

المواكبة الاقتصادية

"رسم مسار تعافي الاقتصاد اللبناني"

تقرير صادر عن بنك "غولدمان ساكس"

الموضوع

يُبدى كاتب التقرير فاروق سوسة¹ وجهة نظره حول الخطوات المطلوب اتخاذها من الحكومة اللبنانية الجديدة لوضع الاقتصاد على سكة التعافي، بدءاً من تنشيط المفاوضات مع صندوق النقد الدولي وصولاً إلى صيغة للتعامل مع الدائنين إضافة إلى تحرير أموال المساعدات الخارجية وأبرزها مؤتمر "سيذر".

أبرز الخلاصات

الإصلاحات، إذ من المتوقع أن تكون قيمة الاسترداد 17 سنتاً على كل دولار بحسب السيناريو المتفائل.

المرحلة الأولى: خطة التعافي المحلية

الخطوة الأولى على طريق التعافي هي من وجهة نظرنا أن تضع الحكومة خطة تعافي مفصلة، علماً بأن الحكومة السابقة برئاسة حسان دياب كانت قد وضعت مثل هذه الخطة في العام الماضي. إلا أن تفاصيل أي خطة جديدة لا بد أن تأخذ في الاعتبار تغيّر المعطيات وإن كان من المرجح أن تكون المعايير العامة متشابهة حيث تملّيها الضرورة والواقع الاقتصادي، وعلى وجه التحديد يجب أن تتضمن خطة التعافي:

يستعرض هذا التقرير الإشكاليات والتحديات الرئيسية التي تنطوي عليها خطوات التعافي الاقتصادي، بدءاً من المشكلة الجوهرية والشائكة المتعلقة بكيفية تقاسم أعباء الخسائر المالية الكبيرة في النظام المالي اللبناني، والحاجة إلى تنفيذ إصلاحات اقتصادية وسياسية صعبة وإعادة هيكلة الدين العام الذي يُقدّر في حال احتسابه على سعر صرف الدولار في السوق الموازية حالياً بأكثر من 300% من الناتج المحلي الإجمالي وهي أعلى نسبة في العالم. أما بالنسبة لحاملي سندات دين اليوروبوندد فإن قيمة استرداد استثماراتهم فيها غير مؤكدة على فرض نجاح الحكومة في تنفيذ

* تعنى برصد أهم ما ورد من دراسات وبرامج وتقارير اقتصادية منشورة.

¹ Soussa, Farouk. (22, September 2021). Mapping Out the Path to Lebanese Economic Recovery. CEEMEA Economic Analyst, Goldman Sachs Publication.

1. استراتيجية للتعامل مع الخسائر الكامنة في النظام المالي لاستعادة ملاءة مصرف لبنان والمصارف التجارية.

2. رزمة إصلاحات تتضمن إجراءات قصيرة الأجل لتحقيق الاستقرار في الاقتصاد والمالية العامة وإجراءات طويلة الأجل لضمان استمرارها بشكل مستدام.

ونعتقد أن الخطة يجب أن تستجيب لتوقعات ومتطلبات الفرقاء المحليين إضافة إلى الأخذ بعين الاعتبار الشركاء الخارجيين المحتملين الذين قد يُطلب منهم في مسألة توفير التمويل في السنوات القادمة، بما في ذلك صندوق النقد الدولي، وشركاء ثنائيين ومتعدّدو الأطراف ومستثمرون ماليون، ومستثمرين ماليين. على هذا النحو نعتقد أنه من المهم لهؤلاء الشركاء، ولا سيما صندوق النقد الدولي، أن يشاركوا مبكراً في هذه العملية، وأن يشعروا بالارتياح من اعتراف الحكومة الواضح بذلك في بيانها الوزاري.

التحدّي الأول هو مشكلة الخسائر الكامنة في النظام المالي

شهد لبنان منذ العام 2014 تباطؤاً في تدفقات ودائع غير المقيمين. وفي حين كانت هذه التدفقات حجر الأساس للاقتصاد اللبناني، وساهمت في تمويل مستوى معيشي مبالغ فيه يعتمد على الاستيراد من الخارج، ما أدّى إلى وصول عجز الميزان الجاري إلى 20% من الناتج المحلي منذ عام 1990، فإن التباطؤ في التدفقات الداخلة بالعملات أدّى إلى توسيع فجوة التمويل الخارجي وزيادة الضغط على الاحتياطات الأجنبية في البلد وتهدد ربط الليرة بالدولار. وقد دفع ذلك مصرف لبنان إلى اعتماد استراتيجية تقتضي باستدانة العملات الأجنبية من المصارف المحلية لرصد احتياطاته بالعملات الأمر الذي يُطلق عليه "الهندسات المالية". وكان المصرف المركزي يتوقّع أن يؤدي تحسّن ثقة المودعين إلى إعادة ضخ الرساميل في النظام المصرفي اللبناني ما يسمح لمصرف لبنان بإطفاء المطلوبات بالعملات الأجنبية في ميزانيته المتراكمة.

إلا أن اندلاع الاحتجاجات الشعبية ضد الحكومة في تشرين الأول عام 2019، دمر كل الخطة الاستراتيجية الخروج التي

رسمها المصرف المركزي لنفسه. وأدّى تجفيف تدفقات العملات الأجنبية "الطازجة" إلى جعل الهندسة المالية غير قابلة للاستمرار وبدأت احتياطات العملات الأجنبية في الانخفاض. وبدأ تطبيق ضوابط غير معلّنة على حركة رأس المال لإبطاء التراجع، إلى جانب تجميد مدفوعات الديون الخارجية، فازدهرت سوق العملات الأجنبية الموازية، وانخفضت قيمة الليرة بشكل حادّ.

لقد أدّى تراكم مطلوبات الصرف الأجنبي للقطاع المصرفي خلال فترة الهندسة المالية إلى ترك صافي الاحتياطي الدولي (NIR) في عجز سلبي كبير لا يقل عن 70 مليار دولار. في مقابل ذلك، يمتلك مصرف لبنان حوالي 13 مليار دولار من الاحتياطات القابلة للاستخدام، مما يعني أن معدل صافي الاحتياطي الدولي (NIR) سلبي ويبلغ حوالي 57 مليار دولار (باستثناء الذهب وممتلكات العملات الأجنبية الأخرى). ويتطلب استعادة صافي الاحتياطي الأجنبي إلى مركز إيجابي تخفيض التزامات مصرف لبنان بالعملات الأجنبية للقطاع المصرفي بما يقرب من 60 مليار دولار، من وجهة نظرنا.

إن وقع هذا التخفيض على أصول القطاع المصرفي سيكون شديداً. علاوة على ذلك، تحتفظ المصارف أيضاً بمحفظة كبيرة من الديون الحكومية المتعثّرة، ومن المرجح تكبّد خسائر كبيرة في محفظة قروضها للقطاع الخاص نظراً إلى التأثير السلبي للأزمة الاقتصادية على المقترضين. وبالإجمال، نقدر أن إعادة هيكلة النظام المالي سوف تترك القطاع المصرفي يواجه خسائر محتملة تصل إلى 65 مليار دولار، مما يجعله مفلّساً.

وكانت الحكومة السابقة قد اقترحت في خطتها للتعافي استيعاب رؤوس أموال المصارف لهذه الخسائر، واسترداد الأموال من أولئك الذين حولوا الأموال بشكل غير قانوني إلى الخارج أثناء فرض ضوابط فعلية على رأس المال. كما كانت هناك مقترحات لاستخدام عائدات الأموال المستردة من حملة مكافحة الفساد. من وجهة نظرنا، فإن هذه العلاجات إما صغيرة جداً (تمثل الخسائر 40 ضعفاً من رأسمال المصارف، وفقاً لتقديراتنا) أو غامضة جداً بحيث لا تشكل أساساً موثوقاً به أو مستداماً

غير المستقرة، كما هو موضح أدناه)، فإن تعزيز المساءلة والحدّ من الفساد هو المفتاح لإعادة بناء الثقة بالطبقة السياسية. وهذا أمر بالغ الأهمية لجهة مصداقية التزام الحكومة بجهود الإصلاح في المستقبل.

العوائق السياسية تمثّل تحديًا كبيرًا لخطة التعافي

إن خطة التعافي، كأى إصلاح، سوف تنطوي على اتخاذ إجراءات موجّعة للمواطنين على المدى القصير لتحقيق مكاسب طويلة الأجل. إن مسألة كيفية توزيع تبعات هذه الإجراءات الموجّعة بين مختلف فئات المجتمع هي مسألة سياسية بطبيعتها في أي بلد، ولكن حلّ هذه المسألة في لبنان، معقد بشكل كبير لأسباب كثيرة منها (على سبيل المثال لا الحصر):

1. الطائفية: إن الطبيعة الطائفية للمجتمع والدستور القائم على الشراكة المذهبية للسلطة في آن واحد تزيد من حدّة التنافس بين الأحزاب في حين أن القرارات السياسية تتطلب توافقًا سياسيًا.

2. المصالح الخاصة: أدّى ظهور طبقة سياسية راسخة بعد الحرب الأهلية مع انعدام المساءلة العامة الفعّالة إلى تفشي الفساد والمحسوبية والمصالح المكتسبة التي تقاوم جهود الإصلاح بطبيعتها.

3. التهديد بالعنف: ذكرى الحرب الأهلية وعدم الاستقرار المتقطع منذ ذلك الحين يغذي المخاوف من أن تلجأ بعض الأطراف إلى العنف في حالة التعدّي على مصالحها.

4. التأثير الخارجي: وجوب مراعاة مصالح القوى الإقليمية والدولية المؤثرة في القرارات السياسية الداخلية.

نعتقد أن هذه العوامل، من بين أمور أخرى، تساعد في تفسير تأخير جهود الإصلاح في لبنان، حتى عندما كان واضحًا لمعظم الأحزاب أن الإصلاح أمر حيوي لصالح المجتمع ككل.

بعد كل هذا، نعتقد أن هناك ما يدعو إلى التفاؤل الحذر بشأن آفاق الإصلاح على المدى المتوسط. وقد بيّنت الأدبيات الاقتصادية أن الإصلاحات يمكن تطبيقها خلال أوقات الأزمات بسبب ارتفاع تكلفة تأخيرها، وبالعودة إلى

حل مشكلة إفلاس النظام المالي. وبالتالي فإننا نتوقع أن يتحمل المودعون جزءًا كبيرًا من عبء الخسائر في القطاع المالي من خلال عملية bail in من نوع ما، على الأقل في البداية.

ولذلك نتوقع أن يكون الاتفاق بين مختلف الأطراف المعنيين بشأن الحلول المحتملة وتوزيع الخسائر المضمنة موضوع نقاش سياسي حاد في الأسابيع والأشهر القادمة. بحيث من المرجّح أن يكون من الصعب تحقيق مثل هذا الاتفاق، مما يُشكّل عقبة على طريق التعافي. ومع ذلك، نرى أن هذا الاتفاق يعتبر شرطاً أساسياً لإطلاق العنان للدعم المالي من شركاء لبنان الخارجيين.

يجب أن تكون رزمة الإصلاحات بعيدة المدى

يجب أن يكون الجانب الآخر من خطة التعافي هو برنامج إصلاح شامل يوفّر معالجات فورية لنقاط الضعف الكامنة في الاقتصاد اللبناني والتي أوصلت البلد إلى ما هو عليه، إضافة إلى وضع سياسات طويلة الأجل لضمان استدامة الاقتصاد والمالية العامة. ومن أبرز عناوين الإصلاح التي يجب أن تتضمنها الخطة:

1. إصلاح المالية العامة: يُمثّل إصلاح قطاع الطاقة وشركة كهرباء لبنان جزءًا رئيسيًا من هذا الإصلاح، إضافة إلى إصلاحات ضرورية أخرى متعلقة بتوسيع قاعدة الإيرادات، وتوحيد النفقات العامة.

2. إصلاح القطاع المالي -النقدي: يُعدّ إصلاح نظام سعر الصرف وتوحيده محورًا متقدمًا في أي برنامج إصلاحي. ومن المحتمل أيضًا أن تكون إصلاحات النظام المالي ضرورية، بما في ذلك مراجعة دور مصرف لبنان، ومعالجة العوامل الخارجية السلبية الناشئة عن التدفق الكبير للتحويلات الخارجية.

3. الإصلاح الاقتصادي: يقتضي إجراء تعديل أساسي للنموذج الاقتصادي المعتمد على التحويلات الخارجية، وذلك لتحسين القدرة التنافسية الدولية وتعزيز قطاع التصدير لمعالجة اختلال الموازين الخارجية.

4. الإصلاح السياسي: لما كان التغيير الشامل في النظام السياسي أمرًا غير مرجح (بالنظر إلى الديناميكيات الطائفية

لبنان فقد ارتفعت بشكل تصاعدي كلفة الجمود الإصلاحي خلال العامين الماضيين من المنظورين الاقتصادي والسياسي.

وفي نهاية المطاف، قد يتحوّل الإصلاح إلى استراتيجية بقاء فضلى للطبقة السياسية الحالية، من وجهة نظرنا. إذ إن تصاعد السخط الشعبي ضد سياسيي الدولة يمكن أن يصل إلى نقطة يصبح فيها النموذج السياسي الحالي غير مقبول مجتمعيًا. وقد تجلّى ذلك من خلال الاحتجاجات الشعبية التخريبية، كما حصل في تشرين الأول 2019، ويضاف إلى ذلك الخطر الدائم من الانزلاق إلى حرب أهلية محتملة تكون فيها كل الفصائل السياسية خاسرة. ومن غير المؤكد ما إذا كان هذا التهديد كافٍ لكسر الجمود في الوضع الراهن، لكننا نعتقد أنه يوفر حافزًا قويًا نحو اتخاذ إجراءات جديّة في الوقت الحالي.

المرحلة الثانية - الدعم الدولي وإعادة هيكلة الديون

لبنان الآن في خضمّ برنامج تصحيح اقتصادي حاد ومؤلم. حيث يتم الآن تمويل جميع الواردات اللبنانية بالدولارات المشتراة من السوق السوداء، وقد فقدت الليرة اللبنانية حوالي 90٪ من قيمتها مقابل الدولار الأميركي خلال العامين الماضيين، وهو ما أدّى إلى ارتفاع الأسعار المحلية بشكل كبير وخفض القوة الشرائية للمواطنين اللبنانيين. بالإضافة إلى ذلك، أدت الأزمة المالية إلى خفض الإنفاق الحكومي كحصة من الناتج المحلي الإجمالي من 29٪ في عام 2019 إلى ما يزيد قليلاً عن 13٪ في عام 2020، ما ضاعف من انخفاض الطلب الكلي. كما أدّى تراجع التحويلات الخارجية والأثر السلبي لوباء كورونا إلى تقلص الناتج المحلي الحقيقي بنسبة 22٪ في العام الماضي بحسب تقديراتنا، بالإضافة إلى حصول انكماش إضافي بنسبة 5٪ على الأقل هذا العام.

نتج عن ذلك كلّ انخفاض في نسب العجز التوأم في لبنان، فقد تقلص عجز الحساب الجاري من 11.5 مليار دولار أميركي (30٪ من الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2019 إلى 1.5 مليار دولار أميركي (9٪ من الناتج المحلي الإجمالي) هذا العام. ووفقاً لتوقعاتنا، انخفض العجز المالي

من 5 مليارات دولار أميركي (10٪ من الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2019 إلى 0.5 مليار دولار أميركي (3٪ من إجمالي الناتج المحلي) هذا العام. هذا التراجع في عجز الميزان الجاري والمالية العامة ساهما في خفض متطلبات التمويل الخارجي بشكل ملحوظ، وتبعاً لذلك حجم الدعم المالي الدولي المطلوب لاستمرارية الاقتصاد. لكن التصحيح الاقتصادي يتسبّب في معاناة كبيرة لغالبية اللبنانيين، وكثير منهم علقوا في براثن الفقر وحرّموا من الوصول إلى الخدمات الأساسية مثل الرعاية الصحية والكهرباء. ونرى أن هذا يجعل الوضع الحالي غير مستدام لأسباب إنسانية واجتماعية وسياسية واقتصادية. ومن المرجح أن يؤدي تخفيض المصاعب إلى زيادة الضغط على احتياجات التمويل في المدى المتوسط: فزيادة في الإنفاق الحكومي عن مستوياته المنخفضة حالياً لا مفر منها حتى تعافي الطلب المحلي، ومن المحتمل أن يعني هذا واردات أكبر. ولذلك فإن ضمان التوازن سيكون عاملاً أساسياً في تصميم خطة التعافي (على سبيل المثال، تشجيع نمو الإيرادات والصادرات لتعويض ارتفاع الإنفاق والواردات)، ولكن من المرجح أن يستغرق الطريق إلى توازن مستدام عدة سنوات. في غضون ذلك، نعتقد أن الدعم المالي الدولي سيكون بالغ الأهمية.

برنامج صندوق النقد الدولي أمر لا بد منه، لكن لن

يكون سهلاً

إن منفذ الاتصال الأول لوصول الدعم الخارجي إلى لبنان هو عبر صندوق النقد الدولي، وهناك عدة أسباب لذلك:

أولاً: أصبح الدخول في برنامج صندوق النقد الدولي شرطاً أساسياً للحصول على المساعدات الخارجية المتفق عليها في "سيدر" في باريس بتاريخ نيسان 2018.

ثانياً: سيوفّر برنامج صندوق النقد الدولي الدعم المالي الذي يحتاج إليه لبنان في فترة التعافي الاقتصادي.

ثالثاً: ستكون هناك حاجة إلى المساعدة الفنية والخبرة من صندوق النقد الدولي في تصميم وتنفيذ خطة التعافي والإصلاحات الاقتصادية.

وشبكة وخصوصاً أن الانتخابات النيابية المقررة في الربيع المقبل قد تؤدي أيضاً إلى تعقيد مفاوضات صندوق النقد الدولي مسبقاً.

أموال "سيدر"

إن مصدر التمويل الرئيسي الخارجي المتاح للبنان حالياً هو التعهدات المالية التي قدّمها مختلف الأطراف المشاركة في مؤتمر سيدر في باريس في نيسان 2018. فقد تعهد المؤتمر بتقديم 11 مليار دولار على شكل قروض ميسرة بشكل أساسي من أجل التمويل الجزئي لبرنامج الاستثمار الرأسمالي الذي تبلغ قيمته 23 مليار دولار والذي قدّمته الحكومة اللبنانية (في عهد رئيس الحكومة السابق سعد الحريري) إلى المؤتمر. وقد جرت مراجعة البرنامج الاستثماري في عهد حكومة الرئيس حسان دياب وتم تخفيض قيمة الأموال المطلوبة للبرنامج الاستثماري إلى 8.5 مليار دولار.

ليس واضحاً في الوقت الحالي ما إذا كان برنامج الاستثمار الرأسمالي سيخضع لمزيد من التنقيح من قبل حكومة ميقاتي. ومع ذلك، مهما كان الحجم النهائي لهذا البرنامج، نعتقد أن تمويل سيدر سيظل مشروطاً بتنفيذ الإصلاحات التي يربها صندوق النقد الدولي. بالإضافة إلى ذلك، هناك عقبات محتملة أخرى حالت دون الإفراج عن تمويل سيدر في الأعوام الماضية، منها مخاوف المقرضين حول تصميم المشاريع وتحديد أولوياتها، وعدم الالتزام بالمعايير الدولية للمشتريات والممارسات الأخرى، وضعف البيئة التنظيمية والقانونية، وضعف قدرة الحكومة على تنفيذ المشاريع.

وبافتراض التغلب على هذه العقبات فإننا نرى أن تمويل سيدر، بغض النظر عن حجمه، من غير المرجح أن يكون له تأثير مباشر في المدى القريب على ميزان المدفوعات أو المالية العامة. وذلك لأن التمويل سوف يُصرف على أساس كل مشروع على حدة، وعدم صرف الأموال مباشرة للحكومة. ونظراً لأن هذه مشاريع بنية تحتية كبيرة بشكل أساسي، فإن حجم الاستيراد فيها مرتفع جداً، ما يعني أن حجم الأموال المتدفقة إلى الداخل

رابعاً: ستكون وظيفة المراقبة لبرنامج صندوق النقد الدولي بالغة الأهمية لإعادة التأهيل والمحافظة على الثقة في جهود الإصلاح التي تبذلها السلطات اللبنانية، مما قد يؤدي إلى ازدياد مصادر التمويل بما يتجاوز "سيدر"، بما في ذلك العودة في نهاية المطاف إلى أسواق رأس المال الدولية.

جانب آخر مهم للمشاركة مع صندوق النقد الدولي في مرحلة مبكرة هو أن عملية إعادة هيكلة الديون سوف تستند جزئياً إلى تحليل القدرة على استدامة الديون الذي يجريه صندوق النقد الدولي.

لا يمكن لصندوق النقد الدولي الإقراض إلا في حالة استدامة دين المقترض، على النحو الذي يحدده نموذج استدامة الدين العام، وسيكون لهذا تأثير مهم على الشروط التي يضعها صندوق النقد الدولي على الدائنين لإعادة الهيكلة. بالنظر إلى وجهة نظرنا بأن برنامج صندوق النقد الدولي ضروري للبنان فإن المشاركة المبكرة مع الصندوق هي شرط مسبق مهم للمناقشات مع الدائنين ولإيجاد حل نهائي لمسألة التخلف عن السداد.

ومع ذلك لن يكون برنامج صندوق النقد الدولي عملاً سهلاً. ومن المرجح أن تؤدي مشاركة صندوق النقد الدولي إلى تعقيد تصميم خطة التعافي الاقتصادي لأنها ستحدّ من مجال مناورة الحكومة اللبنانية في تحقيق التوازن بين المصالح المتنافسة لمختلف أصحاب المصلحة المحليين. وقد يصر صندوق النقد الدولي على أن تعالج الخطة المشاكل وجهاً لوجه وأن تضع الاقتصاد على أساس مستدام حقاً وعدم السماح بتخفيف الإجراءات المطلوبة أو تأخيرها. وبالتالي، فإن مخاطر عدم قدرة الحكومة على تحصيل التزام الأطراف المحليين تُعتبر مرتفعة، من وجهة نظرنا.

وبالحد الأدنى، نعتقد أن صندوق النقد الدولي سيصرّ على تسوية الخسائر المتضمنة في النظام المالي قبل أي اتفاق رسمي. قد يلزم أيضاً التنفيذ المسبق للإصلاحات الأخرى، مثل تعويم الليرة اللبنانية أو رفع الدعم المتبقي. باختصار، في حين أن صندوق النقد الدولي يُشكّل المحطة الأولى للحكومة فإن هذا لا يعني أن اتفاقية رسمية باتت

النهاية نتوقع أن يطلب صندوق النقد الدولي الانتهاء من إعادة هيكلة الديون قبل التوقيع على برنامج مع الحكومة اللبنانية.

السؤال الرئيسي من وجهة نظر المستثمر بشأن إعادة الهيكلة في الوقت الحالي يتركز حول قيمة استرداد السندات الحالية. وهو سؤال صعب للإجابة في ضوء الشكوك التي تنتظرنا. من الناحية الحسابية، تعتمد قيم الاسترداد على ثلاثة متغيرات: نسبة الاقتطاع "haircut" المطبقة على القيمة الاسمية للدين، وشروط الدين الجديد (الفائدة، المدة وما إلى ذلك)، وسعر الخصم المطبق ("عائد الخروج"). سيكون أول متغيرين (haircut والشروط) موضوعاً للمفاوضات بين الحكومة اللبنانية والدائنين، ويكون الهدف المشترك هو التوصل إلى حل عادل يضع الدين العام والأرصدة الخارجية على مسار مستدام. علماً بأن الدين والاستدامة الخارجية حساسان جداً لبيئة الاقتصاد الكلي، ولا سيما الفرضيات المتعلقة بالاتجاهات طويلة الأجل في مجالات (1) النمو الاقتصادي الحقيقي، (2) الرصيد المالي الأساسي، (3) سعر الفائدة الحقيقي و (4) سعر الصرف الحقيقي. من أجل إلقاء نظرة على الشروط المحتملة لإعادة الهيكلة، من المهم أن يكون لدينا وجهة نظر حول هذه المتغيرات.

فيما يتعلق بعائدات الخروج، هذا هو الحكم الذي يجب على المستثمرين إجراؤه، لكنه مرتبط مع ذلك بمسألة الاستدامة: كلما زادت مصداقية التزام الحكومة بالإصلاح زادت استدامة الدين والأرصدة الخارجية بعد إعادة الهيكلة، وانخفضت المخاطر المرتبطة بالاستثمار وبالتالي عائد الخروج.

فيما يلي، نقدم تحليلنا لقيم الاسترداد بناءً على فرضية أن الخسائر الكامنة في النظام المالي قد حُلّت، وجرى تقديم برنامج إصلاح موثوق به. وتتوقع الأسواق أن يكون برنامج صندوق النقد الدولي وتمويل سيدير وشيكين، مع أخذ ما يلي بعين الاعتبار:

1. عجز مالي أولي على المدى الطويل بنسبة 3٪: سيمثل هذا جهداً مالياً كبيراً مقارنة بالأداء السابق، ولكنه يتفق مع الهدف المحدد في خطة التعافي الحكومية السابقة.

لدعم المشاريع سيقابلها استيراد من الخارج وبالتالي لن تكون هناك فوائد مباشرة صافية على الموازين الخارجية. من منظور مالي، ستكون المشاريع الممولة من خلال سيدر خارج الموازنة العامة، وستكون الفائدة المباشرة الوحيدة المحتملة للمالية العامة هي السماح للحكومة بتخفيض نفقاتها الرأسمالية. ومع ذلك، نظرًا لأن هذه النفقات منخفضة أصلاً وتقتصر بشكل أساسي على صيانة البنية التحتية الحالية، فإننا لا نتوقع الكثير أيضاً.

ومع ذلك، يمكن أن يكون لتمويل سيدير تأثير مباشر على المدى القريب على النمو الاقتصادي: ستوفّر مرحلة بناء المشاريع في حد ذاتها حافزاً للاقتصاد، وسيؤدي تحسين الإنتاجية من البنية التحتية الوطنية المطوّرة إلى دعم النمو والاستثمار على المدى المتوسط إلى الطويل. وفي المقابل، ستؤمن الإنتاجية العالية والنمو والاستثمار دعماً طويل الأجل وغير مباشر لميزان المدفوعات (الاستثمار الأجنبي المباشر، والصادرات الأعلى، إلخ) والمالية العامة (الضرائب المرتفعة).

إعادة هيكلة الدين

إن إعادة هيكلة الدين العام أمر بالغ الأهمية لتعافي لبنان لسببين رئيسيين:

أولاً: يحتفظ النظام المالي المحلي بجزء كبير من الدين العام، بما في ذلك البنوك التجارية ومصرف لبنان. وبالتالي فإن معالجة أزمة التخلف عن السداد الحالية تمثل جانباً أساسياً لقدرة الحكومة على تقدير الخسائر المضمّنة في القطاع، كما هو موضح سابقاً.

ثانياً: حل التعثر مطلوب لإعادة ثقة السوق في لبنان كجهة قادرة على إصدار السندات وتمهيد الطريق للوصول مستقبلاً إلى أسواق رأس المال.

وكما ذكرنا سابقاً فإن عملية إعادة هيكلة الديون ستكون متداخلة في مناقشات الحكومة مع صندوق النقد الدولي، لأسباب ليس أقلها المعايير التي ستكون الدولة قادرة على تقديمها للدائنين مقيّدة فعلاً بالتحليل الذي سيجريه صندوق النقد الدولي لاستدامة الدين في لبنان. في

الأساسية. من منظور تحليل القدرة على تحمّل الديون، فإن هذا يعني وجود فرق سلبي بين الفائدة والنمو، مما يساعد على الاستدامة على المدى الطويل.

بالإضافة إلى هذه الإسقاطات على مستوى المؤشرات الكلية، نضع أيضًا بعض المحدّات المتصلة بإعادة هيكلة الدين نفسه وبالأخص: (1) الهدف من إعادة الهيكلة هو تحقيق نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي بين 70٪ و80٪ بحلول عام 2030، وهو تقدير تقريبي (2) معاملة الديون المحلية والخارجية (سندات اليوروبوندرز) على قدم المساواة؛ (3) إعادة الهيكلة في العام المقبل (2022)؛ و(4) الفائدة على الديون المعاد هيكلتها بنسبة 3٪ سنويًا مع معدل استحقاق مدته خمس سنوات.

وبالنظر إلى هذه الفرضيات والمحدّات يمكن أن نصل إلى نسبة اقتطاع على قيمة سندات اليوروبوندرز الاسمية قدرها 75٪.

وهذا في اعتقادنا أمر واقعي ما دامت الإصلاحات المالية ذات الصلة تنفّذ في سياق برنامج صندوق النقد الدولي؛
2. النمو الحقيقي بنسبة 3٪: مرتفع أيضًا، ويمكن الوصول إليه في ضوء سياسة مالية صارمة ومدعومة بتنفيذ المشاريع المذكورة في البرنامج الاستثماري الممول من سيدر.

3 تعزيز سعر الصرف الاسمي: تستند توقّعاتنا إلى تعزيز الليرة اللبنانية إلى 8000 ليرة لبنانية/دولار أميركي على المدى المتوسط، بدلاً من حوالي 14500 ليرة لبنانية/دولار أميركي في السوق الموازية حاليًا.

4. معدلات فائدة حقيقية سلبية إلى منخفضة: نفترض انخفاض الفائدة على الديون المعاد هيكلتها ومستوى مرتفعًا من التمويل الميسّر، مما يؤدي إلى سعر فائدة حقيقي سلبي/منخفض على الدين العام، على الرغم من اعتدال التضخم إلى مستويات منخفضة في حالتنا

الجدول رقم 1: إطار كئي لسيناريو الحالة الأساسية المتوقعة مع نسبة اقتطاع قدرها 75٪ من قيمة سندات اليوروبوندرز

الاسمية

2030	2029	2028	2027	2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	
297	299	302	305	309	280	264	241	241	179	398	مجموع الدين الحكومي (ألف مليار ليرة)
22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	90	بالعملة المحلية (ألف مليار ليرة)
178	181	183	187	190	177	174	165	175	157	309	بالعملات الأجنبية (ألف مليار ليرة)
68	68	68	68	68	68	72	76	93	119	286	اليوروبوندرز (ألف مليار ليرة)
110	113	115	119	122	109	101	88	82	38	23	غيرها (ألف مليار ليرة)
392	373	355	338	319	297	275	262	246	226	127	الناتج المحلي الإجمالي (ألف مليار ليرة)
8000	8000	8000	8000	8000	8000	8500	9000	11000	14000	8411	سعر صرف الليرة مقابل الدولار
2.00%	2.00%	2.00%	3%	4.00%	5.00%	4.00%	5.00%	10%	124.70%		مؤشر أسعار المستهلك (%)
2.00%	2.00%	2.00%	3%	4.00%	5.00%	4.00%	5.00%	7.00%	87.30%		معامل انكماش الناتج %
3.00%	3.00%	3.00%	3%	3.00%	3.00%	2.30%	2.50%	2.00%	-5.20%		النمو الحقيقي (%)
3.00%	3.00%	3.00%	3%	3.00%	3%	2.10%	1.30%	0.80%	-1.10%		الميزان الأول إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)
0.90%	0.80%	0.80%	-0.90%	-1.90%	-2.80%	-1.80%	-2.70%	-7.80%	-124.20%		سعر الفائدة الحقيقي (%)
76%	80%	85%	85%	97%	94%	96%	92%	98%	79%	313%	الدين إلى الناتج المحلي (%)