

أثر الجدارة والتصنيف الائتمانية للديون السيادية على أهم مؤشرات الاقتصاد الكلي  
(دراسة تحليلية لحالة اليونان في ظل أزمة الديون السيادية)

**The impact of the creditworthiness and credit rating of sovereign debt  
on the the most important macroeconomic  
(An Analytical Study of Greece Under the Sovereign Debt Crisis)**

د/ رواق خالد<sup>1</sup>، أ فريد بن عبيد<sup>2</sup>

<sup>1</sup> جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، khaled\_rouag@hotmail.fr

<sup>2</sup> جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر farrhd\_benabid@yahoo.fr

تاريخ النشر: 2021/12/31

تاريخ القبول: 2021/10/09

تاريخ الاستلام: 2021/05/24

**ملخص:**

تواجه العديد من الدول صعوبة في توفير التمويل الازم لزيادة الاستثمارات نظرا" للانخفاض المدخرات من جهة، وضعف النظام المالي في تخصيص الموارد المتاحة نحو قنوات الاستثمار من جهة أخرى، وهذا يجعل من الاسواق المالية العالمية مصدرا مهما للحصول على التمويل الازم لزيادة حجم الاستثمار ودفع عجلة النمو الاقتصادي، وتشكل الجدارة الائتمانية السيادية من أهم الركائز التي يمكن ان تستند اليها الحكومة في الحصول على الاموال الازمة لتمويل نفقاتها العامة.

وتهدف هذه الدراسة لمعرفة مدى تأثير مؤشرات الجدارة والتصنيف الائتماني على مؤشرات الاقتصاد الكلي من خلال دراسة حالة اليونان، وخلص البحث إلى وجود علاقة قوية في الاتجاه المعاكس بين مؤشرات التصنيف الائتماني والجدارة الائتمانية على أهم مؤشرات الاقتصاد الكلي.

كلمات مفتاحية: الجدارة الائتمانية، التصنيف الائتماني، الاقتصاد اليوناني، الاقتصاد

تصنيفات JEL : F02 ؛ F15 ؛ F31

**Abstract:**

Many countries are having difficulty in providing the necessary funding to increase investment because to "low savings on the one hand, and the weakness of the financial system in the allocation of available resources towards investment channels on the other hand, this makes the global financial markets, a source of" important "to get the necessary funding to increase investment and the payment of size economic growth, and form the creditworthiness of the sovereign of the most important pillars that can base their government to get the money needed to finance public expenditures, so the aim of this research to Knowing the extent of the impact of creditworthiness and credit rating indicators on macroeconomic indicators through a case study of Greece. The research concluded that there is a strong relationship in the opposite direction between credit rating indicators and creditworthiness on the most important macroeconomic indicators.

**Keywords :** Credit rating, Creditworthiness, Greek economy ,macroeconomic.

**Jel Classification Codes:** F31؛ F15؛ F02

1. مقدمة

يعد الاقتراض الخارجي أحد أدوات السياسة المالية لمنع وتخفيف التقلبات في الاقتصاد، ولتحقيق التوازن المطلوب عند مستوى التشغيل الكافي، إلا أن سوء إدارة القروض يؤدي بدول كثيرة إلى الوقوع في مشاكل التعثر، ويمثل خطر توقف الحكومات المدينة في العالم عن الوفاء بالتزاماتها أحد أهم الهواجس التي تنتشر في أسواق المال العالمية.

وقد شاع استخدام مصطلح الديون السيادية **Sovereign debts** بصورة كبيرة، خصوصاً مع تعرض اليونان لمخاطر التوقف عن سداد التزاماتها نحو دائنيها، وبدأ المصطلح يستخدم بشكل شبه دائم واقترن مع دور مؤسسات التصنيف الائتماني التي تقدم صورة عن مدى استقرار وتنافسية وقدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها، ومؤشراً للأوضاع الاقتصادية والمالية والسياسية والاجتماعية والتوقعات المستقبلية للدولة.

1.1. إشكالية الدراسة: ومن هنا نطرح التساؤل الأساسي عن أثر مؤشرات الجدارة والتصنيف الائتماني للديون السيادية على أهم مؤشرات الاقتصاد الكلي من خلال دراسة تحليلية لحالة اليونان في ظل أزمة الديون السيادية؟  
وعليه نطرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ماهي محددات ومؤشرات الجدارة الائتمانية والتصنيف الائتماني للديون السيادية والدول؟
  - هل أثرت مؤشرات التصنيف الائتماني على معدلات النمو والتضخم في اليونان؟
  - هل أثرت مؤشرات التصنيف الائتماني على معدلات البطالة وأسعار الفائدة في اليونان؟
- 2.1. فرضية الدراسة: هنالك علاقة عكسية بين انخفاض الجدارة والتصنيف الائتماني للدولة ومجمل مؤشرات الاقتصاد الكلي من خلال دراسة حالة اليونان في ظل أزمة الديون السيادية.

### 3.1. أهداف البحث:

- التعرف على محددات الجدارة الائتمانية للدول؛
- إن الاحتفاظ بمستوى مرتفع من الجدارة الائتمانية عنصرا هاما في تحقيق استمرارية النمو والوصول الميسر لأسواق المال الدولية؛
- تحديد طاقة الدولة على خدمة ديونها الخارجية ومعرفة أهم المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر على قدرة الدولة المقترضة على خدمة ديونها الخارجية.

### 4.1 منهجية البحث:

من أجل تحقيق ما وضع من اهداف البحث واختبار فرضيته، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي للجدارة الائتمانية ومحدداتها وأهم مؤشرات قياسها وتأثيراتها على أهم مؤشرات الاقتصاد الكلي لليونان في ظل أزمة الديون السيادية.

### 2. الاطار المفاهيمي للجدارة الائتمانية والتصنيف الائتماني

#### 1.2 الجدارة الائتمانية:

#### ➤ تعريف الجدارة الائتمانية:

يعرف البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي الجدارة الائتمانية بأنها هي "التي تقيس المقدرة والرغبة في الماضي والمستقبل لسداد الائتمان". ( العامر، قصري، 2012، صفحة 322)

يوضح هذا التعريف بأن توفر المقدرة على السداد وحدها لا يكفي كي يكون العميل جديرا بالحصول على الائتمان والالتزام بالسداد مستقبلا

كما يشير اصطلاح الجدارة الائتمانية إلى إجمالي حجم القروض الخارجية التي تستطيع الدولة المدينة استيعابها، أي يمكنها إعادة سدادها في الوقت المتفق عليه، وذلك من إيراداتها (المستقبلية من الصرف الأجنبي) ( أبو الفحم، 2005)

ينطلق هذا التعريف من التركيز على الجوانب المالية في الحكم على الجدارة الائتمانية وصولاً إلى التعثر الناتج عن عدم قدرة المقترض على سداد التزاماته، فهو يلقي أي تأثير للعوامل الشخصية في الحكم على جدارة العميل.

ويعرف القاموس الدولي الجدارة الائتمانية بأنها "الحصول على تصنيف ائتماني مقبول". ( العامر، قصري، 2012، صفحة 322)

وإجمالاً الجدارة الائتمانية هي مقدرة الدولة على الاستمرار في خدمة ديونها الخارجية والوفاء بالالتزامات المترتبة على هذه الديون في مواعيدها وبدون الحاجة إلى طلب إعادة الجدولة أو الفشل في السداد.

➤ أهمية ارتفاع مستوى الجدارة الائتمانية للدول المقترضة: وترجع أهمية ارتفاع مستوى الجدارة الائتمانية للدول المقترضة إلى عدد من العوامل منها:

- التأثير على تكلفة الاقتراض الإجمالية: وترجع أهمية ارتفاع مستوى الجدارة الائتمانية للدولة المدينة إلى التأثير على مستوى أسعار فائدة للدولة المدينة، فعلى سبيل المثال، نجد أن دول منظمة التعاون والتنمية OECD تحصل على قروض بهامش إضافي على السعر الأساسي أقل في مقارنة بالدول النامية تحصل على القروض بهامش إضافي على سعر الفائدة الأساسي.

- تحقيق استمرارية عملية النمو الاقتصادي: من المتوقع أن تستمر معظم الدول في الاقتراض وذلك إذا أرادت استمرار عملية النمو الاقتصادية بها عند معدلات مقبولة، وذلك في ضوء محدودية التوسع في الاقتراض من المصادر الرسمية (الثنائية والمتعددة الأطراف) لذلك نجد أن النمو الاقتصادي يعتمد في جزء منه على قدرتهم على جذب رؤوس الأموال الأجنبية في شكل استثمارات أو قروض، والذي يرتبط بمستوى الجدارة الائتمانية.

- عرض الأموال القابلة للإقراض: القدرة على إمكانية الدخول الميسر لأسواق رأس المال الدولية للحصول على احتياجاتها التمويلية، وأنه يجب على الدول المدينة الاحتفاظ أو تحسين مستوى الجدارة الائتمانية لها من أجل حصولها على الحجم الأمثل من الأموال القابلة للإقراض، حيث يرتبط عرض تلك الأموال في الأسواق المالية الدولية بمستوى الجدارة الائتمانية للدولة المدينة.

➤ **محددات الجدارة الائتمانية:** يقصد بمحددات الجدارة الائتمانية، أهم العوامل (المتغيرات التفسيرية) التي تؤثر على طاقة الدول المقترضة، وتتمثل أهم هذه المحددات فيما يلي: ( أبو الفحم، 2005)

- **معدل النمو:** (مستوى التنمية الاقتصادية) مقياس كلي للأداء الاقتصادي GDP يعتبر معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي للدولة، كما يستخدم من قبل الدائنين كمؤشر هام لقياس مستوى الجدارة الائتمانية للدولة المدينة، وإذا كانت الدولة المدينة لديها القدرة على استخدام القروض الأجنبية الاستخدام الأمثل بحيث تتحقق الشروط النظرية للاقتراض وهي أن يكون الناتج الحدي لرأس المال المقترض أكبر من التكلفة الحدية لسعر الفائدة على القروض الأجنبية.

ويعتبر مستوى التنمية الاقتصادية من أهم الاعتبارات المؤثرة على مستوى الجدارة الائتمانية للدولة لأنه يعطي مؤشرا عن الطاقة الاقتصادية للدولة الحالية والمستقبلية، على خدمة ديونها الخارجية، ولذلك فإنه من المتوقع أن يرتفع مستوى الجدارة الائتمانية للدول التي تحقق معدلات نمو مرتفعة في الناتج المحلي الإجمالي.

\_ **السيولة:** وتنشأ هذه المخاطرة من عدم كفاية السيولة لمطالبات التشغيل العادية وتقل من عدم قدرة البنك على تسديد التزاماته قصيرة الأجل عند مواعيد استحقاقها، وقد تنتج عن سوء إدارة السيولة في المصرف وعن صعوبة الحصول على السيولة بتكلفة معقولة وهو ما يدعى بمخاطرة تمويل السيولة، ومن أهم مؤشرات السيولة:

\* **نسبة خدمة الديون:** وهي عبارة عن نسبة إجمالي الفوائد وأقساط الديون الخارجية إلى إجمالي قيمة الصادرات من السلع والخدمات، وتشير نسبة خدمة الديون إلى مدى قدرة الصادرات وخاصة أنها المصدر الأساسي للنقد الأجنبي، على مواجهة أعباء الديون.

\* **نسبة الاحتياطيات الدولية إلى الواردات:** وهي عبارة عن نسبة إجمالي الاحتياطيات الدولية إلى إجمالي الواردات من السلع والخدمات وقد تبين أن ثمة علاقة وثيقة بين أزمة المديونية الخارجية والاحتياطيات الدولية فقد ثبت أن الاقتصاد الذي يتمتع بمستوى آمن وملائم من الاحتياطيات الدولية يستطيع

\_ **هيكل الدين:** يعتبر هيكل الدين الخارجي من أهم المحددات المؤثرة على الجدارة الائتمانية للدولة المدينة، لأن الديون الخارجية التي يكون آجال سدادها على فترات زمنية طويلة

نسبياً تجعل الدولة المقترضة أكثر قدرة على التكيف مع صعوبات خدمة تلك الديون قياساً إلى الديون التي تقترضها الدولة وتكون آجال سدادها قصيرة نسبياً.

\_ **نسب التغطية:** تأخذ تدفقات رأس المال الأجنبي الداخلة للدولة أشكال متعددة منها (المنح-القروض-ائتمان الموردين -الاستثمار الأجنبي المباشر-التحويلات... إلخ) وتتأثر التدفقات الأجنبية الداخلة بالأوضاع الاقتصادية والسياسية للدولة، وأنه إذا كان رأس المال الأجنبي الداخل بالقدر الكافي الذي يمكنها من مواجهة التزاماتها التعاقدية وخدمة ديونها، فإن تلك الدول لا تعاني من مشاكل في خدمة ديونها الخارجية، وأنه من المتوقع أن انخفاض نسبة مدفوعات خدمة الديون إلى إجمالي التدفقات الرأسمالية الداخلة للدولة المقترضة، ما يساهم في تحسن مستوى الجدارة الائتمانية للدولة.

\_ **عدم الاستقرار السياسي:** تؤثر العوامل السياسية للدولة بجانب العوامل أو المتغيرات الاقتصادية على تقييم الجدارة الائتمانية للدولة المقترضة، وتعرف حالة عدم الاستقرار السياسي للدولة بأنها أحداث سياسية غير عادية ومخالفة أو غير مسموح بها من جانب قوانين الدولة وتشمل أحداث عدم الاستقرار السياسي، المظاهرات، الاضطرابات، الثورات الاغتيالات السياسية الانقلابات الحروب الأهلية، حرب العصابات.

\_ **الرغبة في السداد:** قد تلجأ الدولة المدينة إلى خيار إنكار ديونها الخارجية إذا أصبح عبء السداد ثقيلاً جداً، وثقل عبء الدين يتحدد بمقارنة نفقات خدمة الدين (مقاسه بالمنفعة المضحى بها) بنفقات قبول اختيار إنكار الدين، أي قرار الدولة لهذا الاختيار يمكن أن يخضع للحسابات الاقتصادية (تحليل التكلفة/ العائد).

## 2.2 التصنيف الائتمان

### ➤ تعريف التصنيف الائتمان:

يعكس التصنيف الائتماني السيادي مدى استقرار وتنافسية وقدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها، ويعتبر مؤشراً للأوضاع الاقتصادية والمالية والسياسية والاجتماعية والتوقعات المستقبلية للدولة، كما يعتبر التصنيف السيادي من عوامل جذب ورفع ثقة المستثمرين في مجمل البيئة الاستثمارية بالإضافة إلى تأهيل الدولة للحصول على التمويل اللازم للمشاريع التنموية من مصادر دولية وبكلفة تنافسية، وتمكين الدولة من طرح سندات الدين والإصدارات الحكومية في الأسواق المالية العالمية. (حشاد، 2006، صفحة 257)

يعرف التصنيف الائتماني بأنه عبارة عن عملية تهدف إلى توفير المعلومات والتقييم المستقل بشأن مدى ملائمة المؤسسة المالية وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية، أو جودة الأوراق أو المنتجات المالية، وفي نفس الوقت لا يعتبر التصنيف ضمانا بقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها. (بن علي، مداني، 2010)

كما يعرف التصنيف الائتماني على أنه عبارة عن رأي محلل متخصص أو مؤسسة متخصصة في الملاءة الائتمانية العامة للمؤسسة؛ أي قدرتها ورغبتها في الوفاء بالتزاماتها المالية ودرجة المخاطر المالية التي تواجهها، أو الملاءة الائتمانية لإصدار معين من السندات أو أي التزامات مالية أخرى، وذلك اعتمادا على المخاطر ذات العلاقة.

وإجمالاً فالائتماني السيادي هو رأي وكالة التصنيف الائتماني في تقويم الحالة المستقبلية للمقدرة المالية السيادية ورغبتها في الوفاء بالتزاماتها المالية بشكل كامل وفي الوقت المحدد، وكلما حصل البلد على تصنيف ائتماني سيادي مرتفع، كلما انخفضت احتمالات عدم الوفاء بالتزامات المالية في حال تعرض البلد للآزمات المالية والاقتصادية. (World

Economic Forum, 2008, p. 8)

ظهرت وكالات التنقيط لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث برزت أول وكالة تنقيط سنة 1841 تحت مسمى 'the mercantile agency'، حيث جاء ظهورها كرد فعل على الأزمة المالية التي حدثت سنة 1837 والتي اعتبرت كنتيجة لضعف انتقال المعلومات والبيانات بين مختلف المتعاملين وبالتالي جاءت هذه الوكالة لتتولى جمع وتوزيع البيانات على مختلف المتعاملين بما يساعد على اتخاذ أفضل القرارات الاقتصادية التجارية والمالية.

وبدأت عملية التصنيف لأول مرة سنة 1909 من طرف مؤسسة 'moody's' التي كانت أول مؤسسة تضع نظاما تنقيطيا خاصا بشركات السكة الحديدية وذلك من طرف مؤسسها 'John Moody'، وذلك ابتداء من Aaa التي تعني وضعية مالية جيدة إلى غاية F التي تعني وضعية مالية سيئة، وابتداء من منتصف سنة 1910 برزت كل من مؤسستا standard and poor's و Fitch كمؤسستان مختصان في مجال التنقيط، ثم شهدت سنة 1918 بروز تنقيط الخطر السيادي المرتبط بتحديد ملاءة الدولة والذي تولت إعداده مؤسسة 'moody's'.

(Ilana et autre, 2012, p. 5)

## ➤ أهم الوكالات الدولية للتصنيف الائتماني:

هناك نحو 150 وكالة تصنيف ائتماني تعمل في 32 دولة حول العالم، لكن اثنتين فقط من هذه الوكالات تحتكران 80% من سوق التصنيف العالمي، وهما وكالة موديز ووكالة ستاندرد أند بورز، تليهما وكالة فيتش التي تهيمن على 14% من سوق التصنيف العالمي المقدره قيمته بنحو 250 مليار دولار، فيما تتنافس باقي الوكالات على حصة سوقية لا تزيد قيمتها على 6% من حجم السوق .

\_ وكالة Moody's للتصنيف الائتماني : (مداني ، 2013 ، صفحة 56)

تعد من أهم مصادر التصنيفات الائتمانية، فهي توفر بيانات بحثية وأدوات تحليلية لتقويم مخاطر الائتمان، وتستفيد منها أكثر من 2400 مؤسسة في جميع أنحاء العالم، يعمل لديها ما يقارب 4000 موظف، منهم أكثر من 1000 محلل ائتماني، وتقوم وكالة موديز بإجراء التصنيفات الائتمانية التالية:

- 100 تصنيف ائتماني سيادي؛

- 12000 تصنيف للشركات؛

- 29000 تصنيف للسندات المالية العامة؛

- 96000 تصنيف للمنتجات المالية المركبة عالية المخاطر.

\_ وكالة Standard & Poor's للتصنيف الائتماني:

هي فرع من شركة "Mcgraw-Hill" التي تنشر تقارير عن التحليل المالي للقيم المنقولة من أسهم وسندات هي أحد الشركات الثلاث المعروفة في مجال التصنيف الائتماني مع منافسيها Moody's et Fitch ratings تعرف في السوق المالي الأمريكي من خلال، مؤشر البورصة الأمريكية "S&P 500" تنشر هذه الوكالة 48 تقريراً للاستعلام في السوق المالي تسمى " The Outlook

\_ وكالة Fitch IBCA للتصنيف الائتمانية:

وكالة التصنيف فيتش هي مؤسسة تقييم دولية، مختلطة أمريكية وبريطانية، يتواجد هيكلها في نفس الوقت بنيويورك ولندن، وهي أصغر مؤسسة من بين الثلاثة، تأسست هذه الوكالة في 24 ديسمبر 1913 بنيويورك.

➤ محددات التصنيف الائتماني السيادي: لا يوجد نموذج يمكن أن يحدد جميع

العوامل التي تؤثر على الملاءة المالية السيادية والعوامل التي تأخذها وكالات التصنيف

الائتمانية بالاعتبار من أجل إعطاء درجة التصنيف الائتماني السيادي يمكن إبرازها من خلال النقاط التالية: (المنظمة الدولية للأجهزة العليا للرقابة، 2001)

المؤسسات السياسية: إن شرعية وثبات شكل الحكومة للدولة يحددان المعالم لصنع السياسة الاقتصادية، وتصدير البضائع والخدمات تحدد المؤشرات لصانعي السياسة الاقتصادية، فرصيد القرض الفرنسي AAA على سبيل المثال يعكس من ناحية جزئية إطار العمل السياسي الديموقراطي الذي يساعد على شفافية عملية صنع السياسة ويجعل الحكومة تستجيب لأخطاء السياسة المتوقع حدوثها مع مرور الوقت.

التضخم والدين العام: من الممكن أن تؤدي عملية تثبيت أسعار العملة في ظل التضخم وعجز الموازنة إلى انخفاض الدعم الشعبي للحكومات ومثل تلك الظروف من الممكن أن تكون أرضاً خصبة لعجز الدين ومثل تلك الأسباب فأً (S&P) ترى بأن معدل التضخم هو المؤشر الوحيد الأكثر أهمية على اتجاهات القروض العامة بالعملات المحلية.

الدين الخارجي: لتقييم حجم الدين العام الخارجي، تقوم مؤسسة (S&P) بمقارنته مع صافي التدفقات الدين الخارجي السنوية من الصادرات من البضائع والخدمات، والتي توفر العملات الأجنبية المطلوبة لخدمة الدين الخارجي.

الاحتياطيات: تعتبر احتياطيات البنك المركزي مؤشر خارجي آخر، ولكن أهميتها تتفاوت بحسب اتجاهات التقييم، والاحتياطيات تعمل عادة كواق مالي للحكومة خلال فترات ضغط ميزان المدفوعات، وتقاس كفاءة الاحتياطيات وفقاً للمستوردات وعجز الحسابات الجارية المتوقعة وإجمالي خدمة الدين.

➤ الترميز بالنسبة لمؤسسات التصنيف الدولي: تقوم مؤسسات التصنيف بإخراج التصنيف الائتماني للدول والمؤسسات من خلال مجموعة من الرموز (الأحرف والاشارات) حيث يعبر كل منها عن وضعية اقتصادية معينة من حيث الخطورة ودرجة الأمان ويمكن توضيح من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (01) التصنيف المالي لمؤسستي (Moody/ S&P)

تعريف الدرجة الائتمانية	Moody	&P
تسمى سندات الحافة الذهبية لقدرتها العالية لدفع الفائدة أصل المبلغ وضممانات القوة.	Aaa	AA
سندات النوعية العالية قدرة قوية لدفع الفائدة وأصل المبلغ.	Aa	A
قدرة لدفع الفائدة وأصل المبلغ، عناصر الضمان تتغير وتتأثر بتغير الظروف الاقتصادية بسندات الدرجة الاستثمارية	A	
لها قدرة لدفع الفائدة وأصل المبلغ، ومركزها قد تضعف بتغير الظروف الاقتصادية توصف التزاماتها من الدرجة الاستثمارية.	Baa	BB
ذات درجة نوعية منخفضة للفائدة وأصل المبلغ وطبقاً لأجل السند على الرغم من توفر درجة النوعية والحماية لعناصر الضمان.	Ba B	B
ذات درجة مضاربة لأصل المبلغ، والفائدة مرتفعة على الرغم من امتلاكها لدرجة النوعية والحماية.	Caa Ca	CC C
تقترب من سندات الدخل في حالة عدم دفع الفائدة وتسمى سندات المضاربة إلى حد ما.	C	
سندات النكول واحتمالات الافلاس عالية للجهة المصدرة وتسمى بسندات الخردة.	D	

المصدر: (فؤاد التميمي، 2010، صفحة 261)

ولكي تتأهل الجهة الراغبة بالاقتراض يجب ألا يقل تصنيفها الائتماني عن درجة الاستثمار BBB. وفي حال كون التصنيف BB أو أقل تعتبر درجة التصنيف درجة مضاربة حيث تتميز بارتفاع كلفة إصدارها وبشكل خاص كلفة تعهد التغطية وإدارة إصدار السندات وبيعها، كما وتتميز بارتفاع سعر الفائدة عليها. والجدول رقم (1) يعطي قراءة لرموز مؤسسات التصنيف الدولي.

فالديون التي تحمل التصنيف AAA تكون ضمان استثنائية للمصدر ووضعية قوية في السوق والقدرة على التجديد والتكيف عالية، الحساسية على التغيرات والتطورات التقنية والبيئة الانتاجية ضعيفة جدا، والسيولة استثنائية، أما أضعف الديون أو ما يطلق عليها ديون الخرد التي تحمل التصنيف D والذي يعبر على أن القدرة على تسديد الديون تساوي صفر أو بمعنى آخر تعبر عن حالة الإفلاس التام.

دائما ما يصحب التصنيف الائتماني للدولة ما يسمى النظرة المستقبلية **Outlook** للتصنيف الائتماني للدولة، الذي يعكس تقييم مؤسسة التصنيف حول وضع التصنيف الممنوح للدولة في المدى المتوسط (بين سنة إلى ثلاث سنوات)، الذي يأخذ بشكل عام إحدى صور ثلاث وهي إيجابي **Positive**، ويعكس تفاعل المؤسسة باستمرار احتمالات تحسن أداء الحكومة الائتماني واحتمالات ارتفاع تصنيفها في المستقبل، وسلي **Negative** ويعكس تشاؤم المؤسسة باستمرار احتمال تراجع أداء الحكومة وتراجع التصنيف الممنوح لها في المستقبل، ومستقر **Stable** ويعكس ثقة المؤسسة باستمرار التصنيف الحالي للدولة كما هو عبر المدى المتوسط.

### 3. التصنيف الائتماني للديون السيادية في اليونان خلال الأزمة:

#### 1.3. الاقتصاد اليوناني ما قبل الأزمة:

إن انضمام اليونان إلى الاتحاد الأوروبي سنة 1981 وانتفاعها من كل الآليات الممنوحة من الاتحاد الأوروبي في شكل صناديق الإعانة الذي يوفرها هذا الأخير للبلدان المنضوية تحته والمتميز بدخل أقل من المعدل الأوروبي، هذه الموارد الهامة أتاحت جملة من المزايا التي تفوق القدرات والإمكانات الاقتصادية لدولة مثل اليونان حيث مكنتها من:

\_ تغطية عجز موازنتها ومضاعفة الدخل السنوي للفرد الواحد بـ 8 مرات في حين كان هذا الدخل يعادل 4000 دولار سنة 1981، فأصبح يقارب 3200 دولار مما أتاح لليونان مشاركة الدول المتقدمة في التصنيف العالمي الممنوح من الأمم المتحدة لتنمية والذي صنف اليونان في المرتبة 25 من أصل 177 دولة. (الشكندالي ، 2010، صفحة 19)

\_ حافظ الاقتصاد اليوناني على معدلات النمو المرتفعة خلال الفترة الممتدة من 2005 - 2008 حيث وصل معدل النمو إلى 3.3% وهو أعلى من معدل النمو المماثل في الدول الأعضاء بمنطقة منطقة اليورو، وفي مجموع دول الاتحاد الأوروبي حيث لم يتعد 2% و2.2% على التوالي. (منير النجار، 2012، صفحة 66)

\_ زيادة نفقات الاستهلاك الخاص سنوياً ضعف مثيله في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي، فقد بلغ 3.9% مقارنة بمعدل 1.5% و1.8% على التوالي، وقد حدثت زيادة أقل في الاستثمارات الكلية، فقد بلغ نموها 2.1% سنوياً ولتقييم زيادتها المحدودة يجب الأخذ في الاعتبار أن ذلك يتعلق بالفترة التي أعقبت فترة إعداد دورة الألعاب الأولمبية عام 2004، حيث فرض تنظيمها القيام باستثمارات موسعة. ( فاسيلياديس، 2010، صفحة 9)

\_ لقد أدت معدلات النمو المرتفعة إلى زيادة التشغيل من جهة، وإلى خفض معدل نسبة البطالة من جهة أخرى، وقد زاد عدد العاملين بنسبة 1.3% سنوياً في الفترة 2005-2008، كنتيجة لفترة الإعداد لدورة الألعاب الأولمبية (1.4% في فترة 2000-2004) بينما تحسنت نسبة العاملين إلى تعداد السكان، وقد تراجعت نسبة البطالة إلى 7.7% في نهاية هذه الفترة، من نسبة 10.2% التي كانت عليها قبل أربع سنوات، أي أنه أنخفض بفارق 2.5 نقطة. ( فاسيلياديس، 2010، صفحة 6).

### 3.2. الأزمة مؤسسات التصنيف الائتماني:

انطلقت الأزمة الأوروبية واليونانية بالتحديد في أكتوبر 2009 عندما تسلم الحزب الاشتراكي لتسيير الحكم وفوزه في الانتخابات ونهاية حكم اليمين، عند ذلك صرح وزير المالية بأن عجز موازنة اليونان سنة 2009 هو في حدود 12.5% أي ضعف ما صرحت به الحكومة السابقة، ليتضح حقيقة وحجم الأزمة اليونانية.

إذا تحرك مؤشر التصنيف للأسفل فإن ذلك يمكن أن يتسبب في حدوث زلزال في أسواق المال العالمية، لذلك فإن وكالات التصنيف الائتماني تلعب أيضا دورا حاسما في أزمة اليونان، وتعيش هذه الأخيرة تحت حالة من الأزمات المالية المتتابة مما أدى إلى انعكاسات سلبية على وضعها الاقتصادي، ومدى قدرتها على سداد ديونها، لذا لم تقف وكالات التصنيف الائتماني موقف المشاهد، بل أخذت اجراءاتها من أجل خفض التصنيف الائتماني لليونان.

✓ 08 ديسمبر 2009: لجنة التنقيط الدولية **FitchRatings** تقوم بتغيير نقطة سندات الخزينة اليونانية من A إلى A-.

✓ 08 ديسمبر 2009: تنقيط شركة **Fitch** ينتقل من A- إلى BBB+.

✓ 22 ديسمبر 2009: بعد الوكالتين **Fitch** و **Standard&Poor's** جاء دور وكالة **Moody's** لتقوم بتخفيض التنقيط على ديون اليونان من A1 إلى A2 بسبب التدهور المالي الذي تشهده مالية الدولة.

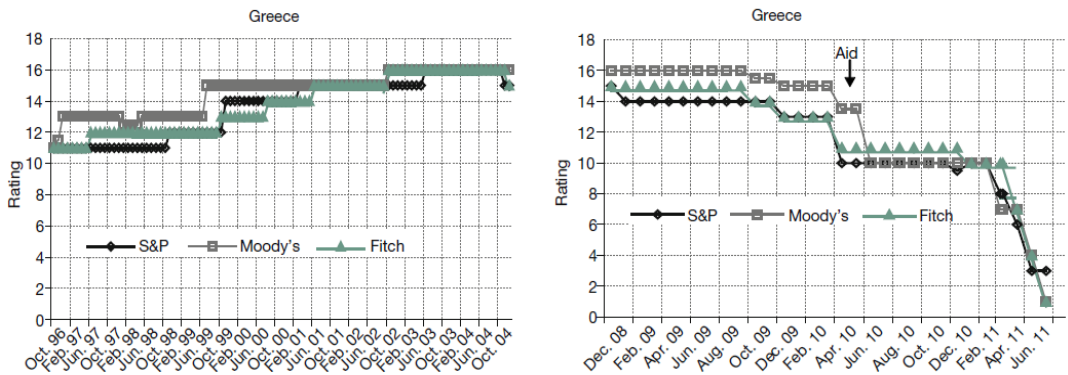
✓ 17 يوليو 2011 خفضت موديز تصنيف ديون اليونان ثلاث نقاط أخرى من Caa1 إلى Ca وهو ما يزيد بمقدار نقطتين فقط عن حد الإفلاس المالي. وقالت المؤسسة في بيان لها: "إن برنامج الاتحاد الأوروبي المعلن يعني فيما يتعلق بسندات دين الحكومة اليونانية أن احتمال استبدال ديون مشكوك في تحصيلها ومن ثم التخلف عن سدادها قائم بنسبة 100%".

✓ 22 فيفري 2012 خفضت مؤسسة فيتش التصنيف الائتماني لليونان من CCC إلى C.

✓ 27 فيفري 2012 خفضت مؤسسة التصنيف الائتماني العالمية "ستاندرد أند بورز" التصنيف الائتماني لليونان إلى درجة "التخلف الانتقائي" (CD)، وذكرت مؤسسة "ستاندرد أند بورز" في بيان لها أنها خفضت التصنيف الائتماني لليونان بعد اقرار الحكومة اليونانية مشروع القانون حول أحكام العمل الجماعي الذي يغير الشروط الأولية بشكل جذري ويطلق ما يسمى بإعادة هيكلة الديون.

والشكل رقم (01) يعطي صورة واضحة على التحول الكبير في التصنيف الائتماني لديون اليونان المحدد من المؤسسات الثلاثة المتخصصة في هذا المجال، فخلال الفترة الممتدة من (1996 – 2004) أعطت كلها تصنيفات متميزة ومؤهلة لليونان لدخول لأسواق المال الدولية بصفة الدولة أو الاستثمار الآمن، نتيجة طبيعية لانضمامها إلى الاتحاد الأوربي ومنطقة اليورو. ولكن الأمر تحول بالكامل بعد 2008 تاريخ الأزمة لتنزل كل المؤشرات إلى الجانب السلبي، وهو ما يطرح كذلك الكثير من التساؤلات حول أهلية ومصداقية هذه المؤسسات، والمعايير المستخدمة في تحديد التصنيف الائتماني لديون الدول.

الشكل رقم (01) التصنيف الائتماني لديون اليونان



(Source: (Muhamed , 2011, p. 306)

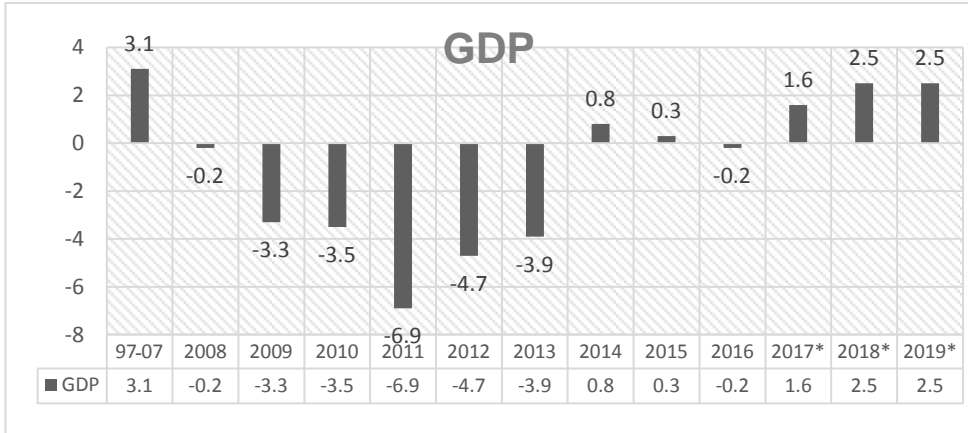
#### 4 . مؤشرات الاقتصاد الكلي لليونان خلال الأزمة

1.4 الناتج المحلي الإجمالي: يعد خفض التصنيف تطورا سلبيا جدا، لأنه سيزيد من صعوبة السيطرة على نمو الدين العام، وهناك نسبتان مهمتان يجب مراقبتهما: نسبة الدين العام إلى حجم الاقتصاد (الناتج المحلي الإجمالي)، ونسبة العجز السنوي إلى حجم الاقتصاد.

أكدت احصائيات الربع الأول من سنة 2012 إلى أن منطقة اليورو سجلت نسبة نمو في الناتج المحلي الإجمالي بنسبة صفر بالمئة مقارنة بالربع السابق له، أما الاتحاد الأوروبي اجمالا فقد نما الناتج المحلي الإجمالي بنسبة ضئيلة جدا حوالي 0.1% وذلك بانخفاض كبير مقارنة بالربع الأول من سنة 2011 والتي قدر النمو فيها بـ(1.6%). (Eurostat, 2012) ولكن اليونان كانت خارج هذا النمو، بل كانت هي السبب في خفض النسبة الاجمالية.

وبينت الاحصائيات أن اليونان قد استفادت من الانضمام إلى الاتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو في رفع الناتج المحلي بنسبة 3.1% ما بين سنتي 1997-2007، مستفيدة من المساعدات الممنوحة في هذا الإطار، إلى أن الأزمة المالية العالمية وانخفاض تنافسية اليونان مقارنة ببقية دول اليورو، وانضمام دول أوروبا الشرقية إلى النادي الأوروبي، شكلت أهم نقطة التحول في الاقتصاد اليوناني فانخفض الناتج المحلي إلى -3.3% في 2009 ليصل إلى أدنى قيمة له في 2011 حيث وصل إلى ناقص 6.9% ليدخل في مرحلة تذبذب. الشكل رقم (2). (3.2).

الشكل رقم (02) الناتج المحلي الإجمالي لليونان (1997\_2019)



المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على: (European Commission, 2017)

من خلال قراءة الشكل أعلاه يتبين ما يلي:

✓ انخفاض معادلات نمو الناتج المحلي بشكل كبير بين سنوات (2009 إلى 2013) وهي الفترة التي خفضت فيها جميع مؤسسات التصنيف الائتماني الجدارة الائتمانية لليونان انظر الشكل رقم (1)؛

✓ نلاحظ أن معدلات النمو عادت للارتفاع بمجرد تقديم المساعدات لليونان (خطط الإنقاذ) وبدأ خطط التقشف التي تفاعلت معها مؤسسات التصنيف الائتماني ورفعت من معدل التصنيف للدين السيادي لليونان.

4. 2 حجم الديون والعجز في الميزان التجاري: في تقرير مؤسسة CMA المتخصصة في المعلومات عن الائتمان في العالم بعنوان «مخاطر الديون السيادية في العالم - الربع الثالث 2011»، رتب الديون السيادية لدول العالم وفقاً لأخطر هذه الديون من خلال الاحتمال التراكمي للتوقف عن السداد خلال السنوات الخمس المقبلة، وبناء على هذا الاحتمال تقوم المؤسسة بتصنيف الدول وفقاً لدرجة أمان أو خطورة ديونها السيادية، وتناول التقرير 68 دولة لديها ديون سيادية. ورأى التقرير أن أخطر الديون السيادية هي ديون اليونان، إذ يبلغ الاحتمال التراكمي للتوقف عن السداد في خمس سنوات نحو 90.6 في المئة، ثم البرتغال بنسبة 61.3%، وفينزويلا 58.7%، الأرجنتين 53.2%، باكستان 51.8%، أوكرانيا 46.9%، إيرلندا 46.2% إيطاليا 33.3%، ثم هنغاريا ودبي.

الدين العام اليوناني هو في الواقع مشكلة هيكلية قبل الأزمة، والاعتراف أن نسبة الدين العام / الناتج المحلي الإجمالي ما يقرب من 100% في عام 2001 مع الانضمام إلى منطقة اليورو، وهو ما يعارض أحد بنود معاهدة ماستريخت (60%) مع ذلك اليونان لم تستفد من فترة النمو القوي الذي حدث بين عامي 1997 و 2007 (4.2% سنويا في المتوسط) للحد من هذه الديون (Jean-François, 2010, p. 34).

الجدول رقم (02) حجم الديون والعجز في الميزان التجاري اليوناني

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
صافي الإقراض (+) أو الاقتراض (-)	-16.2	-13.3	-10.6	-9.9	-6.3	0.3	0.4-
توازن الميزانية العامة معدل دوري	-9.8	-15.6	-10.3	-9.1	-7.3	12.3-	3.5-

0.4	2.2	-2.9	-5.7	-9.0	-14.7	-9.8	هيكل الميزانية
177,1	175,0	160.6	165.3	145.0	129.4	113	اجمالي الديون

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على: (European Commission, 2017)

من خلال قراءة الجدول أعلاه وخلال الفترة الممتدة بين سنوات (2009 إلى 2013) وهي الفترة التي خفضت فيها جميع مؤسسات التصنيف الائتماني الجدارة الائتمانية لليونان انظر الشكل رقم (2) سجل:

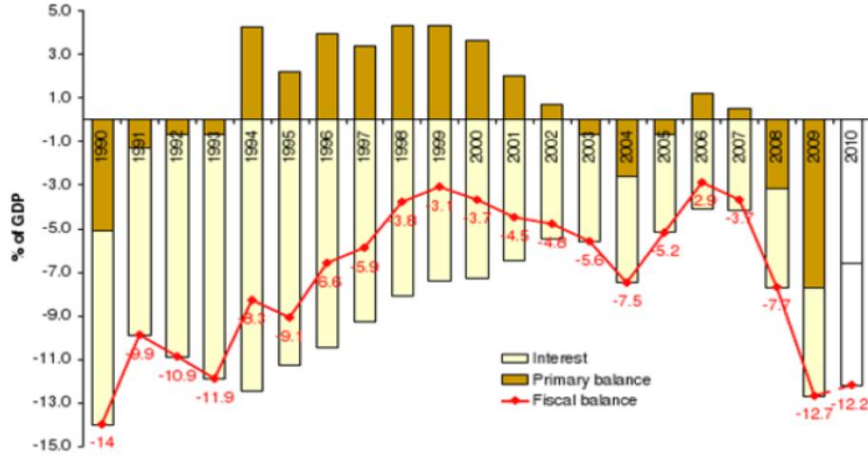
✓ ارتفاع اجمالي الدين العام بشكل كبير من 129.4 سنة 2009 إلى 175,0 أكثر من 30%:  
 ✓ معدل توازن الميزانية كان سالبا خلال فترة الأزمة أكبرها مع انفجار الأزمة 2009 بمعدل سالب (-15.6):

✓ خلال فترة الأزمة هيكل الميزانية عرف مؤشرات سالبة متفاعلا مع التوقعات السلبية التي وضعتها مؤسسات التصنيف الائتماني لليونان واحتمالية انهيار الوحدة الأوروبية أو خروج اليونان من منطقة اليورو.

أما من حيث إيرادات ونفقات اليونان بحسب صندوق النقد الدولي فقد كشفت أزمة الاقتصاد العالمي عن ضعف أوضاع المالية العامة فيها، حيث حدث انخفاض كبير في الإيرادات بينما شهد الإنفاق ارتفاعا حادا وخاصة على الأجور وبرامج المستحقات (صندوق النقد الدولي، 2010) الشكل رقم (3) يعبر عن لفجوة المالية اليونانية بين سنتي (1990.2010).

وتعتبر النفقات العامة في اليونان مرتفعة للغاية خصوصا في قطاعي الصحة والتعليم بالإضافة إلى ضعف الكفاءة في استخدامها، إذ تمثل اليونان الأعلى معدلا من حيث الإنفاق الصحي، ويرى العديد من المحللين أن سبب العجز في الميزان الجاري لليونان يعود إلى ضعف قدرتها التنافسية في مجال التصنيع والصناعات الصغيرة، كما تعتبر اليونان أضعف اقتصاد في منطقة اليورو إذ لا تساهم إلا بـ 11.8% من إجمالي الناتج الأوروبي.

الشكل رقم (03) إيرادات الدولة اليونانية ونفقاتها بين سنتي (1990.2010)



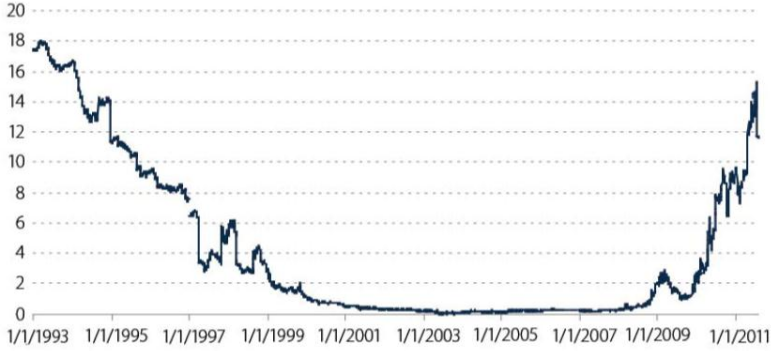
Source (Muhamed , 2011, p. 308)

3.4 أسعار الفائدة على السندات: يرتبط مستوى التصنيف عادة بمعدلات الفائدة، فالتصنيف الأدنى يعني فائدة أعلى، لأن مخاطر الدين تصبح أكبر. هذا يعني أن السندات الجديدة التي سيصدرها اليونان ستكون بفائدة أعلى.

انخفضت بالنسبة لليونان أسعار الفائدة على السندات بنسبة 18% (من 24.5% إلى 6.5%) بين عامي 1993 و1997 بتقارب واسع النطاق بين الدول في منطقة اليورو. بفعل الأثر الرجعي القوي لليورو، ولكن بعد الأزمة المالية العالمية بدأت عيوب المالية اليونانية تظهر لتلقي بظلالها على أسعار الفائدة على السندات السيادية.

بالنسبة للمستثمرين قد لا تكون المسألة اليونانية قائمة فقط على صعيد مخاطر نقصان القيمة الفعلية والصحيحة للمحفظة، بالارتباط مع ارتفاع أسعار الفائدة، بل أنها قد تنجم عن التساؤل حول ملءة الدولة نفسها فمن الممكن أيضا أن تكون قد ظهرت تدريجياً لدى المشتركين في السوق إمكانية وقوع الدولة اليونانية في التخلف عن الدفع وهكذا انتقلت أسعار الفائدة على 10 سنوات على اليونان من 6% في شهر جانفي إلى 7% في أفريل بعدما تبين العجز أكبر بكثير مما كان مقدرا رسميا، مما رفع أسعار الفائدة إلى مستويات غير مسبوقة تخطت 12% ماي سنة 2010 مما دفع باليونان إلى طلب المساعدة الأوروبية.

### الشكل رقم(04) تطور أسعار فائدة السندات اليونانية مقارنة بالألمانية

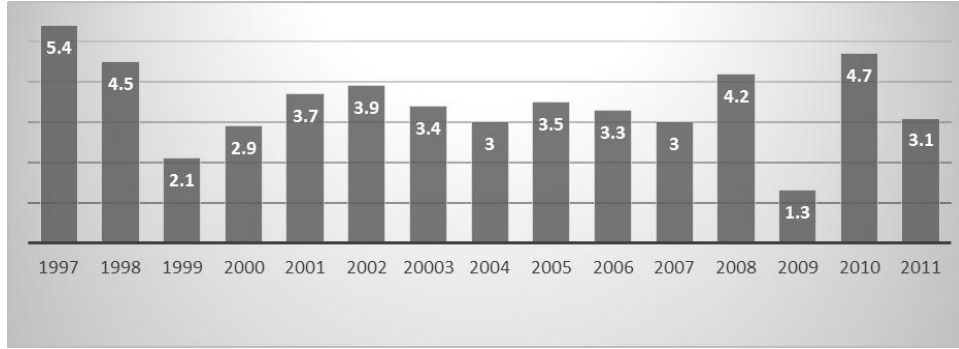


Source: (Rebecca.Belkin , 2011, p. 5)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن سنة 2009 عرفت تحولا كبيرا في سعر الفائدة على السندات اليونانية مقارنة بالألمانية حيث ارتفعت بشكا كبير كاستجابة لخطر عدم السداد الذي واجهته اليونان متفاعلتا مع انخفاض مؤشرات التصنيف الائتماني للدين السيادي اليونان والجدارة الائتمانية للدولة.

**4.4 المستوى العام للأسعار (التضخم):** رغم معدلات النمو الكبيرة التي شهدتها أعوام 2005\_2008 فإن الاقتصاد اليوناني لم يشهد قفزة في مستوى التضخم، الذي استمر في مستوى قريب من متوسط المستوى السائد في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي باستثناء بعض التقلبات القليلة، خلال فترة 2005-2007، فإن الرقم القياسي لأسعار المستهلك قد بدأ من مستوى 3.5 %، ليتراجع بصورة بسيطة إلى 3%، في نهاية الفترة المحددة. وفي هذه الفترة كان مستوى هذا المؤشر في منطقة اليورو خلال عام 2006 يصل إلى 2.2 % و 2.3% في الاتحاد الأوروبي، بينما تراجع في عام 2007 إلى 2.1 % في منطقة اليورو وارتفع إلى 2.4 % في الاتحاد الأوروبي. الشكل رقم (5)

الشكل رقم (05): المستوى العام للأسعار (التضخم)



Source: (eurostat, s.d.)

## 5 . خاتمة

من خلال ما تم تناوله في هذه الدراسة وبعد اختبار الفرضيات تم التوصل إلى نتائج والتي من خلالها نقوم بتقديم الاقتراحات وفق ما يلي:

### 1-5- نتائج اختبار الفرضيات

- ✓ الدور الكبير والمهم الذي أصبحت تلعبه مؤسسات التصنيف الائتماني بحيث أصبحت تتحكم في مصير اقتصاديات الدول، على الرغم من التشكيك الكبير في مدى مصداقيتها وتحكم الدول الكبرى بها وتحديد الولايات المتحدة الأمريكية؛
  - ✓ من خلال الشكل رقم (2) والجدول رقم (2) يتبين أن المؤشرات السلبية التي قدمتها مؤسسات التصنيف الائتماني لليونان والدين والسيادية أدت إلى انخفاض معدلات النمو وزيادة العجز في ميزانية الدولة.
  - ✓ من خلال الشكل رقم (4) يتبين أن المؤشرات السلبية التي قدمتها مؤسسات التصنيف الائتماني لليونان والدين والسيادية لها أدت إلى ارتفاع معدلات أسعار الفائدة على السندات اليونانية .
  - ✓ من خلال الشكل رقم (5.) يتبين أن المؤشرات السلبية التي قدمتها مؤسسات التصنيف الائتماني لليونان والدين والسيادية لها أدت إلى ارتفاع معدلات التضخم
- ومن خلال ما سبق تتأكد صحة فرضية الدراسة.

2-5- الاقتراحات

- ✓ ضرورة إعادة دراسة دور مؤسسات التصنيف الائتماني ومصداقيتها.
- ✓ الديون السيادية في الدول المتقدمة وأثرها على الاقتصاديات العالمية.
- ✓ تأثير الجدارة الائتمانية والتصنيف على المناخ الاقتصادي والسياسي دراسة حالة لبنان.

6. قائمة المراجع:

1.6 المراجع باللغة العربية

- أحمد منير النجار. (جويلية، 2012). محاولات انقاذ اليونان إلى أين. مجلة اتحاد مصارف الكويت(العدد98).
- أحمد مداني . (جوان، 2013). دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الازمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها. مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية(العدد 10).
- ارشاد فؤاد التميمي. (2010). الأسواق المالية (اطار في التنظيم وتقييم الأدوات). الارن: دار اليازوري العلمية للنشر.
- المنظمة الدولية للأجهزة العليا للرقابة. (2001). دليل بشأن التخطيط وإجراء الرقابة على وحدات المراقبة الداخلية للدين العام،. المكسيك: المنظمة الدولية للأجهزة العليا للرقابة. تم الاسترداد من [www.wgpd.org.mx/anexos/products/planconducting\\_a.pdf](http://www.wgpd.org.mx/anexos/products/planconducting_a.pdf)
- بلعزوز، أحمد بن علي، مداني. (2010). التّصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية العالمية. مقدمة للمؤتمر الدولي الرابع بالكويت حول: " الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلاميوالبحث عن مخرج لها دراسة وضعية وشرعية. الكويت.
- رضا الشكندالي . (1 سبتمبر، 2010). الاقتصاد التونسي بين تداعيات الأزمة الأوربية ومتطلبات النمو. مجلة المغرب الموحد(العدد الثامن).
- رضوان، حسين العامر، قصري. (2012). دراسة مقارنة لنماذج الجدارة الائتمانية. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية(المجلد 37 العدد (2)).
- صندوق النقد الدولي. (2010). أوروبا والصندوق يتفقان مع اليونان على خطة تمويلية بقيمة 110مليار يورو. نيويورك: صندوق النقد الدولي.

- محمد خالد أبو الفحيم. (2005). محددات الجدارة الائتمانية للسلطة الوطنية الفلسطينية. بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول للاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة. كلية التجارة في الجامعة الإسلامية، غزة. تم الاسترداد من [iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/10/ghg1.pdf](http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/10/ghg1.pdf)
- ميخائيس فاسيلياديس. (2010). بيئة الاستثمار والأعمال في اليونان، تقرير. السعودية: الغرفة العربية اليونانية لتجارة والتنمية.
- نبيل حشاد. (2006). العولة ومستقبل الاقتصاد العربية الفرص والتحديات. مصر: دار ايجي للنشر.

## 2.6. باللغة المراجع الاجنبية

- Jean-François , *sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies*. ASSEMBLÉE NATIONALE. Récupéré sur [http://www.assemblee-nationale.fr/13/rap-enq/r3034.asp#P1293\\_302514](http://www.assemblee-nationale.fr/13/rap-enq/r3034.asp#P1293_302514)
- World Economic Forum. (2008). *The Financial Development Report 2008*. Geneva: World Economic Forum. Récupéré sur <http://akgul.bilkent.edu.tr/WEF/2008/FinancialDevelopmentReport2008.pdf>
- European Commission. (2015). , *European Economic Forecast*. Luxembourg: European Commission.
- European Commission. (2017). Luxembourg: European Commission.
- eurostat. (s.d.). Récupéré sur <https://ec.europa.eu/eurostat>
- Eurostat. (2012). *Flash estimate for the first quarter of 2012 Euro area and EU27 GDP stable 0.0% and +0.1% respectively compared with the first quarter of 2011 - 15 May* . Luxembourg: Eurostat.
- Ilanah et autre, J. (2012). *les failles des agences de notation*. Récupéré sur [http://www.infoguerre.fr/fichiers/Les\\_failles\\_des\\_agences\\_de\\_notation\\_2012.pdf](http://www.infoguerre.fr/fichiers/Les_failles_des_agences_de_notation_2012.pdf)
- Muhamed , A. (2011, June). The Greek Sovereign Debt Crisis. *Journal of Economics and Behavioral Studies*.
- Rebecca.Belkin , N. (2011). *Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications*.