

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

**ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

«ΟΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

ΣΕ ΕΠΙΠΕΔΟ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΗΣ ΔΑΠΑΝΗΣ»

ΙΩΑΝΝΗΣ Κ. ΓΙΑΝΝΙΚΟΠΟΥΛΟΣ

Διπλωματική εργασία

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Εισαγωγή.....σελ. 3

Ιστορική αναδρομή.....σελ. 4-6

Θεωρητικά δεδομένα – Εργαλεία για τους ερευνητές.....σελ. 7-17

Επισκόπηση Βιβλιογραφίας.....σελ. 18-55

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η εκπόνηση αυτής της εργασίας έχει ως σκοπό να διερευνηθούν οι επιδράσεις των αποδόσεων των χρηματιστηριακών αγορών σε επίπεδο κατανάλωσης διαρκών και μη, αγαθών και υπηρεσιών. Αυτό θα γίνει εφικτό μέσω της επισκόπησης που θα πραγματοποιηθεί για τις 12 πιο πρόσφατες μελέτες που ασχολούνται με την εν λόγω σχέση. Στα πλαίσια αυτής της ανάλυσης χρησιμοποιούνται νέες σχετικά έρευνες καθώς γίνεται αντιληπτό ότι οι συγγραφείς αυτών γνωρίζοντας τις μεθόδους και τα αποτελέσματα προηγούμενων μελετών, έχουν τη δυνατότητα είτε να εμπλουτίσουν το υπάρχον υλικό διαφοροποιώντας το σε κάποιο βαθμό, είτε να εφαρμόσουν εντελώς δικές τους προσεγγίσεις ώστε να ανταποκρίνονται στα νέα χρηματοοικονομικά δεδομένα.

Οι περισσότερες αναλύσεις επικεντρώνονται στην εξέταση της σχέσης αποδόσεων αγοράς μετοχών – κατανάλωσης για λογαριασμό των ΗΠΑ καθώς είναι εύλογο ότι στην εν λόγω χώρα οι χρηματαγορές αναπτύσσονται με ταχύτερο ρυθμό απ' ό,τι στις υπόλοιπες χώρες. Με άλλα λόγια, τα κεφάλαια που δαπανώνται για κατοχή μετοχών ή άλλων αξιογράφων είναι σχεδόν απλησίαστα για τα δεδομένα άλλων χωρών - κρατών. Γίνεται σαφές λοιπόν ότι μία μεταβολή ενός χρηματιστηριακού δείκτη των ΗΠΑ αναμένεται να είναι πιο «σημαντική» δηλαδή να ασκήσει καθοριστικότερη και σε βάθος χρόνου επίδραση στην συμπεριφορά των επενδυτών, του νοικοκυριού αλλά και γενικότερα ολόκληρης της αμερικανικής οικονομίας σε σχέση με άλλες οικονομίες, ασθενέστερες μακροοικονομικά και χρηματοοικονομικά.

Πώς όμως προέκυψε το ενδιαφέρον για τη μελέτη της σχέσης αγοράς μετοχών-κατανάλωσης; Ποια είναι η «γνώμη» της θεωρίας για την παραπάνω σχέση και πώς αυτή χρησιμοποιείται από τους αναλυτές προκειμένου να διαμορφωθούν οικονομετρικά μοντέλα και να τεκμηριωθούν συμπεράσματα; Μέσα από την ανάλυση αυτών των μελετών συνάγεται τελικώς κάποιο συμπέρασμα για τη φύση της σχέσης (θετική, αρνητική και αν ναι σε ποιο μέγεθος); Ποιο είναι το σχόλιο του γράφοντος μετά την ανάλυση των μελετών;

Στα παραπάνω ερωτήματα θα δοθούν αναλυτικές απαντήσεις στα πλαίσια αυτής της εργασίας η οποία θα δομηθεί ως εξής:

Στην πρώτη ενότητα θα παρουσιαστούν τα γεγονότα που δίνουν ένα σαφές ερέθισμα στο να μελετηθεί η σχέση των αποδόσεων των τιμών των μετοχών και της κατανάλωσης. Στη συνέχεια θα αναφερθούν εκτενώς οι θεωρητικές προσεγγίσεις της σχέσης της κατανάλωσης με άλλες μεταβλητές προκειμένου να εξεταστεί αν όντως από πλευράς θεωρίας υφίστανται σχέση αγοράς μετοχών – κατανάλωσης. Η τρίτη ενότητα περιλαμβάνει την επισκόπηση των 12 μελετών, μαζί και τα συμπεράσματα που προκύπτουν από αυτές. Τέλος, μετά τις θεωρητικές και εμπειρικές αναλύσεις συνάγεται το τελικό συμπέρασμα για την εν λόγω σχέση.

ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Δύο είναι εκείνα τα ακραία χρηματοοικονομικά γεγονότα από την προπολεμική περίοδο έως τις μέρες μας που «μαρτυρούσαν» ένα είδος σχέσης μεταξύ αποδόσεων μετοχών και κατανάλωσης ώστε να κεντρίσουν το ενδιαφέρον ενός ερευνητή προκειμένου να ασχοληθεί με τη μελέτη των δύο μεταβλητών:

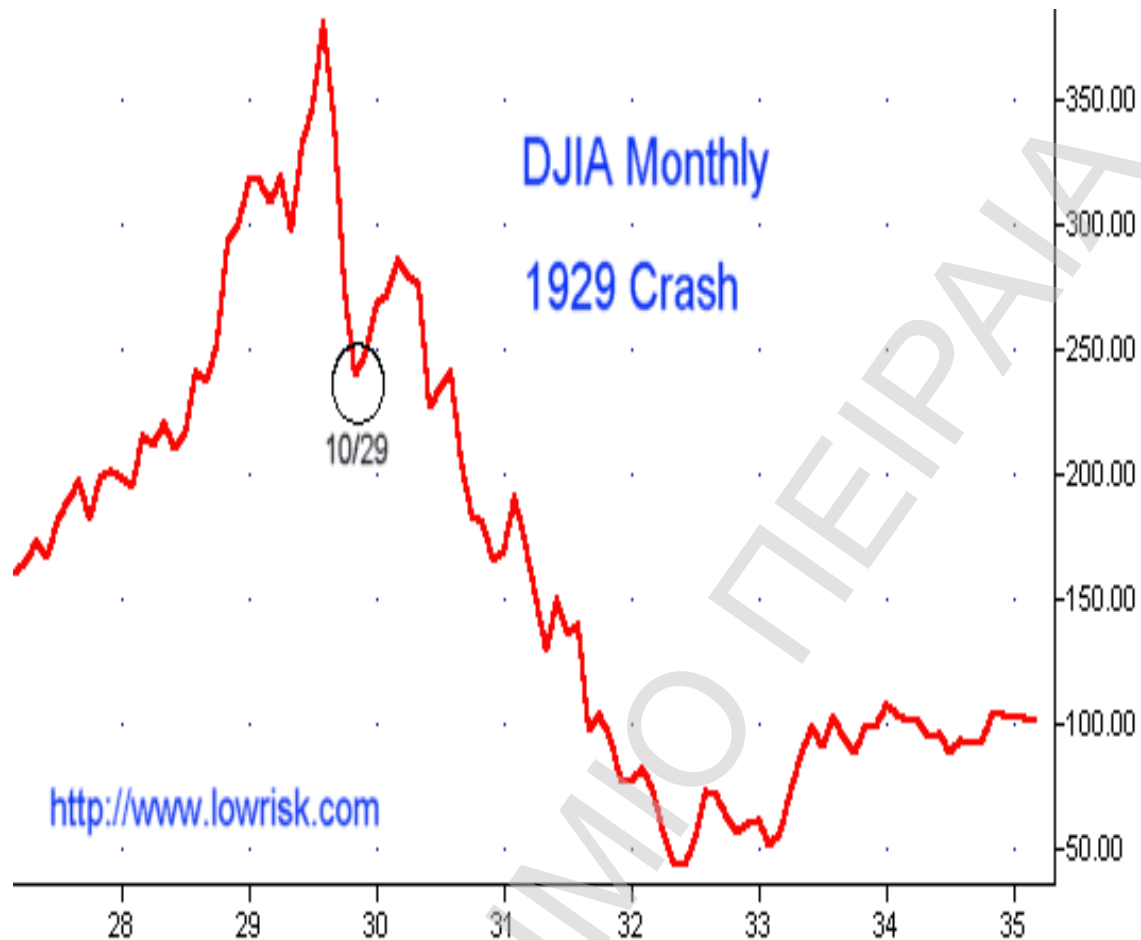
Η παρατεταμένη περίοδος πτώσης των τιμών των μετοχών για τις Ηνωμένες Πολιτείες (bear market) η οποία ξεκινάει από τα τέλη του 1929 και ολοκληρώνεται το 1932 συνοδεύεται από μεγάλη απαισιοδοξία των επενδυτών καθώς η οικονομία περιέρχεται σε φάση ύφεσης και η ανεργία αγγίζει τις ανώτατες τιμές της. Η δεύτερη περίοδος (bull market) λαμβάνει χώρα από το τέλος του 1987 έως και το πρώτο μισό του 1997, αναφέρεται επίσης στις ΗΠΑ και βασικό χαρακτηριστικό της είναι η ταχεία ανάπτυξη των χρηματιστηριακών δεικτών απόρροια της ανάκαμψης της οικονομίας ύστερα από την κρίση που υπέστη το Νοέμβριο του 1987.

Η ΜΕΓΑΛΗ ΚΡΙΣΗ

Έχουν ήδη περάσει πολλά χρόνια από την ημέρα εκείνη που έχει αφήσει ανεξίτηλα τα σημάδια της στην χρηματιστηριακή και όχι μόνο ιστορία. Τα γεγονότα της «ΜΑΥΡΗΣ ΤΡΙΤΗΣ» του Οκτώβρη του 1929 και της μεγάλης κρίσης που ακολούθησε έμειναν χαραγμένα στη μνήμη εκατομμυρίων Αμερικανών που έζησαν την οικονομική εξαθλίωση.

Το «**κραχ**» του 1929 έμεινε στην ιστορία όχι για το μέγεθος της πτώσης, την ΜΑΥΡΗ ΤΡΙΤΗ αλλά για την μετέπειτα παγκόσμια οικονομική κρίση που έφερε. Ήταν μια κρίση τόσο βαθιά που μετονομάστηκε **GREAT DEPRESSION** και αντανάκλούσε την περίοδο Οκτωβρίου 1929 έως και τα μέσα του 1930 όπου ο αντίκτυπος της χρηματιστηριακής πτώσης έγινε τόσο εμφανής στην οικονομία των ΗΠΑ που οδήγησε μία ολόκληρη γενιά σε οικονομικό μαρασμό. Χιλιάδες επιχειρήσεις κατέρρευσαν, τράπεζες αφανίστηκαν σε μερικές μόνο ημέρες, επενδύσεις και περιουσίες χάθηκαν αυτοστιγμής, ενώ εκατομμύρια εργαζόμενοι βρέθηκαν στο δρόμο. Η ανεργία έφτασε το 30% σε πολλές πολιτείες των ΗΠΑ και το 1/3 των Αμερικανών βρισκόταν κάτω από τη γραμμή της φτώχειας. Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι ο δείκτης DOW JONES ξεπέρασε το επίπεδο των ζημιών της «ΜΑΥΡΗΣ ΤΡΙΤΗΣ ΤΟΥ '29» μετά από 26 χρόνια (1955).

Το παρακάτω διάγραμμα αναπαριστά πλήρως το shock που υπέστη η αμερικανική οικονομία και κοινωνία:



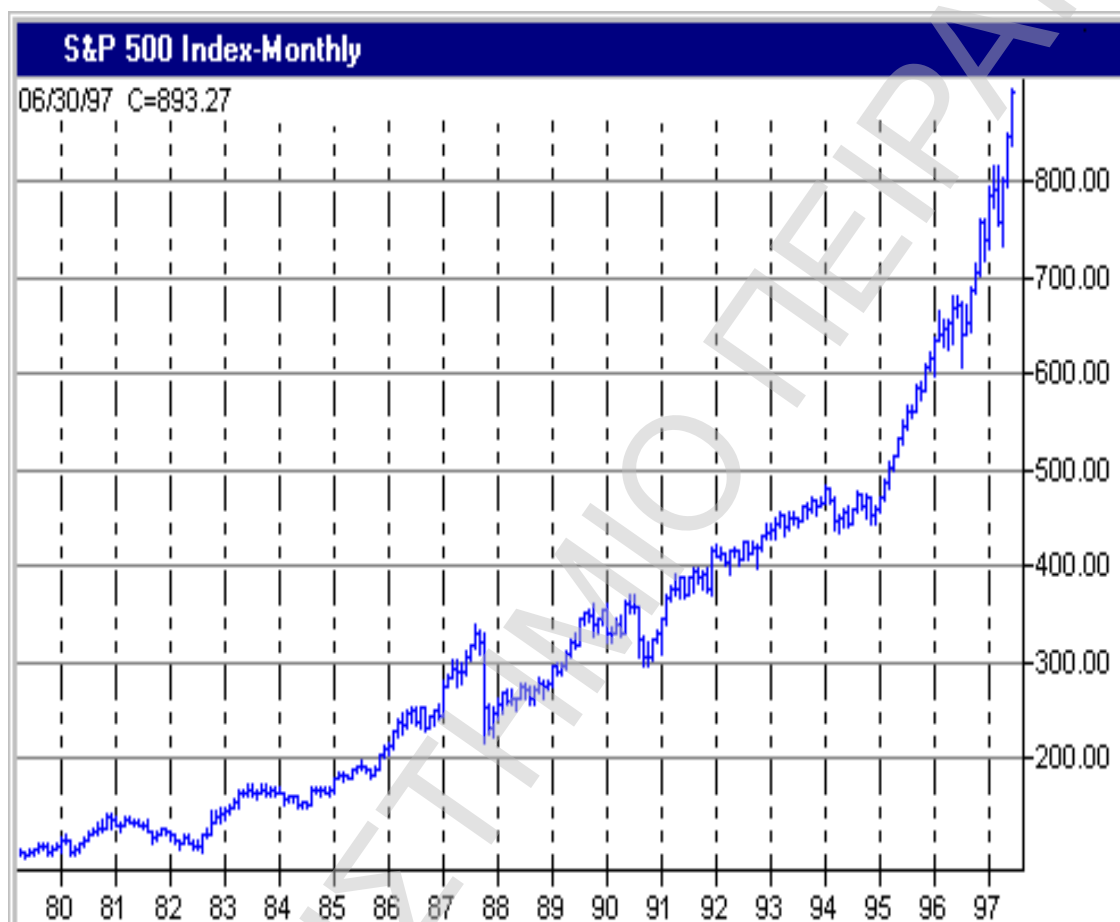
Μολονότι η κατοχή μετοχών αντιπροσώπευε μικρό μέρος του αμερικανικού πλούτου, η κατάρρευση των χρηματαγορών οδήγησε σε ραγδαία πτώση τους δείκτες κατανάλωσης διαρκών, ημιδιαρκών και καταναλωτικών αγαθών.

Συγκεκριμένα, ενώ η άνοδος της κατανάλωσης για διαρκή αγαθά μεταξύ 1927 και 1928 (7.5%) άφηνε εμφανή σημάδια θετικών μελλοντικών μεταβολών, την χρονιά της μεγάλης πτώσης των χρηματαγορών (1929) η ανάπτυξη της ήταν σχεδόν ανύπαρκτη (0.5%) με τις επιπτώσεις της να γίνονται ακόμη περισσότερο αισθητές το 1930 όπου «κατρακυλάει» πλέον σε αρνητικά επίπεδα για όλα τα είδη προϊόντων (διαρκή:-32.4%, ημιδιαρκή:-13.8%, καταναλωτικά:-1.6%).

Η ΜΕΓΑΛΗ ΑΝΟΔΟΣ

Μετά την μεγάλη κρίση του 1987 (ο δείκτης S&P 500 καταγράφει απώλειες και από τα επίπεδα των 340 περίπου μονάδων πέφτει σε αυτά των 210) που οδήγησε σε κατακόρυφη πτώση τους χρηματιστηριακούς δείκτες και ξύπνησε τον εφιάλτη του 1929 για τους Αμερικανούς, κανείς από τους επενδυτές δεν μπορούσε να πιστέψει ότι η οικονομία ήδη διανύει περίοδο bull market. Και όμως, η τελευταία είχε δώσει σαφή δείγματα στις αρχές του 1980 με τον S&P 500 να πραγματοποιεί αργά αλλά σταθερά ανοδικά βήματα έως και τα μέσα

του 1997. Ακόμη και η ύφεση του Νοεμβρίου του '87, η πιο δυνατή σε παγκόσμιο επίπεδο διήρκεσε περίπου ένα μήνα και δεν αποτέλεσε τροχοπέδη για τη συνέχεια των ανοδικών κινήσεων του δείκτη ο οποίος στις 30/6/1997 βρίσκεται στα επίπεδα των 893,27 μονάδων. Η πορεία του δείκτη απεικονίζεται στο παρακάτω διάγραμμα:



Η κατανάλωση υπηρεσιών την περίοδο '90-91 παρουσιάζει μία αμυδρή πτώση της τάξεως του 0,03% (για το ίδιο διάστημα ο δείκτης S&P 500 έχει καθοδική τροχιά) εν αντιθέσει με την περίοδο '92-'97 όπου εκτός του διαστήματος '94-95 χαρακτηρίζεται από θετικές μεταβολές 4,46%, 3,45%, 3,96%, 3,42% αντίστοιχα. Τα ποσοστά της καταναλωτικής δαπάνης για διαρκή αγαθά την περίοδο '92-'97 έλαβαν και αυτά θετικό πρόσημο: 5,89%, 5,42%, 5,66%, 4,70%, 6,31% και 5,14%.

Βάσει των παραπάνω δεδομένων ένα πρώτο συμπέρασμα που μπορεί να εξαχθεί είναι ότι οι ανοδικές και καθοδικές τάσεις της αγοράς μετοχών συνοδεύονται από ανάλογη συμπεριφορά της κατανάλωσης σε μικρότερο ή μεγαλύτερο βαθμό. Για την ορθότητα όμως του συμπεράσματος η σχέση θα πρέπει να αναλυθεί τόσο σε θεωρητική όσο και σε εμπειρική βάση.

ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ – ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΕΡΕΥΝΗΤΕΣ

Πριν εισέλθουμε στην επισκόπηση των εμπειρικών μελετών είναι απαραίτητο να παραθέσουμε τις βασικές μακροοικονομικές θεωρίες που αφορούν στην εξαρτημένη μεταβλητή που μας ενδιαφέρει δηλαδή την κατανάλωση και να εξετάσουμε αν τελικά συνδέεται και με ποιον τρόπο με τις αποδόσεις της αγοράς μετοχών. Κάτι τέτοιο μόνο χρήσιμο μπορεί να αποβεί καθώς εφόσον τοποθετήσουμε τα θεωρητικά θεμέλια πάνω στα οποία βασίζεται η σχέση αγοράς μετοχών – κατανάλωσης, στη συνέχεια θα είναι πιο προσιτό για εμάς να κατανοήσουμε τα μοντέλα πάνω στα οποία βασίζονται οι σύγχρονοι ερευνητές για να εξάγουν τις προβλέψεις τους.

Η εξοικείωση με την μοντέρνα έρευνα για τη σχέση της κατανάλωσης με άλλες μακροοικονομικές μεταβλητές συνεπάγεται την κατανόηση τριών βασικών θεμελιωδών υποθέσεων:

- 1) *Την θεωρία απόλυτου εισοδήματος του Keynes (AIH - 1936)*
- 2) *Την θεωρία κύκλου ζωής (life cycle) του Modigliani (LCH – 1949)*
- 3) *Την θεωρία μονίμου εισοδήματος (permanent income) του Friedman (PIH - 1957)*

Η πλειονότητα των ερευνών που ως βασικό στόχο έχει να εξάγει προβλέψεις για το πώς αντιδράει η κατανάλωση στις μεταβολές άλλων μεταβλητών, χρησιμοποιεί τουλάχιστον μία από τις παραπάνω θεωρητικές προσεγγίσεις προκειμένου να διαμορφώσει τα κατάλληλα οικονομετρικά μοντέλα.

Ας ξεκινήσουμε όμως, την περιήγησή μας στις θεωρίες μελετώντας την παραδοσιακή Κεϋνσιανή θεωρία η οποία αποτέλεσε τη βάση για την δημιουργία των μεταγενέστερων θεωριών κατανάλωσης.

A) Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ KEYNES

Η Κεϋνσιανή θεωρία κατανάλωσης αναφέρει ότι το τρέχον πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα είναι ο πιο σημαντικός παράγοντας καθορισμού του επιπέδου κατανάλωσης σε βραχυχρόνιο ορίζοντα.

Ως πραγματικό εισόδημα ορίζεται το χρηματικό εισόδημα που είναι προσαρμοσμένο για το εκάστοτε επίπεδο πληθωρισμού και αποτελεί ένα μέτρο της ποσότητας αγαθών και υπηρεσιών που οι καταναλωτές έχουν αγοράσει για ένα δεδομένο επίπεδο εισοδήματός τους. Για παράδειγμα εάν μία αύξηση 10% στο χρηματικό εισόδημα συνδυαστεί με μία αύξηση 10% στο δείκτη τιμών αυτό σημαίνει ότι το πραγματικό χρηματικό εισόδημα (η ποσότητα αγαθών και υπηρεσιών που μπορεί να αγοραστεί) παραμένει σταθερό. Γενικά:

Διαθέσιμο Εισόδημα (Y_d) = Ακαθάριστο εισόδημα – (πериκοπές από άμεση φορολογία + πλεονεκτήματα)

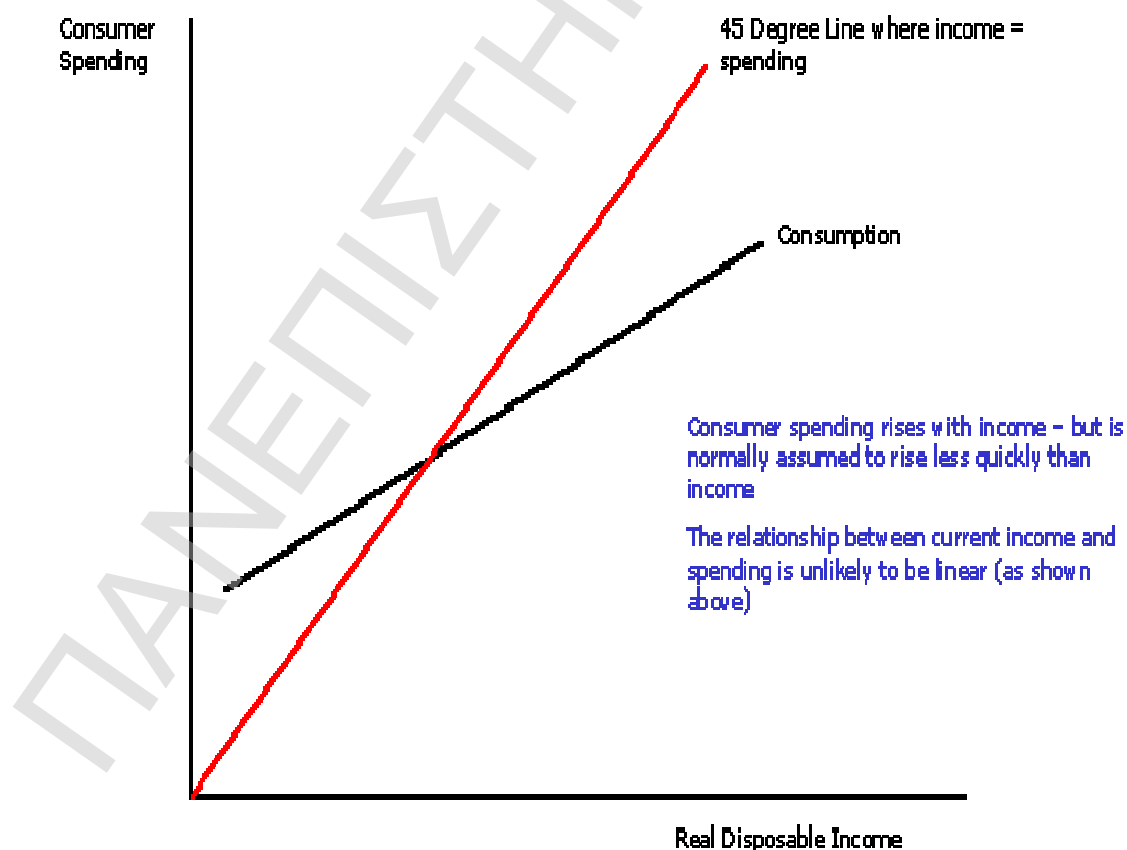
Με βάση τους παραπάνω προσδιορισμούς, η εξίσωση κατανάλωσης διαμορφώνεται ως εξής:

$$C = a + c Y_d \text{ όπου:}$$

C = καταναλωτική δαπάνη

a = Αυτόνομη κατανάλωση, με άλλα λόγια το επίπεδο κατανάλωσης που θα λάμβανε χώρα στην περίπτωση που το εισόδημα ήταν μηδενικό. Εάν επί παραδείγματι το εισόδημα ενός ατόμου έπεφτε στο μηδέν τότε ένα μέρος της τρέχουσας κατανάλωσής του θα μπορούσε να συντηρηθεί μέσω αποταμίευσης.

c = Οριακή ροπή προς κατανάλωση. Ορίζεται ως το πηλίκο της μεταβολής της κατανάλωσης προς τη μεταβολή του εισοδήματος. Πιο απλά είναι το ποσοστό που θα δαπανηθεί σε αγαθά και υπηρεσίες εάν κερδηθεί 1 μονάδα χρηματικού εισοδήματος. Θα πρέπει εδώ να τονιστεί ότι υπάρχει **θετική σχέση μεταξύ διαθέσιμου εισοδήματος (Y_d) και κατανάλωσης (C)**. Η κλίση της καμπύλης κατανάλωσης μας δίνει την οριακή ροπή προς κατανάλωση. Η αύξηση του εισοδήματος κατά μία μονάδα ακολουθείται επίσης από μία μονάδα αύξησης της συνολικής καταναλωτικής ζήτησης όπως φαίνεται παρακάτω:



Από το παραπάνω διάγραμμα προκύπτει ότι η κλίση της καμπύλης κατανάλωσης είναι θετική πράγμα που σημαίνει ότι όταν αυξάνεται κατά x% η οριακή ροπή προς κατανάλωση για μία περίοδο στο ίδιο ποσοστό ακολουθεί και η κατανάλωση.

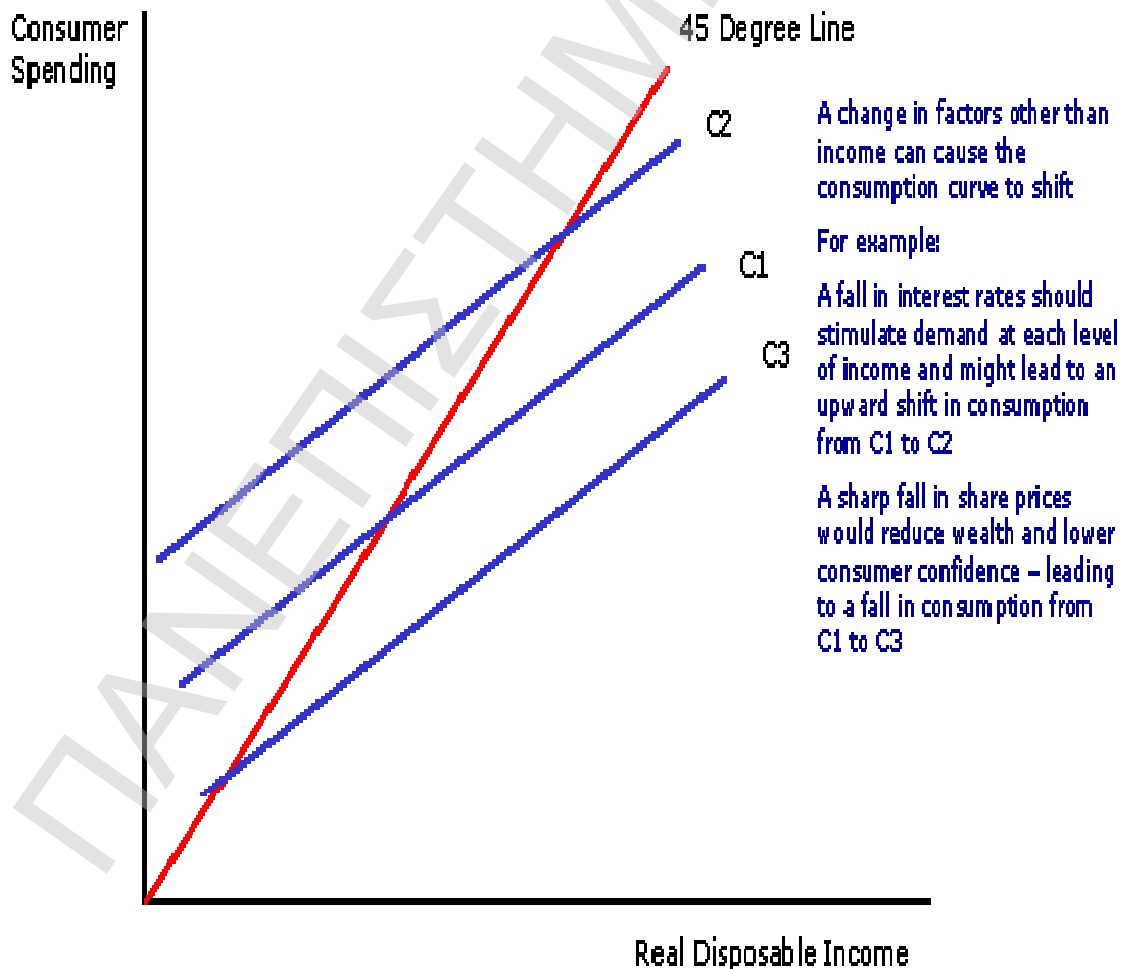
Βασικοί ορισμοί – «κλειδιά» για την κατανάλωση:

Μέση ροπή προς κατανάλωση = Πραγματική κατανάλωση / Πραγματικό εισόδημα

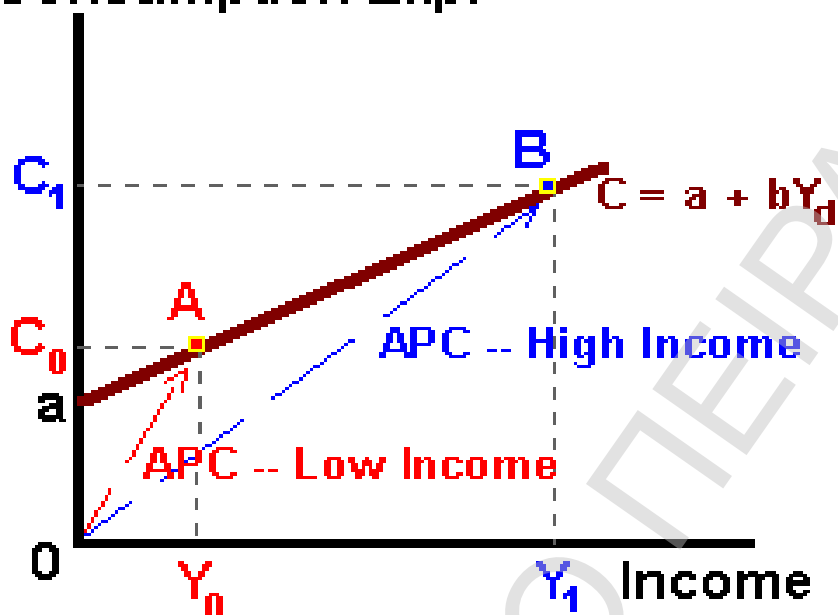
Μέση ροπή προς αποταμίευση = Πραγματική αποταμίευση / Πραγματικό εισόδημα

Μετατοπίσεις της καμπύλης κατανάλωσης

Η σχέση κατανάλωσης – εισοδήματος αλλάζει όταν άλλοι παράγοντες εκτός του εισοδήματος μεταβάλλονται – π.χ. μία αύξηση των επιτοκίων ή μία μείωση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης μπορεί να οδηγήσουν σε μείωση της καταναλωτικής δαπάνης για κάθε επίπεδο εισοδήματος. Αντιθέτως μία αύξηση του πλούτου του νοικοκυριού ή οι αισιόδοξες προσδοκίες των καταναλωτών για το επίπεδο του μελλοντικού τους εισοδήματος μπορεί να αυξήσουν το επίπεδο κατανάλωσης για κάθε εισοδηματική κλίμακα.



Consumption Exp.



Αρκετά συμπεράσματα μπορούν να προκύψουν χρησιμοποιώντας τον τύπο της μέσης ροπής προς κατανάλωση ο οποίος μας απαλλάσσει από την διαδικασία μετατροπής των ονομαστικών αξιών σε πραγματικές καθώς:

$$APC = \frac{\text{Real Consumption}}{\text{Real Income}}$$

$$= \frac{\text{Nominal Consumption} / P}{\text{Nominal Income} / P} = \frac{\text{Nominal Consumption}}{\text{Nominal Income}}$$

Αυτό σημαίνει ότι η αναλογία της πραγματικής κατανάλωσης προς το πραγματικό εισόδημα ισούται με την αναλογία της ονομαστικής κατανάλωσης προς το ονομαστικό εισόδημα.

Κατ' αυτόν τον τρόπο μπορούμε να υπολογίσουμε την Μέση Ροπή προς Κατανάλωση διαιρώντας και τα δύο μέλη της εξίσωσης κατανάλωσης του Keynes με το διαθέσιμο εισόδημα:

$$APC = C/Y_d = a/Y_d + b(Y_d/Y_d) \text{ or } APC = a/Y_d + MPC.$$

Με δεδομένο το παραπάνω αποτέλεσμα μπορούμε, για διαφορετικά εισοδηματικά στρώματα και σε βάθος χρόνου να εξάγουμε τα εξής συμπεράσματα:

1) Οι χαμηλότερες εισοδηματικές τάξεις θα καταναλώσουν μεγαλύτερη αναλογία του εισοδήματός τους σε σχέση με τις υψηλότερες δηλαδή:

$$APC_{\text{low income}} > APC_{\text{high income}}$$

2) Κατά την πάροδο του χρόνου και όσο το διαθέσιμο εισόδημα αυξάνεται η Μέση Ροπή προς κατανάλωση μειώνεται δηλαδή:

$$APC_{t-1} > APC_t > APC_{t+1}$$

Σε αυτή την τελευταία περίπτωση διαφαίνεται πως η συγκεκριμένη εξίσωση του Keynes αδυνατεί να εξηγήσει πλήρως τη συμπεριφορά της κατανάλωσης. Μολονότι εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι η Μέση Ροπή προς Κατανάλωση είναι πιο χαμηλή για τα ανώτερα εισοδηματικά στρώματα σε σχέση με τα κατώτερα, σε βάθος χρόνου η ίδια είναι σταθερή και ανεξάρτητη από τις μεταβολές του εισοδήματος.

Η αποτυχία αυτής της υπόθεσης του Keynes οδήγησε στην δημιουργία εναλλακτικών θεωριών για την κατανάλωση μία από τις οποίες είναι και η «**θεωρία του κύκλου ζωής**».

B) LIFE CYCLE HYPOTHESIS

Η θεωρία του κύκλου ζωής (life cycle) αναπαριστά τη σχέση εισοδήματος - κατανάλωσης ενός ατόμου καθώς και τις προσδοκίες του για το μελλοντικό του εισόδημα καθώς μεταβαίνει στις εξής τέσσερις φάσεις της ζωής του: παιδική ηλικία – εργατική ηλικία (χρονική περίοδος στην οποία αποκτά δικό του εισόδημα) – συνταξιοδοτική ηλικία – τέλος ζωής. Προγενέστερες προσπάθειες για να δημιουργηθεί μία τέτοια σχέση είχαν γίνει αρχικά από τον Fisher (1930) και στη συνέχεια από τον Harrod (1948). Παρ' ολ' αυτά όμως η θεωρία life cycle των Modigliani και Brumberg εκτός από το θεωρητικό της υπόβαθρο είχε και εμπειρική εφαρμογή (cross section tests, time series evidence) και προωθήθηκε τελικώς το 1954.

Μία βασική απόφαση που θα πρέπει να πάρει κάποιος προκειμένου να κατασκευάσει ένα μοντέλο που να στηρίζεται στην life cycle υπόθεση είναι αυτή της αποταμίευσης, δηλαδή της διαίρεσης του διαθέσιμου εισοδήματος μεταξύ κατανάλωσης και αποταμίευσης. Η απόφαση για αποταμίευση καθοδηγείται από τις προτιμήσεις του ατόμου για τωρινή ή μελλοντική κατανάλωση. Δεδομένων των χρηματικών ροών που λαμβάνει ένα νοικοκυριό κατά τη διάρκεια του χρόνου, μπορούμε να υπολογίσουμε τις αποφάσεις που λαμβάνονται για κατανάλωση και αποταμίευση καθ' όλη τη διάρκεια της ζωής του.

Το σχήμα πάνω στο οποίο στηρίζεται η υπόθεση life cycle είναι ότι ενώ το εισόδημα αρχικά είναι χαμηλό για ένα άτομο στα πρώτα χρόνια εργασίας του στη συνέχεια αυξάνεται μέχρι να κορυφωθεί σε αξία λίγο πριν τη συνταξιοδότησή του. Κατά τα έτη όπου το άτομο λαμβάνει σύνταξη, το εισόδημά του είναι αισθητά μικρότερο σε σύγκριση με προηγούμενα διαστήματα όπου αυξανόταν συνεχώς αγγίζοντας υψηλά επίπεδα. Για να αποφευχθεί λοιπόν μία μεγάλη πτώση της χρησιμότητας λόγω του μειωμένου πλέον εισοδήματος, το άτομο αποφασίζει να αποταμιεύσει ένα μέρος του

εισοδήματός του την περίοδο εργασίας και στη συνέχεια να το καταναλώσει κατά τη διάρκεια συνταξιοδότησής του. Ας δούμε όμως αναλυτικά πώς διαμορφώνονται οι υποθέσεις:

Κατά την πρώτη περίοδο του κύκλου ζωής το άτομο δανείζεται βασισμένο στις αναμενόμενες ροές εισοδήματος στο μέλλον. Αυτό το είδος πλούτου ονομάζεται «**ανθρώπινος πλούτος**» και ορίζεται ως η ικανότητα του ατόμου να δημιουργεί ή να κερδίζει εισόδημα στο μέλλον σε αντίθεση με τον «**μη ανθρώπινο πλούτο**» που αναφέρεται στην κατοχή αξιόγραφων που παράγουν εισόδημα. Η επιθυμία του ατόμου να δανειστεί εξαρτάται από την πίστη του ότι θα είναι σε θέση να αποπληρώσει ένα π.χ. δάνειο που θα λάβει την ημερομηνία λήξης του αλλά και από το βαθμό που το ίδιο προεξοφλεί την μελλοντική του δραστηριότητα. Πιο συγκεκριμένα, μεγαλύτερη πίστη ότι το συνολικό μελλοντικό εισόδημα («human wealth» και «non human wealth») θα αυξηθεί συνεπάγεται χαμηλότερη προεξόφληση της μελλοντικής κατανάλωσης για τον χρόνο αποπληρωμής του δανείου, εφόσον το άτομο θεωρεί ότι το μελλοντικό του εισόδημα αποδίδει τις ίδιες ροές με το ήδη υπάρχον. Αντιστρόφως, μικρότερη πίστη σχετικά με τις αναμενόμενες εισοδηματικές ροές συνεπάγεται προεξόφληση με μεγαλύτερο επιτόκιο της μελλοντικής δραστηριότητας. Στην περίπτωση αυτή η τρέχουσα κατανάλωση βασίζεται κυρίως στο τρέχον εισόδημα.

Η θεωρία life cycle βασίζεται στο ακόλουθο μοντέλο:

$max U_t = \sum^L [U(C_t)(1+\delta)^{-t}]$ -> όπου βάσει κατανάλωσης μεγιστοποιείται η χρησιμότητα του ατόμου καθ' όλη τη διάρκεια της ζωής του και:

$\sum^L C_t(1+r)^{-t} = \sum^N Y_t(1+r)^{-t} + W_0$ -> όπου η κατανάλωση για ολόκληρη την περίοδο ζωής του εξαρτάται από το συνολικό εισόδημα όπου:

$U(C_t)$: Η ικανοποίηση που λαμβάνεται από την κατανάλωση που πραγματοποιείται την περίοδο t .

C : Το επίπεδο κατανάλωσης

Y : Το συνολικό εισόδημα

δ : μέτρο προτίμησης του ατόμου για τωρινή ή μελλοντική κατανάλωση

W : αρχικό επίπεδο εισοδήματος παραγόμενο από αξιόγραφα.

Σύμφωνα με τα παραπάνω θα εξετάσουμε αν για ένα άτομο που «ζει για το σήμερα» το μέτρο δ είναι υψηλότερο ή χαμηλότερο από ένα άτομο που «σχεδιάζει για το μέλλον».

Θα χρησιμοποιήσουμε το μοντέλο life - cycle για δύο περιόδους:

$$\max U(C_0)(1+\delta)^{-0} + U(C_1)(1+\delta)^{-1}$$

$$\text{ή } U(C_0) + U(C_1)(1+\delta)^{-1} \text{ αφού } (1+\delta)^{-0} = 1$$

και

$$C_0(1+r)^{-0} + C_1(1+r)^{-1} = Y_0(1+r)^{-0} + Y_1(1+r)^{-1}$$

Παρατηρούμε ότι όσο αυξάνεται το δ μειώνεται και η αξία της μελλοντικής ικανοποίησης $U(C_1)$ από την κατανάλωση για τον χρόνο 1 σε σχέση κατανάλωση στο χρόνο 0. Έτσι λοιπόν, το άτομο με το υψηλό δ προεξοφλεί σε μεγαλύτερο βαθμό τη μελλοντική του κατανάλωση ή διαφορετικά **«ζει για το σήμερα»**.

Στο σημείο αυτό θεωρούμε σκόπιμο να παραθέσουμε τα τρία σημαντικότερα συμπεράσματα που προκύπτουν από τη μελέτη του μοντέλου κύκλου ζωής:

1) Η τρέχουσα κατανάλωση για όλη τη διάρκεια της ζωής ενός ατόμου εξαρτάται όχι μόνο από το εργατικό (human wealth) αλλά και από το μη-εργατικό εισόδημα (non-human wealth). Εν αντιθέσει, η Κεϋνσιανή θεωρία ισχυρίζεται ότι η τρέχουσα κατανάλωση επηρεάζεται κυρίως από το τρέχον εργατικό εισόδημα.

2) Το άτομο με χαμηλό μέτρο δ αποδίδει μεγαλύτερη αξία στο μελλοντικό παρά στο τρέχον εισόδημά του. Επομένως η κατανάλωσή του θα εξαρτάται από τον μελλοντικό συνολικό του πλούτο (εργατικό + μη εργατικό εισόδημα) πάρα από το τρέχον εργατικό του εισόδημα. Εύλογο είναι λοιπόν να έρχεται σε αντιστοιχία με την life cycle hypothesis. Αντιθέτως, το άτομο με το υψηλό δ (προεξοφλεί υψηλότερα τις μελλοντικές ροές άρα είναι απαισιόδοξο για το μελλοντικό του εισόδημα) «ζει για το σήμερα», δηλαδή βασίζεται στο κεϋνσιανό μοντέλο δηλ. στο τρέχον εισόδημα το οποίο καθορίζει την τρέχουσα κατανάλωση.

3) Οι μεταβολές στις προσδοκίες σχετικά με το μελλοντικό πλούτο του ατόμου μπορούν να αποτυπωθούν στο ακόλουθο μοντέλο με την υπόθεση πάντα ότι οι περιορισμοί που έχουμε θέσει για την κατανάλωση ικανοποιούνται:

$$C_0 = kW_0 + k(1+N\alpha)Y_L \quad \text{όπου:}$$

C_0 = τρέχουσα κατανάλωση

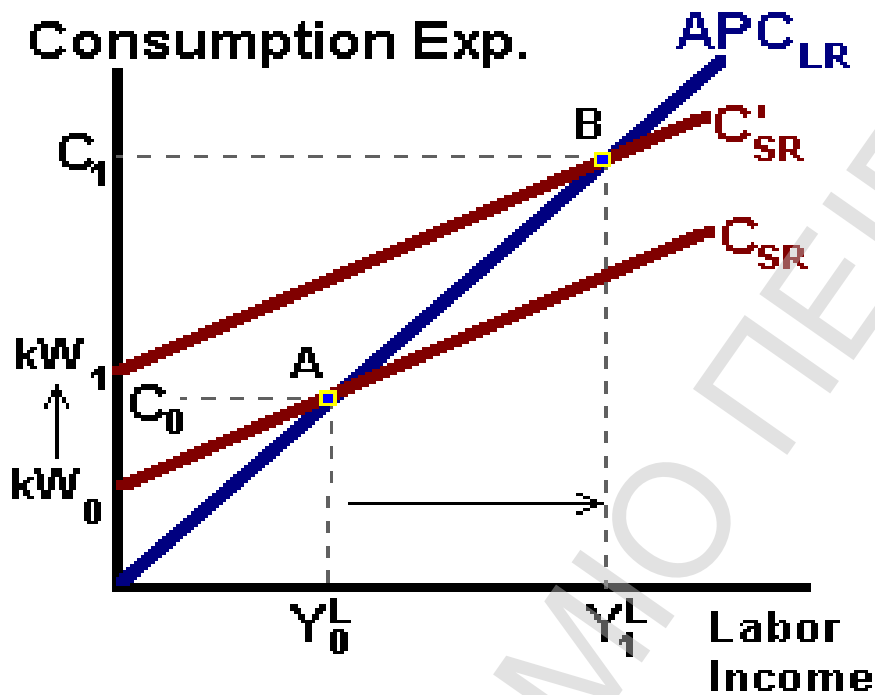
W_0 = τρέχον επίπεδο χρηματοοικονομικού πλούτου (non-human wealth)

Y_L = τρέχον επίπεδο εργατικού εισοδήματος το οποίο ταυτόχρονα αναπαριστά την ικανότητα απόκτησης μελλοντικών χρηματικών ροών από την εργασία (human wealth)

K = Οριακή Ροπή προς κατανάλωση

$1+N\alpha$ = σχετίζει το μελλοντικό εργατικό εισόδημα για N εργατικά έτη με την τρέχουσα κατανάλωση.

Στην περίπτωση π.χ. όπου αυξηθούν οι προσδοκίες για τον μελλοντικό χρηματοοικονομικό πλούτο θα μετατοπιστεί η καμπύλη κατανάλωσης προς τα πάνω όπως δείχνει το παρακάτω σχήμα:



Έτσι λοιπόν, η μεταφορά μας από το επίπεδο εισοδήματος Y_0 στο Y_1 αντιστοιχεί σε μεγαλύτερη ποσότητα κατανάλωσης C_1 απ' ό,τι θα συνέβαινε αν υπήρχε μία απλή μετακίνηση επί της ίδιας καμπύλης C_{SR} . Και αυτό διότι τώρα πλέον στην εξίσωση που προκύπτει από την υπόθεση life cycle εν αντιθέσει με την εξίσωση κατανάλωσης του Keynes, προστίθενται ακόμη ένας παράγοντας καθορισμού του επιπέδου κατανάλωσης, ο χρηματοοικονομικός πλούτος.

Συμπερασματικά, η υπόθεση life cycle εισήγαγε τον χρηματοοικονομικό πλούτο στην εξίσωση του Keynes δίνοντάς της ρόλο ισάξιο με αυτόν του διαθέσιμου εργατικού εισοδήματος. Μία αύξηση στις τιμές των μετοχών, αυξάνει τον συνολικό πλούτο του ατόμου (εργατικό + μη εργατικό εισόδημα) και οδηγεί σε αύξηση της κατανάλωσης, ενώ μία μείωση σε πτώση της κατανάλωσης. Συνεπώς η αγορά μετοχών εκτός από τη συμβολή της στη διαμόρφωση των επιπέδων επένδυσης έχει πλέον καθοριστικό ρόλο και σε επίπεδο καταναλωτικής δαπάνης.

PERMANENT INCOME HYPOTHESIS

B) Η θεωρία του μόνιμου εισοδήματος (permanent income theory) προσπαθεί να εξηγήσει την καταναλωτική συμπεριφορά επαναπροσδιορίζοντας τα μέτρα του εισοδήματος. Υποστηρίζει ότι το συνολικό εισόδημα "Y" μπορεί να

διαιρεθεί σε δύο διαφορετικά συστατικά: το μόνιμο εισόδημα (Y^P) και το προσωρινό εισόδημα (ή μη αναμενόμενες μεταβολές του εισοδήματος) επομένως:

$$Y = Y^P + Y^T$$

Το πρόσκαιρο συστατικό της παραπάνω εξίσωσης έχει μία αναμενόμενη αξία ίση με το 0 ($E[Y^T_t] = 0$) καθώς θεωρείται ότι για ολόκληρο το διάστημα ζωής ενός ατόμου τα παροδικά κέρδη που δημιουργούν εισόδημα «καλύπτονται» από τις παροδικές ζημιές και το αντίστροφο. Άρα λοιπόν, μακροχρόνια το επίπεδο του συνολικού εισοδήματος έρχεται σε πλήρη συσχέτιση με το μόνιμο εισόδημα Y^P ή διαφορετικά:

$$Y = Y^P$$

Επομένως, η κατανάλωση είναι ανάλογη του μόνιμου εισοδήματος. Ετσι λοιπόν προκύπτει και η παρακάτω εξίσωση κατανάλωσης η οποία εξετάζει τις επιπτώσεις που θα έχουν οι μεταβολές του «μόνιμου εισοδήματος» στην καταναλωτική δαπάνη σε μακροχρόνιο ορίζοντα και είναι η παρακάτω:

$C = kY^P$ όπου η παράμετρος 'k' αναπαριστά την μέση και οριακή ροπή προς κατανάλωση

Η βραχυχρόνια σχέση εισοδήματος-κατανάλωσης εξηγείται εάν υπολογιστεί η αξία του προσωρινού εισοδήματος για διαφορετικά εισοδηματικά στρώματα.

Συγκεκριμένα, το προσωρινό εισόδημα για τα χαμηλά εισοδηματικά κλιμάκια είναι αρνητικό καθώς θεωρείται ότι οι προσωρινές ζημιές υπερβαίνουν τα προσωρινά κέρδη για αυτή την ομάδα ατόμων δηλαδή:

$$Y^T_L < 0 \Rightarrow Y_L < Y^P_L$$

Αναλόγως, για τις μεσαίες τάξεις εισοδήματος η αξία του προσωρινού εισοδήματος είναι μηδενική (τα προσωρινά κέρδη εξισώνονται με τις προσωρινές ζημιές) άρα λοιπόν το συνολικό εισόδημα εξισώνεται με το προσωρινό εισόδημα:

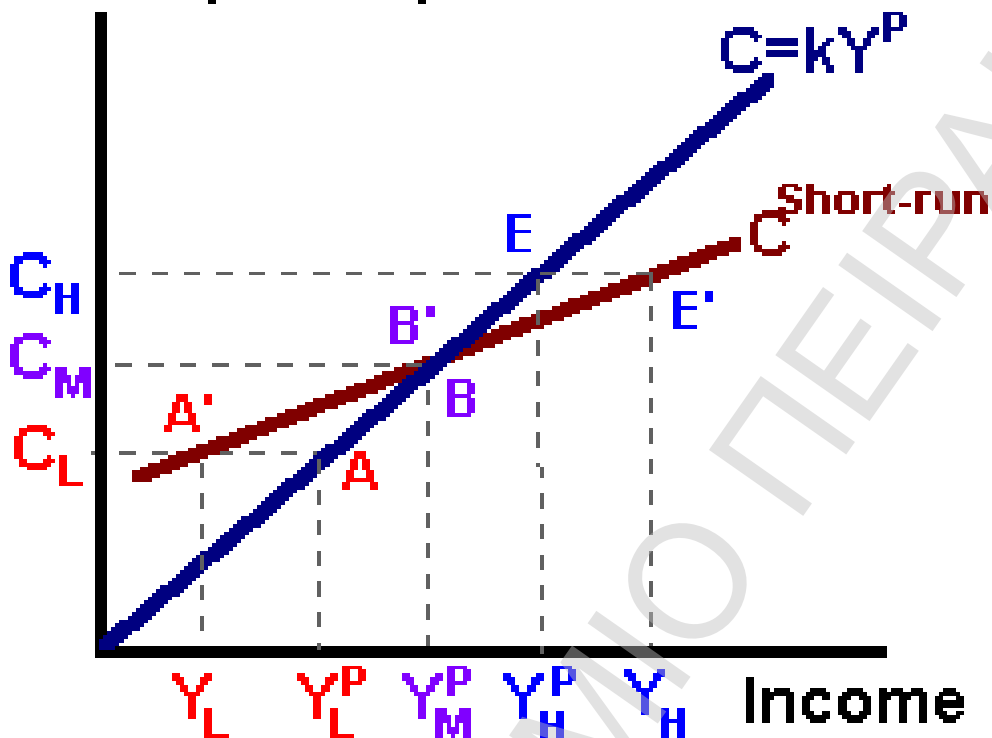
$$Y^T_M = 0 \Rightarrow Y_M = Y^P_M$$

Τέλος, για τα ανώτατα εισοδήματα η αξία του προσωρινού εισοδήματος είναι θετική (τα προσωρινά κέρδη υπερβαίνουν τις προσωρινές ζημιές) και το συνολικό εισόδημα είναι μεγαλύτερο από το προσωρινό δηλαδή:

$$Y^T_H > 0 \Rightarrow Y_H > Y^P_H$$

Η χρήση του προσωρινού εισοδήματος βοηθάει να δούμε πώς λειτουργεί η κατανάλωση σε βραχυχρόνιο διάστημα όπως απεικονίζεται στο κάτωθι σχήμα μέσω της κόκκινης γραμμής:

Consumption Exp.



Βασική ιδέα για τη δημιουργία της θεωρίας μονίμου εισοδήματος η οποία προτάθηκε από τον Milton Friedman το 1957 είναι η εξής: **τα άτομα βασίζουν την κατανάλωσή τους πάνω σε αυτό που νοείται γι' αυτούς «κανονικό εισόδημα», αυτό δηλαδή που αναμένεται να καρπωθούν για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.** Έτσι λοιπόν, προσπαθούν να διατηρήσουν ένα σταθερό επίπεδο ζωής (κατανάλωσης) ακόμη και αν τα εισοδήματά τους μεταβάλλονται από μήνα σε μήνα ή από χρόνο σε χρόνο. Το γεγονός αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι αυξομειώσεις που παρατηρούνται στο προσωρινό τους εισόδημα να έχουν πολύ μικρή επίδραση στην καταναλωτική τους συμπεριφορά. Παραπλήσιο νόημα είχε και η θεωρία του κύκλου ζωής που εξετάσαμε προηγουμένως, δηλαδή **τα άτομα «εξομαλύνουν» τις διακυμάνσεις που παρουσιάζονται στο εισόδημά τους αποταμιεύοντας τις περιόδους όπου έχουν υψηλό εισόδημα και καταναλώνοντας τις αποταμιεύσεις τις περιόδους που έχουν χαμηλό εισόδημα.**

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗ ΜΕΛΕΤΗ ΤΩΝ ΘΕΩΡΙΩΝ

Οι θεωρίες life cycle και permanent income δίνουν μία πιο εξελιγμένη και ανταποκρινόμενη σε πραγματικά δεδομένα προσέγγιση της σχέσης κατανάλωσης – εισοδήματος τέτοια ώστε μία μεταβολή ενός εξωγενούς παράγοντα (μεταβλητής) να μην καθορίζει σε σημαντικό βαθμό την μεταβλητή

της κατανάλωσης. Αυτό γίνεται περισσότερο αντιληπτό στην θεωρία του Friedman όπου τα άτομα προσπαθούν να αποφασίσουν για το αν μία συγκεκριμένη μεταβολή στο εισόδημά τους είναι προσωρινή ή όχι. Εάν αποφανθούν θετικά τότε η μεταβολή αυτή θα έχει μικρή επίδραση στις καταναλωτικές τους συνήθειες. Εάν αποφανθούν αρνητικά (δηλαδή είναι πεπεισμένα ότι αυτή η μεταβολή στο εισόδημά τους είναι μόνιμη, **τότε και μόνο τότε** η κατανάλωσή τους θα μεταβληθεί κατά μεγάλο ποσοστό.

Όπως έχουμε ήδη αναφέρει, η θεωρία life cycle είναι η πρώτη η οποία εισάγει στην εξίσωση κατανάλωσης του Keynes τον χρηματοοικονομικό πλούτο (W). Τώρα, εφόσον οι μετοχές είναι αξιόγραφα που από μόνα τους δημιουργούν εισόδημα ανήκουν στην κατηγορία του μη εργατικού εισοδήματος (χρηματοοικονομικός πλούτος) εν αντιθέσει με το εργατικό εισόδημα το οποίο δημιουργείται από τα άτομα. Ανοδικές κινήσεις στις τιμές των μετοχών αυξάνουν τον χρηματοοικονομικό πλούτο και κατά συνέπεια τείνουν να αυξήσουν την κατανάλωση και αντιστρόφως. Η θεωρία permanent income εισάγει χρονικές υστερήσεις στην εξίσωση κατανάλωσης καθώς υποστηρίζει ότι μία ανοδική μεταβολή του εισοδήματος δεν θα οδηγήσει άμεσα σε πλήρη ανταπόκριση της κατανάλωσης. Η προσαρμογή της τελευταίας θα είναι ολοένα και μεγαλύτερη με την πάροδο του χρόνου.

Εν κατακλείδι, θα λέγαμε πως η θεωρία του Keynes αποτέλεσε το εφαλτήριο πάνω στο οποίο βασίστηκαν οι Modigliani και Friedman προκειμένου να εξετάσουν και να αναλύσουν διεξοδικότερα την καταναλωτική συμπεριφορά, διαμορφώνοντας πιο ολοκληρωμένες υποθέσεις (life cycle hypothesis & permanent income hypothesis) ανταποκρινόμενες στο σύγχρονο οικονομικό περιβάλλον.

ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

HOW IMPORTANT IS THE STOCK MARKET EFFECT ON CONSUMPTION?

Η εργασία των Ludvigson και Steindel (1999) έχει ως βασικό στόχο να μελετήσει το αποτέλεσμα που έχουν οι αποδόσεις της αγοράς μετοχών σε καταναλωτικό επίπεδο για τις ΗΠΑ το διάστημα 1953-1997. Οι πηγές που χρησιμοποιούνται προς αυτή την κατεύθυνση είναι του Υπουργείου Εμπορίου των ΗΠΑ, του Bureau of economic analysis και του Board of Governors of the Federal Reserve System.

Δημιουργείται μοντέλο βασιζόμενο στην υπόθεση μονίμου εισοδήματος (permanent income hypothesis) σύμφωνα με την οποία η κατανάλωση ανταποκρίνεται σε μία μη προβλεπόμενη αλλαγή στο μόνιμο εισόδημα. Μόνιμο εισόδημα είναι αυτό που δαπανάται σε μη διαρκή αγαθά και

υπηρεσίες και ορίζεται ως η διηλεκτική αξία του χρηματοοικονομικού και μη χρηματοοικονομικού πλούτου.

Όπως έχει ήδη λεχθεί, η σχέση μεταξύ κατανάλωσης, εισοδήματος και χρηματοοικονομικού πλούτου είναι γραμμική δηλαδή:

$$C_t = \alpha + \beta W_t + \delta Y_t + u_t \quad (1)$$

όπου:

W_t : η αξία ενός χρηματιστηριακού δείκτη.

Y_t : το εργατικό εισόδημα

C_t : η κατανάλωση σε μη διαρκή αγαθά και υπηρεσίες

U_t : ο όρος σφάλματος.

Οι παράμετρος δ μας δίνει το αποτέλεσμα που θα έχει η αύξηση κατά ενός δολαρίου του εργατικού εισοδήματος στην συνολική κατανάλωση.

Η παράμετρος β μας δίνει το αποτέλεσμα που θα έχει η αύξηση κατά ενός δολαρίου της αγοράς μετοχών στην συνολική κατανάλωση

Βασικός σκοπός είναι να υπολογιστούν οι παράμετροι β και δ . Ο τρόπος υπολογισμού τους θα εξαρτηθεί από τα χαρακτηριστικά "τάσης" (trend) των μεταβλητών της εξίσωσης. Κάθε μεταβλητή ακολουθεί μια στοχαστική τάση. Εάν οι τρεις μεταβλητές έχουν μια ατομική τάση αλλά ο όρος λάθους είναι στάσιμος τότε αυτές μοιράζονται μία κοινή τάση δηλαδή μια μοναδιαία ρίζα (unit root) καθώς αποκλείουν μεταξύ τους βραχυχρόνια.

Πραγματοποιούνται λοιπόν:

1) **Dickey-Fuller tests** για την ύπαρξη μοναδιαίας ρίζας μεταξύ των C , W , Y . Εξετάζεται η υπόθεση ύπαρξης μοναδιαίας ρίζας και η υπόθεση ότι οι σειρές είναι stationary around a trend, με 95% πιθανότητα την ύπαρξη μοναδιαίας ρίζας και μεταξύ των χρονοσειρών κατανάλωσης, εργατικού εισοδήματος και χρηματοοικονομικού πλούτου.

2) **Τεστ για cointegration με χρήση λογαρίθμων**. Εφαρμόζεται το τμηματοποιημένο Dickey-Fuller test για τα κατάλοιπα της 1ης εξίσωσης όπου βάσει του ότι το μέγεθος χρονικής υστέρησης είναι 1, τα αποτελέσματα που ευνοούν το cointegration πρέπει να γίνουν αποδεκτά. Είναι σημαντικό να υπολογιστεί το cointegration καθώς η ύπαρξη συσχέτισης μεταξύ του U_t και των W_t , Y_t , θα οδηγούσε σε αντιφατικές εκτιμήσεις των παραμέτρων.

Table B1
DICKY-FULLER TESTS FOR UNIT ROOTS

	Dickey-Fuller <i>t</i> -Statistic				Critical Values	
	Lag=1	Lag=2	Lag=3	Lag=4	5 Percent Level	10 Percent Level
Log (total wealth ^a)	-2.460	-3.067	-2.894	-3.100	3.44	3.14
Log (labor income ^a)	-0.624	-0.794	-0.829	-0.810	3.44	3.14
Log (consumption, excluding shoes and clothing ^a)	-0.363	-0.812	-0.944	-1.280	3.44	3.14

Source: Authors' calculations.

^aValues are in real per capita terms. The model includes a time trend.

Table B2
PHILLIPS-OLUARIIS TESTS FOR COINTEGRATION USING LOGS

	Dickey-Fuller <i>t</i> -Statistic				Critical Values	
	Lag=1	Lag=2	Lag=3	Lag=4	5 Percent Level	10 Percent Level
	-4.29	-4.20	-3.75	-3.59	-3.80	-3.52

Source: Authors' calculations.

Notes: The Dickey-Fuller test statistic has been applied to the fitted residuals from the cointegrating regression of consumption on labor income and wealth. Critical values assume trending series. We use the log of consumption for non-durables and services, excluding shoes and clothing, as the dependent variable.

Οι εκτιμήσεις των παραμέτρων β , δ δείχνουν ότι τα W_t , Y_t παρουσιάζουν ενδογένεια (endogeneity).

Οι παραπάνω αναλύσεις πραγματοποιήθηκαν για να εξεταστεί εάν οι 3 μεταβλητές μοιράζονται μία κοινή τάση καθώς **μόνο τότε ισχύει το μοντέλο της εξίσωσης (1)** και μπορούμε να προχωρήσουμε στην εκτίμηση των παραμέτρων β και δ του υποδείγματος. Αυτό γίνεται με τη χρησιμοποίηση της δυναμικής μεθόδου Ελαχίστων Τετραγώνων των Stock και Watson (1993) με μοντέλο της μορφής που απεικονίζει ο πίνακας 3.

Σε αντίθεση με την πρώτη εξίσωση, η εξίσωση του πίνακα 3 περιλαμβάνει leads και lags στο δεξί της μέρος. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η β παράμετρος που μας ενδιαφέρει είναι περίπου **0,46** με το δείγμα να χωρίζεται σε περιόδους: 1953-1997: 1953-1967, 1968-1982, 1983-1997.

Table 3
DYNAMIC ORDINARY LEAST SQUARES ESTIMATES
OF MARGINAL PROPENSITY TO CONSUME
OUT OF WEALTH AND LABOR INCOME

$$\text{Model: } c_t = \alpha + \beta_l w_t + \delta_l y_t + \sum_{i=-3}^3 \beta_{l,i} \Delta w_{t+i} + \sum_{i=-3}^3 \delta_{l,i} \Delta y_{t+i} + u_{l,t}^*$$

Sample Period	MPC out of Wealth		MPC out of Labor Income	
	Log	Level	Log	Level
1953:1-1997:1	0.291* (8.10)	0.046	0.605* (18.09)	0.718
1953:1-1967:4	0.380* (3.78)	0.072	0.500* (5.20)	0.615
1968:1-1982:4	0.155 (1.58)	0.031	0.729* (11.32)	0.861
1983:1-1997:1	0.151* (3.69)	0.024	0.764* (12.13)	0.907

Source: Authors' calculations.

Το συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι εάν η αγορά μετοχών παρουσιάσει κέρδη της τάξεως του ενός δολαρίου το γεγονός αυτό θα οδηγήσει σε αύξηση της τρέχουσας κατανάλωσης κατά 3 με 4%.

STOCK MARKET WEALTH AND CONSUMER SPENDING

Η Martha Starr-McCluer με την εκπόνηση της αυτής της έρευνας αποσκοπεί στην εξέταση του ρόλου της αγοράς μετοχών στην κατανάλωση για τις ΗΠΑ. Για την συγκέντρωση των δεδομένων χρησιμοποιούνται στοιχεία από την Έρευνα Καταναλωτή του Πανεπιστημίου του Michigan.

Η μελέτη χωρίζεται σε 2 μέρη: Την ποσοτική και την ποιοτική ανάλυση.

ΠΟΙΟΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Πραγματοποιούνται συνεντεύξεις από 500 νοικοκυριά τηλεφωνικώς κάθε μήνα. Οι έρευνες λαμβάνουν χώρα μεταξύ του διαστήματος 1994 -1997 όπου οι τιμές των κυριότερων Αμερικανικών δεικτών (ανάμεσά τους και ο S&P 500) υπερδιπλασιάστηκαν. Εκτός από τις ερωτήσεις «πυρήνα» της Έρευνας που αφορούν στην καταναλωτική συμπεριφορά και στις προσδοκίες των νοικοκυριών για κατανάλωση στον μέλλον, συλλέγονται πληροφορίες για τη δομή του νοικοκυριού αλλά και πλήθος άλλων θεμάτων. Οι ερωτήσεις αναφέρονται σε χρηματιστηριακά κεφάλαια προκειμένου να προσδιορίσουν το είδος των κεφαλαίων που διατηρούν τα νοικοκυριά. Από 1500 νοικοκυριά τα 592 αναφέρουν κατοχή μετοχών κάποιας μορφής.

Μολονότι οι ερωτήσεις είναι ποιοτικού χαρακτήρα το δείγμα είναι αντιπροσωπευτικό και προκύπτουν τα εξής συμπεράσματα:

- το 35,4% κατέχει μετοχές συγκεκριμένου τύπου
- 21,6% δεν ανέφερε αξία δολαρίου στις μετοχές τους
- 85% ισχυρίζεται ότι η πορεία των μετοχών δεν επηρεάζει την κατανάλωση ή αποταμίευσή τους
- 12,6% είναι νοικοκυριά που κατέχουν μετοχές αξίας άνω των 250.000 δολαρίων και θεωρούν πως οι τιμές των μετοχών τους συμβαδίζουν με την κατανάλωσή τους.

Από τις απαντήσεις των νοικοκυριών αυτό που πρέπει να κρατήσουμε είναι δύο βασικά στοιχεία: 2) Ένα εξαιρετικά μεγάλο ποσοστό νοικοκυριών είναι αδιάφορο στις μεταβολές των χρηματιστηριακών δεικτών 3) Ένα μικρό ποσοστό των πλούσιων νοικοκυριών που κατέχουν μετοχές αξίας άνω των 250.000 δολαρίων αναφέρουν θετική σχέση μετοχών-κατανάλωσης.

Table 5. Responses to questions about effects of wealth on spending, by selected household characteristics

	Reported effect of trend in past few years					Plans to liquidate assets or reduce saving in the next year	
	Percent of stockholders	Distribution of responses (percent)			Prob. value	Percent of stockholders reporting such plans	Prob. value
		Increase spending/ reduce saving	No effect	Reduce spending/ increase saving			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
All households owning stock	100.0	3.4	85.0	11.6	.	30.5	.
<i>Importance of retirement accounts:</i>							
Stock mostly in retirement acc'ts.	55.4	2.6	86.2	11.3		30.1	
Stock mostly out of ret. acc'ts.	44.6	3.9	83.3	12.8	.46	32.8	.40
<i>Expectations for stock prices in the next year:</i>							
Prices up 10%+	22.0	3.0	85.6	11.4		29.9	
Up 1-10%	22.7	1.0	84.4	14.7	.83	29.6	.03
No change	39.5	4.7	85.6	9.7		27.2	
Down	15.9	2.1	81.4	16.5		44.4	
<i>Value of stockholdings:</i>							
<\$50K	47.0	1.7	89.2	9.2		32.5	
\$50-250K	40.4	3.6	82.3	14.2	.01	29.9	.47
\$250K+	12.6	12.6	78.4	12.6		26.8	
<i>Chance of involuntary job loss in next 5 yrs.:</i>							
>10%	47.5	2.3	87.6	10.2		28.3	
10-29%	30.1	2.8	83.1	14.1	.14	31.0	.22
<30%	22.4	6.6	80.3	13.1		34.7	

Note: The probability value refers to the hypothesis that the distribution of responses is the same across categories.

ΠΟΣΟΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Διεξάγεται μελέτη της συμπεριφοράς της κατανάλωσης και της αποταμίευσης μέσω ενός πολυμεταβλητού μοντέλου (3 μεταβλητές) βασιζόμενο στα αποτελέσματα της ποιοτικής έρευνας όπου οι συνεντευξιαζόμενοι ανέφεραν:

- α) Υψηλή κατανάλωση ή χαμηλή αποταμίευση λόγω των αποδόσεων των μετοχών
- β) Κάποια επίδραση στην κατανάλωση ή στην αποταμίευση.
- γ) Σχέδια για ρευστοποίηση των κεφαλαίων τους για αγορές ή μείωση της αποταμίευσης για τους επόμενους 12 μήνες.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφέρουμε ότι γίνεται και χρήση επεξηγηματικών μεταβλητών όπως ηλικία, μόρφωση κλπ.

Table 6. Probit analyses of responses to the wealth-effect questions

	<u>Reported effect of trend in past few years</u>		<u>Plans to liquidate assets or save less in next 12 months</u>
	<u>Spent more</u>	<u>Some effect</u>	
Intercept	-2.9268 (2.07)	0.4430 (1.39)	0.6814 (1.19)
Age<35	-0.2665 (0.26)	-0.2180 (0.16)	0.1048 (0.14)
Age 55-64	-0.0626 (0.31)	-0.4664* (0.23)	-0.1092 (0.18)
Age 65+	-0.0897 (0.33)	-0.5487* (0.24)	-0.0570 (0.19)
College degree	0.0144 (0.21)	0.0198 (0.14)	0.2611* (0.12)
Income (log)	0.1099 (0.19)	-0.1179 (0.13)	-0.1171 (0.10)
Value of stocks >=\$250,000	0.4806* (0.27)	0.5358* (0.20)	-0.1031 (0.18)
Holdings mostly in retirement accts	-0.0385 (0.20)	-0.1927 (0.14)	-0.1052 (0.12)
Expect stock prices to fall in next year	-0.3550 (0.22)	-0.0348 (0.14)	-0.0383 (0.12)
Risk of job loss >= 30%	0.3694 (0.22)	0.1107 (0.16)	0.1370 (0.13)
Pseudo-R ²	.059	.033	.016
Number of obs.	551	557	557

Συμπέρασμα

Παρά το γεγονός ότι η επεξηγηματική ικανότητα του μοντέλου είναι μικρή ίσως λόγω του μικρού δείγματος, εν τούτοις, όπως και στην περιγραφική ανάλυση έτσι και στην ποσοτική, για τα νοικοκυριά που κατέχουν από 250.000 δολ. σε μετοχές είναι πολύ πιθανόν να μεταβάλλουν την καταναλωτική τους συμπεριφορά λόγω μεταβολών στις μετοχές που κατέχουν. Μπορεί το ποσοστό που ενστερνίζεται την γνώμη αυτή να είναι χαμηλό, είναι όμως αρκετά ισχυρό ώστε να μεταβάλλει το μέγεθος της συνολικής κατανάλωσης.

PROPERTY OF STOCKS AND WEALTH EFFECTS ON CONSUMPTION

Η εξέταση του ρόλου της αγοράς μετοχών στη διαμόρφωση της ιδιωτικής καταναλωτικής δαπάνης αποτελεί βασικό αντικείμενο της έρευνας του Ricardo M. Sousa η οποία δημοσιεύεται τον Μάρτιο του 2003 για λογαριασμό των Ηνωμένων Πολιτειών.

Αρχικά διαχωρίζεται το αποτέλεσμα που θα έχουν οι μεταβολές της αγοράς μετοχών στην κατανάλωση σε δύο συστατικά: 1) Την άμεση κατοχή μετοχών και 2) Την έμμεση κατοχή μετοχών. Αυτό γίνεται για τον εξής απλούστατο λόγο: Το άτομο που έχει την απόλυτη ευθύνη διαχείρισης των μετοχών του, αναλαμβάνει το βάρος της συχνής συγκέντρωσης πληροφοριών για την πορεία τους και άρα επιδεικνύει μία καλύτερη αντίληψη της αγοράς και μεγαλύτερη ευαισθησία στις διακυμάνσεις της απ' ό,τι το άτομο που έχει την έμμεση ιδιοκτησία.

Η μεθοδολογία που θα χρησιμοποιηθεί αφορά στην μελέτη της σχέσης (που αποτελεί το αντικείμενο ενδιαφέροντος αυτής της εργασίας) σε μακροχρόνιο επίπεδο.

Οι μακροχρόνιες σχέσεις που θα αναπτυχθούν παρακάτω βασίζονται στην υπόθεση μονίμου εισοδήματος του Friedman σύμφωνα με την οποία η κατανάλωση αποτελεί συνάρτηση του ανθρώπινου και μη ανθρώπινου πλούτου όπου C : προσωπική καταναλωτική δαπάνη, W : καθαρός πλούτος ιδιωτικού τομέα, STW : χρηματοοικονομικός πλούτος, $STWD$: πλούτος προερχόμενος από την άμεση κατοχή μετοχών, $STWI$: πλούτος προερχόμενος από την έμμεση κατοχή μετοχών, $NSTW$: μη χρηματοοικονομικός πλούτος, Y : μετά φόρων εργατικό εισόδημα και U_1, U_2, U_3 οι όροι λάθους των αντίστοιχων εξισώσεων ενώ ο operator Δ αναπαριστά τις πρώτου όρου διαφορές. Όλες οι μεταβλητές (επεξηγηματικές και εξαρτημένες) εκφράζονται σε λογαριθμική μορφή σε όρους κεφαλαίου.

Οι παράμετροι $\beta, \alpha, \gamma, \phi, \theta$ αναπαριστούν τις μακροχρόνιες ελαστικότητες κατανάλωσης για τις παραπάνω μεταβλητές.

$$c_t = \beta w_t + \delta y_t + \sum_{i=-k}^k \beta_i \Delta w_{t+i} + \sum_{i=-k}^k \delta_i \Delta y_{t+i} + u_{1t} \quad (1)$$

$$c_t = \alpha stw_t + \theta nstw_t + \delta y_t + \sum_{i=-k}^k \alpha_i ? stw_{t+i} + \sum_{i=-k}^k \theta_i ? nstw_{t+i} + \sum_{i=-k}^k d_i ? y_{t+i} + u_{2t} \quad (2)$$

$$c_t = \gamma stwd_t + \varphi stwt_t + \theta nstw_t + \delta y_t + \sum_{i=-k}^k \gamma_i \Delta stwd_{t+i} + \sum_{i=-k}^k \varphi_i \Delta stwt_{t+i} + \sum_{i=-k}^k \theta_i \Delta nstw_t + \sum_{i=-k}^k \delta_i \Delta y_{t+i} + u_{3t} \quad (3),$$

Όπως και για την πρώτη εργασία, έτσι και εδώ θα εξεταστεί εάν οι επεξηγηματικές μεταβλητές καταρχάς μοιράζονται μία κοινή τάση δηλαδή έχουν μοναδιαία ρίζα και εάν οι όροι λάθους που παράγονται από την παλινδρόμηση της εξαρτημένης μεταβλητής από τις ανεξάρτητες είναι στάσιμοι (0).

- è Η πρώτη εξίσωση προϋποθέτει την ύπαρξη σχέσης μεταξύ κατανάλωσης, καθαρού πλούτου και εισοδήματος.
- è Η δεύτερη εξίσωση προϋποθέτει την ίδια σχέση αλλά πραγματοποιεί διαχωρισμό του καθαρού πλούτου μεταξύ χρηματοοικονομικού (αγορά μετοχών) και μη χρηματοοικονομικού πλούτου.
- è Η τρίτη εξίσωση διαχωρίζει τον χρηματοοικονομικό πλούτο σε άμεση και έμμεση ιδιοκτησία μετοχών.

Τα παραπάνω μοντέλα θα αναλυθούν μέσω της δυναμικής μεθόδου Ελαχίστων Τετραγώνων με χρήση τριμηνιαίων χρονοσειρών από το 1952 έως και το 2001.

Όπως είπαμε αρχικά εξετάζεται η υπόθεση ύπαρξης μοναδιαίας ρίζας με την πραγματοποίηση Augmented Dickey Fuller tests σε σχέση με την υπόθεση ότι οι χρονοσειρές είναι stationary. Εν συνεχεία εφαρμόζονται tests για τις πρώτου όρου διαφορές και εξετάζουμε την υπόθεση ότι οι χρονοσειρές είναι stationary.

Τα αποτελέσματα επαληθεύουν την ύπαρξη μοναδιαίας ρίζας και στασιμότητας στις πρώτου όρου διαφορές, ένα χαρακτηριστικό που μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι μεταβλητές είναι integrated όρου 1.

	Augmented-Dickey Fuller t-Statistic							Critical values ^d	
	Lag=0 ^b	Lag=1	Lag=2	Lag=3	Lag=4	Lag=8	Lag=14 ^c	1% Level	5% Level
c_t	-0.7536	-1.283	-1.464	-1.847	-1.647	-1.423	-1.296	-3.47	-2.88
w_t	-2.589	-2.851	-2.89*	-3.246*	-3.353*	-3.024*	-2.532	-3.47	-2.88
stw_t	-1.645	-1.762	-1.654	-1.739	-1.675	-1.21	-1.047	-3.47	-2.88
$stwd_t$	-1.601	-1.722	-1.675	-1.761	-1.772	-1.236	-1.096	-3.47	-2.88
$stwdi_t$	-2.382	-2.427	-2.361	-2.392	-2.37	-2.357	-2.131	-3.47	-2.88
$nstw_t$	-0.8337	-1.409	-1.572	-1.932	-2.125	-1.874	-2.233	-3.47	-2.88
y_t	-0.997	-1.007	-0.9707	-1.039	-0.9575	-1.154	-1.407	-3.47	-2.88

	Augmented-Dickey Fuller t-Statistic							Critical values ^d	
	Lag=0 ^b	Lag=1	Lag=2	Lag=3	Lag=4	Lag=8	Lag=14 ^c	1% Level	5% Level
Δc_t	9.818**	7.19**	5.211**	5.367**	6.025**	4.431**	3.255*	-3.47	-2.88
Δw_t	-12.62**	-9.217**	-6.777**	-5.838**	-5.458**	-4.502**	-4.275**	-3.47	-2.88
Δstw_t	-12.91**	-10.01**	-7.817**	-6.963**	-6.278**	-4.597**	-3.69**	-3.47	-2.88
$\Delta stwd_t$	-12.78**	-9.647**	-7.61**	-6.559**	-6.185**	-4.544**	-3.666**	-3.47	-2.88
$\Delta stwdi_t$	-13.54**	-10.51**	-7.976**	-7.4**	-6.787**	-4.246**	-3.204*	-3.47	-2.88
$\Delta nstw_t$	8.363**	6.014**	4.596**	3.963**	3.719**	3.713**	2.829	-3.47	-2.88
Δy_t	-12.86**	8.93**	7.071**	6.597**	6.821**	4.386**	2.647	-3.47	-2.88

Για τον υπολογισμό της μακροχρόνιας σχέσης θα χρησιμοποιηθεί η μέθοδος των Stock και Watson (DOLS 1993) όπου περιλαμβάνονται leads και lags όρου 4.

Τα αποτελέσματα για την πρώτη εξίσωση δείχνουν ότι η ελαστικότητα της κατανάλωσης σε σχέση με τον συνολικό πλούτο είναι 0,037 ενώ σε σχέση με το εργατικό εισόδημα 0,833.

Model:
$$c_t = \beta w_t + \delta Y_t + \sum_{i=-4}^4 \beta_i \Delta w_{t+i} + \sum_{i=-4}^4 \delta_i \Delta y_{t+i} + u_{1t}$$

	β		δ	
	Log	Level	Log	Level
DOLS	0.281627 (0.014901)	0.0378959 (0.0060422)	0.670674 (0.017963)	0.833472 (0.037732)
ADF t-test	-2.591** (Log)		-2.127* (Level)	

Στην περίπτωση που διαχωρίσουμε τον πλούτο σε χρηματοοικονομικό (αγορά μετοχών) και μη χρηματοοικονομικό παρατηρούμε ότι η οριακή ροπή προς κατανάλωση σε σχέση με την πρώτη μορφή πλούτου είναι 0,037 ενώ σε σχέση με τη δεύτερη 0,072.

Model:
$$c_t = \alpha_1 w_t + \theta_1 nstw_t + \delta y_t + \sum_{i=-4}^4 \alpha_i \Delta w_{t+i} + \sum_{i=-4}^4 \theta_i \Delta nstw_{t+i} + \sum_{i=-4}^4 \delta_i \Delta y_{t+i} + u_{2t}$$

	α		θ		δ	
	Log	Level	Log	Level	Log	Level
DOLS	0.0574961 (0.0035633)	0.0369195 (0.0044678)	0.286877 (0.018371)	0.0727063 (0.0071614)	0.612802 (0.021377)	0.660954 (0.037735)
ADF t-test	-2.819** (Log)				-2.631** (Level)	

Τέλος, η εκτίμηση της τρίτης εξίσωσης πιστοποιεί ότι ο πλούτος που προκύπτει από άμεση κατοχή μετοχών ασκεί 3,5 φορές καθοριστικότερη επίδραση από τον πλούτο της έμμεσης κατοχής μετοχών γεγονός στο οποίο αναφερθήκαμε παραπάνω.

Model:

$$e_t = \gamma_1 \Delta \ln w_t + \varphi_1 \ln w_t + \theta_1 \ln w_t - \delta_1 - \sum_{i=1}^4 \gamma_i \Delta \ln w_{t-i} - \sum_{i=1}^4 \varphi_i \Delta \ln w_{t-i} - \sum_{i=1}^4 \theta_i \Delta \ln w_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \delta_i \Delta \ln w_{t-i} + u_t$$

	γ		φ		θ		δ	
	Top	Level	Top	Level	Top	Level	Top	Level
DOLS	0.0381389 (0.0017988)	0.0575839 (0.0044791)	0.0917503 (0.0031951)	0.0189251 (0.0068895)	0.435913 (0.031036)	0.0790216 (0.0065816)	0.432400 (0.039146)	0.657520 (0.035457)
ADF-ttest		-3.535** (Top)					-3.171** (Level)	

Διαπιστώσεις

Τα τελικά συμπεράσματα που προκύπτουν είναι δύο: Η αύξηση ενός επιπλέον δολαρίου της αγοράς μετοχών οδηγεί σε αύξηση κατά 3,7 cents την ιδιωτική κατανάλωση και 2) Η άμεση ιδιοκτησία μετοχών ασκεί κατά 3,5 φορές μεγαλύτερη επίδραση στην κατανάλωση απ' ό,τι η έμμεση ιδιοκτησία μετοχών.

STOCK MARKET FLUCTUATIONS AND CONSUMPTION BEHAVIOR:

SOME RECENT EVIDENCE

Οι **Laurence Boone, Claude Giorno and Pete Richardson** στην εργασία τους (1998) εξετάζουν την σχετική επίδραση του πλούτου της αγοράς μετοχών στην κατανάλωση για τις ΗΠΑ.

Παρ' όλο που η πρόσφατη εμπειρική ανάλυση σχετικά με τις επιπτώσεις της αγοράς μετοχών είναι σχετικά πενιχρή και επικεντρωμένη κυρίως στην αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών, οι θεωρητικοί μηχανισμοί είναι γνωστοί. Έτσι, είναι γενικώς αποδεκτό πως οι αποδόσεις της αγοράς μετοχών τείνουν να επηρεάσουν τα δεδομένα μία οικονομίας, ιδιαίτερα σε περιόδους ανόδων αυτής, σε τρία βασικά «κανάλια»:

- 1) Μειώνουν το κόστος κεφαλαίου και κατ' αυτόν τον τρόπο αυξάνεται η ζήτηση εκ μέρους των επιχειρήσεων για επενδύσεις.
- 2) Μειώνουν το ρίσκο που σχετίζεται με επικερδείς επενδύσεις
- 3) Στην περίπτωση του νοικοκυριού, μία συνεχής αύξηση των τιμών των μετοχών μπορεί να ληφθεί ως μία προσδωκόμενη άνοδος του μόνιμου εισοδήματός του. Επιπλέον εάν τα νοικοκυριά έχουν ως βασικό στόχο ο πλούτος τους να προσεγγίσει ένα επιθυμητό επίπεδο, μία άνοδος των μετοχών που έχουν στην κυριότητά τους θα τους οδηγήσει στο να αποταμιεύουν λιγότερο και να καταναλώνουν περισσότερο προκειμένου να φτάσουν στο αναμενόμενο αποτέλεσμα.

Η συγκεκριμένη έρευνα χρησιμοποιεί τις υποθέσεις life cycle και permanent income ώστε να εξάγει τα απαραίτητα μοντέλα πάνω στα οποία θα βασιστούν οι μετέπειτα προβλέψεις της. Σύμφωνα με αυτές τις υποθέσεις, θεωρούμε ότι η κατανάλωση είναι συνάρτηση του εργατικού και του μη εργατικού πλούτου. Διαχωρίζουμε λοιπόν τις αξίες του εργατικού εισοδήματος, των μεταβιβαστικών πληρωμών και του εισοδήματος ιδιοκτησίας από τον πλούτο που προέρχεται από την κατοχή μετοχών και προκύπτει η εξής γραμμική προσέγγιση σε λογαριθμική μορφή:

$$C_y = a + \beta(smwy) + \delta(nsmwy)$$

όπου c_y είναι η αναλογία κατανάλωσης/εισοδήματος, $smwy$ ο χρηματοοικονομικός πλούτος και $nsmwy$ είναι η αναλογία μη χρηματοοικονομικού πλούτου/εισοδήματος, όλα εκφρασμένα σε ονομαστικούς όρους. Ο συντελεστής a είναι ο σταθερός όρος ενώ οι συντελεστές β και δ είναι οι ελαστικότητες κατανάλωσης/εισοδήματος για τον χρηματοοικονομικό και μη χρηματοοικονομικό πλούτο αντίστοιχα. Στο σημείο αυτό μπορούμε να λάβουμε υπ' όψιν μας και άλλες δύο μεταβλητές που δεν περιλαμβάνονται

στις παραπάνω υποθέσεις δηλαδή το επίπεδο των πραγματικών επιτοκίων (όπου παραδοσιακά, η αύξησή τους συνοδεύεται με μείωση της κατανάλωσης) καθώς και τα επίπεδα πληθωρισμού και ανεργίας που εκφράζουν την αβεβαιότητα σχετικά με τη μελλοντική ροή του πλούτου.

Σύμφωνα με τα test στασιμότητας που πραγματοποιήθηκαν, οι παραπάνω μεταβλητές είναι integrated όρου 1 και οδηγούμαστε στο ακόλουθο μοντέλο όπου το Δ αναπαριστά τις διαφορές πρώτου όρου, i είναι ο όρος χρονικών υστερήσεων και CI ο cointegrating vector, $irsrc$ το πραγματικό επίπεδο επιτοκίων, $infl$ ο δείκτης πληθωρισμού και unr ο δείκτης ανεργίας:

$$\Delta(cy) = m + tCI(-1) + \sum_{i=1}^n g_i \Delta(cy)(-i) + \sum_{i=0}^n n_i \Delta(smwy)(-i) + \sum_{i=0}^n I_i \Delta(nsmwy)(-i) + \sum_{i=0}^n k_i \Delta(unr)(-i) + \sum_{i=0}^n r_i \Delta(irsrc)(-i) + \sum_{i=0}^n u_i \Delta(infl)(-i)$$

	Wealth definition	
	FED	BIS
Dependent variable: $\Delta(cy)$		
Explanatory variables: constant	-0.02 (-3.3)	-0.006 (-2.05)
(cy)(-1)	-0.35 (-5.01)	-0.27 (-4.66)
smwy(-1)	0.02 (3.85)	0.012 (3.08)
nsmwy(-1)	--	--
irs(-1)	-0.0009 (-2.72)	-0.0008 (-2.45)
$\Delta(cy)(-1)$	-0.16 (-1.88)	-0.22 (-2.57)
$\Delta smwy$	--	--
$\Delta smwy(-1)$	0.031 (2.25)	0.015 (1.79)
$\Delta nsmwy$	0.21 (3.62)	0.19 (4.07)
R2	0.40	0.40
SE of regression	0.007	0.007
Sum of squared residuals	0.004	0.004
DW	2.1	2.2
F=statistic	9.92	9.7
Implied long-run elasticity with respect to stock market wealth (per cent)	5.7	4.7

Ο παραπάνω Πίνακας υποδηλώνει σημαντική επίδραση της αγοράς μετοχών στην κατανάλωση των Ηνωμένων Πολιτειών με την ελαστικότητα της αγοράς μετοχών να λαμβάνει την τιμή 4,7%.

DOES STOCK MARKET WEALTH MATTER FOR CONSUMPTION?

Η μελέτη αυτή (Karen E. Dynan & Dean M. Maki) εξετάζει κατά πόσον μία μεταβολή στην αγορά μετοχών μπορεί να επηρεάσει άμεσα ή έμμεσα (direct / indirect) την κατανάλωση σε συνολικό επίπεδο. Η μία περίπτωση είναι να μεταβάλλει το επίπεδο πλούτου του νοικοκυριού, επαναπροσδιορίζοντας επίπεδο καταναλώσεώς του. Η δεύτερη είναι να προκαλέσει μερική αλλαγή της καταναλωτικής δαπάνης καθώς οι διακυμάνσεις της αγοράς μπορούν να εκληφθούν ως συστατικά μεταβολής του μελλοντικού εισοδήματός του.

Για την δημιουργία του μοντέλου χρησιμοποιούνται τα δεδομένα από την Έρευνα Καταναλωτικής Δαπάνης (CE) για τα αμερικανικά νοικοκυριά για το διάστημα 1983:Q1-1999:Q1.

Η (CE) είναι μία τριμηνιαία έρευνα για 5000 περίπου νοικοκυριά η οποία πραγματοποιείται από το 1980. Κάθε νοικοκυριό δίνει 5 συνεντεύξεις με 3 μήνες διάλειμμα για κάθε μία πριν αντικατασταθεί από ένα καινούργιο νοικοκυριό. Συνήθως τα δεδομένα συγκεντρώνονται μεταξύ της 2^{ης} και της 5^{ης} συνέντευξης όπου τα νοικοκυριά ερωτώνται για το δημογραφικό τους προφίλ, τα περιουσιακά τους στοιχεία, τις υποχρεώσεις τους, το εισόδημά τους, και την αξία των μετοχών που αγοράστηκαν τον τελευταίο χρόνο και αν αυτές ρευστοποιήθηκαν για το ίδιο διάστημα. Το βασικό μέτρο κατανάλωσης που ενδιαφέρει την έρευνα αφορά τα μη διαρκή αγαθά και τις υπηρεσίες. Απορρίπτονται νοικοκυριά με μη ολοκληρωμένες απαντήσεις, νοικοκυριά που άλλαξαν πρόσφατα μέγεθος, νοικοκυριά που ζουν σε φοιτητικές εστίες αλλά και νοικοκυριά με χαμηλή κατανάλωση σε βασικά είδη διατροφής.

Βασική ιδέα είναι η διαίρεση του δείγματος ανά κατοχή μετοχών και η δημιουργία του παρακάτω μοντέλου βασισμένο στο υπόδειγμα των Mankiw και Zeldes:

$$\Delta \ln C_{it} = \alpha_0 + \sum_{j=0}^N \beta_j \Delta \ln Wil_{t-j} + \gamma X_{it} + \epsilon_{it},$$

Όπου: $\Delta \ln C_{it}$: η μεταβολή του λογαρίθμου της πραγματικής κατανάλωσης

$\Delta \ln Wil_{t-j}$: η μεταβολή του λογαρίθμου της πραγματικής τιμής του δείκτη Wilshire 500

X_{it} : vector ελέγχου των μεταβλητών

t: ο μήνας της τελευταίας συνέντευξης

Από το παραπάνω μοντέλο προκύπτουν οι εξής πίνακες:

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Table 1
**Relationship between Consumption Growth and Current Stock Returns
for Stockholders and Other Households**

	Full Sample	Stockholders (SH) defined as households with securities > \$0		Stockholders (SH) defined as households with securities > \$1000		Stockholders (SH) defined as households with securities > \$10,000	
		SH	other HHs	SH	other HHs	SH	other HHs
$\Delta \ln Wilshire_t$	-.035 (.030)	.124 (.069)	-.071 (.033)	.157 (.075)	-.072 (.032)	.181 (.100)	-.058 (.031)
<i>Age</i>	-.16 (.10)	-.03 (.26)	-.19 (.11)	-.01 (.29)	-.19 (.11)	.02 (.39)	-.20 (.10)
<i>Age</i> ² /1000	1.69 (.96)	-.27 (2.51)	2.12 (1.04)	-.51 (2.73)	2.13 (1.03)	-.38 (3.61)	2.04 (1.00)
<i>Income</i> /1000	-.004 (.011)	.019 (.021)	-.027 (.013)	.026 (.022)	-.025 (.013)	.012 (.028)	-.018 (.012)
<i>High School</i>	-.70 (.69)	2.39 (2.29)	-1.02 (.73)	1.89 (2.48)	-.88 (.72)	2.09 (3.18)	-.92 (.71)
<i>College</i>	.97 (.87)	1.34 (2.42)	1.13 (.98)	1.00 (2.62)	1.16 (.96)	2.02 (3.37)	.70 (.92)
$\Delta \ln Earnings$	.020 (.003)	.005 (.008)	.022 (.004)	-.000 (.009)	.022 (.004)	-.006 (.012)	.022 (.003)
p-val. for F-test of month dummies	.000	.000	.000	.001	.000	.117	.000
p-val. for F-test of year dummies	.002	.517	.001	.616	.000	.412	.001
R ²	.009	.012	.010	.011	.010	.013	.010
Number of obs.	31,395	5,945	25,450	5,202	26,193	3,135	28,260

Table 2
Relationship between Consumption Growth and Current and Lagged Stock Returns
for Stockholders and Other Households

	Full Sample	Stockholders (SH) defined as households with securities > \$0		Stockholders (SH) defined as households with securities > \$1000		Stockholders (SH) defined as households with securities > \$10,000	
		SH	other HHs	SH	other HHs	SH	other HHs
$\Delta \ln Wilshire_t$	.001 (.044)	.208 (.101)	-.050 (.049)	.241 (.109)	-.049 (.048)	.339 (.145)	-.038 (.046)
$\Delta \ln Wilshire_{t,9}$	.079 (.051)	.212 (.118)	.046 (.057)	.215 (.127)	.049 (.056)	.326 (.171)	.049 (.054)
$\Delta \ln Wilshire_{t,18}$	.045 (.047)	.134 (.109)	.022 (.052)	.113 (.118)	.028 (.051)	.239 (.160)	.020 (.049)
$\Delta \ln Wilshire_{t,27}$	.025 (.037)	.109 (.086)	.009 (.041)	.085 (.093)	.014 (.041)	.128 (.124)	.012 (.039)
<i>Age</i>	-.16 (.10)	-.04 (.26)	-.19 (.11)	-.01 (.29)	-.19 (.11)	.00 (.39)	-.20 (.10)
<i>Age</i> ² /1000	1.69 (.96)	-.24 (2.51)	2.12 (1.04)	-.50 (2.73)	2.13 (1.03)	-.21 (3.61)	2.03 (1.00)
<i>Income</i> /1000	-.004 (.011)	.019 (.021)	-.027 (.013)	.026 (.022)	-.025 (.013)	.014 (.028)	-.018 (.012)
<i>High School</i>	-.69 (.69)	2.52 (2.29)	-1.01 (.73)	2.02 (2.48)	-.87 (.72)	2.30 (3.19)	-.91 (.71)
<i>College</i>	.98 (.87)	1.44 (2.42)	1.13 (.98)	1.10 (2.62)	1.16 (.96)	2.19 (3.37)	.70 (.92)
$\Delta \ln Earnings$	.020 (.003)	.005 (.008)	.022 (.004)	-.000 (.009)	.022 (.004)	-.006 (.012)	.022 (.003)
p-val. for F-test of month dummies	.000	.000	.000	.000	.000	.097	.000
p-val. for F-test of year dummies	.005	.672	.002	.719	.001	.605	.001
R ²	.009	.012	.010	.012	.010	.014	.010
Number of obs.	31,395	5,945	25,450	5,202	26,193	3,135	28,260

Αρχικά διαιρούμε το δείγμα σε κατόχους και μη κατόχους μετοχών με τρεις τρόπους: Στην πρώτη περίπτωση θεωρούνται stockholders τα άτομα που κατέχουν μετοχές άνω των 0 \$, στην δεύτερη περίπτωση άνω των 1000 \$ και στην τρίτη περίπτωση άνω των 10.000 \$. Σε όλες τις περιπτώσεις θεωρούνται non-stockholders τα άτομα που βρίσκονται κάτω από το χρηματικό αυτό όριο. Παρατηρούμε ότι για ολόκληρο το δείγμα η σχέση αποδόσεων αγοράς μετοχών – κατανάλωσης είναι θετική, καθώς η οριακή ροπή προς κατανάλωση είναι 0,001 ενώ γίνεται ακόμη ισχυρότερη για όλες τις χρονικές υστερήσεις καθώς επαναπροσδιορίζουμε σταδιακά τον όρο stockholder.

Συμπεράσματα

Βάσει της ανάλυσης με δεδομένα για τα νοικοκυριά από την Έρευνα Καταναλωτικής Δαπάνης οδηγούμαστε στα εξής αποτελέσματα:

- è Οι άμεσες επιπτώσεις του πλούτου της αγοράς μετοχών (direct wealth effects) για τους κατόχους μετοχών αρχίζουν να φαίνονται σχετικά γρήγορα και εξακολουθούν να επηρεάζουν τα επίπεδα κατανάλωσης για μερικά τρίμηνα.
- è Οι έμμεσες επιπτώσεις του πλούτου για τους μη κατόχους μετοχών δεν αποτελούν βασικό κομμάτι μεταβολής της κατανάλωσης.
- è Ένα επιπλέον δολάριο από την αγορά μετοχών οδηγεί τα νοικοκυριά με μετρίου επιπέδου μετοχές να αυξήσουν την κατανάλωσή τους από 5-15 cents με πιθανότερη εκδοχή τα 5 cents.

THE GREAT CRASH AND THE ONSET OF THE GREAT DEPRESSION

Η εργασία της Christina Romer (1990) εξετάζει τη σχέση αποδόσεων αγοράς μετοχών – κατανάλωσης για την περίοδο 1891 - 1928.

Οι μεγάλες διακυμάνσεις των χρηματιστηριακών δεικτών της περιόδου εκείνης δημιούργησαν αβεβαιότητα στις τάξεις των καταναλωτών σχετικά με το μελλοντικό τους εισόδημα. Ας δούμε όμως με ένα απλό παράδειγμα ποια είναι τα αποτελέσματα αυτής της αβεβαιότητας.

Ας φανταστούμε λοιπόν ένα καταναλωτή ο οποίος κατέχει ένα χαρτοφυλάκιο με μετοχές και αποφασίζει να αγοράσει ένα διαρκές προϊόν το οποίο είναι διαθέσιμο σε πολλά επίπεδα ποιότητας. Όταν το μελλοντικό του εισόδημα είναι αβέβαιο και οι αγορές διαρκών αγαθών μη αναστρέψιμες για μεγάλες χρονικές περιόδους δημιουργείται ένας προβληματισμός στον καταναλωτή για το αν θα πρέπει να αγοράσει το προϊόν τώρα ή στο μέλλον. Εάν τελικά προβεί στην αγορά του προϊόντος τότε θα καρπωθεί τη χρησιμότητά του, όμως ταυτόχρονα θα έχει «κλειδωθεί» στην αγορά αυτή πριν μάθει το μελλοντικό

επίπεδο εισοδήματός του. Άρα, θα επιλέξει ένα επίπεδο ποιότητας το οποίο είτε θα είναι πολύ υψηλό, είτε πολύ μέτριο και άρα μακριά από το άριστο επίπεδο κατανάλωσης. Από την άλλη πλευρά εάν περιμένει για την αγορά του προϊόντος είναι επίσης πολύ μακριά από το άριστο επίπεδο κατανάλωσης, αλλά όμως όταν μάθει για το επίπεδο του εισοδήματός του και η αβεβαιότητα του εξαφανιστεί, είναι ικανός να επιλέξει το διαρκές εκείνο αγαθό που θα του εξασφαλίσει ένα άριστο επίπεδο κατανάλωσης. Ενώ λοιπόν μειώνει την κατανάλωση για διαρκή αγαθά αυξάνει την κατανάλωση για καταναλωτικά αγαθά.

Ένας παράγοντας λοιπόν που συντελεί στην δημιουργία κλίματος αβεβαιότητας μεταξύ των νοικοκυριών που κατέχουν μετοχές είναι οι μεγάλες καθοδικές διακυμάνσεις που παρουσιάζουν οι τιμές των μετοχών οι οποίες άμεσα επηρεάζουν τον συνολικό τους πλούτο. Δεν είναι ο μόνος όμως, καθώς για το 1929, λιγότερο από το 2% όλων των αμερικανικών νοικοκυριών είχε στην κατοχή του μετοχές.

Ο βασικότερος λόγος δημιουργίας μίας γενικότερης αβεβαιότητας για την περίοδο εκείνη ήταν ότι η αγορά μετοχών αντιμετωπιζόταν από το σύνολο σχεδόν των νοικοκυριών ως ατελές μέσο πρόβλεψης (imperfect predictor) των επιπέδων της πραγματικής οικονομίας και άρα λοιπόν μία μεταβολή (θετική ή αρνητική) υψηλότερη από τα κανονικά επίπεδα των τιμών των μετοχών συνοδεύονταν με ακόμη μεγαλύτερη αβεβαιότητα στο μελλοντικό εισόδημα.

Για την επαλήθευση της παραπάνω θεωρίας δημιουργείται ένα μοντέλο της παρακάτω μορφής:

$$(1) \quad y_{it} = a_i + b_i y_{it-1} + c_i y_{t-1} + d_i V_t + e_i W_t,$$

όπου Y_{it} και Y_t είναι ποσοστιαίες μεταβολές μίας κατηγορίας εμπορικού προϊόντος και συνολικού εμπορικού προϊόντος αντίστοιχα, το V_t αποτελεί ένα μέτρο μεταβλητότητας της αγοράς μετοχών (η μηνιαία τετραγωνισμένη μεταβολή στις τιμές των μετοχών για διάστημα ενός έτους) και W_t είναι η μεταβολή σε πραγματικό επίπεδο των τιμών των μετοχών.

Η συγκεκριμένη εξίσωση υπολογίζεται για το διάστημα 1891-1928 αποκλείοντας δύο περιόδους: α) του Πρώτου Παγκοσμίου Πολέμου (1914 - 1920) και τα επακόλουθά του β) την περίοδο 1929-1930, ώστε τα δραματικά γεγονότα αυτής να μην επηρεάσουν τα αποτελέσματα της έρευνας τα οποία απεικονίζονται στον παρακάτω Πίνακα:

Category of commodity output	Coefficient estimates for equation (1)					R^2
	a_i	b_i	c_i	d_i	e_i	
Consumer durable goods	0.16 (0.05)	-0.09 (0.37)	-0.63 (0.89)	-66.06 (32.88)	-0.10 (0.17)	0.23
Consumer semidurable goods	0.06 (0.02)	0.16 (0.19)	-0.56 (0.21)	-3.49 (12.54)	0.11 (0.06)	0.43
Consumer perishable goods	0.06 (0.02)	-0.61 (0.18)	0.13 (0.16)	0.31 (9.68)	-0.01 (0.05)	0.32

Παρατηρούμε ότι για τα διαρκή αγαθά ο συντελεστής d_i είναι αρνητικός, εξαιρετικά μεγάλος και στατιστικά σημαντικός κάτι που σημαίνει ότι: 1) Οι μεγάλες θετικές καθώς και αρνητικές διακυμάνσεις της αγοράς μετοχών τείνουν να «πιέσουν» την κατανάλωση διαρκών αγαθών και 2) κρατώντας οποιαδήποτε άλλη μεταβλητή σταθερή, αν διπλασιάσουμε το μέτρο μεταβλητότητας V από τη μέση τιμή του (0,001) το γεγονός αυτό θα μειώσει τα επίπεδα κατανάλωσης διαρκών αγαθών κατά περίπου 7%.

Η κατανάλωση μη διαρκών αγαθών και υπηρεσιών είναι θετική αλλά μη στατιστικά σημαντική. Αυτό σημαίνει ότι ενώ το φαινόμενο της αύξησης της κατανάλωσης για καταναλωτικά αγαθά υφίστανται για περιόδους μεγάλων διακυμάνσεων (υπόθεση αβεβαιότητας) εν τούτοις είναι πιο αδύναμο από την πτώση που παρουσιάζει η κατανάλωση των διαρκών αγαθών.

Λαμβάνοντας υπ' όψιν το παραπάνω μοντέλο για το οποίο ισχύει η υπόθεση της αβεβαιότητας κυρίως για τα διαρκή αγαθά πριν το 1928 μπορούμε να το χρησιμοποιήσουμε για να ερμηνεύσουμε την συμπεριφορά της κατανάλωσης για την περίοδο του Great Crash (1929-1930). Πράγματι, η μεταβλητότητα της αγοράς μετοχών που λαμβάνει χώρα το 1930 είναι τόσο μεγάλη ($V_t = 0,009$) που το μοντέλο προβλέπει πτώση της κατανάλωσης των διαρκών αγαθών κατά 44% σε σύγκριση με την πραγματική πτώση της τάξεως του 32%. Για την ζήτηση σε καταναλωτικά αγαθά προβλέπει ορθά την αύξησή της την περίοδο του 1929 αλλά όχι και την ελάχιστη πτώση που παρουσίασε κατά το έτος 1930.

Σύμφωνα με τα παραπάνω αποτελέσματα, το συμπέρασμα που μπορεί να εξαχθεί είναι ότι η θεωρία της αβεβαιότητας έχει εμπειρική εφαρμογή για τις δύο περιόδους που εξετάστηκαν κυρίως όσον αφορά την κατανάλωση διαρκών αγαθών. Εάν η εξίσωση κατανάλωσης εμπλουτιστεί με επιπλέον παραμέτρους οι οποίες θα προσδώσουν στο μοντέλο μία πιο βελτιωμένη αναπαράσταση της πραγματικότητας τότε πολύ πιθανό είναι οι αναμενόμενες ποσοστιαίες μεταβολές να «αγγίξουν» τις αντίστοιχες πραγματικές και για τα καταναλωτικά αγαθά.

DOES CONSUMPTION RESPOND MORE STRONGLY TO STOCK MARKET DECLINES THAN TO INCREASES?

Οι Shirvani & Willbratte χρησιμοποιώντας πολυμεταβλητά τεστ εξετάζουν τις επίδρασεις των αποδόσεων της αγοράς μετοχών σε επίπεδο καταναλωτικής δαπάνης για τις τρεις μεγαλύτερες οικονομίες του κόσμου (ΗΠΑ, Γερμανία, Ιαπωνία) με χρήση τριμηνιαίων δεδομένων για το διάστημα 1970:1 – 1996:2.

Θεωρούν ότι η κατανάλωση ανταποκρίνεται σε μεγαλύτερο βαθμό στις πτώσεις της αγοράς μετοχών απ' ό,τι στις ανόδους, δηλαδή η ποσοστιαία μείωση της κατανάλωσης σε περιόδους πτώσης της χρηματιστηριακής αγοράς θα είναι υψηλότερη από την ποσοστιαία άνοδο αυτής σε περιόδους ανόδου της αγοράς. Η άποψή τους αυτή στηρίζεται στην υπόθεση της μειούμενης οριακής χρησιμότητας του πλούτου ή diminishing marginal utility of wealth.

Βάσει της παραπάνω υπόθεσης, οι προτιμήσεις ενός επενδυτή μπορούν να αναπαρασταθούν με κυρτές καμπύλες χρησιμότητας οι οποίες αντανakλούν την αποστροφή ως προς τον κίνδυνο. Επιπλέον, υποδηλώνουν ότι η διστακτικότητα αύξησης της κατανάλωσης (άνοδος αγοράς) υπερτερεί της προθυμίας μείωσης αυτής (πτώση αγοράς) γεγονός που οδηγεί σε άνισα αποτελέσματα ανταπόκρισης της κατανάλωσης σε περιόδους ανόδων και καθόδων της αγοράς αντίστοιχα.

Το μοντέλο που χρησιμοποιείται συνδέει την κατανάλωση με το τρέχον εισόδημα και την χρηματιστηριακή αγορά. Πιο συγκεκριμένα η εξίσωση που δημιουργείται είναι η παρακάτω:

$$C_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_t + \alpha_2 M_t + \alpha_3 S_t + u_t, \bullet$$

όπου C_t = συνολική κατανάλωση, Y_t = εθνικό εισόδημα, M_t = η M2 προσφορά χρήματος, S_t = ένας δείκτης τιμών μετοχών και u_t = λευκός θόρυβος. Όλες οι μεταβλητές μετρώνται σε πραγματικούς όρους λογαριθμικής μορφής.

Για να «απαθανάτισουμε» τη βραχυχρόνια προσαρμογή της κατανάλωσης στις μεταβολές της αγοράς μετοχών υπολογίζουμε την παρακάτω εξίσωση:

$$\Delta C_t = \mu + \sum_{i=1}^k \beta_i \Delta C_{t-i} + \sum_{i=1}^k \gamma_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^k \delta_i \Delta M_{t-i} + \sum_{i=1}^k \theta_i^+ (\Delta S)_t^+ + \sum_{i=1}^k \theta_i^- (\Delta S)_t^- + \sum_{j=1}^r \phi_j (ECM_j)_{t-1} + v_t,$$

Τα tests που πραγματοποιούνται για την εξέταση ύπαρξης μοναδιαίας ρίζας (Johansen & Juselius) υποδεικνύουν ότι οι μεταβλητές της παραπάνω εξίσωσης είναι integrated όρου 1.

Country	Maximum Eigenvalue Test		Trace Test	
Germany (8 lags)	r=0	24.0*	r=0	63.8*
	r=1	18.9*	r=1	39.8*
	r=2	14.1*	r=2	20.9*
	r=3	6.8	r=3	6.8
Japan (8 lags)	r=0	33.4*	r=0	87.2*
	r=1	29.3*	r=1	53.8*
	r=2	20.4*	r=2	24.5
	r=3	4.1	r=3	4.1
U. S. (8 lags)	r=0	40.9*	r=0	78.4*
	r=1	15.1	r=1	37.5
	r=2	12.1	r=2	22.4
	r=3	10.3	r=3	10.3

Ο παραπάνω Πίνακας υποδηλώνει έναν απλό cointegrating vector για την περίπτωση των Ηνωμένων Πολιτειών και 3 cointegrating vectors για την Γερμανία. Για την Ιαπωνία ωστόσο το maximum eigenvalue test υποδεικνύει 3 vectors ενώ το trace test μόνο δύο. Από τη στιγμή όμως που σύμφωνα με τους Johansen & Juselius το maximum eigenvalue test είναι πιο ισχυρό του trace test θεωρούμε ότι και για την Ιαπωνία ισχύουν οι 3 cointegrating vectors.

Country	C	Y	M	S
Germany	1.0	-.439	-.697	-.310
Japan	1.0	-.720	-.063	-.010
U. S.	1.0	-.564	-.088	-.019

Country	Chi-squared test of joint significance			($\Sigma\theta+$)-($\Sigma\theta-$)
	Degrees of freedom	(θ_1+) coeffs.	(θ_1-) coeffs.	Value
Germany	7	24.8*	51.8*	-0.35**
Japan	7	28.0*	12.6***	-0.18***
U. S.	7	24.0*	43.6*	-0.12**

Συμπεράσματα

Τα αποτελέσματα του Πίνακα 4 αποδεικνύουν ότι τα άνισα αποτελέσματα της αγοράς μετοχών στην κατανάλωση είναι ουσιαστικά βραχυχρόνια φαινόμενα. Για κάθε χώρα η ανισότητα φαίνεται πως εξαφανίζονται όταν η χρονική υστέρηση υπερβαίνει τα 7 τρίμηνα. Αυτό που θα πρέπει να κρατήσουμε είναι ότι η σχέση κατανάλωσης – αγοράς μετοχών για το διάστημα 1970-1996 παρουσιάζεται θετική τόσο σε μακροχρόνια όσο και σε βραχυχρόνια βάση. Εκεί που διαφοροποιείται είναι μόνο ως προς το μέγεθος της θετικότητας, καθώς παρουσιάζεται λιγότερο θετική στις ανόδους και περισσότερο αρνητική

στις πτώσεις της αγοράς μετοχών, κάτι όμως το οποίο ισχύει για λιγότερο από 2 έτη.

Country	F statistic	Ljung-Box chi-squared test		ARCH test		Maddala t-test	
		size	p-value	size	p-value	size	p-value
Germany	1.59**	13.4	0.96	0.10	0.98	0.45	0.65
Japan	2.45*	29.3	0.21	0.93	0.45	-0.27	0.41
U. S.	1.61**	28.1	0.25	0.65	0.65	0.41	0.69

ASSET HOLDING AND CONSUMPTION

Οι **Masahiro Hori & Satoshi Shimizutani (2003)** χρησιμοποιώντας δεδομένα από την Ιαπωνική Έρευνα Κατανάλωσης (Japanese Panel Survey of Consumption) υπολογίζουν τις επιπτώσεις της αγοράς μετοχών στην κατανάλωση των νοικοκυριών τη δεκαετία του 1990. Λαμβάνεται υπ' όψιν το άμεσο (direct effect) και το έμμεσο (indirect effect) αποτέλεσμα που θα έχει μία μεταβολή της αγοράς μετοχών στην ιαπωνική κατανάλωση καθώς η κατάρρευση των Ιαπωνικών δεικτών την δεκαετία του '90 οδήγησε σε αυξημένη αβεβαιότητα τα νοικοκυριά σε σχέση με το μελλοντικό τους εισόδημα.

Η Ιαπωνική Έρευνα Κατανάλωσης (Japanese Panel Survey of Consumption) πραγματοποιείται για τα ίδια νοικοκυριά κάθε χρόνο. Το πρώτο δείγμα δεδομένων (1.500 νοικοκυριά) καλύπτει παντρεμένες και ανύπαντρες γυναίκες μεταξύ 24-34 το 1993. Το επόμενο δείγμα (500 νοικ.) προστέθηκε το 1997. Ο πραγματικός αριθμός παρατηρήσεων με έγκυρες απαντήσεις ήταν 10.504. Αρχικά «κόβονται» από την ανάλυση 537 νοικοκυριά καθώς οι νεαρές ανύπαντρες κοπέλες συντηρούνται από το εισόδημα των γονέων τους. Εν συνεχεία η ανάλυση περιορίζεται σε μισθωτούς. Επίσης, για να εξασφαλίσουμε την τελειότητα του νοικοκυριού αποκλείουμε από την ανάλυση τα νοικοκυριά αυτά στα οποία υπάρχουν μέλη τα οποία κερδίζουν το δικό

τους εισόδημα. Τέλος, απορρίπτονται από την ανάλυση ανακριβείς απαντήσεις των νοικοκυριών.

Για την μελέτη της καταναλωτικής συμπεριφοράς χρησιμοποιείται το υπόδειγμα των Dynan & Maki (2001) στο οποίο τα νοικοκυριά διαιρούνται ανά είδος κεφαλαίων που έχουν στη διάθεσή τους:

$$\begin{aligned} \frac{\Delta C_{i,t}}{C_{i,t-1}} = & \sum_{j=1}^2 a_{1i} \frac{\Delta StockIndex_{t-j+1}}{StockIndex_{t-j}} + \sum_{j=1}^2 a_{2i} \frac{\Delta StockIndex_{t-j+1}}{StockIndex_{t-j}} * DStockholder_{i,t} \\ & + \sum_{j=1}^2 b_{1i} \frac{\Delta LandIndex_{t-j+1}}{LandIndex_{t-j}} + \sum_{j=1}^2 b_{2i} \frac{\Delta LandIndex_{t-j+1}}{LandIndex_{t-j}} * DINDIV_{i,t} \\ & + \sum_{j=1}^2 b_{3i} \frac{\Delta LandIndex_{t-j+1}}{LandIndex_{t-j}} * DCOND_{i,t} + c X_{i,t} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι η ετήσια μεταβολή της πραγματικής κατανάλωσης για κάθε νοικοκυριό ή διαφορετικά η συνολική κατανάλωση όλων των νοικοκυριών το Σεπτέμβριο που είναι και ο μήνας που πραγματοποιείται η Έρευνα.

Η πρώτη επεξηγηματική μεταβλητή είναι η ετήσια (από Σεπτέμβριο σε Σεπτέμβριο) μεταβολή της πραγματικής αγοραίας αξίας του δείκτη του Χρηματιστηρίου του Τόκιο. Στη συνέχεια διαχωρίζονται τα νοικοκυριά που κρατούν μετοχές και τα νοικοκυριά που έχουν πραγματικά κεφάλαια (γη, σπίτια) και το δείγμα περιορίζεται ακόμη περισσότερο.

Χρησιμοποιείται η ανάλυση των Dynan και Maki (2001) για να υπολογιστεί η σημαντικότητα των άμεσων και έμμεσων αποτελεσμάτων του πλούτου στην κατανάλωση. Διαιρούμε λοιπόν το δείγμα νοικοκυριών κατά είδος κεφαλαίων που έχουν στην κατοχή τους και παρατηρούμε τη συσχέτιση της κατανάλωσης του νοικοκυριού και των συνολικών αποδόσεων των μετοχών.

Dependent Variable : Δ Household Consumption / Household Consumption	Stock		Real Estate		Stock & Real Estate	
	Plain OLS	Random Effect	Plain OLS	Random Effect	Plain OLS	Random Effect
Δ Aggregate Market Value / Aggregate Market Value(-1)	-0.050 (0.073)	-0.051 (0.064)			0.045 (0.053)	0.058 (0.039)
Δ Aggregate Market Value(-1) / Aggregate Market Value(-2)	0.108 (0.137)	0.081 (0.075)			-0.073 (0.118)	-0.083 (0.079)
Δ Aggregate Market Value / Aggregate Market Value(-1) × Stock Holding Dummy	0.203** (0.098)	0.237** (0.088)			0.201** (0.098)	0.233** (0.088)
Δ Aggregate Market Value(-1) / Aggregate Market Value(-2) × Stock Holding Dummy	0.121 (0.149)	0.088 (0.135)			0.123 (0.150)	0.097 (0.135)
Δ JREI Urban Land Price Index / JREI Urban Land Price Index (-1)			1.101 (1.830)	0.555 (1.436)	3.133* (1.866)	3.413** (1.327)
Δ JREI Urban Land Price Index(-1) / JREI Urban Land Price Index (-2)			-0.850 (0.952)	-0.455 (0.562)	-1.356* (0.813)	-1.349** (0.686)
Δ JREI Urban Land Price Index / JREI Urban Land Price Index (-1) × Independent House&Land Dummy			0.910 (1.152)	0.998 (1.073)	0.880 (1.152)	0.969 (1.070)
Δ JREI Urban Land Price Index(-1) / JREI Urban Land Price Index (-2) × Independent House&Land Dummy			0.102 (0.868)	0.455 (0.779)	0.124 (0.870)	0.461 (0.779)
Δ JREI Urban Land Price Index / JREI Urban Land Price Index (-1) × Condominium Dummy			2.175 (1.513)	2.455* (1.400)	2.133 (1.512)	2.373* (1.398)
Δ JREI Urban Land Price Index(-1) / JREI Urban Land Price Index (-2) × Condominium Dummy			-1.448 (1.244)	-1.458 (1.106)	-1.428 (1.244)	-1.445 (1.104)
Δ Ann. Income/Ann.Income(-1)	0.058 (0.038)	0.055 (0.034)	0.053 (0.038)	0.048 (0.034)	0.055 (0.038)	0.053 (0.034)
ln(Ann.Income/epi(-1))	0.036 (0.027)	0.053* (0.031)	0.042 (0.027)	0.061** (0.031)	0.038 (0.027)	0.055* (0.031)
Std Error of Reg.	0.296	0.296	0.296	0.296	0.296	0.296
Adjusted R-squared	0.019	0.018	0.170	0.016	0.018	0.018
P-value: A,B=A1,B (F test)	1.000		1.000		1.000	
P-value: Hausman test of H0:RE vs. FE (CHISQ test)		0.851		0.952		0.963
#of observations	1643	1643	1643	1643	1643	1643

Table 4 Relationship between Asset Price Movements and Future Income: Assetholders vs. Non-assetholders.

Δ Ann. Income(-1)/Ann Income	Stock		Real Estate		Stock & Real Estate	
	Fixed Effect	Plain OLS	Fixed Effect	Plain OLS	Fixed Effect	Plain OLS
Δ Aggregate Market Value / Aggregate Market Value(-1)	0.054 (0.064)	5.014 (7.169)			-0.026 (0.075)	0.319 (0.262)
Δ Aggregate Market Value(-1) / Aggregate Market Value(-2)	-0.134 (0.096)	-1.546 (2.306)			-1.069 (0.762)	-1.598 (1.208)
Δ Aggregate Market Value / Aggregate Market Value(-1) × Stock Holding Dummy	-0.370** (0.161)	-0.228 (0.310)			-0.358** (0.161)	-0.249 (0.305)
Δ Aggregate Market Value(-1) / Aggregate Market Value(-2) × Stock Holding Dummy	-0.297** (0.139)	-0.115 (0.265)			-0.294** (0.139)	-0.079 (0.262)
Δ JREI Urban Land Price Index / JREI Urban Land Price Index (-1)			0.599 (4.499)	-51.177 (38.967)	-15.403 (10.691)	-25.083 (18.651)
Δ JREI Urban Land Price Index(-1) / JREI Urban Land Price Index (-2)			1.029* (0.609)	9.247 (6.400)	-2.699 (2.765)	-3.661 (3.704)
Δ JREI Urban Land Price Index / JREI Urban Land Price Index (-1) × Independent House&Land Dummy			2.992* (1.626)	0.649 (2.528)	2.754* (1.618)	0.660 (2.530)
Δ JREI Urban Land Price Index(-1) / JREI Urban Land Price Index (-2) × Independent House&Land Dummy			-0.475 (0.898)	-1.706 (1.563)	+0.606 (0.894)	+1.712 (1.566)
Δ JREI Urban Land Price Index / JREI Urban Land Price Index (-1) × Condominium Dummy			-1.267 (1.953)	-0.095 (3.060)	-1.448 (1.944)	-0.103 (3.064)
Δ JREI Urban Land Price Index(-1) / JREI Urban Land Price Index (-2) × Condominium Dummy			-1.029 (1.110)	-8.161* (2.001)	-0.984 (1.104)	-8.160** (2.004)
Std.Error of Reg	0.147	0.386	0.148	0.380	0.147	0.380
Adjusted R-squared	0.861	0.041	0.860	0.074	0.861	0.073
P-value: $A_i \neq A_j$ (F test)		0.000		0.000		0.000
P-value: Hausman test of H0:RE vs. FE (CHISQ test)	0.000		0.000		0.000	
# of observations	939	939	939	939	939	939

Table 5 Marginal Propensity to Consume on Capital Gains (Stock and Land)

	Stock		Real Estate		Stock & Real Estate	
	Plain OLS	Random Effect	Plain OLS	Random Effect	Plain OLS	Random Effect
Capital Gain by Stock (t)	0.015 (0.031)	0.016 (0.030)			-0.022 (0.042)	-0.018 (0.039)
Capital Gain by Stock (t-1)	0.057 (0.036)	0.058* (0.034)			0.074 (0.060)	0.094* (0.053)
Capital Gain by Individual House (t)			0.077 (0.102)	0.079 (0.092)	0.102 (0.104)	0.109 (0.093)
Capital Gain by Individual House (t-1)			0.025 (0.033)	0.024 (0.031)	-0.017 (0.047)	-0.029 (0.043)
Capital Gain by Condominium (t)			0.051 (0.045)	0.052 (0.040)	0.051 (0.045)	0.052 (0.040)
Capital Gain by Condominium (t-1)			-0.004 (0.034)	0.014 (0.031)	-0.005 (0.034)	0.013 (0.031)
Δ Ann. Income/Ann. Income(-1)	0.019 (0.028)	0.006 (0.025)	0.025 (0.033)	0.002 (0.029)	0.026 (0.033)	0.002 (0.029)
$\ln(\text{Ann. Income}/\text{cpi}(-1))$	15.877 (11.929)	21.236 (13.626)	15.244 (12.774)	22.326 (14.849)	14.065 (12.873)	21.714 (14.935)
Std. Error of Reg.	77.891	77.798	77.837	77.847	78.141	78.178
Adjusted R-squared	0.020	0.022	0.017	0.017	0.017	0.017
P-value: A, B=Ai, B (F test)	0.999		0.984		0.983	
P-value: Hausman test of H0: RE vs. FE (CHISQ test)		0.999		1.000		1.000
# of observations	649	649	580	580	573	573

- 1) Η κατανάλωση των stockholders ανταποκρίνεται στις κινήσεις της αγοράς μετοχών ενώ το ίδιο δεν μπορεί να λεχθεί και για τους non-stockholders αν λάβουμε υπ' όψιν το direct effect. Γενικότερα, στις αναλύσεις δεν παρατηρούμε indirect effect, δηλαδή την δύναμη των κεφαλαιακών κερδών / ζημιών να προβλέψουν τα μελλοντικά εισοδήματα.
- 2) Η οριακή ροπή προς κατανάλωση λαμβάνει την τιμή 0,05 δηλαδή παρουσιάζεται ελαφρώς αυξημένη κατά 0,1 σε σχέση με τον μέσο όρο άλλων μελετών της Ιαπωνικής κατανάλωσης.
- 3) Αναφορικά με το άμεσο αποτέλεσμα του πλούτου στην κατανάλωση, όταν αυτό δημιουργεί αρνητική φούσκα είναι υπεύθυνο για την μακρά αδράνεια της ιαπωνικής οικονομίας.

CONSUMER SENTIMENT AND THE STOCK MARKET

Η **Maria Ward Otoo (1999)** ερευνά τη σχέση δύο δεικτών: καταναλωτικής ευαισθησίας και τιμών των μετοχών και απαντάει στο ερώτημα: Μία άνοδος ενός χρηματιστηριακού δείκτη αυξάνει τον δείκτη καταναλωτικής ευαισθησίας λόγω του ότι οι άνθρωποι γίνονται πλουσιότεροι (direct effect) ή λόγω του ότι τα άτομα θεωρούν ότι οι χρηματιστηριακοί δείκτες αποτελούν βασικά μέτρα πρόβλεψης των μεταβολών του εργατικού εισοδήματός τους (indirect effect ή leading indicator hypothesis);

Η σχέση καταναλωτικής ευαισθησίας – αγοράς μετοχών αρχικά εξετάζεται με χρήση συνολικών δεδομένων. Παρακάτω παρατίθενται τα αποτελέσματα απλών παλινδρομήσεων της 1^{ης} διαφοράς του λογαρίθμου του δείκτη καταναλωτικής ευαισθησίας του Πανεπιστημίου του Michigan (Michigan SRC index of consumer sentiment) και της 1^{ης} διαφοράς του δείκτη Wilshire 500 (Wilshire 500 stock price index) χρησιμοποιώντας μηνιαία δεδομένα για το διάστημα Ιουλίου 1980 – Ιουλίου 1999:

$$(1) \quad \Delta \ln(MICH)_t = -.27 + .33 \Delta \ln(STOCKS)_t + .19 \Delta \ln(STOCKS)_{t-1}$$

(09) (08)

$$R^2 = 0.11, S.E. = 4.3,$$

$$(2) \quad \Delta \ln(STOCKS)_t = 1.0 + .24 \Delta \ln(MICH)_t + .06 \Delta \ln(MICH)_{t-1}$$

(05) (05)

$$R^2 = 0.10, S.E. = 3.4$$

Οι δύο εξισώσεις που προκύπτουν υποδηλώνουν ότι η καταναλωτική ευαισθησία και η αγορά μετοχών μοιράζονται μία ισχυρή και μόνιμη σχέση, καθώς οι συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών και στις δύο περιπτώσεις είναι στατιστικά σημαντικοί.

Παρ' ολ' αυτά θα ήταν χρήσιμο να εξεταστεί η άμεση (direct) ή έμμεση (indirect) σχέση των δύο μεταβλητών με τη βοήθεια παλινδρομήσεων όπου γίνεται χρήση του δείκτη καταναλωτικής ευαισθησίας του Michigan και του δείκτη τιμών των μετοχών Wilshire 500. Εάν ο χρηματιστηριακός δείκτης αποτυπώνει για το σύνολο των νοικοκυριών το μελλοντικό επίπεδο του μισθού τους τότε η ανταπόκριση της κατανάλωσης στις μεταβολές του δείκτη θα είναι παραπλήσια για όλα τα νοικοκυριά ανεξαρτήτως εάν αυτά κατέχουν μετοχές ή όχι. Αντιθέτως, εάν η κατανάλωση «απαθανατίζει» ένα πραγματικό (άμεσο) αποτέλεσμα πλούτου τότε πολύ πιθανόν είναι τα νοικοκυριά τα οποία δεν κατέχουν μετοχές να μην ανταποκριθούν στις διακυμάνσεις τους.

CAUSALITY TESTS BETWEEN SENTIMENT AND EQUITY PRICES
(Monthly data)

Dependent variable:	MICH		STOCKS	
	(1)	(2)	(3)	(4)
MICH _{t-1}	-.06 (.07)		.01 (.05)	
MICH _{t-2}	-.03 (.07)		.02 (.05)	
MICH _{t-3}	-.01 (.07)		-.01 (.05)	
CB _{t-1}		.004 (.07)		-.03 (.03)
CB _{t-2}		-.03 (.07)		.02 (.03)
CB _{t-3}		-.02 (.06)		-.04 (.03)
STOCKS _{t-1}	.29 (.10)	.27 (.14)	.35 (.07)	.38 (.07)
STOCKS _{t-2}	.10 (.09)	.24 (.14)	-.12 (.07)	-.12 (.07)
STOCKS _{t-3}	-.18 (.10)	.01 (.14)	-.08 (.07)	-.05 (.07)
constant	.10 (.33)	-.14 (.50)	.93 (.24)	.90 (.24)
	F(3,222)=5.99 p = .001 R ² = .08	F(3,222)=3.28 p = .022 R ² = .05	F(3,222)=.07 p = .97 R ² = .13	F(3,222)=.84 p = .47 R ² = .14

Όπως φαίνεται και από τον Πίνακα, τα tests οδηγούν σε δύο συμπεράσματα:

1) Οι μεταβολές στις τιμές των μετοχών επηρεάζουν θετικά το επίπεδο καταναλωτικής ευαισθησίας

2) Η χρήση χρονικών υστερήσεων για τις μεταβολές της καταναλωτικής ευαισθησίας δεν έχει επεξηγηματική δύναμη για τις τιμές των μετοχών.

Χρησιμοποιούνται ατομικές παρατηρήσεις από την Έρευνα του Πανεπιστημίου του Michigan που πραγματοποιήθηκε μεταξύ του διαστήματος Οκτωβρίου 1995 – Δεκεμβρίου 1997. Η περίοδος είναι σχετικά μικρή και αυτό για να ελαχιστοποιηθούν τα προβλήματα που μπορεί να προκύψουν από δομικές αλλαγές σε μορφές επένδυσης, ιδιοκτησία μετοχών και τεχνολογικές καινοτομίες. Ορισμένες παρατηρήσεις διεγράφησαν λόγω μη ολοκληρωμένων απαντήσεων και το δείγμα περιέχει συνολικά 11.610 παρατηρήσεις. Στη συνέχεια πραγματοποιούνται ερωτήσεις σχετικά με το αν τα νοικοκυριά έχουν στην κατοχή τους μετοχές (mutual fund, IRA, αυτόνομη διαχείριση χαρτοφυλακίου) απ' όπου προκύπτει ότι το 41% των νοικοκυριών αναφέρουν κατοχή μετοχών κάποιας μορφής:

MEANS OF SAMPLE VARIABLES BY STOCK OWNERSHIP
 (Weighted data from Michigan surveys, Oct. 1995 to Dec. 1997)

Variable definitions	Variable Means	
	STOCK OWNER (EQUITY=1)	NO STOCKS (EQUITY=0)
MICHI = individual confidence index, a value of 500 is most pessimistic and 1000 is most optimistic	852	808
INCOME = total household annual income, all sources	\$62,000	\$29,000
AGE = age of the respondent (years)	47	47
MALE = 1 if the respondent is male, zero otherwise	51	40
COLLEGE = 1 if the respondent attended college, zero otherwise	52	22
KIDS = 1 if household has any children under age 17, zero otherwise	38	38
MARRIED = 1 if the respondent is married, spouse may or may not be present, and zero otherwise	67	52
WHITE = 1 if the respondent is white, zero otherwise	89	74
BLACK = 1 if the respondent is black, zero otherwise	5	11
HISPANIC = 1 if the respondent is Hispanic, zero otherwise	2	10
OTHER = 1 if respondent is not white, black, or Hispanic and zero otherwise	4	5
WEST = 1 if the respondent lives in the western U.S., zero otherwise	20	21
MIDWEST = 1 if the respondent lives in the middle west, zero otherwise	28	26
NORTH = 1 if the respondent lives in the northern U.S., zero otherwise	21	18
AGE_SPOUSE = age of respondent's spouse (years)	31	24
COLL_SPOUSE = 1 if the respondent's spouse attended college, zero otherwise	32	11
Number of observations	4,728	6,882

Παρατηρούμε ότι το επίπεδο ευαισθησίας για τα νοικοκυριά που κατέχουν μετοχές σε σχέση με αυτά που δεν κατέχουν είναι παρόμοιο διαφέροντας μόνο κατά 5%. Επιπλέον οι stockholders αναφέρουν μεγαλύτερο μέσο ετήσιο εισόδημα και υψηλότερο μορφωτικό επίπεδο σε σχέση με τους non-stockholders.

Ο παρακάτω Πίνακας δείχνει τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης του δείκτη Michigan, μίας ψευδομεταβλητής (EQUITY) για τα νοικοκυριά εκείνα που κατέχουν μετοχές είτε άμεσα είτε έμμεσα, την ποσοστιαία μεταβολή του δείκτη Wilshire 500 και ενός όρου αλληλεπίδρασης (EQUITY*WILSHIRE). Ο όρος αυτός χρησιμοποιείται για να «απαθανάτισει» κατά πόσο η καταναλωτική ευαισθησία των νοικοκυριών που κατέχουν μετοχές και αυτών που δεν κατέχουν ανταποκρίνεται στις μεταβολές του δείκτη Wilshire 500. Οι διαπιστώσεις στις οποίες είμαστε σε θέση να προβούμε είναι οι εξής:

1) Ο συντελεστής της μεταβλητής EQUITY είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός. Αυτό σημαίνει ότι τα νοικοκυριά που κατέχουν μετοχές είτε έμμεσα είτε άμεσα, τείνουν να έχουν υψηλότερα επίπεδα ευαισθησίας.

2) Ο συντελεστής που αναφέρεται στη μηνιαία ποσοστιαία μεταβολή του δείκτη Wilshire 500 είναι επίσης θετικός και στατιστικά σημαντικός, επομένως όσο αυξάνεται, ωθεί προς τα πάνω και το επίπεδο καταναλωτικής ευαισθησίας.

3) Ο συντελεστής του όρου αλληλεπίδρασης (EQUITY*WILSHIRE) είναι στατιστικά ασήμαντος γεγονός που έχει την εξής ερμηνεία: Οι μεταβολές του χρηματιστηριακού δείκτη Wilshire 500 επιδρούν στη διαμόρφωση καταναλωτικής ευαισθησίας στον ίδιο βαθμό ανεξάρτητα από το αν ένα νοικοκυριό κατέχει μετοχές ή όχι. Αυτό έρχεται σε πλήρη ταύτιση με την leading indicator hypothesis όπου το νοικοκυριό αντιμετωπίζει τον εκάστοτε χρηματιστηριακό δείκτη ως μέτρο οικονομικής ευημερίας.

Dependent variable	(1): Full sample	(2): No equities	(3): Holds equities
EQUITY	24.98 (2.43)**		
WILSHIRE	.63 (.34)*	.65 (.37)*	.41 (.41)
EQUITY*WILSHIRE	-.24 (.57)		
AGE	-1.34 (.07)**	-1.38 (.09)**	-.97 (.14)**
MALE	29.08 (2.13)**	27.67 (2.87)**	29.94 (3.15)**
COLLEGE	17.86 (2.47)**	15.55 (3.54)**	18.54 (3.33)**
KIDS	-8.77 (2.48)**	-6.44 (3.34)*	-14.67 (3.73)**
MARRIED	-4.46 (3.28)	-7.59 (3.97)*	11.5 (9.83)
WHITE	7.54 (4.9)	11.77 (6.20)*	-5.56 (8.19)
BLACK	.36 (5.92)	6.66 (7.29)	19.05 (10.64)*
HISPANIC	-12.48 (6.21)**	-6.66 (7.51)	-24.18 (12.94)*
WEST	-1.62 (2.95)	-6.47 (3.89)*	5.11 (4.5)
MIDWEST	5.68 (2.71)**	6.66 (3.61)*	3.36 (4.03)
NORTH	-19.50 (2.97)**	-21.04 (3.97)**	-17.52 (4.40)**
AGE_SPOUSE	.00 (.04)	.01 (.05)	-.38 (.19)**
COLL_SPOUSE	8.98 (3.2)**	7.15 (4.92)	11.77 (4.15)**
INCOME	.21 (.03)**	.49 (.06)**	.12 (.03)**
Constant	851.47 (6.32)**	843.03 (8.17)**	878.08 (10.87)**
Number of obs.	11,610	6,882	4,728

THE CONSUMPTION OF STOCKHOLDERS AND NONSTOCKHOLDERS

Οι **Gregory Mankiw & Stephen Zeldes (1991)** κάνουν μία πρώτη προσπάθεια να εξετάσουν εμπειρικά την υπόθεση ότι η κατανάλωση των κατόχων μετοχών (stockholders) διαφέρει από αυτή των μη κατόχων μετοχών (nonstockholders). Για το λόγο αυτό χρησιμοποιείται η Έρευνα που διενεργείται από το Panel Study of Income Dynamics (PSID) για την κατασκευή χρονοσειρών για τους stockholders και nonstockholders αντίστοιχα για το διάστημα 1970-1984. Μία σειρά περιορισμών όπως: ουσιαστικό μέτρο λάθους και σχετικά μικρό δείγμα δεν είναι ικανά να αναιρέσουν την ουσιαστική διαφορά που έχουν στην κατανάλωση τα άτομα που κατέχουν μετοχές σε σχέση με αυτά που δεν κατέχουν.

Τα δεδομένα του Panel Study of Income Dynamics παράγονται από ερωτήσεις στους συνεντευξιαζόμενους σχετικά με: α) το μέγεθος και την αξία των μετοχών που διατηρεί κάθε οικογένεια στην κυριότητά της και β) την αξία των χρημάτων που έχουν σε λογαριασμούς αποταμιευτικούς, αμοιβαία κεφάλαια, ομολογίες και πιστοποιητικά καταθέσεων. Από το συνολικό δείγμα 2.998 οικογενειών το 27,6% κρατάει μετοχές, το 72,4% δεν κατέχει μετοχές, ένα 23,2% του δείγματος κατέχει μετοχές άνω των 1.000\$ και μόνο το 11,9% κατέχει μετοχές άνω των 10.000\$. Λόγω του γεγονότος ότι η ερώτηση σχετικά με την κατοχή ή μη μετοχών έλαβε χώρα το 1984, κατηγοριοποιούμε τα νοικοκυριά ως μέτοχοι ή μη με βάση αυτή την ημερομηνία.

Για περαιτέρω εξέταση των διαφορών των stockholders & nonstockholders γίνονται ερωτήσεις στα νοικοκυριά σχετικά με το ποσό που ξοδεύεται για κάλυψη διατροφικών αναγκών εντός και εκτός σπιτιού αντίστοιχα. Η έρευνα αποκαλύπτει ότι οι οικογένειες με μετοχές στην κατοχή τους δαπανούν 25% περισσότερα χρήματα για φαγητό που καταναλώνεται στο σπίτι και 80% περισσότερα χρήματα για φαγητό που καταναλώνεται σε οποιασδήποτε μορφής εστιατόριο σε σχέση με τις οικογένειες που δεν κατέχουν μετοχές.

Αφού συγκεντρωθούν όλα τα δεδομένα το δείγμα διαιρείται σε stockholders & non-stockholders με τρεις τρόπους: Στην πρώτη διάσπαση, ένα νοικοκυριό είναι stockholder εάν διατηρεί στην κυριότητά του μετοχές οποιασδήποτε αξίας. Στην 2^η διάσπαση ένα νοικοκυριό είναι κάτοχος μετοχών εάν κατέχει μετοχές αξίας τουλάχιστον 1.000\$. Στην 3^η διάσπαση ένα νοικοκυριό είναι stockholder εάν κατέχει μετοχές που έχουν κόστος τουλάχιστον 10.000 \$. Σε κάθε περίπτωση οι οικογένειες που δεν ικανοποιούν τα παραπάνω κριτήρια θεωρούνται non-stockholders. Στον παρακάτω Πίνακα η μεταβλητή GC είναι η ανάπτυξη της κατανάλωσης σύμφωνα με την Έρευνα του PSID και η μεταβλητή $r_m - r_f$ είναι η διαφορά μεταξύ της απόδοσης του δείκτη S&P 500 και της απόδοσης των ομολόγων με 3μηνη ληκτότητα ή διαφορετικά η υπερβάλλουσα απόδοση του δείκτη S&P 500.

	$\text{corr}(GC, r^m - r^f)$	$\sigma(GC)$	$\text{cov}(GC, r^m - r^f)$
<i>Total sample</i>			
	0.260	0.021	0.000796
<i>Split 1: Stockholders have stockholdings > \$0</i>			
Nonstockholders	0.093	0.020	0.000270
Stockholders	0.319	0.031	0.001440
<i>Split 2: Stockholders have stockholdings \geq \$1000</i>			
Nonstockholders	0.047	0.020	0.000137
Stockholders	0.410	0.031	0.001855
<i>Split 3: Stockholders have stockholdings \geq \$10,000</i>			
Nonstockholders	0.102	0.020	0.000305
Stockholders	0.488	0.032	0.002270

Ο παραπάνω Πίνακας παρουσιάζει μερικά στατιστικά στοιχεία της συνολικής κατανάλωσης (stockholders & nonstockholders) σε είδη διατροφής αλλά και της κατανάλωσης για κάθε γκρουπ κατόχων και μη κατόχων μετοχών. Τρία σημαντικά στοιχεία είναι αξιοσημείωτα:

- Η σχέση αγοράς μετοχών – συνολικής κατανάλωσης είναι θετική (0,260)
- Η κατανάλωση των stockholders παρουσιάζει μεγαλύτερη συσχέτιση με την αγορά μετοχών σε σχέση με την κατανάλωση των nonstockholders και στις τρεις περιπτώσεις: 0,319 – 0,093, 0,410 – 0,047, 0,488 – 0,102.
- Η κατανάλωση των stockholders παρουσιάζει μεγαλύτερες διακυμάνσεις σε σύγκριση με την κατανάλωση των nonstockholders και για τις τρεις περιπτώσεις: 0,031 – 0,020, 0,031 – 0,020, 0,032 – 0,020.

- Η συνδιακύμανση κατανάλωσης – αγοράς μετοχών είναι μεγαλύτερη για τους stockholders απ' ό,τι για τους nonstockholders και για τα τρία γκρουπ.

Για να εξεταστεί εάν αυτές οι διαφορές είναι στατιστικά σημαντικές πραγματοποιείται η παρακάτω παλινδρόμηση:

$$GC^{\text{stockholders}} - GC^{\text{nonstockholders}} = \alpha + \beta(r^m - r^f),$$

όπου το β ισούται με:

$$\text{cov}(GC^{\text{stockholders}} - GC^{\text{nonstockholders}}, r^m - r^f) / \text{var}(r^m - r^f),$$

Ο παρακάτω Πίνακας μας δίνει τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης:

	Split 1	Split 2	Split 3
Constant (α)	0.0028 (0.0065)	0.0019 (0.0057)	0.0026 (0.0054)
$r^m - r^f$ (β)	0.054 (0.046)	0.079 (0.040)	0.090 (0.038)
\bar{R}^2	0.03	0.19	0.28
p-value (one-tailed test)	0.132	0.037	0.019

Για την πρώτη διάσπαση το β είναι θετικό και στατιστικά σημαντικό (0,054) για επίπεδο σημαντικότητας 13%. Οι επόμενες διασπάσεις δίνουν επίσης θετικά β (0,079 και 0,090 αντίστοιχα) αλλά για συντηρητικότερα επίπεδα σημαντικότητας (0,040 και 0,038 αντίστοιχα).

A NEW PARADIGM: THE WEALTH EFFECT OF THE STOCK MARKET ON CONSUMPTION, IN A CONTEXT OF INTERACTING BIO-SYSTEMS

Η μελέτη του **Samuel Bulmash** επικεντρώνεται στην εξέταση της επίδρασης της αγοράς μετοχών στην συνολική ιδιωτική κατανάλωση. Λαμβάνοντας υπ' όψιν προγενέστερες εργασίες της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής και μακροοικονομικής σε συνδυασμό με άλλες έρευνες νευρολογίας και ψυχολογίας του επενδυτή καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η αλληλεπίδραση χρηματαγοράς και οικονομίας μπορεί να αντιμετωπιστεί ως συμβιωτική ή προσαρμοστική σχέση.

Σε βραχυχρόνιο ορίζοντα οι επενδυτές ως γκρουπ παρουσιάζουν μία μαζικότητα στην συμπεριφορά τους. Ανταποκρίνονται στα οικονομικά νέα με συναισθηματικό αλλά ταυτόχρονα ορθολογικό τρόπο προσαρμόζοντας ανάλογα τις επενδύσεις τους. Θεωρώντας, ότι τα αποτελέσματα της αγοράς μετοχών είναι αβέβαια και με το φόβο να μην απωλέσουν τα πρόσφατα κεφαλαιακά τους κέρδη απέχουν από την κατανάλωση αυτών σε αγαθά και υπηρεσίες.

Αν τώρα, εξεταστεί η σχέση σε μακροχρόνια βάση παρατηρούμε ότι γίνεται πιο ορθολογική και ταυτόχρονα προσαρμοστική. Εάν δηλαδή, οι συνθήκες είναι ευνοϊκές για τους επενδυτές (υψηλά κεφαλαιακά κέρδη άρα σταδιακή αύξηση της κατανάλωσης) η οικονομική πρόοδος θα συμβάλλει στην άνοδο της αγοράς μετοχών. Στην περίπτωση που είναι μη-ευνοϊκές (ένα μεγάλο μέρος του κεφαλαίου των επενδυτών «καταστρέφεται») οι επενδυτές είτε θα στραφούν σε άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα, είτε σε άλλες αγορές με πιο ευνοϊκό γι' αυτούς περιβάλλον.

Προκειμένου να αποδειχθούν και εμπειρικά οι παραπάνω θέσεις, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα από τη δημιουργία μοντέλου το οποίο συνδέει τον δείκτη Wilshire 5000 με το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν των ΗΠΑ (GDP) ως εξαρτημένη μεταβλητή στην πρώτη περίπτωση και ως ανεξάρτητη στη δεύτερη για το διάστημα **1970-1999**. Ο παρακάτω Πίνακας δείχνει ότι υπάρχει μία ισχυρή σχέση αγοράς μετοχών – οικονομίας σε μακροχρόνιο επίπεδο:

The relation between GDP and Wilshire 5000 index, January 1970–October 1999 period

t	Probability error
(1) Wilshire 5000 = -1212 + 1.03GDP - 0.4A1 - 0.116A2 - 0.17A3 ^a	
-1.40	0.16
48.50	0.0001
-6.43	0.0001
-1.756	0.0801
-2.66	0.0083
(2) GDP = 1708 + 0.84Wilshire - 0.29A1 - 0.14A2 - 0.17A3 ^b	
4.447	0.33
46.05	0.0001
-4.705	0.0001
-2.301	0.0001
-2.709	0.0221

^a Reg $R^2 = 0.8955$, total $R^2 = 0.9607$, Durbin Watson = 1.7734, DFE = 283.

^b Reg $R^2 = 0.8886$, total $R^2 = 0.939$, Durbin Watson = 1.7469, DFE = 283.

Συγκεκριμένα, η ερμηνεία του συντελεστή της πρώτης εξίσωσης (1,03) είναι η εξής: Εάν μεταβληθεί η οικονομία κατά μία μονάδα θα την ακολουθήσει και η αγορά μετοχών κατά 1,03 μονάδες (ελάχιστα μεγαλύτερη μεταβολή). Ο συντελεστής της δεύτερης εξίσωσης (0,84) υποδηλώνει ότι εάν μεταβληθεί η αγορά μετοχών κατά 1 μονάδα θα μεταβληθεί και η οικονομία προς την ίδια κατεύθυνση κατά 0,84 μονάδες (μικρότερη αλλά θετική μεταβολή).

Για τη φύση της βραχυχρόνιας σχέσης αγοράς μετοχών-οικονομίας πραγματοποιείται test σύμφωνα με το οποίο η μεταβλητότητα του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος των ΗΠΑ με χρονική υστέρηση 3 μηνών συνδέεται με τις αποδόσεις του χρηματιστηριακού δείκτη Wilshire Index 5000 για διαστήματα χρονικών υστερήσεων 3, 6, 12, 24, 36 μηνών:

The relation between change in GDP over the last 3 months (GDPF3) and cumulative changes in Wilshire 5000 index over previous time intervals

t	Probability error
(1) $GDPF3 = 91.44 + 0.001WLSRF3 - 0.16A1 - 0.04A2^a$	
7.45	0.0001
0.190	0.849
-2.464	0.0144
-0.700	0.484
(2) $GDPF3 = 941 + 0.288WLSRDF6 - 0.136A1 + 0.05A2^b$	
0.407	0.68
0.552	0.58
-2.261	0.025
0.839	0.402
(3) $GDPF3 = 74.3 + 0.027WLSDF12 - 0.078A1 - 0.03A2^c$	
18.86	0.0001
7.03	0.0001
-1.186	0.237
-0.508	0.611
(4) $GDPF3 = 65.42 + 0.03WLSRF18 + 0.005A1 + 0.01A2 + 0.12A3^d$	
24.26	0.0001
12.078	0.0001
0.071	0.94
0.153	0.87
1.794	0.074
(5) $GDPF3 = 63.82 + 0.024WLSRF24 + 0.003A1 + 0.06A2 + 0.117A3^e$	
29.71	0.0001
15.42	0.0001
0.045	0.97
0.09	0.92
1.775	0.077
(6) $GDPF3 = 62.71 + 0.0195WLSRF36 - 0.018A1 + 0.02A2 + 0.13A3^f$	
25.03	0.0001
14.286	0.0001
-0.26	0.79
0.31	0.75
1.921	0.056

^a Reg $R^2 = 0.000$, total $R^2 = 0.1954$, Durbin Watson = 1.90, DFE = 269.

^b Reg $R^2 = 0.0011$, total $R^2 = 0.2202$, Durbin Watson = 1.9936, DFE = 277.

^c Reg $R^2 = 0.1732$, total $R^2 = 0.2763$, Durbin Watson = 1.8905, DFE = 260.

^d Reg $R^2 = 0.3765$, total $R^2 = 0.3922$, Durbin Watson = 1.8408, DFE = 254.

^e Reg $R^2 = 0.4985$, total $R^2 = 0.4426$, Durbin Watson = 1.8897, DFE = 248.

^f Reg $R^2 = 0.4701$, total $R^2 = 0.4421$, Durbin Watson = 1.8978, DFE = 237.

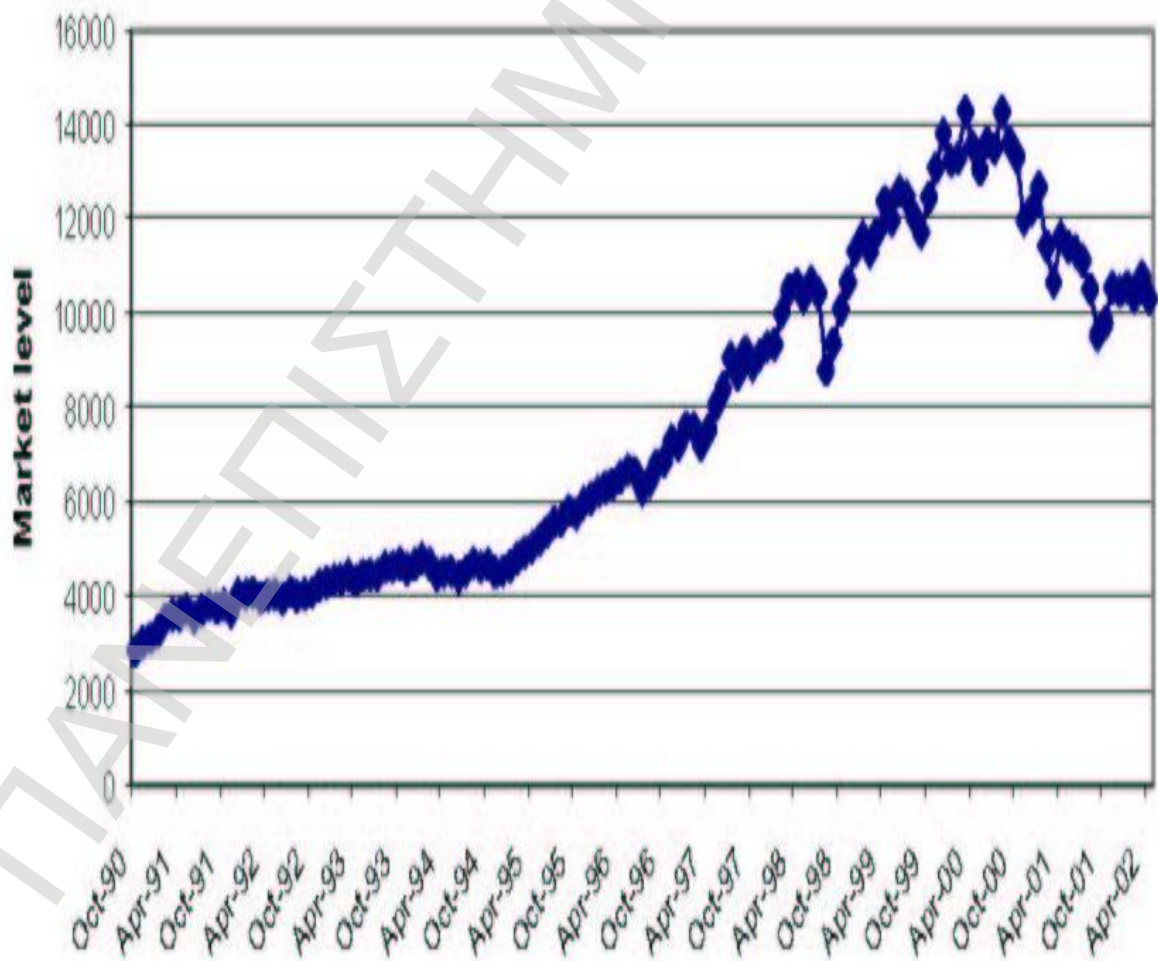
Παρατηρούμε ότι η Οριακή ροπή του Ακαθάριστου Εγχωρίου Προϊόντος της εξίσωσης (2) είναι 0,288 αισθητά μεγαλύτερη από την Οριακή Ροπή της εξίσωσης (1). Αυτό σημαίνει ότι οι καταναλωτές / επενδυτές δεν ανταποκρίνονται άμεσα στις μεταβολές της αγοράς μετοχών (άνοδος ή πτώση). Περιμένουν πρώτα και αφού σιγουρευτούν ότι το κέρδος / ζημία είναι μόνιμο τότε επιταχύνουν / επιβραδύνουν την κατανάλωσή τους. Παρόμοια διαπίστωση γίνεται και για τα αποτελέσματα του παρακάτω Πίνακα στον οποίο απεικονίζεται η σχέση ιδιωτικής κατανάλωσης και αγοράς μετοχών:

What affects the last 3 months change in personal private consumption	
t	Probability error
(1) $PCEG3 = 58.5 - 0.003887WLSRDF3 - 1.191A1 - 0.0828A2 - 0.171A3^a$	
12.942	0.0001
-0.783	0.4341
-3.172	0.0017
-1.338	0.1820
-2.770	0.0060
(2) $PCEG3 = 54.81 + 0.01634WLS3F6 - 0.152A1 - 0.0379A2 - 0.146A3^b$	
21.117	0.0001
-0.783	0.0011
-3.291	0.0165
-2.143	0.5651
-0.576	0.0250
(3) $PCEG3 = 50.496 + 0.01677WLS3F12 - 0.175A1 - 0.0386A2 - 0.143A3^c$	
21.853	0.0001
-0.783	0.0001
4.829	0.0069
-2.724	0.5729
-0.565	0.0361
(4) $PCEG3 = 46.166 + 0.01618WLS3F18 - 0.0734A1 - 0.056A2 - 0.093A3^d$	
27.942	0.0001
8.625	0.0001
-1.132	0.2589
-0.813	0.4168
-1.376	0.1700
(5) $PCEG3 = 45.2167 + 0.01307WLS3F24 - 0.0365A1 - 0.011A2 - 0.088A3^e$	
28.071	0.0001
9.394	0.0001
-1.132	0.5792
-0.555	0.8673
-1.167	0.1960
(6) $PCEG3 = 46.091 + 0.009227WLS3F36 - 0.0434A1 - 0.0055A2 - 0.086A3^f$	
28.045	0.0001
8.687	0.0001
-0.648	0.5179
-0.079	0.9374
-1.241	0.2159
^a Reg $R^2 = 0.0042$, total $R^2 = 0.1406$, Durbin Watson = 2.0159, DFE = 277. ^b Reg $R^2 = 0.0411$, total $R^2 = 0.1253$, Durbin Watson = 1.9880, DFE = 263. ^c Reg $R^2 = 0.0880$, total $R^2 = 0.1663$, Durbin Watson = 1.99979, DFE = 257. ^d Reg $R^2 = 0.2360$, total $R^2 = 0.2507$, Durbin Watson = 1.9986, DFE = 251. ^e Reg $R^2 = 0.2360$, total $R^2 = 0.2507$, Durbin Watson = 1.9986, DFE = 251. ^f Reg $R^2 = 0.2529$, total $R^2 = 0.2491$, Durbin Watson = 2.011, DFE = 234.	

Ενώ δηλαδή οι μεταβολές προ 3 μηνών του δείκτη Wilshire 5000 δεν φαίνεται να διαμορφώνουν τις μεταβολές σε καταναλωτικό επίπεδο (-0,00388) για το ίδιο διάστημα, εάν λάβουμε υπ' όψιν τις μεταβολές του δείκτη προ 6μήνου θα διαπιστώσουμε ότι επιδρούν στις διακυμάνσεις της κατανάλωσης ένα τρίμηνο μετά (0,016).

THE EFFECT OF THE STOCK MARKET ON CONSUMER SPENDING: OCTOBER, 1990 – APRIL 2002

Οι **Rachel Ungerer & Mary Washington** ερευνούν τις επιδράσεις των αποδόσεων της αγοράς μετοχών σε καταναλωτικό επίπεδο για τις ΗΠΑ κατά το διάστημα 1990-2002 (της πιο πρόσφατης ανόδου και πτώσης της αγοράς). Το μέτρο του χρηματοοικονομικού πλούτου που θα χρησιμοποιηθεί για αυτή την μελέτη είναι ο δείκτης Wilshire 5000 ο οποίος «απαθανατίζει» τα επίπεδα τιμών των μετοχών για τις 5.000 εταιρείες με τη μεγαλύτερη εμπορευσιμότητα στην αμερικανική αγορά.



Η εξίσωση που συνδέει την κατανάλωση με τις μεταβολές της χρηματιστηριακής αγοράς έχει την παρακάτω μορφή:

$$(1) \text{ RPCEA} = f(\text{RPDI}, \text{W5000}, \text{CSENT}, \text{BPLR}, \text{CPI}, \text{HW})$$

Όπου:

- 1) **RPCEA** (Real Consumer Expenditures) η συνολική καταναλωτική δαπάνη για διαρκή, μη διαρκή αγαθά και υπηρεσίες.
- 2) **RPDI** (Real Personal Income) το συνολικό εισόδημα όλων των ατόμων που ζουν και εργάζονται στις ΗΠΑ.
- 3) **W5000** ο δείκτης Wilshire 5000
- 4) **CSENT** (Consumer Sentiment) το επίπεδο καταναλωτικής ευαισθησίας
- 5) **BPLR** (Bank Primary Loan Rate) το βασικό επιτόκιο δανεισμού των αμερικανικών τραπεζών
- 6) **CPI** (Consumer Price Index) ο δείκτης τιμών καταναλωτή
- 7) **HW** (House hold Wealth) το Ενεργητικό μείον το Παθητικό των Νοικοκυριών στις ΗΠΑ λαμβανομένου υπ' όψιν και των μετοχών που έχουν τα νοικοκυριά στην κατοχή τους.

Χρησιμοποιείται η Μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων προκειμένου να ερμηνευτεί η συμπεριφορά της κατανάλωσης.

Η ανάλυση που ακολουθεί είναι κλιμακωτού χαρακτήρα, δηλαδή κάθε νέα εξίσωση έχει μία επιπλέον μεταβλητή σε σχέση με την προηγούμενη. Από τα αποτελέσματα είναι εμφανές πως η εξίσωση 3 (η οποία περιλαμβάνει και τις περισσότερες μεταβλητές) εξηγεί με τον καλύτερο τρόπο τις διακυμάνσεις της κατανάλωσης λόγω του υψηλότερου R^2 που έχει (συντελεστής προσδιορισμού) σε σχέση με τις άλλες εξισώσεις. Έτσι λοιπόν, η άνοδος κατά μία μονάδα του δείκτη Wilshire 5000 (δηλαδή \$ 1 δισεκατομμύριο δολάρια αύξηση του συνολικού χρηματοοικονομικού πλούτου των Η.Π.Α.) θα οδηγήσει σε αύξηση της καταναλωτικής δαπάνης κατά 5.330.000 δολάρια.

Μολονότι θετική, η τιμή της οριακής ροπής προς κατανάλωση (0,0053) είναι μικρή σε σχέση με τις προηγούμενες έρευνες. Αυτό ίσως συνίσταται στις μεγάλες διακυμάνσεις που παρουσιάζει η αγορά μετοχών τα τελευταία χρόνια κάνοντας τα άτομα να βλέπουν τις μεταβολές των μετοχών με μεγαλύτερο σκεπτικισμό. Για το λόγο αυτό δεν ανταποκρίνονται τόσο πολύ έντονα στις κινήσεις τους όπως έπρατταν σε προηγούμενες περιόδους. Επί παραδείγματι, αν π.χ. η αγορά στο μέλλον παρουσιάσει πτώση, ναι μεν θα την ακολουθήσει η κατανάλωση αλλά όχι στον ίδιο βαθμό.

Variables	Equations									
	Eq1	Eq2	Eq2a	Eq2b	Eq3	Eq1	Eq2	Eq2a	Eq2b	Eq3
	Coefficients					T-statistics				
C	-1106*	-997.4*	-1468*	-1369*	612.1*	-10.61*	-9.641*	-5.622*	-5.272*	1.393*
RPII	0.6878*	0.6029*	0.2316*	0.2262*	0.1293*	17.54*	13.83*	4.726*	4.716*	2.889*
CDR	-0.6176	2.3717	-13.646	N/A	N/A	-0.196	0.7627	-1.563	N/A	N/A
W5000	0.0140*	0.0218*	0.0202*	0.0211*	0.0053	4.115*	5.675*	3.804*	4.012*	1.001
CPIA	15.058*	18.330*	33.957*	34.166*	17.493*	10.03*	10.97*	12.49*	12.92*	4.426*
CSENT	N/A	-2.1619*	0.7450	0.7460	0.5041*	N/A	-3.791*	1.079	1.139	0.871*
BPLR	N/A	N/A	N/A	-22.92*	-29.81*	N/A	N/A	N/A	-2.560*	-3.484*
HW	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0451*	N/A	N/A	N/A	N/A	5.379*
Equation statistics		Eq1	Eq2	Eq2a	Eq2b	Eq3				
R ²		.9960	.9964	.9984	.9985	.9988				
Adjusted R ²		.9959	.9962	.9984	.9984	.9987				
F-statistic		8305*	7309*	13897*	14347*	15584*				
Durbin Watson		.7515	.756	2.51	2.52	2.51				

*Denotes Significance at the 99% confidence level

N/A represents a variable not included in the particular equation

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Βάσει της επισκόπησης που πραγματοποιήθηκε για τις παραπάνω μελέτες είμαστε σε θέση να αναφέρουμε τα εξής:

- 1) Παρατηρήθηκε ότι οι εμπειρικές εφαρμογές υποστηρίζουν τη γνώμη της θεωρίας δηλαδή τη θετική σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικού πλούτου – καταναλωτικής δαπάνης
- 2) Το έμμεσο αποτέλεσμα του πλούτου (η δύναμη των κεφαλαιακών κερδών / ζημιών να προβλέψουν τα μελλοντικά εισοδήματα) όταν η σχέση εξετάζεται για μακρές χρονικές περιόδους δεν υποστηρίζεται
- 3) Η σχέση κατανάλωσης - χρηματοοικονομικού πλούτου που προέρχεται από κατοχή μετοχών είναι αρκετά ισχυρή
- 4) Οι καταναλωτές αντιδρούν περισσότερο στις πτώσεις της αγοράς μετοχών απ' ό,τι στις ανόδους
- 5) Τα τελευταία χρόνια, οι μεγάλες διακυμάνσεις της αγοράς μετοχών κάνουν τους καταναλωτές να συμπεριφέρονται με μεγαλύτερο σκεπτικισμό ως προς την καταναλωτική τους συμπεριφορά

ΠΗΓΕΣ – REFERENCES

ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΕΙΣ

Ricardo Sousa: “Property of stocks and wealth effects on consumption”

University of Minho – Department of Economics

Christina D. Romer: “The Great Crash and the Onset of the Great Depression”

The Quarterly Journal of Economics, Vol. 105, No. 3 (Aug. 1990), 597-624

Maria Ward Otoo: “Consumer Sentiment and the Stock Market”

Board of Governors of the Federal System

Laurence Boone, Claude Giorno and Pete Richardson: “Stock Market Fluctuations and Consumption behaviour: Some recent evidence”

ECO/WKP(98)21

Karen E. Dynan & Dean M. Maki: “Does stock market wealth matter for consumption?”

Masahiro Hori and Satoshi Shimizutani: “Asset Holding and Consumption”

ESRI Discussion Paper Series No. 55

Sydney Ludvigson & Charles Steindel: “How Important is the Stock Market Effect on Consumption?”

FRBNY ECONOMIC POLICY REVIEW / JULY 1999

Samuel B. Bulmash: “A new paradigm: the wealth effect of the stock market on consumption, in a context of interacting bio-systems”

Journal of Socio-Economics 31 (2002) 75-100

N. Gregory Mankiw & Stephen P. Zeldes: The consumption of stockholders and nonstockholders

Journal of Financial Economics 29 (1991) 97-112. North Holland

Martha Starr-McCluer: “Stock Market Wealth and Consumer Spending”

Federal Reserve Board of Governors

Hassan Shirvani & Barry Wilbratte: “Does Consumption respond more strongly to stock market declines than to increases?”

International Economic Journal Volume 14, Number 3, Autumn 2000

Rachel Ungerer & Mary Washington College: “The effect of the Stock Market on Consumer Spending: October, 1990 – April 2002

Issues in Political Economy, Vol. 12, August 2003.

ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ

- Πηγή δεδομένων **Datastream** Πανεπιστημίου Πειραιώς
- www.digitaleconomist.com
- economics.about.com
- www.stock-market-crash.net
- www.lowrisk.com
- www.bsa.gr
- www.jstor.org
- www.elsevier.com

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ