



Επιστημονική Εργασία υπό Εξέλιξη (Working Paper) No. 752

Η ανισότητα και η χρηματοοικονομική συμπεριφορά των νοικοκυριών στην «εποχή των καταναλωτών»

Barry Z. Cynamon
Federal Reserve Bank of St. Louis

Steven M. Fazzari*
Levy Economics Institute of Bard College
Weidenbaum Center on the Economy, Government and Public Policy

Φεβρουάριος 2013

* Οι συγγραφείς ευχαριστούν τους William Emmons, Bryan Noeth και Charles Gascon για τις ενδιαφέρουσες συζητήσεις που είχαμε μαζί τους, οι οποίες συνέβαλαν στη βελτίωση του κειμένου, και για τη βοήθεια σχετικά με τα στοιχεία από το Survey of Consumer Finances. Είμαστε ιδιαίτερα ευγνώμονες στον Mark Zandi που μοιράστηκε μαζί μας τα στοιχεία που είναι απαραίτητα για την ανάλυση σε αυτή την εργασία. Θέλουμε να ευχαριστήσουμε την Ομοσπονδιακή Τράπεζα του Σεντ Λούις και το Ινστιτούτο για τη Νέα Οικονομική Σκέψη, χωρίς τη βοήθεια των οποίων η έρευνα που παρουσιάζεται σε αυτή την εργασία δεν θα μπορούσε να γίνει. Οι απόψεις στο κείμενο είναι αυτές των συγγραφέων και δεν εκφράζουν κατ' ανάγκη τις απόψεις της Ομοσπονδιακής Τράπεζας του Σεντ Λούις ή το Συμβούλιο των Διοικητών του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Συστήματος.

The Levy Economics Institute Working Paper Collection presents research in progress by Levy Institute scholars and conference participants. The purpose of the series is to disseminate ideas to and elicit comments from academics and professionals.

Levy Economics Institute of Bard College, founded in 1986, is a nonprofit, nonpartisan, independently funded research organization devoted to public service. Through scholarship and economic research it generates viable, effective public policy responses to important economic problems that profoundly affect the quality of life in the United States and abroad.

Levy Economics Institute
P.O. Box 5000
Annandale-on-Hudson, NY 12504-5000
<http://www.levyinstitute.org>
Copyright © Levy Economics Institute 2012 All rights reserved.

Περίληψη

Θα μπορούσε να περιμένει κανείς ότι η διόγκωση της εισοδηματικής ανισότητας στις ΗΠΑ θα μείωνε την αύξηση της ζήτησης και θα δημιουργούσε τροχοπέδη στην οικονομική ανάπτυξη της χώρας λόγω του ότι τα υψηλότερα εισοδηματικά στρώματα ξοδεύουν μικρότερο ποσοστό του εισοδήματός τους. Ωστόσο, παρά το γεγονός ότι αυξήθηκε η ανισότητα κατά τη διάρκεια των τελευταίων εικοσιπέντε ετών, τα επίπεδα ανάπτυξης και απασχόλησης στις ΗΠΑ ήταν αρκετά ισχυρά με βάση τα ιστορικά δεδομένα μέχρι και τη Μεγάλη Κάμψη. Η εργασία αναλύει αυτό το παράδοξο διαχωρίζοντας τις δαπάνες των νοικοκυριών, το εισόδημα, τις αποταμιεύσεις και το χρέος ανάμεσα στο εισοδηματικά ανώτερο 5% και το εισοδηματικά χαμηλότερο 95%. Ανακαλύπτουμε ότι το εισοδηματικά ανώτερο 5% δαπανούσε πράγματι μικρότερο ποσοστό του εισοδήματός, αλλά αυτό δεν επηρέασε τη ζήτηση επειδή αυξήθηκε το μερίδιο των καταναλωτικών δαπανών του εισοδηματικά χαμηλότερου 95%, το οποίο συνοδεύτηκε από ιστορικά επίπεδα δανεισμού. Η μη βιώσιμη αύξηση της μόχλευσης των νοικοκυριών που ήταν συγκεντρωμένη στο 95% του εισοδηματικού κλιμακίου προκάλεσε τελικά την Μεγάλη Κάμψη. Η αρνητική επίπτωση της αυξανόμενης ανισότητας στη ζήτηση θα μπορούσε να αποτελέσει μια εξήγηση για τη στάσιμη ανάκαμψη της οικονομίας μετά το τέλος της ύφεσης.

Εισαγωγή

Η αμερικανική οικονομία βίωσε μια έκρηξη ιστορικών διαστάσεων στις καταναλωτικές δαπάνες των νοικοκυριών, η οποία οδήγησε στη Μεγάλη Κάμψη. Αποκαλούμε αυτή την περίοδο, που χρονολογείται από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 μέχρι το 2007, η «εποχή των καταναλωτών» (Cynamon και Fazzari, 2008, 2012a). Η έκρηξη στις καταναλωτικές δαπάνες παρείχε ένα μεγάλο μέρος της δυναμικής στην αύξηση της ζήτησης που οδήγησε την ανεργία στις ΗΠΑ σε πτωτική τάση και πυροδότησε την παγκόσμια ζήτηση μέσω των εμπορικών ελλειμμάτων των ΗΠΑ. Μια άλλη σημαντική τάση κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, η οποία μπορεί να φαίνεται παράδοξη εκ των υστέρων, ήταν η στασιμότητα της αύξησης των εισοδημάτων για το μεγαλύτερο μέρος του πληθυσμού και η δραματική αύξηση της ανισότητας. Πώς ήταν δυνατόν να αυξηθούν τόσο γρήγορα οι καταναλωτικές δαπάνες όταν η αύξηση των εισοδημάτων παρέμεινε στάσιμη για το μεγαλύτερο μέρος της διανομής του εισοδήματος; Η απάντηση οφείλεται στο γεγονός ότι τα αμερικανικά νοικοκυριά, πέρα εκείνων που βρίσκονται στην κορυφή της κατανομής εισοδημάτων, δανείστηκαν σε υπερβολικά μεγάλο βαθμό. Το χρέος των νοικοκυριών σε σχέση με το καθαρό εισόδημα αυξήθηκε σε πρωτοφανή επίπεδα. Και ήταν η προκύπτουσα χρηματοοικονομική ευθραυστότητα που προκάλεσε την κρίση στην κατασκευή κατοικιών και οδήγησε τις καταναλωτικές δαπάνες των νοικοκυριών σε δραστική πτώση, με αποτέλεσμα την πιο σοβαρή οικονομική συρρίκνωση στις ΗΠΑ μετά τη Μεγάλη Ύφεση της δεκαετίας του 1930.

Η εργασία εξετάζει την αλληλεπίδραση μεταξύ της αυξανόμενης ανισότητας, των καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών και του χρέους των καταναλωτών κατά τη

διάρκεια της «εποχής των καταναλωτών». Διαχωρίζουμε τις δαπάνες των νοικοκυριών, το εισόδημα, τις αποταμίευσεις και το χρέος ανάμεσα στο 95% και το 5% της κατανομής του εισοδήματος προκειμένου να εξερευνήσουμε την πηγή των τάσεων στην χρηματοοικονομική κατάσταση των νοικοκυριών που τροφοδότησε την αύξηση της ζήτησης, δημιουργώντας ταυτόχρονα όμως χρηματοοικονομική ευθραυστότητα. Η ανάλυσή μας βασίζεται σε μεθόδους μέτρησης της ζήτησης των νοικοκυριών και των επιπέδων αποταμίευσης που ενσωματώνουν τα στατιστικά στοιχεία για το εθνικό εισόδημα και την παραγωγή (NIPA) στην προσωπική καταναλωτική δαπάνη μαζί με τις δαπάνες για την κατασκευή κατοικιών, ακολουθώντας την προσέγγιση που αναπτύχθηκε στην εργασία Cynamon και Fazzari (2013). Είδαμε ότι τα ποσοστά αποταμίευσης έπεσαν κατακόρυφα και τα χρέη εκτινάχθηκαν στα ύψη για το 95% του εισοδηματικού κλιμακίου καθώς μειώθηκε το εισόδημά του. Τα χρέη και τα ποσοστά αποταμίευσης για το εισοδηματικά ανώτερο 5% του πληθυσμού δεν εμφανίζει ουσιαστικά καμία τάση κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου. Οι υπολογισμοί μας δείχνουν ότι μια επιστροφή στα επίπεδα αποταμίευσης που επικρατούσαν στα μέσα της δεκαετίας του 1980 για το 95% του εισοδηματικού κλιμακίου θα απαιτούσε συρρίκνωση της ζήτησης που θα ισοδυναμούσε με περίπου το 8% του ΑΕΠ μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 2000.

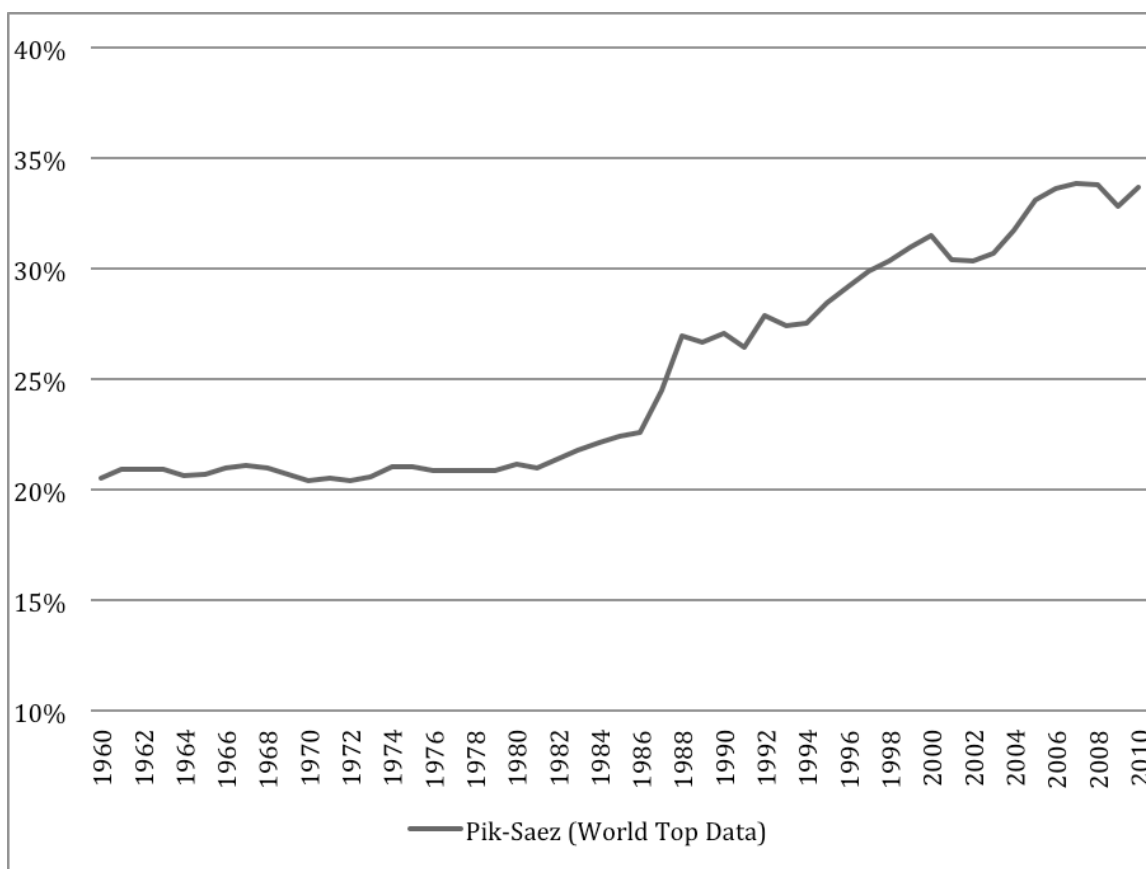
Οι υποθέσεις αντίθετες με τα γεγονότα είναι εικασίες. Αλλά τα αποτελέσματα δείχνουν εδώ ότι η αύξηση της ανισότητας συνέβαλε σημαντικά στην χρηματοοικονομική αστάθεια των αμερικανικών νοικοκυριών κατά τη διάρκεια της «εποχής των καταναλωτών». Η ερμηνεία αυτή ενισχύει την επιστημονική βιβλιογραφία που συνδέει τις αλλαγές στην κατανομή του εισοδήματος των ΗΠΑ με τη μακροοικονομική αστάθεια, δια φωτίζοντας τα αίτια της Μεγάλης Κάμψης. Επιπλέον, η οικονομία έχει απολέσει πλέον τα ποσοστά της αύξησης της ζήτησης που δημιουργήθηκαν από τις καταναλωτικές συμπεριφορές του εισοδηματικά χαμηλότερου 95% του πληθυσμού πριν από το 2007. Εμείς υποστηρίζουμε ότι το γεγονός αυτό αποτελεί μια σημαντική εξήγηση για τη στάσιμη ανάκαμψη της οικονομίας των ΗΠΑ από το 2009. Στην τελευταία ενότητα της εργασίας, προτείνουμε ορισμένα μέτρα του μεγέθους αυτής της επίδρασης και εξετάζουμε τις συνέπειές τους για το μέλλον των μακροοικονομικών συνθηκών στις ΗΠΑ.

I. Η κατανομή του εισοδήματος και η καταναλωτική συμπεριφορά

A. Το παράδοξο των αυξανόμενων ανισοτήτων και της υψηλότερης καταναλωτικής δαπάνης

Ένα ρεύμα της μακροοικονομικής σκέψης, πηγαίνοντας πίσω δεκαετίες, προσδιορίζει μια βασική πρόκληση που προκύπτει από την αύξηση της ανισότητας. Η προσέγγιση αυτή ξεκινά με την παραδοχή ότι οι άνθρωποι με υψηλά εισοδήματα (συνήθως αυτοί που αποκομίζουν κέρδη) ξοδεύουν μικρότερο μερίδιο του εισοδήματός τους από ό, τι οι άνθρωποι με μέτρια εισοδήματα (συνήθως οι μισθωτοί). Σε αυτή την περίπτωση, η αύξηση της ανισότητας δημιουργεί τροχοπέδη για τη ζήτηση που θα μπορούσε να οδηγήσει στην ανεργία, ακόμη και στην στασιμότητα εάν δεν δημιουργηθεί ζήτηση από άλλες πηγές.

Σχήμα 1 Μεριδίο εισοδήματος για το ανώτερο 5% του εισοδηματικού κλιμακίου



Το σχήμα 1 δείχνει το μερίδιο του εισοδηματικά ανώτερου 5% από το «World Top Incomes Database». Μετά από μια περίοδο σταθερότητας άνω των 20 ετών, το μερίδιο εισοδήματος του εισοδηματικά ανώτερου 5% άρχισε να αυξάνεται στις αρχές του 1980. Το 2010, το ποσοστό αυτό είχε αυξηθεί περισσότερο από 12 ποσοστιαίες μονάδες. Χρησιμοποιώντας έναν μεγάλο και εμπιστευτικό πίνακα φορολογικών δηλώσεων από τις φορολογικές αρχές των ΗΠΑ, οι DeBacker et al. (2012) εντοπίζουν επίσης διόγκωση στην ανισότητα των εισοδημάτων των νοικοκυριών στις ΗΠΑ κατά την περίοδο 1987–2006, και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι αυτή η αλλαγή ήταν μόνιμη και όχι παροδική.

Όμως, παρά τη σημαντική αυτή αλλαγή στην κατανομή εισοδημάτων τις τελευταίες δεκαετίες, η οικονομία των ΗΠΑ τα πήγαινε αρκετά καλά. Η ανεργία βελτιώθηκε από τα επίπεδα που βρισκόταν στα τέλη της δεκαετίας του 1970 και αρχές της δεκαετίας του 1980. Η συνολική οικονομική ανάπτυξη ήταν σχετικά ισχυρή στις ΗΠΑ σε σύγκριση με άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες, ενώ η μακροοικονομική μεταβλητότητα μειώθηκε. Από πού προήλθε η αναγκαία ζήτηση για να διατηρηθεί η οικονομία σε ισχυρή και σταθερή τροχιά ανάπτυξης; Τα συγκεντρωτικά στοιχεία προσδιορίζουν δύο πηγές της αύξησης της ζήτησης για αυτή την περίοδο. Πρώτον, ως σύνολο, τα αμερικανικά νοικοκυριά

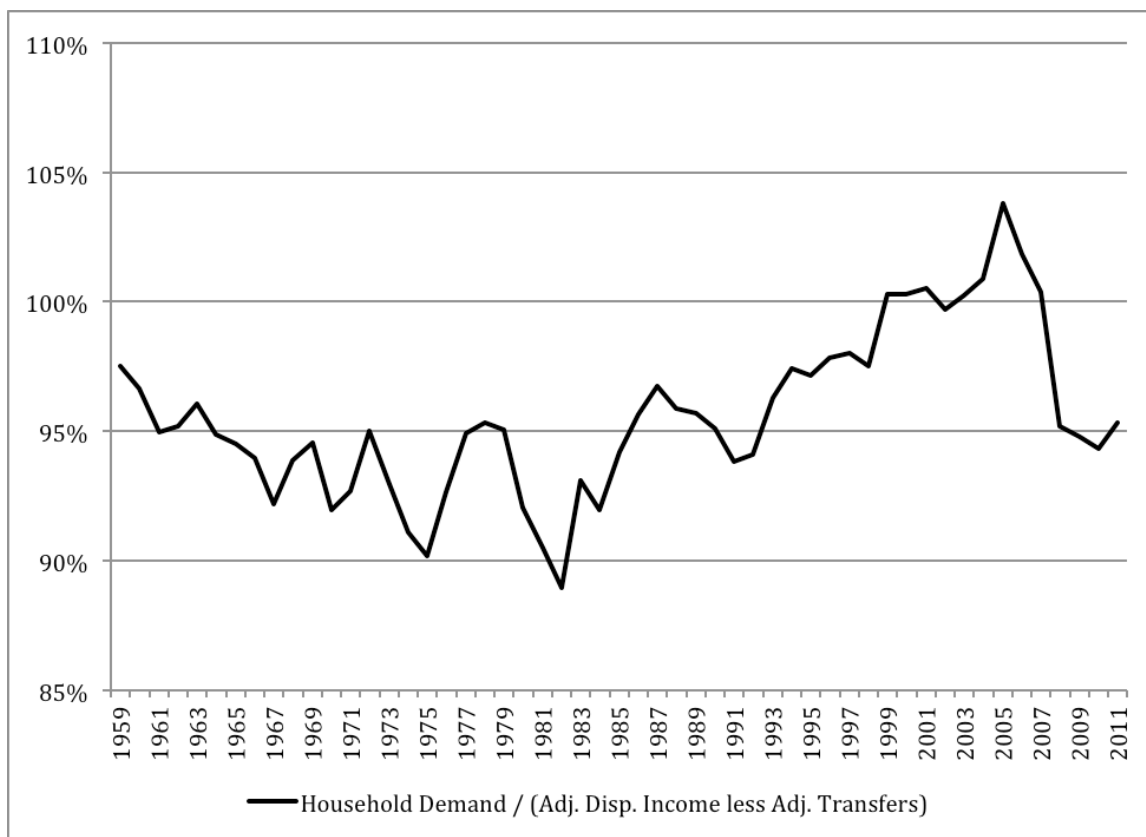
αύξησαν τις καταναλωτικές τους δαπάνες σε σχέση με τα εισοδήματά τους. Η τάση αυτή αντικατοπτρίζεται από την ευρέως αναγνωρισμένη μείωση των ρυθμών αποταμίευσης από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 έως στις αρχές της Μεγάλης Κάμψης (βλέπε, για παράδειγμα, Korcke, Munnell, και Cook 1991). Δεύτερον, οι ΗΠΑ βίωσαν μια σημαντική άνθηση στον τομέα της κατασκευής κατοικιών κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, ειδικά από τις αρχές της δεκαετίας του 1990.

Για να εκτιμηθεί η επίδραση αυτών των παραγόντων, έχουμε προσαρμόσει τα βασικά δεδομένα για το εθνικό εισόδημα και την παραγωγή στις καταναλωτικές δαπάνες και το εισόδημα των νοικοκυριών προκειμένου να αντικατοπτρίζουν πιο στενά την πραγματική ζήτηση για τη νέα παραγωγή που προέρχεται από τον τομέα των νοικοκυριών, σε αντίθεση με τη ροή της κατανάλωσης των αγαθών. Το κίνητρο και οι λεπτομέρειες αυτής της διαδικασίας περιγράφονται στο Cynamon και Fazzari (2013). Εν ολίγοις, έχουμε αφαιρέσει τα ενοίκια κατοικιών από την κατανάλωση στο εθνικό εισόδημα και την παραγωγή που δεν αντικατοπτρίζουν την άμεση αγορά πρόσφατα παραγόμενων αγαθών και υπηρεσιών, και αντικαθιστούμε το στοιχείο του ενοικίου με την κατασκευή νέων κατοικιών. Για την ιδιοκατοίκηση, η αναπροσαρμογή των ενοικίων αφαιρεί την ακαθάριστη προστιθέμενη αξία. Αυτό το στοιχείο δεν αποτελεί με καμία έννοια προκαταβολή μετρητών. Για τους ενοικιαστές, αποκλείουμε επίσης την ακαθάριστη προστιθέμενη αξία, μείον μια μικρή προσαρμογή για το μισθολογικό κόστος που καταβάλλεται στον τομέα της ενοικίασης κατοικιών. Φυσικά, η ενοικίαση είναι πληρωμή σε μετρητά, αλλά το αντιμετωπίζουμε ως μια μεταβίβαση και όχι ως αγορά ενός νέου παραγόμενου προϊόντος, αφού το ενοίκιο που καταβάλλεται στους ιδιοκτήτες δεν αγοράζει άμεσα νέα παραγωγή. Σε αντίθεση με το ενοίκιο, η κατασκευή νέων κατοικιών είναι σαφώς ένα σημαντικό και μεταβλητό συστατικό της ζήτησης. Για λόγους συνέπειας, προσαρμόζουμε επίσης το διαθέσιμο εισόδημα και τις μεταβιβάσεις, όπως περιγράφεται στο Cynamon και Fazzari (2013). Σε γενικές γραμμές, αυτές οι προσαρμογές οδηγούν στη μεταχείριση των κατοικιών ως ένα άλλο αγαθό διάρκειας: η παραγωγή και το εισόδημα πραγματοποιούνται τη στιγμή που κάτι παράγεται, όχι όταν χρησιμοποιούνται. Η ζήτηση εμφανίζεται με την πώληση ενός νέου παραγόμενου αγαθού. Στη συνέχεια, αναφερόμαστε σε αυτές τις νέες μετρήσεις ως «προσαρμοσμένες» προκειμένου να τις διακρίνουμε από τις τυποποιημένες μετρήσεις στα δεδομένα του εθνικού εισοδήματος και της παραγωγής.

Το Σχήμα 2 δείχνει τις προσαρμοσμένες μετρήσεις μας στη ζήτηση σε σχέση με το εισόδημα που δαπανούν τα νοικοκυριά. Οι πληροφορίες αυτές, που σε συνδυασμό με την ισχυρή τάση προς την ανισότητα παρουσιάζονται στο Σχήμα 1, εμφανίζουν ένα παράδοξο, που είναι το κεντρικό θέμα της παρούσας εργασίας. Η αύξηση της ανισότητας θα έπρεπε, θεωρητικά, να μειώσει τη συνολική καταναλωτική ζήτηση σε σχέση με το εισόδημα εάν τα εύπορα νοικοκυριά ξοδεύουν ένα μικρότερο μέρος του αυξανόμενου μεριδίου του συνολικού τους εισοδήματος (βλ. Brown 2004 και Barba και Pivetti 2009, για παράδειγμα). Αλλά η περίοδος της διόγκωσης της ανισότητας συμπίπτει σχεδόν ακριβώς με την περίοδο που εμφανίζεται μια πρωτοφανή αύξηση της ζήτησης των αμερικανικών νοικοκυριών σε σχέση με το εισόδημα που δαπανούν. Για να κατανοήσουμε καλύτερα αυτά τα πρότυπα στα δεδομένα, θα πρέπει να διαχωρίσουμε τη

ζήτηση, το εισόδημα, και την αποταμιευτική συμπεριφορά ανάμεσα στις διαφορετικές εισοδηματικές ομάδες.

Σχήμα 2 Ζήτηση νοικοκυριών ως προς το ποσοστό εισοδήματος που δαπανάται



B. Επιμέρους υπολογισμοί για τη ζήτηση των νοικοκυριών

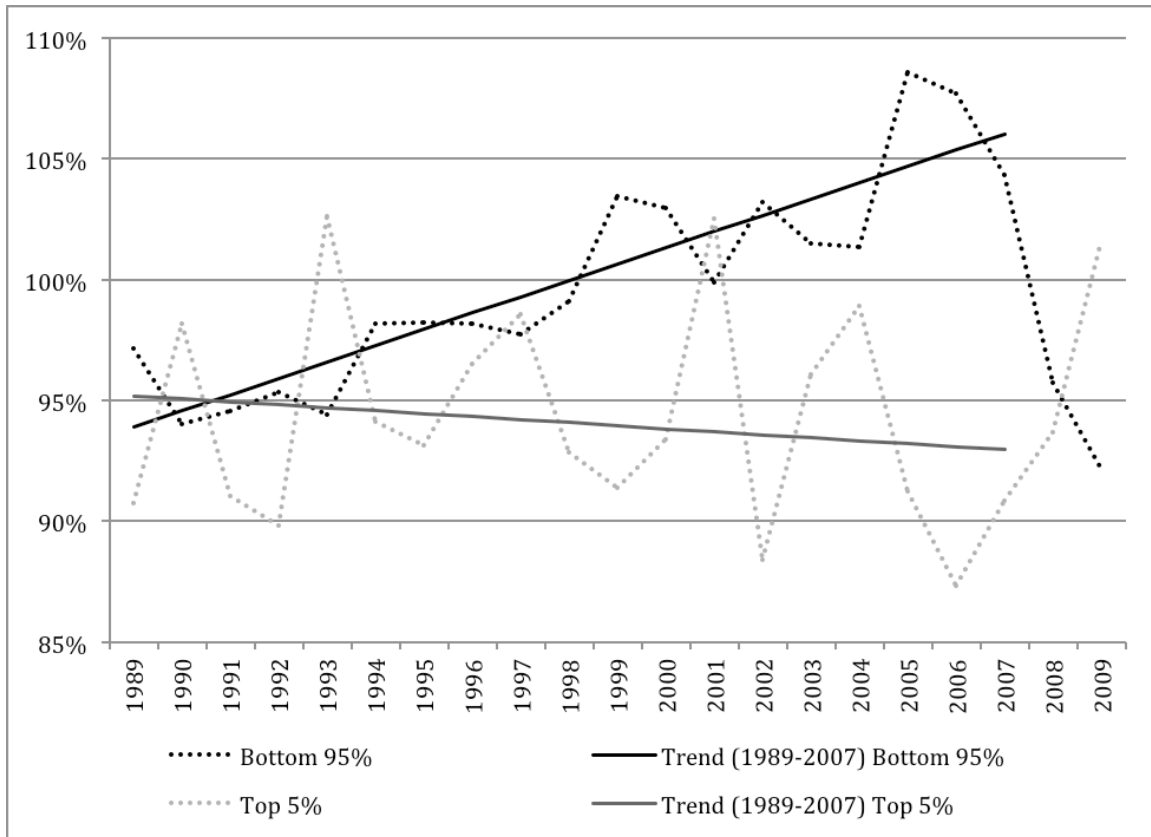
Έχουμε εξετάσει τις διαφορές στα επίπεδα ζήτησης μεταξύ του εισοδηματικά κατώτερου 95% και του εισοδηματικά ανώτερου 5% στο πλαίσιο της κατανομής του εισοδήματος των αμερικανικών νοικοκυριών. Επιλέγουμε τη διάσπαση αυτή για δύο λόγους. Πρώτον, με τον διαχωρισμό σε ανώτερα (5%) και κατώτερα (95%) εισοδηματικά κλιμάκια μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε κάποια χρήσιμα υπάρχοντα αναλυτικά στοιχεία, όπως αυτά που περιγράφονται παρακάτω. Δεύτερον, μια λεπτομερής ανάλυση της μεταβολής των ποσοστών μόχλευσης σε διάφορες εισοδηματικές ομάδες (βλ. τη συζήτηση γύρω από το σχήμα 5, που ακολουθεί) αποκαλύπτει ότι οι αναλογίες χρέους προς εισόδημα αυξάνονται με περίπου τον ίδιο ρυθμό μεταξύ του 95ου και του 20ου εκατοστημόριου των εισοδημάτων. Αυτό το αποτέλεσμα υποδεικνύει κάποια ομοιόμορφη οικονομική συμπεριφορά για το εισοδηματικά κατώτερο 95% του πληθυσμού.

Δυστυχώς, είναι δύσκολο να αποκτηθούν υψηλής ποιότητας επιμέρους στοιχεία σχετικά

με τα εισοδήματα και τις δαπάνες των νοικοκυριών σε μακροπρόθεσμο χρονικό διάστημα. Ωστόσο, υπάρχουν δύο χρήσιμες πηγές από το Διοικητικό Συμβούλιο του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού. Το Survey of Consumer Finances (SCF) παρακολουθεί τους ισολογισμούς και τα έσοδα των μεμονωμένων νοικοκυριών ανά τρίτη. Το SCF περιορίζεται από το γεγονός ότι δεν συλλέγει στοιχεία από τα ίδια νοικοκυριά για όλες τις έρευνες. Επίσης, δεν μετράει τις δαπάνες των νοικοκυριών. Η πηγή δεδομένων του Flow of Funds Accounts (FFA) της Fed καταγράφει τους συνολικούς ισολογισμούς των νοικοκυριών ανά τρίμηνο. Αλλά τα δεδομένα της FFA δεν διαχωρίζονται στο πλαίσιο εισοδηματικών ομάδων και επίσης δεν περιλαμβάνουν μετρήσεις από τις δαπάνες των νοικοκυριών. Σε μια δημιουργική άσκηση, οι Maki και Palumbo (2001) υπολογίζουν τις διαφορές στα ποσοστά αποταμίευσης για όλες τις εισοδηματικές ομάδες. Αρχίζουν με τη μεταβολή στα συνολικά στοιχεία ενεργητικού και παθητικού των νοικοκυριών από τα δεδομένα της FFA και διαχωρίζουν αυτές τις μεταβολές για όλες τις εισοδηματικές ομάδες χρησιμοποιώντας το SCF. Διαθέτοντας αναλυτικά στοιχεία σχετικά με το εισόδημα και τις μεταβολές στους ισολογισμούς των νοικοκυριών, μπορεί κανείς να συμπεράνει τα επίπεδα καταναλωτικής δαπάνης και αποταμίευσης των διαφόρων ομάδων των νοικοκυριών. Ο Mark Zandi, της Moody's Economy.com, έχει υπολογίσει αναλυτικά τα ποσοστά αποταμίευσης, με βάση την προσέγγιση των Maki και Palumbo, από το τέταρτο τρίμηνο του 1989 έως το 2010. Χρησιμοποιούμε τη διαφορά στα ποσοστά αποταμίευσης μεταξύ του εισοδηματικά ανώτερου 5% και του εισοδηματικά κατώτερου 95% από τους υπολογισμούς του Zandi για να ξεχωρίσουμε το ποσοστό αποταμίευσης της NIPA. Χρησιμοποιούμε αυτά τα ποσοστά αποταμίευσης και τα στοιχεία NIPA για να υπολογίσουμε το μέτρο κατανάλωσης NIPA για κάθε εισοδηματική ομάδα, και στη συνέχεια εφαρμόζουμε την προσαρμογή της ζήτησης των νοικοκυριών που αναφέραμε προηγουμένως σε κάθε ομάδα.

Οι εκτιμήσεις του ποσοστού της ζήτησης, που ισούται με τις προσαρμοσμένες καταναλωτικές δαπάνες διαιρούμενο με το προσαρμοσμένο εισόδημα που δαπανάται, παρουσιάζονται στο σχήμα 3. Τα πραγματικά ποσοστά εμφανίζονται ως διακεκομμένες γραμμές. Το ποσοστό της ζήτησης είναι αρκετά ευμετάβλητο για το εισοδηματικά ανώτερο 5%. Αλλά τα στοιχεία στο σχήμα επιβεβαιώνουν την υπόθεση ότι οι πλούσιοι δαπανούσαν ένα μικρότερο μερίδιο του εισοδήματός τους από όλους τους υπόλοιπους στην κατανομή του εισοδήματος πριν από τη Μεγάλη Κάμψη. Το μέσο ποσοστό της ζήτησης για το εισοδηματικά ανώτερο 5% για την περίοδο από το 1989 μέχρι το 2007 ήταν 93% σε σύγκριση με το εξαιρετικά υψηλό 99,9% για το εισοδηματικά κατώτερο 95%. Το εύρημα αυτό επιβεβαιώνει μια μελέτη των Dynan, Skinner, και Zeldes (2004), η οποία καταγράφει μια ισχυρή θετική σχέση μεταξύ των ατομικών ποσοστών αποταμίευσης και εισοδήματος για όλο το φάσμα της κατανομής του εισοδήματος κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980. Οι σταθερές γραμμές στο σχήμα 3 τονίζουν την τάση των ποσοστών ζήτησης για τις δύο ομάδες των νοικοκυριών. Βλέπουμε ότι η τάση για το εισοδηματικά ανώτερο 5% ήταν ελαφρώς πτωτική, αν όχι επίπεδη, ενώ η τάση του ποσοστού ζήτησης για το εισοδηματικά χαμηλότερο 95% ήταν, αντιθέτως, έντονα ανοδική.

Σχήμα 3 Ποσοστά ζήτησης για το εισοδηματικά κατώτερο 95% και το εισοδηματικά ανώτερο 5% του πληθυσμού



Το σχήμα 3 βοηθά στην επίλυση του παραδόξου που εντοπίσαμε στην προηγούμενη υποενότητα. Το εισοδηματικά ανώτερο 5% πράγματι φαίνεται να δαπανά ένα μικρότερο μερίδιο του εισοδήματός του από όλους τους άλλους. Όμως, κατά τη διάρκεια της «εποχής των καταναλωτών», το μερίδιο των καταναλωτικών δαπανών του εισοδηματικά κατώτερου 95% αυξήθηκε δραματικά, υπερβαίνοντας το 100% για σχεδόν μια δεκαετία πριν από τη Μεγάλη Κάμψη. Ως εκ τούτου, η τροχοπέδη της ζήτησης που θα μπορούσε να προβλέψει κάποιος ως αποτέλεσμα της αύξησης της ανισότητας δεν έλαβε χώρα, τουλάχιστον δεν έλαβε χώρα παρά μόνο μετά το 2007.

Γ. Εξηγώντας τη συμπεριφορά του εισοδηματικά κατώτερου 95%

Πιστεύουμε ότι μια προσέγγιση ικανή να εξηγήσει τη λήψη αποφάσεων των καταναλωτών πρέπει να αντιμετωπίσει την πολυπλοκότητα των αποφάσεων που αντιμετωπίζουν τα νοικοκυριά αναφορικά με τα οικονομικά τους και τις καταναλωτικές δαπάνες. Όπως εξηγούν οι Cynamon και Fazzari (2008, 2012a), τα νοικοκυριά συχνά χρειάζεται να λάβουν καταναλωτικές και αποταμιευτικές αποφάσεις που απαιτούν μικρές

προσαρμογές στα σχέδια όταν ο έξω κόσμος προσφέρει μικρές αποκλίσεις από τις προηγούμενες προσδοκίες, αλλά οι προτιμήσεις πάνω στις οποίες βασίζονται αυτά τα σχέδια διαμορφώνονται σε γενικές γραμμές από πιο θεμελιώδεις αποφάσεις που έχουν να κάνουν με τις περιοχές που κατοικούν, τον κόσμο με τον οποίον συναναστρέφονται και τον τρόπο ζωής (σε αντίθεση από τις καταναλωτικές τάσεις) που προσπαθούν να επιτύχουν. Στο πλαίσιο αυτό, οι καταναλωτικές και οικονομικές επιλογές που λαμβάνουν διαμορφώνονται από τους ανθρώπους από τους οποίους αναζητούν εξωτερική επικύρωση. Οι ιθύνοντες των νοικοκυριών αντιμετωπίζουν αβεβαιότητα όσον αφορά τα μελλοντικά τους εισοδήματα, την ασφάλεια εργασίας, τις αποδόσεις των αγοραίων περιουσιακών στοιχείων, και τη διάρκεια ζωής – όλα εκ των οποίων προκαλούν σύγχυση στις επιλογές τους σχετικά με το πόσα χρήματα πρέπει να δαπανήσουν, πόσα χρήματα πρέπει να αποταμιεύσουν και στη βάση ποιών αποταμιευτικών επιλογών. Την ίδια στιγμή, οι επιλογές που κάνουν σχετικά με τις ομάδες αναφοράς που έχουν ως πρότυπο τους υπαγορεύουν τι θεωρούν ως φυσιολογικό, μια σημαντική επιρροή για την εδραίωση των προσδοκιών τους υπό το πρίσμα της άγνοιας τους και της αβεβαιότητας για το μέλλον.

Η προσέγγιση αυτή είναι παρόμοια με εκείνη της βιβλιογραφίας περί προσδοκίες πληροφόρησης στα μακροοικονομικά. Μια σειρά από πρόσφατες εργασίες έχουν εισαγάγει την έννοια της «ορθολογικά απρόσεκτης» συμπεριφοράς για να περιγράψουν τον τρόπο με τον οποίον οι καταναλωτές και οι παραγωγοί ανανεώνουν το σύνολο των πληροφοριών τους και για να κάνουν νέα σχέδια μόνο σε σποραδική βάση (Reis, (2006a, b). Σε αυτά τα μοντέλα, οι πληροφορίες διαχέονται αργά επειδή η απόκτηση πληροφοριών και η ενσωμάτωσή τους σε νέα σχέδια είναι δαπανηρές ενέργειες. Πρόσφατα, ο Carroll (2003, 2006) πρότεινε μια ειδική μορφή προσδοκιών για πληροφόρηση, η οποία εξηγεί πώς διαμορφώνουν τις προσδοκίες τους τα νοικοκυριά σχετικά με το οικονομικό περιβάλλον. Κατά την άποψή μας, δεν είναι μόνο οι προσδοκίες για εξωγενείς μεταβλητές που πρέπει να ανανεώνουν τα νοικοκυριά, αλλά και την κατανόησή τους για τη δική τους οικονομική θέση, τα διαθέσιμα προϊόντα και υπηρεσίες, και, σε κάποιο βαθμό, ακόμη και τις προτιμήσεις τους.

Στόχος μας είναι να εξηγήσουμε γιατί οι καταναλωτές στο εισοδηματικά κατώτερο 95% της κατανομής του εισοδήματος επέλεξαν να αυξήσουν τις αναλογίες κατανάλωσης προς το εισόδημα και να αναλάβουν επιπλέον χρέος, το οποίο ήταν διαθέσιμο. Ωστόσο, πρέπει να αναφερθούμε εδώ σε μερικές από τις εξηγήσεις που έχουν προωθηθεί για την αύξηση της διαθεσιμότητας της πίστωσης κατά τα τελευταία τριάντα χρόνια από την πλευρά της προσφοράς. Οι παράγοντες περιλαμβάνουν τις νέες τεχνολογίες πληροφόρησης, που κάνουν ευκολότερη τη λήψη πληροφοριών για τους υποψήφιους δανειολήπτες (π.χ., τα πιστωτικά αποτελέσματα), καθώς και αλλαγές στο φορολογικό δίκαιο, που επηρέασαν την αγορά του χρέους για τα νοικοκυριά. Συγκεκριμένα, ο νόμος της φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986 κατήργησε την έκπτωση του φόρου εισοδήματος για τις περισσότερες κατηγορίες των χρεωστικών τόκων, αλλά διατήρησε τη δυνατότητα έκπτωσης των τόκων για ενυπόθηκα δάνεια, κάτι που έκανε συμφέρουσα την αναχρηματοδότηση δανείων με την παροχή πίστωσης μέσω ιδίων κεφαλαίων. Καθώς αυτοί οι μηχανισμοί χρηματοδότησης έγιναν ευρέως διαθέσιμοι στα νοικοκυριά, ο

δανεισμός έναντι της αξίας των κατοικιών μείον το υπόλοιπο του στεγαστικού δανείου (home equity) μετατράπηκε σε μια εύκολα προσβάσιμη πηγή αγοραστικής δύναμης για τους ιδιοκτήτες κατοικιών.

Είναι δύσκολο για τα τυποποιημένα μοντέλα, κυρίως το μοντέλο του κύκλου ζωής, να εξηγήσουν τη μεγάλη πτώση των ποσοστών αποταμίευσης που λαμβάνει χώρα από τις αρχές της δεκαετίας του 1980. Πολλοί οικονομολόγοι έχουν προτείνει εξηγήσεις, συμπεριλαμβανομένων των θεωριών για τις επιπτώσεις του πλούτου και την υπόθεση του μόνιμου εισοδήματος (υψηλά αναμενόμενα εισοδήματα), αλλά εμείς, μαζί με πολλούς ερευνητές, δεν βρίσκουμε αυτές τις εξηγήσεις ικανοποιητικές. Υποστηρίζουμε ότι η πτώση στα ποσοστά αποταμίευσης μπορεί να γίνει καλύτερα κατανοητή με την αναγνώριση του ρόλου της αβεβαιότητας στη λήψη αποφάσεων των νοικοκυριών και την ισχυρή επιρροή των ομάδων αναφοράς, στις οποίες στρέφονται οι ιθύνοντες των νοικοκυριών για καθοδήγηση.

Η άποψη μας είναι ότι τα νοικοκυριά αναπτύσσουν μια ταυτότητα με την πάροδο του χρόνου, που τα βοηθά να παίρνουν καταναλωτικές αποφάσεις με βάση αυτό που θεωρούν φυσιολογικό στον τομέα της κατανάλωσης. Ορίζουμε το *πρότυπο κατανάλωσης* ως το πρότυπο κατανάλωσης που ένα άτομο θεωρεί φυσιολογικό με βάση την ταυτότητά του (Cynamon και Fazzari 2008, 2012a). Οι ιθύνοντες των νοικοκυριών αναρωτιούνται για δύο πράγματα πριν πάρουν καταναλωτικές και οικονομικές αποφάσεις. Πρώτον, «εάν ένα άτομο στη δική τους κατηγορία θα είχε υπό την κατοχή του *αυτό* το «προϊόν με μακρά διάρκεια ζωής», αν θα κατανάλωνε *αυτό* το αναλώσιμο αγαθό ή αν θα κρατούσε *αυτό* το περιουσιακό στοιχείο». Και, δεύτερον, «εάν διαθέτουν την οικονομική ικανότητα να ολοκληρώσουν τη συναλλαγή για την αγορά του αγαθού ή του περιουσιακού στοιχείου που επιθυμούν». Η εύκολη πρόσβαση στην πίστωση επηρεάζει τις καταναλωτικές αποφάσεις: αυξάνει το ποσοστό των θετικών απαντήσεων στο δεύτερο δίλημμα άμεσα και το ποσοστό των θετικών απαντήσεων στο πρώτο δίλημμα έμμεσα. Η αύξηση της εισοδηματικής ανισότητας ασκεί επίσης ανοδικές πιέσεις στα πρότυπα κατανάλωσης καθώς το πιο πιθανό είναι να δει ο κάθε καταναλωτής ότι οι άνθρωποι με περισσότερα χρήματα επιδεικνύουν έναν χλιδάτο τρόπο ζωής.

Η σύμπτωση της αύξησης της εισοδηματικής ανισότητας και της αυξανόμενης πρόσβασης στην πίστωση έδωσε την ώθηση στην έκρηξη της κατανάλωσης τροφοδοτούμενη από το χρέος. Μπορεί να ήταν παράλογο για τα νοικοκυριά να πιστεύουν ότι οι ευνοϊκές μακροοικονομικές τάσεις που απαιτούνταν για την επικύρωση των οικονομικών τους θέσεων (π.χ., μείωση των επιτοκίων, ευνοϊκότεροι όροι δανεισμού, και ραγδαία ανατίμηση της αξίας των κατοικιών) θα συνεχιστούν επ' αορίστου. Όμως, στο πλαίσιο ενός μοντέλου καταναλωτικής συμπεριφοράς και οικονομικών επιλογών υπό συνθήκες αβεβαιότητας, δεν ήταν απαραίτητο να πιστεύουν οι άνθρωποι ότι οι συστημικές συνθήκες που επικύρωναν τις συμπεριφορές τους θα συνέχιζαν να υφίστανται. Με τον τρόπο αυτό, το μοντέλο του προτύπου καταναλωτικής συμπεριφοράς διαφέρει από το μοντέλο του κύκλου ζωής με αυτοεκπληρούμενες (ορθολογικές) προσδοκίες. Αυτές οι συμπεριφορές συνέχισαν να υφίστανται όχι επειδή ήταν τελικά βιώσιμες, αλλά επειδή επικυρώνονταν μήνα με το μήνα και χρόνο με το

χρόνο. Οι άνθρωποι παρατηρούσαν τη συμπεριφορά των γειτόνων τους και αυτή που πρόβαλαν τα μέσα ενημέρωσης με την έμφαση στο “lifestyle” και τα εσωτερικευμένα πρότυπα κατανάλωσης αποσυνδύονταν όλο και περισσότερο από το δικό τους διαθέσιμο εισόδημα. Για μεγάλο χρονικό διάστημα, τα νοικοκυριά μεσαίου εισοδήματος ήταν σε θέση να αυξήσουν τα ποσοστά της κατανάλωσής τους αρκετά πάνω από το 100% χωρίς αρνητικές συνέπειες και χωρίς να αποκλίνουν από τα πρότυπα συμπεριφοράς που παρατηρούσαν στον περίγυρό τους. Όπως έδειξε η Μεγάλη Κάμψη, όμως, οι τάσεις που επισημαίνονται στο Σχήμα 3 βρισκόντουσαν τελικά σε πορεία σύγκρουσης με την πραγματικότητα, ένα θέμα που στρέφουμε στη συνέχεια την προσοχή μας.

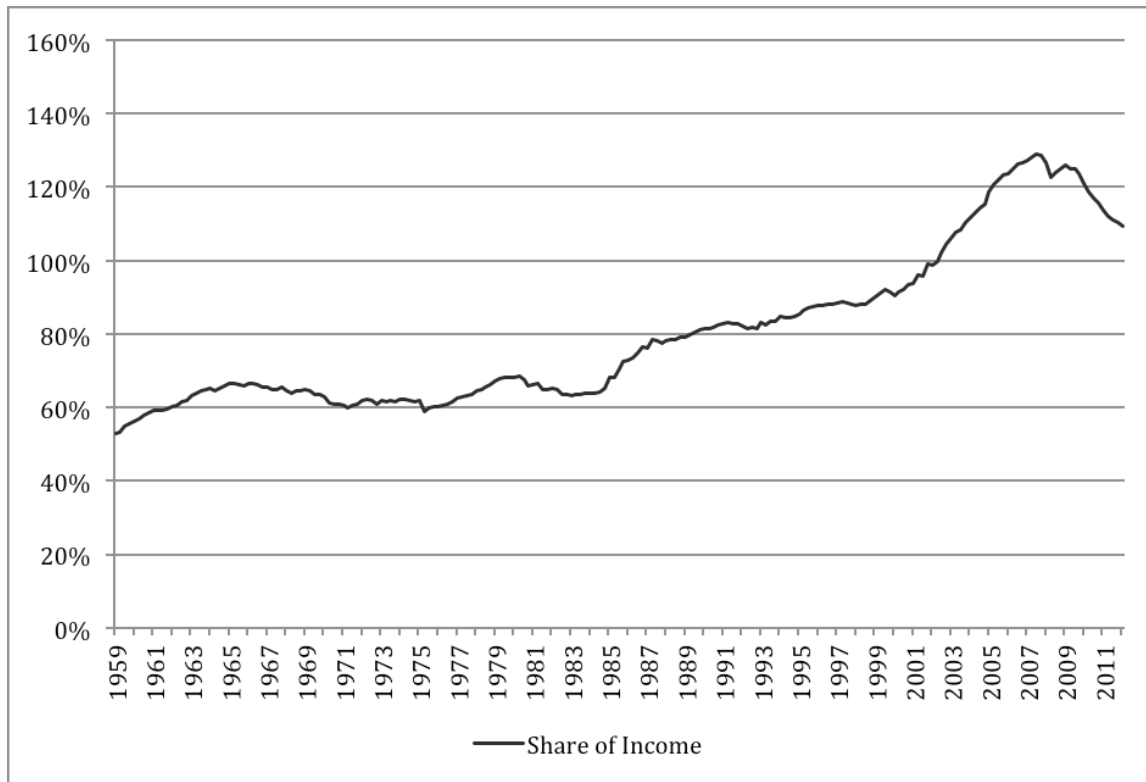
II. Η μη βιώσιμη οικονομική συμπεριφορά των νοικοκυριών και η Μεγάλη Κάμψη

Η αύξηση του ποσοστού των καταναλωτικών δαπανών εκ μέρους των νοικοκυριών στο κατώτερο 95% του εισοδηματικού κλιμακίου κατά τη διάρκεια της «εποχής των καταναλωτών» έσωσε, κατά μία έννοια, την αμερικανική οικονομία από μια πιθανή στασιμότητα της ζήτησης εξαιτίας της αύξησης της ανισότητας. Η ενότητα αυτή εξετάζει πώς αυτή η ασυνήθιστη ιστορία διαμόρφωσε το σκηνικό για τη Μεγάλη Κάμψη και την οδυνηρά αργή ανάκαμψη που ακολούθησε.

A. Μόχλευση του χρέους των νοικοκυριών

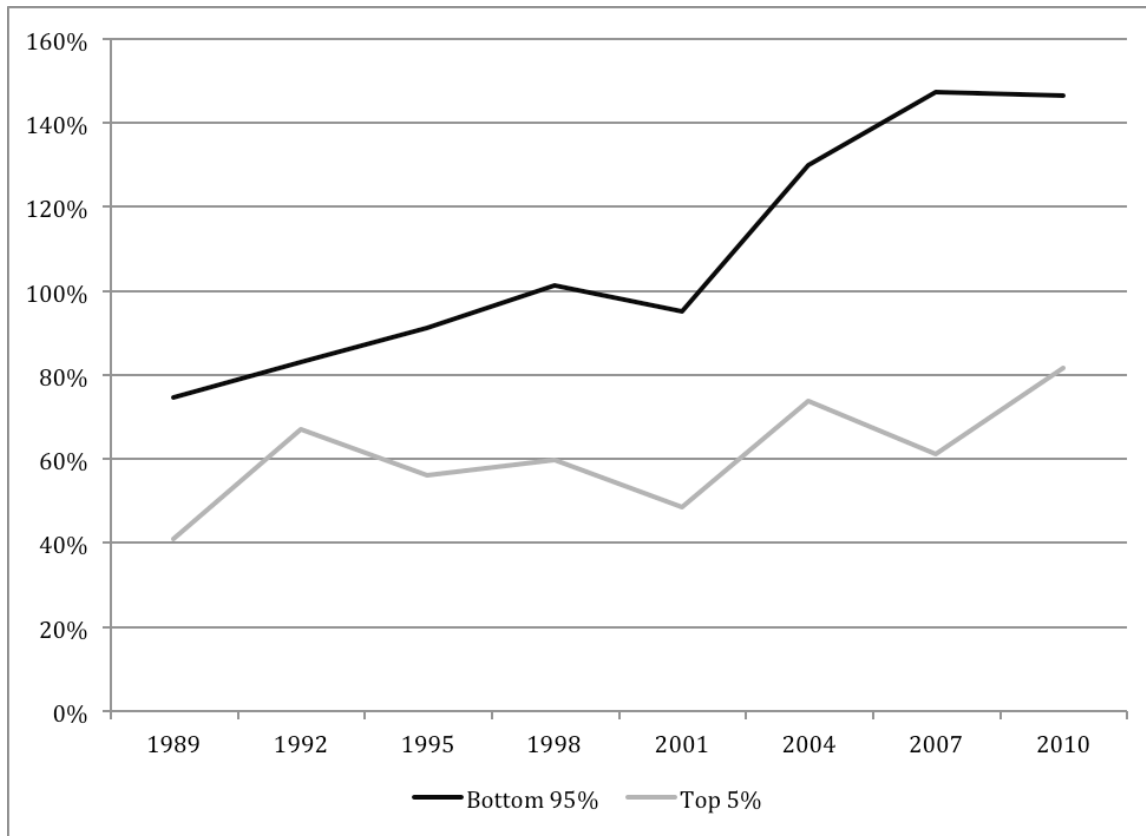
Δεδομένου ότι τα ποσοστά των καταναλωτικών δαπανών για το κατώτερο 95% του εισοδηματικού κλιμακίου των νοικοκυριών αυξήθηκαν ενώ τα διαθέσιμα εισοδήματα αυτής της ομάδας παρέμειναν στάσιμα, δεν είναι διόλου περίεργο που η μόχλευση του χρέους αυξήθηκε σημαντικά. Το σχήμα 4 δείχνει τη συνολική αναλογία του χρέους των νοικοκυριών προς το διαθέσιμο εισόδημα. Από τη δεκαετία του 1960 έως και τις αρχές της δεκαετίας του 1980, το μέτρο της μόχλευσης των νοικοκυριών ήταν σε μεγάλο βαθμό σταθερό, μια ένδειξη ότι η οικονομική συμπεριφορά των νοικοκυριών ήταν, τουλάχιστον στο σύνολό της, βιώσιμη κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου. Μετά την έναρξη της «εποχής των καταναλωτών», όμως, το χρέος των νοικοκυριών άρχισε να αυξάνεται και η τάση επιταχύνθηκε μετά το 2000. Αλλά η δυναμική του δανεισμού και της καταναλωτικής δαπάνης λαμβάνει τέλος απότομα με την έναρξη της Μεγάλης Κάμψης, ένα συμβάν που έχει σημαντικές επιπτώσεις για το τι συνέβη μεταξύ 2008 και 2012, και τι μπορούμε να αναμένουμε στο άμεσο μέλλον.

Σχήμα 4 Το χρέος των νοικοκυριών ως ποσοστό του διαθέσιμου εισοδήματος



Ακόμη και η ισχυρή τάση στη συνολική μόχλευση του χρέους των νοικοκυριών από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 έως και το 2007 υποτιμά την αύξηση της οικονομικής ευθραυστότητας των νοικοκυριών. Ο συνδυασμός της αργής αύξησης των εισοδημάτων και της γρήγορης αύξησης των καταναλωτικών δαπανών για το κατώτερο 95% του εισοδηματικού κλιμακίου σημαίνει ότι η αύξηση της μόχλευσης ήταν πιθανότατα πολύ μεγαλύτερη για τα νοικοκυριά που δεν βρίσκονται στην κορυφή της κατανομής του εισοδήματος. Το σχήμα 5 παρέχει κάποια στοιχεία από την SCF που υποστηρίζει αυτή την υπόθεση. Δείχνει τις αναλογίες εισοδήματος-χρέους για το κατώτερο 95% του εισοδηματικού κλιμακίου και για το εισοδηματικά ανώτερο 5%. Συγκρίνετε την πρώτη παρατήρηση για το 1989 με την τελευταία παρατήρηση πριν από την έναρξη της Μεγάλης Κάμψης, δηλαδή την τελευταία παρατήρηση για τη «εποχή των καταναλωτών» το 2007. Η αναλογία σχεδόν διπλασιάζεται για το εισοδηματικά κατώτερο 95%, αυξάνοντας κατά 73 ποσοστιαίες μονάδες. Η αύξηση για το εισοδηματικά ανώτερο 5% ήταν μόλις 20 ποσοστιαίες μονάδες.

Σχήμα 5 Αναλογίες χρέους-εισοδήματος για όλες τις εισοδηματικές ομάδες



Β. Τι προκάλεσε τη Μεγάλη Κάμψη;

Τα αποτελέσματα αυτά βοηθούν να εξηγήσουμε τον τρόπο με τον οποίον η «εποχή των καταναλωτών» έσπειρε τους σπόρους της Μεγάλης Κάμψης. Οι καταναλωτικές δαπάνες των νοικοκυριών που δεν βρίσκονται στην κορυφή της κατανομής του εισοδήματος αυξήθηκαν σημαντικά σε σχέση με το εισόδημα που δαπανάται από τα μέσα της δεκαετίας του 1980. Η οικονομία των ΗΠΑ εξαρτιόταν από αυτή την αύξηση της ζήτησης για την αύξηση της παραγωγής και για υψηλότερα ποσοστά απασχολησιμότητας. Αλλά οι αυξημένες καταναλωτικές δαπάνες των νοικοκυριών που δεν ανήκαν στο ανώτερο 5% του εισοδηματικού κλιμακίου δεν συνοδεύτηκαν από την αύξηση των εισοδημάτων, και το αποτέλεσμα ήταν τελικά μια μη βιώσιμη αύξηση της μόχλευσης του χρέους των νοικοκυριών της εισοδηματικής κλίμακας που δεν βρίσκονταν στην κορυφή της κατανομής του εισοδήματος. Ήταν αναπόφευκτο να προκύψουν κάποια στιγμή προβλήματα πτώχευσης και συρρίκνωσης των καταναλωτικών δαπανών. Όταν ξέσπασαν τα χρηματοπιστωτικά προβλήματα το καλοκαίρι του 2007, η μηχανή ζήτησης της «εποχής των καταναλωτών» μπόυκαρε και ύστερα κατέρρευσε. Αν και ορισμένες πτυχές αυτής της ιστορίας είναι αρκετά διαδεδομένες σε αναλύσεις που βασίζονται σε συγκεντρωτικά στοιχεία, τα αποτελέσματά μας παρέχουν άμεση απόδειξη ότι η

χρηματοοικονομική αστάθεια πράγματι προέκυψε από ένα συγκεκριμένο τμήμα του τομέα των νοικοκυριών—εκείνου που βρίσκεται εκτός του ανώτερου 5% του εισοδηματικού κλιμακίου και του οποίου το μερίδιο εισοδήματος μειώθηκε κατά την περίοδο της «εποχής των καταναλωτών». Το εύρημα αυτό συνδέει άμεσα τη μακροοικονομική δυναμική που προκάλεσε την Μεγάλη Κάμψη με την τάση προς την αυξανόμενη εισοδηματική ανισότητα.

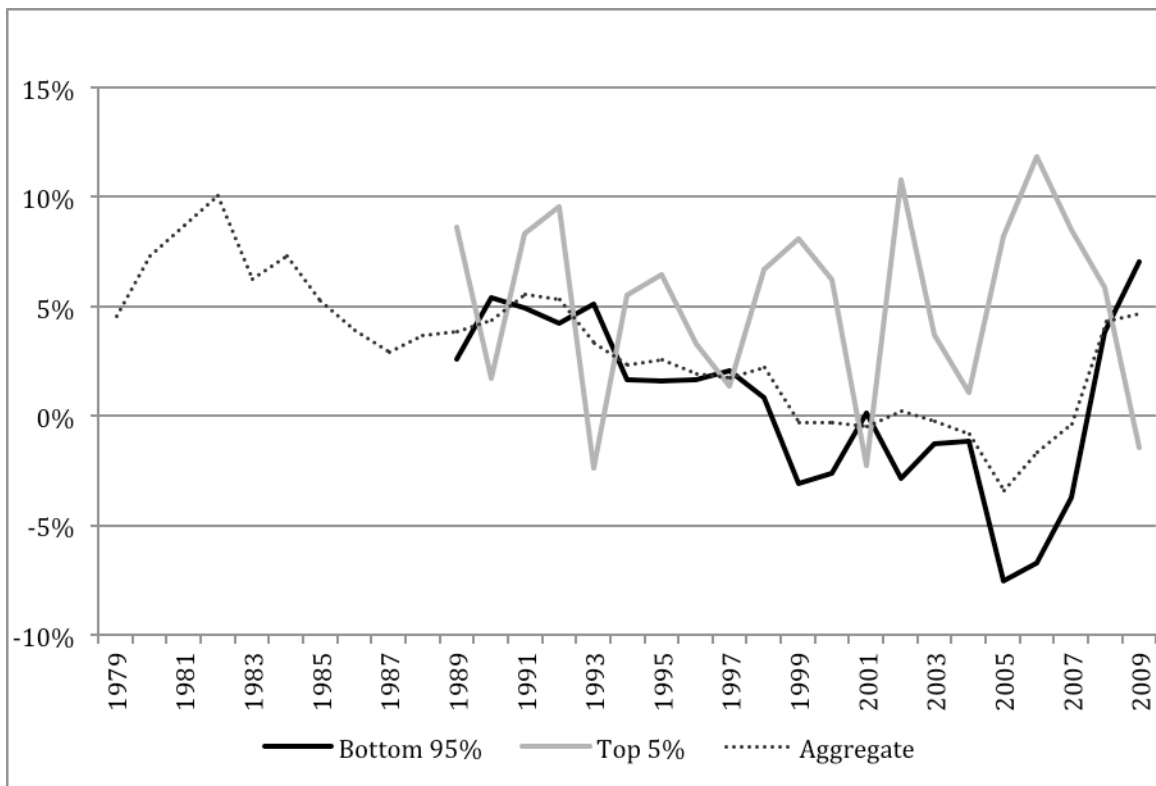
Επιπλέον, εξετάζουμε ένα σημαντικό ποσοτικό ερώτημα: πόσο μεγάλο ήταν την παραμονή της Μεγάλης Κάμψης το μη βιώσιμο μέρος της ζήτησης που προερχόταν από το εισοδηματικά κατώτερο 95%; Για να μετρηθεί το μη βιώσιμο μέρος της ζήτησης του εισοδηματικά κατώτερου 95%, θα πρέπει αρχικά να υποθέσουμε ότι κάποιο ποσοστό των καταναλωτικών δαπανών είναι βιώσιμο με βάση τις λογικές προσδοκίες των νοικοκυριών για τη συνεχιζόμενη δυνατότητά τους να χρηματοδοτούν αυτό το επίπεδο της κατανάλωσης, επ' αόριστον, και θα πρέπει να υπολογίσουμε αυτό το ποσοστό και να το συγκρίνουμε με τις πραγματικές καταναλωτικές δαπάνες. Προσεγγίζουμε αυτό το πρόβλημα με τη δημιουργία ενός σημείου αναφοράς για τις αποταμιεύσεις και συγκρίνοντας την πραγματική αποταμίευση με αυτό το επιτόκιο αναφοράς. Η δημιουργία της αναφοράς επιτοκίου απαιτεί ορισμένες υποθέσεις, και τα αποτελέσματα είναι ευαίσθητα σε αυτές τις υποθέσεις. Σε μια έρευνα 156 χρηματοοικονομικών σχεδιαστών και εκπαιδευτικών, οι Greninger et al. (1996) προσδιόρισαν το 10% ως τη συνιστώμενη μέση αναλογία της αποταμίευσης προς το διαθέσιμο εισόδημα για μια τυπική οικογένεια. Μία μελέτη που βασίστηκε σε δεδομένα από την Έρευνα για την Υγεία και τη Συνταξιοδότηση (HRS) του 1992 προσπάθησε να υπολογίσει το ποσό που χρειάζονται τα νοικοκυριά να αποταμιεύσουν προκειμένου να διατηρήσουν το βιοτικό τους όταν συνταξιοδοτηθούν και βρήκε ότι το επιθυμητό ποσοστό αποταμίευσης για τα νοικοκυριά με εισόδημα μεταξύ 15 και 100 χιλιάδων δολαρίων ήταν περίπου 14% (Bernheim et al. 2000). Δεν υπάρχει ένα καθολικά βέλτιστο ποσοστό αποταμίευσης για τα νοικοκυριά: «ο σχεδιασμός για τη συνταξιοδότηση θα πρέπει να αντικατοπτρίζει τις προσωπικές ψυχολογικές προτιμήσεις» και «είναι περίπλοκος και αβέβαιος (Skinner 2007). Ενώ παρέχει κάποια καθοδήγηση, ούτε ένας ευρέως αποδεκτός κανόνας ούτε ένα μοντέλο βασισμένο σε δημογραφικά χαρακτηριστικά και τις προσδοκίες των νοικοκυριών μπορεί να προσφέρει ένα ικανοποιητικό σημείο αναφοράς για τα ποσοστά αποταμίευσης. Όμως ο στόχος μας δεν είναι να επιβεβαιώσουμε ότι μια ενιαία αναλογία του ποσοστού αποταμίευσης προς το διαθέσιμο εισόδημα αντανάκλα το βέλτιστο ποσοστό για κάθε νοικοκυριό, αλλά να καθοριστεί ένα ποσοστό αποταμίευσης που φαίνεται να είναι βιώσιμο στο σύνολό του.

Σε αυτή την περίπτωση, η ιστορική συμπεριφορά μπορεί να είναι ο καλύτερος οδηγός. Η ιστορία, ειδικά όταν είναι εύλογα σταθερή, μπορεί επίσης να ερμηνευθεί ως αντανάκλαση των προτύπων συμπεριφοράς που καθοδηγούν την ατομική λήψη αποφάσεων, όπως περιγράφεται παραπάνω. Τα στοιχεία που εμφανίζονται έως τώρα υπονοούν ότι η οικονομική κατάσταση των νοικοκυριών ήταν σταθερή μέχρι και τις αρχές της δεκαετίας του 1980. Το σχήμα 4 δείχνει ότι το συνολικά χρέος των νοικοκυριών αποτελούσε ένα σταθερό ποσοστό του διαθέσιμου εισοδήματος έως και περίπου το 1984. Το Σχήμα 2 δείχνει ότι ο συνολικός ρυθμός ζήτησης των νοικοκυριών

ήταν επίσης σταθερός έως το 1984. Και το μερίδιο εισοδήματος του κατώτερου 95% του εισοδηματικού κλιμακίου ήταν περίπου σταθερό μέχρι το 1982 (βλ. Σχήμα 1). Κατά συνέπεια, υποθέτουμε ότι η περίοδος από τις αρχές του 1980 παρέχει ένα χρήσιμο σημείο αναφοράς για τη βιώσιμη χρηματοδότηση των νοικοκυριών. Ας εξετάσουμε πώς τα ποσοστά αποταμίευσης των δύο εισοδηματικών ομάδων απέκλιναν από το σημείο αναφοράς τις δεκαετίες της «εποχής των καταναλωτών».

Το σχήμα 6 δείχνει ότι το συνολικό προσαρμοσμένο ποσοστό αποταμίευσης δεν εμφανίζει καμία ευδιάκριτη τάση έως περίπου το 1984, πριν αρχίσει να μειώνεται σημαντικά. Τα αναλυτικά στοιχεία αρχίζουν από το 1989. Από εκείνο το σημείο, το σχήμα 6 δείχνει ότι η πτωτική τάση του ποσοστού αποταμίευσης προήλθε σχεδόν αποκλειστικά από την πτώση των ποσοστών αποταμίευσης στην εισοδηματική ομάδα του κατώτερου 95%. Το ποσοστό αποταμίευσης για το εισοδηματικά ανώτερο 5% ήταν ασταθές, αλλά χωρίς καμία τάση κατά τη διάρκεια της περιόδου για την οποία διαθέτουμε στοιχεία.

Σχήμα 6 Προσαρμοσμένα συνολικά ποσοστά αποταμίευσης για τις εισοδηματικές ομάδες του εισοδηματικά ανώτερο 5% και του εισοδηματικά κατώτερο 95% του πληθυσμού

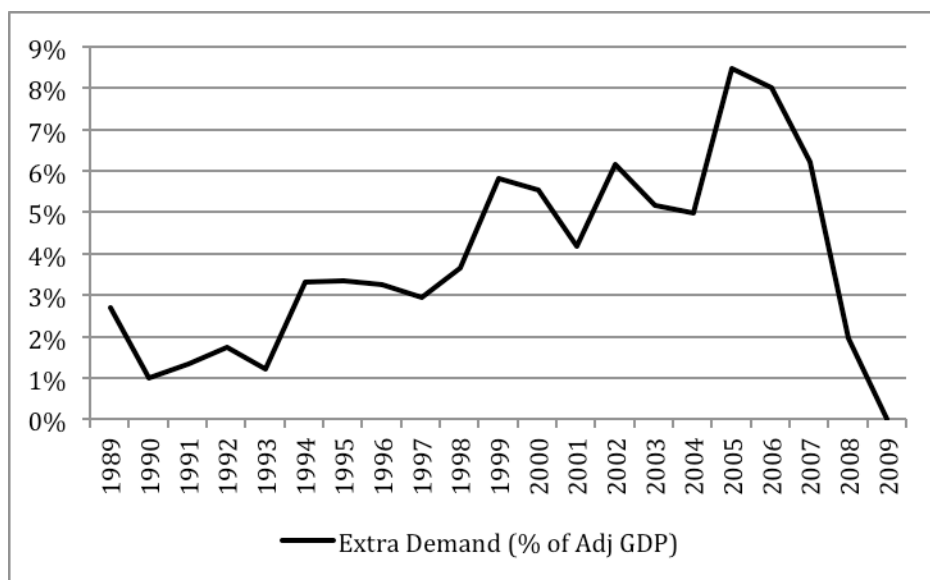


Με βάση τα δεδομένα στο Σχήμα 6, υποθέτουμε ένα ποσοστό αναφοράς για την αποταμίευση της τάξης του 7% για το εισοδηματικά κατώτερο 95%. Για τον υπολογισμό

αυτής της αναφοράς, θα πρέπει να εξηγήσουμε τη μείωση του συνολικού ποσοστού αποταμίευσης πριν από την έναρξη των αναλυτικών στοιχείων το 1989. Ο μέσος όρος του προσαρμοσμένου ποσοστού αποταμίευσης για το εισοδηματικά κατώτερο 95% ήταν 4,28% μεταξύ 1989 και 1991. Το μέσο συνολικό ποσοστό αποταμίευσης μειώθηκε από 7,37% (1979–84) σε 4,61% (1989–91). Υποθέτουμε ότι το ποσοστό αποταμίευσης για το εισοδηματικά κατώτερο 95% μειώθηκε κατά το ίδιο ποσοστό όπως το συνολικό ποσοστό αποταμίευσης από το 1985 έως το 1989. Εκτιμούμε συνεπώς το σημείο αναφοράς για το εισοδηματικά κατώτερο 95% να είναι 4,28% συν τη μείωση του συνολικού ποσοστού αποταμίευσης, το οποίο καταλήγει να είναι 7%. Σημειώστε ότι αυτό το σημείο αναφοράς είναι σημαντικά μικρότερο από το 10–12% του προτεινόμενου ποσοστού αποταμίευσης στη μελέτη των Greninger et al. (1996). Αν το κατάλληλο ποσοστό αναφοράς για την αποταμίευση το οποίο παρέχει μια βιώσιμη δυναμική του ισολογισμού για το εισοδηματικά κατώτερο 95% είναι μεγαλύτερο από 7%, τα αποτελέσματα που αναφέρουμε στην επόμενη παράγραφο θα είναι ακόμη μεγαλύτερα.

Το πραγματικό ποσοστό αποταμίευσης για το εισοδηματικά κατώτερο 95% ήταν χαμηλότερο από το σημείο αναφοράς καθ' όλη την περίοδο της «εποχής των καταναλωτών», και ενίοτε αρνητικό σε μεγάλο βαθμό. Η υστέρηση της αποταμίευσης συνέβαλε στην ανοδική πορεία του χρέους των νοικοκυριών, και αυτή η εξέλιξη έχει οδηγήσει ένα μεγάλο ποσοστό των αμερικανικών σε οικονομική δυσχέρεια. Το Σχήμα 7 παρουσιάζει στοιχεία που βοηθούν στην αξιολόγηση της επίδρασης που έχει η μείωση του ποσοστού αποταμίευσης του εισοδηματικά κατώτερου 95% στο σύνολο της οικονομίας. Δείχνει τη ζήτηση που θα είχε συρρικνωθεί εάν το εισοδηματικά κατώτερο 95% επέστρεφε στα ποσοστά αποταμίευσης του επιπέδου αναφοράς. Η μονάδα μέτρησης στο σχήμα 7 είναι το ποσοστό του προσαρμοσμένου ΑΕΠ. Το ποσοστό σκαρφαλώνει το 2005 και το 2006 σε επίπεδα άνω του 8%. Η τόνωση της ζήτησης εξαφανίστηκε μεταξύ 2007 και 2009 καθώς η στατιστική στο Σχήμα 7 πέφτει στο μηδέν. Το αποτέλεσμα ήταν η Μεγάλη Κάμψη. Οι υπολογισμοί υποδηλώνουν ότι η μείωση της ζήτησης από την υπερμόχλευση του εισοδηματικά κατώτερου 95% ήταν αρκετά σοβαρή για να εξηγήσει την πολύ σημαντική μείωση της παραγωγής. Αυτό συνάδει με την ερμηνεία της Μεγάλης Κάμψης ως το αποτέλεσμα της λήξης της περιόδου κατά την οποία τα νοικοκυριά που δεν βρίσκονταν στην κορυφή της κατανομής του εισοδήματος δαπανούσαν σε ποσοστά που δεν ήταν συνεπή με τον ρυθμό της αύξησης των εισοδημάτων τους.

Σχήμα 7 Προβλεπόμενη απώλεια ζήτησης για την επαναφορά του ποσοστού αναφοράς για την αποταμίευση για το εισοδηματικά κατώτερο 95%



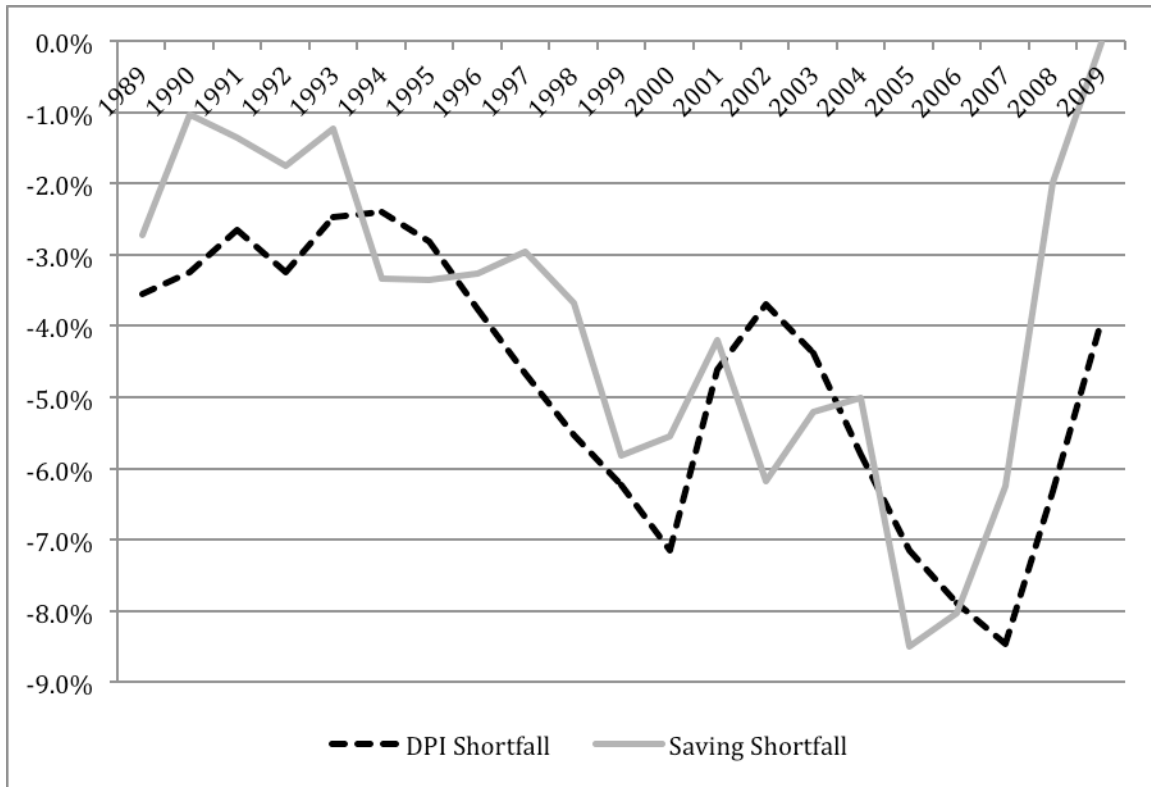
Γ. Ερμηνεύοντας τον ρόλο της αυξανόμενης ανισότητας

Η κατάρρευση του ρυθμού αποταμίευσης και η αύξηση της μόχλευσης για το εισοδηματικά κατώτερο 95% θα μπορούσε πιθανώς να μην ήταν τόσο σοβαρή εάν το μερίδιο του εισοδήματος αυτής της ομάδας δεν είχε μειωθεί. Τα στοιχεία που παρουσιάζονται σε αυτή την εργασία παρέχουν μια ποσοτική διάσταση για τις πιθανές επιπτώσεις της αύξησης της ανισότητας για την οικονομία στο σύνολό της. Μετά την ιστορική προσέγγιση στην προηγούμενη υποενότητα, εκτιμούμε ένα σημείο αναφοράς για το εισόδημα μετά από φόρους της τάξης του 81,9% για το εισοδηματικά κατώτερο 95%. Αυτός ο αριθμός είναι ο μέσος όρος των στοιχείων του Γραφείου Προϋπολογισμού του Κογκρέσου από το πρώτο διαθέσιμο έτος, το 1979, έως το 1982. Το 1983, το ποσοστό μειώνεται κατά μια ολόκληρη ποσοστιαία μονάδα και στη συνέχεια συνεχίζει μια ως επί το πλείστον πτωτική τάση, με μοναδική εξαίρεση ένα μικρό άλμα προς τα πάνω μετά την κατάρρευση του χρηματιστηρίου το 2000 και το 2001. Λαμβάνοντας υπόψη από το Σχήμα 1 την επίπεδη τάση του μεριδίου του εισοδήματος (προ φόρων) για το εισοδηματικά κατώτερο 95% πριν από το 1980, το να πάμε ακόμη πιο πίσω στην ιστορία για να καθορίσουμε το σημείο αναφοράς για τα ποσοστά αποταμίευσης δεν πρόκειται να αλλάξει σημαντικά τα αποτελέσματα.

Δεν ξέρουμε τι θα είχε συμβεί στο συνολικά διαθέσιμο εισόδημα, στις καταναλωτικές δαπάνες των νοικοκυριών και στο χρέος εάν το μερίδιο του διαθέσιμου εισοδήματος για το εισοδηματικά κατώτερο 95% είχε παραμείνει στο 82% του σημείου αναφοράς μετά το 1982, και δεν είχε δηλαδή μειωθεί κάτω από το 72% μέχρι το 2007. Αλλά το σχήμα 8 παρουσιάζει τα αποτελέσματα κάποιων απλών υπολογισμών που συγκρίνουν τα

μειωμένα ποσοστά αποταμίευσης του εισοδηματικά κατώτερου 95% με την μείωση του μεριδίου των εισοδημάτων τους. Η διακεκομμένη γραμμή στο σχήμα δείχνει τη διαφορά μεταξύ του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος για το εισοδηματικά κατώτερο 95% και ένα διαφορετικό από το πραγματικό επίπεδο που υποθέτει ότι το μερίδιο εισοδήματος του εισοδηματικά κατώτερου 95% παρέμεινε σταθερό στο επίπεδο αναφοράς που είχε καθοριστεί για την περίοδο 1979–82. Η συνεχής γραμμή αποτυπώνει το κενό αποταμίευσης για το εισοδηματικά κατώτερο 95%, όπως συζητήθηκε προηγουμένως. Η αντιστοιχία μεταξύ των δύο σειρών είναι αξιοσημείωτη. Το σχήμα δείχνει ότι, τηρούμενων των αναλογιών, το επιπλέον διαθέσιμο εισόδημα που το εισοδηματικά κατώτερο 95% θα κατείχε σε περίπτωση που το μερίδιο του εισοδήματός του είχε παραμείνει στο επίπεδο αναφοράς θα ήταν επαρκές για να αντισταθμίσει όλο το κενό αποταμίευσης μέχρι το 2007. Το γεγονός ότι η σωρευτική επίδραση της μεταβολής του ποσοστού του εισοδήματος και της μεταβολής του ποσοστού αποταμίευσης είναι περίπου ίση σε μέγεθος κατά την περίοδο αυτή δείχνει ότι, εν απουσία της αύξησης της εισοδηματικής ανισότητας, το πραγματοποιήσιμο επίπεδο της ζήτησης των νοικοκυριών που τόνωσε την οικονομία κατά τη διάρκεια της «εποχής των καταναλωτών» θα μπορούσε να υποστηριχθεί χωρίς την μείωση που πραγματοποιήθηκε στα ποσοστά αποταμίευσης. Το χρέος των νοικοκυριών δεν θα χρειαζόταν να αυξηθεί με το ρυθμό που αυξήθηκε προκειμένου να στηρίξει το πραγματοποιηθέν ποσοστό της ζήτησης των νοικοκυριών. Είναι πιθανό ότι η Μεγάλη Κάμψη θα είχε αποφευχθεί, ή, αν λάμβανε χώρα, θα ήταν πολύ λιγότερο σοβαρή. Αυτή η άσκηση δεν αφήνει καμία αμφιβολία ότι η διόγκωση της ανισότητας έπαιξε σημαντικό ρόλο στα δραματικά μακροοικονομικά γεγονότα των τελευταίων ετών.

Figure 8 Κενό στο διαθέσιμο εισόδημα και τις αποταμιεύσεις σχετικά με τα σημεία αναφοράς για τις αρχές της δεκαετίας του 1980 (για το εισοδηματικά κατώτερο 95%)



III. Αύξηση της ζήτησης στον απόηχο της Μεγάλης Κάμψης

Μέχρι το 2007, η οικονομία των ΗΠΑ είχε να αντιμετωπίσει δύο μεγάλα μακροοικονομικά προβλήματα. Πρώτον, εκτιμούμε ότι περίπου το 8% της συνολικής ζήτησης βασιζόταν σε μη βιώσιμο δανεισμό των νοικοκυριών που βρίσκονταν στο εισοδηματικά κατώτερο 95% της κατανομής του εισοδήματος. Δεύτερον, μεγάλο μέρος της αύξησης της ζήτησης από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 δημιουργήθηκε από την μη βιώσιμη δυναμική του δανεισμού-καταναλωτικής δαπάνης της «εποχής των καταναλωτών», που πιθανώς έχει χαθεί. Η συγκεκριμένη ενότητα εξετάζει τις επιπτώσεις αυτών των προβλημάτων για τη μακροοικονομική ανάκαμψη και υποστηρίζει ότι μπορούν να αντιμετωπιστούν με τη βοήθεια της δημόσιας πολιτικής.

Σαφώς, η έντονη κατανάλωση και η κατασκευή κατοικιών που δημιουργήθηκε από την πτώση των ποσοστών αποταμίευσης του εισοδηματικά κατώτερου 95% ήταν αναπόφευκτο να σταματήσει να μεγαλώνει και, πιθανώς, να αρχίσει να συρρικνώνεται. Οι υπολογισμοί μας εκτιμούν ότι τα ποσοστά αποταμίευσης έγιναν αρνητικά το 1999, και παρέμειναν αρνητικά μέχρι τη Μεγάλη Κάμψη, με μοναδική εξαίρεση ένα πενιχρό θετικό ρυθμό της τάξης του 0,1% το 2001. Τα ποσοστά αποταμίευσης για το εισοδηματικά κατώτερο 95% επέστρεψαν το 2009 στα επίπεδα αναφοράς για την περίοδο αρχές της

δεκαετίας του 1980 και, όπως δείχνει το σχήμα 2, η συνολική ζήτηση έπεσε κατακόρυφα. Ωστόσο, εξακολουθεί να υφίσταται χρέος που δημιουργήθηκε κατά τη διάρκεια της «εποχής των καταναλωτών». Το σχήμα 4 δείχνει ότι η συνολική αναλογία χρέους-εισοδήματος μειώθηκε από το ανώτατο επίπεδό της, αλλά παραμένει αρκετά πάνω από τα ιστορικά επίπεδα που εμφανίστηκαν να είναι βιώσιμα από τη δεκαετία του 1960 έως τις αρχές της δεκαετίας του 1980. Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι τα χαμηλά επιτόκια βοηθούν τα νοικοκυριά στην εξυπηρέτηση του χρέους. Αλλά οποιαδήποτε αύξηση των επιτοκίων θα μπορούσε να πλήξει την οικονομία πολύ σκληρά.

Το δεύτερο πρόβλημα σχετικά με την πηγή της μελλοντικής αύξησης της ζήτησης είναι λιγότερο προφανές, αλλά δυνητικά σοβαρό. Από τα στοιχεία που παρουσιάζονται εδώ, εκτιμούμε ότι από 0,40 έως 0,60 ποσοστιαίες μονάδες του ετήσιου ρυθμού αύξησης της ζήτησης προήλθε από τη μη βιώσιμη δυναμική του δανεισμού-καταναλωτικής δαπάνης της «εποχής των καταναλωτών». Μετά την χρηματοοικονομική κρίση της Μεγάλης Κάμψης, πιστεύουμε ότι αυτή η πηγή της ανάπτυξης έχει χαθεί. Οι ποσότητες αυτές αντιπροσωπεύουν περίπου το 30–60% των συμβατικών εκτιμήσεων της κατά κεφαλήν ανάπτυξης της οικονομίας των ΗΠΑ.

Από μια συμβατική μακροοικονομική οπτική γωνιά, το πρόβλημα αυτό μπορεί να μην φαίνεται ιδιαίτερα δύσκολο μεσοπρόθεσμα καθώς τα υψηλότερα ποσοστά αποταμίευσης των νοικοκυριών θα οδηγήσουν τελικά σε αύξηση των επιχειρηματικών επενδύσεων. Εμείς δεν πιστεύουμε, ωστόσο, ότι η διαδικασία αυτή θα είναι αποτελεσματική για να συμβάλλει στην ανάκαμψη της ζήτησης. Η διαδικασία των δανειακών κεφαλαίων που διοχετεύει υψηλότερα ποσοστά αποταμίευσης προς την επένδυση μέσω χαμηλότερων επιτοκίων υποθέτει ότι η οικονομία λειτουργεί σε κατάσταση πλήρους απασχόλησης. Στις πραγματικές συνθήκες που βιώνουμε, πέντε χρόνια μετά την έναρξη της Μεγάλης Κάμψης, είναι σαφές ότι αυτό δεν ισχύει. Επιπλέον, τα επιτόκια έχουν ήδη πέσει σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και έχουν παραμείνει εκεί για κάποιο χρονικό διάστημα, αλλά οι επιχειρηματικές επενδύσεις δεν έχουν ακόμη επιστρέψει στα επίπεδα που ήταν πριν από το ξέσπασμα της κρίσης, πολύ λιγότερο στα πολύ υψηλότερα επίπεδα που είναι απαραίτητο να φτάσουν προκειμένου να καλυφθεί το κενό στη μείωση της καταναλωτικής ζήτησης και της στέγασης. Σε περίπτωση που μια άλλη πηγή ζήτησης ξεκινήσει μια διαδικασία ισχυρής ανάκαμψης, θα μπορούσε να προκύψει αύξηση στις επιχειρηματικές επενδύσεις, που θα συμβάλουν στη στήριξη της ζήτησης. Αλλά είναι απίθανο αυτή η νέα πηγή ζήτησης να μπορέσει να καλύψει την τρύπα που προέκυψε με το τέλος της «εποχής των καταναλωτών», μια ερμηνεία που συμβαδίζει με τα ιστορικά στοιχεία που παρουσίασαν οι Barbosa-Filho et al. (2008) και τα οποία δείχνουν ότι οι επενδύσεις δεν έχουν οδηγήσει ιστορικά σε ανάκαμψη της οικονομίας των ΗΠΑ μετά από μια περιόδους ύφεσης.

Τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται εδώ εγείρουν το ερώτημα του κατά πόσο θα μπορούσε να επιτευχθεί με βιώσιμο τρόπο μια επαρκής αύξηση της ζήτησης με στόχο την πλήρη απασχόληση με τα επίπεδα εισοδηματικής ανισότητας που επικρατούν σήμερα στην οικονομία των ΗΠΑ. Υπάρχει μια ποικιλία πιθανών λύσεων για το έλλειμμα στη αύξηση της ζήτησης στον απόηχο της Μεγάλης Κάμψης, συμπεριλαμβανομένης της

αύξησης των εξαγωγών, μεγαλύτερο μερίδιο κρατικής ζήτησης, καθώς και μια ανανεωμένη δυναμική δανεισμού και καταναλωτικής δαπάνης για τον τομέα των νοικοκυριών που θα μπορούσε να οδηγήσει σε μια άλλη περίοδο χρηματοπιστωτικής ευθραυστότητας. Η καλύτερη εκδοχή, ωστόσο, είναι πιθανό να επιτευχθεί εάν αντιστραφεί η τάση προς την διαρκώς διογκούμενη ανισότητα, ή τουλάχιστον σταθεροποιηθεί. Μια ανακατανομική φορολογική πολιτική θα μπορούσε να συμβάλει στην επίτευξη αυτού του στόχου, όπως αναφέρεται στο τέλος της εργασίας των Cynamon και Fazzari (2012b), αν και η άμεση αναδιανομή του εισοδήματος είναι πολιτικά αμφιλεγόμενη στις ΗΠΑ. Μια πιο ελκυστική εναλλακτική λύση είναι ο «χρυσός κανόνας» για την καλή οικονομική επίδοση που πρότεινε ο Setterfield (2012), δηλαδή ότι η αύξηση των μισθών για όλο το φάσμα της κατανομής του εισοδήματος να συμβαδίζει με την αύξηση της παραγωγικότητας (βλ., επίσης, Palley 2012). Δεν είναι διόλου ξεκάθαρο πώς θα μπορούσαν να εφαρμόσουν πολιτικές για να επιτευχθεί αυτός ο στόχος, αλλά μπορεί να μην υπάρχει άλλος τρόπος για να δημιουργηθεί η ζήτηση προκειμένου να αποφευχθεί με βιώσιμο τρόπο η οικονομική στασιμότητα.

Πηγές

Barba, A. and M. Pivetti. 2009. "Rising Household Debt: Its Causes and Macroeconomic Implications—a Long-Period Analysis." *Cambridge Journal of Economics* 33: 113–37.

Barbosa-Filho N. H., C. Rada von Arnim, L. Taylor, and L. Zamparelli. 2008. "Cycles and Trends in U.S. Net Borrowing Flows." *Journal of Post Keynesian Economics* 30: 623–48.

Bearden, W., M. Etzel. 1982. "Reference Group Influence on Product and Brand Purchase Decisions." *Journal of Consumer Research* 9(2): 183–94.

Bernheim, B. D., L. Forni, J. Gokhale, and L. J. Kotlikoff. "How Much Should Americans Be Saving for Retirement?" Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper 00-02, March 2000. <http://www.clevelandfed.org/Research/workpaper/2000/Wp0002.pdf>

Bosworth, B., G. Burtless, and J. Sabelhaus. 1991. "The Decline in Saving: Evidence from Household Surveys." *Brooking Papers on Economic Activity* 1: 183–241.

Brown, C. 2004. "Does Income Distribution Matter for Effective Demand? Evidence from the United States." *Review of Political Economy* 16: 291–307.

Browning, M. and A. Lusardi. 1996. "Household Saving: Micro Theories and Micro Facts." *Journal of Economic Literature* 34: 1797–855.

Carr, M. and A. Jayadev. 2012. "Relative Income and Indebtedness: Evidence from Panel Data." Manuscript, October.

Carroll, C. D. 2003. "Macroeconomic Expectations of Households and Professional Forecasters." *The Quarterly Journal of Economics*. February: 269–98.

———. 2006. "The Epidemiology of Macroeconomic Expectations." In L. Blume and S. Durlauf (Eds.), *The Economy as an Evolving Complex System, III*. Oxford: Oxford University Press.

Childers, T. and A. Rao. 1992. "The Influence of Familial and Peer-Based Reference Groups on Consumer Decisions." *Journal of Consumer Research* 19(2): 198–211.

Congressional Budget Office. 2012. "The Distribution of Household Income and Federal Taxes, 2008 and 2009."

<http://www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/attachments/43373-06-11-HouseholdIncomeandFedTaxes.pdf> and Supplemental Tables

http://www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/attachments/43373-Supplemental_Tables_Final.xls.

Cynamon, B. Z. and S. M. Fazzari. 2008. "Household Debt in the Consumer Age: Source of Growth—Risk of Collapse." *Capitalism and Society* 3(2): Article 3.

———. 2012a. "Household Spending and Debt: Sources of Past Growth—Seeds of Recent Collapse." In B. Z. Cynamon, S. M. Fazzari, and M. Setterfield (Eds.), *After the Great Recession: The Struggle for Economic Recovery and Growth*. New York: Cambridge University Press, Chapter 11: 127–157.

———. 2012b. "No Need to Panic about U.S. Government Deficits." In B. Z. Cynamon, S. M. Fazzari, and M. Setterfield (Eds.), *After the Great Recession: The Struggle for Economic Recovery and Growth*. New York: Cambridge University Press, Chapter 11: 264–280.

———. 2013. "Measuring Household Demand: A Cash Flow Measure." Working paper (January).

DeBacker, J. M., B.T. Heim, V. Panousi, and I. Vidangos. 2012. "Rising Inequality: Transitory or Permanent? New Evidence from a Panel of U.S. Tax Returns 1987–2006." Indiana University–Bloomington: School of Public & Environmental Affairs Research Paper Series No. 2011-01-01. Version dated January 2, 2012. SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1747849> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1747849>.

Dynan, K. E., J. S. Skinner, and S. P. Zeldes. 2004. "Do the Rich Save More?" *Journal of Political Economy* 112: 397–444.

Gale, W. G. and J. Sabelhaus. 1999. "Perspectives on the Household Saving Rate." *Brookings Papers on Economic Activity* (1): 181–222.

Greninger, S. A., V. L. Hampton, K. A. Kitt, and J. A. Achacoso. 1996. "Ratios and Benchmarks for Measuring the Financial Well-Being of Families and Individuals." *Financial Services Review* 5(1): 57–70.

Guidolin, M. and E. A. La Jeunesse. 2007. "The Decline in the U.S. Personal Saving Rate: Is it Real and Is It a Puzzle?" Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, November/December: 491–514.

Kopcke, R. W., A. H. Munnell, and L. M. Cook. 1991. "The Influence of Housing and Durables on Personal Saving." *New England Economic Review*, November/December: 1–16.

Korty, D. 2008. Comment on "Household Debt in the Consumer Age: Source of Growth—Risk of Collapse." (By B. Z. Cynamon and S. M. Fazzari) *Capitalism and Society* 3(3): Article 6.

Kumhof, M. and R. Ranciere. 2010. "Inequality, Leverage and Crises." IMF Working Papers, 1–37 (November). SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1751380>

Maki, D. M. and M. G. Palumbo. 2001. "Disentangling the Wealth Effect: A Cohort Analysis of Household Saving in the 1990s." Federal Reserve Board Finance and Discussion Series Working Paper No. 2001–21 (April).

Mason, J. W. and A. Jayadev. 2012. "Fisher Dynamics in Household Debt: the Case of the U.S. 1929–2011." Manuscript, January.

Palley, T. I. 2012. "America's Exhausted Paradigm: Macroeconomic Causes of the Financial Crisis and Great Recession." In B. Z. Cynamon, S. M. Fazzari, and M. Setterfield (Eds.), *After the Great Recession: The Struggle for Economic Recovery and Growth*. New York: Cambridge University Press, Chapter 2: 31–60.

Parker, J. A. 2000. "Spendthrift in America? On Two Decades of Decline in the U.S. Saving Rate." In B. S. Bernanke and J. J. Rotemberg (Eds.), *NBER Macroeconomics Annual 1999*. Cambridge, MA: MIT Press, 317–70.

Peach, R. and C. Steindel. 2000. "A Nation of Spendthrifts? An Analysis of Trends in Personal and Gross Saving." Federal Reserve Bank of New York *Current Issues in Economics and Finance* 6(10): 1–6.

Perozek, M. G. and M. B. Reinsdorf. 2002. "Alternative Measures of Personal Saving." Bureau of Economic Analysis *Survey of Current Business* 82(4): 13–24.

Piketty, T. and E. Saez. 2007. "Income and Wage Inequality in the United States 1913–2002." In A. B. Atkinson and T. Piketty (Eds.), *Top Incomes over the Twentieth Century. A Contrast Between Continental European and English-Speaking Countries*. Oxford: Oxford University Press, Chapter 5. Series updated by the same authors.

Reinsdorf, M. B. 2007. "Alternative Measures of Personal Saving." Bureau of Economic Analysis *Survey of Current Business* 87(2): 7–13.

Reis, R. 2006a. "Inattentive Consumers." *Journal of Monetary Economics* 53: 1761–1800.

———. 2006b. "Inattentive Producers." *Review of Economic Studies* 73: 793–821

Setterfield, M. 2010. *Handbook of Alternative Theories of Economic Growth*. Northampton, MA: Edward Elgar.

———. 2012. "Wages, Demand, and U.S. Macroeconomic Travails: Diagnosis and Prognosis." In B. Z. Cynamon, S. M. Fazzari, and M. Setterfield (Eds.), *After the Great Recession: The Struggle for Economic Recovery and Growth*. New York: Cambridge University Press, Chapter 7: 158–84.

Skinner, J. 2007. "Are You Sure You're Saving Enough for Retirement?" *Journal of Economic Perspectives* 21(3): 59–80.

van Treeck, T. and S. Sturm. 2012. "Income Inequality as a Cause of the Great Recession? A Survey of Current Debates." Working paper (April).