

## السياسة النقدية والهندسة المالية لمصرف لبنان

### 1- مقدمة

لغرض تقييم ما يسمى بالهندسة المالية التي أجراها مصرف لبنان خلال النصف الثاني من 2016، لا بد أولاً من إعطاء فكرة موجزة عن سياسة سعر صرف الليرة. لقد ثبتت الحكومة سعر صرف الليرة مقابل الدولار في عام 1995، بينما كانت تتصف بالمرونة منذ الاستقلال وكان تدخل مصرف لبنان لمنع التقلبات الكبيرة. ولم يستطع مصرف لبنان الاستمرار بهذه السياسة خلال الحرب وخاصة بعد أن نفذت معظم احتياطاته من العملات الصعبة خلال الثمانينات. وكانت السبب الأساسي لتوقف دخول الأموال للأغراض الاقتصادية واستنفاد قدرة الحكومة على جباية الضرائب، وأصبح تمويل الموازنات يستند إلى التمويل من مصرف لبنان أي زيادة السيولة والتي بدورها أدت إلى خفض قيمة الليرة.

وعندما يكون سعر الصرف محدداً من قبل العرض والطلب في الأسواق، يصبح سعر الصرف مؤشراً لملاءة السياسات النقدية والمالية. ولكن عند اتباع سعر صرف ثابت، كما هو الحال حالياً، فلا بد من أن تتبع الدولة سياسات نقدية ومالية موازية لسياسات دولة العملة الأجنبية ذات العلاقة بالربط (الدولار في هذه الحالة). وإذا لم تكن السياسات تتصف بالملاءة، فيصبح الاستناد إلى جذب العملات الأجنبية على سياسة سعر فائدة مرتفعة بدلاً من ان يكون الحصول على العملات الأجنبية من خلال اداء التجارة بالسلع والخدمات. ويصبح الهدف الأساسي لمصرف لبنان الحفاظ على سعر الصرف بدلاً من تنمية الاقتصاد.

وهكذا، فقد مارسنا سياسة اسعار فائدة مرتفعة لكي نجذب العملات الصعبة لتوفير ما يكفي للتدخل في سوق القطع كي نحافظ على ثبات سعر العملة. وما زلنا نمارس هذه السياسة لغاية الآن. الا ان نسبة سعر الفائدة في أسواقنا على الليرة والدولار أصبحت من الأعلى في العالم مقارنة بالدول التي ثبتت عملتها بالدولار. ولم نلتزم بسياسات مالية ونقدية حكيمة، كما لم نتبع سياسة سعر الفائدة لتكون الأنسب لاقتصادنا، لقد اتبعنا سياسة تحقيق مستوى مرتفع للموجودات الخارجية (الاحتياط بالعملة الصعبة). ولتخفيف وطأة الفوائد المرتفعة، قام مصرف لبنان بتقديم عدة حوافز بفوائد منخفضة لقطاعات معينة شملت القطاع العقاري، المؤسسات الصغيرة الناشئة وقطاع المعرفة. وكان معظمها موجه للقطاع العقاري بلغت مجمل الحوفاذ نحو 5 مليار و لم تستعمل بالكامل. بينما بلغت القروض من المصارف للقطاع الخاص اللبناني نحو 50 مليار دولار.

فأصبح مصرف لبنان يلعب دور مصرف تنمية بدلاً من أن يكون مصرفاً مركزياً بالدرجة الأولى. وكما هو معلوم، فإن القروض المدعومة لها أيضاً آثار سلبية على الاستعمال الأفضل للموارد وفعالية الجهات المستغلة لها. لقد أثبتت التجارب في دول عدة أن سياسة الدعم تشجع على الهدر في استعمال الموارد وليست السياسة الأفضل لتنمية الاقتصاد.

وليس بمقدور مصرف لبنان أن يلبي كامل حاجة الاقتصاد بقروض ذات فوائد مدعومة. لذا فإن هذه السياسة أصبحت استثنائية ومكلفة على المالية العامة، تبلغ حالياً 130 مليون دولار سنوياً. والقول إن النمو المحقق يعود لهذه السياسة فقط هو افتراض غير صحيح. فأين دور القطاعات التقليدية من زراعة وصناعة وتجارة الخ...؟ وهي القطاعات الموظفة الأكبر للعمالة.

## 2- نتائج الهندسة المالية

تشير الاحصاءات النقدية (كما يظهر الجدول أدناه) إلى ان الموجودات الاجنبية المجمعة للمصارف ومصرف لبنان بلغت أقصاها في منتصف 2011 حيث بلغت 56 مليار دولار (باستثناء الذهب البالغ نحو 11 مليار دولار حالياً). وانخفضت هذه الأصول إلى 54 مليار دولار في نهاية 2015، وقد تأثرت في هذه الفترة بالأزمة السورية وأغلاق الحدود، كما وخسارة مصدرين هامين للعملاء الأجنبية (السياحة والاستثمار المباشر). وهذا انخفاض لا يذكر مقارنة مع الحجم الكبير للاحتياطات. على الرغم من ذلك، بقي مستوى الموجودات الأجنبية مرتفعاً ويغطي متوسط العجز في ميزان المدفوعات لفترة 19 عاماً. وإذا أضفنا قيمة الذهب فيصبح مستوى الاحتياط الكلي من الموجودات الأجنبية حالياً 68 مليار دولار. ويصنف لبنان في المرتبة الثانية بحيازة الذهب بعد المملكة العربية السعودية في العالم العربي والرقم 18 عالمياً. لذا فالقول إن الهندسة المالية كان دافعها تجنب انهيار مالي غير صحيح على الاطلاق. وكان أثرها محدود جدا على جذب العملات الصعبة.

الأصول الأجنبية في نهاية العام (المبالغ بمليار دولار)			
2016	2015	2011	
34	30	30	مصرف لبنان
23	24	26	مصارف تجارية
57	54	56	المجموع

ان هذا الوضع المريح لوفرة الاصول الاجنبية وتغطيتها للعجز في المعاملات مع الخارج لسنوات عديدة لا يدعو أبدا للقلق على وضع الليرة. ان هذه الوفرة غير مرتبطة بمصرف لبنان فقط، بل هي نتيجة السياسات المالية أيضا التي ساهمت في رفع الفوائد المكلفة للاقتصاد. كما أن الأوضاع والتطورات الخارجية الإقليمية جعلت من لبنان بلدا جاذبا للأصول الاجنبية. ولكن يجب ان نتجه إلى اصلاحات لكي نقوي ميزان المدفوعات بدلا من أن نستجيب لضعف ميزان المدفوعات بالاستناد إلى فوائد مرتفعة. ولذا فليس هناك داعي للهندسة المالية والتي نتج عنها زيادة الموجودات الاجنبية من 55 مليار إلى 57 مليار فقط. وعلى أساس صافي الموجودات، لم تتعدى الزيادة 1.2 مليار دولار. وهذا يؤكد ان الهندسة المالية لم تنجح بجلب كميات كبيرة من الأصول الخارجية. فمعظم الزيادة في أصول مصرف لبنان كان مصدرها المصارف التجارية المحلية. ومن الممكن لمصرف لبنان ان يعزز اصوله الخارجية (أي موجوداته من الدولارات) باصدار شهادات ايداع مقيمة بالليرة

مقابل ان تدفع قيمتها بالدولار. فهذا يرفع من موجوداته بالدولار دون ان يرفع الاستحقاقات عليه بالدولار.

كما بلغ مجموع ميزانيات المصارف المحلية 200 مليار دولار (اربعة اضعاف الناتج المحلي) وهي من الأعلى في العالم مقارنة بالناتج المحلي. ويفوق هذا المستوى المرتفع حاجة الاقتصاد وأصبح عبئاً على المصارف لشح وسائل استخدامها كما ذكرت سابقاً. وتعاني المصارف من مردود منخفض على استعمال مواردها في الخارج مقابل تكلفة جذب الودائع من الخارج. وعلى الرغم من ذلك تحقق المصارف معدل ربح يوازي 11% على رأس المال. وساهم في تحقيق هذه المعدلات استثمار المصارف في سندات الخزينة والتي تُشغل 21% من موارد المصارف باستثناء الاحتياط الإلزامي. وهي من اهم مصادر الأرباح حيث أن العائد عليها يوازي نحو 7% والتكلفة منخفضة جداً. وتُشغل المصارف 50% من مواردها في مصرف لبنان بما فيه شهادات الإيداع. أذاً، القطاع العام (مصرف لبنان والحكومة اللبنانية) هما المصدران الأساسيان لتشغيل موارد المصارف ولتحقيق دخلها وتُشغل معاً 70% من مواردها، بينما يحتل القطاع الخاص المرتبة الثانية حيث يستقطب فقط 30% من الموارد. ان الهدف الأساسي من القطاع المصرفي هو تمويل القطاع الخاص وليس القطاع العام. لقد أدت السياسات النقدية والفوائد المرتفعة الى أضعاف وإرهاق القطاع الخاص وتقليص النمو وفرص العمل.

### 3 - كيف تمت الهندسة المالية وما هي الدوافع الحقيقية

- قام مصرف لبنان بشراء سندات خزينة بالليرة من المصارف (الأرقام غير متوفرة بدقة)، وقد دفع مصرف لبنان علاوة 38% على السعر الاسمي، أي ما يوازي 8.500 مليار ليرة على شراء هذه السندات. ومن الممكن لمصرف لبنان أن يحقق هذه النتيجة بعلاوة لا تتعدى 1 إلى 5% فوق السعر الاسمي. ان هذا الاجراء يثير الشك ومخاوف العديد من المستثمرين لأن اهدافه لا ترتبط بالسياسة النقدية.
- مقابل عمليات الشراء هذه، طلب مصرف لبنان من المصارف شراء يوروبوندرز (Eurobonds) وشهادات إيداع مصدرة منه كي يحصل على دولارات منها.
- ان العمليات المذكورة اعلاه شبيهة باستبدال الليرة من قبل مصرف لبنان مقابل دولار من المصارف.
- ان مبالغ سندات الخزينة المشتراة من قبل مصرف لبنان غير معلنة ولكن يتبين من الحسابات المجمعّة للمصارف ان محفظة المصارف من سندات الدولة قد انخفضت بما يوازي 3.300 مليار ليرة (2.2 مليار دولار) خلال 2016.
- وشجع مصرف لبنان المصارف على جذب العملات الصعبة (دولار وغيره) من الخارج بفوائد تتراوح بين 20 الى 30% مدفوعة بالليرة لبعض المودعين الكبار من قبل مصرف لبنان.

ان مصرف لبنان قدم هدية كبيرة للمصارف لكي تشتري منه سندات يوروبوندر وشهادات ايداع مصدره منه. وكان لهذه الارباح الوهمية تكلفة مرتفعة للاقتصاد اذ نتج عنها زيادة في السيولة بنحو 32 ألف مليار ليرة بسبب تسهيل السندات بالليرة. اضافة إلى ذلك لم تكن المعاملة متوازنة بين المصارف، فكانت استثنائية. ويبقى السؤال ما هو الدافع لهذه الهندسة المالية التي نتج عنها ايضاً كيل من المديح للحاكم من المصارف المستفيدة.

يجب أن تكون السياسة النقدية متوازنة وتعامل جميع المصارف بالمثل. كما أن سياستنا يجب أن تنتج نحو خفض الفوائد من خلال انشاء سوق مالي متطور وبدون استثنائية. وإذا كان الغرض مساعدة مصارف خاصة (مع العلم ان المصارف تحقق أرباحاً مرتفعة) فذلك قد يكون من خلال تقديم قروض خاصة للمصارف التي تعاني من مصاعب إذا كان هذا الاجراء يمكن ان يحول وضعها الصعب الى وضع سليم أو تصفيته.

وفقاً لأحكام قانون النقد والتسليف، تنحصر مهمة المصرف المركزي بدعم المصارف عندما تتعرض لأزمة سيولة، وبتوفير السيولة لها بعد دراسة دقيقة لأوضاعها وحاجتها للسيولة وبناء على شروط محددة في القانون. ويكون توفير السيولة مقابل تقديم ضمانات فعالة، بما في ذلك رهن أسهم وموجودات وأصول منقولة وغير منقولة.

#### 4- خلاصة

يجب العمل على تطوير الاسواق المالية ولتحديد الفوائد حسب العوامل السوقية على ان تباع السندات بمزادات علنية، ولا بد من تطوير هذه الاسواق والامتناع عن تسويق شهادات ايداع مصدره من مصرف لبنان بطرق استثنائية. وهذا بحد ذاته سوف يؤدي الى خفض الفائدة بشكل اجمالي. أضف إلى ذلك ضرورة خفض العجز المالي مما سيدعم هذا الاتجاه.

لذا، لا بد من قمع الفساد السائد في القطاع المصرفي وكذلك في القطاع المالي العام من تهرب ضريبي ومناقصات مشبوهة. ولا نستطيع بناء وطن سليم ونحن نسير على هذا النمط. كما تشوب عمليات مصرف لبنان انعدام الشفافية على الاطلاق. فبحسب القانون يجب على مصرف لبنان أن ينشر بيانات مالية عن أرباحه سنوياً في الجريدة الرسمية وهذا ما لم يحصل منذ تولي الحاكم الحالي منصبه منذ عقدين من الزمن.

والقول ان هذه العملية تهيئ المصارف للالتزام بمتطلبات IFRS9 غير صحيح. IFRS9 يهتم بالمتطلبات الحسابية وبزيادة المؤنات مقابل الموجودات التي قد تتدنى قيمتها (تستطيع المصارف ان تتجنب منح قروض تشوبها مخاطر مرتفعة). كما أن نسبة ملاءة المصارف اللبنانية مرتفعة وهي تبلغ حالياً 14.6% وهي تفوق متطلبات بازل ( Basel II) المحددة ب 8%. كما وتستطيع المصارف الالتزام بكل متطلبات Basel III مع نهاية 2018 من مواردها الخاصة لترفع نسبة ملاءتها الى 15%. لقد بلغت أرباح المصارف الكبرى (عددها 14) 2.3 مليار دولار في 2016، وقد حققت أرباحاً مماثلة في السنوات السابقة، فباستطاعتها توفير الزيادة في رساميلها ذاتياً بدون الحاجة الى الهندسة المالية.