

# Covid-19위기와 통화금융 정책

2020. 10. 23

문우식  
서울대학교

# 1. 문제의 제기

- Covid-19위기는 중앙은행의 통화금융정책수행에 새로운 과제를 제시.
- 금융위기에 대한 통화정책의 주류의견(Act Fast and Do Whatever It Takes)이 Covid-19위기에도 타당한가?
- 통화정책이 중요한가 아니면 금융안정정책이 중요한가?
- Covid-19위기 등 반복되는 금융위기와 관련하여 우리나라의 금융안정정책(crisis management)은 어떻게 강화되어야 하는가?.
- 본고는 세번째 문제를 다루고자 함.

# Figure 1: Output trend in Korea during the past three crises



Note: The base periods are the 4<sup>th</sup> quarter 1997, 3<sup>rd</sup> quarter 2008 and 4<sup>th</sup> quarter 2020.

Source: ECOS, BOK

## 2. 중앙은행 최종대부자(LOLR)정책의 세 가지 원칙 (See Tucker 2014, Salter 2016)

### (1) Classical doctrine(Walter Bagehot 1873)

- 첫째 중앙은행은 liquidity crisis와 insolvency crisis를 구분하고 유동성은 illiquid but not insolvent banks에게만 지원
- 둘째, 중앙은행은 freely lend at high interest rates against good quality collaterals.
- 19세기까지 이러한 원칙은 잘 지켜져 옴.

## (2) Richmond Fed View

- 최종대부자(LOLR)정책은 도덕적 해이라는 문제를 제기. 은행의 과도한 Risk taking행위와 이에 따른 금융위기의 가능성이 확대
- 따라서 중앙은행은 오직 공개시장(OMOs)을 통한 유동성 지원만 해야 함. 금융기관에 대한 양자간 유동성지원은 불필요
- 그러나 2008년 금융위기이후 이러한 정책이 금융위기를 막을 수 없었음

### (3) New York Fed의 원칙

- 2008년 금융위기(GFC)에서와 같이 최종대부자의 기능은 금융시스템위기(system crisis)의 방지에 있음.
- 중앙은행은 유동성위기인지 지급불능위기인지를 구분하지 않고 금융안정을 위해 유동성 공급을 보장해야 함
- 도덕적 해이는 심각함. 그러나 위기극복의 혜택이 이에 대한 비용을 상쇄할 수 있음

### 3. 정부인가? 중앙은행인가?

- LOLR정책은 중앙은행만의 유일한 정책이 아님
- 정부는 지출에 대한 권한이 있는 반면 중앙은행은 대출에 대한 권한밖에 없음
- Insolvency가 위기의 원인이라면 정부가 개입. 그러나 illiquidity와 Insolvency가 구분이 안되는 데 문제가 있음.
- 단순한 대출보다는 자본투입이나 불량자산매입이 중요함

## Two Cases of Government Liquidity Support

1. Simple BS of Bad Bank

Good Assets \$ 50 B	Deposits \$ 90 B
Bad Assets \$ 50 B	Equity \$ 10 B

2. Mark-to-Market BS of Bad Bank

Good Assets \$ 50 B	Deposit \$ 90 B
Bad Assets \$ 35 B	Equity \$ -5 B

3. BS of Bad Bank After Purchases at Face Value

Good Assets \$ 50 B	Deposits \$ 90 B
Cash \$ 50 B	Equity \$ 10 B

4. BS of Bad Bank After Capital Input

Good Assets \$ 50 B	Deposits \$ 90 B
Bad Assets \$ 35 B	Equity \$ 10 B
Cash \$ 15 B	



# Table 1: The Evolving Roles of the Bank of Korea as a LOLR

	1997 Currency Crisis	2008 GFC	2020 Covid-19
BOK	Traditional LOLR	Intraday overdraft Stand-by credit	
	Loans to Security Finance Company and Credit Fund		Corporate Bond Backed Loan Facility
		Asset purchase through OMO	Asset purchase through OMO
BOK+Government		-Bond Market Stabilization Fund -Bank Recapitalization Fund	SPV lending to purchase corporate bonds
Government	Public Funds	Corporate Restructuring Fund	Bond Market Stabilization Fund

## 4. 한국은행의 LOLR정책

- 우리나라에서는 정부가 LOLR을 주도
- 외환위기시에는 classical view, 2008년의 GFC시는 Richmond view, 그리고 2020의 Covid-19위기시에 비로서 New York Fed view를 따라 한국은행의 LOLR정책이 확대됨
- 정부와 중앙은행간 협력이 중요

## Table 2: Loans of the BOK During the Period of Currency Crisis

	Date	Target institutions	Reasons for assistance	Amount (Trillion KRW)	Interest charged
Traditional LOLR	1997.9	Korea First Bank	Liquidity support	1	8.0 (average market funding cost)
	1997.9	16 Merchant Banks (through the counterparty banks)	Liquidity support	1	8.0
	1997.12	14 Banks	Crunch of short-term financial market	6.8	Call rate – 1.0%bp
New LOLR	1998.7.6	Korean Security Finance Company	Closure of merchant banks and call market crunch	1.1 (2)	Call rate
	1998.7.6	Credit Management Fund		0.9 (1)	

# Table 3: Supply of Liquidity for Financial Stability by the BOK during the 2008 GFC

	Program	Reasons for support	Amount (Trillion KRW)	Start Date
<b>Payment (New LOLR)</b>	Intraday Overdraft Stand-by Credit	Supply of Intraday Credit-Line and daily credit		Base rate+1%
<b>OMO (New LOLR)</b>	RP Purchase 2008.9-2009.2	Supply of liquidity to financial markets	16.8	
	Outright Purchase of Government Bonds 2008.10 - 2008.11	Supply of liquidity and diversification of transmission channel	1.7	
	Expansion of Eligible Collaterals and Counterparts 2008.10 - 2008.12			
<b>Collaboration with the government</b>	Bond Market Stabilization Fund (2008.11.24)	Improve the flow of funds in direct capital markets	2.1 (10)	
	Bank Recapitalization Fund (2009.3.26)	Expand banks' lending capacity by enhancing their capital base	3.3 (20)	4.42%

# Table 4: Supply of Liquidity for Financial Stability during the COVID19 Pandemic

	Program	Reasons for support	Amount (Trillion KRW)
OMO	RP Purchase	Supply of Liquidity and Diversification of Transmission Channel	19.4
	RP from non-banks		3.5
	Outright Purchase of Government Bonds		4.5
	Expansion of Eligible Collaterals and Counterparts		
New LOLR	Corporate Bond Backed Loan Facility	Provide Liquidity to Companies	(10) at 6 Month Stabilization Bond Rate+0.85BP
	SPV Loans to Purchase Corporate bonds and CPs	Improve the Flow of Funds in Lower Rate Corporate Bonds and CP Markets	1.8 (8)

## 5. 결론

- 은행도 필요하고 정부도 필요
- 금통위, 재경부와 금융위간 협의채널의 필요

# 참고문헌

- 문우식 (2018) 통화정책론, 율곡출판사
- Paul Tucker (2014) The lender of last resort and modern central banking: principles and reconstruction, BIS Papers No.79
- Alexander William Salter (2016) Robust Political Economy and the Lender of Last Resort, Journal of Fin. Ser. Research.