

유럽 재정위기에 대한 유럽중앙은행의 대응과 역할 변화

강유덕 대외경제정책연구원 구미·유라시아실
유럽팀 연구위원
ydkang@kiep.go.kr



1. 연구의 배경 및 목적

- 유럽중앙은행(ECB: European Central Bank)은 물가억제에 초점을 맞춘 보수적인 통화정책을 운영하여 왔으나, 유럽재정위기를 거치면서 점차 적극적으로 시장에 개입하는 모습을 보였음.
 - ECB는 재정위기의 기간 중 물가억제에 초점을 둔 기존 노선을 강조해 왔으나, 위기의 추이에 따라 ① 기준금리 조정 ② 국채매입프로그램(SMP: Security Market Programme) ③ 장기저리대출프로그램(LTRO: Long Term Refinancing Operation) 등을 통한 양적완화를 시행하였음.
 - 또한 2012년 9월 ECB 정책이사회는 국채금리의 급등 시 ECB가 취약국의 국채를 매입하는 무제한 국채매입(OMT: Outright Monetary Transaction) 선언을 통해 최종대부자 역할을 할 것임에 대한 의지를 표현한 바 있으며, 이후 국채금리 급등에 따른 재정위기 발생 가능성은 상당히 낮아졌음.
- ECB의 적극적 시장개입은 재정위기의 완화에 주요한 역할을 하였으나, 유로존 내에서 논쟁의 대상이 되어왔음.
 - 유럽재정위기의 기간 중 ECB의 시장개입은 ECB의 정책목표(물가안정)와 금융안정의 필요성(재정위기 진화)이라는 긴장관계 속에서 전개되어 왔으며, 그 과정에서 독일과 프랑스로 대표되는 유로존 회원국간의 이견이 계속적으로 표출되었음.
 - 2012년 5월 درا기(Mario Dragui) 총재는 “유로존의 붕괴를 막기 위해서 모든 수단을 강구할 것”이라고 공언하는 등 발언의 수위를 높이면서 점차 과거의 물가안정 중심의 보수적 역할과는 다른 모습을 보였음.
 - 그러나 ECB는 OMT를 발표함에 있어 불대화 조치(sterilization)를 병행할 것임을 명시함으로써, 여전히 물가안정이 ECB 정책의 우선순위를 줄곧 표명해 왔음.
- 본 연구는 유럽재정위기 기간 중 ECB의 대응조치를 살펴봄에 있어서 두 가지 질문에 대한 답변을 모색하고자 하였음.
 - 첫 번째 질문은 왜 ECB는 초기부터 신속하고 강력하게 재정위기에 대응하지 못했는가에 대한 것임.
 - 두 번째 질문은 위기과정에서 ECB의 대응이 보다 강력해졌다면, 이러한 변화가 경기상황에 대응하기 위한 일시적인 것인지, 아니면 향후 ECB의 정관변경까지 기대할 수 있는 구조적인 변화인

것인지에 관한 것임.

- 본 연구에서는 문헌검토, 통계자료의 분석적 검토, 언론보도 추적, 면담 등을 통해 이 두 개의 질문에 대한 답변을 제시하고자 하였음.
- 특히 ECB의 정책대응에 있는 경제적 의미뿐만 아니라 제도분석과 함께 정치·경제학적 동학을 추적하고 이를 통해 향후 ECB의 변화가능성에 대해 모색하고자 하였음.

2. 조사 및 분석 결과

가. 유럽중앙은행(ECB)의 특징

- ECB의 가장 큰 특징은 통화정책을 집행하는 데 있어서 우선순위를 물가안정에 둔다는 점임.
 - 미연방준비위원회(이하 미연준), 영란은행, 일본은행 등 선진국의 중앙은행은 물가안정을 주요 임무로 갖고 있으나, 그 외의 정책목표를 추진할 수 있도록 정관상 해석의 여지를 두고 있음.
 - 이에 반해, ECB는 물가안정을 우선순위의 목표로 갖고 있으며, 그 이외의 정책목표는 물가안정에 위배되지 않는 선에서 부수적으로 고려함.
 - 이러한 특징은 ECB가 통화정책을 수행함에 있어 다른 중앙은행들에 비해 보수적일 수밖에 없음을 의미하는데, 출범 이후 경제위기 직전까지 ECB가 기준금리를 변경한 횟수는 미국과 캐나다 중앙은행의 절반에 못 미치며, 영란은행의 횟수보다 훨씬 적음.
- ECB는 다른 국가의 중앙은행에 비해 보다 엄격한 정치적 독립성을 갖추고 있음.
 - EC 조약은 ECB의 정치적 독립을 규정하고 있을 뿐만 아니라 정부 및 EU 기관에도 ECB에 대한 영향력 행사를 금지하고 있으며, ECB에게 화폐발행의 독점권을 부여하고 있음.
 - 이러한 독립성은 국가간 정치적 함수관계에 휩싸이지 않고, 중기차원의 통화정책을 추진하기 위한 필수적인 요소로 인식됨.
- ECB를 비롯하여 회원국의 중앙은행은 정부에 대한 신용제공이 불가능함.
 - 정부에 대한 신용제공 금지는 재정의 화폐화(monetization)를 사전에 차단함으로써 인플레이션의 가능성을 막기 위한 것이며, 이로 인해 ECB는 국채매입을 통한 양적완화를 실시할 수 없음.
 - 다만 통화정책의 일환으로 ECB와 회원국 중앙은행은 유통시장에서 국채를 매입하는 것이 가능하나, 이 경우에도 공공분야에 대한 신용제공 조치는 금지됨.
 - 정부에 대한 신용제공 금지조치는 ECB의 독립성을 한층 강화시켜주는 원칙임.

- 이러한 ECB의 특징은 유로화 체제 구축과정에서 독일연방은행(Bundesbank)의 영향을 받은 데 따른 것임.
 - ECB의 특징 중 물가안정, 정치적 독립성, 재정의 화폐화 금지는 과거 독일연방은행이 추구해온 원칙과 매우 흡사함.
 - ECB가 독일연방은행의 전통으로부터 직접적인 영향을 받았다는 견해에 대해서는 두 가지 해석이 존재함.
 - 첫 번째 시각은 독일이 안정적인 마르크화를 포기하는 대신에 대안으로 독일연방은행의 정책목표와 특징이 ECB에 투영되도록 관찰시켰다는 견해이며, 두 번째 시각은 독일연방은행의 모델이 유럽 내 최선의 모델(best practice)로 인정받으면서 각국 중앙은행들이 독일의 모델로 자연스러운 수렴현상을 보인 것이라는 설명임.

나. 경제위기에 대한 ECB의 대응

- 2008년의 글로벌 금융위기를 맞아 ECB는 기준금리 인하 외에도 공개시장조작 정책에 있어서 고정금리·전액할당 방식, 자금공급의 만기연장, 담보물 조건 완화, 커버드본드 매입, 외환스왑 체결 등 다양한 방식의 정책을 실시하였음.
 - ECB는 리만 브라더스 사태 이후 모든 공개시장 조작에 있어서 변동금리 대신 고정금리·전액할당 방식을 적용함으로써 향후 금리변동에 따라 발생할 수 있는 금융기관의 비용부담을 줄여주고자 하였음.
 - 또한 기존의 3개월 만기 자금공급인 장기자금공급(LTRO)의 만기를 최대 12개월까지 연장하였으며, 위기 기간에는 대부분의 유동성을 단기가 아닌 LTRO를 통해 공급하였음.
 - ECB는 공개시장조작 시 적격담보의 범위를 크게 확대시킴으로써 유동성 공급통로를 강화하고 대출비용을 낮춤으로써 자산매입과 유사한 효과를 시현하고자 하였으며, 위기 기간 중 두 차례에 걸쳐 커버드본드 매입조치를 실시하였음.
 - 한편 금융기관에 달러 유동성을 공급하기 위하여 미연준과 무제한 거래한도의 통화스왑을 체결하여 2007년 12월~2010년 2월의 기간 중 8조 달러를 인출하였음.
- 유럽재정위기 기간(2010~12년) 중 ECB는 위기국의 국채를 매입하고, 대규모의 장기유동성을 공급하는 한편, 위기발생 시에는 무제한으로 국채매입을 실시할 것임을 밝혔음.
 - 그리스 재정위기를 계기로 ECB는 취약국의 국채매입을 골자로 하는 SMP를 실시하였으며, 이후 2011년 중에는 이탈리아와 스페인의 국채를 집중적으로 매입함으로써 국채금리 하락을 유도하였음.
 - 이후 2011년 말을 전후하여 1조 유로의 유동성을 3년 만기의 LTRO 형식으로 공급함으로써 금융시장의 유동성 상황을 크게 개선시켰음.

- 2012년 9월 ECB의 정책이사회는 위기발생 시 ECB가 위기국의 국채를 무제한 매입하는 것을 골자로 하는 OMT을 발표하였음. 이 조치는 시행되지 않고 계획안만 발표되었으나, 이는 재정위기가 진정되는 데 결정적인 역할을 한 것으로 평가됨.

다. 유럽중앙은행의 역할에 관한 논의

- ECB는 재정위기의 확산에 따라 대응의 강도를 높여왔으나, 정책대응이 제반여건이나 금융안정의 책무 등에 비춰볼 때 소극적이라는 비판을 받아왔음.
 - 미연준이 리만 브라더스 파산 이후 대규모의 국채와 금융채 매입을 실시한 데 반해 ECB의 대응은 비교적 느렸는데, 이는 통화공동체의 제도적 한계와 더불어 물가안정에 초점을 둔 ECB의 한정된 권한에 기인하는 바가 큼.
 - De Grauwe(2011a, 2011b), Gros and Mayer(2011), Wyplosz(2011a, 2011b), De Grauwe et Ji(2012) 등은 재정위기에 대응하기 위해 공통적으로 ECB의 역할이 강화되어야 함을 주장하였으며, 특히 정도의 차이는 있으나 최종대부자로서의 역할을 수행하여야 함을 주장한 바 있음.
- 본 연구에서는 ECB가 시행 또는 선언한 비전통적 통화정책(SMP, LTRO, OMT)과 관련하여 ECB의 입장을 살펴보았음.
 - SMP 실시 당시 ECB는 이 조치를 통한 국채매입이 ‘통화정책의 전달통로를 복원하기 위한 것으로 통화정책의 일환임’을 강조하였고, ① 물가안정 ② 중앙은행의 독립성 ③ 화폐화를 통한 재정 지원 금지라는 ECB의 원칙을 준수하는 가운데 집행되었음을 강조하였음.
 - 그러나 SMP는 독일출신 ECB 정책위원들의 반대를 무릅쓰고 추진되었으며, 일부 전문가들은 이 조치를 ECB의 권한을 넘어선 비적법한 조치로 비판하였음.
 - LTRO를 실시함에 있어서 ECB는 별도의 성명서는 발표하지 않았으나, 이 조치는 3년 만기의 고정금리(1%)라는 점, 실질적으로 대규모의 양적완화와 유사하는 점에서 즉각적인 효과가 나타났음.
 - OMT 선언에 있어서 ECB는 ‘OMT의 목적이 통화정책의 전달통로와 통화정책의 단일성을 확보하기 위한 것임’을 강조하였음.
 - OMT는 실제로 시행된 적은 없으나 선언만으로도 국채시장의 상황을 ‘나쁜’ 균형에서 ‘좋은’ 균형 쪽으로 변화시켰으며, 취약국에서뱅크런이 일어나지 않도록 기여하였음.
 - 반면에 OMT의 적법성 여부에 대해서는 많은 논란이 일어났는데, 특히 EU 조약을 위배했다는 지적을 받았음.
- 재정위기에 대한 ECB의 대응과정에서 회원국간의 이견이 표출되었으며, ECB의 조치에 대한 법리적 갈등도 발생하였음.

- 독일 정치계와 중앙은행, 주류학계는 재정위기 초기부터 정도의 차이는 있으나 ECB의 국채매입에 반대하는 입장을 보였으며, 이는 일부 ECB 정책위원의 사임, 독일연방은행 총재의 반대발언 등을 통해 나타났음.
- 반면에 프랑스로 대표되는 남유럽 국가들은 ECB의 보다 적극적인 시장개입을 요구해왔으며, 특히 재정위기의 해법을 둘러싸고 독일의 입장과 이견을 보였음.
- ECB의 OMT 발표 이후 독일 내에서는 OMT의 적법성을 묻는 헌법소송이 제기되었으며, 독일헌법재판소는 OMT에 대해 비판적인 의견을 제시한 바 있음.

3. 결론

- 유럽재정위기 과정에서 ECB의 대응이 비교적 느렸던 데에는 다음과 같은 이유가 제시될 수 있음.
 - ECB는 물가안정을 우선순위의 임무로 갖고 있으며, ECB의 정관은 철저한 정치적 독립성 유지와 함께 화폐화 조치를 철저히 금지하고 있는 바, 금융안정 및 경기대응을 위한 대규모의 양적완화(QE)를 추진하기 어려웠음.
 - 이러한 ECB의 특징은 유럽의 통화통합에 있어서 독일 마르크화 및 독일연방은행의 역할이 매우 컸던 데 기인하는 바가 큼.
- 위기과정에서 ECB는 점차 강력한 시장개입을 실시해 왔는데, 이는 상황에 대응하기 위한 일시적 성격의 변화이나, 그 변화의 성격과 동학에 주목할 필요가 있음.
 - 순차적으로 강력해진 대응은 상황전개에 따른 것으로 그 과정에서 ECB는 법적으로 부여된 권한의 한계 내에서 정책을 펼쳐왔으며, 그 정책은 항상 재정위기가 확대되는 시점에서 ‘마지막 보루’로서 실시되었음.
 - ECB는 모든 비전통적 통화정책(SMP, LTRO, OMT)은 ‘통화정책의 전달경로 확보’를 목적으로 실시된 통화정책의 일환이었음을 강조하였음.
 - 이 과정에서 독일정치계와 법조계 및 독일연방은행의 거센 반발에 직면하였으며, ECB는 권한의 한계 속에서 제도에 대한 ‘적극적인 해석’을 통해 ‘창의적인 방법’으로 시장개입을 실시하였음.
 - 모든 시장개입에 대해 ECB는 독립적인 대응임을 누차 강조하였으나, 재정위기의 해결책을 둘러싼 회원국간 갈등을 감안할 때, ECB가 이러한 상황으로부터 완전히 자유롭다고 단언하는 것은 어려움.

● 향후 ECB의 역할변화에 관해서는 세 가지 측면에 주목할 필요가 있음.

- 첫째, 유럽 재정위기를 계기로 중앙은행이 '최종대부자'로서 수행할 수 있는 역할에 대한 인식이 제고되었음.
- 이번 위기를 통해 중앙은행의 역할이 전면으로 부상하였고, 회원국간 이견표출과 함께 집중적인 논의의 대상이 되었다는 점은 향후 제도적 변화의 가능성을 예고함.
- 둘째, 현행 EU조약과 ECB 정관의 범위를 벗어나는 권한행사에 대해서는 제동이 걸릴 가능성이 매우 높으며, 향후 ECB의 역할변화는 EU의 재정통합이 심화되는지 여부에 따라 결정될 것으로 전망됨.
- 셋째, ECB에 금융감독 권한(금융안정)이 부여됨에 따라 정책수립 시 과거에 비해 보다 다면적인 고려를 해야 하는 상황에 놓이게 되었음.