

الجمهورية اللبنانية  
مكتب وزير الدولة لشؤون التنمية الإدارية  
مركز مشاريع ودراسات القطاع العام



## تقرير عن الدين العام وأطر معالجته

حزيران 2004

## فهرس

### تقرير عن الدين العام وأطر معالجته

#### أولاً: الوضع الحالي للدين العام

1- حجم الدين العام وتوزعه بين دين عام بالليرة اللبنانية ودين عام بالعملات الأجنبية كما هو في نهاية أيار 2004.

2- توزيع الدين العام على فئات المكتتبين ومدد استحقاقاته

أ- توزيع الدين العام بالليرة اللبنانية

1- توزيع الدين العام بالليرة اللبنانية حسب فئات المكتتبين

2- توزيع الدين العام بالليرة اللبنانية حسب مدد استحقاقاته

ب- توزيع الدين العام بالعملات الأجنبية

3- تطور بنية الفوائد على الدين العام

1-3: تطور بنية الفوائد على سندات الخزينة بالليرة اللبنانية

2-3: تطور بنية الفوائد على سندات الخزينة بالعملات الأجنبية

4- مبالغ الاستحقاقات المستقبلية للدين العام اللبناني بالليرة اللبنانية والعملات الأجنبية

خلال ما تبقى من العام 2002 وخلال السنوات 2005-2008

1-4: استحقاقات سندات الخزينة بالليرة اللبنانية كما هي بتاريخ أيار 2004

2-4: استحقاقات سندات الخزينة بالعملات الأجنبية (Eurobonds)

3-4: استحقاقات القروض الثنائية والعائدة للقروض الممنوحة من

المؤسسات الدولية والإقليمية (Concessional Loans)

الجمهورية اللبنانية

مكتب وزير الدولة لشؤون التنمية الإدارية  
مركز مشاريع ودراسات القطاع العام

**ثانياً: - الإجراءات المعتمدة من قبل وزارة المالية في عملية إدارة الدين العام:**

- 1- تطور إدارة الدين العام والسياسات المعتمدة
- 2- الإجراءات المعتمدة في إدارة الدين العام منذ انعقاد مؤتمر باريس-2
- 3- سبل ووسائل المعالجة المعتمدة من قبل وزارة المالية في إدارة الدين العام منذ نهاية العام 2003
- 4- تحديث إدارة الدين العام وتطوير الأسواق المالية

**ثالثاً: - عمليات الاستبدال وآليات التطبيق**

- 1- تعريف عملية الاستبدال
- 2- ملاحظات أولية على عمليات الاستبدال
- 3- الأهداف الواجب توخيها من عمليات الاستبدال
- 4- آلية تسعير عملية الاستبدال
- 5- أهم الخطوات التي قامت بها وزارة المالية في الإعداد لعملية الاستبدال
- 6- توضيح بعض المسائل المكتملة.

**رابعاً: - الخلاصة**

## الملاحقات

ملحق رقم واحد: النشرات والمعلومات الدورية التي توزعها وزارة المالية والتي تتضمن كامل المعلومات عن الدين العام.

ملحق رقم إثنان: بشأن ما جرى في موضوع التسنيد للإيرادات الجمركية ورسم الاستهلاك على المنتجات التبغية والصكوك الإسلامية موضوع إسهام دولة البحرين في عمليات باريس-2 والإصلاحات المالية والاقتصادية.

ملحق رقم ثلاثة: إصلاح وتطوير إدارة الدين العام

ملحق رقم أربعة: ما حقيقة مقولة الارتفاع المرتقب في أسعار الفائدة العالمية وضرورة القيام بهذه العملية الآن تحسباً لارتفاعها؟

ملحق رقم خمسة: جدول استحقاقات سندات الخزينة بالعملة الاجنبية (يوروبوند) خلال النصف الثاني من العام 2004 وخلال العامين 2005 و2006.

## الجداول

- الجدول رقم (1): توزيع الدين العام الإجمالي حسب عملته في نهاية كانون الأول 2003 ونهاية أيار 2004
- الجدول رقم (2): توزيع الدين العام بالليرة اللبنانية على المكتتبين في نهاية كانون الأول 2003 ونهاية أيار 2004
- الجدول رقم (3): توزيع الدين العام بالعملات الأجنبية في نهاية كانون الأول 2003 ونهاية أيار 2004
- الجدول رقم (4): تطور العائد على سندات الخزينة بالليرة اللبنانية قبل وبعد مؤتمر باريس-2 وفي نهاية أيار 2004
- الجدول رقم (5): أسعار بعض سندات الخزينة اللبنانية بالعملات الأجنبية كما في 7 حزيران 2004
- الجدول رقم (6): استحقاقات سندات الخزينة بالليرة اللبنانية خلال ما تبقى من العام 2004 وحتى نهاية العام 2008
- الجدول رقم (7): المبالغ التي سوف تستحق خلال النصف الثاني من العام 2004 وخلال العامين 2005 و2006 بالليرات اللبنانية والدولار الأميركي
- الجدول رقم (8): سندات الخزينة بالعملات الأجنبية (يوروبوند) والقروض الميسرة والتي سوف تستحق أصلاً وفائدة على مدى الفترة 2004-2008
- الجدول رقم (9): تطور المعدلات العامة لكلفة الدين العام

## الرسومات البيانية

- الرسم البياني رقم (1): توزيع الدين العام الداخلي حسب استحقاقاته وذلك في نهاية شهر أيار 2004
- الرسم البياني رقم (2): توزيع الدين العام الداخلي صفة المكتتبين وذلك في نهاية شهر أيار 2004
- الرسم البياني رقم (3): استحقاقات سندات الخزينة بالعملات الأجنبية من أصل وفائدة على مدى السنوات 2004 - 2018

## تقرير عن الدين العام وأطر معالجته

إشارة إلى الموضوع الذي طُرح في جلسة مجلس الوزراء بتاريخ 2004/6/3 بشأن موضوع استبدال الدين العام بالعملات الأجنبية بدين مماثل يستحق على مدى فترات أطول قادمة من خلال ما يدعى بعمليات "سواب".

وعطفاً على الأفكار والطروحات التي جرى عرضها في هذا الصدد والأرقام التي جرى التداول بها، وبناء على قرار مجلس الوزراء رقم 75 تاريخ 2004/6/3 الذي طلب إلى وزير المالية تقديم تقرير إلى مجلس الوزراء يبين فيه حجم الدين العام وتواريخ استحقاقاته والآلية المقترحة لمعالجته، فإنه يهّم وزارة المالية أن تبين في ما يلي جميع الأرقام والمعلومات بشأن الدين العام ومبلغه واستحقاقاته والسياسات والإجراءات التي اعتمدها الوزارة في شأن إدارة الدين على مدى السنوات الماضية، والشروط الواجب توافرها لنجاح عمليات السواب أو استبدال الدين العام والجدوى الاقتصادية والمالية من جراء ذلك.

### أولاً: الوضع الحالي للدين العام

بداية تجدر الإشارة إلى أن وزارة المالية درجت على مدى السنوات الماضية على نشر المعلومات كافة العائدة للدين العام القائم والصافي وذلك من خلال النشرات الدورية التي تبين تاريخ وتطور نشوء الدين وعملته وتواريخ استحقاقه، وسنورد عيّنةً من هذه النشرات في الملحق رقم واحد لهذا التقرير. كذلك أيضاً فإن وزارة المالية عمدت إلى وضع تلك المعلومات على موقع وزارة المالية الإلكتروني والتي يمكن لأي باحث أو مهتم بهذه المعلومات أن يطلع عليها مباشرة. إن ما قامت الوزارة به في هذا الصدد هو تعبير عن إيمانها بأهمية الإفصاح في هذا المجال وبضرورة إزالة الغبار السياسي الذي يثار بين حين وآخر حول هذا الموضوع ورغبة منها بتعزيز مستوى الشفافية في المالية العامة وبما يمكن المواطنين من التعرف على حقيقة الأوضاع المالية ووضعية الدين العام، والذي هو حق من حقوقهم.

**1- حجم الدين العام وتوزعه بين دين عام بالليرة اللبنانية ودين عام بالعملة الأجنبية كما هو في نهاية أيار 2004:**

بلغ إجمالي حجم الدين العام في نهاية أيار 2004 /53.055/ مليار ليرة لبنانية، وذلك بالمقارنة مع ما كان عليه حجمه في نهاية العام 2003 والبالغ /50.329/ مليار ليرة لبنانية. من جهة أخرى فقد بلغ حجم الدين العام الصافي\* في نهاية أيار 2004 /47.894/ مليار ليرة لبنانية أي بزيادة صافية قدرها /584/ مليار ليرة لبنانية عما كان عليه حجمه في نهاية العام 2003 أو ما يعادل نسبة زيادة قدرها 1.2% منذ بداية هذا العام.

يتوزع الدين العام الإجمالي في نهاية شهر أيار 2004 بين دين عام بالليرة اللبنانية ودين عام بالعملة الأجنبية وذلك على الشكل التالي:

- **الدين العام الإجمالي بالليرة اللبنانية** البالغ /28.421/ مليار ليرة لبنانية أي بزيادة قدرها /1.578/ مليار ليرة لبنانية، وذلك بالمقارنة بما كان عليه حجمه في نهاية العام 2003، وهو بذلك يشكل ما يعادل نسبة **54%** من مجموع الدين العام الإجمالي.

- **الدين العام الإجمالي بالعملة الأجنبية** البالغ /24.634/ مليار ليرة لبنانية (أي ما يوازي 16.3 مليار دولار أميركي) محققاً بذلك زيادة قدرها /1.148/ مليار ليرة لبنانية (حوالي 762 مليون دولار أميركي) عما كان عليه مجموعه في نهاية العام 2003، وهو بذلك يشكل ما يعادل نسبة **46%** من مجموع الدين العام الإجمالي.

وعلى هذا الأساس يبين الجدول التالي رقم واحد كيفية توزع الدين العام الإجمالي والصافي بين دين عام بالليرة اللبنانية ودين عام بالعملة الأجنبية.

\* إن الدين العام الصافي يمثل الدين العام الإجمالي بعد تنزيل (-) إجمالي ودائع القطاع العام

الجدول رقم واحد  
توزيع الدين العام الإجمالي حسب عملته  
في نهاية كانون الأول ٢٠٠٣ وفي نهاية أيار ٢٠٠٤

(المبالغ بملياراات الليرات )

الفرق	نهاية أيار 2004	نهاية كانون الأول 2003	
1,578	28,421	26,843	الدين العام الداخلي الإجمالي
1,148	24,634	23,486	الدين العام الخارجي الإجمالي
2,726	53,055	50,329	مجموع الدين العام الإجمالي
2,143	5,162	3,019	ودائع القطاع العام
583	47,893	47,310	مجموع الدين العام الصافي

المصدر: وزارة المالية ومصرف لبنان

وتجدر الإشارة إلى أنه من المتوقع، وبحسب التقديرات الأخيرة لصندوق النقد الدولي، أن تتخفّض نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي في نهاية عام 2004. ويعود السبب في ذلك إلى النمو في الناتج المحلي وإلى التحسن الملموس في الفائض الأولي في تنفيذ الموازنة، والانخفاض المتوقع في العجز المالي (الانخفاض بحوالي 3% من إجمالي الناتج المحلي) وذلك مع انخفاض خدمة الدين العام لهذه السنة بأكثر من 600 مليار ليرة عما كان عليه مجموعه في العام 2003.

## 2- توزيع الدين العام على فئات المكتتبين ومدد استحقاقاته

### ب- توزيع الدين العام بالليرة اللبنانية:

#### 1- توزيع الدين العام بالليرة اللبنانية حسب فئات المكتتبين:

تمثل حصة المصارف اللبنانية حوالي 50% من إجمالي الدين العام بالليرة اللبنانية، بينما تمثل حصة مصرف لبنان من إجمالي الدين العام بالليرة اللبنانية حوالي 32% وحصة الجمهور 10%. بينما بلغت حصة المؤسسات العامة 8% من إجمالي الدين العام بالليرة اللبنانية.

إن هذا يعني أن الدين العام بالليرة اللبنانية المحمول من قبل من هم خارج

القطاع العام أصبح يشكل فقط 60% من إجمالي الدين العام بالليرة اللبنانية

وذلك كما هو مبين في الجدول رقم اثنين المقارن التالي:



الجدول رقم اثنين  
توزع الدين العام بالليرة اللبنانية على المكتتبين وذلك  
في نهاية كانون الأول ٢٠٠٣ ونهاية أيار ٢٠٠٤

(المبالغ بمليارات الليرات)

أيار 2004	كانون الاول 2003	
28,421	26,843	الدين العام الداخلي
9,198	8,938	مصرف لبنان
14,177	12,303	المصارف التجارية
2,130	2,564	المؤسسات العامة
2,862	3,003	الجمهور
54	35	المؤسسات المالية
-5,162	-3,019	ينزل مبلغ ودائع القطاع العام
23,259	23,824	الدين العام الداخلي الصافي

المصدر: وزارة المالية ومصرف لبنان

## 2- توزع الدين العام بالليرة اللبنانية حسب مدد استحقاقاته:

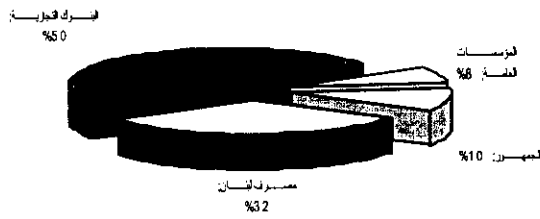
تتوزع استحقاقات سندات الخزينة بالليرة اللبنانية على مدد تتراوح ما بين ثلاثة أشهر وثلاث سنوات. وعلى ذلك فإنه وفي نهاية أيار 2004 أصبحت سندات الخزينة لمدة سنتين تمثل حوالي 59% من إجمالي الدين العام القائم بالليرة اللبنانية. بينما تمثل مبالغ السندات من فئة الثلاث سنوات حوالي 11% من المجموع الإجمالي. أما فيما خصّ سندات الخزينة ذات الأجل القصيرة (أي 12 شهراً وما دون) فإنها أصبحت تمثل 12% من إجمالي الدين العام القائم بالليرة اللبنانية. أما السندات الخاصة المصدرة لصالح مصرف لبنان في العام 2003 (سندات خزينة من فئات الـ 30، 54، و60 شهراً) فإنها تمثل حوالي 15% من إجمالي الدين العام بالليرة اللبنانية.

تجدر الإشارة إلى أنه وانعكاساً للسياسة المبادرة (Proactive Policy) والإجراءات المالية التي اعتمدها وزارة المالية فيما خص إدارة الدين العام والآلية إلى إطالة أمد استحقاق سندات الخزينة من خلال الإصدارات الجديدة وذلك لتخفيض مخاطر إعادة التمويل، فإن حصة سندات الخزينة من فئة الثلاث سنوات، باتت تشكل حوالي 40% من مجموع الإصدارات الجديدة التي بدأت الخزينة اللبنانية بإصدارها منذ تشرين الأول عام 2003.

ويبين الرسم البياني الأول التالي كيفية توزيع سندات الخزينة بالليرة اللبنانية حسب استحقاقات الإصدارات ما بين ثلاثة أشهر وحتى ثلاثة سنوات، بينما يبين الرسم البياني الثاني كيفية توزيع هذه المحفظة حسب صفة المكتتبين بتلك السندات.

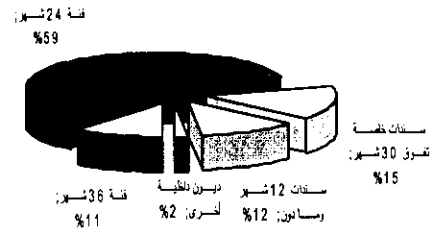
#### الرسم البياني رقم اثنين

توزيع الدين العام الداخلي حسب صفة المكتتبين  
وذلك في نهاية شهر أيار 2004



#### الرسم البياني رقم واحد

توزيع الدين العام الداخلي حسب استحقاقاته وذلك  
في نهاية شهر أيار 2004



المصدر: وزارة المالية ومصرف لبنان

#### ب- توزيع الدين العام بالعملات الأجنبية:

يتوزع رصيد الدين العام بالعملات الأجنبية على النحو التالي:

1. رصيد القروض الميسرة التي جرى التعاقد عليها من مصادر ثنائية ومؤسسات مالية دولية متعددة الأطراف وقروض أخرى من مؤسسات مصرفية أجنبية خاصة والتي يعادل مجموعها ما نسبته 12% من مجموع رصيد الدين العام بالعملات الأجنبية.
2. أرصدة الديون المتعاقد عليها مع الدول المشاركة في مؤتمر باريس-2 والتي يبلغ مجموعها حوالي 2.5 مليار دولار أميركي وهي تشكل حوالي 15% من إجمالي الدين العام بالعملات الأجنبية.
3. سندات الخزينة اللبنانية المصدرة بالعملات الأجنبية (Eurobonds) والمكتتب بها من مصادر خاصة (مصارف لبنانية وعالمية وصناديق استثمار ومصادر خاصة أخرى بما فيها الأفراد) والتي يبلغ مجموعها كما في نهاية أيار 2004 حوالي 9.8 مليار دولار أميركي أي ما يعادل 60% من إجمالي الدين العام بالعملات الأجنبية والتي تتراوح الفائدة عليها ما بين 7.5% و 11.625% بالنسبة للدولار الأميركي وما نسبته 7.5% بالنسبة لليورو.

4. أما فيما خص سندات الخزينة اللبنانية بالعملة الأجنبية المكتتب بها من قبل مصرف لبنان فإن مجموعها يبلغ ما قيمته 1.87 مليار دولار أميركي والتي تستحق على مدى 15 سنة وبفائدة 4%. وهي تمثل رصيد ما اكتتب به مصرف لبنان من هذه السندات حتى نهاية العام 2002 وذلك في إطار مؤتمر باريس-2 وهي قد أصبحت تشكل حوالي 11% من إجمالي الدين العام بالعملة الأجنبية.

ويبين الجدول التالي رقم ثلاثة كيفية توزيع الدين العام بالعملة الأجنبية بشكل مقارن وحسب طبيعة تلك الديون:

#### الجدول رقم ثلاثة

توزيع الدين العام بالعملة الأجنبية في نهاية كانون الأول 2003 ونهاية أيار 2004

(المبالغ مليون دولار أميركي)

أيار 2004	كانون الأول 2003	
16,341	15,579	الدين العام الخارجي
1,731	1,721	الديون الثنائية والقروض الممنوحة من المنظمات الدولية
2,460	2,475	ديون للدول المشاركة في مؤتمر باريس-2
1,870	1,870	سندات دين مكتتب بها من قبل مصرف لبنان
9,773	9,071	رصيد سندات دين بالعملة الأجنبية (Eurobonds)
507	442	ديون خارجية أخرى

المصدر: وزارة المالية ومصرف لبنان

### 3- تطور بنية الفوائد على الدين العام

#### 3-1: تطور بنية الفوائد على سندات الخزينة بالليرة اللبنانية

تراجعت نسبة الفوائد على الدين العام بمختلف فئاته وذلك بنتيجة التطورات الإيجابية الحاصلة عقب مؤتمر باريس-2 وبنتيجة الوسائل العديدة التي اعتمدها وزارة المالية لتحسين مستوى إدارة الدين العام بهدف تخفيض كلفة خدمته وتقليل مخاطر إعادة تمويله. ولذلك فقد انخفضت بنية الفوائد على سندات الخزينة بالليرة اللبنانية في الأشهر الثلاثة بعد مؤتمر باريس-2 (أي ما بين كانون الأول 2002، وشباط 2003). كما أنها عادت وسجلت انخفاضاً تدريجياً مرة أخرى عند إعادة فتح باب الإصدارات في شهر تشرين الثاني 2003

وذلك بعد توقف عن إصدار سندات خزينة بالليرة اللبنانية دام حوالي تسعة أشهر وذلك كما هو مبين في الجدول رقم أربعة أدناه:

الجدول رقم أربعة			
تطور العائد على سندات الخزينة بالليرة اللبنانية			
قبل وبعد مؤتمر باريس-2 وفي نهاية أيار 2004			
أيار 2004	بعد مؤتمر باريس-2 وخلال أشهر كانون الأول وكانون الثاني و شباط 2003	قبل مؤتمر باريس-2 في نهاية تشرين الأول 2002	
%5.22	%6.96	%11.18	سندات الخزينة لثلاثة أشهر
%6.34	%8.18	%12.12	سندات الخزينة لستة أشهر
%6.70	%9.13	%13.43	سندات الخزينة لسنة
%7.76	%9.41	%14.64	سندات الخزينة لسنتين
%8.68	-	-	سندات الخزينة لثلاث سنوات

المصدر: وزارة المالية

### 2-3 تطور بنية الفوائد على سندات الخزينة بالعملة الأجنبية:

أما على صعيد تطور معدلات الفائدة على سندات الخزينة اللبنانية بالعملة الأجنبية، فقد انسحب التحسن في المركز الائتماني للدولة اللبنانية عقب انعقاد مؤتمر باريس-2 على مستوى معدلات الفوائد الفعلية مما أدى عملياً إلى تخفيضها وبالتالي إلى تحسن أسعار تلك السندات بشكل ملحوظ في السوق الثانوية. ونتيجة لذلك أصبح المردود عليها مواكباً لما عليه مثيلاتها في الأسواق الناشئة وحيث أصبح سعرها في المحصلة يفوق قيمتها الاسمية. ويبين الجدول التالي رقم خمسة أسعار بعض سندات الخزينة بالدولار الأميركي حتى العام 2009 ورصيد مبالغ تلك السندات والفوائد الاسمية عليها وأسعار تداولها في السوق الثانوية.

الجدول رقم خمسة									
أسعار بعض سندات الخزينة اللبنانية بالعملة الأجنبية كما في 7 حزيران 2004									
العائد			السعر			تاريخ الاستحقاق	الفائدة %	رصيد مبلغ الإصدار بالدولار الأميركي	تاريخ الإصدار
العائد المتوسط السنوي	العائد السنوي عند المبيع	العائد السنوي عند الشراء	السعر المتوسط	سعر المبيع	سعر الشراء				
3.92 %	%2.95	%4.89	102.8	103.3	102.3	٢٠٠٤/١٢/١٤	9.500	844.000.000	2000/12/14
4.24 %	%3.57	%4.91	104.3	104.8	103.8	٢٠٠٥/٠٣/٥	10.250	900.000.000	2002/3/5
4.39 %	%3.72	%5.06	105	105.8	104.3	٢٠٠٥/٠٦/٣٠	9.375	847.000.000	2000/6/30
4.75 %	%4.17	%5.32	104.8	105.5	104	٢٠٠٥/٠٩/٢١	8.750	416.995.000	1998/9/21
6.11 %	%5.70	%6.53	106.5	107.3	105.8	٢٠٠٦/٠٤/٢٤	9.875	1.110.000.000	2001/4/23
6.18 %	%5.82	%6.53	108.5	109.3	107.8	٢٠٠٦/٠٨/٢	10.500	640.573.000	2002/8/2
6.61 %	%6.37	%6.85	105.5	106.3	104.8	٢٠٠٧/١٠/٣١	8.625	368.668.000	1997/10/31
7.22 %	%7.02	%7.42	110.3	111	109.5	٢٠٠٨/٠٨/٦	10.125	750.000.000	2001/8/6
7.53 %	%7.36	%7.69	111.8	112.5	111	٢٠٠٩/١٠/٦	10.250	635.500.000	1999/10/6

المصدر: Morgan Stanley ، 7 حزيران 2004

**4- مبالغ الاستحقاقات المستقبلية للدين العام اللبناني بالليرة اللبنانية والعملة الأجنبية خلال ما تبقى من العام 2004 وخلال السنوات 2005 - 2008:**

تبين جداول الاستحقاقات كما هي بتاريخ أيار 2004 المبالغ التي سوف تستحق في السنوات المقبلة من أصل وفوائد على سندات الخزينة بالليرة اللبنانية وما يستحق من سندات الخزينة بالعملة الأجنبية وكذلك استحقاقات أصل وفوائد القروض الميسرة التي سوف تستحق خلال الفترة ذاتها.

#### **4-1: استحقاقات سندات الخزينة بالليرة اللبنانية كما هي بتاريخ أيار 2004:**

12275	- تبلغ القيمة الاسمية لسندات الخزينة بالليرة اللبنانية التي سوف تستحق خلال النصف الثاني من العام 2004 حوالي /11.337/ مليار ليرة لبنانية. أما قيمة قسائم الفوائد فتبلغ /938/ مليار ليرة لبنانية. هذا يعني أن المبالغ التي سوف تستحق خلال ما تبقى من العام 2004 سيكون مجموعها: .....
6781	- القيمة الاسمية لسندات الخزينة بالليرة اللبنانية التي سوف تستحق خلال العام 2005 تبلغ /6.248/ مليار ليرة لبنانية أما قيمة قسائم الفوائد فتبلغ 533 مليار ليرة لبنانية هذا يعني أن المبالغ التي سوف تستحق خلال العام 2005 سيكون مجموعها: .....
5234	- القيمة الاسمية لسندات الخزينة بالليرة اللبنانية التي سوف تستحق خلال العام 2006 تبلغ /4.728/ مليار ليرة لبنانية. أما قيمة قسائم الفوائد فتبلغ 506 مليار ليرة لبنانية. هذا يعني أن المبالغ التي سوف تستحق خلال العام 2006 سيكون مجموعها: .....

كذلك يبين الجدول رقم ستة أدناه استحقاقات سندات الخزينة بالليرة اللبنانية من أصل وفائدة حتى نهاية العام 2008.

الجدول رقم ستة			
استحقاقات سندات الخزينة بالليرة اللبنانية			
خلال ما تبقى من العام 2004 وحتى نهاية العام 2008			
مليار ليرة لبنانية			
مجموع المبالغ المستحقة	فائدة	أصل	
6.090	461	5.629	الفصل الثالث - 2004
6.185	477	5.708	الفصل الرابع - 2004
3.805	129	3.676	الفصل الأول - 2005
1.488	146	1.342	الفصل الثاني - 2005
727	112	615	الفصل الثالث - 2005
761	146	615	الفصل الرابع - 2005
2.344	112	2.232	الفصل الأول - 2006
1.663	122	1.541	الفصل الثاني - 2006
58	58	0	الفصل الثالث - 2006
1.169	214	955	الفصل الرابع - 2006
798	57	741	الفصل الأول - 2007
1.538	64	1.474	الفصل الثاني - 2007
25	25	0	الفصل الثالث - 2007
0	0	0	الفصل الرابع - 2007
641	25	616	الفصل الأول - 2008
0	0	0	الفصل الثاني - 2008
663	13	650	الفصل الثالث - 2008
0	0	0	الفصل الرابع - 2008

المصدر: وزارة المالية ومصرف لبنان

#### **4-2 استحقاقات سندات الخزينة بالعملة الأجنبية (Eurobonds):**

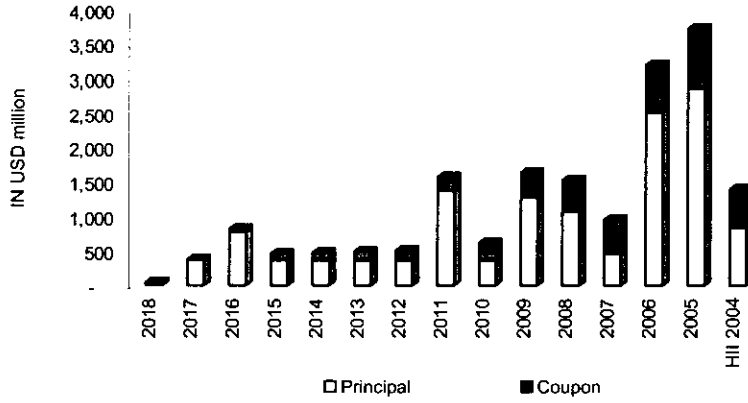
<b>مليون دولار</b>	- إن قيمة سندات الخزينة بالعملة الأجنبية التي سوف تستحق خلال النصف الثاني من العام 2004 تبلغ /844/ مليون دولار أميركي يضاف إليها /541/ مليون دولار أميركي قيمة قسائم الفوائد المستحقة مما يجعل مجموع المبالغ المستحقة خلال هذه الفترة .....
<b>1385</b>	
	- إن قيمة سندات الخزينة بالعملة الأجنبية التي سوف تستحق خلال العام 2005 تبلغ /2.870/ مليون دولار أميركي يضاف إليها مبلغ /867/ مليون دولار أميركي قيمة قسائم الفوائد المستحقة خلال هذه السنة مما يجعل مجموع المبالغ المستحقة في العام 2005 .....
<b>3737</b>	
	- إن قيمة سندات الخزينة بالعملة الأجنبية التي سوف تستحق خلال العام 2006 تبلغ /2.520/ مليون دولار أميركي يضاف إليها مبلغ /685/ مليون دولار أميركي قيمة قسائم الفوائد المستحقة خلال هذه السنة مما يجعل مجموع المبالغ المستحقة في العام 2006 .....
<b>3205</b>	

ويبين الرسم البياني رقم ثلاثة استحقاقات سندات الخزينة بالعملة الأجنبية من أصل وفائدة على مدى السنوات 2004 - 2018.



### الرسم البياني رقم ثلاثة

HII 2004 -2018: Eurobonds Amortization Schedule



### 3-4: استحقاقات القروض الثنائية والعائدة للقروض الممنوحة من المؤسسات الدولية والإقليمية (Concessional Loans):

مليون دولار

- إن أصل القروض التي سوف تستحق خلال النصف الثاني من العام 2004 تبلغ /136/ مليون دولار أميركي يضاف إليها فوائد سوف تستحق بقيمة / 82 / مليون دولار أميركي.

218

المجموع.....

- إن أصل القروض التي سوف تستحق خلال العام 2005 تبلغ /267/ مليون دولار أميركي يضاف إليها فوائد بقيمة /153/ مليون دولار أميركي.

420

المجموع.....

- إن أصل القروض التي سوف تستحق خلال العام 2006 تبلغ /379/ مليون دولار أميركي يضاف إليها فوائد بقيمة /147/ مليون دولار أميركي.

526

المجموع.....

في ضوء ما تقدم يبين الجدول رقم سبعة حجم المبالغ التي سوف تستحق خلال النصف الثاني من عام 2004 وكذلك في العامين 2005 و 2006 وذلك بالليرة اللبنانية وما يعادل بالدولار الأميركي وبالعملات الأجنبية:

<b>الجدول رقم سبعة</b>			
<b>المبالغ التي سوف تستحق خلال النصف الثاني من العام 2004 وخلال العامين 2005 و 2006 بالليرات اللبنانية والدولار الأميركي</b>			
<b>العام 2006</b>	<b>العام 2005</b>	<b>النصف الثاني من عام 2004</b>	
5234 مليار ليرة	6781 مليار ليرة	12275 مليار ليرة	سندات خزينة وفوائد تتراكم عليها بالليرة اللبنانية
3731 مليون دولار	4157 مليون دولار	1603 مليون دولار	استحقاقات ما يعادل بالدولار الاميركي
10858 مليار ليرة	13048 مليار ليرة	14691 مليار ليرة	المجموع الإجمالي أي ما يعادل ما مجموعه بالليرات اللبنانية

من جهة أخرى يُبين الجدول رقم ثمانية أدناه المبالغ بالعملات الأجنبية التي سوف تستحق على أصل المبالغ والفوائد خلال النصف الثاني من العام 2004 وكذلك خلال الأعوام 2005 و 2006 و 2007 و 2008 وذلك كما هي في نهاية أيار 2004:

### الجدول رقم ثمانية

سندات الخزينة بالعملة الأجنبية (يوروبوند) والقروض الميسرة والتي سوف تستحق أصلاً وفائدةً على مدى الفترة 2004-2008  
مليون دولار أميركي

الفترة	سندات خزينة بالعملة الأجنبية			القروض الميسرة		
	أصل	فائدة	مجموع المستحقة	أصل	فائدة	مجموع المبالغ المستحقة
الفصل الثالث - 2004	0	179	179	57	45	102
الفصل الرابع - 2004	844	361	1.205	79	37	116
الفصل الأول - 2005	1.178	135	1.314	51	40	91
الفصل الثاني - 2005	1.275	318	1.592	62	26	88
الفصل الثالث - 2005	447	133	550	67	46	113
الفصل الرابع - 2005	0	282	282	87	41	128
الفصل الأول - 2006	0	89	89	62	40	102
الفصل الثاني - 2006	1.563	278	1.841	70	25	95
الفصل الثالث - 2006	641	97	737	165	46	211
الفصل الرابع - 2006	316	221	538	82	36	118
الفصل الأول - 2007	0	55	55	95	36	131
الفصل الثاني - 2007	0	181	181	54	23	77
الفصل الثالث - 2007	100	63	163	124	46	170
الفصل الرابع - 2007	369	193	562	85	33	118
الفصل الأول - 2008	0	55	55	96	33	129
الفصل الثاني - 2008	141	181	322	60	22	82
الفصل الثالث - 2008	785	55	840	125	37	162
الفصل الرابع - 2008	151	158	309	92	28	120

المصدر: وزارة المالية ومصرف لبنان

## ثانياً: الإجراءات المعتمدة من قبل وزارة المالية في عملية إدارة الدين العام

سعت وزارة المالية على مدى الفترة السابقة إلى التحرك على مسارين:

المسار الأول: وبتركز في العمل على تحسين مستويات الأداء في المالية العامة بما يسهم في خفض مبالغ ونسب العجز في الموازنة وذلك ضمن الأطر والقيود التي تفرضها سياسات الإنفاق المعتمدة والقوانين المتعلقة بالإيرادات التي أجاز القانون جبايتها. كما سعت الوزارة إلى إدخال العديد من الإصلاحات التي جرى إقرارها أو كان من الممكن إدخالها في عمل وزارة المالية بما ينعكس إيجاباً على مستويات الأداء في المالية العامة وعلى علاقة الوزارة مع المواطنين وبما يزيد من فرص تحقيق زيادة متنامية في الفائض الأولي في الموازنة.

المسار الثاني: وبتركز في العمل على تحسين مستويات إدارة الدين العام وذلك من خلال:

- أ. إطالة آمد استحقاقات الدين العام بالليرة اللبنانية وبالعملات الأجنبية بما يؤدي إلى إراحة الخزينة من جهة وإيجاد مزيج من الاستحقاقات بما يسهم أيضاً في تخفيض الكلفة الإجمالية للدين العام ويعزز من مستويات النمو في الاقتصاد الوطني.
- ب. خفض معدل الكلفة الإجمالية لخدمة الدين العام والعمل على الحد من تناميها.
- ج. تحديث إدارة الدين العام وتطويرها وتطوير كفاءة العاملين فيها وكذلك تطوير الأسواق المالية.

لقد أمّنت تلك المعالجات على مدى الفترة الماضية استقراراً في الوضع المالي والنقدي كما أمّنت توزعاً معقولاً لاستحقاقات سندات الخزينة وذلك ضمن الظروف القائمة، كما أمّنت كلفة مناسبة لخدمة الدين العام. غير أنه لا بد من التأكيد هنا ان تلك المعالجات ظلت غير كافية بسبب انه لم تواكبها الإصلاحات الهيكلية اللازمة على صعيد التخصيص ومعالجة التشوّهات البنوية في الاقتصاد والمالية العامة والإدارة العامة كما لم يواكبها إزالة العقبات والاختناقات التي تلجم حركة الاقتصاد ولا تحفز معدلات النمو وبالتالي تحول دون إجراء معالجة جذرية وحقيقية لمشكلة الدين العام.

## 1. تطور إدارة الدين العام والسياسات المعتمدة:

في تشرين الثاني من العام 2002 كان إجمالي الدين العام قد بلغ حوالي 170% من إجمالي الناتج المحلي. كما كان مستوى خدمة الدين العام في نهاية عام 2001 قد وصل إلى نسبة 93% من مجموع الإيرادات العامة.

في ضوء تلك التطورات التي لم يعد من الممكن إغفالها كان لا بد للدولة اللبنانية من اتخاذ خطوات عملية وفعالة وسريعة لمعالجة الأوضاع المالية والاقتصادية وتحقيق تقدماً على صعيد المسارات التالية: أ) تعزيز الجهود لرفع معدلات نمو الناتج المحلي - ب) تخفيض مستويات الإنفاق وزيادة مردوديته الاقتصادية والاجتماعية - ج) زيادة واردات الخزينة وزيادة الفائض الأولي - د) خفض معدلات الفائدة بما يفيد ويعزز حركة الاقتصاد ويسهم في خفض كلفة خدمة الدين العام وخفض العجز.

ضمن تلك المعطيات، لجأت الحكومة اللبنانية إلى أشقاء لبنان وأصدقائه في المجتمع الدولي طالبة منهم الدعم وذلك من خلال الدعوة إلى تطبيق مبدأ المشاركة والمساعدة في إيجاد حل يمكن التعاون عليه لمعالجة مشكلة الدين العام وبما يحقق فكرة التعاضد (synergy) بحيث تردف جهود المجتمع الدولي ما ينبغي على لبنان القيام به من إصلاحات هيكلية وأساسية تؤدي إلى تعزيز أوضاعه الاقتصادية والمالية والانتاجية والتنافسية. وقد ذهب لبنان إلى مؤتمر باريس مسلحاً ببرنامج اقتصادي ومالي محدد، وبموقف متراص من قبل المسؤولين اللبنانيين. كذلك ذهب لبنان مدعماً بخطوات عملية قام بها وتعبّر عن مستوى أفضل من الجدية في معالجة المشاكل الاقتصادية والمالية التي يعاني منها. وقد تجلّى ذلك من خلال مبادرته إلى تنفيذ عدد من الإصلاحات الاقتصادية والمالية والتي كان من أهمها بدء العمل والنجاح في تطبيق الضريبة على القيمة المضافة.

## 2- الإجراءات المعتمدة في إدارة الدين العام منذ انعقاد مؤتمر باريس-2:

انسحبت النتائج الايجابية التي نجمت عن مؤتمر باريس-2 بشكل كبير على الأوضاع المالية والنقدية، حيث شهدت السوق المالية ارتياعاً واستقراراً انخفضت بنتيجته معدلات الفائدة بشكل كبير. ومن أهم التطورات التي نجمت عن انعقاد ونجاح هذا المؤتمر كان في ما خص اعادة هيكلة الدين العام ما يلي:

نجحت الحكومة اللبنانية ووزارة المالية ومنذ نهاية عام 2002 في تنفيذ الالتزامات المالية التي نجمت عن مؤتمر باريس-2 وحيث جرى تأمين مبالغ مجموعها 10.2 مليار دولار أميركي توزعت على الشكل التالي:

- 2.5 مليار دولار أميركي من دول وصناديق مشاركة في مؤتمر باريس-2.
- 4.1 مليار دولار أميركي تمويل من البنك المركزي اللبناني.
- 3.6 مليار دولار أميركي من المصارف اللبنانية.

لقد استعملت تلك الأموال لإعادة هيكلة حوالي ثلث مجموع الدين العام بحيث تم إطفاء ما مجموعه 1.8 مليار دولار أميركي من أصله، كما تمّ تسديد ما يعادل 2.7 مليار دولار أميركي، وتمت إعادة دفع أو إعادة تمويل مبالغ تعادل الـ 5.6 مليار دولار أميركي.

بناء على ما تقدم فإنه وعلى مدى الفترة الممتدة من كانون الأول 2002 وحتى شهر تشرين الثاني من عام 2003، لم تلجأ وزارة المالية إلى الأسواق المالية من أجل إصدار سندات جديدة بالليرة اللبنانية لتمويل العجز أو لدفع استحقاقات الدين نظراً لتوافر السيولة التي أمنتها التدفقات المالية المتأتية من مؤتمر باريس-2. وعقب استفاد ذلك عادت الخزينة لتتطرق أبواب الأسواق المالية في تشرين الثاني 2003، أي سنة بعد انعقاد مؤتمر باريس-2، وهي قد استحدثت مع هذه العودة، وسائل جديدة لإصدار سندات الخزينة بالليرة اللبنانية تتمثل بتطويل الأجل (إصدارات لمدة 3 سنوات) وكذلك بتغيير وتيرة الإصدار في الأسواق المحلية.

أما من ناحية الدين العام بالعملات الأجنبية فإن وزارة المالية لم تقم بأي إصدارات جديدة سوى ما كان من حصيلة مؤتمر باريس-2. وهي قد عمدت إلى دفع جميع المستحقات بالعملات الأجنبية بما فيها إصدارات اليوروبوند التي استحققت في نيسان وأيلول من العام 2003 وتلك التي استحققت في آذار 2004 وذلك بخطوة قصدت منها وزارة المالية التعبير عن قدرة الخزينة على تأدية ما عليها من مستحقات من دون اللجوء إلى إصدارات جديدة بالعملات الأجنبية تسبق عملية التسديد. عقب ذلك نجحت الوزارة في إصدار سندات يوروبوند جديدة في أيار 2004 بمبلغ مليار دولار وبمبلغ 225 مليون باليورو. وقد تم ذلك على الرغم من الاحتقان الذي ساد الأسواق المالية الدولية في تلك الفترة.

لقد نجحت الخزينة من خلال إصدار اليوروبوند الأخير، في تأمين معظم المبالغ التي سوف تستحق وتحتاجها الخزينة بالعملات الأجنبية حتى مطلع العام 2005.

من الجدير الإشارة هنا إلى أن وزارة المالية قامت وخلال السنوات العشر الماضية بما يزيد عن ثلاثين إصداراً دولياً والتي بلغ مجموعها ما يزيد عن 17.5 مليار دولار. لقد جاء هذا الإصدار الأخير منسجماً ومنسجماً مع ما قامت به الوزارة وعلى مدى السنوات العشر الماضية لجهة نجاحها في إتمام هذه الإصدارات على درجة عالية من الكفاءة والمهنية والشفافية والإفصاح والتكتم (Discretion) في أن معاً وبعيداً عن التسيس والتسريب. وقد مكّن ذلك الوزارة من أن تحوز على ثقة المؤسسات المالية المتخصصة التي تعاونت معها الوزارة المالية لإنجاز عمليات الإصدار وكذلك على ثقة مؤسسات التصنيف العالمية.

ونتيجة لذلك كله، فقد تراجعت معدلات الفائدة على سندات الخزينة بالليرة اللبنانية في السوق الأولية إلى مستويات تاريخية. وعلى سبيل المثال، انخفض معدل العائد (yield) على سندات الخزينة من فئة السنتين من 14.64% في تشرين الأول 2002 إلى 7.76% في نهاية أيار 2004 وهو ما بيّنه الجدول رقم أربعة.

في المحصلة، فقد انخفضت نسبة الدين العام الاجمالي المتحصل عليه من السوق (Total Market Debt) من 78% في نهاية العام 2002 إلى 59% في نهاية العام 2003 وذلك من أصل مجموع الدين العام. ذلك مما أسهم في إحداث تخفيض هام في مستوى مخاطر إعادة تمويل الدين العام اللبناني وبالتالي ادى إلى طمأننة المستثمرين لجهة قدرة الخزينة اللبنانية على تسديد استحقاقات سندات الخزينة في مواعيدها.

بالإضافة إلى ذلك فقد انخفض معدل الكلفة الإجمالية لخدمة الدين العام حتى شهر آذار 2004 بما نسبته 3.82% وذلك بالمقارنة بما كان عليه قبل مؤتمر باريس-2، حيث انخفض المعدل العام لكلفة خدمة الدين العام بالليرة اللبنانية بما يعادل 4.87% والمعدل العام لكلفة خدمة الدين العام بالعملات الأجنبية بنسبة 2.04% وهو ما بيّنه الجدول رقم تسعة أدناه.

**الجدول رقم تسعة**  
**تطور المعدلات العامة لكلفة خدمة الدين العام**

الدين بالعملات الأجنبية	الدين العام الداخلي	الدين العام الإجمالي	التاريخ	
9.21%	13.82%	11.97%	تشرين الثاني 2002	قبل مؤتمر باريس-2
7.39%	9.23%	8.36%	تشرين الثاني 2003	بعد مؤتمر باريس-2
7.17%	8.95%	8.15%	آذار 2004	
				التغير الحاصل
-1.82	- 4.59	- 3.61	تشرين الثاني 2002- لغاية تشرين الثاني 2003	التغير
-2.04	- 4.87	- 3.82	تشرين الثاني 2002- لغاية آذار 2004	التغير

المصدر: وزارة المالية

أما على صعيد معدل نمو المجموع الإجمالي للدين العام، فقد تباطأت نسب نموه من 10.8% في العام 2002 إلى 6.3% في العام 2003 ولقد تحقق ذلك بنتيجة الإجراءات المختلفة لخفض العجز وإعادة هيكلة الدين العام على أثر مؤتمر باريس-2 والزيادة المحققة والمتنامية في الفائض الأولي خلال العام 2003.



### 3- سبل وسائل المعالجة المعتمدة من قبل وزارة المالية في إدارة الدين العام منذ نهاية

#### العام 2003:

اعتمدت الوزارة خطة متأنية عند استئناف إصدارات سندات الخزينة في شهر تشرين الثاني 2003، ويمكن تلخيص أهم ما قامت به وزارة المالية من إجراءات على صعيد إدارة الدين العام بما يلي:

(1) تطويل آجال الدين بالليرات اللبنانية من خلال إطلاق سندات خزينة جديدة من فئة ثلاث سنوات، وهو ما أدى إلى إطالة بنية الدين العام (Yield Curve) بالليرة اللبنانية. ولقد كانت هذه هي المرة الأولى التي تطلق فيها الخزينة سندات بهذه الآجال في السوق المحلية.

(2) عمدت وزارة المالية، وبهدف تنشيط السوق الثانوية لسندات الخزينة بالليرة اللبنانية إلى خفض وتيرة طرح سندات الخزينة من أسبوعية لكل فئة سند إلى نصف شهرية وذلك بهدف إيجاد إصدارات معيارية (Benchmarks). ولقد تم ذلك من ضمن سياسة واضحة ومبرمجة لتحسين إدارة الدين العام، قصد منها ان تسهم في تحسين نسبة السيولة وفي تنشيط الاسواق المالية.

(3) لقد انعكست هذه الاجراءات إيجاباً على حركة السوق ومستويات التعامل فيه ولاسيما لجهة خفض الرصين والهادئ لمعدلات الفوائد على سندات الخزينة بالليرة اللبنانية وذلك بالمقارنة بما كانت عليه معدلات الفوائد قبل توقف الإصدارات في شهر شباط 2003. وعلى سبيل المثال، فقد انخفض معدل الفائدة على فئة 24 شهراً من 9.41% في كانون الثاني 2003 إلى 7.76% في أيار 2004 أي بانخفاض قدره 165 نقطة. (راجع الجدول رقم أربعة في هذا التقرير).

(4) على صعيد الدين العام الخارجي، فإن التطور الأبرز عبرت عنه خطة وزارة المالية الهادفة إلى إراحة الأسواق وتخفيض مخاطر إعادة التمويل في ظل ظروف سياسية متشنجة داخلياً وإقليمياً وحيث عمدت الوزارة إلى وضع برنامج مسبق لمجمل حاجات الخزينة المالية بالعملات الأجنبية لمجمل العام 2004 (Prefunding Strategy) بما يضمن قدرتها على التمويل وقد تقصدت وزارة المالية من ذلك ان ترسل إشارات إلى الأسواق تمكنها من تكوين انطباع جيد ويحقق اطمئناناً لديها بشأن قدرة المالية

العامّة والخزينة على الاحاطة بعوامل السوق والتأثير فيها إيجاباً. ومن أجل ذلك فقد بادرت في هذا الصدد إلى:

(أ) تسديد ما يعادل 555 مليون دولار أميركي خلال الأشهر الخمسة الأولى من العام 2004. وهذا المبلغ يمثل ما استحق من سندات الخزينة بالعملة الأجنبية (Eurobond) في شهر آذار 2004. يضاف إلى ذلك المبالغ المستحقة من أصل القروض والفوائد عليها وعلى سندات اليوروبوند بما يجعل المبالغ المدفوعة بالعملات الأجنبية خلال الأشهر الخمسة الأولى من العام 2004 أكثر من مليار دولار أميركي. وقد تمّ تسديد تلك المبالغ من فائض حسابات الخزينة وقبل إطلاق الإصدار السيادي الأخير في شهر أيار الماضي.

(ب) إصدار ما يعادل /1.270/ مليار دولار أميركي (مليار دولار و225 مليون يورو) في أيار 2004 وعلى الرغم من أن الأسواق المالية العالمية سادها اضطراب في تلك الآونة إلا أن الطلب كان كثيفاً على الإصدار نظراً لنسبة السيولة المتزايدة في السوق اللبنانية والهوامش المنخفضة على الإصدارات السيادية للخزينة. ولقد تمّ إصدار تلك السندات بهامش قدره 366 نقطة فقط على سندات الخزينة الأميركية.

تجدر الإشارة إلى أن وزارة المالية نجحت مؤخراً في تخفيض معدل الهامش على سنداتنا إلى هذا الحد بالمقارنة مع جميع الإصدارات التي قامت بها الخزينة خلال السنوات الماضية. وقد انعكست هذه الاستراتيجية في التمويل المسبق (Prefunding) ارتياحاً كبيراً في الأسواق وعززت احتياطي مصرف لبنان من العملات الأجنبية.

في هذا الشأن حرصت وزارة المالية على أن تكون قيمة هذا الإصدار كافية لتسديد معظم مستحقات الخزينة بالعملات الأجنبية المترتبة على الفترة الممتدة بين حزيران 2004 ومطلع العام 2005.

الجدير بالذكر هنا أن هناك تدفقات مالية سنوية بالعملات الأجنبية بما يزيد عن 500 مليون دولار أميركي تتحقق للخزينة ولمصرف لبنان من جراء تحويلات وزارة الاتصالات إلى الخزينة والتي تودعها في حسابها لدى مصرف لبنان وكذلك نتيجة تحويلات إدارة الريجي من العملات الأجنبية إلى الليرة اللبنانية من خلال البنك المركزي.

#### 4- تحديث إدارة الدين العام وتطوير الأسواق المالية:

أولت وزارة المالية موضوع تحديث ادارة الدين العام أهمية كبرى وذلك من خلال جهد مبرمج لتحديث عمل دائرة إدارة الدين العام\*.

وفي هذا السياق، وضعت وزارة المالية برنامجاً متكاملًا لتحسين إدارة السدين العام وذلك بالتعاون مع البنك الدولي وصندوق النقد الدولي وبالتنسيق الكامل مع مصرف لبنان. ويهدف هذا البرنامج إلى تطوير الاطار المؤسساتي لادارة السدين العام وتحسين كفاءات العاملين فيها لادارة المخاطر وكذلك تطوير سوق الدين العام في السوق المحلية. وفي هذا الصدد كثفت وزارة المالية جهودها؛ إذ قامت ومنذ حزيران 2003 وبالتعاون مع عدة بعثات دولية بصياغة مسودة تقرير تقييمي حول إدارة الدين العام في لبنان بعدما أجرت تلك البعثات مقابلات مع جميع الفرقاء المعنيين في هذا المجال وأهمهم من في دائرة الدين العام في وزارة المالية وعدة إدارات في مصرف لبنان ولجنة الرقابة على المصارف وجمعية المصارف وعدة مصارف تجارية وشركات تأمين واقترحت برنامجاً إصلاحياً يمتد تنفيذه على مدى ثلاث سنوات. ووزارة المالية مستمرة في سعيها إلى تطبيق هذا البرنامج بالتعاون مع مصرف لبنان.

وفي مجال آخر، ورغبة منها في تطوير الأسواق المالية الداخلية وتفعيلها، فقد قامت وزارة المالية بإدراج سندات الخزينة بالعملة الأجنبية في بورصة بيروت في مطلع عام 2004، ومن المقدر أن يسهم هذا العمل في خلق سوق ثانوية للسندات الحكومية بالعملة الأجنبية مما يساعد على تطوير السوق وتوسيع رقعة المستثمرين. كذلك يهدف هذا الإجراء أيضاً إلى خفض العبء على ميزانيات المصارف وتحرير محافظها من جزء من سندات الخزينة بالعملة الأجنبية بهدف تحفيزها وتمكينها من توظيف جزء هام من الموارد المتاحة لها في إقراض القطاع الخاص من جهة أولى وكذلك لتحقيق توزيع أفضل للمخاطر لديها من جهة ثانية بما يمكنها من الإعداد للالتزام التدريجي بالمعايير الدولية (Basel II).

\* (راجع الملحق رقم ثلاثة المرفق والذي يجري نشره مع فنلثة موازنة (تقرير وزير المالية ) عن العام 2004).

#### 4- تحديث إدارة الدين العام وتطوير الأسواق المالية:

أولت وزارة المالية موضوع تحديث إدارة الدين العام أهمية كبرى وذلك من خلال جهد مبرمج لتحديث عمل دائرة إدارة الدين العام\*.

وفي هذا السياق، وضعت وزارة المالية برنامجاً متكاملًا لتحسين إدارة الدين العام وذلك بالتعاون مع البنك الدولي وصندوق النقد الدولي وبالتنسيق الكامل مع مصرف لبنان. ويهدف هذا البرنامج إلى تطوير الإطار المؤسساتي لإدارة الدين العام وتحسين كفاءات العاملين فيها لإدارة المخاطر وكذلك تطوير سوق الدين العام في السوق المحلية. وفي هذا الصدد كثفت وزارة المالية جهودها؛ إذ قامت ومنذ حزيران 2003 وبالتعاون مع عدة بعثات دولية بصياغة مسودة تقرير تقبيمي حول إدارة الدين العام في لبنان بعدما أجرت تلك البعثات مقابلات مع جميع الفرقاء المعنيين في هذا المجال وأهمهم من في دائرة الدين العام في وزارة المالية وعدة إدارات في مصرف لبنان ولجنة الرقابة على المصارف وجمعية المصارف وعدة مصارف تجارية وشركات تأمين واقترحت برنامجاً إصلاحياً بمتد تنفيذه على مدى ثلاث سنوات. ووزارة المالية مستمرة في سعيها إلى تطبيق هذا البرنامج بالتعاون مع مصرف لبنان.

وفي مجال آخر، ورغبة منها في تطوير الأسواق المالية الداخلية وتفعيلها، فقد قامت وزارة المالية بإدراج سندات الخزينة بالعملة الأجنبية في بورصة بيروت في مطلع عام 2004، ومن المقدر أن يسهم هذا العمل في خلق سوق ثانوية للسندات الحكومية بالعملة الأجنبية مما يساعد على تطوير السوق وتوسيع رقعة المستثمرين. كذلك يهدف هذا الإجراء أيضاً إلى خفض العبء على ميزانيات المصارف وتحرير محافظتها من جزء من سندات الخزينة بالعملة الأجنبية بهدف تحفيزها وتمكينها من توظيف جزء هام من الموارد المتاحة لها في إقراض القطاع الخاص من جهة أولى وكذلك لتحقيق توزيع أفضل للمخاطر لديها من جهة ثانية بما يمكنها من الإعداد للالتزام التدريجي بالمعايير الدولية (Basel II).

\* (راجع الملحق رقم ثلاثة المرفق والذي يجري نشره مع فذلكة موازنة (تقرير وزير المالية) عن العام 2004).

## ثالثاً: عمليات الاستبدال وآليات التطبيق

اعتمد عدد من الدول على مدى السنوات الماضية وسائل متعددة لتحسين إدارة دينها العام ومنها وسائل الهندسة المالية التي ما هي الا ادوات رديفة للسياسات المعتمدة لديها في عملية ادارة الدين العام وهذه الوسائل تكون ناجحة ومفيدة بقدر ما تأتي ترجمة لسياسات محددة في إدارة الدين العام وتكون منسجمة ومتناغمة مع السياسات الاقتصادية والمالية والإجراءات التصحيحية البنوية المعتمدة بشكل جذري وحقيقي، والتي تدعم الهدف الأساس الكامن في تعزيز الاستقرار المالي والنقدي وبما يحقق خفضاً للعجز أو خفضاً للدين العام أو خفضاً لكلفة خدمته أو لتحقيق جميع هذه الأهداف وما يشابهها من أهداف أخرى.

وتأتي من ضمن هذه الوسائل عملية الاستبدال Exchange أو ما يسمى "Swap" السواب.

### 1- تعريف عملية الاستبدال:

إن عملية الاستبدال تعني تبديل دين قائم (سندات خزينة) يستحق في فترة زمنية معينة (عادة في المدى القريب أو المتوسط) بدين آخر (سندات خزينة جديدة) يستحق في فترة زمنية لاحقة. وتشكل عمليات الاستبدال هذه احدى التقنيات المالية المستعملة في ادارة المطلوبات والدين العام (Liability and debt management) كعمليات اعادة شراء الدين او عمليات اعادة تمويل السندات بأنواع صكوك او سندات اخرى. وتهدف هذه التقنية عادة إلى اعادة توزيع الاستحقاقات المالية على آجال جديدة او لزيادة السيولة في إصدارات معيارية، او في حالات معينة إلى تأجيل استحقاقات دين محدد. وهذه الحالة لا يجزها المراقبون لانعكاساتها السلبية على مستويات الثقة في قدرة بلد معين على تسديد ما يستحق من التزاماته بتاريخ استحقاقها وهذا الامر يجب التنبه له لما له من انعكاسات سلبية كبيرة.

### 2- ملاحظات أولية على عمليات الاستبدال:

أ- في ضوء التجارب الدولية يبدو واضحاً أنه من غير المجدي وغير الصحيح اعتبار عمليات الاستبدال هدفاً في حد ذاته في سياسة إدارة الدين بل هو وسيلة من وسائل تحقيق هدف معين ومن ضمن سياسة محددة. كما ان هذه العمليات لا تعتبر بأي حال من الأحوال بديلاً عن الإجراءات والإصلاحات البنوية لمعالجة مسألة الدين العام

وتخفيض كلفته أو معالجة مخاطر إعادة تمويله أو معالجة مسألة تخفيض أثره السلبي على الاقتصاد. لا بل وأكثر من ذلك فإن إجراء عمليات السواب بدون أن تتوافق تلك العمليات مع تنفيذ سياسات محددة أو إجراءات أخرى ملائمة ومواتية تتضافر فيها جملة من الجهود فإن منافعها أو إيجابيتها تبقى محدودة.

ب- وتبين عمليات الاستبدال الذي قامت به عدة دول أن نسب النجاح ( أي نسبة السندات التي تستبدل من محصلة العملية) فيها لم تتعد ما نسبته 25-35% من المبالغ التي كان من المزمع استبدالها نظراً لكونها عمليات طوعية وليست إلزامية.

فيما خص لبنان فإنه يمكن أن تكون نسبة الاستبدال، في حال القيام بها، أعلى من ذلك نظراً لأن جزءاً هاماً من سندات الخزينة بالعملة الأجنبية متركز لدى عدد غير كبير من المستثمرين. ولكنه وفي هذه الحالة أيضاً يبقى السعر هو العامل الأساس في رفع أو خفض هذه النسبة. فعندما يصر إلى رفع السعر تكون نسبة التلبية (الاستبدال) أعلى. ولكن وفي المقابل تكون الكلفة على خزينة الدولة أكثر. وإضافة إلى ذلك تكون الآثار السلبية التي يمكن أن تحملها معها هذه العملية لجهة المؤشرات والدلالات حول معدلات الفائدة المستقبلية أكبر.

ج- لاجتذاب نسبة أكبر من حاملي السندات الذين قد تغريهم عملية الاستبدال فإنه قد يتوجب وفي ظل الطريقة التي يجري التداول بها بعملية الاستبدال فإن ذلك قد يدفع الخزينة اللبنانية إلى رفع قيمة العلاوة وبالتالي رفع كلفة عملية الاستبدال لا بد من إغرائهم عن طريق رفع السعر. هذا مما سيؤدي في محصلة الأمر إلى كلفة أكبر وجزءاً أكبر تتحمله خزينة الدولة وبالتالي إلى فائدة أعلى وهو الأمر الذي يجب تجنبه عند التفكير بإجراء أي عملية استبدال.

د- لقد هدفت وزارة المالية عندما بادرت إلى دراسة هذا الإجراء واستطلاع عروض المؤسسات المالية الدولية المتخصصة إلى إعادة توزيع جزء من الاستحقاقات المالية بالعملة الأجنبية ولم تقصد أن تقوم به كإجراء دفاعي يقتصر على تأجيل استحقاقات الدين، وهو أمر قد يفسر من قبل الأسواق بعدم قدرة الخزينة على التقيد بتسديد التزاماتها.

لذلك فقد أرادت وزارة المالية أن تكون هذه الخطوة، عند القيام بها مع جملة الإجراءات المكتملة الأخرى، وسيلة لتحسين توزع استحقاقات محفظة الدين العام بالعملة الأجنبية وتحسين انسياب عمليات التمويل المستقبلية وذلك على مسار اختطته وزارة المالية بشأن اعتماد الإدارة الدينامية للدين العام (Active Debt Management) لأن من شأن ذلك تعزيز ثقة الأسواق والمستثمرين في السياسة المالية وليس إيجاد حالة من الترقب والحذر في الأسواق حول الوضع المالي.

### 3- الأهداف الواجب توخيها من عمليات الاستبدال:

لقد كانت وزارة المالية، أول من بدأ دراسة عمليات استبدال سندات خزينة لبنانية بالعملة الأجنبية وذلك، كما سنبين لاحقاً (راجع القسم اللاحق رقم-5) لذلك، واستناداً إلى تجارب عدد من الدول قامت بمثل هذه العمليات، فإن وزارة المالية ترى ان عملية الاستبدال يجب ان تؤمن تحقيق جملة من الأهداف الأساسية والتي تعتبرها وزارة المالية أساسية لا يجوز إغفالها لانجاح هذا النوع من العمليات المالية، والتي يمكن تلخيصها كما يلي:

أ- تحسين هيكلية الاستحقاقات وتوزيعها بطريقة متجانسة تتلاءم مع التدفقات المالية للخرينة ومع القدرة على إعادة تمويلها بشكل مريح: إن عملية الاستبدال يجب ان تهدف فقط إلى تأجيل الاستحقاقات بل ينبغي ان تهدف وبالدرجة الأولى إلى توزيع استحقاقات الدين على عدة سنوات بطريقة متجانسة (وليس الاكتفاء فقط بالعمل على تأجيل الاستحقاقات) لتقليل المخاطر السلبية لتمرکز الاستحقاقات في سنوات معينة وبطريقة تؤمن تسديدها بيسر وسهولة.

ب- تخفيض الكلفة: إن تنفيذ عملية الاستبدال يجب أن تتم بطريقة تؤمن للدولة اللبنانية إمكانية التوصل إلى بنية كلفة مؤاتية للدين الجديد لا تكون مرتفعة ولا ترسل رسائل ومؤشرات متناقضة إلى السوق ويكون لتلك المؤشرات دلالات تؤدي إلى رفع معدل الفائدة على السندات الأخرى تظهر من خلال عمليات إعادة التمويل المستقبلية وتؤدي بالتالي إلى إقبال كاهل الاقتصاد ككل بمعدلات فوائد عالية ترهقه وتحد من معدلات النمو فيه.

ج- تنفيذ عملية رضائية: إن إجراء عملية الاستبدال يجب أن يتم بطريقة إيجابية عبر تنفيذها بطريقة طوعية مع جميع حاملي السندات وبمعرفتهم الكاملة من خلال إعطاء المستثمرين من حملة السندات شروطاً عادلة و متناسبة مع القواعد المتبعة في الأسواق المالية.

د- تأمين الشفافية: بغية تأمين عملية استبدال ناجحة من وجهة نظر الأسواق المالية المحلية والدولية وأيضاً من قبل مؤسسات التصنيف العالمية. لذلك فإنه يجب الحرص على تنفيذ عملية الاستبدال بشفافية كاملة وبعتماد المعايير المتبعة في الأسواق المالية العالمية، بما يسمح بإعطاء فرصة عادلة وكافية لجميع حاملي السندات لأخذ العلم وللإشراك في هذه العملية. تجدر الإشارة إلى أنه وفي حال عدم الاحترام لهذه القواعد فإنه قد يفسرها البعض نكولاً **Act of default** وهو الأمر الخطير الذي ينبغي تجنبه.

هـ- تأمين استقرار أسعار الإصدارات الأخرى للخرينة اللبنانية: ويعني ذلك أنه عند تنفيذ عملية الاستبدال فإنها يجب أن تتم بشكل يحافظ على استقرار أسعار السندات الأخرى القائمة والتي هي خارج عملية الاستبدال. إن نجاح أو فشل عملية الاستبدال ينعكس على أسعار جميع سندات الخرينة بالعملة الأجنبية Eurobonds وعلى الوضع الائتماني للدولة المصدرة وعلى معدل الفوائد على الإصدارات القادمة وعلى معدل الفائدة في الاقتصاد ككل.

و- تحسين السيولة على بنية آجال السندات (yield curve): إن عملية استبدال السندات بإصدارات جديدة متوسطة الأمد يجب أن يتوخى أيضاً تحسين التداول بهذه السندات وزيادة إقبال المستثمرين المحليين والدوليين عليها.

ز- رفع مستوى المشاركة: نظراً للعدد الكبير من الإصدارات التي ستستحق في المدى القريب والمتوسط، فإنه يجب تصميم عملية استبدال ناجحة للتشجيع على مشاركة أكبر في عمليات التمويل المستقبلية بعد القيام بعملية الاستبدال.

#### 4- آلية تسعير عملية الاستبدال:

يتم تسعير عملية الاستبدال بناء على معايير عدة، وأهمها:

أ- الأسعار السائدة في السوق الثانوية لسندات الدين (Eurobond) موضوع عملية الاستبدال.

ب- كلفة الاقتراض للفترة الزمنية القادمة للسندات الجديدة المنوي إصدارها لتحل مكان السندات المستبدلة، بما في ذلك توقعات تطور أسعار الفائدة.

ج- نسبة السندات المنوي استبدالها من مجمل قيمة الإصدارات.



د- مبلغ ونسبة العلاوة الإضافية التي يشترطها حاملو السندات موضوع عملية الاستبدال.

هـ- آلية تنفيذ عملية الاستبدال.

يضاف إلى هذه المعايير اعتبارات أخرى أهمها نظرة الأسواق المالية وانطباعاتها حول انعكاس هذه العمليات عن التصنيف الائتماني للدولة وبرامجها الإصلاحية المستقبلية.

و- تجدر الإشارة إلى أنه من غير المجدي وليست هي الطريقة المعتمدة مهنيًا وفي هذه الحالات بالذات تحديد الأسعار والاكلاف أو إبرازها بطريقة أو بأخرى قبل إطلاق عملية الإصدار حتى لا يعتبر هذا العمل تأثيراً على السوق وبالتالي يضع الدولة في موقع تفاوضي ضعيف ويسمح لكبار المستثمرين بالتحكم في نتائج العملية لمصلحتهم.

انه ينبغي التذكير بأن عملية الاستبدال يجب أن تتم بشكل طوعي لا إلزامي حيث يفترض أن يقبل حاملو سندات الدين على استبدال السندات المحمولة من قبلهم بسندات جديدة تستحق بعد فترة زمنية أطول وذلك إذا ما وجدوا أن لهم مصلحة مادية في القيام بذلك. لذا وإن لم يكن الأمر كذلك فإنهم سيحجمون عن استبدال سنداتهم.

#### **5- أهم الخطوات التي قامت بها وزارة المالية في الإعداد لعملية الاستبدال:**

اندرجت فكرة الاستبدال لبعض إصدارات الدولة اللبنانية القائمة بالعملة الأجنبية (Eurobonds) كأحد الإجراءات الهادفة إلى وضع وتنفيذ سياسة ديناميكية لإدارة الدين العام. ولقد كانت وزارة المالية أول من بدأ وعمل على استطلاع حسنة ومنافع القيام بعملية الاستبدال مع المؤسسات المالية الدولية المتخصصة.

ولقد حرصت وزارة المالية على أن تدرس هذه العملية بعناية بحيث يأتي تنفيذ هذه العملية متلازماً ومتوافقاً مع إجراءات أخرى تهدف إلى تحسين هيكلية الدين العام والتخفيف من مخاطره ولا يكون مقتصرًا فقط على إجراء هذه العملية كإجراء دفاعي يهدف فقط لتأجيل استحقاقات بعض الإصدارات.

أ- لقد انطلقت وزارة المالية في هذا الصدد من إدراكها واستيعابها لتجارب دول أخرى، فيما خص الأخطار التي يمكن أن تنجم عن الانعكاس السلبي لدى المستثمرين والمحللين الماليين والاقتصاديين بما يؤدي إلى خلق انطباع بعدم قدرة الدولة على إعادة تمويل استحقاقات الدين. وكما ذكر

# الجمهورية اللبنانية

مكتب وزير الدولة لشؤون التنمية الإدارية  
مركز مشاريع ودراسات القطاع العام

أنفاً فإن فعالية إجراء كهذا لا تتحقق كاملة إلا إذا ترافقت مع الإصلاحات المالية والبنوية المرجوة والتي من شأنها أن تنعكس إيجاباً على بنية الفوائد وعلى كلفة الدين العام وعلى ثقة المستثمرين والأسواق المالية بالاقتصاد وبالمالية العامة.

ب- على مسار إجراء عملية الاستبدال قامت وزارة المالية منذ مطلع العام 2001 ببحث هذا الموضوع مع مصارف الاستثمار العالمية وعمدت إلى دراسته بتأن مع مؤسسات التصنيف الائتماني وجرى عرض جدوى ومنافع القيام بعملية استبدال سندات الخزينة بالعملات الأجنبية على الخبراء وأصحاب الاختصاص في هذا الشأن بالتلازم مع إجراءات مكاملة ومصاحبة. كذلك فقد تم التداول والتنسيق مع مصرف لبنان بهذا الموضوع وهو الذي كان على بينة من هذه الاقتراحات.

ج- تم التداول أيضاً بهذا الموضوع مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي منذ مطلع عام 2002. وتمّ التوافق على أن أي عملية استبدال للديون القائمة لا يُحسن أن تنفذ بغية تأجيل الاستحقاقات بل يجب تنفيذها من ضمن برنامج متكامل يهدف إلى تحسين هيكلية الدين العام وذلك بالتلازم مع جملة من الإصلاحات الهيكلية على الصعيدين الاقتصادي والمالي.

د- وبناعاً على ذلك فقد تم التحضير لهذه العملية من قبل وزارة المالية لبيتزامن تنفيذها مع إطلاق عمليات الخصخصة والتسديد واستكمال التدفقات المالية من دول مؤتمر باريس-2 ولقد انطلقت وزارة المالية في هذا الشأن استناداً إلى أهمية تضافر الإجراءات اللازمة لتأمين أفضل النتائج وبما يحدث صدمة إيجابية تساهم أيضاً في تحسين الوضعين المالي والنقدي وتنعكس إيجاباً على المناخ الاقتصادي العام. ولذا فقد بادرت وزارة المالية إلى البحث مع مصارف الاستثمار المتخصصة في عمليات الاستبدال. وهي دعت من أجل ذلك سبعة من أكبر المصارف العالمية التي سبق أن نفذت أكبر عمليات استبدال في الأسواق العالمية للمشاركة. وقدمت هذه المصارف عروضها لوزارة المالية بتاريخ تشرين الأول من العام 2003.

هـ - ان توقف التقدم على المسارات الأخرى في العمليات الإصلاحية المالية والاقتصادية ومن ضمنها توقف عمليات الخصخصة والتسديد وعدم الموافقة على تنفيذ تعهد مملكة البحرين في مؤتمر باريس-2 على شكل صكوك إسلامية جعل المفاعل الإيجابية لعملية الاستبدال تضمحل لعدم تزامنها مع أي إجراء اصلاحي آخر كما كانت تتوقعه الأسواق المالية والمستثمرون. لذلك فقد ارتأت وزارة المالية التريث في بت هذا الموضوع.

لقد تبين لوزارة المالية أنه وفي ظل الأجواء السائدة آنذاك وفي غياب الخطوات المساندة التي من شأنها أن تخلق مناخاً إيجابياً لتنفيذ عملية الاستبدال فإن هذه العملية سوف تكون محدودة الأثر بل ربما تنجم عنها آثار سلبية لجهة المؤشرات والدلالات التي قد تعطيها بشأن معدلات الفوائد على الإصدارات التي يمكن أن تقوم بها وزارة المالية في السوق المحلية على الليرات اللبنانية وفي سوق اليوروبند على الإصدارات بالعملة الأجنبية.

#### 6- توضيح بعض المسائل المكتملة:

يهم وزارة المالية أن توضح بعض المسائل المكتملة لتضع مجلس الوزراء بصورة مجمل التطورات الأخيرة والتي من شأنها أن توضح الأمور المتعلقة بالوضع الإجمالي المالي القائم حالياً. فقد طرأت عوامل جديدة خلال الأشهر القليلة الماضية تعكس التطورات الإيجابية التي يكون من الممكن الاستفادة منها في حال تضافرها مع جهودٍ كثيفةٍ أخرى لمتابعة عملية الإصلاح المالي والاقتصادي ومن تلك التطورات:

أ- التدفقات المالية الكبيرة الحاصلة لدى القطاع المصرفي بسبب الأوضاع المستجدة في المنطقة وفي العالم وذلك منذ مطلع هذا العام وما هو مرتقب خلال الفترة القادمة. ويجعل ذلك من عملية تسديد الواردات الجمركية ورسم الاستهلاك على المنتجات التبغية أيضاً جذابةً أيضاً ومرغوباً بها من قبل المصارف وهو ما يسهم في تخفيض الفائدة على اقترض الدولة اللبنانية في سوق اليوروبوند وانعكاس ذلك على الفائدة في السوق المحلية.

\* راجع الملحق رقم اثنان حول الآثار التي نجمت عن التوقف عن عمليات تسديد الإيرادات الجمركية ورسم الاستهلاك على المنتجات التبغية وعملية تنفيذ الصكوك الإسلامية.

ب- التحسن الجاري في المالية العامة حيث استطاعت وزارة المالية ان تحقق انخفاضاً كبيراً في مبلغ العجز ونسبه على مدى الأشهر الخمسة الماضية مما يحفز المستثمرين على النظر بإيجابية متزايدة الى عملية إطالة مدى استحقاق سندات الدين اللبناني وذلك عند طرح عملية الاستبدال في الوقت المناسب.

ج- النمو الحاصل في الاقتصاد مدفوعاً بحركة كثيفة للزيارة والإقامة في لبنان ومدفوعاً أيضاً بحركة نشطة على صعيد الاستيراد والتصدير والاستثمار.

هـ- تأمين معظم التمويل بالعملات الأجنبية للخرينة لهذا العام والاستقرار الذي تتمتع به الأسواق المالية والنقدية المحلية.

إزاء هذا التوجه الذي لدى وزارة المالية فقد ظهرت مقولة تنادي بضرورة الاستفادة من مناخ الانخفاض الحالي في معدلات الفائدة والتحسب لارتفاع الفائدة في الخارج.

بالفعل لقد كانت وزارة المالية مدركة خطر انعكاس عدم التجاوب أو التفسير السلبي لهذه العملية على مجمل محفظة سندات الخزينة بالعملات الأجنبية إذا جرى اعتمادها منفردة دون الإجراءات المكملة الأخرى والمنبثقة عن سياسة متكاملة وشمولية في مسألة معالجة مسألة الدين العام وتحسين مستويات إدارته وخفض كلفته وإطالة أماده. لذلك فقد ارتأت وزارة المالية انه من المستحسن تأجيل العملية لتوفير ظروف أفضل لإجاحها وتحقيق الأهداف التي رسمتها لها.

وبناءً على ذلك كله فقد جرى التحول من قبل وزارة المالية نحو التأكيد على الخطوات الأخرى التي يمكن للدولة اللبنانية أن تقوم بها بما يجعل القيام بعملية استبدال الديون في وقت لاحق عملية مجدبة وهي التأكيد على تحسين مستويات الأداء في المالية العامة بانتظار العودة إلى اعتماد الخيارات الإصلاحية وعمليات الخصخصة والتسديد واستكمال ما تبقى من تعهدات مؤتمر باريس-2.

إنه مما لا شك فيه أن التجارب العالمية الناجحة بشأن عمليات استبدال لديون الدول تكون دائماً من ضمن إجراءات شمولية على صعيد الإصلاحات الهيكلية مما يجعل هذه العملية مفيدة لجميع الأطراف بينما وبالمقابل فقد أدت عمليات الاستبدال التي عمدت بعض الدول للقيام بها كإجراءات منفردة إلى نتائج غير إيجابية وفي البعض منها كانت النتائج سلبية.

## رابعاً: الخلاصة

تركزت جهود وزارة المالية في السنوات القليلة الماضية ومن ضمن اهتماماتها العديدة في ما خص تحسين إدارة الدين العام على زيادة الفائض الأولي وتعزيزه بالموازاة مع تخفيض كلفة خدمته. وهي قد جهدت في العمل والتحرك على مسارين مهمين، الأول يكمن في زيادة الفائض الأولي في المالية العامة مع ما يقتضيه ذلك من جهود على صعيد تفعيل وتحسين جباية الواردات وضبط الإنفاق ضمن الحدود التي ترسمها القوانين النافذة ومن ضمنها قوانين الموازنة. وأما المسار الثاني فيتمحور حول خفض كلفة خدمة الدين العام من جهة عبر تحسين عمليات إدارة الدين العام وإطلاق ورشة تحديث إدارة الدين وتطوير أسواق سندات الدين من جهة أخرى.

نتيجة لتلك الجهود، فقد نجحت وزارة المالية في تحويل العجز الأولي الذي كان قائماً في عام 2000 من عجز أولي نسبته 6.78% من الناتج المحلي إلى فائض أولي قدره 3.45% في نهاية عام 2003. ومن المتوقع أن يفوق هذا الفائض نسبة 4.3% في العام 2004. ويُعتبر هذا التحسن والبالغه نسبته أكثر من 10% من الناتج المحلي من أهم عمليات التصحيح المالي في تاريخ لبنان وفي العالم ضمن هذه الفترة القصيرة من الزمن.

في موازاة ذلك فقد انخفضت الفوائد على سندات الخزينة بالليرة اللبنانية لمدة سنتين بأكثر من 40% كما تم إصدار سندات خزينة بالدولار الأميركي في أيار 2004 بمستوى فائدة يعتبر الأدنى منذ بدء عمليات إصدارات اليوروبوند.

ورغم هذا التحسن في الفائض الأولي وفي مستوى الفوائد، فقد بقيت معظم توصيات مؤتمر باريس-2 غير مكتملة أو مجمدة نظراً لغياب الجهود الجدية على صعيد السير بالعملية الإصلاحية اللازمة ومن ضمنها عمليات الخصخصة والتسديد وهما، العمليتان اللتان كان بإمكانهما الإسهام في خفض حجم الدين العام وخفض كلفة خدمته إلى جانب ما تسهمان به من تسريع الخطى وبشكل جدي على مسارات التصحيح الهيكلي في الاقتصاد الكلي والمالية العامة والإدارة العامة.

وبسبب إدراك وزارة المالية الكامل لتمرکز استحقاقات الدين الخارجي في عامي 2005 و2006 مع استمرار قناعتها بأن الإمكانية على معالجتها وإعادة تمويلها بشكل كفؤ ومريح قائمة في ظل أجواء ملائمة، فإنه وعلى الرغم من ذلك، كانت الوزارة أول من فكر في عملية استبدال الدين "Debt Exchange" وهي العملية التي تُعتبر إحدى وسائل الهندسة المالية وعملت على تنفيذها.

وإيماناً منها بأنه من الضروري العمل على اعتماد سلّة مكتملة من الإجراءات، فقد دعت وزارة المالية، وهي ساعية على المسارات المكتملة الأخرى، عدداً من مصارف الاستثمار في تشرين الأول من العام 2003 لتقديم عروضها لعملية الاستبدال.

ولكن، وسط أجواء طغت عليها توجهات التأجيل والمماطلة وأحياناً الرفض لمعالم وقواعد أساسية من برنامج الحكومة الاقتصادي والمالي، فقد اضطرت وزارة المال لتأجيل عملية استبدال الدين التي كانت في سياق التحضير له.

إن الهندسة المالية تعتبر عملية مهمة ولكن شرط أن تكون مندرجة في سياق مشروع متكامل لمعالجة مسألة المالية العامة. وإضافةً لذلك، فإنّ عمليات استبدال الديون تتطلب لنجاحها أن تتوافر لها الاجواء والظروف الملائمة لتعكس إيجاباً على ثقة المستثمرين بالإضافة إلى تأمين الحدود الدنيا من المعالجة المهنية والمسؤولة. ومن دون شك فإنّ عملية كهذه لا يصح أن تتم، ولا يمكن أن تؤدي إلى النتائج المرجوة إذا ما عولجت وسط أجواء متشنجة.

لذلك فإن وزارة المالية ترى انه ينبغي العودة وبشكل صارم إلى الالتزام بسياسة الإصلاح الهيكلي في الاقتصاد الكلي والمالية العامة والإدارة البنانية والتي تبقى مجتمعة في الحقيقة هي العامل الأساس في تحقيق الأهداف المرجوة وعندها، وعندها فقط يمكن القيام بعملية الاستبدال، بالتزامن مع الإجراءات المكتملة.

إضافة إلى ذلك، فإنه وزارة المالية لم تدخر جهداً وهي سوف تتأثر على متابعتها لمجمل العوامل المتعلقة بإدارة الدين العام من باب حرصها ومسؤوليتها على الحفاظ على الاستقرار المالي والاقتصادي والنقدي في البلاد.

الجمهورية اللبنانية

مكتب وزير الدولة لشؤون التنمية الإدارية  
مركز مشاريع ودراسات القطاع العام

لذلك وبالمحصلة، وخدمة للاقتصاد الوطني والمالية العامة وللمواطنين ومصالحهم يجب إبعاد هذه المسألة عن التجاذب السياسي لأنه لا مصلحة لأحد في ذلك. كما أنه لا بد، أيضاً من إرجاع الملف إلى حيث يجب أن يكون والعودة إلى بحثه في الأطر الصحيحة وإلى العودة إلى اعتماد الأساليب التي درجت وزارة المالية على اعتمادها في هذا السبيل. وكذلك إلى اختيار التوقيت الصحيح، عندما تتضافر العناصر الأخرى التي تجعل من عملية الاستبدال عملية ناجحة تنعكس إيجاباً على الأسواق المالية وتساهم في تحسين المناخ الاقتصادي العام وتسريح المالية العامة وتمكن وزارة المالية من إدارة ملف الدين العام بكفاءة وفعالية.

## الملحق رقم واحد

### النشرات والمعلومات الدورية التي توزعها وزارة المالية والتي تتضمن كامل المعلومات عن الدين العام

تقوم وزارة المالية اللبنانية بنشر المعلومات المالية والمختصة عن الدين العام وتتواصل مع المهتمين بالقضايا المالية بما فيها القضايا المتعلقة بالدين العام عن طريق موقع الانترنت للوزارة ([www.finance.gov.lb](http://www.finance.gov.lb)) وأيضاً عن طريق التقارير الشهرية والفصلية والسنوية التالية:

النشرات الدورية التي تنشر معلومات وافية حول الدين العام:

1. فدكات الموازنة أو تقرير وزير المالية السنوي (منذ 1997): إن هذا التقرير السنوي ينشر بمناسبة إعداد ومناقشة الموازنة العامة كل سنة، و هو يحتوي على ملخص للتطورات على الصعيد المالية والاقتصادية العامة، بما فيها التطورات في ما خص حالة الدين العام و خدمته.
2. التقارير الشهرية الإحصائية (منذ 2002)، بما فيها النشرتان التاليتان اللتان تبينان المؤشرات المالية و المختصة في الدين العام:  
a. Monthly Fiscal Performance  
b. Monthly Statistical Tables
3. التقارير الفصلية للمالية العامة (منذ 2002): يحضر هذا التقرير فصليا (كل ثلاثة أشهر)، و يحتوي على تحليل مفصل عن أهم التطورات على الصعيد المالية والاقتصادية العامة، بما فيها الإيرادات و النفقات و الدين العام و خدمة الدين العام و أيضاً تطورات أخرى اقتصادية و مالية.
4. التقارير السنوية للمالية العامة (منذ 2001): ينشر هذا التقرير سنويا، و يحتوي على قسم مخصص عن الدين العام وهو يتطرق أيضاً إلى التطورات المتعلقة بمؤتمر باريس-2.



5. تقرير الـ (Country Profile) (منذ 2001): يتضمن هذا التقرير السنوي الشامل عدة أجزاء تقدم فيها التطورات الاقتصادية، وتحتوي على ثمانية أجزاء مخصصة لموضوع الدين العام، كما يلي:

1. ملخص عن وضع الدين منذ 5 سنوات حتى السنة الحالية
2. الدين العام الداخلي
3. الدين العام الخارجي
4. الدين العام الخارجي مفصلاً حسب الدائن
5. الدين العام الخارجي مفصلاً حسب العملة المالية
6. جدول استحقاق و خدمة الدين العام الخارجي لمدة 5 سنوات
7. إصدار الدين في الدولار
8. DEBT RECORD

6. يجري نشر المعلومات المفصلة عن الدين العام (المفصلة في رقم 5 أعلاه) شهرياً في موقع الانترنت للوزارة.

7. تقارير باريس 2: هذه التقارير الدورية تفصل التطورات الاقتصادية والمالية بعد مرور أوقات محددة على انعقاد باريس 2. تحلل هذه التقارير وضعية الدين العام بالتفصيل.

8. النشرات الأخرى على موقع الانترنت ([www.finance.gov.lb](http://www.finance.gov.lb)):

1. نشرة شهرية مفصلة عن إصدارات سندات الخزينة
2. نشرة مفصلة عن إصدارات اليوروبند (Eurobonds)

## ملحق رقم إثنان

بشأن ما جرى في موضوع التسنيد للإيرادات الجمركية ورسم

الاستهلاك على المنتجات التبغية

والصكوك الإسلامية

موضوع إسهام دولة البحرين في عمليات باريس-2 والإصلاحات

المالية والاقتصادية

ترافق سعي وزارة المالية بشأن استطلاع مجالات القيام بعملية الاستبدال مع قيامها بالدفع باتجاه تطبيق عدد من الإجراءات الإصلاحية المالية التي لُحظت في برنامج الحكومة الذي قدمته إلى المؤتمرين في باريس-2، بما يسهم في جعل الاستبدال عملية مفيدة. وفي هذا الشأن عملت الوزارة على تنفيذ ما يلي:

### أ- عمليات التسنيد:

عمدت وزارة المالية على مدى فترة تتعدى السنة إلى الاستقصاء والعمل على تطوير آلية عمليات التسنيد التي أقرها القانون من أجل تسنيد الإيرادات الجمركية ورسم الاستهلاك على المنتجات التبغية. وقد استعانت الوزارة بشتى الخبراء الماليين والقانونيين من أجل إتمام هذه العملية وتم التوصل إلى الاتفاق الذي يعمل به في مثل هذه الحالات والذي ينسجم مع القانون الصادر في هذا الخصوص. وبناء على ذلك عمد وزير المالية إلى عرض هذه العملية بجوانبها وتفاصيلها كاملة على مجلس الوزراء، فكانت النتيجة اجتماعاً وراء آخر ولجنة تلو أخرى. وفي محصلة الأمر تم رفض العرض الذي كان يمكن أن يؤمن للبنان مبالغ تتراوح ما بين 600 إلى 800 مليون دولار لفترات قد تصل في المعدل إلى حوالي الست سنوات وبكلفة تقل عما يقترض به لبنان في الوقت الحاضر وذلك بما يسهم في تخفيض إضافي في معدلات الفائدة على الدين العام اللبناني.

## ب- إسهام دولة البحرين في التزامات باريس-2:

على مسار استكمال ما تبقى من المبالغ التي تعهد بها المشاركون في مؤتمر باريس-2 ومنها المبلغ الذي تعهدت بتقديمه دولة البحرين عبر مؤسساتها المصرفية وذلك على شكل صكوك إسلامية بمبلغ منتهي مليون دولار. وقد وفّقت دولة البحرين بتعهداتها وعمدت إلى إقناع مؤسساتها المالية بتقديم هذا المبلغ على مدى خمس سنوات بمعدل مردود لا يتعدى 5.25% وهي أقل نسبة اقترض على أساسها لبنان من السوق الدولية. وقد تم ذلك بعد مفاوضات مضمّنية ومشاركة ساهم فيها إلى جانب وزير المالية اللبناني وزير المالية البحريني وهي العملية التي اضطرت الأخير إلى أن يأتي إلى لبنان مع مجموعة المصارف المشاركة. ولقد أتاحت له تلك الزيارة فرصة الاجتماع مع فخامة الرئيس ودولة رئيس مجلس الوزراء وشرح أبعاد آلية هذه العملية والمنافع التي يمكن أن تؤوّل إلى لبنان بنتيجتها.

هذا الأمر عرض على مجلس الوزراء، ولكن وبعد شرح مطوّل كان القرار برفض الفكرة. وتأسيساً على ذلك جرى الطلب إلى وزير المالية اللبناني بأن يطلب من وزير المالية البحريني أن يتبادر دولة البحرين إلى تدبير المال بنفسها وأن تعتمد بعد ذلك إلى إقراضه إلى لبنان.

لقد جاء ذلك الطلب مخالفاً تماماً لما تم الاتفاق عليه في مؤتمر باريس-2 ولما تعهد به وزير المالية البحريني ورئيس الوزراء البحريني ولما أوعز به ملك البحرين في هذا الصدد.

بناءً على ذلك فقد اضطّر وزير المالية اللبناني وبناءً على طلب مجلس الوزراء أن يكتب وزير المالية البحريني بما استقر عليه رأي مجلس الوزراء اللبناني فكان من نتيجة ذلك أن اعتبر وزير المالية وباسم دولة البحرين ان هذا الموقف يشكل عودةً عن كل ما جرى بحثه والتداول بشأنه، وبالتالي انقطعت أخباره واتصالاته عنا منذ ذلك الحين وذلك بمثابة احتجاج لبق ومهذب على موقف لبنان. وبذلك خسر لبنان فرصة تمويل متوسطة الأجل ومنخفضة الكلفة والتي كان من الممكن أن تتيح للبنان فرصة استعمال مصدر جديد من مصادر التمويل المنخفض الكلفة والمتوسط والطويل الأمد بما يدعم سياسته في تحسين إدارة الدين العام وخفض كلفته.

ج- سعت وزارة المالية إلى الدفع باتجاه القيام بشتى الإصلاحات الداخلية التي كان يقصد منها أيضاً أن تسهم مع شتى الخطوات التمويلية التي حصل عليها لبنان والتي كنا قد أسلفنا ذكرها آنفاً من أجل ضبط الإنفاق وزيادة الواردات بما يؤمن خفضاً مستمراً لمبالغ العجز ونسبه، وزيادة في الفائض الأولي بما يضع مزيداً من الضغوط على معدلات الفائدة التي يسهم انخفاضها ليس فقط في تخفيف العبء عن الموازنة وخدمة الدين العام بل ويسهم أيضاً في تعزيز معدلات النمو في الاقتصاد. لكن تلك الجهود لم تسفر معظمها عن تحرك جدي يؤدي إلى النتيجة المتوخاة في هذا الخصوص.

## ملحق رقم ثلاثة

### إصلاح وتطوير إدارة الدين العام

بالنظر إلى ارتفاع حجم الدين العام في لبنان وتساعد كلفته خدمته فقد أولت الحكومة اللبنانية وتحديداً وزارة المالية هذا الموضوع أهمية كبرى وذلك من خلال جهد مبرمج لتحديث عمل الوحدة المكلفة إدارة الدين العام. وفي هذا السياق، تعمل وزارة المالية على وضع برنامج متكامل لإدارة الدين العام وذلك بالتعاون مع البنك الدولي وصندوق النقد الدولي بشأن تطوير الإدارة المركزية الحكومية للدين وتطوير سوق الدين في السوق المحلي.

وفي هذا الصدد فقد عملت وزارة المالية ومنذ حزيران من العام 2003 مع عدة بعثات دولية قامت بصياغة مسودة تقرير تقييمي حول إدارة الدين العام في لبنان واقترحت برنامجاً إصلاحياً يمتد تنفيذه على مدى ثلاث سنوات. ويتضمن التقرير التقييمي لإدارة الدين العام النواحي الأساسية الأربع التالية:

- (1) تعزيز مستويات الحكمة والإدارة الرشيدة للدين العام.
- (2) تطوير استراتيجية الدين وتحسين إدارة المخاطر.
- (3) التنسيق ما بين السياستين المالية والنقدية/ وبما في ذلك أيضاً تحسين عملية إدارة السيولة.
- (4) تعزيز الطاقة الإدارية الاستيعابية وإدارة العمليات الداخلية فيما خص إدارة الدين العام.

#### (1) الأهداف العامة:

وضعت وزارة المالية مجموعة محددة من الأهداف تتعلق بتحسين مستوى إدارة الدين العام والتي تم تفصيلها في تقارير متعددة، ولاسيما في التقرير الذي قدمته الحكومة اللبنانية حول السياستين الاقتصادية والمالية والذي قُتِم إلى الدول والصناديق التي شاركت في مؤتمر باريس-2. وفي هذا السياق فإنه أصبح من الضروري تصميم برنامج تطوري تكون فيه أهداف الحكومة حيال إدارة الدين العام مبيّنة بوضوح. وفي هذا السياق يمكن تلخيص المبادئ الأساسية للأهداف التي اعتمدها وزارة المالية في مجال إدارة الدين العام بما يلي:

- 1) خفض كلفة خدمة الدين العام وتأمين حاجات الحكومة التمويلية ببسر ودون أن يسودي ذلك إلى عرقلة عمل الأسواق المالية اللبنانية.
- 2) خفض مخاطر تمركز الدين العام والعمل على تطويل آماذ استحقاقه وتخفيض معدلات الفائدة وتقليص مخاطر إعادة التمويل.
- 3) تعزيز أصول وسبل التعاون مع المشرفين على السياسة النقدية بحيث يتم تحديد أهداف كل من السياستين المالية والنقدية مؤسسة بوضوح والعمل على تحقيقهما والتنسيق فيما بينهما.

## 2) خطة العمل:

### • استحداث استراتيجية رسمية لإدارة الدين:

سعت الحكومة خلال العام 2002 وذلك في إطار التزامها بالعمل على تخفيض حجم الدين العام إلى التوصل إلى أن أقرّ مجلس النواب القانون 476 الذي يرمي إلى الإجازة للحكومة بالاقتراض بفوائد أقل لاستبدال ديون قائمة بديون أقل كلفة وذلك في إطار إعادة هيكلة الدين العام وتخفيض كلفته. كذاك أقرّ مجلس النواب القانون 430 الذي يهدف إلى إنشاء حساب خاص يسمّى "حساب إدارة وخدمة وتخفيض الدين العام" لإدارة الدين العام وحسابات أخرى لعمليات التسديد. وانطلاقاً من هذه الدينامية، فقد سعت الوزارة إلى تحقيق الأهداف المتوسطة والبعيدة المدى التي اعتمدها الوزارة من خلال ما تمّ إقراره من قوانين محددة تتناول مسائل مثل تقليص المخاطر ووضع سقف على حجم الاستدانة.

### 3) تطوير السوق المحلي لسندات الدين العام:

يتساقط تطوير السوق المالية مع الهدف العام لإدارة الدين العام وذلك بناء على الدور المركزي الذي يلعبه القطاع المالي المحلي في تمويل احتياجات الحكومة. وفي هذا الصدد تقترح الوزارة استراتيجية للإصلاح تشمل على تغييرات وتعديلات في نواح ست:

- تعديل الدور الوظيفي للأسواق الأولية وأسلوب عملها وكذلك تعديل استراتيجية الحكومة في إصدار السندات الحكومية بما يخدم الهدف العام في تقليص مخاطر عملية إعادة التمويل وتخفيض معدلات الفائدة.
- إعادة تصميم هندسة سوق سندات الخزينة اللبنانية (بنية السوق، البنية التحتية،...).

- تأسيس آليات مساعدة لتشجيع إنشاء سوق ثانوي للأوراق المالية الحكومية يتمتع بالسيولة والعمق والاتساع.
- تشجيع المؤسسات المالية المشاركة في السوق والأكثر نشاطاً ودينامية (Market Makers) لتوسيع دورهم بما يزيد من حجم السوق ودرجة اتساعها وسيولتها وتنوعها وعمقها.
- تعديل استراتيجية إدارة الدين العام ووسائل تطبيقها على سوق السندات الحكومية اللبنانية.
- توسعة قاعدة حاملي سندات الخزينة والأوراق المالية الحكومية الأخرى بما يحفز المشاركين في السوق لأن يكونوا أكثر نشاطاً وتنافسيةً.

ولهذا الغرض تتطلق وزارة المالية من قاعدة مركزية بوجوب ارتكاز عملية التغيير على جهد مشترك يتضمن: التعاون والتنسيق المستمر بين وزارة المالية لكونها المرجع الأساسي من عملية إدارة الدين، ومصرف لبنان المولج تنفيذ جزء من عمليات الإئذنة.

#### (4) تعديل هندسة السوق:

- إن العمل في هذا السبيل يتطلب إنشاء سوق فعالة للدين العام من خلال عدة تعديلات في هندسة السوق، أهمها:
  - تطوير السوق الأولي لسندات الخزينة (streamlining) وتعديل استراتيجية الإصدار: مراجعة آليات المناقصات وتقنيات البيع.
  - تخفيض وتيرة الإصدارات لسندات الخزينة الطويلة الأمد لتشجيع الإصدارات المعيارية (benchmark issues) وتأسيس لإصدارات واسعة (fungibles).
  - مما سينعكس إيجاباً على سيولة الأسواق الثانوية.
  - تحسين كفاءة أداء السوق الثانوية وأسلوب عملها وفعاليتها.
  - تأسيس إطار تنظيمي متطور ومرن، وفق الأنظمة التي تحددها القوانين اللبنانية.

#### (5) المنجزات التي تحققت حتى الآن:

على الرغم من أن مستوى الدين العام ما يزال مرتفعاً، فإن تحسناً كبيراً قد طرأ على هيكلية الدين العام ومخاطره بنتيجة التسهيلات والتحويلات الإيجابية التي تأسست عن مؤتمر باريس-2 والتحسن العام الحاصل في أوضاع السوق (يراجع البند رابعاً من الفصل الأول في هذا التقرير لوزير المالية).

### أ) إعادة هيكلة الدين:

1. لقد تم تأمين ما مجموعه 10.1 مليار دولار من الموارد المالية نتيجة لمؤتمر باريس-2 (2.4 مليار دولار من دول وصناديق مشاركة في باريس-2 و 7.7 مليار دولار من البنك المركزي اللبني والمصارف التجارية). وقد تم استعمال تلك الأموال لإعادة هيكلة حوالي ثلث مجموع الدين العام بحيث تم إطفاء ما مجموعه 1.8 مليار من أصله، كما تم تسديد ما يعادل 2.7 مليار دولار، وتمت إعادة دفع أو إعادة تمويل الـ 5.6 مليار دولار الباقية.
2. انخفضت نسبة الدين العام المتحصل عليه من السوق (Market Debt) من 80% في نهاية العام 2002 إلى 59% في نهاية العام 2003 (أي ما يعادل من 141% من الناتج العام المحلي في نهاية العام 2002 إلى 100% من الناتج العام المحلي في نهاية العام 2003).
3. انخفض متوسط كلفة الدين العام القائم بحوالي 360 نقطة خلال العام 2003.
4. تم تحقيق تخفيض جذري في متوسط كلفة الدين العام الجديد المتعاقد عليه حيث وصل إلى حدود 3.6%.
5. انخفضت معدلات الفائدة في السوق الرئيسية إلى مستويات تاريخية. وعلى سبيل المثال، انخفض معدل العائد أو المرودود (yield) على سندات الخزينة من فئة السنتين من 14.64% في أكتوبر 2002 إلى 7.78% في نهاية مارس 2004.

### ب) تخفيض معدل نمو الدين العام:

تباطأت نسبة نمو الدين العام من 10.8% في العام 2002 إلى 6.3% في العام 2003 نتيجة الإجراءات المختلفة لخفض الدين وإعادة الهيكلة على أثر مؤتمر باريس-2 والفائض الأولي المحقق خلال العام 2003.



### **(ج) لعب دور مؤثر (proactive) في السوق:**

- 1) تم إطالة بنية الإستحقاقات (yield curve) لليرة اللبنانية مع البدء بالعمل بسندات الخزينة من فئة ثلاث سنوات في تشرين الثاني 2003.
- 2) انخفضت وتيرة طرح سندات الخزينة بحيث أنه، على الرغم من إصدار سندات خزينة كل أسبوع، إلا أنه لم يعد يصار إلى طرح سندات خزينة من كل الأماد في ذات الأسبوع فبات يتم إصدار سندات خزينة قصيرة المدى (3 و 6 أشهر) في أسبوع معين يليه إصدارات بأجال أطول (12، 24، 36 شهراً) في الأسبوع الذي يليه وهكذا دواليك.

### **(د) تعزيز التقارير الخارجية والإفصاح والشفافية حول تطورات الدين العام:**

لقد قامت وزارة المالية بتعزيز جهودها لإصدار التقارير الخارجية بشكل واسع في السنتين الأخيرتين، حيث يتم نشر المعلومات في حينها وبصورة منتظمة في تقارير شهرية وفصلية وسنوية تتوفر مطبوعة كما يتم نشرها على موقع الوزارة الإلكتروني.

### **(هـ) تعزيز الطاقة الاستيعابية capacity building:**

لقد تمت تعزيز كفاءة وإمكانات الوظائف المساندة في وزارة المالية لكي تؤدي الدعم المعلوماتي المطلوب في الوزارة وللوحدة المسؤولة عن إدارة الدين العام. فقد باتت تتوافر لدى إدارة الدين العام معلومات في الوقت المناسب (timely) حول إصدارات الدين بما في ذلك الدين المحلي، وعلى هيكلية الاستحقاقات لمحفظة الدين العام كافة (الأجنبية والمحلية). كما أنها تصدر الآن تقريراً يومياً حول حركة ورصيد حساب الخزينة وجدولاً أسبوعياً يبين برنامج إعادة دفع الفوائد وأصول الدين التي تستحق في تلك الفترة.

كما قامت وزارة المالية بتطوير نظام لإدارة المخاطر، مما يتيح للمستعمل أن يقوم بإجراء تحليل درجات التأثير sensitivity analysis بناء على مجموعة من الافتراضات الماكرو-اقتصادية. والمرتبطة بإطار مالي. وإذا تم ربط الاثنين، يمكن استعمال هذا النموذج لاستقراء الحاجات التمويلية وبرنامج الاستحقاقات (amortization) أصل الدين والفوائد وكذلك تطور ومستوى الدين المستقبلي (debt level going forward).

## 6) التطوير نحو المستقبل:

### أ) سياسة المؤسسة وإدارة الدين:

- 1) يجري رفع مستوى وحدة إدارة الدين وإعطائها مسؤوليات ومهام واضحة. حيث تقوم وزارة المالية حالياً بتأسيس البنية التحتية المؤسساتية اللازمة لتحقيق إدارة فعالة للدين العام، ولكنها لا تزال بحاجة إلى مزيد من المؤسسة (institutionalizing) وخلق أدوار ومسؤوليات جديدة (middle and front offices functions).
- 2) تأمين القابلية للتنبؤ (predictability) في تصميم وتوقيت وحجم برنامج الدين: نشر وتعميم (publicizing) سلة الآليات ومروحة آجال الاستحقاق، وجعل روزنامة الإصدارات نظامية (regularizing) بملاءمتها مع ما تقتضيه الحاجة، والإعلان المسبق عن حجم الإصدارات.

### ب) التغييرات في سوق الدين المحلي:

- 1) خلق إصدارات المعيارية benchmark.
- 2) تكيف استراتيجية إدارة الدين وتطبيقها في سوق سندات الخزينة اللبنانية، أي ما يسمى استراتيجية ناشطة لإدارة الدين (Active Debt Management).

### ج) التغييرات في سوق الدين الأجنبي:

- 1) التأكيد على أهمية الاستعمال الأفضل للموارد المالية المتاحة عبر القروض الميسرة الناتجة عن الاستدانة الرسمية الثنائية والمتعددة.
- 2) القيام بإدارة ناشطة للدين والطلبات (Liability Management)
- 3) استطلاع مجالات الاستعانة بمصادر تمويل وأسواق جديدة (مثل التمويل الإسلامي) بهدف توسعة قاعدة المستثمرين.
- 4) إطالة آمد استحقاق الدين الخارجي من خلال إصدار أوراق مالية أطول أجلاً، وخاصة على صعيد إصدارات اليوروبوند.

## ملحق رقم أربعة

### ما حقيقة مقولة الارتفاع المرتقب في أسعار الفائدة العالمية وضرورة القيام بهذه العملية الآن تحسباً لارتفاعها؟

لقد صدرت جملة كبيرة من التعليقات والآراء حول موضوع أن الوقت مناسب الآن لإجراء عملية الاستبدال وذلك قبل ارتفاع معدلات الفائدة. إنه ومما لا شك فيه أن السوق اللبنانية تتأثر بمعدلات الفائدة المعمول بها أو السائدة في العالم، ولكن علينا أن ندرك بوضوح أن هذه المعلومات أو التقديرات حول الارتفاع المرتقب في معدلات الفوائد في الأسواق الدولية ليست حكراً على الدولة اللبنانية وهي ليست سرّاً من الأسرار لا يعلمه أحد سوى من هم في الدولة اللبنانية. بل إن هذه معلومات يجري التداول بها في السوق ويعمل العاملون في الأسواق المالية على أساسها. نتيجة لذلك لا يستطيع أحد أن يسبق الآخر أو يتذكى على الآخرين\*.

وعلى كل حال فسعر الفائدة في السوق الدولية هو في المحصلة أحد المؤثرات التي تتأثر بها الفائدة المعمول بها في لبنان وتتأثر بها الفائدة على أوراق السندات اللبنانية ولكن

\* راجع مقال الدكتور يوسف شبل- أستاذ الاقتصاد في الجامعة الأميركية في بيروت في جريدة البلد صباح الأحد في 2004/6/13.

ونورد مما جاء في مقال الدكتور يوسف شبل المقطع التالي:

"ولا حاجة للقول أن الرأي الذي يقول بأن الوقت مناسب الآن لمثل هذه العمليات لأن أسعار الفائدة مازالت منخفضة في حين أنها مرشحة للارتفاع العام المقبل والذي يليه، لا قيمة علمية له لأن التوقعات المستقبلية للفائدة (Future Expected Interests) تنعكس تلقائياً على سعر الفائدة الحالي ولذلك فإن المصارف ستطالب بفوائد أعلى من الفائدة حالياً".

قد يكون من المفيد أيضاً في هذا الصدد الاستشهاد بالمقال الذي ظهر في مجلة "The Economist" الذائعة الصيت والتأثير في الأمور الاقتصادية في مقال نشرته في عددها الصادر بتاريخ 12 - 18 حزيران 2004 تحت عنوان :

"Economist focus : The crude art of policymaking"

" As Alan Greenspan, the chairman of America's Federal reserve, acknowledged this week, the answer is not clear-cut. The dilemma is that higher oil prices not only push up inflation (thereby calling for a rise in interest rates), but also dampen growth (requiring rates to be lower than otherwise)."

يجب أن لا ننسى أن هذا الأمر ليس محسوماً الآن فهناك وجهات نظر مختلفة حول احتمال ومدى ارتفاع هذه الفوائد ومتى يمكن أن يحصل ذلك نتيجةً لارتباطه بعوامل اقتصادية وسياسية في اسواق الدول الصناعية.

ومن جانب آخر يبقى العامل الأهم في هذا الصدد ليس أسعار الفوائد العالمية بقدر ما هو الهامش الذي يقترض لبنان على أساسه وهو هامش واسع نجحت وزارة المالية خلال الإصدار الأخير في خفضه. وهي تعتقد جازمة أنه إذا تضافرت جميع العوامل التي بإمكاننا أن نحزمها سويةً في حزمة واحدة ومن خلال موقف موحد على صعيد جميع المسؤولين اللبنانيين من أن نخفض هذا الهامش وبالتالي تصبح عملية الارتفاع المرتقبة بمعدل نصف بالمئة على الفوائد العالمية حتى نهاية العام إذا حصلت قابلةً للتعويض وأكثر من خلال التخفيض في الهامش اللبناني على معدلات الفائدة في لبنان على العملات الأجنبية وذلك نتيجة تضافر جميع الجهود التي سبق وأسلمنا الحديث عنها.

الجمهورية اللبنانية  
مكتب وزير الدولة لشؤون التنمية الإدارية  
مركز مشاريع ودراسات القطاع العام

ملحق رقم خمسة

جدول استحقاقات سندات الخزينة بالعملة الاجنبية (يوروبوند) خلال النصف الثاني من  
العام 2004 وخلال العامين 2005 و 2006

Eurobonds Maturing between June 2004 and end-2006

Issue date mm/dd/yy	Mat. Date mm/dd/yy	Cur	Issue Amount	Outstanding Amount (USD)	Coupon rate
12/14/00	12/14/04	USD	850,000,000	844,000,000	9.500%
03/05/02	03/05/05	USD	1,000,000,000	900,000,000	10.250%
06/30/00	06/30/05	USD	850,000,000	847,000,000	9.375%
09/21/98	09/21/05	USD	450,000,000	416,995,000	8.750%
04/23/01	04/24/06	USD	1,150,000,000	1,110,000,000	9.875%
05/15/02	05/15/06	USD	350,000,000	348,558,000	10.500%
06/27/02	06/27/06	USD	500,000,000	104,700,000	10.500%
08/02/02	08/02/06	USD	750,000,000	640,573,000	10.500%
10/06/99	10/06/06	Euro	300,000,000	316,320,000	8.875%
<b>Annual Summary</b>					
2004				844,000,000	
2005				2,163,995,000	
2006				2,520,151,000	
<b>Total</b>				<b>5,528,146,000</b>	

Source: Ministry of Finance  
USD/Euro rate assumed = 1.20

الجمهورية اللبنانية  
مكتب وزير الدولة لشؤون التنمية الإدارية  
مركز مشاريع ودراسات القطاع العام