



منتدى الاستراتيجيات الأردني
JORDAN STRATEGY FORUM

ورقة سياسات

تقييمات مخاطر الديون السيادية: ما هي؟ وأين يقف الأردن؟

شباط 2019



منتدى الاستراتيجيات الأردني
JORDAN STRATEGY FORUM



منتدى الاستراتيجيات الأردني JORDAN STRATEGY FORUM

جاء تأسيس منتدى الاستراتيجيات الأردني ترسيخاً لإرادة حقيقية من القطاع الخاص بالمشاركة في حوار بناء حول الأمور الاقتصادية والاجتماعية التي يُعنى بها المواطن الأردني، ويجمع المنتدى مؤسسات وشركات رائدة وفاعلة من القطاع الخاص الأردني، إضافة إلى أصحاب الرأي والمُعنيين بالشأن الاقتصادي؛ بهدف بناء تحالف يدفع نحو استراتيجيات مستدامة للتنمية، ورفع مستوى الوعي في الشؤون الاقتصادية والتنموية، وتعظيم مساهمة القطاع الخاص في التنمية الشاملة.

وقد تمّ تسجيل المنتدى بتاريخ 2012/8/30 بوصفه جمعيةً غير ربحية تحمل الرقم الوطني 2012031100026، وتقع ضمن اختصاص وزارة الثقافة.

عمان، الأردن

ت: +962 6 566 6476

ف: +962 6 566 6376

1. مقدمة

تنفق الحكومات أموالها على عدة أمور بما في ذلك رواتب التقاعد والرعاية الصحية والتعليم الحكومي والدفاع والنقل وشبكات الحماية الاجتماعية والنظام العام والسلامة العامة والمساعدات الخارجية وغيرها. ولتمويل هذا الإنفاق، تعتمد الحكومات على الضرائب ومصادر أخرى للإيرادات بما في ذلك المصادر الخارجية.

وفي سياق الحديث عن المالية العامة للدول بشقيها (الإيرادات والنفقات)، فإنه وبطبيعة الحال تتعرض العديد من الحكومات للعجز في موازنتها العامة. وفي الواقع، فإنه وفي مثل هذه الحالات فإن الحكومات تلجأ للعديد من الخيارات مثل: زيادة الضرائب وخفض الإنفاق والاستدانة المحلية والخارجية. وتحت الظروف الاقتصادية الموجبة لذلك فإن اللجوء للاستدانة لا يشكل مشكلةً جوهرية. وفي الواقع، فإنه وإلى جانب الاستدانة من البنوك والحكومات والمؤسسات الدولية فإن الحكومات عادةً تؤمن حاجاتها المالية من خلال إصدار **سندات الخزينة**.

إن السندات والتي تمثل أوراق مالية ذات دخل ثابت تعتبر أداة دين وجدت من أجل جمع السيولة. إن السند عبارة عن اتفاق اقتراض بين المُصدِر (الحكومة) والمستثمر بحيث تكون الحكومة ملزمة بدفع مبلغ محدد من المال في تواريخ مستقبلية محددة.

عندما تحتاج حكومة ذات سيادة إلى جمع السيولة، فإن إصدار السندات هو إحدى الطرق للقيام بذلك. كما يمكن إصدار هذه السندات محلياً أو في الخارج. وبطبيعة الحال، فإن إصدار الديون في الأسواق الدولية وبالعملات الأجنبية له العديد من الإيجابيات والسلبيات. على سبيل المثال، إن إصدار الدين بالعملة الأجنبية هو طريقة لتمويل الاستثمار المحلي، وهو أمر قد لا يمكن تطبيقه بوسائل أخرى. ومع ذلك، فإن تراكم الديون بالعملات الأجنبية يُلزم الحكومة (المقترض) بسداد المستثمرين بعملة لا تملك سيطرة عليها. بالإضافة إلى ذلك، يمكن للبلد الذي يتم تسعير الدين به تحديد أسعار الفائدة وفقاً لوضعه المحلي، وهذا بدوره قد لا يناسب الدولة المقترضة.

وعلى الرغم من الحقيقة القائلة بأن إصدار الدين بالعملات الأجنبية (وكذلك المحلية) له العديد من الجوانب السلبية والإيجابية، إلا أن الحقيقة المؤكدة هي أن الاقتراض بشكل عام بغض النظر عن مصدره يعرض الحكومة لمخاطر سيادية؛ ويعكس هذا المفهوم مخاطر عدم قدرة حكومة ما بالوفاء بديونها **متخلفة عن سداد هذه الديون**.

"من الواضح أن شرط ضمان ممارسة ومراقبة الامتثال للعقد في حالة اقتراض الحكومة يختلف عن المتطلبات التي تحكم الائتمان للعلاء الخاصين أو القطاعات غير السيادية. وعلاوة على ذلك، فإن محدودات القدرة على الدفع والرغبة في سداد الديون ذات طبيعة مختلفة، وهناك العديد من المتغيرات التي تؤثر على ذلك مثل أداء الاقتصاد الكلي والرصيد المتاح من احتياطات العملة الأجنبية وتدفقات ميزان المدفوعات، والقدرة على تحصيل الضرائب، ومجموعة متنوعة من العوامل السياسية، وغيرها..." (البنك الدولي)

وبناءً على القول بأن الديون السيادية مختلفة بطبيعتها عن الديون الأخرى، فإن بعض وكالات التصنيف الائتماني الرسمية والخاصة خصصت جزءاً من خدماتها لقياس ونشر التصنيفات الائتمانية السيادية لأكثر من 200 دولة. والوكالات الأكثر شهرة والتي تقوم بذلك هي ستاندرز أند بويرز، وموديز، وفيتش جروب (Standard & Poor's (S&P), Moody's, and Fitch Group). وبشكل رئيسي، فإن وكالات التصنيف هذه تقوم بتقييم مخاطر الديون السيادية وفقاً لمجموعة من الأبعاد، وتشمل هذه الأبعاد



كلاً من الهيكل الاقتصادي وتوقعات النمو، والسياسة المالية وعبء المديونية، والكفاءة المؤسسية، والميزان الخارجي. ثم يتم إعطاء تصنيفات كتقييم AAA هو الأعلى، ثم AA وA، وحتى الوصول لـ C ومن ثم D (متعثر).

ونظراً للعديد من الأسباب فإن تقييمات وكالات التصنيف الائتماني تعتبر مهمةً للدول النامية مثل الأردن، وتتمثل هذه الأسباب فيما يأتي:

أولاً، تعمل هذه التقييمات كحافز على الالتزام يجبر الدول على اتباع سياسات مالية ونقدية أكثر حصافة ومسؤولية. حيث يعتبر الأداء في هذه السياسات جزءاً لا يتجزأ من منهجيات التقييم.

ثانياً، إن الحصول على تصنيف ائتماني جيد يتيح للحكومة اجتذاب رؤوس أموال إضافية من الأسواق الدولية. إذ يعتمد المستثمرون حول العالم بشكل كبير على وكالات التصنيف في اتخاذ قرارات الاستثمار. بالإضافة إلى ذلك، يرفع التصنيف الضعيف من كلفة الاقتراض.

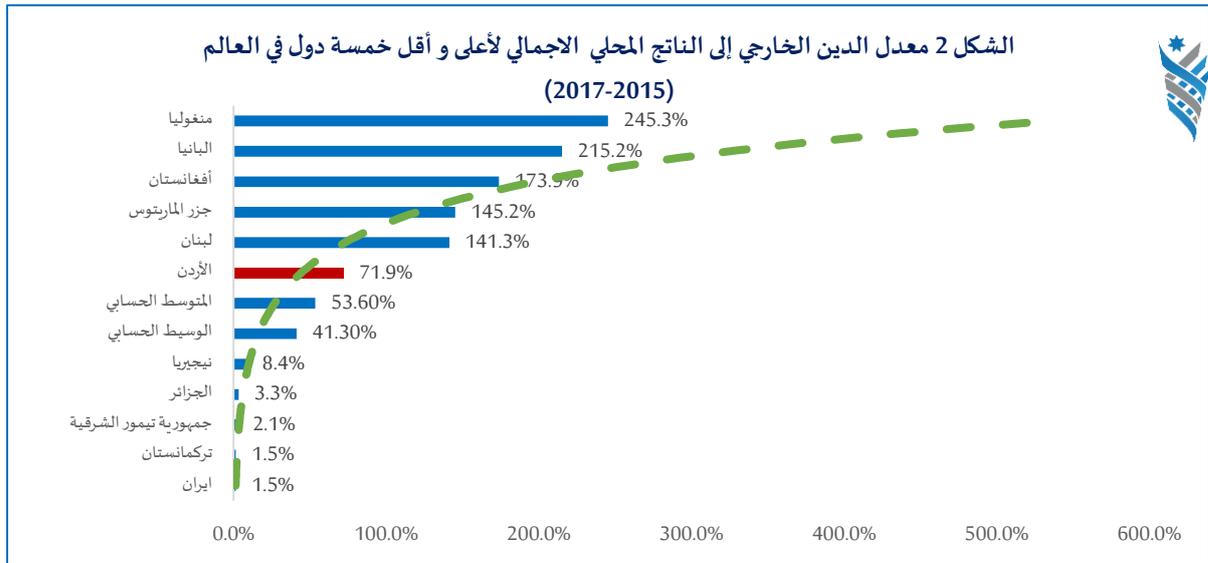
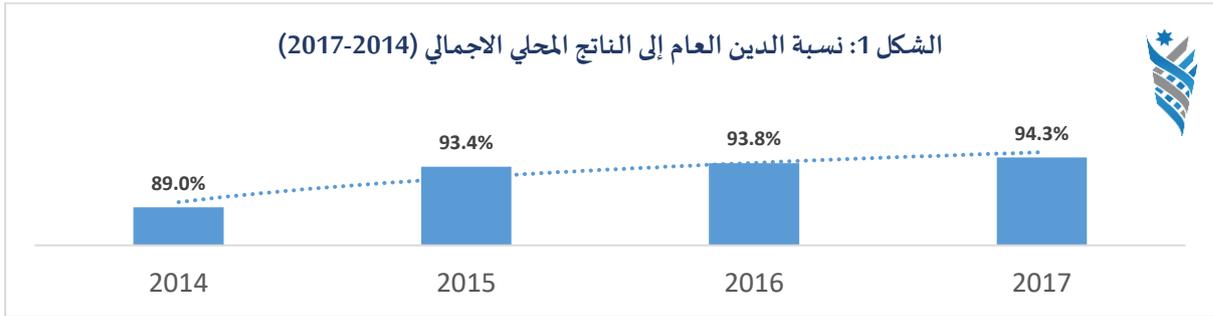
ثالثاً، تشير التجارب الدولية إلى أنه عندما ترتفع مخاطر الديون السيادية لحكومة ما، فإن الشركات المحلية التي تمتلك الحكومة بها نسب كبيرة تتأثر أيضاً إذا كانت تستدين من البنوك.

وتتضمن ورقة السياسات هذه ثلاثة أهداف رئيسية، وهي؛

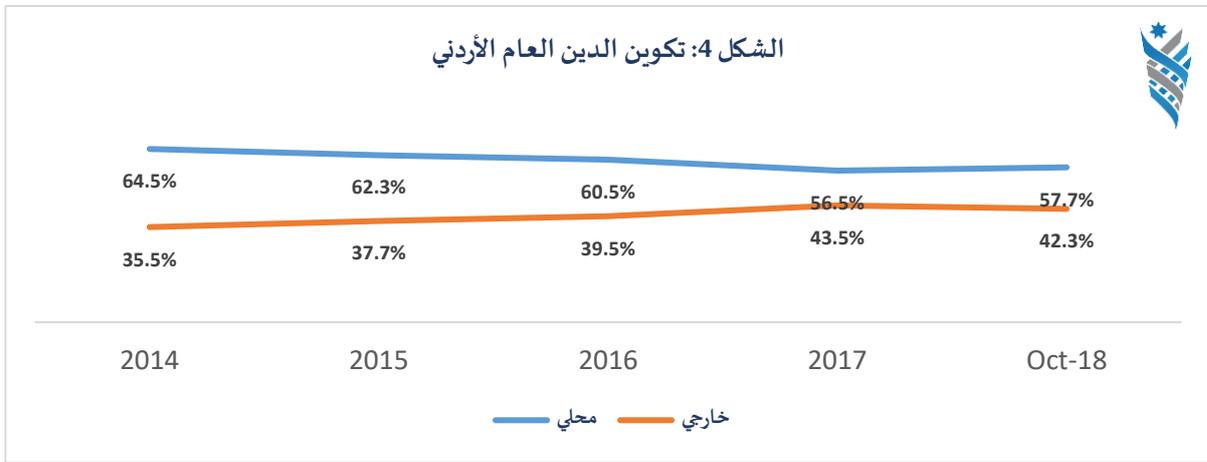
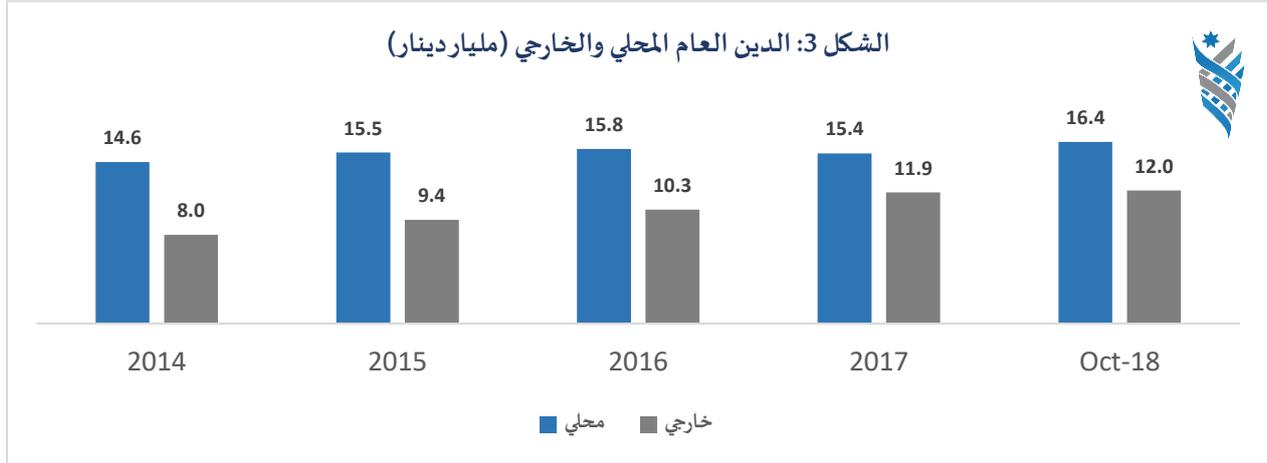
1. توضيح أسباب أهمية التصنيف الائتماني للأردن.
2. شرح المؤشرات المستخدمة من قبل وكالات تصنيف المخاطر الائتمانية.
3. التوصية ببعض التدابير التي تهدف إلى تحسين التصنيف الائتماني للأردن.

2. سياق الدين العام في الأردن:

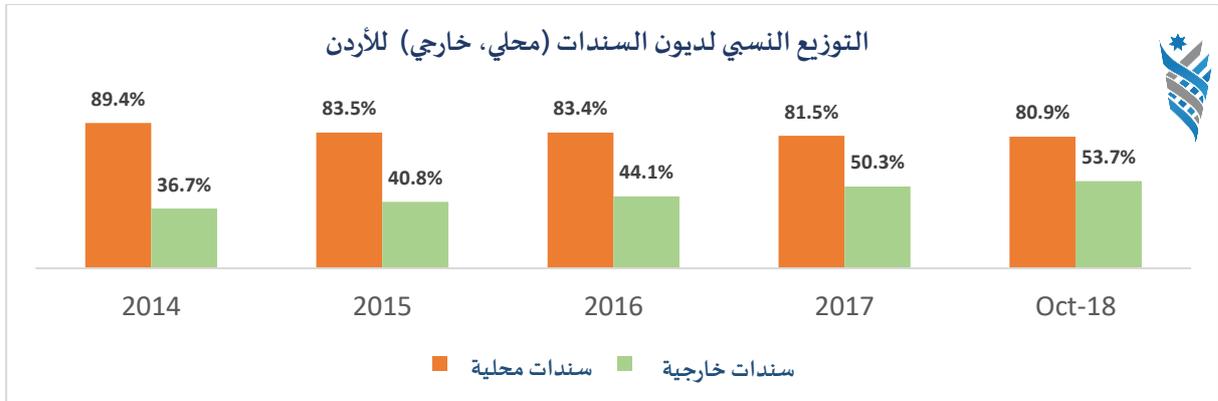
لا يجب التقليل من شأن الدين العام الأردني بشكل عام، وبشكل أخص الدين الخارجي منه، وهذا وفقاً للحقائق التالية: أولاً، في نهاية العام 2017، أصبح الدين العام الأردني يشكل ما نسبته 94.3% من الناتج المحلي الإجمالي (الشكل 1)، وبناءً على قاعدة البيانات الإحصائية للبنك الدولي فإن الدين العام الأردني مرتفع نسبياً مقارنة بالدول الأخرى (الشكل 2).



ثانياً، في نهاية شهر تشرين الأول من العام 2018، وصل إجمالي الدين العام في الأردن إلى 28.4 مليار دينار (الشكل 3). كما ارتفعت نسبة الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي ما بين الفترة 2014 – 2018 من 35.5% إلى 42.3% (الشكل 4).



ثالثاً، تشكل سندات الخزينة وسندات الدين المحلية حوالي 80٪ إلى 90٪ من إجمالي الدين العام المحلي. وقد كان الدين الخارجي على شكل سندات يزداد خلال الفترة الأخيرة نسبة إلى إجمالي الدين الخارجي. وفي الواقع فإن معدل الدين الخارجي على شكل سندات قد ارتفع من 36.7٪ في العام 2014 إلى 53.7٪ في العام 2018 (الشكل 5). أما بقية الديون الخارجية فهي من القروض الثنائية من الدول العربية والأجنبية، والصناديق العربية، وضمانات ائتمان التصدير، والبنوك الأجنبية، والمؤسسات الدولية.



وبمعرفة أن الدين العام الخارجي للأردن -لا سيما السندات الخارجية- أخذ في الارتفاع، من المفيد فهم المؤشرات التي تدخل في التصنيف الائتماني للاقتصادات. وإذا تمكن الأردن من تحسين بعض هذه المؤشرات، فإن إصدار سندات الدين خارجياً سيصبح أقل كلفة.

3. وكالات التصنيف الائتماني للديون السيادية: الإطار

المنهجي :

تشمل وكالات التصنيف الائتماني الأساسية، ستاندرز أند بويرز، وموديز، وفيتش جروب (Standard & Poor's (S&P), Moody's, and Fitch Group). وتقوم وكالات التصنيف هذه بشكل رئيسي بتقييم مخاطر الديون السيادية وفقاً لمجموعة من المتغيرات، والتي تشمل كلاً من الهيكل الاقتصادي وتوقعات النمو، والسياسة المالية وعبء الديون، والكفاءة المؤسسية، والميزان الخارجي. ثم يتم إعطاء تصنيفات كتقييم AAA هو الأعلى، ثم AA وA، وحتى الوصول لـ C ومن ثم D (متعثراً). في الجدول 1، على سبيل المثال: تستعرض الورقة ادناه الخطوط العريضة لتصنيف ستاندرز أند بويرز.

الجدول 1: تصنيف ستاندرز أند بويرز

التصنيف	درجة الائتمان
AAA	موثوقة ومستقرة
AA+	مقترضين ذو جودة
AA	
AA-	
A+	المقترضين الذين يمكن أن يتأثر استقرارهم المالي ببعض الأوضاع الاقتصادية
A	
A-	
BBB+	مرضية في الوقت الراهن
BBB	
BBB-	
BB+	أكثر عرضة للتغيرات في الاقتصاد
BB	
BB-	
B+	درجة عالية من المضاربة
B	
B-	
CCC+	حاليا ضعيف ويعتمد على الظروف الاقتصادية المواتية
CCC	
CC-	
CC	السندات ضعيفة جدا، والغاية منها المضاربة
D	احتمالية شبه مؤكدة للتخلف عن سداد الالتزامات

تستخدم جميع وكالات التصنيف الائتماني عددًا كبيرًا من المؤشرات الاقتصادية وغيرها عند تقييم مخاطر الديون السيادية.

يمكن تلخيص هذه المؤشرات على النحو التالي:

أ- خصائص الدين:

يؤثر حجم وهيكل الدين ودرجة السيولة الحكومية المتاحة، على قدرة أي دولة على الوفاء بالتزامات الديون. والمؤشرات الرئيسية لهذه تشمل:

- نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- نسبة الدين الخارجي إلى إجمالي الدين.
- دفعات الفوائد كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي والدخل.
- الاحتياطيات الأجنبية كنسبة من الديون قصيرة الأجل.
- عدد أشهر الاستيراد التي تغطيها الاحتياطيات الأجنبية.
- متوسط الوقت المتبقي للاستحقاق.
- عدد السنوات منذ التعثر الأخير.

ب- خصائص الاقتصاد:

من الطبيعي أن يؤثر الأداء الاقتصادي للدول في قدرتها على تمويل الانفاق العام وبالتالي أيضاً قدرتها على الوفاء بديونها، ولهذا تستخدم المؤشرات الاقتصادية التالية في تقييم المخاطر الائتمانية للديون السيادية للدول:

- الناتج المحلي الإجمالي والناتج القومي الإجمالي.
- نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي والنمو فيه.
- النمو في الناتج المحلي الإجمالي والتقلب فيه.
- التوزيع القطاعي للناتج المحلي الإجمالي ووزن الإنتاج الصناعي.
- مرتبة الدول ودرجاتها في مؤشر التنافسية العالمي.
- فعالية الحكومة.

ج – التجارة الخارجية:

تؤثر التدفقات التجارية والرأسمالية على موارد النقد الأجنبي المتاحة للحكومة، وإن هذا النشاط له تأثير مباشر على قدرة الحكومة على سداد ديونها الخارجية، ويقاس ذلك من خلال المؤشرات التالية:

- انفتاح الاقتصاد على التجارة الخارجية والتدفقات النقدية.
- ميزان المدفوعات.
- معدل الدين إلى الصادرات.
- تكلفة إعادة تدوير الدين إلى نسبة الصادرات.
- أسعار الصرف الحقيقية والاسمية.
- الاتفاقيات التجارية.

د- البيئة النقدية:

تؤثر البيئة النقدية بشكل مباشر على عائدات السندات المحلية، وبشكل غير مباشر على النشاط الاقتصادي الحقيقي. لذلك، تستخدم وكالات التصنيف الائتماني المؤشرات التالية لتقييم استقرار البيئة النقدية:

- معدلات التضخم.
- معدلات الفائدة المحلية.
- عرض النقد.
- حجم ونمو التسهيلات الائتمانية للقطاع الخاص.

ه- الموازنة الحكومية:

ان الموازنة العامة للحكومة (عجز/فائض) تؤثر بشكل مباشر على مستوى الدين العام الحكومي، وإذا كان هنالك عجز بالموازنة العامة للدولة فإن هذا العجز سيتطلب من الحكومة بأن تحصل المزيد من الأموال من الأسواق المالية وبذلك يمكن أن يؤدي العجز الشديد أو الخوف من العجز في المستقبل إلى خفض التصنيف الائتماني للبلد. ولقياس هذا النوع من المخاطر يتم استخدام المؤشرات التالية:

- النفقات الحكومية مقابل الإيرادات.
- نسبة العجز في الموازنة إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- مستوى العجز في الموازنة واتجاهه عبر الزمن.
- الانفاق العام إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- المدخرات إلى الناتج المحلي الإجمالي.

وبالإضافة إلى المؤشرات والمقاييس المذكورة أعلاه، فإن العوامل الداخلية والخارجية المؤثرة في المناخ السياسي للبلدان تؤخذ في عين الاعتبار عند تقييم مخاطر الديون السيادية. فقد يؤدي عدم الاستقرار السياسي إلى زيادة المخاطر وتخفيض التصنيف. ولهذا السبب فإن استقرار برامج الحكومة والانتخابات والمخاطر الجيوسياسية والأمنية الخارجية كلها تدخل ضمن العوامل المدروسة في تحديد التصنيفات الائتمانية للبلدان.

وبناءً على ما تقدم من عرض لأسس التصنيف الائتماني للبلد، نعرض في الجدول 2 تصنيفات المخاطر الائتمانية للأردن منذ العام 2011، وبحسب تصنيف ستاندردز أند بورز فإن التصنيف الائتماني للأردن كان مستقراً خلال السنوات الماضية.

التصنيف الائتماني للأردن (ستاندردز أند بورز)

التاريخ	التصنيف	النظرة
شباط 2011	BB	سلبية
أيار 2013	BB-	سلبية
تشرين الأول 2014	BB-	مستقرة
نيسان 2016	BB-	سلبية
تشرين الأول 2017	B+	مستقرة
كانون الثاني 2019	B+	مستقرة
توقعات 2019-2021	B+	مستقرة

4. بإيجاز

إن التصنيفات الائتمانية لمخاطر الديون السيادية لها العديد من الآثار، ولها دور مهم في إلزام الدول على اتباع سياسات مالية ونقدية حكيمة ومحكمة للمحافظة على استقرار مؤشرات الاقتصاد الكلي والدين العام. وأن تحظى دولة ما بتصنيف جيد فإن ذلك يساعدها على اجتذاب رؤوس الأموال من الأسواق المالية العالمية، على العكس من ذلك فإن الحصول على تصنيف سيء يرفع من كلفة الاقتراض على الدول. وهذا يعتبر دافع أساسي للدول بما فيها الأردن لتحسين أداؤها في العديد من المؤشرات المالية والنقدية والاقتصادية وليس فقط على مستوى إدارة الدين العام. وفي الواقع، فإن الدين العام ليس العامل الوحيد الذي يؤثر في التصنيف الائتماني للأردن، ولكن هنالك العديد من العوامل الأخرى ذات الأهمية في التأثير في تصنيف الأردن الائتماني، مثل: معدلات النمو الاقتصادي والتذبذب فيها، واحتياجات العملات الأجنبية، ومؤشر التنافسية العالمي، حجم النمو في التسهيلات الممنوحة للقطاع الخاص، كفاءة الجهاز الحكومي بالإضافة إلى العديد من العوامل الأخرى.



منتدى الاستراتيجيات الأردني
JORDAN STRATEGY FORUM

هاتف: +٩٦٢ ٦٥١١ ٦٤٧٦ فاكس: +٩٦٢ ٦٥١١ ٦٣٧٦

www.jsf.org info@jsf.org

 /JordanStrategyForumJSF  @JSFJordan