



التصنيف الائتماني لحجم الديون السيادية والعوامل المؤثرة فيها (دراسة تحليلية لدرجة التصنيف

الائتماني للعراق حسب معايير وكالة Standard & Poor)

م. د. حيدر جواد كاظم المرشدي

جامعة الكوفة / قسم العلوم المالية والمصرفية

المستخلص

تعد عملية التصنيف الائتماني واحدة من اهم المؤشرات المخاطرة الائتمانية لما لها دور كبير في التأثير على الديون بشكل عام والسيادية منها على وجه الخصوص وذلك لان نتائج التصنيف توضح قدرة طالبي الديون على الوفاء بالتزاماتهم المالية في الوقت المحدد ، ولذلك جاء هذا البحث للوقوف على ماهية الديون السيادية والتعرف على اهم العوامل المؤثرة على التصنيف الائتماني فضلا عن تحليل التصنيف الائتماني للعراق الذي حصل على التصنيف الائتماني للديون السيادية لأول مرة عام 2015 اذ حصل على درجة (B -) وحافظ على نفس الدرجة عام 2016 على وفق وكالة (S&P) للتصنيف الائتماني وهذا ما ولد عدة تساؤلات حول مدى دقة وموضوعية هذه الدرجة وهنا تبرز مشكلة البحث . وجاء البحث بمجموعة من الاستنتاجات اهمها هو دقة درجة التصنيف التي حصل عليها العراق من قبل وكالة التصنيف وكذلك من المتوقع ان ترتفع درجة التصنيف الائتماني للعراق في عام (2017) الى (-) BB اذ من المتوقع ان يتحسن الملف السياسي للعراق حسب تقارير المنظمات المختصة.

Abstract

The credit rating process is one of the most important indicators of credit risk because it has a major role in affecting the debt in general and sovereign in particular, because the results of the classification shows the ability of the source of debt to meet its financial obligations on time, so this research to find out what the sovereign debt And to identify the most important factors affecting the credit rating as well as the analysis of the credit rating of Iraq, which received the credit rating of sovereign debt for the first time in 2015, where he got a degree (- B) and maintained the same degree in 2016, according to the agency (S & P) credit rating and this is what was born The research came in a series of conclusions, the most important of which is the accuracy of the classification rating obtained by Iraq by the rating agency, as well as expected to increase the credit rating of Iraq in (2017) to (-) As is expected to improve the political file of Iraq, according to reports of the competent organizations.

Some organizations actively

المقدمة

تقوم المؤسسات الدولية والدول في منح القروض كونه جزء من الأنشطة التي تمارسها ولاسيما في ظل التحديات المفروضة عليها وبيئة المنافسة الموجودة ضمن إطارها. الا أن نجاح عملية منح القروض أعتمد على تحجيم الدول للمخاطر الائتمانية المرتبطة بهذه العملية. وفي ظل التطور الذي شهده العالم في شتى المجالات والتنامي الذي حدث على اقتصادات معظم البلدان وخصوصاً القطاعات المالية والمصرفية، وتزايد حجم النمو في العالم ، دعت الحاجة إلى بذل المزيد من الجهود لتقليل المخاطر التي تتعرض لها الدول وبخاصة خطر الائتمان الذي ينتج عنه التعثر في تسديد الديون .



إن عملية منح الائتمان الجيدة تبنى على المعلومات و البيانات الشاملة ، وبما انه في الوقت الحالي قد تنوعت وتطورت أعمال وأنشطة المقترضين، فبذلك نجد أن البيانات المالية وحدها لم تعد كافية لأجل اتخاذ القرار الائتماني من قبل مانحي القروض في منح القرض من عدمه، لذلك أصبح من الضروري الاعتماد على جهة محايدة تتمتع بمصداقة وشفافية للأخذ برأيها من خلال التصنيف الائتماني المعطى من قبل هذه الجهات، وبدوره تقوم مؤسسات الاقراض بمختلف اشكالها بالأخذ بهذا التصنيف ضمن دراساتها الائتمانية التي يقوم بها في إطار عملية منح الائتمان والذي يساهم في اتخاذ القرار الائتماني، اذ يهدف التصنيف في جوهره الكشف عن الجدارة الائتمانية للجهات المقترضة وتحديد قدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم المالية عند الاستحقاق. وهنا تكمن أهمية عمل وكالات التصنيف الائتماني في تقليص مخاطر تعثر القروض عندما يتم الأخذ بالتصنيف الائتماني للمقترض الممنوح له القرض، من قبل هذه الوكالات . وذلك لأن التصنيف يساهم في تخفيض مخاطر الائتمان ورفع من كفاءة عمل وحدة إدارة المخاطر في الدول المقترضة.

ولكون العراق واحد من تلك الدول التي تعتمد بشكل او باخر على القروض في معالجة الاختلالات الحاصلة في ميزانية الدولة فقد حرص في الفترة الاخيرة الحصول على مقدار الثقة المؤهلة للحصول على الجدارة الائتمانية وبالتالي الوصول الى ثقة المقرضين بالقدرة على السداد من خلال الدخول في التصنيف الائتماني لأول مرة عام 2015 من خلال وكالة (S&P) للتصنيف الائتماني ، وعلى هذا الاساس جاءت الدراسة لتوضح اهم المعايير التي تعتمد عليها وكالات التصنيف الائتماني وكذلك مدى انطباقها على الاقتصاد العراقي .

أولاً: أهمية البحث :

تبرز أهمية البحث كونه احد البحوث الذي تناول موضوعا مهما تقتقر اليه المكتبة المحلية والمكتبة العربية الى حد ما ولاسيما مع تزايد الحاجة الى ادوات تساعد على اتخاذ القرارات المتعلقة بالإقراض والديون وخصوصا السيادية منها ، فضلا عن تحليل درجة التصنيف الائتماني التي حصل عليها من وكالة (S&P) والذي يوضح كفاءة حصول العراق على تلك الدرجة والدرجة المتوقع الحصول عليها في عام 2017 وكفاءة العمل على رفع تلك الدرجة بما خدم الاقتصاد العراقي .

ثانيا: مشكلة البحث .

تعد عملية التصنيف الائتماني واحدة من اهم مؤشرات المخاطرة الائتمانية وذلك لان نتائج التصنيف توضح قدرة المقترض على الوفاء بالتزاماته المالية في الوقت المحدد. وعند تحليل قدرة العراق على الوفاء بالتزاماته المالية في ما يخص الديون السيادية حصل العراق على درجة (- B) وهذه الدرجة اولدت عدة تساؤلات عن مدى دقة وموضوعية تلك الدرجة ومن هنا انبثقت مشكلة البحث والتي يمكن تأطيرها من خلال التساؤلات الاتية (ماهي آلية التقييم للديون السيادية المتبعة من قبل وكالة S&P وكذلك هل ان درجة التصنيف الائتماني للديون السيادية التي حصل عليها العراق دقيقة) ؟ .

ثالثا : اهداف البحث :

يسعى البحث الى تحقيق الاهداف الاتية :



1. تحليل منهجية التصنيف الائتماني للديون السيادية.
2. تحديد أبرز العوامل المؤثرة على عملية التصنيف الائتماني للديون السيادية .
3. دراسة وتحليل درجة التصنيف الائتماني للديون السيادية للعراق .

رابعا : فرضية البحث :

بما ان مفهوم التصنيف الائتماني يشير الى العملية التي يتم من خلالها قياس قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها وتسديد ما عليها من مستحقات كقروض وفوائد، بمعنى آخر، هي عملية قياس الجدارة الائتمانية للجهة المقترضة من قبل وكالة تصنيف موثوقة ومعتمدة. في حال كان هذا التصنيف ممنوحاً لدولة ما فإنه يدعى بالتصنيف الائتماني السيادي، وهذا ما ينطبق على حالة العراق. ويعتبر هذا التصنيف بمثابة تقييم للظروف الاقتصادية والسياسية والمالية للدولة. وعلى ضوء ذلك يستند البحث على فرضية رئيسة واحدة مفادها " درجة التصنيف الائتماني للديون السيادية الممنوحة في السنوات الاخيرة للعراق دقيقة وموضوعية " .

خامسا : مجال البحث :

اعتمد البحث في الاطار التطبيقي له على تحليل التصنيف الائتماني للعراق وللعام 2016 وتوقعات العام 2017

سادسا: منهجية البحث :

اعتمد الباحث في كتابة البحث على منهجيتين هما (المنهج التحليلي) و (المنهج الاستقرائي) .

المبحث الاول - الاسس النظرية للديون السيادية والتصنيف الائتماني

اولا : مفهوم الديون السيادية

نال مفهوم الديون السيادية اهتماما بالغا من قبل الباحثين والمتخصصين في العقود الاخيرة لاسيما مع تنامي هذه الديون وتعرض بعض الحكومات الى مخاطر الافلاس ، واخذ هذا المفهوم عدة اتجاهات تحددت على وفق مصادر الديون والضمان ونوع العملة المستخدمة في تلك القروض ، فقد عرفها (IMF) (International Monetary Fund) على انها " الديون الصادرة عن الحكومة " (IMF,2001:6) ، كما عرفها (Klob) على انها " التزامات الحكومة التي لها ابعاد زمنية مختلفة تجمعت عن عمليات وانشطة حكومية في مدد سابقة تلتزم الحكومة بسدادها على وفق جدول زمن محدد" (Klob,2011:1)، وهنا نلاحظ ان مصدر الديون السيادية الحكومة حصرا . وقد اضاف بعض المتخصصين شرط ضمان الحكومة لهذا الدين سوى كانت هي من اصدر الدين ام غيرها فقد عرف بانها "الدين المضمون من قبل الحكومة" (Rieffel,2003:3) .

وفي اتجاه اخر فقد عرف الدين السيادي بانه " الدين الذي تصدره الحكومة ويكُون خاص بالدولة المصدرة بأسعار عملتها المحلية او اي عملة اجنبية والذي يمكن ان يباع لمستثمرين في بلدان اخرى لجمع الاموال اللازمة (Fabozzi,et,al:2010:315) ، وهذا يعني ان الديون السيادية يمكن ان تصدر بالعملة المحلية او اي عملة اجنبية وعلى العموم فان الديون السيادية يجب ان يكون مصدرها وضمانها من قبل الحكومة. اما انواع الديون السيادية فأنها يمكن ان تقسم من خلال التعاريف اعلاه الى :



1. **الديون السيادية بحسب الطرف الدائن :-**
 - أ. **الدين الداخلي المحلي (Internal Debt) :-** يتضمن الدين الذي تحصل عليها الحكومة من داخل حدود الدولة من خلال القروض المصرفية المحلية أو السندات الحكومية المحلية أو أي أنواع من الديون .
 - ب. **الديون الخارجية (External Debt) :-** يتضمن الديون التي تحصل عليها الحكومة من حكومات أو مؤسسات اجنبية أو افراد خارج حدود الدولة عن طريق طرح الاوراق المالية الحكومية في الاسواق المالية العالمية (Shapiro&Pham,2006:10) وقد تكون تلك الديون ذات مديات قصيرة أو طويلة وتصدر بالعملة المحلية .
2. **الديون السيادية حسب عملة الاصدار :-** وتقسّم الديون السيادية بحسب عملة الاصدار الى:
 - أ. **الديون السيادية بالعملة المحلية :-** (Sovereign debt in domestic currency) وهي الديون التي تصدرها الحكومة بالعملة المحلية وغالبا ما تكون ديونا داخلية وقد تكون خارجية ، و يتميز هذا النوع من الديون بانخفاض مخاطرها الائتمانية مقارنة بالديون الخارجية اذ ان احتمالية التخلف عن السداد عادة ما تكون منخفضة لقدرة البلد على توفير الاموال اللازمة بالعملة المحلية من خلال ايزادات الضرائب او من خلال اصدار العملة من اجل السداد في تاريخ الاستحقاق .
 - ب. **الديون السيادية بالعملة الاجنبية :-** (Sovereign debt in Foreign currency) وهي الديون السيادية التي تصدرها الحكومة بالعملة الاجنبية وغالبا ما تكون تلك الديون خارجية ، وتلجأ الحكومة الى هذا النوع لحاجتها للعملة الاجنبية (IMF,2001:13)
3. **الديون السيادية بحسب امد الاستحقاق :**
 - أ. **الديون السيادية قصيرة الامد :** وهي الديون الحكومية التي تكون مدة استحقاقها سنة واحدة او اقل وقد تكون داخلية او خارجية بالعملة المحلية او الاجنبية .
 - ب. **الديون السيادية طويلة الامد :** وتستحق تلك الديون خلال مدة اكثر من سنة واحدة وقد تكون تلك الديون داخلية او خارجية بالعملة المحلية او بعملة اجنبية ايضا (ruces&sandleris,2008:6) .
4. **الديون السيادية بحسب الجهة الدائنة (Sovereign debt by the Creditor .)**
 - أ. **الدائنون الرسميون :** مثل الديون التي تحصل عليها الحكومة من الحكومات الاخرى او مؤسسات التمويل الدولية مثل صندوق النقد الدولي او البنك الدولي .
 - ب. **الدائنون الخاصون :** و يقصد بها التمويل التي تحصل عليها الحكومة من القطاع الخاص سواء كانت داخلية او خارجية وعادة ما تكون قصيرة الامد وذات معدلات فائدة مرتفعة ، وتحصل الحكومة على هذه الديون من خلال قروض المصدرين والتي تتمثل باعتمادات التصدير والقروض المصرفية سواء كانت قروض داخلية او خارجية .
5. **الديون السيادية بحسب قابلية التداول (Sovereign debts by Tradability**



أ. **الدَّيُونُ القَابِلَةُ للتداول :** و يقصد بها الاوراق المالية الحكومية او صكوك المديونية متمثلة بالسندات او ما يماثلها والتي تطرحها الحكومة بالاسواق المالية والتي تتميز بإمكانية بيعها وشرائها ويهدف الحصول على موارد اضافية لتغطية العجز في موازنتها .

ب. **الديون الغير القابلة للتداول :** وتشمل الديون السيادية التي تحصل عليها الحكومة من المصادر الرسمية او من المؤسسات المالية والمصارف من داخل البلد او خارجها .

ثانيا : مفهوم ومنهجية التصنيف الائتماني .

1. مفهوم التصنيف الائتماني :-

برز مفهوم التصنيف الائتماني مع شركات خدمات المعلومات الائتمانية في منتصف القرن التاسع عشر في ما ظهرت وكالات التصنيف الائتماني (CRAs)

(Credit Rating Agencies) في بداية القرن العشرين عندما قام John moody مؤسس وكالة مودز بإصدار تصنيف سندات شركة السكك الحديدية في الولايات المتحدة عام 1909 (الدهلكي ، 2012 : 14) . وذلك نتيجة لتطور الاسواق المالية وانفتاحها وارتفاع حجم الصفقات التجارية مما دفع الحاجة لتوفير المزيد من الائتمان وهذا يتطلب بدوره توافر المعلومات الدقيقة والسريعة لتحديد قدرة المقترضين على الوفاء بالتزاماتهم المالية وفي الوقت المحدد ،اذ ان الهدف الرئيس للتصنيف هو تقديم المعلومات للمستثمرين ومساعدتهم على تحديد الاحتمال النسبي لخسارة اموالهم على استثماراتهم اي ان التصنيف الائتماني يعد مؤشر للمخاطرة الاستثمارية (Asgharian,2005:24) ، ومعياراً يعكس قدرة ورغبة المقترض على سداد المبلغ المستحق مع الفوائد المترتبة عليه في موعد الاستحقاق .

و يعرف التصنيف الائتماني بأنه " تقييم قدرة ورغبة مصدر الدين سواء كان حكومة ام ولاية او مدينة او شركة على الوفاء بالتزاماته المالية في الوقت المحدد " (عبد الله ، 2012 : 19). ونظرا لأهمية موضوع التصنيف الائتماني للحكومات والشركات وحتى الافراد المستثمرين وللمعلومات التي توفرها ظهرت عدة وكالات تصنيف ائتماني منها المحلية والاقليمية والعالمية والتي اغلها هي شركات مساهمة خاصة تحصل على ايراداتها من الجهات طالبة التصنيف ، واهم تلك الوكالات هي وكالة S&P (Standard & Poor) والتي تعد من ابرز وكالات التصنيف والتي يعود تاريخها اكثر من 150 عام ومقرها الولايات المتحدة ، واحتكرت هذه الوكالة التصنيف الائتماني السيادي 127 حول العالم (S&P,2011:2) بالإضافة الى وكالة مودز لخدمة المستثمرين (Moods Investment Service) والتي تأسست عام 1909 وقامت بالتصنيف السيادي ل113 دولة فضلا عن 12000 تصنيف للشركات و 25000 تصنيف لسندات المالية العامة ، والوكالة المهمة الاخرى هي وكالة فيتش (Fitch Rating) والتي تأسست عام 1913 ومقرها باريس والتي تعد الرائدة في تقديم حلول لإدارة المخاطرة للشركات كما قامت بالتصنيف السيادي ل105 دولة .

2. **منهجية التصنيف الائتماني للديون السيادية :-** تقوم وكالات التصنيف الائتمانية للديون السيادية (CRAs) بعملية التصنيف الائتماني من خلال منهجية التصنيف الخاصة بها والتي تتضمن شبكة معقدة من العوامل الكمية والنوعية لتحديد مخاطرة الائتمان السيادي واصدار



التصنيف (Asgharian,2005:30). وتأخذ عملية التصنيف مدة تتراوح عادة بين عدة أسابيع الى عدة شهور وذلك حسب تعقيد الاصدار وحجمه ، وتؤكد (CRAS) انه لا يوجد نموذج كمي يمكن ان يصنف الشبكة المعقدة من العوامل الكمية والنوعية بشكل دقيق (الدلهكي،2012: 30) (Modys,2008:1) . وتعتمد منهجية التصنيف الائتماني لوكالة (S&P) على العوامل الاتية :

أ. **الملف السياسي والاقتصادي** : وركز هذا الملف على تحليل المتغيرات السياسية والاقتصادية الاساسية من خلال تحليل الفاعلية المؤسسية والمخاطر السياسية وتحليل الهيكل الاقتصادي وفاق النمو الاقتصادي .

ب. **ملف الاداء والمرونة** : ويعتمد على تحليل قدرة الحكومة على تعبئة الموارد داخليا وخارجيا لتسديد ما بذمتها من ديون وذلك من خلال تحليل السيولة الخارجية والاستثمار الدولي وتحليل الاداء المالي فضلا عن المرونة النقدية . علما ان وكالة التصنيف الائتماني تحدد تلك الملفات بدرجات معينة من اجل تقييمها رقميا تتكون من (6) درجات تبدأ بالأقوى والذي أخذ الرقم (1) وتنتهي بالرقم (6) والذي عد الاضعف فضلا عن ان الدرجة (3) تعد الدرجة الحيادية في المقياس، كما تقسم درجات العامل السياسي والاقتصادي الستة الى (11) فئة تبدأ بالتمتاز وتنتهي بالسيئة والعامل الخارجي والمالي والنقدي الى (9) فئات تبدأ بالقوية جداً وتنتهي بالضعيفة جداً . والجدول (1) يوضح كل عامل مقابل درجته

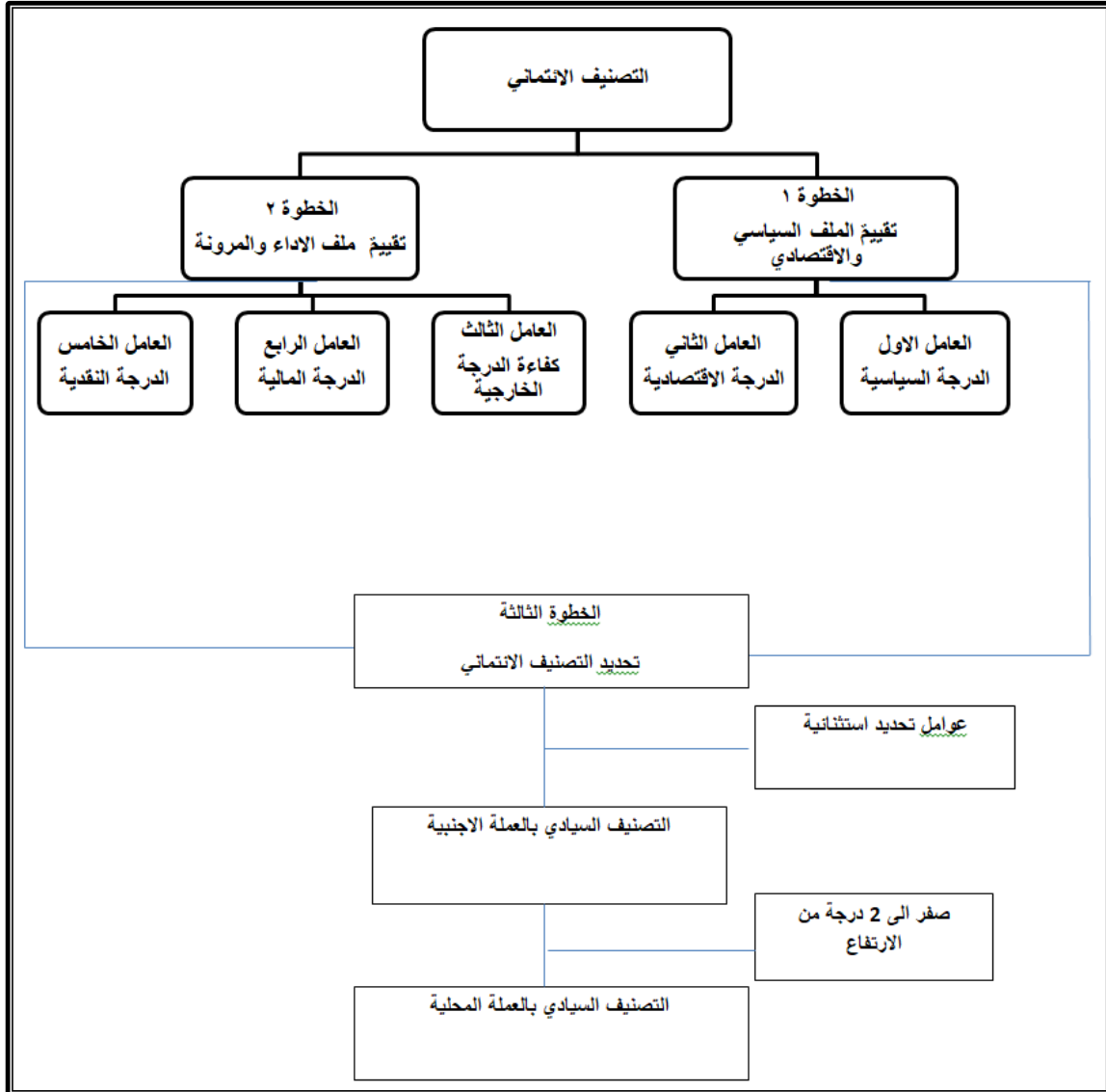
جدول (1) عوامل التصنيف الائتماني للديون السيادية الرئيسة مقابل درجاتها وفقا لوكالة (S&P)

عوامل التصنيف	الدرجات المخصصة لكل عامل في مقياس مكون من ست درجات لكل عامل
فاعلية المؤسسات والمخاطرة السياسية	الدرجة السياسية
الهيكل الاقتصادي وفاق النمو الاقتصادي	الدرجة الاقتصادية
السيولة الخارجية ووضع الاستثمار الدولي	الدرجة الخارجية
الاداء والمرونة المالية وعبء الدين	الدرجة المالية
المرونة النقدية	الدرجة النقدية

Source: S&P " Sovereign Government Rating Methodology and Assumption " The McGraw-Hill comoanies .NY,2011:7.

ومن خلال الجدول نلاحظ ان عملية التصنيف الائتماني للديون السيادية تعتمد على خمسة عوامل رئيسة والتي يتم من خلالها تحديد التصنيف الائتماني للحكومات المختلفة .

3. **خطوات التصنيف الائتماني للديون السيادية** :- من خلال تفاعل العوامل الخمسة للتصنيف يمكن تحديد خطوات التصنيف والمكونة من ثلاثة خطوات والشكل (1) يوضح تلك الخطوات .



شكل (1) مراحل التصنيف الائتماني للديون السيادية حسب معايير S&P

Source : Shapiro, Robert and Pham ,D. " The impact of argentine's sovereign debt default and debt restructuring on U.S Taxpayers and investors " – 2006 - P 10.

يوضح الشكل (1) خطوات و مراحل التصنيف الائتماني ويمكن تفسير الخطوات بالاتي:

الخطوة الاولى : تبدأ الخطوة الاولى بتحليل الملف السياسي والاقتصادي ومنحها الدرجة المناسبة والمقابلة لجودة تلك الملفات لكل دولة .

1. **الدرجة السياسية :** تشير هذه الدرجة الى مخاطرة ضعف القدرة المالية والرغبة والارادة السياسية

لتعبئة الموارد اللازمة للوفاء بالتزامات المالية السيادية ، ويتم تحديد الدرجة السياسية من خلال

العوامل الاتية :

- فاعلية السياسات والمؤسسات السياسية واستقرارها وقابلية التنبؤ باتجاهاتها .
- درجة الشفافية وموثوقية البيانات والمعلومات الاحصائية لكافة مؤسسات الدولة .
- ثقافة تسديد الديون الحكومية .
- مخاطرة الامن الخارجي



- التأثير المحتمل للمنظمات الخارجية على سياسة البلد .

وهذا يعني ان الحكومات القادرة على وضع سياسات فاعلة والتي تحقق نمو اقتصادي متوازن وقادرة على تنفيذ الاصلاحات لمواجهة التحديات المالية فضلا عن قدرتها على خلق مؤسسات سياسية مستقرة قادرة على التنبؤ والاستجابة للالتزامات السياسية المستقبلية تعطى درجة (1) اي الاقوى بينما الحكومات صاحبة المؤسسات الضعيفة والتي تعني بيئة سياسية غير مستقرة ذات مخاطرة عالية لانهايارها بسبب الصراعات المحلية والتي تؤدي الى قدرة منخفضة في خدمة الدين بالوقت المحدد تعطى درجة (6) وهي ادنى درجة يمكن ان تحصل عليها اي حكومة . اضافة الى العوامل التي تحدد الدرجة السياسية هناك عوامل ثانوية تؤخذ بنظر الاعتبار عند وضع الدرجة والتي تتمثل بسيادة القانون وعلاقات تقييم متوازنة بين مختلف المؤسسات . تعتمد وكالة (S&P) في تقييمها للدرجة السياسية في تحليلاتها على مصادر خارجية مثل:-

- تقارير البنك الدولي حول أنشطة الأعمال .

- مؤشرات البنك الدولي .

- مؤشرات التنمية البشرية والصادرة من برنامج الامم المتحدة الانمائي .

- تقارير منظمة الشفافية الدولية مثل مؤشر مدركات الفساد .

- تقارير صندوق النقد الدولي والبنك الدولي عن مراعاة المعايير والقواعد الدولية .

2. **الدرجة الاقتصادية :** ويشير هذا الملف والذي يعد من الملفات المهمة التي تعتمد عليها وكالات التصنيف الائتماني الى تاريخ التخلف عن السداد السيادي ، الا ان الدول ذات الهيكل الاقتصادي المتنوع والمرن والموجه نحو السوق وذات قاعدة إيرادية قوية تعزز المرونة المالية ستكون قادرة على تسديد ديونها في الوقت المحدد وبالتالي ستحصل على درجة ائتمانية عالية . و يتم تقييم الدرجة الاقتصادية من خلال:-

- مستويات الدخل

- افاق النمو الاقتصادي

- التنوع والتقلب الاقتصادي

ويشكل مقياس نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي الاساس في تحديد الدرجة الاقتصادية الاولى والتي تقسم الى ستة درجات وكالاتي :

جدول (2) تقييم الدرجة الاقتصادية السيادية حسب معايير S&P

6	5	4	3	2	1	الدرجة الاولى
اقل من 1000\$	1000-5000	5000-15000	25000-15000	35000-25000	اكثر من \$ 35000	نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي

Source : S&P "Sovereign government rating methodology and assumption" McGraw-Hill companies.NY,2011- P:16.

و يمكن ان تعدل الدرجة الاقتصادية الاولى التي يتحصل عليها البلد بغئة او فئتين موجبا او سالبا وحسب توقعات النمو الاقتصادي التي توجد من خلال نصيب الفرد الواحد من الناتج الاجمالي الحقيقي . وبعد تقييم كل من الدرجة السياسية والاقتصادية يتم جمع العاملين لتحديد درجة الملف السياسي والاقتصادي



وتحديداً متوسط الدرجة ، علماً ان وكالة (S&P) تعطي ستة درجات لهذه الخطوة مقسمة على (11) فئة.

الخطوة الثانية : ملف الاداء والمرونة تعد هذه الخطوة اساس التصنيف الائتماني للديون السيادية وتوجد من خلال تفاعل ثلاثة عوامل وهي السيولة الخارجية ووضع الاستثمار الدولي ، الاداء والمرونة المالية وعبء الدين ، والمرونة النقدية و يعود السبب في جمع تلك العوامل الى كونها تحدد درجة المتانة المالية للحكومة وقدرتها على تعبئة الموارد داخلياً وخارجياً لا عادة دفع الدين

1. **الدرجة الخارجية :-** تمثل هذه الدرجة قدرة وقابلية الدولة في الحصول على النقد الاجنبي لمقابلة التزاماتها المالية بالعملة الاجنبية وفي الوقت المحدد ، اذ تقوم وكالات التصنيف الائتماني من اجل تقييم الدرجة الخارجية بتحليل ميزان المدفوعات وقائمة المركز المالي والديون الخارجية وذلك لمعرفة (Setty&Dodd,2003:4) :

- مكانة العملة المحلية في المعاملات الدولية .
- السيولة الخارجية للدولة .
- المديونية الخارجية للدولة .

ومن اجل القيام بتقييم الدرجة السيادية يتم تقسيم الدول الى ثلاث فئات واعطاء الدرجة المناسبة لكل فئة وكما وضع في الجدول الاتي :

جدول (3) تقييم الدرجة الخارجية السيادية حسب وكالة S&P

الدول الاخرى : مقياس السيولة الخارجية للبلد اجمال احتياطات التمويل الخارجي ÷ (احتياطات الصرف الاجنبي القابلة للاستخدام + متحصلات الحساب الجاري)	الدول ذات عملة متبادلة بشكل فاعل			الدول التي تشكل عملتها النسبة الاعلى من احتياطات النقد الاجنبي	مقياس المد يونيه الخارجية للدولة = صافي الدين الخارجي ÷ متحصلات الحساب الجاري
	اقل من %50	50%- %100	اكثر من %100		
2	1	1	1	1	اقل من 50%
3	2	1	1	1	0%-50%
4	3	2	1	2	0-50%
5	4	3	2	2	50%-100%
5	5	4	3	3	100%-150%
6	5	5	4	4	150%-200%
6	6	6	5	4	اكثر من 200%

Source : S&P "Sovereign government rating methodology and assumption" McGraw-Hill companies.NY,2011- P:21.

تقسم وكالات التصنيف العالمية ومنها وكالة (S&P) الدول الى ثلاث مجموعات كما موضح في الجدول (3) ، المجموعة الاولى هي تلك الدول التي تشكل عملتها نسبة اكثر من (3%) من احتياطات النقد الاجنبي الكلية المخصصة في العالم وحسب تقارير صندوق النقد الدولي ، والمجموعة الثانية هي الدول التي عملتها ذات حركة فاعلة وتبادل نشط في المعاملات الدولية اي انها تلك الدول التي تشكل عملتها اكثر من (1%) من مبيعات سوق الصرف الاجنبي العالمية وبالاستناد الى تقرير البنك الدولي . ان تقييم الدرجة الخارجية الاولى بالنسبة لهاتين المجموعتين من الدول يستند الى قياس نسبة المديونية الخارجية



فقط كما موضح في العمود الاول من الجدول (3) لان الموقف النقدي لها اكثر مرونة مقارنة مع الدول الاخرى . اما المجموعة الثالثة من الدول فه الدول التي لم يشملها المجموعتين و تم تقييم درجتها الخارجية من خلال تحليل نسبة السيولة الخارجية ومقارنتها مع المديونية الخارجية التي تم استخراجها في العمود الاول . ويمكن تعديل الدرجة الخارجية بفئة او فئتين سلبا او ايجابا وحسب عوامل التعديل وحسب توقعات وضع الدولة خارجياً من حيث مخاطر التدهور الواضح في التمويل الخارجي او قوة ذلك التمويل اضافة الى حركة العملة .

2. الدرجة المالية :-

تكشف هذه الدرجة قدرة الدولة على تعبئة الموارد المالية لإعادة الدين في الوقت المحدد اي انها تعبر عن المتانة المالية للحكومة وتحدد درجة تعرض الدولة للمخاطرة المالية . اذ تقوم وكالات التصنيف بتحليل الموازنة العامة للدولة من اجل تحديد الدرجة المالية نظرا للتأثير الكبير للموازنة على الاقتصاد الكلي وعلى الملاءة المالية للبلد . ونظرا للأبعاد الكثيرة التي تشملها تلك الدرجة تم تقسيم تقييم الدرجة المالية الى جزئين اذ عبر الجزء الاول عن المرونة والاداء المالي والذي يشمل الاتجاه العام للإيرادات الحكومية ونفقاتها ومرونة وفاعلية تلك الإيرادات فضلا عن العجز او الفائض التي تعاني منها الحكومة وكفاءة ادارة النفقات ومستوى المعيشة والتعليم والصحة والنفقات التقاعدية مصحوبة بشفافية التقارير المالية . اما الجزء الثاني فيعبر عن عبء الدين الحكومي والذي يشمل الدين الحكومي والصافي كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي والفوائد المستحقة الى نسبة الإيرادات العامة . و قسم كل جزء من ستة درجات يستخرج متوسطهما لتمثل الدرجة المالية للدولة والجدول (4) يوضح تقييم درجة المرونة والاداء الحكومي .

جدول (4) تقييم درجة المرونة والاداء الحكومي حسب معايير S&P

التغير في الدين الحكومي كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي الدرجة	اقل من 0 %	0-3% %	2-4% %	3-5% %	4-7% %	اكثر من 7% %
	1	2	3	4	5	6

المصدر : الجدول من عمل الباحث بالاعتماد :

Source : S&P "Sovereign government rating methodology and assumption" McGraw-Hill companies.NY,2011- P:44.

نلاحظ من خلال الجدول (4) ان المقياس الاساسي للاداء والمرونة المالية هو التغير في الدين الحكومي كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي والذي تم استخراجه من خلال متوسط الدين الحكومي للسنة الحالية والتنبؤات للسنوات الثلاثة القادمة والتي تم الحصول عليها من خلال صندوق النقد الدولي . ويمكن تعديل هذه الدرجة بفئة او فئتين سواء كان التعديل ايجابياً او سلبياً وبالاعتماد على بعض العوامل اهمها في حالة التعديل الايجابي عندما يكون لدى الحكومات موجودات ذات سيولة عالية تصل الى (25%) من الناتج المحلي الاجمالي فضلا القدرة العالية للحكومة في زيادة الإيرادات من خلال الضرائب وتخفيض النفقات العامة في الاجل القصير والتي تصل الى اكثر من (3%) من الناتج المحلي الاجمالي . اما التعديل السلبي فيكون عندما تكون إيرادات الحكومة متقلبة واعتمادها الكبير على مصدر واحد لكسب الإيرادات مثل الضرائب او إيرادات النفط والتي تصل الى (25%) من الناتج المحلي الاجمالي اضافة الى النقص الكبير في الخدمات الاساسية للسكان مثل التعليم والصحة .



اما ما يخص الجزء الثاني والمتمثل في عبء الديون الحكومية فالجدول (5) يوضح تقييم عبء الديون الحكومية .

جدول (5) تقييم عبء الديون الحكومية حسب معايير S&P

مستوى الدين					نسبة كلفة الفوائد على الدين الحكومي الى ايرادات الحكومة العامة	كافة الدين
نسبة الدين الحكومي الى الناتج المحلي الاجمالي						
اقل من 30%	30%-60%	60%-80%	80%-100%	اكثر من 100%		
1	2	3	4	5	اقل من 5%	
2	3	4	5	6	5%-10%	
3	4	5	6	6	10%-15%	
4	5	6	6	6	اكثر من 15%	

Source : S&P "Sovereign government rating methodology and assumption" McGraw-Hill companies.NY,2011- P:33.

يوضح الجدول ان تحديد عبء الدين يعتمد على المقياس الاول هو :

مستوى الدين = صافي الدين الحكومي ÷ الناتج المحلي الاجمالي .

كافة الدين = الفوائد على الدين الحكومي ÷ ايرادات الحكومة العامة.

وردرجة عبء الدين الحكومي يتحدد من خلال تقاطع التقييم العمودي مع الافقي وحسب الجدول (5) و يمكن تعدل الدرجة بفترة واحدة ايجابا اذا كان من المحتمل ان تحصل الحكومة على تمويلها خلال الثلاثة سنوات المقبلة من التمويل الرسمي . ويمكن ان تعدل الدرجة سلبيا بثلاثة فئات ويكون (40%) من الدين الحكومي مقوم بالعملة الاجنبية او ان يكون متوسط استحقاق الدين اقل من (3) سنوات او عندما يمتلك المستثمرون الاجانب اكثر من (60%) من الدين الحكومي القابل للتداول اضافة الى سيطرة ديون الحكومة المركزية على اكثر من 20% من كشوفات ميزانية القطاع المصرف المحلي

3. الدرجة النقدية :-

تشير الدرجة النقدية الى المرونة النقدية التي تعبر عن مدى دعم السلطة النقدية المتمثلة بالبنك المركزي في البلد للنمو الاقتصادي وبالتالي دعم الجدارة الائتمانية (Fitch,2011:11) ، ويتم تقييم الدرجة النقدية من خلال قدرة السلطة النقدية على اتباع السياسة النقدية التي تحد من حالات التوتر الاقتصادي في البلد خاصة من خلال سيطرته على عرض النقد والسيولة الداخلية للبلد . ويتم التقييم من خلال متوسط درجات العوامل المشار اليها وكما في الجدول (6) .



جدول (6) تقييم الدرجة النقدية حسب معايير S&P

5	4	3	2	1	الدرجة الاولية
قدرة الدولة على استخدام السياسة النقدية ونظام سعر الصرف					
نظام سعر الصرف المرابط بصورة قوية بعملة اجنبية او سلة من العملات الاخرى	نظام سعر الصرف المرابط بعملة اجنبية او سلة من العملات على نحو متناسق مع السياسة النقدية للدولة	نظام سعر الصرف الحر العائم او العائم ذات تحدي قليل من قبل معدلات اسعار الفائدة على تدفقات راس المال اخرى او بسله عملات اخرى بصورة ضعيفة المختلف عن نظام سعر الصرف المرابط التقليدي	نظام سعر الصرف العائم	نظام سعر الصرف الحر العائم	نظام سعر الصرف
مصدقية السياسة النقدية واتجاهات التضخم					
الدول ذات سلطة نقدية مستقلة في عملياتها ولكن بنسبة اقل من الدرجات السابقة وذات ادوات نقدية معتمدة على السوق ولكن يتم اختيارها في المشهد السليبي	الدول ذات سلطة نقدية مستقلة في عملياتها بشكل واسع على الرغم من وجود سجل ماضي للدولة في ذلك او اقل استقلالية من الدرجات السابقة وذات ادوات نقدية معتمدة على السوق ولكنها معتمدة اكثر على الاحتياطي الازامي	الدول ذات سلطة نقدية مستقلة في عملياتها بشكل تام مع سجل حافل لذلك ولكن اقل من 10 سنوات لعمليات البنك المركزي وذات ادوات نقدية معتمدة على السوق	الدول ذات سلطة نقدية مستقلة في عملياتها الواضحة للسياسة النقدية بشكل تام مع سجل حافل وطويل بذلك اكثر من 10 سنوات وذات مجموعة واسعة من الادوات النقدية	الدول ذات سلطة نقدية مستقلة في عملياتها الواضحة للسياسة النقدية بشكل تام مع سجل حافل وطويل بذلك اكثر من 10 سنوات وذات مجموعة واسعة من الادوات النقدية	استقلالية عمليات البنك المركزي
فاعلية السياسة النقدية ومستويات تطور النظام المالي واسواق راس المال . تحتسب درجة هذا العامل من متوسط درجات العوامل الاتية					
الاستحقاق الاصيلي اقل من 5 سنوات او بين 5 و 10 سنوات وللمن اكثر من نصف الدين ممتلك من قبل المصارف الوطنية او هيئات القطاع العام وقد تقلص الاستحقاقات في حالة حدوث الازمات	الاستحقاق الاصل ما بين 5-10 سنوات لكن اكثر من نصف الدين هو ممتلك من قبل المصارف الوطنية او هيئات القطاع العام والاستحقاقات قد تقلص في حالة حدوث ازمات	الاستحقاق الاصل اكثر من 10 سنوات مع وجود اسعار فائدة محددة من قبل السوق ووجود سوق ثانوية فاعلة	الاستحقاق الاصل اكثر من 20 سنة مع وجود اسعار فائدة محددة من قبل السوق ووجود سوق ثانوية فاعلة	الاستحقاق الاصل اكثر من 20 سنة مع وجود اسعار فائدة محددة من قبل السوق ووجود سوق ثانوية فاعلة	كمية اصدارات الحكومة المركزية من السندات بالعملة المحلية
اقل من 40% من الناتج المحلي الاجمالي	40% الى 80% من الناتج المحلي الاجمالي	80% الى 100% من الناتج المحلي الاجمالي	اكثر من 100% من الناتج المحلي الاجمالي	اكثر من 100% من الناتج المحلي الاجمالي	ديون داخلية بالعملة المحلية
اقل من 10% من الناتج المحلي الاجمالي	25% الى 10% من الناتج المحلي الاجمالي	50% الى 25% من الناتج المحلي الاجمالي	50% الى 75% من الناتج المحلي الاجمالي	اقل من 75% من الناتج المحلي الاجمالي	رسملة السوق

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على موقع S&P

و تحصل الدولة على الدرجة النقدية (6) اذا كان الوضع النقدي لها محددًا في الغالب من قبل العوامل الخارجية او اذا كانت تنطبق عليها احدي الخصائص الاتية :

- الدول التي تستخدم عملة دولة اخرى على انها عملتها .
- اذا كان معدل تضخم الدولة لخمس سنوات يتجاوز 20% .
- دولة الودائع او الديون يتجاوز 75% .

وبعد تحديد درجة كل من الملف السياسي والاقتصادي وملف المرونة والاداء يحدد التصنيف الائتماني للديون السيادية من خلال الجمع بين هذين الملفين من خلال الجدول (7) .



جدول (7) تحديد درجات التصنيف وفقاً لوكالة (S&P)

الملف السياسي والاقتصادي												الفئة	ملف المرونة والاداء
سيئة	ضعيفة جدا	ضعيفة جدا	ضعيفة	ضعيفة بشكل متوسط	متوسطة	قوية بشكل معتدل	قوية	قوية جدا	قوية جدا	ممتاز	الدرجة		
6	5.5	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	الدرجة		
N/A	N/A	BBB+	A-	A	A+	AA	AA+	AAA	AAA	AAA	1 الى 7	قوية جدا جدا	
BB-	BB+	BBB	BBB+	A-	A	-AA	AA	+AA	AAA	AAA	2.2-1.8	قوية جدا	
B+	BB	BB+	BBB	BBB+	A-	A	-AA	AA	+AA	AAA	2.7-2.3	قوية	
B+	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB	A-	A+	-AA	AA	+AA	3.2-2.8	قوية بشكل معتدل	
B	B+	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB+	A	A+	-AA	AA	3.7-3.3	متوسطة	
B	B	B+	BB-	BB	BB+	BBB	BBB+	A	+A	-AA	4.2-3.8	ضعيفة بشكل متوسط	
B-	B-	B	B+	BB-	BB	BB+	BBB	BBB+	A-	A	4.7-4.3	ضعيفة	
B-	B-	B	B	B+	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB	N/A	5.2-4.8	ضعيفة جدا	
CCC/CC	CCC/CC	B-	B-	B	B	B+	BB-	BB	BB+	N/A	6-5.3	ضعيفة جدا جدا	

Source : S&P "Sovereign government rating methodology and assumption" McGraw-Hill companies.NY,2011- P:8.

بعد تقييم الملف السياسي والاقتصادي ومنحه الدرجة المناسبة والمتضمن متوسط درجة كل من الدرجة السياسية والدرجة الاقتصادية وتقييم ملف المرونة والاداء الحكومي والمتكون من متوسط من كل من الدرجة الخارجية والمالية والنقدية ، ثم وضع تلك الدرجات في مصفوفة التقييم النهائي لمنح درجة التصنيف الائتماني للديون السيادية وكما مبين في الجدول (7) ، اذ نلاحظ ان الملف السياسي والاقتصادي قد تم تقسيمه الى (11) فئة تبدأ بالتمتاز وتنتهي بالسيئة اما ملف المرونة والاداء الحكومي فقد قسمتها وكالة (S&P) الى تسعة فئات تبدأ بالقوية جداً وتنتهي بالضعيفة جداً .

ودرجة التصنيف الناتجة من تقاطع كل من درجة الملف السياسي والاقتصادي والموضح اقل في الجدول مع ملف المرونة والاداء تكون هي درجة التصنيف الائتماني للديون السيادية للبلد . وتقسم وكالة (S&P) درجات التصنيف الى كل من :-

- AAA : درجة الاستثمار ، قدرة ممتازة للوفاء بالالتزامات المالية .
- AA : درجة الاستثمار ، قدرة قوية جداً للوفاء بالتزاماتها المالية .
- A : درجة استثمار ، قدرة قوية للوفاء بالتزاماتها المالية ، ولكن الظروف والتغيرات الاقتصادية يمكن ان تؤثر على قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية في بعض الظروف .
- BBB : درجة استثمار ، قدرة كافية للوفاء بالتزاماتها المالية ولكن التغيرات الاقتصادية من الممكن ان تؤثر على قدرتها على الوفاء بالتزاماتها بشكل اكبر .
- BB : درجة مضاربة ، ذات قدرة ائتمانية متوسطة للوفاء بالتزاماتها المالية ولكنها اقل عرضة لمخاطرة عدم السداد على المدى القريب .
- B : درجة مضاربة ، قدرة ضعيفة للوفاء بالتزاماتها المالية وعرضة اكبر لمخاطرة عدم السداد ولكن لديها القدرة حالياً للوفاء بالتزاماتها المالية .
- CCC : درجة مضاربة ، ذات مخاطرة ائتمانية عالية جداً واحتمال كبير في حدوث حالة عدم السداد .
- CC : درجة مضاربة ، مخاطرة ائتمانية عالية جداً ومظاهر حدوث حالة عم السداد واضحة



- C : درجة مضاربة ، حدوث حالة السداد وشيكة او محتمة وبالتالي صعوبة استرداد اصل المبلغ او الفوائد .

- D : درجة عدم السداد ، وتشير الى حالة عدم السداد للالتزامات المالية للمدة الطويلة ، وتعني دخول المقرض في حالة الافلاس ، علما ان هذه الدرجة لا تعطى لبلد الا بعد استحقاق مدة الدين ولم يستطع الوفاء بالالتزامات المالية .

ومن الممكن اضافة اشارة (+) او (-) الى التصنيفات التي تبدأ ب AAA الى التصنيف CCC وذلك لتحديد مكانة البلد ضمن التصنيف الواحد . ومن خلال ذلك نلاحظ ان وكالات التصنيف الائتمانية قد قسمت الدرجات الى ثلاث درجات وهي درجة الاستثمار ودرجة المضاربة ودرجة الافلاس وبالتالي اعطاء اشارة واضحة للمقرضين حول قدرة البلد على التسديد وهذا سيؤثر بطبيعة الحال على سعر الفائدة الممنوح مقابل القرض . اما النظرة المستقبلية فان وكالات التصنيف تمنح تلك النظرة سوى كانت سلبية ام ايجابية فان الغرض منها هو تحديداً ما لا يقل عن احتمال واحد من ثلاثة لتغيير التصنيف في الاتجاه المشار اليه .

المبحث الثاني - تحليل التصنيف الائتماني للديون السيادية للعراق وفقاً لوكالة (S&P)

اولاً : تحديد درجات عوامل التصنيف الائتماني للعراق .

حصل العراق على اول تصنيف ائتماني لديونه السيادية في عام (2015) اذ حصل على تصنيف (B -) وبنظرة مستقبلية مستقرة وحافظ على نفس التصنيف للعام (2016) ، اي ان الاستثمار في الديون السيادية للعراق سيكون في درجة المضاربة ، كما تعكس النظرة المستقبلية المستقرة توقعات الوكالة بان العجز المالي والخارجي الكبير للعراق سيكون قابلاً للتمويل وبان الحرب على الارهاب سيتم احتواءها كما تتضمن التوقعات عودة النمو القوي للاقتصادي من 2016 وصاعداً نظراً لتوقعات ارتفاع انتاج وتصدير العراق من النفط . وكانت الدرجات التي حصل عليها العراق من تقييم الملفات كالتالي :

1. التقييم المؤسسي : ضعيف
2. التقييم الاقتصادي : ضعيف
3. التقييم الخارجي : حيادي
4. التقييم المالي ، اداء الميزانية : ضعيف
5. التقييم المالي ، الديون : حيادي
6. التقييم النقدي : ضعيف

ومن خلال ذلك نلاحظ ان التقييم المالي او الدرجة المالية قد تم تقسيمها الى قسمين الاول اداء الميزانية والثاني عبء الدين الحكومي ، كما نلاحظ ان العراق قد حقق درجة الحيادية بملف الخارجى و ملف الديون ، علما ان الحيادي هو بحدود الثلاث درجات والضعيف هو الاقل من ثلاثة درجات . وحصل العراق على هذه التقييمات من خلال تحليل المعلومات المتوافرة في الجدول (8) .



جدول (8) مؤشرات مختارة من الاقتصاد العراق

*2019	*2018	*2017	2016	2015	بيانات الميزانية العمومية للسنوات
المؤشرات الاقتصادية %					
277,648.6	251,858.3	226,287.8	203,313.4	208,483.7	الناتج المحلي الإجمالي الاسمي (مليار بالعملة المحلية)
220.4	199.9	179.6	166.5	178.6	الناتج المحلي الإجمالي الاسمي (مليار دولار أمريكي)
5.5	5.1	4.7	4.5	5.0	نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي
6.0	6.0	6.0	6.0	0.3	نمو حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي
3.0	3.0	3.0	3.0	2.5	نمو الاستثمار الحقيقي
10.0	8.0	12.5	22.0	10.0	الاستثمار / الناتج المحلي الإجمالي
9.4	8.6	8.5	10.8	15.3	المدخرات / الناتج المحلي الإجمالي
60.9	60.3	57.6	53.1	50.6	الصادرات / الناتج المحلي الإجمالي
7.0	12.0	15.0	10.0	6.0	نمو الصادرات الحقيقي
غير منطبق	غير منطبق	غير منطبق	غير منطبق	غير منطبق	معدل البطالة
المؤشرات الخارجية (%)					
6.0	5.9	3.5	(1.0)	2.4	رصيد الحساب الجاري / الناتج المحلي الإجمالي
11.3	11.2	6.8	(2.1)	5.3	رصيد الحساب الجاري / إيرادات الحساب الجاري
17.2	17.1	14.8	10.7	12.8	الميزان التجاري / الناتج المحلي الإجمالي
0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	صافي الاستثمار الأجنبي المباشر / الناتج المحلي الإجمالي
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	صافي تدفق أسهم المحفظة للداخل / الناتج المحلي الإجمالي
70.5	70.4	71.0	69.4	58.3	إجمالي احتياجات التمويل الخارجية / إيرادات الحساب الجاري + الاحتياطات القابلة للاستخدام
7.4	11.4	13.3	10.8	(4.3)	صافي الدين الخارجي الضيق / إيرادات الحساب الجاري
38.9	45.3	51.7	54.7	45.0	صافي الالتزامات الخارجية / إيرادات الحساب الجاري
9.2	10.0	11.3	13.0	12.2	الديون الخارجية قصيرة الأجل بحسب الاستحقاق المتبقي / إيرادات الحساب الجاري
5.3	5.5	6.1	7.7	10.6	الاحتياطات / مدفوعات الحساب الجاري (أشهر)
المؤشرات المالية (%) (الحكومة العامة)					
(2.0)	(4.0)	(8.0)	(14.0)	(18.0)	الرصيد / الناتج المحلي الإجمالي
2.0	4.0	8.0	14.0	16.2	التغيرات على الديون / الناتج المحلي الإجمالي
(0.8)	(2.7)	(6.7)	(13.0)	(17.4)	الرصيد الرئيسي / الناتج المحلي الإجمالي
45.0	43.0	40.0	35.0	30.0	الإيرادات / الناتج المحلي الإجمالي
47.0	47.0	48.0	49.0	48.0	المصروفات / الناتج المحلي الإجمالي
2.68	2.93	3.16	2.84	1.94	الفائدة / الإيرادات
70.98	76.04	80.18	80.34	64.69	الدين / الناتج المحلي الإجمالي
57.7	61.5	63.9	62.3	47.1	صافي الدين / الناتج المحلي الإجمالي
13.2	14.6	16.2	18.1	17.6	الأصول السائلة / الناتج المحلي الإجمالي

Source : Standard & Poors " Middle East And North Africa Sovereign Rating Trends Mid-Year 2016 " Global Rating – 2016 , P : 25

من خلال الجدول (8) نلاحظ ان اغلب المؤشرات قد انخفضت في عام 2016 مقارنة بالعام 2015 وذلك بسبب انخفاض اسعار النفط ولكنها بدأت ترتفع منذ عام 2017 حسب توقعات وكالة (S&P) وذلك لتوقعات ارتفاع متوسط سعر النفط الى (48 \$) للبرميل الواحد لعام 2017 بعد كانت توقعاتهم للعام 2016 عند (40 \$) للبرميل الواحد .

1. تقييم الملف السياسي والاقتصادي :
- أ. تقييم الدرجة السياسية :

* حسب توقعات وكالة (S&P)
* حسب توقعات وكالة (S&P)
* حسب توقعات وكالة (S&P)



تحدد الدرجة السيادية من خلال متوسط كل من العاملين الاساسي والثانوي ، وعلى وفق تقارير البنك الدولي وصندوق النقد الدولي حصل العراق على درجة (6) من مقياس متكون من (6) درجات وهذه الدرجة تعد الاضعف ضمن المقياس وهو نفس التقييم التي منحتها وكالة التصنيف الائتماني (S&P) للعراق . ومنح العراق هذه الدرجة الضعيفة لكون العامل الاساسي للعراق يَتميز بالاتي:

- مؤسسات سياسية ضعيفة تؤدي الى ايجاد بيئة سياسية غير مستقرة في مدد التوتر وقدرة منخفضة في خدمة الدين بالوقت المطلوب .
- مخاطرة عالية لانهايار المؤسسات السياسية بسبب الصراعات او النزاعات المحلية الواسعة .
- اما العامل الثانوي والذي منح العراق الدرجة اعلاه من خلاله فيتميز بالاتي :
- تنفيذ العقود غير مؤكد وعدم احترام قواعد القانون .
- شفافية ضعيفة بسبب وجود فجوات في البيانات وتعديلات متكررة فيها ومستويات عالية من الفساد الاداري والمالي في المؤسسات السياسية .

ب. الدرجة الاقتصادية :

من خلال الجدول (8) نلاحظ نصيب الفرد العراقي من الناتج المحلي الاجمالي لعام 2016 قد بلغ (4500) دولار ، وهذا ما ساعد العراق في الحصول على درجة (5) من مقياس تقييم الملف الاقتصادي . ولكون درجة الملف السياسي والاقتصادي تحتسب من خلال متوسط الدرجة السياسية والدرجة الاقتصادية فان درجة الملف السياسي والاقتصادي للعراق بُلغ (5.5) .

2. تقييم ملف الاداء والمرونة :

أ. الدرجة الخارجية :

يعتمد تقييم الدرجة الاقتصادية على معيارين مهمين هما : الاول نسبة المديونية الخارجية (صافي الدين الخارجي ÷ متحصلات الحساب الجاري) وبلغت نسبة المديونية الخارجية للعراق (54.7 %) (وكما موضح في الجدول) ، والثاني هي نسبة السيولة الخارجية (احتياجات التمويل الخارجي ÷) (متحصلات الحساب الجاري + احتياطيات الصرف الاجنبي القابل للاستخدام)) وقد بلغت نسبة السيولة الخارجية للعراق ما قيمتها (69.4 %) . وبعد تقييم هذين المعيارين ووضع نتائجها في الجدول (7) نلاحظ ان العراق قد حصل على درجة (3) للدرجة الخارجية وهذه الدرجة توصف بالحيادية ، وهي نفس الصفة التي اطلقتها وكالة التصنيف (S&P) على الدرجة الخارجية للعراق .

ب. الدرجة المالية :

تم تقسيم الدرجة المالية الى جزئين نظرا لأهمية هذا العامل فضلا عن كثرة ابعادها ، الجزء الاول والمتمثل بالمرونة والاداء الحكومي (اداء الميزانية) وقد حصل العراق فيها على درجة (5) وذلك لكون ان نسبة التغير في الدين الحكومي الى الناتج المحلي الاجمالي لعام (2016) والثلاثة سنوات اللاحقة قد بلغت (7 %) وكما موضح في الجدول (4) وهذه الدرجة تمنح العراق صفة الضعيف بهذا الملف . اما الجزء الثاني من الدرجة المالية فهو تمثل بعبء الدين اي تكلفة خدمة الدين السيادي و يعتمد على مقياسين الاول : ويطلق عليه كلفة الدين والذي تم استخراجها من خلال نسبة كلفة الدين الحكومي الى



إيرادات الدولة العامة والتي بلغت قيمتها للعراق (2.84 %)، والمقياس الثاني والذي مُمثل مستوى الدين والذي يَحْتَسب من خلال نسبة صافي الدين الحكومي الى الناتج المحلي الاجمالي والذي بلغت نسبته في العراق ما قيمتها (62.3). وعند استخدام قيمة كل من كلفة الدين ومستوى الدين في الجدول (5) نلاحظ ان العراق قد حصل في ملف عبء الدين على درجة (3) اي حيايدي وهي الصفة التي اطلقتها الوكالة على هذا الملف . وبما ان الدرجة المالية تتحدد من خلال متوسط كل من درجة المرونة والاداء الحكومي ودرجة عبء الدين فان الدرجة المالية للعراق قد حصلت على درجة (4).

ت. الدرجة النقدية :

تُحدد الدرجة النقدية بمدى دعم السلطة النقدية والمتمثلة بالبنك المركزي للنمو الاقتصادي وبالتالي بدعم الجدارة الائتمانية ، وتتحدد الدرجة النقدية من خلال متوسط درجات ثلاثة عوامل ، العامل الاول تُمثل بقدرة الدولة على استخدام السياسة النقدية ونظام سعر الصرف ومن خلال هذا العامل حصل العراق على الدرجة (5) من مقياس متكون من (6) درجات اذ تُميز العراق بنظام سعر الصرف المربوط بعملة اجنبية وهو الدولار وهذه الصفة اذا تمتعت به دولة ما فأنها ستحصل على الدرجة الخامسة . والثاني تُمثل باستقلال عمليات واهداف البنك المركزي وحصل العراق على الدرجة (5) ايضاً على وفق هذا العامل اذ عُد العراق من الدول ذات سلطة نقدية محدودة في استقلالية عملياتها بسبب التدخل السياسي فيها. اما العامل الثالث والمتمثل بفاعلية السياسة النقدية ومستويات تطور النظام المالي واسواق راس المال فأنها تتحدد بمتوسط درجات ثلاثة عوامل فرعية الاول يعتمد على كمية اصدارات الحكومة المركزية من السندات بالعملة المحلية وعلى وفق المعلومات المتوفرة في الجدول (6) حصل العراق على درجة (4) والعامل الثاني والمتمثل بالديون الداخلية بالعملة المحلية فان درجة العراق في هذا العامل بلغت (5) كون ان ديونه الداخلية بالعملة المحلية هي اقل من (40 %) من الناتج المحلي الاجمالي ، اما العامل الثالث والاخير فانه يتحدد برسمة السوق اذ حصل العراق على الدرجة (5) . وبهذا فان درجة العامل الثالث من عوامل الدرجة النقدية تبلغ (4.67)، اي ان الدرجة النقدية للعراق بهذا ستبلغ (4.9) و يطلق على هذه الدرجة بالدرجة الضعيفة وهذا فعلا ما منحه وكالة (S&P) للعراق . وبذلك فان الدرجة النهائية لتقييم ملف المرونة والاداء الحكومي والذي تُحدد بمتوسط درجات كل من الدرجة الخارجية والمالية والنقدية قد بلغت (3.97) .

ثانياً : تحديد درجة التصنيف الائتماني للعراق

بعد تقييم كل من الملف السياسي وملف المرونة والاداء الحكومي ومنحها الدرجات الخاصة بكل ملف والتي بلغت (5.5) و (3.97) على التوالي ، وعند العودة الى الجدول (7) ووضع تلك الدرجات فيها نلاحظ ان العراق يُجب ان يحصل على درجة (B) وحسب مقومات تلك الدرجة ولكن وكالة (S&P) للتصنيف الائتماني منحت العراق درجة (B -) وبنظرة مستقبلية مستقرة وهي اقل بفرقة واحدة . ومن المتوقع ان هذا التخفيض جاء نتيجة عوامل التعديل السلبية عند تقييم الملفات او لتطابق وضع العراق الحالي مع شرط الوكالة والذي على اساسه تم تخفيض تصنيف البلد بفرقة واحدة وهذا الشرط يُمثل بمخاطرة الامان العالية (في حالات مخاطر الحرب المرتفعة فدرجة التصنيف السيادي تختلف عن درجة التصنيف



المشار إليها في الجدول (7) اعتمادا على المقدار المتوقع للصراع واثره في الائتمان السيادي) ، ونتيجة الحرب الشرسة الذي يخوضها العراق ضد العصابات الارهابية فان هذا الشرط ينطبق على العراق وتم تخفيض تصنيفها لائتماني بفرئة واحدة لتصل الى (B -) ومنح العراق نظرة مستقبلية مستقرة بسبب توقعات الوكالة بان العجز الخارجي والمالي الكبير للعراق سيكون قابلا للتمويل وبان الحرب على الارهاب سيتم احتوائها فضلا عن التوقعات بارتفاع كميات انتاج وتصدير النفط . وهذا يعني ان التصنيف الائتماني للديون السيادية التي حصل عليها العراق من وكالة (S&P) كان دقيقا .

ثالثا : توقعات التصنيف الائتماني للعراق لعام 2017 :

تشير كل التوقعات سواء من المنظمات والمؤسسات الاقتصادية ومنها وكالات التصنيف الائتماني وحسب تقريرها المنشور في (2016/7/13) فيما يتعلق بالأوضاع السياسية والعسكرية ان الحرب على المنظمات الارهابية سوف تنتهي بالنصر للعراق في نهاية عام 2017 وهذا النصر سوف يرفع من درجات تقييم الملفات وخاصة الملف السياسي اذ ان مخاطر الامن الخارجية سوف تتخفض بشكل ملحوظ فضلا عن تحسن الكثير من المؤشرات الاقتصادية والمالية والنقدية وكالاتي :

1. تقييم الملف السياسي والاقتصادي لعام 2017:

أ. **الملف السياسي** : من خلال مراجعة توقعات هذا الملف نلاحظ ان العراق سوف يحصل على الدرجة (4) .

ب. **الملف الاقتصادي** : يعتمد هذا الملف على نصيب الفرد الواحد من الناتج المحلي الاجمالي ونلاحظ من الجدول (2) ان نصيب الفرد الواحد لعام (2017) قد تحسن ليصل الى (4700) دولار بعد ان كان (4500) دولار في عام (2016) ولكن هذا التحسن لا يساعده في اجتياز الدرجة الخامسة كون ان حدود تلك الدرجة تكون (1000-5000) دولار للفرد الواحد ، لذلك فان درجة تقييم الملف الاقتصادي سيكون (5) . وبهذا فان درجة الملف السياسي والاقتصادي والذي هو معدل درجات كل من الملف السياسي والاقتصادي سيكون (4.5) وعند مقارنتها مع درجة العام (2016) نلاحظ تحسن واضح اذ بلغت (5.5) في ذلك العام .

2. ملف المرونة والاداء الحكومي لعام 2017:

أ. **الدرجة الخارجية** : عند العودة الى الجدول (8) نلاحظ ان نسبة المديونية الخارجية للعام (2017) ستبلغ (51.7 %) ، اما نسبة السيولة الخارجية ستبلغ (71 %) وحسب توقعات وكالة (S&P) ، وبما ان تقييم الدرجة الخارجية تعتمد بشكل اساسي على كل من المؤشرين اعلاه نلاحظ وبعد وضع قيمة كل من النسبتين في الجدول (3) نلاحظ ان العراق سيحصل على درجة (3) ايضا كما حصل عليها في عام (2016) للملف الخارجي .

ب. **الدرجة المالية** : تعتمد الدرجة المالية على كل من معيار التغيير في الدين كنسبة من الناتج - المحلي الاجمالي (اداء الميزانية) ومعيار عبء الدين والذي يعتمد على كلفة الدين وعلى مستوى الدين . وحسب المؤشرات المالية المتوقعة للعراق لعام 2017 فان تغيير



معدل التغير في الدين للسنة الحالية والسنوات الثلاثة القادمة ستبلغ (4.67 %) وهذا تحسن واضح في المؤشر اذ بلغ في العام السابق (7 %) ، وهذا التحسن سوف يساعد العراق على تحسين درجته في معيار التغير في الدين الى (4) بعد ان كان (5) في عام 2016 ، اما في ما يخص عبء الدين فان كلفة الدين ستبلغ (3.16 %) ومستوى الدين سيصل الى (63.9 %) اي مستوى الدين قد ارتفع عن العام 2016 الذي كان بلغ (62.3 %)، ولذلك فان درجة ملف عبء الدين سيبلغ (3) درجات . اما الدرجة النهائية للملف المالي ستبلغ (3.5) درجة وهي افضل من الدرجة السابقة والتي حصل عليها العراق في عام 2016 .

ت. **الدرجة النقدية** : - من خلال الجدول (8) ومراجعة الجدول (6) نلاحظ ان العراق قد حافظ على نفس الدرجة النقدية والبالغة (5) بعد تحليل العوامل الفرعية لهذه الدرجة والتي هي قدرة الدولة على استخدام السياسة النقدية ونظام سعر الصرف ، ومصداقية السياسة النقدية واتجاهات التضخم وفاعلية السياسة النقدية والتي من المتوقع عدم التغير فيها . ومن خلال ذلك نلاحظ ان ملف المرونة والاداء الحكومي سيبلغ (3.38) اي انه تحسن مقارنة بالعام 2016 والتي بلغت (3.97) وذلك بسبب تحسن الدرجة المالية .

وعند تحديد درجة التصنيف الائتماني للديون السيادية للعراق ومن خلال الجدول (7) ودرجات كل من الملف السياسي والاقتصادي وملف المرونة والاداء الحكومي نلاحظ ان من المتوقع ان يحصل العراق على درجة (- BB) وهو افضل من درجة العام 2016 ولكنه سيقتفي العراق في درجة المضاربة .



الاستنتاجات والتوصيات

اولا : الاستنتاجات .

1. تؤدي وكالات التصنيف الائتماني دوراً مهماً في مساعدة الحكومات والمستثمرين في اتخاذ قرارات الاستثمار خاصة في الديون السيادية عن طريق تزويدهم بالمعلومات المهمة عن مصدر الدين والموضحة من خلال درجة التصنيف الائتماني .
2. تعد درجة التصنيف الائتماني التي حصل عليها العراق في عام (2016) دقيقة وموضوعية .
3. من المتوقع ان ترتفع درجة التصنيف الائتماني للعراق في عام (2017) الى (BB -) اذ من المتوقع ان يتحسن الملف السياسي للعراق حسب تقارير المنظمات المختصة ولكنه سيبقى ضمن درجة المضاربة .
4. حصل الملف الخارجي وملف عبء الدين (الملف المالي) على افضل الدرجات مقارنة مع درجات الملفات الاخرى اذ حصل على درجة (3) والتي تعد درجة حيادية ، كما حصل الملف السياسي على اسوء الدرجات .

ثانيا : التوصيات .

1. زيادة الوعي بأهمية التصنيف الائتماني سواء للدول او المستثمرين لدوره المهم في تزويدهم بالمعلومات المهمة والتي تقيس الجدارة الائتمانية لمصدر الدين وبالتالي قدرته على الوفاء بالتزاماته المالية في الوقت المحدد .
2. زيادة الاهتمام من قبل الحكومة العراقية بأهمية التصنيف الائتماني وتشكيل لجنة خاصة لمتابعة - درجات التصنيف وكيفية العمل للحصول على درجة اعلى وخاصة ان هناك بعض الملفات تقع في مستوى قريب من الدرجة الاعلى .
3. العمل على تعزيز استقلالية البنك المركزي العراقي وقدرته على الاشراف على القطاع المصرفي وادارة الاحتياط النقدي والعمل على زيادة انتاج وتصدير النفط نظرا لدوره المهم في تعزيز ورفع درجة التصنيف الائتماني للعراق .



المصادر

اولا : المصادر العربية :

1. الدهلكي ، احمد جواد " اثر التصنيف الائتماني للديون السيادية في اسعار الصرف دراسة - تحليلية مقارنة " رسالة ماجستير الجامعة المستنصرية ، 2012
2. عبد الله ، خالد امين " قياس المخاطرة الائتمانية " الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية" عمان الاردن ، 2112

ثانيا : المصادر الاجنبية :

3. Asgharian, Hossein " Reformation of the Credit Rating Industry-is there a need ?" Master Thesis, lund University, 2005.
4. Cruces, Juan. J and Sandleris, Guido , " Sovereign Debt in the Americas : An update " IADB , 2008
5. Fitch Ratings , "Sovereign Rating Methodology Master Criteria " Fitch Ratings, NY ,2011 .
6. Fabozzi, Frank J. and Modigliani, Franco and Jones, Frank J . " Foundation of Financial Market and Institutions " 8th ed – Pearson Prentice Hall , U.S.A. , 2010.
7. International Monetary Fund " Guidelines for foreign Exchange Reserve Management " – Approved by the Executive board – 2001.
8. Klob,Robert.W " Sovereign Debt : From Safety to Default " 1th .ed,Klob series in finance, Essential Perspectives,U.S.A , 2011 .
9. Modys Investor Service " " A Sovereign Bond Rating 1983-2010 " Modys investor service , NY , 2008.
10. Rieffel, Lex, " Restructuring Sovereign Debt – the case for Ad Hoc Machinery " the Brookings institution , 2003.
11. Shapiro, Romert J . and Pham, Nam D. " The impact of Argentinas Sovereign Debt Default and Debt Restructuring on U.S. Taxpayers and Investor " the American task force for Argentina , 2006.
12. Standard & Poors " Sovereign Government Rating Methodology and Assumption " the McGraw- Hill , NY , 2011.
13. Standard & Poors " Middle East And North Africa Sovereign Rating Trends Mid-Year 2016 " Global Rating – 2016.