

EU와 美國 中央銀行의 獨立性比較 및 實證分析

文 字 植

본고에서는 중앙은행의 獨立性정도가 중앙은행의 자산 중 본원통화 혹은 총통화에 서 차지하는 政府信用의 비율로 평가되고 同 비율들이 높을수록 해당국가의 인플레이션율이 높다고 하는 관계가 실증분석된다. 이러한 평가방법을 사용하는 이유는 중앙은행의 독립성을 측정하는 데 생기는 자의성이나 인플레이션율이 낮은 국가일수록 중앙은행의 독립성을 높게 평가하는 偏向을 피할 수 있기 때문이다. 실상 이러한 접근은 사잔트(Sargent)에 의해 20세기초 독일경제권의 超인플레이션 원인을 밝히기 위해 시도되었다고 할 수 있다. 역사적인 관점에서 보았을 때 독일의 경험은 중앙은행의 독립성이 이러한 관점에서 파악될 수 있다는 사실을 시사한다. 이에 대해 미국의 경우는 중앙은행의 독립성이 이와는 전혀 다르게 민간은행의 自律性保障을 목적으로 확립되었다는 점에서 극히 예외적이라 할 수 있다.

1. 序 論

최근 독립적인 중앙은행을 갖고 있는 나라일수록 거시경제적으로 좋은 성과를 거둔다고 하는 관점에서 중앙은행의 독립성에 대한 관심이 증대하고 있다. 특히 중앙은행의 독립성이 높을수록 통화가치가 安定될 수 있다고 하는 많은 연구결과가 나오고 있다. 그러나 이들 연구들은 공통적으로 중앙은행의 독립성을 어떻게 파악하고 어떻게 측정하는가와 관련된 指數化의 어려움이란 문제를 안고 있다. 이는 중앙은행의 독립성이 政府에 대한 신용공여의 정도, 중앙은행 총재나 이사의 임명 등과 관련된 組織的 혹은 중앙은행의 목적이나 임무 등과 관련된 機能的 특성 등 여러 측면에서 복잡하게 파악되는 데 기인한다. 그러나 통화가치의 안정이란 관점에서 보면 중앙은행의 독립성문제는 무엇보다도 政府의 財政需要로부터 발생하는 政府의 對中央銀行借入이 일정한 한도내에서 통제될 수 있는가 하는 문제로 귀결된다. 왜냐하면 조직면이나 기능면에 있어서의 중앙은행의 독립성도 모두 이를 보장하기 위한 조치라 이해되기 때문이다.

이와 관련하여 Sargent(1982)와 Smith(1985)의 연구는 중앙은행의 독립성평가에 관한 자의성을 줄이는 동시에 통화가치의 안정과 관련하여 중앙은행의 독립성을 파악하는 한 가지 방법을 제공한다. 이들의 분석에 따르면 일국의 통화가치(혹은 인플레이션)는 본원

통화(즉 중앙은행의 부채)에 의해서뿐만 아니라 중앙은행의 通貨發行방식(즉 중앙은행의 자산구성)에 의해서도 영향받는다. 그런데 중앙은행의 자산구성은 해당 중앙은행과 정부가 어떠한 역사적, 제도적 관계를 맺어왔는가에 따라 각국간에 큰 차이를 나타내며〔拙稿(1993)〕 따라서 이에 대한 국제비교를 통해 중앙은행의 독립성정도를 파악하는 것이 가능하다.

본고에서는 통화발행방식의 측면에서 중앙은행의 독립성과 통화가치의 관계를 살펴보고자 한다. 본고의 목적은 두 가지이다. 하나는 이러한 관계를 실증분석하는 데 앞서 중앙은행의 독립성개념이 EU국가와 미국에서 상이하게 전개되었다는 것을 보이는 것이다. 일반적으로 중앙은행의 독립성문제는 통화가치의 안정과 관련되어 있기 때문에 통화발행방식을 통해 보는 것이 가능하다. 이는 대부분의 EU국가에 해당된다. 그러나 중앙은행의 독립성은 통화가치의 안정이란 목적과 무관할 수도 있다. 미국의 경우 聯邦準備制度(Federal Reserve System)의 독립성보장은 통화가치의 안정이라는 목적과는 별 관계없이 민간은행의 自律性을 보장하기 위한 권력분산의 차원에서 전개되었다. 따라서 同制度는 정치면, 혹은 조직면에서는 정부와 독립적일 수 있었지만 통화발행방식에 있어서는 독립적인 특성이 없다고 할 수 있다. 본고의 두번째 목적은 통화발행방식에서 측정된 독립성과 인플레이션과의 관계를 실증적으로 밝히는 데 있다. 통화발행방식면에서 독립성을 지수화하는 것은 이미 지적한 바와 같이 독립성측정에 있어 자의성을 배제할 수 있을 뿐만 아니라 중앙은행의 독립성과 인플레이션에 관한 실증연구에 있어서도 대부분의 연구에서 다루지 못한 패널분석을 가능하게 한다는 장점이 있다.

본고의 구성은 다음과 같다. 우선 2장에서는 통화발행방식으로 중앙은행의 독립성정도를 평가하고 이를 다른 지수와 비교하며 3장에서는 통화발행방식차원에서 미국 연방준비제도의 독립성이 예외적으로 매우 낮아지게 된 역사적 배경을 살펴본다. 마지막으로 4장에서는 인플레이션과 통화발행방식으로 평가된 중앙은행의 독립성간 관계를 실증적으로 회귀분석한다.

2. 中央銀行의 獨立性和 通貨發行方式에 의한 獨立性評價

중앙은행의 독립성이란 중앙은행이 정부로부터의 간섭 없이 자유롭게 통화목표를 선정할 수 있는 정도로 정의될 수 있다.⁽¹⁾ 전통적으로 중앙은행은 政府의 銀行역할을 해왔으

며, 특히 정부 '鑄造權'을 통한 재정자금공급의 한계를 지양한 발권기구로서 발전되었다. 그런데 통화정책과 밀접한 관계를 갖는 정부의 재정정책은 중앙은행의 행동반경 밖에 있을 뿐만 아니라 종종 이를 구속하여 왔기 때문에 중앙은행의 독립성문제는 무엇보다도 財政에 대한 독립성문제로부터 시작된다고 할 수 있다. 그러나 재정정책으로부터의 독립성은 중앙은행의 조직측면, 기능측면 여러 면에서 독립성이 뒷받침되지 않고서는 불가능하다 할 것이다. 따라서 중앙은행의 독립성에 관한 여러 실증연구(Bade and Parkin(1982), Alesina(1989), Grilli, Masciandaro, and Tabellini(1991), de Haan and Sturm(1992), Cukierman (1992), Alesina and Summers(1993))들은 중앙은행의 대정부 신용공여금지 정도, 대출조건, 대출범위, 만기조건 등에 대한 법적 혹은 실제적인 규제, 그리고 통화정책의 제수단을 사용하는 데 대한 제한의 정도와 같은 법·제도적 요인들과 정부의 중앙은행 임원임명권, 최종적인 통화정책책임의 소재, 중앙은행의 예산 및 임원의 임금 결정권, 중앙은행임원의 임기 등을 주요대상으로 하는 중앙은행의 정치적 요인 등 각종 항목을 세분하여 중앙은행의 독립성을 지수화하는 것으로부터 출발한다(Pollard(1993), 특히 de Lis(1996)).⁽²⁾ 그러나 이러한 연구는 관련항목의 선택 및 측정에 있어 저자들간에 큰 편차가 있고 자의성이 높을 뿐만 아니라 전반적으로 인플레이션율이 낮은 국가일수록 중앙은행의 독립성을 높게 평가하는 편향이 있다. 보다 근본적으로 이러한 연구는 법이나 제도적으로 보장된 중앙은행의 독립성이 실제통화정책 수행상의 독립성과 일치하지 않을 경우 실제의 독립성을 정확히 평가하는 데에 큰 한계가 있다고 할 것이다.

이러한 문제점을 회피하면서 중앙은행의 독립성을 측정하는 한 가지 방법은 중앙은행의 독립성을 通貨發行方式, 즉, 중앙은행의 자산구성상에서 중앙은행의 대정부신용이 차지하는 비중을 통해 파악하는 것이라 할 수 있다. 이러한 접근법은 일국의 통화가치는 중앙은행의 부채인 본원통화에 의해서뿐만 아니라 중앙은행의 자산구성에 의해 영향받다는 Sargent(1982)와 Smith(1985)의 연구에 기초해 있다. 예컨대 사잔트는 1920년대 초 독일, 헝가리 등과 같은 東유럽국가에서 중앙은행권의 발행이 지속적으로 이루어졌음에도 불구하고 1920년대 중반이후 갑자기 초인플레이션(hyper-inflation)이 사라지고 물가가 안정된 현상을 논하면서 이의 원인을 통화구성자산의 質(quality)의 개선에서 찾고 있다.

(1) 중앙은행의 독립성은 물론 주요국의 중앙은행구조 및 설립역사 등 중앙은행에 관한 포괄적인 연구로서는 정운찬(1995)참조.

(2) 특히 de Lis(1996)는 중앙은행의 독립성에 관련된 항목을 22개로 나누고 각각의 저자들이 일부 제한된 항목을 사의적으로 선택하여 중앙은행의 독립성지수를 구성하였음을 보여준다.

즉 본원통화의 發券源이 중전의 재정적자를 보전하기 위한 정부채증심에서 상업어음, 금, 외환 등 良質의 자산위주로 재구성되었기 때문에 초인플레이션으로부터의 물가의 급속한 안정이 가능하였다고 보았다. 또 스미스는 식민지시대 미국의 경험으로부터 물가는 통화량이외에 발권대상자산의 가치에 의존한다는 사실을 밝힘으로써 사잔트의 주장을 재확인한다.

지금 주어진 한 중앙은행의 대차대조표를 고려하면 중앙은행의 자산은 정부의 은행으로서 중앙은행의 역할과 관계되는 정부에 대한 신용공급과 민간 및 해외부문에 대한 신용공급으로 이뤄져 있다. 본고에서는 통화발행방식을 통한 독립성의 指數로서 중앙은행의 대정부신용이 중앙은행통화(본원통화)와 총통화에서 차지하는 비율을 계산하고 이러한 대정부신용공여비율이 높으면 높을수록 중앙은행의 독립성이 낮은 것으로 본다. 계산에 사용된 자료는 국제통화기금(IMF)의 國際金融統計(International Financial Statistics: IFS)에 수록된 선진국 중앙은행의 1980~1994년 15년간 대차대조표이며 여기서 본원통화란 IFS기준 準備通貨(reserve money)와 정부예금의 합으로 계산되고 총통화는 通貨 및 準通貨(money and quasi-money)로 계산되었다.

다음의 <表 1>은 이렇게 계산된 중앙은행의 독립성을 선진제국에 있어서 직접적 지수방식에 의한 중앙은행의 독립성과 비교해 본 것이다. 우선 통화발행방식에 의한 독립성은 1980~1994년간 중앙은행통화대비 정부신용비율(BB)과 총통화대비 정부신용비율(BT)의 15년 평균값으로 계산되었다. 여기서 BB는 IFS기준 준비통화+정부예금으로 계산되는 중앙은행통화대비 정부신용의 비율이고 BT는 통화 및 준통화로 계산되는 총통화대비 정부신용의 비율이다. 한편 직접적 지수방식에 의해 측정된 독립성순위는 Alesina(1989), Grilli, Masciandaro, and Tabellini(: GMT, 1991), 그리고 Cukierman(1992)에 의하였다.⁽³⁾

우선 직접적 지수방식에 따르면 스위스나 독일, 미국의 중앙은행이 독립성이 높은 나라로 평가되며 뉴질랜드, 이탈리아, 스페인 등은 중앙은행의 독립성이 가장 낮은 나라들로 나타난다. 또 직접적인 지수방식 중에서 알레지나 그릴리, 마시안다로와 타벨리니, 혹은 큐키만에 의한 독립성순위가 상호간 큰 차이를 나타내는 국가로서는 일본과 그리스가

(3) 여기서 독립성에 관한 연구를 이들 세 가지로 제한한 것은 다음과 같은 이유 때문이다. 우선 de Haan and Sturm(1992) 혹은 Alesina and Summers(1993)의 연구들은 獨立性指數의 측정에 있어 알레지나, 그릴리, 마시안다로와 타벨리니, 큐키만이 사용한 1차지수들을 여러 방법으로 가중하여 만든 2차지수를 이용하였기 때문이며 Bade and Parkin(1988)의 연구는 알레지나에 의해 獨立性指數 측정방법의 변화 없이 단순히 분석국가의 數만 확대되었기 때문이다.

〈表 1〉 中央銀行의 獨立性에 대한 評價

	직접적 지수방식			통화발행방식	
	Alesina	GMT	Cukierman	BB평균	BT평균
호 주	1(15) ¹⁾	9(6)	0.31(12)	0.504(14)	0.047(10)
오스트리아		9(6)	0.58(3)	0.046(1)	0.005(1)
벨기에	2(5)	7(9)	0.19(20)	0.200(9)	0.033(8)
캐나다	2(5)	11(4)	0.46(7)	0.564(16)	0.053(13)
덴마크	2(5)	8(8)	0.47(6)	0.304(10)	0.155(18)
핀란드	2(5)		0.27(15)	0.065(2)	0.008(2)
프랑스	2(5)	7(9)	0.28(14)	0.144(6)	0.015(5)
독일	4(1)	13(1)	0.66(2)	0.117(5)	0.019(6)
그리스		4(16)	0.51(4)	1.230(21)	0.402(21)
아일랜드			0.36(11)		
아일랜드		7(9)	0.39(9)	0.178(8)	0.15 (11)
이탈리아	1.5(14)	5(14)	0.22(18)	0.868(19)	0.198(20)
일본	3(3)	6(12)	0.16(21)	0.400(11)	0.042(9)
룩셈부르크			0.37(10)		
네덜란드	2(5)	10(5)	0.42(8)	0.099(4)	0.011(3)
뉴질랜드	1(15)	3(17)	0.27(15)	0.482(13)	0.129(16)
노르웨이	2(5)		0.14(22)	0.175(7)	0.053(12)
포르투갈		3(17)		0.733(17)	0.192(19)
스페인	1(15)	5(14)	0.21(19)	0.435(12)	0.118(15)
스웨덴	2(5)		0.27(15)	0.938(20)	0.147(17)
스위스	4(1)	12(2)	0.68(1)	0.099(3)	0.013(4)
영국	2(5)	6(12)	0.31(12)	0.520(15)	0.032(7)
미국	3(3)	12(2)	0.51 (4)	0.782(18)	0.074(14)
표본국가수	17	18	22	21	21

註 : 1) 괄호안의 숫자는 순위할 나타냄.

2) 큐키만의 경우는 법적 독립성임.

資料 : Alesina(1989), Grilli, Masciandro, and Tabellini(1991), Cukierman(1992), 그리고 IMF, *International Financial Statistics*, each year.

있다. 일본의 경우는 알레지나에 따르면 중앙은행의 독립성이 높은 편에 속하나 큐키만에 따르면 중앙은행의 독립성이 가장 낮은 나라로 분류되고 그리스의 경우는 그릴리, 마시안다로와 타벨리니에 따르면 독립성이 매우 낮으나 큐키만에 의하면 독립성이 높은 나라로 평가된다. 다음 통화발행방식에 의한 독립성의 정도를 살펴보면 오스트리아, 핀란드, 스위스가 독립성이 높고 미국, 이탈리아, 뉴질랜드 등은 독립성이 낮은 나라로 나타난다. 한편 직접적 지수방식과 통화발행방식에 의한 중앙은행의 독립성순위를 비교해 보면 미국의 경우 직접적 지수방식은 어느 것에 의해서도 독립성이 높게 나타나나 통화발행방식에 의한 지표는 반대로 아주 낮게 나타나 미국이 매우 특징적인 중앙은행제도를 유지하고 있음을 시사한다.⁽⁴⁾ 미국 중앙은행제도의 특징은 직접적 지수방식기준으로 미국의 중앙은행과 함께 독립성이 가장 높은 국가중의 하나로 평가되는 독일 중앙은행의 대차대조표를 상호비교하면 보다 명백해진다.

〈表 2〉에 따르면 미국의 경우에는 정부에 대한 신용이 본위통화 혹은 총통화에서 차지하는 비중이 매우 높은 반면 독일의 경우는 그 비중이 상대적으로 낮게 나타난다. 반면 민간에 대한 신용은 미국의 경우 거의 존재하지 않고 독일의 경우는 가장 중요한 발권원으로 드러난다. 양국간 이러한 차이는 다음 장에서 보듯이 독일의 경우 通貨價値의 安定이란 차원에서 가능한 한 중앙은행의 대정부신용이 제한되었음에 반해 미국의 경우는 독립성의 추진이 물가안정을 위해서가 아니라 민간은행의 自律化를 보장하기 위한 權力分散化차원에서 추진되었기 때문이다. 따라서 독일에서는 통화발행방식에 의한 중앙은행의 독립성이 매우 중요한 데 비해 미국에서는 이러한 독립성이 거의 고려 되지 못했다.

3. EU와 美國에서의 中央銀行獨立性

3.1 獨逸 聯邦銀行의 獨立性和 EU의 中央銀行法 改正

최근 EU의 각 회원국에서 중앙은행의 독립성은 가장 중요한 경제적 문제 중의 하나가

(4) 통화발행방식과 직접적 지수방식에 의한 중앙은행의 독립성을 비교해 보면 직접적 지수가 큐키만에 의한 순위일 경우는 대체로 벨기에, 핀란드, 그리스, 일본, 노르웨이, 미국 등의 국가에 있어 양자간의 차이가 극히 크다. 그러나 대체로 벨기에, 핀란드, 그리스, 일본, 노르웨이의 경우 알레지나나 그릴리, 마시안다로와 타벨리니에 의한 순위를 택하면 큐키만지수의 순위와는 달리 통화발행방식에 의한 순위와의 차이가 뚜렷하지 못하다. 따라서 미국의 경우만이 통화발행방식과 직접적지수에 의한 독립성의 순위가 어느 누구의 직접적 순위를 택하여도 예외 없이 상반되고 그 차이도 극히 크다고 볼 수 있다.

〈表 2〉 美國과 獨逸 中央銀行의 貸借對照表(1995)

	미국 (10억달러)	독일 (10억마르크)
<중앙은행의 자산>		
정 부 신 용(A)	397.7	24.7
민 간 신 용(B)	0.1	213.1
해 외 신 용(C)	85.8	132.9
<중앙은행의 부채>		
본 원 통 화(D)	453.8	314.0
<은행부분의 부채>		
총 통 화(E)	4246.1	3198.5
A/D	0.88	0.08
A/E	0.09	0.01

資料 : IMF, *International Financial Statistics*, each year.

되고 있다. 이는 무엇보다도 EU의 주축국이라 할 수 있는 독일의 낮은 인플레이션율이 독일연방은행의 독립성으로부터 비롯되었다는 인식에 따라, 그리고 이와 더불어 1999년 시작될 유럽通貨統合(EMU)과 유럽중앙은행제도의 전제조건으로서 각 회원국의 중앙은행이 독일연방은행과 같은 독립성을 가져야 한다는 독일의 주장에 따라 제기되었다고 할 수 있다. 따라서 EU 국가들이 추진하고 있는 중앙은행법개정이나 유럽중앙은행(ECB)은 기본적으로 모두 독일의 연방은행을 모델로 하고 있다. 그러므로 EU 각국의 중앙은행 독립성문제를 살펴보기 위해서는 무엇보다도 먼저 독일연방은행의 독립성을 살펴보는 것이 필요할 것이다.

1957년 탄생한 獨逸聯邦銀行(Bundesbank)은 세계에서 가장 독립성이 높은 중앙은행의 하나로 평가되고 있다. 독일연방은행의 독립성은 그의 전신이라 할 수 있는 독일 최초의 중앙은행인 帝國銀行이 출범한 1876년 이래 財政팽창으로부터 발생하는 발권수요를 어떻게 효과적으로 제한하느냐하는 데 초점이 두어져 왔다. 즉 제국은행은 1844년 개정된 영란은행법을 母法으로 삼아 은행권의 총발권한도가 제약되었음에도 불구하고 영란은행과는 다르게 은행권발행을 위한 준비자산구성시 발행액의 1/3에 대해서는 正貨및 제국정부의 정부채, 나머지 2/3에 대해서는 민간의 상업어음으로 준비자산을 삼을 것을 규정하고 있었는데, 이는 동은행이 상업어음 할인을 통한 민간에 대한 신용공급과 재정의 필요성에 의해 발생한 정부에 대한 신용공급을 구분하고 인플레이션의 원인은 상업어음 할인의 과다에 관계 없이 정부에 대한 신용공급의 크기에 의존하는 것이라 보고 있었음을 의미

한다. 영란은행법을 근간으로 하여 통화가치의 안정을 유지하기 위해 도입된 이러한 규정들은 1차 세계대전이 발발한 후 독일이 은행권발행을 통해 준비마련을 시도하면서 폐지 내지 사문화되고 제국은행의 발권정책은 재정정책에 종속된다.

그러나 1차 세계대전 이후 超인플레이션을 겪은 이후 독일국민들의 물가안정에 대한 강한 집착이 노정되면서 財政에 대한 대출과 과도한 통화발행을 효과적으로 제한하기 위한 조치로서 중앙은행의 독립성문제가 크게 부각되었으며 이는 결국 2차 세계대전 종전 후 통화개혁을 거쳐 1957년 독립적인 독일연방은행의 설립으로 귀결된다.

독일연방은행⁽⁵⁾은 동은행의 독립성과 관련하여 우선 통화가치의 안정을 위해 통화량과 신용의 공급을 조절한다는 목적을 명시적으로 규정함으로써 物價安定을 최우선으로 하는 독립적인 통화정책이 보장되고 있다(聯邦銀行法 3조). 일반적으로 각국의 중앙은행법에는 설치목적이 규정되어 있지 않거나(미국, 영국) 혹은 정부정책 내에서의 통화신용관리란 목적으로 규정(중앙은행법 개정전의 프랑스, 일본)되어 있음을 고려할 때 통화가치의 안정을 명시한 중앙은행은 독일이 유일하다고 할 수 있다. 물론 연방은행은 연방정부의 일반적인 정책을 지원할 의무를 가진다. 그러나 이것은 연방은행의 기능수행에 저촉되지 않는 범위내에서의 의무에 불과하므로 양자가 서로 상충하는 경우 정부의 지시로부터 독립하여 물가안정을 위한 통화정책을 우선적으로 수행할 수 있게 되었다. 한편 한 나라의 인플레이션율은 국가의 재정적자를 補填하기 위한 중앙은행의 대정부신용공여에 의해 크게 영향받을 수 있다. 이러한 결론은 국가간 정도의 차이는 있지만 대체로 중앙은행의 대정부신용공여에 대한 각종 제한조치를 어느 정도 정당화시켜주는 것으로 해석될 수 있으며 실제로도 세계 각국은 정도의 차이가 있지만 대체로 중앙은행의 대정부신용공여에 대해 제약을 가하고 있다. 이러한 맥락에서 볼 때 독일연방은행은 대정부대출에 대한 엄격한 제한을 받고 있으며 정부채의 보유도 통화관리를 위한 공개시장조작에 의해서만 가능하도록 한정받고 있다(聯邦銀行法 20조, 21조). 미국이나 영국과 같은 나라의 경우 중앙은행의 대정부대출이나 정부채보유에 대해서도 직접적인 제한은 없음을 고려할 때 이 또한 독일중앙은행의 독립성을 보장하는 중요한 장치라 하겠다(Leone(1991)).

한편 EU 각국은 1999년 시작될 마스트리히트조약의 제3단계부터는 각 회원국의 중앙은행과 유럽중앙은행으로 구성되는 유럽중앙은행제도가 물가안정이라는 정책목표달성을 위해 각국 정부로부터 아무런 간섭을 받지 않고 독립적으로 통화정책을 수행하도록 되어

(5) 연방은행의 독립성 및 기능에 관해서는 특히 Deutsche Bundesbank(1995)를 참조.

있는 만큼 독일연방은행을 모델로 삼아 독립성 보장을 위한 관련법의 개정을 서두르고 있는 실정이다. 1995년말 현재 중앙은행법개정을 완료했거나 마스트리히트 조약규정에 기부합되어 있는 중앙은행법을 갖고 있는 국가는 EU 15개국 중 8개국에 달하고 있다. 이중 조약에 기부합되는 중앙은행법을 갖고 있는 나라로서는 독일, 덴마크, 오스트리아를 들 수 있으며 개정완료된 국가로서는 프랑스, 이탈리아, 스페인, 벨기에, 포르투갈 5개국을 지적할 수 있다. 한편 나머지 7개국은 현재 중앙은행법의 개정을 추진하거나 이를 고려하고 있는 중이다.

일반적으로 EU 각 회원국에서 개정되고 있는 중앙은행법의 내용을 보다 자세히 살펴보면 다음의 네 가지 기준을 만족시키는 방향으로 법개정이 이뤄지고 있다.

- (i) 중앙은행의 최우선 정책목표를 物價安定의 달성으로 명시,
- (ii) 중앙은행은 해당국 정부 등의 干涉으로부터 독립하여 통화정책 수립,
- (iii) 중앙은행의 政府등 공공기관에 대한 信用供與 금지,
- (iv) 중앙은행 총재의 임기연장 및 신분보장 등.

이러한 기준 중에서 가장 중요한 이론적 실증적 의미를 갖는 기준은 중앙은행의 대정부 신용공급을 규제하는 것이라 할 수 있다. 이러한 기준의 중요성은 실제로 EU 각국의 중앙은행법 개정과 별도로 1993년 EU 재무장관이사회가 중앙은행의 정부등 공공기관에 대한 신용공여를 금지하는 規則(Regulation)을 채택하여 각 회원국의 중앙은행법 개정여부에 관계 없이 1994년 1월부터 중앙은행의 정부 및 여타 공공기관 등에 대한 여하한 형태의 신용공여를 금지한 데서도 쉽게 유추된다.

3.2 美國 聯邦準備制度的 獨立性

일반적으로 중앙은행의 독립성은 通貨價値의 유지라는 일반적인 목표달성을 위해 이루어진다. 이는 위에서 살펴본 바와 같이 독일이나 이에 준하는 중앙은행법을 가지고 있는 EU국가의 경우도 마찬가지다. 그러나 미국의 경우는 중앙은행의 독립성이 통화가치유지라는 목표와 관련 없이 단순히 權力의 分權化 및 이에 따른 민간은행의 自律性 保障을 목적으로 하였다는 점에서 예외라 할 수 있다. 미국에서 중앙은행의 독립성문제가 왜 제기되었고 어떻게 결론지어졌는가에 대한 역사적 경험을 살펴보면 다음과 같다.

〈表 3〉會員國의 中央銀行法 改正 推進狀況

국 가	현 황	비 고
독 일	계획 없음	중앙은행의 독립성 완벽하게 보장 - 다만 중앙은행의 대정부 신용공여 가능 조항 수정 필요
덴 마 크	"	중앙은행제도가 마스트리히트조약 요구사항을 거의 충족
오스트리아	"	"
프 랑 스	개정완료	1993. 8월 및 12월 개정 완료
벨 기 에	"	1993. 3월 개정 완료
이 탈 리 아	"	1992. 2월 및 1993. 11월 개정
스 페 인	"	1994. 6월 개정 완료
포 르 투 갈	"	1995. 9월 개정 완료
네 델 란 드	추진 중	1994. 1월 개정에 이어 현재 추가 개정 추진중
룩셈부르크	"	1993년 법개정안 의회 제출, 1996년중 의회통과 예정
스 웨 덴	"	1996년중 의회제출 예정
아 일 랜 드	논 의 중	재무부와 중앙은행간에 논의중
핀 란 드	"	"
그 리 스	"	1993년 중앙은행이 마련한 개정안이 정부에 제출된 상태
영 국	개정논의	1993. 12월 영국 하원의 재정행정위원회가 영란은행 제도개선방안 보고서를 발표하고 현재 논의중

資料: European Monetary Institute(1995)

현재 미국의 금융기구는 연방정부와州政府 혹은 민간은행간 권력분산을 위한 정치적 타협의 결과 연방정부차원의 감독기구와 주정부차원의 감독기구가 평행선을 그어 온 二重組織이라 할 수 있다. 이러한 미국의 연방금융제도는 19세기 이래 성립되어 온 세 가지 법, 즉 1864년의 國法銀行法(National Bank Act), 1913년의 聯邦準備銀行法(Federal Reserve Act), 그리고 1933년의 글라스-스티갈법(Glass-Steagall Act)을 기반으로 각각 창설된 通貨監督國(Office of the Comptroller of the Currency), 聯邦準備制度(Federal Reserve System), 聯邦預金保險公社(Federal Deposit Insurance Company: FDIC)의 세 기구를 근간으로 하고 있다.

우선 國法銀行法(NBA)은 상업은행들의 銀行券濫發(wildcat banking) 문제를 해결하고 국채시장을 발전시켜 남북전쟁 준비를 조달하기 위해 1863년에 수립되었다. 同法은 우선

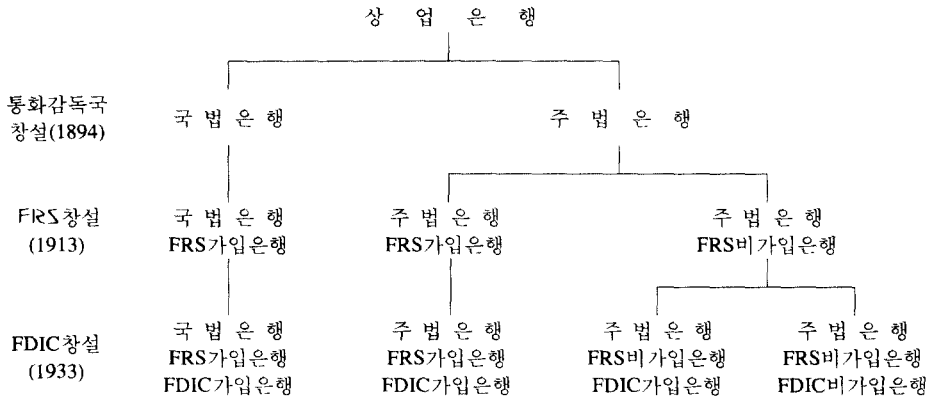
국채에 의해 보증된 지폐의 발행 및 감독을 담당하는 기관으로 재무성내에 통화감독국을 신설하였다. 계속해서 동법은 기존의 상업은행을 연방정부에 의해 허가를 받는 국법은행과 州정부에 의해 은행업허가를 받는 州法銀行으로 구분하고 국법은행은 신설된 통화감독국에 은행권 발행액의 10/9에 해당하는 국채를 예치하고 은행권을 발행하도록 하는 한편 주법은행은 은행권 발행시 발권금액의 10%에 해당하는 조세를 지불하게 하였다. 동법을 시발로 미국은 연방정부차원에서의 통화감독기관과 주정부차원에서의 지역적 감독기관이 서로 독립적으로 기능하는 독특한 이중적 금융제도를 갖게 되었다.

한편 金을 제외한 당시 미국의 신용화폐는 연방정부가 직접 발행한 정부지폐와 연방정부채권을 보증으로 하여 발행된 국법은행권으로 구성되었다.

이와 같은 국법은행제도는 통화공급의 경직성을 초래하였다고 지적된다. 특히 1907년의 은행도산은 경제활동에 따라 탄력적으로 통화공급을 늘릴 수 있는 중앙은행의 필요성을 높이는 계기로 작용하였다. 이에 따라 1913년 聯邦銀行法이 제정되었다. 연방준비은행법은 州의 자율성과 最後의 貸付者(lender of last resort)로서 중앙은행의 필요성에 대한 타협의 산물이었다.

한편 연방준비제도(FRS)의 성립에 따라 국법은행은 의무적으로 모두 이에 가입해야 했던 반면 주법은행은 스스로 가입여부를 선택할 수 있었는데 이때 가입한 은행은 州會員銀行(state member bank)이라 불리우고 그렇지 않은 은행은 州非會員銀行(state non-member bank)이라 불리웠다. 연방은행제도의 가입에 이와 같은 선택권을 민간은행에게 부여하게 된 것은 연방권력에 대한 민간은행의 견제를 위한 정치적 타협의 산물이었다.

동시에 연방준비제도에 가입한 州은행들의 자율성을 보장하기 위해 연방준비제도를 통화감독국과 독립적인 기관으로 운영하는 것으로 정해졌다. 이 또한 권력분권에 대한 정치적 타협이었다. 예컨대 연방은행으로 하여금 재무부의 통화감독국의 통제를 받도록 하면 지금까지 연방정부 차원에서의 감독 밖에 있었던 주법은행이 연방준비제도에 가입함으로써 결과적으로는 연방정부의 감독하에 놓이게 될 것이다. 이를 피하기 위해서는 연방준비제도를 통화감독국과 독립적인 기관으로 두는 것이 필수적이며 이 경우 주법은행은 연방준비제도에 가입했다고 해도 재무부의 감독이나 지시를 받지 않게 된다. 결국 미국에 있어 연방준비제도의 독립성은 通貨價値의 安定을 위해서 부여된 것이 아니고 州法은행의 自律性 내지 독립성을 보장하기 위해서 부여된 것이라 할 수 있다.



註: 실선은 가입의무, 점선은 가입선택을 나타낸다.
 資料: Laury(1985)

〈그림 1〉 美國의 聯邦金融機構

민간은행의 자율성을 보장하기 위한 조치들은 이외에도 곳곳에서 드러난다. 예컨대 聯邦準備銀行法(FRA)에 의해 설립된 12개의 聯邦準備銀行(Federal Reserve Banks)이 각 지역의 회원은행에 의해 소유되고 있다는 사실로부터도 뒷받침된다. 연방준비은행은 오늘날 민간 상업은행에 의해 전적으로 소유되고 있는 유일한 중앙은행이라 할 수 있다. 이에 따라 연방준비제도 발족 초기 민간은행에 의해 지배되는 각 지역의 地域聯準과 워싱턴의 聯準理事會간(6) 권력의 갈등이 있었으며, 이는 1933년, 1935년 연방법의 개정을 거쳐 통화정책의 집행기구로서 연준이사회의 통제를 받는 聯邦公開市場委員會(FOMC)의 설립 등에 의해 최종적 권력이 연준이사회에 부여될 때까지 계속되었다.

연방준비제도에 가입하게 됨으로써 상업은행은 연준의 수표결제제도 및 재할인을 통해 차입할 수 있는 이점이 있었던 반면 가입을 하지 않았을 때에 비하여 더욱 더 엄격하게 준비금이나 자본금 규제에 의한 불이익을 받게 되었다. 이에 따라 연준의 권위는 대공황 기까지는 확대되었으나 그 이후로는 회원은행수가 감소함으로써 약화되기 시작하였다.

1929년의 주식폭락으로 시작된 대공황은 다시 한번 미국의 통화감독기구에 큰 영향을 끼치게 된다. 대공황과 이에 따른 은행도산으로부터 은행에 대한 민간의 신뢰를 회복하고 경제의 안정성을 회복하기 위해 미국정부는 은행의 주식투자활동을 규제하고 예금자의 예금을 보호하는 조치를 취하게 된다. 특히 예금자의 예금을 보호하기 위해 연방예금

(6) 지역연준은 9명의 임원으로 구성되는데 이중의 6인이 회원은행에 의해 선출되고 나머지 3인만이 연준이사회에 의해 임명된다. 반면 연준이사회는 대통령이 임명하는 7인으로 구성된다.

보험공사를 설립하고 예금자 보호를 위한 預金保險制를 실시하게 되었다.

그러나 연방예금보험공사의 설치 역시 연방준비제도와 마찬가지로 민간은행들의 自律性을 보장하기 위한 정치적 타협의 결과였다. 즉, 연방준비제도에 참여하는 회원은행들의 자율성을 보장하기 위해 은행들의 연준가입이 선택조항이었을 뿐만 아니라 동 聯準이 통화감독국으로부터 독립되어 있는 기구로 설치된 바와 같이 연방예금보험공사에 대한 가입의 경우, 국법은행들이나 연방은행제도에 가입한 주법은행은 의무적으로 이에 가입하여야 했으나 그렇지 않은 주법은행의 경우는 가입여부를 선택·결정할 수 있었고 동시에 이들 은행들의 자율성을 보장하기 위해 FDIC는 통화감독국이나 FRS와 독립적인 기관으로 설치되었다.

4. 中央銀行의 獨立성과 인플레이션에 대한 實證分析

본장에서는 통화발행방식을 통해 평가된 중앙은행의 독립성지수가 인플레이션에 미치는 영향을 실증분석한다. 이를 위해서 이미 지적하였듯이 IFS에 수록된 각국의 1980-1994년의 연간자료가 이용된다. 추정대상국가는 IFS기준 선진 23개국 중 아이슬란드와 룩셈부르크를 제외한 21개국이다. 여기서 아이슬란드의 경우는 동기간 동안 평균인플레이션율이 30%를 초과하는 예외국가여서 제외하였고 룩셈부르크의 경우는 별도의 중앙은행이 존재하지 않기 때문에 포함시킬 수 없었다. 구체적인 인플레이션식의 추정에 있어서는 선진국전체와 EU국가를 대상으로 하여 횡단면추정과 패널추정이 시도된다.

우선 횡단면분석의 경우 인플레이션방정식의 추정식은 다음과 같다.

$$(4.1) \quad P_i = a_0 + a_1 BBi + e_i,$$

$$(4.2) \quad P_i = a_0 + a_1 BT_i + e_i,$$

$$(4.3) \quad P_i = a_0 + a_1 BBi + a_2 MBi + e_i,$$

$$(4.4) \quad P_i = a_0 + a_1 BT_i + a_2 MT_i + e_i,$$

단 $i = 1, \dots, 21$

여기서 P_i 는 특정국의 15년 평균인플레이션율, BBi 와 BT 는 평균독립성지수, 그리고 MBi 와 MT_i 는 평균통화증가율을 나타내며 i 는 i 번째 국가를 나타낸다. 보다 구체적으로 추정에 사용되는 변수들을 살펴 보면 인플레이션율을 나타내는 변수 P_i 로서는 각국의 GDP 디플레이터 15년 평균치가 사용된다. 그리고 중앙은행의 독립성을 나타내는 변수인

BB_i 와 BT_i 에 대해서는 2장에서와 같이 본원통화(IFS기준에 따르는 경우 준비통화(reserve money)+중앙은행에 대한 정부예금)에 대한 중앙은행의 대정부신용과 총통화(IFS기준에 의하는 경우 통화 및 준통화(money and quasi-money))에 대한 중앙은행의 대정부신용의 15년 평균치가 이용된다. 한편 독립성지수의 선정에 대응하여 통화량지수의 선정에 있어서도 본원통화의 15년 평균증가율은 MB_i , 그리고 총통화의 15년 평균증가율의 경우는 MT_i 로 표시하였다.

〈表 4〉는 (4.1)-(4.4)에 근거한 추정결과를 나타낸다.

우선 독립성지수만을 설명변수로 하여 인플레이션을 추정한 결과를 보면 중앙은행의 독립성을 나타내는 변수들인 BB 와 BT 는 모두 유의하고 그 설명력도 높은 것으로 나타났다. 즉 중앙은행의 독립성이 작은 국가일수록 인플레이션율이 높은 것으로 나타났다. 특히 BB 가 1% 높으면 인플레이션율이 약 0.1% 높은 것으로 나타났고 BT 가 1% 높으면 인플레이션율은 0.4% 상승하는 것으로 나타났으며 BB 와 BT 의 두 변수 중에서는 BT 변수가 인플레이션율에 대해 보다 높은 설명력을 나타냈다. 이는 선진제국의 경우 중앙은행통화

〈表 4〉 인플레이션과 獨立性간 橫斷面分析

	상수항	BB	BT	MB	MT	R^2
선진 21개국 전체						
(4.1)	2.86 (2.55)	0.09 (4.24)				0.49
(4.2)	3.32 (5.03)		0.38 (7.36)			0.74
(4.3)	0.47 (0.43)	0.06 (2.91)		0.41 (3.61)		0.70
(4.4)	-0.81 (-0.92)		0.20 (4.23)		0.57 (5.31)	0.90
EU 14개국						
(4.1)	3.08 (2.55)	0.10 (4.76)				0.65
(4.2)	3.71 (4.04)		0.37 (5.98)			0.75
(4.3)	0.72 (0.52)	0.07 (2.90)		0.39 (2.48)		0.78
(4.4)	-1.30 (-1.26)		0.19 (3.88)		0.65 (5.33)	0.93

註: 괄호안의 숫자는 Student-t값임

의 비중이 대체로 작아서 한 나라의 통화부문을 대표하기에는 한계가 있기 때문이라 생각된다.⁽⁷⁾ 다음 독립성지수외에 통화량변수를 추가한 고려한 경우에도 *BB*와 *BT*는 앞의 경우와 마찬가지로 모두 유의하고 그 설명력도 높은 것으로 나타났다. 그리고 통화량증가율도 인플레이션을 설명하는 데 매우 유의하고 설명력이 높은 변수로 드러났다.

한편 EU 14개 국가에 한정된 추정인 경우 *BB*와 *BT*의 인플레이션을 설명력은 선진국 전체를 대상으로 하였을 경우에 비해 약간 높아지는 것으로 나타났다. 이는 이미 지적인 바와 같이 통화발행방식만으로 독립성지표를 나타낼 수 없는 미국과 같은 국가가 포함되어 있기 때문이라 해석할 수 있다. 그러나 EU 14개국에 대한 추정결과는 자료수가 너무 적다는 점에서 패널추정으로 보완될 필요가 있다.

패널분석은 다음과 같이 추정된다.

$$(4.5) \quad Pit = a_0 + a_1 BBit + a_2 MBit + eit,$$

$$(4.6) \quad Pit = a_0 + a_1 BTit + a_2 MTit + eit,$$

단 $i = 1, \dots, 21, t = 1980, \dots, 1994$

여기서 사용된 변수들은 특정국 i 의 특정시점(t)에서의 값이라는 점을 제외하고는 앞의 횡단면추정의 경우와 동일하다. 패널분석의 경우는 우선 앞의 횡단면분석과 비교하기 위하여 OLS에 의한 추정을 하였고, 다음에는 固定效果模型(fixed effect model)과 確率效果模型(random effect model)을 모두 사용하였다.⁽⁸⁾ 추정된 결과는 <表 5>와 같다.

패널분석의 결과는 앞의 횡단면분석의 결과와 크게 다르지 않다. 즉 중앙은행의 독립성을 표시하는 지표로서 *BB*나 *BT*는 유의하고 인플레이션에 대한 설명력도 높은 것으로 나타난다. 다만 패널분석의 경우 예외적으로 중앙은행통화증가율이 인플레이션에 미치는 영향이 유의하지 않게 나타났다. 이는 중앙은행통화가 한 나라 전체의 총통화량에서 차지하는 비중이 미미하기 때문이라 여겨진다. 한편 패널분석의 경우에서도 대체로 EU국가

(7) 지금 총통화에서 차지하는 중앙은행통화의 비중을 R 로 표시하면 사실상 *BT*는 $BB \times R$ 로 표시될 수 있다. 왜냐하면 중앙은행의 대정부신용을 H , 본원통화를 $M1$, 총통화를 $M2$ 로 표시하면 $BT = H/M2 = (H/M1) \times (M1/M2) = BB \times R$.

(8) 패널자료추정은 잔차항 eit 를 개별효과와 시간효과의 합으로 표시할 경우 이들 효과가 고정적으로 결정되는가 아니면 확률적으로 결정되는가에 따라 고정효과모형과 확률효과모형으로 구분된다. 전자의 경우는 각 개별국가마다 (시간마다) 더미변수를 취하는 것과 동일한데 이 경우의 약점으로서의 자유도의 손실이나 더미변수에 대해 의미있는 해석을 하기가 어렵다는 점 등이 지적되고 있다. 이에 대한 자세한 설명은 Maddala(1977) 참조.

〈表 5〉獨立性和 인플레이션에 관한 패널分析

	상수항	BB	BT	MB	MT	R ²	
<선진국 전체> OLS (4.5)	3.10 (7.50)	0.08 (10.87)		0.03 (2.06)		0.29	
	(4.6)	1.80 (4.64)	0.26 (11.95)		0.26 (7.81)	0.50	
	FM (4.5)	0.05 (5.19)		0.03 (0.22)		0.57	
	(4.6)		0.20 (5.26)		0.17 (4.87)	0.60	
	RM (4.5)	3.84 (5.85)	0.06 (7.25)		0.008 (0.67)		0.28
	(4.6)	2.32 (5.07)		0.25 (9.98)		0.22 (6.84)	0.60
<EU 국가> OLS (4.5)	3.48 (7.13)	0.08 (10.81)		0.04 (2.16)		0.39	
	(4.6)	1.00 (1.94)	0.22 (9.29)		0.40 (8.82)	0.58	
	FM (4.5)	0.05 (4.16)		0.01 (0.91)		0.60	
	(4.6)		0.15 (4.10)		0.28 (5.57)	0.66	
	RM (4.5)	4.49 (5.64)	0.06 (6.53)		0.02 (1.32)		0.36
	(4.6)	1.53 (2.62)		0.21 (8.05)		0.36 (7.91)	0.58

註 : 1) FM은 고정효과모델에 의한 추정이고 RM은 확률효과모형에 의한 추정임.

2) 괄호안의 숫자는 Student-t값임.

를 대상으로 하는 추정이 선진국 전체를 대상으로 한 추정보다 인플레이션율의 설명력이 높은 것으로 나타났다.

결국 통화발행방식으로 파악한 중앙은행의 독립성은 직접적 지수방식으로 평가한 중앙은행의 독립성과 마찬가지로 인플레이션을 충분히 잘 설명한다고 할 수 있다.⁽⁹⁾

(9) 이는 통화가치의 안정을 위해서는 중앙은행의 독립성이 필요하다는 것을 의미한다. 그러나 무조건적인 중앙은행의 독립성강화는 오히려 중앙은행의 통화정책에 대한 책임성(accountability)을 약화시킬 위험이 있기 때문에 독립성강화는 이에 걸맞는 책임성강화를 동반해야 한다. 중앙은행의 독립성과 책임성에 관한 보다 상세한 연구는 Briault et al.(1996) 참조.

5. 要約 및 結論

중앙은행의 독립성과 通貨價値의 安定에 관한 연구들은 중앙은행의 독립성이 높을수록 해당 국가의 인플레이션율이 낮아지는 관계를 보여주고 있다. 그러나 이들 연구결과는 전반적으로 중앙은행의 독립성을 측정하는 데 있어서 자의성이 크고 인플레이션율이 낮은 국가일수록 중앙은행의 독립성을 높게 평가하는 偏向을 갖는다. 통화발행방식에 따른 독립성 평가는 이러한 약점을 극복할 수 있을 뿐만 아니라 중앙은행의 독립성 중 가장 기본적인 財政독립성과 밀접하게 연계되어 있다. 본 연구는 이러한 관점에서 본원통화대비 혹은 총통화대비 정부신용의 비율로 중앙은행의 독립성정도를 평가하고 동 비율들이 높을수록 해당 국가의 인플레이션율이 높다고 하는 사실을 밝힌다. 실상 이러한 접근은 사건트에 의해서 20세기초 독일경제권의 超인플레이션(hyperinflation)의 원인을 밝히기 위해 시도되었다고 할 수 있다. 역사적인 관점에서 보아도 독일의 경험은 의심할 여지 없이 중앙은행의 독립성을 통화발행방식에서 파악할 수 있다는 사실을 시사한다. 나아가 독일의 중앙은행모델은 유럽통화통합의 전제조건으로서 유럽 각국의 중앙은행제도를 수립시키고 있다. 뿐만 아니라 유럽중앙은행제도도 그 내용면, 특히 대정부 신용공여의 완전한 금지 등의 항목에 비추어 볼 때 독일의 중앙은행을 그대로 모사했다고 판단된다. 이에 대해 미국에서는 중앙은행의 독립성이 이와는 전혀 다른 원인, 즉 민간은행의 自律性保障이라는 원인에서 확립되었다는 점에서 극히 예외적인 경우라 할 수 있다.

서울大學校 國際地域院 助教授

151-742 서울특별시 관악구 신림동 산56-1

전화 : (02) 880-8524

팩시 : (02) 889-0193

參 考 文 獻

- 김준경, 문우식(1993): "통화의 공급경로가 인플레이에 미치는 영향," 『한국개발연구』, 겨울.
- 정운찬(1995): 『중앙은행론』, 대한발전전략연구원.
- Alesina, A.(1989): "Politics and Business Cycles in Industrial Democracies", *Economic Policy*, 8.

- Alesina, A., and L. H. Summers(1993): "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance : Some Comparative Evidence", *Journal of Money, Credit, and Banking*, May.
- Bade, R., and M. Parkin(1988): "Central Bank Laws and Monetary Policy", working paper, University of Western Ontario, October.
- Briault, C., A. Haldane, and M. King(1996): "Central Bank Independence and Accountability: Theory and Evidence", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 36, February.
- Conant, C. A.(1996): *A History of Modern Banks of Issue*, M. Kelly N. Y.
- Cukierman, A.(1992): *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence : Theory and Evidence*, MIT Press.
- De Cecco, M., and A. Giovannini (eds.)(1989): *A European Central Bank?*, Cambridge University Press.
- Deutsche Bundesbank(1995): *The Monetary Policy of the Bundesbank*, October.
- de Haan, J., and J. E. Sturm(1992): "The Case for Central Bank Independence", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, September.
- de Lis, S. F.(1996): "Classifications of Central Banks By Autonomy : A Comparative Analysis," working paper n. 9604, Bank of Spain.
- Downes, P., and R. Vaez-Zadeh(ed.)(1991): *The Evolving Role of Central Banks*, IMF.
- European Commission(1995): *Une Monnaie Pour l'Europe*, Green Paper.
- European Monetary Institute(1995): *Rapport Annuel*.
- Goodhart, C. A. E.(1988): *The Evolution of Central Banks*, MIT Press.
- Grilli, V., D. Masciandaro, and G. Tabellini(1991): "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries," *Economic Policy*.
- Holtfrerich, C. L.(1988): "Relations between Monetary Authorities and Governmental Institutions: the Case of Germany From the 19th Century to the Present", in G. Toniolo(ed.), *Central Bank Independence in Historical Perspective*, Berlin.
- IMF: *International Financial Statistics*, each year.
- Laury, B.(1985): *Les Etapes de la Réglementation Fédérale des Banques aux Etats-Unis*, dossier de DEA.
- Leone, A.(1991): "Effectiveness and Implications of Limits on Central Bank Credit to the Government," in P. Downes, et. al (eds.), *The Evolving Role of Central Banks*, IMF.

- Maddala, G.(1977): *Econometrics*, McGraw-Hill.
- Mints, L.W.(1970): *A History of Banking Theory*, Chicago.
- Petit, J. P.(1992): “Contènu et criteres de l’indépendance des Banques Centrales”, *Revue d’Economie Financière*.
- Pollard, P. S.(1993): “Central Bank Independence and Economic Performance,” *Federal Reserve Bank of Saint Louis Economic Review*.
- Rist. C.(1966): *History of Monetary and Credit Theory From John Law To the Present Day*, Paris.
- Sargent, T.(1982): “The Ends of four Big Inflation,” in R. Hall(ed.), *Inflation: Causes and Effects*, University of Chicago Press.
- Smith, B.(1985): “Some Colonial Evidence on Two Theories of Money: Maryland and the Carolinas,” *Journal of Political Economy*, 93.