



# هندسة مصرف لبنان المالية: رافعة مالية ونقدية واقتصادية

رائد شرف الدين - النائب الأول لحاكم مصرف لبنان

٤ نيسان ٢٠١٧ | بيروت - لبنان

## قائمة المحتويات

١. الهندسة المالية: المفهوم والخلفية التاريخية ..... ٢
٢. المشهد العام وسياسات مصرف لبنان غير التقليدية ..... ٣
٣. الأحكام القانونية وقرارات المجلس المركزي ..... ٥
٤. الآلية المعتمدة ونتائجها ..... ٦
٥. نظرة مستقبلية ..... ٩

## ١. الهندسة المالية: المفهوم والخلفية التاريخية

لقد شهدت العقود الثلاثة الأخيرة ما لم تشهده أي حقبةٍ غابرةٍ في التاريخ الإنساني على صعيد الابتكار والتجدد الحضاري والتفاعل العولمي. ومن الطبيعي أن يشكّل المال والنقد، كأحد أقدم الوسائط الاجتماعية-الاقتصادية بين البشر، عنصران جاذبان وحقلان خصبان لظواهر الابتكار النظري والبحث العلمي والتطور التكنولوجي. من هنا برز حقلٌ جديد، ما لبث أن تحوّل إلى اختصاصٍ علمي وممارسةٍ رؤيوية، ألا وهو الهندسة المالية. ويمكن تعريف الهندسة المالية بأنها "التطوير والتطبيق الخلاق للتكنولوجيا المالية المبتكرة"، حيث تشمل هذه التكنولوجيا المالية الجوانب النظرية، والأساليب الكمية، والمنتجات المالية، والعمليات المالية. إذا كان الدافع على مستوى الاقتصاد الجزئي هو تحقيق أرباح للمبتكرين من خلال إيجاد أفضل الطرق لتلبية احتياجات المجتمع، فإن هذه الهندسة تُعنى بإدارة الموارد الشحيحة على مستوى الاقتصاد الكلي، وهو ما يمثل الهدف الأساسي لأي نظام اقتصادي.<sup>١</sup>

بالإضافة إلى دورها الضابط، تكتسب السياسة النقدية أهميةً خاصةً في ممارستها للهندسة المالية، في ظل ما تشهده من تطوّر باتجاه انتهاج أدوارٍ غير تقليدية تتركز حول إضفاء بعدٍ اقتصادي على أداء السلطة النقدية، وتجديد الجهود الرامية إلى تعزيز المسؤولية الاجتماعية-الاقتصادية لديها عبر تطبيق هندساتٍ فعالة، في سبيل إفادة الاقتصاد والمجتمع على حدٍ سواء، خاصةً في مواجهة الأزمات. وفي هذا السياق، تتمحور المبادرات غير التقليدية للسياسة النقدية حول قضايا حيوية، مثل مساندة الحكومات في خلق الظروف المؤاتية لتحقيق النمو المستدام، وتوفير الإمكانيات لإعادة إحياء سوق العمل، وتحسين الأمن الاجتماعي والبيئي والتنمية المستدامة، وإيجاد توازن ما بين التمويل الإقراضي والتمويل المساهم، واتباع السياسات الكفيلة بتطبيق الحدائق عبر مواكبة التطورات المعرفية والتكنولوجية التي تغزو الأنظمة المالية والمصرفية، وتعزيز البيئة التنافسية، وتخفيض كلفة الخدمات المالية، والتخفيف من مشكلة الإقصاء المالي للمستخدمين، وتشجيع ظواهر الاقتصاد الإنتاجي، بعيداً عن آفات الاقتصاد الريعي<sup>١</sup>، وصولاً إلى إطلاق المبادرات التحفيزية للاقتصاد. هذا بالإضافة إلى الدور الذي يلعبه الشق التنظيمي للسياسة النقدية في ردف التنمية من خلال تحسين الاستقرار المالي، ونشر مبادئ الحوكمة المؤسسية والإدارة الرشيدة، وتعزيز الثقافة المالية لدى المستهلك. وكل هذا يصب في تعزيز الشمول المالي، بحيث يتمكن كل مواطن من الوصول إلى مصادر التمويل بأقل الأكلاف.

يمكن تقسيم تطور الهندسة المالية عالمياً إلى ثلاث مراحل: المرحلة الأولى امتدت ما بين ١٩٧٠ و١٩٩٧، حيث دفعت الحاجة لإدارة المخاطر الناجمة عن تحرير أسعار الفائدة والعملات إلى إنشاء الأدوات والتكنولوجيات والمؤسسات المنوطة بإدارة المخاطر ورؤوس الأموال. المرحلة

<sup>١</sup> الاقتصاد الريعي هو اعتماد الدولة على مصدر واحد للريع (الدخل)، وهذا المصدر غالباً ما يكون مصدراً طبيعياً ليس بحاجة إلى آليات إنتاج معقدة سواء كانت فكرية أو مادية كماء الأمطار والنفط والغاز، بحيث تستحوذ السلطة الحاكمة على هذا المصدر وتحتكر مشروعية امتلاكه وتوزيعه وبيعه. في العلوم السياسية ونظرية العلاقات الدولية، الدولة الريعية هي الدولة التي تستمد كل أو جزء كبير من إيراداتها الوطنية من بيع أو تأجير مواردها الأصلية للعملاء الخارجيين.

الثانية، ما بين ١٩٩٨ و٢٠٠٦، اتسمت بالنمو المطرد للمؤسسات والأسواق والأدوات المالية، مع ما رافقها من تنامي المخاطر والأزمات المتلاحقة. أما المرحلة الثالثة، التي نعيشها منذ العام ٢٠٠٧، فهي مرحلة "العقلنة" (Rationalization) التي تلت الأزمة المالية العالمية وما رافقها من خسائر للقطاعين الخاص والعام، والتي تتسم بإعادة النظر بدور السلطات التنظيمية في إدارة المخاطر النظامية.<sup>١</sup>

فيما يلي، سوف أتطرق للمشهد العام إبان تنفيذ الهندسة المالية الأخيرة، ومبادرات مصرف لبنان غير التقليدية. ثم سأتناول الخلفية القانونية لهندسة مصرف لبنان المالية، لأعرض بعد ذلك المفصل الأساسية لآلية الهندسة المالية الأخيرة. وأختم بآثارها على مستوى المنفعة الاقتصادية، آتياً على ذكر بعض الخلاصات.

## II. المشهد العام وسياسات مصرف لبنان غير التقليدية

عشر سنواتٍ انقضت وتداعيات الأزمة المالية العالمية لا زالت تثقل المشهد الاقتصادي العالمي بأعبائها ونتائجها، سواء على صعيد الاقتصادات المتقدمة أو الناشئة أو النامية. فعلى الصعيد العالمي، ما انفكت ظاهرة الركود الاقتصادي الشامل تسبب الأضرار بالاقتصاد الحقيقي، وتستنفذ سياسات التيسير الكمي<sup>٢</sup> (Quantitative Easing) التي أفرزت أسعاراً فائدة سلبية مصحوبةً بزيادة منسوب عدم اليقين في الاقتصاد السياسي العالمي. فإذ بهذه العوامل تفاقم التباطؤ الاقتصادي والتفاوت الاجتماعي-الاقتصادي. في المحصلة، إن الأسواق الناشئة التي مثّلت ملاذاً بسبب احتياطي تدفقاتها النقدية في فترة الأزمة المالية هي الآن أقرب إلى الشلل.

على الصعيد الإقليمي، سادت حالة من التراجع الحاد على مستوى الاقتصاد الكلي والواقع الاقتصادي-التنموي. مرد ذلك الاضطرابات السياسية والأمنية الناجمة عن مختلف الحروب والصراعات، وأزمة اللاجئين الإنسانية، وانخفاض أسعار النفط. وقد ظهر هذا التراجع جلياً في تدهور الطلب الكلي وزيادة العجز في العديد من البلدان العربية، وبشكلٍ خاص، في الدول المنتجة للنفط.

على الصعيد المحلي، تعرّض الاقتصاد اللبناني خلال السنوات القليلة الماضية لضغوط هائلة، سببتها التوترات السياسية والتحديات الأمنية والاضطرابات الإقليمية، وبشكلٍ خاص ما يتعلّق منها بتداعيات الأزمة السورية ومخاطرها، وما نتج عنها من تدفق أكثر من مليون ونصف لاجئٍ إلى لبنان، إضافةً إلى ٥٠٠ ألف ضيف آخر من الأشقاء في الدول العربية. كما زاد الوضع تفاقماً حالة الشلل السياسي في المؤسسات الدستورية التي أبقت البلاد بلا رئيس لأكثر من عامين. انعكس هذا الواقع في ما سجّله المؤشرات الاقتصادية الرئيسية، كالتجارة الخارجية والسياحة والاستثمار والاستهلاك، من تراجعٍ مطردٍ منذ العام ٢٠١١. ونتيجة لذلك، ارتفعت نسبة الدين إلى

<sup>١</sup> سياسة التيسير الكمي هي سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها المصارف المركزية لتنشيط الاقتصاد عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة، حيث يشتري البنك المركزي الأصول المالية لزيادة كمية الأموال المعروضة في الاقتصاد.

الناتج المحلي الإجمالي<sup>٣</sup> إلى نحو ١٤٤ بالمئة<sup>٣</sup> في العام ٢٠١٦، مقارنةً ب ١٣٧ بالمئة العام ٢٠١١<sup>٤</sup>. كما ارتفع العجز المالي متأثراً بغياب الموازنة العامة منذ العام ٢٠٠٥ لتاريخه. كما انخفض نمو الناتج المحلي الإجمالي من ثمانية بالمئة في العام ٢٠١٠ إلى نحو اثنين بالمئة حالياً. إلى ذلك، بلغ العجز في ميزان المدفوعات<sup>٤</sup> ٣,٣ مليار دولار أمريكي في العام ٢٠١٥، ما مجمله تسعة مليارات دولار خلال السنوات الأربعة الماضية فقط، بعد أن سجل فائضاً قدره ٣,٣ مليار دولار العام ٢٠١٠<sup>٥</sup>. أما تصنيف الوكالات الدولية ذات الصلة وتوقعاتها بشأن لبنان فقد كانت سلبية.

بالرغم من كل هذه التحديات، تمكن الاقتصاد اللبناني من تحقيق نمو سنوي حقيقي بنحو اثنين بالمئة في العام ٢٠١٦. في الواقع، يعزو الكثير من أسباب هذه المناعة إلى تاريخ من الاستقرار النقدي والمالي، مردّه إلى رؤية مصرف لبنان الشاملة والمستدامة. فقد لعبت سياسات مصرف لبنان، لا سيما حُزم التحفيز الذي أطلقها منذ العام ٢٠١٣، دوراً محورياً في تعزيز النمو الاقتصادي من خلال تشجيع التسليف إلى القطاع الخاص والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بغية الاستثمار في القطاعات الإنتاجية والمعرفية والسكنية والبيئية والتعليمية والفنية، وتأمين مزيدٍ من فرص العمل وإعادة تكوين الطبقة المتوسطة، وذلك بفوائد مقبولة عن طريق إعفاء المصارف من جزءٍ من احتياطاتها الإلزامي وتوفير قروضٍ لها بفوائد متدنية. في هذا الإطار، بلغ مجموع قيم الرزم التحفيزية، منذ إطلاقها، ما يوازي الستة مليارات دولار حتى سنة ٢٠١٧، مساهمةً ب ٥٠ بالمئة من النمو المحقق خلال الأعوام الأربعة المنصرمة. وإيماناً منه بالأهمية الاستراتيجية للرأسمال البشري اللبناني، قام مصرف لبنان بتأمين موارد الرسملة لقطاع اقتصاد المعرفة والشركات الناشئة، بابتكار هندسة مالية تضع بتصرف هذا القطاع نحو ٦٠٠ مليون دولار، باعتماد التمويل الرأسمالي المساهم، وليس الإقراضي، الذي يجنب الشركات عبء كلفة الدين. وبالتالي، تم إدخال عنصر نمو فعلي على الناتج المحلي يتمثل باقتصاد المعرفة. إلى ذلك، شكلت الزيادة المستمرة في الموجودات الأجنبية والانخفاض الثابت في نسب الدولار<sup>٥</sup> دليلاً إضافياً على الثقة في النظام المالي والليرة اللبنانية.

بناءً على هذه المعطيات الحساسة، ارتأى مصرف لبنان أن يستكمل مبادراته النقدية غير التقليدية باعتماد هندسة مالية إضافية متعددة الأهداف والأبعاد، تجمع ما بين صيانة الاستقرار المالي-النقدي، وتوفير الملاءة للدولة، وتنشيط الطلب الداخلي والحركة الاقتصادية.

<sup>٣</sup> توضح نسبة إجمالي الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي عبء المديونية الخارجية للدول، وتشير إلى قدرة اقتصاداتها على تحمل أعباء هذا الدين، ومدى استمراريتها على الالتزام بذلك.

<sup>٤</sup> ميزان المدفوعات هو بيان يوجز المعاملات الاقتصادية – التجارية والمالية – التي تتم بين حكومات ومواطنين ومؤسسات محلية لبلد ما مع مثيلاتها لبلدٍ أجنبي خلال فترة زمنية محددة عادةً ما تكون سنة. ويصنّف ميزان المدفوعات هذه المعاملات في حسابين: الحساب الجاري وحساب رأس المال. يتضمّن الحساب الجاري المعاملات المتعلقة بالسلع والخدمات وإيرادات الاستثمار والتحويلات الجارية، في حين أن حساب رأس المال يشمل معاملات الأدوات المالية. وتشكل معاملات ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي لاقتصاد ما مجموعة حساباته الدولية.

<sup>٥</sup> انخفضت نسب دولارة القروض ما بين عام ٢٠١٣ و ٢٠١٦ من ٧٧% إلى ٧٣%. (المصدر: مصرف لبنان)

### III. الأحكام القانونية وقرارات المجلس المركزي

إن الصلاحيات المنوطة قانونياً بمصرف لبنان، والتي على أساسها قام بالهندسة المالية، تستند إلى أربعة أحكامٍ قانونية واردة في قانون النقد والتسليف.<sup>vii</sup>

أولاً، المادة ٣٣ التي تنص على الآتي:

"إن المجلس المركزي، ضمن نطاق الصلاحيات المعطاة لمصرف لبنان بمقتضى هذا القانون، يتمتع خاصة بالصلاحيات التالية، دون أن يكون لهذا القرار طابع حصري:

١. يحدد سياسة مصرف لبنان النقدية والتسليفية
٢. يضع أنظمة تطبيق هذا القانون
٣. يحدد، على ضوء الأوضاع الاقتصادية، معدل الحسم ومعدل فوائد تسليفات مصرف لبنان ويتذاكر في جميع التدابير المتعلقة بالمصارف."

ثانياً، المادة ٧٠ التي تنص على الآتي:

"مهمة المصرف المركزي العامة هي المحافظة على النقد لتأمين أساس نمو اقتصادي واجتماعي دائم، وتتضمن مهمة المصرف المركزي بشكل خاص ما يلي:

- المحافظة على سلامة النقد اللبناني.
- المحافظة على الاستقرار الاقتصادي.
- المحافظة على سلامة اوضاع النظام المصرفي.
- تطوير السوق النقدية والمالية.
- يمارس "المصرف" لهذه الغاية الصلاحيات المعطاة له بموجب هذا القانون."

ثالثاً، المادة ٧٦ سيما الفقرة (أ) والفقرة (ج)، واللتان تنصان على الآتي:

"يخوّل "المصرف المركزي"، ابقاء على الانسجام بين السيولة المصرفية وحجم التسليف وبين مهمته العامة المنصوص عليها بالمادة ٧٠، صلاحية اتخاذ جميع التدابير التي يراها ملائمة، وخاصة التدابير التالية التي يمكنه اتخاذها منفردة او مجتمعة او مع التدابير المنصوص عليها في الباب الثالث من هذا القانون:

أ. تحديد وتعديل معدلات الحسم وحدوده القسوى وكذلك معدلات الاعتمادات الأخرى المجاز له منحها للمصارف وللمؤسسات المالية وحدودها القسوى.

ج. شراء وبيع السندات في السوق الحرة وفقاً للمواد ١٠٦، ١٠٧، ١٠٨."

رابعاً، المادة ١٠٤ التي تنص على الآتي:

"للمصرف المركزي أيضاً أن يعين الحد الأقصى لمساعدته لكل مصرف أياً كان شكلها وخاصة بالنسبة لأهمية هذا المصرف وحسن تسيير أعماله."

## الخطوات التطبيقية

أما في ما يتعلّق بالقرارات والخطوات التطبيقية التي صدرت استناداً الى الأحكام الواردة أعلاه، فتتلخّص بالآتي:

أولاً، استناداً الى الأحكام القانونية الواردة أعلاه، صدرت بالإجماع اربعة قرارات عن المجلس المركزي لمصرف لبنان نُشر مضمونها بشكل تعاميم وسيطة تحمل كل من الأرقام ٤٢٨ بتاريخ ٢٠١٦/٧/٢٥ و٤٣٩ بتاريخ ٢٠١٦/١٧/٨ و٤٤٠ بتاريخ ٢٠١٦/١٧/٨ و٤٤٦ بتاريخ ٢٠١٦/١٢/٣٠، ونشرت كافة في الجريدة الرسمية وعلى الموقع الالكتروني العائد لمصرف لبنان، وهي تحدد الخطوط العريضة "للهندسة المالية" والشروط الواجب توفرها في كل المصارف التي تود الاستفادة منها.

ثانياً، إن حاكم مصرف لبنان ملزم، استناداً إلى احكام المادة ٢٦ من قانون النقد والتسليف، "بتطبيق قرارات المجلس المركزي المذكورة أعلاه"، وذلك سيما وفقاً لأحكام المواد المشار إليها في الفقرة (ج) من المادة ٧٦ من قانون النقد والتسليف المتعلقة بشراء وبيع سندات الخزينة من قبل مصرف لبنان.

ثالثاً، إن تطبيق هذه القرارات على المصارف جاء وفقاً لنفس المعايير المعممة على المصارف كافة، علماً أنه من الطبيعي أن تختلف النتائج الإفرادية بحسب حجم موجودات كل مصرف ورغبته بالتجاوب مع المتطلبات والشروط المحددة للاستفادة من هذه الهندسة المالية.

رابعاً، نشير إلى أن المادة ١٥١ من قانون النقد والتسليف التي تفرض على كل شخص ينتمي أو كان انتمى إلى المصرف المركزي، بأي صفة كانت، أن يكتُم السر المنشأ بقانون ٣ ايلول ١٩٥٦ (المتعلق بالسرية المصرفية). ويشمل هذا الموجب جميع المعلومات وجميع الوقائع التي تتعلق، ليس فقط بزبائن المصرف المركزي والمصارف والمؤسسات المالية، وإنما أيضاً بجميع المؤسسات المذكورة نفسها والتي يكون اطلع عليها باتتمائه الى المصرف المركزي. من هنا كان يتعدّر على مصرف لبنان إعطاء المعلومات التفصيلية حول هوية المصارف المستفيدة وحول حجم استفادتها إفرادياً من الهندسة المالية.

خامساً، قام حاكم مصرف لبنان بشرح آلية واهداف الهندسة المالية عبر وسائل الإعلام المكتوبة والمرئية من خلال بيانات ومقابلات صحفية وتلفزيونية.

## ١٧. الآلية المعتمدة ونتائجها

### المراحل

في ما يخص تفاصيل ومراحل الهندسة المالية، والتي نُفّذت في النصف الثاني من العام ٢٠١٦ يمكن تحديدها كالتالي:

أولاً، قام مصرف لبنان بعملية تبادل مع وزارة المالية اللبنانية، وقد شملت هذه العملية حصول المصرف على سندات يوروبوند صادرة عن وزارة المالية بقيمة مليار دولار بفائدة تراوحت بين

٦,٢٥ بالمئة لفترة ست سنوات و ٦,٨٥ بالمئة لفترة ١٣ سنة، مقابل إعطاء الوزارة سندات خزينة مساوية للقيمة ذاتها بالليرة اللبنانية من محفظته.

ثانياً، إثر ذلك، باع مصرف لبنان سندات اليوروبوند التي حصل عليها وأصدر شهادات إيداع بالدولار للمصارف التجارية بقيمة تقارب أحد عشر مليار دولار مقابل تدفقات دولار جديدة من خارج لبنان محوَّلة من قبل المصارف.

ثالثاً، قام مصرف لبنان بعملية حسم بفائدة صفر بالمئة لأوراق مالية بالليرة اللبنانية (سندات خزينة وشهادات إيداع) تحتفظ بها المصارف التجارية في محافظها، بقيمة توازي القيمة التي تضمنتها المعاملة في المرحلة الثانية (سندات اليوروبوند وشهادات الإيداع بالدولار). كما تمّ تسديد نصف قيمة إيرادات الفوائد فوراً (التي كانت ستتحقق للمصارف والمؤسسات المالية عند الاستحقاق وتبلغ قيمتها الإجمالية حوالي ٩,٦٠٠ مليون دولار)، وذلك بعد أن خضعت هذه المعاملة لخصم طوعي (Voluntary Haircut) من ضمن شروطها على فوائد الأوراق المالية المحسومة بنسبة ٥٠ بالمئة لصالح مصرف لبنان.

تنفيذاً لما ورد في المرحلة الثالثة والأخيرة، محاسبياً تم قيد سندات الدولة اللبنانية التي حسمها مصرف لبنان للمصارف، والتي كانت قد اشترتها سابقاً من الدولة، ضمن موجوداته، وذلك مقابل استعمال بعض بنود المطلوبات الواردة في ميزانيته. وبهذا لم يستعمل مصرف لبنان الأموال العامة للدولة لتمويل هذه الهندسة كما لم يحملها أية اعباء.

## النتائج

إن لهذه الهندسة المالية أهدافاً وأبعاداً متعددة، وقد تمّ رصد تأثيرها من خلال تسليط الضوء على النتائج التالية:

أولاً، تعزيز موجودات العملات الأجنبية لمصرف لبنان، من منطلق أن تأمين ميزانية قوية هو أمر ضروري للحفاظ على استقرار ثقة الداخل والخارج، وبالتالي انعكاس ذلك إيجاباً على استقرار سعر الصرف وسعر الفائدة. على أثر الهندسة المالية، بلغت موجودات العملات الأجنبية لمصرف لبنان مستوىً قياسياً تاريخياً قارب الـ ٤١ مليار دولار، الأمر الذي يمنح الاستقرار لليرة اللبنانية وأسعار الفائدة.

ثانياً، تمتين القاعدة الرأسمالية للمصارف، حيث أصدر مصرف لبنان تعليماته للمصارف لتخصيص العائدات المترتبة من آلية الهندسة المالية في الشريحة الثانية من رأس مالها (Tier II Capital)، وهذا من شأنه أن يمكن المصارف من تكوين مؤونات عامة إضافية قبيل تنفيذ المعيار الدولي للتقارير المالية رقم ٩ (المعروف بـ IFRS 9) في كانون الثاني ٢٠١٨، وبما يخدم مواجهة

<sup>١</sup> لقد حدثت التغيرات في بيئة العمل الاقتصادية بمجلس معايير المحاسبة الدولية لإنجاز المرحلة الأخيرة من الاستجابة الشاملة لتبعية الأمانة المالية العالمية بإصدار المعيار الدولي للتقارير المالية رقم ٩ - الأدوات المالية (IFRS 9)، والذي حل محل ما كان يعرف بمعايير المحاسبة الدولية (IAS). يختلف الـ IFRS 9 عن سابقه الـ IAS في أن الأول يركز على الخسائر المتوقعة بدلاً من الخسائر المتكبدة التي يركز عليها الـ IAS، ويتضمن مجموعة تحسينات تتعلق بنموذج منطقي للتصنيف والقياس، ونموذج الاعتراف للخسارة المتوقعة، والمنهج الذي تم إصلاحه بشكل كبير لمحاسبة التحوط. سيدخل المعيار الجديد حيز

أي خطر لديون مشكوك بتحصيلها (طلب مصرف لبنان من المصارف تكوين مؤونات بنسبة اثنين بالمئة من الموجودات المرجحة بمخاطر الائتمان، أي بما يقارب الـ ١,٢ مليار دولار). كذلك سوف يمكن المصارف من العمل على بلوغ الهدف الذي وضعه مصرف لبنان لنسبة كفاية رأس المال بحلول نهاية ٢٠١٨، وهو ١٥ بالمئة، والتي تزيد عن المتطلبات الدولية (بازل III).<sup>٧</sup>

ثالثاً، زيادة السيولة بالعملة المحلية، لتأمين احتياجات التمويل للقطاعين العام والخاص بالكلفة الأمثل. لقد نجحت الهندسة المالية في تحقيق هذا الهدف من خلال نمو الودائع، الذي بلغ ٢,٥ بالمئة بعد الهندسة المالية، مقارنةً بـ ٠,٩ بالمئة منذ بداية العام ولغاية نيسان ٢٠١٦. بذلك حققت الودائع نمواً سنوياً إجمالياً في العام ٢٠١٦ بلغ ٧,٢ بالمئة<sup>٨</sup>. في هذا السياق، ارتفعت قيمة الإيداعات لدى المصارف من حوالي ١٥٩ مليار دولار في نهاية العام ٢٠١٥ إلى حوالي ١٧٢ مليار دولار في نهاية العام ٢٠١٦، كما ارتفعت موجودات المصارف من حوالي ١٨٦ مليار دولار في نهاية العام ٢٠١٥ إلى حوالي ٢٠٤ مليار دولار في نهاية العام ٢٠١٦.

وبتوفر هذه السيولة الجديدة بالليرة اللبنانية، سوف تتمكن المصارف من المضي قدماً في توسيع محافظ الائتمان الخاصة بها، وبشكلٍ خاص تلك الموجهة للشركات الصغيرة والمتوسطة، بهدف دعم النشاط الاقتصادي، وفي الوقت نفسه الامتثال للمتطلبات الدولية الجديدة في الرسملة وإدارة المخاطر.

رابعاً، تحسين وضعيّة الدين الحكومي من خلال تخفيض كلفة الدين، لقد أدت الهندسة المالية لمصرف لبنان إلى انخفاض أسعار الفائدة لسندات الخزينة من فئة ٥ سنوات من ٦,٧٤ بالمئة إلى خمسة بالمئة. كذلك خفّض مصرف لبنان معدل الفائدة على شهادات الإيداع الطويلة الأمد وودائع الادّخار بالليرة اللبنانية من تسعة بالمئة إلى ٨,٤ بالمئة. وانعكاساً لتحسين وضعيّة الدين الحكومي، لوحظ أن المؤسسات المالية الدولية شجعت عملاءها (وصناديق ومديري تقاعد أصول) على الاستثمار في سندات اليوروبوند اللبنانية. من اللافت أن هذه الهندسة استطاعت أن تحسّن الأوضاع النقدية في البلد دون اللجوء إلى رفع معدلات الفوائد على سندات الدين بالليرة اللبنانية والدولار، والذي كان أحد اقتراحات بعثة صندوق النقد الدولي لتعزيز موجودات مصرف لبنان الخارجية بالعملات الأجنبية. ولو اعتمد هذا الخيار من قبل مصرف لبنان، لكان من نتيجته زيادة كلفة خدمة الدين العام والخاص بالليرة اللبنانية والدولار بحوالي ١,٣ مليار دولار مقابل كل زيادة بنسبة واحد بالمئة في سعر الفائدة.

<sup>٧</sup> التنفيذ ابتداءً من ٢٠١٨/١/١ حيث يترتب على الالتزام به تكوين مؤونات كافية لدى المصارف. بموجبه، يجب أن تكون كل مؤسسة مستعدة لإجراء اختبار ضغط على موجوداتها في حال تدني الاسعار، بحيث تكون قادرة على أن تشكل مقابلها المؤونات اللازمة.

<sup>٨</sup> من الأمور الأساسية التي بينتها الأزمة المالية، أن العديد من المصارف لم يكن لديها رأس المال الكافي لدعم وضعيّة المخاطر التي اتخذتها، والتي تبين لاحقاً أنها فاقت بكثير ما كانت تتوقعه قبل الأزمة. وهذا بلا شك شكّل مخالفة للمبادئ الأساسية لبازل ٢ التي كانت نافذة آنذاك، والمتعلقة بكفاية رأس المال، مما حدا بلجنة بازل للرقابة المصرفية لتعديل النسبة الدنيا لمتطلبات رأس المال في بازل ٣ من ٨% إلى ١٠,٥% كنسبة من الأصول المرجحة بالمخاطر، ابتداءً من ١/١/٢٠١٩.



خامساً، إن نجاح الإصدار الأخير يؤكد مرةً أخرى استمرار الثقة بسندات اليوروبوند اللبنانية، حيث بلغ حجم الطلب على الاكتتاب ستة أضعاف المبلغ الذي تم إصداره (17,8 مليار مقابل ثلاثة مليارات دولار). علماً أن معدلات الفوائد على السندات الجديدة تُعتبر جيّدة مقارنةً مع معدلات الفوائد المساندة في الأسواق الثانوية.<sup>٨</sup>

وقد قام مصرف لبنان باتخاذ الإجراءات المناسبة لتسهيل عملية إنجاز هذا الاكتتاب الأخير بسندات اليوروبوند التي أطلقتها وزارة المالية، انطلاقاً من مهمته العامة المنصوص عليها بالمادة ٧٠ من قانون النقد والتسليف واستناداً إلى المادة ٩٧ من القانون نفسه، وبصفته العميل المالي للقطاع العام والمخول قانوناً بالمساعدة "مجاناً على ترويج قروض القطاع العام الداخلية والخارجية". وبالتالي سمح للمصارف بحسم شهادات إيداع بالدولار الأميركي إصدار مصرف لبنان، شرط إعادة الاكتتاب بالقيمة المحسومة بسندات الجمهورية اللبنانية يوروبوند.

سادساً، تحسين وضعيّة ميزان المدفوعات من خلال اعتماد الوسائل الكفيلة بزيادة الطلب الداخلي والإنتاجية، وبالتالي تعزيز النمو والتنمية. لقد نتج عن الهندسة المالية تدفق نقدي وصل إلى ٤,٢ مليار دولار في نهاية العام ٢٠١٦. فتحوّل العجز التراكمي البالغ ١,٧ مليار دولار في أيار ٢٠١٦ إلى فائض تراكمي قيمته ١,٣ مليار دولار في نهاية العام ٢٠١٦.

سابعاً، ارتفاع معدل التضخم<sup>٩</sup> من صفر إلى اثنين بالمئة في أيلول ٢٠١٦، وهو ما يتماشى مع أهداف مصرف لبنان.

ثامناً، تحسين تصنيف لبنان الائتماني. على الرغم من الجمود السياسي الذي كان قائماً في البلاد حين إطلاق الهندسة المالية، قامت وكالة التصنيف العالمية ستاندرد أند بورز بتعديل توقعاتها بشأن وضع لبنان المالي من سلبي إلى مستقر.

## ٧. نظرة مستقبلية

في الخلاصة، يهمني الإضاءة على الملاحظات التالية:

أولاً، لا بدّ من تعزيز فهم التوازن الدقيق الذي تتصف به السياسة النقدية، متمثلةً بمصرف لبنان. فمن جهة، يجب على السلطة النقدية الحفاظ على مصداقية الالتزام بالمصالح الوطنية الاقتصادية-النقدية العليا والتقيّد بالدور المنوط بها دستورياً كسلطة تنظيمية، ضمن الأنظمة

<sup>٨</sup> بلغت فوائد الإصدار الأخير لسندات اليوروبوند ٦,٨٥% لمدة ١٠ سنوات (٢٠٢٧)، ٧% لمدة ١٥ سنة (٢٠٣٢)، و٧,٢٥% لمدة ٢٠ سنة (٢٠٣٧). وتدفع الفائدة كل ستة أشهر، على أن تدفع قيمة الأصول عند الاستحقاق.

<sup>٩</sup> التضخم هو مقدار معدل الزيادة في أسعار سلة السلع والخدمات المعروضة نتيجة لزيادة الدخل النقدية. التضخم البسيط (دون ال ٤%) هو ظاهرة طبيعية وصحية ومطلوبة في الاقتصاد، حيث ينتج عنه ارتفاع بسيط في الأسعار، ويؤدي إلى زيادة أرباح المنتجين بما يحفزهم على زيادة استثماراتهم، وبالتالي يحقق ارتفاعاً في معدّل النمو. أما التضخم المتسارع أو المفرط فينتج عنه ارتفاع حاد في معدلات الأسعار، مما يؤدي إلى تآكل القدرة الشرائية للمواطنين، وارتفاع معدل البطالة، وقد يصل إلى حد انهيار العملة الوطنية. لذا ينبغي على السلطة النقدية الحفاظ على مستوى تضخم معتدل، حيث تضع هدفاً سنوياً للتضخم وتوسعى لتحقيقه.

والقوانين المرعية. ومن جهة أخرى، يُلقى على عاتق هذه السلطة مسؤولية المشاركة الفاعلة في التصدي للأزمات الاقتصادية الطارئة والقيام بما يلزم لصيانة الأمن الاقتصادي، بجانبه النقدي- المالي على وجه الخصوص، كسلطة تتمتع بحيزٍ من الاستقلالية وبالقدرة على المناورة في الاستخدام الفعال والمجدي للموارد المتاحة.<sup>ix</sup>

ثانياً، على الرغم من كل السلبات التي تطفو على سطح الساحة اللبنانية، لا يجب إغفال حقيقةٍ في غاية الأهمية، كثيراً ما يتم التغاضي عنها، وهي أن لبنان يتميز بقدرته على التمويل الداخلي للقطاعين العام والخاص دون اللجوء إلى أي أموال خارجية أو مساعدات.

ثالثاً، نعتقد أن تقييم الهندسة المالية ينبغي أن يقوم على معيارٍ موضوعي من خلال تحليل الكلفة والمنفعة. بنظرةٍ سريعة يظهر جلياً أن هذه الهندسة أفضت إلى نتائجٍ مربحةٍ لجميع الأطراف المعنية، كما أنها لم تشكل أي أعباءٍ أو تكاليفٍ للمصرف المركزي أو للحكومة اللبنانية. وذلك كون السندات التي تمّ حسمها هي صادرة سابقاً عن الدولة اللبنانية ومملوكة من المصارف اللبنانية ولم يتم إصدارها خصيصاً بهدف إجراء عملية الهندسة المالية. بل على العكس من ذلك، نتج عنها تعزيز ميزانية مصرف لبنان والوضع الائتماني للدولة اللبنانية وملاءة المصارف على حد سواء.

وتجدر الإشارة إلى أن مصرف لبنان لا يملك صلاحية التدخل في العمليات بين المصارف وعمالها والإجراءات التجارية والربحية للمصارف ومدى عدالة توزيعها. كما لا يتدخل المركزي بتحديد كيفية جذب هذه المصارف للودائع بالدولار لتوظيفها في الهندسة المالية والاستفادة من أرباحها، حيث دُكر أن بعض المصارف قدّمت إغراءات للمودعين بعائدات مرتفعة وغير مسبوقة.

رابعاً، ينبغي تصويب النظرة العامة نحو مكان الضعف والخلل الحقيقي في الأوضاع الاقتصادية في لبنان. إذ يكمن هذا الخلل في ضعف معالجة ثغرات المالية العامة للدولة اللبنانية من مكافحة مصادر الهدر والفساد، وتطوير أسس البنية التحتية، وتنفيذ إعادة هيكلة النظام الضريبي، وتعزيز موارد الاقتصاد الإنتاجي المتنوع، وترشيد الممارسات الإدارية والحوكومية، وتجنّب أسباب الشلل والتردي في الحياة السياسية والخدمات العامة. بل نحن نؤكد على ضرورة إطلاق هندسةٍ رؤيويةٍ على صعيد الاقتصاد الكلي للبنان، تضع لبنان على سكة التخطيط والإصلاح الاقتصادي الاستراتيجيين. ونشير هنا إلى ما ذكره البنك الدولي في تقريره العام ٢٠١٥ حول خسارة لبنان نصف إمكانات ناتجه المحلي الإجمالي على الأقل بسبب الكلفة الباهظة التي تفرضها ثغرات نظام الحكم.<sup>x</sup>

إن المبادرات والسياسات النقدية الأنفة الذكر، بشقيها التقليدي وغير التقليدي، التنفيذي والتنظيمي، إنما تصبّ جميعها في خدمة الاستقرار السياسي إذا أُحسن البناء عليها. ذلك أن شرط تأمين الاستقرار السياسي، هو تحقيق المناعة الاقتصادية. يبقى أن تتوفر الإرادة السياسية

في اقتناص الفرص الاقتصادية، وترشيد الإدارة، وتطبيق التخطيط الاستراتيجي والرؤية  
النهضوية.

وشكراً.

## المصادر

---

Bedeer, T., Marshall, C., 2011. Financial Engineering: the Evolution of a Profession. The i  
Robert W. Kolb Series in Finance. John Wiley & Sons, Inc., New Jersey.

Ibid ii

[http://www.imf.org/en/News/Articles/2017/01/24/PR1720-Lebanon-IMF-Executive-Board-  
Concludes-Article-IV-Consultation](http://www.imf.org/en/News/Articles/2017/01/24/PR1720-Lebanon-IMF-Executive-Board-Concludes-Article-IV-Consultation) iii

Lebanon: Full Rating Report. Fitch Ratings, 2013. iv

v مصرف لبنان.

Ibid vi

vii قانون النقد والتسليف، مصرف لبنان.

viii مصرف لبنان.

Cochrane, J., Taylor, J., et al, 2016. Central Bank Governance & Oversight Reform. Hoover ix  
Institution Press, Stanford University, California.

Promoting Poverty Reduction and Shared Prosperity. World Bank, 2015. x