



إجراءات السياسة النقدية وأهدافها بدولة الكويت

د. حسين علي العمر*

ملخص:

سعت الدراسة إلى تعرف أثر سعر الخصم وسعر الصرف على الأهداف المعلنة للسياسة النقدية بدولة الكويت، الممثلة بدعم سعر الفائدة المحلي في مواجهة تقلبات أسعار الفائدة الدولية، والحد من أثر التضخم المستورد على نظيره المحلي. ولهذا الغرض استخدمت الدراسة أسلوب الانحدار التلقائي للكمية الموجهة (VAR) وبيانات شهرية تغطي الفترة من يناير ١٩٩٣م إلى ديسمبر ٢٠٠٢م. وتشير نتائج الدراسة إلى أن سعر الخصم ذو تأثير طردي مهم على سعر الفائدة المحلي الذي بدوره يؤثر عكسياً على الرقم القياسي للأسعار، في حين أن سعر الصرف ينأثر طردياً بالرقم القياسي للأسعار، وذلك على عكس ما هو متوقع؛ كون زيادة سعر الصرف تعني زيادة قيمة الدولار بالعملة المحلية وليس انخفاضها، مما يعني تفضيل البنك المركزي استقرار سعر صرف الدينار - خاصة مقابل الدولار الأمريكي - على استخدامه كأداة فعالة للحد من التضخم المستورد. وعليه فإنه يمكن القول: إن عملية تحقيق أهداف دعم أسعار الفائدة المحلية ومكافحة التضخم تتم بشكل رئيسي عن طريق سعر الخصم وليس عن طريق سعر الصرف. إلا أن الأرقام المنخفضة للتضخم المحلي ومسايرة أسعار الفائدة المحلية لنظيرها الدولي تشير إلى نجاح إجراءات البنك المركزي - بشكل عام - في تحقيق أهدافه.

مقدمة:

يتبنى البنك المركزي بدولة الكويت هدفين رئيسيين، هما المحافظة على

(*) دكتوراه في الاقتصاد، جامعة ميامي، الولايات المتحدة الأمريكية، عام ١٩٩٩م، وأستاذ الاقتصاد، كلية الدراسات التجارية، الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب، دولة الكويت.

استقرار القطاع المصرفي عن طريق دعم أسعار الفائدة المحلية في مواجهة تقلبات أسعار الفائدة الدولية، والحد من أثر التضخم المستورد على نظيره المحلي، ويعمل على تحقيق هذين الهدفين من خلال هدفين وسيطين، هما سعر الفائدة وسعر الصرف، حيث يستهدف سعر الفائدة وسعر الصرف من خلال ربط الأول بسعر الخصم وربط الثاني بسلة عملات يتحكم البنك في مكوناتها وأوزانها. وعليه، فإن هذا البحث يعد محاولة لدراسة أثر إجراءات البنك المركزي في تحقيق أهداف السياسة النقدية بدولة الكويت، وذلك من خلال تعرف طبيعة وحجم تأثير كل من سعر الخصم وسعر الصرف وحجم هذا التأثير على سعر الفائدة قصير الأجل والرقم القياسي لأسعار المستهلك خلال الفترة من عام ١٩٩٣ إلى عام ٢٠٠٢م. وينقسم البحث إلى أربعة أجزاء؛ الجزء الأول يقدم موجزاً نظرياً لأهداف السياسة النقدية وقواعدها وأدواتها، والجزء الثاني يعرض لمحة عن السياسة النقدية بدولة الكويت، أما الجزء الثالث فيتضمن دراسة تطبيقية لتعرف طبيعة وحجم تأثير سعر الخصم وسعر الصرف وحجم هذا التأثير على كل من سعر الفائدة قصير الأجل والرقم القياسي لأسعار المستهلك، والجزء الأخير خلاصة للبحث.

الجزء الأول – السياسة النقدية موجز نظري:

تعمل السياسة النقدية من خلال إطار عام، يتضمن ثلاثة عناصر رئيسية، هي: أهداف السياسة النقدية وأدواتها وقواعدها، وتختلف مكونات هذه العناصر الرئيسية من دولة إلى أخرى وذلك تبعاً لاختلاف السمات الهيكلية والمؤسسية لهذه الدول. وفيما يلي عرض موجز قواعد السياسة النقدية وأدواتها وقواعدها.

أولاً – أهداف السياسة النقدية:

١ – الأهداف النهائية:

تتضمن الأهداف النهائية للسياسة النقدية تحفيز النمو الاقتصادي والتوظيف والمحافظة على استقرار القطاع المالي، بالإضافة إلى المحافظة على معدل تضخم مقبول، واستقرار كل من أسعار الفائدة طويلة الأمد وسعر الصرف الحقيقي. إلا أن

الاعتقاد بأن البنك المركزي يستطيع تحقيق الأهداف السابقة أصبح أمراً من الماضي في أدبيات السياسة النقدية؛ فم منذ السبعينيات من القرن السابق وكنتيجة لتفشي ظاهرة التضخم الركودي في الدول المتقدمة، أصبح هدف المحافظة على معدل تضخم مقبول هو الهدف النهائي الرئيسي لكثير من الدول المتقدمة والنامية على حد سواء (Poole, 1999)؛ ويعود ذلك إلى القناعات السائدة بأن السياسة النقدية لا يمكنها التأثير على معدل النمو الاقتصادي حتى في الأمد القصير؛ وذلك بسبب تأخر الحصول على المعلومات حول الدورة الاقتصادية من ناحية وتأخر ردة فعل المتغيرات الاقتصادية لأي تغير في السياسة النقدية من ناحية أخرى، الأمر الذي يصعب معه إمكانية تبني سياسات نقدية فعالة (Kamin et. al., 1998)، بالإضافة إلى ذلك فإن الآثار السلبية للتضخم على الادخار والاستثمار والإنتاج ومن ثم على النمو الاقتصادي - تجعل من المحافظة على معدل تضخم معتدل هدفاً مهماً للسياسة الاقتصادية (Khan, 2003). وعلى الرغم من أن التحكم في التضخم يعني ضمناً التحكم في المجاميع النقدية فإن عدم استقرار العلاقة بين الناتج المحلي والمجاميع النقدية يجعل من المفضل استهداف التضخم بدلاً من استهداف المجاميع النقدية. ومع ذلك فإنه يجب - عند صياغة السياسة النقدية - الأخذ بعين الاعتبار آثارها السلبية المحتملة على النمو والتوظيف.

ولكن الجدل لا يزال قائماً حول الأهداف المناسبة للسياسة النقدية في حالة الدول النامية؛ فهناك من يرى وجوب تبني أهداف متعددة كتحفيز النمو الاقتصادي، والمحافظة على توازن ميزان المدفوعات، والمحافظة على استقرار الأسعار وسعر الصرف، في حين يرى البعض الآخر التركيز على هدف استقرار الأسعار؛ وذلك بسبب تركز الإنتاج في عدد محدود من المنتجات، وتخلف القطاع المالي وانعكاس ذلك على درجة انكشاف هذه الاقتصادات للصدمات الخارجية والداخلية؛ الأمر الذي يتحتم معه تبني سياسات مضادة لتخفيف أثر هذه الصدمات على الاقتصاد المحلي في هذه الدول (Kamin et. al., 1998). في المقابل فإن السمات الهيكلية والمؤسسية لهذه الدول قد تحد بشكل كبير من قدرة السياسة النقدية على التأثير في المتغيرات الاقتصادية الرئيسية - كالنمو على سبيل المثال -؛ مما يجعل من استهداف التضخم هدفاً مناسباً في مثل هذه الحالات.

٢ - الأهداف الوسيطة:

أما الأهداف الوسيطة، أو ما يطلق عليها بالموجه النقدي؛ فهي الأهداف التي يتم من خلالها تحقيق الأهداف النهائية وتتضمن المجاميع النقدية (المقاييس المختلفة لعرض النقد)، سعر الفائدة قصير الأجل، وسعر الصرف، حيث تمثل هذه المتغيرات الوسيط ما بين أدوات السياسة النقدية والأهداف النهائية لها، ولكي تنجح الأهداف الوسيطة في وظيفتها هذه يجب أن تكون قابلة للقياس والتحكم بها من ناحية، وأن ترتبط بعلاقة واضحة ومستقرة مع الأهداف النهائية من ناحية أخرى. بناءً عليه، فإن الأهداف السابقة يمكن إعادة تقسيمها إلى أهداف لا يستطيع البنك المركزي التحكم بسلوكها كالمجاميع النقدية و سعر الفائدة طويل الأمد، وأهداف تشغيلية (تكتيكية) يمكن للبنك المركزي من خلال أدوات السياسة النقدية توجيه سلوكها وتمثل هذه في كل من القاعدة النقدية وأسعار الفائدة قصيرة الأجل، وهي بدورها ستؤثر على سلوك الأهداف الوسيطة السابقة، وفيما يلي استعراض موجز لهذه الأهداف الوسيطة.

أ - استهداف المجاميع النقدية:

تعتبر هذه الآلية من أقدم الآليات التي استخدمتها البنوك المركزية؛ حيث يقوم البنك المركزي في ظل هذه الآلية باستخدام مقياس معين لعرض النقد كهدف وسيط، وذلك بتحديد معدلات نمو محددة لهذا المتغير، ويعتمد نجاح هذه الآلية على عاملين أساسيين، هما؛ الأول: وجود ارتباط قوي وواضح بين المجاميع النقدية المستهدفة والأهداف النهائية للسياسة النقدية كالتضخم أو مستوى الدخل النقدي، والثاني: قدرة السلطة النقدية على التحكم في المجاميع النقدية المستهدفة. إلا أن التطورات المتسارعة في القطاع المالي وانعكاساتها على مكونات المجاميع النقدية وسلوكها قد أضعف بصورة كبيرة العلاقة ما بين هذه المجاميع والمتغيرات المستهدفة؛ الأمر الذي ترتب عليه عدم استقرار دالة الطلب على النقود؛ مما دفع إلى التحلي عن هذه الآلية والتحول إلى آليات أخرى بديلة.

ب - استهداف سعر الفائدة:

استخدام سعر الفائدة - كهدف وسيط - يعني قيام البنك المركزي بتحديد قيم مستهدفة لهذا المتغير والعمل على تحقيقها من خلال أدوات السياسة النقدية. وتعتبر هذه الآلية أفضل من السابقة في حال عدم استقرار القطاع النقدي، والعكس صحيح في حال عدم استقرار القطاع الحقيقي. ويعتبر هذا الهدف بديلاً عن السابق خاصة مع حقيقة معاناة دالة الطلب على النقود في كثير من الدول من عدم الاستقرار، إلا أنه يعاني عيوباً، أهمها التسبب في زيادة تدهور الوضع الاقتصادي في حالة تغير مكونات الطلب الكلي لأسباب غير تغيرات سعر الفائدة، فزيادة الطلب الكلي يترتب عليه زيادة سعر الفائدة؛ الأمر الذي يدفع البنك المركزي للتدخل لخفض سعر الفائدة إلى مستواه المستهدف مما يزيد من حجم الطلب الكلي ومن ثم يزيد الضغوط التضخمية في الاقتصاد، كما يعيبه احتمال تحول سعر الفائدة إلى هدف نهائي وليس وسيطاً وذلك لعوامل سياسية؛ فالمقترضون يفضلون أسعار فائدة منخفضة مما يشكل ضغوطاً على واضع السياسة النقدية، وأخيراً فإن سعر الفائدة في الأمد الطويل يتحدد بسلوك المتغيرات الحقيقية في الاقتصاد، التي لا قدرة للبنك المركزي على التحكم بها، ونظراً لكون سعر الفائدة الحقيقي هو حاصل جمع سعر الفائدة النقدي مع المعدل المتوقع للتضخم، فإن نجاح البنك المركزي في التحكم بسعر الفائدة يتطلب كذلك استقرار توقعات التضخم. وتجدر الإشارة هنا إلى أن حساسية الطلب الكلي لتغيرات سعر الفائدة تعتمد على عوامل مؤسسية، على رأسها تطور القطاع المالي، لذلك فإن درجة هذه الحساسية ستقل في حالة الدول النامية عنها في حالة الدول المتقدمة.

ج - استهداف سعر الصرف:

إن استهداف سعر الصرف يتم من خلال تثبيت سعر الصرف مقابل عملة معينة أو سلة عملات، أو تعويم العملة ضمن نطاق تغير محدد، أو التثبيت الزاحف، وذلك عن طريق تغيير سعر الصرف بطريقة متحكم بها وذلك بناء على

تطور فروق التضخم بين الدولتين، وأخيراً نظام مجلس العملة حيث تربط عملية إصدار النقود الجديدة بنمو احتياطات الدولة من العملات الأجنبية. ويشجع استخدام هذا الأسلوب في الدول النامية التي تعاني تخلف قطاعها المالي وضعف البنية المؤسسية الداعمة لسياسة نقدية فعالة. وتتميز هذه الآلية بكونها أداة مناسبة لكبح التضخم في حالة ربط سعر الصرف بعملة دولة ذات معدلات تضخم منخفضة؛ وتجنب مشكلة عامل الزمن من خلال توفير آلية تلقائية لتنفيذ السياسة النقدية. إلا أنه في المقابل يعيب هذه الآلية تقييد حرية البنك المركزي في اتخاذ سياسات نقدية مستقلة لمواجهة التطورات المحلية حيث إن تثبيت سعر الصرف يعني، في ظل غياب أي قيود على حركة رأس المال، مواكبة أسعار الفائدة المحلية لنظيراتها في الدولة الأخرى، ومن ثم فقدان القدرة على التحكم في سلوكها؛ وغياب المؤشرات التحذيرية المبكرة التي يتمتع بها نظام سعر الصرف الحر حول مدى مواءمة السياسات النقدية التوسعية، وذلك من خلال التقلبات اليومية لسعر الصرف، الأمر الذي قد يشجع البنك المركزي على تبني سياسات توسعية غير مبررة ذات آثار سلبية على الاقتصاد.

د - استهداف التضخم:

بسبب المشكلات التي واجهت عملية استهداف المتغيرات السابقة بدأت الدول المتقدمة وكثير من الدول النامية بالتحول إلى استهداف التضخم، وقد أشارت التجارب إلى نجاح هذا البديل كونه ساهم في زيادة درجة الشفافية والمسؤولية لواضع السياسة النقدية. ويتطلب نجاح هذا الأسلوب شرطين أساسيين، الأول: استقلالية البنك المركزي، من خلال غياب هيمنة السياسة المالية وعدم وجود متغير مستهدف آخر، والثاني: وجود علاقة مستقرة بين أدوات السياسة النقدية والتضخم. وتتمتع هذه الآلية بميزتين رئيسيتين؛ هما: المرونة في تنفيذ السياسة النقدية، والشفافية فيما يتعلق بأهداف السياسة النقدية؛ فوضوح الهدف ومعرفة المجتمع به يمكنه من فهم الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي ومتابعتها. والواقع أن استهداف التضخم هنا يعني

وجوب استخدام التضخم المتوقع كهدف وسيط يتم بناء عليه توجيه التضخم الفعلي من خلال أدوات السياسة النقدية؛ ففي حال توقع زيادة معدل التضخم عن المعدل المستهدف يقوم البنك المركزي باستخدام أدواته للحد من ارتفاع معدل التضخم الفعلي، والعكس صحيح. وتجدر الإشارة هنا إلى أن توقع التضخم يتطلب الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الرئيسية الأخرى ذات الصلة كنمو عرض النقد، وتقلبات سعر الصرف، وتقلبات الناتج. وعليه، فإن استهداف التضخم ينظر إليه كإطار كامل لتنفيذ السياسة النقدية؛ كون التضخم هدفاً نهائياً وليس وسيطاً، على عكس الحالات السابقة.

ثانياً – قواعد السياسة النقدية:

يقصد بقواعد السياسة النقدية ردة فعل السياسة النقدية لأي انحراف في قيم الأهداف النهائية عن مستوياتها المستهدفة (Loayza and Hebbel, 2002)، وهناك نوعان من القواعد، هما: القواعد الثابتة، والقواعد الانتقائية؛ فالقواعد الثابتة تعني التزام البنك المركزي بإجراءات محددة مستقرة مبنية على نظرة طويلة الأمد متجاهلة بذلك التقلبات قصيرة الأمد في المتغيرات الاقتصادية (Khan, 2003). ومن أشهر هذا النوع من القواعد قاعدتا التحكم في معدل نمو عرض النقد (قاعدة فريدمان)، وقاعدة التحكم في سعر الفائدة (قاعدة تيلر). فقاعدة التحكم في معدل نمو عرض النقد مبنية على معادلة كمية النقود المشهورة، التي تشير إلى أن معدل التضخم في الأمد الطويل يساوي معدل نمو عرض النقد مخصوماً منه معدل نمو الناتج مضافاً إليه معدل نمو سرعة دوران النقود، لذلك فإن معرفة معدل نمو سرعة دوران النقود ستمكن البنك المركزي من تحديد المعدل المناسب لنمو عرض النقد، الذي يجب أن يساوي مجموع معدل كل من نمو الناتج و نمو سرعة دوران النقود، لتحقيق معدلات التضخم المستهدفة. أما التحكم في سعر الفائدة فيتم وفق معادلة تربط ما بين سعر الفائدة كمتغير تابع وكل من فجوة التضخم وفجوة الناتج ومعدل التغير في سعر الصرف، وقد أصبحت هذه القاعدة أكثر تفضيلاً من سابقتها؛ وذلك بسبب عدم استقرار معدل نمو سرعة دوران النقود ومن ثم صعوبة تحديد معدلات نمو عرض

النقد المناسبة (Taylor, 2002). وقد ظهرت وجهات نظر ترى عدم ضرورة التزام رقم محدد للمتغير المستخدم في هذه القواعد والاستعاضة عن ذلك بمدى معين لقيمة هذا المتغير (Monanty et al, 2004)؛ وذلك لإعطاء البنك المركزي مرونة أكبر في تنفيذ سياسته النقدية، حيث إن إلزام البنك المركزي برقم معين مستهدف قد يعرضه لمخاطر عدم إمكانية تحقيقه لهذا الرقم، ومن ثم فقدانه لثقة الوحدات الاقتصادية؛ الأمر الذي سينعكس سلباً على أداء السياسة النقدية.

أما القواعد الانتقائية فهي إجراءات متغيرة وغير منتظمة يتخذها البنك المركزي، حيث يقوم البنك بتحديد الإجراءات المناسبة لكل وضع على حدة بصورة تمكنه من تحقيق الأهداف النهائية للسياسة النقدية. وهناك اتجاه لتفضيل هذا النوع من القواعد لما يوفره من مرونة للبنك المركزي في التعامل مع التطورات قصيرة الأجل التي يشهدها الاقتصاد (McCallum and Nelson, 2005)، في حين هناك من يفضل القواعد الثابتة؛ وذلك بسبب الفجوة الزمنية الفاصلة بين إجراءات البنك المركزي وأثرها النهائي على المتغيرات المستهدفة؛ الأمر الذي قد يضعف أثرها أو قد ينتج عنه آثار عكسية (Monanty et al, 2004).

على أي حال هناك من يرى مزج الأسلوبين معاً، بحيث تعطى للسياسة النقدية المرونة الكافية لتحقيق أهدافها وفق أطر محددة لضمان عدم إساءة استخدام البنك المركزي لصلاحياته، فالقواعد الثابتة التي تتجاهل التطورات قصيرة الأجل ستكون غير فعالة لذلك فإن الانتقائية والمرونة أمر مطلوب لنجاح السياسة النقدية في تحقيق أهدافها (Tobin, 1998).

ثالثاً - أدوات السياسة النقدية:

يستخدم البنك المركزي مجموعة من الأدوات تطور استخدامها مع تطور الأوضاع الاقتصادية والجدل النظري حول السياسة النقدية. فعند تنفيذ السياسة النقدية قد يختار البنك المركزي ما بين تنظيم عملية خلق النقود التي تقوم بها البنوك التجارية أو التحكم في السيولة عن طريق استخدام قدرته الاحتكارية على خلق القاعدة النقدية للتأثير على كل من الطلب والعرض

لمكوناتها (Mishkin, 2004). فتنظيم عملية خلق النقود تتم من خلال تحكم البنك المركزي في سعر أو حجم القروض التي تقدمها البنوك، وذلك إما من خلال وضع قيود على سعر الفائدة وإما وضع قيود على حجم الإقراض على التوالي، ويطلق على هذه العمليات بالوسائل (الأدوات) المباشرة. أما فيما يتعلق بتحكمه في الطلب والعرض لمكونات القاعدة النقدية فإن ذلك يتم من خلال عمليات السوق المفتوحة والاحتياطات الإلزامية فيما يطلق عليه بالوسائل (الأدوات غير المباشرة). والواقع أن الدول المتقدمة قد تخلت تماماً عن الوسائل المباشرة وتحولت إلى الوسائل غير المباشرة منذ سبعينيات القرن الماضي كنتيجة للعيوب التي كانت تعانيها الأولى فيما يتعلق بكفاءة عمل السوق. وعليه تنقسم أدوات السياسة النقدية إلى نوعين رئيسيين، وهما الأدوات المباشرة والأدوات غير المباشرة، وفيما يلي شرح مختصر لهذه الأدوات.

١ - الأدوات المباشرة

تعمل هذه الأدوات على التحكم في سعر الفائدة أو القروض عن طريق التشريعات، وتعني كلمة مباشرة هنا ارتباطاً مباشراً بين الأداة والهدف، وتتمثل هذه الأدوات في القيود المفروضة على أسعار الفائدة والائتمان، والإقناع الأدبي. وتعتبر هذه الأدوات من الوسائل الفعالة في ظل تخلف القطاع المالي وخاصة أسواق المال، حيث يلجأ البنك المركزي لاستخدامها وسيلة لتنفيذ السياسة النقدية، كما تتمتع هذه الأدوات ببساطة تطبيقها. إلا أنه يعيبها تدخلها في آلية عمل السوق وما قد يترتب على ذلك من تعطيل كفاءة عمله خاصة فيما يتعلق بعملية توظيف الفوائض المالية حيث ستعرقل هذه القيود عملية تطور القطاع المالي، كما أنها ذات طبيعة متنامية؛ بمعنى أن البنك المركزي قد يلجأ إلى زيادة حجم القيود وهيكلها بصورة ستخلق معها هيكلًا معقدًا من القيود على أسعار الفائدة والائتمان، وأخيراً فإن هذا النوع من الأدوات يصبح غير فعال مع تطور قدرة المؤسسات المالية على الالتفاف على هذه القيود (Buzeneca and Maino, 2007).

٢ - الأدوات غير المباشرة:

تعتبر هذه الأدوات غير مباشرة بسبب تأثيرها غير المباشر على المتغيرات المستهدفة، وذلك من خلال تأثيرها على احتياطات البنوك، وتعتبر هذه الأدوات الأكثر فاعلية في ظل الانفتاح على العالم الخارجي، وقد بدأت الدول المتقدمة في تبني الأدوات غير المباشرة منذ أواخر السبعينيات من القرن الماضي (Laurens, 2005). وتتمثل هذه الأدوات في نسبة الاحتياطي القانوني، سعر الخصم، وعمليات السوق المفتوحة. ويتطلب نجاح هذه الأدوات قطاعاً مالياً حراً ومتطوراً، لذلك نجد أن فاعليتها تتزايد مع تطور مؤسسات القطاع المالي، كما أن هذه الأدوات تتميز بمرونتها ودورها الفعال في تطور الوساطة المالية عن طريق القطاع المالي الرسمي وتفعيل قوى السوق.

الجزء الثاني - لمحة عن السياسة النقدية بدولة الكويت:

أولاً - أهداف السياسة النقدية:

تعمل السياسة النقدية بدولة الكويت وفق إطار عام يركز على السعي لتخفيف أثر التضخم المستورد، وتعزيز فاعلية أسعار الفائدة المحلية في مواجهة تقلبات أسعار الفائدة الدولية بالإضافة إلى المحافظة على استقرار سعر صرف الدينار (بنك الكويت المركزي، ١٩٩٢م). أما بالنسبة للأهداف الوسيطة فإن البنك المركزي يستخدم كلاً من سعر الفائدة وسعر الصرف كأهداف وسيطة لتحقيق الأهداف السابقة، وذلك عن طريق ربط سعر الفائدة بسعر الخصم وربط سعر صرف الدينار بسلة عملات لم يفصح البنك المركزي عن مكوناتها منذ عام ١٩٧٥م حتى عام ٢٠٠٣م عندما تم تثبيت سعر الصرف مقابل الدولار، إلا أن البنك المركزي عاد إلى ربط سعر الصرف مرة أخرى بسلة العملات منذ شهر مايو من عام ٢٠٠٧م. وأخيراً فإن البنك المركزي لا يتبع أي قواعد ثابتة محددة لتنفيذ سياسته النقدية معتمداً بدلاً عن ذلك على الإجراءات الانتقائية بشكل عام من خلال تغيير سعر الخصم أو سعر الصرف وفقاً لتطور الأوضاع المحلية والخارجية.

ثانياً - تطور أدوات السياسة النقدية:

طور البنك المركزي منذ بداية نشاطه مجموعة من الأدوات المباشرة وغير المباشرة للتحكم في المتغيرات النقدية المحلية، فقد بدأ البنك المركزي باستخدام الأدوات المباشرة (سقف سعر الفائدة، قبول ودائع من البنوك بفائدة، وفتح حسابات ودائع لدى البنوك)، ثم أدخل بعد ذلك الأدوات غير المباشرة (عمليات الخصم، تبادل العملات، السوق المفتوحة، ونسبة الاحتياطي القانوني) كما هو موضح في الجدول رقم (١). وقد استمر البنك المركزي في استخدام هذين النوعين من الأدوات بشكل متقطع وبكثافة متغيرة تبعاً لتطور الأوضاع المحلية. ويلاحظ من التسلسل التاريخي لتطور أدوات السياسة النقدية أن البنك المركزي قد بدأ باستخدام الأدوات المباشرة وذلك انسجماً مع الوضع السائد آنذاك، فسياسة التحكم في سعر الفائدة كانت وسيلة مناسبة، حيث ضحالة القطاع المالي وغياب سوق مالي متطور، بالإضافة إلى أن استخدامها كان من جانب آخر مسابرة للوضع السائد في معظم دول العالم خلال تلك الفترة. أما فيما يتعلق بالأدوات الأخرى فإن الودائع لدى البنوك وخصم الأوراق التجارية كانتا الأداتين الأكثر استخداماً لتنظيم السيولة، في حين لا تزال عمليات السوق المفتوحة محدودة وذلك بسبب غياب الإطار المؤسسي اللازم لتطورها كالوسطاء والسوق الثانوية النشطة، وهذا ما يفسر عودة البنك المركزي لاستخدام الأدوات المباشرة للتحكم في السيولة والممثلة في قبول الودائع من البنوك وفتح حسابات لديها. ولقد تراجع نشاط هاتين الأداتين بشكل كبير حيث انخفض حجم هذه العمليات من نحو ١٤٢ مليون دينار في نهاية عام ١٩٩٣م إلى صفر في نهاية عام ٢٠٠٢م؛ وذلك بسبب ارتفاع سيولة البنوك المحلية، مما انعكس على أرصدها لدى البنك المركزي، التي ارتفعت من نحو ١٠٠ مليون دينار في نهاية عام ١٩٩٣م إلى ١,٢ مليار دينار في نهاية عام ٢٠٠٢م.

بناء على ما سبق فإن سعر الخصم أصبح الأداة الرئيسية للسياسة النقدية في الوقت الحاضر، هذا إلى جانب سياسة تثبيت سعر الصرف، كما سبق توضيحه.

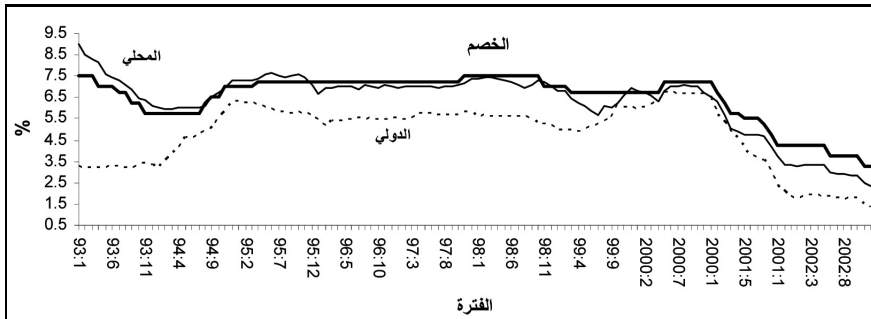
الجدول رقم (١)

التسلسل التاريخي لتطور أدوات السياسة النقدية

الأداة	طبيعتها	تاريخ استحداثها	ملاحظات
سقف سعر الفائدة	مباشرة	١٩٦١م	حددت المادة ١٦٦ من القانون التجاري رقم ٢ لعام ١٩٦١م الحد الأقصى لسعر الفائدة الاتفاقية بنسبة ٧٪ سنوياً، وقد حكمت هذه المادة سعر الفائدة بدولة الكويت حتى عام ١٩٧٦م عندما تم تعديلها بحيث يصبح تحديد سعر الفائدة من اختصاص بنك الكويت المركزي وبعد موافقة وزير المالية وذلك وفقاً للمرسوم بقانون رقم ١٠٢ والذي صدر في ١٧ نوفمبر ١٩٧٦م، وعليه فقد قام بنك الكويت المركزي بتعديل هيكل سعر الفائدة في فبراير من عام ١٩٧٧م، ليصبح الحد الأقصى لسعر الفائدة ١٠٪. وفي عام ١٩٨٨م، تم تعديل نظام سعر الفائدة وذلك بربطه بسعر الخصم؛ مما جعل سقف الفائدة متغيراً بحسب تغير سعر الخصم.
قبول ودائع بفائدة	مباشرة	١٩٧٣م	أوقف البنك المركزي استخدام هذه الأداة بعد طرح سندات عام ١٩٧٩م، إلا أنه عاود استخدامها في عدة مناسبات خلال الثمانينيات والتسعينيات كوسيلة لامتصاص فائض السيولة لدى البنوك المحلية
فتح حسابات لدى البنوك	مباشرة	١٩٧٤م	أوقف البنك المركزي استخدام هذه الأدوات بعد طرح سندات عام ١٩٧٩م إلا أنه أعاد استخدامها مرة أخرى في أواخر الثمانينيات وأوائل التسعينيات
نظام السيولة	غير مباشرة	١٩٧٤م	تم إلغاء نظام السيولة عام ١٩٩٧ والاستبدال به نظاماً جديداً يعتمد على مبدأ مواءمة هيكل استحقاقات الأصول مع هيكل استحقاقات الخصوم، مع إلزام البنوك الاحتفاظ بنسبة ٢٠٪ من ودائع الدينار لديها في صورة سندات وأذونات الخزنة.
خصم الأوراق التجارية	غير مباشرة	١٩٧٥م	—
تبادل العملات بالأجل	مباشرة	١٩٧٨م	—
عمليات السوق المفتوحة	غير مباشرة	١٩٧٩م	استمر البنك المركزي في إصدار سندات حتى عام ١٩٨٧م عندما قامت الحكومة بإصدار أدوات الدين العام والمكونة من أذونات وسندات الخزنة، ثم عاود إصدارها من جديد عام ٢٠٠٥م.
نسبة الاحتياطي القانوني	غير مباشرة	١٩٨٠م	تبلغ نسبتها ٣٪ ولم تتغير هذه النسبة منذ استحداثها.

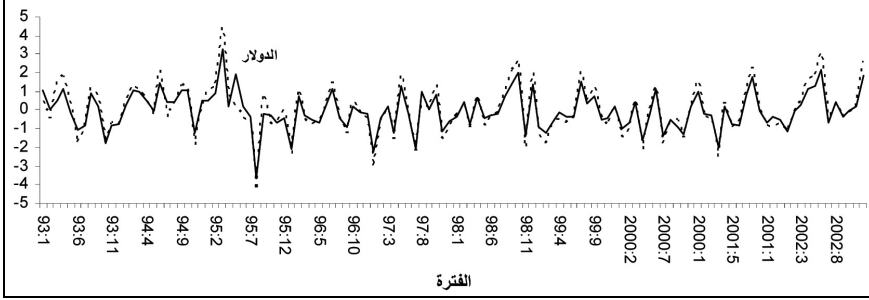
ثالثاً - آلية عمل السياسة النقدية بدولة الكويت:

يعمل البنك المركزي على تحقيق أهداف السياسة النقدية من خلال تعديل سعر الخصم وسعر الصرف بناء على التطورات المحلية والخارجية، وذلك عن طريق تغيير سعر الخصم بصورة تواكب تغيرات أسعار الفائدة الدولية لدعم أسعار الفائدة المحلية كونها مربوطة بسعر الخصم، في حين يعمل على استقرار سعر الصرف خاصة مقابل الدولار الأمريكي. وقد بدأ البنك المركزي بتغيير سعر الخصم بصورة متكررة تبعاً لتطورات أسعار الفائدة الدولية وخاصة سعر الفائدة على الدولار الأمريكي، وذلك منذ تطبيق نظام سعر الفائدة الجديد، وهذا ما يشير له الشكل رقم (١)؛ حيث يتشابه سلوك هذين المتغيرين ومعهما سلوك سعر الفائدة المحلي، كما أن سعر الصرف كما هو موضح في الشكل رقم (٢) يحاكي في سلوكه إلى حد كبير سلوك سعر صرف الدولار. وعليه، فإن البنك المركزي يعمل على استقرار العلاقة بين أسعار الفائدة المحلية وسعر الفائدة على الدولار، وسعر صرف الدينار مقابل الدولار الأمريكي. هذه السياسة قد لا تتفق مع هدف الحد من أثر التضخم المستورد؛ ذلك لأن سعر الصرف - كما يبدو - مرتبط بسعر صرف الدولار أكثر من أي هدف آخر.



المصدر: بنك الكويت المركزي وصندوق النقد الدولي.

الشكل رقم (١) - تطور كل من سعر الخصم وسعري الفائدة المحلي والدولي



المصدر: المصدر السابق.

الشكل رقم (٢) - تطور معدل التغير في كل من سعر صرف الدينار والدولار مقابل وحدة حقوق السحب الخاصة

الجزء الثالث - التحليل التطبيقي:

لتعرف أثر سياسة سعر الخصم وسعر الصرف على أهداف السياسة النقدية بدولة الكويت ستهتم الدراسة بتحليل أثر هاتين الأداتين على كل من سعر الفائدة قصير الأجل، والرقم القياسي للأسعار المحلية، وذلك باستخدام أسلوب الانحدار التلقائي للكمية الموجهة (VAR)، وستستخدم الدراسة لهذا الغرض سعر الخصم المحلي (D)، سعر الفائدة المحلي ما بين البنوك (IBR) ليمثل سعر الفائدة قصير الأجل، الرقم القياسي لأسعار المستهلك ليمثل الأسعار المحلية (CPI)، وسعر صرف الدينار ممثلاً بقيمة الدولار بالعملة المحلية (EXR). وستغطي الدراسة الفترة من يناير ١٩٩٣م إلى ديسمبر ٢٠٠٢م، وذلك باستخدام بيانات شهرية تم الحصول عليها من النشرات الفصلية لبنك الكويت المركزي.

أولاً - اختبار السكون والتكامل المشترك:

لدراسة العلاقة السابقة يجب في البداية اختبار درجة سكون المتغيرات الأربعة السابقة باستخدام لوغاريتم هذه المتغيرات، وقد تم ذلك باستخدام اختباري "Augmented Dicky-Fuller" و "Philips-Perron". وتشير نتائج الاختبارين، كما هو موضح في الجدول رقم (٢)، إلى وجود اختلاف بينهما حول درجة سكون سعر الخصم المحلي عند مستوى معنوية ١٪ على الرغم من

أن نتائج اختبار "Augmented Dicky-Fuller" تشير إلى أن هذا المتغير ساكن بفرقه الأول عند مستوى معنوية ٥٪، وعليه، فإنه سيتم اعتبار المتغيرات غير ساكنة في مستواها لكنها ساكنة بعد أخذ فرقتها الأول.

الجدول رقم (٢) نتائج اختبار السكون

المتغير	Dickey-Fuller		Philips-Perron	
	المستوى	الفرق الأول	الفرق الثاني	المستوى
D	-1.1	-2.9**	-7.5*	-1.6
IBR	-1.2	-6.7*	-	-1.5
CPI	-1.06	-6.08*	-	-1.01
EXR	-1.6	-7.09*	-	-1.3

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

نظراً لكون المتغيرات السابقة ساكنة بفرقتها الأول، فإن الخطوة التالية هي اختبار التكامل المشترك بين هذه المتغيرات للتعرف إذا ما كان هناك علاقة توازنية طويلة الأمد فيما بينها وذلك باستخدام اختبار "Johansen" الذي تشير نتائجه كما هو موضح في الجدول رقم (٣) إلى وجود معادلة تكامل مشترك واحدة عند مستوى معنوية ٥٪. وعليه، يمكن القول إن هناك علاقة توازنية طويلة الأمد بين المتغيرات المستخدمة في هذه الدراسة.

الجدول رقم (٣) نتائج اختبار التكامل المشترك

Eigenvalue	Likelihood Ratio	Critical Value		Hypothesized No. of CE(s)
		5%	1%	
0.205456	49.03981	47.21	54.46	None *
0.126683	21.44144	29.68	35.65	At most 1
0.041133	5.186666	15.41	20.04	At most 2
0.001218	0.146259	3.76	6.65	At most 3

ثانياً - تقدير النموذج:

ستستخدم الدراسة أسلوب الانحدار التلقائي للكمية الموجهة (VAR) لتقييم العلاقة بين هذه المتغيرات، وهذا الأسلوب هو نموذج متعدد المتغيرات يستخدم لتعرف حجم العلاقة وطبيعتها بين المتغيرات الداخلة في هذا النموذج، وقد تم تطويره بديلاً للنماذج القياسية التقليدية (Sims, 1980). وتعامل المتغيرات، في هذا النموذج، متغيرات داخلية تتحدد من خلال النموذج، حيث يعتبر كل متغير دالة في القيم السابقة له وللمتغيرات الأخرى، وعليه، فإن النموذج يتكون من عدد من المعادلات يساوي عدد المتغيرات المستخدمة، فكل متغير معادلة خاصة به. ويتطلب هذا النموذج ترتيب معادلاته وفق تأثر المتغيرات بعضها ببعض؛ بحيث توضع معادلة المتغير الأقل تأثراً في بداية الترتيب ومعادلة المتغير الأكثر تأثراً في نهايته. وتتم وفق هذا الأسلوب دراسة العلاقة بين هذه المتغيرات بإجراء تحليل الانحدار على النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى ثم استخلاص حدود الخطأ واستخدامها لتعرف حجم وطبيعة أثر كل متغير من متغيرات النموذج على المتغيرات الأخرى، وذلك من خلال أداتين، وهما تحليل التباين (Variance Decomposition) ودوال ردة الفعل (Impulse Response Functions)، حيث تقيس الأداة الأولى مساهمة كل متغير، كنسبة مئوية، في التأثير على ذاته وعلى المتغيرات الأخرى في النموذج، أما الأداة الثانية فإنها تقيس طبيعة أثر كل متغير من متغيرات النموذج على ذاته وعلى المتغيرات الأخرى في النموذج، حيث تظهر هذه الأداة إذا ما كان لهذا المتغير أثر إيجابي أو سلبي، مع تتبع تطور هذا الأثر خلال فترة استقراء معينة (Sims, 1980; Bernanke, 1986). ونظراً لكون المتغيرات ساكنة بفرقها الأول وتتمتع بعلاقة توازنية طويلة الأمد فإنه سيتم تقدير النموذج باستخدام المتغيرات بمستواها؛ وذلك للمحافظة على خصائص العلاقة طويلة الأمد فيما بينها، ولأهمية تحديد فترات الإبطاء المناسبة لتقدير النموذج فقد تم استخدام معيار "Akaike" الذي أشارت نتائجه إلى أن فترة إبطاء هي المناسبة، لذلك فإنه سيتم تقدير النموذج المكون من المعادلات الأربع التالية:

$$D_t = \sum_{i=1}^2 \alpha_{1i} D_{t-i} + \sum_{i=1}^2 \beta_{1i} IBR_{t-i} + \sum_{i=1}^2 \delta_{1i} CPI_{t-i} + \sum_{i=1}^2 \gamma_{1i} EXR_{t-i} + E_1 \quad (1)$$

$$IBR_t = \sum_{i=1}^2 \alpha_{2i} D_{t-i} + \sum_{i=1}^2 \beta_{2i} IBR_{t-i} + \sum_{i=1}^2 \delta_{2i} CPI_{t-i} + \sum_{i=1}^2 \gamma_{2i} EXR_{t-i} + E_2 \quad (2)$$

$$CPI_t = \sum_{i=1}^2 \alpha_{3i} D_{t-i} + \sum_{i=1}^2 \beta_{3i} IBR_{t-i} + \sum_{i=1}^2 \delta_{3i} CPI_{t-i} + \sum_{i=1}^2 \gamma_{3i} EXR_{t-i} + E_3 \quad (3)$$

$$EXR_t = \sum_{i=1}^2 \alpha_{3i} D_{t-i} + \sum_{i=1}^2 \beta_{3i} IBR_{t-i} + \sum_{i=1}^2 \delta_{3i} CPI_{t-i} + \sum_{i=1}^2 \gamma_{3i} EXR_{t-i} + E_3 \quad (4)$$

١ - تحليل التباين:

باستعراض نتائج تحليل التباين لتعرف حجم تأثير كل متغير في النموذج على المتغيرات الأخرى، فإن هذه النتائج - كما هو مبين في الجدول رقم (٤) - تشير إلى أن سعر الخصم يساهم في ذروته بنحو ٨٨٪ من تقلبات سعر الفائدة و ٢٩٪ من تقلبات سعر الصرف و ٣٪ من تقلبات الرقم القياسي للأسعار، والواقع أن هذا الأثر بشكل عام يتزايد مع مرور الزمن. وعليه فإن تأثير سعر الخصم يتركز على كل من سعر الفائدة وسعر الصرف، أما أثره على الرقم القياسي للأسعار فإنه محدود وغير مباشر يأتي من خلال أثر سعر الخصم على سعر الفائدة المحلي، حيث تصل نسبة تأثير سعر الفائدة المحلي على الرقم القياسي للأسعار في ذروتها إلى نحو ٢٤٪. في المقابل فإن تأثير سعر الخصم بالمتغيرات الأخرى محدود ويبلغ في ذروته نحو ٨٪، وهذا يعكس حقيقة أن سعر الخصم يتأثر أساساً بتغيرات سعر الفائدة الدولي كما سبق توضيحه.

الجدول رقم (٤) تحليل التباين

Period	D				IBR			
	D	IBR	CPI	EXR	D	IBR	CPI	EXR
1	100	0	0	0	44.6	55.4	0	0
4	98.7	0.9	0.1	0.3	80.0	19.8	0.1	0.1
8	97.0	1.5	0.1	1.4	86.5	11.9	0.1	1.5
12	95.7	1.4	0.1	2.8	88.2	8.2	0.5	3.1
16	94.5	1.2	0.3	4.0	88.5	6.2	1.1	4.3
20	93.4	1.1	0.7	4.8	88.2	5.0	1.7	5.1
24	92.4	1.1	1.2	5.4	87.6	4.3	2.4	5.7

Period	CPI				EXR			
	D	IBR	CPI	EXR	D	IBR	CPI	EXR
1	0.1	0.4	99.5	0	0	0.2	0	99.8
4	0.1	7.8	92.0	0.1	0.1	1.5	7.2	91.3
8	0.4	16.4	82.6	0.6	3.1	5.1	16.0	75.9
12	1.0	20.6	77.3	1.1	10.1	4.9	20.2	64.8
16	1.8	22.5	74.1	1.6	17.5	4.4	21.3	56.8
20	2.8	23.3	71.9	2.0	24.0	4.2	21.0	50.8
24	3.8	23.7	70.1	2.4	29.6	4.1	20.2	46.1

أما بالنسبة لسعر الصرف فإن تأثيره على المتغيرات الأخرى محدود لا يتعدى في ذروته ٥,٧٪، في المقابل فإن سعر الصرف يتأثر أساساً بكل من سعر الخصم و الرقم القياسي للأسعار وبنسبة تصل في ذروتها إلى ٢٩٪ و ٢٠٪ على التوالي، في حين أن تأثيره بسعر الفائدة المحلي لا يتعدى في ذروته ٥٪. وعليه، فإنه يمكن القول إن سياسة سعر الصرف في الأمد الطويل تابعة تحدها تقلبات كل من سعر الخصم والرقم القياسي للأسعار.

وأخيراً، فإن سعر الفائدة المحلي يساهم بنحو ٢٤٪ من تقلبات الرقم القياسي للأسعار، في حين أن أثر الرقم القياسي للأسعار على سعر الفائدة المحلي لا يتعدى في ذروته ٢٪، وهذا ناتج عن تأثر سعر الفائدة المحلي أساساً بسعر الخصم، الذي يتأثر بدوره بسعر الفائدة الدولي؛ الأمر الذي يعكس انفتاح الاقتصاد الكويتي على الخارج.

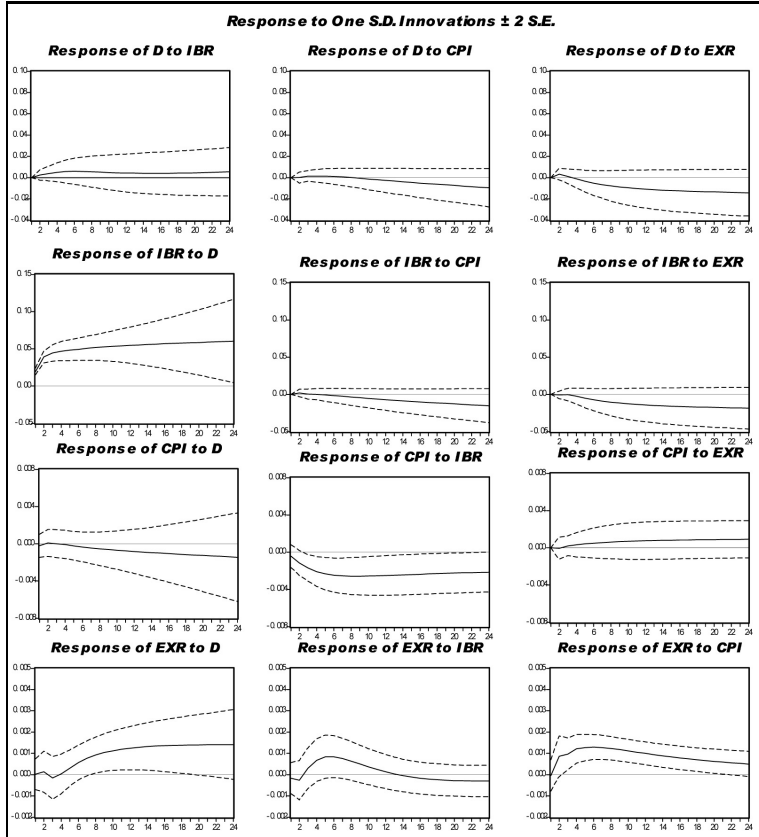
٢ - دوال ردة الفعل:

تشير نتائج النموذج، كما هو موضح في الشكل رقم (٣)، إلى أن سعر الخصم ذو أثر طردي على كل من سعر الفائدة المحلي وسعر الصرف، وعكسي على الرقم القياسي للأسعار. فالأثر الطردي لسعر الخصم على سعر الفائدة المحلي يعكس سياسة سعر الفائدة التي يتبناها البنك المركزي، كما تم توضيحه. أما الأثر الطردي لسعر الخصم على سعر الصرف، الذي يخالف ما هو متوقع نظرياً، يكمن تفسيره في تبريرين؛ الأول: أن زيادة سعر الخصم هي في الواقع انعكاس لزيادة سعر الفائدة الدولي؛ الأمر الذي سيخلق ضغوط على سعر الصرف تدفع به للانخفاض (زيادة EXR). التبرير الثاني: سعي البنك المركزي للحد من هجرة رأس المال عن طريق زيادة تكلفة اقتناء أصول أجنبية جديدة، ومن ثم ففي كلتا الحالتين سيكون أثر سعر الخصم طردياً على سعر الصرف. وأخيراً، فإن الأثر العكسي لسعر الخصم على الرقم القياسي للأسعار - على الرغم من محدوديته - يشير إلى أثر تقلبات سعر الخصم على سعر الفائدة المحلي وأثر الأخير على نمو الائتمان المحلي ومن ثم على الطلب الكلي، وهذا ما تعززه نتائج تحليل التباين حيث إن أثر سعر الفائدة المحلي على الرقم القياسي للأسعار أكبر بكثير من أثر سعر الخصم. في المقابل فإن سعر الخصم يتأثر طردياً بسعر الفائدة المحلي وعكسياً بكل من الرقم القياسي للأسعار وسعر الصرف، إلا أن هذا الأثر محدود، كما سبق توضيحه.

أما بالنسبة لسعر الصرف فإنه ذو أثر عكسي على كل من سعر الخصم وسعر الفائدة المحلي، وطردي على الرقم القياسي للأسعار، إلا أن هذا الأثر محدود، كما أشارت إليه نتائج تحليل التباين، في حين أنه يتأثر طردياً بكل من سعر الفائدة المحلي والرقم القياسي للأسعار.

فالأثر الطردي لسعر الفائدة المحلي هو امتداد للأثر الطردي لسعر الخصم على سعر الصرف كما سبق شرحه، إلا أن أثر سعر الفائدة المحلي يبدأ عكسياً في الفترة الأولى ثم يتحول إلى طردي في الأمد المتوسط، وبعدها يعود إلى

عكسي في الأمد الطويل، وذلك انسجاماً مع سياسة البنك المركزي في استخدام سعر الصرف كأداة لتعزيز أسعار الفائدة المحلية في مواجهة تقلبات أسعار الفائدة الدولية، كما سبق ذكره، وذلك عن طريق خفض سعر الصرف عند زيادة أسعار الفائدة الدولية كوسيلة لخفض العائد على الأصول الأجنبية والمتمثل بحاصل جمع سعر الفائدة الدولي والتغير في سعر الصرف. إلا أن محدودية هذا الأثر - كما بينته نتائج تحليل التباين - تعكس اعتماد البنك المركزي على سياسة سعر الخصم لدعم أسعار الفائدة المحلية، وهذا ما يؤكد أثر سعر الخصم على سعر الفائدة المحلي.



الشكل رقم (٣) - دوال ردة الفعل

أما ما يتعلق بالأثر الطردي للرقم القياسي للأسعار على سعر الصرف، الذي يتعارض مع ماهو متوقع نظرياً، فإن تفسير ذلك قد يكمن في أن زيادة الرقم القياسي للأسعار تعكس زيادة الطلب الكلي ومن ثم زيادة الواردات؛ مما سيخلق ضغطاً على سعر الصرف تدفعه للانخفاض (زيادة EXR).

بناءً عليه، فإن الأثر الطردي المتبادل بين سعر الصرف و التضخم المحلي يشير إلى أن البنك المركزي لا يستخدم سعر الصرف كأداة لخفض التضخم المحلي بصورة فعالة؛ وذلك لأسباب من أهمها تركيزه على المحافظة على استقرار سعر الصرف، وهذا ما يعززه تدني مساهمته في تقلبات هذا المتغير، كما سبق توضيحه في تحليل التباين، ومع ذلك فإن النتائج السابقة تشير إلى أن الأثر المتبادل الآن بين سعر الصرف والتضخم المحلي عكسي، ثم يتحول إلى طردي بعد ذلك؛ مما يعني استخدام سعر الصرف أداة لخفض أثر التضخم المستورد ولكن بشكل محدود وقصير الأجل.

أخيراً، فإن هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة المحلي والرقم القياسي للأسعار، إلا أن أثر سعر الفائدة المحلي على الرقم القياسي للأسعار أكبر، وهذا يعود إلى تأثير سعر الفائدة المحلي أساساً بسعر الخصم الذي بدوره يتأثر بسعر الفائدة الدولي.

بناءً على ما سبق يمكن القول: إن البنك المركزي لا يستخدم سعر الصرف أداة للحد من التضخم، في حين أن لسعر الخصم دوراً مباشراً وغير مباشر عن طريق أثره على سعر الفائدة في الحد من التضخم في شقه المحلي. إلا أن الأرقام المنخفضة للتضخم المحلي وسلوك أسعار الفائدة المحلية تشير إلى نجاح سياسة البنك المركزي بشكل عام في تحقيق أهدافه.

الجزء الرابع: الخلاصة

سعت الدراسة لتعرف أثر سعر الخصم وسعر صرف الدينار على الأهداف المعلنة للسياسة النقدية بدولة الكويت ممثلة بدعم سعر الفائدة المحلي في مواجهة تقلبات أسعار الفادة الدولية، والحد من أثر التضخم المستورد على

الأسعار المحلية. ولهذا الغرض استخدمت الدراسة أسلوب الانحدار التلقائي للكمية الموجهة (VAR) وبيانات شهرية تغطي الفترة من يناير ١٩٩٣م إلى ديسمبر ٢٠٠٢م. وتشير نتائج الدراسة إلى أن سعر الخصم ذو تأثير طردي على سعر الفائدة المحلي وأن الأخير ذو تأثير عكسي على الرقم القياسي للأسعار، وهذا يعني نجاح أداة سعر الخصم في مكافحة التضخم.

أما بالنسبة لسعر الصرف فإنه يتأثر طردياً بكل من سعر الخصم والرقم القياسي للأسعار؛ بمعنى أن سعر صرف الدينار ينخفض (زيادة EXR) مع زيادة أي من المتغيرين، وهذا في الواقع معاكس لما هو متوقع، وتفسير الأثر الطردي لسعر الخصم يكمن في تبريرين؛ الأول: أن زيادة سعر الخصم هي في الواقع انعكاس لزيادة سعر الفائدة الدولي؛ الأمر الذي سيخلق ضغوطاً على سعر الصرف تدفع به للانخفاض (زيادة EXR). التبرير الثاني: سعي البنك المركزي للحد من هجرة رأس المال عن طريق زيادة تكلفة اقتناء أصول أجنبية جديدة، ومن ثم ففي كلتا الحالتين سيكون أثر سعر الخصم طردياً على سعر الصرف. أما تفسير الأثر الطردي للرقم القياسي للأسعار فهو أن زيادة الرقم القياسي للأسعار تعكس زيادة الطلب الكلي، الذي بدوره يعني زيادة الواردات؛ مما سيخلق ضغوطاً على سعر الصرف تدفع به للانخفاض (زيادة EXR)، وعليه يمكن القول إن البنك المركزي لا يستخدم سعر الصرف أداة لمكافحة التضخم. إلا أن الأرقام المنخفضة للتضخم المحلي ومسايرة أسعار الفائدة المحلية لنظيرتها الدولية خلال فترة الدراسة تشير إلى نجاح إجراءات البنك المركزي بشكل عام في تحقيق أهدافه.

المراجع

أولاً - المراجع العربية:

- بنك الكويت المركزي، (١٩٩٢)، "أضواء على السياسة النقدية"، الجزء الثاني.

- _____، النشرة الفصلية، سنوات مختلفة.

ثانياً - المراجع الأجنبية:

- Akaike, H.(1969), "Fitting Autoregressive Models For Prediction", *Annals of Statistical Mathematics*, pp.243-247.
- Bernanke, B. (1986), "Alternative explanation of the Money-Income correlation"
- *Carnegie-Rochester Conference Series on public Policy*, 49 - 99.
- Buzeneca, I. and R. Maino. (2007), "monetary policy Implementation: Results from a Survey", *IMF Working Paper*, 1-41.
- Fuller, W.(1976) ", *Introduction to Statistical Time Series*", John Wiley, NY. IMF,IFS, *Quarterly Bulletin*, Different Issues.
- Johansen, S. (1991), "Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models", *Econometrica*, Vol. 59, 1551-1580.
- Kamin,S., P. Turner and J. dack. (1998),"The transmission mechanism of monetary policy in emerging market economies: an overview", in *The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies*, *BIS Policy Papers* # 3, pp.5-64
- Khan, M. (2003), "Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy", *IMF Working Paper*, pp.1-17.
- Loayza,N.,and Klaus S.(2002), "Monetary Policy Functions and Transmission Mechanisms: An Over View", *Central Bank of Chile*, pp.1-20.
- Mc Callum,B.and E. Nelson. (2005), " Targeting vs. Instrument Rules for Monetary Policy", *FRB of St. Luis Review*, pp.597-611

- Mishkin, F. (2004), " Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?", *IMF Conference in honor of Guillermo A. Calvo.*, pp.1-34.
- Mohanty, M. and M. Klau. (2004), "Monetary policy rules in emerging market economies: issues and evidence", *BIS Working Papers # 149*, 1-33.
- Phillips, P. and Perron, P.(1988), " Testing for a Unit Root in Time Series Regression ", *Biometrika*, pp.335-346.
- Poole, W. (1999), "Monetary policy rules?", *FRB of St.Louis Review*, March-April, pp.3-12.
- Sims, C. (1980), "Macroeconomics and Reality" *Econometrica*, 1 - 49.
- Taylor, J.(2002), " The monetary transmission mechanism and the evaluation of monetary policy rules", *Central Bank of Chile*, pp. 21-46.
- Tobin, J.(1998), "Monetary Policy:Recent Theory and Practice", *Cowles Foundation Discussion Papers*, CFDP 1187, pp.1-7.