

البعد العملي لـ(أثر فيشر)

٤٠*

٤

المستخلص

إن (أثر فيشر) يعد واحداً من أفضل التفسيرات المعروفة لـ(تناقض جبسون) لذا فإن الدراسة التي بين أيدينا تتناول هذا الموضوع من جوانب ثلاثة. خصص الأول منها لعرض التفسيرات لتناقض جبسون التي جاء بها عدد من الاقتصاديين وتحديداً (فوكس، فيشر، كينز، بار斯基). أما الجانب الثاني فإنه يتناول الجدل النظري حول (تناقض جبسون) وـ(أثر فيشر). مع اشارة 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 المسالة التي أثارها الاقتصادي البريطاني (جبسون) والتي عرفت فيما بعد بـ(لغز أو تناقض جبسون). Gibson's paradox. إذ توصل (جبسون) إلى وجود علاقة طردية بين سعر الفائدة الأساسية 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 (جبسون) قد فتحت الباب واسعاً أمام الدراسات والبحوث التي حاولت حل هذا التناقض.

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

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

* عضو هيئة تدريس / كلية الادارة والاقتصاد / الجامعة المستنصرية

المبحث الثالث فانه 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 جبسون - فيشر والتفسيرات الأخرى

كما هو معلوم ان الاقتصاديين الكلاسيكيين اعتقادوا 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 ارتفاع في المستوى العام للأسعار دون ان يكون هناك تأثير على المتغيرات الحقيقة كالأستثمار والإدخار والناتج (القطاع الحقيقي). وهذا يعني لا وجود للعلاقة بين المستوى العام للأسعار وأسعار الفائدة. ولكن الاقتصادي البريطاني (جبسون A.H Gibson) توصل من خلال دراسته للاقتصاد البريطاني الى وجود علاقة وثيقة بين سعر الفائدة المعبّر عنه بسعر السندات غير القابلة للارجاع (Consols) والمستوى العام للأسعار مقاساً بأسعار الجملة ولمدة تزيد على المئة عام.

إن النتيجة التي توصل اليها (جبسون) تناقض ما كان يعتقد الاقتصاديون الكلاسيكيون، لذلك أطلق عليها (جون مينارد كينز) تسمية (لغز او تناقض جبسون) والذي عده من أهم الحقائق الاقتصادية الكمية.

ان البيانات التي أستند اليها (جبسون) مبينة في الجدول (1) الذي يغطي المدة (1791-1928)،

ومن خلال هذا الجدول والشكل البياني (1) نلاحظ وجود علاقة طردية بين سعر الفائدة الأسمى والمستوى العام للأسعار خلال هذه المدة . وهنا ينبغي الإشارة إلى أن هذه العلاقة لم تتحقق في بعض السنوات ، وهو ما يعده (كينز) امراً طبيعياً، اذ يقول :-

(" إنه لأمر يفوق كل الاحتمالات ان لا تشهد فترة زمنية تمتد لـ (130) عاماً أحاداثاً نقدية تستدعي تغيير سنة الأساس للرقم القياسي من أجل الكشف بوضوح عن اتجاه المتغيرين للتحرك سوية على الأقل وليس التغير بالمقدار نفسه ")

هذه الحقيقة هي التي دعت (كينز) إلى تعديل الأرقام القياسية لهذه السلسلة باستخدام سنوات أساس متعددة وليس سنة أساس واحدة كما فعل جبسون مما اظهر العلاقة بين أسعار الفائدة والمستوى العام للأسعار بشكل أكثر وضوحاً².

جدول (1)

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

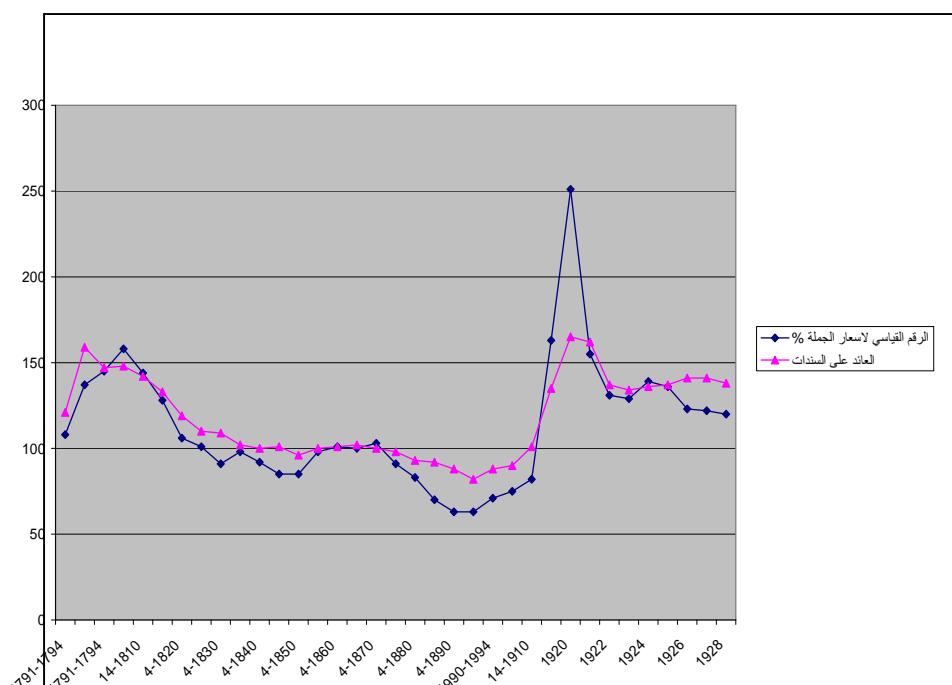
العام على السندات	الرقم القياسي لأسعار الجملة %	السنة
١٢١	١٠	٤-١٧٩١
١٥٩	١٣٧	٩-١٧٩٥
١٤٧	١٤٥	٤-١ ٠
١٤	١٥	٩-١ ٠
١٤٢	١٤٤	١٤-١ ١
١٣٣	١٢	١٩-١ ١

١١٩	١٠٦	٤-١ ٢
١١٠	٩١	٩-١ ٢١
١٠٩	٩	٤-١ ٣
١٠٢	٩٢	٩-١ ٣١
١٠٠	٩	٤-١ ٤
١٠١	١	٩-١ ٤١
٩٦	١	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	١	٤-١
٩٢	٧٠	٩-١
	٦٣	٤-١ ٩
	٦٣	٩-١ ٩١
	٧١	٤-١٩٩٠
٩٠	٧٥	٩-١٩٠
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:- ماخوذ من المصدر الآتي بتصرف:-

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 الفاندة الإسمية للمدة (١٧٩١ - ١٩٢)



المصدر : عمل الباحث

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

أولاً - تفسير (فكسن):-

إن التفسير الذي قدمه (فكسن) يقوم على تمييزه بين سعر الفائدة الطبيعي وسعر الفائدة السوقى. إذ ان سعر الفائدة الطبيعي يمثل السعر الذي تتساوى عنده الأموال المعدة للأقراض مع الأموال المطلوبة للاقتراض. أما سعر الفائدة السوقى فإنه يمثل السعر الذي تحدده المصادر.

ان المصادر بحسب رأيه لا تستطيع ان تحدد سعر الفائدة السوقى بشكل دقيق في اية لحظة زمنية معينة، إذ ان التحديد يستمد من الروتين أو التجربة ، وبالتالي فإنها لا تقوم بتغييره إلا عند الضرورة. وابتداء يفترض (فكسن) أن سعر الفائدة الطبيعي يتغير نتيجة عدة عوامل كдалة الأدخار التي تتغير بفعل تغير الشروء أو تطور المستوى الثقافي أو زيادة الضمان أو الأمان القانوني ، أو نتيجة للتغير 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 السوقى ثابتاً في بداية الامر. وهذا ما يؤدي الى زيادة حجم الائتمان فزيادة عرض النقود تؤدي إلى زيادة المستوى العام للأسعار . وفي ظل هذا الوضع ستكتشف المصادر بعد حين ان احتياطياتها النقدية قد انخفضت وهذا ما يدفعها إلى زيادة سعر الفائدة السوقى.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 مقاسة بوحدات نقدية، أما سعر الفائدة الحقيقي فإنه يمثل كلفة الاحتفاظ بالنقود مقاسة بوحدات عينية، أي إنه يمثل القوة الشرائية لسعر الفائدة الاسمي.

ان أثر (فيشر) توضحه المعادلة الآتية:

$$I_n = I_r + \pi e$$

حيث ان:-

I_n :- سعر الفائدة الاسمي .

I_r :- سعر الفائدة الحقيقي .

πe :- معدالت الضخم المتوقع.

هذه المعادلة التي تسمى (أثر فيشر Fisher's Effect) تبين أن سعر الفائدة الأسمى يساوي سعر الفائدة الحقيقية مضافةً إليه معدالت الضخم المتوقع. أي أن سعر الفائدة الأسمى يتحدد بعاملين هما سعر الفائدة الحقيقة ومعدل التضخم المتوقع. ولكن سعر الفائدة الحقيقي يميل إلى أن يكون مستقرًا نسبياً لأنه يعتمد على عوامل طويلة الأجل كأنتاجية رأس المال وحجم الادخارات، لذا فإن التغيرات التي تحدث في معدل التضخم المتوقع تكون مسؤولة عن التغيرات التي تحصل في سعر الفائدة الأسمى. كما أن (فيشر) يضيف إلى ذلك بان العلاقة بين سعر الفائدة الأسمى 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 الأسمى بنسبة (2%) أيضًا. وهذا يعني أن المعرض لن يكون مستعدًا لإقراض أمواله إلا في حالة زيادة سعر الفائدة الأسمى بنفس النسبة التي سيزداد بها معدل التضخم من أجل الحفاظ على القوة الشرائية لسعر الفائدة الإسمى.⁶

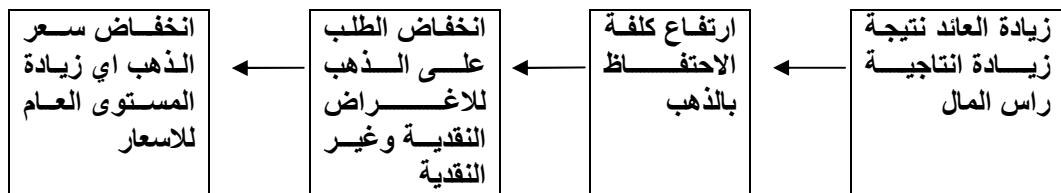
ثالثاً - تفسير (كينز)

إن التفسير الذي جاء به (كينز) يشبه إلى حد كبير التفسير الذي تبناه (فكسل) حيث أنه يعتمد في تفسيره على سعر الفائدة الطبيعي والسوقى أيضًا. إذ يرى (كينز) وجود علاقة تصيقية بين سعر الفائدة السوقى 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 السوقى إلا بعد مرور فترة زمنية معينة. وهذا يعني أن سعر الفائدة السوقى يتخلل زمنياً من حيث حركته بالاتجاه الذي يسير به سعر الفائدة الطبيعي. والامر نفسه يسري في حالة اتجاه سعر الفائدة الطبيعي إلى الارتفاع، إذ أن سعر الفائدة السوقى لا يتجه للارتفاع إلا بعد مرور فترة زمنية معينة. لهذا فإن التفاوت بين هذين السعرتين سينعكس بشكل تغيرات في المستوى العام للأسعار.⁷

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 محدوداً من قبل السلطات النقدية، وإن 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 انتاجية 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 (تنافض جبسون).

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 ما سيتم تناوله في البحث التالي.

المبحث الثاني

الجدل النظري حول (أثر فيشر)

هناك ملازمة من الناحية التاريخية بين (لغز او تناقض جبسون) و (أثر فيشر)، ملازمة ناجمة عن العلاقة بين الموضوع (تناقض جبسون) وتفسيره (أثر فيشر)، على الرغم من ان هذه الملازمة يتم تجاهلها في معظم الاحيان، خصوصاً في الابحاث الحديثة التي تبحث (أثر فيشر) بصورة منفصلة عن (تناقض جبسون) دون الاشارة الى علاقتها ولو بشكل ضمني.

وهنا نعتقد ان تسلیط الاضواء على الآراء التي اهتمت بـ(تناقض جبسون) جنباً الى جنب مع الآراء التي عنيت بـ(أثر فيشر) يمكن ان يساعد في اعطاء صورة اکثر وضوحاً وشمولاً عن الموضوع. وبناءً على هذا سنقوم بدراسة هذا الموضوع على مستويين هما:-

أولاً: الجدل النظري حول تناقض (جبسون).

ثانياً: الجدل النظري حول (أثر فيشر).

أولاً - الجدل النظري حول تناقض (جبسون)

لایزال الجدل محتدماً حول (تناقض جبسون) كما تظهره راء المفكرين والاقتصاديين الذين ينتمون الى مدارس فكرية مختلفة.

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

وهناك راي آخر لكليهما ايضاً ينص على:-

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

وبحسب مايرى الباحث ان هذا رأي غير سليم لسبعين:-

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 تعبّر عن العلاقة بين المسافة التي تقادس بوحدات (م ، كم ..) والزمن الذي يقادس بوحدات (ث ، دقيقة ..)، والعلاقة بين مدى تطور العادات المصرفية والجهاز المصرفي ووسائل النقل والاتصال التي تمثل متغيرات نوعية وبين سرعة تداول النقود التي تمثل متغيراً كمياً، وهذا 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، سigel ، بنجامين ، كون، بارسكي) حاولوا ان يبينوا فيما اذا كان (لغز او تناقض جبسون) يرتبط بسعر الفائدة الحقيقي ام بسعر الفائدة الاسمي، وتوصلوا الى راي مفاده ان (تناقض جبسون) ينطبق على سعر الفائدة الحقيقي لأن سعر الفائدة الاسمي بحسب رايهم يعكس سعر الفائدة الحقيقي وليس معدل التضخم.^١

ان هذا الرأي يخالف ما ذهب اليه (سيرجنت) الذي يعتقد بان (تناقض جبسون) ينطبق على سعر الفائدة الاسمي وال حقيقي على حد سواء، وهذا ما يجعل من المرغوب فيه بحسب راييه ان يتركز تفسير (تناقض جبسون) على العلاقة بين التغيرات في معدلات العوائد الحقيقية والمستوى العام للاسعار، 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 يتاثر بمعدل التضخم ويؤثر فيه.^٢

اما (بنجامين) و (كوجن) فانهما يعتقدان بان (تناقض جبسون) يمثل احد اكثر العلاقات الاقتصادية شهرة والاقل فهما.^٣

بالاضافة الى ما تقدم هناك نمط اخر من الدراسات حاول ان يثبت عدم وجود (تناقض جبسون) اصلاً. كالدراسة التي اجريت على البيانات الخاصة بالاقتصاد التركي للمدة (1950-2002) توصلت في باديء الامر الى وجود علاقة طردية بين سعر الفائدة الاسمي والمستوى العام للاسعار، ولكن بعد ان اجري اختبار لخصائص السلسل الزمنية المستخدمة ، توصلت الدراسة الى ان العلاقة بين سعر الفائدة والمستوى العام للاسعار هي علاقة زائفة، اي ان النتائج التي توصلت اليها لا تدعم وجود(تناقض جبسون).^٤

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(1950-1969) لعدم توفر البيانات عن سعر الفائدة خلال هذه المدة، ولكنهم عادوا واستخدمو البيانات المتعلقة بسعر الفائدة ابتداءً من سنة 1970.^٥

كما ان هناك دراسة اخرى اجريت من قبل (كورباي) و (اوليارس) استخدمت فيها البيانات الخاصة بالولايات المتحدة وبريطانيا للمدة (1920-1987) وحاولا ان يثبتا فيها زيف العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي والمستوى العام للاسعار.^٦ ولكن يلاحظ ان النتائج التي توصلت اليها الدراسات التجريبية التي اجريت قبل عقد التسعينيات من القرن العشرين والتي حاولت دحض (تناقض او لغز جبسون) اصبحت محل شك لانها لم تدقق في خصائص السلسل الزمنية المتعلقة بالمستوى العام للاسعار واسعار الفائدة . حيث اظهرت الدراسة التي اجريت من قبل(كلين) في سنة 1995 وجود دلائل قوية مؤيدة لـ(تناقض جبسون) مستخدماً في ذلك البيانات المتعلقة بالولايات المتحدة للعقود الاربعة التي سبقت عقد التسعينيات.^٧ وقد أيدت الدراسة التي اجريت من قبل(ماسكيلي) و(سينيلي) في سنة 1996 ما ذهب اليه(كلين)، حيث قاما باجراء مقارنة بين سلوك اسعار الفائدة الطويلة الاجل والمستوى العام للاسعار في ايطاليا وبريطانيا والولايات

المتحدة وتوصلوا 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 توصلوا فيها الى نتائج تؤيد (تناقض جبسون) في ثمانية دول اعضاء في الاتحاد الاوربي باستخدام البيانات الرابع سنوية للمدة (1956-1991).¹⁸

ثانياً - الجدل النظري حول (اثر فيشر)

لقد احتل (اثر فيشر) حيزاً لا يستهان به في الابحاث الاقتصادية كما تظهره الآراء التي تارجحت بين التاييد والمعارضة او القبول به بعد اجراء بعض التعديلات عليه والتي سنشعر بها تباعاً:-

أولاً - لقد انتقد 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 اثر تراكمي فمثلاً اذ ارتفع المستوى العام للأسعار بنسبة (2%) سنوياً فان هذا يؤدي الى انخفاض القيمة الرأسمالية للأوراق المالية الطويلة الأجل بنسبة (2%) سنوياً بالإضافة الى انخفاض القوة الشرائية للوحدات النقدية التي يحصل عليها في نهاية السنة بنسبة (2%)، اي ان الانخفاض سيكون مزدوجاً (تراكمياً) يتكون من انخفاض قيمة الأوراق المالية بالإضافة الى قيمة النقود. وهذا يعني ان الشخص المشتري للأوراق المالية الطويلة الأجل 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، فإذا كانت التوقعات تشير الى تزايد معدل التضخم المتوقع فان ذلك سيخفض سعر الفائدة الحقيقي.²⁰

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 الأحيان الى زيادة عرض النقود، كما حدث في عقد السبعينيات من القرن العشرين، حينما ارتفعت اسعار النفط، مما وضع السلطات النقدية أمام 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 (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 تمثل بما يلي:-

١. ان (فيشر) يفترض ان معدل التضخم يمكن التنبؤ به بشكل كامل، وهذا يعني ان المقرضين اذا توافقوا 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 ستارتفاع 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 كاثر الثروة واثر الدخل واثر الاندثار التي تمنع تتحقق العلاقة المتكافئة بين سعر الفائدة الاسمي ومعدل التضخم المتوقع. فيما يتعلق بـ (اثر الثروة)، اذا كان الجمهور يتوقع ارتفاعاً في معدل التضخم فانهم يدركون بان هذا الارتفاع سيخفض قيمة ثروتهم (موجوداتهم التي تتاثر بالتضخم)، واستجابة لـ (اثر 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 (اثر 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 الاعمال الى زيادة الاقتراض من اجل زيادة الانتاج والتشغيل، وهو ما يؤدي الى زيادة دخول رجال الاعمال والعاملين وبالتالي زيادة الادخارات المتداولة 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}

اما فيما يتعلق بـ(اثر 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 الحقيقة لاندثار الموجودات الرأسمالية بأقل من قيمتها وهذا سيزيد من حجم الدخل الخاضع للضربيه. اي ان الدخل المتبقى 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 - هناوريق خريرى ان (اثر فيشر) لا يتصف بال通用ية من الناحية التاريخية. اذ ان البيانات المتوفرة عن الفترة الواقعه بين اواخر القرن التاسع عشر وبدايات القرن العشرين والتي سادت فيها قاعدة الذهب تظهر ان اسعار الفائدة المرتفعة لم تكن مفرونة بمعدلات تضخم مرتفعة. وان غياب هذه العلاقة قد حير (فيشر) نفسه والذي علق على ذلك قائلاً:-

"ان التضخم اخذ التجار على حين غرة " "The Inflation caught merchants napping" لقد اظهرت دراسة حديثة ان ذلك يعود الى ان اثر (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 ، واصدق مثال على ذلك ماحدث في الولايات المتحدة خلال المدة (1880-1910). حيث لوحظ انخفاض المستوى العام للأسعار خلال المدة (1880-1896) بنسبة (23%) مما الحق ضرراً بالمدينيين وفي مقدمتهم الفلاحين، فيما كان الدائنين هم الطرف المستفيد وعلى راسهم 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 الانتخابيةبقاء على قاعدة الذهب، في حين ان منافسه الديمقراطي (وليام جنكز برييان) 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 تحافت بشكل تلقائي وبصورة غير مباشرة. اذ انه بعد الانتخابات بوقت قصير، تم اكتشاف مناجم جديدة للذهب في (الاسكا) واستراليا وجنوب افريقيا واستحدثت طرق جديدة في عمليات استخراج الذهب، وهذه التطورات قادت الى زيادة عرض النقود وبالتالي زيادة المستوى العام للأسعار بنسبة (35%)^٦ للمرة (1896-1910).

ان ما تقدم يشير بوضوح الى ان التضخم في ظل قاعدة الذهب لا يتصرف بالاستمرارية بخلاف ما هو متحقق في ظل قاعدة النقود الورقية، لانه عندما تشهد سنة معينة ارتفاعاً في المستوى العام للأسعار، فان هذا يدفع الجمهور الىتوقع 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 متبعاً 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، هناك 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 (التاسبية) بين سعر الفائدة الاسمي ومعدل التضخم المتوقع. ولكننا عندما ننتقل برـ(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، فإنه يتجلى لنا ان (اثر فيشر) لا يعدو المنطق والواقع على حد سواء. فالسلوك المنطقي والعلقاني يدعوا المفترض 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 لاسعار المستهلك وبمعامل الانكما الصمني 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 الفاندة بنفس الاتجاه الذي يسير به معدل التضخم. اما الجدول (3) فانه يوضح العلاقة بين اسعار الفاندة 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 الفاندة 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 مقاسة بالرقم القياسي المستهلك
ومعامل الإنكا^م الضمني في الولايات المتحدة لسنوات مختلفة

السنة	الرقم القياسي لأسعار المستهلك%	معامل الإنكا ^م الضمني%	سعر الفائدة على الأوراق المالية التي مدة استحقاقها ستة أشهر %
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: ماخوذ من المصدر الآتي بتصرف:-

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 سعر الفائدة على الأوراق المالية القصيرة الأجل ومعدلات التضخم مقاسة بالرقم القياسي لأسعار المستهلك لعينة من الدول لسنة 1993

الدولة	معدل التضخم %	سعر الفائدة على الأوراق المالية التي مدة استحقاقها ثلاثة أشهر %
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: ماخوذ بتصرف 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 أية فكرة او نظرية تتوقف على براغماتيتها المنظورة و/أو غير المنظورة اي مدى الفائدة العملية المتحققة منها عاجلاً و/أو جلاً. وفي هذا المبحث سنقوم باخضاع (اثر فيشر) لهذا المعيار بغية الوقوف على جوانبه التطبيقية، اي لمعرفة ما اذا كانت اهمية (اثر فيشر) تتجاوز قيمته التفسيرية لـ(تناقض جبسون) ام تتوقف عندها. وفي هذا الاطار يرى الباحث ان لـ(اثر فيشر) مجالات تطبيقية متعددة تمثل بما ياتي:-

أولاً - اثر فيشر والهيكل الزمني للمحفظة الاستثمارية

تعد التوقعات عنصراً مهماً في الاسواق المالية، لأن 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. بالإضافة 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 بموجوداته بشكل نقدى، 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 - اثر فيشر واسعار الاسهم

إن الرأي التقليدي يشير الى ان توقع زيادة معدل التضخم سيؤدي الى ارتفاع اسعار الاسهم باعتبار ان الاسهم تعد من الموجودات المحسنة ضد التضخم. ولكن الواقع يناقض هذا الاعتقاد، اذ لوحظ ان اسعار الاسهم في الولايات المتحدة ارتفعت الى مستويات غير مسبوقة في منتصف الثمانينيات من القرن العشرين ومرة اخرى في منتصف التسعينيات من القرن نفسه مع ان معدل التضخم في الولايات المتحدة انخفض خلال هاتين الفترتين. لذا فان افضل طريقة للنظر الى هذا الموضوع تمثل 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}

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

حيث إن :-
 Ps : سعر السهم
 ED_t : الارباح المتوقعة من السهم.

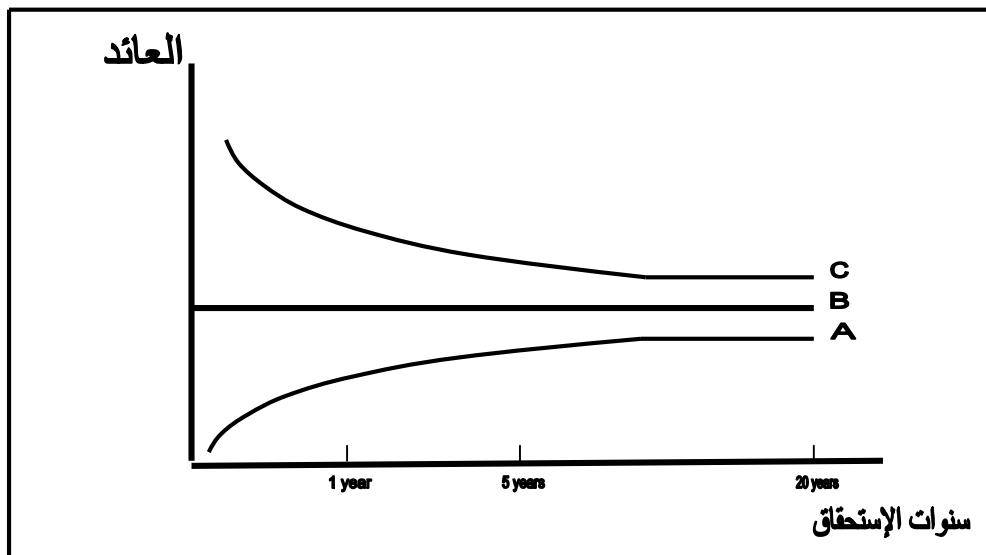
r: سعر الخصم (سعر الفائدة) الذي تزداد قيمته كلما ازدادت درجة المخاطرة وازداد معدل التضخم.

وحيث ان سعر الفائدة يرتبط بمعدلات التضخم بحسب (اثر فيشر)، فإن أهمية (اثر فيشر) تتضح من خلال الصيغة اعلاه التي تظهر ان اسعار الاسهم ترتبط بعلاقة عكسية بأسعار 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 وعائداتها 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 الافق.

ان المنحنى الاول والذي نرمز 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 نرمز له بالحرف (A) فانه يحمل معنى 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.

اما منحنى العائد الأفقي والذي نرمز له بالحرف (B) فانه يتضمن التماذل في معدلات العائد بالنسبة للفروض او الاوراق المالية سواء كانت قصيرة او طويلة الاجل، او ان المستثمرين يتوقعون بقاء اسعار الفائدة عند مستواها الحالى.

ان شكل منحنى العائد له مضامين تتعلق بكلفة الاقتراض. فعندما يكون المنحنى ذو ميل موجب فان هذا يعني ان كلفة الاقتراض عن طريق الاوراق المالية الطويلة الاجل تكون اكبر من نظيرتها القصيرة الاجل، والعكس صحيح بالنسبة لمنحنى العائد السالب. وهنا تستطيع الحكومة او السلطات النقدية تغيير كلفة الاقتراض من خلال التأثير على عرض الاوراق المالية والطلب عليها، فاذا رغبت هذه الجهات بجعل كلفة اقتراض الاوراق المالية الطويلة الاجل ارخص مقارنة بكتافة اقتراض الاوراق المالية القصير الاجل، اي انها ترغب بجعل منحنى العائد ذا ميل سالب فانها تستطيع تحقيق ذلك من خلال اغراق السوق بالاوراق المالية القصيرة الاجل وزيادة الطلب على الاوراق المالية الطويلة الاجل الامر الذي يؤدي الى ارتفاع اسعار الاوراق المالية الطويلة الاجل، (انخفاض اسعار فائدتها) وانخفاض اسعار الاوراق المالية القصيرة الاجل (ارتفاع اسعار فائدتها) كما فعلت ذلك ادارة (كلينتون) في عام 1993 عندما اعلنت خطط لتقليل كلفة الديون الحكومية من خلال شراء السندات الحكومية الطويلة الاجل وبيع السندات الحكومية القصيرة الاجل التي كانت تحمل اسعار فائدة تقل كثيراً عن اسعار الفائدة على السندات الحكومية الطويلة الاجل، وكان الهدف من هذا الاجراء هو توفير ما مقداره (11.5) مليار دولار لحكومة الامريكية.

ان أهمية منحنيات العائد تتجلى في الاسواق المالية، حيث ان شركات الاعمال تدفع مبالغ طائلة للتنبؤات التي يتم اجراؤها من قبل الخبراء والمستشارين الماليين. لكن هذه الشركات تستطيع ان توفر الكثير من الاموال من خلال النظر الى شكل منحنى العائد. لأن الكثير من التوقعات التي يقوم بها هؤلاء الخبراء تبني على اساس شكل منحنى العائد كمفتاح رئيس للتنبؤ بحركات اسعار الاسهم. فمثلاً ان الميل السالب لمنحنى العائد يمثل علاقة او مؤشر خطر بالنسبة للاقتصاد وسوق الاسهم. لذا فان على المستثمر البدء ببيع اسهمه في هذه الحالة.

اما تقدم يتضح ان منحنى العائد واسعار الفائدة يمثل كل منهما مرة لآخر فشكل منحنى العائد بين الاتجاه الذي تسير به اسعار الفائدة سواء القصيرة او الطويلة الاجل، كما ان اتجاه حركة اسعار الفائدة تحدد شكل منحنى العائد. ومن خلال هذه الخاصية تتضح لنا اهمية العلاقة بين (اثر فيشر) ومنحنى العائد. ولعل الاجراءات التي قام بها الاحتياطي الفيدرالي الامريكي في عام 1973 يمثل احد مصاديق هذه العلاقة اذ ان الدورة التجارية اقتربت من ذروتها في هذا العام، مما دفع الاحتياطي الفيدرالي الى اتخاذ اجراءات لمكافحة التضخم مما اثر على اسعار الفائدة التي انعكس في شكل منحنى العائد الذي اصبح ذو ميل سالب وحافظ على هذا الاتجاه حتى شهر ذار من عام 1975 الذي اتخذ فيه منحنى العائد ميلاً موجباً استمر حتى نهاية العقد نتيجة للتوجه للتوسيع الاقتصادي.

رابعاً - اثر فيشر ومعدل التضخم

ان (اثر فيشر) يمكن ان يساعدنا في التنبؤ بمقدار معدل التضخم المتوقع واتجاهه فيما يتعلق بمقدار معدل التضخم نلاحظ انه اذا ما تتوفر لدينا بيانات عن سعر الفائدة الاسمي (I_n) وسعر الفائدة الحقيقي (I_r) نستطيع التوصل الى نسبة التضخم المتوقع (π_e). فمثلاً اذا كان سعر الفائدة الاسمي يساوي (5%) وسعر الفائدة الحقيقي (3%) فان معدل التضخم المتوقع هو (2%) كما هو مبين ادناه:-

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

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

أما فيما يتعلق بإتجاه معدل التضخم، فإنه يتضح لنا أن وجود سعر الفائدة الأسمى في دالة الطلب على النقود يولد قناةً إضافية يستطيع عرض النقود من خلالها التأثير على المستوى العام للأسعار. فمعادلة الطلب على النقود تنطوي ضمناً على أن 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 سيبيقي على عرض النقود عند مستوى الحالي في الوقت الراهن، فإن هذا الإعلان سيدفع الجمهور إلى توقع ارتفاع معدل التضخم نتيجةً توقع الزيادة في عرض النقود. ومن خلال (اثر فيشر) نلاحظ ان ارتفاع معدل التضخم المتوقع سيؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة الأسمى الذي يؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود الامر الذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار. وهذا يعني انه كلما ازداد عرض النقود المتوقع فإنه سيقود إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار في الوقت الراهن.³³

خامساً - اثر فيشر والعبء الضريبي

ان التضخم الذي يؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال سعر الفائدة يمكن ان يغير العبء الضريبي بطريقة لم يكن المشرع القانوني يقصدها. وهذا يضع تحدياً أمام القانون الضريبي في كيفية معالجته للضريبة على الربح الرأسمالي. فمثلاً اذا افترضنا ان شخصاً ما اشتري سهماً وباعه بعد سنة بنفس السعر الحقيقي، فإنه يبدو من المعقول بالنسبة لحكومة 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 صفرآ. ولكن اذا افترضنا ان معدل التضخم هو (12%) وان هذا الشخص اشتري هذا السهم بـ(100) دينار، ولكي يكون السعر الحقيقي الذي يبيع به السهم هو نفس سعر الشراء في بداية السنة فان سعر السهم يجب لأن 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 الرأسمالي، لأن القانون الضريبي يقيس الدخل بوحدات اسمية وليس بوحدات حقيقة.³³

اما 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 - اثر فيشر وتوزيع الثروة

إن معظم اتفاقيات القروض تحدد على أساس اسعار الفائدة الاسمية المبنية على توقعات الاطراف المتعاقدة لمعدلات التضخم المتوقعة. فإذا ما تحقق معدل التضخم الذي توقعه الطرفان، فإنهم لن يتحملوا تكاليفاً إضافية بافتراض ثبات العوامل الأخرى. ولكن إذا كان معدل التضخم أعلى مما كان متوقعاً فإن المدين سيستفيد على حساب الدائن ، ويحدث العكس إذا كان معدل التضخم أدنى مما كان متوقعاً. وكلما كان معدل التضخم متغيراً ازدادت حالة عدم التأكد التي يواجهها كل من الدائن والمدين.

ان (اثر فيشر) ينطوي ضمناً على حقيقة ان التغيرات في معدل التضخم ستؤدي الى إعادة توزيع الثروة بشكل عشوائي من خلال التغيرات في سعر الفائدة بافتراض ثبات العوامل الأخرى. لهذا تلجأ بعض الدول التي يكون فيها معدل التضخم متغيراً الى تعديل التعاقدات 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 المعتمد 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 ١٩٩٧ ولاؤل مرة في تاريخها سندات معدلة القيمة بناءً على التغيرات في معدل التضخم.^{٣٠}

الاستنتاجات :

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. لأن السلوك العقلاني يدفع المعرض الى المطالبة بتعويض وان كان جزئياً عن التغيرات المتوقعة في معدل التضخم، بالإضافة 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 بعض النظر عن المقياس الذي يتم به قياس معدل التضخم، سواء كان الرقم القياسي لأسعار المستهلك او الرقم القياسي لأسعار الجملة او معامل الانكما الصنفي.
٣. يمكن التقليل من التوزيع العشوائي للثروة من خلال اتباع سياسة نقدية معيارية (rule policy) تقوم على زيادة عرض النقود بمعدل ثابت كأن يكون 2% ... الخ (بحسب الضرورة، لأن هذه السياسة تقلل من حالات عدم التأكد بالنسبة للمقرض والمقرض بتوفيرها أرضية مناسبة للتبؤ 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 التأكيد على ان اتباع هذه السياسة لا يعني اقصاء اجراءات التقسيس indexation التي يمكن ان تعمل جنباً الى جنب مع هذه السياسة.
٤. ان(أثر فيشر) يتخلى بصورة اكبر وضوحاً في ظل قاعدة النقود الورقية، لأن 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 ل(أثر فيشر) جوانب تطبيقية متعددة تتمثل باستخدامه كاداة للتبؤ بالهيكل الزمني لمحفظة الاستثمار وأسعار الاسهم... الخ، وهذا ما يؤيد فرضية البحث.

المصادر والهؤام :

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 المصادرين 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., " Gibson'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
- و كذلك انظر:
- 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.