

# 最近 美國 新經濟의 好況과 不況

金 秀 行 · 李 康 國

미국의 이른바 '신경제'는 미국경제의 특수한 제도들의 결합에 의해 탄생했다. 정보 기술혁명, 이 혁명을 금융적으로 지원한 벤처캐피털, 벤처캐피털이 큰 수익을 올릴 수 있게 한 뉴욕증권시장의 활황, 뉴욕증권시장의 활황을 유지한 외국인투자, 그리고 富效果(wealth effect)에 의거해 소비를 증가한 가계들. 그러나 신경제에는 호황만 있는 것이 아니라 불황도 있으며, 이 불황은 호황이 장기간 대규모로 계속한 것과 마찬가지로 장기간 대규모로 계속할 가능성이 있다. 미국의 자본주의는 이러한 침체를 어떻게 해결할 수 있을까?

## 1. 들어가며

1990년대 세계경제의 변화는 많은 사람들을 美國經濟에 주목하게 만들었다. 1980년대만 해도 일본의 급속한 성장 그리고 미국내의 산업투자의 부진 등으로 시장 중심의 미국 시스템 자체에 대한 우려의 목소리가 높았다. 그러나 지난 10년간 미국경제는 눈부신 성과를 보여주었으며, 특히 1995년 이후에는 고성장, 저인플레이, 그리고 급속한 생산성 상승이 나타나, 정체하고 있는 일본이나 위기를 맞은 아시아에 비해 미국경제 시스템이 더욱 우월하다고 많은 사람들이 주장하고 있다. 혹자는 미국경제는 정보통신기술의 급속한 발전에 기초하여 이른바 '新經濟(new economy)'라고 부르는 새로운 경제단계에 들어섰으며 경기순환조차 구시대의 산물이 되었다고 주장하였다. 그러나 2001년에 들어와 오히려 미국경제에 대한 비판의 목소리가 높다. 번영의 상징이었던 주식시장은 2000년 엄청나게 급락했고, 미국경제가 연착륙을 넘어서 심각한 不況에 빠지는 것이 아닌가 하는 우려가 제기하고 있다. 현재 세계경제를 이끌고 있는 미국경제의 침체는 곧바로 전세계적인 불황으로 이어진다는 점에서, 미국경제의 변화에 대해 이제 전세계가 촉각을 곤두세우고 있는 것이다. 특히 미국에 대한 수출의존도가 막대하고, 무엇보다 위기 이후 자본시장 개방과 함께 미국 금융시장과의 동조화가 급속하게 진행된 韓國經濟에는 미국경제의 변화가 미치는 영향이 더욱 클 수밖에 없다.

이 글은 1990년대 미국 신경제 호황과 이후 나타나고 있는 經濟沈滯에 대해 분석하는 것을 목표로 한다. 우선 2장에서는 90년대 전개된 미국 호황의 특징에 대해 살펴보고 IT

부문의 투자증대가 혁신을 추동하여 고성장, 저인플레이로 이어졌음을 보일 것이다. 3장에서는 이러한 신경제에 대한 여러 논의들을 살펴본다. 무엇보다도 신경제의 기반으로는 기술혁신과 금융시장의 결합이 핵심적이었지만, 株式市場의 버블에 기초하여 나타난 신경제 호황은 심각한 취약점도 내포하고 있음을 주장할 것이다. 4장은 현재 전개되고 있는 불황에 관하여 분석한다. 신경제 호황을 이끌었던 힘들이 불황기에 어떻게 작용할 것인가를 살펴보고, 동시에 미국경제의 여러 약점들이 어떤 악영향을 미칠 수 있을 것인가를 살펴본다. 결론에서는 미국의 신경제 호황과 불황이 우리에게 주는 示唆點을 살펴본다.

## 2. 新經濟의 登場: 1990年代 長期好況과 그 要因

미국 경제는 1990년대를 불황으로 시작하였지만, 우려와는 달리 1990년대 미국경제는 후반으로 갈수록 더욱 높은 성장률과 낮은 인플레이율을 보여주었다. 결국 1991년 이후 2000년까지 무려 10년이 넘는 호황은 전후 미 역사상 最長期間의 호황으로 기록되고 있다. 물론 이러한 성과도 2차 대전 이후 1970년대 초반에 이르는 資本主義의 黃金期보다는 못하지만, 인플레이션이나 실업률을 고려하면 확실히 1990년대 중반 이후의 미국의 경제 성과는 뚜렷하게 개선되었다고 할 수 있다.

특히 1995년 이후 모든 경제지표가 급속히 개선된 것은 주목할 만한 일이다. 경제성장률은 더욱 상승하였으며, 실업률과 인플레이션은 더욱 하락하여, 성장은 인플레이를 유발한다라는 기존의 경제원칙조차 깨어지고 있다고 주장되었다. 특히 중요한 것은 이 시기에 勞動生産性이 크게 증가하고 있다는 점이다. 기본적으로 노동생산성의 상승은 동일한 수의 노동자로 더 많은 제품의 생산을 가능케 해서, 인플레이 없는 경제성장의 물적인 기반이 될 수 있다. 물론 많은 반론이 존재하지만, 만약 情報通信技術의 혁신에 힘입어서 1995년 이후 노동생산성 상승의 추세가 나타난 것이 명확하다면, 이것이 신경제의 가장 중요한 성과일 것이다. 동시에 노동자 세력의 약화로 인한 실질임금의 억압이 단위노동비용을 하

〈表 1〉 黃金期 이후 美國의 經濟指標(%)

	74-80	81-90	91-95	96	97	98	99	00
실질 GDP 성장률	2.9	3.6	2.6	3.6	4.4	4.4	4.2	5.0
실업률	6.6	7.1	6.6	5.4	4.9	4.5	4.2	4.0
인플레이션	9.4	4.5	2.8	3.3	1.7	1.6	2.7	3.4
노동생산성 상승률	1.0	1.5	1.5	2.5	2.0	2.7	2.6	4.3

資料: BEA(Bureau of Economic Analysis), BLS(Bureau of Labor Statistics)

〈表 2〉 1990年代 美國의 非住居用 固定投資 (實質值, %)

	88-90	91-95	96	97	98	99	00
비주거용 고정투자 증가율	3.9	5.1	10.0	12.2	12.9	10.1	12.6
GDP에서 차지하는 비중	9.6	9.8	11.5	12.4	13.4	14.1	15.1

資料: BEA, National Income and Products Accounts

〈表 3〉 1990年代 資本設備 投資 增加와 IT 投資(%)

	93	94	95	96	97	98	99
자본설비투자 실질증가율	11.4	11.8	11.9	11.0	11.5	15.8	12.1
IT 설비투자 증가율	5.4	5.3	7.4	7.5	7.5	9.8	9.4
IT 설비투자의 기여분(%)	47	45	62	69	66	62	78

資料: U.S. Department of Commerce, *Digital Economy 2000*.

락시켜 인플레이션을 억제하는 중요한 요인이 되었으며, 세계화의 진전, 국제경쟁의 격화 그리고 1차 산품 가격의 안정도 인플레이션 억제에 도움이 되었다.

그렇다면 1995년 이후 미국 신경제 호황을 가져온 직접적인 요소는 무엇이었는가? 거시경제의 변화를 그 구성요소별로 살펴보면 무엇보다도 투자가 경제성장을 주도하고 있음을 알 수 있다. 1980년대 設備投資의 성장률이 약 5-6%로 정체되었던 것에 반해 1990년대에는 기업부문의 설비투자가 거의 10%를 넘는 높은 성장률을 보였고 이러한 투자 붐이 경제전체의 호황을 주도하였다.

1990년대 후반의 이러한 높은 투자를 이끈 것은 특히 IT 관련 설비와 제품에 대한 투자였다. IT관련 설비에 대한 투자는 1990년 이후 크게 증가하여, 1990년대 후반에는 이 부문에 대한 투자의 성장이 총 자본설비 투자 성장의 약 2/3에 달할 정도이다. 결국 IT 관련 설비투자의 급속한 증대에 기초한 투자 붐이 1990년대 후반의 대호황을 낳았던 것이다.

이에 따라 하이테크 설비와 소프트웨어 부문의 생산은 1991년 이후 GDP 成長率의 약 6배인 거의 20%에 달할 정도로 급속히 성장하고 있다. IT 설비에 대한 급속한 투자증대는 이 부문의 급속한 성장으로 이어져 기술혁신의 가속화와 이로 인한 잠재적인 노동생산성의 향상의 원천이 되고 있다고 할 수 있다.

이러한 호황의 배경에는 1990년대 후반 매우 뚜렷해진 株式市場의 엄청난 붐이 자리잡고 있다. S&P 500지수는 1990년 300선에서 1995년 500을 넘어섰고 2000년 중순에는 1500을 넘게 상승하였고, 첨단기술주를 중심으로 한 나스닥(NASDAQ) 지수는 1991년

500선에 머무르다 1995년 1000을 돌파한 이후 2000년 3월의 정점 5000을 넘어서는 폭등을 보여주었다. 1990년대의 미국 주식시장의 급등은 신경제의 도래라고 하는 이른바 새시대(new era) 신드롬이 기업의 수익증대와 주식투자의 위험 하락에 대한 기대를 불러일으키며 만들어낸 일종의 버블 덕분이었다. 이는 주가수익 비율, 위험프리미엄의 변화 등 실물적 요소로서는 설명이 불가능한 이른바 '非合理的인 熱狂(irrational exuberance)'이었다. 특히 주식시장의 공급은 줄어드는데, 이러한 심리적인 요인을 배경으로 주식수요가 크게 확대되어 株價가 暴騰하였다. 주식투자를 장려하는 다양한 경제정책의 도입을 배경으로 1990년대 들어서 급속하게 증가한 뮤추얼 펀드의 주식보유 확대, 외국자본의 급속한 유입 및 인수합병과 기업의 자사주 매입소각으로 인한 순주식발행의 감소 등이 나타났던 것이다.<sup>(1)</sup> 이러한 주가상승은 이른바 富效果(wealth effect)를 통해 소비지출을 증대하였고, 벤처캐피털 투자의 급등을 통해 투자를 크게 증가하였다.

하지만 이러한 신경제 호황도 勞動者의 삶에는 별반 도움이 되지 않았고, 이 호황은 지속되기 힘든 심각한 巨視的 不均衡에 기초한 것임에 주목해야 한다. 높은 성장과 낮은 실업률에도 불구하고 미국 노동자의 실질임금은 1980년대 이후 1997년까지 계속 하락하였고, 최저임금 수준은 더욱 낮아지고 있다. 또한 미국 내의 빈부격차와 빈곤 문제는 오히려 더욱 심화되고 있다.<sup>(2)</sup> 실제로 실업률은 하락하였지만 이는 주로 1980년대 이후 노동시장의 유연화의 확대와 임시직 노동자의 증대에 기초한 것이었고, 경제 호황에도 불구하고 오히려 노동자의 지위는 더욱 불안정해지고 있다고 할 수 있다. 나아가 기술과 숙련의 중요성으로 인하여 개인의 정보격차가 더욱 심한 사회적 지위와 소득의 불평등으로 이어질 가능성도 존재한다. 사실 총소득에서 노동자의 임금이 차지하는 몫은 1980년대 이후

- 
- (1) 주로 주식에 간접투자하는 일종의 기업연금인 401(k)플랜과 뮤추얼 펀드의 폭발적인 증가가 주식의 需要를 늘린 중요한 요소이며, 미국 기업들이 주가수익 또는 자기자본 수익률을 높이기 위해 자사주를 대거 매입해 소각한 것 그리고 스톡옵션이나 ESOP 등 노동자의 자사주 보유가 늘어난 것이 供給을 줄인 중요한 요소였다. 물론 자사주 매입은 수요를 늘리는 효과도 있었다. 그러나 뮤추얼 펀드는 무리짓기(herd) 행태 등 매우 불안정한 투자행태를 보여주며, 기업들은 회사채나 은행차입을 통해 자사주를 매입함으로써 금융시장의 불안정은 더욱 높아졌다고 할 수 있다. 1990년대 미국 주가의 비합리적인 폭등에 관한 설명은 Schiller(2000)를 참조. Evans(2001)과 Binswanger(1999)의 연구는 최근의 주가가 더 이상 주식배당이나 위험프리미엄 등 실물적 요소를 반영하고 있지 않음을 보여준다.
- (2) 미국 정부의 공식 통계에 의하면 빈곤선 이하 인구는 1973년 11%였으나 1990년대 중반 14%로 상승하였다. 다른 통계에 의하면, 1973년 17%에서 1986년 26%로 상승하였다 [Moseley(1999)]. 전체 소득에서 상위 20%의 미국 가구의 소득이 전체 소득에서 차지하는 비중은 1979년 41.4%에서 1999년 47.2%로 증가하였지만, 하위 60%의 소득 비중은 34.5%에서 29.8%로 감소하였다. 하위 20% 가구 소득에 대한 상위 5% 가구 소득의 비율도 1979년 11.4에서 1999년 19.1로 증가하였다.

지속적으로 감소하였고, 특히 임금몫 중에서도 경영자가 차지하는 부분이 증대한 반면, 생산직과 비감독 노동자에게 돌아가는 몫은 감소하여 소득분배는 더욱 악화하였던 것이다. 결국 신경제로 인한 경제적 성과의 개선은 사회의 일부 집단에게만 집중되고 있으며, 이는 심각한 풍요 속의 빈곤과 사회적 갈등으로 이어지고 있다. 나아가 신경제 호황을 떠받친 소비와 투자 붐의 기반도 매우 취약하다. 뒤에서 자세히 살펴보겠지만, 1990년대 이후 미국 국민들은 과도한 부채에 기초하여 소비지출을 늘렸고 이에 따라 저축률은 급락하였다. 결국 투자 자체의 증가를 일단 무시하면, 임금몫의 감소와 소득분배의 악화에도 불구하고 주식시장의 활황과 부채 증대에 기초한 소비 증가가 총수요의 기반이 되고 있는데, 이는 장기적으로 지속되기 어려울 것이다.<sup>(3)</sup> 결론적으로 말해, 1990년대 후반 이후의 신경제 호황은 주로 IT부문의 투자 붐에 기인한 것이지만, 동시에 심각한 거시적인 불균형을 수반하고 있는 것이다.

### 3. 新經濟의 새로운 要素들

#### 3.1. 新經濟에 관한 論爭

신경제 호황을 배경으로 최근에는 이제 情報技術에 기초한 새로운 시대가 시작되었으며 경제의 변형은 황금기의 성과를 넘어서서 계속 이어질 것이라는 樂觀論이 팽배하였다. 신경제 논의를 처음 제기했던 비즈니스위크(Business Week)지는 IT부문의 높은 투자와 혁신의 가속화에 기초하여 새로운 경제시대가 열리고 있음을 계속 주장해왔다.<sup>(4)</sup> 반면, 다른 편에서는 신경제 논의는 과장된 것이고 인터넷과 컴퓨터 혁명은 전기와 같은 기술혁신에 필적하지 못하는 것이라 반박하고 있다.

많은 경제학자들은 신경제 시대에 들어와 시장구조, 작업조직 등의 변화와 함께 技術革新과 生産性 上昇의 추세가 확실히 변화하였다고 주장한다.<sup>(5)</sup> 실제로 1974년에서 1990년

(3) 임금 몫 감소와 소득분배의 악화에도 불구하고 주식시장 활황, 부채 증가 등이 총수요를 지탱하고 있는 현실에 대한 구체적인 분석은 Palley(2001)을 참조. 노동자의 실질임금의 증대는 98년 이후의 극히 최근의 일이며 이것도 최근의 급속한 노동생산성의 상승과 더불어 나타난 것이었다. 한편 미래이윤에 대한 과도한 기대와 주식시장의 활황에 기초한 투자의 급증 자체도 지속가능한 것이 아니다. 버블의 崩壞는 투자 자체를 크게 감소시킬 수 있고, 궁극적으로 총수요가 총공급을 쫓아가지 않는다면 필연적으로 過剩設備가 나타나게 될 것이다.

(4) 비즈니스위크는 신경제가 세계화와 정보기술혁명의 두 축에 기초하고 있다고 주장해왔다. 이들의 주장에 대해서는 *Business Week*, 1997. 11. 17. 참조.

(5) 거시경제, 시장구조, 고용, 조직의 변화 등 실제로 디지털 경제에서 나타나고 있는 다양한 경제적 변화에 대한 구체적인 연구로는 Brynjolfsson and Kahin(2000)에 실려있는 여러 논문들을 참조.

까지 미국 비농업부문의 노동생산성 상승률은 약 1.3%였고 1991년에서 1995년까지는 1.5%였는데, 1996년에서 2000년까지는 약 2.8%의 높은 상승을 보여주었다. 그러나 고든과 같은 회의적인 거시경제학자는 1995년 이후 나타나는 생산성의 상승은 컴퓨터製造業 외의 분야로는 전혀 확산되지 않고 있고, 그 추세도 경기적인 요인 등을 고려하면 대단한 것이 아니며, 계속 이러한 생산성의 증대가 나타날 것 같지는 않다고 주장한다.<sup>(6)</sup> 그에 따르면, 컴퓨터제조업을 제외한 경제의 95% 이상의 부문에서는 1995년 이후 경기추세를 제거한 생산성 상승이 이전 시기보다 더욱 감소하였다. 나아가, 그는 내구재를 제외한 내구재와 서비스 부문의 생산성은 전혀 변화하지 않았으며, 컴퓨터제조업 이외의 부문에서는 총요소생산성의 증가가 0에 가깝다고 주장한다.

한편 다른 학자들은 1995년 이후에는 확실히 노동생산성 증대가 컴퓨터제조업 이외의 제조업부문에서도 나타나고 있다고 반박하고 있다. 이들은 특히 컴퓨터 등에 대한 투자가 1970년대 이후 꾸준히 증가했음에도 불구하고 그에 따른 생산성 상승이 나타나지 않아서 '生産性 수수께끼 (productivity paradox)' 라 불리다가, 최근에 와서 생산성 상승이 나타나고 있다는 점을 강조한다. 즉 정보기술에 대한 투자가 생산성을 상승시키기 위해서는 인터넷 등 네트워크의 역할이 중요하고, 무엇보다도 대부분의 기술들이 생산성 상승으로 이어지기 위해서는 사회 전체에 충분히 보급되어 擴散(diffusion)되는 과정이 필요하다는 것이다.<sup>(7)</sup> 실제로 컴퓨터와 정보통신기술을 활용한 유연한 재고관리시스템이나 온라인 부품 조달시스템의 구축 및 인터넷을 기반으로 영업하는 온라인 소매업자의 출현 등은 상당한 생산성 향상으로 이어질 것이라 주장된다.<sup>(8)</sup>

그러나 2001년 1분기의 비농업부문 노동생산성 상승은 6년만에 최저치인 -1.2%를 기록하여 노동생산성 상승의 계속에 대한 믿음을 약화시키고 있다.<sup>(9)</sup> 사실 이러한 생산성

(6) 더 자세한 분석은 Gordon(2000)을 참조.

(7) 이와 관련한 대표적인 논의는 David(1999)을 참조.

(8) 사실 많은 신경계 찬양론자들은 이와 같은 주장을 하고 있다(Blinder(2000), Litan and Rivlin(2000), Council of Economic Advisers(2001)).

(9) Jorgenson and Stiroh(2000)는 1995년 이후에는 현격하지는 않지만 컴퓨터제조업 이외에 컴퓨터를 사용하는 부문에서도 총요소생산성이 증가하고 있음을 주장한다. 한편 새로운 데이터와 계측기법을 사용한 Nordhaus(2001)의 연구는 노동생산성의 상승이 다른 부문에도 확산되고 있음을 지적하고 있다. 하지만 이러한 생산성 상승은 다른 시기에도 나타났으며, 장기적으로 지속될 것이라 주장하고 있지는 않다. Roberts(2001)와 Stiroh(2001)의 연구는 더 낙관적인 입장으로 생산성 상승은 구조적인 것이며 장기적으로 지속될 것이라 전망하고 있다. 그러나 Oliner and Sichel(2000)의 주장대로 이 시기의 노동생산성 상승이 주로 IT투자 붐에 기초한 자본심화에 의한 것이라면, IT설비에 대한 투자의 축소는 노동생산성의 하락으로 이어질 가능성이 크며, 최근의 IT투자 감소와 노동생산성 상승의 둔화는 앞으로의 전망을 어둡게 하고 있다.

증대가 역사적으로 새로운 경향인지 그리고 장기적으로 계속될 것인지에 대해서는 여전히 불분명하다. 무엇보다도, 열띤 논의에도 불구하고 노동생산성이나 총요소생산성의 계측에만 주목하는 이들의 논의에서는, 생산성이 향상하였다면 그 원천이 되는 制度的인 變化가 무엇이었는데에 대한 논의가 부재한 것이 한계로 지적할 수 있을 것이다.

정보기술의 역할과 신경제에 대한 논의는 이제 學界를 넘어서서 정부와 정책결정자들에게도 이어지고 있다. 미국 상무성은 '다가오는 디지털 經濟(Coming Digital Economy)' 라는 보고서의 발간을 통해 가장 발빠르게 신경제로 인한 경제의 구조변화에 주목해야 한다고 주장하였다. 이들은 1990년대 미국 산업 경쟁력의 회복과 경제의 성장이 인터넷으로 대변되는 情報通信産業의 발전에 기인한다고 주장한다. 컴퓨터와 통신 하드웨어, 소프트웨어 그리고 관련서비스를 만들어내는 IT부문이 급속히 증가하여 이제 미국 GDP의 약 8%를 차지하며, 1995년에서 1999년까지의 경제 성장의 거의 1/3이 이들 부문의 기여라는 것이다.<sup>(10)</sup> 실제 미국 거시정책의 사령탑인 연준의 입장은 뚜렷하지 않지만, 신경제에 약간은 회의적이었던 그린스펀도 최근에는 경제구조의 중요한 변화를 인정하는 듯한 모습을 보여주고 있다.<sup>(11)</sup>

이러한 신경제 호황에 대해 左派 經濟學者들의 논의도 점차 활발해지고 있다. 마르크스의 논의에 기초해서 경제의 변화를 설명하고자 하는 이들은 역시 利潤率의 變化에 주로 초점을 맞춘다. 브레너는 1980년대 중후반 이후 미국경제의 이윤율이 크게 상승하였으며 이것이 높은 투자와 성장으로 이어졌다고 주장한다. 그는 이윤율 상승의 배경으로 1985년 달러 약세로 인한 수출경쟁력 강화, 그리고 무엇보다도 유연성을 극대화하는 급속한 신자유주의적 구조조정으로 인한 노동자세력의 약화와 임금상승의 억압 등을 들고 있다. 뒤메닐과 레비, 모슬리 등 대부분의 急進 經濟學者들도 노동자의 실질임금 억압과 자본생산성의 점진적 증대에 기초해서 1980년대 중반 이후 미국의 이윤율이 회복하고 있음을 보여준다. 하지만 전반적으로 좌파 경제학자들은 1990년대 후반 주식시장의 버블의 영향을 강조하며 정보통신기술의 혁신적인 역할은 과장된 것이며 대호황도 일시적인 것이라 주장한다.<sup>(12)</sup> 한편, 케인즈의 전통에 서있는 포스트케인지언 경제학자들은 주로 巨視的인 不均衡에 주목하고 있다. 이들은 1990년대 후반의 대호황이 투자 붐에 기초한 것임을 인정하

(10) 최근 이들은 전자상거래의 중요성을 높이 평가하여, 전 경제를 디지털화하고 이러한 부문에서 미국이 미래의 주도권을 쥐기 위해 많은 노력을 기울이고 있다. 자세한 내용은 U.S. Department of Commerce (2000) 을 참조.

(11) 예를 들어 Greenspan (2000). 물론 그럼에도 불구하고, 그는 株式市場의 過熱에 관해서는 계속 경고하며 1995년 이후 무려 6차례나 금리를 인상한 바 있다.

(12) 이러한 시각의 대표적인 주장으로는 Monthly Review Editors (2001) 을 참조.

지만, 이는 주로 버블에 기초한 것이라 주장하며 취약한 총수요의 붕괴가 호황의 붕괴로 이어질 것임을 경고한다.<sup>(13)</sup>

이윤율의 변화를 강조하는 논의들은 주로 경제의 집계변수 차원에서 이윤율 변화에 주목하기 때문에, 1990년대 후반 이후 전개되고 있는 IT 부문의 투자 붐이나 이에 기초한 생산성 상승 등에 대해서는 진지한 논의를 제시하지 않는다. 더 심도깊은 분석을 위해서는 IT 부문의 투자변화와 관련한 금융시장이나 노동시장 등 다른 제도들의 변화에 관하여 더욱 微視的인 논의에 巨視的 불균형에 대한 분석을 결합시키는 노력이 전개되어야 할 것이다. 사실 아직도 황금기만큼 이윤율이 회복된 것은 아니고, 1990년대 이윤율의 점진적인 증대로 1990년대 후반의 급격한 투자증대를 설명하기는 어려우며, 실제로 IT부문의 많은 벤처기업들의 경우, 전통적 의미의 이윤율은 결코 높지 않을 뿐 아니라 오히려 마이너스인 경우가 많다.<sup>(14)</sup> 결국 이러한 부문의 투자는 전적으로 미래에 대한 아마도 잘못된, 과도한 期待利潤率에 기초해서 증가한 것이라 할 수 있으며, 무엇보다도 새로운 기업의 등장으로 인한 경쟁의 격화가 투자증대를 더욱 부추겼던 것이다. 특히 규모수의 체증과 네트워크 외부성 등, 규모와 시장점유율이 커질수록 비용이 줄어들고 수익이 늘어나는 정보통신부문의 특성은 각 기업들이 경쟁압력을 배경으로 투자를 더욱 증가하도록 만들었다고 할 수 있다.<sup>(15)</sup>

반면, 長期波動論의 입장에 서있는 논자들은 전통적인 좌파 경제학자들의 논의를 강력히 비판하고, 정보기술의 역할을 매우 중시하며 신경제 호황이 새로운 장기적 上昇波動의

(13) Palley(2001), Barbera(2001) 등을 참조.

(14) 실제로 모슬리는 1990년대 후반 이윤율이 점프한 것이 아닌데도 경제호황을 이끈 투자붐이 어떻게 나타났을까 하는 의문을 던지고 있다. 그는 명확하지는 않지만 미국내외 외국자본의 유입이 급증한 것을 하나의 배경으로 제시한다(Moseley(1999)). 1980년대 중반 이후 이윤율 회복은 역시 자본생산성 증가와 이윤률의 증가가 함께 작용하여 나타난 것이지만, 이 모든 변수는 1990년대 내내 점진적으로만 상승하였다. 그러나 Brenner(2000)는 1995년 이후의 투자 붐도 역시 근본적으로는 이윤율의 회복에 기인한 것이며, 특히 1998년 이후에는 비제조업 부문의 이윤율 증대가 중요해졌다고 주장한다. 하지만 통계에 따라 이윤율 계산은 조금씩 상이하지만, 미 공식통계는 1998년 이후에는 이윤률과 이윤율이 약간 하락하고 있음을 보여준다. 아무튼 최근의 투자붐은 이윤율 외에 기대와 버블, 신기술에 대한 벤처투자와 경쟁격화 등 다양한 요인이 작용한 것이지만, 장기적으로는 1980년대 중반 이후 이윤율이 특히 전체 기업부문에서(Dumenil and Levy(2001)) 회복되고 있는 것이 뚜렷하다. 그러나 이것이 어느 정도 IT 기술의 덕분인지 그리고 이후에 새로운 장기파동의 상승기로 이어질 지는 아직 뚜렷하지 않다.

(15) 아마도 구체적인 사례는 통신네트워크 산업일 것이다. 규모가 커질수록 더욱 경쟁우위를 확보할 수 있기 때문에 대부분 기업들이 경쟁에 뒤처지지 않기 위해 네트워크 증설에 매달렸는데, 이제는 심각한 과잉공급에 시달리고 있다. 경쟁압력의 증대와 기술혁신과의 관련에 대해서는 Council of Economic Advisers(2001, pp. 34-37), Lerner(1997) 등을 참조.



始作段階라 주장한다.<sup>(16)</sup> 이들은 기술혁신과 생산성 증대는 유기적 구성의 고도화를 억제하고 자본의 가치구성을 하락시켜 임금몹의 압박 없이도 장기적으로 이윤율의 증대로 이어질 수 있다고 주장한다. 즉 인터넷과 컴퓨터 등 정보통신기술이 생산과정을 더욱 유연하게 만들고, 특히 재고관리와 제품의 효율적인 판매를 촉진하여 回轉率을 높여 이윤율이 상승할 수 있다는 것이다. 1990년대 호황의 원인을 주로 기술의 혁신에서 찾는 이들도 신경제 배후의 독특한 제도적인 변화가 무엇인가에 대해서는 별달리 논의하지 않으며, 신경제 호황이 불황으로 급속히 변화할 가능성에 대해서는 외면하고 있다.

결국 신경제 호황과 관련하여 혁신과 생산성 상승, 그리고 신경제의 본질 등에 관해 많은 논의들이 제시되고 있지만, 생산성의 급속한 상승과 경제의 근본적인 구조변화를 주장하기는 어려우며, 호황에 대한 엄밀한 制度的인 分析은 아직 나타나지 않고 있다. 나아가 최근 미국경제의 침체와 불황의 조짐은 호황만이 아니라 신경제의 景氣循環의 본질에 대한 분석을 요구하고 있는 현실이다.

### 3.2. 新經濟와 벤처캐피털

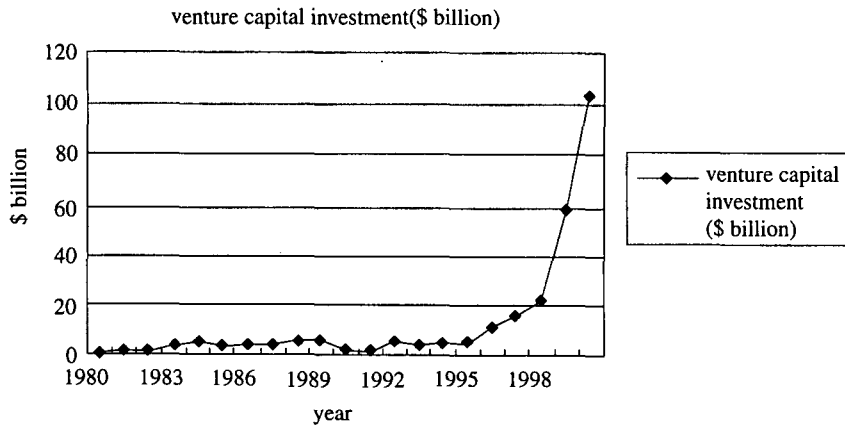
신경제 호황이 주식시장의 폭등과 IT 부문의 투자 붐에 기초하여 부분적으로 혁신과 생산성 상승을 가져다주었고 고성장과 저인플레이로 나타나고 있는 것이라면, 어떤 制度的인 메카니즘이 그 바탕인가를 살펴볼 필요가 있다. 물론 물적인 측면에서 정보기술 자체의 革新의 중요성은 무시하기 어렵다. 특히 신경제 지지론자들이 주장하듯, 정보통신기술은 생산과 다양한 경제활동을 더욱 긴밀히 조정할 수 있으며, 정보통신기술이 충분히 확산되어 이제 생산성 상승이 실제로 나타날 수 있다면, 이는 내연기관이나 전기 등에 필적할 만한 경제적인 혜택을 가져올 수도 있을 것이다.<sup>(17)</sup>

하지만 이러한 기술적인 요소들 외에 1990년대 후반 IT부문의 투자 붐을 가져다준 다른 제도적인 기반들도 매우 중요하다. 무엇보다 중요한 것은 벤처캐피털 시스템으로 대표되는 혁신을 지원하는 독특한 金融시스템이다. 벤처캐피털이란 혁신적인 벤처기업에 대해 初期에 투자하고 이후 주식시장에서 이들 기업을 공개하여 즉 기업공개(IPO: Initial Public Offering)를 통해 수익을 올리는 일종의 파트너쉽 형태의 자본을 일컫는데, 벤처캐피털은 펜션펀드 등 기관투자자 및 대학 기금이나 재단 등 다양한 투자자들로부터 자금을 모아 새로운 기업에 투자한다.<sup>(18)</sup> 미국의 경우 1978년 펜션펀드의 벤처캐피털 투자가 허용된

(16) Hossein-Zadeh and Gabb(2000)을 참조.

(17) 신경제와 정보통신기술의 효과에 대한 균형잡힌 분석은 이코노미스트지의 서베이 참조. *Economist*, 2000. 9. 21.

(18) 벤처캐피털에 관한 상세한 분석은 Gompers and Lerner(1999)를 참조. Hellman and Puri(1999)는 벤처캐피털 투자를 받은 벤처기업들이 신기술을 시장에 최초로 도입하며 혁신을



資料: NVCA(National Venture Capital Association)

〈그림 1〉 最近 美國 벤처캐피탈 投資의 急増

이후 크게 성장하였는데, 벤처캐피탈의 투자액이 미국 전체 R&D투자액에서 차지하는 비중은 1980년대 내내 3-4%였고 1995년까지도 약 4%였으나 1999년에는 20%를 넘었고 2000년에는 30%를 넘게 급등하였다.

벤처캐피탈은 높은 危險을 감수하면서 혁신적인 기업들에게 자금을 제공하고 있는데, 수십 개의 다양한 기업들에 동시에 분산 투자하며, 무엇보다도 투자과정에서 벤처기업들의 경영 성과를 긴밀하게 감시하며 기업에게 관련정보와 조언을 제공한다.<sup>(19)</sup> 또한 몇 차례에 걸쳐 段階的으로 투자하는 벤처캐피탈의 投資過程(stage financing)은 기업이 경영에 더욱 노력을 기울이게 하고, 수익성 없는 사업을 신속히 속아내도록 만든다.

이렇게 벤처캐피탈의 투자를 배경으로 등장하는 벤처기업들은 官僚化된 大企業들보다는 더욱 위험을 크게 감수하며 革新的인 기술을 시장에 도입하는 경향이 있다. 혁신적인 벤처기업들이 대거 등장하고 기존 대기업들과의 경쟁이 강화되자 기존의 기업들도 새로운 기술을 더욱 급속히 도입하여, 결국 이는 경제 전체의 생산성을 향상시키고 가격은 오히려 억제하는 메커니즘이 되었다. 즉 정보통신기술로 인한 생산성 상승이 벤처캐피탈에 기초한 벤처기업의 등장과 경쟁격화로 인해 경제전체에 더욱 급속히 확산되었던 것이다. 물론 벤처캐피탈로 인한 投資擴大의 효과에 대해서는 더욱 엄밀한 분석이 필요하지만 적어

주도함을 실증적으로 보여준다.

(19) 이러한 관점에서, 벤처캐피탈 시스템은 장기적인 투자를 촉진하는 關係指向的 금융시스템과 정보산출과 인센티브 제공에 뛰어난 市場中心의 금융시스템의 장점을 결합시킨 것이라고 흔히 주장된다.

도 IT부문의 경우 이러한 효과는 뚜렷한 것으로 보인다.(20) 이렇게 본다면, 1990년대 후반 미국의 고성장, 저인플레이, 그리고 생산성 상승의 배경에는 기술혁신과 금융시장의 결합 그리고 경제전반의 경쟁격화가 존재하였다고 할 수 있다. 따라서 벤처캐피털 시스템이나 스톡옵션 등과 같은 시스템이 미국에서 더욱 발달했다는 사실이 다른 나라가 아니라 미국에서 혁신에 대한 위협을 감수하는 높은 투자가 나타난 이유로 지적된다.(21)

그러나 이러한 벤처캐피털의 급속한 성장은 특히 1990년대 후반 株式市場의 活況에 의해서만 가능했다는 점을 유의해야 한다. 이들은 IPO를 통한 투자수익의 現金回收가 목표이기 때문에 벤처기업의 실제 수익성은 저조하더라도 주식시장이 활황이기만 하면 높은 수익을 올릴 수 있는 것이다. 결국 벤처캐피털은 일견 장기적인 투자를 촉진하는 것처럼 보이지만 주식시장의 사이클에 매우 민감할 수 밖에 없다. 벤처캐피털 투자의 증대가 버블에 기초한 주식시장의 활황에 크게 의존하고 있는 것이라면 이는 매우 不安定할 것이며, 장기적인 투자를 증대시켜 경제성장에 기여하는 데에는 커다란 한계를 지닐 수밖에 없을 것이다.(22)

그밖에도 미국의 유연한 노동시장 시스템과 스톡옵션 등 成果에 기초한 給與體系도 혁신을 촉진하고 신경제 호황을 이끈 하나의 배경이 되었다고 지적된다. 주식시장이 활황인 상황에서 스톡옵션의 제시는 노동자들이 대기업의 안정적인 직장 대신 벤처기업의 혁신활동에 참여할 유인을 제공했던 것이다. 스톡옵션은 경영자와 노동자가 그들의 기업이 성공적인 IPO를 마칠 때까지는 회사를 떠나지 않게 해주고 이들과 벤처캐피털리스트의 이해를 일치시키는 메커니즘이다. 미국의 경우 대기업을 포함한 경제의 전 부문에서 스톡옵션

(20) 사실 몇몇 연구들은 주식시장의 활황으로 인한 투자증대에 관해 회의적인 결과를 보여준다. Binswanger(1999)에 따르면, 1980년대 이전까지는 주가상승이 기업투자의 증가에 뚜렷한 영향을 미쳤지만 1980년대 이후 특히 버블의 확대와 함께 이러한 관련은 사라졌다고 보고한다. 그러나 정보통신산업의 경우, 넷스케이프와 마이크로소프트, e-toys와 Toys 'R' Us, 아마존과 반스앤노블 등 신생 벤처기업으로 인한 경쟁확대와 기존기업의 투자증가의 사례를 확인할 수 있으며, 경제성장에서 차지하는 IT 부문이 커지고 있음을 고려할 때 이러한 효과는 무시할 수 없을 것이다. 주가, 벤처캐피털 그리고 기업투자에 관해서는 엄밀한 산업별 연구가 필요할 것으로 보인다.

(21) 대표적인 논의로는 Black and Gilson(1999)를 참조. 또한 독일이나 일본 벤처캐피털의 한계에 관해서는 Mandel(2000)을 참조.

(22) Lee(2001)는 관계지향적 금융시스템으로서 미국의 벤처캐피털과 일본의 메인뱅크 제도를 비교하면서, 주식시장의 단기주의에 경도되기 쉬우며 경기순환을 더욱 심화시킬 수 있는 벤처캐피털의 한계를 지적하고 있다. 실제로 곱퍼스는 1980년대 이후 벤처캐피털의 투자에 단기적 금융이득을 쫓는 펜션펀드의 비중이 늘어나면서 신생기업에 대한 투자는 줄어들었으며, 기업들을 너무 일찍 상장하는 'Grandstanding' 현상이 나타났음을 지적한다(Gompers(1995)).

이나 보너스의 제공이 더욱 확대되고 있는 실정이다.<sup>(23)</sup>

이러한 미시적인 기반과 함께, 거시적으로 호황을 떠받쳤던 많은 요소들도 지적되어야 할 것이다. 우선 1990년대 내내 계속 미국내로 유입되었던 海外資本이 미국내의 높은 투자의 기반이 되었다. 사실 미국의 저축률이 무척 낮은 상황에서 투자자금을 공급한 주체는 오히려 외국인이었으며, 이러한 외국자본의 유입이 주식시장의 활황과 미국경제의 경상수지 적자를 떠받쳤던 것이다. 무엇보다도 경제 불황 속에서 1990년대 내내 유지된 日本의 超低金利 政策이 일본자본의 미국유입의 주요한 요인이었다. 실제로 총투자에서 해외투자가 차지하는 비중은 1995년 약 8%에서 1998년 11%, 1999년 22%, 2000년 1분기 26%로 상승하였다. 동시에 앞서 지적하였듯이, 신경제 호황의 가장 중요한 거시적인 요소는 負債에 기초한 家計部門의 과도한 消費支出이었다. 이는 이미 심각한 거시적인 불균형을 낳고 있는데 가구부문의 부채가 개인 가처분소득에서 차지하는 비중은 80년대 중반 이후 급등하여 2000년에는 부채가 가처분소득을 넘어섰다. 줄곧 8%대를 유지하던 개인부문의 저축률은 1990년 이후 급감하여 2000년에는 제로에 이를 정도이고, 개인부문의 총저축이 GDP에서 차지하는 비중도 1960년대 이후 1991년까지 평균 5% 이상을 유지한다. 이후 급속히 감소하여 1999년에는 거의 2%대로 급락하였다. 이에 따라 사적부문의 순수지가 GDP에서 차지하는 비중도 1990년대 초반 이후 급락하여, 1996년에는 급기야 적자로 돌아서 1999년에는 -4%, 2000년에는 -6% 수준으로 심각하게 악화하고 있다.<sup>(24)</sup> 또한 주식시장의 활황이 이른바 富效果를 낳아 소비지출을 증대시키고 이것이 호황의 지속에 도움이 되었을 것이라 주장된다. 즉 주가상승, 소비지출 증대 그리고 경제 호황이라고 하는 好循環이 전개되었다는 것인데, 실제로 1990년대 이후 미국인 전체의 주식투자 비중은 크게 증대하여 주식 가치에 따라 소비지출이 변화될 가능성이 더욱 커졌다고 할 수 있다.<sup>(25)</sup>

(23) 대기업에서 경영자와 전문가들에 대한 보너스와 스톡옵션과 같은 유동적 급여의 비중은 1991년 3.8%, 1994년 6.4%, 2000년 9.6%로 상승하였다. 그러나 스톡옵션의 긍정적인 효과는 오직 주가가 상승하고 있는 경우에만 나타난다는 것에 유의해야 할 것이다. 한편, 지식/정보를 새로운 생산요소로 파악하고 벤처기업의 소유와 노동과정을 분석하는 논의로는 양신규·류동민(2000)을 참조.

(24) 기업저축(이윤)과 개인저축을 합한 총저축에서 총투자를 뺀 것이 사적 부문의 수지이다. 투자가 높은 반면, 소비 증대로 인해 저축이 감소하면 당연히 이 수지는 감소하게 된다. 사적 부문의 적자는 정부부문의 흑자와 무역부문의 적자와 사후적으로 일치한다.  $(S-I=G-T+X-M)$

(25) 부효과크기에 대해서는 논란이 있다. 사실 미국 총주식의 80% 이상을 상위 5% 가정이 보유하고 있으므로 주가상승으로 인한 경제전체의 소비증대 효과는 그리 크지 않을 수도 있다. 그러나 주식시장의 활황은 미래 경제에 대한 기대를 더욱 낙관적으로 만들어 주식을 보유하고 있지 않은 사람의 소비증대를 낳을 수도 있다. 최근의 주식시장 호황과 부효과에 대

결국 미국의 신경제 호황은 기술혁신에 금융시장이나 노동시장 등 제도적인 요소들이 함께 결합되어 나타난 것이며, 그 배경에 부효과와 부채에 기초한 소비지출, 그리고 해외 자본 유입의 증가가 자리잡고 있는 것이었다. 그러나 이렇게 기업의 높은 투자지출과 가계의 과도한 소비지출에 기초하고 있는 신경제 호황은 동시에 상당한 脆弱性을 내포하고 있는 것이다. 기업의 投資支出은 경기와 특히 주식시장의 변화에 매우 민감하며, 높은 부채에 기초한 家計消費도 지속적으로 유지되기 힘들다고 할 수 있다. 버블로 인한 주가 폭등은 언제든 버블의 붕괴와 함께 주가 폭락으로 이어질 수 있고 이는 대호황을 대불황으로 몰고 갈 가능성도 있다. 즉 기술혁신과 금융시장이 결합되고 있는 신경제 시대에는 경기순환이 사라진 것이 아니라 경제의 불안정과 경기순환의 진폭이 더욱 확대될 가능성도 있는 것이다.

## 4. 新經濟의 沒落

### 4.1. 急轉 直下의 新經濟

신경제 시대에는 경기변동조차 사라질 것이라는 장밋빛 주장과는 달리 모든 자본주의 시스템이 그렇듯 오랜 호황이 영원한 것은 결코 아니었다. 2000년 4/4분기 이후에는 모든 경제적 지표가 경기 급락을 보여주고 있으며 불황에 대한 우려가 확산되고 있다. 실제로 경기선행지수, 제조업구매지수 등은 2000년 말 이후의 경기 급락을 예고하고 있으며, 산업생산의 성장을 보여주는 산업생산지수는 2000년 하반기 이후 마이너스 성장을 하고 있다. 나아가 기업들의 연구개발투자 성장도 1999년 9.8%, 2000년 10.3%에서 2001년 6.5%로 하락하여 장기적 성장잠재력의 저하도 지적되고 있다. 경기침체는 호황기에 과다하게 투자되었던 설비의 가동률이 떨어져 過剩設備의 문제를 심각하게 만든다. 연준은 2001년 2월 미국 제조업 가동률은 78.1%로 지난 9년간 최저수준이며 특히 기술부문의 과잉설비문제가 심각하다고 보고하였다. 그 무엇보다도 이전 신경제 붐과 생산성 상승의 원동력이었던 投資가 急減하고 있다는 것이 가장 큰 문제라 할 수 있다. 2000년 4/4분기의 경제성장률은 1%였고 2001년 1분기에는 1.3%로 예상보다 높았지만, 이는 소비의 지속적인 증대에 의한 것이었다. 반면 투자는 2000년 말부터 급감하고 있으며, 특히 정보기술 관련 투자가 급속히 축소하고 있다.<sup>(26)</sup>

해서는 Poterba (2000)를 참조.

(26) BEA에서는 민간투자 항목 중 정보처리 설비와 소프트웨어에 대한 투자도 따로 발표하고 있는데, 이 항목은 2001년 1/4분기에 연간 변화율로 환산하면 약 -6.5%로 크게 하락하였다.

〈表 4〉 最近 美國 固定投資 增加率(實質值, %)

	1998	1999	00 1/4	00 2/4	00 3/4	00 4/4	01 1/4
비주거용 고정투자	10.1	12.6	21.0	14.6	7.7	-0.1	1.1
설비와 소프트웨어	15.0	14.1	20.6	17.9	5.6	3.3	-2.1

註: 각 분기의 수치는 계절조정후 연간 변화율로 환산한 값.

資料: BEA, *National Income and Products Accounts*.

이러한 투자의 감소는 노동생산성의 하락, 그리고 단위노동비용의 증대로 이어져 기업의 收益性을 더욱 압박하게 될 것이다. 2001년 1/4분기 노동생산성 상승은 거의 제로였지만 임금상승률은 5.2%에 달했고, 지난 세 분기 동안 단위노동비용은 최근 10년간 가장 높은 수치인 4.3%나 증가하였다. 이에 따라 2001년 1/4분기 심각한 경기침체 속에서 미국 900대 기업들의 이윤은 전년 동분기에 비해 15%의 매출액 증가에도 불구하고 25%나 감소하였으며, 이러한 현상은 통신, 컴퓨터, 소프트웨어 그리고 반도체 등 신경제 기업에서 가장 심각하게 나타나고 있다(*Business Week*, 5. 21.). 미국경제의 침체가 더욱 극명하게 드러나는 곳은 다름 아닌 주식시장이다. 나스닥은 2000년 3월 5000을 돌파하였으나 연말에는 2400대로 연초에 비해 사상 최악인 39%나 하락하였고 다우지수도 6% 하락하여 81년 이후 최악을 기록하였다. 2001년 4월 현재 나스닥은 1800선이 붕괴되어 고점대비 약 70%나 폭락하였다가 2100을 회복하였고, 다우지수도 10000선이 일시적으로 붕괴되었다. 이제 많은 경제학자들은 2001년은 1.5%대 또는 그보다도 낮은 저성장을 예측하고 있고 경기는 연말 이후에야 회복될 것이라 전망하고 있다.

왜 갑자기 신경제가 몰락하고 있는가를 설명하기 위해서는 신경제 시대의 景氣循環의 특징에 관한 더욱 진지한 논의가 필요할 것이다. 기본적으로 현재의 경기침체는 급속한 투자 붐에 뒤따라 나타나는 投資 不況의 성격을 띠고 있다. 앞서 살펴보았던 90년대 후반의 대호황은 급속한 투자 증가에 기반한 것이었고, 주식시장의 활황은 투자와 소비 증가를 더욱 촉진한 바 있다. 사실, 기업의 투자는 케인즈가 지적했듯 미래이윤에 대한 기대에 기초하는 것인데, 새로운 미래에 대한 믿음이 기대를 더욱 과도하게 만들어 높은 투자와 신경제의 호황을 이끈 것이었다. 게다가 주식시장의 버블 등 好況 期待感(boom euphoria)은 벤처캐피탈의 증가 등 금융시장이 투자를 더욱 촉진하게 만들었다. 자본주의의 경기순환은 호황기에는 미래에 대한 낙관적인 기대에 기초해서 신용이 확대되고 이것

한가지 낙관적인 지표는 재고투자가 크게 감소하여 제조업의 재고조정이 막바지에 다다랐을 가능성이 있다는 것이다.

이 투자를 촉진하지만, 기업의 금융구조를 점점 더 취약하게 만드는 경향이 있다.<sup>(27)</sup> 주식시장의 활황도 이와 유사하게 기업의 투자 특히 벤처캐피탈의 투자를 증대하였고, 신생 기업의 등장으로 인한 기업들간의 競爭壓力은 호황기에 투자를 더욱 촉진시키는 주요한 요인이었다. 특히 네트워크 외부성과 규모수익 체증 등 정보통신기술의 특성은 기업이 투자를 확대하여 시장을 장악하는 것이 경쟁력에 더욱 큰 도움이 되기 때문에 투자를 더욱 촉진시킨다. 즉 미래에 대한 기대, 주식시장의 버블 그리고 경쟁압력 심화와 정보기술의 특징이 높은 투자와 과잉축적을 더욱 심화시켰던 것이다.<sup>(28)</sup>

그러나 과도한 투자 경쟁으로 기업의 수익성이 악화되고 이제 주식시장의 버블이 꺼져 투자자와 소비자가 감소하고 불황이 닥쳐오고 있는 것이다. 과도한 경쟁은 결국 기업 수익성의 압박으로 이어지고 취약해진 기업의 금융구조는 경제를 더욱 불안정하게 만들게 된다. 미래에 대한 낙관적인 전망에만 기초하여 투자를 증대했던 닷컴기업들 필두로 한 많은 기업들이 기대했던 이윤을 내지 못하고 사람들의 미래전망이 바뀌자 주식시장의 버블이 꺼지게 되었고, 버블의 붕괴는 사람들의 기대를 완전히 반대로 돌려 주식시장을 폭락으로 몰아 갔다. 또한 급속히 증가했던 투자에 기초해서 만들어진 제품이 팔리지 않고 기업의 이윤이 하락하게 되자, 이제 이전의 높은 투자가 도리어 기업들에게는 심각한 부담이 되고 있는 것이다. 사실 2000년 이후 대부분 미국 정보통신부문 기업들의 실적과 수익성은 악화되고 있으며, 이는 다시 기업의 투자감소와 주가의 하락이란 악순환을 낳고 있다. 나아가 주가 하락이 역의 부효과를 가져다줄 것을 고려하면 다가올 불황은 더욱 심각할 수도 있다. 이러한 신경제 시대의 경기순환은 고전적 경기순환에 금융시장, 기대, 그리고 기술적 요인이 결합된, 아마도 마르크스-케인즈-민스키 循環(Marx-Keynes-Minsky cycle)이라 불릴 만한 것이다. 실제로 이코노미스트지는 미국의 투자 붐 그리고 투자불황은 인플레이 조절을 위한 중앙은행의 개입과 관련된 경기순환보다는 마르크스가 분석했던 古典的인 景氣循環의 특징을 띠고 있다고 지적하고 있다.<sup>(29)</sup> 즉 신경제 시대에도 이윤동

(27) 이것이 민스키의 金融不安定 假說인데, 그는 호황기에 기업의 금융구조는 신용확대와 이에 기초한 투자확대로 인해 강건한 체제에서 취약한 체제로 변화되며 결국 공황으로 이어져 경제의 불안정을 낳는다고 주장한다(Minsky(1986)). 민스키의 이론을 주식시장 등 자본시장에 까지 확대시킨 논의로는 Toporowski (1999)를 참조.

(28) 이는 마르크스가 이미 분석한 전형적인 자본주의의 경기순환이 기대와 버블 그리고 정보기술의 특성으로 인해 더욱 증폭된 것이라 할 수 있다. 크로티는 마르크스의 논의를 따라 불황기에 競爭壓力으로 인해 強制된 投資(competition-coerced investment)가 나타난다고 지적했지만, 신경제 시대에는 호황기에도 이러한 경쟁압력과 그로 인한 투자가 더욱 강화된다고 할 수 있을 것이다(Crotty(1993)).

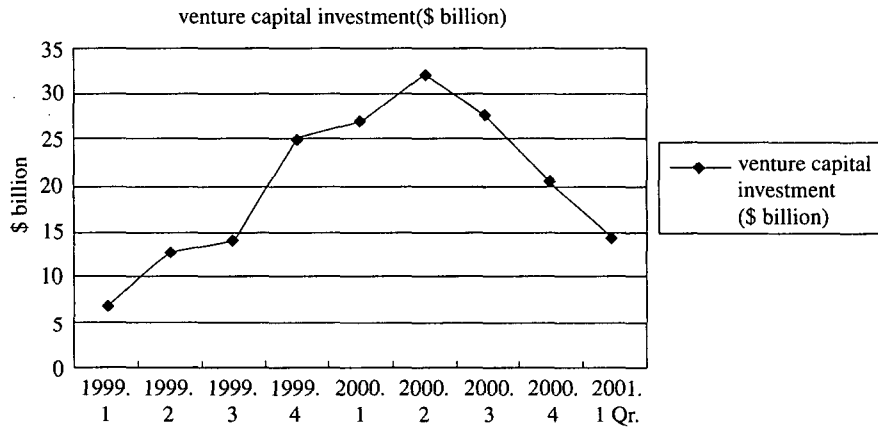
(29) 이러한 미국의 1990년대 투자 붐과 불황의 사이클은 일본의 1980년대 투자 붐과 그 이후 나타난 장기불황과 유사하여, 미국경제의 앞날에 더욱 우려를 던져주고 있다(Economist, 2001).

기를 추구하는 자본주의의 불안정과 자본의 축적논리에 의한 경기순환은 여전하며, 더욱 중요한 것은 이러한 순환의 사이클이 신경제 호황을 가져온 여러 요인들로 인하여 더욱 증폭되고 있다는 점이다.

4.2. 새로운 形態의 不況 可能性

사실 가장 심각한 문제는 주식시장의 붕괴와 경기침체가 신경제의 호황을 지탱했던 여러 요소들을 완전히 거꾸로 돌려 이전의 불황과는 다른 더욱 심각한 대불황을 낳을 가능성이 있다는 것이다.<sup>(30)</sup>

우선, 주식시장의 폭락으로 인해 IPO를 통한 높은 수익을 좇는 벤처캐피털의 투자활동이 급속히 축소되고 있다. 실제로 한 보고에 따르면 벤처캐피털의 투자는 2000년 3/4분기 278억 달러, 4/4분기 204억 달러, 2001년 1/4분기 145억 달러로 3분기 연속 감소하고 있다.<sup>(31)</sup> 이는 아직 1999년의 수치보다는 높은 수준이지만, 3분기 연속 벤처투자의 감소는 1987년 주식시장 붕괴 이후 처음 있는 일이다. 이렇게 벤처캐피털의 위축이 계속되면 새로운 벤처기업에 대한 創業과 革新活動이 약화되고 이는 기술혁신과 생산성의 停滯로 이



資料: NVCA(National Venture Capital Association) and Venturewirenet

<그림 2> 最近 벤처캐피털 投資의 減少

3. 10].

(30) 얼마 전까지 신경제의 도래를 강력히 주장했던 비즈니스위크의 마이클 만델은 최근에는 이른바 '인터넷 恐慌'의 도래를 주장하고 있다(Mandel(2000)).

(31) www.venturewire.net의 통계를 참조. 출처에 따라 데이터는 약간의 차이를 보이고 있다. 예를 들어 National Venture Capital Association(www.nvca.org)에 따르면, 그 액수는 2000년 2분기 276억 달러, 3분기 286억 달러, 그리고 4분기 204억 달러이다. 벤처캐피털 투자는 2000년 하반기 이후에는 확실히 크게 감소하고 있는 추세이다.



어질 가능성이 있는 것이다. 새로운 경쟁자들로부터의 압력이 악화되면 기존 기업들도 새로운 기술의 도입과 혁신 활동에 더 적은 투자를 하게 되고, 자신의 제품가격을 인상시킴으로써 오히려 인플레이션이 심화될 가능성이 있는 것이다.

결국 고투자, 고성장, 저인플레이, 높은 생산성으로 특징지워졌던 신경제의 호순환이 이제 불황기에는 저투자, 저성장, 고인플레이, 생산성 정체, 악순환으로 변화할 수도 있는 것이다. 이는 주식시장과 결합된 벤처캐피탈 등 신경제의 기초가 되었던 금융시스템이 오히려 신경제 불황을 더욱 악화시키는 메카니즘으로 작동함을 의미한다.<sup>(32)</sup> 실제로 2001년 들어서서 이전의 대호황을 주도하였던 IT부문의 출하액도 2001년 1월에는 전년 12월에 비해 2.8% 감소하였고 2월에는 다시 3.1% 감소하였다.<sup>(33)</sup> 이렇게 미국경제가 급속히 불황에 접어들자, 최근에는 연/경착륙 논쟁 대신 U, L, V자 형 중 어떤 경기회복이 가능할 것인지 그리고 어떠한 거시경제정책이 필요한지에 대한 논의가 나타나고 있다. 그러나 過剩蓄積으로 인한 이러한 불황에서는 금리인하와 같은 전통적인 擴張的 巨視政策이 경제에 만연한 과잉설비 등의 문제를 해결하는 데는 그다지 큰 도움이 되지 못한다는 문제가 있다.<sup>(34)</sup>

나아가 경제가 침체하면 호황기에는 감추어졌던 미국경제의 심각한 내부 문제점들이 현실로 드러나게 될 수도 있다. 무엇보다도 기업과 가계의 높은 부채가 경제에 어려움을 던져 줄 것이다. 이미 순저축이 마이너스 상태이고 可處分所得과 負債가 거의 같은 수준인 미국 가정은 불황기에 소비지출을 줄여 불황을 더욱 심화시킬 것이며, 주가 하락으로 인한 역의 부효과는 이를 더욱 악화시킬 것이다. 높은 부채를 안고 높은 투자를 행했던 기업들도 불황기에는 더욱 취약해질 것이고, 실제로 2000년 하반기 이후 企業不渡率은 증대하고 있다. 이러한 불황은 특히 노동자들에게 더욱 심각한 타격을 미치게 될 것이다. 이미 급속히 성장한 IT부문을 필두로 계약직 등 臨時職 雇傭의 비중이 커진 상황에서 불황은 이들의 일자리를 가장 먼저 없애버릴 것이다. 또한 스톡옵션 등 성과급의 임금제는 불황기에 이들의 임금을 더욱 감소하게 만들고 이는 또한 소비지출의 감소와 불황의 악화로 이어질 것이다. 즉 혁신과 신경제 호황에 도움이 되었던 유연한 노동시장과 스톡옵션 등

(32) 마이클 만델은 이런 의미에서 이전의 景氣循環(economic cycle)이 技術循環(tech cycle)으로 대체되었다고까지 주장한다(Mandel(2000)). 그는 기술순환에서는 호순환에 기초한 호황의 규모가 컸던 만큼 악순환으로 인한 불황의 심각성도 클 수밖에 없다고 강조한다. 그러나 신경제 시기에도 자본주의적 경기순환의 본질은 여전함에 주목해야 한다.

(33) 2001년 상반기 현재 자동차, 건설 등 금리에 민감한 구경제 부문이 신경제 하이테크 부문의 침체를 상쇄하여 심각한 경기침체를 막고 있는 현실이다(*Business Week*, 2001. 4. 16.).

(34) *Business Week*, 2001. 4. 30.

의 제도도 불황기가 되면, 심각한 경제적 어려움을 낳을 수 있는 것이다. 실제로 3월 53,000개, 그리고 4월에는 무려 223,000개의 정규직 일자리가 사라졌으며 임시직은 이미 1월부터 크게 감소하고 있는데, 이는 1990-1991년 불황 이후 최초의 현상이다. 아직은 노동시장이 여전히 타이트하고 높은 임금상승으로 견조한 소비추세가 유지되고 있지만, 앞으로 실업문제가 심각해진다면 소비지출의 감소가 경기침체를 악화시킬 수도 있다.<sup>(35)</sup>

또한 미국경제의 불황이 外國資本의 流出로 이어진다면 더욱 심각한 결과가 발생할 지도 모른다. 이미 엄청나게 투자되어 있는 외국자본이 미국 밖으로 이탈한다면, 달러화의 가치절하가 나타날 것이고 이는 외국자본의 이탈을 더욱 부추기게 될 것이다. 자본유입이 줄어들면 이미 역사상 최고수준인 貿易收支 赤字 문제가 부각될 것이다. 미국의 불황과 무역수지 적자로 인한 다른 나라 제품에 대한 수요 감소는 세계적인 불황을 낳을 가능성도 있다. 한편 자본유출을 막기 위해 연준이 高金利 政策을 쓴다면 이미 불황에 빠진 경제를 더욱 심각한 나락에 빠뜨리게 될 것이다. 물론 이런 최악의 시나리오가 일어날 가능성이 크지는 않다. 무엇보다 연준이 계속적으로 금리를 인하하고 있고, 또한 10년의 호황 동안 많은 부를 쌓아놓고 있는 미국의 가계와 기업들도 일시적인 불황은 극복할 수 있을 것이다. 하지만 다가오는 심각한 대불황의 가능성을 봉쇄하기 위해서는 즉각적인 정부의 수요창출 노력, 주식시장의 과도한 불안정에 대한 대응, R&D 등 혁신활동 자체에 대한 대대적인 지원 그리고 소득분배의 개선과 최저임금 인상, 사회안전망의 확충 등을 위한 적극적인 정부의 경제정책이 요구되고 있다.

결국 미국의 신경제 호황과 최근의 경기침체는 어떤 자본주의 시장경제도 경기순환으로부터 자유로울 수 없음을 웅변한다. 신경제 호황은 금융시장 등 여러 제도적인 메카니즘에 기초하여 혁신과 생산성 상승을 가속화한 투자 붐에 기초한 것이었지만 그 기초는 상당히 취약하였고, 결국 불황으로 이어지게 되며, 나아가 호황이 전례가 없었던 만큼 불황도 더욱 심각할 가능성이 있다. 신경제 시대에는 정부의 通貨政策으로 인한 인플레이션의 변동과 경기순환과의 연관이 약화된 반면, 혁신과 관련된 투자 붐과 불황의 가능성, 이른바 기술순환의 가능성이 더욱 강화된 것이다. 이러한 심각한 경기순환을 안정화시키기 위해서는 적극적인 경제정책에 기초한 새로운 制度的 메카니즘이 확립되어야 할 것이다. 즉 안정적인 총수요 보장과 함께 무엇보다도 成長과 分配를 적절히 조화시키는 정책이 필수적인 것이다. 사실 신경제 호황에도 불구하고 미국내 대부분 노동자의 처지는 그다지 개선되지 않았으며, 빈곤과 소득분배 문제는 더욱 심각해지고 있다는 점에서, 최저임금제

(35) 무엇보다도, 이미 높아진 노동생산성으로 인해 기업들이 더욱 적은 노동자를 가지고 더 많은 생산을 할 수 있다는 점이 실업문제를 더욱 심각하게 만들 수도 있다.

등 경제성장의 과실을 전 국민이 나누기 위한 적극적인 정책이 진지하게 고려되어야 할 것이다. 나아가 長期的으로는 시장의 과도한 불안정을 적절히 規制하고 사회적으로 투자를 調整하는 것이 안정적 경제성장을 위해 필요할 것이다. 물론 이 경우, 어떻게 급속한 혁신과 성장을 위한 인센티브를 사회가 제공할 것인가, 시장메카니즘과 사회적인 조절을 어떻게 결합시킬 것인가가 핵심적인 문제로 제기할 것이다.

## 5. 맺 으 며

1990년대 후반 이후 미국의 신경제 호황은 기본적으로 정보통신부문을 중심으로 한 투자자에 기초한 것이었다. 급속한 정보통신기술의 발달에 벤처캐피털 등 금융시장이 결합되어 혁신적인 벤처기업들이 대거 등장하여 경제전반의 경쟁이 심화되었고 결국 투자와 성장의 증대가 나타났던 것이다. 그러나 동시에 이러한 신경제 호황은 미래에 대한 과도한 기대 속에서 나타난 주식시장의 폭등, 그리고 소득을 넘어서는 과도한 부채에 기초한 소비지출의 증대 등 취약점을 내포하고 있는 것이었다. 이러한 신경제도 자본주의의 경기순환을 극복한 것은 결코 아니며, 실제로 올해는 급속한 경기침체가 現實化되고 있다. 특히 다가오는 불황은 주가 폭락, 혁신에 대한 투자위축 그리고 경쟁약화 등이 이전의 호순환을 역전시켜 더욱 길고 심각한 경제침체로 이어질 가능성도 존재한다. 신경제의 호황과 다가오는 불황은 어떤 자본주의 경제도 경기순환으로부터 자유롭지 못하며, 신경제 시대에는 경기순환이 더욱 증폭될 가능성이 있음을 보여주는 것이다. 이미 경기침체가 나타난 2001년 상반기 현재 미국경제의 문제는 이제 얼마나 빨리 경기가 회복될 것인가 하는 것이다. 短期的으로는 얼마나 오래 소비지출의 증가가 지속되고 투자가 회복될 것인가, 그리고 長期的으로는 기술혁신과 투자증대로 인한 생산성 상승의 이득이 얼마나 클 것인가 하는 것이 미국경제의 미래를 결정지을 것이다.

이러한 미국 신경제의 현실은 한국에도 상당한 示唆點을 던져준다. 미국에 불황이 도래한다면, 미국에 대한 전기전자부문의 輸出依存度가 큰 한국경제가 직격탄을 맞게 될 것이고, 미국의 주식시장은 이미 한국 주식시장에 엄청난 영향을 미치고 있다. 이러한 영향은 차치하더라도, 미국 신경제 호황과 불황은 한국경제가 신경제 호황을 누리기 위해 어떤 제도적인 기반이 필요한가를 보여준다. 사실 한국에서도 위기 이후 재벌체제의 약화를 배경으로 벤처기업들의 등장 그리고 코스닥의 활황이 전개되었다.<sup>(36)</sup> 그러나 현재는 기술적

(36) 위기이후 한국의 벤처기업의 성장과 문제점에 관해서는 이재희(2000)를 참조.

기반과 수익모델이 뚜렷하지 못한 많은 벤처기업들이 몰락하고 그야말로 비합리적인 열광 또는 금융사기에 기초한 코스닥의 거품이 꺼진 상태이다.

한국경제가 신경제의 혜택을 받기 위해서는 무엇보다도, 혁신적인 벤처기업들의 성장을 지원할 수 있고 효율적으로 작동하는 벤처캐피털을 포함한 금융시스템의 확립이 핵심적이다. 미국의 벤처캐피털들이 벤처기업들과의 긴밀한 관계에 기초하여 이들 기업에 대한 적절한 모니터링의 역할을 성공적으로 수행했다는 점에서 한국의 투자자들도 기업과의 긴밀한 협력에 기초하여 혁신을 지지하는 역할을 떠맡아야 할 것이다. 물론 미국과 다른 한국의 특수성과 미국식 시스템의 문제점이 고려되어야만 한다. 한국의 금융시스템이 국가의 역할이 컸던 關係指向的인 銀行主導的인 시스템이었고, 또한 주식시장의 불안이 경제의 불안정을 가져오고 있다는 점을 고려할 때, 우리는 주식시장에 대한 무분별한 의존보다는 다양한 금융기관들과 기업들의 적절한 관계확립을 위해 더욱 노력해야 할 것이다. 이 과정에서 정부도 혁신을 지원하는 더욱 적극적인 역할을 담당할 수 있을 것이다.<sup>(37)</sup> 또한 노동자의 참여를 극대화하는 적절한 벤처기업의 소유경영구조와 지배구조를 만들어내야 할 것이며, 이와 함께 경제변동에 따른 고용불안정을 보완하는 적극적인 勞動市場政策과 福祉政策을 펴나가야 할 것이다. 무엇보다도, 사회 전체적으로 혁신을 지지하기 위한 적극적인 教育制度와 나아가 투자와 혁신 활동에 대한 사회적인 지원과 조절이 요구된다고 할 수 있다. 이렇게 경제적 성장과 안정 그리고 분배를 동시에 추구하는 노력들에 기초해서 혁신적인 신생 벤처기업들이 대기업과 적극적으로 경쟁할 때 한국경제는 더욱 安定的인 新經濟 好況을 누릴 수 있을 것이다.

서울大學校 經濟學部 教授

151-742 서울특별시 관악구 신림동 산56-1

전화: (02)880-6374

팩시: (02)888-4454

E-mail: soohaeng@plaza.snu.ac.kr

University of Massachusetts, Amherst

Department of Economics 博士過程

(37) Singh 등은 IT기술의 혁신과 IT부문의 성장이 꼭 주식시장에 기초할 필요는 없음을 강조하고 있다. 특히 많은 개도국의 경우 정부의 적극적인 역할에 기초한 관계지향적 금융시스템이 더욱 효과적일 수 있다고 주장한다(Singh et al.(2000)).

전화: 1-413-582-0995

E-mail: kkleee@econs.umass.edu

### 參 考 文 獻

- 양신규 · 류동민(2000): 『신경제와 벤처현상의 이해』, 경제와 사회.
- 이재희(2000): “벤처기업, 재벌, 한국의 산업정책,” 한국사회경제학회, 경제발전학회 공동학술대회 발표논문.
- Barbera, Robert J.(2001): “The Bursting of the Bubbles in U.S. Technology Shares and the Deconstruction of Greenspan’s Brave New World,” Paper presented at 11th Annual Hyman Minsky Conference, Jerome Levy Economics Institute.
- Binswanger, Mathias(1999): *Stock Markets, Speculative Bubbles and Economic Growth: New Dimensions in the Co-evolution of Real and Financial Markets*, Cheltenham, U.K. and Northampton, Mass., Edward Elgar.
- Black, Bernard S., and Ronald J. Gilson(1999): “Does Venture Capital Require an Active Capital Market?,” *Journal of Applied Corporate Finance*, Winter.
- Blinder, Alan(2000): “The Internet and the New Economy,” *Policy Brief*, 60, Brookings Institution.
- Brenner, Robert(1998): “The Economics of Global Turbulence,” *New Left Review*, 229.
- \_\_\_\_\_ (2000): “Boom and Bubble,” *New Left Review*, 6.
- Brynjolfsson, Erik, and Brian Kahin(2000): *Understanding the Digital Economy: Data, Tools, and Research*, The MIT Press.
- Bureau of Economic Analysis(2000): *Measuring the New Economy*.
- Council of Economic Advisers(2001): *Economic Report of the President*, United States Government Printing Office.
- Crotty, James(1993): “Rethinking Marxian Investment Theory: Keynes-Minsky Instability, Competitive Regime Shifts and Coerced Investment,” *Review of Radical Political Economics*, 25, 1-26.
- David, Paul(1999): “Digital Technology and the Productivity Paradox: After Ten Years, What Has Been Learned?,” prepared for presentation to the Conference Understanding the Digital Economy: Data, Tools and Research, held at the U.S. Department of Commerce,

- Washington, D.C.
- Dumenil, Gerard, and Dominique Levy(2000): *The Profit Rate: Where and How Much Did It Fall? Did It Recover?(USA 1948-1997)*, CEPREMAP.
- Evans, Lawrence(2001): “The Shrinking of Equity and the US Stock Market Boom,” Mimeo, University of Massachusetts.
- Gompers, Paul A.(1995): “The Rise and Fall of Venture Capital,” *Business and Economic History*, **23**.
- Gompers, Paul A., and Josh Lerner(1999): *The Venture Capital Cycle*, MIT Press.
- Gordon, Robert(2000): “Does the “New Economy” Measure up to the Great Inventions of the Past?,” *Journal of Economic Perspective*.
- Greenspan, Alan(2000): “Structural Change in the New Economy,” Speech at National Governors’ Association, 2000. 7. 11.
- Hellman, Thomas, and Manju Puri(1999): “The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital,” Graduate School of Business, Research Paper **1561**, Stanford University.
- Hossein-Zadeh, Ismael, and Anthony Gabb(2000): “Making Sense of Current Expansion of the US Economy: A Long Wave Approach and a Critique,” Mimeo.
- Jorgenson, Dale W., and Kevin J. Stiroh(2000): “Raising the Speed Limit : Economic Growth in the Infomation Age,” *Brookings Papers on Macroeconomics*.
- Lee, Kangkook(2001): “A Tale of Two Relationship-based Financial Systems: Main Bank System vs. Venture Capital System,” Mimeo, University of Massachusetts.
- Lerner, Josh(1997): “An Empirical Exploration of a Technology Race,” *Rand Journal of Economics*, **28**, **2**.
- Litan, Robert E., and Alice M. Rivlin(2000): “The Economy and the Internet; What Lies Ahead?,” *Conference Report*, **4**, Brookings Institution.
- Mandel, Michael(2000): *Coming Internet Depression*, Basic Books.
- Minsky, Hyman(1986): *Stabilizing Unstable Economy*, Yale University Press.
- Monthly Review Editors(2001): “The New Economy: Myth and Reality,” *Monthly Review*, **52**, **11**.
- Moseley, Fred(1999): “The United States Economy at the Turn of the Century: Entering a New Era of Prosperity,” *Capital and Class*, **67**.

- Nordhaus, William D.(2000): "Productivity Growth and the New Economy," NBER Working Paper **8096**.
- Oliner, Stephen D., and Daniel E. Sichel(2000): *The Resurgence of Growth in the Late 1990s: Is Information Technology the Story?*, Washington D.C. Federal Reserve Board.
- Palley, Thomas I.(2001): "Contradictions Coming Home to Roost: Income Distribution and the Return of the Aggregate Demand Problem," Paper presented at 11th Annual Hyman Minsky Conference, Jerome Levy Economics Institute.
- Poterba, James K.(2000): "Stock Market Wealth and Consumption," *Journal of Economic Perspective*, Spring 2000.
- Roberts, John(2001): "Estimates of the Productivity Trend Using Time-Varying Parameter Techniques," Federal Reserve Board Working Paper **2001-08**.
- Schiller, Rorbert(2000): *Irrational Exuberance*, Princeton University Press.
- Singh, Ajit, Singh Alaka, and Bruce Weisse(2000): "Information Technology, Venture Capital and the Stock Market," Mimeo.
- Stiroh, Kevin(2001): "Information Technology and the US Productivity Revival: What do the Industry Data Say?," Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 115.
- Toporowski, Jan(1999): "Monetary Policy in an Era of Capital Market Inflation," Working Paper **279**, Jerome Levy Economics Institute.
- U.S. Department of Commerce(2000): *Digital Economy 2000*.