النهار ٢-٣-٢٠٢٠

سيناريوات الهيكلة: توزيع الخسائر ونسبة دَين إلى الناتج بـ ٨٠%

معن البرازي

" أن تأتي متأخرا خير من ألّا تأتي ابدا". تحت هذا الشعار تعمل الحكومة اللبنانية لما اصبح اصطلاحا "اعادة هيكلة الدين" والمعلن من المعنيين: وضع خطة موثوق بها متوسطة الأجل للمالية العامة، تهدف إلى تحقيق فائض مالي أولي كبير ومستدام من شأنه خفض نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي بصورة تدريجية مطّردة، قوامها ايجاد تسوية قانونية لمالكي الدين العام اللبناني. الا ان استبدال دين مرتفع الكلفة بدين منخفض الكلفة ليس الحل الوحيد، وهو بالتأكيد ليس الوصفة السحرية. فانخراط لبنان في برنامج لصندوق النقد الدولي هو في النهاية قرار يجب ان ترضى عنه الادارة الاميركية كون واشنطن تمول ٩٠ في المئة من مالية الصندوق. فقول وزير الخارجية الأميركي مايك بومبيو، في حديث الى وكالة "بلومبرغ": "لقد كنّا واضحين للغاية بشأن متطلبات انخراط الولايات المتحدة"، مشيراً إلى أنّ "لبنان يواجه أزمة مالية فظيعة مطروحة أمامه في الأسابيع المقبلة... ونحن على استعداد للمشاركة وتقديم الدعم ولكن فقط لحكومة ملتزمة الإصلاح"، مؤشر رئيسي لمصير سيناريوات اعادة الهيكلة وتمويل العجز.

السيناريو اليوم قد يكون شبيها بالفرصة الضائعة لباريس ٢، ولكن في ظروف اقليمية مختلفة جدا. فقد حصل لبنان على وعود بـ٤,٤ مليارات دولار في باريس٢ عام ٢٠٠١. لكن المبالغ التي حصل عليها لبنان بالفعل من باريس ٢ بلغت ٢,٦ ملياري دولار على شكل تسهيلات مالية و١,٣ مليار دولار قروضا.(سندات خزينة وودائع بقيمة ٣,١ مليارات دولار و١,٣ مليار قروضاً) وتم استخدام القروض في استبدال دين مرتفع الكلفة بدين منخفض الكلفة، كما كانت التسهيلات المقدمة من باريس ٢ لمدة عشر سنين، في وقت بلغت كلفة هذه التسهيلات ٥%. وبالمقارنة فقد كانت الكلفة المتوسطة للدين العام في نهاية ٢٠٠٢ نحو ١٣%.(الدين العام كان يبلغ حينذاك نحو ٣٠ مليار دولار).

في رأي المراقبين فانه كان ينبغي للحكومة الجديدة الإعلان عن إعادة هيكلة قبل حلول موعد استحقاق سندات الاوروبوند، الا ان حساب الحقل لم يطابق حساب البيدر، فأسعار سندات الأوروبوند في تأرجح وستدهم صنّاع القرار، واسعار السندات تبلغ في المتوسط ٢٥ سنتاً للدولار الواحد، وقد تجاوز هامش مقايضة المخاطر الائتمانية لخمس سنوات حدود الـ ١٤٠٠٠ نقطة أساس!

المعضلة القانونية

قبل الحديث عن مسلّمات واقع الدين ومكوناته الاقتصادية، يجب السؤال عمن يحق له التصويت في عملية اعادة الهيكلة من الدائنين، وهل تحتسب هذه الأصوات نسبة الى حيازاتهم او الى شكلهم القانوني، وعلى اي نسبة من امتلاك الاصدارات؟ وعليه يجب القول ان واقع التصويت سيحسمه الممثل القانوني للدولة اللبنانية، مكتب المحاماة "كليري غوتليب ستين اند هاملتون" ويفاوض في طابع اصدار الاوروبوند القانوني تجاه الدائنين. وبحسب مراسلة لبنك اوف أميركا حصلت "النهار" على نسخة منه، فان الاصدارات اللبنانية لديها ثلاثة أنماط قانونية: الاول .Collective Action Clauses or CACs هو شرع في القانون الانكليزي وطبق على سندات نيويورك عام ٢٠٠٠، وقد احتذت به اليونان اذ يقيّم هذه السندات على أساس تسويق فردي للدائنين للموافقة أو لرفض عملية الجدولة.

الثاني يسمىpari passu provisions ، وطُبِّق في الأرجنتين تحت اسم قانون لوك ومنع أي سواب، فيما طُلب توزيع متكافىء لجميع الدائنين وهو الأقرب الى الحالة اللبنانية.

أما النمط الثالث فيسمى .Fiscal Agency Agreement rather than a trustee indenture وهو يمنع الحكومات من التصويت ان كانت مالكة لهذه السندات ويتطلب اجماعا لـ٧٥% من حاملي السندات. وعليه فان المصرف المركزي في هذه الحالة والذي يحمل ٧,٥ مليارات دولار من أصل ٣١ مليارا، أي ١٨%، سيكون لديه دور اشكالي في عملية التصويت كونه لا يعرف ان كان يملك هذه السندات في حسابه أو في حساب الدولة اللبنانية. وما يجعل الأمر أكثر تعقيدا ان عمليات السواب إن حصلت ستمنع الملاحقة القانونية عن الحكومة اللبنانية في حال التخلف عن السداد، وفي الوقت عينه لن تضمن أي امكان للتخلف عن السداد مستقبلا. وتفيد المعلومات ان أي سيناريو قد يطلب دفع سندات قبل استحقاقها، وهذا ما سينعكس سلبا على مصالح المستثمرين. وردا على سؤال عما يمكن أن يحصل عليه الدائنون كحجز احتياطي، تقول مراسلة بنك أوف أميركا إن هذا الموضوع شائك. فمثلا ان ملكية مصرف لبنان لـ٩٩,٥% من أسهم شركة "طيران الشرق الأوسط" لا تدخل في صلاحياته كمصرف مركزي، وعليه لا يمكن القاء حجز على أصول الشركة.

حدود السيناريو المتاح

البديهي تأكيده ان ما يسمى "اعادة هيكلة الدين" باشراف المعونة الاستشارية من صندوق النقد، ثوابتها التقنية شائكة، وبغض النظر عن شكل الهيكلة يمكن تلخيص العوامل المرافقة بـ:

– 1المسلَّمة الاساسية هي أن إعادة هيكلة الدين العام بشكل فوضوي تُعدّ بمثابة انتحار جماعي. ففي ظل غياب صندوق النقد الدولي، سيقود عدم الثقة بشأن الرؤية الاقتصادية إلى موجة هروب رؤوس الأموال، فيما مصرف لبنان يركّز موارده على الدفاع عن تثبيت سعر صرف الليرة. وبشكل فوضوي قد ينخفض سعر صرف الليرة مقابل الدولار، وتمتنع الدولة عن السداد. فتقديرات صندوق النقد الدولي تؤشر الى أن قيمة الليرة مضخّمة بنسبة ٥٠%، وأن المستثمرين بالليرة سيواجهون خسارة تصل إلى ٧٥%. هذا الأمر كافٍ ليمحو رساميل المصارف.

– 2المسلّمة الثانية هي ان لبنان امام مفترق سينعكس على مستقبله المالي، اذ ان هناك طرقا عدة لتنفيذ إعادة الهيكلة، إلا أنه في ظل عملة محلية معوّمة، وامتلاك المؤسسات المالية في لبنان ومحفظة واسعة من السندات بالعملات الأجنبية، ترتفع مخاطر حصول توقف فوضوي عن السداد ويترافق مع أزمة نقدية ومصرفية. ان اي عملية اعادة هيكلة او عدم سداد هي بالمعنى التقني انكشاف ائتماني جديد لحاملي السندات (مصارف ومصرف مركزي) وهذا يعني ان هؤلاء سيكونون مرغمين على زيادة نسبة التغطيات المالية المحاسبية والقانونية المفروضة عليهم. وعليه فان هذه المؤونات لن تُفرض فقط على استحقاق آذار بل على جميع السندات المصدرة. ومن الصعب تحديد هوية حاملي السندات خصوصا بعد مضاربات شهر شباط من جهة، وملكية حامليها وتوزعهم من جهة أخرى، فان التقدير الأولي يشير الى أن مبلغ نصف مليار دولار سيكون محتما توفيره من كل مصرف من مجموعة "ألفا" المالكين الرئيسيين لهذه الاصدارات، ناهيك بالمؤونات المتوجبة على حسابات المودعين. وهنا تكمن حسابات الخسارة وحقيقة الحديث عن عمليات "قص الشعر HAIR CUT "وكيف يمكن مقاربة بنود ميزانيات المصارف. فهل يتم تأمين المعونات والخسارة على الفوائد المعطاة للمودعين أو اقتطاعها من الانكشاف السيادي على الدولة اللبنانية، أم عبر زيادة رسملة المصارف لتحمل هذه النسبة؟ وعليه فان الخيار الأول كونه سيخفض أموال المودعين فسيكون بمثابة الضربة القاضية للثقة بالمصارف. أما الخيار الثاني فسيؤسس على تراجع تمويل الخزينة من المصارف مما سيكون بمثابة الضربة القاضية ايضا لتمويل القطاع العام. وأما الخيار الثالث، وهذا ما طلبته مذكرة السلطات النقدية لزيادة رأس مال القطاع، فسيحدث تغيرا جذريا في مصارف فئة "البتا" وما دون، وان اضيفت هذه العوامل الى التشابك القائم بين ثالوث الطبقة السياسية والمصرف المركزي والمصارف، فالوضع اليوم أشبه بعملية مصالح مترابطة تضع المودعين بين خيوط العنكبوت أسيرة لمصالح الطبقة النافذة والزبائنية.

– 3ان اي نموذج للسيناريو يقترح نسبة دين الى الناتج بحدود ٨٠ – ٦٠ في المئة ويعاني لبنان من عجز المالية العامة الكبير الذي وصل بنسبة الدين العام إلى أكثر من ١٥٠% من الناتج المحلي الإجمالي. كذلك وصل عجز الحساب الجاري إلى أكثر من ٢٥% من الناتج المحلي الإجمالي، ولا يزال النمو منخفضا منذ بداية الأزمة السورية.

– 4المسلّمة الأخرى، لا تعويم لسعر الصرف رغم ان الاقتصاد لا يتحمل سعرين لليرة اللبنانية.

– 5الفجوة التمويلية Funding gap تراوح ما بين ٥٠ و٦٠ مليار دولار منها ١٠ مليارات في ٢٠٢٠ و٩ مليارات في ٢٠٢١، ويمكن ردم الصدع بتمويل من الصندوق يصل الى ما يوازي حقوق سحب لبنان من الصندوق SDR لعشر سنين.

– 6اذا تمت عملية سواب للسندات تحت اي سيناريو، فهذا سينعكس على تقييم الائتمان "Distressed Debt Exchange" (DDE), to "Restricted Default" (RD)

–7أصبحت الأوراق المالية الحكومية والودائع لدى مصرف لبنان تشكل الآن ١٤% و٥٥%، على الترتيب، من أصول البنوك، حيث يبلغ حجم الانكشاف الكلي على الديون السيادية ٦٨،٥% من الأصول (أكثر من ٨ أضعاف رأس المال الأساسي). الحدود التي وصل إليها تسليف مصرف لبنان للدولة هي حدود كبيرة وغير مألوفة وذات نتائج تضخّمية أكيدة.

– 8سيتعين على لبنان أن يظهر أن معاملة حملة كل سند تضاهي الآخرين، وإلا فان تأجيل مدفوعات للجميع لمدة عشر سنين لن يمثل مضاهاة إذا كانت الكوبونات المسددة مختلفة. والبديهي قوله إن وضع لبنان شبيه بوضع الأرجنتين من الزاوية القانونية، فالسندات الدولية للأرجنتين كانت تشترط موافقة جميع حائزيها على إجراء أي تعديل للشروط، في حين تشترط السندات اللبنانية موافقة ٧٥ في المئة على أساس الاقتراع لكل سلسلة إصدار من السندات على حدة.

– 9لن يكون كافيا تأثير سنة كاملة من الإجراءات الاصلاحية وهي تقدر بنحو ٢،٣% من الناتج المحلي الإجمالي، مما سيساهم في إحداث تحوُّل إيجابي طفيف في الرصيد الأولي عام ٢٠٢٠. وعلى المدى المتوسط، ستحل الوفورات الكبيرة المتوقعة من خطة إصلاح قطاع الكهرباء، إذا نُفذت بالكامل، محل الإيرادات الضائعة نتيجة انتهاء الإجراءات الموقتة في موازنة عام ٢٠١٩ وسينتج منها عجز أولي بسيط.

– 10لن يكون كافيا بهدف استدامة الدين، أن تعلن السلطات خطة متوسطة الأجل للمالية العامة تقوم على إجراءات موثوق بها ودائمة من شأنها تحقيق فائض مالي أولي كبير على المدى المتوسط. ويتوقع خبراء الصندوق أن يكون تحقيق فائض أولي قدره ٤،٥% تقريبا من الناتج المحلي الإجمالي أمرا ضروريا لإحداث خفض ملموس في نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي على المديين المتوسط والطويل. وهذا لم يتحقق في ٢٠١٩ فكيف مع وجود ضيف ثقيل كفيروس كورونا في ٢٠٢٠؟

– 11إن إجراءات الموازنة ستخفض عجز المالية العامة المحسوب على أساس نقدي إلى حوالى ٩،٧٥% من الناتج المحلي الإجمالي، ومن المرجح، استنادا إلى المعلومات الحالية، أن يكون العجز المتوقع أعلى بكثير من المستوى المستهدف.

هذا في الشكل، اما في المضمون فان حجم الدين غير مستدام نظراً الى ديناميته السلبية في ظل الانكماش الاقتصادي المتوقع والذي يقدر بأنه قد يشارف اكثر من ١٢% سلبا، اضافة الى أن ميزانيات المصارف ومصرف لبنان متهالكة ولا تستطيع الاستمرار بتمويل العجوزات وطبع العملة من دون خنق الاقتصاد وزيادة التضخم والضغوط على الليرة. ويستند مصرف لبنان لاقتناء هذه السندات إلى المادّة ٧٦ من قانون النقد والتسليف التي منحت المصرف حق "شراء وبيع السندات في السوق الحرّة". إنّ هذه الإجازة التي تضمّنتها المادّة ٧٦ كانت بهدف تنفيذ السياسة النقدية وليس بهدف تمويل الدولة. يبدو ان المطلوب من عملية اعادة الهيكلة توزيع الخسائر بشكل عادل وليس جعل الدين مستداماً .