

تعليقات الإجراء التصنيفي

"فيتش" تؤكد تصنيف تونس عند "CCC"

الجمعة 08 ديسمبر 2023

ترجمة من إعداد "مرصد رقابة" للتقرير الأصلي المنشور بالإنجليزية على الرابط التالي:

<https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-affirms-tunisia-at-ccc-08-12-2023>

الترجمة:

وكالة فيتش للتصنيف الائتماني - لندن - 08 ديسمبر 2023: أكدت وكالة فيتش للتصنيف الائتماني تصنيف عجز مصدر العملة الأجنبية التونسية على المدى الطويل عند "سي سي سي سالب" لا تقوم وكالة فيتش عادة بتعيين التوقعات للجهات السيادية الحاصلة على تصنيف "سي سي سي ايجابي" أو أقل.

توجد قائمة كاملة بإجراءات التصنيف في نهاية تعليق إجراء التصنيف هذا.

عوامل التقييم الرئيسية

مخاطر تمويل عالية واحتياطيات مرنة: يعكس تصنيف تونس "CCC" تزايد عدم اليقين بشأن قدرة الحكومة على تلبية احتياجات تمويل الميزانية الكبيرة - والتي تمت مراجعتها في غياب التقدم في إصلاحات الدعم الرئيسية - وزيادة آجال استحقاق الديون. ويوازن هذا التأكيد افتراضنا المنقح بأنه من غير المرجح أن يتم التوصل إلى برنامج لصندوق النقد الدولي في عام 2024 مع مرونة أفضل من المتوقع للاحتياطيات الدولية على الرغم من محدودية التمويل الخارجي.

زيادة احتياجات التمويل المالي

نتوقع أن تكون احتياجات التمويل المالي ثابتة عند أو أكثر من 16% من الناتج المحلي الإجمالي (أكثر من 8 مليارات دولار أمريكي) سنويًا في الفترة 2023-2025 مقارنة بنسبة 14% (حوالي 6 مليارات دولار أمريكي) في عام 2022، وأعلى بكثير من 2015-2019 متوسط 9%. يعد هذا واحدًا من أعلى المعدلات بين "CCC+" أو أقرانه الأقل. وينتج هذا عن العجز المستمر في الميزانية، وزيادة آجال استحقاق الديون المحلية والخارجية، بنحو 10% من الناتج المحلي الإجمالي سنويًا في الفترة 2024-2025.

وترتفع آجال الاستحقاق المحلية بسبب اعتماد الحكومة المتزايد على التمويل المحلي القصير الأجل للتعويض عن التمويل الخارجي الشحيح. وتعد آجال الاستحقاق الخارجية أعلى، ويرجع ذلك جزئيًا إلى مدفوعات سندات اليورو القادمة (850 مليون يورو في فبراير 2024، ومليار دولار أمريكي في يناير 2025).

آفاق التمويل الخارجي محدودة

في نهاية سبتمبر 2023، تلقت تونس 1.3 مليار دولار أمريكي (2.6% من الناتج المحلي الإجمالي) من التمويل الخارجي. ويقارن هذا بمبلغ 5.5 مليار دولار أمريكي (11% من الناتج المحلي الإجمالي) المنصوص عليه في خطة التمويل لعام 2023، بما في ذلك التزامات الشركاء الثنائية الكبيرة، والتي كانت في معظمها **مشروطة** ببرنامج صندوق النقد الدولي الذي لم يتحقق. ونتوقع أن يصل التمويل الخارجي إلى حوالي 2 مليار دولار أمريكي بحلول نهاية العام. **ولا نتوقع أن تتمكن تونس من الوصول إلى برنامج صندوق النقد الدولي في عام 2024، مما يحد من آفاق التمويل الخارجي.**

نعتقد أن الحكومة يمكنها تعبئة حوالي 2.5 مليار دولار أمريكي (5% من الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2024، بما في ذلك قرض إضافي بقيمة 500 مليون دولار أمريكي من المملكة العربية السعودية (بعد تلقي

400 مليون دولار أمريكي هذا العام)، و500 مليون دولار أمريكي من AfreximBank، والتي تظهر في مشروع قانون ميزانية 2024 نقوم بإدراج تمويل آخر بقيمة 500 مليون دولار أمريكي في توقعاتنا حيث تتفاوض الحكومة على تمويل جديد مع الشركاء. ليس لدينا أي رؤية بشأن التقدم في هذه المفاوضات والأطراف المشاركة، لكننا نعتقد أن الدعم من المملكة العربية السعودية، التي بدت في السابق تصر على صندوق النقد الدولي كشرط مسبق، يمكن أن يشير إلى آفاق أفضل قليلاً للتمويل من الشركاء الخليجيين.

تشبع السوق المحلية

في افتراضاتنا الأساسية، ستحتاج الحكومة إلى جمع ما يعادل 12% من الناتج المحلي الإجمالي في التمويل المحلي في الفترة 2023-2024 لتغطية فجوة التمويل. ونحن نرى في ذلك امتداداً لقدرة السوق المحلية على استيعاب احتياجات تمويل القطاع العام. ويمثل التعرض للقطاع العام بالفعل أكثر من 20% من إجمالي أصول النظام المصرفي، وقد يصل إلى 40% بالنسبة لبعض البنوك العامة. ويعاني القطاع من سيولة محدودة وتعتمد قدرة البنوك على تمويل الحكومة بشكل متزايد على مشتريات البنك المركزي من الديون الحكومية في السوق الثانوية.

وهناك مناقشات سياسية حول **تغيير وضع البنك المركزي** للسماح بالتمويل المباشر للحكومة. ومن وجهة نظرنا فإن ذلك من شأنه أن يعرض مصداقية البنك المركزي للخطر ويزيد الضغط على الأسعار وسعر الصرف.

مرونة الاحتياطات وضيق أسعار الصرف

اتسمت الاحتياطات الدولية الرسمية بالمرونة على نحو غير متوقع في مواجهة محدودية التمويل الخارجي، حيث انتعشت إلى 8.4 مليار دولار أمريكي في أكتوبر 2023 من 7.8 مليار دولار أمريكي في نهاية عام 2022، على الرغم من ضعف التمويل. وكان هذا مدعوماً جزئياً بالانخفاض الكبير في عجز الحساب الجاري، المتوقع أن يصل إلى 4.2% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2023 مقارنة بـ 8.6% في عام 2022. وساهمت عائدات السياحة والتحويلات المالية القوية في التحسن، لكننا نعتقد أن تشديد شروط التمويل للقطاع العام أدى إلى تقييد واردات الشركات المملوكة للدولة.

نتوقع أن يتسع عجز الحساب الجاري إلى حوالي 5% من الناتج المحلي الإجمالي في الفترة 2024-2025، حيث نعتقد أن الواردات ستتعاوى إلى حد ما من مستويات 2023 المقيدة، مع استمرار ميزان الطاقة والغذاء في التأثير على الميزان التجاري، على الرغم من أن السياحة والتحويلات المالية سنظل قوية. ونتوقع أن تتدهور الاحتياطات بشكل ملموس خلال الفترة 2024-2025، في غياب تمويل خارجي حكومي إضافي، حيث من المرجح أن تتم تلبية آجال الاستحقاق الحكومية الخارجية جزئياً عن طريق سحب الاحتياطات.

صلاحيات محدودة وآفاق برنامج صندوق النقد الدولي

نفذت الحكومة تدابير تتعلق بالإيرادات وتوصلت إلى اتفاق بشأن الأجور يقلل الضغوط المالية على فاتورة الأجور. ومع ذلك، فقد توقف التقدم نحو إصلاح نظام الدعم، وهو إجراء مسبق آخر لبرنامج صندوق النقد الدولي، وهناك معارضة سياسية واضحة لزيادة أسعار المواد الغذائية ومنتجات الطاقة الخاضعة للتنظيم. ونتيجة لذلك، توقفت المفاوضات مع صندوق النقد الدولي بشأن البرنامج، ولا نتوقع أن تتقدم الإصلاحات في عام 2024، في سياق الانتخابات الرئاسية.

الانزلاق المالي

قامت الحكومة بمراجعة موازنة 2023، مما دفع العجز المتوقع إلى 6.8% من الناتج المحلي الإجمالي (بما في ذلك المنح) من الهدف الأولي البالغ 5%، وبعد 6.7% في عام 2022. ونتوقع أن يصل العجز المالي إلى 6.5%. حيث تتضمن الميزانية المعدلة بعض الاحتياطات على النفقات، ومن ثم يتم توحيد بوتيرة بطيئة إلى 6.4% في عام 2024 و5.7% في عام 2025.

ويعود العجز المرتفع في الغالب إلى زيادة الدعم والتحويلات إلى الشركات المملوكة للدولة وزيادة تكلفة الديون مقارنة بالميزانية الأولية، التي تمت صياغتها بموجب افتراضات اتفاق مستوى الموظفين الذي تم التوصل إليه مع صندوق النقد الدولي العام الماضي. ويعكس ذلك غياب إصلاح نظام الدعم، والعجز الكبير في التمويل الخارجي مقارنة بخطة تمويل الموازنة، مما يزيد من اللجوء إلى التمويل المحلي الأكثر تكلفة.

مديونية مرتفعة وهشة:

نتوقع أن يرتفع الدين إلى حوالي 83% من الناتج المحلي الإجمالي في الفترة 2024-2025 من 80% في عام 2023، حيث سيظل التحسن المعتدل المتوقع في الرصيد الأولي والنمو المنخفض غير كافيين لخفض نسبة الدين. ولا يزال مسار الديون حساسا للغاية للصدمات المالية - في سياق التعرض الشديد لتقلبات أسعار السلع الأساسية الدولية - وانخفاض قيمة العملة.

أدت الإدارة المشددة لسوق الصرف الأجنبي وتنظيمه إلى إبقاء سعر الصرف مستقرا على نطاق واسع في الفترة 2022-2023، لكن ندرة التمويل الخارجي قد تزيد الضغط على العملة، كما أن الانخفاض الحاد في قيمة العملة من شأنه أن يزيد بشكل كبير من الدين / الناتج المحلي الإجمالي نظرا لارتفاع الديون بالعملة الأجنبية، على الرغم من ارتفاع الدين الخارجي. وتتطلب حصة ديون القطاع الرسمي شروط تمويل مواتية.

النمو سيبقى ضعيفا:

نتوقع أن ينخفض نمو الناتج المحلي الإجمالي إلى 0.9% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2023 مقارنة ب 2.4% في عام 2022، نتيجة الانكماش الحاد في إنتاج القمح البعلي، متأثرا بنقص الأمطار. ونتوقع حدوث انتعاش طفيف إلى متوسط 1.5% في الفترة 2024-2025، مدعوما بتأثير أساسي إيجابي. ونتوقع أن يظل النمو مقيداً بسبب ارتفاع المخاطر السيادية التي تؤثر على بيئة الأعمال ومعنويات المستثمرين، وارتفاع معدلات التضخم (من المتوقع أن يبلغ متوسطه 9.3% في عام 2023)، وتزايد تأثير الإزاحة على القطاع الخاص بسبب ارتفاع احتياجات التمويل الحكومية.

الحوكمة البيئية والاجتماعية والحوكمة - الحوكمة:

حصلت تونس على درجة "5" من حيث الأهمية البيئية والاجتماعية والحوكمة (RS) لكل من الاستقرار السياسي والحقوق وسيادة القانون والجودة المؤسسية والتنظيمية ومكافحة الفساد. تعكس درجات هذه الأطروحات الوزن الكبير الذي تتمتع به مؤشرات الحوكمة التابعة للبنك الدولي (WBGI) في نموذج التصنيف السيادي الخاص بنا. حصلت تونس على تصنيف متوسط في مؤشر البنك الدولي لمؤشرات الاقتصاد (WBGI) في المرتبة 40 المئوية، مما يعكس انخفاض الاستقرار السياسي، وسيادة القانون الراسخة ولكن الضعيفة وحقوق المشاركة في العملية السياسية والقدرة المؤسسية المعتدلة ومستوى الفساد الملحوظ.

حساسيات التصنيف

العوامل التي يمكن أن تؤدي، منفردة أو جماعية، إلى إجراء/تخفيض التصنيف السلبي

- **المالية العامة:** تزايد الدلائل على احتمال التخلف عن السداد، على سبيل المثال، بسبب عدم القدرة على تعبئة التمويل الكافي خارجيا ومحليا لتغطية النفقات المدرجة في الميزانية وأجال استحقاق الديون.
- **التمويل الخارجي:** زيادة الضغوط على الحسابات الخارجية تتجسد في انخفاض احتياطات العملات الأجنبية أو انخفاض قيمة العملة على نطاق واسع.

العوامل التي يمكن أن تؤدي، منفردة أو جماعية، إلى إجراء/ترقية التصنيف الإيجابي

- **التمويل الخارجي:** تحسين الوصول إلى التمويل الخارجي يوفر ثقة أكبر في أن مرونة احتياطات العملات الأجنبية مستدامة ويزيد الثقة في القدرة على التعامل مع استحقاقات الديون الخارجية القادمة.

- **المالية العامة:** تحسين مصداقية السياسات والالتزام بتنفيذ الإصلاحات، ودعم خفض العجز المالي وخفض الديون.

نموذج التصنيف السيادي (SRM) والتراكب النوعي (QO)

ويمنح نظام SRM المملوك لشركة Fitch لتونس درجة تعادل تصنيف "+B" على مقياس IDR طويل الأجل للعملة الأجنبية. ومع ذلك، ووفقاً لمعايير التصنيف الخاصة بها، لم تستخدم لجنة التصنيف السيادي في فيتش SRM و QO لشرح التصنيفات في هذه الحالة. بدلاً من ذلك، يتم توجيه تقييمات "CCC+" وما يليها من خلال تعريفات التصنيف.

إن نظام Fitch's SRM هو نموذج تصنيف الانحدار المتعدد الخاص بالوكالة والذي يستخدم 18 متغيراً بناءً على متوسطات مركزية لمدة ثلاث سنوات، بما في ذلك سنة واحدة من التوقعات، لإنتاج درجة تعادل LT FC IDR. إن QO's QO عبارة عن إطار عمل نوعي تطلعي مصمم للسماح بتعديل مخرجات SRM لتعيين التصنيف النهائي، مما يعكس العوامل داخل شركتنا.

سقف البلد

سقف الدولة بالنسبة لتونس هو "B-". بالنسبة للجهات السيادية ذات التصنيف CCC+ أو أقل، تفترض وكالة Fitch نقطة بداية بدرجة CCC+ لتحديد سقف الدولة. أنتج نموذج السقف الريفي الخاص بشركة Fitch ارتفاعاً في نقطة البداية قدره 0 درجة. وقد طبقت لجنة التصنيف في فيتش تعديلاً نوعياً بدرجة +1 على ذلك، في إطار ركيزة قيود ميزان المدفوعات، مما يعكس أن القطاع الخاص لم يتم منعه أو إعاقته بشكل كبير من تحويل العملة المحلية إلى عملة أجنبية وتحويل العائدات إلى الدائنين غير المقيمين إلى مدفوعات ديون الخدمة.

لا تحدد وكالة فيتش سقفًا للدولة أقل من "CCC+"، وتحدد فقط سقفًا للدولة عند "CCC+" في حالة تحقق مخاطر النقل وقابلية التحويل وتؤثر على الغالبية العظمى من القطاعات الاقتصادية وفئات الأصول.

مصادر المعلومات

تم وصف المصادر الرئيسية للمعلومات المستخدمة في التحليل في المعايير المطبقة.

تم الاستشهاد بالمراجع الخاصة بمصدر المواد الجوهرية كمحرك رئيسي للتقييم

تم وصف المصادر الرئيسية للمعلومات المستخدمة في التحليل في المعايير المطبقة.

اعتبارات الحوكمة البيئية والاجتماعية والحوكمة

حصلت تونس على درجة "5" من حيث الأهمية البيئية والاجتماعية والحوكمة فيما يتعلق بالاستقرار السياسي والحقوق، حيث تتمتع مؤشرات حوكمة البنك الدولي بأعلى وزن في إدارة المخاطر المؤسسية الخاصة بوكالة فيتش، وبالتالي فهي ذات صلة كبيرة بالتصنيف ومحرك تصنيف رئيسي ذو وزن كبير. وبما أن تونس حصلت على مرتبة مئوية أقل من 50 في مؤشر الحوكمة المعني، فإن ذلك له تأثير سلبي على الملف الائتماني.

حصلت تونس على درجة "5" من حيث الأهمية البيئية والاجتماعية والحوكمة لسيادة القانون والجودة المؤسسية والتنظيمية ومكافحة الفساد، حيث تتمتع مؤشرات حوكمة البنك الدولي بأعلى وزن في إدارة المخاطر المؤسسية الخاصة بوكالة فيتش، وبالتالي فهي ذات صلة كبيرة بالتصنيف وهي محرك رئيسي للتصنيف. وزن مرتفع. وبما أن تونس حصلت على مرتبة مئوية أقل من 50 في مؤشرات الحوكمة المعنية، فإن ذلك له تأثير سلبي على الملف الائتماني.

حصلت تونس على درجة "4" من حيث الأهمية البيئية والاجتماعية والحوكمة لحقوق الإنسان والحريات السياسية، حيث أن ركيزة الصوت والمساءلة في مؤشرات حوكمة البنك الدولي ذات صلة بالتصنيف ومحرك

التصنيف. وبما أن تونس حصلت على مرتبة مئوية أقل من 50 في مؤشر الحوكمة المعني، فإن ذلك له تأثير سلبي على الملف الائتماني.

حصلت تونس على درجة ملاءمة للمعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة تبلغ "4+" فيما يتعلق بحقوق الدائنين، حيث أن الاستعداد لخدمة و سداد الديون يرتبط بالتصنيف وهو محرك تصنيف لتونس، كما هو الحال بالنسبة لجميع الدول السيادية. وبما أن تونس تتمتع بسجل حافل لأكثر من 20 عامًا دون إعادة هيكلة الدين العام وتم تسجيله في متغير إدارة المخاطر الخاصة بنا، فإن هذا له تأثير إيجابي على الملف الائتماني.

أعلى مستوى من الملاءمة الائتمانية البيئية والاجتماعية والحوكمة هو الدرجة "3"، ما لم يتم الكشف عن خلاف ذلك في هذا القسم. الدرجة "3" تعني أن القضايا البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) محايدة ائتمانيًا أو ليس لها سوى تأثير ائتماني ضئيل على الكيان، إما بسبب طبيعتها أو الطريقة التي تتم بها إدارتها من قبل الكيان. لا تعتبر درجات الصلة بالجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة الخاصة بوكالة فيتش مدخلات في عملية التصنيف؛ إنها ملاحظة حول أهمية وأهمية العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة في قرار التصنيف. لمزيد من المعلومات حول نتائج الملاءمة البيئية والاجتماعية والحوكمة الخاصة بشركة Fitch.

المصدر:

<https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-affirms-tunisia-at-ccc-08-12-2023>