

우혜영's Macro Indicators

10월 ECB Review: 통화정책 전환의 힌트는 없었다



Jr. Economist
우혜영
02 3779 8630
whydele@ebestsec.co.kr

인플레이션 유발 요인: 팬데믹과 회복 그리고 에너지

10월 ECB에서 기준금리는 現 수준에서 동결(재용자금리: 0.00%, 한계 대출금리: 0.25%, 초단기 수신금리: -0.5%)했다. 자산매입 정책의 경우 APP(Asset Purchase Programme)는 금리 인상 직전까지 매월 200억 유로로, PEPP(Pandemic Emergency Purchase Programme)는 최소 2022년 3월말까지 총 1.85조 유로로 지속하겠다는 입장을 유지했다. 9월 ECB 회의에서 결정했듯 4분기 순매입 규모는 지난 2분기와 3분기 대비 축소하겠다는 의지도 재차 밝혔다. 정책 변화는 부재했고 긴축 전환을 시사하지 않았지만 통화정책 설명문에서 '금융여건 및 인플레이션 전망에 대한 종합평가에 기초'라는 문구가 삭제되었다.

ECB는 경기 회복 속도와 물가 전망의 단기 리스크 요인으로 공급 병목현상과 에너지 가격 상승을 꼽았다. 또한 공급 부족과 높은 에너지 가격이 지속된다면 회복이 더뎠을 수 있고, 만약 병목 현상이 지속되면 예상보다 더 높은 임금 상승으로 이어질 수 있으며 가격 상승 압력이 강해질 수 있음을 지적했다. 최근 높은 물가 상승에 대해서는 ①석유, 가스, 전기 등 에너지 가격 급등, ②경제활동 재개에 따른 수요 회복이 공급을 앞서는 상황, ③독일 VAT 인하 종료에 따른 기저효과(2022년 1월 1일부로 소멸, 대략 50bp)에 기인했다고 분석했다. 단 이러한 요인들이 2022년 중에 완화되거나 물가 상승률 계산에서 빠질 것으로 예상했다.

글로벌 긴축 흐름 속에서 ECB는 한 발 늦은 태도

인플레이션 상방 리스크가 높아진 가운데 글로벌 중앙은행들은 각기 다른 모습으로 정책 전환에 나서고 있다. 9월 23일, 노르웨이 중앙은행이 경제 정상화와 물가 상승을 근거로 기준금리를 제로금리에서 0.25%로 인상했고 12월 추가 인상 가능성을 시사한 바 있다. 지난 6일에는 뉴질랜드 중앙은행(RBNZ)도 글로벌 경제 회복세와 백신 접종률 증가로 인한 이동량 증가 및 원자재 가격 상승, 높은 운송비용, 공급 부족 등에 따른 인플레이션 압력 확대에 대응하기 위해 기준금리를 0.5%로 25bp 인상했고, 통화정책 정상화 의지를 밝히면서 추가 인상까지 시사했다. 28일에는 캐나다 중앙은행(BOC)이 경기가 완전한 회복 근접함에 따라 더 이상 양적 완화가 필요하지 않고, 예상보다 강하고 오래 지속되는 공급망 제약 및 에너지 가격 오름세로 인한 물가 상승 압력을 지적하면서 자산매입을 종료하기로 결정했다. 아울러 기준금리 인상 시점 역시 내년 하반기에서 중반으로 앞당기는 등 매파적인 색채가 짙어졌다.

다음주 영란은행의 기준금리 인상 가능성, 연준의 테이퍼링 결정 등 주요국 중앙은행의 통화정책 전환이 예상되는 가운데 ECB는 정책 전환에 대한 아무런 시그널이 없었다. 최소한 PEPP가 2022년 3월말까지 운영될 것이고 APP는 기준금리 인상 전까지 계속될 것으로 보이는데 상대적으로 매우 강한 완화정책이라는 판단이다. 이날 크리스틴 라가르드 총재는 12월 회의에서 PEPP 종료 이후 스텝에 대해 논의할 것이라 언급한 점을 고려하면 12월 ECB 회의를 주목할 필요가 있지만, 2022년 물가 상승률 완화에 대한 자신감을 내비친 만큼 급진적인 긴축 전환은 어려워 보인다.

Appendix: 10월 ECB 통화정책결정문

The Governing Council continues to judge that favourable financing conditions can be maintained with a moderately lower pace of net asset purchases under the pandemic emergency purchase programme (PEPP) than in the second and third quarters of this year. → 'Based on a joint assessment of financing conditions and the inflation outlook' 문구 삭제

The Governing Council also confirmed its other measures, namely the level of the key ECB interest rates, its forward guidance on their likely future evolution, its purchases under the asset purchase programme (APP), its reinvestment policies and its longer-term refinancing operations. Specifically: (문구 유지)

Key ECB interest rates (문구 유지)

The interest rate on the main refinancing operations and the interest rates on the marginal lending facility and the deposit facility will remain unchanged at 0.00%, 0.25% and -0.50% respectively. In support of its symmetric two per cent inflation target and in line with its monetary policy strategy, the Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at their present or lower levels until it sees inflation reaching two per cent well ahead of the end of its projection horizon and durably for the rest of the projection horizon, and it judges that realised progress in underlying inflation is sufficiently advanced to be consistent with inflation stabilising at two per cent over the medium term. This may also imply a transitory period in which inflation is moderately above target.

→ 재용자금리, 한계대출금리, 초단기수신금리(0.00%, 0.25%, -0.5%) 동결. 포워드가이던스(인플레이션이 전망시계 기한을 상당기간 앞서 2%에 도달한 뒤 잔여기간 동안 동 수준을 지속할 것으로 예상되고 근원인플레이션의 움직임이 중기적으로 2%에 안착한 인플레이션과 부합하는 모습을 충분히 보일 때까지 정책금리를 현 수준 또는 그 이하로 유지) 유지

Asset purchase programme (APP) (문구 유지)

Net purchases under the APP will continue at a monthly pace of €20 billion. The Governing Council continues to expect monthly net asset purchases under the APP to run for as long as necessary to reinforce the accommodative impact of its policy rates, and to end shortly before it starts raising the key ECB interest rates.

The Governing Council also intends to continue reinvesting, in full, the principal payments from maturing securities purchased under the APP for an extended period of time past the date when it starts raising the key ECB interest rates and, in any case, for as long as necessary to maintain favourable liquidity conditions and an ample degree of monetary accommodation.

Pandemic emergency purchase programme (PEPP)

The Governing Council will continue to conduct net asset purchases under the PEPP with a total envelope of €1,850 billion until at least the end of March 2022 and, in any case, until it judges that the coronavirus crisis phase is over.

~~Based on a joint assessment of financing conditions and the inflation outlook, the Governing Council continue judges that favourable financing conditions can be maintained with a moderately lower pace of net asset purchases under the PEPP than in the second and third quarters of this year the previous two quarters.~~ → 'Based on a joint assessment of financing conditions and the inflation outlook' 문구 삭제 + 'previous two quarters'를 'second and third quarters of this year'로 문구 수정

The Governing Council will purchase flexibly according to market conditions and with a view to preventing a tightening of financing conditions that is inconsistent with countering the downward impact of the pandemic on the projected path of inflation. In addition, the flexibility of purchases over time, across asset classes and among jurisdictions will continue to support the smooth transmission of monetary policy. If favourable financing conditions can be maintained with asset purchase flows that do not exhaust the envelope over the net purchase horizon of the PEPP, the envelope need not be used in full. Equally, the envelope can be recalibrated if required to maintain favourable financing conditions to help counter the negative pandemic shock to the path of inflation.

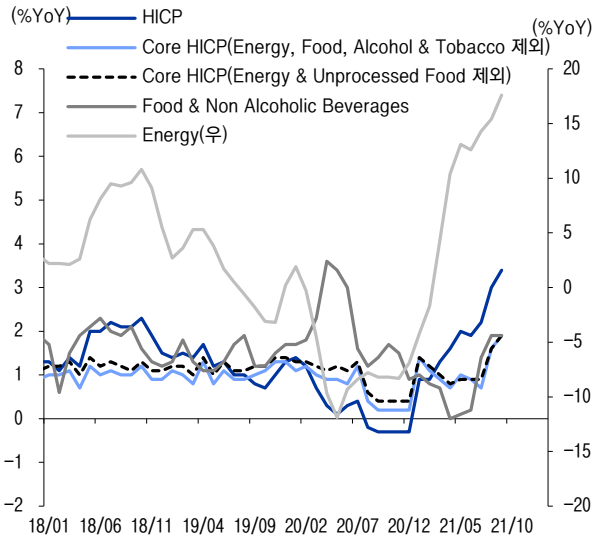
The Governing Council will continue to reinvest the principal payments from maturing securities purchased under the PEPP until at least the end of 2023. In any case, the future roll-off of the PEPP portfolio will be managed to avoid interference with the appropriate monetary policy stance.

Refinancing operations(문구 유지)

The Governing Council will continue to provide ample liquidity through its refinancing operations. In particular, the third series of targeted longer-term refinancing operations (TLTRO III) remains an attractive source of funding for banks, supporting bank lending to firms and households.

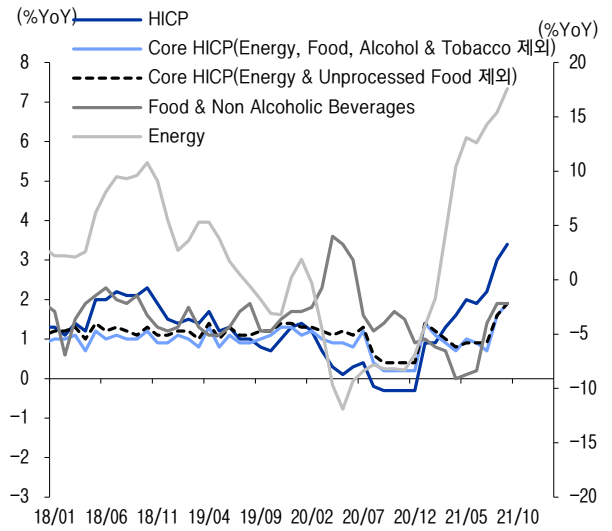
The Governing Council stands ready to adjust all of its instruments, as appropriate, to ensure that inflation stabilises at its two per cent target over the medium term.

그림1 유로존(Euro Area) 소비자물가 상승률



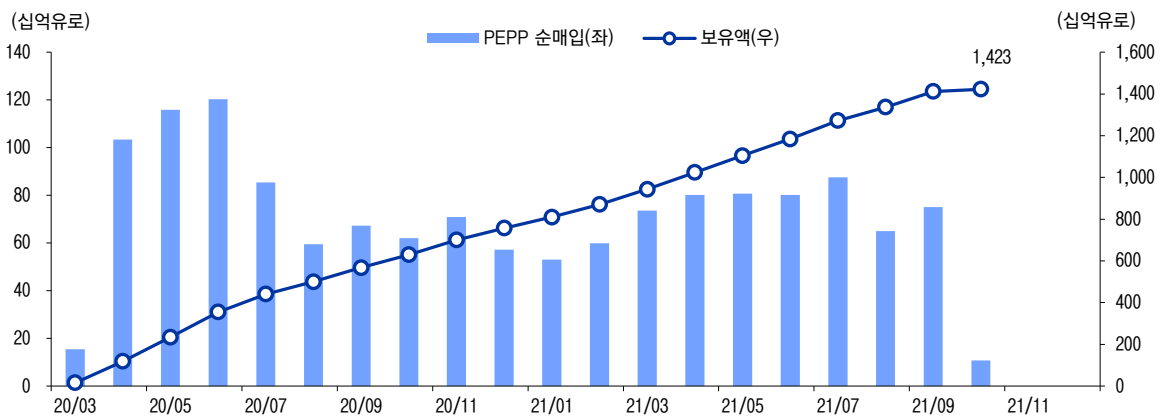
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 유로존 19(EA19) 소비자물가 상승률



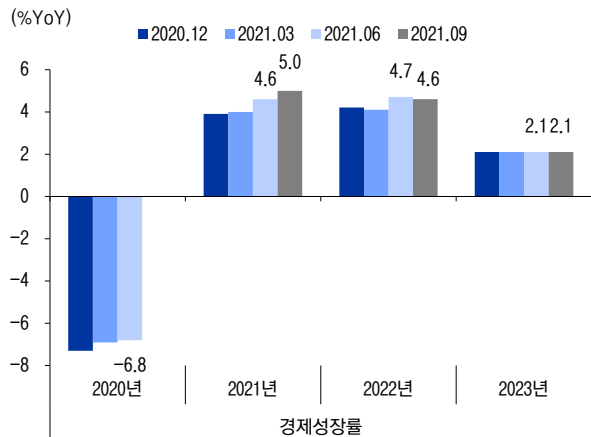
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 PEPP 월별 순매입 추이



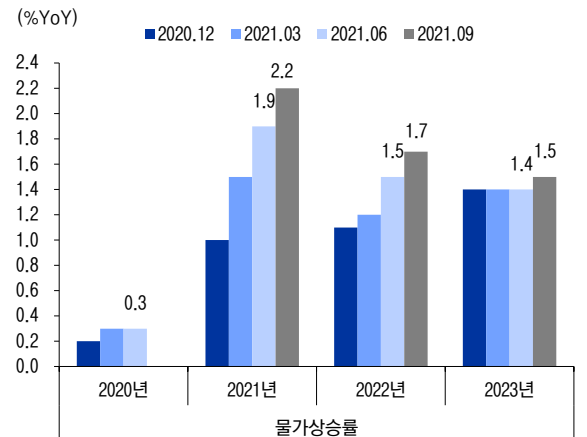
자료: ECB, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 경제성장률 전망치



자료: ECB, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 물가상승률 전망치



자료: ECB, 이베스트투자증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:우혜영).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.