البحوث والدراسات

محددات سلوك أسعار الفائدة بدولة الكويت

د. حسين علي العمر*

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى تعرف أهمية العوامل المحلية في التأثير على سلوك سعر الفائدة لكل من ودائع الدينار والدولار بدولة الكويت كمثال على اقتصاد نام صغير منفتح على العالم الخارجي. وقد استخدمت الدراسة لهذا الغرض أسلوب الارتداد الذاتي للكمية الموجهة (VAR)، وبيانات شهرية للفترة من عام ١٩٩٣ إلى عام ٢٠٠٦م لخمسة متغيرات محلية، وهي سعر الفائدة على ودائع الدينار، سعر الفائدة على ودائع الدولار، سعر الخصم ليمثل الأداة الرئيسية للسياسة النقدية، أرصدة البنوك لدى البنك المركزي لتعكس سيولة البنوك، وسعر صرف الدينار مقابل الدولار.

وتشير نتائج الدراسة إلى أن العوامل المحلية تساهم بنسبة تراوح بين ٤٩٪ و ٦٥٪ في سلوك أسعار الفائدة المحلية على ودائع الدولار والدينار على التوالي، وأن سعر الخصم يأتي في مقدمة هذه العوامل، يليه أرصدة البنوك لدى البنك المركزي، وأخيراً سعر صرف الدينار مقابل الدولار. كما تشير النتائج إلى أن أسعار الفائدة المحلية تتأثر طردياً بسعر الخصم وعكسياً بكل من أرصدة البنوك لدى البنك المركزي وسعر صرف الدينار، وهذا يشير إلى وجود مجال للسياسة النقدية في التأثير على المتغيرات المحلية على الرغم من درجة الانفتاح العالية للاقتصاد الكويتي.

مقدمة:

مع تنامي ظاهرة تحرير القطاع المالي وتزايد درجة التكامل بين أسواق المال العالمية خلال العقدين الأخيرين ازداد الاهتمام بدراسة أثر ذلك على

* دكتوراه في الاقتصاد، جامعة ميامي، الولايات المتحدة الأمريكية، عام ١٩٩٠م، وأستاذ مشارك بقسم الاقتصاد، كلية الدراسات التجارية، الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب، دولة الكويت.

العلاقة بين أسعار الفائدة بين الدول والعوامل المؤثرة بها، وبشكل خاص موضوع تقارب أسعار الفائدة الدولية ودور العوامل المحلية في ذلك. فالجدل لايزال قائماً حول درجة الارتباط بين أسعار الفائدة في دول العالم المختلفة والأسباب الكامنة وراء اختلاف درجة الارتباط هذه بين دولة وأخرى. ولما كان الاقتصاد الكويتي يتصف بصغره وانفتاحه على العالم الخارجي، وفي ظل حرية حركة رأس المال المحلي والتطور النسبي للقطاع المالي الكويتي فإنه من المتوقع أن تتأثر أسعار الفائدة المحلية بتطور الأوضاع النقدية الدولية، وعليه، فإن السؤال المهم هنا هو حجم هذا التأثير ودور العوامل المحلية في هذا، وانعكاس ذلك على دور السياسة النقدية بدولة الكويت. فمن المتوقع هنا أن تؤدي العوامل المحلية دوراً مهماً في التأثير على سلوك أسعار الفائدة المحلية؛ وذلك لعدة اعتبارات يأتي على رأسها قصور أسواق المال والقيود المفروضة على أسعار الفائدة. والواقع أنه لا توجد دراسات سابقة حول هذا الموضوع تخص دولة الكويت أو دول الخليج.

وعليه، فإن هذا البحث يهدف إلى تعرف درجة أهمية العوامل المحلية في التأثير على سلوك أسعار الفائدة للودائع بدولة الكويت. وسينقسم البحث إلى أربعة أجزاء، **الجزء الأول** يستعرض تطور أسعار الفائدة على الودائع بدولة الكويت، و**الجزء الثاني** يقدم موجزاً نظرياً للعلاقة بين أسعار الفائدة فيما بين الدول، أما **الجزء الثالث** فيتضمن دراسة تطبيقية لتعرف أثر العوامل المحلية على سلوك أسعار الفائدة على الودائع بدولة الكويت، و**الجزء الأخير** خلاصة للبحث.

الجزء الأول – تطور أسعار الفائدة على الودائع بدولة الكويت:

شهدت أسعار الفائدة بدولة الكويت تطوراً مهماً بعد قرار البنك المركزي ربط أسعار الفائدة المحلية بسعر الخصم، وذلك منذ عام ١٩٨٨م، كما هو موضح في الجدول رقم (١)، حيث أصبح سعر الخصم أداة فعالة

منذ ذلك التاريخ بعد الجمود الذي اتسمت به هذه الأداة منذ استحداثها عام ١٩٧٥م. وفي عام ١٩٩٣م تم زيادة الحدود القصوى لأسعار الفائدة على القروض وخفض الحدود الدنيا على الودائع، كما أصبح سعر الفائدة على القروض الاستهلاكية مساوياً لسعر الخصم، وهو موضح في الجدول رقم (٢). و في يناير من عام ١٩٩٥م ألغيت الحدود الدنيا لأسعار الفائدة على الودائع وترك تحديدها لقوى السوق، في حين استمرت القيود على أسعار الفائدة على القروض كما هي.

وقد شهد سعر الخصم تغيرات متكررة منذ ذلك التاريخ وبصورة تعكس التطورات التي يشهدها القطاع النقدي المحلي بشكل أفضل مما كان عليه الوضع في السابق.

الجدول رقم (١)
هيكل سعر الفائدة للفترة من ١٩٨٨-١٩٩٢م

الفئة	سعر الفائدة	ملاحظات
قروض لمدة لا تتعدى سنة	سعر الخصم + ٢	تضاف ٠,٥ نقطة على قروض السحب على المكشوف
قروض لأكثر من سنة	سعر الخصم + ٢,٥	تضاف ٠,٥ نقطة على قروض السحب على المكشوف
قروض استهلاكية	٦٪	-
ودائع الادخار	٤,٥٪	الحد الأدنى
ودائع آجلة ١-٣ أشهر	سعر الخصم	الحد الأدنى
ودائع آجلة ٣-٦ أشهر	سعر الخصم + ٠,٥ نقطة	الحد الأدنى
ودائع آجلة أكثر من ٦ أشهر	سعر الخصم + نقطة	الحد الأدنى

الجدول رقم (٢)
هيكل سعر الفائدة للفترة منذ ١٩٩٣م

الفئة	سعر الفائدة	ملاحظات
قروض لمدة لا تتعدى سنة	سعر الخصم + ٢,٥	تضاف ٠,٥ نقطة على قروض السحب على المكشوف
قروض لأكثر من سنة	سعر الخصم + ٤	–
قروض استهلاكية	سعر الخصم	–
ودائع الادخار	٣,٥٪	رفع الحد الأدنى إلى ٣,٧٥ عام ١٩٩٤م
ودائع آجلة ١–٣ أشهر	سعر الخصم	الحد الأدنى
ودائع آجلة ٣–٦ أشهر	سعر الخصم	الحد الأدنى
ودائع آجلة أكثر من ٦ أشهر	سعر الخصم	الحد الأدنى

وعلى الرغم من استمرار القيود على أسعار الفائدة فإن ربطها بسعر الخصم أعطاها مرونة أكبر في مواجهة التطورات التي تشهدها السيولة المحلية، وأسعار الفائدة العالمية. وتجدر الإشارة هنا إلى أن هذه القيود مفروضة على أسعار الفائدة على الدينار فقط، أما تلك الخاصة بالعملات الأجنبية فلا تخضع لأي قيود. وبتتبع سلوك أسعار الفائدة المحلية على ودائع الدينار والدولار خلال الفترة من يناير ١٩٩٣م إلى ديسمبر ٢٠٠٦م كما يوضحه الشكل رقم (١) نرى أن سعر الفائدة على ودائع الدينار كان أعلى منه على ودائع الدولار ما عدا الفترة من أكتوبر ١٩٩٩م إلى أبريل ٢٠٠١م؛ حيث كان سعر الفائدة على ودائع الدولار أكبر منه على ودائع الدينار بمتوسط بلغ ٠,٤. وقد بلغ متوسط الفرق لصالح ودائع الدينار ٣,٧ خلال الفترة من يناير ١٩٩٣م إلى مارس ١٩٩٤م، ثم انخفض إلى ١,٣ خلال الفترة من أبريل ١٩٩٤م إلى يناير ١٩٩٧م، ثم إلى ٠,٧ خلال الفترة التالية بعد استبعاد الفترة التي كان فيها سعر الفائدة على ودائع الدولار أكبر منه على ودائع الدينار. ويعود هذا الفارق إلى الحدود الدنيا التي

فرضها البنك المركزي على ودائع الدينار التي كانت تساوي سعر الخصم، وذلك ضمن هيكل أسعار الفائدة الجديد الذي استحدث عام ١٩٨٨م، والذي ربط أسعار الفائدة على الودائع والقروض بالدينار بسعر الخصم، كما سبق ذكره، إلا أن إلغاء هذه الحدود الدنيا عام ١٩٩٥م قد ساهم في تقليص هذا الفارق، وهو ما يفسر التباعد الواضح بين سعر الفائدة هذا وسعر الخصم منذ ديسمبر ١٩٩٥م من ناحية والتقارب بين الفائدة على الدينار والفائدة على الدولار من ناحية أخرى. و تجدر الإشارة هنا إلى أن البنك المركزي قد حافظ على سعر خصم مرتفعاً نسبياً كوسيلة لجذب الودائع وتوطينها بعد التحرير، وهذا ما يفسر الفارق بين سعر الفائدة على ودائع الدينار وودائع الدولار. أما فيما يتعلق بسلوك كل من أسعار الفائدة المحلية مقارنة بسعر الفائدة الدولي، والمتمثل بسعر الفائدة على ودائع الدولار الأوروبي، فإنه يلاحظ التقارب الكبير بين سلوك سعر الخصم وسعر الفائدة الدولي، كما يوضحه الشكل رقم (٢)، ويؤكد ذلك قيمة معامل الارتباط الجزئي كما هو موضح في الجدول رقم (٣)، إلا أن سعر الخصم كان دائماً أعلى من سعر الفائدة الدولي.

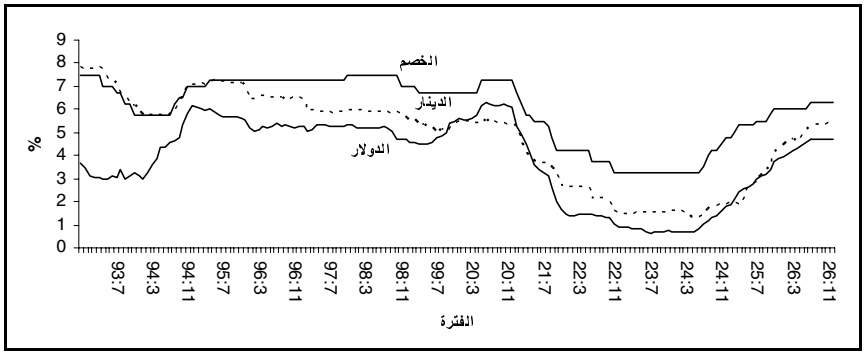
الجدول رقم (٣)

الارتباط الجزئي بين سعر الفائدة الدولي وأسعار الفائدة المحلية

	سعر الخصم	سعر الفائدة على ودائع الدينار	سعر الفائدة على ودائع الدولار
سعر الفائدة الدولي	٠,٩١	٠,٨٨	٠,٩٩
سعر الخصم	١	٠,٩٢	٠,٩٣
سعر الفائدة على ودائع الدينار	٠,٩٢	١	٠,٨٤
سعر الفائدة على ودائع الدولار	٠,٩٣	٠,٨٤	١

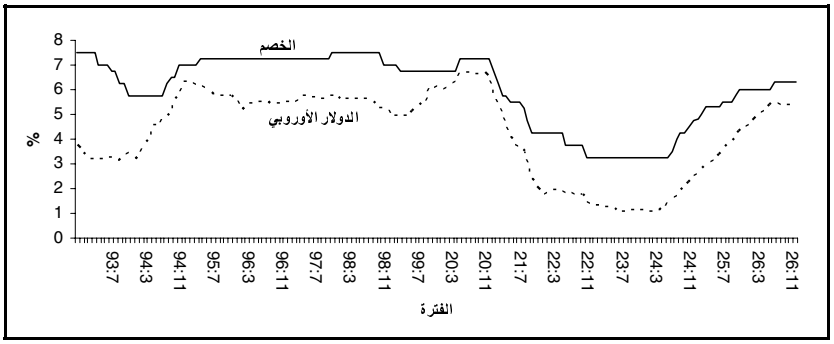
وأخيراً، فإن سلوك أسعار الفائدة على الودائع المحلية يظهر تقارباً كبيراً مع سعر الفائدة الدولي، كما هو مبين في الشكل رقم (٣)، إلا أن سعر الفائدة الدولي

كان دائماً أعلى من سعر الفائدة على ودائع الدولار، وهذا الفارق قد يعكس – إلى حد كبير – هامش الربح الذي تسعى البنوك المحلية لتحقيقه عن طريق توظيف هذه الودائع في أصول أجنبية وبشكل خاص ودائع لدى بنوك خارجية. كما شهدت الفترة تنامي هذا الفارق بين الاثنين، فقد قفز متوسط الفارق لصالح سعر الفائدة العالمي من ٠,١٨ خلال الفترة من ١٩٩٣م إلى ١٩٩٦م، إلى ٠,٤٥ خلال الفترة التالية، وهذا بدوره قد يعود في أحد جوانبه إلى تحسن سيولة البنوك المحلية بالعملة الأجنبية. أما بالنسبة لسلوك سعر الفائدة على الدينار فإنه يحاكي – إلى حد كبير – سلوك سعر الفائدة الدولي إلا أنه – وعلى عكس الحال مع سعر الفائدة على ودائع الدولار – كان أعلى من سعر الفائدة الدولي وبمتوسط بلغ ٠,٥ وذلك فيما عدا فترتين وهما من يوليو ١٩٩٩م إلى يوليو ٢٠٠١م و من يونيو ٢٠٠٤م إلى أكتوبر ٢٠٠٦م كان خلالهما أقل من سعر الفائدة الدولي. وكما سبق ذكره، فإن أسعار الفائدة المحلية على الودائع و القروض بالعملة الأجنبية لا تخضع للقيود التي يفرضها البنك المركزي، وهذا ما يفسر تقارب سلوك سعر الفائدة المحلي على الدولار مع نظيره الدولي، وذلك مقارنة بسعر الفائدة المحلي على الدينار.



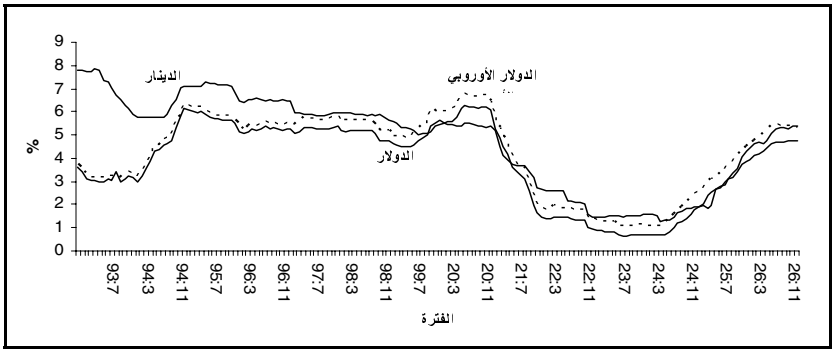
المصدر: بنك الكويت المركزي، النشرة الإحصائية الفصلية.

الشكل رقم (١) – تطور سلوك كل من سعر الخصم وأسعار الفائدة على ودائع الدينار والدولار



المصدر: بنك الكويت المركزي، النشرة الإحصائية الفصلية؛ وصندوق النقد الدولي، الإحصاءات المالية الدولية.

شكل رقم (٢) – تطور سلوك سعر الخصم المحلي وسعر الفائدة على الدولار الأمريكي



المصدر: المصدر السابق.

الشكل رقم (٣) – تطور سلوك كل من أسعار الفائدة المحلية وسعر الفائدة على الدولار الأمريكي

الجزء الثاني – العلاقة بين أسعار الفائدة الدولية : ملخص نظري:

من المتعارف عليه أن الفرق بين أسعار الفائدة على الأدوات المالية المختلفة يعكس فروق خصائص هذه الأدوات من حيث السيولة وفترة الاستحقاق والمخاطرة، هذا على مستوى البلد الواحد، أما إذا انتقلنا إلى مقارنة أسعار الفائدة بين الدول فإن عوامل إضافية بجانب العوامل السابقة يجب أخذها بعين الاعتبار على رأسها درجة حرية حركة رأس المال، ونظام سعر الصرف،

ودرجة تطور أسواق المال، حيث تلعب هذه المتغيرات دوراً رئيسياً في درجة تأثر أسعار الفائدة المحلية بنظيراتها الدولية. لذلك ترى نظرية تساوي سعر الفائدة التي تعتبر من أهم النظريات المفسرة للعلاقة ما بين أسعار الفائدة الدولية، أنه في ظل نظام سعر الصرف الثابت، والحرية التامة لحركة رأس المال، والتطور الكامل لأسواق رأس المال، فإن أسعار الفائدة على الأدوات المالية المتماثلة في خصائصها ستتساوى في الدول المختلفة. إلا أن واقع الحرية غير التامة لحركة رأس المال، وتقلبات أسعار الصرف وقصور أسواق رأس المال يعني حتمية وجود فوارق بين أسعار الفائدة الدولية، وفي ظل هذه الظروف برزت نظريتان رئيسيتان لتفسير فروق أسعار الفائدة فيما بين الدول، وهما نظرية تساوي سعر الفائدة المغطى (CIP)، ونظرية تساوي سعر الفائدة غير المغطى (UIP)، اللتان تربطان مابين فروق أسعار الفائدة والتغير المتوقع في سعر الصرف بناء على فرضية أن تقلبات أسعار الصرف ستعكس في أحد جوانبها الفوارق في الأوضاع الاقتصادية بين الدول المعنية.

فالنظرية الأولى ترى أن الفرق بين أسعار الفائدة يقارب الفرق بين سعر الصرف الآجل وسعر الصرف الفعلي أو ما يطلق عليه بالعلاوة (**Premium**)؛ أي أن سعر الفائدة المحلي يساوي نظيره الأجنبي مضافاً إليه العلاوة، في حين ترى الأخرى أن الفرق بين أسعار الفائدة يقارب الفرق بين سعر الصرف المتوقع للفترة التالية وسعر الصرف الحالي. وقد أظهرت نتائج الدراسات حول هذا الموضوع نجاح النظرية الأولى وفشل الثانية في تفسير فروق أسعار الفائدة بين الدول [١٧,٧].

وبالانتقال إلى الدراسات التطبيقية لهذه النماذج تبرز قضيتان رئيسيتان، وهما مدى ارتباط أسعار الفائدة الدولية، ومدى تقلص الفوارق ما بين هذه الأسعار. فنتائج هذه الدراسات كانت متعارضة فيما يتعلق بالقضية الأولى؛ فمنها ما يشير إلى وجود ارتباط في الأمد الطويل (تكامل) بين أسعار الفائدة الدولية في كل من دول الاتحاد الأوروبي وأمريكا الشمالية وشرق آسيا

[٣،٥،٦،٧،١٥،١٦،١٨]، ومنها ما يشير إلى غياب مثل هذا التكامل [١٢، ١٧]. ومن ناحية أخرى فإن استمرار وجود فوارق بين أسعار الفائدة وعدم تلاشيها كان أحد الظواهر التي أثارت اهتمام الباحثين والتي فشل النموذجان السابقان في تفسيرها مما عزز الاعتقاد بوجود عوامل أخرى وراء هذه الظاهرة بجانب التغير المتوقع في سعر الصرف كمخاطر العملة وأخطاء التوقعات، إلا أن فشل هذين العاملين كذلك في تفسير هذه الظاهرة دفع إلى الاعتقاد بوجود عوامل إضافية ذات طابع داخلي وراء ذلك كاختلاف قوانين الضرائب وتكلفة المعاملات ودرجة المخاطرة والسياسات الاقتصادية؛ الأمر الذي يشير إلى أهمية العوامل الداخلية في تفسير سلوك فروق أسعار الفائدة حتى في حالة الاقتصادات المتقدمة [٧، ١٨].

الجزء الثالث – التحليل التطبيقي:

لتعرف أثر العوامل المحلية على سلوك أسعار الفائدة المحلية ستستخدم الدراسة نموذج الارتداد التلقائي للكمية الموجهة (VAR)، وبيانات شهرية للفترة من يناير ١٩٩٣م إلى ديسمبر ٢٠٠٦م لخمسة متغيرات محلية وهي: سعر الفائدة على كل من ودائع الدينار (kd) وودائع الدولار (us) ليمثلا أسعار الفائدة المحلية، وسعر الخصم (d) ليمثل الأداة الرئيسية للسياسة النقدية، وأرصدة البنوك لدى البنك المركزي (bf) ليعكس أثر وضع السيولة لديها على أسعار الفائدة، وسعر الصرف، سعر الدولار الأمريكي بالعملة المحلية (exr)، كما تم إدراج سعر الفائدة على الدولار الأوروبي (f) كمتغير خارجي ليمثل سعر الفائدة الدولي؛ وذلك بسبب ارتباط أسعار الفائدة المحلية بما فيها سعر الخصم بهذا المتغير كما سبق توضيحه. ومن المتوقع أن تتأثر أسعار الفائدة المحلية طردياً بسعر الخصم، وعكسياً بكل من أرصدة البنوك لدى البنك المركزي وسعر الصرف.

أولاً – اختبار السكون والتكامل المشترك:

يتطلب نموذج VAR استخدام المتغيرات ذات درجة السكون المتماثلة

بمستواها إذا كانت تتمتع بتكامل مشترك؛ وذلك للحفاظ على العلاقة طويلة الأمد بين هذه المتغيرات، أما إذا لم يكن بينها تكامل مشترك فإنه يجب في هذه الحالة استخدام المتغيرات بصيغتها الساكنة. ومن أشهر اختبارات السكون اختبارا "**Dickey-Fuller**" [٨، ١١] و "**Philips-Perron**" [١٩].

تشير نتائج اختبار السكون – كما هو موضح في الجدول رقم (٤) – إلى أن المتغيرات المستخدمة تعاني مشكلة عدم السكون وأنها تصبح ساكنة بعد أخذ فرقها الأول؛ مما يشير مبدئياً إلى إمكانية وجود علاقة توازنية طويلة الأمد بين أسعار الفائدة المحلية و المتغيرات الأخرى المستخدمة في هذه الدراسة.

الجدول رقم (٤)
نتائج اختبار السكون

المتغير	ADF		PP	
	المستوى	الفرق الأول	المستوى	الفرق الأول
kd	-0.8	-3.8*	-0.6	-7.5*
us	-1.5	-3.1**	-0.7	-6.4*
f	-1.6	-2.9**	-0.8	-6.4*
d	-1.4	-3.06**	-1.01	-9*
bf	0.9	-14.6*	-2.6	-21.5*
exr	-1.1	-7.5*	-1.8	-10.4*

* ذو معنوية إحصائية عند مستوى ١٪ ، ** ذو معنوية إحصائية عند مستوى ٥٪.

الخطوة التالية هي اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات السابقة باستخدام اختبار **Johansen** الذي تشير نتائجه – كما هو موضح في الجدولين رقمي (٥) و (٦) – إلى وجود تكامل مشترك بين المتغيرات المحلية؛ مما يعني وجود علاقة توازنية طويلة الأمد بين هذه المتغيرات، وبناء عليه سيتم استخدام هذه المتغيرات بمستواها بدلاً من فرقها الأول عند تقدير النموذج.

الجدول رقم (٥)
اختبار التكامل المشترك للفائدة على ودائع الدينار

Eigenvalue	Likelihood Ratio	Critical Value		Hypothesized No. of CE(s)
		5%	1%	
0.166637	75.58794	62.99	70.05	None *
0.147138	45.51069	42.44	48.45	At most 1 **
0.093749	19.2497	25.32	30.45	At most 2
0.018061	3.007319	12.25	16.26	At most 3

الجدول رقم (٦)
اختبار التكامل المشترك للفائدة على ودائع الدولار

Eigenvalue	Likelihood Ratio	Critical Value		Hypothesized No. of CE(s)
		5%	1%	
0.208163168	76.88866	62.99	70.05	None *
0.109876172	38.37767	42.44	48.45	At most 1
0.083929344	19.17255	25.32	30.45	At most 2
0.02813219	4.708354	12.25	16.26	At most 3

* ذو معنوية إحصائية عند مستوى ١٪ ، ** ذو معنوية إحصائية عند مستوى ٥٪.

بناءً على ما سبق، ونظراً لضرورة ترتيب المتغيرات عند تقدير النموذج وفق تأثرها بغيرها؛ بحيث يكون المتغير الأقل تأثراً في البداية والمتغير الأكثر تأثراً في النهاية، فإن الترتيب المناسب للمتغيرات سيكون على النحو التالي: سعر الخصم المحلي، يليه سعر الصرف، ثم أرصدة البنوك لدى البنك المركزي، فسعر الفائدة المحلي. لذلك سيتم إجراء تحليل الارتداد على نظام المعادلات التالي:

$$d_t = C_1 + \sum_{i=1}^{n} \alpha_{1i} d_{t-i} + \sum_{i=1}^{n} \beta_{1i} exr_{t-i} + \sum_{i-1}^{n} \delta_{1i} bf_{t-i} + \sum_{i=1}^{n} \phi_{1i} i_{t-i} + E_1 \quad (1)$$

$$exr_t = C_2 + \sum_{i=1}^{n} \alpha_{2i} d_{t-1} + \sum_{i=1}^{n} \beta_{2i} exr_{t-1} + \sum_{i-1}^{n} \delta_{2i} bf_{t-1} + \sum_{i=1}^{n} \phi_{2i} i_{t-i} + E_2 \quad (2)$$

$$bf_t = C_3 + \sum_{i=1}^{n} \alpha_{3i} d_{t-1} + \sum_{i=1}^{n} \beta_{3i} exr_{t-1} + \sum_{i-1}^{n} \delta_{3i} bf_{t-1} + \sum_{i=1}^{n} \phi_{3i} i_{t-i} + E_3 \quad (3)$$

$$i_t = C_4 + \sum_{i=1}^{n} \alpha_{3i} d_{t-1} + \sum_{i=1}^{n} \beta_{3i} exr_{t-1} + \sum_{i-1}^{n} \delta_{3i} bf_{t-1} + \sum_{i=1}^{n} \phi_{4i} i_{t-i} + E_4 \quad (4)$$

لدراسة العلاقة بين هذه المتغيرات يقتضي إجراء تحليل الارتداد على النموذج السابق باستخدام طريقة المربعات الصغرى، ثم استخلاص حدود الخطأ الناتجة من تقدير المعادلات السابقة، ومن ثم استخدامها لتعرف طبيعة هذه العلاقة من خلال أداتين، وهما تحليل التباين (**Variance Decomposition**) ودوال ردة الفعل (**Impulse Response Functions**)، حيث تقيس الأداة الأولى الأهمية النسبية لكل متغير في التأثير على ذاته وعلى المتغيرات الأخرى في النموذج، وذلك من خلال تقدير نسبة مساهمة كل متغير في النموذج بما فيها المتغير المعني في تباين خطأ الاستقراء لهذا المتغير، في حين تقيس الأداة الثانية أثر صدمة افتراضية ممثلة بزيادة تساوي مقدار انحراف معياري واحد لحدود الخطأ في كل متغير من متغيرات النموذج على ذاته وعلى المتغيرات الأخرى فيه، حيث يظهر إذا ما كان لهذه الزيادة أثر إيجابي أو سلبي، مع تتبع تطور هذا الأثر خلال فترة استقراء معينة [٤، ١٧].

ونظراً لحساسية نتائج النموذج لفترات الإبطاء المستخدمة، فقد تم اختيار فترات الإبطاء بناءً على معيار **Akaike** الذي أشارت نتائجه إلى أن فترة الإبطاء المثلى هي فترتا إبطاء لكل متغير في النموذج.

ثانياً – نتائج النموذج:

١ – تحليل التباين:

الجدول رقم (٧)
نتائج تحليل التباين للفائدة على ودائع الدينار والدولار

الفترة	kd				us			
	d	exr	bf	kd	d	exr	bf	us
1	30.5	0.0	0.8	68.7	9.2	4.2	3.1	83.4
2	40.6	0.4	3.3	55.7	6.9	8.8	4.7	79.6
3	40.9	0.5	9.7	48.9	5.9	14.0	11.3	68.8
4	39.4	0.8	15.6	44.2	5.8	16.1	16.4	61.7
5	37.9	1.6	19.0	41.5	6.6	16.5	18.8	58.1
6	36.5	2.7	20.9	39.8	7.9	16.3	19.7	56.2
7	35.1	4.2	22.0	38.6	9.5	15.8	19.9	54.8
8	33.7	5.9	22.7	37.7	11.0	15.4	19.8	53.7
9	32.2	7.7	23.2	36.8	12.3	15.1	19.7	52.8
10	30.8	9.5	23.6	36.1	13.5	14.9	19.6	52.1
11	29.5	11.3	23.8	35.4	14.4	14.6	19.5	51.5
ـ	28.3	13.0	23.9	34.8	15.1	14.5	19.4	51.0

تشير نتائج تحليل التباين – كما هو موضح في الجدول رقم (٧)– إلى أن نسبة مساهمة المتغيرات المحلية في سلوك سعري الفائدة المحليين تصل في ذروتها إلى ٤٩٪ بالنسبة لسعر الفائدة على الدولار مقابل ٦٥٪ بالنسبة لسعر الفائدة على الدينار، كما أن هذه المساهمة تتزايد مع مرور الزمن. وبتفصيل أكثر يلاحظ من النتائج السابقة أن أثر سعر الخصم المحلي على سلوك سعر الفائدة

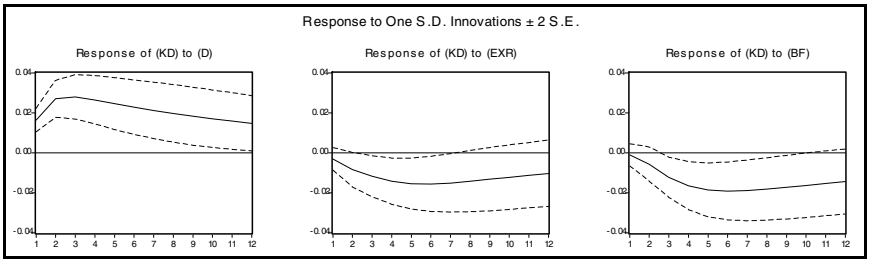
على الدينار أعلى منه على الدولار حيث تبلغ ذروة مساهمته في سلوك سعر الفائدة على ودائع الدينار ٤٠٪ في حين تنخفض هذه الذروة إلى ١٥٪ بالنسبة لسعر الفائدة على ودائع الدولار، إلا أن هذه المساهمة متناقصة في حالة سعر الفائدة على ودائع الدينار لتصل في نهاية الفترة إلى ٢٨٪، ومتزايدة في حالة سعر الفائدة على ودائع الدولار. أما عن مساهمة المتغيرات المحلية الأخرى فيلاحظ أن أرصدة البنوك لدى البنك المركزي تأتي في المرتبة الثانية بعد سعر الخصم، وبنسبة تصل في ذروتها إلى ٢٣٪ في حالة سعر الفائدة على الدينار، في حين تبلغ ذروة مساهمة هذا المتغير في تقلبات سعر الفائدة على ودائع الدولار ١٩٪، في المقابل نجد أن مساهمة سعر الصرف تأتي في المرتبة الثالثة؛ حيث تصل هذه المساهمة في ذروتها إلى ١٦٪ في حالة سعر الفائدة على ودائع الدولار مقابل ١٣٪ في حالة أسعار الفائدة على ودائع الدينار.

مما سبق يلاحظ أن العوامل المحلية تفسر نسبة عالية من تقلبات أسعار الفائدة المحلية وأن أثرها على سلوك سعر الفائدة على الدينار أكبر من أثرها على سلوك سعر الفائدة على الدولار، وهذا يعود مرة أخرى إلى القيود التي يفرضها البنك المركزي على أسعار الفائدة على الدينار، كما سبق توضيحه. من ناحية أخرى تشير النتائج – كما هو موضح في الملحق الإحصائي – إلى أن العوامل المحلية لها تأثير على سلوك سعر الخصم ومن ثم على السياسة النقدية، وتصل في ذروتها إلى نحو ٤٠٪، في حين أن سعر الصرف لا يتأثر بشكل مهم بتغيرات العوامل المحلية الأخرى. وأخيراً فإن أرصدة البنوك لدى البنك المركزي تتأثر بسلوك سعر الصرف وبنسبة تصل في ذروتها إلى نحو ٤٣٪. هذا في مجمله يعزز أهمية دور العوامل المحلية في التأثير على سلوك المتغيرات المستخدمة في هذا النموذج.

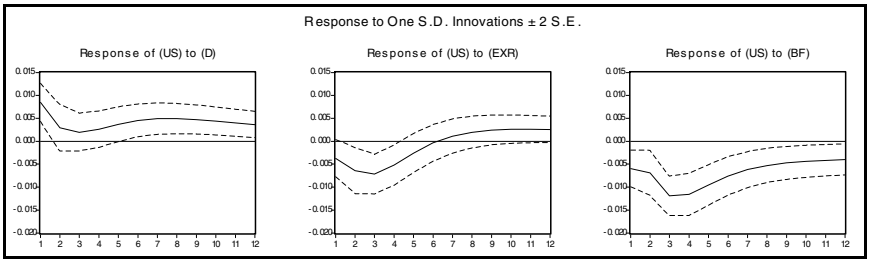
٢ – دوال ردة الفعل:

أما بالنسبة لطبيعة وأمد تأثير المتغيرات المحلية على سلوك سعري الفائدة على الودائع فإن دوال ردة الفعل – كما هو موضح في الشكلين رقمي

(٤) و(٥) – تشير إلى أن أثر هذه المتغيرات يتوافق مع ما هو متوقع؛ فأثر سعر الخصم طردي وطويل الأمد على هذين المتغيرين، في حين أن أثر أرصدة البنوك عكسي، أما أثر سعر الصرف فإنه عكسي على سعري الفائدة، إلا أن أثره على سعر الفائدة على ودائع الدولار يبدأ عكسياً ثم يتحول بعدها إلى طردي ولكن صافي الأثر ظل عكسياً.



الشكل رقم (٤) – دوال ردة فعل سعر الفائدة على ودائع الدينار



الشكل رقم (٥) – دوال ردة فعل سعر الفائدة على ودائع الدولار

الجزء الرابع – الخلاصة:

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة تعرف أثر العوامل المحلية في سلوك أسعار الفائدة على الودائع بدولة الكويت، وذلك كمثال على حالة اقتصاد صغير منفتح على العالم الخارجي. ولدراسة أثر هذه العلاقة تم استخدام بيانات شهرية تغطي الفترة من يناير ١٩٩٣م إلى ديسمبر ٢٠٠٦م لخمسة متغيرات محلية، وهي سعر الفائدة على ودائع الدينار، وسعر الفائدة على ودائع الدولار، وسعر الخصم، وأرصدة البنوك المحلية مع البنك المركزي، وسعر صرف الدينار مقابل

الدولار. وفي البداية تم اختبار درجة سكون هذه المتغيرات، وقد أشارت نتائجه إلى أن المتغيرات موضع الدراسة غير ساكنة في مستواها لكنها تصبح ساكنة بعد أخذ فرقها الأول، ثم انتقل التحليل إلى دراسة العلاقة التوازنية طويلة الأمد بين هذه المتغيرات باستخدام اختبار **Johansen**، وأشارت نتائجه إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأمد بينها. بعد ذلك طبق أسلوب الارتداد التلقائي للكمية الموجهة (VAR) لتعرف حجم وطبيعة تأثير كل من سعر الخصم وأرصدة البنوك لدى البنك المركزي وسعر صرف الدينار على أسعار الفائدة المحلية، حيث أظهرت النتائج أن العوامل المحلية السابقة تساهم بنسبة عالية في سلوك أسعار الفائدة المحلية، حيث يأتي سعر الخصم في المرتبة الأولى، يليه أرصدة البنوك لدى البنك المركزي، ثم سعر صرف الدينار، ليعكس بذلك القيود التي يفرضها البنك المركزي، على أسعار الفائدة المحلية، ومن ثم الهامش الذي تتمتع به السياسة النقدية في التأثير على المتغيرات النقدية المحلية. لذلك وبناءً على كل ما سبق يمكن القول إن العوامل الداخلية تؤدي دوراً مهماً في توجيه سلوك أسعار الفائدة المحلية بدولة الكويت.

المراجع

أولاً – المراجع العربية:

- بنك الكويت المركزي، **النشرة الفصلية**، سنوات مختلفة.
- ـــــــــــــ، **التقرير الاقتصادي**، سنوات مختلفة.

ثانياً – المراجع الأجنبية:

- Anoruo,E.,S.Ramchander,and H. Thiewes. (2002),'' International Linkage of Interest Rates : Evidence from The Emerging Economies of Asia''. **Global Financial Journal**, 217- 235.
- Bernanke, B. (1986), "Alternative explanation of the Money-Income correlation," **Carnegie-Rochester Conference Series on public Policy**, 49 - 99.
- Caporale,G.,and G. Williams. (2000),'' International linkages in short- and Lomg- term interest rates **", International Review of Economics and Business,** 39-61.
- Cheung,W. and B. Hung. (1998),'' The International Transmission of U.S., Eurodollar,and Asian Dollar interest rates: Some Empirical Evidence '', **Pacific Basin Finance Journal** ,77-86.
- Devine, M. (1997), '' The Cointegration of International Interest rates : A Review'', **Technical Papers,** Central bank of Ireland, 1-24.
- Dickey,D. and Wayne Fuller. (1979),'' Distribution of the Estimators for autoregressive Time Series With a Unit Root'',**Journal of the American Statistical association,** PP .427-431.
- Engle,R. and Granger,C. (1987), '' Cointegration and Error Correction Representation, estimation, and testing'', **Econometrica**, 251-276.
- _____. and Yoo,B. (1987), '' Forcasting and Testing in Cointegrated System'',**Journal of Econometrics**, 143-159.
- Fuller, W.(1976) ''**Introduction to Statistical Time Series"** John Wiley, NY.

- Hung,B., and D. Sinha. (2002),'' Term Length Bias of International Interest Rates Transmission'', **BRC Working Papers**, Hong Kong Baptist University, 1-30.
- MF,IFS, **Quarterly Bulleten**, Different Issuses.
- Johansen, S. (1991), ''Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gausian Vector Autoregressive Models'', **Econometrica**, Vol. 59, PP. 1551-1580.
- Kim,S. (2001),'' International Transmission of U.S. Monetary Policy Shocks: Evidence from VAR'', **Journal of Monetary Economics**, 339-372.
- Kumhof,M. (2001),'' International Capital Mobility in Emerging Markets: New Evidence from Daily Data'', **Review of Intrnational Economics**, 626-640.
- Laopodis,N. (2001),'' International Interest RateTransmission and the German Dominance Hypothesis within EMS'', **Open Economics Review**, 347-377.
- Pigott,C.(1994),''International Interest Rate Convergence : A Survey of the Issues and Evidence'', **FRBNY Quartely Review**, 24-37.
- Phillips, P. and Perron, P. (1988), '' Testing for a Unit Root in Time Series Regression'', **Biometrica**, pp.335-346.
- Sims, C. (1980), "Macroeconomics and Reality," **Econometrica**, 1 - 49.

ملحق إحصائي

تطور سعر الخصم وأسعار الفائدة المحلية بدولة الكويت

السنة	سعر الخصم	سعر الفائدة على ودائع الدينار	سعر الفائدة على ودائع الدولار
1993	5.75	5.90	3.15
1994	7.00	7.07	6.13
1995	7.25	6.86	5.52
1996	7.25	6.47	5.27
1997	7.50	5.98	5.36
1998	7.00	5.61	4.72
1999	6.75	5.46	5.62
2000	7.25	5.38	6.07
2001	4.25	2.65	1.49
2002	3.25	1.45	0.92
2003	3.25	1.60	0.71
2004	4.75	1.89	1.77
2005	6	4.084	3.73
2006	6.3	5.393	4.729

نتائج تحليل التباين لسعر الخصم وسعر الصرف وأرصدة البنوك
حالة سعر الفائدة على ودائع الدينار والدولار

الفترة	d				exr				bf			
	d	exr	bf	kd	d	exr	bf	kd	d	exr	bf	kd
1	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	100.0	0.0	0.0	0.8	5.7	93.5	0.0
2	95.8	0.5	3.7	0.0	0.0	99.7	0.2	0.1	3.4	10.3	86.4	0.0
3	89.1	0.3	10.5	0.1	0.1	98.3	1.4	0.2	5.1	16.9	77.8	0.2
4	84.6	0.4	14.8	0.2	0.1	97.0	2.7	0.3	6.2	23.3	70.0	0.5
5	81.6	1.1	17.0	0.3	0.1	96.1	3.4	0.4	6.8	28.1	64.4	0.8
6	78.8	2.6	18.1	0.5	0.2	95.6	3.8	0.5	7.1	31.6	60.3	1.0
7	75.9	4.6	18.8	0.6	0.2	95.2	4.0	0.6	7.2	34.5	57.1	1.2
8	72.9	7.0	19.3	0.7	0.2	94.8	4.2	0.8	7.2	36.9	54.5	1.4
9	69.9	9.7	19.5	0.8	0.2	94.4	4.4	1.0	7.2	39.0	52.3	1.6
10	67.0	12.4	19.7	0.9	0.2	94.0	4.5	1.3	7.1	40.8	50.4	1.7
11	64.2	15.1	19.7	1.0	0.2	93.6	4.7	1.5	6.9	42.3	48.8	1.9
12	61.6	17.7	19.6	1.0	0.2	93.2	4.8	1.8	6.8	43.6	47.4	2.1

الفترة	d				exr				bf			
	d	exr	bf	us	d	exr	bf	us	d	exr	bf	us
1	100.0	0.0	0.0	0.0	0.3	99.7	0.0	0.0	0.0	5.4	94.6	0.0
2	94.4	1.3	2.9	1.5	1.4	97.9	0.1	0.6	0.4	9.6	89.9	0.0
3	87.4	1.4	7.1	4.1	2.0	96.1	1.3	0.6	1.7	16.3	81.9	0.1
4	84.1	1.2	8.7	6.0	2.2	94.8	2.5	0.5	3.0	21.6	75.2	0.2
5	82.8	1.0	9.2	7.1	2.1	94.1	3.3	0.4	3.9	25.4	70.3	0.4
6	82.0	1.0	9.4	7.7	2.0	93.8	3.8	0.4	4.7	28.1	66.6	0.6
7	81.2	1.2	9.6	8.0	1.8	93.6	4.2	0.4	5.4	30.0	63.7	0.9
8	80.3	1.6	9.9	8.3	1.7	93.4	4.4	0.4	6.1	31.6	61.2	1.1
9	79.3	2.1	10.1	8.5	1.7	93.2	4.7	0.5	6.6	32.8	59.2	1.3
10	78.4	2.7	10.4	8.6	1.7	92.9	4.9	0.5	7.1	33.8	57.5	1.5
11	77.4	3.3	10.6	8.6	1.7	92.7	5.0	0.5	7.6	34.7	56.1	1.6
12	76.5	4.0	10.8	8.7	1.7	92.5	5.2	0.6	8.0	35.4	54.9	1.7