

البعد العملي لـ (أثر فيشر)

□*□

□

المستخلص

إن (أثر فيشر) يعد واحداً من أفضل التفسيرات المعروفة لـ (تناقض جيسون) لذا فإن الدراسة التي بين أيدينا تتناول هذا الموضوع من جوانب ثلاث. خصص الأول منها لعرض التفسيرات لتناقض جيسون التي جاء بها عدد من الاقتصاديين وتحديداً (فكسل، فيشر، كينز، بارسكي). أما الجانب الثاني فإنه يتناول الجدل النظري حول (تناقض جيسون) و (أثر فيشر). مع إشارة لرأي الباحث أما الجانب الثالث فإنه يستعرض الجوانب التطبيقية لـ (أثر فيشر) والتي تمثل إسهام الباحث في هذا المجال.

Abstract

Fisher's Effect is considered one of the best well-known Explanations of Gibson's paradox. So this study deals with this subject from three aspects. The first was devoted to the Explanations of Gibson's paradox by many Economist, namely (Wicksell), Fisher, Keynes and Barsky).

The second one addresses the theoretical debate about Gibson's paradox and Fisher's Effect with the view point of the researcher.

While the third aspect displays the empirical Aspects of Fisher's Effect, which represents the contribution of the researcher.

المقدمة

إن ضوء القمر الضعيف يساعدنا في الوصول إلى إستنتاجات هامة بشأن ضوء الشمس. هكذا قال (ليون تروتسكي) وهكذا يمكن القول بشأن المسألة التي أثارها الاقتصادي البريطاني (جيسون) والتي عرفت فيما بعد بـ (لغز أو تناقض جيسون). Gibson's paradox. إذ توصل (جيسون) إلى وجود علاقة طردية بين سعر الفائدة الاسمي والمستوى العام للأسعار. وهذا يخالف بطبيعة الحال ما درج عليه الاقتصاديون الكلاسيكيون الذين لم يعتقدوا بوجود علاقة بين هذين المتغيرين.

إن النتيجة التي توصل إليها (جيسون) قد فتحت الباب واسعاً أمام الدراسات والبحوث التي حاولت حل هذا التناقض.

وفي هذا الإطار برزت مجموعة من التفسيرات بضمنها التفسير الذي جاء به الاقتصادي الأمريكي (ايرفينج فيشر) Irving Fisher والذي عرف فيما بعد بـ (أثر فيشر Fisher's effect) والذي حظي هو الآخر ولا يزال يحظى باهتمام كبير، وكيف لا يحظى بهذا الإهتمام وقد أضرم النار في مكان بارد كما سيتضح لاحقاً.

إن أهمية البحث ترجع إلى أن (أثر فيشر) لا يزال موضع جدل بين المهتمين بالقضايا النقدية، وبالتالي فإننا نحاول تسليط الضوء على هذا الموضوع والجدل الذي أثاره والذي أغفل إلى حد كبير في الأدبيات العربية، بحسب علم الباحث، بالإضافة إلى الكشف عن جوانبه التطبيقية. لهذا فإن فرضية البحث تنص على (أن أثر فيشر ينطوي على جوانب تطبيقية عديدة يمكن أن تسهم في التأثير على الكثير من القرارات الاقتصادية). وبغية التحقق من هذه الفرضية، قسم البحث إلى ثلاثة مباحث، تناول المبحث الأول (لغز أو تناقض جيسون) وتفسيراته. في حين تناول المبحث الثاني الجدل النظري حول (أثر فيشر). أما

المبحث الثالث فإنه خصص لاستعراض الجوانب التطبيقية لـ (اثر فيشر) وهو يمثل الاسهام الذي جاء به الباحث والذي يعتقد انه سيفتح الباب أمام الدراسات التي تعنى بهذا الموضوع، هذا وقد ختم البحث بمجموعة من الاستنتاجات التي توصل اليها الباحث.

المبحث الاول

جيسون - فيشر والتفسيرات الأخرى

كما هو معلوم إن الاقتصاديين الكلاسيكيين اعتقدوا بوجود انفصال بين القطاع النقدي والقطاع الحقيقي. أي ان التغيرات في القطاع النقدي ليس لها تأثير على القطاع الحقيقي. فمثلاً ان زيادة عرض النقود (القطاع النقدي) ستنعكس بشكل إرتفاع في المستوى العام للأسعار دون ان يكون هناك تأثير على المتغيرات الحقيقية كالاستثمار والإدخار والنتاج (القطاع الحقيقي). وهذا يعني لا وجود للعلاقة بين المستوى العام للأسعار وأسعار الفائدة. ولكن الاقتصادي البريطاني (جيسون A.H Gibson) توصل من خلال دراسته للاقتصاد البريطاني الى وجود علاقة وثيقة بين سعر الفائدة المعبر عنه بسعر الفائدة على السندات غير القابلة للارجاع (Consols) والمستوى العام للأسعار مقياساً بأسعار الجملة ولمدة تزيد على المئة عام. إن النتيجة التي توصل اليها (جيسون) تناقض ما كان يعتقد الاقتصاديون الكلاسيكيون، لذلك أطلق عليها (جون مينارد كينز) تسمية (لغز او تناقض جيسون) والذي عدة من أهم الحقائق الاقتصادية الكمية. ان البيانات التي أستند اليها (جيسون) مبينة في الجدول (1) الذي يغطي المدة (1791-1928) ،

ومن خلال هذا الجدول والشكل البياني (١) نلاحظ وجود علاقة طردية بين سعر الفائدة الأسمي والمستوى العام للأسعار خلال هذه المدة . وهنا ينبغي الإشارة إلى أن هذه العلاقة لم تتحقق في بعض السنوات ، وهو ما يعده (كينز) امراً طبيعياً، إذ يقول :-
(" إنه لأمر يفوق كل الاحتمالات ان لاتشهد فترة زمنية تمتد لـ (130) عاماً أحداثاً نقدية تستدعي تغيير سنة الأساس للرقم القياسي من اجل الكشف بوضوح عن اتجاه المتغيرين للتحرك سوية على الأقل وليس التغير بالمقدار نفسه")^١
هذه الحقيقة هي التي دعت (كينز) إلى تعديل الأرقام القياسية لهذه السلسلة باستخدام سنوات أساس متعددة وليس سنة أساس واحدة كما فعل جيسون مما اظهر العلاقة بين أسعار الفائدة والمستوى العام للأسعار بشكل أكثر وضوحاً.^٢

جدول (١)

العلاقة بين أسعار الفائدة والرقم القياسي لأسعار الجملة في بريطانيا للمدة (١٧٩١ - ١٩٢)

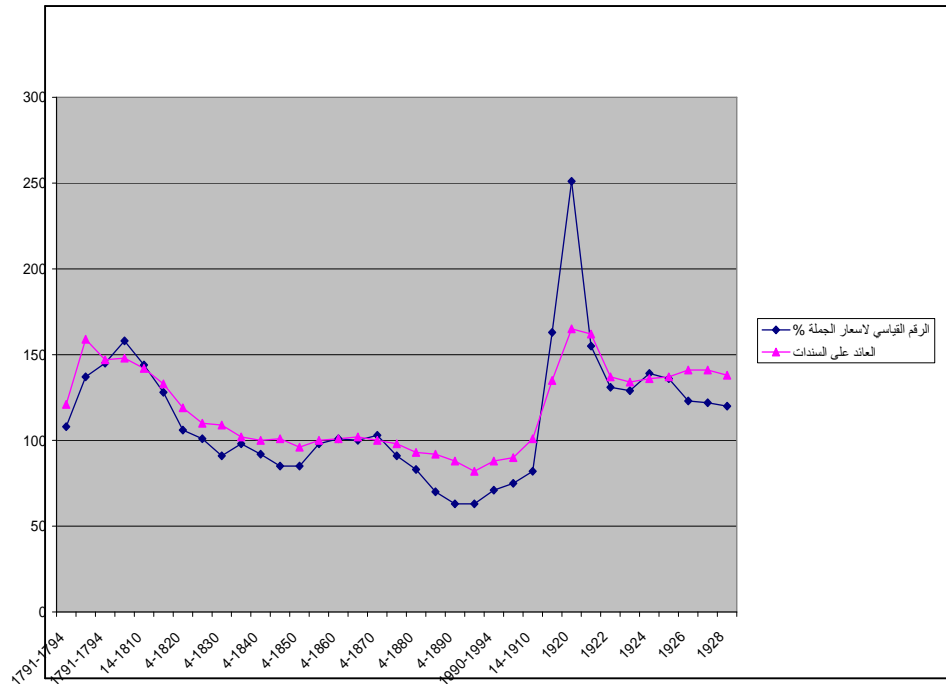
السنة	الرقم القياسي لأسعار الجملة %	العائد على السندات
٤-١٧٩١	١٠	١٢١
٩-١٧٩٥	١٣٧	١٥٩
٤-١٠	١٤٥	١٤٧
٩-١٠	١٥	١٤
١٤-١٠	١٤٤	١٤٢
١٩-١٠	١٢	١٣٣

١١٩	١٠٦	٤-١ ٢
١١٠	١٠١	٩-١ ٢٠
١٠٩	٩١	٤-١ ٣
١٠٢	٩	٩-١ ٣١
١٠٠	٩٢	٤-١ ٤
١٠١		٩-١ ٤١
٩٦		٤-١ ٥
١٠٠	٩	٦٠-١ ٥١
١٠١	١٠١	٤-١ ٦
١٠٢	١٠٠	٩-١ ٦١
١٠٠	١٠٣	٤-١ ٧
٩	٩١	٩-١ ٧١
٩٣		٤-١
٩٢	٧٠	٩-١
	٦٣	٤-١ ٩
	٦٣	٩-١ ٩١
	٧١	٤-١٩٩٠
٩٠	٧٥	٩-١٩٠٥
١٠١		١٤-١٩١٠
١٣٥	١٦٣	١٩-١٩١٥
١٦٥	٢٥١	١٩٢٠
١٦٢	١٥٥	١٩٢١
١٣٧	١٣١	١٩٢٢
١٣٤	١٢٩	١٩٢٣
١٣٦	١٣٩	١٩٢٤
١٣٧	١٣٦	١٩٢٥
١٤١	١٢٣	١٩٢٦
١٤١	١٢٢	١٩٢٧
١٣	١٢٠	١٩٢

المصدر:- مأخوذ من المصدر الآتي بتصريف:-

J.m. Keynes" A treatise on money. The Applied theory of money" VI. Macmillan press. London.8th. Edition.(1971.p.178).

شكل (١)
العلاقة بين المستوى العام للأسعار وأسعار الفائدة الاسمية للمدة (١٧٩١ - ١٩٢)



المصدر : عمل الباحث

ان أية فكرة أو ظاهرة حينما تبرز الى الوجود تتطلب تفسيراً يقف على مسبباتها وعناصرها الأساسية والتأثيرات المترتبة عليها. وتناقض أو لغز (جبسون) لا يمثل استثناءً، ولا سيما ان النتائج التي توصل اليها (جبسون) تمس أسس الفكر الكلاسيكي. وفي هذا الإطار ظهرت مجموعة من التفسيرات لهذا التناقض، سنقتصر على استعراض اربعة منها:-³

أولاً - تفسير (فكسل):-

إن التفسير الذي قدمه (فكسل) يقوم على تمييزه بين سعر الفائدة الطبيعي وسعر الفائدة السوقية. إذ ان سعر الفائدة الطبيعي يمثل السعر الذي تتساوى عنده الأموال المعدة للاقراض مع الأموال المطلوبة للاقتراض. أما سعر الفائدة السوقية فإنه يمثل السعر الذي تحدده المصارف. ان المصارف بحسب رأيه لا تستطيع ان تحدد سعر الفائدة السوقية بشكل دقيق في اية لحظة زمنية معينة، إذ إن التحديد يستمد من الروتين أو التجربة ، وبالتالي فإنها لا تقوم بتغييره إلا عند الضرورة. وابتداءً يفترض (فكسل) أن سعر الفائدة الطبيعي يتغير نتيجة عدة عوامل كدالة الادخار التي تتغير بفعل تغير الثروة أو تطور المستوى الثقافي أو زيادة الضمان أو الأمن القانوني ، أو نتيجة لتغير دالة الاستثمار بسبب الحروب أو النمو السكاني أو الكوارث الطبيعية أو ظهور فرص استثمارية جديدة. وبناءً على هذا يرتفع سعر الفائدة الطبيعي فيما يبقى سعر الفائدة السوقية ثابتاً في بداية الامر. وهذا ما يؤدي الى زيادة حجم الانتماء فزيادة عرض النقود تؤدي إلى زيادة المستوى العام للأسعار . وفي ظل هذا الوضع ستكتشف المصارف بعد حين ان احتياطياتها النقدية قد انخفضت وهذا ما يدفعها إلى زيادة سعر الفائدة السوقية.⁴

ثانياً - تفسير (فيشر)

هذا التفسير يقوم على استخدام سعر الفائدة الاسمي وسعر الفائدة الحقيقي ومعدل التضخم المتوقع حيث إن سعر الفائدة الاسمي يمثل كلفة الاحتفاظ بالنقود مقيسة بوحدات نقدية، أما سعر الفائدة الحقيقي فإنه يمثل كلفة الاحتفاظ بالنقود مقيسة بوحدات عينية، أي إنه يمثل القوة الشرائية لسعر الفائدة الاسمي.

ان أثر (فيشر) توضحه المعادلة الآتية:^٥

$$I_n = I_r + \pi e$$

حيث ان:-

I_n :- سعر الفائدة الاسمي .

I_r :- سعر الفائدة الحقيقي .

πe :- معدل التضخم المتوقع.

هذه المعادلة التي تسمى (أثر فيشر Fisher's Effect) تبين أن سعر الفائدة الاسمي يساوي سعر الفائدة الحقيقي مضافاً إليه معدل التضخم المتوقع. أي أن سعر الفائدة الاسمي يتحدد بعاملين هما سعر الفائدة الحقيقية ومعدل التضخم المتوقع. ولكن سعر الفائدة الحقيقي يميل إلى أن يكون مستقراً نسبياً لأنه يعتمد على عوامل طويلة الأجل كإنتاجية رأس المال وحجم الادخارات، لذا فإن التغيرات التي تحدث في معدل التضخم المتوقع تكون مسؤولة عن التغيرات التي تحصل في سعر الفائدة الاسمي. كما أن (فيشر) يضيف إلى ذلك بأن العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي ومعدل التضخم المتوقع هي علاقة تكافؤية (تناسبية) - أي علاقة (واحد لواحد). One to one relationship.

أي إن زيادة معدل التضخم المتوقع بنسبة (2%) ستؤدي إلى زيادة سعر الفائدة الاسمي بنسبة (2%) أيضاً. وهذا يعني أن المقرض لن يكون مستعداً لإقراض أمواله إلا في حالة زيادة سعر الفائدة الاسمي بنفس النسبة التي سيزداد بها معدل التضخم من أجل الحفاظ على القوة الشرائية لسعر الفائدة الاسمي.^٦

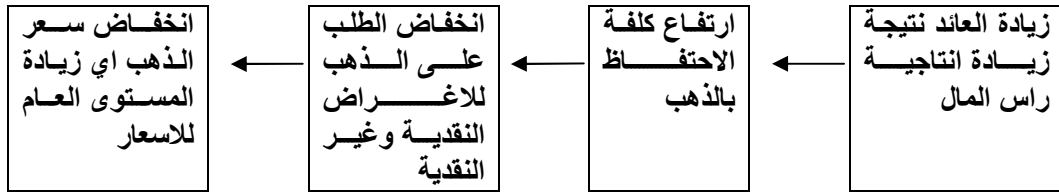
ثالثاً - تفسير (كينز)

إن التفسير الذي جاء به (كينز) يشبه إلى حد كبير التفسير الذي تبناه (فكسل) حيث أنه يعتمد في تفسيره على سعري الفائدة الطبيعي والسوقي أيضاً. إذ يرى (كينز) وجود علاقة لصيقة بين سعر الفائدة السوقي مقاساً بالعائد على الأوراق المالية الطويلة الأجل وسعر الفائدة الطبيعي. وهو يرى أنه عندما ينخفض سعر الفائدة الطبيعي لا تستجيب المصارف لهذا الانخفاض بالسرعة الممكنة. أي أنها لا تقوم بتخفيض سعر الفائدة السوقي إلا بعد مرور فترة زمنية معينة. وهذا يعني أن سعر الفائدة السوقي يتخلف زمنياً من حيث حركته بالاتجاه الذي يسير به سعر الفائدة الطبيعي. والأمر نفسه يسري في حالة اتجاه سعر الفائدة الطبيعي إلى الارتفاع، إذ أن سعر الفائدة السوقي لا يتجه للارتفاع إلا بعد مرور فترة زمنية معينة. لهذا فإن التفاوت بين هذين السعيرين سينعكس بشكل تغيرات في المستوى العام للأسعار.^٧

رابعاً - تفسير (بارسكي) و(سومرز)

يقوم هذا التفسير على التمييز بين استخدامات الذهب للأغراض النقدية والأغراض غير النقدية وعلى حقيقة أن السعر الحقيقي للذهب يكون محدداً من قبل السلطات النقدية، وأن هذا السعر يمثل مقلوب المستوى العام للأسعار. أي إذا ازداد السعر الحقيقي للذهب فإن هذا يعني انخفاض المستوى العام للأسعار والعكس صحيح. فإذا ما حدثت زيادة في إنتاجية رأس المال، أي زيادة معدل العائد الحقيقي، فإن هذا يؤدي إلى ارتفاع كلفة الاحتفاظ بالذهب مما يؤدي إلى تقليل الطلب عليه وبالتالي انخفاض سعره الحقيقي، أي زيادة المستوى العام للأسعار، وهذا يعني ظهور (تناقض جيسون).

ويمكن توضيح هذا التفسير بالمخطط الآتي:-



ان التفسيرات التي تم استعراضها والتفسيرات التي لم يتسع المقام لذكرها لم تحظ بذات الاهتمام الذي حظي به تفسير فيشر (اثر فيشر). اذ ان الاخير كان ولا يزال محور اهتمام المتخصصين الذين تناولوه من زوايا مختلفة، وهو ماسيتم تناوله في المبحث التالي.

المبحث الثاني

الجدل النظري حول (أثر فيشر)

هناك ملازمة من الناحية التاريخية بين (لغز او تناقض جيسون) و (اثر فيشر) ، ملازمة ناجمة عن العلاقة بين الموضوع (تناقض جيسون) وتفسيره (اثر فيشر) ، على الرغم من ان هذه الملازمة يتم تجاهلها في معظم الاحيان ، خصوصاً في الادبيات الحديثة التي تبحث (اثر فيشر) بصورة منفصلة عن (تناقض جيسون) دون الاشارة الى علاقتها ولو بشكل ضمني. وهنا نعتقد ان تسليط الاضواء على الآراء التي اهتمت بـ (تناقض جيسون) جنباً الى جنب مع الآراء التي عنت بـ (اثر فيشر) يمكن ان يساعد في اعطاء صورة اكثر وضوحاً وشمولاً عن الموضوع. وبناءً على هذا سنقوم بدراسة هذا الموضوع على مستويين هما:-

أولاً: الجدل النظري حول تناقض (جيسون).

ثانياً: الجدل النظري حول (اثر فيشر).

أولاً - الجدل النظري حول تناقض (جيسون)

لا يزال الجدل محتدماً حول (تناقض جيسون) كما تظهره راء المفكرين والاقتصاديين الذين ينتمون الى مدارس فكرية مختلفة.

فمثلاً يرى كل من (فريدمان) و (شوارتز) ان (تناقض جيسون) يمثل ظاهرة عملية ليس لها تفسير نظري، كما انهما يعتقدان ان هذا التناقض يمثل سمة او ظاهرة خاصة بقاعدة الذهب الى حد كبير ان لم يكن مرتبطاً بها فقط. ويدعمان هذا الرأي بقولهما انه خلال المدة (1880-1976) لم يتحقق لغز جيسون الا في الولايات المتحدة وبريطانيا للمدة (1880-1914) وبصورة اقل وضوحاً في الفترة الواقعة بين الحربين العالميتين الاولى والثانية.^٩

وهناك رأي آخر لكليهما ايضاً ينص على :-

" من الناحية النظرية ليس هناك من سبب يدعو الى وجود علاقة مباشرة بين سعر الفائدة الاسمي والمستوى العام للاسعار ، لان سعر الفائدة يمثل عدداً او رقماً مجرداً، اي ليس له وحدة قياس، في حين ان المستوى العام للاسعار لا يمثل عدداً مجرداً لان له بعداً نقدياً كالدولار مثلاً".^{١٠}

وبحسب ما يرى الباحث ان هذا رأي غير سليم لسببين:-

١. انه اذا كانت وحدات القياس او التجانس فيما بين هذه الوحدات هو المعيار المعتمد في تحديد وجود العلاقة بين المتغيرات من عدمها، فان هذا سيؤدي الى استبعاد عدد كبير من العلاقات الاقتصادية وغير الاقتصادية، كالسرعة التي تعبر عن العلاقة بين المسافة التي تقاس بوحدات (م ، كم ..) والزمن الذي يقاس بوحدات (ثا، دقيقة ..)، والعلاقة بين مدى تطور العادات المصرفية والجهاز المصرفي ووسائل النقل والاتصال التي تمثل متغيرات نوعية وبين سرعة تداول النقود التي تمثل متغيراً كمياً، وهكذا بالنسبة للكثير من العلاقات، حيث ان القائمة اطول من ان تحصى.

٢. ان سعر الفائدة وان كان في ظاهره يمثل عدداً مجرداً، لكنه في جوهره يحمل بعداً نقدياً. فعندما نقول ان سعر الفائدة على مبلغ مقداره (100) دينار مودع لدى احد المصارف هو (10%) فهذا يعني ان العائد (الفائدة) المتحقق هو (10) دينار.

بالاضافة الى ماجاء به كل من (فريدمان) و(شوارتز) هناك اخرون من امثال (شيلر، سيجل، بنجامين، كون، بارسكي) حاولوا ان يبينوا فيما اذا كان (لغز او تناقض جيسون) يرتبط بسعر الفائدة الحقيقي ام بسعر الفائدة الاسمي، وتوصلوا الى راي مفاده ان (تناقض جيسون) ينطبق على سعر الفائدة الحقيقي لان سعر الفائدة الاسمي بحسب رايهم يعكس سعر الفائدة الحقيقي وليس معدل التضخم.¹¹

ان هذا الراي يخالف ما ذهب اليه (سيرجنت) الذي يعتقد بان (تناقض جيسون) ينطبق على سعر الفائدة الاسمي والحقيقي على حد سواء، وهذا ما يجعل من المرغوب فيه بحسب رايه ان يتركز تفسير (تناقض جيسون) على العلاقة بين التغيرات في معدلات العوائد الحقيقية والمستوى العام للأسعار، ثم يضيف قائلاً بان النتائج العملية التي توصل اليها تشير الى ان العلاقة بين معدل التضخم وسعر الفائدة ليست علاقة باتجاه واحد (من التضخم الى سعر الفائدة) بل انها علاقة ذات اتجاهين، اي ان سعر الفائدة يتأثر بمعدل التضخم ويؤثر فيه.¹²

اما (بنجامين) و (كوجن) فانهما يعتقدان بان (تناقض جيسون) يمثل احد اكثر العلاقات الاقتصادية شهرة والاقل فهماً.¹³

بالاضافة الى ما تقدم هناك نمط اخر من الدراسات حاول ان يثبت عدم وجود (تناقض جيسون) اصلاً. كالدراسة التي اجريت على البيانات الخاصة بالاقتصاد التركي للمدة (2002-1950) توصلت في بادئ الامر الى وجود علاقة طردية بين سعر الفائدة الاسمي والمستوى العام للأسعار، ولكن بعد ان اجري اختبار لخصائص السلاسل الزمنية المستخدمة، توصلت الدراسة الى ان العلاقة بين سعر الفائدة والمستوى العام للأسعار هي علاقة زائفة، اي ان النتائج التي توصلت اليها لا تدعم وجود (تناقض جيسون).¹⁴

ان هذه النتيجة التي توصلت اليها هذه الدراسة قد تكون بحسب ما يرى الباحث نتيجة منطقية لعدم التزامها بمنهجية واحدة. اذ ان القائمين على هذه الدراسة عمدوا الى استخدام سعر الخصم كبديل لسعر الفائدة للمدة (1969-1950) لعدم توفر البيانات عن سعر الفائدة خلال هذه المدة، ولكنهم عادوا واستخدموا البيانات المتعلقة بسعر الفائدة ابتداءً من سنة 1970.¹⁵

كما ان هناك دراسة اخرى اجريت من قبل (كورباي) و (اوليارس) استخدمت فيها البيانات الخاصة بالولايات المتحدة وبريطانيا للمدة (1987-1920) وحاولوا ان يثبتا فيها زيف العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي والمستوى العام للأسعار.¹⁶ ولكن يلاحظ ان النتائج التي توصلت اليها الدراسات التجريبية التي اجريت قبل عقد التسعينيات من القرن العشرين والتي حاولت دحض (تناقض او لغز جيسون) اصبحت محل شك لانها لم تدقق في خصائص السلاسل الزمنية المتعلقة بالمستوى العام للأسعار واسعار الفائدة. حيث اظهرت الدراسة التي اجريت من قبل (كلين) في سنة 1995 وجود دلائل قوية مؤيدة لـ (تناقض جيسون) مستخدماً في ذلك البيانات المتعلقة بالولايات المتحدة للعقود الاربعة التي سبقت عقد التسعينيات.¹⁷ وقد ايدت الدراسة التي اجريت من قبل (ماسكتيلي) و (سينيلي) في سنة 1996 ما ذهب اليه (كلين)، حيث قاما باجراء مقارنة بين سلوك اسعار الفائدة الطويلة الاجل والمستوى العام للأسعار في ايطاليا وبريطانيا والولايات

المتحدة وتوصلا الى نتائج مؤيدة لـ (تناقض جبسون) في بريطانيا والولايات المتحدة وغير مؤيدة له في ايطاليا. وكذلك الدراسة التي اجريت من قبل (سيرتليتس) و(زستوس) في سنة 1999 توصلا فيها الى نتائج تؤيد (تناقض جبسون) في ثمانية دول اعضاء في الاتحاد الاوربي باستخدام البيانات الربع سنوية للمدة (1956-1991).¹⁸

ثانياً - الجدل النظري حول (اثر فيشر)

لقد احتل (اثر فيشر) حيزاً لا يستهان به في الادبيات الاقتصادية كما تظهره الآراء التي تارحجت بين التأييد والمعارضة او القبول به بعد اجراء بعض التعديلات عليه والتي سنعرضها تباعاً :-

أولاً - لقد أنتقد كينز التفسير الذي جاء به (فيشر) لـ (تناقض جونسون) بقوله ان العلاقة التي أشار اليها (فيشر) ابعد من ان تكون تعويضية بين المقرض والمقترض، بل انها في حقيقة الأمر علاقة ذات أثر تراكمي فمثلاً اذ ارتفع المستوى العام للأسعار بنسبة (2%) سنوياً فان هذا يؤدي الى انخفاض القيمة الراسمالية للاوراق المالية الطويلة الاجل بنسبة (2%) سنوياً بالاضافة الى انخفاض القوة الشرائية للوحدات النقدية التي يحصل عليها في نهاية السنة بنسبة (2%)، اي ان الانخفاض سيكون مزدوجاً (تراكمياً) يتكون من انخفاض قيمة الاوراق المالية بالاضافة الى قيمة النقود. وهذا يعني ان الشخص المشتري للاوراق المالية الطويلة الاجل يكون في نهاية السنة في وضع مالي اسوأ مما كان عليه في بداية السنة بنسبة (4%)¹⁹.

ثانياً - نلاحظ ان الاقتصادي البريطاني (روي هارود) يتبنى رأياً مبنياً على نظرية تفضيل السيولة التي جاء بها (كينز). ومضمون هذا الرأي يتلخص في ان الذي يتاثر بالتضخم هو سعر الفائدة الحقيقي وليس سعر الفائدة الاسمي كما اشار فيشر. فليس من الضروري ان يتاثر سعر الفائدة الاسمي بمعدل التضخم، لانه يرى وبناءً على نظرية تفضيل السيولة، ان سعر الفائدة الاسمي يتحدد من خلال عرض النقود والطلب عليها، وما لم يؤثر معدل التضخم على عرض النقود والطلب عليها فان سعر الفائدة يبقى كما هو بغض النظر عما يحدث بالنسبة للتضخم المتوقع، فاذا كانت التوقعات تشير الى تزايد معدل التضخم المتوقع فان ذلك سيخفض سعر الفائدة الحقيقي.^{٢٠}

ان هذا الرأي ينطوي على خلل منطقي بحسب ما يرى الباحث ، اذ كيف يمكن القول ان عرض النقود والطلب عليها لا يتاثر بمعدل التضخم. الا يؤدي توقع الجمهور بان هناك تضخماً يلوح في الافق الى زيادة إنفاقهم وبالتالي زيادة طلبهم على النقود ومن ثم ارتفاع سعر الفائدة الاسمي . بل ان معدل التضخم يقود في معظم الاحيان الى زيادة عرض النقود، كما حدث في عقد السبعينيات من القرن العشرين، حينما ارتفعت اسعار النفط، مما وضع السلطات النقدية امام خيارين، اما تخفيض حجم الناتج وبالتالي زيادة حجم البطالة، او زيادة عرض النقود، ويبدو ان الخيار الثاني كان هو الخيار الاسهل.

ثالثاً - ان هناك فريق من الباحثين اشكل على (فيشر) قوله بان العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي ومعدل التضخم المتوقع هي علاقة متكافئة او علاقة (واحد لواحد one to one). اذ انهم يرون

ان هناك تغيرات واعتبارات اذا ما اخذت بنظر الاعتبار ستجعل من هذه العلاقة علاقة غير متكافئة (غير تناسبية)، وهذه التغيرات او الاعتبارات تتمثل بما يلي:-

١. ان (فيشر) يفترض ان معدل التضخم يمكن التنبؤ به بشكل كامل، وهذا يعني ان المقرضين اذا توقعوا ان معدل التضخم للسنة القادمة سيزداد بنسبة (5%) وان سعر الفائدة الحقيقي هو (4%)، فان المقرضين لا يقرضون اموالهم بسعر فائدة يقل عن (9%)، لانهم يعتقدون ان اسعار السلع والخدمات سترتفع بنسبة (5%)، ولكن اذا لم يرتفع معدل التضخم بالنسبة المتوقعة فان هذا سيؤدي الى انهيار او عدم تحقق العلاقة المتكافئة بين سعر الفائدة ومعدل التضخم المتوقع.^{٢١}

٢. الاثار المترتبة على التضخم كآثر الثروة وآثر الدخل وآثر الاندثار التي تمنع تحقق العلاقة المتكافئة بين سعر الفائدة الاسمي ومعدل التضخم المتوقع. ففيما يتعلق بـ (آثر الثروة)، اذا كان الجمهور يتوقع ارتفاع معدل التضخم فانهم يدركون بان هذا الارتفاع سيخفض قيمة ثروتهم (موجوداتهم التي تتأثر بالتضخم)، واستجابة لـ (آثر الثروة) الناجمة عن التضخم سيقررون زيادة ادخاراتهم وبذلك ينخفض سعر الفائدة الحقيقي وهذا ما يؤدي الى زيادة سعر الفائدة الاسمي بنسبة اقل من نسبة الزيادة في معدل التضخم، ويحدث العكس في حالة توقع انخفاض معدل التضخم.^{٢٢}

اما (آثر الدخل) فيتلخص في ان انخفاض قيمة الثروة نتيجة التضخم قد تدفع المستهلكين الى تقليل ادخاراتهم المعروضة في الاسواق المالية وزيادة انفاقهم على السلع والخدمات، الأمر الذي يدفع رجال الأعمال الى زيادة الاقتراض من اجل زيادة الإنتاج والتشغيل، وهو ما يؤدي الى زيادة دخول رجال الأعمال والعاملين وبالتالي زيادة الادخارات المتدفقة الى الاسواق المالية، وفي حالة بقاء العوامل الاخرى ثابتة فان سعر الفائدة الحقيقي سينخفض، الامر الذي يؤدي الى زيادة سعر الفائدة الاسمي بنسبة اقل من نسبة الزيادة في معدل التضخم المتوقع.^{٢٣}

أما فيما يتعلق بـ(آثر الاندثار) فانه يبين ان التضخم سيزيد من كلفة رأس المال الجديد المستخدم لتعويض الاندثار في رأس المال. اذ انه في فترات التضخم المتسارع تقدر الكلفة الحقيقية لاندثار الموجودات الراسمالية بأقل من قيمتها وهذا سيزيد من حجم الدخل الخاضع للضريبة. أي ان الدخل المتبقي للمشاريع الاستثمارية سيكون اقل مما هو عليه في حالة معدلات التضخم المعتدلة، والنتيجة المترتبة على ذلك هي لجوء بعض المشاريع الى تعليق نشاطاتها الاستثمارية، مما يؤدي الى تقليل الطلب على الادخارات وبالتالي انخفاض سعر الفائدة الحقيقي، وتكون المحصلة النهائية زيادة سعر الفائدة الاسمي بنسبة اقل من نسبة الزيادة في معدل التضخم المتوقع.^{٢٤}

رابعاً - هنا فريق آخر يرى ان (آثر فيشر) لا يتصف بالعمومية من الناحية التاريخية. اذ ان البيانات المتوفرة عن الفترة الواقعة بين اواخر القرن التاسع عشر وبدايات القرن العشرين والتي سادت فيها قاعدة الذهب تظهر ان اسعار الفائدة المرتفعة لم تكن مقرونة بمعدلات تضخم مرتفعة. وان غياب هذه العلاقة قد حير (فيشر) نفسه والذي علق على ذلك قائلًا:-^{٢٤}

"ان التضخم اخذ التجار على حين غرة " "The Inflation caught merchants napping"
لقد اظهرت دراسة حديثة ان ذلك يعود الى ان أثر (فيشر) يرتبط بمعدل التضخم المتوقع، وان التضخم في ظل هذه الفترة، اي في ظل قاعدة الذهب، لا يمكن التنبؤ به لانه يرتبط بكميات

الذهب المنتجة ، وصدق مثال على ذلك ما حدث في الولايات المتحدة خلال المدة (1880-1910). حيث لوحظ انخفاض المستوى العام للأسعار خلال المدة (1880-1896) بنسبة (23%) مما الحق ضرراً بالمدينين وفي مقدمتهم الفلاحين، فيما كان الدائنون هم الطرف المستفيد وعلى رأسهم اصحاب المصارف. وفي ظل هذا الوضع ظهر هناك بعض الداعين تحت اسم حركة سميت بـ(حركة الفضة الحرة) Free silver movement والتي كانت تدعو الى التحول من نظام المعدن الواحد (قاعدة الذهب) الى نظام المعدنين (قاعدة الذهب والفضة) وهذا النزاع بين انصار المعدن الواحد وانصار المعدنين القى بظلاله على الانتخابات الامريكية. حيث كان مرشح الجمهوريين (وليام ماكنلي) يؤيد في حملته الانتخابية البقاء على قاعدة الذهب، في حين ان منافسه الديمقراطي (وليام جنكنز برايان) يؤيد العمل بنظام المعدنين. لقد أسفرت نتائج الانتخابات عن فوز الجمهوريين في سنة 1896، وهو ما يعني بقاء الولايات المتحدة على قاعدة الذهب. لكن الذي حدث ان مطالب المنادين بنظام المعدنين قد تحققت بشكل تلقائي وبصورة غير مباشرة. اذ انه بعد الانتخابات بوقت قصير، تم اكتشاف مناجم جديدة للذهب في (الاسكا) و استراليا وجنوب افريقيا واستحدثت طرق جديدة في عمليات استخراج الذهب، وهذه التطورات قادت الى زيادة عرض النقود وبالتالي زيادة المستوى العام للأسعار بنسبة (35%) للمدة (1896-1910).²⁶

ان ما تقدم يشير بوضوح الى ان التضخم في ظل قاعدة الذهب لا يتصف بالاستمرارية بخلاف ما هو متحقق في ظل قاعدة النقود الورقية، لانه عندما تشهد سنة معينة ارتفاعاً في المستوى العام للأسعار، فان هذا يدفع الجمهور الى توقع ارتفاع الأسعار في السنوات اللاحقة. اي ان التضخم في ظل قاعدة النقود الورقية يحمل صفة الاستمرارية التي لا تتوفر في قاعدة الذهب، لان التضخم المرتفع في سنة ما قد يكون متبوعاً في السنة التالية بانخفاض الاسعار او ارتفاعها على حد سواء لذلك فان تضخماً مرتفعاً لا يعني في ظل قاعدة الذهب ارتفاعاً في معدل التضخم المتوقع وبالتالي لا يقود الى ارتفاع سعر الفائدة الاسمي. وعلى حد قول بعضهم ان الفترة التي تلت الحرب العالمية الثانية تميزت بانتقال المستوى العام للأسعار من كونه متغيراً مستقراً الى متغير غير مستقر. اي ان النظام النقدي تحول من نظام مستقر الاسعار الى نظام غير مستقر الاسعار.

27

بعد استعراض هذه الآراء، هنالك سؤال يطرح نفسه، وهو هل ان هذه الآراء تقلل من الاهمية النظرية او العلمية لـ(اثر فيشر)؟

في الواقع ان هذه الآراء انصبت في معظمها على ما الزم به (فيشر) نفسه عندما اكد على العلاقة التكافؤية (التناسبية) بين سعر الفائدة الاسمي ومعدل التضخم المتوقع. ولكننا عندما ننقل بـ(اثر فيشر) من اطاره الكمي الى اطاره النوعي، اي اذا انتقلنا من التركيز على العلاقة الكمية بين سعر الفائدة الاسمي ومعدل التضخم المتوقع، الى التركيز على العلاقة الاتجاهية (النوعية) بين هذين المتغيرين، اي اننا نكتفي بالاشارة الى العلاقة الطردية بينهما، فانه يتجلى لنا ان (اثر فيشر) لا يعدو المنطق والواقع على حد سواء. فالسلوك المنطقي والعقلاني يدعو المقرض الى عدم اقراض امواله الى الآخرين ما لم يحصل على تعويض وان كان جزئياً عن الزيادة المتوقعة في معدل التضخم. اما من الناحية العملية فان الجدولين (2) و(3) يثبتان بشكل عام وجود العلاقة الطردية بين سعر الفائدة ومعدل التضخم. فالجدول (2) يتعلق ببيانات عن معدلات التضخم مقاسة بالرقم القياسي لأسعار المستهلك وبمعامل الانكماش الضمني من جهة واسعار الفائدة على

الاوراق المالية التي مدة استحقاقها (6) اشهر ستة اشهر في الولايات المتحدة ولسنوات مختلفة من جهة أخرى ، ومنه يظهر تحرك اسعار الفائدة بنفس الاتجاه الذي يسير به معدل التضخم. اما الجدول (3) فانه يوضح العلاقة بين اسعار الفائدة على الاوراق المالية التي مدة استحقاقها (3) ثلاثة اشهر ومعدل التضخم مقاساً بالرقم القياسي لاسعار المستهلك لمجموعة من الدول. وهنا نلاحظ ايضاً تحقق العلاقة الطردية بين سعر الفائدة الاسمي ومعدل التضخم في جميع هذه الدول باستثناء (المانيا) ، مع ضرورة التنويه الى ان معدلات التضخم هذه تمثل معدلات التضخم الفعلية وليس المتوقعة التي يمكن ان تظهر العلاقة بشكل أكثر وضوحاً.

جدول (2)

العلاقة بين سعر الفائدة ومعدلات التضخم مقياسة بالرقم القياسي المستهلك ومعامل الإنكماش الضمني في الولايات المتحدة لسنوات مختلفة

السنة	الرقم القياسي لاسعار المستهلك%	معامل الإنكماش الضمني%	اسعار الفائدة على الاوراق المالية التي مدة استحقاقها ستة اشهر %
1960	106	107	3.85
1965	107	202	4.38
1970	509	504	7.72
1975	904	205	6032
1980	13.5	808	12.29
1985	3.6	301	8.01
1990	6.2	4	7.83
1995	301	3	6.40

المصدر: مأخوذ من المصدر الآتي بتصريف:-

Peter S. Rose " money and capital Markets, Financial institutions and Instruments in a Global marketplace, 6th –Ed.1997. Irwin McGraw- Hill. P.241

جدول (3)

العلاقة بين اسعار الفائدة على الاوراق المالية القصيرة الاجل ومعدلات التضخم مقياسة بالرقم القياسي لاسعار المستهلك لعينة من الدول لسنة 1993

الدولة	معدل التضخم %	سعر الفائدة على الاوراق المالية التي مدة استحقاقها ثلاثة اشهر %
كندا	8.1	4.84
فرنسا	2.1	8.38
بلجيكا	2.8	8.52
المانيا	4.1	6.25
ايطاليا	4.5	10.58
اسبانيا	4.6	10.53
جنوب افريقيا	9.8	11.32
المكسيك	9.8	14.23
اليونان	14.4	18.20

المصدر: مأخوذ بتصريف من :

Peter S. Rose " Money and capital markets, financial institutions in a global marketplace ", 6th ED. 1997. Irwin Mc Graw - Hill. P.246 .

المبحث الثالث

الجانب التطبيقي لأثر (فيشر)

إن قيمة اية فكرة او نظرية تتوقف على براغماتيتها المنظورة و/أو غير المنظورة اي مدى الفائدة العملية المتحققة منها عاجلاً و/او جلاً. وفي هذا المبحث سنقوم باختصاص (اثر فيشر) لهذا المعيار بغية الوقوف على جوانبه التطبيقية، اي لمعرفة ما اذا كانت اهمية (اثر فيشر) تتجاوز قيمته التفسيرية لـ (تناقض جيسون) ام تتوقف عندها. وفي هذا الاطار يرى الباحث ان لـ (اثر فيشر) مجالات تطبيقية متعددة تتمثل بما يأتي:-

أولاً - اثر فيشر والهيكل الزمني للمحفظة الاستثمارية

تعد التوقعات عنصراً مهماً في الاسواق المالية، لان المستثمرين يتصرفون بناءً على توقعاتهم. فعلى سبيل المثال اذا كان هناك توقع بارتفاع اسعار الفائدة في المستقبل فان هذا يمثل اخباراً مقلقة للمستثمرين في السندات الطويلة الاجل. بالاضافة الى انه كلما كان امد السند طويلاً ازدادت حساسيته للتغيرات في سعر الفائدة. لذلك فان الكثير من المستثمرين سيلجأون الى بيع السندات الطويلة الاجل وشراء السندات القصيرة الاجل او الاحتفاظ بموجوداتهم بشكل نقدي، وهذا ما يؤدي الى انخفاض اسعار السندات الطويلة الاجل (ارتفاع معدلات عوائدها) وارتفاع اسعار السندات او الاوراق القصيرة الاجل (انخفاض عوائدها) وهنا يظهر الدور الذي يلعبه (اثر فيشر) على الهيكل الزمني للمحفظة الاستثمارية من خلال التغيرات التي تحدث في سعر الفائدة الاسمي.

ثانياً - أثر فيشر واسعار الاسهم

إن الرأي التقليدي يشير الى ان توقع زيادة معدل التضخم سيؤدي الى ارتفاع اسعار الاسهم باعتبار ان الاسهم تعد من الموجودات المحصنة ضد التضخم. ولكن الواقع يناقض هذا الاعتقاد، إذ لوحظ ان اسعار الاسهم في الولايات المتحدة ارتفعت الى مستويات غير مسبوقة في منتصف الثمانينات من القرن العشرين ومرة اخرى في منتصف التسعينات من القرن نفسه مع ان معدل التضخم في الولايات المتحدة انخفض خلال هاتين الفترتين. لذا فان افضل طريقة للنظر الى هذا الموضوع تتمثل بتحديد العوامل المحددة لاسعار الأسهم ومن ثم تحديد مدى تأثيرها بمعدل التضخم. وهنا نلاحظ ان سعر السهم لاية شركة يرتبط بصورة طردية بالأرباح التي يتوقع المستثمر الحصول عليها في المستقبل وبصورة عكسية بالخطر الذي يصاحب تيار الأرباح المتوقعة كما تبينه الصيغة ادناه:-^{٢٩}

$$P_s = \frac{\sum_{t=0}^{\infty} E D_t}{(1 + r)^t}$$

حيث إن :-

Ps : سعر السهم

ED_t : الأرباح المتوقعة من السهم.

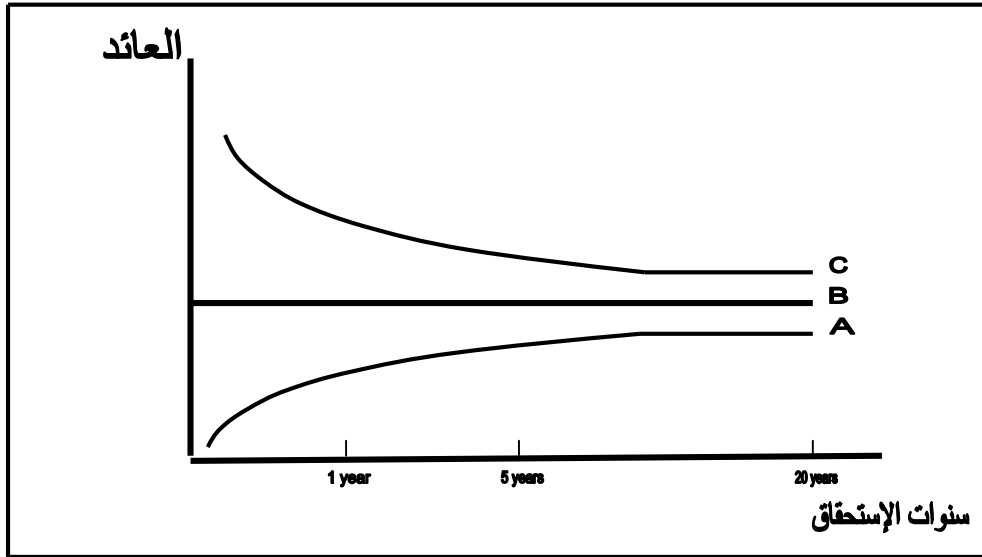
F: سعر الخصم (سعر الفائدة) الذي تزداد قيمته كلما ازداد درجة المخاطرة وازداد معدل التضخم.

وحيث ان سعر الفائدة يرتبط بمعدلات التضخم بحسب (اثر فيشر)، فان اهمية (اثر فيشر) تتضح من خلال الصيغة اعلاه التي تظهر ان اسعار الاسهم ترتبط بعلاقة عكسية باسعار الفائدة، اي ان (اثر فيشر) يساعد في التعرف على اتجاه حركة الأسهم.

ثالثاً - اثر فيشر ومنحنى العائد

قبل توضيح العلاقة بين (اثر فيشر) ومنحنى العائد لا بد من الاشارة الى ان منحنى العائد يوضح العلاقة بين مدة استحقاق القرض او الاداة المالية وعاندها المالي خلال لحظة زمنية معينة بافتراض ثبات العوامل الاخرى. وهناك ثلاثة اشكال لمنحنى العائد كما هو موضح في الشكل أدناه :

شكل (٢)
منحنيات العائد



المصدر : مقتبس بتصرف من :

Lawrence S. Ritter, William L. Silber and Gregory F. Udell, " Principles of money, Banking and Financial markets ", 10th ED., 2000, Addison- Wesley. P.76.

١. منحنى العائد ذو الميل الموجب.

٢. منحنى العائد ذو الميل السالب.

٣. منحنى العائد الأفقي.

ان المنحنى الاول والذي نرسم له بالحرف (C) يشير الى ان اسعار الفائدة على القروض او الاوراق المالية الطويلة الاجل تكون اكبر من اسعار الفائدة على القروض او الاوراق المالية القصيرة الاجل. اما منحنى العائد ذو الميل السالب والذي نرسم له بالحرف (A) فانه يحمل مضموناً معاكساً للنوع الاول، اذ انه يشير الى ان القروض او الاوراق المالية القصيرة الاجل تحمل اسعار فائدة اعلى من القروض او الاوراق المالية الطويلة الاجل.

أما منحنى العائد الأفقي والذي نرسم له بالحرف (B) فإنه يتضمن التماثل في معدلات العائد بالنسبة للفروض أو الأوراق المالية سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل، أو أن المستثمرين يتوقعون بقاء أسعار الفائدة عند مستواها الحالي.

إن شكل منحنى العائد له مضامين تتعلق بكلفة الاقتراض. فعندما يكون المنحنى ذو ميل موجب فإن هذا يعني أن كلفة الاقتراض عن طريق الأوراق المالية الطويلة الأجل تكون أكبر من نظيرتها القصيرة الأجل، والعكس صحيح بالنسبة لمنحنى العائد السالب. وهنا تستطيع الحكومة أو السلطات النقدية لتغيير كلفة الاقتراض من خلال التأثير على عرض الأوراق المالية والطلب عليها، فإذا رغبت هذه الجهات بجعل كلفة اقتراض الأوراق المالية الطويلة الأجل أرخص مقارنة بكلفة اقتراض الأوراق المالية القصيرة الأجل، أي أنها ترغب بجعل منحنى العائد ذا ميل سالب فإنها تستطيع تحقيق ذلك من خلال اغراق السوق بالأوراق المالية القصيرة الأجل وزيادة الطلب على الأوراق المالية الطويلة الأجل الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأوراق المالية الطويلة الأجل، (انخفاض أسعار فائدها) وانخفاض أسعار الأوراق المالية القصيرة الأجل (ارتفاع أسعار فائدها) كما فعلت ذلك إدارة (كلينتون) في عام 1993 عندما أعلنت خطة لتقليل كلفة الديون الحكومية من خلال شراء السندات الحكومية الطويلة الأجل وبيع السندات الحكومية القصيرة الأجل التي كانت تحمل أسعار فائدة تقل كثيراً عن أسعار الفائدة على السندات الحكومية الطويلة الأجل، وكان الهدف من هذا الإجراء هو توفير ما مقداره (11.5) مليار دولار للحكومة الأمريكية.^{٣٠}

إن أهمية منحنيات العائد تتجلى في الأسواق المالية، حيث إن شركات الأعمال تدفع مبالغ طائلة للتنبؤات التي يتم إجراؤها من قبل الخبراء والمستشارين الماليين. لكن هذه الشركات تستطيع أن توفر الكثير من الأموال من خلال النظر إلى شكل منحنى العائد. لأن الكثير من التوقعات التي يقوم بها هؤلاء الخبراء تبنى على أساس شكل منحنى العائد كمفتاح رئيس للتنبؤ بحركات أسعار الأسهم. فمثلاً إن الميل السالب لمنحنى العائد يمثل علاقة أو مؤشر خطر بالنسبة للاقتصاد وسوق الأسهم. لذا فإن على المستثمر البدء ببيع أسهمه في هذه الحالة.^{٣١}

مما تقدم يتضح أن منحنى العائد وأسعار الفائدة يمثل كل منهما مرة لآخر فشكل منحنى العائد يبين الاتجاه الذي تسير به أسعار الفائدة سواء القصيرة أو الطويلة الأجل، كما إن اتجاه حركة أسعار الفائدة تحدد شكل منحنى العائد. ومن خلال هذه الخاصية تتضح لنا أهمية العلاقة بين (أثر فيشر) ومنحنى العائد. ولعل الإجراءات التي قام بها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في عام 1973 يمثل أحد مصاديق هذه العلاقة إذ إن الدورة التجارية اقتربت من ذروتها في هذا العام، مما دفع الاحتياطي الفيدرالي إلى اتخاذ إجراءات لمكافحة التضخم مما أثر على أسعار الفائدة التي انعكست في شكل منحنى العائد الذي أصبح ذو ميل سالب وحافظ على هذا الاتجاه حتى شهر آذار من عام 1975 الذي اتخذ فيه منحنى العائد ميلاً موجباً استمر حتى نهاية العقد نتيجة للتوسع الاقتصادي.^{٣٢}

رابعاً - أثر فيشر ومعدل التضخم

إن (أثر فيشر) يمكن أن يساعدنا في التنبؤ بمقدار معدل التضخم المتوقع واتجاهه ففيمما يتعلق بمقدار معدل التضخم نلاحظ أنه إذا ما توفرت لدينا بيانات عن سعر الفائدة الاسمي (In) وسعر الفائدة الحقيقي (Ir) نستطيع التوصل إلى نسبة التضخم المتوقع (π). فمثلاً إذا كان سعر الفائدة الاسمي يساوي (5%) وسعر الفائدة الحقيقي (3%) فإن معدل التضخم المتوقع هو (2%) كما هو مبين أدناه:-

$$\pi^e = I_n - I_r$$

$$\pi^e = 5\% - 3\% = 2\%$$

أما فيما يتعلق باتجاه معدل التضخم، فإنه يتضح لنا ان وجود سعر الفائدة الاسمي في دالة الطلب على النقود يولد قناة إضافية يستطيع عرض النقود من خلالها التأثير على المستوى العام للأسعار. فمعادلة الطلب على النقود تنطوي ضمناً على ان مستوى الاسعار لا يعتمد على عرض النقود الحالي فحسب، بل يعتمد أيضاً على عرض النقود المتوقع. فلو ان البنك المركزي أعلن انه سيزيد عرض النقود في المستقبل ولكنه سيبقي على عرض النقود عند مستواه الحالي في الوقت الراهن، فإن هذا الإعلان سيدفع الجمهور الى توقع ارتفاع معدل التضخم نتيجة توقع الزيادة في عرض النقود. ومن خلال (اثر فيشر) نلاحظ ان ارتفاع معدل التضخم المتوقع سيؤدي الى ارتفاع سعر الفائدة الاسمي الذي يؤدي الى انخفاض الطلب على النقود الامر الذي يؤدي بدوره الى ارتفاع المستوى العام للأسعار. وهذا يعني انه كلما ازداد عرض النقود المتوقع فإنه سيقود الى ارتفاع المستوى العام للأسعار في الوقت الراهن.³³

خامساً - اثر فيشر والعبء الضريبي

ان التضخم الذي يؤثر على القيمة السوقية للاوراق المالية من خلال سعر الفائدة يمكن ان يغير العبء الضريبي بطريقة لم يكن المشرع القانوني يقصدها. وهذا يضع تحدياً امام القانون الضريبي في كيفية معالجته للضريبة على الربح الراسمالي. فمثلاً اذا افترضنا ان شخصاً ما اشترى سهماً وباعه بعد سنة بنفس السعر الحقيقي، فإنه يبدو من المعقول بالنسبة للحكومة ان لا تفرض ضريبة على هذا الشخص لانه لم يحصل على اي دخل اضافي من هذا الاستثمار. وفي الحقيقة فإنه في حالة عدم وجود تضخم يكون العبء صفرأً. ولكن اذا افترضنا ان معدل التضخم هو (12%) وان هذا الشخص اشترى هذا السهم بـ (100) دينار، ولكي يكون السعر الحقيقي الذي يبيع به السهم هو نفس سعر الشراء في بداية السنة فإن سعر السهم يجب ان يكون (112) دينار. ولكن القانون الضريبي في هذه الحالة يشير الى ان هذا الشخص قد ربح (12%) اي (12) دينار على كل سهم وان الحكومة ستفرض ضريبة على هذا الربح الراسمالي، لان القانون الضريبي يقيس الدخل بوحدات اسمية وليس بوحدات حقيقية.³³ مما تقدم يتضح لنا ان اخذ (اثر فيشر) بنظر الاعتبار سيوسع دائرة التحديات والصعوبات التي يواجهها المشرع القانوني عند فرضه ضريبة ما على الأرباح الرأسمالية.³⁴

سادساً - أثر فيشر وتوزيع الثروة

إن معظم اتفاقيات القروض تحدد على اساس اسعار الفائدة الاسمية المبنية على توقعات الاطراف المتعاقدة لمعدلات التضخم المتوقعة. فإذا ما تحقق معدل التضخم الذي توقعه الطرفان، فإنهما لن يتحملا تكاليفاً إضافية بافتراض ثبات العوامل الاخرى. ولكن اذا كان معدل التضخم اعلى مما كان متوقعاً فإن المدين سيستفيد على حساب الدائن، ويحدث العكس اذا كان معدل التضخم ادنى مما كان متوقعاً. وكلما كان معدل التضخم متغيراً ازدادت حالة عدم التاكيد التي يواجهها كل من الدائن والمدين.

ان (اثر فيشر) ينطوي ضمناً على حقيقة ان التغيرات في معدل التضخم ستؤدي الى اعادة توزيع الثروة بشكل عشوائي من خلال التغيرات في سعر الفائدة بافتراض ثبات العوامل الاخرى. لهذا تلجأ بعض الدول التي يكون فيها معدل التضخم متغيراً الى تعديل التعاقديات بما يتلائم مع

التغيرات في معدل التضخم، اي انها تلجأ الى تقييس التعاقدات (Indexation)، من خلال ربطها بمعدلات التضخم او من خلال تقييم التعاقدات باستخدام عملات اجنبية اكثر استقراراً. اما في الاقتصادات ذات التضخم المعتدل كالولايات المتحدة يكون التقييس فيها اقل شيوعاً، حيث نلاحظ ان بعض العقود الطويلة الاجل تخضع للتقييس كمخصصات الضمان الاجتماعي التي يتم تعديلها بناءً على التغيرات في الرقم القياسي للاسعار، يضاف الى ذلك ان الولايات المتحدة اصدرت في عام 1997 ولاول مرة في تاريخها سندات معدلة القيمة بناءً على التغيرات في معدل التضخم.^{٣٥}

الإستنتاجات :

من خلال ما تقدم تم التوصل الى الاستنتاجات الآتية:-

١. ان (أثر فيشر) الذي يربط بين سعر الفائدة الاسمي ومعدل التضخم المتوقع يتفق مع المنطق والواقع على حد سواء. لان السلوك العقلاني يدفع المقرض الى المطالبة بتعويض وان كان جزئياً عن التغيرات المتوقعة في معدل التضخم، بالاضافة الى ان البيانات المتوفرة عن عينة من الدول تؤيد وجود هذه العلاقة وان كانت هذه العلاقة ليست تكافؤية (تناسبية) بالضرورة.
٢. ان (أثر فيشر) يتحقق بغض النظر عن المقياس الذي يتم به قياس معدل التضخم، سواء كان الرقم القياسي لاسعار المستهلك او الرقم القياسي لاسعار الجملة او معامل الانكماش الضمني.
٣. يمكن التقليل من التوزيع العشوائي للثروة من خلال إتباع سياسة نقدية معيارية (rule policy) تقوم على زيادة عرض النقود بمعدل ثابت كأن يكون (2%، 3%... الخ) بحسب الضرورة، لان هذه السياسة تقلل من حالات عدم التأكد بالنسبة للمقرض والمقترض بتوفيرها أرضية مناسبة للتنبؤ بصورة أكثر دقة بمعدلات التضخم المتوقعة ومن ثم ابرام الاتفاقيات او التعاقدات بالشكل الذي يقلل من الاضرار التي يمكن ان تلحق باحد طرفي التعاقد مع التاكيد على ان إتباع هذه السياسة لا يعني أقصاء اجراءات التقييس indexation التي يمكن ان تعمل جنباً الى جنب مع هذه السياسة.
٤. ان (أثر فيشر) يتجلى بصورة اكثر وضوحاً في ظل قاعدة النقود الورقية، لان التضخم في ظل هذه القاعدة يمتلك صفة الاستمرارية، وهي خاصية لا تتوفر في قاعدة الذهب. وهذا يعني ان (أثر فيشر) يرتبط الى حد كبير بطبيعة القاعدة النقدية.
٥. ان لـ (أثر فيشر) جوانب تطبيقية متعددة تتمثل باستخدامه كأداة للتنبؤ بالهيكل الزمني لمحفظه الأستثمار وأسعار الاسهم... الخ، وهذا ما يؤيد فرضية البحث.

المصادر والهوام :

1. J.m. Keynes" A Treatise on money, The Applied theory of money. Vol.2, 8th.Ed. Mc- Millan, p.17.
2. Ibid.p.178.
3. لمزيد من الاطلاع يمكن الرجوع الى المصدرين الآتيين :-
 - Sargent, Thomas J. " Interest rates and prices in the long- run: A study of Gibson's Paradox", Journal of money, credit and Banking. No.1, 2, February 1973.
 - Barsky, Robert and Summers, Lawrence H., " Jibson's Paradox and the Gold slandered", The Journal of political Economy. Vo1.96, Issue 3, June 1988.
4. H. Visser, "the Quantity of money", Martin Robertson company, London, 1974. p.144.
5. N. Gregory Mankiw, "Macro Economics", 5th. Ed. worth publishers, New York, P.89.
6. Ibid. p.98.
7. J.M. Keynes, Ibid, p. 184.
8. Barsky, Robert B. and summers, Ibid. p. 542.
9. Ibid. p. 529.
10. Ibid. p.535.
11. Ibid. p.536
12. Serge Coulombe, " A non- Paradoxical interpretation of the Gibson paradox", Bank of Canada. P.17.
13. Ibid. p.1.
14. Halicioglu, Ferda, " The Gibson Paradox: An Empirical Investigation for Turkey", Munich personal RepEe Archive, 2004, p.3.
15. Ibid, p.3.
16. Ibid, p.2.
17. Ibid, p.2.
18. Ibid, p.2.
19. J.M. Keynes. Ibid, p.182.
20. Peter s. Rose, " Money and Capital Markets, Financial Institutions and Investments in a Global marketplace", 6th. Ed.1997, Mc- Graw-Hill p.242.
21. Ibid, p. 243.
22. Ibid, p. 244
23. Ibid, p. 244

24. Ibid, p. 244-245.

25. N. Gregory Mankiw. Ibid, p.92.

26. Ibid, p.100.

27. Ibid, p.92

وكذلك أنظر:

-Serge Coulombe, Ibid, p. 17.

28. Peter S. Rose. Ibid, p. 253.

29. Ibid, p. 248.

30. Ibid, p. 259.

31. Lawrence S. Ritter , William L. Silber and Gregory F. Udell",
principles of money, Banking and Financial markets" . 10th .Ed ,
2000, Addison Wesley Longman. p. 82.

32. Ibid, P. 82.

33. Gregory N. Mankiw. Ibid, p. 95.

34. Harold M. Groves, "Financing Government", 6th . Ed. 1964, Holt
Rinehart and Winston, USA, p. 98.

35. Gregory N. Mankiw. Ibid, p. 99.