

# 미 연준과 유럽중앙은행의 비전통적 통화정책 수행원칙에 관한 고찰 ☆

아직 완성되지 않은 논문이므로 허락없이 인용을 삼가하여 주시기 바랍니다.

김병기<sup>a</sup> · 김진일<sup>b\*</sup>

이 연구내용은 집필자 개인의견이며 한국은행의 공식견해와는 무관합니다. 따라서 본 논문의 내용을 보도하거나 인용할 경우에는 집필자명을 반드시 명시하여 주시기 바랍니다.

---

☆ 본고에 대해 유익한 논평을 주신 한국은행 경제연구원 최운규 원장님, 김현정 부원장님, 김준한 실장님, 안병권 실장님, 이동렬 박사님, 이지호 박사님과 세미나에 참석해 주신 분들께 감사드립니다. 이 논문은 한국은행의 재정지원을 받아 작성되었음을 밝혀 둡니다.

<sup>a</sup> 한국은행 경제연구원 선임연구원

<sup>b</sup> 고려대학교 경제학과 교수

\* 교신저자

## 목차

I. 서론 .....	1
II. 미 연준의 비전통적 통화정책 수행원칙 .....	2
III. 유럽중앙은행의 비전통적 통화정책 수행원칙 .....	11
IV. 결론 .....	23
참고문헌 .....	27

# 미 연준과 유럽중앙은행의 비전통적 통화정책 수행원칙에 관한 고찰

금번 글로벌 금융위기에 대응하면서 미 연준과 유럽중앙은행은 다양한 비전통적 통화정책을 도입하였다. 비전통적 통화정책은 미 연준과 유럽중앙은행 모두 금융기관에 대한 유동성 공급 확대, 국채·ABS 등 특정 채권시장에 대한 직접 개입 등의 형태로 이루어 졌다. 그러나 비전통적 통화정책 수행 모습은 비슷해 보였을지 모르겠으나 그 원칙에 있어서는 두 중앙은행이 다른 모습을 보였다.

미 연준은 위기시 중앙은행이 조기에 무제한으로 지불가능한 기관에 좋은 담보를 잡고서 그리고 높은 이자율로 대출해야 한다는 Bagehot의 원칙에 바탕을 두고 비전통적 통화정책을 수행하였다. 미 연준은 물가안정을 크게 강조하기 보다는 시스템적 리스크를 축소시키기 위해 금융시장 안정을 적극적으로 추구하고 나아가 금융시장 안정 자체를 비전통적 통화정책 수행의 목적으로 하는 모습을 보였다. 또한 미 연준은 전통적 통화정책과 비전통적 통화정책이 순차적이며 대체적인 관계로 파악했다. 정책금리가 하한에 도달하는 과정에서 정상적인 통화정책을 수행할 수 없을 때 비전통적 통화정책이 도입되며 출구전략에 있어서도 비전통적 통화정책을 먼저 정리하는 것이 당연한 수순으로 간주되고 있다.

반면 유럽중앙은행은 비전통적 통화정책이 물가안정 추구를 위해 절대적으로 필요한 조치였다고 강조하는 등 비전통적 통화정책도 중기적 관점에서의 물가안정에 중점을 두고 수행함을 분명히 하였다. 전통적 통화정책과 비전통적 통화정책은 비순차적이며 상호 보완적이므로 정책금리가 하한에 도달하기 전이라도 비전통적 통화정책은 도입될 수 있으며 출구전략에 있어서도 비전통적 통화정책을 정책금리 정상화에 앞서 먼저 거두어들일 필요가 없다고 판단하고 있다.

**핵심주제어:** 비전통적 통화정책, 연준, 유럽중앙은행

**JEL Classification:** E52, E58

## I. 서론

2007년 이후 글로벌 금융위기가 심화되면서 미국 연방준비제도(Federal Reserve System)와 유럽중앙은행(European Central Bank) 등 주요선진국 중앙은행들 여러 가지 종류의 비전통적 통화정책을 도입하였다. 특정한 단기 이자율을 정책이자율로 정하여 이를 공개시장조작을 이용하여 변동시키는 것을 지급준비율과 재할인을 조정과 더불어 전통적인 통화정책이라고 부르는데 비하여, 비전통적 통화정책은 특정 금융기관에 대한 유동성 확대조치와 특정 금융시장에 대한 지원제도 그리고 국채 등의 매입을 통한 양적완화의 형태를 띠고 진행되어왔다.

비전통적 통화정책에 관한 기존의 문헌은 주로 어떠한 조치들이 시행되었는지에 대한 정리를 하는 방식을 택하고 있다. 국문으로 된 자료는 한국의 통화정책을 정리한 한국은행(2012b)에서 자세히 인용되어 있다. 미국의 경우에는 English et al. (2014)에서 비전통적 정책에 대한 미국의 비교적 공식적인 입장을 자세히 알 수 있으며, Lenza et al. (2010)는 유럽중앙은행의 경우를 미국과 영국의 경우와 비교하며 자세히 서술하고 있다.

이러한 기존의 문헌과는 차별적으로 이 글에서는 비전통적 통화정책의 범주에 드는 여러 조치들의 배경과 원칙에 대한 고찰에 중점을 둔다. 특히 미 연준과 유럽중앙은행이 비전통적 통화정책을 보는 견해에는 적지 않은 차이가 있다. 미 연준의 경우, 전통적 통화정책과 비전통적 통화정책을 비교적 순차적인 것으로 이해하고 있다. 즉, 정책금리가 하한에 도달하는 과정에서 정상적인 통화정책을 수행할 수 없을 때 비전통적이 통화정책이 도입되며, 출구전략에 있어서도 비전통적인 통화정책을 먼저 정리하는 것이 당연한 수순으로 간주되고 있다.

반면에 유럽중앙은행은 전통적인 통화정책과 비전통적인 통화정책이 비순차적이며 상호 보완적인 것으로 간주하고 있다. 정책금리는 유럽중앙은행

의 단일목표인 물가안정을 유지하는 데 적절한 수준으로 유지하고, 반면에 비전통적인 통화정책은 전통적 통화정책의 과급경로에 발생하는 제약에 대응하는 목적으로 사용하고 있다. 따라서 출구전략시 비전통적 통화정책을 먼저 거두어야 할 필요가 없다고 판단하고 있다. 이러한 유럽의 견해는 De Fiore and Tristani(2014)에 잘 나타난다. 저자들은 전통적인 이자율 정책이 하한에 도달하여 선제적 안내(forward guidance)를 사용하거나 비전통적인 통화정책의 예로서 신용정책(credit policy)을 펼 수 있는 경우에 최적통화정책의 조합을 찾고자 한다. 이들의 결론은 영의 이자율 하한에 도달하기 이전에 신용정책을 펴는 것이 최적이며 이 결론은 두 정책이 상호 보완적이라는 유럽중앙은행의 시각과 부합한다.

우리는 이 글에서 이론적은 측면에서의 고찰보다는 미 연준과 유럽중앙은행의 행동이나 말에 나타난 비전통적 통화정책 수행원칙을 고찰함으로써 비전통적인 통화정책은 물론 통화정책 일반에 대한 이해를 높이하고자 한다.

## II. 미 연준의 비전통적 통화정책 수행원칙에 관하여

이 절에서 우리는 먼저 미국 중앙은행의 제도와 정책이 어떤 특성을 가지고 있는지를, 이후에 비전통적인 통화원칙 논의와 관련이 깊은 내용을 중심으로 알아본다. 그리고 금융위기의 과정에서 어떻게 대응하였는지를 알아보고, 마지막으로 이러한 대응과정에서의 원칙이 무엇이었는지를 고찰해 본다.

### ( 미국 중앙은행 제도와 정책의 특성)

미국에서 중앙은행의 역할을 하고 있는 연방준비제도(Federal Reserve System, 이하 연준제도 또는 연준)의 가장 큰 특징은 반관반민(半官半民)의

성격이 있다는 점이다. 이 제도를 이루고 있는 세 주체는 연방준비제도이사회와 지역연준 그리고 연방공개시장위원회이다. 미국의 수도인 워싱턴에 위치한 연방준비제도이사회(Federal Reserve Board, 정식명칭은 the Board of Governors of the Federal Reserve System, 이하 연준이사회)는 공공부문의 성격을 띠고 있으나, 미국 전역에 20세기 초반의 경제상황을 반영하여 분포되어 있는 12개의 연방준비은행(Federal Reserve Banks, 이하 지역연준)은 법적으로는 완전히 사적인 조직이다. 비록 공공부문이기는 하나 연준이사회는 독립성은 14년이라는 이사의 임기와 예산의 독립성으로 보장되어 있으며, 국민에 대한 책임을 진다는 원칙에 따라 연준이사회는 의회에 설명할 법적 의무를 진다. 이러한 독립성은 흔히 정부 내에서의 독립(independence within the government)이라고 불리고 있다.<sup>1)</sup>

전통적인 통화금융정책에서 가장 중요한 수단인 연방기금금리(federal funds rate)를 결정하는 연방공개시장위원회(Federal Open Market Committee, 약어로 FOMC)는 12명으로 구성되어 있다. 연준이사회를 구성하는 7명의 연준이사는 항상 구성원으로 포함되며, 12명의 지역연준 총재들 중에서 5명이 투표자로 참가하고 있다.<sup>2)</sup> 뉴욕 연준의 총재는 연방공개시장위원회의 부의장 자격으로 상시 투표에 참여하고 있으며, 다른 지역연준의 총재들은 2년(시카고 및 클리블랜드 연준) 혹은 3년마다 돌아가며 투표권을 나누어 갖고 있다.

연방기금금리로 대표되는 공개시장조작이 연방공개시장위원회의 결정인데 반하여, 최종대부자 기능과 관련된 대부분의 비전통적 통화정책 결정은 공공부문의 성격을 강하게 띠는 연준이사회에 귀속되어 있다.<sup>3)</sup> 전통적인 통화정책 수단 중에서도, 지급준비율은 연준이사회에서 “결정(set)” 하며 재

1) 연준이사회 홈페이지에는 “independent within the government” rather than “independent of government”라고 상세히 설명하고 있다.

2) 투표권의 유무를 구별하고자 할 때에 7명의 연준이사와 12명의 지역연준 총재들을 모두 합하여 회의 참가자(participants)로 지칭하며, 7명의 이사와 투표를 하는 5명의 지역연준 총재들을 합한 12명을 회의 구성원(members)라고 부른다. 이 구별은 2013년에서 2014년으로 넘어오면서 구성원들의 성향이 많이 바뀐다는 점에서 출구전략의 소통(communication)과 관련하여 중요하다.

3) 이는 정부재정과의 연관이 많은 여러 비전통적 통화정책의 수행에서는 더욱 중요한 점이다.

할인율의 변경은 지역연준이 “제안(propose)” 하고 연준이사회가 “허락(approve)” 하는 방식으로 정해진다. 이외에도 미국의 중앙은행은 은행의 감독과 규제, 통화 공급과 지급 결제, 그리고 정부의 재정 창구의 역할을 하고 있다.

전통적 통화정책인 공개시장조작은 다음과 같은 방식으로 시행된다. 일반적으로 한 해에 8회 열리는 연방공개시장위원회에서는 연방기금금리의 목표 수준을 결정하여 발표한다. FOMC는 이 수준 근처에서 연방기금금리를 유지하도록 공개시장조작을 “명령(direct)” 하며, 경기동향 및 통화금융시장의 상황에 따라서 매일매일 공개시장 개입의 규모가 결정된다. 개입은 뉴욕 연방준비은행의 공개시장계정을 통하여 유가증권을 매매함으로써 이루어지며, 이는 일반은행이 보유하고 있는 지급준비금에 영향을 미치는 효과를 갖는다. 금융위기 이전에, 초단기인 1일물인 연방기금금리의 변화는 금융시장에서의 이자율기대 통로를 통하여 다른 국채 시장에 영향을 미침으로써 경제 전반에 영향을 끼치는 방식의 통화정책의 전달경로 형태를 띠었다.

#### ( 금융위기와 미 연준의 대응 )

미 연준은 단기금융시장에서 문제가 발생하기 시작한 2007년 9월 FOMC 회의에서 연방기금금리를 4.75%로 내렸다.<sup>4)</sup> 이후 9차례에 걸쳐 연방기금금리를 추가 인하하는 등 확장적인 통화정책을 펼치면서 2008년 12월 FOMC에서는 연방기금금리를 0%와 0.25%의 구역으로 목표를 설정함에 따라 명목금리가 실질적 영의 하한(effective zero lower bound)에 도달하였다.<sup>5)</sup> 위기

4) 연방기금금리를 내리기 전인 8월에 videoconference를 통하여 열린 긴급회의(emergency meeting)에서 재할인율을 50 basis points 인하하고 기간을 1일에서 30일로 늘리는 결정을 하였다. 2014년 1월 말일까지 연준 의장으로 재직하였던 Bernanke는 연준이 금융시장 주체들을 도와주는 인상을 주지 않기 위하여 정책이자율을 움직이지 않는다고 언급하였다. 이러한 정책 결정을 한 근거로서, 그는 당시의 상황을 다음과 같이 요약하였다. “It’s a question of market functioning, not a question of bailing anybody out.” FOMC는 2007년에 8번의 정규회의와 3번의 긴급회의를 가졌는데 이 회의의 발언을 모두 기록한 의사록은 2013년 1월 18일(금요일)에 공개되었다.

5) 공개된 의사록에 나와 있는 논의과정을 보면 당시의 배경, 특히 혼란상황을 엿볼 수 있다. 연방기금금리 25 basis points 인하와 TAF 도입이 결정된 2007년 12월 FOMC 회의내용을 예로 들어 보면, 연준 조사국(Division of Research and Statistics) 국장인 Dave Stockton은 경기가 침체에

초기 단계에서, 미 연준은 금리 인하와 더불어 TAF(Term Auction Facility, 입찰을 통한 예금은행에의 대출), TSLF(Term Securities Lending Facility, Repo 시장의 유동성을 확보하기 위하여 회사채 등을 담보로 primary dealer에게 연준 소유 국채를 대여), PDCF(Primary Dealer Credit Facility, 익일물 대기성여신제도를 primary dealer에게 확장) 등 금융기관에 대한 유동성공급 확대조치를 시행하였다. 이 과정에서 기존의 유동성 공급제도는 만기연장이나 담보기준의 완화와 같은 조치를 통하여 자금공급기능이 더욱 강화되었다. 유동성 공급 대상기관 확대도 병행하여 시행되었을 뿐만 아니라 새로운 유동성 공급제도도 도입되는 등 당시로서는 “매우 혁명적인” 조치들이 시행되었다.

낮은 이자율과 이러한 금융기관 지원 등의 영향으로 단기금융시장의 혼란이 진정되는 듯이 보였다.<sup>6)</sup> 그러나 가을 들어서 금융불안이 심해지는 가운데 2008년 9월 15일 리만브라더스가 파산하였으며, 9월 16일 FOMC가 끝난 직후에 열린 연준이사회는 시스템적 리스크 등의 이유로 뉴욕연준이 AIG(American International Group)에 지원하도록 승인하였다. 이와 더불어

---

빠지지 않을 것이라는 그의 경기예측이 낙관적일 수 있다고 인정하면서도 낙관의 정도가 심하지 않다는 것을 “nothing stronger than many late nights of diet Pepsi and vending-machine Twinkies”라고 에둘러 표현하고 있다. 당시 샌프란시스코 연준 총재였던 Janet Yellen은 이러한 경기예측에 이견을 표시하였으며, 이에 동의하는 보스턴 연준 총재 Eric Rosengren은 “I think I took the same pessimism pill as President Yellen this morning.”이라고 하면서 비관적인 경기예측에 동조를 하고 있었다. 토론과정에서 Eric Rosengren과 Frederic Mishkin은 50 basis points 인하를 주장하였으며, Eric Rosengren은 투표에서 반대표를 던졌다. 이러한 비관적인 견해와는 반대로 캔사스시티 연준 총재인 Thomas Hoenig는 경기과열에 따른 인플레이션을 걱정하는 발언을 기록하고 있다. 당시에 석유를 비롯한 세계상품가격은 매우 빠르게 증가하고 있었다.

- 6) 이러한 당시의 판단은 2014년 2월 21일(금)에 일반에 공개된 2008년 FOMC 의사록에 잘 나와 있다. 1월 9일의 videoconference에 이어서 Martin Luther King’s Birthday로 휴일이었던 21일 월요일에 열린 긴급회의에서 연방기금금리의 75 basis points 인하가 결정되었음은 당시의 긴박함을 엿볼 수 있다. 열흘도 안 지나서 계획대로 30일에 열린 정규회의에서 금리는 50 basis points 더 인하되었다. 3월과 4월에 인하를 계속하여 2%에 도달한 이후, FOMC는 더 이상의 인하가 준비되어있다는 언급을 중단한다. 이러한 확장적 통화정책의 배경하에서, 2008년 여름 금융시장은 안정되었으며 FOMC는 다시 인플레이션을 걱정하기 시작한다. 이러한 긍정적인 경제의 움직임은 8월 회의에서는 세 명의 지역연준 총재들이 이자율 인상을 원하고 있음에서 잘 나타나고 있다. (2008년 8월의 우리나라 금융통화위원회의 금리인상도 이러한 당시 상황에서 이해할 필요가 있다고 본다.) 리만브라더스의 파산 다음 날인 9월 16일에 열린 정규회의에서 inflation이라는 단어는 129번 언급되었는데 반하여 recession은 다섯 번만 의사록에 나온다고 New York Times의 기사는 지적하고 있다.



정책금리의 하향 조정이 어려워지면서 ABCP, CP, MMF, ABS 등 신용시장 또한 위축되었다. 이에 따라서 미 연준은 AMLF(ABCP MMMF Liquidity Facility, 자금부족을 겪는 뮤추얼펀드를 지원하기 위하여 보유하고 있는 회사채를 매입), CPFF(CP Funding Facility, 기업 유동성 부족을 지원하기 위하여 적격 회사채를 매입), MMIFF(Money Market Investor Funding Facility, 머니마켓 뮤추얼펀드의 유동성을 보강하기 위하여 머니마켓에 투자하는 주체에 신용을 공여), TALF (Term ABS Loan Facility, ABS 및 CMBS를 담보로 대출) 등과 같은 신용시장 직접지원제도를 도입하였다.<sup>7)</sup>

이와 같은 조치에도 불구하고 금융불안이 지속되자, 미 연준은 양적완화정책과 오퍼레이션 트위스트(operation twist) 등 보다 더 적극적인 통화정책을 시행하였다. 양적완화(QE; Quantitative Easing)는 전통적인 통화정책인 정책금리인하를 통한 경기부양효과가 한계에 부딪혔을 때 중앙은행이 국채 등의 자산을 매입하여 대차대조표 규모를 확대하면서 시중에 직접 유동성을 공급하는 정책이다.<sup>8)</sup> 미 연준은 2009년 3월 3,000억 달러 국채와 1조 4,500억 달러의 MBS를 직매입하는 1차 양적완화(QE1)을 발표하고, 2010년 11월에는 6,000억 달러의 장기국채를 매입하는 2차 양적완화(QE2)를 발표하였다. 2011년 10월에는 장기금리 안정화를 목적으로 단기채를 매각하는 동시에 장기국채를 매입하는 공개시장조작 방식인 오퍼레이션트위스트를 시행하였다.<sup>9)</sup> 이후에도 경기불안이 지속되자 2012년 9월 매월 400억 달러 규모의 MBS를 사들이는 3차 양적완화(QE3)을 발표하였으며, 이후에 매입 액수는 경제상황에 따라서 늘어났다가 최근에는 매입액수를 줄이는 양적완화 축소(QE tapering) 과정을 겪고 있다.

7) 이러한 조치들과 더불어 외국 중앙은행에 대한 swap도 체결되었다. 의사록에는 미국 국내경제에 미치는 부정적인 파장에 대한 우려가 드러나고 있다. 9월 16일 정국회의에서 Jeffrey Lacker 리치몬드 연준 총재는 미연준이 외국 기관에 대출하는 것에 대하여 불편함을 언급하고 있으며, 29일의 긴급회의 의사록에 보면 시카고 연준 총재인 Charles Evans는 연준의 대차대조표에 미칠 수 있는 나쁜 영향이 얼마나 클 수 있는지에 대한 질문을 던지고 있다. (10월 정국회의에서는 우리나라와도 swap line이 개설되었다.)

8) 미국에서는 정책금리가 영의 하한에 도달하는 데에 필요한 규모 이상으로 유동성을 공급하는 정책을 의미한다. 물론 기축통화국이 아닌 우리나라와 같은 경우에는 금리하한이 다를 수 있으므로 양적완화도 이러한 관점에서 적절히 정의될 필요가 있겠다.

9) 공식적으로는 Maturity Extension Program으로 불린다.

이러한 조치들과 더불어서, 미 연준은 제로금리 하에서의 확장적 통화정책의 유효성을 확보하기 위해 선제적 안내(forward guidance)라고 불리는 통화정책 방식도 도입하여 운용하고 있다. 선제적 안내란 중앙은행이 향후 통화정책 방향에 대해 명시적인 시그널을 전달하는 커뮤니케이션 방식을 지칭한다.<sup>10)</sup> 연준은 글로벌 금융위기가 심화되던 2008년 12월 연방기금금리는 낮은 수준에서 “당분간(for some time)” 유지한다는 표현을 사용하였다.<sup>11)</sup> 이자율의 상승시점(liftoff)은 시간이 흐름에 따라서 점점 뒤로 밀렸으며 표현도 점차 상세하게 진화되어 갔다.<sup>12)</sup> 이와 같이 종료시점을 정하지 않는(open-ended) 방식이 만족할 만한 효과를 얻지 못함에 따라 2011년 8월 FOMC 회의부터는 선제적 안내가 기한부(time-contingent or calendar-based) 방식으로 변경되었다.<sup>13)</sup> 그러나 이러한 방식도 통화정책의 중요한 원칙인 간결함(simplicity)을 보장한다는 장점이 있었던 반면에, 자동안정화 장치(automatic stabilizer)라는 경제정책의 다른 원칙에는 위배되는 단점이 노정되었다. 그리하여 2012년 12월에는 향후 통화정책 방향을 특정 거시지표의 기준치(threshold) 달성과 연계시키는 상황조건부(state-contingent) 방식으로 전환하여, 실업률이 6.5%를 상회하고 인플레이션이 2.5%를 하회하는 한 초저금리 정책을 유지한다는 선제적 안내를 발표하였다. 이후 실업률이 꾸준히 하락하면서도 경제의 다른 부분이 그에 상응하는 속도로 회복되지 않는 흐름이 포착되면서, 2014년 3월 18-19일 FOMC에서는 실업률과 인플레이션의 기준치를 수치로 표시하는 방식을 포기하고 점차 정성적(qualitative)으로 나아가는 변화를 겪고 있다.<sup>14)</sup>

10) 2000년대 초중반에도 선제적 안내가 쓰였으며, 십여 년 전 당시의 상황은 앞으로 전개될 출구전략과도 관계가 깊다. 상세한 내용은 김진일(2013)을 참조.

11) 커뮤니케이션에 관하여 2008년 12월 FOMC 회의에서 Bernanke 당시 의장은 다음과 같이 발언하였다. “Given the state of confidence in the markets and in the economy, I hope whatever disagreements we may have that as much as possible we can keep them within these walls. With respect to the public, we need, as much as possible, to communicate a clear strategy going forward.”

12) “당분간”이라는 문구는 2009년 3월 “상당 기간(for an extended period)”으로 바뀌었다.

13) 2011년 8월에 “2013년 중반”으로 시작되었던 기한은 2012년 1월에 “2014년 후반” 그리고 2012년 9월에 “2015년 중반”으로 변경되었다.

14) 금융위기 과정에서 미 연준이 행한 조치들에 대하여 내부에서 가장 잘 정리된 기록 중의 하나는

### (미 연준의 비전통적 통화정책 수실행칙에 관하여)

이 절에서는 미국 연준에서 나온 몇 개의 연설문을 중심으로 글로벌 금융 위기 비전통적 통화정책이 수행된 배경과 논거에 대하여 알아보도록 한다.<sup>15)</sup>

Bernanke (당시) 연준 의장은 2009년 1월에 London School of Economics에서 행한 연설에서 2007년 여름이후에 미국 중앙은행이 금융위기에 어떻게 대응하였는지에 대하여 설명한다. 먼저 2008년 정책금리인 연방기금금리를 영의 하한에까지 내리는 과정에서 인플레이션 위험에 어떻게 대응하였으며 이러한 확장정책이 금융시장 상황을 개선시키고자 하는 의도를 달성하는데 일정 부분 도움이 되었음을 언급하고 있다. 그러나 이는 충분하지 못하였고 신용스프레드가 확대되고 대출기준이 강화됨에 따라 신용시장이 불능(dysfunction) 상태에 빠져드는 등 금융상황이 더욱 악화되었다.<sup>16)</sup>

Bernanke는 금융기관에 유동성을 공급하는데 있어서 다음의 두 가지에 유의하였다고 언급하였다. 첫째로는 신용 공여가 중앙은행을 최소한의 정도로만 신용위험에 노출(“exposes the Federal Reserve to only minimal credit risk”)시켰으며, 둘째로는 이를 통하여 시스템적 리스크를 줄이게 되었다는 점이다. 그러면서도 금융기관에의 신용 공여만으로는 충분치 않았으며 일부 금융시장(credit markets)에 직접 개입하여 차입자와 투자자들에게 직접 유동성을 공급하는 것이 불가피하였다고 말하고 있다. 개입한 금융시장으로는 CP시장과 ABS(asset-backed securities) 시장을 들 수 있는데, 이 두 시장은 평상시 국내 신용창출에 중요한 역할을 하고 있다고 말하고 있다. Bernanke는 금융기관의 지급준비금(중앙은행의 부채) 확대에만 초점을 맞

---

연준 100주년 기념과 때를 같이하여 만들어진 <http://www.federalreservehistory.org>에서 찾아볼 수 있다.

15) 이 부분은 김진일(2013)에 주로 의거하고 있다.

16) 앞의 주3에서 언급하였던 2007년 8월 재할인을 인하와 관련된 Bernanke 의장의 발언도 같은 맥락에서 이해할 수 있다.

추는 양적완화(quantitative easing)와 대비하여 중앙은행이 신용경색 해결을 위해 어떤 채권을 보유(중앙은행의 자산구성)하느냐에 중점을 둔다는 점에서 연준의 비전통적 통화정책을 신용완화(credit easing)로 불렀다.

출구전략과 관련되어서는 두 가지 점이 강조되어 있다. 첫째로는 경제 상황이 나아지면서 높은 이자율이 부과되는 중앙은행의 신용공여에 대한 매력 이 점점 낮아질 것이며, 연방준비은행법(Federal Reserve Act) 13조 3항에 의한 비정상적이고 위중한(unusual and exigent) 상황에서의 개입은 경제가 나아지면서 법에 따라 없어질 것이라고 말하고 있다. 둘째로는 금융시장을 안정시키기 위해서는 중앙은행과 선출된 권력인 행정부 및 입법부와의 협력이 중요하며, 이러한 과정에서 대마불사(too big to fail)라는 믿음이 금융기관 사이에 퍼지지 않도록 노력해야 함을 지적하고 있다.

2009년 8월에 Jackson Hole에서 열린 심포지움에서 Bernanke 의장은 일 년 전 같은 달에 있었던 심포지움에서 금융시장과 정책 당국자들이 얼마나 안이하였는지 반성하면서 연설을 시작한다. Lehman Brothers와 American International Group의 차이에 관해서는 가능한 담보가 필요한 신용에 충분한가에 관한 점이라고 언급하고, 글로벌 금융위기의 과정이 Bagehot 등이 다루었던 고전적인 패닉의 요소가 2008년 3월과 9월에 많이 발견된다고 말하고 있다. 그러면서 미 연준의 많은 정책들은 이러한 Bagehot의 충고에 따라 수행되었다고 서술하였다.<sup>17)</sup>

같은 심포지움에서 연준 통화정책국(Division of Monetary Affairs)의 국장인 Brian Madigan은 미 연준이 Bagehot의 원칙(dictum)을 어떻게 실천하였는지에 대한 내용의 발표를 한다. Bagehot의 원칙이란 “패닉을 피하기 위해서 중앙은행은 조기에 무제한으로, 지불가능한 기관에, 좋은 담보를 잡고서, 그리고 높은 이자율로” 대출하여 주는 것을 말한다. 이 원칙은 금융기관의 대출을 지속시켜 경제의 잠재 성장 달성에 도움이 된다는 거시경제적인 대

---

17) Bernanke 의장이 2013년 11월 IMF에서 행한 “The Crisis as a Classic Financial Panic”이라는 제목의 연설도 참조.

의와 지불가능한 기관만 지원하므로 효율적인 자원 배분을 보장한다는 미시경제적인 대의에 부합한다는 점을 강조하였다.

그러나 Madigan 국장은 Bagehot의 원칙을 현실에서 실천하는 데에는 많은 어려움이 존재한다고 말하고 있다. 비예금 금융기관에 대한 신용공여를 허용한 연방준비은행법 13조 3항의 ‘비정상적이고 위중한 상황’과 관련하여, 금융시스템과 경제 일반이 전에 없었던 큰 충격에 직면하였으며 중앙은행의 개입이 없이는 전체 금융시장과 대부분의 금융기관에게 신용이 제공되지 않는 시점에 도달하였다고 미 연준이 판단했다고 말하고 있다. 이와 같이 신용시장이 불능인(dysfunctional) 상황에서는 일반은행들이 더 이상 경제에 필요한 신용을 제공할 수 없을 것이다. 중앙은행의 신용공여는 범칙금리를 적용하여 높은 이자율로 이루어 졌으며 예를 들어서 미 연준의 긴급여신 금리(primary credit 기준)는 연방기금금리보다 100 basis points만큼 높은 수준에서 정해졌다.

현실경제에서 정책결정을 함에 있어서 유동성부족(illiquidity)과 지불능력미비(insolvency)를 구별하는 것도 매우 어려운 문제이다. 특히 정책결정을 하는데 주어져있는 시간이 매우 촉박한 상황에서는 더욱 그러하다. 이 점에 관해서 Madigan 국장은, 은행감독의 책임을 가지고 있으며 금융시장을 분석하는 능력을 가지고 있는 미 연준의 법적 제도적 환경이 신속한 상황과 악에 많은 도움이 된다고 언급하고 있다.

2012년에 Jackson Hole에서 Bernanke 의장은 비전통적 통화정책의 비용과 편익을 분석하면서 대규모 국채매입의 몇 가지 부작용을 언급<sup>18)</sup>한 다음 우리가 현재 가지고 있는 지식만으로 비전통적 통화정책의 비용을 정확히 파악하기가 어려우므로 동 정책은 매우 제한적으로 쓰여야 하며 다른 경제정

---

18) 2008년 12월 당시에 이자율이 영의 하한에 다다르면서 양적완화를 준비하던 연준에서 어떠한 논의가 이루어지고 있었는지를 알 수 있는 자료는 FOMC 속기록(transcripts) 이외에도 Peterson Institute for International Economics에서 일하고 있는 Joe Gagnon이 2014년 4월에 블로그에 올린 글에 잘 나와 있다. 그는 12월 FOMC 회의에 보고된 179페이지 분량의 보고서 묶음 중에서 세 개의 보고서에 공저자로 참가하였다.

책들과의 공조가 매우 중요하다고 주장하고 있다.

올해 2월 1일 취임한 Janet Yellen 연준 의장은 4월 16일에 행한 연설에서, 선제적 안내가 현재 통화정책이 직면한 가장 중요한 문제라고 말하고 이에 대하여 자세히 언급하고 있다.<sup>19)</sup> 이 연설에서 Yellen 의장은 3월 FOMC 회의에서 발표된 선제적 안내 방식의 변화가 FOMC 정책 의도의 변화(a change in Committee's policy intentions)를 의미하는 것은 아니며 단지 경제가 회복하는 과정에서 FOMC의 정책적 사고를 명확히(to clarify the Committee's thinking about policy) 해 나가는 과정이라고 설명하고 있다.<sup>20)</sup>

이 글의 목적은 비전통적 통화정책 그 자체를 다루는 것이지만, 더 큰 틀에서 보면 중앙은행이 금융안정을 어떻게 바라보아야 하는 문제와 밀접히 관련되어 있다고 할 수 있다. 미 연준이 이 문제를 어떻게 생각하는 지는 Bernanke 당시 의장이 1월에, Daniel Tarullo 연준 이사가 올해 2월에, 그리고 Jeremy Stein 연준이사가 3월에 한 연설에 일정 부분 표현되어 있다. 상세한 이 글의 범위를 벗어나며 이후의 과제로 남겨 놓는다.

### III. 유럽중앙은행의 경우

#### ( 유로화의 도입과 유로지역 단일 통화정책 )<sup>21)</sup>

유럽연합 기능에 관한 조약(The Treaty on the Functioning of the European Union, 이하 EU기능조약)<sup>22)</sup>에 의하면 EU의 통화정책은 유럽중앙

---

19) 3월 31일에 행한 연설에는 2007년 이후에 수행된 비전통적 통화정책 전반에 대한 의장의 생각이 정리되어있다.

20) 2013년 11월에 Bernanke 의장이 한 “Communication and Monetary Policy”라는 제목의 연설도 참조.

21) Scheller(2006) 참조.

22) 동 조약의 전문은 다음 웹페이지에 수록되어 있다.

은행(European Central Bank, 이하 ECB)과 28개 EU 회원국 중앙은행으로 구성된 ESCB(European System of Central Banks)에 의해 수행되도록 되어 있다(<표1> 참조). 동 조약은 모든 EU 회원국이 궁극적으로 유로화를 도입할 것이라는 전제하에 체결되었으나, EU 회원국중 유로화를 도입하지 않은 국가도 있어 현실적으로 유로화 관련 단일 통화정책은 ECB와 유로화 도입 회원국 중앙은행(NCB: National Central Banks)으로 구성된 유로시스템(Eurosystem)에 의해 수행된다.<sup>23)</sup>

<표 1>

**유로화 도입국 현황**

(2014.3월말 현재)

EU 회원국(28개국)	유로화 도입국(18개국)	유로화 비도입국(10개국)
벨기에(1952), 프랑스(1952), 독일(1952), 이탈리아(1952), 룩셈부르크(1952), 네덜란드(1952), 덴마크(1973), 아일랜드(1973), 영국(1973), 그리스(1981), 포르투갈(1986), 스페인(1986), 오스트리아(1995), 스웨덴(1995), 핀란드(1995), 사이프러스(2004), 체코(2004), 에스토니아(2004), 헝가리(2004), 라트비아(2004), 리투아니아(2004), 몰타(2004), 폴란드(2004), 슬로바키아(2004), 슬로베니아(2004), 불가리아(2007), 루마니아(2007), 크로아티아(2013)	오스트리아(1999), 벨기에(1999), 핀란드(1999), 프랑스(1999), 독일(1999), 이탈리아(1999), 아일랜드(1999), 룩셈부르크(1999), 네덜란드(1999), 포르투갈(1999), 스페인(1999), 그리스(2001), 슬로베니아(2007), 몰타(2008), 사이프러스(2008), 슬로바키아(2009), 에스토니아(2011), 라트비아(2014)	불가리아, 체코, 덴마크, 크로아티아, 리투아니아, 헝가리, 폴란드, 루마니아, 스웨덴, 영국

주: ( )내는 가입년도

[http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c\\_32620121026en.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_32620121026en.pdf)

23) ECB의 다음 웹페이지를 참조하기 바란다. <http://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/index.en.html>.

ECB는 EU기능조약에 따라 통화정책 및 관련 역할을 수행하기 위한 전문적이고 독립적인 기구로 1998년 6월 창설되었다.<sup>24)</sup> 1999년 1월 유로화가 출범하면서 ECB는 유로화 도입 회원국으로부터 통화정책 주권을 위임받아 개별국가 차원이 아닌 전 유로지역을 대상으로 통화정책을 수행하고 있다. ESCB 및 Eurosystem은 법인격이 없으며 오직 ECB와 NCB가 법인격을 가진다(EU기능조약 127조 및 282조).

ECB는 공법인 형태로 설립되었으며 유로화 도입여부와 상관없이 EU 회원국 중앙은행이 소유하고 있다. ECB의 자본금은 2014년 1월말 기준 108.3억 유로이며 이중 유로화 도입 회원국 중앙은행의 지분이 70.0%를 차지하고 있다. 각 유로화 도입 회원국 중앙은행별 지분율은 독일(18.0%), 프랑스(14.2%), 이탈리아(12.3%), 스페인(8.8%), 네덜란드(4.0%) 순이다. 유로화 비도입국 중앙은행의 경우 영국(13.7%), 폴란드(5.1%)의 지분율이 비교적 높다.

ECB의 통화정책결정 기구는 정책위원회(Governing Council)이다. 2014년 3월말 현재 정책위원회는 집행위원회(Executive Board) 위원 6명(총재, 부총재 및 이사 4인)과 유로화 도입 회원국 중앙은행 총재 18명으로 구성되어 있다. 현재 각 집행위원과 중앙은행 총재는 1인 1표의 의결권을 가진다. ECB 지분 보유 규모와는 상관없이 유로화 비도입국 중앙은행은 ECB의 통화정책 결정이나 집행에 참여하지 않으며 ECB도 비도입국 중앙은행의 정책 결정이나 집행에 간섭하지 않는다.

#### ( ECB의 임무 및 과업 )<sup>25)</sup>

EU기능조약에 따르면 ESCB의 임무는 세 가지로 구성된다. 우선 ESCB의 주된 임무(primary objective)는 물가안정 유지이다. 다음으로 ESCB는 물가안

---

24) ECB는 권한을 EU 조약에 의해 직접적으로 부여받았다. 즉 ECB의 권한은 여타 다른 기구로부터 위임받은 것이 아니다.

25) 보다 자세한 사항은 ECB(2011) 및 ECB(2006)을 참조하기 바란다.



정 유지 임무를 침해하지 않는 범위내에서 EU의 일반적인 경제정책에 협조하여야 하며, 마지막으로 ESCB는 자유경쟁에 기반한 개방적인 시장경제의 원칙을 따를 임무가 있다.

물가안정 유지 임무는 통화정책의 역할과 범위 그리고 한계에 대한 현대 경제학의 이론과 실증분석 결과를 반영하고 있다. 즉 통화정책은 궁극적으로 물가수준을 결정할 수 있을 뿐이고 실물변수에 대해서는 장기적인 영향을 미칠 수 없다는 경험과 이론이 물가안정이라는 단일 임무를 ESCB에 부여하는 데 바탕을 이루고 있다.<sup>26)</sup> 다만 EU기능조약은 물가안정의 정의를 기술하지 않고 있다. 이러한 점을 반영하여 ECB는 1998년 10월 물가안정에 대한 수량적 정의를 발표하였다. 이에 대해서는 ECB의 통화정책 전략에서 다루기로 한다.

ESCB에 부여된 경제정책 협조 의무에 대해서는 ECB에 물가안정 이외의 추가적인 임무를 부여하는 것은 아니라고 해석된다.<sup>27)</sup> 물가안정 달성이야말로 지속적인 경제성장에 대해 중앙은행이 할 수 있는 최대의 기여이며, 통화정책은 안정지향적으로(stability-oriented) 운영됨으로써 여타 경제정책이 효율적으로 수행될 수 있는 환경을 조성할 수 있다. 또한 통화정책이 장기적으로 실물에 영향을 미칠 수 없다는 점에서 성장잠재력을 증대시키는 것은 재정과 구조조정 정책의 영역이라고 할 수 있다. 더구나 EU기능조약의 상위법이라 할 수 있는 EU 조약(Treaty on European Union)에 명시되어 있는 바와 같이 물가안정은 EU의 목적이기도 하다(EU조약 제3조).<sup>28)</sup>

마지막으로 ESCB는 자유경쟁에 기반한 시장경제의 원칙을 따라야 한다. 즉 ESCB의 통화정책 수단은 모두 시장원리(market mechanism)에 부합하여야 하며 은행 등 모든 신용창출기관에는 중앙은행 대출제도 등 창구(facilities)에 대해 동등한 접근권이 보장되어야 한다.<sup>29)</sup>

---

26) ECB(2006), p.46 참조.

27) ECB(2006), p.47 참조.

28) 다음을 참조하기 바란다. [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c\\_32620121026en.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_32620121026en.pdf)

이러한 임무를 달성하기 위해 ESCB는 통화정책을 정의하고 수행하며, 필요 시 외환시장에 개입하는 한편 공적외환보유액을 관리하고, 지급결제의 원활한 수행을 도모한다. 또한 유로화를 발행하고 통계자료도 작성 발표한다. 글로벌 금융위기 이후에는 금융안정 의무가 추가로 부여됨에 따라 금년 11월부터는 은행감독도 수행할 예정이다.

#### ( 통화정책 전략의 일반 원칙과 주요 요소 )

ECB는 중기적 관점에서 물가안정을 달성하기 위해 초단기 이자율을 조정한다. ECB는 성공적인 통화정책의 특성(characteristics)을 다음과 같이 제시하고 있다. 첫째, 단기금융시장이 정상적으로 작동되어야 한다. 이는 통화정책 파급경로의 원활한 작동과 중기적 관점에서의 물가안정을 달성하기 위해서 필수적이다. 둘째, 통화정책은 파급시차가 있기 때문에 전망에 기초하여야 하며(forward looking) 선제적(preemptive)으로 수행되어야 한다. 셋째, 중앙은행의 과도한 개입을 방지하기 위해 통화정책은 중기적 관점에서 수행되어야 한다. 넷째, 중앙은행에 대한 신뢰성이 높아야 하며 이를 바탕으로 물가상승률 기대(inflation expectations)가 안정되어야 한다. 다섯째, 통화정책은 광범위한 경제변수에 바탕을 두고(broadly-based) 수행되어야 한다.

ECB는 통화정책이 위의 특성을 모두 만족시키면서 성공적으로 수행될 수 있도록 1998년 10월 통화정책 전략(monetary policy strategy)을 수립하였는데 동 전략은 크게 두 가지로 정리될 수 있다. 첫 번째는 물가안정에 대한 수량적 정의(quantitative definition)를 통해 통화정책의 목표를 보다 분명하게 하는 것으로, ECB는 물가안정을 중기에 걸쳐 연간 물가상승률이 2% 미만이지만 2%에 가깝도록 유지되는 것을 의미하는 것으로 정의하고 있다.<sup>30)</sup> 이 때 물가상승률은 유로지역 전체를 대상으로 작성되는 HICP(Harmonised

29) FRB와 달리 ECB는 primary dealer 제도를 두고 있지 않다.

30) ECB(1998) 참조.

Index of Consumer Prices)를 기준으로 산정된다. 이 기준에 따라 높은 물가상승률과 마찬가지로 지나치게 낮은 물가상승률이나 디플레이션도 바람직하지 않은 것으로 여겨진다. 두 번째는 통화정책 수행과 관련하여 경제정보를 분석할 때 경제분석(economic analysis)과 통화분석(monetary analysis)으로 이루어진 양축시스템(two-pillar system)을 활용하는 것이다. 경제분석(제1축)은 단기 및 중기적으로 물가에 영향을 주는 실물경제 상황과 비용요인을 점검하는 것으로서 이는 물가가 상품, 서비스, 요소 시장에서의 수요와 공급에 의해 영향을 받는다는 사실을 반영한 분석이다. 통화분석(제2축)은 인플레이션이 중장기적으로 통화적 현상이라는 인식을 반영한 것으로 구체적으로는 통화증가율, 구성요소 변화 등을 분석한다. 이에 따라 ECB는 미국 또는 인플레이션 타게팅을 도입한 여타 선진국 중앙은행에 비해 통화 및 신용의 움직임을 보다 중요시해왔다. 통화분석은 경제분석으로부터 도출된 중단기적 통화정책적 함의를 중장기적 관점에서 다시 한 번 검토하는(cross-checking) 역할을 수행한다.

#### ( 유로시스템의 특성 )

유로시스템은 결국 ECB 집행위원회 위원과 유로화 도입국 중앙은행 총재가 자국 사정에 맞는 통화정책보다는 전 유로지역에 적합한 단일 통화정책을 결정하고 그 집행은 ECB와 각 회원국 중앙은행이 담당하는 방식을 취하고 있다. 이와 같이 단일 중앙은행이 아닌 분권화된 형태의 시스템에 의해 중앙은행 기능이 수행되는 것은 정치적 수용성, 유로화 도입 회원국 중앙은행의 경험 및 통화정책 수행능력 계승, 금융기관의 접근성 등을 고려한 결과이다.<sup>31)</sup> 즉, ECB의 정책 결정은 정책위원회에 참여하는 위원 구성에 비추어 볼 때 유로화 도입국 중앙은행간 협의라는 형태를 부분적으로나마 띄게 된다. 다만 이 과정에서 개별 회원국의 특수한 사정보다는 유로지역 전체에 대한 관점이 강조된다.

---

31) Scheller et al.(2006) 참조

중앙은행의 임무를 물가안정으로 단일화하고, 정책위원회 의사록을 공개하지 않도록 규정하는 한편, 정책위원회 위원들이 한 목소리로 말하는(speak with one voice) 전통을 세우는 것 등은 모두 유로시스템의 분권적이고 합의적인 특성과 연관성이 높다.

거꾸로 생각해 보면 여러 유로화 도입국 중앙은행간 합의에 의해 통화정책이 결정되는 경우 통화정책에 복잡한 임무를 부여하는 것 자체가 어려워진다. 실제로 ECB는 주된 임무가 물가안정이며 지속적인 경제성장이나 금융안정에 대한 중앙은행의 기여 역시 물가안정 목표에 종속된 것으로 해석하는 것에서 나아가 물가안정 유지야 말로 경제 성장과 금융안정에 대한 통화정책이 할 수 있는 최고의 기여라고 인식한다.<sup>32)</sup>

의사록을 공개하게 되면 정책위원회 위원들이 유로지역 전체를 대상으로 통화정책을 논의하는 것이 어려워지도록 만든다. 의사록에 자국의 특수한 경제사정이 반영되지 않았다는 것이 알려질 경우 해당국 중앙은행 총재는 정치적 압력에 직면할 가능성이 크기 때문이다. 또한 의사결정후 각 회원국 중앙은행 총재들이 합의된 사항이 아닌 개인의견을 피력할 경우 유로시스템과 같이 분권화된 체제는 위기에 빠질 수 있다. 예를 들어 통화정책 결정후에도 반대의견 등 다양한 견해가 공개적으로 피력된다면 시장참가자들이 혼란에 빠질 수도 있고 그 결과 통화정책의 신뢰도나 유효성이 저해될 수 있기 때문이다.

미 연준이나 영란은행 등 주요국 중앙은행과 비교하여 ECB는 통화정책 수립에 있어 통화분석의 역할을 강조하고 있다. Trichet(2009)는 2004~5년중 정책금리를 2%대에서 유지하다가 정상화 단계로 이행한 것은 통화분석에 기인한바가 크다고 설명하였다. ECB는 통화분석의 유용성을 향상시키기 위해 2010년 통화분석을 확대·개편하였다.<sup>33)</sup> 동 개편에는 유로지역 통화수요

---

32) 다만 ECB는 중기적 관점에서 자산가격 불균형(imbbalances)이 누적되지 않도록 주의하고 있다. 장기적인 관점에서 물가안정과 금융안정이 서로 보완적(mutually reinforcing) 관계이나 단기적으로 상충관계를 나타낼 수 있기 때문이다. ECB(2011) 참조.

모형 개선, 물가안정에 대한 통화량 기반 위험지표 개발, 구조적 일반균형 모형에 통화와 신용 도입, 경제분석과 통화분석간 교차점검 체계 (framework for cross-checking) 확대 등이 포함되었다.

ECB는 유로시스템의 통화정책 전략(monetary policy strategy)과 운영체계 (operational framework)가 평상시에는 물론 위기시에도 매우 강건한 것으로 평가하고 있으나<sup>34)</sup> 글로벌 금융위기 특히 유로지역 재정문제를 겪으면서 유로시스템의 특징적인 전략과 운영체계, 관례 등과 관련하여 일부 수정 필요성이 대두된 것도 사실이다.

### ( 금융위기와 통화정책 대응 )

ECB는 Lehman Brothers사 파산 직후인 2008년 10월부터 2009년 5월까지 정책금리를 5.25%에서 1.0%까지 빠른 속도로 인하하였다. 이와 같은 전통적 통화정책 이외 비전통적 통화정책을 통해서도 금융시장에 유동성 공급을 확대하였다. 우선 공개시장조작 방식을 2008년 10월 변동금리 입찰 방식에서 고정금리 전액할당 방식으로 변경하였다. 즉, 위기전에는 ECB가 본원 통화 공급량을 정한 다음 높은 금리를 제시(정책금리는 최저입찰금리의 역할을 수행)한 순서대로 유동성을 공급하였으나 위기 이후에는 금융기관이 정책금리만 지급하면 원하는 유동성 규모를 전액 지원받을 수 있는 방식으로 변경하였다. 2009년 6월부터는 장기 RP거래(LTRO: longer-term refinancing operations)를 통한 자금공급시 만기를 당초 최장 6개월에서 12개월로 연장하였으며 2011년 12월과 2012년 2월 두 차례에 걸친 3년만기 LTRO를 통해 총 1조유로 규모의 장기 유동성을 정책금리 수준으로 공급하였다. 유동성 공급시 적격담보의 범위도 큰 폭으로 확대하여 은행채와 상업용모기지담보증권(CMBS)을 적격담보로 인정하고 신용등급도 A- 이상에서 BBB- 이상인 채권으로 완화하였다.

---

33) ECB(2010) 참조.

34) Fahr et al.(2011) 참조

또한 유로지역 커버드본드<sup>35)</sup> 시장의 유동성이 악화되는 상황에 대응하기 위하여 ECB는 2009년 6월 CBPP(Covered Bond Purchase Programme)를 도입하여 2010년 6월 동 프로그램 종료시까지 1년간 600억유로의 커버드본드를 직매입하였으며 그리스, 포르투갈 등 유로회원국의 재정적자 문제가 대두되자 SMP(Securities Market Programme)를 신설하여 2010년 5월부터 남유럽국가(그리스, 아일랜드, 포르투갈, 이태리, 스페인 등)의 국채를 매입하였다. 2011년 11월부터는 400억유로 한도의 CBPP2를 도입하였다.<sup>36)</sup> 2012년 9월에는 구조조정 프로그램 이행을 조건부로 만기 1~3년물 국채를 무제한으로 매입하는 OMT(Outright Monetary Transactions)를 도입한다고 발표하였다. SMP, CBPP, CBPP2의 경우 프로그램이 모두 종료되었으나 ECB가 동 프로그램을 통해 매입한 국채와 커버드본드는 모두 만기까지 보유하기로 결정하였다. 이밖에 미 연준, 스위스 중앙은행 등과 스왑계약을 체결하여 다양한 만기의 외화유동성 공급도 실시하였다.

한편, 통화정책의 유효성을 제고하기 위하여 ECB는 2013년 7월 정책결정문(introductory statement)에서 정책금리를 상당기간 동안 현 수준 또는 이보다 낮은 수준으로 유지할 것이라고 공표하면서 선제적 안내를 공식적으로 도입하였다.

#### ( 비전통적 통화정책 수행에 관한 원칙 )

비전통적 통화정책에 대한 견해는 두 가지로 분류하는 것이 가능하다. 하나는 비전통적 통화정책을 정상적인 통화정책과 연속선상(continuation)에서 보는 것으로 정상적인 정책과 비전통적 정책을 순차적이며 대체적인 것으로 이해한다. 이는 정책금리의 하한(zero lower bound) 도달 등으로 정상적

35) 커버드본드는 금융기관이 자신의 대출자산을 담보로 발행하며 담보자산이 발행금융기관의 대차대조표에 그대로 남게 되고 투자자는 커버드본드의 담보자산 뿐 아니라 발행자의 다른 자산에 대해서도 상환청구권을 보유하게 된다(한국은행 2012a 참조). 유로지역 금융시장에서 커버드본드시장은 가장 중요한 민간채권시장으로 유로지역 상업은행들의 주요 자금조달 수단 역할을 하였다(Beirne et al. 2011 참조).

36) 은행의 자금사정이 개선됨에 따라 실제 커버드본드 매입액은 164억유로에 그쳤으며 CBPP2는 2012년 10월말 계획대로 종료되었다.

인 통화정책을 수행할 수 없을 때 비전통적인 통화정책이 도입된다고 보는 견해로, 통화정책을 정상화시키는 출구전략에 있어서도 비전통적인 통화정책을 먼저 정리하는 것이 당연한 수순이라고 여긴다. 그러나 ECB는 정상적인 통화정책과 비전통적인 통화정책이 비순차적이며 상호 보완적인 것으로 간주한다.<sup>37)</sup> 전통적인 통화정책 즉 정책금리는 물가안정을 유지하는 데 적절한 수준으로 유지하고 비전통적인 통화정책은 전통적인 통화정책의 파급경로상 제약이 발생할 때 이에 대응하기 위해 도입된다고 보는 견해이다. 이 견해에 의하면 출구전략을 시행할 때에도 비전통적인 통화정책을 먼저 거두어야 할 필요성이 없다고 판단한다. 필요하다면 정책금리를 인상하면서도 비전통적인 통화정책은 유지시킬 수 있다. ECB에서는 이와 같이 정책금리 수준과 유동성 공급을 서로 다른 관점과 목적에서 실시하는 분리원칙(separation principle)을 강조하고 있다.

ECB는 비전통적인 정책을 실시함에 있어 다섯 가지 원칙을 제시하고 있다.<sup>38)</sup> 우선 ECB의 목표인 물가안정을 유지하는 데 중점을 두고 비전통적 통화정책을 설계하고 구현(design and implement)한다. 비전통적인 통화정책은 통화정책 파급경로를 미조정(fine-tune)하고자 하는 의도가 아니라 동경로상 주된 장애물을 제거하는 것이 목적이므로 매우 이례적인 조치이다. 따라서 비전통적 통화정책을 도입하기 위해서는 이를 정당화시킬 수 있는 정도의 매우 심각한 문제가 발생하여야 한다. 둘째, 비전통적인 통화정책은 공개시장조작 등 중앙은행의 전통적인 수단을 통해 구현되어야 한다. 장기 RP거래를 통한 장기유동성 공급은 공개시장조작의 일환이며 국채직매입 등도 중앙은행의 전통적인 수단에 속한다. 나아가 비전통적 정책을 포함해서 모든 ECB의 통화정책은 위기 이후에도 ECB의 기존 통화정책 전략을 유지하면서 결정되었다. 물가안정에 대한 수량적 정의는 그대로 유지되었으며 경제분석과 통화분석으로 구성된 양측시스템을 활용하여 경제정보를 분석하고 통화정책을 결정하는 것도 변화가 없었다. 셋째, 비전통적인 통화정책은 그 본질적 성격상 일시적인 조치에 그쳐야 한다. 특히 중앙은행은 경제

---

37) Trichet(2010) 참조.

38) Trichet(2010) 참조.

정상화가 진행됨에 따라 비전통적 정책의 강도를 낮추어야 하며 그 반대의 경우 즉 비전통적인 정책에 대한 경제주체의 의존도가 낮아지지 않는 위험에도 대비하여야 한다. 넷째, 중앙은행의 비전통적인 통화정책은 구조조정, 은행부실 정리, 재정문제 해결 등 민간, 감독당국, 정부 등의 노력과 병행되어야 한다. 중앙은행이 할 수 있는 일은 결국 구조조정을 위한 시간을 벌어주는 것이다. 다섯째 비전통적인 정책은 시장(private markets)의 기능을 회복시키고자 하는 환경을 조성하면서 시행되어야 한다.

ECB는 금융위기에 대응한 유로시스템의 모든 조치가 위 원칙을 충실히 고수하고 있다는 점을 분명히 하고 있다. ECB 총재인 Draghi(2013)는 일반적으로 정부의 경제정책은 자원배분(allocation), 경제안정(stabilisation), 분배(distribution)에 영향을 미치는데, ECB는 통화정책을 통해 경제를 안정시키는 데 집중하고 있다고 설명한다.<sup>39)</sup> 비록 글로벌 금융위기와 유럽재정위기에 대응한 ECB 조치중 일부가 Goodfriend(2011)의 기준에서 볼 때 신용정책 범주에 들 수 있다는 점은 인정하면서도 동 조치는 물가안정 추구를 위해 절대적으로 필요한(strictly necessary) 조치였으며, ECB는 차별금지(equal treatment) 원칙하에서 공개시장조작시 거래상대방과 담보를 광범위하게 인정하고 있어 비전통적 통화정책이 자원배분과 분배에 미치는 영향을 최소화하고 있다는 것이다. 나아가 ECB는 금번 금융위기에 도입된 비전통적 통화정책이 금융중개기능을 회복시켜 시장에 의한 자원배분과 분배를 정상화시키킴으로써 통화정책의 분배 중립성(distributional neutrality)을 재구축하는 데 기여하였다고 주장하고 있다.<sup>40)</sup>

이와 같이 유로시스템이 비전통적 통화정책 수행 원칙에 대해 자세히 기술하면서 동 원칙을 철저히 고수하고 있다는 입장을 보이는 것은 유로시스템 자체가 질서자유주의(ordoliberalism)에 입각하여 기관간 임무와 권한을 명확히 규정하고 있는 EU조약 및 EU기능조약에 의해 설립된 데 기인하는 바 크다.

---

39) Draghi(2013) 참조.

40) Cœuré(2013) 참조.



그러나 유로시스템내에서도 이러한 ECB의 공식적인 시각에 대해 반대의견을 분명히 하는 경우도 발생하였다. EU기능조약 제123조에서는 재정적자의 화폐화(monetary financing)을 금지하면서 ECB 및 NCB의 국채 인수를 금지하고 있다. 이와 같은 상황에서 유로시스템이 재정위기에 직면한 유로화 도입국의 국채를 대규모로 매입한다는 SMP 및 OMT 조치는 당연히 일부 유로화 도입국의 반대에 직면하였으며 특히 독일의 반대가 심하였다. 독일연방은행 Axel Weber 총재와 ECB 집행위원회 Jürgen Stark 위원은 ECB의 국채매입조치(SMP)에 대해 반대하면서 임기만료 이전인 2011년 2월과 9월에 각각 사임하였다.<sup>41)</sup> 독일연방은행은 ECB의 OMT가 발표되기 직전인 2012년 8월 Monthly Report를 통해 국채직매입에 대한 반대의견을 분명히 하였다.<sup>42)</sup> 또한 Jens Weidmann 현 총재도 2012년 9월에 ECB의 정책에 대한 반대 표시로 사임을 고려하고 있다는 뉴스가 보도되기도 하였다.<sup>43)</sup> 이러한 과정에서 글로벌 금융위기 이전에는 잘 지켜졌던 유로시스템의 한 목소리로 말하는 전통(speak with one voice)이 제대로 지켜지지 않게 되었다. 최근에는 의사록을 공개하는 등 ECB의 의사결정과정을 보다 투명하게 공개함으로써 통화정책 결정과정에서 대두되는 반대의견을 내부화(internalise)하여야 한다는 의견이 대두되고 있다.<sup>44)</sup>

최근 ECB 내부에서도 유로에 대한 제도적 시스템(institutional system)상 미비를 인정하는 움직임이 나타나고 있다.<sup>45)</sup> Maastricht 조약은 시장기능에 대한 당시의 지나친 믿음에 기초하여 체결되었으며, 유로화 도입 회원국 사이에서도 거시경제적 불균형이 재정불균형에 선행하여 발생하였으나 모호한 정책협력을 제외하고는 이에 대한 대처방안이 조약에 기술되어 있지 않았다는 것이다. 또한 유로지역내 감독체계와 금융정책의 조화가 충분한 수준으로 이루어지지 못하는 등 금융부문에 대한 정책적 일관성이 유지되지

41) 표면상으로는 일신상의 이유(personal reasons)로 사임하였다.

42) Deutsche Bundesbank(2012), p. 22 및 p. 26을 참조하기 바란다.

43) Financial Times(2012) 참조.

44) Fratzscher(2013) 참조.

45) Mersch(2013) 참조.

못하였고 시스템적 리스크를 다루기 위한 제도적 장치도 없었다는 점을 지적하고 있다. 이에 따른 반성의 결과 유로지역 차원에서 SSM (Single Supervisory Mechanism), SRM (Single Resolution Mechanism) 등 제도적 보완도 추구하고 있다.

그러나 통화정책에 한정할 경우 유로시스템 내에서 중앙은행의 임무나 역할은 원칙적인 관점에서는 물가안정의 범위에서 크게 벗어나지 않고 있다. 다만, 물가안정의 관점에서도 비전통적 통화정책을 강화해야 할 필요성에 대해서는 최근 들어 ECB 내부에서 공감대가 형성되어 가고 있는 것으로 보인다. ECB는 2013년 11월 이후 정책결정문(introductory statement)에서 유로지역의 낮은 인플레이션이 상당 기간(prolonged period) 지속될 수 있는 위험을 지적하고 있으며, 2014년 4월과 5월에는 이러한 위험에 대응하기 위해 비전통적 통화정책을 사용할 수 있다고 명시적으로 언급하고 있다.<sup>46)</sup> 또한 ECB는 최근 영란은행과 공동으로 유로지역의 ABS 시장을 활성화시키기 위한 정책방안을 발표하였는데 그 목적으로 자원배분의 효율성 제고, 은행의 자금조달 수단 다양화를 통한 안정성 강화, 완화적 통화정책의 유효성 강화 등이 거론되었으나 물가안정은 직접적으로 거론되지 않았다.

### III. 결론

글로벌 금융위기에 대응하여 미국의 연방준비제도와 유럽의 ECB는 비전통적 통화정책을 도입하는 등 매우 적극적으로 대응하였다. 비전통적 통화정책은 연준과 ECB 공히 금융기관에 대한 유동성 공급 확대 및 국채·ABS 등 특정 금융시장에 대한 직접개입 등의 형태로 이루어 졌다. 그러나 비전통적 통화정책 수행의 외관은 비슷해 보였으나, 그 원칙에 있어서는 두 중앙은행

---

46) ECB의 2014. 4월 정책결정문에서는 다음과 같이 표현하였다. “The Governing Council is unanimous in its commitment to using also unconventional instruments within its mandate in order to cope effectively with risks of a too prolonged period of low inflation.”

이 상당히 다른 모습을 보였다.

미 연준은 “중앙은행이 조기에, 무제한으로, 지불가능한 기관에, 좋은 담보를 잡고서, 그리고 높은 이자율로 대출해야 한다”는 Bagehot의 원칙에 바탕을 두고 금융기관에 대한 유동성 공급을 수행하였다. 연방준비제도는 시스템적 리스크를 축소시키기 위해 금융시장 안정을 적극적으로 추구하고 나아가 금융시장 안정 그 자체를 비전통적 통화정책 수행의 목적으로 하는 모습을 보였다. 즉, 미 연준은 비전통적 통화정책 수행시 물가안정을 크게 강조하지는 않았다.<sup>47)</sup>

반면에 ECB는 비전통적 통화정책이 신용정책의 범주에 포함될 수 있다는 점은 인정하면서도, 물가안정 추구를 위해 절대적으로 필요한 조치였다고 강조하는 등 비전통적 통화정책도 중기적 관점에서의 물가안정에 중점을 두고 수행함을 분명히 하였다. 특히 ECB는 비전통적인 통화정책을 통화정책 파급경로에 중대한 제약이 발생할 때 이에 대응하기 위한 일시적인 조치로, 전통적인 통화정책과는 상호 보완적인 성격을 가지는 정책으로 간주하고 있다. 즉, 중기적 관점에서 물가안정을 달성하는 데에는 전통적 비전통적 통화정책이 모두 필요하다는 관점이다.

이러한 원칙의 차이는 미 연준이 한 국가의 중앙은행이며 물가안정과 완전고용이라는 두 가지 임무(dual mandate)를 부여받고 있는데 반해, 유럽의 ECB는 초국가적(supranational)이면서 물가안정이라는 단일 임무(single mandate)를 부여받고 있는 점에 주로 기인하고 있다. 특히 ECB의 경우 여러 국가의 경제상황이 다르고 정책위원회에서 집행이사과 유로회원국 중앙은행 총재들의 합의를 거쳐 통화정책을 결정하므로 통화정책의 원칙이나 임무가 연준에 비해 훨씬 중요한 자리를 차지할 수밖에 없다.<sup>48)</sup> 또한 유로

47) Krugman(2012), Woodford(2012) 등은 중앙은행이 물가안정을 강조할 경우 경제주체들의 기대로 인해 비전통적 통화정책의 효과가 감소할 수 있음을 지적하였다. 실제로 미 연준은 2014년 3월 19일 정책의결문에서 실업률과 물가가 장기적 목표 수준에 도달하더라도 정책금리는 장기 균형수준을 상당기간 하회할 수 있다고 선제적 안내를 제공하였다.

48) ECB의 집행위원회 위원들의 연설문에서는 원칙(principle)에 대한 언급이 미 연준의 경우보다 훨씬

지역의 경우 재정정책이 통합되지 않았다는 점도 ECB가 통화정책을 수행하는데 제약으로 작용하였다. 글로벌 금융위기에 대한 대응과정에서 일부 유로회원국의 재정이 더욱 취약해 졌으나 재정이 건실한 회원국으로부터의 재정적 지원은 매우 어려운 상황이었기 때문이다. 이 밖에도 미국은 기업 등 차입주체들이 채권 등 증권발행을 통해 직접 자금을 조달하는 시장중심(market-based)의 자금조달구조인 데 반해 유로지역은 주로 은행을 통한 대출 위주(bank-based)의 자금조달구조라는 점도 미 연준과 유럽중앙은행이 비전통적 통화정책과 관련하여 원칙의 차이를 보이는 배경으로 작용하고 있다.

미 연준과 유럽중앙은행은 비전통적 통화정책의 도입과 출구전략에 대해서도 견해 차이를 보이고 있다. 미 연준은 전통적 통화정책과 비전통적 통화정책을 순차적인 것으로 이해하고 있으며, 정상적인 통화정책을 수행하기 힘들 때 비전통적 통화정책이 도입되며, 출구전략과 관련하여서도 비전통적 통화정책을 먼저 거두어들이고 정책금리를 정상화 시키는 순서로 진행하는 것을 일반적으로 받아들이고 있다.<sup>49)</sup> 반면 유럽중앙은행은 비전통적 통화정책이 전통적 통화정책을 대체하는 것은 아니라 상호 보완적이므로 정책금리 하한 도달(탈출) 여부와는 상관없이 비전통적 통화정책을 실시(축소 또는 정상화) 할 수 있다고 보고 있다.<sup>50)</sup>

이와 같이 비전통적 통화정책에 대한 원칙의 차이는 중앙은행의 역할과 매우 밀접한 관련이 있다고 볼 수 있다. 최근에 글로벌 금융위기와 관련되어 중앙은행의 역할이 물가안정을 넘어 금융안정의 범위로 까지 확대되어야 하는지에 대한 여러 가지 견해가 존재한다. 견해차이의 일정부분은, 비전통적 통화정책의 목적이 결국 금융안정에 더욱 중점을 두어야 하는지 아니면

---

쥬 많다.

49) 최근 들어서는 이러한 출구전략의 순서에 대한 일부 이견과 논쟁이 FOMC 참가자들 사이에서 이루어지고 있다.

50) 출구전략과 관련하여 최근에는 비전통적 통화정책의 일부는 경제가 회복된 이후에도 상시적으로 행해지는 것이 바람직하지 않느냐는 논의가 나오고 있다. 이 논의에 대한 자세한 내용과 IMF의 견해는 Bayoumi et al.(2014)에서 알 수 있다.

결국 물가안정에 중점을 두어야 하는지라는 원칙의 차이로 귀결되는 것이다.

마지막으로 미 연준과 유럽중앙은행의 비전통적 통화정책이 원칙의 차이에도 불구하고 비슷한 형태로 시행되었다는 점에도 주목할 필요가 있다. 결국 중기적 관점에서 물가안정을 강조하더라도 이는 금융안정 없이는 달성될 수 없기 때문이다. 최근 미 연준이 Financial Stability Oversight Council(FSOC)에 주도적으로 참여하고 유로지역의 경우에도 유럽중앙은행이 Single Supervisory Mechanism(SSM)을 통해 금융감독의 주축을 담당하면서 금융안정에 직접적으로 개입하는 등 이들 중앙은행을 둘러싼 환경이 급변하고 있다. 이러한 환경 변화는 통화정책과 관련한 원칙에 변화를 초래할 수 있으므로 금융안정을 포함한 보다 큰 시각에서 중앙은행의 역할과 통화정책 수행원칙을 바라볼 필요가 있다고 하겠다.

## <참고문헌>

김진일, “글로벌 금융위기. 미 연준의 비전통적 통화정책과 출구전략, 그리고 한국 은행의 신용정책”, 한국금융연구센터 2013년 하반기 정책심포지엄 발표자료, 2013.

한국은행, 「한국의 금융시장」, 2012a.

한국은행, 「한국의 통화정책」, 2012b.

Bayoumi, Tamin, Giovanni Dell’Ariccia, Karl Habermeier, Tommaso Mancini-Griffoli, Fabián Valencia and an IMF Staff Team, “Monetary Policy in the New Normal,” IMF Staff Discussion Note, SDN/14/3, 2014.

Beirne, John, Lars Dalitz, Jacob Ejsing, Magdalena Grothe, Simone Manganelli, Fernando Monar, Benjamin Sahel, Matjaž Sušec, Jens Tapking and Tana Nong, “The Impact of the Eurosystem’s Covered Bond Purchase Programme on the Primary and Secondary Markets,” Occasional Paper Series No. 122, ECB, 2011.

Bernanke, Ben, “Reflections on a Year of Crisis,” remarks delivered at the FRB Kansas City’s Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 21, 2009a.

Bernanke, Ben, “The Crisis and the Policy Response,” speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, January 13, 2009b.

Bernanke, Ben, “Monetary Policy since the Onset of the Crisis,” remarks delivered at the FRB Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 31, 2012.

Bernanke, Ben, “Communication and Monetary Policy,” speech delivered at the National Economists Club Annual Dinner, Herbert Stein Memorial Lecture, Washington, D.C., November 19, 2013.

Bernanke, Ben, “The Crisis as a Classic Financial Panic,” speech delivered at the Fourteenth Jacques Polak Annual Research Conference, IMF, Washington, D.C., November 8, 2013.

Bernanke, Ben, “The Federal Reserve: Looking Back, Looking Forward,” speech delivered at the Annual Meeting of the American Economic Association, Philadelphia, Pennsylvania, January 3, 2014.

Cœuré, Benoît, “Monetary policy in a Fragmented World,” speech delivered at the 41st Economics Conference of the Oesterreichische Nationalbank, Vienna, 10 June 2013.

De Fiore, Fiorella and Oreste Tristani, “(Un)conventional Policy and the Zero Lower Bound,” paper presented at the Conference organised by the HKMA and FRB New York, Hong Kong SAR, March 2014.

Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, August 2012.

Draghi, Mario, “Opening Remarks at the Session ‘Rethinking the Limitations of Monetary Policy,’ ” speech delivered at the farewell conference honouring Governor Stanley Fischer, The Israel Museum, Jerusalem, June 18, 2013.

English, William, J. López-Salido and Robert Tetlow, “The Federal Reserve’s Framework for Monetary Policy — Recent Changes and New Questions,” paper presented at the 14<sup>th</sup> Jacques Polak Conference, IMF, Washington, DC, 2014.

European Central Bank, “A Stability-oriented Monetary Policy Strategy for the ESCB,” press release, October, 13, 1998.

European Central Bank, *ECB: History, Role and Functions*, 2006.

European Central Bank, *Enhancing Monetary Analysis*, 2010.

European Central Bank, *The Monetary Policy of the ECB*, 2011.

European Central Bank, *Introductory Statement*, April 3, 2014.

Fahr, Stephen, Roberto Motto, Massimo Rostagno, Frank Smets and Oreste Tristani, “A Monetary Policy Strategy in Good and Bad Times: Lessons from the Recent Past,” ECB Working Paper No. 1336, 2011.

Fratzscher, Marcel, “The ECB Must Open Itself Up,” *Financial Times*, June 10, 2013.

Financial Times, “Weidmann Considered Quitting, Bild Says,” August 31, 2012.

Gagnon, Joseph, “What Were They thinking? The Fed on the Brink of Zero,” RealTime Economic Issues Watch, Peterson Institute for International Economics, April 4, 2014.

Goodfriend, Marvin, “Central Banking in the Credit Turmoil: An Assessment of Federal Reserve Practice,” *Journal of Monetary Economics*, 58(1), pp. 1-12.

Krugman, Paul, “Woodford on Monetary Policy (Sort of Wonkish),” *New York Times*, September 1, 2012.



Lenza, Michele, Huw Pill and Lucrezia Reichlin, “Monetary Policy in exceptional Times,” *Economic Policy* April 2010, pp. 295–339.

Madigan, Brian, “Bagehot’s Dictum in Practice: Formulating and Implementing Policies to Combat the financial Crisis,” paper presented at the FRB Kansas City’s Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 21, 2009.

Mersch, Yves, “The Overhaul of the Architecture of the Euro Area and the Return of Investor Confidence,” speech delivered at the CFA Institute European Investment Conference, London, 15 November 2013.

Scheller, Hanspeter, *The European Central Bank: History, Role and Functions*, 2006.

Stein, Jeremy, “Incorporating Financial Stability Considerations into a Monetary Policy Framework,” speech delivered at the International Research Forum on Monetary Policy, Washington, D.C., March 21, 2014.

Tarullo, Daniel, “Monetary Policy and Financial Stability” speech delivered at the 30th Annual National Association for Business Economics Economic Policy Conference, Arlington, Virginia, February 25, 2014.

Trichet, Jean, “Credible Alertness Revisited,” speech delivered at the FRB Kansas City’s Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 21, 2009.

Trichet, Jean, “Reflections on the Nature of Monetary Policy Non-standard Measures and Finance Theory,” speech delivered at the ECB Central Banking Conference, Frankfurt, 18 November 2010, Nov. 18, 2010.

Woodford, Michael, “Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound,” paper presented at the Jackson Hole Symposium, “The Changing Policy Landscape,” August 31–September 1, 2012.

Yellen, Janet, “What the Federal Reserve Is Doing to Promote a Stronger Job Market,” speech delivered at the 2014 National Interagency Community Reinvestment Conference, Chicago, Illinois, March 31, 2014.

Yellen, Janet, “Monetary Policy and the Economic Recovery,” speech delivered at the Economic Club of New York, New York, New York, April 16, 2014.