

البعد العملي لـ (أثر فيشر)

م. د. عبد الرسول علي *

المستخلص

إن (اثر فيشر) يعد واحداً من أفضل التفسيرات المعروفة لـ (تناقض جيسون) لذا فإن الدراسة التي بين أيدينا تتناول هذا الموضوع من جوانب ثلاث. خصص الاول منها لعرض التفسيرات لتناقض جيسون التي جاء بها عدد من الاقتصاديين وتحديداً (فكسل، فيشر، كينز، بارسكي). اما الجانب الثاني فانه يتناول الجدل النظري حول (تناقض جيسون) و (اثر فيشر). مع اشارة لرأي الباحث اما الجانب الثالث فانه يستعرض الجوانب التطبيقية لـ (اثر 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 الى 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 او تناقض جيسون). Gibson's paradox. إذ توصل (جيسون) الى 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 اليها (جيسون) قد فتحت الباب واسعاً امام الدراسات والبحوث التي حاولت حل هذا التناقض.

وفي هذا الإطار برزت مجموعة من التفسيرات بضمنها التفسير الذي جاء به الإقتصادي 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 سيتضح لاحقاً.

إن أهمية البحث ترجع الى أن (أثر فيشر) لايزال موضع جدل بين المهتمين بالقضايا النقدية، وبالتالي فإننا نحاول تسليط الضوء على هذا الموضوع والجدل الذي أثاره والذي

* عضو هيئة تدريس/ كلية الإدارة والاقتصاد/الجامعة المستنصرية

أغفل الى حد كبير في الأدبيات العربية ، بحسب علم الباحث ، بالإضافة الى 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 او تناقض جبسون) وتفسيراته في حين تناول المبحث الثاني الجدول النظري حول (اثر فيشر). اما 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 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 والنتائج (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 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 (جبسون) تناقض ما كان يعتقد الاقتصاديون الكلاسيكيون، لذلك أطلق عليها (جون مينارد كينز) تسمية (لغز او تناقض جبسون) والذي عدة 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 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" ¹)

هذه الحقيقة هي التي دعت (كينز) إلى تعديل الأرقام القياسية لهذه السلسلة باستخدام سنوات أساس متعددة وليس سنة واحدة كما فعل جيسون مما اظهر العلاقة بين أسعار الفائدة والمستوى العام للأسعار بشكل أكثر وضوحاً.²

جدول (1)

العلاقة بين أسعار الفائدة والرقم القياسي لأسعار الجملة في بريطانيا للمدة (1791-1928)

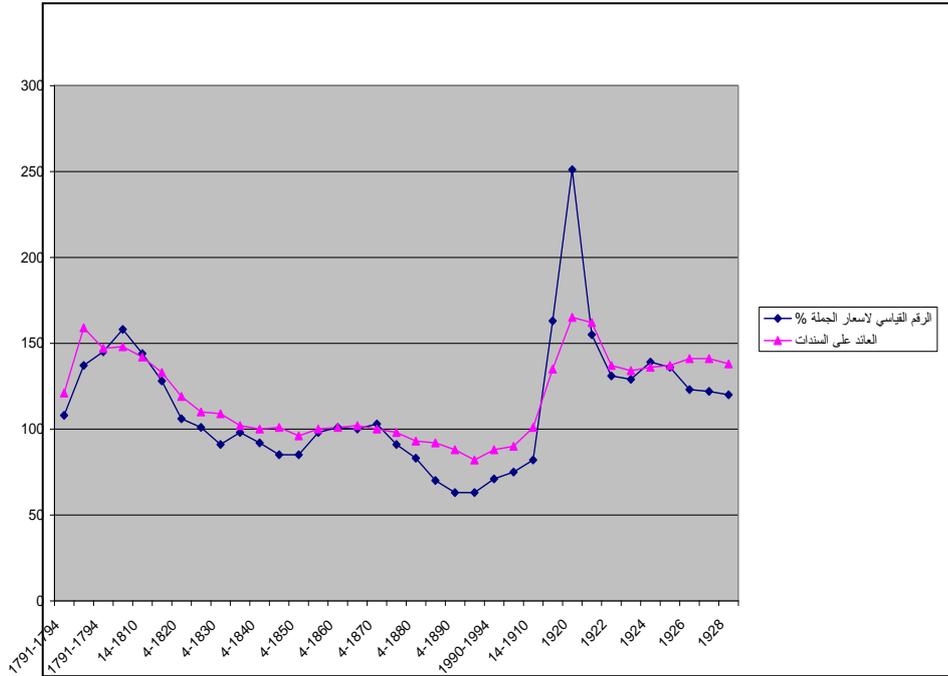
السنة	الرقم القياسي لأسعار الجملة %	العائد على السندات
4-1791	108	121
9-1795	137	159
4-1800	145	147
9-1805	158	148
14-1810	144	142
19-1815	128	133
4-1820	106	119
9-1825	101	110
4-1830	91	109
9-1835	98	102
4-1840	92	100
9-1845	85	101
4-1850	85	96
60-1855	98	100
4-1860	101	101
9-1865	100	102
4-1870	103	100
9-1875	91	98
4-1880	83	93
9-1885	70	92
4-1890	63	88
9-1895	63	82
4-1900	71	88
9-1905	75	90
14-1910	82	101
19-1915	163	135
1920	251	165
1921	155	162
1922	131	137
1923	129	134
1924	139	136
1925	136	137
1926	123	141
1927	122	141
1928	120	138

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 (1)

العلاقة بين المستوى العام للأسعار وأسعار الفائدة الإسمية للمدة (1791-1928)



المصدر : عمل الباحث

ان أية فكرة أو ظاهرة حينما تبرز الى الوجود تتطلب تفسيراً يقف على مسبباتها وعناصرها الأساسية والتاثيرات المترتبة عليها. وتناقض او لغز (جيسون) لا يمثل استثناءً، ولا سيما ان النتائج التي توصل اليها (جيسون) 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 فانه 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 فانها لاتقوم 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 الائتمان فزيادة عرض النقود تؤدي الى زيادة المستوى العام للأسعار. وفي ظل هذا الوضع ستكتشف المصارف بعد حين ان احتياطياتها النقدية قد انخفضت وهذا ما يدفعها الى زيادة سعر الفائدة السوقية.⁴

ثانياً - تفسير فيشر

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

ان أثر (فيشر) توضحه المعادلة الآتية:⁵

$$I_n = I_r + \pi e$$

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 اليه معدل التضخم المتوقع. اي ان سعر الفائدة الاسمي يتحدد بعاملين هما سعر الفائدة الحقيقية ومعدل التضخم المتوقع. ولكن سعر الفائدة الحقيقي يميل الى ان يكون مستقراً نسبياً لانه يعتمد على عوامل طويلة الأجل كإنتاجية رأس المال وحجم الادخارات، لذا فان التغيرات التي تحدث في معدل التضخم المتوقع تكون مسؤولة عن التغيرات التي تحصل في سعر الفائدة الاسمي. كما ان (فيشر) يضيف الى ذلك بان العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي ومعدل التضخم المتوقع هي علاقة تكافؤية (تناسبية) - أي علاقة (واحد لواحد) One to one relationship.

اي إن زيادة معدل التضخم المتوقع بنسبة (2%) ستؤدي الى زيادة سعر الفائدة الاسمي بنسبة (2%) ايضاً. وهذا يعني ان 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.⁶

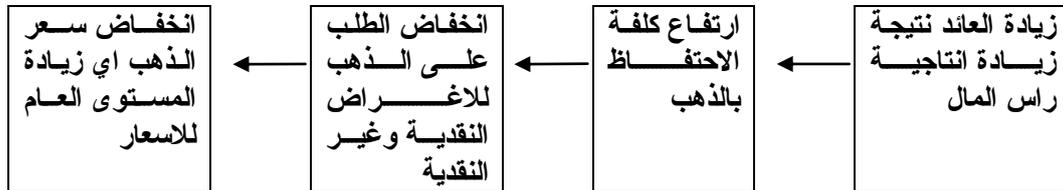
ثالثاً - تفسير كينز

إن التفسير الذي جاء به (كينز) يشبه الى حد كبير التفسير الذي تبناه (فكسل) حيث أنه يعتمد في تفسيره على سعري الفائدة الطبيعي والسوقي ايضاً. إذ يرى (كينز) وجود علاقة

لصيقة بين سعر الفائدة السوقي مقاساً بالعائد على الاوراق المالية الطويلة الأجل وسعر الفائدة الطبيعي. وهو يرى انه عندما ينخفض سعر الفائدة الطبيعي لا تستجيب المصارف لهذا الانخفاض بالسرعة الممكنة. اي انها لا تقوم بتخفيض سعر الفائدة السوقي الا بعد مرور فترة زمنية معينة. وهذا يعني ان سعر الفائدة السوقي يتخلف زمنياً من حيث حركته بالاتجاه الذي يسير به سعر الفائدة الطبيعي. والامر نفسه يسري في حالة اتجاه سعر الفائدة الطبيعي الى الارتفاع، اذ ان سعر الفائدة السوقي لا يتجه للارتفاع الا بعد مرور فترة زمنية معينة. لهذا فان التفاوت بين هذين السعيرين سينعكس بشكل تغيرات في المستوى العام للأسعار.⁷

رابعا - تفسير بارسكي واسومرزا

يقوم هذا التفسير على التمييز بين استخدامات الذهب للاغراض النقدية والاغراض غير النقدية وعلى حقيقة ان السعر الحقيقي للذهب يكون محدداً من قبل السلطات النقدية، وان هذا السعر يمثل مقلوب المستوى العام للأسعار. اي إذا ازداد السعر الحقيقي للذهب فان هذا يعني انخفاض المستوى العام للأسعار والعكس صحيح. فاذا ما حدثت زيادة في انتاجية راس المال، اي زيادة معدل العائد الحقيقي، فان هذا يؤدي الى ارتفاع كلفة الاحتفاظ بالذهب مما يؤدي الى تقليل الطلب عليه وبالتالي انخفاض سعره الحقيقي، اي زيادة المستوى العام للأسعار، وهذا يعني ظهور (تناقض جيسون).⁸ 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 الإشارة الى علاقتهما ولو بشكل ضمني.

وهنا نعتقد ان تسليط الاضواء على الآراء التي اهتمت بـ(تناقض جيسون) جنباً الى جنب مع الآراء التي عنيت 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 آراء 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.⁹

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".¹⁰

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

1. 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.

2. 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 ما جاء 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 رأي مفاده ان (تناقض جيسون) ينطبق على سعر الفائدة الحقيقي لان سعر الفائدة الاسمي بحسب رأيهم يعكس سعر الفائدة الحقيقي وليس معدل التضخم.¹¹

ان هذا الرأي 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 يتاثر 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 (1950-2002) 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 (1950-1969) 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 (1920-1987) 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 وأسعار الفائدة . حيث أظهرت الدراسة التي أجريت من قبل (كلين) في سنة 1995 وجود دلائل قوية مؤيدة لـ(تناقض جيسون) مستخدماً في ذلك البيانات المتعلقة بالولايات المتحدة للعقود الأربعة التي سبقت عقد التسعينيات.¹⁷ وقد أيدت الدراسة التي أجريت من قبل (ماسكتيلي) و(سينيلي) في سنة 1996 ما ذهب إليه (كلين)، حيث قاما بإجراء مقارنة بين سلوك أسعار الفائدة الطويلة الأجل والمستوى العام للأسعار في إيطاليا وبريطانيا والولايات المتحدة وتوصلا الى نتائج مؤيدة لـ (تناقض جيسون) في بريطانيا والولايات المتحدة وغير مؤيدة له في إيطاليا. وكذلك الدراسة التي أجريت من قبل (سيرتليتس) و(زستوس) في سنة 1999 توصلا فيها الى نتائج تؤيد (تناقض جيسون) في ثمانية دول أعضاء في الاتحاد الأوروبي باستخدام البيانات الربع سنوية للمدة (1956-1991).¹⁸

ثانياً - الجدل النظري حول اثر فيشر

لقد احتل (اثر فيشر) حيزاً لا يستهان به في الأدبيات الاقتصادية كما تظهره الآراء التي تراجحت 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 إليها (فيشر) ابعده 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 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 يتأثر بالتضخم هو سعر الفائدة الحقيقي وليس سعر الفائدة الاسمي كما اشار فيشر. فليس من الضروري ان يتأثر 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.²⁰

ان هذا الرأي ينطوي على خلل منطقي بحسب ما يرى الباحث ، اذ كيف يمكن القول ان عرض النقود والطلب عليها لا يتأثر 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 الأسمي . 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 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 الأسمي 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:-

1. 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.²¹

2. الاثار المترتبة على التضخم كاثر الثروة واثر الدخل واثر الاندثار التي تمنع تحقق العلاقة المتكافئة بين سعر الفائدة الاسمي ومعدل التضخم المتوقع. ففيما يتعلق بـ (اثر الثروة)، اذا كان الجمهور يتوقع ارتفاع 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.²² 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، الامر الذي يدفع رجال الأعمال الى زيادة الاقتراض من اجل زيادة الإنتاج والتشغيل، وهو ما يؤدي الى زيادة دخول رجال الاعمال 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 الأسمي بنسبة اقل من نسبة الزيادة في معدل التضخم المتوقع.²³

أما 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 الحقيقية لإندثار 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 نشاطها 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.²⁴

رابعا- هناك فريق آخر يرى ان (اثر 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 قائلاً:-²⁴ "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 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 الدانون 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 الفى 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) واستراليا 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 لزم 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 لاسعار 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 مقاسة بالرقم القياسي المستهلك
ومعامل الانكماش 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: ماخوذ 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 مقاسة 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: ماخوذ 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 أجلاً. 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 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.²⁸

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، اذ 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 الاسهم ومن ثم تحديد مدى تأثرها بمعدل التضخم. وهنا نلاحظ ان سعر السهم لا يربط بصورة طردية بالأرباح التي يتوقع المستثمر الحصول عليها في المستقبل وبصورة عكسية بالخطر الذي يصاحب تيار الأرباح المتوقعة كما تبينه الصيغة ادناه:-²⁹

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

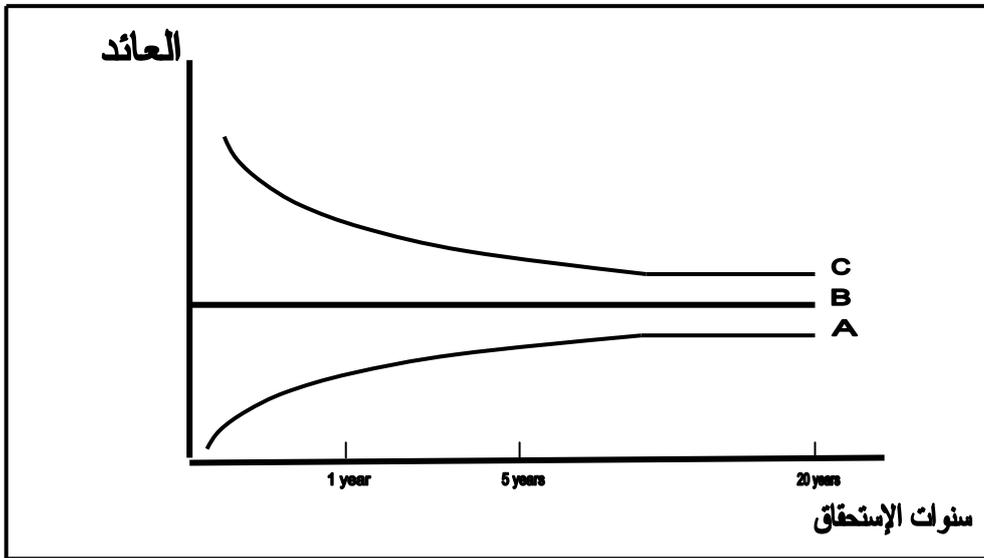
حيث إن :-

Ps: سعر السهم
 ED_t : الأرباح المتوقعة من السهم.
 r: 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.

ثالثا - 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 (2)
 منحنيات العائد



المصدر : مقتبس بتصريف 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.

1. منحنى العائد ذو الميل الموجب.
2. منحنى العائد ذو الميل السالب.
3. 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 اسعاراً فائدة اعلى من القروض او الاوراق المالية الطويلة الاجل. اما منحنى العائد الأفقي والذي نرسم له بالحرف (B) فانه يتضمن التماثل في معدلات العائد بالنسبة للقروض او الاوراق المالية سواء كانت قصيرة او طويلة الاجل، او ان المستثمرين يتوقعون بقاء اسعار الفائدة عند مستواها الحالي.

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 بكلفة اقتراض الاوراق المالية القصيرة 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 فاندتها) وانخفاض اسعار الاوراق المالية القصيرة الاجل (ارتفاع اسعار فاندتها) كما فعلت ذلك ادارة (كلينتون) في عام 1993 عندما اعلنت خطة لتقليل كلفة الديون الحكومية من خلال شراء السندات الحكومية الطويلة الاجل وبيع السندات الحكومية القصيرة الاجل التي كانت تحمل اسعاراً فائدة تقل كثيراً عن اسعار الفائدة على السندات الحكومية الطويلة الاجل، وكان الهدف من هذا الاجراء هو توفير ما مقداره (11.5) مليار دولار للحكومة الامريكية.³⁰

ان اهمية 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. لان 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.³¹

مما تقدم يتضح ان منحنى العائد واسعار الفائدة يمثل كل منهما مرآة للأخر فشكل منحنى العائد يبين الإتجاه 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 انعكست في شكل منحنى العائد الذي اصبح 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.³²

رابعاً - اثر فيشر ومعدل التضخم

ان (أثر فيشر) يمكن ان يساعدنا في التنبؤ بمقدار معدل التضخم المتوقع واتجاهه ف فيما يتعلق بمقدار معدل التضخم نلاحظ انه اذا ما توفرت لدينا بيانات عن سعر الفائدة الاسمي (In) وسعر الفائدة الحقيقي (Ir) 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 باتجاه معدل التضخم، فانه 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 ايضاً 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، فان 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 فانه 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، فانه يبدو من المعقول بالنسبة للحكومة ان لا تفرض ضريبة على هذا الشخص لانه لم يحصل على اي دخل اضافي من هذا الاستثمار. وفي الحقيقة فانه في حالة عدم وجود تضخم يكون العبء صفرأ. 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 فان 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 أساس اسعار الفائدة الاسمية المبنية على توقعات الاطراف المتعاقدة لمعدلات التضخم المتوقعة. فإذا ما تحقق معدل التضخم الذي توقعه الطرفان، فانهما لن يتحملا تكاليفاً اضافية بافتراض ثبات العوامل الاخرى. ولكن اذا كان معدل التضخم اعلى مما كان متوقفاً فان المدين سيستفيد على حساب الدائن ، ويحدث العكس اذا كان معدل التضخم ادنى مما كان متوقفاً. 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 التعاقدات بما يتلائم مع التغيرات في معدل التضخم، اي انها تلجأ الى تقييس التعاقدات (Indexation)، من خلال ربطها بمعدلات التضخم او من خلال تقييس 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.³⁵

الإستنتاجات .

من خلال ما تقدم تم التوصل الى الاستنتاجات الآتية:-

1. 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، بالإضافة الى ان البيانات المتوفرة عن عينة من الدول تؤيد وجود هذه العلاقة وان كانت هذه العلاقة ليست تكافؤية (تناسبية) بالضرورة.
2. 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.
3. 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 اقضاء اجراءات التقييس indexation التي يمكن ان تعمل جنباً الى جنب مع هذه السياسة.
4. 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.
5. ان (أثر فيشر) جوانب تطبيقية متعددة تتمثل باستخدامه كاداة للتنبؤ بالهيكل الزمني لمحفظه الأستثمار وأسعار الاسهم... الخ، وهذا ما يؤيد فرضية البحث.

المصادر والهوامش.

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.