

금융안정 측면에서 중앙은행 역할 변화에 대한 고찰
: 중앙은행 정책 수행 및 제도 개선을 중심으로

황재홍 (목원대학교)

<요약>

본 연구는 글로벌 금융위기 이후 코비드 19 사태 대응까지 금융안정을 위해 선진국의 중앙은행들이 새롭게 수행한 정책들을 정당성¹⁾의 관점에서 평가하고 향후 중앙은행 정책 수행의 정당성 증진을 위한 제도 개선의 방향을 탐색한다는 목적을 갖는다.

먼저 2절에서, 금융위기 대응 과정에서 금융위기 이전의 중앙은행 이론과 금융위기 이후 중앙은행의 현실적 정책 사이의 괴리가 발생했고, 이것이 중앙은행 정당성 논란으로 이어졌음을 살펴보았다. 물가안정만을 목적으로 중립적인 정책을 수행하는 중앙은행에는 정당성의 문제가 제기되지 않았지만 금융위기 이후 최종대부자 기능 확대와 비전통적 통화정책의 비중립적 결과, 건전성 정책에 있어 중앙은행의 권한 확대 등으로 인하여 정당성 논란이 발생하였다.

3절에서는 1990년대 독립적인 중앙은행의 정당성에 대한 이론적 기반이 되었던 질서자유주의와 통화주의의 논리를 살펴본 뒤, 금융위기 이후 정당성 논의를 소극적 정당화와 적극적 정당화 논리로 구분하여 살펴보았다. 소극적 정당화는, 독립 기관이 정책 수행에 있어 정당성 확보를 위해 분배적 정책 등에 관여해서는 안된다는 것이 핵심이다. 이에 반해 적극적 정당화는, 중앙은행의 정당성이 최종적으로 국민의 후생 증대에 기여하여 사회적 승인을 받아야 확보된다는 점을 강조하면서 독립성에 일부 훼손이 있더라도 광범위한 사회경제적 이슈에 대해 선출 정부와 협력하여 중앙은행이 적극적으로 대응할 것을 주문하고 있다.

4절에서는 선진국의 사례를 유럽, 미국, 영국으로 나누어 금융위기 이후 새롭게 시도된 중앙은행의 정책과 제도적 변화를 살펴보고 그 정당성 관련 논의의 국가별 특징들을 살펴보았다. 유럽중앙은행은 그 제도적 특성으로 인하여 금융위기 발생 이후 다른 중앙은행에 비해 다소 소극적으로 대응하였으나 코비드 19 이후 보다 적극적인 대응에 나서는 모습을 보여주었다. 그러나 이러한 유럽중앙은행의 위기 대응 정책은 사법심사를 받게 되면서 다른 지역에 비해 정당성 측면에서 가장 큰 논란에 직면하게 된다. 이에 대한 근본적 해결책으로 유럽 조약 개정을 통한 유럽중앙은행의 책무 확대가 제시되고 있다. 연준의 권한 확대는 사법 논쟁으로 이어지지 않았으나 과도한 재량 확대를 우려하는 비판이 계속되고 있다. 연준 스스로 투명성과 책임성을 높이는 방안과 의회에 의해 연준의 권한을 제한하는 방안 등이 논의되고 있다. 영란은행의 경우 건전성 정책의 중심 기구가 되면서 중앙은행에 과도한 권한이 집중된다는 비판에 직면하였다. 이에 대해 독립적 중앙은행의 정당성 훼손을 최소화하기 위해 건전성 정책은 선출 정부가 주도해야 한다는 의견이 제시되고 있다.

1) 정당성 개념이 사회과학계에서 여러 가지 의미로 사용되는 측면이 있다. 본 연구에서는 중앙은행 연구의 권위자 중 한 사람인 굿하트 등의 정의와 분류에 따라 법적 정당성과 사회적 정당성을 중심으로 논의를 진행하였다. 법적 정당성은 중앙은행 등 독립 기관이 민주적 법안에 의해 설립되고 운영되는 것을 의미한다. 사회적 정당성은 정책 수행이 대중의 지지를 받고 받아들여지는 것을 의미한다. (Goodhart and Lastra, 2018)

5절에서는 이러한 이론적 논의, 현실적인 경험들이 한국은행의 금융안정 정책 수행과 제도 개선에 주는 의미를 살펴보았다. 코비드 19 이후 한국은행도 점차 확대된 정책을 수행하게 된 가운데, 정당성 논란에 대응하기 위해 최종대부자, 통화정책 관련 세부적인 제도적 정비가 필요한 상황이라고 할 수 있다. 나아가 고용, 불평등, 환경 등의 사회경제적 이슈에 적극적으로 대응하고자 한다면, 한국은행의 법적 책무 확대가 필요하다. 동시에 전통적인 중앙은행 이론의 영향에서 벗어나는 것이 필요하다.

<목차>

1. 서론	4
2. 글로벌 금융위기 이후 중앙은행의 권한 확대와 정당성 위기	4
(1) 글로벌 금융위기 이전의 표준적 중앙은행 모델	4
(2) 중앙은행의 권한 확대와 정당성에 대한 문제제기	6
3. 중앙은행의 정당성에 대한 이론적 논의들	7
(1) 질서자유주의와 시카고 학파	7
(2) 독립적 중앙은행의 정당성 원리: 소극적 정당화	8
(3) 민주적 중앙은행과 사회적 책임: 적극적 정당화	11
4. 중앙은행의 위기 대응 정책과 제도 변화의 국가별 특징과 정당성	12
(1) 위기 대응 정책과 제도 변화	12
① 유럽	12
② 미국	13
③ 영국	13
(2) 정당성 논의	14
① 유럽	14
② 미국	17
③ 영국	19
5. 한국은행의 금융안정 정책 수행 및 제도 개선의 시사점	20
(1) 최종대부자/비전통적 통화정책	21
(2) 건전성 정책	22
(3) 불평등, 기후 변화 대응 등으로의 정책 목표 확대	24
(4) 외국 중앙은행과의 비교	25
6. 맺음말	25

참고문헌

1. 서론

글로벌 금융위기 이후 금융안정을 위해 중앙은행이 수행한 여러 정책들과 코비드 19로 인한 경제 위기 속에서 중앙은행에 요구되고 있는 여러 정책들은, 그 동안 전통적인 중앙은행의 영역이라고 인식되었던 수준을 넘어서는 것으로 평가되고 있다. 글로벌 금융위기 이후 수행되고 있는 중앙은행의 정책들은 금융위기 이전과 달리 경제적으로나 정치적으로 중립적이지 않다는 것이 확인되고 있다. 산업 부문별로 미치는 효과가 다를 수 있으며, 사회 구성원들의 소득분배에도 영향을 미치고 있다. 또한 중앙은행의 정책 수행에 있어 행정부가 담당했던 영역과의 경계가 모호해지고 있으며 이 과정에서 행정부와의 긴밀한 협력과 조화도 요구받고 있다. 여기에 불평등, 기후 변화에 대한 대응까지 요구되는 등 시대의 변화에 따라 중앙은행의 역할과 위상에 대해 새로운 개념의 정립이 필요한 시기라고 할 수 있다.

이렇게 확대된 중앙은행의 역할과 함께 중앙은행 권한에 대한 정당성 논란 역시 커지고 있다. 과거 물가안정만을 중심으로 실물 경제에 중립적인 정책을 수행하는 중앙은행이 장기적 시야와 전문 지식을 바탕으로 인플레이션을 통제하는데 성공함으로써 선출직이 아닌 전문 기술관료가 공공정책을 담당하는 것에 대한 민주적 정당성의 우려를 불식시킬 수 있었다. 그러나 중앙은행의 통화정책이 여러 비중립적 결과들을 초래하고 중앙은행의 권한이 비대해지면서 이제 중앙은행은 정책 수행에 있어 민주적 정당성을 어떻게 확보할 것인가를 고민하지 않을 수 없는 상황에 이르게 되었다.

본 연구는 금융위기 이후 금융안정을 위해 선진국의 중앙은행들이 새롭게 수행한 정책들을 정당성의 관점에서 평가하고 향후 중앙은행 정책 수행의 정당성을 증진시키기 위한 제도 개선의 방향을 탐색한다는 목적을 갖는다. 이를 위해 다음과 같이 논의를 전개할 것이다. 2절에서 금융위기 이전의 중앙은행 이론과 금융위기 이후 중앙은행의 현실적 정책 사이에 괴리가 발생했고, 이것이 정당성 논란으로 이어졌음을 서술한다. 3절에서는 금융위기 이전 중앙은행의 정책 수행을 정당화했던 이론적 근거가 무엇이었는지 살펴보고, 금융위기 이후 중앙은행의 정당성에 관한 새로운 이론적 흐름들을 살펴본다. 4절에서는 선진국의 사례를 유럽, 미국, 영국으로 나누어 금융위기 이후 새롭게 시도된 중앙은행의 정책과 제도적 변화들을 살펴보고 그 정당성 관련 논의들의 국가별 특징들을 살펴본다. 5절에서는 이러한 이론적 논의와 선진국의 사례를 통해 한국은행의 정책 수행과 제도 개선의 시사점을 도출하고자 한다.

2. 글로벌 금융위기 이후 중앙은행의 권한 확대와 정당성 위기

(1) 글로벌 금융위기 이전의 표준적 중앙은행 모델

글로벌 금융위기 이전에는 바람직한 중앙은행상에 대한 광범위한 합의가 존재하고 있었다. (Forder, 2005) 그 핵심 내용은 정치 권력으로부터 독립적인 중앙은행이 선출 권력으로부터 위임받은 물가안정의 목표를 달성하기 위해 통화정책의 수단을 자율적으로 운영한다는 것이다. 통화정책은 고도의 전문성을 필요로 하는 것으로 단기적인 시야에 빠질 수 있는 선출 권력을 대신하여 장기적 시야를 가진 전문 기술관료가 물가 관리의 책임을 맡는 것이 전체적인 거시경제 안정에 필수적인 요소라고 여겨졌다.

물가안정을 책임지는 독립적인 중앙은행이 표준적인 중앙은행 모델로 확립된 시기는 대략 1980년대 중반 이후부터 글로벌 금융위기가 일어나기 직전까지라고 볼 수 있다. (Goodhart,

2010) 이 시기는 소위 신자유주의의 시대로 ‘시장과 국가’의 대결에서 시장이 승리해 나아갔던 시기이다. 많은 규제가 완화되고, 경제 문제에 있어 국가의 개입은 불필요하고 부작용이 더 큰 것으로 인식되었다. 시장실패보다는 정부실패가 강조되면서 정부의 중앙은행 개입은 물가안정을 해치는 주된 요인이라는 인식이 확고해졌다. 물가안정이 중앙은행의 유일한 책무로 인식되면서 뉴질랜드를 시작으로 많은 국가에서 통화정책의 전략으로 물가안정목표제 도입이 확산되었다. 이어 연준과 분데스뱅크 정도만 독립적인 중앙은행으로 인식되던 과거와 달리 한국은행, 영란은행, 일본은행 등 많은 중앙은행들이 법적으로 독립적인 중앙은행의 지위를 확보하게 되었다. 동시에 금융업의 업종간 장벽이 사라지는 방향으로 금융시스템이 변화하면서 은행감독 기능이 중앙은행에서 분리되고 금융감독 업무를 총괄하는 별도의 통합형 금융감독기구 만들어지는 경향이 강화되었다. (한국은행, 2020; Park, 2022; Tucker, 2018a)

물가안정을 책임지는 독립적인 중앙은행 모델은 여러 정치/경제이론들에 의해 뒷받침되었다. 장기적으로 필립스 커브는 수직이며 정부가 자연실업을 이하로 실업률을 낮추려고 하면 가속적인 인플레이션만 나타나게 된다는 거시경제이론이 확립되면서 중앙은행이 물가안정에만 초점을 맞추어 통화정책을 수행할 수 있는 이론적 기반이 마련되었다, (Friedman, 1968) 정책 수행에 있어 시제 비일관성의 문제에 대한 이론적 논의를 통해 중앙은행의 정책 수행에 있어 재량보다는 준칙이 강조되었다. (Kydland and Prescott, 1977; Barro and Gordon, 1983) 중앙은행의 독립성이 강한 국가에서 물가가 더 안정적이라는 실증 연구도 중앙은행 독립성의 근거를 제공하였다. (Alesina and Summers, 1993) 물가안정 중심의 통화정책으로 거시경제안정이 가능하며, 인플레이 위험이 나타나기 이전까지 중앙은행은 자산가격 버블에 대응하는 것이 필요하지 않다는 통화정책 연구들도 중앙은행의 역할을 물가안정에 집중시키는데 기여하였다.²⁾ (Bernanke and Gertler, 1999)

이러한 독립적인 중앙은행 모델에서 정당성의 문제는 크게 부각되지 않았다. 물가안정은 모두가 필요로 하는 공공재 같은 것으로 정치적인 욕심을 가진 선출직보다는 장기적인 시야를 가질 수 있는 중립적인 전문가에게 물가안정의 책임을 맡기는 것이 더 효과적이라는 인식이 확실하게 자리를 잡은 상황에서, 물가를 안정시키는 통화정책은 명목변수에만 영향을 미칠 뿐 정치적으로 민감할 수 있는 분배 등에 영향을 미치지 않는다는 믿음이 확고했기 때문이다. 또한 통화정책 수행에 있어 투명성이 강조되면서 이를 통해 중앙은행이 정책 수행의 책임성과 정당성을 확보할 수 있다고 보는 시각이 우세하게 되었다. (Blinder, 1996; Lastra, 2010)

글로벌 금융위기 이전에도 독립적 중앙은행의 정당성에 대해 문제를 제기하는 소수의 비주류 경제학의 목소리는 존재하였다. 중앙은행의 통화정책은 현실적으로 결코 중립적일 수 없고 실물 자원배분과 분배적 측면에 영향을 미칠 수밖에 없다는 점에서 비선출권력에 의한 통화정책 수행은 민주적 정당성에 위배된다는 비판이 꾸준히 제기되고 있었다. 또한 중앙은행 독립성이 물가안정에 기여한다는 실증 연구에 대해서도 많은 반론이 제기되어 왔다. (Forder, 2004; Levy, 1995; Panico and Rizza, 2004) 현대화폐이론(MMT) 이론가들의 경우, 금융위기 발생 훨씬 이전부터 재정정책과 통화정책은 거시경제학 교과서에서 서술되는 것처럼 분리되는 것이 아니라는 입장을 견지해 왔다. 따라서 통화정책 수행에 있어 중앙은행의 독립성은 신화에 불과한 것이라고 평가하고 있었다. (Wray, 2014)

2) 이와 대조적으로 인플레이션이 안정적인 상황에서도 금융불균형이 누적될 수 있고 금융안정을 위해 선제적 금리 정책이 필요하다는 주장이 BIS를 중심으로 제기되었다. (Borio & Lowe, 2002; White, 2006)

(2) 중앙은행의 권한 확대와 정당성에 대한 문제제기

글로벌 금융위기의 발생으로 중앙은행의 역할과 권한에 많은 변화가 발생했다. 금융위기를 진정시키는 과정에서 중앙은행의 최종대부자 기능이 대폭 확대되었으며 중앙은행의 재량 또한 확대되었다. 주로 단기 국채를 통화정책의 수단으로 사용하던 관례에서 벗어나 장기 국채 및 국공채, 회사채 등 중앙은행의 거래 대상 채권의 범위가 확대되었다. 적극적 경기부양을 위해 장기금리에 영향을 미치기 위한 통화정책도 수행되었다. 이 과정에서 물가안정만을 목표로 했던 중앙은행에 금융안정이라는 새로운 책무가 부여되는 국가들도 증가하였다. 금융안정을 위해 새로운 건전성 규제/감독 기구들이 만들어졌고, 중앙은행이 다시 건전성 정책의 중심 기구로 등장하는 사례들도 나타나게 되었다.

금융위기가 심각했던 만큼 중앙은행의 정책 대응이 전례 없이 강력한 것이었다고 할 수 있다. 이러한 정책이 위기 극복을 위해 불가피했다는 점이 인정되고 있지만 동시에 과거 전통적인 중앙은행 정책 수행에 있어 드러나지 않았던 정당성 문제가 수면 위로 등장하는 계기가 되었다.

먼저 통화정책은 그 동안의 인식과 달리 정치적으로나 경제적으로 중립적이지 않다는 것이 최종대부자 기능 확대, 비전통적 통화정책으로 인하여 분명하게 드러나게 되었다. 회사채가 중앙은행의 거래 대상에 포함되면서 특정 산업군에 대한 특혜 논란으로 이어지기도 하였다. (Goodhart and Lastra, 2018; Klooster and Fontan, 2020; Schnabel, 2021a) 자산 경로를 통해 비전통적 통화정책이 자산가와 비자산가 사이에 불평등을 확대하는데 기여했다는 문제제기가 확산되면서 정치적으로 민감할 수밖에 없는 분배 문제에 중앙은행이 관여되고 있다는 인식이 명확해졌다. (Dietsch et al, 2018; Fontan et al, 2016) 또한 최종대부자 역할의 수행은 구제 대상의 범위, 구제 기관의 선별 기준 등이 일관되지 못하고 자의적으로 이루어졌으며, 최종대부자 역할에 대한 제도적 정비가 이루어지지 않은 상황에서 중앙은행이 정책 수행 과정에서 법률과 헌법을 위반하였는가에 대한 논란이 가속되었다. (Ginsburg et al, 2019) 심지어 유럽중앙은행의 통화정책은 사법심사의 대상으로 등장하게 되었다. 독일연방헌법재판소는 유럽중앙은행의 OMT(Outright Monetary Transaction), PSPPP(Public Sector Purchase Programme) 등을 유럽 조약이 유럽중앙은행에 위임한 권한 이상의 정책 수행으로 보았다.³⁾ 독일연방헌법재판소의 판단은 유럽중앙은행이 유럽 조약을 위반했다는 것으로 이는 유럽중앙은행 통화정책 수행의 정당성에 큰 논란을 불러일으키게 되었다. (Tooze, 2020) 중앙은행이 위기 대응 과정에서 법적 절차를 준수했는가의 문제와 별도로 중앙은행의 금융산업에 대한 과도한 지원은 일반 대중들의 불만을 야기하면서 ‘월가를 점령하라’, ‘런던을 점령하라’ 등의 대규모 시위를 촉발시켰다. 금융위기 이후 자산이 만들어 내는 불평등에 대한 관심이 증폭되고 있다. (Adkins et al, 2020)

이러한 논란들은 결국 독립적 중앙은행의 역할과 권한이 어디까지 확대될 수 있는가 그리고 이러한 권한에 대한 정당성이 어떻게 뒷받침되는 것인가에 대한 고민으로 나아가게 만들었다. 나아가 글로벌 금융위기 이후 확산되는 파퓰리즘이 중앙은행 독립성과 정당성을 지속적으로 위협하고 있다.⁴⁾ 영국 의원은 브렉시트(Brexit)에 대해 적극적으로 발언하는 카아니(Mark

3) 유럽중앙은행의 비전통적 통화정책을 둘러싼 사법 심사의 진행 과정에 대해서는 4절에서 상세하게 다룰 것이다.

4) 통상 파퓰리즘은 주류 자유주의 흐름을 공유하지 못하는 극좌, 극우 정당에 적용되는 용어이지만, 이 글은 넓은 의미로는 대중에게 호소하는 모든 정치사회적 프로그램을 파퓰리즘이라고 할 수 있다는 굿하트와 라스트라의 파퓰리즘 정의를 따르고 있다. (Goodhart and Lastra, 2018, p. 50.)

Carney) 영란은행 총재를 비난하였고, 독일 재무장관은 유럽중앙은행의 통화정책으로 인해 독일 내에서 극우 정당이 득세하게 되었다고 드라기(Mario Dragi) 유럽중앙은행 총재를 비난하는 등 정치권과 중앙은행의 갈등이 계속되고 있다. (Jones and Matthijs, 2019)

3. 중앙은행의 정당성에 대한 이론적 논의들

(1) 질서자유주의와 시카고 학파

글로벌 금융위기와 유로존위기 이후 질서자유주의⁵⁾에 관심이 높아지고 있다. 유로존 위기에서 독일연방헌법재판소가 보여준 모습 등은 유럽중앙은행의 정책이 질서자유주의 철학에 부합하지 않는다는 시각에서 비롯된 것이라는 평가(Bibow, 2013; Simes and Schnyder, 2014)가 등장하고 있다는 점에서 질서자유주의에 대한 이해가 필요하다.

보네펠트(Werner Bonefeld)에 따르면, 질서자유주의는 시장만능주의적인 자유방임주의를 제한하고 시장질서 구축과 유지에 있어 국가의 역할을 강조하는 흐름이라고 할 수 있다. 질서자유주의적 시각에서 국가는 자본주의 경제의 중심으로, 정치적 권위 없이 경제가 작동할 수 없다. 국가의 역할은 질서의 정치를 통해 자본주의 사회의 자유를 수호하는 것이다. (Bonefeld, 2019)

질서자유주의 창시자 중 한 명이라고 할 수 있는 오이켄(Walter Eucken)은 정부 정책이 ‘질서정책(Ordnungspolitik)’의 원리에 의해 수행되어야 한다고 보았다. 질서정책이란 경쟁적인 시장질서를 유지하기 위해 게임의 규칙을 정하는 정책이다. 이 원리에 따르면, 정책은 독점적 경제권력을 해체하거나 이들의 활동을 제약해야 한다. 따라서 반독점 정책 등이 매우 중요하다. 동시에 정책은 경제질서를 구축하는 것에 한정되어야지 경제과정을 통제하는 것이 되어서는 안된다. 시장 원리가 작동하여 나타난 결과에 대해서 국가가 개입해서는 안된다. 이 원리를 통화정책에 적용하면 이자율은 시장에 의해 결정되어야지 중앙은행에 의해 결정되어서는 안된다. 통화가치 안정은 전체 경제질서 유지에서 가장 중요한 문제다. 오이켄은 통화가치 안정을 위해 자동안정화 장치를 추구하였다. 이는 금본위제 또는 상품본위제에 의한 통화질서 구축을 의미하는 것이다. (Bibow, 2009; 2013) 통화가치의 안정을 중앙은행의 재량에 의존하기보다는 강한 규칙에 의존하고자 한 것이다. 금본위제에서 자본의 이동이 자유롭다면 사실상 중앙은행은 재량적 통화정책(이자율 결정)을 수행할 수 없게 된다.

이러한 질서자유주의의 정책 원리는 독일에만 국한하여 나타난 것은 아니다. 엄격한 규칙을 강조하는 질서자유주의적 사고는 미국과 다른 유럽 지역에서도 나타났는데, 통화정책에 대한 시카고 학파의 생각 등이 그 대표적 예이다. (Dyson, 2021) 시카고 학파는 시장질서가 자생적으로 생겨난다고 믿는 하이에크(Friedrich Hayek) 등의 자유방임주의를 따른다는 점에서, 시장질서 확립을 위한 국가의 개입을 강조하는 질서자유주의와 차이를 보이고 있다.⁶⁾ 그러나

5) 질서자유주의라는 용어는 1950년 ORDO지에서 처음 사용하였으나 그 내용은 세계대전 기간 중에 등장했다고 할 수 있다. 경제학자 오이켄, 법률가 뵘(Franz Böhm) 등 프라이부르크(Freiburg) 대학을 중심으로 시작되었고, 이후 다른 대학 출신의 뢰프케(Wilhelm Röpke), 뤼스토우(Alexander Rüstow) 등의 기여로 이론적 발전을 이루었다. (Simes and Schnyder, 2014)

6) 시장질서가 자생적으로 발생한다고 이론적으로 주장하면서 정작 하이에크 자신은 몽펠러린 소사이어티(Mont Pèlerin Society)를 통해 적극적으로 자유주의 운동에 나선 것은 이론과 현실의 차이를 보여주는 것이라고 할 수 있다. 몽펠러린 소사이어티의 자유주의 운동, 질서자유주의와 시카고 학파 사이의 관계에 대한 더 상세한 연구는 Mirowski and Plehwe (2009)를 참조할 수 있다.

통화정책에 있어 재량보다는 준칙을 강조한다는 점에서 양자는 유사하다. 사이먼(Henry Simon)의 1936년 논문(Rule versus Authorities in Monetary Policy)은 중앙은행 독립성과 규칙에 근거한 통화정책의 고전적 문헌으로 평가되고 있다. (Moe, 2012) 또한 사이먼은 시장경제가 내재적으로 불안정한 시스템임을 강조하면서 100% 화폐를 주장했다. 이는 신용창조를 통해 통화량을 확대할 수 있는 상업은행의 역량을 제한하려는 의도이다. 프리드만(Milton Friedman)은 통화정책에서 사이먼을 이어받고 있다. 그 역시 여러 저술에서, 중앙은행의 재량에 근거한 통화관리가 결국 극심한 경기변동을 낳게 되었다고 주장하면서 중앙은행의 통화관리는 엄격한 규칙(k% rule)에 근거해야 한다고 주장했다. 이와 함께 통화량의 엄격한 관리를 위해 100% 지급준비금 제도를 주장하였다. (Friedman, 1959, 1962) 프리드만은 통화정책이 이자율, 실업률 등을 목표로 할 수 없는 것으로 보았다. (Friedman, 1968)

이러한 전통은 70년대 이후 미국 주류 경제이론으로 이어진다. 통화정책에 있어 중요한 이론적 기여 중 하나인 신뢰, 시제 비일관성 문헌들(Kydland and Prescott, 1977; Barro and Gordon, 1983; Taylor, 1993)은 사이먼의 유산 중 하나라는 평가이다. (Dyson, 2021) 이들 문헌은 이후 1993년 마스트리히트 조약, 1997년 안정성장협약, 유럽중앙은행의 통화정책 전략 등에 영향을 미치게 된다.

전통적으로 중앙은행이 수행해야 할 역할로 간주되었던 최종대부자 정책 역시 질서자유주의적 입장에서 인정하기 어려운 부분이다. 최종대부자 기능은 그 자체로 국가 기관은 질서정책에만 개입해야 한다는 질서자유주의의 원칙에 부합하지 않는다. 최종대부자 정책은 시장과정을 통해 발생한 결과에 대한 개입이기 때문이다. 설령 최종대부자 정책이 수행된다고 하더라도 철저하게 사전에 정해진 규칙에 의해 수행되어야 한다. 그런데 최종대부자 정책 수행시 가장 문제가 되는 것 중 하나가 대마불사(too big to fail)의 문제이다. 전통적인 최종대부자 원리는 유동성 지원은 하지만 지급불능 기관은 지원하지 않는다는 것인데 대형 금융기관의 파산시 경제 전체에 미칠 악영향을 우려해 이들을 지원하는 사례가 빈번히 나타나고 있다. 질서자유주의적 입장에서는 사전에 시장 경쟁을 가로막는 거대 대형 금융기관의 등장을 막아 대마불사의 문제를 원천적으로 봉쇄해야 하는 것이지 이미 시장과정을 통해 진행된 결과에 대해서 중앙은행이 개입해서는 안된다. (Simes and Schnyder, 2014)

이들 질서자유주의/시카고 학파의 이론과 철학은 90년대 물가안정만을 목표로 하는 독립적 중앙은행을 뒷받침하는 이론이었다. 독립적 중앙은행은 정책 수행의 효율성과 정당성을 위해 준칙에 의존해야 함을 강조하고 있다. 중앙은행의 재량은 오히려 경제를 불안정하게 만드는 요인이며, 중앙은행에 재량이 주어지는 순간 정치 권력이 개입하게 될 가능성이 높아진다고 보았다. 물가안정을 추구하는 독립적인 중앙은행의 정당성은 철저하게 규칙에 기반하는 중앙은행이라는 조건에 의해 충족되는 것이었다.

(2) 독립적 중앙은행의 정당성 원리: 소극적 정당화

현대의 행정국가에서는 중앙은행을 비롯, 행정부와 일정한 거리를 두고 있는 많은 독립 기관들이 공공정책을 수행하고 있다. 민주주의 국가에서 선출 정부의 권한을 독립 기관으로 위임하는 것에 대한 정당성 논란은 꾸준히 지속되어 왔다. 금융위기 이후 확대된 중앙은행의 권한으로 인하여 독립적 중앙은행에 대한 비판이 제기되자 독립적 중앙은행의 정당성 원리에 대한 이론적 논의가 활발해지고 있다.

폴 터커의 연구(Tucker, 2018a)가 대표적인 사례이다. 그는 자신의 저서(*Unelected*

Power)에서, 민주적 정당성을 훼손하지 않는 독립적 기관들의 역할과 권한에 대한 기준을 제시하고 있다. 핵심 원리는, 정책 수행에 있어 신뢰성(시제 비밀관성) 문제가 존재할 경우 이는 독립 기관이 맡을 때 국민경제의 후생 증대 효과가 커지는데 이 정책 수행이 분배적 선택과 무관하다면 정당성의 훼손이 크지 않아 권한 위임의 순효과가 극대화된다는 것이다. 물가안정을 목표로 하는 중앙은행의 통화정책은 정당성 훼손을 최소화하면서 국민경제 후생 증대 효과는 극대화되는 대표적인 영역이라고 할 수 있다.

정당성은 매우 여러 가지 개념으로 사용되고 있기 때문에 용어의 개념 정리가 먼저 필요할 것이다. 터커는 자신의 저서에서 정당성이라는 용어를 매우 광범위하게 정의하고 있다. 사회 전체의 시민들이 독립 기관을 포함 국가 기관의 권위를 인정하고 그 기관들이 권력을 사용할 수 있는 권리를 받아들이는 것을 말한다. (Tucker, 2018a, p. 11.) 터커는 정책 수행의 정당성 논의에 있어 영국의 사회과학자 비덤(David Beetham)이 제시한 기준을 따르고 있다. 이 기준에 따르면 정당한 권력은, ① 법적으로 유효한 수단에 의해, ② 거버넌스와 관련된 사회적 가치와 믿음에 부합하는 법, 규범, 관습 아래에서, ③ 시민들의 행동과 협조를 통한 인지, 인정, 참여의 표현과 함께 수립되고 행사되어야 한다. (Tucker, 2018a, pp. 156-160.) 이는 정책 당국이 권한 행사의 정당성을 획득하기 위해 단지 법 규정을 준수하는 것만으로는 부족하다는 것을 의미한다. 정당성은 그 권한의 행사가 사회에 내재된 가치에 부합하고, 시민들이 이를 수동적으로 따르는 것이 아니라 적극적으로 받아들일 때 획득되는 것이다. 정당성의 의미가 단순히 법적 근거를 가지고 있다는 점에 그치는 것이 아니라는 서술은 여러 학자들에서도 확인되고 있다. 가령 곤하트와 라스트라의 경우 정당성은 법적 정당성(formal legitimacy)과 사회적 정당성(societal legitimacy)의 두 가지 측면을 가지고 있다고 서술하고 있다. 법적 정당성은 독립 기관이 민주적 법안에 의해 설립되는 것을 의미한다. 사회적 정당성은 정책 수행이 대중의 지지를 받고 받아들여지는 것을 의미한다. (Goodhart and Lastra, 2018, p. 54.)

정부와 공공기관 정책의 정당성을 평가할 때 이를 투입정당성(input legitimacy), 절차정당성(throughput or procedural legitimacy), 산출정당성(output legitimacy)의 세 가지 차원으로 구분하기도 한다. (Macchiarelli et al, 2020) 투입정당성은 정치 권력이 국민의 선호에 반응해야 하는 것을 의미한다. 링컨(Lincoln) 대통령의 유명한 표현을 따르면 ‘국민의’, ‘국민에 의한’ 정부가 되어야 한다는 것이다. 산출정당성은 그 권력의 행사가 정치체의 공동선에 기여하고 있는 한에서 정치적 권위가 받아들여진다는 것을 의미한다. 이는 ‘국민을 위한’ 정부가 되어야 한다는 것이다. 절차정당성은 그 중간에 놓인 부분이다. 이는 정책 결정의 프로세스를 말하는 것으로 정책 결정 과정의 효율성, 책임성, 투명성 등이 중요한 요인이다. (Schmidt, 2015)

다시 터커의 논의로 돌아와서, 터커의 독립적 중앙은행의 정당성 원리를 세분해서 살펴보면 이는 권한 위임의 기준(Delegation Criteria), 독립 기관 설계 원칙(Design Precepts), 복수임무제약(Multiple Mission Constraints)으로 구성되어 있다고 할 수 있다.

터커는 선출 정부로부터 독립된 기관이 정책을 수행할 수 있는 기준으로, ① 목적이 구체적으로 정의될 수 있고, ② 사회적 선호가 안정적이며, ③ 약속의 신뢰성 문제가 존재하며, ④ 분배에 대한 영향이 크지 않을 경우 라는 기준을 제시하고 있다.

이러한 기준을 통과하여 독립적 기관에 특정 정책 수행의 권한을 위임할 때 이러한 독립기관의 설계 원칙으로, ① 입법부가 독립 기관의 목적과 권한 등을 법으로 명시하고, ② 이 위임된 권한을 누가 행사하는 것인지, 그리고 권한이 행사되는 절차 등이 명시적으로 제시되어

야 하며, ③ 독립 기관은 주어진 권한 내에서 어떻게 재량을 사용할 것인가에 대한 원칙을 미리 공표해야 하며, ④ 정책 수행 과정이 투명하여 선출직 정치인들이 모니터할 수 있어야 하며, ⑤ 긴급 상황 발생시 어떤 프로세스를 진행할 것인가에 대한 규정들이 제시되어야 한다는 원칙을 제시했다.

독립 기관이 한 가지 이상의 책무를 수행하려면, ① 이들 책무들이 서로 긴밀하게 연결되어 있는 경우이어야 하며, ② 각각의 책무가 권한 위임의 기준/설계 원칙에 부합해야 하며, ③ 해당 책무들이 하나의 조직 아래서 수행될 경우 더 나은 정책 결과를 가져올 것이라고 판단될 수 있는 상황이어야 한다는 조건을 만족해야 한다.⁷⁾

이와 함께 자율 제약으로, 독립 기관은 스스로 양심적이며 윤리적인 셀프 제약을 준수해야 하고 다른 사회적 이슈에 참여하는 것을 삼가야 한다는 제약을 추가하였다.

터커는 자신이 제시한 원리에 부합하는 중앙은행으로, 뷰캐넌(James Buchanan)의 화폐적 입헌주의(Monetary Constitutionalism)에 따라 입헌적 중앙은행의 형태를 제시하고 있다. 뷰캐넌은 화폐관리를 시장에 맡기는 방식과 정부(정치)에 맡기는 방식이 모두 실패했다고 평가하면서 화폐질서와 중앙은행이 헌법적 가치와 권한을 가져야 함을 주장하였다. 나아가 이러한 법적 질서의 확립을 넘어서 사람들이 화폐가치 안정을 신성불가침한 것으로 인식하면서, 화폐가치는 경제 참가자, 정치인의 선택 영역 밖에 있는 것으로 이해되어야 한다고 주장하였다. (Buchanan, 2010)

이러한 시각에서 물가안정은 거시경제안정에 필수적인 것이라는 경제적 차원의 논의를 넘어서 국민의 기본권 보호라는 중요한 민주주의적 가치를 갖는다. 불환지폐(fiat money) 시스템에서 행정부의 통화 남발을 통한 인플레이션은 시민들에게 의회 동의 없는 추가적인 세금을 부과하는 것과 마찬가지로, 과세는 반드시 의회의 동의를 얻어야 한다는 헌법적 가치의 수호를 위해 행정부로부터 독립적인 중앙은행이 필요하다.

역사적으로 물가안정과 금융안정은 중앙은행 책무의 가장 중요한 두 축을 이루어왔고, 물가안정과 금융안정이 매우 밀접하게 연결되어 있어 분리되기 어렵다는 점에서 터커는 물가안정과 금융안정을 포괄하는 개념으로 통화시스템안정(Monetary System Stability)을 독립적이고 민주적으로 정당한 중앙은행의 목적으로 설정하였다. 이 목적은 명확하게 정의되어 관찰 가능한 것이어야 하는데, 이를 위해 터커는 복원력 기준(standard of resilience)이 핵심이 되어야 한다고 주장했다. 이 목적을 달성하기 위해 중앙은행은 필요한 건전성 감독의 역할을 수행할 수 있다. 오랫동안 중앙은행의 건전성 감독 역할에 대한 논쟁이 진행되고 있으나, 터커는 중앙은행의 건전성 정책 참여가 중앙은행의 민주적 정당성에 어긋나는 것은 아니라는 의견을 제시하고 있다. 그러나 중앙은행이 건전성 정책을 맡게 될 경우 통화정책위원회와 분리된 별도의 위원회를 구성하여 건전성 정책을 수행하는 것이 바람직하다고 보았다. 또한 건전성 감독에서 중앙은행이 주도적 역할을 맡게 될 경우 중앙은행의 독립성이 약화될 수 있음을 우려하면서 적극적인 경기조절 역할보다는 시스템 리스크를 점검하고 필요한 경우 경고의 목소리를 내는데 중점을 둘 것을 제안하고 있다. 터커는 독립 기관이 분배적 문제에 관여해서는 안 된다는 원칙을 건전성 정책에도 적용하고 있어, 분배적 효과가 큰 LTV, DTI 등의 정책 수단을 독립 기관이 가지는 것에 반대하였다. (Tucker, 2017, 2018a)

터커가 자신의 저서에서 언급하고 있는 것처럼, 그의 중앙은행 정당성 논의는 일정 정도 알레시나(Alberto Alesina) 등의 주장과 연결되어 있다. 이들은 단기적 시야 혹은 시제 비밀관

7) 보다 완전한 형태의 위임 기준, 설계 원칙, 복수임무제약은 터커의 저서 부록에 상세히 서술되어 있다. (Tucker, 2018a, pp. 569-572.)

성에 의해 정치적 인센티브가 왜곡될 수 있고 분배적 효과가 적은 통화정책은 정치 권력보다는 전문 관료에 의해 수행되는 것이 효율적이라는 모델을 제시한 바 있다. (Alesina and Tabellini, 2008) 이는 90년대 독립적 중앙은행을 정당화하는 이론적 모델이었다. 터커의 논의는 보다 정당성에 초점을 둔 것이라고 할 수 있지만 분배 문제 등에 대한 개입을 제한하고 있다는 점에서, 불평등이 중요한 이슈 중 하나로 부각된 금융위기 이후 중앙은행 역할에 대한 정당화 논리로는 다소 소극적인 접근이라고 볼 수 있다.

(3) 민주적 중앙은행과 사회적 책임: 적극적 정당화

터커의 논의는 독립적 중앙은행의 정당성 연구에 큰 기여를 했음을 인정받고 있다. (Dietsch, 2020; Klooster, 2020a; Skinner, 2021) 그럼에도 불구하고 독립 기관이 민주적 정당성을 확보하려면 분배 정책과 연관되지 않아야 함을 강조함으로써 그의 논의는 중앙은행의 역할이 분배적 이슈 등으로 확대되는 것에 한계를 가질 수밖에 없는 구조이다. 금융위기 이후 비전통적 통화정책이 의도한 것은 아니더라도 비중립적, 분배적 효과를 낳게 되었다는 인식이 확산되면서, 중앙은행은 더 이상 분배 문제와 분리될 수 없는 상황에 직면하게 되었다. 또한 기후 변화 대응이 시대적 과제로 등장하게 되면서 이러한 사회적 이슈를 중앙은행이 외면할 수 없는 상황에 이르렀다.

민주적 중앙은행(Democratic Central bank)론은 중앙은행 독립성을 중시하는 터커의 정당성 연구와 달리 불평등, 기후 변화 등 새로운 사회적 과제에 대한 중앙은행의 적극적 참여를 더 중요한 가치로 여기는 이론틀이라고 할 수 있다. 민주적 중앙은행론은 새로운 시대적 요구에 대한 중앙은행의 사회적 책임을 강조한다는 점에서 터커의 정당화 논리에 비해 적극적인 정당화 논리라고 평가할 수 있다. 민주적 중앙은행이라는 용어는 롤즈(John Rawls)가 『정의론』에서 중앙은행에 대해 논의한 내용에 대해 클루스터(Klooster, 2019)가 명명한 용어를 따온 것이다. 대표적 평등주의 철학자인 롤즈는 그의 대표 저작인 『정의론』에서, 모든 시민들은 동등한 정치적 자유를 누려야 하며 경제적 불평등은 최소수혜자의 이익이 커지는 수준에서 용인되어야 한다는 정의의 원리를 제시하였다. (Rawls, 1971) 여기서 경제 제도는 동등한 정치적 자유의 원칙을 수호하는데 매우 중요한 요소이다. 불평등이 심화되면 빈자들의 정치적 참여가 어려워져 정의의 원리가 훼손되기 때문이다. 민주적 중앙은행론에 따르면, 중앙은행의 정당성도 중앙은행의 역할과 권한이 이러한 원리에 부합하는가의 여부로 판단되어야 한다. 롤즈는 거시경제안정화 정책을 담당하는 정부 기관은 높은 고용률과 투자 촉진을 목표로 정책을 수행해야 한다고 주장한 바 있다. 따라서 물가안정만을 목표로 하는 독립적 중앙은행은 롤즈의 정의관에 부합하지 않는다는 해석이 가능하다. (Klooster, 2019)

전통적으로 분배 문제는 선출 정부가 책임져야 할 영역으로 간주되어왔다. 그리고 분배 문제를 다룰 수 있는 정책 도구도 선출 정부가 더 많이 가지고 있는 상황이다. 따라서 중앙은행이 통화정책으로 인하여 발생한 분배 문제에 대처하고자 한다면 행정부와의 긴밀한 협업은 불가피해진다. 통화정책의 분배적 효과에 대한 대응, 나아가 불평등 해소라는 사회적 가치를 중시하는 민주적 중앙은행론 입장에서는 중앙은행이 행정부와 협력 아래 불평등 문제에 적극적으로 대처해야 한다. (Dietsch et al, 2018; Dietsch, 2020; Fontan et al, 2016) 중앙은행은 정부와 공동위원회 등을 조직하여, 물가안정의 좁은 책무를 넘어서는 추가적 정책 목표에 대해서는 공동 대응해야 한다. 나아가 중앙은행이 통화정책의 분배적 효과를 고려하고 이에 적극적으로 대처할 수 있도록 중앙은행의 책무에 명시적으로 불평등 문제 등을 포함시키는 것도

필요하다. 이러한 책무 확대를 통해 중앙은행은 금융기관에 유동성을 지원하는 대신 시민들을 직접 지원하는 헬리콥터 머니 등 분배적 효과가 상대적으로 크지 않은 정책 수단들을 적극적으로 고려할 수 있게 된다. 선출 정부와의 협업은 정책 수행에 있어 중앙은행의 투입정당성을 높이는 방법이 된다. 이러한 정책 수행을 통해 불평등 개선에 기여할 수 있다면 이는 산출정당성을 높이는 것이 된다.

이러한 정당성 확보 방안들은 글로벌 경제위기 이전에 확립된 중앙은행상에 비추어 보면 중앙은행의 독립성을 후퇴시키는 결과로 이어질 가능성을 포함하고 있다. 현실적으로 분배 문제에 있어 중앙은행이 주도적 역할을 할 수 없기 때문이다. 그러나 중앙은행의 주요 임무와 정부로부터의 독립성의 정도가 시대에 따라 변해왔다는 역사적 사실에 비추어 볼 때,⁸⁾ 현 시대가 요구하는 여러 사회경제적 문제들에 대한 적극적 대응을 위해 중앙은행은 중앙은행 독립성을 중앙은행이 고수해야 할 가장 중요한 가치라는 인식에서 벗어나야 한다는 것이 민주적 중앙은행론의 입장이다. 정부로부터의 독립성보다는 민주적 정당성을 먼저 고려하는 민주적 중앙은행론은 중앙은행에 독립성을 부여할 것인가의 여부 자체도 국민과 선출 정부가 결정할 문제라는 인식을 가지고 있으며, 특정 집단이 아닌 국민 전체의 후생 증대를 중앙은행의 가장 큰 임무로 보고 있다. 중앙은행의 전통적인 특성상 정책 수행 과정에서 나타날 수 있는 금융 산업 이익 우선 성향을 경계하면서 국민 전체의 이익에 기여하는 정책 수행이 어떤 것인지를 먼저 고려해야 한다. (Dietsch et al, 2018; Klooster, 2020b; Tooze, 2020)

환경 문제에 가장 적극적인 유럽 사회의 요구에 맞추어 유럽중앙은행의 이사 슈나벨(Isabel Schnabel)은, 기후 변화 대응에 중앙은행이 적극적으로 나서는 것이 사회적 책임을 다하는 길이며 이를 위해 시장중립성 원칙에서 벗어나 외부효과를 교정하여 시장효율성을 제고할 수 있는 정책을 수행해야 한다고 주장하였다. (Schnabel, 2021a, 2021b)

4. 중앙은행의 위기 대응 정책과 제도 변화의 국가별 특징과 정당성

(1) 위기 대응 정책과 제도 변화

① 유럽

글로벌 금융위기에 대한 유럽중앙은행의 대응은 경제와 금융시스템에 신용공급을 확대하는 것이었다. MRO(Main Refinancing Operation)와 LTRO(Long Term Refinancing Operation)등을 통해 금융기관에 유동성을 제공하였는데 2012년에 그 규모가 1조 유로를 넘어서는 수준에 이르렀다. 유럽중앙은행은 다른 중앙은행들과 다르게 2015년에서야 APP(Asset Purchase Program)를 통해 양적완화 정책에 나서게 된다. 이를 통해 경기를 부양하고 인플레이션 목표 2%를 회복하고자 하였다. 2018년 말까지 유럽중앙은행은 총 2.6조 유로를 지출했는데, 대부분 국채 매입이었고 약간의 회사채와 ABS, 커버드본드 등이 포함되었다. 2007-2014년 사이 유럽중앙은행의 대차대조표는 103% 증가했는데 미국이나 영국에 비해 증가율이 크지 않은 수준이다. (Fischer, 2021) 유럽중앙은행의 개입이 적극적이지 않았던 것은 유럽중앙은행이 물가안정만을 목표로 삼고 있고 최종대부자 기능에 대한 명시적인 조항이 존

8) 1990년대 이전 세계에서 가장 독립적인 중앙은행이라고 평가를 받은 것은 미국의 연준과 독일의 분데스뱅크라고 할 수 있다. 그런데 이들 중앙은행의 독립성조차 실제보다 과도하게 부풀려진 측면이 크다는 연구들이 지속적으로 등장하고 있다. 이와 관련하여 연준 독립성의 역사에 대해서는 Cargill and O'driscoll (2012), Conti-Brown (2017) 등을 참조할 수 있다. 분데스뱅크 독립성의 역사에 대한 최근 연구로는 Mee (2019)를 참조할 수 있다.

재하지 않아 보수적으로 움직일 수밖에 없었기 때문이라는 분석이다. (강유덕, 2014) 유럽 정치권도 유동성 지원과 구제금융 등에 부정적이었다. (Buiter, 2014)

유럽통화동맹 설계시 은행감독권이 유럽 전체 차원으로 조직될 필요성을 느끼지 못했던 유럽은 이내 유로시스템이 불완전하다는 경고에 직면하게 되고 유럽 회원국 사이에 감독 정책을 조율할 필요성을 인식하게 된다. 금융위기는 유럽의 금융감독시스템에 문제가 있음을 분명히 드러내는 계기가 되었고 금융감독을 강화하기 위한 여러 제도 개혁이 이루어지는데 2014년 단일 감독기구(SSM, Single Supervisory Mechanism)가 유럽중앙은행 산하에 설립된 것이 가장 중요한 변화 중 하나라고 할 수 있다. 이는 개별적 혹은 전체적 차원에서 유럽 은행들의 건전성과 안정성을 높이기 위한 것으로 이 단일 감독기구는 미시건전성과 거시건전성 감독 권한을 모두 갖는다. (Angeloni, 2015; Manger-Nesyler and Gentzsch, 2021)

코로나 19 팬데믹 이후에는 금융위기 때와 상반되게 유럽중앙은행이 좀 더 적극적으로 대응에 나서게 된다. 이는 금융위기가 유럽중앙은행의 대응이 충분하지 못했다는 평가에서 비롯된 것이라고 할 수 있다. 금융위기 대응으로 시작된 TLTRO (Targeted Long Term Refinancing Operation)가 확대되어 2021년 6월까지 2.2조 유로로 증가했는데 이는 2020년 1월에 6000억 유로였던 것에 비하면 엄청난 증가였다. 양적완화도 다시 재개되는데 2020년 3월 APP 아래 1200억 유로 규모의 추가 구매 계획이 발표되었다. 또한 APP와 별도로 PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program)가 시작되었다. 그 규모는 2020년 6월 1조 3500억 유로, 2020년 12월에는 1조 8500억 유로에 이르렀다. 2020년 ECB 대차대조표는 7조 유로로 증가하였고 이는 유로존 GDP의 60%에 해당하는 규모이다. (Fischer, 2021)

② 미국

연준은 금융위기 발생 직후 예금기관에 대한 대출(TAF, Term Auction Facility), 달러 지원(TALF, Term Securities Lending Facility) CP와 머니마켓 지원(CPFF, Commercial Paper Funding Facility) 등의 유동성 지원 프로그램들을 운영하였다. 연준의 금융기관 긴급 대출은 2008년 12월 1.6조 달러로 정점에 이른다. 이와 함께 경기부양을 위해 3차례 (2008.11-2010.3, 2010.11-2011.6, 2012.9-2014.10)에 걸쳐 양적완화를 실시하였다. 장기 국채와 MBS 매입 등으로 연준의 총자산은 2007년 12월 8820억 달러 (미국 GDP의 6%)에서 2017년 5월 4.47조 달러 (미국 GDP의 23.5%)로 증가하였다. 2007-2014년 사이 연준 대차대조표는 381% 증가하게 된다. (Fischer, 2021)

금융위기 이후 가장 중요한 제도적 변화는 2010년 도드-프랭크법(The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)이 제정된 것이라고 할 수 있다. 이 법을 통해 FSOC (Financial Stability Oversight Council), CFPB (Consumer Financial Protection Bureau) 등 새로운 금융감독기구들이 조직되었다. 미국은 전 세계에서 가장 복잡한 금융감독시스템을 가지고 있는 국가로 평가되고 있다. 그럼에도 불구하고 역사적으로 금융감독에 있어 연준의 역할과 권한은 계속 확대되어 왔다고 평가되고 있다. (Conti-Brown, 2017)

코로나 19 팬데믹은 금융위기와 다르게 외부 충격이라고 할 수 있지만 통화정책 대응은 이전 경험에 근거하여 진행되었다. 글로벌 금융위기 때와 마찬가지로 신용공급이 확대되는데 전례 없는 새로운 양상은, 대기업, 중소기업, 지방정부 등 금융시스템 이외의 영역에 연준이 지원에 나섰다. 연준의 최종대부자 기능이 비금융부문으로 확대되어 PMCCF(Primary Market Corporate Credit Facility), SMCCF(Secondary Market Corporate Credit

Facility), MSLP(Main Street Loan Program) 등이 새롭게 만들어졌다. 연준의 대차대표조표는 2014년 4.5조 달러를 정점으로 2019년 3.8조 달러로 축소되었다가 코비드 19 이후 다시 양적완화를 수행하게 된다. 연준 대차대표조표는 3.9조 달러에서 8조 달러로 증가하게 되는데 2020년 연준의 대차대표조표는 미국 GDP의 33%에 이르게 된다. (Fischer, 2021)

③ 영국

영란은행도 Special Liquidity Scheme을 통해 1850억 파운드 규모의 신용 지원을 신속하게 수행하였다. 국채 매입 중심의 양적완화도 수 차례에 걸쳐 시행한 결과 (QE1, 2000억 파운드, 2009-2010; QE2, 1250억 파운드, 2011-2012; QE3, 500억 파운드, 2012; QE4, 700억 파운드, 2016) 2007-2014년 사이에 영란은행 대차대표조표가 416% 증가하였다. (Fischer, 2021)

금융위기 이전 영국의 금융감독시스템은 재무부-영란은행-FSA (Financial Services Authority)의 삼각 감독체계를 이루고 있었으나 Northern Rock 사태 이후 금융서비스법 (Financial Services Act 2012)으로 영란은행이 다시 금융감독의 중심 기구가 되었다. 새로 조직된 FPC (Financial Policy Committee)를 통해 거시건전성 감독에 대한 권한을 확보하였고 미시건전성 감독을 담당하는 PRA (Prudential Regulatory Authority)가 영란은행의 하위 조직으로 편입되었다. (성태윤 외, 2012)

코비드 19 이후, 2020년 4월 은행의 편딩 비용을 줄여주기 위한 Term Funding Scheme을 시행하고, Covid Corporate Financing Facility를 통해 어려움을 겪는 대기업의 CP 구입에 나섰다. 2020년 3월과 11월 사이 4500억 파운드 규모의 국채, 100억 파운드 규모의 회사채 구입 계획을 발표하였다. 전체적으로 영란은행의 양적완화는 글로벌 금융위기와 브렉시트 때에 비해 규모가 크고 신속하였다. 2020년 영란은행의 대차대표조표는 영국 GDP의 43%에 이르게 되었다. (Fischer, 2021)

(2) 정당성 논의

① 유럽

앞 절에서 논의한 바와 같이, 마스트리히트 조약에 의해 설계된 유럽중앙은행은 90년대 표준적인 중앙은행상에 기초하고 있었다. 이러한 질서자유주의/통화주의적 패러다임에서 물가안정 책무에 대한 권한만을 가지고 있던 유럽중앙은행은 금융위기, 유로존 위기, 코비드 19 등의 사건들로 인하여 새로운 도전에 직면하게 되는데 이것은 유럽중앙은행의 최초 설계 당시 생각하지 못했던 부분이었다. 유럽중앙은행은 위기 이전의 전통적인 통화정책 수단으로 인플레이션 목표를 달성하기 어렵다고 판단하게 되었고, 일시적으로 인플레이션 목표에서 이탈하느냐 아니면 법적 권한을 넘어서는 것일 수도 있는 비전통적인 정책을 수행할 것인가를 결정해야 하는 상황을 맞이하게 되었다. 망설이던 유럽중앙은행은 다른 중앙은행들에 비해 위기 발생 이후 상당한 기간이 경과한 이후야 비상 수단을 사용하게 되지만 결국 독일연방헌법재판소에 의해 사법심사를 받게 된다.

2014년 독일연방헌법재판소의 자체 의견은 OMT가 유럽법을 위반했다는 것이었다. 유럽조약은 유럽중앙은행에 물가안정을 위한 통화정책의 권한만 위임했고 개별 회원국에 대한 구제 금융을 금지하고 있는데, OMT는 이 원칙에서 벗어나는 것으로 보았다. 독일연방헌법재판소는 OMT가 제한적인 조건(무제한 매입 금지, 위기 국가의 채권 발행과 유럽중앙은행의 국채 매입

사이의 충분한 시차) 아래서 수행되어야 한다는 것을 분명히 요구하였다. 6명의 판사가 OMT는 유럽법 위반이라고 판단했고, 2명이 그렇지 않다는 소수의견을 제시하였다. 그런데 독일연방헌법재판소는 최종 판결 이전에 OMT의 유럽법 위반 여부를 판단해 달라고 유럽사법재판소에 사법심사를 의뢰하였다. 여기서 유럽사법재판소는 OMT가 합법적인 정책이라고 판단하였다. 2016년 독일연방헌법재판소는 유럽사법재판소의 판단을 수용하였다. (Vanberg and Gulati, 2019) 결과적으로 외형상 독일연방헌법재판소가 OMT의 합법성을 인정한 것처럼 보이지만 사법심사의 진행 과정을 보면 내용적으로 그렇지 않았다.⁹⁾

유럽중앙은행의 비전통적 통화정책을 둘러싼 유럽사법재판소와 독일연방헌법재판소 사이의 의견 차이는 PSPP에서도 반복되었다. 유럽사법재판소는 PSPP가 물가안정을 추구하는 통화정책의 수행 과정에서 나타날 수 있는 중앙은행의 재량이라고 보았다. 유럽 조약에 통화정책에 대한 정의(definition)가 포함되어 있는 것은 아니다. 따라서 유럽중앙은행의 비전통적 통화정책 수행이 물가안정을 위해 필요한 것인가 아닌가를 판단함에 있어 유럽사법재판소는 유럽중앙은행의 설명에 의존하게 되었다. 통화정책과 관련된 의사결정은 고도의 전문적 지식과 복잡한 미래 예측을 포함하는 것으로, 이는 법원이 아닌 중앙은행의 영역임과 동시에 중앙은행의 재량에 해당하는 것으로 유럽사법재판소가 판단한 것이다.

반면 독일연방헌법재판소는 PSPP가 통화정책인가 아닌가를 법적 조문에 의해 판단하는 것이 어려워지자 그 경제적 효과에 주목하였다. (Boer and Klooster, 2020; Manger-Nestler and Gentzsch, 2021) 유럽사법재판소는 비전통적 통화정책이 물가안정이라는 통상적인 의미의 통화정책의 효과를 넘어 여러 가지 경제적 효과를 초래하게 된다는 것을 인정하면서도 정책의 효과에 따라 그 정책이 통화정책인지 아닌지를 구분하려는 의도를 가지지 않았다. 반면 독일연방헌법재판소는 통화정책의 실제 효과를 중요하게 보았고 PSPP의 위법성을 판단함에 있어 비례원칙(proportionality)¹⁰⁾ 위반 여부에 주목하게 되었다. PSPP와 관련하여 독일연방헌법재판소가 우려한 것은, 이 정책이 인플레이션 목표 달성에 기여하는 바가 매우 제한적이라는 점, 그리고 다른 경제적 반향이 매우 클 것이라는 점이었다.¹¹⁾ 독일연방헌법재판소는 PSPP의 광범위한 경제적 효과를 고려할 때, 이는 유럽조약이 유럽중앙은행에 위임한 물가안정을 위한 통화정책 권한의 범위를 넘어서는 것이라고 판단했다.

독일연방헌법재판소의 이러한 판단에 대해 다양한 평가들이 제시되고 있다. 중앙은행이 역사적으로 수행해왔던 최종대부자 정책에 대해 지나치게 엄격한 잣대를 들이대려고 했다는 비판(Winkler, 2014)과 함께, 과연 법원이 통화정책 효과를 평가할 수 있는 능력과 권한을 가지고 있는가에 대한 비판(Boer and Klooster, 2020)도 제기되었다.

그러나 유럽중앙은행이 계속 사법 논쟁에 휘말릴 수밖에 없는 상황은 개선되지 않고 있다고 할 수 있다. 코비드 19 팬데믹 이후 유럽중앙은행이 도입한 PEPP는 사법심사의 대상이었던 OMT과 APP(PSPP)를 합친 것과 같은 성격을 갖는다. 유럽중앙은행을 지지했던 유럽사법재판

9) 반베르그와 굴라티는 독일연방헌법재판소가 유럽중앙은행의 OMT를 최종적으로 인정한 것을 ‘전략적 후퇴’, ‘정치적 타협’이라고 평가했다. 독일연방헌법재판소는 OMT 발표만으로 시장이 어느 정도 안정된 상황에서 OMT를 불법으로 판결하면 유로존 위기가 재현될 위험이 있다고 보았고, 그렇게 되면 비난은 자신들로 향하게 될 것임을 우려하였다는 분석이다. (Vanberg and Gulati, 2019)

10) 비례원칙이란 정책 목적이 정당하고, 그 수단(방법)이 적절하며, 다른 정책 수단을 통해서도 정책의 목표 달성이 어려우며, 정책 수행에 따른 이익이 발생 가능한 불이익 내지 부작용 보다 커야 한다는 등 국민의 기본권을 제한함에 있어 그 한계를 규정한 헌법상의 원칙을 의미한다.

11) 독일연방헌법재판소가 주목한 경제적 효과는, ① 회원국 리파이닝 조건 개선 ② 은행의 신용등급 향상, 대출 증가 ③ 부동산/주식 버블 위험, 민간 저축자의 손실 가능성 ④ 희생불가능한 회사들 유지 ⑤ 중앙은행 독립성 손상 등이다. (Boer and Klooster, 2020)

소도 국채 매입시 이것이 재정적자의 화폐화(monetary financing)가 되지 않게 하는 장치가 필요하다는 의견을 제시했으나 유럽중앙은행은 이에 대해 충분한 장치를 마련하지 못한 상황에서 유사한 정책을 진행해야 하는 상황에 직면한 것이다. 심지어 APP에서 제외되었던 그리스 채권까지 PEPP에 추가되었다. 이에 대해 독일의 극우 정당(Alternative für Deutschland)이 PEPP에 대한 새로운 소송을 제기할 움직임을 보이는 등 법적으로 유럽중앙은행의 책무가 확대되지 않으면 법적 정당성 논쟁은 계속될 것이라는 전망이 이어지고 있다. (Boer and Klooster, 2020)

유럽중앙은행은 다른 중앙은행에 비해 일찍 민간 부채 매입에 나섰다 할 수 있다.¹²⁾ 시장 중립에 대한 부담이 있어 최대한 시장중립성을 준수한다는 원칙에 따라 CSPP (Corporate Sector Purchase Programme)을 수행하였지만 결국 탄소기업이 발행한 채권을 많이 사는 결과를 초래하였다. 환경 문제에 대한 EU의 노력에 유럽중앙은행이 적극적으로 협력하는 것이 현재의 제도적 상황에서는 어렵다는 평가다.¹³⁾ 2020년 독일연방헌법재판소는 CSPP에 대한 소송을 일단 기각했지만 기후 변화 대응과 관련하여 유럽중앙은행이 적극적인 정책 수행에 나서려고 한다면 앞으로 계속 사법심사를 받아야 하는 상황에 직면하게 될 가능성을 배제하기 어렵다는 주장이 제기되고 있다. (Boer and Klooster, 2020; Tooze, 2020)

결국 유럽중앙은행이 일차적으로 법적 정당성을 확보하는 가장 직접적인 방식은 유럽 조약 수정을 통해 최종대부자 등 긴급 권한을 명시적으로 부여받고 법적 책무를 확대하는 것이다. 중앙은행의 재량 확대를 경계해온 유럽중앙은행 설립 철학에 비추어 볼 때, 긴급 권한이 어떤 규칙과 절차에 의해 사용되어야 하는가에 대한 명확한 규정화, 그리고 긴급 권한 사용에 있어 견제와 균형의 원리가 요구되고 있다. EU 차원에서 가장 민주적 절차는 입법 과정을 거치는 것으로 입법 절차는 유럽 의회의 승인이 필요로 한다.

견제와 균형의 원리를 충족하는 방안의 하나로 유럽 의회의 역할을 강조하는 방안이 제시되고 있다. 클루스터(Klooster, 2018)의 경우, ‘입법부 승인’과 ‘입법부 권한’ 등의 방안을 제안하고 있다. 입법부 승인은, 유럽 의회가 긴급 상황을 요청하고 그 지속 기간을 결정하면 유럽중앙은행이 물가안정의 좁은 책무를 넘어서 긴급 상황에 필요한 권한을 행사하는 방식이다. 즉 중앙은행은 위기 대응에 있어 운영의 독립성을 유지하지만 스스로 긴급 권한을 사용할 수 있는 시기를 결정할 수 있는 것은 아니다. 입법부 권한은 유럽중앙은행이 긴급 상황 여부를 판단하고 긴급 권한의 행사는 유럽 의회가 규제하는 방식이다. 이는 위기 시 중앙은행 정책 수행의 독립성이 더 제한되는 방식이라고 할 수 있다.

유럽중앙은행의 비전통적 통화정책을 둘러싼 사법적 논란은 결국 질서자유주의/통화주의 등의 이론적, 철학적 근거로 탄생한 90년대식 중앙은행 모델이 수명을 다했음을 보여주는 상징적인 사건이 되었다. 독일연방헌법재판소의 판단은 질서자유주의/통화주의적 입장에서 보면 당연한 문제제기이다. 그러나 독일연방헌법재판소의 판결로 유럽중앙은행의 정책이 정말 철회되었다면 이것이 유럽의 위기 극복에 도움이 되었을 것이라고 판단하기는 어려울 것이다. 오히려 유럽중앙은행이 위기 대응에 계속 소극적이었을 경우 유럽 경제가 일본식 장기 침체에 빠졌을 것이라고 우려도 제기되었다. 유럽사법재판소의 판결로 유럽중앙은행이 일단 법적 정

12) 이는 단순히 최종대부자, 비전통적 통화정책의 수행이라는 차원을 넘어 국채 매입의 정치적 반대를 극복하기 위한 우회 수단이었으며, 미국에 비해 상대적으로 덜 발달한 유럽자본시장 지원을 위한 일종의 금융산업정책의 의미도 가지고 있다고 평가되고 있다. (Klooster and Fortan, 2020)

13) 슈나벨의 경우, 물가안정을 해치지 않는 선에서 EU의 경제정책에 협력해야 한다는 유럽 조약의 범 조항에 의거해서 유럽중앙은행이 기후 변화 대응 정책을 추진할 수 있다고 의견을 제시하고 있다. (Schnabel, 2021b)

당성을 확보한 듯 보이나, 유럽중앙은행의 비전통적 통화정책 수행 과정에서 드러난 독일 위원들의 반대 등 내부 갈등, 그리고 유로시스템을 유지하려는 정치 세력과 유로시스템을 바라지 않는 정치 세력 사이의 정치적 갈등이 이어지고 있다.

유럽 사회를 분석해 온 정치학자 슈미트(Vivien Schmidt)의 경우, 유로존 위기에서 유럽정치지도자들이 숫자, 규칙 등에 너무 집착함으로써 투입정당성, 절차정당성, 산출정당성 모두 상실했다고 평가했다. (Schmidt, 2015) 처음부터 국가들의 연합이라는 EU의 구조상 투입정당성을 확보하기 어려운 상황에서, 규칙만을 강조하면서 경기부양 대책에 소극적이었고 이것이 경기침체로 이어지면서 산출정당성마저 상실했다는 분석이다. 정책 결정 과정의 효율성과 책임성이 부족함을 드러냈고 절차적 정당성도 크게 손상되었다. 유럽중앙은행이 이러한 난관을 극복하고 투명한 정책 수행을 통해 유럽 경제의 안정과 성장에 기여하여 유럽 시민들에게 인정받아 사회적 정당성을 확보하기까지는 아직 많은 숙제가 남아 있다.

② 미국

중앙은행의 권한 확대와 관련하여 유럽과 달리 미국에서는 사법 논쟁이 크게 부각되지 않았다. (Tooze, 2020) 유럽중앙은행과 달리 연준은 연준법 13(3)을 통해 긴급 상황에서 필요한 조치가 무엇인가에 대해 연준 스스로 판단할 수 있는 법적 장치를 가지고 있었다. 전통적인 방식의 최종대부자 기능이 작동하지 않을 때 연준은 이 권한을 이용하여 새로운 금융상품과 더 광범위한 기관들에 유동성을 지원하였는데 이것은 금융시스템 구조 변화로 인한 불가피한 선택으로 평가되었다.¹⁴⁾ 이러한 위기 대응은 법령상의 권한에 근거한 합법적인 것으로, 정책 수행 과정에서 다소 투명성의 부족을 드러냈으나 이는 어쩔 수 없이 감당해야 하는 대가로 받아들여졌다. (Gabilondo, 2013) 그러나 연준의 비은행기관에 대한 긴급 대출 권한에 제한을 둘 필요가 있다고 느낀 의회는 도드-프랭크법을 통해 연준법 13(3)을 수정하였다. 그 주요 내용은, (1) 연준은 재무부의 승인 없이 비은행기관을 위한 프로그램을 만들 수 없고¹⁵⁾ (2) 비은행기관을 위한 긴급 대출 프로그램은 하나의 기관이 아닌 금융시스템에 유동성을 공급하는 것을 목적으로 해야 하며 (3) 연준의 긴급 대출이 손실로부터 납세자를 보호하기에 충분한 정도로 안전해야 하며 (4) 연준은 지급불능 기관이 긴급 대출 프로그램에 참여하는 것을 막는 장치를 마련해야 한다는 것이다. CARES Act (Covid Aid, Relief and Economic Security Act) 이후에는 연준법 13(3) 조항이 CARES Act에 의해 만들어진 모든 연준 프로그램에 적용되었다. 이 법안에 의한 프로그램들은 연준의 전통적 최종대부자 기능을 훨씬 뛰어 넘는 것이었다. 재무부가 연준의 신용리스크를 보호하면서 연준은 보다 광범위한 부문에서 신용제공자 역할을 하게 되었다. (Committee on Capital Markets Regulation, 2021)

미국에서 연준은 다른 기관들에 비해 사법심사와 단절되어 있다고 할 수 있다. 통화정책은 법원이 법적 정당성을 따질 수 있는 영역이 아니라는 인식이 지배적이다. 통화정책의 피해가 구체화되기 어려운 상황에서 이에 대한 일반적 불만으로 사법심사를 요청하기 어렵다. 구제대상에서 제외된 금융기관도 연준의 정책적 판단을 법원으로 가져가는 것이 매우 어려운 구조이다. (Binder and Skinner, 2021; Conti-Brown, 2017) 미국 대법원은 독립 기관의 관련법이 모호할 경우, 그 법 조항에 대한 해석에 있어 최대한 독립 기관 스스로의 해석을 존중하

14) 연준의 최종대부자 기능의 최종딜러 혹은 최종시장조성자 기능으로의 확대와 관련된 상세한 논의는 Mehrling (2010)을 참조할 수 있다.

15) 이에 대해 한편에서는 이것을 연준 최종대부자 정책 수행의 정당성이 높아진 것으로 평가했고, (Tucker, 2018b) 다른 한편에서는 이것을 연준의 독립성 침해, 향후 위기 발생시 신속한 대응의 위험 요소로 평가했다. (Gabilondo, 2013)

는 전통(Chevron Doctrine)을 가지고 있다. (Skinner, 2021) 이는 어떤 측면에서는 법치의 원리에 부합하지 않는 것으로 보일 수 있으나, 법안이 사장될 수 있는 지점(veto point)이 많아 입법이 어려운 미국의 정치 현실에서 법원의 적극적 개입은 법의 해석을 통해 사실상 입법의 역할을 수행하게 된다는 우려를 반영한 것이라고 할 수 있다. (Tucker, 2018a)

최종대부자 기능 수행에 있어 중앙은행의 재량 확대를 뒷받침하는 법리적 논리도 제시되고 있다. 포스너(Eric Posner)에 따르면, 위기 대응에 있어 과도한 중앙은행의 재량이 법치의 원리에 반하는 것이라는 비판은 매디슨(James Madison)주의에 기반한 시대착오적인 것이다. 시대적 변화에 따라 행정부의 권한이 확대되면서 의회와 법원의 역할은 주변부로 밀리게 되었다. 위기 대응의 과정에서는 특히 행정부에 많은 재량이 허용되며, 따라서 중앙은행과 재무부의 위기 대응 정책이 법적/헌법적 정당성의 훼손을 초래하는 것이 아니다. 이러한 견해에 따르면, 법치를 강조하는 방식으로 최종대부자 기능을 개혁하자는 것은 정치적으로 가능하지도 않고 바람직하지도 않다. 최종대부자 기능 수행에 있어 법치를 강조하는 순간 과감한 대응에 나서기 어렵게 된다는 논리이다. (Posner, 2019)

위기 이전의 논의에서와 마찬가지로 중앙은행 등 투입정당성이 명확하지 않은 독립 기관들의 정당성 확보 방안으로 투명성과 책임성이 강조된다. 연준은 연방공개시장위원회 속기록 공개, 정기적 의회 보고 등을 통해 투명성, 책임성을 강조해왔다. 또한 연준은 선출 권력과 전문가 집단을 대상으로 한 정보 공개를 넘어서 대중과의 직접 소통을 강조하는 방향으로 나아가고 있다. 연준은 'Fed Listens'를 통해, 다양한 사회구성원들로부터 통화정책이 그들의 생활에 어떻게 영향을 미치고 있는가에 대한 목소리를 듣는 일련의 이벤트를 진행하고 있다. 경제가 회복되면 연준의 권한은 다시 축소될 것이라고 대중에게 호소하면서 연준의 사회적 정당성을 유지하기 위해 노력하고 있다. (Binder and Skinner, 2021)

그럼에도 불구하고 위기 대응 권한 확대와 관련된 문제제기가 지속되고 있다. 연준의 이러한 지원 정책이 연준의 손실로 이어질 경우 이는 결국 납세자, 미국 정부의 재정에 부담을 줄 수밖에 없다. 연준이 통화정책이 아닌 재정정책의 영역에 들어서는 것이 되는 것이다. 이는 큰 정치적 정당성 문제를 야기하는 것이다. 또한 연준이 적격한 거래 대상자, 거래 자산을 선택할 수 있는 재량을 가지게 됨으로써 사실상 '승자와 패자'를 결정하는 상황이므로 연준의 독립성은 정치적으로 위협을 받는다. 이러한 문제들을 해결하기 위해 장기적으로 비은행기관에 대한 대출과 지원 등은 연준이 아닌 재무부가 관리해야 한다는 주장도 제기되고 있다. (Committee on Capital Markets Regulation, 2021)

나아가 사회적 정당성과 관련하여, 연준의 과도한 금융산업의 이해 대변 등이 지속적으로 논란의 대상이 되어 왔다. (Fullwiler and Wray, 2010; Mehrling, 2018) 연준을 어떻게 금융산업계로부터 독립시킬 수 있을까에 대한 고민은 연준의 최초 설계 과정에서부터 시작된 것이다. (Forder, 2003) 금융산업이 빠르게 발전하고 변화하면서 금융감독기관들은 감독 대상 기관의 협조 없이는 정책을 수행하기 어려운 상황에 이르렀고, 금융위기가 발생할 때 연준과 재무부는 감독 대상이었던 금융기관들의 도움을 받아 위기 대응책을 세우는 아이러니한 상황이 전개되었다. 금융위기 이후에도 감독기관이 피감독기관에 포획되는 현상들이 계속 나타나고 있다. 도드-프랭크 법 이후 지역 연방준비은행의 총재 선출 과정에서 은행 주주들에 의해 임명된 이사들이 제외된 것은 연준시스템에서 민간 금융기관들의 영향력을 줄이기 위한 것이었다. 그럼에도 불구하고 지역 연방준비은행 총재가 미국의 고위 공직자는 의회의 동의를 거쳐 대통령이 임명하게 되어 있는 헌법적 절차를 거치지 않고 연방공개시장위원회에 참여하고 있다는 점 역시 연준 정책 수행의 법적 정당성에 걸림돌이 되고 있다. (Conti-Brown, 2017)

연준은 과감하고 신속하게 위기 대응에 나서면서 금융위기의 피해를 최소화하고 다른 지역에 비해 빠르게 경기를 회복시켰다는 긍정적인 평가도 받았다. 그러나 연준은 연준법 13(3)에 근거하여 최종대부자 정책을 확대 수행하면서 이미 전문 기관의 기술적 판단을 넘어 가치 판단의 영역에 들어서게 되었다.¹⁶⁾ 연준의 재량 확대는 위기 극복에 도움이 되었고 단기적으로 미국 국민 후생 증대에 크게 기여했다고 할 수 있다. 그러나 장기적으로 이는 중앙은행, 행정부, 입법부 사이의 권한의 경계를 불분명하게 만들어 연준의 법적, 사회적 정당성을 훼손시킬 가능성이 높아지게 된다. 이를 막기 위해서 연준에 권한을 위임한 기관인 의회가 연준의 권한과 역할의 경계에 대해 분명하게 발언해야 하는 상황이라는 목소리가 높아지고 있다. (Skinner, 2021)

③ 영국

영국 역시 미국과 마찬가지로, 금융위기 이후 영란은행의 최종대부자 정책 수행 권한 확대를 비판하는 목소리보다는 적극적인 정책 대응을 요구하는 목소리가 높았다고 할 수 있다. (Tucker, 2018a) 금융위기 이후 영란은행은 보수당 정부에 의해 다시 건전성 정책의 중심 기구가 되었다. 이로써 영란은행이 통화정책과 함께 건전성 정책 수행에 있어 법적 정당성을 확보하였다고 할 수 있다.

영란은행이 통화정책 운영의 독립성과 함께 미시건전성, 거시건전성 정책의 중심 기구가 되면서 외형상 영란은행의 권한은 대폭 확대되었다고 할 수 있다. 그러나 내용적으로 건전성 정책과 관련하여 영란은행에 대한 재무부의 감독과 통제가 강화되었다. (오성근, 2014) 금융위기 이후 건전성 정책 수행에 있어 중앙은행의 역할이 강화되는 추세이지만, (Calvo et al, 2018; Pellegrina et al, 2013) 동시에 금융감독기관의 독립성이 후퇴하고 선출 정부의 역할이 강화되고 있다. 영국에서도 금융감독기관의 독립성이 크게 후퇴한 것으로 조사되고 있다. (Gadinis, 2013)

금융위기 이전에는 금융감독기관이 중앙은행으로부터 분리되고 정부로부터 독립하는 추세를 보여왔다. 통화정책에 있어 독립적인 중앙은행이 물가안정에 더 효과적이라는 논리와 유사하게 건전성 정책 수행도 정치적 영향력이 차단된 전문적 독립 기관에 맡기는 것이 더 효과적이라는 주장이 힘을 얻고 있는 상황이었다. (Duff, 2014; Quintyn and Taylor, 2002)

그런데 통화정책과 건전성 정책에는 큰 차이가 존재한다. 거시건전성 정책은 통화정책에 비해 분배적 효과가 크다는 점이다. 시스템 리스크를 줄이기 위한 거시건전성 규제는 금융시장에 대한 일련의 정책적 관여이다. 경기변동의 폭을 줄이기 위한 정책 수단을 사용하면서 특정 부문의 신용이나 투자에 영향을 미침으로써 통화정책에 비해 명시적으로 분배적 효과를 낳게 된다. 또한 LTV, DTI 등 모기지 대출과 관련된 규제 강화는 대중에게 인기가 없고 정치적 반대와 비판에 직면하기 쉽다. (Baker, 2015) 거시건전성 정책이 분배적 효과를 가지게 된다면 이는 독립 기관의 정책 수행에 대한 정당성의 근거를 약화시키게 된다. 실제로 영국에서는 적극적인 거시건전성 정책 수단 사용에 대해 우려의 목소리가 높았다. (Brenner, 2020) 분배적 요소가 강한 거시건전성 정책을 중앙은행 등 독립 기관에 맡겨 탈정치화하려는 시도는 오히려 독립 기관을 정치화하는 계기가 될 것이라는 우려가 제기되고 있다. (Baker, 2015)

앞서 언급하였듯이 영란은행 부총재를 역임했던 터커는 건전성 정책에서 중앙은행이 주도적 역할을 맡는 것에 반대하였다. (Tucker, 2017, 2018a) 독립적인 중앙은행은 정당성을 갖기

16) 이를 두고 콘티-브라운(Conti-Brown, 2017)은 연준이 독립적 은행이 아닌 독립적 판사의 역할을 수행했다고 평가하고 있다.

위해 분배에 영향이 큰 정책을 수행해서는 안된다. 실제로 건전성 정책 권한이 확대되자 영란은행의 독립성은 후퇴했다고 할 수 있다. 역시 영란은행 통화정책위원을 역임했던 부이터(Willem Buiter)도 건전성 감독 기구가 영란은행에 통합된 것은 전형적인 ‘중앙계획의 오류’라며 부정적 시각을 드러냈다. 통화정책, 거시건전성, 미시건전성 정책의 모든 권한이 영란은행 총재 한 사람에게 집중되는 것을 우려한 것이다. 그는 거시건전성 정책을 반드시 중앙은행이 맡을 필요가 없다고 보았다. (Buiter, 2014)

2012년 금융서비스법으로 인하여 건전성 정책 수행에 있어 영란은행이 법적 정당성을 확보하였다. 그러나 영란은행이 건전성 정책의 중심 기구가 되는 것에 대해서는, 물가안정과 관련된 독립적 통화정책에 대한 광범위한 합의 수준의 의견 일치가 학계와 정책담당자, 선출 정치인들 사이에서 이루어지지 않았다고 볼 수 있다. 영란은행의 건전성 정책에 대한 사회적 정당성은 통화정책에 대한 사회적 정당성에 크게 미치지 못하는 상황이라고 할 수 있다. 오히려 영란은행과 관계가 깊은 인물들에 의해 제시되고 있는 독립적 영란은행의 사회적 정당성 확보 방안은 영란은행의 건전성 정책 권한을 축소하는 것이다.

사회적 정당성을 높이려는 영란은행의 노력은 불평등에 대한 관심에서도 확인된다. 불평등 문제에 대해 영란은행이 다른 중앙은행에 비해 가장 적극적인 발언들을 해 왔다고 평가되고 있다. (Fortan et al, 2016) 영란은행 수석 이코노미스트를 지낸 홀데인(Andy Haldane)은 불평등이 경제성장을 둔화시킬 수 있다는 연결고리를 인정하면서, 불평등이 금융불안을 낳고 금융위기가 다시 불평등을 확대하고 있음을 지적하였다. (Haldane, 2012, 2014) 카아니 전 영란은행 총재는 금융위기 대응 과정에서 통화정책의 불평등에 대한 영향이 커졌다는 생각을 강하게 표현하였다. 평등 그 자체의 가치에 대해서도 발언하며 금융개혁, 사회적 자본을 강조하기도 하였다. (Carney, 2014)

결국 중앙은행이 사회적 정당성을 확보하는 길은 대중의 신뢰를 얻는 것이다. 위기 발생 이후 각 국의 중앙은행들은 다양한 채널을 통해 대중들에게 비전통적 통화정책을 설명하려고 노력하였다. 이러한 노력 가운데 영란은행에서 두드러진 것은 시장과의 소통과 대중과의 소통의 차이를 인식하고, 대중과의 소통을 위해 위기 이전 통화이론의 근간을 이루어왔던 내용들¹⁷⁾을 공식적으로 부정하는 전략을 택했다는 점이다. 홀데인은 ‘Open Forum’ 개최를 통해 금융업계에서는 규제 문제를 가장 많이 언급한 반면, 일반 대중들은 부패 문제를 가장 많이 언급하고 있는 점을 인식하게 되었다고 발언하면서 영란은행의 신뢰 증진을 위해 대중과의 소통을 강화해야 한다는 정책적 대응을 제시한 바 있다. (Haldane, 2016) 브라운(Braun, 2016)은 대중의 신뢰와 정당성 확보에 있어 영란은행의 전략이 근본적으로 바뀌었다고 평가하고 있다. 인플레이션에 대한 대처시 중앙은행들이 통상적으로 의존하였던 전통적인 통화이론을 공개적으로 반박한 것은 다른 중앙은행과 구분되는 행보라고 할 수 있다. 영란은행은 전통적 통화이론에 대한 믿음이 잘못된 것임을 알림으로써 과거와 다른 비전통적인 통화정책의 필요성을 대중에게 알리려고 한 것이다.

5. 한국은행의 금융안정 정책 수행 및 제도 개선의 시사점

금융안정을 위해 중앙은행은 사전적으로 건전성 감독을 강화해야 하고 사후적으로 위기 이

17) 이는 화폐의 위계를 고려하지 않고, 은행은 단순히 저축자의 자금이 차입자로 전달되는 경로이고, 통화량은 외생적으로 공급되며 중앙은행이 통제할 수 있다는 표준적 거시경제학 교과서에 등장하는 내용을 말한다.

후 금융시장을 진정시키고 피해를 최소화하기 위한 최종대부자 정책을 수행해야 한다. 정부와 한국은행도 코비드 19 대책으로 과거에 찾아보기 어려운 여러 정책들을 수행하였다. 이러한 정책 수행 및 앞으로의 제도 개선 방향에 있어 국내 연구자들에 의해 제시된 평가들을 살펴보고 위의 선진국 사례들과 비교하고자 한다.

(1) 최종대부자/비전통적 통화정책

코비드 19 확산 이후 경제와 금융안정을 위해 한국은행은 여러 정책들을 수행해왔다. 회사채·CP 매입기구(SPV)에 대한 대출, 공개시장운영 대상 증권 및 대상 기관 확대, 한국은행 대출 적격담보증권 확대 등의 조치가 이루어졌다.¹⁸⁾ 이에 대해 현재의 한국은행법 조항으로도 비은행금융기관, 비금융법인을 대상으로 한 지원을 확대할 수 있으나 한국은행 최종대부자 기능을 자본시장 전체로 확대하려면 법 조항의 개정이 필요하다는 주장이 제기되고 있다. (신인석, 2021) 영리기업 여신의 대상 범위 등에 해석이 엇갈리고 있어 문제 발생시 신속한 대응을 위해서는 영리기업과 여신의 범위를 미리 명료화할 필요가 있고, 공개시장운영 대상 증권의 실질적 확대를 위한 법 조항 개정의 필요성 역시 제기되고 있는 상황이다. (장민, 2020; 정지만 외, 2009)

한국은행도 코비드 19 사태 이후 글로벌 경제위기에 대응하여 선진국의 중앙은행들이 추진했던 여러 새로운 정책들을 이미 시작했다고 할 수 있고, 경제 상황에 따라 그 범위와 규모가 더 확대될 가능성이 크다고 볼 수 있다. 선진국의 중앙은행도 금융위기 때보다 코비드 19 사태 때 더 신속하고 확장된 정책 대응에 나섰다는 점을 통해 확인되는 바이다. 선진국의 사례에서 확인되는 것처럼, 양적완화 등은 그 논란에도 불구하고 다양한 경제 문제에 대응하는 주요 통화정책 수단이 되었다는 것이 명확해졌다. 이런 상황에서 최종대부자/비전통적 통화정책의 수행을 위한 위와 같은 제도적 정비는 향후 한국은행 정책 확대의 법적 정당성 확보를 위해 반드시 필요한 조치이다.

한국은행의 역할이 확대되면서 준재정정책 성격의 정책 수행에 대한 적절성 논란도 확산되었다. (이주열, 2020) 이에 대해서 한국은행 독립성을 더 중요하게 생각한다면 확대된 정책들이 다시 축소되는 방향으로 진행될 가능성이 높아질 것으로 판단된다. 오히려 정부와의 협력에 적극적으로 나서서 비금융기관 등으로 정책 수행을 확대하는 것이 사회적 정당성을 확보하는 길이 될 것이다.

선출 정부가 아닌 전문 기술관료가 담당하는 정책 수행에서는 그 사회적 정당성 확보를 위해 투명성과 책임성이 강조되고 있다. 금융위기, 전염병 등으로 인한 비상 상태 대응을 위해 중앙은행의 권한이 확대되면서 중앙은행에 대한 투명성 요구는 더 높아지고 있다. 이 부분과 관련하여 한국은행이 다른 중앙은행에 비해 차이가 나는 지점은 금융통화위원회 회의 과정에 대한 정보 공개 범위, 금융통화위원의 임기, 임명절차 등이다. 미국 연준과 비교할 때 의사록에 금융통화위원들의 실명이 표시되지 않는다. 또한 금융통화위원의 임기가 대통령 임기에 비해 짧고, 총재를 제외한 나머지 위원들은 의회의 청문 절차 없이 임명된다. 한국은행 정책 수행의 책임성과 투명성을 높이기 위해서는 의사록에서 금융통화위원의 실명을 확인할 수 있어야 한다. 임명 절차에서는 각 금융통화위원의 정책에 대한 입장이 분명히 드러날 수 있게 하는 정책 검증 과정이 필요하며, 임기를 늘리고 금융통화위원들이 동시에 여러 명이 교체되지 않도록 조정하여 특정 정치적 정파의 영향력을 줄이는 것이 필요하다. 금융통화위원의 임기,

18) 자세한 내용은 한국은행 홈페이지에서 확인할 수 있다.

임명 절차 등은 법의 개정을 필요로 하지만 금융통화위원회 의사록 정보 확대 문제는 한국은행의 결정으로도 이루어질 수 있는 부분이다.

(2) 건전성 정책

건전성 정책 수행에 있어 중앙은행의 역할이 어디까지인가와 관련하여 국내외를 막론하고 뚜렷한 결론이 내려지지 않았고 논쟁이 계속되고 있다. (김홍범, 2009; Goodhart and Dimitrios, 2012) 국내에서도 금융감독기구 거버넌스 개선과 관련된 논의가 학계와 행정부, 입법부에서 꾸준히 지속되고 있는 가운데, 금융감독기구의 정부로부터 독립, 금융산업 정책과 금융감독 정책의 분리, 소비자 보호 전담 기구 설립 등의 의견이 우세한 상황으로 보인다.¹⁹⁾ 한편 한국은행은 2011년 한국은행법 개정으로 금융안정의 책무를 지게 되었음에도 불구하고 실질적으로 건전성 정책을 수행할 수 있는 정책 수단을 가지고 있지 못하다는 평가가 지배적인 가운데, 한국은행의 건전성 정책 수행 및 제도 개선과 관련하여서도 전문가들 사이의 의견이 다양하게 제시되고 있다.

대표적인 국내 논의들을 살펴보면, 김인준 등은 거시건전성 정책의 주체로 한국은행을 명시하는 방안을 검토하고 있다. 그러나 여러 기관들이 금융안정을 위한 기능을 수행하고 있으므로 이들 기관 사이의 협력이 필요하며, 따라서 건전성 정책 수행에 있어 한국은행 독립성 훼손의 불가피함을 지적하였다. (김인준 외, 2017) 김홍범의 경우, 건전성 정책이 가질 수밖에 없는 정치적인 요소들이 한국은행의 독립성에 미칠 악영향을 고려하여 한국은행이 담당할 거시건전성 정책의 범위를 좁히자고 주장하였으나 이후 한국 금융의 정치화가 심화되는 국내 상황을 고려할 때, 가장 독립적인 기관이라고 할 수 있는 한국은행에 건전성 정책을 모두 맡겨야 한다는 쪽으로 견해를 수정하였다. (김홍범, 2009, 2020) 이들 논의는 건전성 정책에서 중앙은행 역할의 범위를 정하는 것이 매우 어려운 작업임을 보여주고 있다.

금융위기 이후 금융안정을 위해 건전성 정책에 있어 중앙은행의 역할이 확대되고 있는 것은 시대적 추세라고 할 수 있다. 앞 절에서 언급한 선진국의 사례에서도 건전성 정책에 있어 모두 중앙은행의 역할이 확대되었다. 하지만 정당성이라는 측면에서 보면 건전성 정책에 있어 중앙은행의 역할이 확대되는 것에 있어 긍정적인 의미만 존재하는 것은 아니다. 선출 정부로부터 특정한 목적을 위해 권한을 위임받은 독립 기관은 가능한 분배적 성격이 강한 정책은 피해야 한다는 원칙에 충실하자면, 터커의 논리대로 건전성 정책은 독립 기관보다는 선출 정부가 주도해야 한다는 결론으로 이어지게 된다. 우리나라의 경우도 가계부채 규모가 심각한 수준이고 LTV, DTI 규제 등이 거시건전성 정책에서 핵심적인 역할을 해왔다고 할 수 있는데 이러한 정책 수단이 정치적으로 또 분배적 측면에서 가장 예민한 부분이다. 정부 기관의 성격이 강한 금융위원회가 건전성 정책을 주도하고 한국은행이 금융안정보고서 등을 통해 시스템 리스크를 평가하는 현재의 건전성 정책 체계가 터커 등이 제시한 정당성 원칙에 가깝다고 할 수 있다. 물론 선출 정부가 거시건전성 정책 수단을 금융안정이 아닌 무리한 경기부양을 위해 사용하려고 하면 이에 대해 강력한 비판자 역할을 수행할 수 있어야 한다.

이러한 정당화는 소극적인 방식의 정당화라고 할 수 있다. 우리도 유럽의 European Systemic Risk Board, 미국의 Financial Stability Oversight Council, 영국의 Council of Financial Stability 등과 같은 거시건전성 기구를 만들고, 재무부 장관이 해당 기구의 의장이

19) 2022년 대선을 앞두고 금융분야 학자 300여 명이 금융감독원을 정부로부터 독립시켜야 한다고 한 목소리를 낸 것이 대표적이라고 할 수 있다. (한국경제, 2022.2.16.)

되는 미국이나 영국과 달리 유럽중앙은행 총재가 의장이 되는 유럽의 형식을 따르는 방식으로, 또는 금융위원회에서 한국은행의 지분을 높이는 방식으로 한국은행이 거시건전성 정책에 있어 보다 적극적인 역할을 수행할 수 있을 것이다. 이는 적극적 방식의 정당화이다. 그러나 이러한 방향의 제도 개선을 추구함에 있어 정당성 측면에서 유의해야 할 문제는, 앞에서 서술한 바와 같이 금융안정을 위한 여러 정책들은 물가안정을 위한 통화정책²⁰⁾만큼 중립적인 정책이 될 수 없다는 점이다. 한국 사회에서 부동산, 가계 대출 등의 문제는 어떤 정부를 선출할 것인가 그리고 선출된 정부에 대해 어떤 평가를 내릴 것인가와 관련하여 가장 중요한 요소 중 하나였다. 비선출 전문 기관인 한국은행이 이러한 정책을 주도하게 된다면 선출 정부보다 훨씬 더 큰 사회적 정당성의 부담을 안게 될 것이다. 금융안정이라는 공공선에 도달하는 과정에서 나타날 수 있는 비중립적, 분배적 요소들에 대해 대중들과 어떻게 소통하고 이들을 설득할 것인가가 매우 중요한 과제가 될 것이다. 한국은행은 통화정책 수행에 있어 시장과 소통하는 것 이상으로 건전성 정책 수행에서 대중과 소통해야 하는 어려운 과제를 풀어야 한다. 가장 쉽게 시작할 수 있는 부분은, 한국은행이 이미 수행해 오고 있는 경제교육을 양적으로 확대하고 중앙은행의 역할 확대에 대한 대중의 설득을 강화해야 한다. 연준의 'Fed Listens'나 영란은행의 'Open Forum' 같은 이벤트를 통해 경제학자, 금융업계 종사자를 넘어서서 다양한 청중들과의 소통을 강화하는 장치가 마련되어야 할 것이다.

정부로부터 독립적인 금융감독기구가 증가하는 추세에서 금융위기 이후 금융감독 정책에 있어 정부의 역할이 강화되는 추세로 바뀐 것은 시장실패가 초래한 반작용임과 동시에 정치적으로 민감할 수밖에 없는 금융안정 관련 정책 수행에 있어 비선출 독립 기관이 가지는 책임성, 정당성의 한계를 보여주는 것이라고 판단된다. 한국은행의 거시건전성 정책 권한이 확대된다면 이는 정부와 의회의 한국은행 감독 확대와 동반되는 것이 건전성 정책에 있어 한국은행이 사회적 정당성을 확보하는 방법이다. 건전성 정책 수행에 있어서는 통화정책 수행에서와 같은 수준의 독립성을 요구하기 어렵다.

터커는 거시건전성 정책의 효과를 높이는 연구도 중요하지만 거시건전성 정책의 궁극적인 목적이 무엇인가에 대한 고민이 더 필요한 상황이라고 주장하였다. (Tucker, 2016, 2017) 거시건전성이라는 프레임은 피셔(Irving Fisher)의 부채디플레이션 이론이나 민스키(Hyman Minsky)의 금융불안정성 이론 등의 영향으로 형성된 것이다. (Baker, 2018) 거시건전성 정책은 미시건전성으로 거시건전성이 달성되지 않는다는 구성의 오류, 금융시장은 효율적이지 않고 내재적으로 불안정하다는 인식에서 비롯된 것으로 효율시장가설, 합리적 기대이론에서는 존재할 수 없는 정책이다. 거시건전성 정책의 사회적 목적은 금융시장의 불안정성을 줄이기 위함이고 나아가 금융제도 개혁을 통해 금융시장 불안정성의 원천을 제거하고자 하는 것이다. 민스키는 금융시장 안정을 위해 중앙은행의 역할과 권한이 강화되어야 하며 금융제도 개혁에 있어서도 중앙은행이 적극적인 역할을 해야 한다고 주문하였다.²¹⁾ (Minsky, 1986) 건전성 정책에 있어 한국은행이 사회적 정당성을 확보하는 길은 이러한 거시건전성 정책의 사회적 목적에 충실한 정책을 수행하는 것이다. 이를 위해서는 금융산업계로부터의 독립, 전통적인 거시/금융 이론으로부터의 독립이 필요하다.

20) 물론 비전통적 통화정책도 중립적이지 않다는 것이 선진국의 경험에서 확인되었다.

21) 민스키의 금융불안정성 이론에 대한 상세한 논의는 박종현 (2000), 조복현 (2009), 황재홍 (2009)을 참조할 수 있다. 금융안정과 중앙은행의 역할과 권한 확대에 대한 민스키 이론의 상세한 정리는 황재홍 (2017)을 참조할 수 있다.

(3) 불평등, 기후 변화 대응 등으로의 정책 목표 확대

불평등, 기후 변화 등의 문제들은 전통적인 중앙은행 이론과 현실에서 중앙은행의 영역이 아니라고 인식되던 부분이다. 그러나 금융안정의 관점에서도 이들 문제들이 전혀 연관성이 없는 것은 아니다. 라잔의 연구(Rajan, 2010) 이후로 불평등이 금융위기에 어느 정도 영향을 미쳤는가에 대한 논쟁이 지속되고 있다. 또한 비전통적 통화정책이 불평등을 심화시켰는가에 대한 논쟁도 진행되고 있다. 비전통적인 통화정책이 불평등에 미친 효과가 과거에 비해 커졌다는 것을 인식하면서도 이는 금융위기를 수습하는 과정에서 발생한 불가피한 결과로 다른 선택의 여지가 없었다는 의견이 아직은 지배적인 것으로 보인다. (Tucker, 2018a) 또 설령 중앙은행의 비전통적 통화정책이 불평등에 기여한 부분이 있더라도 여전히 불평등 심화에는 중앙은행의 정책보다는 다른 요인들이 더 크게 영향을 미친다는 분석이 우세해 보인다. (Carstens, 2021) 그러나 중앙은행의 정책 수행 그 자체가 조금이라도 불평등에 영향을 미친다고 한다면 사회적 정당성 측면에서 이를 쉽게 무시하고 넘어가기는 어려운 문제라고 판단된다. 또한 불평등에 미친 통화정책의 영향과 별도로, 불평등이 금융/경제불안에 중대한 영향을 미칠 것으로 평가된다면 금융안정 책무 조항 아래서도 중앙은행이 불평등에 대해 정책적 대응에 나설 수 있을 것으로 판단된다. 세계의 주요 중앙은행들이 불평등을 주제로 심도 있는 논의를 진행하고 있음은 어렵지 않게 확인할 수 있다. 연준이 코비드 19 대응으로 MSLP를 통해 중소기업 지원에 나선 것은 형평성을 고려한 정책의 사례라고 할 수 있을 것이다.

한국은행도 이창용 신임 총재의 취임사, 그리고 일부 금융통화위원들의 발언이나 저술을 통해 중앙은행이 불평등 문제에 대해 고민해야 한다는 의견을 개진하고 있다. (서영경, 2021; 이창용, 2022) 이러한 시대적 과제에 대한 대응에 적극적으로 나서기 위해서는 법적 정당성 확보를 위해 한국은행 책무 조항이 확대되어야 한다.²²⁾ 그러나 책무 조항 확대 이전에도 한국은행의 의지에 따라, ‘한국은행의 통화신용정책은 물가안정을 저해하지 아니하는 범위 내에서 정부의 경제정책과 조화를 이룰 수 있도록 하여야 한다’는 한국은행법 4조에 의거하여 고용, 불평등과 기후 변화 등과 관련하여 정책적 대응을 수행할 최소한의 법적 근거를 가지고 있다고 할 수 있다. 환경 문제에 가장 큰 관심을 보이고 있는 유럽에서, 유럽중앙은행이 환경 문제에 적극적으로 관여하기 위해서는 유럽 조약의 개정을 통해 책무 조항이 확대되어야 하지만 ‘물가안정을 해치지 않는다면 EU 정책에 협력해야 한다는’ 현재의 유럽 조약 내에서도 일단 환경 정책을 추진할 수 있다는 해석을 참조할 수 있을 것이다. (Schnabel, 2021b)

물론 이는 한국은행 독립성의 후퇴를 의미할 수 있다. 정부가 교체되고 정책 방향이 바뀌면 정책의 일관성을 유지하기 어렵게 될 위험을 내포하고 있다. 또한 ‘한국은행의 통화신용정책은 중립적으로 수립’되어야 한다는 원칙과도 상충하는 측면이 있다. 불평등, 기후 변화 대응은 중립적인 정책과 거리가 멀기 때문이다. 이러한 정책 수행을 위해서는 학계와 정책담당자들이 90년대 표준적 중앙은행상에서 벗어나는 것이 필요하다. 물가안정만을 단일 책무로 삼고, 독립성과 중립성에 중점을 둔 90년대 중앙은행 이론에 기반해서는 불평등, 기후 변화 정책 등에 나서는 것이 불가능하다. 위기가 진정되면 중앙은행은 다시 전통적인 모습으로 돌아가야 한다. (Cochrane, 2020) 중앙은행이 진정한 사회적 정당성을 확보하는 길은, 불평등과 환경 문제 등 시대적 과제에 적극적으로 대응하여 국민 전체의 후생 증대에 기여함으로써 정책 수행

22) 한국은행에 고용안정 책무가 추가되어야 한다는 주장은 최근에도 국회의원들 사이에서 제기되고 있으나 아직까지는 신중론이 우세한 것으로 보인다. 신중론에 대해서는 김소영·이예일 (2021) 등을 참조할 수 있다.

의 사회적 승인을 받는 것이라는 인식의 전환이 필요해 보인다. 이는 앞 절에서 민주적 중앙은행론을 주장한 학자들의 제안을 따르는 것이다.

(4) 외국 중앙은행과의 비교

외국과 한국의 상황 비교를 위해 단순화의 위험을 무릅쓰고 4, 5절의 내용을 간략히 정리하여 아래의 표를 작성하였다. 정당성 논란과 확보 방안 정리에 있어 굤하트와 라스트라 (Goodhart and Lastra, 2018)의 분류에 따라 법적 정당성과 사회적 정당성으로 구분하여 진행하였다.

		유럽(ECB)	미국(Fed)	영국(BoE)	한국(BoK)
위기 대응 특징		<ul style="list-style-type: none"> - 소극적인 최종대부자/비전통적 통화정책 - 건전성 정책 권한 확대 	<ul style="list-style-type: none"> - 적극적인 최종대부자/비전통적 통화정책 	<ul style="list-style-type: none"> - 적극적인 최종대부자/비전통적 통화정책 - 건전성 정책 권한 확대 	<ul style="list-style-type: none"> - 코비드 19 대책으로 정책 확대 시작
정당성 논란	법적 정당성	<ul style="list-style-type: none"> - 유럽 조약 위반 - 위임된 책무 이상의 권한 행사 	<ul style="list-style-type: none"> - 최종대부자 권한의 법적 한계에 대한 논란 	<ul style="list-style-type: none"> - 법적 논란이 상대적으로 적었음 	<ul style="list-style-type: none"> - 최종대부자 권한의 법적 한계에 대한 논란
	사회적 정당성	<ul style="list-style-type: none"> - 소극적 대응으로 인하여 결과적으로 정책 실패 - 불평등/기후 변화 대응 등 사회적 요구 증대 	<ul style="list-style-type: none"> - 금융산업 이해를 과도하게 대변 - 위기 대응 과정의 불투명성 - 과도한 연준 재량 확대에 대한 우려 	<ul style="list-style-type: none"> - 과도한 권한 집중 (통화정책+건전성 정책) - 통화정책이 불평등에 영향 	<ul style="list-style-type: none"> - 정책 실효성 논란 - 준재정적 정책 논란
정당성 확보 방안	법적 정당성	<ul style="list-style-type: none"> - 유럽 조약 수정 - 법적 책무 확대 - 견제와 균형의 원리 강화 	<ul style="list-style-type: none"> - 도드-프랭크법, CARES Act 등으로 최종대부자 권한 확대의 법적 근거 보강 	<ul style="list-style-type: none"> - 금융안정 책무 법제화 완료 - 금융서비스법 등으로 건전성 정책의 법적 근거 마련 	<ul style="list-style-type: none"> - 금융안정 책무 법제화 완료 - 최종대부자/통화정책 관련 법 조항 정비 필요
	사회적 정당성	<ul style="list-style-type: none"> - 투명성, 책임성 강화 - 거시경제안정, 성장에 기여 - 반자유주의적 파퓰리즘에 대한 대응 - 불평등/기후 변화 등 사회적 이슈에 대응 	<ul style="list-style-type: none"> - 투명성, 책임성 강화 - 준재정적 정책 축소 - 의회에 의한 연준 권한 조정 - 규제 포획 극복 	<ul style="list-style-type: none"> - 투명성, 책임성 강화 - 건전성 정책에서의 권한 축소 - 불평등/기후 변화 등 사회적 이슈에 대한 대응 	<ul style="list-style-type: none"> - 투명성, 책임성 강화 - 건전성 정책에 있어 현행 금융위원회 주도 체제 유지 (소극적 정당화) - 불평등/기후 변화 등 사회적 이슈에 대한 대응 (적극적 정당화)

6. 맺음말

글로벌 금융위기 이후 중앙은행의 정책과 권한이 확대되면서 새로운 중앙은행상을 정립해야 한다는 의견이 지배적이었다. (Borio, 2011; Goodhart, 2010; Mehrling, 2014) 위기가 진정되면 다시 전통적인 중앙은행으로 돌아가야 한다는 주장도 있었지만 코비드 19 등을 거치면서 비전통적 통화정책 등은 이제 일상적인 정책이 되어가는 양상이다. 따라서 이제 독립성과

중립성만을 강조하던 금융위기 이전의 중앙은행으로 돌아가기는 어려울 것으로 전망된다.

유럽중앙은행은 최종대부자, 금융감독 등의 금융안정에 대한 진지한 고민 없이 물가안정만을 목표로 설립된 중앙은행이라고 할 수 있다. 질서자유주의/통화주의적 전통에 따라 한정된 책무와 규칙에 의한 통화정책 수행이 강조되던 90년대 중앙은행 이론의 산물이라고 할 수 있다. 글로벌 금융위기, 유로존위기 상황에서 유럽중앙은행은 금융안정 대책의 취약성을 드러낼 수밖에 없었고 한편으로는 위기 대응 정책이 법적 권한을 넘어선다는 비판, 다른 한편에서는 위기 대응에 소극적이라는 비판을 받으면서 법적, 사회적 정당성 모두 크게 위협받는 상황에 이르게 되었다. 이 문제를 해결하기 위해서는 유럽 조약의 개정이 필요하지만 회원국의 동의를 얻기까지 매우 어려운 정치적 과정을 겪게 될 것으로 전망된다.

연준과 영란은행의 경우 금융위기 발생 이전에는, 역시 90년대식 중앙은행 이론에 충실한 모습을 보이고 있었다고 할 수 있다. 이는 볼커(Paul Volcker)의 반인플레이션 정책, 그리고 영란은행 독립 등에서 확인되는 바이다. 그러나 역사적으로 볼 때 이들 중앙은행에는 설립 과정에서 물가안정보다는 지급결제시스템 관리, 최종대부자 기능 등 금융안정이 더 중요한 임무였다고 할 수 있다. (Conti-Brown, 2017; Goodhart and Tsomocos, 2012) 전쟁 중에는 정부의 자금 조달을 위해 중앙은행이 협조할 수 밖에 없었다. 신자유주의 시대를 거치면서 많은 금융규제가 완화되고, 상업은행 중심의 금융시스템이 그림자금융시스템 등으로 변화하면서 최종대부자 정책이 최종시장조성자 정책으로 확대되었다. 이 위기 대응 과정에서 중앙은행의 재량과 권한 확대에 대한 우려도 있었지만, 유럽에 비해 중앙은행에 금융안정을 위해 신속하고 과감한 정책 대응을 요구하는 목소리가 강했다고 볼 수 있다. 위기 이후에는 금융감독체계를 강화하고 중앙은행의 금융감독 권한을 더 확대하는 방향으로 제도 개편이 이루어졌다. 이에 따라 90년대의 바람직한 중앙은행상에 비추어 볼 때 중앙은행의 권한이 너무 커진 것이 아니냐는 우려의 목소리가 계속해서 제기되고 있는 상황이다. 금융안정 정책은 물가안정 정책과 그 성격이 다른 만큼 중앙은행이 금융안정 정책을 물가안정 정책만큼 독립적으로 수행할 수 없으며 선출 정부와의 협업을 통해 정치적 정당성을 확보해야 한다는 의견들이 제시되고 있다. 더 나아가 불평등, 환경 문제 등 좀 더 광범위한 사회경제적 이슈들에 중앙은행이 적극적으로 나서서 진정된 정당성을 확보하는 방안이라는 적극적인 주장도 제기되고 있는 상황이다.

한국은행은 코비드 19 사태를 거치면서 선진국 중앙은행들이 금융위기 이후 수행했던 비전통적 정책들을 이제 막 시작하는 단계라고 할 수 있을 것이다. 앞으로 경제 상황에 따라 한국은행의 비전통적 통화정책도 확대 시행될 수 있는 최소한의 제도적 장치들은 이미 마련되어 있다고 할 수 있다. 금융안정의 책무가 2011년 한국은행법 개정을 통해 명시되었고 최종대부자 기능과 관련된 법 조항을 가지고 있기 때문이다. 최종대부자 기능이나 통화정책 수단의 확대 등과 관련하여서는 세부적 법 조항의 개선이 필요하며 이는 이미 국내 전문가들에 의해 여러 차례 제시된 사항이다. 이는 향후 발생할 수 있을 위기 상황에 대한 신속한 대응과 한국은행의 법적 정당성 확보를 위해 조속히 진행되어야 할 과제이다.

건전성 정책에서 한국은행의 역할 확대와 불평등, 환경 문제 대응 등에 대해서는 본문에서 정리한 바와 같이 소극적 정당화 방식과 적극적 정당화 방식이 있다. 한국은행이 분배 문제 등에 관여하지 않는 방식으로 사회적 정당성을 확보하고자 한다면 건전성 정책, 불평등/환경 정책 등은 선출 정부에 맡기는 것이 옳은 방향으로 보인다. 만약 이러한 영역에 한국은행이 적극적으로 참여하고자 한다면 독립성/중립성은 잠시 미뤄두고 정부와 협력하고 정부와 의회의 통제를 받는다는 인식의 변화가 필요하다. 물론 법적 근거를 마련하기 위해 한국은행의 책

무 조항(고용, 불평등, 환경)도 확대되어야 한다. 이는 정부, 전문가, 시민 사회 등 보다 광범위한 사회적 합의가 필요한 사안이며, 한국은행 역시 전통적인 중앙은행 이론의 영향에서 벗어나는 것이 필요해 보인다.

참고문헌

- 강유덕, 2014, 『유럽재정위기에 대한 유럽중앙은행의 대응과 역할 변화』, 대외경제정책연구원.
- 김소영·이예일, 2021, “한국은행의 고용 목표 도입”, 『한국경제포럼』, 14(2), pp. 57-97.
- 김홍범, 2009, “금융위기 이후 감독 체계 개편론 분석: 미국·영국·EU와 한국”, 『금융안정연구』, 10(2), pp. 101-172
- 김홍범, 2020, “금융감독과 중앙은행: 우리나라의 감독 조직화 방안 모색”, 『한국경제포럼』 15(1), pp. 97-144.
- 박종현, 2000, “내재적 금융불안정성과 투자의 사회화: 하이만 민스키의 논의를 중심으로”, 『사회경제평론』, 14, pp. 183-210.
- 서영경, 2021, “코로나 19 이후 경제 전망과 통화정책 과제”, 한국은행 홈페이지
- 성태윤·박기영·박단비, 2012, “글로벌 금융위기 이후 영미 금융감독체제의 변화”, 『한국경제의 분석』, 18(1), pp. 1-53.
- 신인석, 2021, “한국은행법 80조의 최종대부자론”, 『한국경제포럼』, 14(2), pp. 29-55.
- 오성근, 2014, “영국의 금융감독체제의 개혁 및 입법적 시사점”, 『증권법 연구』, 15(1), pp. 281-324.
- 이주열, 2020, “한국은행 창립 70주년 기념사”, 한국은행 홈페이지.
- 이창용, 2022, “이창용 한국은행 총재 취임사”, 한국은행 홈페이지.
- 장민, 2020, 『우리나라 비전통적 통화정책 현황과 과제』, KIF VIP 리포트.
- 정지만·신관호·박창균, 2009, “금융안정을 위한 중앙은행의 역할”, 『한국경제의 분석』 15(3), pp. 1-76.
- 조복현, 2009, “세계 금융위기와 케인즈-민스키의 새로운 해석 - 유동성 추구-금융취약성 심화 가설”, 『경제발전연구』 15(1), pp. 153-184.
- 한국경제, 2022, “금융 정책과 감독 기능 분리...독립 민간기구가 감독 맡아야”, 2. 16.
- 한국은행, 2020, 『한국은행 70년사』, 한국은행.
- 황재홍, 2009, “Minsky 금융불안정성 가설의 본질은 무엇인가: 포스트 케인지언의 민스키 해석에 대한 비판적 고찰”, 『경제학연구』, 57(4), pp. 73-99.
- 황재홍, 2017, “금융위기와 중앙은행의 역할과 권한: 케인즈와 민스키”, 『한국경제학보』, 24(2), pp. 59-78.
- Adkins, L., Cooper, M. and Konings, M. 2020, *The Asset Economy*, Polity. (김현정 역, 『이 모든 것은 자산에서 시작되었다』, 사이.)
- Alesina, A. and Summers, L. 1993, “Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence”, *Journal of Money*

- Credit and Banking*, 25(2), pp. 151-162.
- Alesina, A. and Tabellini, G. 2008, "Bureaucrats or Politicians? Part II: Multiple Policy Tasks", *Journal of Public Economics*, 92, pp. 426-447.
- Angeloni, I. 2015, "The Single Supervisory Mechanism" *European Economy-Banks, Regulation and Real Sector*, YEAR 1 - ISSUE 3, pp. 43-57.
- Baker, A. 2015, "The Bankers' Paradox: The Political Economy of Macroprudential Regulation", *System Risk Centre Discussion Paper 37*, LSE.
- Baker, A. 2018, "Macroprudential Regime and the Politics of Social Purpose", *Review of International Political Economy*, 25(3), pp. 293-316.
- Barro, R. and Gordon, D. 1983. "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, 12(1), pp. 101-121.
- Bernanke, B. and Gertler, M. 1999, "Monetary Policy and Asset Price Volatility", *Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City*, 84, pp. 17-51.
- Bibow, J. 2009, "On the Origin and Rise of Central Bank Independence in West Germany", *The European Journal of the History of Economic Thought*, 16(1), pp. 155-190.
- Bibow, J. 2013, "At the Crossroads: the Euro and its Central Bank Guardian (and Saviour?)", *Cambridge Journal of Economics*, 37(3), pp. 609-626.
- Binder, C. and Skinner, C. 2021, "The Legitimacy of the Federal Reserve", unpublished working paper.
- Blinder, A. 1996, "Central Banking in a Democracy", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 82(4), pp. 1-14.
- Boer, N. and Klooster, J. 2020, "The ECB, the Court and the Issue of Democratic Legitimacy After Weiss", *Common Market Law Review*, 57(6), pp. 1689-1724.
- Bonefeld, W. 2019, "Ordoliberalism, European Monetary Union and State Power", *Critical Sociology*, 45(7-8), pp. 995-1010.
- Borio, C. 2011, "Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?" *BIS Working Papers* 353.
- Borio, C. and Lowe, P. 2002, "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", *BIS Working Paper* 114.
- Braun, B. 2016, "Speaking to the People? Money, Trust and Central Bank Legitimacy in the Age of Quantitative Easing", *Review of International Political Economy*, 23(6), pp. 1064-1092.
- Brener, A. 2020, "Mortgage Lending and Macroprudential Policy in the UK and US", *SUERF Policy Note* 136.
- Buchanan, J. 2010, "The Constitutionalization of Money", *Cato Journal* 30(2), pp. 251-258.
- Buiter, W. 2014, "The Role of Central Banks in Financial Stability: How Has It Changes?" in *The Role of Central Bank in Financial Stability: How Has It Changes?*, Evanoff, D., Holthausen, C., Kaufman, G. and Kremer, M. ed. World Scientific.

- Calvo, D., Crisanto, J., Hohl, S. and Gutiérrez, O. 2018, “Financial Supervisory Architecture: What Has Changed After the Crisis?”, *FSI Insight on Policy Implication*, No 8. BIS.
- Cargill, T. and O’discoll, P. 2012, “Measuring Central Bank Independence, Policy Implication, and Federal Reserve Independence”, presented at the American Economic Association.
- Carney, M. 2014, “Inclusive Capitalism - Creating a Sense of the Systemic”, at Conference on Inclusive Capitalism.
- Carstens, A. 2021, “Central Banks and Inequality”, BIS Speech.
- Cochrane, J. 2020, “Central Banks and Climate: A Case of Mission Creep”, at the European Central Bank’s Conference on Monetary Policy: Bridging Science and Practice.
- Committee on Capital Markets Regulation, 2021, *Staff Report: Revising the Legal Framework for Non Bank Emergency*, Committee on Capital Markets Regulation.
- Conti-Brown, P. 2017, *The Power and Independence of the Federal Reserve*, Princeton University Press.
- Dietsch, P. 2020, “Legitimacy Challenges to Central Banks: Sketching a Way Forward”, *Council on Economic Policy Discussion Notes*.
- Dietsch, P., Claveau, F., and Fontan, C. 2018, *Do Central Banks Serve the People?* Polity Press.
- Duff, A. 2014, “Central Bank Independence and Macroprudential Policy: A Critical Look at the U.S. Financial Stability Framework”, *Berkeley Business Law Journal*, 11(1), pp. 183-220.
- Dyson, K. 2021, *Conservative Liberalism. Ordo-Liberalism and the State: Disciplining Democracy and the Market*, Oxford University Press.
- Fischer, S. 2021, “Comparing the Monetary Policy Responses of Major Central Banks to the Great Financial Crisis and the Covid-19 Pandemic”, Inaugural Miriam Pozen Prize Address.
- Fontan, C., Claveau, F., and Dietsch, P. 2016, “Central Banking and Inequalities: Taking off the Blinders”, *Politics, Philosophy and Economics*, 15(4), pp. 319-357.
- Forder, J. 2003, “‘Independence’ and the Founding of the Federal Reserve”, *Scottish Journal of Political Economy*, 50(3), pp. 297-310.
- Forder, J. 2004, “Central Bank Independence: Economic Theory, Evidence and Political Legitimacy”, in *The Rise of the Market*, Arestis, P. and Sawyer, M. ed. Edward Elgar.
- Forder, J. 2005, “Why is Central Bank Independence So Widely Approved?”, *Journal of Economic Issues*, XXXIX (4), pp. 843-865.
- Friedman, M. 1959, *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press.
- Friedman, M. 1962, *Capitalism and Freedom*, The University of Chicago Press.
- Friedman, M. 1968, “The Role of Monetary Policy”, *The American Economic Review*, LVIII (1), pp. 1-17.

- Fullwiler, S. and Wray, R. 2010, "Quantitative Easing and Proposals for Reform of Monetary Policy Operations", *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper* 645.
- Gabilondo, J. 2013, "Financial Hospitals: Defending the Fed's Role as a Market Maker of Last Resort", *Seattle University Law Review* 36, pp. 731-798.
- Gadinis, S. 2013, "From Independence to Politics in Financial Regulation", *California Law Review*, 101(2), pp. 327-406.
- Ginsburg, T., Rosen, M. and Vanberg, G. 2019, *Constitutions in Times of Financial Crisis*, Cambridge University Press.
- Goodhart, C. 2010, "The Changing Role of Central Banks", *BIS Working Paper* 326.
- Goodhart, C. and Tsomocos, D. 2012, *Financial Stability in Practice*, Edward Elgar.
- Goodhart, C. and Lastra, R. 2018, "Populism and Central Bank Independence", *Open Economies Review*, 29, pp. 49-68.
- Haldane, A. 2012, "A Leaf Being Turned", Speech at Occupy Economics.
- Haldane, A. 2014, "Unfair Shares", Speech at Bristol Festival of Ideas.
- Haldane, A. 2016, "The Great Divide", Speech at the New City Agenda Annual Dinner.
- Jones, F. and Matthijs, M. 2019. "Rethinking Central-Bank Independence", *Journal of Democracy*, 30(2), pp. 127-141.
- Klooster, J. 2018, "Democracy and the European Central Bank's Emergency Powers", *Midwest Studies in Philosophy*, XLII, pp. 270-293.
- Klooster, J. 2019, "Central Banking in Rawls's Property-Owning Democracy", *Political Theory*, 47(5), pp. 674-698.
- Klooster, J. 2020a, "Book Review, *Unelected Power: the Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*", *Economics and Philosophy*, 36(3), pp. 476-481.
- Klooster, J. 2020b, "The Ethics of Delegating Monetary Policy", *The Journal of Politics*, 82(2), pp. 587-599.
- Klooster, J. and Fontan, C. 2020, "The Myth of Market Neutrality: A Comparative Study of the European Central Bank's and the Swiss National Bank's Corporate Security Purchases", *New Political Economy*, 25(6), pp. 865-879.
- Kydland, F. and Prescott, E. 1977, "Rule Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, 85(3), pp. 473-492.
- Lastra, R. 2010, "Central Bank Independence and Financial Stability", *Estabilidad Financiera*, 18, p. 51-66.
- Levy, D. 1995, "Does an Independent Central Bank Violate Democracy", *Journal of Post Keynesian Economics*, 18(2), pp. 189-210.
- Macchiarelli, C., Monti, M., Wiesner, C. and Diessner, S. 2020, *The European Central Bank Between the Financial Crisis and Populism*, Palgrave.
- Manger-Nestler, C. and Gentsch, M. 2021, *Democratic Legitimation of Central Bank Independence in the European Union*, Springer.

- Mee, S. 2019, *Central Bank Independence and the Legacy of the German Past*, Cambridge University Press.
- Mehrling, P. 2010, *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*, Princeton University Press.
- Mehrling, P. 2014, “Why Central Banking Should Be Re-imagined”, in *Rethinking the Lender of Last Resort*, Bank for International Settlements ed.
- Mehrling, P. 2018, “Where is Politics in the Money View”, Global Development Policy Center.
- Minsky, H. 1986, *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press.
- Mirowski, P. and Plehwe, D. 2009, *The Road From Mont Pèlerin: The Making of the Neoliberal Thought Collective*, Harvard University Press.
- Moe, T. 2012, “Control of Finance as a Prerequisite for Successful Monetary Policy: A Reinterpretation of Henry Simon’s ‘Rules Versus Authorities in Monetary Policy’”, *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper* 713.
- Panico, C. and Rizza, M. 2004, “Central Bank Independence and Democracy: A Historical Perspective”, in *Money, Credit and the Role of the State: Essays in Honour of Augusto Graziani*, Arena, R. and Salvadori, N. ed. Ashgate.
- Park, G. 2022, “The Bank of Japan: Central Bank Independence and the Politicization of Monetary Policy”, in *The Oxford Handbook of Japanese Politics*, Pekkanen, R. and Pekkanen, S. ed. Oxford University Press.
- Pellegrina, L., Masciandaro, D., and Pansini, R. 2013, “The Central Banker as Prudential Supervisor: Does Independence Matter?”, *Journal of Financial Stability*, 9, pp. 415-427.
- Posner, E. 2019, “Rule-of-Law Objections to the Lender of Last Resort” in *Constitutions in Times of Financial Crisis*, Ginsburg, T., Rosen, M., and Vanberg, G. ed. Cambridge University Press.
- Quintyn, M. and Taylor, M. 2002, “Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability” *IMF Working Paper* 02/46.
- Rajan, R. 2010, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press.
- Rawls, J. 1971, *A Theory of Justice*, Harvard University Press.
- Schmidt, V. 2015, “The Forgotten Problem of Democratic Legitimacy”, in *The Future of the Euro*, Matthijs, M. and Blyth, M. ed. Oxford University Press.
- Schnabel, I. 2021a, “From Market Neutrality to Market Efficiency”, Central Banker’s Speech.
- Schnabel, I. 2021b, “Societal Responsibility and Central bank Independence”, Central Banker’s Speech.
- Simes, M. and Schnyder, G. 2014, “Ordoliberal Lessons for Economic Stability: Different Kinds of Regulation, Not More Regulation”, *Governance: A International Journal of Policy, Administration and Institutions*, 27(3), pp. 377-396.
- Skinner, C. 2021, “Central Bank Activism”, *Duke Law Journal*, 71, pp. 247-328.

- Taylor, J. 1993, "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp. 195-214.
- Tooze, A. 2020, "The Death of the Central Bank Myth", *Foreign Policy*, May, 13.
- Tucker, P. 2016, "The Design and Governance of Financial Stability Regimes: A Challenge to Technical Know-How, Democratic Accountability and International coordination", in *CIGI Essays on International Finance*, Vol. 3.
- Tucker, P. 2017, "What is Macroprudential Policy for? Making it Safe for Central Bankers", BNM-BIS conference on 'Financial Systems and the Real Economy' Keynote Speech.
- Tucker, P. 2018a, *Unelected Power: the Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*, Princeton University Press.
- Tucker, P. 2018b, "The Lender of Last Resort: Regimes for Stability and Legitimacy", in *Research Handbook on Central Banking*, Conti-Brown, C. and Lastra, M. ed., Edward Elgar.
- Vanberg, G. and Gulati, M. 2019, "Financial Crisis and Constitutional Compromise", in *Constitutions in Times of Financial Crisis*, Ginsburg, T., Rosen, M. and Vanberg, G. ed. Cambridge University Press.
- White, W. 2006, "Is Price Stability Enough?" *BIS Working Paper* 205.
- Winkler, A. 2014, "The Lender of Last Resort in Court", *Frankfurt School of Finance & Management Working Paper* 207.
- Wray, R. 2014, "Central Bank Independence: Myth and Misunderstanding", *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper* 791.