

مدى استجابة المتغيرات المالية والاقتصادية للتيسير الكمي في

المملكة المتحدة

The Extent of the financial and economic variables Response to quantitative easing in United Kingdom

Basman Kamel Jawad

م.م. بسمان كامل جواد⁽¹⁾

المستخلص

يُعد التيسير الكمي من أدوات السياسة النقدية الحديثة التي تم استخدامها من قبل البنوك المركزية في الدول السبع المتقدمة من أجل مواجهة آثار الأزمة المالية أو الركود الاقتصادي في زمن أصبحت فيه الالتزامات المالية من الظواهر الاقتصادية السلبية التي تصيب البلدان الرأسمالية المتقدمة والبلدان التي تشهد انفتاحاً اقتصادياً ومالياً. لذلك حاولت هذه الدراسة الاجابة عن مجموعة من الاسئلة الفلسفية والفكرية والتطبيقية المتعلقة بالتيسير الكمي. وهدفت الدراسة الى التعرف على الجانب المعرفي النظري والفلسفي للتيسير الكمي، ومدى استجابة المتغيرات الاقتصادية والمالية للتيسير الكمي في المملكة المتحدة. وقد استخدمت الدراسة منهجين لاختبار فرضيات الدراسة، المنهج التحليلي والوصفي للبيانات وبلاستعانة بالرسوم البيانية، والمنهج القياسي والاحصائي باستخدام برنامج (Eviews.7) وبرنامج (Excel).

وتتجلى اهمية الدراسة انها اولهما: تسلط الضوء على موضوع التيسير الكمي الذي يعد من أهم المواضيع التي تخص السياسة النقدية في الدول المتقدمة وثانيهما: توضح لنا الدراسة مدى استجابة المتغيرات الاقتصادية والمالية وللتيسير الكمي.

واهم الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة هي ان التيسير الكمي في المملكة المتحدة كان له تأثير واضح على المتغيرات المالية والاقتصادية المدروسة.

وأهم توصيات الدراسة هي: ان التيسير الكمي يؤثر بشكل كبير على الاقتصاد المحلي والدولي من خلال تأثيره الكبير على معدلات الفائدة طويلة الامد وسعر الصرف لذلك نوصي الباحثين بالاهتمام بهذا الموضوع المهم.

Abstract

Quantitative facilitation is a tool of modern monetary policy that has been used by the central banks of the seven advanced countries to cope with the effects of the financial crisis or the economic recession at a time when financial crises are negative economic phenomena that affect the advanced capitalist countries and the countries that are open economically and financially. Therefore, this study attempted to answer a set of philosophical, intellectual and practical questions related to quantitative easing. The study aimed to identify the theoretical and philosophical knowledge of quantitative easing and the extent to which economic and financial variables respond to quantitative easing in the UK. The study used two methods to test the hypotheses of the study, the analytical and descriptive method of data, the use of graphs, the standard and statistical methodology using Eviews (7) and Excel

The importance of the study is that it first highlights the issue of quantitative easing, which is one of the most important topics related to monetary policy in developed countries. Secondly, the study shows us the extent to which economic and financial variables respond to quantitative easing

The most important conclusions of the study are that quantitative easing in the UK has had a clear impact on the financial and economic variables studied

The most important recommendations of the study are: First: Quantitative easing affects the local and international economy significantly through its impact on long-term interest rates and the exchange rate. We recommend researchers to pay attention to this important subject.

المقدمة

اصبحت اليوم قرارات السياسة النقدية هي الاكثر تأثيراً على الاسواق المالية والاقتصادية وخاصةً في الدول المتقدمة ولم يعد تأثيرها يقتصر على الاقتصاد المحلي وانما يمتد أثرها بشكل مباشر الى الاسواق العالمية، اذ نرى اليوم عندما يخرج رئيس البنك الفدرالي الامريكي بمؤتمر صحفي بعد اجتماع لجنة السوق المفتوح ان جميع المؤشرات العالمية واسعار السلع والعملات تتقلب بشكل كبير مع كل جملة يقولها الرئيس، وكذلك رئيس البنك المركزي الاوربي ولكن بشكل اقل تأثيراً، وهذا التأثير الكبير للسياسة النقدية نتاج أمرين الاول: هو تطور النظام المالي والاقتصادي وخاصة في السنوات الاخيرة بفعل التكنولوجيا والعولمة المالية

والاقتصادية. ثانياً: تطور السياسة النقدية وعلاقتها الوطيدة بالنظام المالي. من هنا جاءت أهمية السياسة النقدية في معالجة أي خلل يصيب التوازن المالي. وخلال الأزمة العالمية لعام ٢٠٠٧-٢٠٠٨ قامت البنوك المركزية في الدول السبع المتقدمة باستخدام أداة جديدة لمواجهة تداعيات الأزمة المالية هي التيسير الكمي أو برنامج شراء الأصول وعادت هذه الاداة من ادوات السياسة النقدية غير التقليدية لأنها لم تستخدم سابقاً الا من قبل البنك المركزي الياباني في عام ٢٠٠١.

وقد جاءت هذه الدراسة من أجل بحث قدرة التيسير الكمي في مواجهة آثار الأزمة المالية العالمية لعام ٢٠٠٨ التي ضربت اقتصاد الولايات المتحدة وانتقلت آثارها الى المملكة المتحدة وتضمنت الدراسة اربعة مباحث وهي كالآتي:

المبحث الاول تناول منهجية البحث، والمبحث الثاني أهتم بالجانب النظري، والمبحث الثالث تناول الجانب العملي، والمبحث الرابع تضمن الاستنتاجات والتوصيات.

المبحث الاول: منهجية البحث

اولاً: المشكلة الفكرية للدراسة

لقد مرت الانظمة الاقتصادية الرأسمالية بمراحل من التطور حتى وصلت الى المرحلة الحالية وهذا التطور كان نتاج احتكاك النظم الاقتصادية بالواقع وما نتج عنه من ظواهر وأزمات ومشاكل دفع الباحثين والمفكرين الاقتصاديين الى البحث والتفكير والتجريب من أجل معرفة اسباب الظواهر الاقتصادية السلبية والمشاكل الاقتصادية وسبل معالجتها ولقد قامت البنوك المركزية في الدول المتقدمة في العقد الاخير باستخدام اداة جديدة سميت بالتيسير الكمي من اجل معالجة آثار الأزمة المالية العالمية لعام ٢٠٠٨.

من هنا فأن المشكلة الفكرية للدراسة تتمحور في الاسئلة الآتية: ما الاساس الفلسفي النظري للتيسير الكمي؟ ولماذا عدّ التيسير الكمي اداة غير تقليدية؟ وما الذي يميزه عن الادوات الاخرى؟ وكيف يعمل التيسير الكمي على معالجة آثار الأزمة المالية وزيادة النمو؟ وما هو تأثيره على المتغيرات الاقتصادية والمالية؟ وما تأثيره على البنك المركزي؟ وكيف تكون نهاية التيسير الكمي وعملية تطبيع السياسة النقدية؟. ومن خلال هذه الدراسة نحاول الاجابة عن كل تلك الاسئلة.

ثانياً: المشكلة الميدانية للدراسة

يمكن تلخيص مشكلة الدراسة بالتساؤلات الآتية:

١. ما هو التيسير الكمي؟
٢. لماذا يختلف التيسير الكمي عن الإدوات التقليدية؟
٣. كيف يعمل التيسير الكمي، وما تأثيره على البنك المركزي؟
٤. ما تأثير التيسير الكمي على المتغيرات الاقتصادية والمالية في البلدان التي استخدمته؟ وهل نجح في مواجهة آثار الأزمة المالية العالمية؟

ثالثاً: أهمية الدراسة

تكتسب الدراسة أهميتها مما يأتي:

١. في ظل العولمة المالية والاقتصادية فأن دراسة موضوع اقتصادي ونقدي ومالي يخص دولة متقدمة يُعد موضوع في غاية الاهمية لان التغيرات الاقتصادية التي تحدث في هذه الدول لها تأثير كبير على الاقتصاد العالمي. كما ان هناك شحة في الدراسات التي تتناول مواضيع تخص اقتصاديات الدول المتقدمة.
٢. ركزت الدراسة على موضوع اقتصادي يعد من أهم المواضيع لكثرة تداوله في الاخبار والندوات والمؤتمرات الاقتصادية الدولية وذلك لحدثة هذا الموضوع ولان البنوك المركزية التي استخدمته قد عولت عليه بشكل كبير في انعاش اقتصادها.

رابعاً: اهداف الدراسة

- تسعى الدراسة الى تحقيق الاهداف الآتية:
١. الاحاطة بالجانب المعرفي النظري فيما يتعلق بالتيسير الكمي ومفهومه وتاريخ استخدامه وقنوات انتقاله الى الاقتصاد وعلاقته بالمتغيرات الاقتصادية والمالية التي شملتها الدراسة.
 ٢. التحليل الوصفي لمدى استجابة المتغيرات الاقتصادية والمالية للتيسير الكمي في المملكة المتحدة من خلال تحليل البيانات الكمية والرسوم البيانية.
 ٣. التحليل الاحصائي لمدى استجابة المتغيرات الاقتصادية والمالية للتيسير الكمي في المملكة المتحدة.

خامساً: فرضيات الدراسة

- بالاعتماد على المشكلة فأن الدراسة تحتوي الفرضيات الآتية:
- الفرضية الرئيسية: لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية للتيسير الكمي على المتغيرات الاقتصادية والمالية في الولايات المتحدة. ويتفرع من هذه الفرضية الفرضيات الآتية:
١. لا يوجد تأثير معنوي للتيسير الكمي في الناتج المحلي الاجمالي.
 ٢. لا يوجد تأثير معنوي للتيسير الكمي في عرض النقد.
 ٣. لا يوجد تأثير معنوي للتيسير الكمي في مؤشر الاسهم (FTSE).
 ٤. لا يوجد تأثير معنوي للتيسير الكمي في معدل التضخم.
 ٥. لا يوجد تأثير معنوي للتيسير الكمي في معدل البطالة.
 ٦. لا يوجد تأثير معنوي للتيسير الكمي في معدل صرف الباوند مقابل الدولار.
 ٧. لا يوجد تأثير معنوي للتيسير الكمي في معدل الفائدة على السندات لأجل ١٠ سنوات.

سادساً: مجتمع الدراسة وعينته

- بما ان الدراسة تتركز في موضوع التيسير الكمي الذي لم يستخدم الا من قبل بعض البنوك المركزية لذلك فأن مجتمع الدراسة اقتصاد المملكة المتحدة.
- اما عينة الدراسة فيمكن تصنيفها الى ما يأتي:
١. عينة المتغير المستقل (التيسير الكمي): وتضم مشتريات البنك المركزي من السندات وفق برنامج شراء الاصول الذي تم العمل به في عام ٢٠٠٨ في الولايات المتحدة.

٢. عينة المتغيرات التابعة: تشمل هذه العينة مجموعة من المتغيرات الاقتصادية والمالية والمتمثلة في الناتج المحلي الاجمالي ومؤشر الاسهم، والتضخم، والبطالة، وسعر الصرف، والفائدة على السندات لأجل عشر سنوات، اضافة الى خام برنت.

سابعاً: الحدود الزمانية للدراسة

شملت الحدود الزمانية للدراسة البيانات الفصلية لمتغيرات الدراسة للمدة من عام ٢٠٠٤ الى عام ٢٠١٦، وقد ضمت ٥٢ فصلاً.

المبحث الثاني: مفهوم التيسير الكمي (The Concept of quantitative easing)

التيسير الكمي او ما يعرف ايضاً ببرنامج شراء الاصول الواسع النطاق large-scale asset purchase (LSAP). غير ان التسمية الشائعة هي التيسير الكمي الذي يعرف على انه "عملية شراء السندات من السوق المالي بكميات كبيرة"، وهذه السندات يمكن ان تكون حكومية قصيرة الامد او طويلة الامد او سندات الشوكات او الرهون العقارية ويعرف ايضاً على انه "حقن النقود بمعناها الواسع في الاقتصاد" (٢) ويعرف ايضاً بانه "مبادلة الاصول ذات الفائدة بأوراق بدون فائدة تمثل مطلوبات البنك المركزي" فالتيسير الكمي لا يغير حجم الاصول في الاقتصاد (٣). او "هو عملية شراء الاصول من البنوك والشوكات بهدف ضخ الاموال في الاقتصاد. والهدف الاساسي للتيسير الكمي هو التأثير على معدل الفائدة الحقيقية طويلة الامد من خلال توقعات المستثمرين حول مسار اسعار الفائدة ومن خلال زيادة اسعار السندات، حيث ان انخفاض معدلات الفائدة طويلة الامد لها انعكاس كبير على الاستهلاك والاستثمار وانتعاش الاقتصاد (٤). ان الهدف الاساسي من استخدام السياسة النقدية هو استقرار الاسعار اي معدل منخفض ومستقر للتضخم لان عدم استقرار التضخم يؤدي الى حالة عدم اليقين بشأن المستقبل وهو ما يؤثر على الاستثمار للشوكات او الاسر وتاريخياً فان ارتفاع التضخم يؤدي الى مزيد من عدم الاستقرار في النظام المالي في حين ان تضخم منخفض ومستقر يؤدي الى اقتصاد سليم ومستدام (٥)، وعادةً الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة وبريطانيا واليابان فان معدل التضخم المستهدف هو ٢٪ (٦).

تعمل السياسة النقدية الحديثة من خلال التأثير على معدل الفائدة الاساسي، فعندما يكون هناك نشاط اقتصادي مرتفع فان البنك المركزي يقوم برفع معدل الفائدة لتقليل هذا النشاط الى المستوى المطلوب، واذا كان هناك انخفاض في النشاط الاقتصادي فان البنك المركزي يقوم بخفض معدل الفائدة من اجل تشجيع عمليات الاقتراض والاستثمار والاستهلاك. وقد اضطرت بعض البنوك المركزية الى تخفيض معدل الفائدة الى الصفر وحتى السالب من اجل تحفيز الاقتصاد كما حدث في اليابان عام ١٩٩٠، ومع ازدياد

٢- Bowdler and Radia, 2012: 606

٣- Johnston & Pugh, 2013: 4

٤- Gabriel, 2014: 156-157

٥- Yellen, 2015: 2

٦- Bank of England, 2009: 2-7

ظاهرة الازمات المالية في الفترات الاخيرة وعدم فاعلية عملية تخفيض معدل الفائدة في معالجة تلك الازمات لجأت بعض البنوك المركزية الى اداة جديدة سميت بالتيسير الكمي^(٧).

وكان التركيز على الفائدة الصفرية اثناء إلكود ليس فقط لأنه احدى ادوات السياسة النقدية المهمة في معالجة إلكود وانما ايضاً لأن الانفاق الحكومي يكون أكثر فاعلية في زيادة الاستهلاك والنتاج عندما تكون الفائدة الاسمية صفرية او قريبة من الصفر، وعندما تكون معدلات الفائدة القصيرة عالقة بمستوى قريب من الصفر فإن الادوات التقليدية تكون غير فاعلة في زيادة الائتمان ومعالجة إلكود.^(٨)

إن استخدام التيسير الكمي يُعد رجوع الى النظرية النقدية لفريدمان التي كانت شائعة في فترة الثمانينات ثم تم الخلي عنها لعدم فاعليتها حيث تنص هذه النظرية ان على الحكومة ان تتحكم في كمية النقد في التداول من اجل تحقيق الاستقرار الاقتصادي ومنع التضخم المفرط او الانكماش، وتشير هذه النظرية ان هنالك علاقة بين الاساس النقدي والودائع المصرفية حيث ان زيادة القاعدة النقدية يمكن ان يزيد الائتمان المقدم من قبل البنوك الى الاسر والشركات^(٩). ويمكن ان يشكل فح السيولة الاساس المفاهيمي للتيسير الكمي حيث ان تخفيض الفائدة الاسمية الى مستوى قريب من الصفر مع انخفاض التضخم الى مستويات سالبة يؤدي الى عدم السيطرة على الفائدة الحقيقية مما يجعل السياسة النقدية التقليدية غير فاعلة^(١٠).

يُعد استخدام التيسير الكمي هو عملية تحول في السياسة النقدية التقليدية التي كان هدفها الاساسي الحفاظ على تضخم منخفض ومستقر، ولكن هذه السياسة كانت عاجزة عن منع حدوث فقاعات في سوق الاصول وذلك لعدم القدرة على التنبؤ بحدوث الفقاعة فكان على البنك المركزي وفق السياسة التقليدية ان يضع إجراءات لامتصاص أثر الفقاعة بعد حدوثها ومن أهم الادوات التي كان يستخدمها البنك هو معدل الفائدة داخل النظام المصرفي، وقد لجأت البنوك المركزية في اعقاب الازمات المالية العالمي عام ٢٠٠٨ الى تخفيض الفائدة حتى وصلت في بعض الحالات كما حصل في اليابان الى ان تكون الفائدة صفرية وقد عمقت الفائدة الصفرية إلكود في كثير من البلدان بعد ازمة عام ٢٠٠٨ حيث لم تساعد في زيادة القروض المقدمة من قبل البنوك وقد يكون السبب هو احتفاظ البنوك بالسيولة من أجل الاستمرار وعدم التعرض للإفلاس، وعندما لم يكن لمعدل الفائدة تأثير واضح في مواجهة الازمة المالية وبما ان البنوك المركزية لديها أدوات محددة وإجراءات محددة لذلك تطلب الامر ايجاد أدوات جديدة غير تقليدية وكان على رأس هذه الادوات التيسير الكمي^(١١). وعندما لم تفلح الادوات التقليدية وبالأخص الفائدة الصفرية التي استخدمها البنك الفدرالي في انعاش الاقتصاد لجأ الفدرالي الى نوعين من الادوات غير التقليدية هما اولاً: التيسير الكمي، وثانياً: الارشاد المستقبلي^(١٢).

٧- Ryan and Werner, 2013: 4-16.

٨- Nakata, 2013: 2.

٩- Ryan and Werner, 2013: 11.

١٠- (Blinder, 2010: 2-3) (Roger et al, 2014: 4-5).

١١- Joyce and et.al, 2012: 271-275.

١٢- Engen&et.al, 2015: 2.

ورغم التحفيز النقدي إلا أن التعافي من آثار الأزمة المالية كان ابطأ مما توقع له، وهذا الانتعاش البطيء هو دليل على أن الالتزامات المالية الحادة لها آثار طويلة الأمد، وقد أكدت الأحداث التاريخية كما حدث في اليابان في عام ٢٠٠٠ أنه في حالة الأزمة المالية الحادة فإن الفائدة الصفرية تكون غير فعالة، لأن الاستثمار في السندات والاحتفاظ بالنقد تصبح بدائل لبعضها البعض لذلك يقوم الناس بالاحتفاظ بالنقد في منازلهم دون أن تساهم في تنشيط الاقتصاد. أن التطور في برنامج شراء الأصول وتحديد الكميات والأوقات والأرقام يعكس عملية تعلم من جانب واضعي السياسة النقدية. ولا يمكن للجمهور التوقع فيما يخص سلوك لجنة السوق من خلال برامج شراء الأصول والفائدة الصفرية لذلك تم استخدام أداة أخرى هي الإرشاد المستقبلي (Forward Guidance) والتي تساعد في تسهيل التوقع وتوفر مرونة في صناعة القرار وفق الظروف وكذلك يحتاج التيسير الكمي إلى اتصالات فعالة من قبل البنك المركزي لكي يكون فعالاً^(١٣). هناك مجموعة من الاختلافات بين السياسة النقدية التقليدية والتيسير الكمي^(١٤). وهي:

١. يركز التيسير الكمي على شراء السندات طويلة الأمد وبيع السندات قصيرة الأمد.
٢. ينطوي التيسير الكمي على شراء الأصول وحقق النقد بمعناها الواسع في الاقتصاد ومحاولة التأثير على الفائدة طويلة الأجل على عكس السياسة التقليدية التي تركز على الفائدة قصيرة الأجل.
٣. عند استخدام التيسير الكمي يكون البائعون للأصول على الأغلب ليس المصارف وإنما المؤسسات المالية مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين الذين تركز استثماراتهم في السندات الحكومية طويلة الأمد والرهون العقارية.
٤. يؤدي التيسير الكمي إلى توسيع ميزانية البنوك المركزية بشكل كبير لأن عملية شراء الأصول لا تكون عن طريق طبع النقود وإنما من خلال زيادة حساب احتياطات البنوك التجارية.

تاريخ التيسير الكمي

ترجع بدايات استخدام QE إلى تسعينيات القرن الماضي من قبل البنك المركزي الياباني نتيجة المشاكل التي تعرض لها الاقتصاد الياباني في تلك الفترة، شهد اقتصاد اليابان نمواً غير اعتيادي في ثمانينات القرن الماضي حيث ارتفع التضخم وأسعار العقارات بشكل كبير وبلغ مؤشر NIKKEI أعلى مستوى له في التاريخ في عام ١٩٨٨ حيث بلغ ٣٨٥٠٠ نقطة ثم بدأ الاقتصاد الياباني يشهد فترة من الركود وفي عام ١٩٩٠ حدثت فقاعة اقتصادية أدت إلى انكماش في الاقتصاد الياباني وضعفه أدى إلى انخفاض كبير في أسعار السلع والعقارات ومؤشر الأسهم، ومن أجل مواجهة هذا الركود قام البنك المركزي بتخفيض معدل الفائدة من ٧٪ حتى وصل في نهاية التسعينيات من القرن الماضي إلى ٠,١٪ ومع ذلك لم يكن هناك تحسن واضح في الاقتصاد حيث لم يتجاوز معدل التضخم ٠,٥٪، والناتج المحلي ٣٪^(١٥)، وفي عام ١٩٩٩ قام البنك المركزي الياباني بشراء الأوراق المالية الحكومية طويلة الأمد وبكميات كبيرة وأطلق على هذه العملية بالتيسير الكمي حيث كان الهدف هو التأثير على المتغيرات الكمية في الاقتصاد وقد ساعدت هذه العملية

١٣ - Fawley&Neely, 2013:52

١٤ - Bowdler and Radia, 2012:606-607

١٥ - Krole and Martin, 2008:3-5

على انعاش الاقتصاد بين عامي ١٩٩٩ و ٢٠٠٠ والذي ادى الى قيام البنك المركزي برفع اسعار الفائدة ربع نقطة مئوية في عام ٢٠٠٠، غير ان ازمة فقاعة التكنولوجيا ادت الى حدوث ركود اقتصادي في عام ٢٠٠١ مما دعا بنك اليابان الى اعتماد سياسة التيسير الكمي في ١٩ مارس ٢٠٠١ لمواجهة الركود الذي كان يعاني منه الاقتصاد، وقد بدأ رصيد الحساب لشراء الاوراق المالية بقيمة ٥ ترليون ين ثم اخذ بالزيادة بشكل مستمر^(١٦)، وقد كان هنالك تحول في برنامج الشراء من شراء الاوراق المالية قصيرة الامد الى شراء الاوراق المالية طويلة الامد، وبحلول عام ٢٠٠٣ كان البنك الياباني قد اشترى نحو نصف السندات الحكومية المصدرة حديثاً بقيمة تبلغ ٣٥ ترليون ين، وقد ازدادت القاعدة النقدية نتيجة التيسير الكمي بنحو ٥٠٪ مقارنة ببداية التيسير الكمي^(١٧)، وقد اعلن البنك ان عمليات الشراء سوف تكون بوتيرة متصاعدة، وقد ادى برنامج الشراء حدوث استقرار بمؤشر اسعار المستهلكين فوق الصفر^(١٨)، وانتهاء التيسير الكمي بشكل رسمي في مارس ٢٠٠٦ وتم رفع الفائدة الى ما كانت عليه^(١٩). وكان هناك مجموعة من الاهداف التي يسعى البنك المركزي الياباني الى تحقيقها من خلال التيسير الكمي^(٢٠) وهي:

١. العمل على تخفيض معدلات الفائدة طويلة الامد، وتقليل حالة عدم التأكد بشأن معدلات الفائدة.
 ٢. توفير السيولة للأسواق من خلال اعادة توازن محفظة الاصول للمؤسسات المالية والمصرفية.
 ٣. تقليل علاوة المخاطرة على الاصول، دفع المستثمرين الى استخدام السيولة التي حصلوا عليها للاستثمار في الاصول الاخرى.
 ٤. العمل على رفع مؤشر اسعار المستهلكين الى المستوى المستهدف.
- وقد ساعد التيسير الكمي في اليابان على تخفيض معدل الفائدة طويلة الامد من خلال التأثير على توقعات المستثمرين وساعد في زيادة التضخم وخفض معدلات الفائدة الحقيقية^(٢١).
- وقبل ان يستخدم التيسير الكمي او شراء الاصول بكميات كبيرة من قبل البنك المركزي الياباني كان قد اقترح من قبل عدة كتاب اهمهم توبين الذي يرى انه قد يساعد الاقتصاد على الانتعاش مع بقاء الفائدة القصيرة قريبة من الصفر. وكذلك فريدمان اقترح التيسير الكمي وعندما استخدمه البنك الياباني قال فريدمان انه يمكن ان يساعد في معالجة الركود^(٢٢).

قنوات انتقال التيسير الكمي الى الاقتصاد

هناك مجموعة من القنوات التي ينتقل من خلالها تأثير التيسير الكمي الى الاقتصاد. حيث توجد اربع قنوات رئيسية تتأثر بشكل مباشر بالتيسير الكمي وهي اعادة توازن محفظة المؤسسات المالية

١٦ - Kimara and Small, 2004: 2-4

١٧ - Berken, 2012: 3

١٨ - Bowman et al, 2011: 4-6

١٩ - Bowman & Doyle, 2014: 3

٢٠ - Ugai, 2007: 2-3

٢١ - Bowman et al, 2011: 3

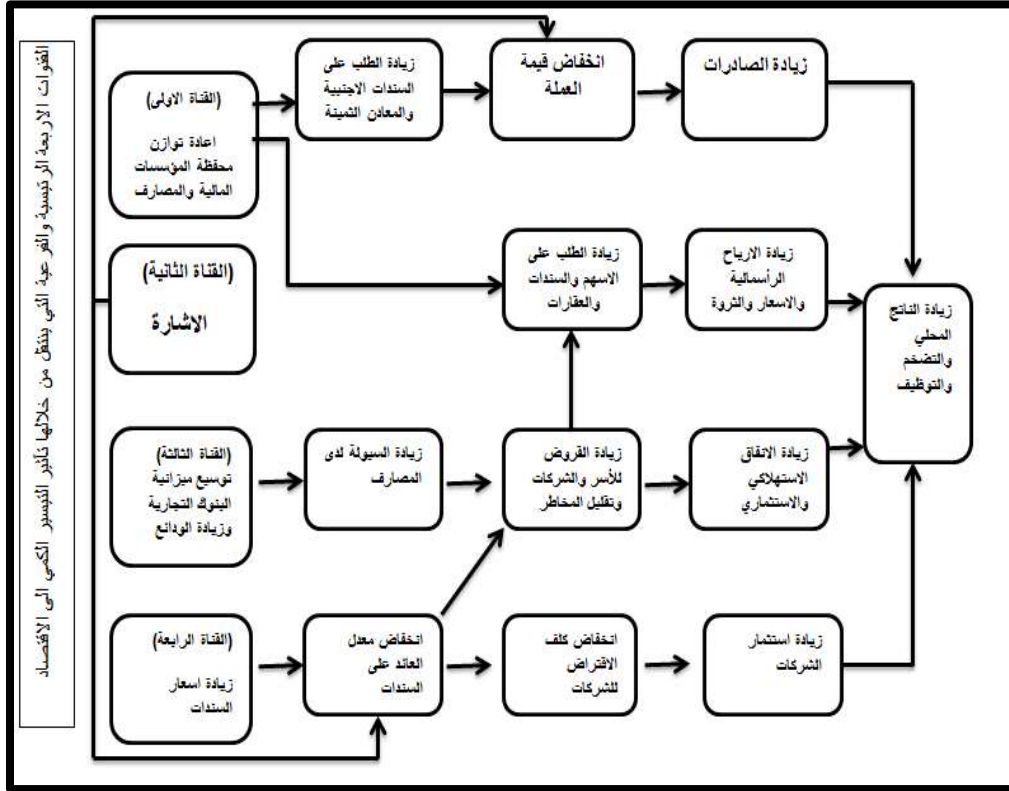
٢٢ - Bernanke, 2012: 4

والمصرفية، والاشارة، وتوسيع ميزانية البنوك التجارية وزيادة الودائع، وزيادة اسعار السندات. اما القنوات الاخرى فتتأثر بالتيسير الكمي بشكل غير مباشر، وكما يوضح الشكل (١)

قناة اعادة توازن محفظة المؤسسات المالية والمصارف portfolio balance channel

للمؤسسات المالية في الاقتصاديات المتقدمة دور كبير فبالإضافة الى دورها كوسيط بين المدخرين والمقترضين فان لها دوراً كبير في الاستثمار في الاسواق المالية وخاصة سوق السندات حيث تقوم هذه المؤسسات وبالخصوص شركات التأمين وصناديق التقاعد باستثمار اموالها في السندات ذات المخاطر المنخفضة مثل السندات الحكومية و سندات الرهن العقاري ومع حدوث الازمة المالية العالمية فان قيمة هذه السندات انخفضت بشكل كبير مما ادى الى انخفاض السيولة والارباح لهذه المؤسسات والذي ادى الى انخفاض استثماراتها في الاسواق المالية وانخفاض حساباتها لدى البنوك التجارية، مما ادى الى ان تكون محفظة هذه المؤسسات غير متوازنة بسبب انخفاض سيولة هذه المؤسسات والذي يؤدي الى احتمالية تعرض هذه المؤسسات الى العجز.

يعمل التيسير الكمي على تخفيض مدد الاصول في محافظ المؤسسات المالية، من خلال شراء السندات طويلة الاجل، ولو كان البنك المركزي يشتري الاصول القصيرة لم يكن لها تأثير على محفظة المؤسسات لان الاصول القصيرة تعد بدائل للنقد، و يعمل التيسير الكمي على اعادة توازن محفظة المؤسسات المالية لأنه يؤدي الى انخفاض السندات التي بحوزة هذه المؤسسات في جانب الموجودات وزيادة حساب الودائع بالمقدار نفسه فعندما تقوم هذه المؤسسات ببيع سندات بقيمة معينة الى البنك المركزي فأنها لا تستلم نقداً وانما يزداد حسابها المصرفي لدى البنك التجاري الذي تتعامل معه بنفس قيمة مبيعاتها من السندات، وبالتالي سوف يحدث توازن في محفظة هذه المؤسسة وتصبح تملك سيولة يمكن ان تستثمرها في السوق المالي مما يؤدي الى انتعاش في الاسواق المالية (٢٣).



شكل (١) قنوات انتقال التيسير الكمي إلى الاقتصاد

المصدر: تصميم الباحث

الإشارة Signalling

إن التزام البنك المركزي بالإبقاء على معدلات الفائدة منخفضة بمستوى أقل مما تحدده قاعدة تايلور حتى مع تحسن الوضع الاقتصادي يمكن أن يؤدي إلى تخفيض الفائدة من خلال التأثير على توقعات المستثمرين حول مسار أسعار الفائدة في المستقبل^(٢٤). وعندما يقوم البنك المركزي بانتهاج سياسة التيسير الكمي يكون السبب الرئيسي وراء هذه السياسة هو ضعف المؤشرات الاقتصادية والمالية، وبما أن عملية التيسير الكمي أو برنامج شراء الأصول له تأثير مباشر على معدلات الفائدة طويلة الأمد حيث يؤدي إلى زيادة أسعار السندات مما يؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة وهذه السياسة بدورها تنعكس على توقعات المستثمرين حيث إن إعلان البنك المركزي لسياسة التيسير الكمي سوف تعطي انطباع لدى المستثمرين بأن معدلات الفائدة سوف تنخفض في المستقبل وهو ما ينعكس على زيادة الثقة Confidence في أسعار الأصول وفي الاقتصاد ومستقبل معدل الفائدة^(٢٥).

٢٤ - Christensen & Gilln, 2015:6.

٢٥ - Joyce et al, 2011:108.

زيادة السيولة لدى المصارف

ادت الازمة المالية العالمية الى اضطرابات كبيرة في اسواق التمويل قصير الاجل واسواق التوريق securitization markets وخصوصاً سندات الرهن العقاري وانحارت اسواق ما بين البنوك. واثناء الازمة المالية لجأت البنوك الى زيادة حيازاتها من الاصول السائلة تحسباً لمواجهة المخاطر وحماية نفسها من صدمات السيولة المستقبلية، فهذه البنوك قد تصبح غير قادرة على الاقتراض من سوق ما بين البنوك، والسبب الآخر لاحتفاظ هذه البنوك بالسيولة هو انه نظراً لظروف عدم التأكد وحالة عدم اليقين فأن هذا البنوك وضعت سيناريوهات لأسوء الاحتمالات^(٢٦).

والمشكلة التقليدية في السيولة لدى البنوك التجارية تحدث عندما لا تتمكن سيولة الاحتياطيات من تلبية الاحتياجات التشغيلية للبنوك لليلة وضحاها، وهنا يتدخل البنك المركزي لإقراض البنوك التي تعاني من هذه المشاكل ويتم اقراضها بما تحتاج وتتراوح مدة هذه القروض من اسبوع الى شهر. ويعمل التيسير الكمي على زيادة سيولة سوق الاصول لأنه يؤدي الى زيادة الطلب على الاصول وزيادة قيمتها، وإزالة ظروف عدم التأكد وزيادة ثقة المستثمرين بالاقتصاد وبالتالي زيادة الطلب على الاصول^(٢٧). والتيسير الكمي يؤثر على الاحتياطيات الفائضة لدى البنوك التي تفاضل بين تقديم هذه الاحتياطيات كقروض او الابقاء عليها واخذ الفائدة على الاحتياطيات، فاذا كانت الفائدة على القروض اعلى من الفائدة على الاحتياطيات مع حساب المخاطرة على منح القروض فان البنك سوف يفضل تقديم القروض^(٢٨).

زيادة اسعار السندات Bond prices increase

عند اعلان احد البنوك المركزية عن نيته في استخدام التيسير الكمي من اجل تحفيز الاقتصاد فأن مجرد الاعلان يؤدي الى ارتفاع اسعار السندات لان من المعروف لدى المستثمرين ان التيسير الكمي ينعكس بصورة مباشرة على اسعار السندات فيؤدي الى ارتفاع قيمتها لان التيسير الكمي هو عبارة عن شراء السندات من السوق الثانوي بكميات كبيرة مما يؤدي الى زيادة الطلب عليها وبالتالي ارتفاع اسعارها، وبحسب اهداف البنك المركزي فقد يكون هنالك تركيز على شراء السندات قصيرة الامد او طويلة الامد او سندات الرهن العقاري فعلى سبيل المثال فأن التيسير الكمي في الولايات المتحدة بعد ازمة ٢٠٠٧ ركز على شراء السندات طويلة المدى بهدف التأثير على معدل الفائدة الطويلة حيث ان هناك علاقة عكسية بين معدل الفائدة طويلة الامد وكمية السندات طويلة الامد، كما ركز على شراء سندات الرهن العقاري التي كانت السبب الرئيسي لازمة المالية^(٢٩).

٢٦ - 2-8-2013, Berrospide.

٢٧ - 3-2-2014, Mamaysky.

٢٨ - 7-2012, Hancock & Passmarc.

٢٩ - (6:2011, Yellen)(5:2014, Roche).

التيسير الكمي في المملكة المتحدة

بدأ العمل بالتيسير الكمي في المملكة المتحدة في نهاية عام ٢٠٠٨ حيث قرر البنك المركزي البريطاني انه سيقوم بشراء السندات طويلة الامد (السندات الحكومية، وسندات القطاع الخاص) وكذلك شراء الاوراق التجارية من المصارف والهدف من هذه العملية هو حقن السيولة في السوق وتخفيض معدل الفائدة طويلة الامد والجدول (٢) يبين قرارات المركزي البريطاني بخصوص شراء الاصول وتغيير معدل الفائدة الاساسي.

جدول (٢) الجدول الزمني للتيسير الكمي في الولايات المتحدة مع تغيرات معدل الفائدة الاساسية^(٣٠)

التاريخ	قرارات السياسة النقدية
٢٠٠٨/١٠/٨	قرر البنك المركزي تخفيض الفائدة الى ٤,٥٪.
٢٠٠٨/١١/٦	قرر البنك المركزي تخفيض الفائدة الى ٣٪.
٢٠٠٨/١٢/٤	قرر البنك المركزي تخفيض الفائدة الى ٢٪.
٢٠٠٩/١/٨	قرر البنك المركزي تخفيض الفائدة الى ١,٥٪.
٢٠٠٩/١/١٩	بدأ برنامج شراء الاصول بشراء سندات القطاع الخاص بقيمة ٥٠ مليار باوند.
٢٠٠٩/٢/٥	قرر البنك المركزي تخفيض الفائدة الى ١٪.
٢٠٠٩/٣/٥	توسيع برنامج شراء الاصول الى ٧٥ مليار باوند من خلال شراء السندات طويلة الامد. قرر البنك المركزي تخفيض الفائدة الى ٠,٥٪.
٢٠٠٩/٥/٧	توسيع برنامج شراء الاصول الى ١٢٥ مليار باوند من خلال شراء السندات طويلة الامد.
٢٠٠٩/٨/٦	توسيع برنامج شراء الاصول الى ١٧٥ مليار باوند من خلال شراء السندات طويلة الامد.
٢٠٠٩/١١/٥	توسيع برنامج شراء الاصول الى ٢٠٠ مليار باوند من خلال شراء السندات طويلة الامد.
٢٠١١/١٠/٦	توسيع برنامج شراء الاصول الى ٢٧٥ مليار باوند من خلال شراء السندات طويلة الامد.

توسيع برنامج شراء الاصول الى ٣٢٥ مليار باوند من خلال شراء السندات طويلة الامد.	٢٠١٢/٢/٩
توسيع برنامج شراء الاصول الى ٣٧٥ مليار باوند من خلال شراء السندات طويلة الامد.	٢٠١٢/٧/٥
بعد هذا التاريخ لم يحصل أي توسيع في برنامج شراء الاصول او تغيير في معدل الفائدة.	

المبحث الثالث: الجانب العملي: تحليل بيانات المملكة المتحدة واختبار الفرضيات

في هذا المبحث سوف نقوم بتحليل العلاقة بين المتغير المستقل (التييسير الكمي) ومتغيرات الدراسة التابعة (المتغيرات الاقتصادية والمالية) واختبار الفرضية الرئيسية والفرضيات الفرعية. الجدول (٣) يبين بيانات المتغير المستقل (التييسير الكمي) للمدة من الفصل الاول من عام ٢٠٠٩ الى الفصل الرابع من عام ٢٠١٦، وكذلك يبين الجدول بيانات المتغيرات التابعة للمدة من عام ٢٠٠٤ الى عام ٢٠١٦، وسيجري تحليل هذه البيانات واختبار الفرضيات:

اختبار الفرضية الرئيسية الاولى (لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية للتييسير الكمي على المتغيرات الاقتصادية والمالية في المملكة المتحدة) والفرضيات الفرعية

يوضح جدول (٣) البيانات الفصلية لمتغيرات الاقتصادية والمالية للمملكة المتحدة للمدة من ٢٠٠٤ - ٢٠١٦ (٣١).

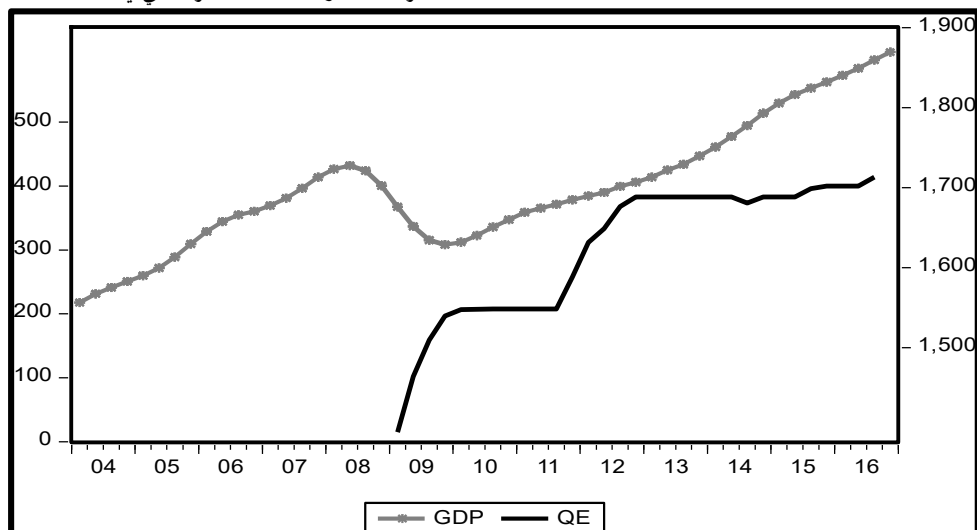
الفائدة	سعر	معدل	معدل	مؤشر	عرض	الناتج	اجمالي	
على	الصرف	معدل	التضخم	FTS	النقد	المحلي	السندات	
السند	الباوند	البطالة	م	E	٢	باوند	مليار باون	
الحكومي	مقابل			100	مليار			
١٠	الدولار				باوند			
٠,٠٤٧	١,٨١٣	٠,٠٤	٠,٠١	٤٣٦	٧٨٦	١٥٥٦,١		/٣
٠,٠٥٢	١,٨٣٦	٠,٠٤	٠,٠١	٤٤٥	٨٠٦	١٥٦٧,٢		/٦
٠,٠٤٨	١,٧٩٢	٠,٠٤	٠,٠١	٤٥٤	٨٢٦	١٥٧٥,٢		/٩
٠,٠٤٤	١,٩٢٨	٠,٠٤	٠,٠١	٤٧٨	٨٤٢	١٥٨٢,٤		/١٢
٠,٠٤٨	١,٩١٩	٠,٠٤	٠,٠١	٤٨٧	٨٥٩	١٥٨٩,٨		/٣
٠,٠٤٣	١,٨٢١	٠,٠٤	٠,٠٢	٥١٥	٨٨٠	١٥٩٩,٥		/٦

٣١- المصدر: (www.ons.gov.uk), (www.assetmacro.com/united-kingdom), (www.bankofengland.co.uk), (http://www.londonstockexchange.com), (www.IMF.org), (Finance.yahoo.com), (http://money.cnn.com), (www.wsj.com/mdc), (www.worldbank.org).

٠,٠٤١	١,٨٢١	٠,٠٤	٠,٠٢	٥٤٤	٩٠٢	١٦١٢,٩		/٩
٠,٠٤٢	١,٧٥١	٠,٠٥	٠,٠١	٥٥٧	٩١٩	١٦٢٩,٥		/١٢
٠,٠٤٢	١,٧٥٣	٠,٠٥	٠,٠١	٥٩٥	٩٤١	١٦٤٥,١		/٣
٠,٠٤٥	١,٨٤٤	٠,٠٥	٠,٠٢	٥٨١	٩٥٦	١٦٥٧,٤		/٦
٠,٠٤٥	١,٨٧٤	٠,٠٥	٠,٠٢	٥٩٤	٩٧٢	١٦٦٥,٨		/٩
٠,٠٤٦	١,٩٦٢	٠,٠٥	٠,٠٣	٦٢٠	٩٩٢	١٦٧٠,٣		/١٢
٠,٠٤٧	١,٩٦١	٠,٠٥	٠,٠٣	٦٣٠	١٠٠	١٦٧٧,٦		/٣
٠,٠٥٣	١,٩٩١	٠,٠٥	٠,٠٢	٦٥٦	١٠٢	١٦٨٧,٠		/٦
٠,٠٤٨	١,٩٩٧	٠,٠٥	٠,٠١	٦٤٣	١٠٣	١٦٩٩,١		/٩
٠,٠٤٧	٢,٠٤٩	٠,٠٥	٠,٠٢	٦٤٠	١٠٦	١٧١٣,٠		/١٢
٠,٠٤٤	١,٩٨١	٠,٠٥	٠,٠٢	٥٧٠	١١٠	١٧٢٣,٢		/٣
٠,٠٥١	١,٩٩٣	٠,٠٥	٠,٠٣	٥٥٨	١١١	١٧٢٧,٥		/٦
٠,٠٤٤	١,٧٨٧	٠,٠٥	٠,٠٥	٥٠١	١١٢	١٧٢١,٢		/٩
٠,٠٣٥	١,٥٠٩	٠,٠٦	٠,٠٣	٤٤٢	١١٢	١٧٠٢,٢		/١٢
٠,٠٣٠	١,٣٩٧	٠,٠٧	٠,٠٢	٣٥٥	١١٣	١٦٧٥,٨	١٥,٠٨٧	/٣
٠,٠٣٨	١,٥٩٧	٠,٠٧	٠,٠١	٤٢٢	١١٤	١٦٥١,٣	١٠٢,٠٠	/٦
٠,٠٣٧	١,٦٥٨	٠,٠٧	٠,٠١	٥١٢	١١٦	١٦٣٤,٣	١٥٩,٢٩	/٩
٠,٠٣٨	١,٦٤٢	٠,٠٧	٠,٠٢	٥٣٨	١١٨	١٦٢٨,٥	١٩٧,٠٦	/١٢
٠,٠٤٠	١,٥٠٤	٠,٠٨	٠,٠٣	٥٦٤	١٢٠	١٦٣١,٨	٢٠٦,٤١	/٣
٠,٠٣٥	١,٤٨٥	٠,٠٧	٠,٠٣	٤٧٨	١٢٠	١٦٤٠,١	٢٠٧,٣١	/٦
٠,٠٣١	١,٥٤٤	٠,٠٧	٠,٠٣	٥٥٠	١٢١	١٦٥٠,٥	٢٠٧,٥٥	/٩
٠,٠٣٤	١,٥٦٨	٠,٠٧	٠,٠٣	٥٩٢	١٢٢	١٦٥٩,٧	٢٠٧,٥٢	/١٢
٠,٠٣٤	١,٦١٨	٠,٠٧	٠,٠٤	٥٩٠	١٢٣	١٦٦٩,٠	٢٠٧,٤٦	/٣
٠,٠٣١	١,٦٣٩	٠,٠٧	٠,٠٤	٥٩٣	١٢٤	١٦٧٤,٤	٢٠٧,٣٩	/٦
٠,٠٢٣	١,٦٠٢	٠,٠٨	٠,٠٥	٤٨٨	١٢٥	١٦٧٩,٣	٢٠٧,٤٤	/٩
٠,٠٢٠	١,٥٦٢	٠,٠٨	٠,٠٤	٥٥٥	١٢٦	١٦٨٤,٨	٢٥٨,١٤	/١٢
٠,٠٢٢	١,٥٧٠	٠,٠٨	٠,٠٣	٥٧٣	١٢٧	١٦٨٩,٨	٣١١,٧١	/٣
٠,٠١٦	١,٥٣٨	٠,٠٨	٠,٠٢	٥٣١	١٢٩	١٦٩٤,١	٣٣٣,١٠	/٦
٠,٠١٥	١,٦٢٦	٠,٠٧	٠,٠٢	٥٧٢	١٣١	١٧٠١,٥	٣٦٧,٩٦	/٩
٠,٠١٨	١,٦١٣	٠,٠٧	٠,٠٢	٥٨٦	١٣٣	١٧٠٦,٩	٣٨٣,١٠	/١٢
٠,٠١٩	١,٥٠٨	٠,٠٧	٠,٠٢	٦٤٠	١٣٥	١٧١٣,١	٣٨٣,١٣	/٣
٠,٠٢١	١,٥٣٣	٠,٠٧	٠,٠٢	٦١٩	١٣٧	١٧٢١,٩	٣٨٣,١٣	/٦
٠,٠٢٨	١,٥٨١	٠,٠٧	٠,٠٢	٦٤٤	١٣٩	١٧٢٩,١	٣٨٣,١٣	/٩
٠,٠٢٨	١,٦٣٢	٠,٠٧	٠,٠٢	٦٧١	١٤٠	١٧٣٩,٥	٣٨٣,١٤	/١٢

٠,٠٢٧	١,٦٧٤	٠,٠٦	٠,٠١	٦٦٠	١٤٣	١٧٥٠,٩	٣٨٣,٠٩	/٣
٠,٠٢٧	١,٦٨٥	٠,٠٦	٠,٠١	٦٧٣	١٤٥	١٧٦٤,٢	٣٨٣,٠٩	/٦
٠,٠٢٤	١,٦٣١	٠,٠٦	٠,٠١	٦٥٥	١٤٧	١٧٧٧,٧	٣٧٣,٤٦	/٩
٠,٠١٩	١,٥٦٢	٠,٠٥	٠,٠٠	٦٥٥	١٤٩	١٧٩٢,٩	٣٨٣,٠٦	/١٢
٠,٠١٧	١,٥٠٦	٠,٠٥	٠,٠٠	٦٧٦	١٥١	١٨٠٥,٥	٣٨٣,٠٨	/٣
٠,٠٢٠	١,٥٧٢	٠,٠٥	٠,٠٠	٦٥٠	١٥٣	١٨١٦,٢	٣٨٣,٠٨	/٦
٠,٠١٧	١,٥٢٥	٠,٠٥	-	٦٠٥	١٥٥	١٨٢٤,٥	٣٩٥,٧٧	/٩
٠,٠١٨	١,٤٨٨	٠,٠٥	٠,٠٠	٦٢٣	١٥٨	١٨٣٢,٣	٤٠٠,٠١	/١٢
٠,٠١٤	١,٣٩٤	٠,٠٥	٠,٠٠	٦١١	١٥٥	١٨٤٠,٤	٤٠٠,٠١	/٣
٠,٠١٣	١,٣٢٩	٠,٠٤	٠,٠٠	٦٤٥	١٥٨	١٨٤٩,٤	٤٠٠,٠١	/٦
٠,٠٠٦	١,٢٩٧	٠,٠٤	٠,٠١	٦٨٥	١٦١	١٨٥٩,٧	٤١٣,٥٨	/٩
٠,٠١٤	١,٢٤٢	٠,٠٤	٠,٠١	٧٠٧	١٦٣	١٨٦٩,٦	٤١٣,٥٨	/١٢

اختبار الفرضية الفرعية الاولى (لا يوجد تأثير معنوي للتيسير الكمي في الناتج المحلي الاجمالي).
العمود الثالث في جدول (٣) يبين الناتج المحلي الذي شهد ارتفاعاً مستمراً من ٢٠٠٤ الى نهاية ٢٠٠٨ ثم بدأ بالانخفاض خلال عام ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩ بسبب الازمة المالية العالمية وفي بداية عام ٢٠١٠ عاد الى الارتفاع واستمر هذا الارتفاع بشكل متفاوت حتى نهاية ٢٠١٦، والشكل (١) يوضح العلاقة العلاقة بين التيسير الكمي والناتج المحلي الاجمالي ونلاحظ ان الناتج المحلي بعد استخدام التيسير الكمي بجوالي ثلاثة الى اربعة فصول اخذ الناتج المحلي بالنمو المستمر وحتى نهاية عام ٢٠١٦.
وبيين الجدول (٤) علاقة الارتباط والانحدار بين التيسير الكمي والناتج المحلي مع اخذ التباطؤ الزمني الذي يحقق اعلى ارتباط معنوي ونلاحظ ان هناك علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية وفقاً لقيمة (p-value) لاختبار (t) واختبار (F) الا ان اعلى ارتباط يتحقق عند تباطؤ التيسير الكمي باحد عشر فصل حيث بلغ معامل التحديد (0.879784). لذلك سوف نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة.



شكل (١) العلاقة بين التيسير الكمي والناتج المحلي الاجمالي في بريطانيا.
 جدول (٤) علاقة الارتباط والانحدار بين التيسير الكمي والناتج المحلي مع اخذ التباطؤ الزمني الذي يحقق
 اعلى ارتباط معنوي

R^2	Prob(F-statistic)	F-statistic	Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable & Lag
0.606990	0.000000	44.78952	0.0000	62.09411	25.22083	1566.065	C
			0.0000	6.692497	0.078490	0.525294	QE
0.674281	0.000000	60.03390	0.0000	64.29653	24.18135	1554.777	C
			0.0000	7.748155	0.075255	0.583087	QE(-1)
0.716052	0.000000	70.60954	0.0000	68.48273	22.69868	1554.467	C
			0.0000	8.402948	0.071427	0.600195	QE(-2)
0.746877	0.000000	79.66748	0.0000	73.34588	21.25705	1559.117	C
			0.0000	8.925664	0.067575	0.603150	QE(-3)
0.766127	0.000000	85.17147	0.0000	77.92100	20.11209	1567.154	C
			0.0000	9.228839	0.064651	0.596657	QE(-4)
0.780120	0.000000	88.69827	0.0000	82.34783	19.14400	1576.467	C

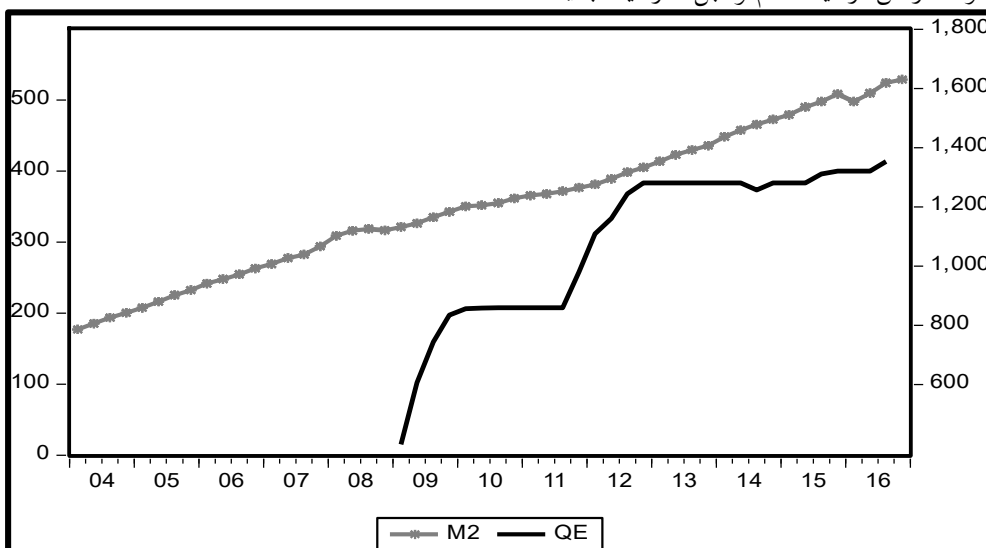
			0.0000	9.417976	0.062298	0.586719	QE(-5)
0.793687	0.000000	92.32812	0.0000	87.08149	18.21032	1585.782	C
			0.0000	9.608752	0.060025	0.576763	QE(-6)
0.815321	0.000000	101.5404	0.0000	94.16223	16.93003	1594.169	C
			0.0000	10.07673	0.056480	0.569136	QE(-7)
0.836259	0.000000	112.3586	0.0000	102.0131	15.70629	1602.247	C
			0.0000	10.59993	0.053103	0.562889	QE(-8)
0.857038	0.000000	125.8921	0.0000	110.9555	14.50903	1609.857	C
			0.0000	11.22017	0.049794	0.558695	QE(-9)
0.876400	0.000000	141.8117	0.0000	121.5949	13.30805	1618.190	C
			0.0000	11.90847	0.046354	0.552010	QE(-10)
0.879784	0.000000	139.0486	0.0000	125.5036	12.96961	1627.733	C
			0.0000	11.79189	0.046039	0.542890	QE(-11)
0.873128	0.000000	123.8750	0.0000	124.3864	13.16968	1638.130	C
			0.0000	11.12991	0.047775	0.531730	QE(-12)
0.857148	0.000000	102.0040	0.0000	119.4284	13.81023	1649.333	C
			0.0000	10.09970	0.051374	0.518864	QE(-13)

المصدر: تصميم الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews. 7)

اختبار الفرضية الفرعية الثانية (لا يوجد تأثير معنوي للتيسير الكمي في عرض النقد (٢)).
العمود الرابع في جدول (٣) يبين عرض النقد ونلاحظ أنه شهد نمواً مستمراً من ٢٠٠٤ إلى نهاية
٢٠١٦. فيما عدا انخفاض واحد في الفصل الثالث من عام ٢٠١٦ والذي قد يكون بسبب تداعيات

خروج بريطانيا من الاتحاد الاوربي، والشكل (٢) يوضح الرسم البياني للتيسير الكمي وعرض النقد ٢ ويبدو من الشكل ان هناك علاقة طردية بين التيسير الكمي وعرض النقد ٢.

ويبين الجدول (٥) علاقة الارتباط والانحدار بين التيسير الكمي وعرض النقد مع اخذ التباطؤ الزمني الذي يحقق اعلى ارتباطاً معنوياً، ونلاحظ ان علاقة الارتباط كانت موجبة وتزداد قوة الارتباط كلما تباطأ التيسير الكمي وهذه العلاقة ذات دلالة معنوية وفقاً لقيمة (p-value) لاختبار (t) واختبار (F) لذلك سوف نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة.



شكل (٢) يبين العلاقة بين التيسير الكمي وعرض النقد ٢.

جدول (٥) علاقة الارتباط والانحدار بين التيسير الكمي وعرض النقد ٢ مع اخذ التباطؤ الزمني الذي يحقق اعلى ارتباط معنوي

R^2	Prob(F-statistic)	F-statistic	Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable & Lag
0.759654	0.000000	91.65959	0.0000	24.30138	40.66662	988.2551	C
			0.0000	9.573901	0.126559	1.211662	QE
0.768594	0.000000	96.32063	0.0000	24.68759	40.40524	997.5078	C
			0.0000	9.814307	0.125745	1.234104	QE(-1)
0.773705	0.000000	95.73208	0.0000	25.85529	39.32155	1016.670	C

			0.0000	9.784277	0.123735	1.210654	QE(-2)
0.786232	0.000000	99.30506	0.0000	27.47301	37.62875	1033.775	C
			0.0000	9.965192	0.119619	1.192029	QE(-3)
0.798481		103.0200	0.0000	29.12430	36.05450	1050.062	C
	0.000000						
0.766127		85.17147	0.0000	10.14987	0.115899	1.176360	QE(-4)
0.815416	0.000000	110.4398	0.0000	31.15135	34.16210	1064.195	C
			0.0000	10.50903	0.111169	1.168281	QE(-5)
0.828826	0.000000	116.2082	0.0000	33.31816	32.44370	1080.964	C
			0.0000	10.77999	0.106941	1.152819	QE(-6)
0.840133	0.000000	120.8694	0.0000	35.73281	30.78431	1100.010	C
			0.0000	10.99406	0.102699	1.129084	QE(-7)

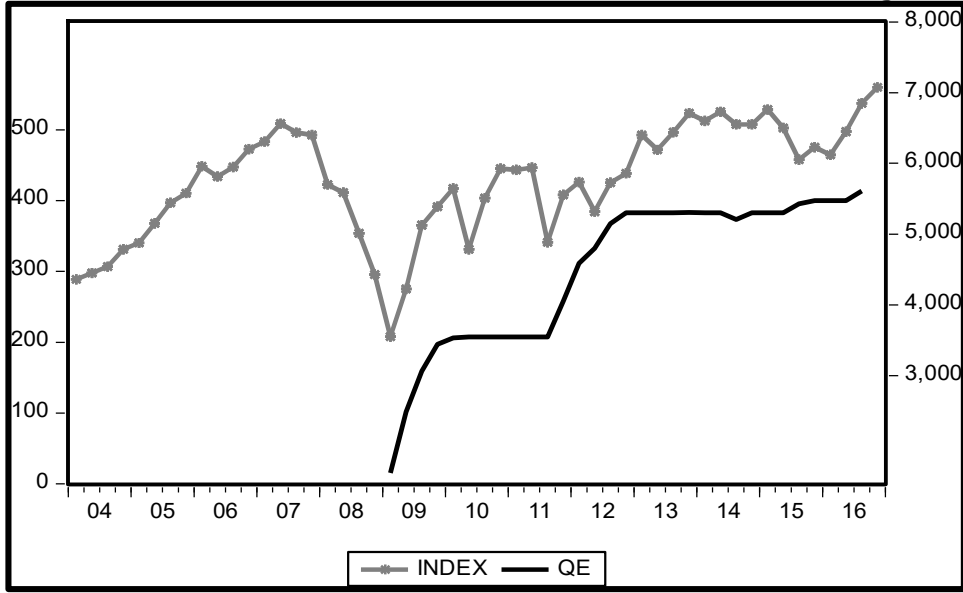
0.855207	0.000000	129.9407	0.0000	38.80415	28.80772	1117.859	C
			0.0000	11.39915	0.097399	1.110267	QE(-8)
0.870688	0.000000	141.3984	0.0000	42.50570	26.73350	1136.326	C
			0.0000	11.89111	0.091747	1.090977	QE(-9)
0.883526	0.000000	151.7128	0.0000	46.81560	24.73366	1157.921	C
			0.0000	12.31718	0.086152	1.061147	QE(-10)
0.886431	0.000000	148.2987	0.0000	49.72359	23.76368	1181.615	C
			0.0000	12.17779	0.084356	1.027268	QE(-11)
0.883703	0.000000	136.7760	0.0000	51.74408	23.32218	1206.785	C
			0.0000	11.69513	0.084605	0.989461	QE(-12)
0.869497	0.000000	113.2652	0.0000	51.80325	23.83120	1234.534	C
			0.0000	10.64261	0.088652	0.943493	QE(-13)

المصدر: تصميم الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews. 7)

اختبار الفرضية الفرعية الثالثة (لا يوجد تأثير معنوي للتيسير الكمي في مؤشر الاسهم (FTSE)).
 العمود الخامس في جدول (٣) يبين مؤشر سوق الاسهم البريطاني فوتسي حيث نلاحظ انه شهد ارتفاعاً من ٢٠٠٤ الى اى نهاية ٢٠٠٧ ثم بدأ ينخفض الى ان وصل الى ادنى مستوى في الربع الاول من ٢٠٠٩ عند ٣٥٥٠ نقطة ثم اخذ بالارتفاع التدريجي والمستمر ولم يحدث انخفاض الا في الربع الثالث من ٢٠١٥ وكان هناك ارتفاع في عام ٢٠١٦ لان المركزي البريطاني استمر في التيسير الكمي بسبب تداعيات خروج بريطانيا من الاتحاد الاوربي، ونلاحظ من الشكل (٣) ان هناك ارتباطاً موجباً قوياً بين التيسير الكمي

ومؤشر سوق الاسهم وان الارتفاع في التيسر الكمي يصاحبه وبشكل مباشر ارتفاعاً في قيمة المؤشر. ونلاحظ ايضاً في العمود السابع.

وبين الجدول (٦) علاقة الارتباط والانحدار بين التيسر الكمي ومؤشر الاسهم مع اخذ التباطؤ الزمني الذي يحقق اعلى ارتباط معنوي، ونلاحظ ان علاقة الارتباط كانت موجبة وهي ذات دلالة معنوية وفقاً لقيمة (p-value) لاختبار (t) واختبار (F) الا ان اعلى ارتباط يتحقق بشكل مباشر دون اي تباطؤ حيث بلغ معامل التحديد (0.749068). لذلك سوف نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة.



شكل (٣) يبين العلاقة بين التيسر الكمي ومؤشر سوق الاسهم البريطاني. جدول (٦) علاقة الارتباط والانحدار بين التيسر الكمي ومؤشر الاسهم (FTSE) مع اخذ التباطؤ الزمني الذي يحقق اعلى ارتباط معنوي

Variable & Lag	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	F-statistic	Prob(F-statistic)	R^2
C	3981.340	215.8511	18.44484	0.0000	86.56894	0.000000	0.749068
QE	6.250140	0.671752	9.304243	0.0000			
C	4365.382	195.1171	22.37314	0.0000	77.90559	0.000000	0.728733
QE(-1)	5.359622	0.607225	8.826414	0.0000			

مدى استجابة المتغيرات المالية والاقتصادية للتيسير الكمي في المملكة المتحدة

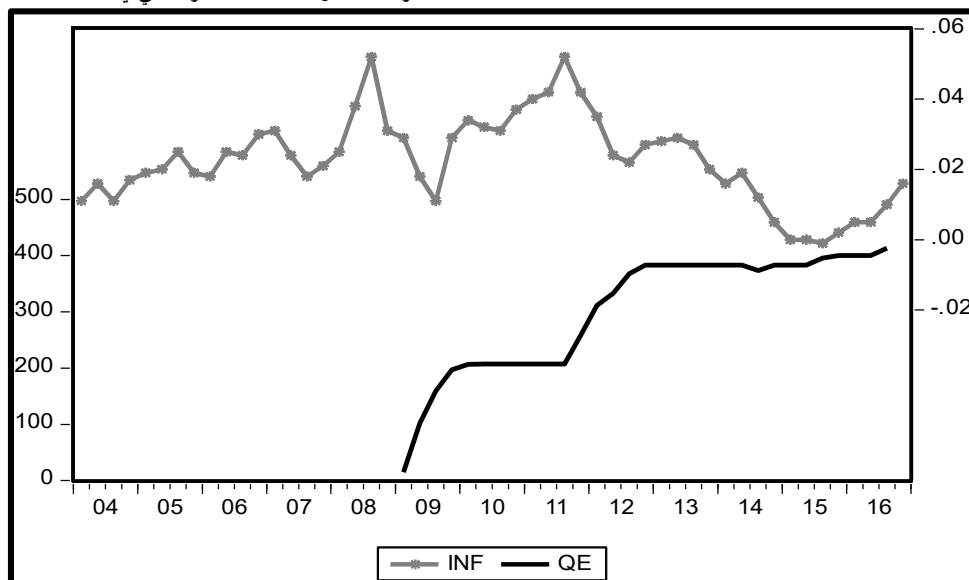
0.663850	0.000000	55.29615	0.0000	24.09545	194.4924	4686.380	C
			0.0000	7.436138	0.612016	4.551038	QE(-2)
0.670237	0.000000	54.87693	0.0000	25.25324	188.7139	4765.636	C
			0.0000	7.407897	0.599909	4.444062	QE(-3)
0.685510	0.000000	56.67351	0.0000	26.11723	183.9634	4804.615	C
			0.0000	7.528181	0.591360	4.451863	QE(-4)
0.722141	0.000000	64.97356	0.0000	27.33266	175.4621	4795.846	C
			0.0000	8.060618	0.570983	4.602477	QE(-5)
0.533158	0.000023	27.40924	0.0000	24.85188	207.5117	5157.055	C
			0.0000	5.235384	0.683998	3.580995	QE(-6)
0.411090	0.000553	16.05520	0.0000	23.07159	231.2536	5335.390	C
			0.0006	4.006894	0.771484	3.091256	QE(-7)
0.383732	0.001247	13.69875	0.0000	22.22065	242.0048	5377.503	C
			0.0012	3.701183	0.818219	3.028379	QE(-8)

0.383353	0.001632	13.05514	0.0000	21.76384	247.7912	5392.886	C
			0.0016	3.613190	0.850400	3.072656	QE(-9)
0.455059	0.000574	16.70120	0.0000	22.34692	238.6671	5333.476	C
			0.0006	4.086710	0.831321	3.397369	QE(-10)
0.311367	0.008573	8.590883	0.0000	24.58522	230.9110	5676.999	C
			0.0086	2.931021	0.819683	2.402509	QE(-11)
0.275646	0.017456	6.849740	0.0000	25.28367	228.9046	5787.550	C
			0.0175	2.617201	0.830384	2.173282	QE(-12)
0.301666	0.014864	7.343659	0.0000	26.15007	222.4386	5816.786	C
			0.0149	2.709919	0.827474	2.242389	QE(-13)

المصدر: تصميم الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews. 7)

اختبار الفرضية الفرعية الرابعة (لا يوجد تأثير معنوي للتيسير الكمي في معدل التضخم).

العمود السادس في جدول (٣) يبين معدل التضخم ونلاحظ انه كان في زيادة ملحوظة منذ عام ٢٠٠٤ الى ان بلغ اعلى مستوى في الربع الثالث من عام ٢٠٠٩ اذ بلغ ٥,٢٪ ثم بدأ بالانخفاض المستمر الى ان وصل الى ما دون الصفر في عام ٢٠١٥ ثم اخذ يرتفع بشكل تدريجي الى ان اصبح ١,٦٪ في نهاية ٢٠١٦، ومن خلال ملاحظة الشكل (٤) يمكن ان نرى ان التيسير الكمي ادى الى ارتفاع التضخم خلال عامي ٢٠١٠ و ٢٠١١ الا ان التضخم شهد انخفاضاً كبيراً خلال المدة من عام ٢٠١٢-٢٠١٥ وارتفع بشكل بسيط في عام ٢٠١١. ويبين الجدول (٧) علاقة الارتباط والانحدار بين التيسير الكمي ومعدل التضخم مع اخذ التباطؤ الزمني الذي يحقق اعلى ارتباطاً معنوياً، ونلاحظ ان علاقة الارتباط كانت سالبة وهي ذات دلالة معنوية وفقاً لقيمة (p-value) لاختبار (t) واختبار (F) وان اعلى ارتباط يتحقق عندما يتباطأ التيسير الكمي باحد عشر فصل حيث بلغ معامل التحديد (0.888776). لذلك سوف نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة.



شكل (٤) يبين العلاقة بين التيسير الكمي ومعدل التضخم.
جدول (٧) علاقة الارتباط والانحدار بين التيسير الكمي والتضخم مع اخذ التباطؤ الزمني الذي يحقق أعلى ارتباطاً معنوياً

R^2	Prob(F- (statistic	F-statistic	Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable & Lag
0.301452	0.001381	12.51467	0.0000	6.637874	0.006674	0.044304	C
			0.0014	- 3.537608	2.08E-05	-7.35E-05	QE
0.285 30	0.001971	11.57251	0.0000	6.414679	0.006741	0.043244	C
			0.0020	- 3.401839	2.10E-05	-7.14E-05	QE(-1)
0.340675	0.000710	14.46766	0.0000	6.861484	0.006631	0.045500	C
			0.0007	- 3.803638	2.09E-05	-7.94E-05	QE(-2)
0.511840	0.000013	28.30970	0.0000	8.826954	0.005787	0.051083	C
			0.0000	- 5.320686	1.84E-05	-9.79E-05	QE(-3)

0.555269		32.46227	0.0000	9.228780	0.005642	0.052067	C
	0.000005						
0.766127		85.17147	0.0000	- 5.697567	1.81E-05	-0.000103	QE(-4)
0.578056	0.000004	34.24951	0.0000	9.333813	0.005572	0.052012	C
			0.0000	- 5.852308	1.81E-05	-0.000106	QE(-5)
0.633718	0.000001	41.52324	0.0000	10.01181	0.005285	0.052909	C
			0.0000	- 6.443853	1.74E-05	-0.000112	QE(-6)
0.730046	0.000000	62.19957	0.0000	11.83638	0.004619	0.054668	C
			0.0000	- 7.886670	1.54E-05	-0.000122	QE(-7)

0.804429	0.000000	90.49103	0.0000	13.92971	0.003944	0.054935	C
			0.0000	- 9.512677	1.33E-05	-0.000127	QE(-8)
0.856879	0.000000	125.7292	0.0000	16.14827	0.003339	0.053923	C
			0.0000	- 11.21290	1.15E-05	-0.000129	QE(-9)
0.888776	0.000000	159.8175	0.0000	18.04025	0.002861	0.051606	C
			0.0000	- 12.64190	9.96E-06	-0.000126	QE(- 10)
0.813351	0.000000	82.79538	0.0000	13.45782	0.003262	0.043900	C
			0.0000	- 9.099197	1.16E-05	-0.000105	QE(- 11)
0.647045	0.000019	32.99799	0.0000	8.976989	0.004122	0.036999	C
			0.0000	- 5.744388	1.50E-05	-8.59E-05	QE(- 12)

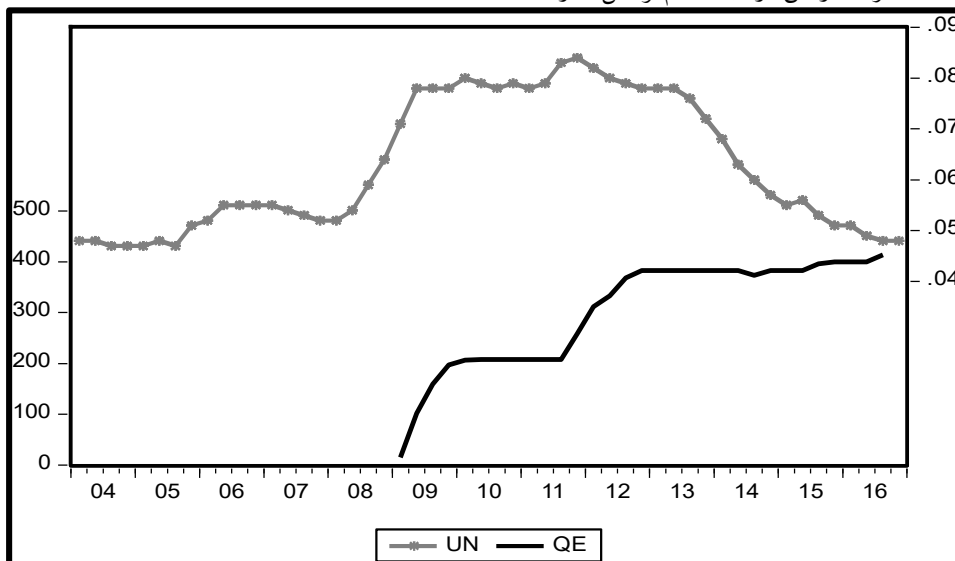
0.429940	0.002303	12.82145	0.0000	6.122111	0.004987	0.030529	C
			0.0023	- 3.580705	1.86E-05	-6.64E-05	QE(- 13)
0.329764	0.012690	7.872190	0.0001	5.020152	0.005543	0.027829	C
			0.0127	- 2.805742	2.12E-05	-5.96E-05	QE(- 14)
0.303356	0.021947	6.531796	0.0004	4.563160	0.005884	0.026848	C
			0.0219	- 2.555738	2.34E-05	-5.97E-05	QE(- 15)

المصدر: تصميم الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews. 7)

١. اختبار الفرضية الفرعية الخامسة (لا يوجد تأثير معنوي للتيسير الكمي في معدل البطالة).

العمود السابع في جدول (٣) يبين معدل البطالة الذي كان في عام ٢٠٠٤ حوالي ٤٪ ثم اخذ بالارتفاع التدريجي الى ان وصل الى ٨,٤٪ في نهاية عام ٢٠١١ ثم اخذ بالانخفاض الى ان اصبح ٤,٨٪ في عام ٢٠١٦ وهذا المعدل هو قريب من مستوى العمالة الكاملة غير انه لم يتحقق الا بعد عدة سنوات من التيسير الكمي كما كما هو واضح في الشكل (٥).

ويبين الجدول (٨) علاقة الارتباط والانحدار بين التيسير الكمي ومعدل البطالة، ونلاحظ ان علاقة الارتباط كانت سالبة وهي ذات دلالة معنوية وفقاً لقيمة (p-value) لاختبار (t) واختبار (F) وان اعلى ارتباط يتحقق عندما يتباطأ التيسير الكمي بأحد عشر فصل حيث بلغ معامل التحديد (0.866517). لذلك سوف نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة.



شكل (٥) يبين العلاقة بين التيسير الكمي ومعدل البطالة.
جدول (٨) علاقة الارتباط والانحدار بين التيسير الكمي ومعدل البطالة مع اخذ التباطؤ الزمني الذي يحقق اعلى ارتباطاً معنوياً

R^2	Prob(F-statistic)	F-statistic	Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable & Lag
0.323787	0.00836	13.88590	0.0000	16.40240	0.005456	0.089497	C
			0.0008	-3.726379	1.70E-05	-6.33E-05	QE
0.42085	0.000045	22.97923	0.0000	17.83292	0.005227	0.093219	C
			0.0000	-4.793665	1.63E-05	-7.80E-05	QE(-1)
0.483315	0.000020	26.19161	0.0000	18.36462	0.005117	0.093979	C

			0.0000	- 5.117774	1.61E- 05	-8.24E-05	QE(-2)
0.535947	0.000006	31.18295	0.0000	19.26558	0.004925	0.094878	C
			0.0000	- 5.584169	1.57E- 05	-8.74E-05	QE(-3)
0.594314		38.08890	0.0000	20.47754	0.004679	0.095814	C
	0.000002						
0.766127		85.17147	0.0000	- 6.171620	1.50E- 05	-9.28E-05	QE(-4)
0.634051	0.000001	43.31560	0.0000	21.35437	0.004497	0.096031	C
			0.0000	- 6.581458	1.46E- 05	-9.63E-05	QE(-5)
0.684117	0.000000	51.97756	0.0000	22.76882	0.004237	0.096463	C
			0.0000	- 7.209547	1.40E- 05	-0.000101	QE(-6)
0.747409	0.000000	68.05642	0.0000	25.26350	0.003843	0.097085	C
			0.0000	- 8.249631	1.28E- 05	-0.000106	QE(-7)
0.790846	0.000000	83.18554	0.0000	27.43551	0.003538	0.097076	C

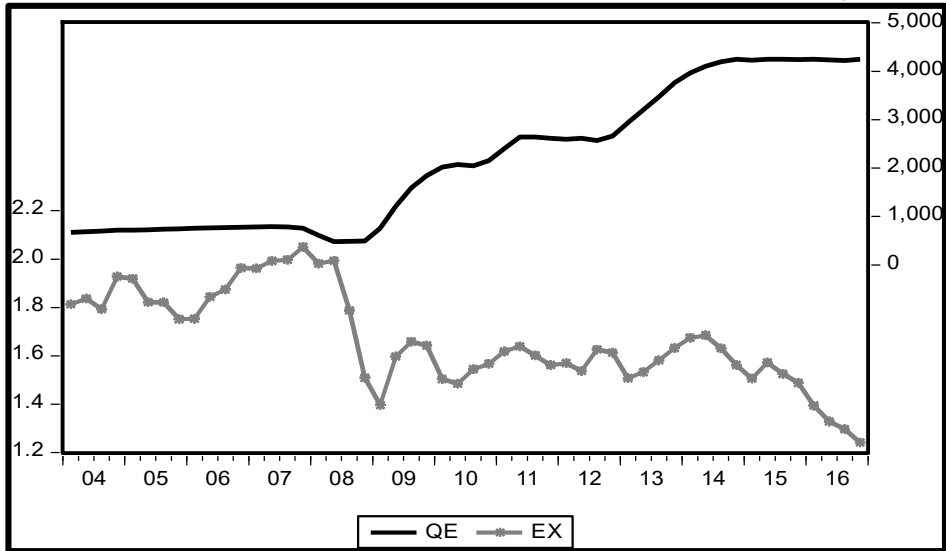
			0.0000	- 9.120611	1.20E- 05	-0.000109	QE(-8)
0.841572		111.5520	0.0000	31.10567	0.003126	0.097226	C
	0.000000		0.0000	- 10.56182	1.07E- 05	-0.000113	QE(-9)
0.882716		150.5263	0.0000	35.67463	0.002715	0.096862	C
	0.000000		0.0000	- 12.26892	9.46E- 06	-0.000116	QE(- 10)
0.866517		123.3403	0.0000	32.92342	0.002877	0.094723	C
	0.000000		0.0000	- 11.10587	1.02E- 05	-0.000113	QE(- 11)
0.820321		82.17849	0.0000	27.96437	0.003277	0.091641	C
	0.000000		0.0000	- 9.065235	1.19E- 05	-0.000108	QE(- 12)
0.767934		56.25502	0.0000	24.13861	0.003673	0.088659	C
	0.000001		0.0000	- 7.500335	1.37E- 05	-0.000102	QE(- 13)

المصدر: تصميم الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews. 7)

اختبار الفرضية الفرعية السادسة (لا يوجد تأثير معنوي للتيسير الكمي في سعر صرف الباوند مقابل الدولار).

العمود الثامن في جدول (٣) يبين سعر صرف الباوند مقابل الدولار ونلاحظ ان سعر صرف الباوند في عام ٢٠٠٤ كان حوالي ١,٨ وبقي ضمن هذا المستوى الى ان شهد ارتفاعاً في عام ٢٠٠٧ حيث بلغ في نهاية العام مستوى قياسياً عند ٢,٠٤ ثم انخفض بشكل مستمر حتى بلغ في الربع الاول لعام ٢٠٠٩ عند مستوى ١,٣٩ بعد ذلك وتزامناً مع التيسير الكمي في الولايات المتحدة ارتفع بشكل كبير وخلال فصلين الى ١,٦٥ وانخفض في نهاية عام ٢٠١٤ بسبب انهاء التيسير الكمي في الولايات المتحدة كما هو

واضح في الشكل (٦) وظل ضمن هذا المستوى حتى شهد انخفاضاً كبيراً في عام ٢٠١٦ بسبب خروج بريطانيا من الاتحاد الاوربي وبسبب استمرار التيسير الكمي في بريطانيا حيث بلغ ١,٢٢ في نهاية ٢٠١٦. ويبين الجدول (٩) علاقة الارتباط والانحدار بين التيسير الكمي وسعر صرف الباوند، ونلاحظ ان علاقة الارتباط كانت سالبة وهي ذات دلالة معنوية وفقاً لقيمة (p-value) لاختبار (t) واختبار (F) عندما يتباطأ التيسير الكمي بأربعة عشر فصل حيث بلغ معامل التحديد (0.554194). لذلك سوف نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة.



شكل (٦) يبين العلاقة بين التيسير الكمي في الولايات المتحدة ومعدل صرف الباوند مقابل الدولار. جدول (٩) علاقة الارتباط والانحدار بين التيسير الكمي وسعر صرف الباوند مقابل الدولار مع اخذ التباطأ الزمني الذي يحقق اعلى ارتباط معنوي

Variable & Lag	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	F-statistic	Prob(F-statistic)	R ²
C	1.582085	0.052679	30.03242	0.0000	0.379922	0.542453	0.012931
QE	-0.000101	0.000164	-0.616379	0.5425			
C	1.657810	0.055375	29.93775	0.0000	4.535746	0.041806	0.135251
QE(-1)	-0.000367	0.000172	-2.129729	0.0418			

0.134201	0.046474	4.340072	0.0000	29.26432	0.056585	1.655934	C
			0.0465	- 2.083284	0.000178	-0.000371	QE(-2)
0.089396	0.115122	2.650659	0.0000	27.98671	0.058246	1.630120	C
			0.1151	- 1.628084	0.000185	-0.000301	QE(-3)
0.045001	1.225163	0.278486	0.0000	26.59226	0.060159	1.599773	C
			0.2785	- 1.106871	0.000193	-0.000214	QE(-4)
0.058212	0.225372	1.545243	0.0000	26.27721	0.061266	1.609891	C
			0.2254	- 1.243078	0.000199	-0.000248	QE(-5)
0.099807	0.115894	2.660950	0.0000	26.65777	0.061303	1.634200	C

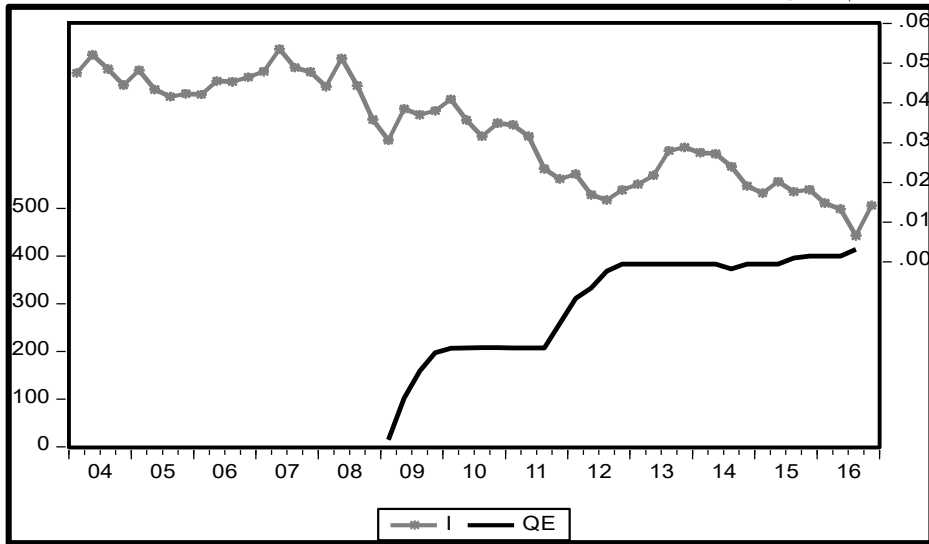
			0.1159	- 1.631242	0.000202	-0.000330	QE(-6)
0.152189	0.053869	4.128704	0.0000	27.09933	0.061127	1.656511	C
			0.0539	- 2.031921	0.000204	-0.000414	QE(-7)
0.231958	0.017174	6.644260	0.0000	28.13916	0.059815	1.683140	C
			0.0172	- 2.577646	0.000202	-0.000521	QE(-8)
0.290103	0.008011	8.581753	0.0000	28.89589	0.058692	1.695953	C
			0.0080	- 2.929463	0.000201	-0.000590	QE(-9)
0.327151	0.005414	9.724347	0.0000	29.36362	0.057851	1.698727	C
			0.0054	- 3.118389	0.000202	-0.000628	QE(-10)
0.364567	0.003751	10.90088	0.0000	29.50158	0.057781	1.704640	C
			0.0038	- 3.301649	0.000205	-0.000677	QE(-11)
0.437741	0.001487	14.01374	0.0000	30.49159	0.056464	1.721667	C

			0.0015	- 3.743493	0.000205	-0.000767	QE(-12)
0.484597	0.000931	15.98389	0.0000	30.73122	0.056358	1.731957	C
			0.0009	- 3.997986	0.000210	-0.000838	QE(-13)
0.597143	0.000170	23.71633	0.0000	33.53113	0.052453	1.758796	C
			0.0002	- 4.869942	0.000201	-0.000979	QE(-14)
0.554194	0.000609	18.64693	0.0000	30.38496	0.057460	1.745933	C
			0.0006	- 4.318209	0.000228	-0.000985	QE(-15)
0.442338	0.004934	11.10483	0.0000	25.30105	0.067994	1.720316	C
			0.0049	- 3.332392	0.000282	- 0.000939	QE(- 16)

اختبار الفرضية الفرعية السابعة (لا يوجد تأثير معنوي للتيسير الكمي في معدل الفائدة على السندات لأجل ١٠ سنوات)

العمود التاسع في جدول (٣) يبين معدلات الفائدة على السندات الحكومية التي آجالها عشر سنوات ونلاحظ ان معدل الفائدة كان حوالي ٥٪ من ٢٠٠٤ الى نهاية عام ٢٠٠٨ حيث بدأ المعدل بالانخفاض واستمر الانخفاض الى ان اصبح المعدل في الفصل الثالث من عام ٢٠١٦ حوالي نصف نقطة مئوية، ومن خلال ملاحظة الشكل (٧) يمكن ان نرى ان التيسير الكمي كان له أثر واضح في تخفيض معدل الفائدة حيث يظهر لنا الشكل العلاقة العكسية بين التيسير الكمي ومعدل الفائدة طويلة الامد بشكل واضح وان تخفيض معدل الفائدة طويلة هو احد الاهداف الاساسية للتيسير الكمي.

وبين الجدول (١٠) علاقة الارتباط والانحدار بين التيسير الكمي وسعر صرف الباوندا، ونلاحظ ان علاقة الارتباط كانت سالبة وهي ذات دلالة معنوية وفقاً لقيمة (p-value) لاختبار (t) واختبار (F) عندما يتباطأ التيسير الكمي بفصل واحد حيث بلغ معامل التحديد (0.582605). لذلك سوف نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة.



شكل (٧) يبين العلاقة بين التيسير الكمي والفائدة على السندات الحكومية التي آجالها عشر سنوات جدول (١٠) علاقة الارتباط والانحدار بين التيسير الكمي ومعدل الفائدة على السندات لأجل ١٠ سنوات مع اخذ التباطؤ الزمني الذي يحقق اعلى ارتباطاً معنوياً

R^2	Prob(F-Statistic)	F-statistic	Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable & Lag
0.564059	0.000001	37.52282	0.0000	13.59746	0.003198	0.043480	C
			0.0000	-6.125587	9.95E-06	-6.10E-05	QE
0.582605	0.000001	40.47862	0.0000	13.69628	0.003181	0.043565	C

			0.000 0	- 6.36228 1	9.90E-06	-6.30E-05	QE(-1)
0.508460	0.000010	28.96378	0.000 0	12.1693 8	0.00338 2	0.041153	C
			0.000 0	- 5.38180 0	1.06E-05	-5.73E-05	QE(-2)
0.446788	0.00007 4	21.80585	0.000 0	11.0837 8	0.00352 1	0.039022	C
			0.000 1	- 4.66967 4	1.12E-05	-5.23E-05	QE(-3)
0.383079	0.000446	16.14477	0.000 0	10.1791 0	0.00359 7	0.036613	C
			0.000 4	- 4.01805 6	1.16E-05	-4.65E-05	QE(-4)
0.298921	0.003168	10.65930	0.000 0	9.37054 3	0.00354 6	0.033231	C
			0.003 2	- 3.26485 9	1.15E-05	-3.77E-05	QE(-5)
0.273653	0.006103	9.042046	0.000 0	9.13043 6	0.00346 1	0.031603	C
			0.006 1	- 3.00699 9	1.14E-05	-3.43E-05	QE(-6)
0.333494	0.002504	11.50833	0.000 0	9.74131 8	0.00326 7	0.031826	C
			0.002 5	- 3.39239 3	1.09E-05	-3.70E-05	QE(-7)
0.361341	0.001892	12.44717	0.000 0	10.2449 7	0.00300 6	0.030800	C
			0.001 9	- 3.52805 4	1.02E-05	-3.59E-05	QE(-8)

0.348880	0.003002	11.25214	0.000 0	10.3945 6	0.00279 3	0.029035	C
			0.003 0	- 3.35442 1	9.59E-06	-3.22E-05	QE(-9)
0.275449	0.012147	7.603306	0.000 0	9.74004 5	0.00275 7	0.026857	C
			0.012 1	- 2.75740 9	9.60E-06	-2.65E-05	QE(-10)
0.271396	0.015455	7.077282	0.000 0	9.38516 8	0.00283 6	0.026617	C
			0.015 5	- 2.66031 6	1.01E-05	-2.68E-05	QE(-11)
0.266111	0.019900	6.526862	0.000 0	8.97330 2	0.00295 9	0.026554	C
			0.019 9	- 2.55477 2	1.07E-05	-2.74E-05	QE(-12)

المصدر: تصميم الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews. 7)

المبحث الرابع: الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: الاستنتاجات

توصلت الدراسة الى مجموعة من الاستنتاجات وكما يأتي:

١. إنَّ التيسير الكمي هو اداة غير تقليدية تستخدمها السياسة النقدية من خلال آلية السوق المفتوح، ويختلف التيسير الكمي عن عمليات السوق المفتوح التقليدية في مجموعة الامور هي أولاً: يركز التيسير الكمي على شراء السندات طويلة الامد وليس القصيرة كما في عملية السوق المفتوح. ثانياً: يختلف التيسير الكمي عن عمليات السوق المفتوح التقليدية في ان مشتريات السندات طويلة الامد لا تقتصر على السندات الحكومية وانما تمتد الى سندات الرهن العقاري وسندات الشركات. ثالثاً: يختلف التيسير الكمي عن عمليات السوق المفتوح التقليدية في ان مشتريات السندات في التيسير الكمي تكون بكميات كبيرة جداً قياساً بعمليات السوق المفتوح التقليدية. رابعاً: الهدف الاساسي من التيسير الكمي هو تخفيض معدل الفائدة طويلة الامد، وزيادة سيولة سوق الاصول على عكس عمليات السوق المفتوح التقليدية التي تهدف الى تخفيض معدل الفائدة قصيرة الامد. خامساً: ان استخدام التيسير الكمي يتطلب من البنك المركزي الاحتفاظ بالسندات لمدة طويلة ليكون له تأثير فعال في السوق، على عكس عمليات السوق المفتوح حيث السندات المشتراة هي بطبيعتها قصيرة الامد.

٢. كان هناك تأثير التيسير الكمي في زيادة نمو الناتج المحلي الى مستويات نمو موجبة مقارنة لمستويات لما قبل الازمة المالية العالمية بعدما شهد الناتج المحلي الاجمالي معدلات نمو سالبة في عام ٢٠٠٨ وعام ٢٠٠٩.
٣. كانت هناك علاقة ارتباط موجبة معنوية بين التيسير الكمي وعرض النقد ٢ اذ ادى الى زيادة معدلات النمو بالمستويات المقاربة لما قبل الازمة المالية بعدما شهد انخفاض في عام ٢٠٠٩ وعام ٢٠١٠.
٤. كان هناك تأثير مباشر للتيسير الكمي على مؤشر الاسهم (FTSE) حيث ارتفع المؤشر بشكل كبير مع بدء العمل بالتيسير الكمي واستمر الاتجاه صعودي حتى نهاية عام ٢٠١٦.
٥. لم يكن هناك تأثير واضح للتيسير الكمي على رفع التضخم الى المستوى المستهدف. رغم ان تأثير التيسير الكمي على معدل البطالة كان واضحاً وكانت العلاقة عكسية ذات دلالة معنوية حيث ادى التيسير الكمي الى انخفاض معدل البطالة من حوالي ٩٪ الى حوالي ٤٪. وهذا الامر مشابه لما حدث في الولايات المتحدة لذلك من المؤكد ان السبب في عدم ارتفاع معدل التضخم هو انخفاض سعر الطاقة وخاصة اسعار النفط.
٦. اثناء المدة من عام ٢٠٠٩ الى عام ٢٠١٤ ظل الباوند محافظاً على قيمته في المتوسط وقد يكون السبب هو حالة التوازن الناتجة عن التيسير الكمي في الولايات المتحدة مقابل التيسير الكمي في بريطانيا. ومن نهاية عام ٢٠١٤ وحتى نهاية عام ٢٠١٦ انخفضت قيمة الباوند البريطاني بشكل كبير لسببين الاول: انتهاء التيسير الكمي في الولايات المتحدة الذي ادى الى زيادة قيمة الدولار بشكل كبير. ثانياً: خروج بريطانيا من الاتحاد الاوربي في منتصف عام ٢٠١٦.
٧. ادى التيسير الكمي الى انخفاض معدل الفائدة على السندات لأجل ١٠ سنوات بشكل كبير اذ كان معدل الفائدة في عام ٢٠٠٨ حوالي ٤٪ واصبح في عام ٢٠١٦ حوالي ١٪، علماً ان احد الاهداف الاساسية لوراء استخدام التيسير الكمي هو تخفيض معدل الفائدة طويلة الامد من اجل تحفيز الاستثمار والاستهلاك.

ثانياً: التوصيات

- من خلال الدراسة وما توصلت اليه من نتائج واستنتاجات ومن أجل الاستفادة من هذه الدراسة يمكن ان نبين مجموعة من التوصيات كما يلي:
١. التيسير الكمي يعكس حالة متقدمة في النظم الرأسمالية، وقد يكون من الصعب تطبيق التيسير الكمي في البلدان الناشئة والنامية لعدم توفر المستلزمات الضرورية لنجاحه، لذلك نوصي الباحثين في البلدان الناشئة والنامية ان يبحثوا عن ادوات جديدة غير تقليدية يمكن ان تنجح في هذه البلدان اذا ما واجهت ازمة مالية.
 ٢. نوصي البنك المركزي العراقي وجمهور المستثمرين بأن يكون لديهم اطلاع مستمر على الدراسات والاخبار والتحليلات المتعلقة بالسياسة النقدية في الدول المتقدمة والصين وذلك لان السياسة النقدية في تلك الدول لها تأثير كبير على الاقتصاد العالمي وبالخصوص قيمة الدولار مقابل العملات وهذا ما

ينعكس بشكل مباشر على اقتصاديات الدول النامية لان جميع السلع والمعادن والمواد الخام تسعر بالدولار.

٣. التيسير الكمي من المواضيع المهمة والحديثة التي اهتمت بها المؤسسات الاكاديمية والاعلام الاقتصادي الغربي بشكل كبير، في المقابل الدراسات العربية في هذا الموضوع تكاد لا تذكر لذلك نوصي المؤسسات الاكاديمية المختصة والباحثين بالاهتمام بهذا الموضوع من خلال الدراسات والبحوث في المستقبل.
٤. من أهم معايير سلامة الاقتصاد وجود نمو متوازن في الناتج المحلي الاجمالي، ومعدل تضخم سنوي قريب من ٢٪، وذلك لان انخفاض التضخم الى مستويات الصفر او المستويات السالبة سوف يؤدي الى احتفاظ الناس بالأموال وهو ما يؤدي الى مزيد من الركود.

المصادر

- 1- Bernanke Ben S., " Monetary Policy since the Onset of the Crisis" Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, August 31, 2012.
- 2- Berrospide Jose, " Bank Liquidity Hoarding and the Financial Crisis: An Empirical Evaluation", 2013.
- 2- Berg Arnold Van Den, " Value Investing During Worldwide Quantitative Easing", May 2, 2014, (WWW.CENTMAN.COM).
- 3- Brainard Lael, " Unconventional Monetary Policy and Cross-Border Spillovers", Stanford Institute for Economic Policy Research, December 1, 2015.
- 4- Brainard Lael, " Normalizing Monetary Policy When the Neutral Interest Rate Is Low", November 6, 2015.
- 5- Blinder Alan S and Princeton University, " Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies", March 2010.
- 6- Bowdler Christopher and Amar Radia, "Unconventional monetary policy: the assessment", November 4, 2012, (oxrep.oxfordjournals.org).
- 7- Powell Jerome H., " Thoughts on Unconventional Monetary Policy" The Bipartisan Policy Center, June 27, 2013.
- 8- Powell Jerome H., " Advanced Economy Monetary Policy and Emerging Market Economies" November 4, 2013.
- 9- Bank of England, "Quantitative easing explained", 2012.
- 10- Carpenter Seth B., Selva Demiralp, and Jens Eisenschmidt, " The Effectiveness of the Non-Standard Policy Measures during the Financial Crises: The Experiences of the Federal Reserve and the European Central Bank", January 2013.
- 11- Carpenter Seth B. Carpenter, Jane E. Ihrig, Elizabeth C. Klee, Daniel W. Quinn, and Alexander H. Boote, " The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings: A primer and projections", September 2013.

12- Chodorow Gabriel, "Effects of Unconventional Monetary Policy on Financial Institutions", Spring 2014.

13- Christensen Jens H. E. and Gillan James M., " Does Quantitative Easing Affect Market Liquidity", May 2015,

13- David Bowman and Brian Doyle, " Effects of the Bank of Japan's Communication Strategy at the Zero Lower Bound", Authorized for public release by the FOMC Secretariat on 03/07/2014.

14- David Bowman, Fang Cai, Sally Davies, and Steven Kamin, " Quantitative Easing and Bank Lending: Evidence from Japan", June 2011.

15- Engen Eric M., Thomas Laubach, and David Reifschneider, "The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies", January 14, 2015 (www.dx.doi.org/).

16- Fawley Brett W. and Neely Christopher J., " Four Stories of Quantitative Easing", January/February 2013.

17- Hiroshi Ugai, " Effects of the Quantitative Easing Policy: Survey of Empirical Analyses", 2007.

18- Hancock Diana and Wayne Passmore, " The Federal Reserve's Portfolio and its Effects on Mortgage Markets", 2012.

19- Hancock Diana and Wayne Passmore, " The Federal Reserve's Portfolio and its Effects on Mortgage Markets", 2012.

20- Josh Ryan-Collins, Richard Werner, Tony Greenham, and Giovanni Bernardo, " Strategic quantitative easing: Stimulating investment to rebalance the economy", 2013, (www.tabd.co.uk).

21- Johnston Andrew and Trevor Pugh, " The Law And Economics of Quantitative Easing ", February 2013.

22- Kawai Masahiro, " International Spillovers of Monetary Policy: US Federal Reserve's Quantitative Easing and Bank of Japan's Quantitative and Qualitative Easing" Asian Development Bank, January 2015, (www.adbi.org).

23- Martin Evans and Viktoria Tlnatkovska, "The International Capital Flows return and World Financial", 2005.

24- Michael Joyce, David Miles, Andrew Scott and Dimitri Vayanos, " Quantitative Easing And Unconventional Monetary policy –An introduction" Economic Journal, Vol. 122, November 2012.

25- Nakata Taisuke, "Optimal Fiscal and Monetary Policy with Occasionally Binding Zero Bound Constraints", April 2013.

26- Rogers John H., Chiara Scotti, Wright Jonathan H. and Johns Hopkins "Evaluating Asset-Market Effects of Unconventional Monetary Policy: A Cross-Country Comparison", March 2014, (www.federalreserve.gov/pubs/ifdp).

27- Rogoff Kenneth," Was quantitative easing best way to boost US economy",1/2015. 124- Roche Cullen O.," Understanding Quantitative Easing", February 10, 2014,(www.orcamgroup.com).

28- Raffnot Thomas," Understanding the impact of large scale asset purchases on long-term government bond yields: the quantitative easing paradox", June 2015.

29- Stanley Fischer and Vice Chairman," Conducting Monetary Policy with a Large Balance Sheet, Board of Governors of the Federal Reserve System", February 27, 2015.

30- Takeshi Kimura and David Small," Quantitative Monetary Easing and Risk in Financial Asset Markets", September 28, 2004.

31- Wu Tao," Unconventional Monetary Policy and Long-Term Interest Rates" International Monetary Fund, September 2014.

32- Yellen Janet L.," Unconventional Monetary Policy and Central Bank Communications", The U.S. Monetary Policy Forum, February 25, 2011.

33- www.worldbank.org.

34- Finance.yahoo.com.

35- www.bankofengland.co.uk.

36- www.IMF.org.

37- (www.ons.gov.uk)

38- (www.assetmacro.com/united-kingdom)

39- (http://www.londonstockexchange.com)

40- (www.wsj.com/mdc)

41- (http://money.cnn.com/)

المخاطر الائتمانية وأثرها على السيولة المصرفية دراسة تطبيقية بين

مصرفي الوطني الإسلامي والتجارة العراقي

*Insurance risks and its effect on the banking Liquidity:
An applied Study between the banks of Islamic National
and Iraqi Trade*

م.م مصطفى سلام عبد الرضا⁽¹⁾

Assist. Lect. Mustafa S. Abdul-Ridha

المستخلص

تهدف هذه الورقة الى تسليط الضوء على اهم المخاطر التي تتعرض لها المصارف الاسلامية والتجارية والناجمة من عمليات منح الائتمان المصرفي وهي المخاطر الائتمانية والاثار الناتجة عنها وبالأخص ما يتعلق بالسيولة المصرفية من خلال قياس وتحليل المخاطر الائتمانية، اذ تم اختيار مصرفين وهما المصرف الوطني الإسلامي ومصرف التجارة العراقي وتم استخدام المؤشرات الخاصة بالمخاطر الائتمانية والسيولة المصرفية، اذ تكمن مشكلة البحث في بيان اهم المشاكل التي يعاني منها المصرفان من جراء المخاطر الائتمانية واثارها على السيولة المصرفية، تم تحليل هذه المؤشرات واختبارها بواسطة اختباري F,P-value وبيان الأثر من خلال معامل التحديد R2 باستخدام تحليل التباين ANOVA وتوصل البحث الى ان هناك تأثيراً معنوياً لمؤشرات المخاطر الائتمانية على السيولة المصرفية ولكلا المصرفين ولكن بدرجات متفاوتة، والتي على أساسها تم قبول الفرضية البديلة، وكذلك توصلت الورقة الى توصيات أهمها الاهتمام العالي في تكوين

1- جامعة الفرات الأوسط التقنية/ المعهد التقني المسيب.