



2010/1/28

## السياسة النقدية : من توطيد الثقة إلى دعم النمو

عبد الحليم فضل الله

لدى لبنان حالياً احتياطي وفير من العملات الأجنبية، ورصيد من الودائع هو الأضخم في تاريخه. فالموجودات المصرفية التي لم تتجاوز كثيراً حجم الناتج المحلي في أفضل سنوات الازدهار قبل الحرب الأهلية، تلامس اليوم سقف 350% منه، محققة في عام واحد زيادة توازي ثلثي ذلك الناتج.

ولا أهمية لهذه النتائج بحد ذاتها، فالدول تجمع الأرصدة لتحقيق أهداف أبعد مدى مثل مواجهة مخاطر الصرف، و تغذية النمو أو تأمين ما يكفي من العملات الأجنبية لتوفير السلع الأساسية. لكن الأمر في لبنان مختلف على صعيد هذا الأهداف. الاستقرار النقدي بات سمة ثابتة، فحتى لو جرى تحرير أسواق الصرف، من المرجح أن ترتفع القيمة الخارجية للعملة الوطنية لا أن تنخفض. ويحضر انفتاح القطاع المالي فرضية حصول نقص مفاجئ في الرصيد الخارجي اللازم لتلبية الاحتياجات الأساسية، وبالمقابل، ليس هناك ما يوحي بأن المصارف عازمة على تعديل سياسات التسليف لجهة تمويل النشاط الاقتصادي.

الوقائع المالية والنقدية للعام الفائت تؤكد هذه الخلاصة. فقد زادت موجودات المصارف ما يقارب 20 مليار دولار أميركي دفعة واحدة. نصف هذه الزيادة جرى امتصاصها من قبل مصرف لبنان، وتوزع النصف الثاني بالتساوي تقريباً ما بين تسليفات للقطاع العام وقروض للقطاع الخاص وتوظيفات خارجية. ما يعني أن ثلثي التدفقات التي دخلت لبنان العام الماضي أبعدت فوراً إلى خارج الدورة الاقتصادية والمالية.

وكما في أي وقت مضى، لم توظف الودائع الزائدة لتعزيز الاستثمارات، فالمصارف تفضل الاستعمالات المجربة سابقاً، وتناهى بنفسها عن طرق أبواب جديدة خارج مظلة الأمان التقليدية التي نشرها مصرف لبنان منذ عقدين. أما البرامج الرسمية لدعم القروض الموجهة للقطاعات فمحدودة الأثر، كونها لا تشكل سوى 1.1 % من مجموع قروض القطاع الخاص.

من المعروف أن هدف السياسة النقدية كان ولا يزال دعم الثقة داخليا وخارجيا. وهذا مبرر تماماً قياساً إلى التحديات والمخاطر التي واجهها الاقتصاد اللبناني. لكن التوسع المالي الهائل، وحجم الاحتياطيات الإجمالية الذي قارب قيمة الناتج نفسه، يدخلنا في مرحلة جديدة تستدعي إعادة تعريف المخاطر، واعتماد ترتيب جديد لأولويات السياسة النقدية، بحيث تعتنى أكثر بقضايا النمو، و بالدين العام. وهذا يفترض مناقشة الإمكانيتين الآتيتين:

الإمكانية الأولى: خفض معدلات الفائدة بوتيرة أسرع. مع بداية عام 2007 أخذت الفوائد بالتراجع عالمياً بعد سنوات من الارتفاع المتواصل. في بداية ذلك العام وصلت الفائدة على سندات الخزينة الأميركية (لسنة واحدة)، إلى أعلى مستوياتها (حوالي 5.1 %)، قبل أن تنخفض تدريجياً، مسجلة 2% عشية الأزمة المالية العالمية، وصولاً إلى 0.37% حالياً. وبالمقابل

استقرت الفائدة على سندات الخزينة اللبنانية طيلة المرحلة، مع انخفاض محدود في الأشهر الأخيرة. وبينما تراجع معدلات الفائدة على السندات الأميركية (لثلاثة أشهر) حوالي 5 نقاط في ثلاثة أعوام لم يخطط الانخفاض بالنسبة للأوراق الحكومية اللبنانية نصف نقطة لسندات الثلاثة أشهر ونقطة ونصف لسندات السنة. ليسجل الفارق بين معدلات الفائدة على السندات الأميركية ومثيلاتها في لبنان زيادة تتراوح بين 2.53 نقطة و 4.59 نقطة على فئات السندات قصيرة الأجل، وعلى الفئات الأخرى لكن بنسب أقل وذلك خلال الأعوام الثلاثة الماضية. السندات من فئة خمس سنوات شكلت استثناء حيث تقلص الفارق، بيد أن المصارف اللبنانية التي اكتتبت بهذه السندات، حصلت على تعويض مجز، يتمثل في شهادات الإيداع التي أصدرها البنك المركزي لأجل طويلة، وبفوائد فاقت المعدلات الأميركية بأكثر من ثماني نقاط.

الإمكانية الثانية، هي توسيع نوعي لبرامج دعم الفوائد المخصصة للقطاعات. الأرقام تشير إلى منحى آخر، ففي النصف الأول من العام المنصرم بلغ مجموع التسليفات المدعومة فوائدها حوالي 190 مليون دولار. أي ما يقل عن 2% من مجموع السيولة الزائدة التي امتصها المصرف المركزي، بكلفة سنوية لا تقل عن 400 مليون دولار. المفارقة هي أن هذا المبلغ كافٍ لتأمين كلفة دعم للقروض تساوي عشرة أضعاف القروض المدعومة رهنأً. هذا لو اتبعت السلطتين المالية والنقدية طريقة أخرى لاستيعاب فائض السيولة، تقوم على الاستثمار لا على التعقيم.

لقد عمد مصرف لبنان كما تقدم، إلى امتصاص عشرة مليارات دولار تقريباً من الودائع الجديدة خلال عام 2009، بفوائد تزيد عن تلك السائدة في الأسواق المالية الدولية. كان بوسع المصرف المركزي بالتعاون مع السلطة المالية، اعتماد سيناريو آخر غير ذلك الذي تعلمه أثناء حقبة الانهيار النقدي في الثمانينيات وواظب على إتباعه بتصميم مبالغ فيه. يقضي السيناريو البديل بمضاعفة أرقام القروض الموجهة، وتشجيع المصارف على تسليف قطاعات الإنتاج، من خلال الطرق المعتمدة حالياً، وهي دعم الفوائد وتخفيض الاحتياطي الإلزامي مع توسيع دائرة المستفيدين من الضمانات الحكومية. ومن شأن سيناريو كهذا إعفاء مصرف لبنان، ومن ورائه الخزينة، من تحمل عبء السيولة الزائدة وحده. هذا فضلاً عن خلق فرص استثمار مدروسة ومجزية.

ثمة استعصاء بنيوي يحول حتى الآن دون دمج التدفقات المالية في دورة الإنتاج. فالأمر يتطلب تدخلات أكثر تركيزاً وفاعلية لصالح القطاعات العاملة. ولعل المتانة المالية هي فرصة مناسبة لاختبار سياسات من خارج السياق المألوف، دون أن نخشى مغبة ذلك. وبدلاً من تسخير

النشاط الاقتصادي لتقديم حماية غير محدودة للقطاع المالي، على هذا الأخير أن يقدم الضمانات الكافية للقطاعات الأخرى، والقيام بواجباته كاملة. هذا لا يستدعي كثيراً من نكران الذات بل مجرد تضحيات يسيرة.