바람직하다고 생각된다.

기대를 형성하는 경제변수의 경우에도 크게 금리, 환율 등과 같은 금융변수와 인플레이션 및 경제성장률과 같은 거시경제변수로 나눌 수 있다. 많은 선행 연구에서 금융시장 관련 변수에 대해서는 경제전문가의 기대를, 거시경제변수에 대해서는 일반대중의 기대를 분석 대상으로 하고 있는 것이 특징이다.

3) 기대의 어떠한 측면에 영향을 미치는지

중앙은행의 커뮤니케이션이 확대되어 경제주체의 기대가 좋아졌다고 할 때 “좋아졌다”는 말의 의미가 무엇인지 명확하게 할 필요가 있다. 통상적으로 기대가 좋아진다고 하면 정확해진다는 것으로 생각하기 쉬우나 기대가 좋아진다는 것이 반드시 정확해진다는 것을 의미하는 것은 아니다. 합리적 기대 개념을 이용할 경우 기대를 형성하는 시점에서 이용가능한 모든 정보를 효율적으로 이용하는 것을 좋은 기대라고 보는 것이 더 타당하다.

이를 반영하여 Ehrmann, Eijffinger and Fratzscher(2010)은 중앙은행의 커뮤니케이션이 금융변수에 대한 기대에 미치는 영향을 분석할 때 기대의 정확성 뿐 아니라 기대의 동조성에 미치는 영향도 함께 분석하고 있다. 먼저 기대가 얼마나 정확한지를 의미하는 정확성을 측정하기 위해서는 예측오차의 제곱 또는 절대값 등과 같은 지표를 이용하였다. 한편 경제주체의 기대가 얼마나 동일한지를 의미하는 기대의 동조성은 경제주체별 기대의 표준편차 및 사분위수 범위 등과 같은 변동성 지표를 이용하여 측정하였다.

4) 어떠한 방법론을 이용하여 분석할 것인지

이처럼 중앙은행의 커뮤니케이션을 어떻게 측정할 것이며, 어떤 경제주체가 어떤 경제변수에 대한 기대를 형성하는지, 그리고 기대의 어떠한 측면에 영향을 미치는지를 명확하게 하였으면, 다음 단계는 데이터를 이용하여 중앙은행의 커뮤니케이션이 경제주체의 기대에 미치는 영향을 실증적으로 분석하는 것이다.

중앙은행 투명성이 경제주체의 기대에 미치는 영향을 분석한 가장 대표적인 논문으로는 Ehrmann et al. (2010)을 들 수 있다. 이들은 먼저 투명성을 나타내는 변수로 Eijffinger and Geraats (2006)가 작성한 중앙은행 투명성 지수를 이용하였다.³⁾ 한편 종속변수인 경제주체의 기대로는 금리와 같은 금융변수 뿐 아니라 인플레이션 및 경제성장률과 같은 거시경제변수에 대한 기대까지도 분석 대상에 포함하고 있다. 분석결과를 보면 중앙은행의 투명성이 높아지면 금융변수에 대한 기대는 좀 더 동조화되고 정확해지는 반면 인플레이션 및 경제성장률과 같은 거시경제변수에 대한 기대에는 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

중앙은행의 커뮤니케이션이 경제주체의 기대에 미치는 영향 뿐 아니라 중앙은행의 커뮤니케이션과 통화정책 전반에 걸친 이론 및 실증 연구에 대한 종합적인 서베이 논문인 Blinder et al. (2008)은 최근까지 이루어진 연구 성과를 종합적으로 정리하고 있다.

II. 중앙은행의 커뮤니케이션이 정책금리의 기대에 미치는 영향

1. 한국은행의 커뮤니케이션 지수

여기서는 Eijffinger and Geraats (2006)와 Dincer and Eichengreen (2007)의 방법론을 이용하여 아래의 <표 1>과 같이 5가지 측면에서 한국은행의 커뮤니케이션 지수를 측정하고자 한다. Eijffinger and Geraats (2006)의 방법론에 대해서는 부록의 <중앙은행의 커뮤니케이션 지수: Eijffinger and Geraats (2006)>에 자세히 설명

3) 이들은 중앙은행의 투명성 지수 대신 커뮤니케이션과 관련된 정책 변화를 나타내는 더미변수를 이용한 분석 결과도 함께 제시하고 있다. 더미변수를 이용한 분석의 예를 살펴보면 인플레이션 목표치를 명시적으로 공표하는 것이 중앙은행의 커뮤니케이션을 확대하는 것으로 보아 해당 월에 1의 값을 가지는 더미변수를 설명변수로 놓음으로써 인플레이션 목표치 공표라는 투명성 제고 조치가 경제주체의 기대에 미치는 영향을 회귀분석을 통해 분석하는 것이다.

되어 있다.

〈표 1〉 Eijffinger and Geraats(2006)의 중앙은행 커뮤니케이션 지수 작성 방법

투명성 측면	내 용	예 시
정치적 (political) 투명성	통화정책 목표의 명확한 설정과 관련된 투명성	법에 명시된 목적, 물가안정목표제
경제적 (economic) 투명성	거시경제 정보의 공개와 관련된 투명성	경제통계 및 전망모형의 공개
절차적 (procedural) 투명성	통화정책이 결정되는 과정과 관련된 투명성	Taylor rule, 개별 위원들의 결정 공개
정책적 (policy) 투명성	통화정책 의사결정의 신속한 공개와 관련된 투명성	정책수단의 변경 여부 공개, 향후 정책에 대한 견해
운용적 (operational) 투명성	통화정책의 실제 수행과 관련된 투명성	목표 달성에 대한 평가

한국은행은 2000년 이후 중앙은행의 투명성을 제고하기 위한 정책적 노력을 지속하여 왔는데 2004년 이후 한국은행이 실시한 정책들은 다음과 같다.⁴⁾

- ① 2005. 4 의사록 발간 시기를 2개월 후에서 6주 후로 단축
 - * 절차적 투명성 (나) 0.0점 → 0.5점
- ② 2005. 6 분기 거시계량경제모형 조사통계월보 수록
 - * 경제적 투명성 (나) 0.0점 → 0.5점
- ③ 2007. 10 동태적 최적화모형 조사통계월보 수록
 - * 경제적 투명성 (나) 0.5점 → 1.0점
- ④ 2009. 1 경제전망 발표 횟수를 연 2회에서 3회로 확대
 - * 절차적 투명성 (다) 0.5점 → 0.7점
- ⑤ 2010. 1 매년 목표가 달성되었는지 평가
 - * 운용상의 투명성 (가) 0.5점 → 1.0점
- ⑥ 2012. 9 의사록 발간 시기를 6주 후에서 2주 후로 단축

4) 2004년 이후 실시된 정책들만 살펴본 것은 한국은행 정책금리에 대한 기대 설문조사가 2004년 2월부터 실시되어 커뮤니케이션이 경제주체의 기대에 미치는 영향을 분석할 때는 2004년 2월 이후의 커뮤니케이션 지수만 있으면 충분하기 때문이다.

* 절차적 투명성 (나) 0.5점 → 1.0점

⑦ 2012. 10 경제전망 발표 횟수를 연 3회에서 4회로 확대

* 절차적 투명성 (다) 0.7점 → 1.0점

먼저 한국은행은 2005년 4월 금융통화위원회 의사록 발간 시기를 회의 후 2개월에서 6주로 단축하였다. 이는 절차적 투명성 (나) 항목에서 통화정책 결정 과정에 대한 종합적인 설명을 제공하지 않거나 8주 이상을 시차를 두고 제공하던 상태에서 개선된 것을 의미한다. 하지만 1점을 받을 수 있는 종합적인 의사록과 함께 향후의 전망에 대한 설명까지 제공하는 상태로까지 개선된 것으로 보기는 어렵다. 따라서 여기서는 0.5점만 증가한 것으로 평가하고자 한다.⁵⁾ 이와 관련하여 한국은행은 2012년 9월에 다시 의사록 발간 시기를 회의 후 6주 후에서 2주 후로 더욱 단축하였다. 의사록의 2주 후 공개는 매우 신속한 것으로 특히 다음 금융통화위원회가 개최되기 전에 이전 의사록을 공개한다는 점에 커뮤니케이션을 높이는 효과가 클 것으로 생각된다. 따라서 이 조치에 의해 절차적 투명성 (나) 항목의 점수가 0.5점에서 1.0점으로 높아진 것으로 평가하였다.

2005년 6월에는 경제전망에 이용되는 분기별 거시계량모형을 조사통계월보에 수록함으로써 경제주체에게 공개하였다. 이를 중앙은행이 정책분석에 사용하는 거시모형을 공식적으로 공개하고 있는지 여부를 측정하는 경제적 투명성 (나)의 점수가 0.5점으로 높아진 것으로 반영하였다. Eijffinger and Geraats (2006)에서는 공개하지 않으면 0점, 공개하고 있으면 1점을 부여하는 것으로 되어 있는데 한국은행의 경우 거시계량모형 뿐 아니라 DSGE 모형도 경제전망에 이용하고 있어 거시계량모형의 공개를 모든 모형의 공개로 보기 어려워 여기서는 0.5점만 증가한 것으로 평가하고 다음 조치인 2007년 10월 동태적 최적화모형의 조사통계월보 수록 시에 0.5점이 추가적으로 증가한 것으로 평가하였다.

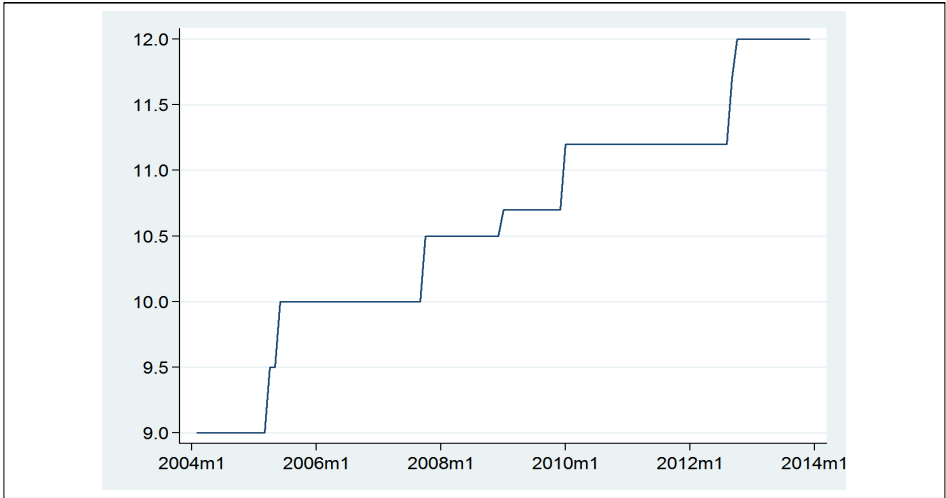
2009년 1월에는 경제전망 발표 횟수를 연 2회에서 3회로 확대하였는데 Eijffinger

5) 이처럼 Eijffinger and Geraats (2006)의 경우 점수의 배점이 (0, 0.5, 1) 또는 (0, 1)로 매우 단순화되어 있어 개별 커뮤니케이션 제고 조치의 특성을 충분히 반영하지 못하고 있다. 이는 동 논문이 많은 국가들의 커뮤니케이션 지수를 측정하고 이를 비교하는 데 그 목적이 있어 분석의 일관성 및 편의성 등을 위해 의도적으로 점수의 배점을 단순화한 것으로 생각된다. 하지만 본 논문은 우리나라의 투명성 지수만을 측정하고 있으므로 좀 더 세분화된 배점을 부여할 수 있다.

and Geraats (2006) 를 기계적으로 따를 경우 분기 1회 이하로 발표하고 있으므로 점수의 변동이 없다. 하지만 2회에서 3회로 확대한 것은 명백히 커뮤니케이션이 확대된 조치이므로 이를 반영하여 여기서는 0.7점으로 높아진 것으로 반영하고 2012년 10월 다시 연 3회에서 4회로 확대한 시점에 1점으로 높아진 것으로 평가하였다.

또한 2010년 1월에는 매년 목표가 달성되었는지 평가하는 것으로 통화정책 운영 방식을 개선하였다. 이에 따라 정기적으로 통화정책의 목표가 달성되었는지를 평가하는지 여부를 측정하는 운용상의 투명성 (가) 항목의 점수가 0.5점에서 1.0점으로 높아진 것으로 평가하였다.

〈그림 1〉 한국은행의 투명성 지수(2004:2~2013:12)



이와 같은 정책 변화를 반영하여 실제로 점수를 부여한 결과 한국은행의 커뮤니케이션 지수는 2004년 2월 9.0점으로 시작하여 7번의 점수 증가를 거쳐 2013년 12월 현재 12.0점으로 시간이 지나면서 지속적으로 상승하는 모습을 보이고 있다.⁶⁾ 이는 2004년 이후 한국은행이 중앙은행의 커뮤니케이션을 제고하는 조치들을 지속적으로 추진하여 왔을 뿐 아니라 기존 조치를 철회하거나 투명성을 낮추는 정책을 도입하지는 않았음을 의미한다. 이런 측면에서 볼 때 한국은행의 커뮤니케이션 지수가 지속적으로 증가하는 모습을 보이는 것은 당연한 현상이며 Eijffinger and

6) 5개 측면에 대한 월별 세부 항목별 점수 및 총점은 부록에 수록되어 있다.

Geraats (2006) 및 Dincer and Eichengreen (2007, 2009, 2013) 등에서도 주요국 중앙은행의 투명성 지수가 감소하는 경우는 찾아볼 수 없다.

한편 한국은행은 Eijffinger and Geraats (2006)의 기준에서 보면 커뮤니케이션 지수에 반영되지는 않지만 실질적으로는 중앙은행의 커뮤니케이션을 제고하는 다양한 정책들을 도입하여 왔는데 연도별로 통화신용정책보고서 및 연차보고서에 수록된 주요 내용을 살펴보면 아래와 같다.

- 2004 금융통화위원회 회의 직후 총재 기자간담회, 통화정책경시대회, 경제동향간담회 및 금융협의회, 통화정책에 대한 국민의식 서베이, 알기쉬운 경제지표 등 책자 발간
- 2005 한은 금요강좌 등 대국민 경제교육 확대, ECOS 개통, 우리나라의 통화정책 개정판 발간
- 2006 한국은행 경제교육 홈페이지 개통
- 2007-2009 외부 간담회 및 경제교육의 지속적 추진
- 2010 통화정책방향 의결문 내용 확충(경제상황의 구체적 기술 및 전망 추가), 투자은행과의 간담회 및 업계 CEO와의 간담회 추가
- 2011-2012 특별한 조치 없으나 개요에서 투명성을 강조

2. 정책금리의 기대에 미치는 영향

여기서는 Ehrmann et al. (2010)의 방법론을 이용하여 한국은행의 커뮤니케이션이 정책금리에 대한 기대의 정확성 및 동조성에 미치는 영향을 실증적으로 분석하고자 한다.

1) 한국은행 설문조사

경제주체의 기대를 나타내는 종속변수로는 한국은행이 2004년 2월부터 매월 100명의 경제전문가를 대상으로 실시한 정책금리⁷⁾ 변화에 대한 예상 설문조사 자료를 이

7) 한국은행 정책금리가 2008년 3월 콜금리에서 한국은행 기준금리로 변경되었다. 따라서 이 논문에서는 콜금리나 한국은행 기준금리라는 용어 대신 일관성을 유지하기 위해 한국은행 정책금리라는 표현을 쓰기로 한다.

용하였다.⁸⁾ 이는 서론에서 언급한 분류기준에 따르면 경제주체로는 경제전문가를, 기대 형성 변수로는 금융변수인 정책금리에 대한 기대를 대상으로 한 조사이다.

이 조사는 한국은행이 정책금리를 결정하는 금융통화위원회 회의 직전에 향후 정책금리의 변화에 대한 예상을 “당월” “익월” 등 5개 시기로 나누어 -1.5%p~1.5%p 사이에서 0.25%p 단위로 얼마나 변할 것인지를 물어보는 설문조사이다.

그런데 이 조사에는 다음과 같은 특성이 있어 향후 실증분석에서 각별한 주의를 필요로 한다. 정책금리의 변화에 대한 예상 시점을 “당월” “익월” 등 5개 시기로 나누어 물어보고 있는데 이 시기가 조사하는 시점에 따라 달라지는 문제점이 있다. 예를 들어 아래의 <표 2>에 나타난 것처럼 2011년 4월 조사의 경우에는 “다다음월”이 향후 3~5개월 이후 석 달 동안을 의미하는 반면 2011년 5월 조사에서는 “다다음월”이 향후 4개월 이후인 2011년 9월 한 달 만을 의미하는 것으로 달라진다.

이는 기대의 동조성을 측정하는 지표를 계산할 때는 큰 문제를 야기하지 않지만 기대의 정확성을 측정하기 위해 예측오차를 계산할 때는 비교 대상이 되는 실제 정책금리를 어느 달의 정책금리로 볼 것인가가 명확하지 않다는 문제점이 있다. 따라서 이 논문에서는 예상 시기가 2011년 4월 조사와 같이 여러 기간에 걸쳐 있는 경우에는 해당되는 월의 실제 정책금리를 이용하여 예측오차를 계산한 후 이들 예측오차의 평균값을 이용하였다.

<표 2> 5개 조사시점별 실제 예측 시기(예시)

	당월	익월	다음월	다다음월	다다다음월
⋮					
2011-04-12	0	1	2	3-5	6-8
2011-05-13	0	1	2	4	7
⋮					

8) 한국은행 정책금리에 대한 설문조사는 2013년 5월부터 조사대상자를 200명으로 확대하여 실시하고 있는데 조사대상자를 확대한 이후 응답률이 현저하게 떨어지는 등 시계열에 질적인 변화가 일어난 것으로 보인다. 따라서 이 논문에서는 2013년 4월까지 100명의 경제전문가를 대상으로 조사한 자료만을 대상으로 실증분석을 실시하였다. 하지만 2013년 12월까지의 전체 관측치를 이용한 분석에도 매우 유사한 결과를 얻어 8개의 추가적인 관측치가 결과에 결정적인 영향을 미치지 않는 것으로 보인다.

본격적인 실증분석에 앞서 한국은행 설문조사 자료의 특성을 살펴보자. 먼저 응답자의 약 85%가 정책금리가 변화하지 않거나 변하더라도 0.25%p만 변한다고 예상한 반면 0.5%p 이상 변한다고 예상한 응답자는 소수에 그치고 있어 대부분의 조사대상자는 한국은행이 정책금리를 0.25%p 단위로 변경한다고 인식하고 있음을 알 수 있다.

〈표 3〉 5개 조사시기별 응답 비율

예상시기	정책금리 변화				
	-1.5%p~-0.5%p	-0.25%p	0.0%p	0.25%p	0.5%p~1.5%p
당월	1.6%	5.6%	82.4%	10.3%	0.2%
익월	3.2%	8.7%	65.4%	21.3%	1.4%
다음월	6.0%	11.5%	44.4%	29.6%	8.5%
다다음월	8.7%	13.3%	25.7%	30.3%	22.1%
다다다음월	13.2%	12.9%	19.7%	22.2%	32.1%
전체	5.5%	10.0%	51.9%	22.8%	9.8%

또한 설문조사 방식이 조사 대상자가 직접 향후 예상되는 금리수준을 기입하는 것이 아니라 -1.5%p~1.5%p 사이에서 0.25%p 단위로 범주를 주어 선택하게 하는 방식이다. 이는 조사를 편하게 하여 응답률을 높이는 장점이 있는 반면 기대의 동조성을 측정하는 지표 중 사분위수 범위의 경우 대부분의 월에서 그 값이 0으로 계산되는 등 다양한 변동성 지표의 이용을 제한하는 단점이 있다. 따라서 이 논문에서는 기대의 동조성을 나타내는 지표로 경제주체별 기대의 표준편차만을 이용하고자 한다.

2) 분석모형

분석모형으로는 정책금리에 대한 기대를 나타내는 변수(y_t)를 종속변수로 하고 중앙은행의 커뮤니케이션을 나타내는 변수(x_t)와 기타 정책금리에 대한 기대에 영향을 미치는 변수(z_t)를 추가적인 설명변수로 하는 다음과 같은 회귀모형을 이용하고자 한다.

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 x_t + \theta z_t + \epsilon_t$$

종속변수인 정책금리에 대한 기대를 나타내는 변수로는 기대의 정확도를 나타내는 예측오차와 기대의 동조성을 나타내는 표준편차를 이용하고자 한다. 예측오차는 다음과 같이 개별 응답자의 예측오차의 절대값 평균으로 계산된다. 예를 들어 $t+1$ 기의 정책금리에 대한 예상의 경우 예측오차는 다음과 같은 식으로 계산된다.

$$\text{예측오차}_t = \frac{\sum_{j=1}^n |r_{j,t+1}^e - r_{t+1}|}{n}$$

여기서 $r_{j,t+1}^e$ 는 j 번째 응답자의 $t+1$ 기 정책금리에 대한 예상, r_{t+1} 은 $t+1$ 기 실제 정책금리를, n 은 조사대상자의 수를 의미한다. 표준편차는 정책금리 변화에 대한 개별 응답자 답변의 표준편차로 계산된다. 앞서서와 같이 $t+1$ 기의 예상을 예로 들어 살펴보면 표준편차는 다음과 같은 식으로 계산된다.

$$\text{표준편차}_t = \frac{\sum_{j=1}^n [\Delta r_{j,t+1}^e - \overline{\Delta r_{t+1}^e}]^2}{n}$$

여기서 $\Delta r_{j,t+1}^e$ 는 j 번째 응답자의 $t+1$ 기의 정책금리 변화에 대한 예상, $\overline{\Delta r_{t+1}^e}$ 는 전체 응답자의 $t+1$ 기의 정책금리 변화에 대한 예상의 평균을 의미한다. 이렇게 계산된 예측오차가 작을수록 기대의 정확성이 높고, 표준편차가 작을수록 기대의 동조성이 높은 것으로 해석할 수 있다.

주 설명변수인 중앙은행의 커뮤니케이션을 나타내는 변수(x_t)로는 앞에서 작성한 한국은행의 커뮤니케이션 지수를 이용하고자 한다.

커뮤니케이션 이외에 정책금리에 대한 기대에 영향을 미치는 추가적인 설명변수(z_t)로는 정책금리의 변화를 나타내는 momentum 변수, 정책금리의 조건부 표준편차, 한국은행 총재별 더미변수, 시간추세, 글로벌 금융위기를 나타내는 더미변수 등을 추가하였다.

먼저 정책금리의 변화를 나타내는 momentum 변수는 Swanson (2006)에 따라 과거 3개월 사이의 정책금리 변화에 대한 절대값으로 정의하였다. Momentum 변수

를 추가한 것은 대부분의 중앙은행이 정책금리를 점진적으로 조정한다는 점을 감안하여 과거 정책금리의 변화가 이후 정책금리 변화에 대한 기대 형성에 영향을 미칠 수 있다는 점을 반영한 것이다.

정책금리의 조건부 표준편차는 정책금리에 대한 기대 형성과 관련하여 경제주체가 느끼는 불확실성 정도를 반영하기 위한 것으로 Capistran and Timmermann (2009) 및 Ehrmann et al. (2010)에 따라 GARCH(1, 1) 모형을 이용하여 추정하였다. GARCH 모형에서 조건부 평균 부분은 ARMA(1, 1)으로 모형화하였다.⁹⁾

한국은행 총재별 더미변수는 중앙은행 커뮤니케이션의 가장 중요한 창구인 한국은행 총재의 성향이 정책금리에 대한 기대 형성에 미치는 영향을 반영하기 위한 것이다. 분석 대상기간인 2004년 2월 이후 박승 총재, 이성태 총재, 김종수 총재 등 세 명의 총재가 재임하였으므로 이성태 총재와 김종수 총재에 대해 각각 더미변수를 추가하였다.

또한 2008년 글로벌 금융위기에 해당하는 더미변수를 추가함으로써 금융위기에 따른 세계 경제의 불확실성 증대가 우리나라의 정책금리에 대한 기대에 미치는 영향을 반영하고자 하였다. 구체적으로는 2008년 10월부터 2009년 9월까지 1년 동안의 기간에 대해 더미변수를 추가하였다. 2008년 10월을 글로벌 금융위기의 시작 시점으로 본 것은 미국 5대 투자은행중 하나인 Lehman Brothers가 2008년 9월 15일 파산한 것을 고려한 것이다.

마지막으로 시간추세는 모형에 포함된 다른 설명변수가 반영하지 못하는 정책금리의 기대 형성과 관련된 다양한 변화를 반영하기 위한 것이다. 시간추세에는 크게 봐서 두 가지 서로 상반된 영향이 반영될 가능성이 있다.

먼저 한국은행 커뮤니케이션 지수에 반영되지 않은 커뮤니케이션과 관련된 정책의 변화를 생각해 볼 수 있다. 2000년 이후 우리나라를 포함한 주요국 중앙은행은 투명성 및 커뮤니케이션을 확대하는 다양한 정책들을 도입하여 왔는데 Eijffinger and Geraats (2006)의 커뮤니케이션 지수는 명시적인 정책의 변화만을 반영하고 있어 커뮤니케이션 수준을 정확히 측정하지 못할 가능성이 있다. 앞에서 설명한 것처럼

9) 심사자의 제안에 따라 조건부 평균을 Taylor rule로 모형화한 실증분석도 추가적으로 실시하였다. 분석결과는 매우 유사하게 나타났으며 그 결과는 부록에 수록하였다. 또한 조건부 표준편차 이외에도 일별 콜금리 및 KOSPI 수익률의 월 표준편차 등의 지표를 이용하여 실증분석을 실시하였는데 결과는 조건부 표준편차의 경우와 매우 유사하게 나타났다.

럼 2004년 이후 한국은행도 한은금융강좌 및 통화정책경시대회 개최, 경제교육홈페이지 개통 등 커뮤니케이션 지수에는 반영되지 않지만 실질적으로 커뮤니케이션을 확대하는 다양한 조치들을 도입하여 왔다. 따라서 시간추세가 이러한 변화를 반영할 경우 시간이 지날수록 기대가 더 좋아지는 방향으로 계수값이 추정될 것이다.

한편 2004년 이후 국내의 경제 여건에 내재된 불확실성이 점차 확대되는 추세를 보인 것 또한 사실이다. 2000년대는 복잡한 금융상품의 도입 및 글로벌 금융시스템의 통합 등으로 경제주체가 느끼는 불확실성이 어느 때보다 높았던 시기이다. 따라서 정책금리의 조건부 표준편차 및 글로벌 금융위기 더미변수에 반영되지 않는 다양한 종류의 불확실성이 시간추세에 반영될 수 있고 이 경우 시간이 지날수록 기대에 나쁜 영향을 미치는 방향으로 계수값이 추정될 수도 있다. 결과적으로 이 두 개의 상반된 영향 및 기타 다양한 요인들이 시간추세에 반영될 수 있어 그 영향을 사전적으로 단정하기는 어렵다.

3) 방법론적 이슈

실증분석에 이용된 한국은행의 정책금리에 대한 예상 설문조사 자료는 2004년 2월부터 2013년 12월까지로 관측치의 수가 많지 않다. 따라서 단일 시계열만을 이용하여 회귀분석을 실시해서는 유의성 있는 결과를 얻기 어려울 가능성이 높다.¹⁰⁾

그런데 한국은행 설문조사의 경우 조사 기간이 짧은 대신 매월 조사에서 이번 달의 정책금리 변화에 대한 예상 뿐 아니라 “익월” “다음월” 등으로 시기를 나누어 향후 6개월에서 최대 13개월까지의 정책금리 변화에 대한 예상도 함께 조사하고 있다. 따라서 이 논문에서는 이러한 특성을 활용하기 위해 자료를 예상 시점을 횡단면 단위로 하는 패널자료로 해석하여 다음과 같은 패널모형을 이용하고자 한다.

$$y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 x_t + \theta z_t + v_i + \epsilon_{i,t}$$

10) 그럼에도 불구하고 각 예상 시점별로 단일 시계열을 이용하여 실증분석을 실시하고 그 결과를 함께 수록하였다. 분석결과를 보면 기대의 동조성을 종속변수로 하는 경우에는 예상대로 통계적 유의성이 높은 결과를 얻기 어려웠지만 기대의 정확성을 종속변수로 하는 경우에는 단일 시계열만을 이용하였음에도 불구하고 많은 경우 패널모형과 유사한 결과를 얻을 수 있었다. 따라서 기대의 정확성을 종속변수로 하는 실증분석의 경우 그 결과가 상당히 강건하다(robust)고 볼 수 있다.

여기서 $y_{i,t}$ 는 $t+i$ 기의 정책금리에 대한 예상을 나타낸다.

실제 분석에 이용된 2004년 2월부터 2013년 4월까지 자료의 관측치 수를 예측기간별로 살펴보면 6개월까지는 관측치가 100개를 넘는 반면 7개월 이상부터는 관측치의 수가 급격히 떨어진다. 특히 10개월 이상의 예측기간에 대해서는 한자리 수의 관측치를 가지고 있어 이를 전부 이용하여 패널모형으로 분석하는 것은 적절치 않은 것으로 보인다. 따라서 아래에서는 예측기간 6개월까지의 자료만을 이용하여 실증분석을 실시하고자 한다.¹¹⁾ 이는 횡단면 단위가 6개인 패널모형을 이용한다는 것을 의미한다.

〈표 4〉 한국은행 설문조사 자료의 예측기간 별 관측치 수

예측기간(월)	관측치수	비율(%)
1	119	13.73
2	119	13.73
3	119	13.73
4	119	13.73
5	117	13.49
6	111	12.80
7	84	9.69
8	52	6.00
9	18	2.08
10	6	0.69
11	1	0.12
12	1	0.12
13	1	0.12
전체	867	100

이 모형은 패널모형의 형태를 띠고는 있지만 설명변수에 횡단면 단위를 나타내는 하첨자 i 가 있는 변수가 하나도 없어 실제로는 복수의 방정식 모형에 계수값이 서로 동일하다는 제약을 부과한 것과 같다. 하지만 고정효과 모형을 이용할 경우 방정식에 따라 절편은 다르게 추정될 수 있으므로 계수값이 동일하다는 가정이 과도

11) 관측치의 개수가 50개 이상인 예측기간 8개월까지의 자료를 이용하여 동일한 패널모형 분석을 실시하였는데 결과는 6개월까지의 자료를 이용한 것과 매우 유사하다.

한 제약은 아니라고 생각된다. 이렇게 데이터를 패널자료로 해석함으로써 유효한 관측치의 개수를 늘릴 수 있고 이는 분석결과의 통계적 유의성을 높이는 데 도움이 된다.¹²⁾

추정기법은 v_i 에 대한 가정에 따라 Pooled OLS, 고정효과 및 확률효과 모형을 이용할 수 있는데 이 논문에서는 강건성이 높은 고정효과 모형을 이용하였다.

본 연구의 경우 계수값 자체 뿐 아니라 계수값의 통계적 유의성도 매우 중요한 의미를 가지는데 통계적 유의성은 계수값의 추정기법 뿐 아니라 표준오차의 추정기법에 따라서도 달라진다. 특히 위의 분석모형은 종속변수가 기대와 관련된 변수이고 예상기간이 1개월 이상인 다기간 예측모형에 해당하기 때문에 오차항에 계열상관이 존재한다.¹³⁾ 따라서 표준오차를 추정할 때 일반적인 표준오차 추정기법이 아니라 계열상관과 이분산성을 반영할 수 있는 HAC 표준오차를 이용하였다. 구체적으로는 개별 시계열을 이용하는 경우에는 해당하는 예측기간을 bandwidth로 하는 truncated kernel을, 패널모형을 이용하는 경우에는 bandwidth를 최대 예측기간인 6으로 설정한 truncated kernel을 이용한 HAC 표준오차를 사용하였다.

마지막으로 정책금리를 결정하는 금융통화위원회 회의가 월 초에 이루어지고 조사는 그 이전에 이루어진다는 점을 감안하여 추가적인 설명변수의 경우 시차변수(z_{t-1})를 이용하였다.

이와 같은 방법론적 이슈들을 고려한 최종적인 분석모형은 아래와 같다.

$$y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 x_t + \theta z_{t-1} + v_i + \epsilon_{i,t}$$

4) 실증분석 결과: 기대의 정확성에 미치는 영향

기대의 정확성을 나타내는 예측오차의 절대값을 종속변수로 한 회귀모형의 추정 결과는 아래의 <표 5>에 수록되어 있다. 모형 (1) ~ (6)은 각각의 예측기간에 해당하는 단일 시계열을 이용하여 추정한 결과이며 전체 자료를 이용하여 패널모형을 추정한 결과는 모형 (7)에 나타나 있다.

12) Ehrmann et al. (2010)에서도 실증분석에 국가를 단위로 하는 패널자료를 이용하였는데 이는 패널자료를 이용하여 유효한 관측치의 개수를 늘려 통계적 유의성을 높이는 효과를 가져왔다.

13) 예측기간이 s 인 다기간 예측의 경우 예측오차($y_{t+s} - E(y_{t+s}|I_t)$)는 $MA(s-1)$ 과정을 따르는 것으로 알려져 있다.

〈표 5〉 커뮤니케이션이 기대의 정확성에 미치는 영향 (종속변수 = 예측오차)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Momentum	-0.131**	-0.373**	-0.472**	-0.630**	-0.702**	-0.877**	-0.501**
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
조건부 표준편차	0.733**	1.631**	1.751**	2.185**	1.943**	1.918**	1.693**
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.003)	(0.000)
금융위기	0.060	0.183	0.288	0.204	0.335	0.428	0.228*
	(0.367)	(0.439)	(0.447)	(0.612)	(0.494)	(0.330)	(0.084)
이성태총재	0.014	0.025	0.076	0.063	0.084	0.067	0.060
	(0.433)	(0.573)	(0.268)	(0.552)	(0.562)	(0.745)	(0.231)
김중수총재	0.062*	0.033	0.017	-0.205	-0.312	-0.460	-0.126
	(0.066)	(0.685)	(0.885)	(0.234)	(0.258)	(0.364)	(0.154)
커뮤니케이션지수	-0.038*	-0.044	-0.039	-0.112*	-0.149**	-0.153	-0.084**
	(0.066)	(0.133)	(0.262)	(0.055)	(0.048)	(0.135)	(0.016)
시간추세	0.000	0.000	0.001	0.005*	0.007*	0.009	0.004**
	(0.756)	(0.636)	(0.739)	(0.056)	(0.081)	(0.215)	(0.023)
$I(i=2)$							0.059
							(0.164)
$I(i=3)$							0.131**
							(0.012)
$I(i=4)$							0.209**
							(0.002)
$I(i=5)$							0.279**
							(0.002)
$I(i=6)$							0.347**
							(0.002)
상수항	0.325*	0.325	0.309	0.927*	1.343*	1.428	0.554*
	(0.098)	(0.244)	(0.355)	(0.088)	(0.064)	(0.137)	(0.077)
관측치	107	107	107	107	101	95	624
R-sq	0.421	0.570	0.400	0.339	0.288	0.263	0.328

주: 괄호안의 수치는 p-값임. * $p < 0.10$ ** $p < 0.05$.

이 논문의 주 관심사인 커뮤니케이션 지수의 경우 모든 모형에서 음(-)의 계수값을 보여 중앙은행의 커뮤니케이션이 확대되면 경제주체의 기대가 정확해지는 것으로 나타났다. 통계적 유의성은 개별 시제열의 경우 예측기간 1개월 및 4개월에 대해서는 10% 유의수준에서, 예측기간 5개월에 대해서는 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 또한 전체 자료를 이용하여 패널기법으로 추정된 모

형 (7)에서도 p -값이 0.016으로 1%에 가까운 값을 보여 통계적 유의성이 높은 것으로 드러났다. 이는 우리나라의 경우에도 중앙은행의 커뮤니케이션 확대가 경제주체의 기대 형성에 긍정적인 영향을 미치고 따라서 통화정책의 유효성을 높이는데 기여할 가능성이 있음을 시사한다.

다음으로 커뮤니케이션 지수 이외의 추가적인 설명변수들에 대해서 모형 (7)을 중심으로 살펴보자. 먼저 momentum 변수와 조건부 표준편차의 경우 각각 통계적으로 유의한 음(-)과 양(+)의 계수값을 보여 주고 있다. Momentum 변수의 계수값이 음(-)이라는 것은 과거 3개월 동안에 정책금리가 변화된 경우에 경제주체의 기대가 더 정확하다는 것을 의미한다. 이는 대부분의 중앙은행이 정책금리를 급격하게 바꾸기 보다는 점진적으로 변경한다는 점을 감안할 때 과거 3개월 사이에 정책금리가 변화하였다는 것이 경제주체들이 미래의 정책금리 변화를 예측하는데 도움을 주었음을 의미한다.¹⁴⁾

조건부 표준편차의 경우 기대 형성 시점에서 경제주체가 느끼는 정책금리와 관련된 불확실성을 측정하는데 이 계수값이 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가진다는 것은 불확실성이 높을수록 기대의 정확성이 떨어진다는 경제학적 상식과 일치하는 결과이다.

이외에 2008년 글로벌 금융위기를 나타내는 더미변수가 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보여 금융위기시 높아진 불확실성으로 경제주체들의 기대가 덜 정확했음을 알 수 있다.

총재별 더미변수를 보면 이성태 총재의 경우 모든 경우에 양(+)의 계수값을, 김중수 총재의 경우 예측기간이 4개월 이상인 경우와 패널모형에서 음(-)의 계수값을 보여 부호만 보면 김중수 총재 재임 시에 경제주체의 기대가 좀 더 정확한 것으로 나타났지만 p -값이 모두 10%를 넘어 통계적 유의성은 없는 것으로 나타났다.

시간추세의 경우 그 값이 크지는 않지만 양(+)의 값을 보이고 p -값도 5% 미만으로 통계적 유의성도 높은 것으로 나타났다. 이는 앞에서 설명한 것처럼 커뮤니케이션 지수에 반영되지 않는 커뮤니케이션의 확대와 국내의 경제의 불확실성의 확대라는 서로 상반된 영향 중 불확실성의 확대가 좀 더 큰 영향을 미쳐 시간이 지나면서

14) 이는 중앙은행의 정책금리 결정방식을 설명하는 Taylor rule에서 정책금리의 시차변수를 설명 변수로 추가함으로써 중앙은행의 점진적인 금리결정 방식을 반영하는 것과 일맥상통하는 것이다.

기대의 정확도가 낮아졌음을 의미한다.

마지막으로 모형 (7)에서 고정효과에 해당하는 예측기간별 더미변수의 계수값을 보면 예측기간이 길수록 그 값이 커져 예측기간이 길수록 예측의 정확도가 떨어지는 현상을 보여주고 있다.

5) 실증분석 결과: 기대의 동조성에 미치는 영향

한국은행의 커뮤니케이션이 기대의 동조성에 미치는 영향은 아래의 <표 6>에 수록되어 있다. <표 5>와 마찬가지로 모형 (1) ~ (6)은 개별 예측기간에 대해 단일 시계열을 이용한 추정결과이고 마지막 모형 (7)은 전체 자료를 이용한 패널분석의 결과이다.

추정결과를 보면 기대의 정확성과는 달리 한국은행의 커뮤니케이션이 기대의 동조성에는 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 모형 (7)의 계수값이 -0.011로 음(-)의 값을 보여 커뮤니케이션 확대가 동조성을 높이는 것으로 보이지만 p-값이 0.3을 초과하여 통계적 유의성은 높지 않은 것으로 드러났다. 기타 설명변수의 경우에도 정책금리의 조건부 표준편차가 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 보여 불확실성이 높을수록 기대의 동조성이 낮아지는 것 이외에는 다른 대부분의 설명변수가 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

아래에서는 기대의 정확성에는 통계적으로 유의한 영향을 미쳤으나 기대의 동조성에는 영향이 없는 것으로 나타난 실증분석 결과의 의미 및 그 원인에 대해 살펴보고자 한다. 먼저 현재의 실증분석 결과와 반대되는 상황, 즉 정확성에는 영향이 없지만 동조성에는 영향을 미치는 경우를 생각해 보는 것이 도움이 될 것이다. 이는 기본적으로 중앙은행이 경제주체를 호도하는 데 성공한 것으로, 즉 잘못된 정보를 제공하였는데 그 영향력이 커 더 많은 경제주체를 잘못된 방향으로 끌고 가는데 성공한 것으로 볼 수 있다. 그렇다면 현재의 결과는 정확한 정보를 제공함으로써 경제주체가 정확한 기대를 형성하는 데는 도움을 주었지만 더 많은 경제주체를 원하는 방향으로 끌고 가지는 못한 것으로 해석할 수 있다. 여기서 한 가지 유의할 것은 본 논문의 동조성과 관련된 실증분석 결과가 통계적 유의성이 없다는 것이지 부호 자체가 잘못된 것은 아니므로 이와 같은 해석과 상충되지는 않는다.

〈표 6〉 커뮤니케이션이 기대의 동조성에 미치는 영향 (종속변수 = 표준편차)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Momentum	0.026**	0.018	0.011	0.010	0.001	-0.023*	0.011*
	(0.007)	(0.130)	(0.466)	(0.460)	(0.808)	(0.055)	(0.063)
조건부 표준편차	0.117**	0.172**	0.120**	0.050	0.048	0.083**	0.096**
	(0.001)	(0.000)	(0.008)	(0.321)	(0.326)	(0.006)	(0.000)
금융위기	-0.011	-0.017	0.016	0.029	0.027	0.038	0.013
	(0.484)	(0.485)	(0.564)	(0.357)	(0.259)	(0.108)	(0.326)
이성태총재	0.001	-0.004	0.011	0.008	0.010	0.008	0.006
	(0.943)	(0.814)	(0.573)	(0.654)	(0.460)	(0.501)	(0.384)
김중수총재	0.014	-0.015	-0.007	-0.008	-0.004	-0.002	-0.003
	(0.614)	(0.735)	(0.882)	(0.847)	(0.886)	(0.923)	(0.834)
커뮤니케이션지수	0.000	0.018	0.012	-0.023	-0.032	-0.045**	-0.011
	(0.979)	(0.481)	(0.659)	(0.384)	(0.178)	(0.047)	(0.302)
시간추세	-0.000	-0.000	-0.000	0.001	0.001	0.001**	0.000
	(0.940)	(0.879)	(0.734)	(0.294)	(0.104)	(0.023)	(0.176)
$I(i=2)$							0.036**
							(0.000)
$I(i=3)$							0.077**
							(0.000)
$I(i=4)$							0.108**
							(0.000)
$I(i=5)$							0.129**
							(0.000)
$I(i=6)$							0.145**
							(0.000)
상수항	0.045	-0.089	0.019	0.364	0.476**	0.607**	0.152
	(0.783)	(0.697)	(0.940)	(0.132)	(0.032)	(0.004)	(0.139)
관측치	107	107	107	107	101	95	624
R-sq	0.298	0.416	0.381	0.250	0.200	0.282	0.698

주: 괄호안의 수치는 p-값임. * p<0.10 ** p<0.05.

동조성과 관련된 실증분석 결과를 좀 더 잘 이해하기 위해 먼저 중앙은행이 커뮤니케이션을 통해 제공하는 정보에 대해 생각해 보고자 한다. 커뮤니케이션을 제공하는 조치는 크게 보아 새로운 종류의 정보를 제공하는 것과 기존에 제공하던 정보를 좀 더 자세하게 제공하는 것으로 나눌 수 있다. 예를 들어 경제전망과 관련하여

계량모형에 이어 DSGE 모형까지 공개하는 것은 새로운 종류의 정보를 제공하는 것이고 계량모형의 개략적인 내용에 더해 개별 방정식과 그 계수 추정치까지 공개하는 것은 같은 종류의 정보를 좀 더 자세하게 제공하는 것으로 볼 수 있다.

그런데 기대의 정확성에는 두 종류의 커뮤니케이션이 모두 긍정적인 영향을 미친다고 볼 수 있는 반면, 기대의 동조성에는 두 종류의 커뮤니케이션이 서로 다른 영향을 미칠 가능성이 있다. 흔히 통화정책은 예술로까지 불릴 정도로 정책금리 결정시 고려하여야 하는 사항이 매우 많다. 따라서 통화정책과 관련된 정보의 증가는 정보의 종류에 관계없이 그것이 잘못된 정보가 아닌 한 기대의 정확성에는 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 높다. 하지만 기대의 동조성에는 기존에 제공하던 정보를 더 자세히 제공하는 것은 경제주체의 해석상의 오류 및 차이를 줄여 더 많은 경제주체가 동일한 기대를 형성하는데 도움이 되는 반면 새로운 정보를 제공하는 조치는 서로 다른 해석의 가능성을 높여 동조성을 낮추는 방향으로 작용할 가능성이 있다.

현재의 동조성과 관련된 실증분석 결과는 좀 더 자세한 정보를 제공함으로써 해석의 오류를 줄여 좀 더 동질적인 기대를 형성하도록 하는 효과와 좀 더 다양한 정보를 제공함으로써 서로 다른 해석의 가능성을 높이는 효과가 서로 상쇄되어 통계적으로 유의하지 않게 나타난 것으로 생각된다.

III. 결론 및 시사점

이 논문은 한국은행의 정책금리에 대한 설문조사 자료를 이용하여 중앙은행의 커뮤니케이션이 경제주체의 기대에 미치는 영향을 실증적으로 분석하고 있다.

먼저 Eijffinger and Geraats (2006)의 방법론을 이용하여 한국은행의 커뮤니케이션 지수를 측정하였는데 2004년 이후 지속적으로 증가하는 모습을 보이고 있다. 이를 통해 우리나라의 중앙은행인 한국은행도 투명성 및 커뮤니케이션을 제고하는 방향으로 정책적 변화를 추진하는 세계적인 추세를 따르고 있음을 알 수 있다.

다음으로 한국은행의 커뮤니케이션이 정책금리의 기대에 미치는 영향을 회귀모형을 이용하여 실증적으로 분석하였다. 분석결과를 보면 한국은행의 커뮤니케이션 확대가 기대의 정확성에는 통계적으로 유의한 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 기대의 동조성에는 부호는 긍정적인 영향을 보이나 통계적으로 유의한 결과를 얻지는 못하였다.

이와 같은 실증분석 결과는 우리나라의 경우에도 선진국과 마찬가지로 중앙은행의 커뮤니케이션 확대가 경제주체의 기대 형성에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 보여주고 있다. 이는 통화정책의 효율성 제고를 위해서 한국은행이 통화정책의 투명성을 제고하고 커뮤니케이션을 확대하는 정책적인 노력을 지속할 필요가 있다는 점을 시사한다.

■ 참 고 문 헌

- 강희돈 · 이중식, “경제주체의 기대 변화가 국내경제 및 통화정책에 미치는 영향 분석,” 한국은행, *Monthly Bulletin*, 2008.
(Translated in English) Kang, Heedon and Lee Jungsik, “Impact of Economic Agents’ Expectation on Economy and Monetary Policy,” Bank of Korea, *Monthly Bulletin*, 2008.
- 손 욱 · 성병목 · 권효성, “통화정책 발언과 금융시장의 반응,” 『경제분석』, 제11권, 제4호, 2005, pp. 1-44.
(Translated in English) Sohn, Wook, Byungmook Sung and Hyosung Kwon, “The Financial Markets’ Responses to Monetary Policy Announcements,” *Economic Analysis*, Vol. 11, No. 4, 2005, pp. 1-44.
- 한국은행, 『통화신용정책보고서』, 2004년 3월~2013년 9월 각 호.
(Translated in English) Bank of Korea, *Monetary Policy Reports*, 2004. 3~2013. 9.
- _____, 『연차보고서』, 2004년~2011년 각 호.
(Translated in English) Bank of Korea, *Annual Report*, 2004~2011.
- Bernanke, Ben S., “Fedspeak,” Remarks at the Meetings of the American Economic Association, San Diego, 2004.
- Bernanke, Ben S., Vincent R. Reinhart and Brian P. Sack, “Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2, 2004, pp. 1-100.
- Blinder, Alan S., Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher, Jakob De Haan and David-Jan Jansen, “Central Bank Communication and Monetary Policy a Survey of Theory and Evidence,” *European Central Bank Working Paper Series*, No. 898, 2008.
- Brunner, Karl, “The Art of Central Banking,” Center for Research in Government Policy and Business, *University of Rochester Working Paper GPB*, 1981, pp. 81-86.
- Capistran, Carlos and Allan Timmermann, “Disagreement and Biases in Inflation

- Expectations,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 41, No. 2-3, 2009, pp. 365-396.
10. Dincer, Nergiz N. and Barry Eichengreen, “Central Bank Transparency: Where, Why, and with What Effects?” *NBER Working Paper Series*, No. 13003, 2007.
11. _____, “Central Bank Transparency: Causes, Consequences and Updates,” *NBER Working Paper Series*, No. 14791, 2009.
12. _____, “Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures,” *BOK Working Paper*, No. 2013-21, 2013.
13. Eggertsson, Gauti and Michael Woodford, “The Zero Bound on Short-Term Interest Rates and Optimal Monetary Policy,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, 2003, pp. 139-211.
14. Ehrmann, Michael, Sylvester C. W. Eijffinger and Marcel Fratzscher, “The Role of Central Bank Transparency for Guiding Private Sector Forecasts,” *European Central Bank Working Paper Series*, No. 1146, 2010.
15. Eijffinger, Sylvester C. W. and Petra M. Geraats, “How Transparent are Central Banks?,” *European Journal of Political Economy*, Vol. 22, No. 1, 2006, pp. 1-21.
16. Eusepi, Stefano and Bruce Preston, “Central Bank Communication and Expectations Stabilization,” *NBER Working Paper*, No. 13259, 2007.
17. Faust, Jon and Lars E. O. Svensson, “Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals,” *International Economic Review*, Vol. 42, No. 2, 2001, pp. 369-397.
18. Swanson, Eric T, “Have Increases in Federal Reserve Transparency Improved Private Sector Interest Rate Forecasts?” *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 38, No. 3, 2006, pp. 791-820.
19. Woodford, Michael, “Monetary Policy in the Information Economy,” In *Economic Policy for the Information Economy*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, 2001, pp. 297-370.
20. _____, “Central-Bank Communication and Policy Effectiveness.” In *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, 2005, pp. 399-474.

〈부 록〉

여기서는 불확실성을 나타내는 정책금리의 조건부 표준편차를 GARCH(1, 1) 모형을 이용하여 추정할 때 조건부 평균 부분을 ARMA(1, 1) 이 아니라 Talyor Rule로 모형화 한 경우의 추정결과를 제시한다. 기대의 정확성(예측오차) 및 동조성(표준편차)에 미치는 영향은 아래의 〈표 7〉과 〈표 8〉에 각각 수록되어 있다.

〈표 7〉 커뮤니케이션이 기대의 정확성에 미치는 영향 (종속변수 = 예측오차)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Momentum	-0.150**	-0.411**	-0.530**	-0.715**	-0.730**	-0.805**	-0.543**
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
조건부 표준편차	1.041**	2.288**	2.560**	3.265**	2.827**	2.556**	2.458**
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.002)	(0.000)
금융위기	0.034	0.128	0.218	0.109	0.268	0.387	0.164
	(0.579)	(0.595)	(0.559)	(0.781)	(0.586)	(0.392)	(0.216)
이성태총재	0.021	0.040	0.092	0.083	0.099	0.079	0.075
	(0.202)	(0.298)	(0.122)	(0.378)	(0.457)	(0.689)	(0.118)
김중수총재	0.096**	0.110	0.098	-0.104	-0.233	-0.398	-0.051
	(0.007)	(0.156)	(0.264)	(0.452)	(0.371)	(0.425)	(0.530)
커뮤니케이션지수	-0.036*	-0.041*	-0.035	-0.107*	-0.144*	-0.150	-0.080**
	(0.091)	(0.087)	(0.222)	(0.050)	(0.063)	(0.156)	(0.023)
시간추세	-0.000	-0.000	-0.000	0.004*	0.007	0.009	0.003*
	(0.844)	(0.714)	(0.788)	(0.069)	(0.104)	(0.235)	(0.061)
$I(i=2)$							0.059
							(0.178)
$I(i=3)$							0.131**
							(0.013)
$I(i=4)$							0.209**
							(0.002)
$I(i=5)$							0.282**
							(0.002)
$I(i=6)$							0.351**
							(0.002)
상수항	0.280	0.230	0.193	0.774	1.200	1.320	0.439
	(0.152)	(0.303)	(0.495)	(0.125)	(0.104)	(0.181)	(0.165)
관측치	107	107	107	107	101	95	624
R-sq	0.422	0.564	0.413	0.360	0.297	0.264	0.335

주: 괄호 안의 수치는 p-값임. * $p<0.10$ ** $p<0.05$.

〈표 8〉 커뮤니케이션이 기대의 동조성에 미치는 영향 (종속변수 = 표준편차)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Momentum	0.023**	0.010	0.001	0.002	-0.003	-0.022*	0.005
	(0.018)	(0.240)	(0.868)	(0.822)	(0.709)	(0.090)	(0.331)
조건부 표준편차	0.164**	0.265**	0.209**	0.110**	0.092	0.121**	0.162**
	(0.001)	(0.000)	(0.000)	(0.032)	(0.110)	(0.002)	(0.000)
금융위기	-0.015	-0.025	0.008	0.024	0.023	0.035	0.006
	(0.339)	(0.267)	(0.766)	(0.460)	(0.342)	(0.152)	(0.618)
이성태총재	0.002	-0.003	0.012	0.008	0.011	0.008	0.007
	(0.890)	(0.869)	(0.527)	(0.638)	(0.440)	(0.465)	(0.312)
김중수총재	0.020	-0.007	-0.002	-0.006	-0.002	0.001	0.001
	(0.473)	(0.862)	(0.970)	(0.882)	(0.938)	(0.973)	(0.928)
커뮤니케이션지수	0.001	0.018	0.012	-0.023	-0.032	-0.045**	-0.011
	(0.968)	(0.454)	(0.642)	(0.385)	(0.178)	(0.045)	(0.305)
시간추세	-0.000	-0.000	-0.000	0.001	0.001	0.001**	0.000
	(0.857)	(0.791)	(0.675)	(0.294)	(0.101)	(0.023)	(0.211)
$I(i=2)$							0.036**
							(0.000)
$I(i=3)$							0.077**
							(0.000)
$I(i=4)$							0.108**
							(0.000)
$I(i=5)$							0.129**
							(0.000)
$I(i=6)$							0.145**
							(0.000)
상수항	0.038	-0.103	0.006	0.356	0.469**	0.601**	0.142
	(0.815)	(0.643)	(0.979)	(0.138)	(0.033)	(0.004)	(0.158)
관측치	107	107	107	107	101	95	624
R-sq	0.297	0.435	0.405	0.262	0.209	0.288	0.704

주: 괄호 안의 수치는 p-값임. * $p < 0.10$ ** $p < 0.05$.

여기서는 개별 경제주체의 기대가 정책금리의 실제 움직임과 방향이 다를 때 그 예측오차에 대해 더 큰 가중치를 부여하여 평균적인 예측오차를 계산한 후 이를 이용하여 실증분석을 실시한 결과를 제시한다. 구체적으로는 어떤 설문 응답자가 정책금리의 인상을 예상하였는데 실제로는 인하된 경우, 반대로 인하를 예상하였는데

인상된 경우에는 그 응답자의 예측오차에 2배의 가중치를 부여한 후 평균 예측오차를 계산하였다. 실증분석 결과는 아래의 <표 9>에 수록되어 있다.

<표 9> 커뮤니케이션이 기대의 정확성에 미치는 영향 (종속변수 = 예측오차)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Momentum	-0.131**	-0.374**	-0.477**	-0.647**	-0.736**	-0.990**	-0.517**
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
조건부 표준편차	0.732**	1.640**	1.780**	2.195**	1.904**	1.970**	1.688**
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.005)	(0.000)
금융위기	0.061	0.180	0.271	0.133	0.226	0.298	0.177
	(0.364)	(0.442)	(0.465)	(0.741)	(0.640)	(0.482)	(0.154)
이성태총재	0.014	0.024	0.074	0.075	0.106	0.092	0.071
	(0.446)	(0.601)	(0.327)	(0.607)	(0.631)	(0.764)	(0.303)
김중수총재	0.062*	0.028	-0.005	-0.308	-0.487	-0.682	-0.207
	(0.066)	(0.727)	(0.968)	(0.299)	(0.354)	(0.424)	(0.152)
커뮤니케이션지수	-0.039*	-0.052	-0.065	-0.175**	-0.237**	-0.269*	-0.131**
	(0.063)	(0.102)	(0.171)	(0.045)	(0.039)	(0.075)	(0.004)
시간추세	0.000	0.001	0.001	0.008*	0.011	0.014	0.006**
	(0.743)	(0.509)	(0.525)	(0.085)	(0.135)	(0.241)	(0.018)
$I(i=2)$							0.061
							(0.206)
$I(i=3)$							0.140**
							(0.018)
$I(i=4)$							0.245**
							(0.005)
$I(i=5)$							0.343**
							(0.006)
$I(i=6)$							0.435**
							(0.006)
상수항	0.337*	0.399	0.561	1.520*	2.170*	2.524*	0.973**
	(0.092)	(0.190)	(0.224)	(0.068)	(0.051)	(0.077)	(0.019)
관측치	107	107	107	107	101	95	624
R-sq	0.418	0.564	0.370	0.256	0.199	0.182	0.255

주: 괄호 안의 수치는 p-값임. * $p<0.10$ ** $p<0.05$.

〈중앙은행의 커뮤니케이션 지수: Eijffinger and Geraats(2006)〉

1. 정치적 투명성: 통화정책의 목표가 얼마나 명확하게 공개되어 있는지 여부

(가) 우선 순위가 명확한 통화정책의 목표를 공식적으로 선언하였는지 여부

- ① 공식적인 통화정책의 목표가 없음 = 0
- ② 우선 순위 없이 2개 이상의 목표 = 0.5
- ③ 유일한 목표 또는 우선 순위가 명확한 2개 이상의 목표 = 1

(나) 주요 목표에 대한 계량화된 수치가 존재하는지 여부

- ① 없다 = 0
- ② 있다 = 1

(다) 통화정책과 관련한 중앙은행과 정부간의 명시적인 계약이나 협정이 존재하는지 여부

- ① 중앙은행이 없다 = 0
- ② 명시적인 계약이나 (수단의) 독립성이 없는 중앙은행 = 0.5
- ③ 명시적인 계약이나 (수단의) 독립성이 있는 중앙은행 = 1

2. 경제적 투명성: 통화정책시 고려되는 거시경제적 정보에 주의를 집중

(가) 통화정책과 관련 다음 5가지 기본적인 경제변수가 공개적으로 이용가능한지 여부. 통화량, 물가상승률, 경제성장률, 실업률, 자본가동률

- ① 0-2개의 분기 자료 가능 = 0
- ② 2-4개의 분기 자료 가능 = 0.5
- ③ 5개의 분기 자료 가능 = 1

(나) 중앙은행이 정책분석에 사용하는 거시모형을 공식적으로 공개하고 있는지 여부

- ① 공개하지 않는다 = 0
- ② 공개한다 = 1

(다) 중앙은행이 경제전망을 규칙적으로 발표하고 있는지 여부

- ① 물가상승률과 경제성장률에 대한 경제전망 발표하지 않음 = 0
- ② 물가상승률과 경제성장률에 대한 경제전망을 분기 1회보다 덜 자주 발표함 = 0.5
- ③ 물가상승률과 경제성장률에 대한 (중기, 1-2년 이후) 경제전망을 분기별로 발표하며 전망의 근거가 되는 통화정책의 기초에 대해 명확한 정보를 제공함 = 1

3. 절차적 투명성: 통화정책이 결정되는 과정과 관련된 투명성

(가) 명시적인 정책 결정 방정식이나 원칙을 제공하는지 여부

- ① 제공하지 않는다 = 0
- ② 제공한다 = 1

(나) 적절한 시간내에 통화정책 결정 과정에 대한 종합적인 설명을 제공하는지 여부

- ① 제공하지 않거나 8주 이상의 시차를 두고 제공한다 = 0
- ② 종합적인 의사록과 함께 향후의 전망에 대한 설명을 제공한다 = 1

(다) 통화정책 결정 과정에서 개별 위원들의 의사 결정에 대한 설명을 제공하는지 여부

- ① 개별 의원의 결정을 제공하지 않거나 8주 이상의 시차를 두고 제공한다 = 0
- ② 투표 결과는 제공하지만 개별 의원의 결정을 공개하지 않는다 = 0.5
- ③ 개별 위원의 의사 결정을 공개한다. = 1

4. 정책적 투명성: 통화정책과 관련한 의사 결정을 신속하게 공개하는지 여부

(가) 주 통화정책 수단의 변경과 관련된 결정을 즉각적으로 공개하는지 여부

- ① 공개하지 않거나 상당한 시차를 두고 공개하는 경우 = 0
- ② 정책이 결정된 당일 즉시 공개하는 경우 = 1

(나) 통화정책 의사 결정을 할 때 설명을 제공하는지 여부

- ① 제공하지 않는다 = 0
- ② 주 통화정책 수단이 변경된 경우에만 제공하거나 피상적으로 설명을 제공하는 경우 = 0.5
- ③ 향후 전망과 함께 항상 설명을 제공하는 경우 = 1

(다) 향후 통화정책에 대한 견해를 제공하는지 여부

- ① 제공하지 않는다 = 0
- ② 제공한다 = 1

5. 운용상의 투명성: 통화정책의 실제적인 수행과 관련된 투명성

(가) 정기적으로 통화정책의 목표가 달성되었는지를 평가하는지 여부

- ① 하지 않거나 연간보다 더 드물게 평가함 = 0
- ② 평가는 하지만 자세히 제공하지 않음 = 0.5
- ③ 목표가 제대로 달성되었는지에 대한 평가와 함께 자세한 설명을 제공함 = 1

(나) 정기적으로 통화정책의 파급경로에 영향을 미치는 거시경제변화 중 예기치 못한 변화에 대한 설명을 정기적으로 제공하는지 여부

- ① 제공하지 않거나 자주 하지 않는 경우 = 0
- ② 과거 1분기 또는 현재 경제상황과 관련한 설명만을 제공하는 경우 = 0.5
- ③ 최소 과거 1년간의 경제상황과 관련한 설명을 제공하는 경우 = 1

(다) 통화정책의 최종 목표와 관련한 정책의 결과에 대한 평가를 제공하는지 여부

- ① 제공하지 않거나 연간보다 더 드물게 제공 = 0
- ② 피상적으로 제공 = 0.5
- ③ 명시적으로 통화정책이 기여한 정도를 설명하는 경우 = 1

〈표 10〉 한국은행의 커뮤니케이션 지수

연월	1가	1나	1다	2가	2나	2다	3가	3나	3다	4가	4나	4다	5가	5나	5다	총점
2004m1	1	1	1	1	0	0.5	1	0	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	9
2004m2	1	1	1	1	0	0.5	1	0	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	9
2004m3	1	1	1	1	0	0.5	1	0	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	9
2004m4	1	1	1	1	0	0.5	1	0	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	9
2004m5	1	1	1	1	0	0.5	1	0	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	9
2004m6	1	1	1	1	0	0.5	1	0	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	9
2004m7	1	1	1	1	0	0.5	1	0	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	9
2004m8	1	1	1	1	0	0.5	1	0	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	9
2004m9	1	1	1	1	0	0.5	1	0	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	9
2004m10	1	1	1	1	0	0.5	1	0	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	9
2004m11	1	1	1	1	0	0.5	1	0	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	9
2004m12	1	1	1	1	0	0.5	1	0	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	9
2005m1	1	1	1	1	0	0.5	1	0	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	9
2005m2	1	1	1	1	0	0.5	1	0	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	9
2005m3	1	1	1	1	0	0.5	1	0	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	9
2005m4	1	1	1	1	0	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	9.5
2005m5	1	1	1	1	0	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	9.5
2005m6	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2005m7	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2005m8	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2005m9	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2005m10	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2005m11	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2005m12	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2006m1	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2006m2	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2006m3	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2006m4	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2006m5	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2006m6	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2006m7	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2006m8	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2006m9	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2006m10	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2006m11	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2006m12	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10

2007m1	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2007m2	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2007m3	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2007m4	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2007m5	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2007m6	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2007m7	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2007m8	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2007m9	1	1	1	1	0.5	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10
2007m10	1	1	1	1	1	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.5
2007m11	1	1	1	1	1	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.5
2007m12	1	1	1	1	1	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.5
2008m1	1	1	1	1	1	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.5
2008m2	1	1	1	1	1	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.5
2008m3	1	1	1	1	1	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.5
2008m4	1	1	1	1	1	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.5
2008m5	1	1	1	1	1	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.5
2008m6	1	1	1	1	1	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.5
2008m7	1	1	1	1	1	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.5
2008m8	1	1	1	1	1	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.5
2008m9	1	1	1	1	1	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.5
2008m10	1	1	1	1	1	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.5
2008m11	1	1	1	1	1	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.5
2008m12	1	1	1	1	1	0.5	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.5
2009m1	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.7
2009m2	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.7
2009m3	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.7
2009m4	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.7
2009m5	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.7
2009m6	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.7
2009m7	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.7
2009m8	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.7
2009m9	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.7
2009m10	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.7
2009m11	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.7
2009m12	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	0.5	0.5	1	10.7
2010m1	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2010m2	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2

2010m3	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2010m4	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2010m5	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2010m6	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2010m7	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2010m8	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2010m9	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2010m10	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2010m11	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2010m12	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2011m1	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2011m2	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2011m3	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2011m4	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2011m5	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2011m6	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2011m7	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2011m8	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2011m9	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2011m10	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2011m11	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2011m12	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2012m1	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2012m2	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2012m3	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2012m4	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2012m5	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2012m6	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2012m7	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2012m8	1	1	1	1	1	0.7	1	0.5	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.2
2012m9	1	1	1	1	1	0.7	1	1	0	1	0.5	0	1	0.5	1	11.7
2012m10	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	0.5	0	1	0.5	1	12.0
2012m11	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	0.5	0	1	0.5	1	12.0
2012m12	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	0.5	0	1	0.5	1	12.0
2013m1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	0.5	0	1	0.5	1	12.0
2013m2	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	0.5	0	1	0.5	1	12.0
2013m3	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	0.5	0	1	0.5	1	12.0
2013m4	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	0.5	0	1	0.5	1	12.0

The Impact of Central Bank Communication on Expectations about Monetary Policy Rate*

Youngsoo Bae**

Abstract

This paper empirically investigates the impact of the Bank of Korea (BOK) communication on expectations about monetary policy rate. First, the BOK communication index is measured by the methodology of Eijffinger and Geraats (2006). Using this index, the effects of the communication on expectations about the BOK policy rate in terms of accuracy and homogeneity are investigated. Empirical results show that an increase in the BOK communication index has a statistically significant and positive impact on forecasting accuracy, but it has no significant impact on forecasting homogeneity. This implies that the BOK communication might have a positive influence on the effectiveness of monetary policy by improving expectations about the BOK policy rate.

Key Words: central bank, communication, monetary policy

JEL Classification: E52, E58

Received: March 17, 2014. Revised: May 7, 2014. Accepted: June 13, 2014.

* This research was supported by the Bank of Korea.

** Associate Professor, School of Economics, University of Seoul. 163 Seoulsiripdaero, Dongdaemun-gu, Seoul 130-743, Korea, Phone: +82-2-6490-2066, e-mail: ysbae@uos.ac.kr