

(ترجمة موجزة)

تقرير وكالة فيتش Fitch Ratings

بشأن التصنيف الائتماني السيادي لدولة الكويت

(٢٢ يونيو ٢٠١٥)

أصدرت وكالة فيتش (Fitch Ratings) بتاريخ ٢٢ يونيو ٢٠١٥ تقريرها بشأن التصنيف الائتماني السيادي لدولة الكويت لعام ٢٠١٥ مؤكدة ذلك التصنيف عند المرتبة "AA" مع نظرة مستقبلية "مستقرة". وتناول التقرير أربعة محاور رئيسية هي: محركات التصنيف الرئيسية، وحساسية التصنيف، وعوامل التصنيف، والتطورات الرئيسية للتصنيف الائتماني، وفيما يلي عرض موجز لمحتويات التقرير.

#### المحور الأول - محركات التصنيف الرئيسية:

مالية عامة قوية بشكلٍ استثنائي: تتوقع الوكالة أن يصل سعر برميل النفط التوازني للمالية العامة لدولة الكويت في عام ٢٠١٥ إلى نحو ٥٧ دولارًا للبرميل، ويُعتبر هذا السعر الأدنى بين الدول المُصدرة للنفط المُصنفة من قِبل الوكالة، كما أشارت إلى أن الأصول السيادية الخارجية الصافية (Sovereign Net Foreign Assets-SNFA) قد ارتفعت إلى نحو ٢٧٠% من الناتج المحلي الإجمالي في نهاية عام ٢٠١٤، وهي الأعلى بين جميع الدول التي تصنفها الوكالة. كما أن الدين الحكومي لا يتجاوز نحو ٥٠,٥% من الناتج المحلي الإجمالي وهو ثاني أدنى مستوى بين أقرانها في التصنيف. وأشار التقرير إلى أن امتلاك دولة الكويت للمصدات المالية يحمي اقتصادها من آثار انخفاض أسعار النفط العالمية.

بقاء فوائض المالية العامة كبيرة: تتوقع وكالة فيتش انخفاض الفائض المالي في الموازنة العامة للدولة إلى نحو ١٠,٦% من الناتج المحلي الإجمالي في السنة المالية ٢٠١٦/١٥ مقارنةً بنحو ٢٠,٧% من الناتج المحلي الإجمالي في السنة المالية ٢٠١٥/١٤ بسبب تراجع الإيرادات النفطية. وفي هذا الصدد، تنوي السلطات الكويتية اتخاذ تدابير تحدّ من نمو الإنفاق الجاري في الموازنة العامة للسنة المالية ٢٠١٦/١٥، في حين تبقى خطط الإنفاق الرأسمالي للدولة بدون تغيير.

**فوائض الحساب الجاري القوية:** سجلت دولة الكويت فوائض مالية كبيرة في الحساب الجاري منذ عام ١٩٩٩، وذلك بسبب الإيرادات النفطية. وتتوقع الوكالة انخفاض الفائض المالي في الحساب الجاري إلى نحو ١٥,١% من الناتج المحلي الإجمالي في عام ٢٠١٥ ثم تعافيه ليصل إلى نحو ٢٠% في عام ٢٠١٦.

**الطلب المحلي يدعم النمو:** تتوقع الوكالة أن يحقق الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في عام ٢٠١٥ نموًا بنحو ١,٨% مقارنةً بنحو ٠,٩% في عام ٢٠١٤، مدفوعًا بقوة الاستهلاك الخاص والعام، والإنفاق العام الرأسمالي، والمعدلات المستقرة للإنتاج النفطي.

**تقدم مختلط في برامج الإصلاح:** تم مؤخرًا إنجاز القوانين الجديدة للاستثمار الأجنبي المباشر والشراكة بين القطاعين العام والخاص، ويُعتَبَر ذلك خطوة نحو تحسين بيئة الأعمال في دولة الكويت وتصبح أكثر انسجامًا مع أقرانها. ومع ذلك، هناك إصلاحات أخرى تواجه تحديًا في التنفيذ والتواصل، حيث حاولت الحكومة رفع الدعم عن مادتي الديزل والكيروسين، ولاقى ذلك معارضة واسعة وتم مراجعة الرفع بشكلٍ جزئي في فبراير ٢٠١٥.

**نقاط الضعف الهيكلية:** حققت دولة الكويت نتائج أقل من أقرانها في التصنيف "AA" في كلٍ من مؤشرات التنمية البشرية، ومؤشرات ممارسة أنشطة الأعمال، ومؤشرات الحوكمة الصادرة عن البنك الدولي. وأشار التقرير إلى ضعف إطار عمل السياسة الاقتصادية في دولة الكويت، في حين يجري تحسين الرقابة في سوق رأس المال وتزداد قوة الرقابة المصرفية. وأشار التقرير إلى أن المخاطر الجيوسياسية تؤثر على جميع دول المنطقة.

**الاعتماد على النفط:** أشارت الوكالة إلى أن دولة الكويت تعتمد اعتمادًا كبيرًا على الموارد النفطية، حيث يشكّل القطاع النفطي نحو ٦٠% من الناتج المحلي الإجمالي، ونحو ٨٠% من إيرادات المالية العامة. وأشارت الوكالة إلى أن أدوات السياسة الاقتصادية المحدودة (A limited Economic Policy Toolkit) تضع قيودًا على الحكومة في الاستجابة للتقلّبات الشديدة في الأسعار العالمية للنفط، وأشارت إلى أن وجود مصدّات مالية كبيرة (Substantial Buffers) لدى الدولة تُخفف من أثار تلك التقلّبات على الاقتصاد المحلي.

## المحور الثاني - حساسية التصنيف:

التغيرات الهيكلية: يُمكن للتصنيف السيادي أن يحقق استفادة من تحسّن نقاط الضعف الهيكلية مثل تخفيض الاعتماد على النفط، وتعزيز كلٍّ من بيئة الأعمال، ومعايير الحوكمة، وإطار عمل السياسة الاقتصادية.

صدمة أسعار النفط: انخفاض حاد ومستمر في أسعار النفط قد يؤثر سلبيًا على تصنيف دولة الكويت. وفي هذا الصدد، أشارت الوكالة إلى أن التدني النسبي لأسعار النفط التعادلية لدولة الكويت وامتلاكها مصدّات مالية وخارجية ضخمة (Fiscal & External Buffers) توفّر مرونة مرتفعة لاحتواء آثار تلك الانخفاضات على الاقتصاد الكويتي.

المخاطر السياسية: إن التصعيد في المخاطر الجيوسياسية قد يكون له تأثير اقتصادي سلبي على التصنيف، كما أن التطورات السياسية المحلية السلبية يجب أن تكون أكثر حِدّةً من احتياجات عام ٢٠١٢ حتى يكون لها تأثيرات سلبية على التصنيف.

## المحور الثالث - عوامل التصنيف:

### ملخص: نقاط القوة والضعف

عوامل التصنيف	أداء الاقتصاد الكلي	المالية العامة	الوضع المالي الخارجي	السمات الهيكلية
الحالة	ضعيف	قوية	قوي	ضعيفة
الاتجاه العام	مستقر	مستقرة	مستقر	مستقرة

### نقاط القوة:

- الوضع المالي القوي بشكلٍ استثنائي، حيث تمتلك دولة الكويت أصول سيادية خارجية صافية (Sovereign Net Foreign Assets-SNFA) تُعتبر الأعلى بين جميع الدول التي تصنفها الوكالة، وتصل إلى نحو ٢٧٠% من الناتج المحلي الإجمالي في نهاية عام ٢٠١٤.

- يبلغ الدين الحكومي العام لدولة الكويت نحو ٥,٥% من الناتج المحلي الإجمالي في نهاية السنة المالية ٢٠١٥/١٤، وأشارت الوكالة إلى أن حجم الودائع الحكومية في القطاع المصرفي كبير.
- تتمتع دولة الكويت بفوائض مالية كبيرة في كلٍّ من الحساب الجاري والموازنة العامة منذ عام ١٩٩٨، ومن المتوقع بقاءها مرتفعة. ويشير التقرير إلى أن سعر النفط التعادلي لدولة الكويت (سعر برميل النفط الذي يوازن الميزانية) يبلغ نحو ٥٧ دولارًا للبرميل.
- تُعتبر دولة الكويت من أكبر الدول المصدرة للنفط بالمطلق من حيث نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، كما تُعتبر تكلفة إنتاج برميل النفط الكويتي منخفضة جدًا، وتكفي الاحتياطات النفطية لنحو ١٠٠ عامًا عند مستويات الإنتاج الحالية.
- يُعتبر نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في دولة الكويت أعلى بشكل ملحوظ من متوسط أقرانها في التصنيف، ويعكس ذلك بشكلٍ أساسي في ارتفاع نصيب الفرد من إنتاج النفط، وذلك بالرغم من تراجع مؤشرات التنمية البشرية مقارنةً مع الدول الأقران في التصنيف "AA".

#### نقاط الضعف:

- يعتمد الاقتصاد الكويتي بشكلٍ كبير على النفط، حيث يُساهم القطاع النفطي بنحو ٨٠% من الإيرادات العامة للدولة، ونحو ٦٠% من الناتج المحلي الإجمالي في حين أن الأثر غير المباشر أكبر من ذلك. ويشير التقرير إلى أن الإيرادات النفطية تموّل الإنفاق العام وأن العقود الحكومية وانخفاض أسعار الطاقة تدعم بشكلٍ كبير القطاع الخاص.
- يُشير التقرير إلى أن إطار عمل السياسة الاقتصادية ضعيف في دولة الكويت مقارنةً مع الدول الأقران في التصنيف، والسياسة النقدية محكومة بترتيبات نظام سعر الصرف القائم على الربط بسلة عملات يُهيمن وزن الدولار الأمريكي عليها، كما أن دولة الكويت لا تمتلك قواعد مالية عامة (Fiscal Rule) أو إطار متوسط الأجل للإنفاق العام.
- مؤشرات الحوكمة لدولة الكويت ضعيفة ومؤشرات ممارسة أنشطة الأعمال الصادرة عن البنك الدولي أدنى من الدول الأقران في التصنيف "AA". كما أن الخلافات بين مجلس الأمة والحكومة قد أعاققت (Hindered) تنفيذ السياسات والإنفاق الرأسمالي للدولة. وتعرض دولة الكويت كما هو الحال في باقي دول منطقة الشرق الأوسط للمخاطر الجيوسياسية.

- الإيرادات العامة والنتائج المحلي الإجمالي أكثر تقلبًا مقارنةً بالأقران في التصنيف بسبب الاعتماد على الإيرادات النفطية.
- كما هو شائع الحال في المنطقة يُمكن تحسين معايير الشفافية المتعلقة بحجم وتركيب الأصول التي تملكها صناديق الثروة السيادية، ويُشير التقرير إلى أن توافر وتوقيت بعض البيانات الأخرى المهمة في دولة الكويت متأخرة عن أقرانها.

#### المحور الرابع - التطورات الرئيسية للتصنيف الائتماني:

##### أ- توفر المصداق المالية الضخمة لدولة الكويت عازلاً مقابل صدمة أسعار النفط

- تتوقع وكالة فيتش أن يصل متوسط سعر خام برنت إلى نحو ٦٥ و ٧٥ دولارًا للبرميل في عامي ٢٠١٥ و ٢٠١٦ على الترتيب. وترى الوكالة أن وضع المالية العامة لدولة الكويت سيبقى قوياً بشكلٍ استثنائي بالرغم من المسار المنخفض لأسعار النفط، ويعود ذلك لانخفاض سعر برميل النفط التعادلي للمالية العامة عند نحو ٥٧ دولارًا للبرميل من جهة، وامتلاك دولة الكويت لمصداق مالية وخارجية ضخمة من جهةٍ أخرى.
- يُشير التقرير إلى أن دولة الكويت لديها أصول خارجية وفيرة (Ample) لتغطية احتياجات الإنفاق العام على المدى المتوسط. وبناءً على مصادر عامة، تُقدّر وكالة فيتش الأصول السيادية الخارجية الصافية التي تُديرها الهيئة العامة للاستثمار بنحو ٢٥٠% من الناتج المحلي الإجمالي (أو ٤١٤ مليار دولار أمريكي) في نهاية السنة المالية ٢٠١٥/١٤ مقارنةً بنحو ٢٢٦% من الناتج المحلي الإجمالي في العام السابق (أو ٣٧٩ مليار دولار). وتتوقع الوكالة أن تستمر الأصول السيادية الخارجية لدولة الكويت في الارتفاع بسبب عوائد الأصول والتحويلات من الإيرادات النفطية. وأشارت الوكالة إلى الغرض من صندوق الاحتياطي العام (The General Reserve Fund -GRF) هو تغطية الإنفاق الحكومي، وتُقدّر قيمة موجوداته بنحو ٥٤% من الناتج المحلي الإجمالي، في حين تُقدّر قيمة موجودات صندوق احتياطي الأجيال القادمة ( Reserve Fund for Future Generations-RFFG) بنحو ١٩٦% من الناتج المحلي الإجمالي. وفي هذا الصدد، أشار التقرير إلى أنه وبموجب القانون يحوّل ١٠% كحد أدنى من الإيرادات العامة إلى صندوق احتياطي الأجيال القادمة، إلا أنه في كل سنة من السنوات الثلاث الماضية تم تحويل ٢٥% من الإيرادات العامة للدولة.

## ب- تراجع الفوائض المالية لكنها لا تزال كبيرة

- تتوقع وكالة فيتش أن يؤدي انخفاض الإيرادات النفطية إلى جانب استمرار نمو الإنفاق العام للدولة إلى مزيد من الانخفاض في الفائض المالي للموازنة العامة ليصل إلى نحو ١٠,٦% من الناتج المحلي الإجمالي (أو ٤,٢ مليار دينار) في السنة المالية ٢٠١٦/١٥. وتتوقع الوكالة تحسّن الفوائض المالية للموازنة العامة في السنوات الأخيرة من فترة التوقعات في حال تعافي الإيرادات النفطية.
- تتوقع الوكالة المزيد من الانخفاض في كلٍّ من إجمالي الإيرادات العامة والإيرادات النفطية بنحو ١٤,٣% و ٢٣,١% على الترتيب في السنة المالية ٢٠١٦/١٥، قبل أن يتعافى في السنوات الأخيرة من فترة التوقعات.
- تتوقع الوكالة نمو الإنفاق العام في السنة المالية ٢٠١٦/١٥ بنحو ٥,٨% بعد ارتفاع يُقدّر بنحو ١٣,٧% في السنة المالية ٢٠١٥/١٤. وأشار التقرير إلى أن السلطات الكويتية تنوي الحد من نمو الإنفاق الجاري في الموازنة القادمة، بما في ذلك تدابير للحد من نمو الأجور في القطاع العام. ونتيجة لذلك، تتوقع الوكالة أن يرتفع إجمالي الإنفاق العام على الأجور والمرتببات (تشكّل نحو ٢٦% من إجمالي الإنفاق العام) بمعدل معتدل نسبياً بنحو ٣% في السنة المالية ٢٠١٦/١٥، قبل أن يرتفع مرة أخرى في السنوات اللاحقة. كما أشار التقرير إلى أن الإنفاق العام الرأسمالي لن يتأثر بانخفاض أسعار النفط، حيث سيرتفع بنحو ١,٥% في السنة المالية ٢٠١٦/١٥، بعد زيادة تُقدّر بنحو ٧,٨% في السنة المالية ٢٠١٥/١٤.

## ج- خطة التنمية تضع أهدافاً طموحة

- أشار التقرير إلى أنه في فبراير ٢٠١٥، أقر مجلس الأمة خطة التنمية للسنوات ٢٠١٦/١٥ - ٢٠٢٠/١٩، حيث يتوقع إنفاق ٣٤,٢ مليار دينار على مشاريع التنمية خلال تلك السنوات، ونحو ٦,٦ مليار دينار من المشاريع المخطط لها للسنة المالية ٢٠١٦/١٥. وتُشير الوكالة إلى أن تنفيذ الإنفاق الرأسمالي يُعتبر تحدياً رئيسياً. وتتوقع أن لا يتم تنفيذ الخطة التنموية بالكامل بالرغم من أن البيئة السياسية مستقرة. وفي الأحد عشر شهراً الأولى من السنة المالية ٢٠١٥/١٤ بلغ الإنفاق الرأسمالي نحو ٥٢% عما كان مقرراً في الميزانية للعام بأكمله.

## د- تنفيذ بعض الإصلاحات

• يُشير التقرير إلى أن انخفاض أسعار النفط قد حفّز النقاش حول إجراء إصلاحات في كلٍّ من القطاع العام وبيئة الأعمال. وفي هذا الشأن، صدرت اللائحة التنفيذية لقانون الاستثمار الأجنبي المباشر في ديسمبر ٢٠١٤، كما صدر القانون الجديد بشأن الشراكة بين القطاعين العام والخاص في مارس ٢٠١٥. ويشير التقرير بأن هذه المبادرات تُعتبر خطوة نحو سد الفجوة بين دولة الكويت وأقرانها الإقليميين في مؤشرات ممارسة أنشطة الأعمال ومؤشرات الحوكمة.

• أشارت الوكالة في تقريرها إلى أن الحكومة قد بدأت دراسة نظام الدعومات، مما يضمن أسعار أقل من أسعار السوق لمجموعة واسعة من المنتجات والخدمات، وستأخذ تلك الدراسة حوالي سنتين لاستكمالها. وتشير الوكالة إلى أن الإصلاحات تواجه تحديًا في التنفيذ والتواصل، وفي بداية هذا العام رفعت الحكومة الدعم عن مادتي الديزل والكيروسين ليصبح سعرهما ١٧٠ فلسًا / لتر من ٥٥ فلسًا / لتر، ولاقى ذلك معارضة واسعة وتم مراجعة الرفع بشكلٍ جزئي في فبراير ٢٠١٥.

## هـ- النمو بفضل الطلب المحلي

• تتوقع الوكالة أن يُحقق الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي نموًا بنحو ١,٨% و ٢,٨% في عامي ٢٠١٥ و ٢٠١٧ على الترتيب مقارنةً بنحو ٠,٩% في عام ٢٠١٤، مدفوعًا بالنمو في القطاعات غير النفطية الذي من المتوقع أن يصل إلى نحو ٥,٥% بحلول عام ٢٠١٧ من نحو ٤,٥% في عام ٢٠١٤. وفي المقابل، تُقدّر الوكالة أن الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي النفطي تراجع بنحو ١,٩% في عام ٢٠١٤، وتتوقع أن يستقر ذلك الناتج طوال فترة التوقعات، وهذا يعكس حجم الإنتاج النفطي المستقر.

• تُشير الوكالة إلى أن معدل التضخم السنوي بلغ بالمتوسط نحو ٣,٣% في الأشهر الأربعة الأولى من عام ٢٠١٥، وكان مدفوعًا بشكلٍ رئيسي بارتفاع أسعار خدمات المسكن، وتتوقع أن يرتفع معدل التضخم السنوي ليصل إلى نحو ٤% بحلول عام ٢٠١٧ مع نمو الطلب المحلي وانخفاض متوسط سعر الصرف المرجّح بأوزان التجارة الخارجية.

## و- القطاع المصرفي مستقر

- يُشير التقرير إلى أن القطاع المصرفي الكويتي يتمتع برسملة جيدة (Well-capitalized)، وسيولة وربحية مع احتمالية مرتفعة للدعم السيادي. وفي نهاية الربع الرابع من عام ٢٠١٤، بلغت نسبة كفاية رأس المال على مستوى القطاع نحو ١٦,٩%، كما بلغت نسبة القروض غير المنتظمة نحو ٢,٩% من إجمالي محفظة القروض، وبلغ صافي هامش الفائدة نحو ٢,٩%، وبلغت نسبة الموجودات السائلة نحو ٣٦% من الودائع. كما أشار التقرير إلى أن تنفيذ إصلاحات بازل (٣) يسير بشكل سلس (Smoothly)، حيث أصدر مؤخرًا بنكين ديون مساندة (Subordinated Debt) على شكل سندات، وأشار التقرير إلى أن بنك الكويت المركزي قد بدأ في مراقبة نسبة تغطية السيولة (Liquidity Coverage Ratios-LCR) في عام ٢٠١٥. كما أقر بنك الكويت المركزي تعليمات بشأن رفع نسبة كفاية رأس المال القانوني لتصل إلى ١٣% بحلول نهاية عام ٢٠١٦. وأشار التقرير إلى أن شركات الاستثمار التي كانت تُشكّل في الماضي مصدرًا للضعف بالنسبة للبنوك قد عادت إلى تحقيق الربحية.