

금융위기와 중앙은행의 역할과 권한: 케인즈와 민스키

황재홍*

요약

이 논문은 케인즈와 민스키의 시각에서 2007-08년 금융위기 대응 과정에서 수행된 중앙은행의 새로운 역할과 권한에 대해 평가하고 있다. 기존 거시화폐이론과 통화정책 패러다임을 비판해온 포스트 케인지언들은 케인즈/민스키 이론과 정책 제안을 기반으로 금융위기에서 행해진 통화정책을 평가하고 새로운 중앙은행론을 제시하고 있다. 그러나 이들 포스트 케인지언의 주장 중 일부는 케인즈/민스키의 주장과 차이를 보이고 있다. 이 논문은 그 차이점을 서술하고 있다.

주제분류 : B030106, B030601

핵심 주제어 : 금융위기, 중앙은행, 통화정책, 케인즈, 민스키

I. 서론

글로벌 금융위기의 발생은 합리적 기대이론, 효율적 시장가설 등 주류 거시/금융이론의 권위를 약화시키는 결과를 낳았다. '케인즈의 귀환'이 회자되었고 특히 주류 경제학계에서 큰 관심을 받지 못했던 민스키의 금융불안정성 이론이 많은 관심을 받게 되었다.¹⁾ 한편 글로벌 금융위기에 대한 대응

* 목원대학교 경제학과 부교수, e-mail: zootjhong@hanmail.net

1) 2007-2008 금융위기 이후 세계 최대 채권운용사 PIMCO나 The Wall Street Journal과 같은 영향력 있는 매체에서 민스키 시점(Minsky Moment)이라는 용어가 유행되는 등 금융시장에서 민스키 이론이 많은 관심을 받게 되었다. 이에 대해 케인즈와 민스키의 이론을 계승하고 있는 포스트 케인지언 사이에 2007-2008년 금융위기와 민스키 이론 사이의 관계에 대한 많은 논쟁이 진행되고 있다. 이들 논쟁에 관해서는 Kregel(2008), Wray(2008), Davidson(2008), Tropeano

으로 전례 없는 비전통적 통화정책들이 시행되면서 중앙은행 업무에 대한 인식도 크게 변화되었다. 기존 거시/화폐이론의 주장대로 물가안정이 금융안정이나 거시안정을 보장하는 것이 아니라는 지적이 설득력을 가지게 되었다.²⁾ 금융안정에 있어 중앙은행의 역할은 이제 필수적인 것으로 인식되고 있다. 통화정책에 있어서도 단순히 단기이자율을 조정하는 것 이상으로 더 공격적인 통화정책이 필요하다는 것이 금융위기에 대한 중앙은행의 대응에서 나타났다. 이 과정에서 통화정책과 재정정책의 경계가 분명하지 않다는 것도 드러나게 되었다.

금융위기의 대응 과정에서 나타난 이러한 중앙은행의 역할과 권한의 확대는 통화정책을 뒷받침하는 새로운 거시이론의 패러다임이 필요하다는 문제제기를 가능하게 한다. 아울러 중앙은행 독립성이라는 정치경제적 이슈에 대해서도 새로운 논의가 필요하다는 점을 보여주고 있다. 중앙은행 독립성에 관한 기존의 논리는, 중앙은행은 물가안정을 가장 중요한 통화정책의 목표로 설정하고 있는데 정부가 정치적 이해관계에 따라 인플레이션 편향을 야기할 수 있으므로 정부의 통화정책 개입이 억제되어야 하며 중앙은행 독립성이 최대한 보장되어야 한다는 것이었다. 그런데 이러한 논리는 금융위기의 대응 과정에서 유지되기 어렵다는 점이 분명해졌다. 중앙은행이 단순한 단기이자율 조정을 넘어서는 비전통적 통화정책을 수행하게 될 때, 그리고 물가안정 이외의 추가적 정책 목표를 가지고 다른 정책 수단을 가지게 되었을 때 과연 중앙은행의 이러한 추가적 권한의 정당성은 어디서 오는 것인가, 그리고 이러한 정책 수행이 행정부와 의회의 의사와 다르게 독립적으로 추구될 수 있는 것인가에 관해서 많은 의문이 제기되었기 때문이다.³⁾

이 글의 목적은 금융위기 대응과정에서 야기된 새로운 중앙은행론 논의에

(2010) 등을 참조.

2) 2007-2008년 금융위기 이전에도 물가안정이 금융안정 및 거시안정의 충분조건이 될 수 없다는 지적은 보리오 등을 중심하는 BIS학자들에 의해 제기된 바 있다 (Borio, English and Filardo, 2003; Borio and Lowe, 2002; White 2006). 이들도 민스키의 금융불안정성 이론, 오스트리아 학파의 경기변동이론 등에 주목하였다.

3) 중앙은행 권한과 독립성의 정당성에 대한 문제제기는 포스트 케인지언들이 강하게 주장해 온 주제이다. 이 주제와 관련된 포스트 케인지언의 논의는 본문에서 상세히 다룰 것이다. 금융위기 이후에 이 논의가 포스트 케인지언에 국한되지 않고 광범위하게 확산되고 있다. 이에 대해서는 Blinder(2010), Borio(2011), Buiter (2014) 등을 참조.

있어 케인즈와 민스키의 시각이 가지는 의미를 보다 분명히 하는데 있다. 케인즈를 보다 이단적 전통에 위치시키고 있는 포스트 케인지언들은 케인즈에 근거하여 기존 거시/화폐이론과 그에 근거한 통화정책을 비판해왔고, 이번 금융위기를 통해 자신들의 주장이 옳았음이 증명되었다고 주장하고 있다 (Lavoie, 2010, 2016). 금융불안정성 이론으로 주목받고 있는 민스키 역시 경제를 안정시키기 위해 중앙은행이 어떤 역할을 해야 하는가에 대해서 많은 제안을 한 바 있다. 이러한 점에서 현재 진행되고 있는 '새로운' 논의의 많은 부분은 케인즈와 민스키가 이미 오래 전부터 제기해온 주장이다. 그러나 포스트 케인지언들이 케인즈/민스키 시각에 입각하여 새로운 중앙은행론을 정립함에 있어서 보다 분명해져야 하는 지점이 있다. 그 하나는 「화폐론」과 「일반이론」의 관계이며 다른 하나는 중앙은행 독립성이다. 이 이슈들을 차례로 살펴보고자 한다.

II. 비전통적 통화정책과 최종대부자 기능의 확대

글로벌 금융위기에 대한 대응으로 행해진 통화정책, 최종대부자 기능 확대에 대해 '전례 없는', '비전통적인' 등의 수식어가 붙고 있지만 유사한 정책 제안은 케인즈와 민스키의 저작에서 확인할 수 있다.

1930년 출간된 「화폐론」에서 케인즈는 통화당국이 물가에 영향을 미칠 수 있는 힘을 가지고 있는가? 라는 질문을 던진 후, “신중하고도 강력한 활동이 행해지고 또 그것이 실패로 끝나지 않는 동안은 은행제도가 투자를 따라서 가격수준을 조절할 수 없다고 하는 것을 인정할 필요가 없다(Keynes, 1953, p.387).”고 결론짓고 있다. 그리고 신용조건을 완화하고 투자를 촉진시키는 “통상적인”(normal and orthodox) 정책이 적절한 시기에 적절한 정도로 실시되지 못하여 경기침체가 심화되었을 때 보다 극단적인 정책을 추구할 것을 요구하고 있다.

사실상 이 특별한(extra-ordinary) 수단들은 일반적인 공개시장정책의 강화 이상이 아니다. 나는 공개시장정책이 극한까지 시행된 경우를 알지 못한다. 화폐수량설의 조악한 버전의 영향 아래에서 중앙은행은 화폐

총량을 정상치에서 크게 괴리시키는 것에 대해 항상 매우 조심스러웠다. 그러나 이러한 태도는 은행화폐에 대한 수요에 있어 일반 대중의 강세/약세(bullishness/bearishness) 전망이 가지는 역할을 무시하는 것이다. 금융 영역에서의 화폐순환이 산업 영역에서의 순환만큼 크고 한결 예리하게 변동한다는 것을 간과한 것이다... 중앙은행은 대중의 저축예금 보유 성향을 완전히 만족시켜줄 수 있을 때까지 공개시장정책을 수행해야 한다(Keynes, 1953, p.370).

침체가 계속될 때 나의 치유책은 장기이자율이 어떤 한계점으로 떨어질 때까지 중앙은행이 증권을 매입하는 것이다. 중앙은행이 장기 증권 구입을 준비한 경우 장기이자율을 어떤 숫자까지 내리는데 있어 중앙은행의 힘을 능가하는 것은 없을 것이다. 왜냐하면 대중의 약세전망이 극단적으로 강하지 않을 것이며 저축예금에 대한 이자율이 0에 접근하면 곧 포화점에 근접하게 될 것이기 때문이다... 그러므로 중앙은행이 공개시장정책을 끝까지 추구할 각오를 한다면, 중앙은행은 장기투자를 위한 새로운 자금을 조달하는 비용에 큰 효과를 발생시킬 수 있음을 의심할 이유가 없다(Keynes, 1953, p.371-372).

『화폐론』에 나타난 케인즈의 이러한 통화정책 제안은 글로벌 금융위기 이후 행해진 연준의 제로금리 정책, 양적완화, 오퍼레이션 트위스트의 내용을 모두 담고 있다. 케인즈에 있어 이러한 통화정책은 통상적인 공개시장정책과 크게 다른 것이 아니다. 중앙은행은 단기이자율 뿐 아니라 장기이자율을 원하는 수준으로 통제할 수 있는 능력을 가지고 있고 경기침체가 장기화될 경우 보다 공격적인 통화정책을 수행할 것을 케인즈는 주문하고 있다.

민스키는 금융불안정성에 대응하기 위해 강력한 재정정책(Big Government)과 함께 중앙은행의 최종대부자 기능(Big Bank)을 강조해 왔다. 산출과 고용 안정을 위해 큰 정부가, 자산 가치와 금융시장의 안정을 위해 강력한 중앙은행이 필요하다고 보았다. 민스키에 있어 최종대부자 기능의 핵심은, 중앙은행이 시장에서 거래되기 어려워진 금융자산을 구입하거나 혹은 담보로 받아줌으로써 자산 가치의 하한선을 마련해 주면서 위험 자산을 중앙은행의 안전한 부채로 대체해 주는 역할을 하는 것이다. 중앙은행은 금융불안정성을 통제하기 위해 조직된 기관이다. 심각한 부채디플레이션의 위협이 있을 때마다 중앙은행의 개입이 필요하다. 이를 위해 중앙은행은

자신의 업무 범위를 확대할 필요가 있고 정책을 주도적으로 수행해야 한다. 금융불안정성을 야기하는 금융관행이나 제도를 억압함으로써 중앙은행은 장기적인 금융제도 개선의 방향을 제시하는 역할까지도 수행해야 하는 것이다 (Minsky, 1986, pp.38-50). 민스키는 중앙은행의 업무가 회원은행을 규제하고 통화량을 조절하는 것에 그쳐서는 안된다고 보았다. 은행 이외의 다른 금융기관들의 중요성이 상대적으로 낮았을 때는 그것으로 충분하지만 이런 제한된 책임은 이제 적절하지 못하다고 주장했다. 최종대부자로서 중앙은행은 주요 금융시장에 자금이 원활하게 공급될 수 있도록 해야 하고 자신이 보호하여야 금융시장을 분명히 정의해야 한다고 주장하였다. 중앙은행은 금융안정에 대해 영향을 미칠 수 있는 금융 구조 변화를 주목해야 하고 그 변화를 주도할 수 있어야 한다고 주장했다(Minsky, 1986, p.314, 322).

연준이 글로벌 금융위기의 대응에서 행한 정책들은 민스키의 정책 제안과 유사한 것이라는 지적은 여러 학자들에 의해 언급되었다.⁴⁾ 연준은 여러 가지 긴급유동성 지원 프로그램을 마련하여 회원은행을 넘어서 투자은행, 전문 딜러, 뮤추얼펀드 등으로 유동성지원을 확대하였다. 국채 이외의 다양한 증권들을 매입하거나 담보로 받아줌으로써 그 증권들의 가격 하한선을 보장하여 금융시장에서 다시 거래될 수 있는 상품으로 만들어 주었다. 메어링 (Mehring, 2011) 등의 지적대로 시장기반 신용시스템(market based credit system)으로 변화된 금융 환경에서 중앙은행은 최종대부자 기능을 넘어 최종딜러(최종시장조성자)의 역할을 한 것이다.

Ⅲ. 통화정책의 한계, 최종대부자 기능의 양면성

글로벌 금융위기에 대한 대응으로 중앙은행이 시도한 많은 정책들에 대해 여러 가지 논쟁이 존재하지만 그러한 시도가 없었다면 상황은 더 나빠졌을 것이라는 점에 대해서는 많은 학자들이 동의하고 있다. 중앙은행의 강력한 개입으로 일단 불안정한 금융시장을 진정시킬 수 있었다는 평가이다. 앞 절

4) 트로페아노(Tropeano, 2010)는 금융위기에서 행한 연준의 정책은 민스키가 1960년대 제안했던 것이라고 서술하고 있다. 크레겔(Kregel, 2010), 레이(Wray, 2011) 등도 민스키적 시각에서 통화정책, 금융규제 개선 방안을 논의하고 있다.

에서는 이러한 강력한 중앙은행의 개입을 촉구하는 제안이 케인즈와 민스키의 저작에서 확인되고 있음을 살펴보았다.

그런데 당시 시행된 중앙은행의 통화정책이 실제 어느 만큼의 경기회복에 기여했는가에 대해서 포스트 케인지언들은 부정적으로 평가하고 있다 (Fullwiler and Wray, 2010; Kregel, 2013). 통화정책의 경기회복 효과에 대한 믿음의 변화는 케인즈의 저작에서도 확인된다. 침체가 장기화될 경우 보다 공격적인 통화정책을 주문하고 있는 「화폐론」에서의 서술과 달리 「일반이론」에서 통화정책의 효과에 대한 믿음은 사라졌다.

케인즈는 「화폐론」에서와 다르게 「일반이론」에서 유동성선호와 자본의 한계효율의 분리를 통해 금융자산에 대한 투자와 자본자산에 대한 투자 분석을 분리하고 있다. 「화폐론」에서 자산과 부채의 가격이 모두 하나의 기본 방정식에서 다루어진다. 그런데 「일반이론」에서 투자는 자본의 한계효율과 이자율의 관계에 의존한다. 미래에 대한 기대의 변화가 투자와 고용량 변화에 영향을 미치게 되는데 자본의 한계효율은 미래에 대한 기대가 현재에 영향을 미치는 이자율보다 더 중요한 통로가 된다. 그 결과 케인즈는 낮은 이자율이 투자에 미치는 효과에 대한 생각을 바꾸게 된다. 또한 케인즈는 이자율 인하를 통해 중앙은행이 금융기관의 대출 관행에 영향을 줄 수 있다는 입장도 수정하게 된다.

지금까지 우리는 투기자가 장래의 전망에 만족한다면 시장이자율에서 무한대로 자금을 조달할 수 있다는 것을 암묵적으로 가정해 왔다. 이것은 물론 그렇지 않다. 금융기관으로부터 차입하고자 하는 사람에 대한 금융기관의 확신(신용상태)을 고려해야 한다. 자본의 한계효율에 악영향을 미치는 주가하락은 투기자의 확신 약화나 신용상태의 약화에 기인하는 것일 수 있다. 양자 중 어느 하나의 약화도 경기를 악화시키는데 충분하지만 경기를 회복시키는 데는 양자 모두의 회복이 필요하다. 신용의 강화는 경기회복의 충분조건이 아니다(Keynes, 1973, p.156).

더구나 케인즈는 이자율을 극단적인 수준으로 낮추는 것이 매우 어렵다는 점을 지적하고 있다. 사람들이 안전하다고 생각하는 이자율이 고도로 심리적이고 관성적인 것이기 때문이다(Keynes, 1973, pp. 201-204). 통화당국이 단기이자율은 통제할 수 있지만 장기이자율을 통제하는 것은 어렵다.

장기시장이자율은 통화당국의 정책에 의존할 뿐 아니라 장래의 정책에 대한 시장의 기대에도 또한 의존한다. 단기이자율은 통화당국이 쉽게 통제할 수 있다. 왜냐하면 그 정책이 매우 가까운 장래에 크게 달라지지 않으리라는 확신을 만들어내기는 어렵지 않기 때문이다... 그러나 장기이자율은, 대표적인 의견이 과거의 경험과 장래의 통화정책에 대한 현재의 기대를 기초로 해서 볼 때 불안정하다고 생각되는 수준으로 떨어져 있다면, 훨씬 더 제어되기 어려울 가능성이 있다(Keynes, 1973, p.203).

통화정책의 효과에 대한 「화폐론」에서의 믿음은 「일반이론」에서 사라졌고 케인즈는 투자 조절에 있어 국가의 더 큰 역할을 기대하고 있다.

내 자신의 현재 생각으로는, 이자율을 좌우하는데 치중하는 단순한 화폐정책의 성공 여부에 대해서는 어느 정도 의문을 가지고 있다. 나는 자본재의 한계효율을 긴 안목으로 또 일반적인 사회이익을 기초로 계산할 수 있는 지위에 있는 국가가 투자를 직접적으로 계획하는데 있어 앞으로 더욱 큰 책임을 지게 될 것을 기대한다. 각종 자본의 한계효율에 관한 시장평가의 변동이 너무도 커서 실제로 가능한 이자율의 변화에 의해서는 이미 이것을 상쇄할 수 없게 된다고 생각되기 때문이다(Keynes, 1973, p.164).

민스키는 금융시장 안정을 위한 최종대부자 개입은 꼭 필요한 것이라고 강조했지만 그 부작용에 대해서도 많은 우려를 나타냈다. 민스키에 있어 위기 대응을 위한 최종대부자 개입은 양날의 칼이다. 최종대부자 기능이 새로운 기관, 새로운 금융상품에 대한 보호로 확대될수록 인플레이션 가능성을 증폭시킨다고 보았다.

깊은 침체의 부채가 역효과의 부채를 의미하는 것은 아니다. 최종대부자 행위는 사실상 이어지는 인플레이션의 무대를 만든다. 인플레이션과 부채디플레이션 사이를 오가고 있는 최근의 불안정성은 부채디플레이션과 깊은 침체를 피하기 위해 사용된 수단들의 부작용이다(Minsky, 1986, p.40).

성공적인 최종대부자 기능의 수행이 연준의 영역을 확대하고 새로운

시장과 새로운 수단들을 보증하는 만큼 이러한 운영에는 내재적인 인플레이션 편기가 존재하게 된다(Minsky, 1986, p.52).

따라서 민스키는 애초에 최종대부자 행위의 필요성을 발생시키는 금융제도와 관행을 통제하고 제약할 수 있는 규제 개혁의 필요성을 강조하게 된다. 최종대부자 개입의 필요성은 투기적 금융의 폭발적인 증가, 투기적 금융이 위기를 발생시키는 상황으로 이어지는 과정으로부터 나오는 것이다. 이것을 피하기 위해 기업의 외부금융을 제한하고 이러한 상황을 뒷받침하는 은행 및 금융기관의 역량을 제한하는 제도적 개혁이 필요하다(Minsky, 1986, p.52).

IV. 포스트 케인지언들의 연준 정책 평가

케인즈/민스키의 이론을 계승하고 있는 포스트 케인지언들은 글로벌 금융 위기에 대한 대응으로 행해진 중앙은행의 여러 정책들에 대해 비판적인 의견을 제시하였다. 연준이 물가안정에만 초점을 맞추고 금융안정(금융감독)이나 고용안정에 소홀했음을 지적하면서 연준에 위기 발생의 일정한 책임이 있다고 주장하였다. 양적 완화 등의 정책 역시 연준의 의도대로 실제 장기이자율을 크게 낮추지 못했으며 은행의 대출 증대와 민간의 지출 증대를 끌어내는데 실패했다고 주장하고 있다. 미국 정부와 연준이 경기회복을 위해 이렇게 통화정책에만 의존하려 한 이유는, 경제 안정을 위해 통화정책에만 의존할 수밖에 없다는 주류 경제학자들과 정책담당자들의 잘못된 믿음에 근거하고 있다고 주장한다. 깊은 침체와 금융위기의 상황에서는 잘 설계된 재정정책이 필요하다고 주장한다(Fullwiler and Wray, 2010).

연준이 물가안정에만 초점을 맞추고 금융안정이나 고용안정에 소홀했다는 비판은 주류 거시이론과 통화정책 프레임에 대한 비판으로 볼 수 있다. 그리고 경기회복에 있어 통화정책이 가지는 한계에 대한 지적은 「일반이론」에 나타난 케인즈의 서술에 근거하고 있다(Kregel, 2013). 경기회복에 있어 통화정책이 가지는 한계에 대한 언급은 자연스럽게 재정정책의 필요성과 연결된다. 앞 절 인용문에 나타나듯이 케인즈는 투자 설계에 있어 국가의

역할을 강조하는 '투자의 사회화'를 주장하였다. 민스키의 저작에서도 금융 시장의 안정을 담당하는 중앙은행과 경기회복과 고용회복을 담당하는 정부의 역할이 구분되어 있다. 투자를 통한 경기회복에서 나타나는 투자의 불안정성을 고려할 때 정부가 '최종고용자'로 나서야 함을 주장하고 있다. 민스키는 정책 목표로 고용이 아닌 투자를 강조하는 것은 잘못이라고 주장했다. 완전고용경제는 성장하지만 자본집약적인 민간 투자를 통해 성장하려는 경제는 실제 성장할 수 없고 소득불평등, 경제불안 등을 야기하게 될 것으로 보았다(Minsky, 1986, pp.292-293).

그런데 연준의 정책에 대한 포스트 케인지언의 이러한 평가는 「화폐론」에 나타난 통화정책에 대한 케인즈의 시각과 큰 괴리가 있다. 앞 절에서 언급한 대로 케인즈는 「화폐론」에서 적극적인 통화정책을 주문하였고 이것이 경기회복에 도움이 될 것이라는 믿음을 가지고 있었다. 통상적으로 케인즈 이론의 혁명을 이야기할 때는 「일반이론」이 거론되지만 (Bridel, 1987; Laidler, 1999), 그 동안 주류 거시경제이론이나 통화정책 프레임에서 중요하게 다루어지지 않았던 금융불안정성을 설명하고 이에 대한 대책을 마련함에 있어 「화폐론」이 가지는 의미를 고려한다면 「화폐론」에 서술된 통화정책과 중앙은행의 역할에 대한 제안을 가볍게 보기 어려워진다.

「화폐론」은 한 균형에서 다른 균형으로 이행하는 과정에서 나타나는 신용 사이클에서 자본재 가격과 소비재 가격의 움직임을 설명하고 있다. 이는 민스키의 금융불안정성 가설에서 2-가격(경상산출물 가격과 자본자산 가격) 모델로 재현되고 있는 것과 같다. 자본재의 가격은 증권가격에 반영된 기대이윤에 의해 금융시장에서 결정되는 반면 소비재 가격은 수요공급에 의해 결정된다. 따라서 통화 확대는 자본재와 소비재의 상대가격에 변화를 야기하게 된다. 통화량 증대는 금융자산(따라서 신투자재) 가격에 즉각적이고 직접적인 영향을 미치지만 소비재에 미치는 영향은 간접적이다. 「화폐론」에서는 증권가격의 변화가 퇴장의 변화와도 연결된다. 가령 저축을 초과하는 투자가 이루어지는 경기팽창의 초창기에 자산 가격이 상승하고 대중들의 약세의 상태는 악화(즉, dishoarding)된다. 그리하여 추가적인 이자율 상승 없이 투자활동이 진행될 수 있다. 자산 가격과 화폐순환 사이의 관계를 설명하는 이러한 프레임은 「일반이론」에서 사라지게 된다. 「일반이론」에서 유동성선호함수는 자산 가격 변화에 대한 기대와 연결되지 않는다. 시장 심리

의 변화가 현금의 양과 대중이 보유하기를 원하는 퇴장량을 일치시키는 이자율의 변화만을 야기할 뿐이다. 이자율과 자산가격의 분리는 케인즈 스스로 「화폐론」과 「일반이론」사이의 변화로 언급하고 있다.

투기적 동기로 말미암은 유동성 선호는 내가 「화폐론」에서 약세라고 부른 것에 해당되지만 그것은 결코 동일한 것은 아니다. 왜냐하면 거기서 약세는 이자율(또는 채권의 가격)과 화폐량 사이의 함수관계가 아니라 자산과 채권을 모두 포함하는 것의 가격과 화폐량 사이의 관계로 정의되었기 때문이다. 그러나 이렇게 취급한다는 것은 이자율의 변화에서 오는 효과와 자본의 한계효율의 변화에서 오는 효과 사이의 혼동을 내포하고 있었다. 그것을 나는 여기서는 피하였다고 생각한다(Keynes, 1973, pp.173-174).

통화정책이 경기회복에 도움이 되는가? 금융안정을 위해 중앙은행은 어떤 통화정책을 수행해야 하는가와 관련하여, 「화폐론」에 의존하느냐 「일반이론」에 의존하는가에 따라 케인즈적 처방이 무엇인가에 대한 답변은 180도 달라질 수 있다. 통상적으로 「화폐론」은 케인즈가 아직 대부자금이론, 빅셀적 저축-투자 분석에서 아직 완전히 벗어나지 못한 상황에서 쓰여진 이론으로 평가받고 있다.⁵⁾ 따라서 현 위기에 대한 통화정책을 평가함에 있어 포스트 케인지언들은 「일반이론」을 따르고 있다. 그러나 현재 진행되고 있는 금융안정 등 중앙은행의 새로운 역할에 대한 고민과 관련하여서는 「화폐론」에 담겨 있는 분석과 정책제안을 주목해야 할 필요성이 생긴다.⁶⁾

5) 1920-30년대 거시경제학의 패러다임이 빅셀적 저축-투자 접근법에 근거하고 있으며 케인즈 「화폐론」도 여기에 속한다는 논의에 대해서는 Leijonhufvud(1981)을 참조.

6) 에르투크(Erturk, 2006)의 경우 자산시장에서의 투기가 거시경제에 미치는 효과를 분석하기 위해서는 「일반이론」보다 「화폐론」의 분석으로 돌아가야 한다는 주장을 분명히 하고 있다. 「일반이론」이 시장 심리의 예측 불가능한 변화를 강조하고 있음에도 불구하고 자산가격 버블의 효과에 대한 이야기를 전혀 할 수 없게 만들었다고 그는 주장하고 있다.

V. 중앙은행의 권한 강화와 중앙은행의 독립성

글로벌 금융위기 이후 수행된 비전통적 통화정책과 최종대부자 기능 확대에 대하여 여러 가지 비판이 제기되었다. 중앙은행이 자신의 영역을 과도하게 확장하여 시장메커니즘을 해쳤다는 비판에서부터, 법적 권한을 넘어선 것이라는 지적(연준의 경우 연준법 Section 13(3) 관련), 충분한 투명성이 확보되지 못해 공적 책임이 부족하다는 지적 등이 이어졌다(Gabilondo, 2013). 이러한 비판들은 중앙은행의 독립성과 관련하여 여러 가지 논쟁거리를 만들어낸다. 중앙은행이 특정 민간부채를 매입하면 그 분야에 대한 특혜 시비, 국채를 매입하면 정부에 종속된다는 비판을 받게 된다. 중앙은행이 많은 부실채권을 떠안으면 재무적 리스크를 떠안게 되는 것이고 중앙은행의 예산독립성과 평판에 위협을 받게 된다. 정책금리가 하한선에 도달한 상태에서 국채를 매입하는 것을 재정정책이 아닌 통화정책으로만 간주하기도 어려워진다(Borio, 2011). 이런 논의들은 중앙은행 독립성을 바라보는 기존 거시/화폐이론의 프레임을 다시 생각하게 만든다. 잘 알려진대로 기존 거시이론과 통화정책의 프레임에서 중앙은행의 독립성은 매우 강조되어 왔다. 동태적 비일관성의 문제에 대한 논의(Kydland and Prescott, 1977; Barro and Gordon, 1983)가 중앙은행 독립성의 강력한 이론적 근거를 제공해 왔다. 그리고 중앙은행의 독립성이 강한 국가에서 인플레이션이 상대적으로 더 안정적이었음을 보여주는 많은 실증연구(Alesina and Summers, 1993)들도 제시되었다.

이와 반대로 포스트 케인지언들은 대체로 중앙은행 독립성에 대해 부정적이었다(Bibow, 2013; Dow, 2016). 중앙은행의 통화정책은 재무부의 업무와 분리되기 어렵고, 실제 역사적으로도 그러해 왔다고 주장하고 있다(Wray, 2014). 그리고 중앙은행이 독립적이어야 할 이유도 부족하다고 보았다. 중앙은행의 광범위한 재량은 민주주의의 원리에 어긋나는 것으로 보았기 때문이다. 레비(Levy, 1995)의 경우, 독립적인 중앙은행은 다음의 두 조건이 충족되는 경우에만 민주주의에 부합된다고 주장했다. 첫째, 통화정책은 물가안정이나 금융시스템 건전성에만 영향을 미치고 사회적 상충관계(실업 등)에는 영향을 미쳐서는 안되며, 둘째, 물가안정과 금융건전성이라는 목표를 달성함에 있어 적절한 정책을 선택하는 체계적이고 객관적인

방법을 가지고 있어야 한다는 것이다. 그런데 현실에서 이 조건이 충족되기 어렵기 때문에 민주주의 원칙은 중앙은행의 독립성을 제한하게 된다고 주장했다. 중앙은행 독립성에 대한 이러한 비판적 시각은 글로벌 금융위기에 대한 연준의 대응에 대해서도 똑같이 적용되었다. 레이(Wray, 2014; Fullwiler and Wray, 2010) 등은 연준의 위기 대응 관련 정책들은 매우 비밀리에 결정되었으며 실행 이후에도 자세한 내용을 공개하지 않았음을 지적하고 있다. 이와 비교할 때 재무부의 예산 수립과 집행과정은 의회와의 논의를 거치는 등 훨씬 공개적이며, 정부는 정책 집행 결과에 대해서 책임 질 수 있는 구조를 가지고 있다고 주장하였다. 미국 시민들의 엄청난 세금이 소요될 수 있는 구제금융 관련 의사결정이 연준에 주어지는 것은 민주주의적 정당성과 책임성에 걸맞지 않는다고 보았다. 의회는 연준에 더 높은 투명성을 요구하고 미래 있을지 모를 연준의 위기 대응 행위를 제한하고자 했지만 정작 도드-프랭크법은 연준의 역할과 권한을 늘려주었다고 평가하고 있다. 대공황 이후 연준의 잘못된 대응에 대해 의회도 현재와 같이 연준의 통제 강화를 선언했지만 결과는 연준 임무의 범위 확대, 권한 강화로 귀결되었음을 지적하고 있다.

중앙은행의 독립성을 절대적 가치로 여겼던 이론적 흐름에 금융위기가 중요한 변화를 초래한 것은 분명하고, 중앙은행의 독립성에 대해 기존 거시화페이론과 다른 의견을 제시했던 포스트 케인지언들의 주장이 현실에 더 가깝다는 것이 분명한 측면이 있다. 그런데 중앙은행 독립성 문제에 있어 케인즈는 현재의 포스트 케인지언들과 다르게 중앙은행의 독립성에 보다 적극적인 입장을 가지고 있었다.

중앙은행 독립성과 관련하여 케인즈의 생각이 잘 드러나 있는 문헌은 1932년 9월 17일과 24일 *New Statement and Nation*에 게재된 “The Monetary Policy and the Labour Party”라는 글이다.⁷⁾ 여기서 케인즈는 영란은행의 국유화를 주장하는 노동당의 제안을 반박하면서 자신의 입장을 몇 가지 명제로 정리하고 있다.

7) 케인즈 전집 21권 pp.128-145에 실려 있다. 케인즈의 초기 저작부터 후기 저작을 모두 검토하여 중앙은행 독립성과 관련된 케인즈의 전체적인 생각을 잘 정리하고 있는 문헌으로 비보우(Bibow, 2002)를 참조할 수 있다.

- (1) 민간 주주의 이익은 사라져야 한다.
- (2) 중앙은행은 사심 없는 공공기관으로 국익 이외에 상업계의 이해를 대변해서는 안된다.
- (3) 중앙은행 관리의 책임이 궁극적으로 정부에 있고, 중앙은행 고위 관리자 임명에 재무부의 승인이 필요하다.
- (4) 통화시스템의 원리, 가령 금본위제를 할 것인가 말 것인가 등은 의회에 의해 결정되어야 한다.
- (5) 매일 매일의 중앙은행의 정책은 (통계, 테크닉, 목표 등) 공개되고 외부 비판에 노출되어야 한다.

그러나 위의 다섯 가지 명제가 받아들여지기 위해서는 다음의 조건이 충족되어야 함을 지적하고 있다.

- (6) 중앙은행에 대한 민주적 통제는 간접적일수록, 중앙은행 정책에 대한 의회의 간섭 기회는 많을수록 좋다.

중앙은행 독립성에 관한 케인즈의 이러한 생각은 독자적인 목표 설정까지는 아니더라도 목적이 주어지면 그 목적 달성을 위한 정책 수단의 독립성은 인정된 것으로 해석되고 있다(Panico and Rizza, 2004). 인플레이션에 대한 보다 엄격한 인식을 가진 인물이 중앙은행장이 되어 불안정이라는 목표를 추구해야 한다고 주장하는 새고전학파적 의미의 중앙은행 독립성(Rogoff, 1985)에 비하면 약한 형태의 독립성이라고 할 수 있다. 그러나 민주적 책임이 부족하다는 이유로 중앙은행이 정책 수행에 있어 정부나 의회의 감독 혹은 사전 승인을 더 철저히 받아야 한다거나 위기에서 행해지는 최종대부자 기능과 위기관리 업무의 많은 부분은 사실상 중앙은행이 아닌 재무부가 담당해야 한다는 일부 포스트 케인지언들의 주장은 케인즈의 생각과 거리가 있다. 케인즈는 “중앙은행의 독립성과 위신을 큰 자산(Keynes, 1982, p.132)”이라고 생각했다. 중앙은행 독립성 문제에 있어 케인즈의 핵심적 생각은 중앙은행 임무 수행이 전문가 통제 아래 놓여야 한다는 것이다.

영란은행이 이 팜플렛에서 제안된 통화정책을 수행한다면 기술적으로 매우 어려운 작업에 참여하게 될 것이다. 이 기술적 작업들을 의회가 이해하기는 어려울 것이다. 전문가 통제에 있어 분권화를 이루지 못한다면 계획경제는 실현불가능하다. 민주적 간섭에 대한 요구는 사회주의가 아니라 19세기 자유주의의 메아리라고 나는 노동당에 제안한다(Keynes, 1982, p.131).

민스키 역시 연준에 두 가지 큰 역할이 부여되어 있음을 지적했다(Minsky, 1982, p.193). 그 하나는 통화정책을 통해 인플레이션을 적절히 제어하면서 경제성장을 지속시켜야 하는 경제조절자로서의 역할이고, 다른 하나는 금융위기를 예방하고 위기의 심화를 방지하기 위한 금융감독자/최종대부자의 역할이다. 민스키는 물가안정 뿐 아니라 금융안정을 위한 중앙은행의 역할을 강조한 것이다. 그리고 그 과정에서 중앙은행의 권한이 강해져야 함을 주장했다. 금융시장의 환경이 변화되어 감에 따라 금융안정을 위해 중앙은행이 규제하고 지원해야 하는 범위가 새로운 금융상품, 새로운 금융기관으로 확대되어야 함을 주장한 것은 이미 앞 절에서 확인한 바이다. 연준시스템은 상업은행에 대해 최종대부자 기능을 수행하도록 설계되어 국채딜러와 같은 금융기관들의 할인창구 접근을 꺼리게 되지만, 위기를 피하려면 좀 더 직접적인 접근이 허용되어야 하며 위기가 아니더라도 승인받은 국채딜러가 연준시스템에 접근하는 것을 막을 이유가 없다는 것이 민스키의 주장이다. 민스키의 제안은 연준의 할인대출을 증권사와 주요 금융기관들로 확대하라는 것이다. 이것이 글로벌 금융위기 당시 연준이 직면한 문제로, 민스키의 제안을 따랐다면 누가 지원을 받고 누가 지원을 받지 못하고와 관련된 불확실성을 줄이는데 도움이 되었을 것이라고 크레겔은 주장하고 있다. 금융지원을 위해 특별 기구들을 만드는 것이 아니라 모든 금융기관들이 할인창구를 이용할 수 있도록 선언함으로써 금융안정을 도모할 수 있었을 것이라는 주장이다(Kregel, 2010). 중앙은행은 최종대부자 역할에 있어 재할인창구에 의존하게 되고, 민스키는 공개시장정책보다 재할인대출의 역할을 확대시키는 것을 중앙은행 개혁의 하나로 지적했다(Minsky, 1986, p.325). 재할인대출을 통해 은행들이 보유하고 있는 자산에 대한 직접적인 정보가 중앙은행에 전달되기 때문이다. 그러므로 금융안정에 대한 모니터링에 있어 중앙은행의 역할과 권한이 확대되어야 하는가와 관련된 현 논쟁 상

황에서, 공개시장정책보다 할인대출을 우선하라는 것이 민스키의 정책제안이 된다(Kregel, 2010). 민스키에 있어 최종대부자 기능 확대와 금융안정 목표 수행은 물가안정보다 더 중요한 중앙은행의 과제이며 이 역할 수행에 있어 중앙은행 권한의 강화는 필수적이다. 이 역시 글로벌 금융위기에 대한 연준의 대응을 평가함에 있어 민주적 책임과 정당성을 근거로 중앙은행 독립성이 제한되어야 함을 지적한 일부 포스트 케인지언의 입장과는 차이가 있는 것이다.

VI. 맺음말

글로벌 금융위기의 발생과 이에 대한 대응으로 행해진 여러 가지 정책들을 고려할 때 기존 거시/화폐이론과 통화정책 프레임에 변화가 필요하다는 점은 어느 정도 분명해진 것으로 보인다. 따라서 기존 거시/화폐이론과 통화정책에 비판적이었던 포스트 케인지언 이론의 의미가 보다 중요해졌다. 그러나 통화정책과 중앙은행의 역할에 대한 새로운 논의를 진전시킴에 있어 케인즈/민스키가 가지는 의미는 최근 포스트 케인지언들의 주장과 일부 차이가 있음을 확인할 수 있다. 이는 일차적으로 「화폐론」의 케인즈와 「일반이론」의 케인즈가 매우 다른 모습을 보여주고 있는데 기인한다. 어떤 이론을 따르는가에 따라 통화정책과 중앙은행의 역할에 대한 입장이 크게 달라진다. 또한 중앙은행 독립성 이슈와 관련하여서는 포스트 케인지언들의 최근 주장과 케인즈/민스키의 주장에 큰 차이가 있다는 점을 확인할 수 있다. 물가안정 이외에 금융안정이라는 새로운 임무가 부과되면서 중앙은행 독립성을 최상의 가치로 평가하던 시각에 균열이 발생하게 되었고, 이는 중앙은행의 독립성에 대해 부정적이었던 포스트 케인지언들의 입장이 재평가 받는 계기가 되었다. 그러나 정작 케인즈는 신고전학파의 인플레이션 이론에서 주장하는 바와 다른 의미이기는 하지만 중앙은행 독립성을 적극적으로 옹호하고 있었으며 민스키는 금융안정/최종대부자 역할에 있어 중앙은행이 강력한 재량을 가져야 한다고 주장하고 있었다. 민주적 책임과 정당성을 이유로 중앙은행의 위기 대응, 위기 관리 임무가 제한되어야 한다는, 의회나 정부의 중앙은행 간섭이 강화되어야 한다는 주장을 케인즈/민스키적인 것으로

해석하기는 어렵다.

투고 일자: 2017. 11. 17. 심사 및 수정 일자: 2017. 12. 15. 게재 확정 일자: 2017. 12. 18.

◆ 참고문헌 ◆

- Alesina, A., and L. Summers (1993), "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 25, No. 2, 151-162.
- Barro, R., and D. Gordon (1983), "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model," *Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 4, 589-610.
- Bibow, J. (2002), "Keynes on Central Banking and the Structure of Monetary Policy," *History of Political Economy*, Vol. 34, No. 2, 749-787.
- _____ (2013), "A Post Keynesian Perspective on the Rise of Central Bank Independence: A Dubious Success Story in Monetary Economics," in *The Oxford Handbook of Post-Keynesian Economics, Vol. 2: Critiques and Methodology*, Harcourt, G. C. & Kriesier, P. eds, Oxford Press.
- Blinder, A. (2010), "How Central Should the Central Bank Be?" *Journal of Economic Literature*, Vol. 48, No. 1, 123-133.
- Borio, C. (2011), "Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?" *BIS Working Papers*, No. 353.
- Borio, C., W. English, and A. Filardo (2003), "A Tale of Two Perspectives: Old or New Challenges for Monetary Policy?" *BIS Working Papers*, No. 127.
- Borio, C., and P. Lowe (2002), "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus," *BIS Working Paper*, No. 114.
- Bridel, P. (1987), *Cambridge Monetary Thought: The Development of Saving-Investment Analysis from Marshall to Keynes*, Macmillan.
- Buiter, W. (2014), "Central Bank: Powerful, Political and

- Unaccountable?" *Journal of the British Academy*, 2, 269-303.
- Davidson, P. (2008), "Is the Current Financial Distress Caused by Subprime Mortgage Crisis a Minsky Moment? or Is It the Result of Attempting to Securitize Illiquid Noncommercial Mortgage Loan?" *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 30, No. 4, 669-676.
- Dow, S. (2016), "Central Banking in the 21st Century," for presentation to the '40 Years of the Cambridge Journal of Economics' Conference.
- Erturk, K. (2006), "Speculation, Liquidity Preference and Monetary Circulation," in *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, Arestis, P. & Sawyer, M. eds, Edward Elgar.
- Fullwiler, S. and R. Wray (2010), "Quantitative Easing and Proposals for Reform of Monetary Policy Operations," *Levy Economics Institute Working Paper*, No. 645.
- Gabilondo, J. (2013), "Financial Hospitals: Defending the Fed's Role as a Market Maker of Last Resort," *Seattle University Law Review*, Vol 36, 513-582.
- Keynes, J. (1953), *A Treatise on Money*, Vol. 1, 2, Macmillan.
- _____ (1973), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan.
- _____ (1982), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol 21, Macmillan.
- Kregel, J. (2008), "Using Minsky's Cushions of Safety to Analyze the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market," *International Journal of Political Economy*, Vol 37, No. 1, 3-23.
- _____ (2010), "Minsky Moments and Minsky's Proposals for Regulation of an Unstable Financial System," *19th Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the US and World Economies*.
- _____ (2013), "Was Keynes's Monetary Policy, a outrance in the Treatise, the Model for ZIRP and QE?" in *Keynesian Reflections: Effective Demand, Money, Finance and Policies in the Crisis*, Hirai, T., Marcuzzo, M., and Mehrling, P. eds, Oxford University Press.

- Kydland, F. E. and E. C. Prescott (1977), "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," *Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 3, 473-491.
- Laidler, D. (1999), *Fabricating the Keynesian Revolution: Studies of the Inter-war Literature on Money, the Cycle and Unemployment*, Cambridge University Press.
- Lavoie, M. (2010), "Changes in Central Bank Procedures during the Subprime Crisis and Their Repercussions on Monetary Theory," *International Journal of Political Economy*, Vol. 39, issue. 3, 3-23.
- Lavoie, M. (2016), "Rethinking Monetary Theory in Light of Keynes and the Crisis," *Brazilian Keynesian Review*, Vol. 2, No. 2, 174-188.
- Leijonhufvud, A. (1981), *Information and Coordination*, Oxford University Press.
- Levy, D. (1995), "Does an Independent Central Bank Violate Democracy?" *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 18, No. 2, 189-210.
- Mehrling, P. (2011), *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*, Princeton University Press.
- Minsky, H. (1982), *Can "It" Happen again?* M.E. Sharpe.
- Minsky, H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press.
- Panico, C. and M. Rizza (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. & Salvadori, N. eds, Ashgate.
- Rogoff, K. (1985), "The Optimal Degree of Commitment to a Monetary Target," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 100, No. 4, 1169-1189.
- Tropeano, D. (2010), "The Current Financial Crisis, Monetary Policy and Minsky's Structural Instability Hypothesis," *International Journal of Political Economy*, Vol. 39, No. 2, 41-57.
- White, W. (2006), "Is Price Stability Enough?" *BIS Working Papers*, No. 205.
- Wray, R. (2008), "Lessons from Subprime Meltdown," *Challenge*, Vol.

51, No. 2, 40-68.

_____ (2011), "A Minskyan Road to Financial Reform," *Levy Economics Institute Working Paper*, No. 655.

_____ (2014), "Central Bank Independence: Myth and Misunderstanding," *Levy Economics Institute Working Paper*, No. 791.

Financial Crisis and the Role and Discretion of Central Bank: Keynes and Minsky

Jaehong Hwang*

Abstract

This paper examines the role and discretion of central bank in 2007-08 financial crisis with a view of Keynes and Minsky. Post Keynesian economists criticize the standard macro/monetary theory and monetary policy. They suggest a new theory of central banking in the Keynes/Minsky perspective. However, some of Post Keynesian arguments are not consistent with Keynes/Minsky's policy suggestion. This paper describes the differences between Keynes/Minsky and Post Keynesians in the view of central banking.

KRF Classification : B030106, B030601

**Key Words : financial crisis, central bank, monetary policy,
Keynes, Minsky**

* Associate Professor, Department of Economics, Mokwon University,
e-mail: zootjhong@hanmail.net