7 مالی منڈیوں کے استحکام کا جائزہ

مالی منڈیوں میں مالی وثیقہ جات کی خرید وفروخت کی جاتی ہے۔ وہ معیشت میں تین بنیادی کردار ادا کرتی ہیں: (1) بچت کنندگان اور قرض گیروں کو سیالیت فراہم کرتی ہیں، (2) معلومات اکٹھا کرتی اور پھیلاتی ہیں، اور (3) خطرے میں ساجھے داری کا موقع دیتی ہیں۔ ان وظائف کی عمدگی سے ادائیگی کے لیے مالی منڈیوں کی ایسی تشکیل ہونی چاہیے کہ خرید وفروخت کی لاگت کم سے کم رہے۔

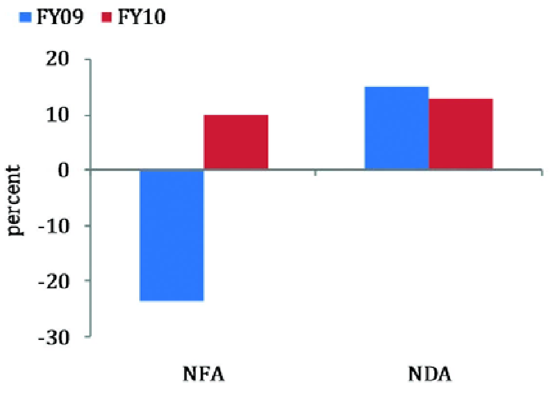
مالی منڈیوں کی ایک اہم خصوصیت قیمتیں مستحکم رکھنے کا وسیع البنیاد مقصد حاصل کرنے کے لیے زری پالیسی پر عملدر آمد میں ان کا کردار ہے۔ زری پالیسی کے اشاروں کی ترسیل فوراً ہوجاتی ہے اور وہ معیشت میں شرح سود کے مجموعی ڈھانچے پر اثر انداز ہوتے ہیں۔ اگر ترسیلی میکانیت میں رکاوٹ پڑنے سے منڈی کی شرح ہائے سود کا ردِّعمل سست ہوجائے تو زری پالیسی بے اثر ہوسکتی ہے اور مالی نظام کے استحکام کے لیے خطرات ابھر سکتے ہیں۔

پاکستان میں مالی منڈیوں میں زری منڈیاں، بازارِ مبادلہ اور بازارِ سرمایہ شامل ہیں۔ زری منڈی (بینک اور غیر بینک دونوں طرح کے) مالی اداروں کو قلیل مدتی قرضوں کے لین دین کے ذریعے ان کی سیالیت کے انتظام میں مدد دیتی ہے۔ بازارِ مبادلہ بیرونی تجارت اور سرمایہ کاری سرگرمیوں کے لیے سازگار ماحول فراہم کرتا ہے، جبکہ بازارِ سرمایہ ایکویٹی اور قرضہ منڈیوں کے ذریعے طویل مدتی مالکاری کے حصول کی ایک راہ عطا کرتا ہے۔ اس تناظر میں مالی منڈیاں نظام کی مطلوبہ سیالیت یقینی بنانے میں بے حد اہمیت رکھتی ہیں، وہ قیمتوں کے عمدگی سے تعین اور قرضوں کے بندوبست میں مدد دیتی اور معیشت میں خطرات کو متنوع بناتی ہیں۔ ان منڈیوں کی سرگرمیاں مختلف مالی اداروں کے اثاثوں اور واجبات کی قدر تبدیل کردینے کی وجہ سے ان کی بیلنس شیٹ پر براہ راست اثر انداز ہوتی ہیں۔

2007ء سے عالمی مالی بحران کے آغاز سے عالمی مالی منڈیوں میں اتار چڑھاؤ کے برعکس پاکستان میں مالی بازار اصلاحات کے جاری عمل کی بنا پر مستحکم ہوئے ہیں، اور مالی نظام کو مالی وساطت کا فریضہ ادا کرنے میں مطلوبہ تعاون فراہم کررہے ہیں۔

اس تناظر میں یہ باب مذکورہ پالیسی موقف، اور مالی شعبے کے استحکام پر متعلقہ اثرات کے لحاظ سے پاکستان میں مالی منڈیوں کی سرگرمیوں کا ایک تجزیہ پیش کرتا ہے۔

شکل 7.1 منڈی کی سیالیت پر اثر انداز ہونے والے عوامل



Source: SBP

م س 09ء کے مقابلے میں م س 10ء کے دوران منڈی کی سیالیت زیادہ بہتر رہی چنانچہ ملکی مالی نظام رواں طریقے سے چلتا رہا۔ واضح رہے کہ منڈی کی سیالیت خالص بیرونی اثاثوں میں ردّوبدل، اور سرکاری وغیر سرکاری شعبوں کی قرضے کی بدلتی ہوئی ضروریات سے بڑی حد تک متاثر ہوتی ہے جیسا کہ خالص ملکی اثاثوں سے ظاہر ہے۔ م س 09ء میں خالص بیرونی اثاثے[1] تیزی سے کم ہوئے اور خالص ملکی اثاثوں میں نمایاں اضافہ ہوا جس کا واحد سبب بینکوں سے سرکاری قرض گیری میں تیزی سے اضافہ تھا، چنانچہ زری منڈی اور بازارِ مبادلہ دونوں میں سیالیت کی قلت ہوئی (**شکل 7.1**)۔ م س 10ء کے دوران اگرچہ سرکاری قرض گیری خالص ملکی اثاثوں میں اضافہ کرتی رہی (**جدول 7.1**)، بیرونی کھاتے میں فاضل رقم کی بنا پر خالص بیرونی اثاثوں میں کچھ بہتری دیکھی گئی۔ اہم بات یہ ہے کہ م س 10ء کے دوران بیرونی رقوم کی زیادہ تر آمد سرکاری نوعیت کے قرضوں کی تھی مثلاً برج مالکاری کے لیے آئی ایم ایف کا قرضہ، لاجسٹک سپورٹ فنڈز اور دیگر سرکاری گرانٹس، جس سے سسٹم میں روپے کی سیالیت اسی قدر بڑھ گئی۔

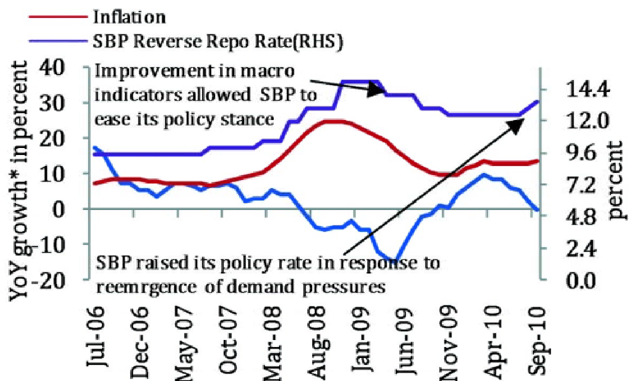
1 بینکوں کے خالص بیرونی اثاثوں میں ساری کی ساری کمی اسٹیٹ بینک کے خالص بیرونی اثاثوں میں ہوئی، م س 09 میں جدولی بینکوں کے خالص بیرونی اثاثے 5.6 ارب روپے بڑھ گئے۔

جدول 7.1: حکومتی قرض گیری اور خالص ملکی اثاثوں کی نمو		
فیصد درجوں میں حصّہ		
	م س09	م س10
خالص ملکی اثاثے	15.4	12.7
حکومت	13.1	8.8
غیر حکومت*	4.2	4.3
دیگر خالص اجزا	-1.9	-0.3
*بشمول نجی شعبے اور سرکاری اداروں کو دیے گئے قرضے		

7.1 زری منڈی

زری انتظام کے اعتبار سے م س10ء اسٹیٹ بینک کے لیے ایک مشکل سال تھا کیونکہ اسے ناگزیر توازن کے لیے ایک طرف اقتصادی نمو میں معمولی سی بحالی کو سہارا دینا تھا تو دوسری طرف پھر سے ابھرنے والی گرانی پر بھی کڑی نظر رکھنی تھی (**شکل 7.2**)۔ اس مقصد کو پورا کرنے کے لیے اسٹیٹ بینک نے اپریل م س09ء میں اپنایا جانے والا زری پالیسی موقف برقرار رکھا اور م س10ء کی پہلی ششماہی میں پالیسی ریٹ میں مجموعی طور پر 150 بی پی ایس کٹوتی کی۔[2,3]

شکل 7.2 طلب کا دباؤ اور اسٹیٹ بینک کی زری پالیسی



* based on 3 month moving averages
Source: SBP

تاہم اگلے مہینوں کے دوران بعض واقعات نے اسٹیٹ بینک کو زری پالیسی میں مزید نرمی سے باز رکھا، مثلاً گرانی کے دباؤ کا پھر سے زور پکڑنا، اضافی مالیاتی خسارہ، اور بیرونی شعبے کے بدستور خطرات، جو متوقع بیرونی رقوم نہ ملنے کی وجہ سے بڑھتے جا رہے تھے۔ چنانچہ زری پالیسی کے اگلے تین متواتر اعلانات (جنوری، مارچ اور مئی م س10ء) میں پالیسی ریٹ برقرار رکھا گیا۔ جب متوقع خطرات اقتصادی اظہاریوں میں نمایاں ہو کر سامنے آنے لگے تو اسٹیٹ بینک نے م س11ء میں اپنے زری پالیسی موقف کی سمت بدل لی اور جولائی، ستمبر اور نومبر م س11ء میں تین پالیسی فیصلوں میں پالیسی ریٹ 150 بی پی ایس بڑھا دیا۔

اسٹیٹ بینک کے انتظام سیالیت کا مقصد ہمیشہ کی طرح یہ ہے کہ تغیر پذیر رقوم کے اثرات زائل کر کے اور زری منڈی کے شبینہ نرخ زری پالیسی موقف سے ہم آہنگ رکھ کر (جو اسٹیٹ بینک کا عملی ہدف ہے) منڈی کی شرحوں پر پالیسی ریٹ کی ترسیل بہتر بنائی جائے۔ مزید برآں زری ترسیلی میکانیت کو بڑھانے کے لیے اسٹیٹ بینک نے م س10ء میں کئی اقدامات کیے (**باکس 7.1**)۔

7.1.1 زری منڈی میں تبدیلیاں

م س10ء میں زری منڈی میں سیالیت کی صورتحال نسبتاً بہتر رہی، م س09ء کی دوسری سہ ماہی میں افواہوں کی وجہ سے لوگوں نے بینکوں سے اپنی امانتیں دھڑا دھڑ نکلوانی شروع کر دی تھیں چنانچہ روپے کی سیالیت پر شدید دباؤ پڑا تھا، نیز سرکاری و غیر سرکاری دونوں شعبوں میں قرضے کی مستقل بھاری طلب بھی موجود تھی (**جدول 7.2**)۔

م س10ء کے دوران بھاری مالیاتی خسارے پر مستزاد بیرونی مالکاری کی توقع سے کم وصولی نے حکومت کے لیے اس کے سوا کوئی راستہ نہ چھوڑا کہ وہ بینکوں سے قرض گیری کرتی رہے، تاہم امانتوں میں طاقتور نمو اور بینکوں کے خالص بیرونی اثاثوں میں اضافے نے قرضے کی طلب پوری کرنے میں جزوی مدد دی۔ نتیجتاً شعبہ بینکاری کی شرح سیالیت[4] گذشتہ سال کی سطح سے متواتر خاصی بلند رہی (**شکل 7.3**)۔

بینکوں میں مالیاتی خسارے کی اضافی تسکیک، جسے نومبر م س09ء میں آئی ایم ایف پروگرام کے نفاذ کے بعد خاصا محدود کر لیا گیا تھا، ستمبر م س10ء کے بعد سے پہلے کی

[2] نومبر م س09 میں شروع ہونے والے اقتصادی استحکام پروگرام پر مؤثر عملدرآمد کے عمدہ نتائج نکلے، معیشت میں طلب کا دباؤ بعد کے مہینوں میں خاصا کم ہو گیا۔ مثلاً سال بسال گرانی اگست م س08 کی بلند ترین سطح 25.3 فیصد سے تیزی سے گر کر اپریل م س09 میں 17.2 فیصد رہ گئی۔ درآمدات میں خاصی کمی آنے سے جاری حسابات کا خسارہ گھٹ گیا۔ مالیاتی خسارے کی بڑھتی ہوئی تسکیک کو روکا گیا۔ چنانچہ اسٹیٹ بینک کو اپریل م س09 میں زری پالیسی موقف بدلنے کا موقع ملا اور اس نے ڈسکاؤنٹ ریٹ میں 100 بی پی ایس کٹوتی سے اس کا آغاز کیا۔

[3] اسٹیٹ بینک نے پہلے اگست م س10 میں پالیسی ریٹ 100 بی پی ایس کم کیا اور نومبر م س10 میں مزید 50 بی پی ایس کمی کی۔

[4] شرح سیالیت دراصل مجموعی سیالیت (اسٹیٹ بینک اور نیشنل بینک کے ذخائر، پاکستان میں نقد رقم اور دیگر امانتوں اور منظور شدہ تمسکات کی صورت میں) بہ نسبت مجموعی میعادی و طلبی واجبات ہوتی ہے۔ شکل میں دکھائی گئی شرح سیالیت میں اسلامی بینکوں کے اعداد و شمار شامل نہیں ہیں۔

باکس 7.1: زری پالیسی فریم ورک میں اہم اقدامات کی شمولیت

اسٹیٹ بینک نے گذشتہ دو سال میں زری پالیسی فریم ورک میں بعض تبدیلیاں کی ہیں جن کا مقصد مالی منڈیوں، اور بالخصوص زری منڈی کی ترقی میں مدد دینا ہے تاکہ زری پالیسی کی ترسیلی میکانیت بہتر بنائی جائے۔ نتیجتاً مس10ء میں زری منڈی میں (1) شرح سود کی تغیر پذیری کم رہی، (2) کارگزاری بہتر ہوئی، اور (3) سیالیت کی صورتحال بہتر رہی۔

(الف) اسٹیٹ بینک نے اگست م س10ء میں اپنے زری اقدامات کے لیے نیا فریم ورک شرح سود کوریڈور کی شکل میں متعارف کرایا (باکس 7.2)۔ اس فریم ورک کے تحت پالیسی ریٹ بازارِ زر کے شبینہ ریپو ریٹ کی مؤثر بالائی حد ہے، جبکہ ایک نئی سہولت شبینہ ریپو ریٹ بھی متعارف کرایا گیا جو کہ بین البینک شبینہ ریپو قرض گیری کے لیے زیریں حد ہے (اس وقت اس سہولت کی شرح پالیسی ریٹ سے 300 بی پی ایس کم ہے)۔

(ب) پالیسی فیصلہ سازی کی شفافیت اور ساکھ بڑھانے کے لیے اگست م س10ء میں زری پالیسی کمیٹی کی تشکیل نو کی گئی جس میں اسٹیٹ بینک کے نمائندوں کے علاوہ دو بیرونی ارکان بھی شامل کیے گئے ہیں۔

(ج) اگست م س10ء میں اسٹیٹ بینک نے زری پالیسی بیانات کی تعداد چار سے بڑھا کر چھ کرنے کا فیصلہ کیا۔ دو پالیسی فیصلوں (جنوری اور جولائی) کے ہمراہ تفصیلی بیان ہوتا ہے جس کے اجرا کے لیے پریس کانفرنس ہوتی ہے، جبکہ زری پالیسی کے بقیہ چار فیصلوں کا اعلان مختصر پریس ریلیز کے ذریعے کیا جاتا ہے۔

(د) پالیسی سازی کا عمل مزید شفاف بنانے کی غرض سے اسٹیٹ بینک نے معلومات کا ابلاغ بڑھایا ہے جس کے لیے زری پالیسی کی معلومات کا لبِ لباب (Compendium) عام افراد کے ملاحظے کے لیے اسٹیٹ بینک کی ویب سائٹ پر موجود ہے جس میں معیشت کی کیفیت کے بارے میں جامع معلومات ہوتی ہیں، اور یہ سلسلہ مارچ م س09 سے جاری ہے۔

(ہ) جنوری م س10ء میں اسٹیٹ بینک نے معینہ آمدنی تمسکات کے لیے برقی بانڈ کی خرید و فروخت کے پلیٹ فارم کا آغاز کیا تاکہ ثانوی قرضہ منڈیوں کی کارگزاری بہتر بنائی جائے۔

(و) زری پالیسی کی تشکیل کا عمل زیادہ شفاف بنانے کے لیے، اور زری انتظام کو قرضوں کے انتظام سے علاحدہ کرنے کے لیے اسٹیٹ بینک نے عام نیلامیوں میں ٹی بل اور پی آئی بی کی قطع شرح سود طے کرنے کا اختیار جنوری م س09ء سے وزارت خزانہ کو منتقل کر دیا ہے۔

(ز) اب یہ وزارت خزانہ کی ذمہ داری ہے کہ ٹی بل سہ ماہی نیلامیوں کے اپنے اہداف کا پیشگی اعلان کرے جس سے اس امر کا اظہار ہوگا کہ اسے جدولی بینکوں سے کتنی قرض گیری کرنی ہے۔ اقدام کا مقصد اس غلط فہمی کا ازالہ کرنا ہے کہ ٹی بل نیلامیوں کی قطع شرح سود زری پالیسی موقف کے اشارے ظاہر کرتی ہے، جبکہ درحقیقت اس سے انتظام قرضہ کی طلب و رسد کی حرکیات کا اظہار ہوتا ہے۔

(ح) قیمتوں کے بہتر تعین کے ذریعے زری منڈی کی کارگزاری بہتر بنانے کے لیے 'فنانشل مارکیٹ ایسوسی ایشن آف پاکستان' (ایف ایم اے پی) نے اپریل م س10ء میں 'کراچی اوورنائٹ انڈیکس ایوریج' (کے او این آئی اے۔ کونیا) متعارف کرایا جو 'ونیلا تبادل' (vanilla swap) ہے۔ 'ونیلا تبادل' میں دو فریق شرح سود کے تبادل پر اس طرح اتفاق کرتے ہیں کہ ایک فریق معینہ شرح اور دوسرا فریق رواں شرح چن لیتا ہے۔ اس میں خطرۂ قرض بہت معمولی سا ہوتا ہے کیونکہ سودا فرضی بنیادی رقم پر ہوتا ہے اور شرح سود میں صرف فرق کی رقم کا تبادلہ کیا جاتا ہے۔ اس بنیاد پر اب تک صرف شبینہ تبادل کے سودے کیے گئے ہیں۔

ماخذ: زری پالیسی بیانات جنوری مارچ م س09ء اور جولائی ستمبر م س10ء۔

جدول 7.2: بین البینک منڈی میں سیالیت کی صورتحال

بہاؤ ارب روپے میں

	م س09	م س10	م س10			
			پہلی سہ ماہی	دوسری سہ ماہی	تیسری سہ ماہی	چوتھی سہ ماہی
مجموعی امانتیں[1]	277.8	494.8	-70.8	265.4	-11.3	311.5
بینکاری نظام کے خالص بیرونی اثاثے	-171.7	49.6	32.3	-30.4	-46.5	94.3
بینکاری نظام کے خالص ملکی اثاثے	619.7	590.4	6.3	331.5	16.5	236.1
اسٹیٹ بینک سے خالص میزانیہ قرض گیری	130.9	44	-84.6	22	91.7	15
نجی شعبے کے قرضے	17.1	112.9	-74.6	199.2	22.6	-34.3
اجناسی مالکاری	210.8	77	-1.3	-6.7	-58.3	143.3
ٹی بل نیلامیاں (خالص قبولیت)	186.4	335.6	152.4	71.9	30.7	80.6
بازارِ زر کے اوسط واجب الادا سودے	-19.1	60.4	23.6	119.5	89.3	9.3
بازارِ زر کے اوسط شبینہ ریپو ریٹ (فیصد)	11	11.7	12.1	12.1	11.7	11.1

1 سرکاری امانتوں کے علاوہ

ماخذ: اسٹیٹ بینک

طرح بڑھی (**شکل 7.4**)[5]۔ نتیجتاً م س10 کے اختتام تک ایم آر ٹی بیز کا حجم بڑھ کر 1125 ارب روپے ہو گیا۔ اسٹیٹ بینک نے خالص قرض گیری پر جو سہ ماہی حد لگائی تھی اسے حکومت نے م س10ء کی آخری دو سہ ماہیوں میں توڑ ڈالا (**شکل 7.5**)۔

[5] ایم آر ٹی بیز کا حجم بلند ترین سطح نومبر م س09 کے 1,393.4 ارب روپے سے گر کر اختتام ستمبر م س10 تک 1,010.8 ارب روپے ہو گیا۔

باکس 7.2: شرح سود کوریڈور

زری منڈی کی قلیل مدتی شرح ہائے سود میں تغیر کم ہو تو یہ زری پالیسی کی اثر پذیری بڑھانے، بہتر انتظام سیالیت اور مالی منڈیوں کی بلا تعطل کارکردگی کے لیے مددگار ہوتا ہے۔ دوسری طرف ان شرح ہائے سود میں اتار چڑھاؤ زیادہ ہو تو ثانوی بازار کی طویل مدتی شرح ہائے سود پر نامطلوب اثرات پڑتے ہیں جن سے زری انتظام کے لیے دشواریاں پیدا ہوسکتی ہیں۔ بہ الفاظ دیگر قلیل مدتی شرحوں میں عدم استحکام سے مالی منڈیوں کو مرکزی بینک کے موقف کی ترسیل میں رکاوٹ پڑتی ہے، اور قلیل اور طویل مدتی شرحوں کے مابین تعلق منقطع ہونے سے شرح ہائے سود کا میعادی ڈھانچہ مسخ ہوتا ہے۔

زری منڈی کی قلیل مدتی شرح ہائے سود کے استحکام کی اہمیت کے پیش نظر دنیا کے بعض مرکزی بینکوں نے نظام سے اضافی سیالیت جذب کرنے کے لیے امانت کی ایک قائمہ سہولت (standing deposit facility) متعارف کرائی ہے۔ قرض گاری کی قائمہ سہولت (standing lending facility) پہلے ہی موجود ہے جو مالی اداروں کی سیالیت کے آخری سہارے کی حیثیت رکھتی ہے۔ یہ دونوں سہولیات اس طرح شرح سود کوریڈور تشکیل دیتی ہیں کہ قرض گاری پر شرح سود کوریڈور کی بالائی حد کا کام کرتی ہے جبکہ امانت پر شرح سود سے کوریڈور کی زیریں حد متعین ہوتی ہے۔

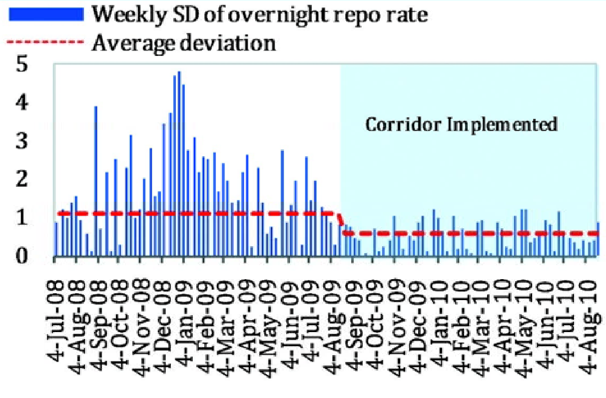
اسٹیٹ بینک نے بھی 17 اگست م س 10 سے شرح سود کوریڈور متعارف کرایا (**شکل 7.6**)۔ یہ کوریڈور اسٹیٹ بینک کے معکوس ریپو ریٹ (جسے پہلے ایس بی پی تین روزہ ریپو ریٹ کہا جاتا تھا) کی بالائی حد، اور ایس بی پی ریپو ریٹ (جو بالائی حد سے 300 بیسس پوائنٹس کم ہے) کی زیریں حد کی بنیاد پر کام کرتا ہے۔ امانت کی سہولت اس لیے لائی گئی ہے کہ بینک اپنی اضافی رقوم اسٹیٹ بینک کے پاس رکھوا کر ان پر منافع کماسکیں۔ ایسا کرنے سے ان کے لیے اپنی اضافی رقوم بین البینک منڈی میں زیریں حد سے کم ریٹ پر دینا پرکشش نہیں رہے گا جس سے شبینہ ریپو ریٹ میں غیر ضروری اتار چڑھاؤ آتا تھا۔

شرح سود کوریڈور کا فائدہ اس امر سے ظاہر ہے کہ شبینہ ریپو ریٹ میں تغیر پذیری جسے معیاری انحراف سے ناپا گیا ہے، اگست م س 10 سے نہایت تیزی سے کم ہوئی۔ کوریڈور کا طریقہ نافذ کیے جانے سے پہلے شبینہ ریپو ریٹ میں معیاری انحراف اوسطاً 1.1 تھا جو بعد میں خاصا کم ہو کر 0.5 رہ گیا (**شکل 1**)۔

مزید حوصلہ افزا امر یہ ہے کہ شبینہ ریپو ریٹ میں کم تغیر پذیری بھی منڈی کی طویل مدتی شرح ہائے سود میں منتقل ہوئی ہے۔ جیسا کہ **شکل 2** سے ظاہر ہے، ثانوی بازار میں تمام میعادوں کی 'پاکستان ری ویلیوایشن شرحیں' (PKRV) کوریڈور کے نفاذ سے پہلے کے مقابلے میں نفاذ کے بعد خاصی مستحکم ہوئی ہیں۔

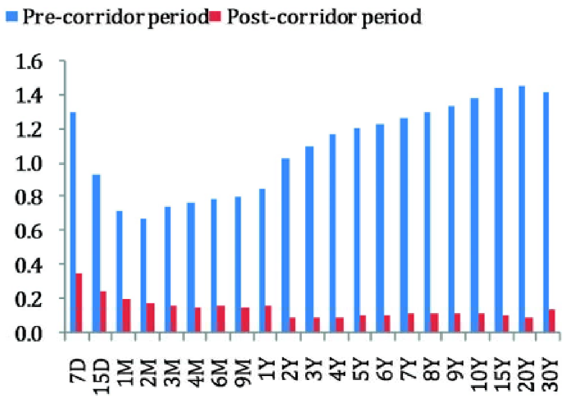
جدول 1 میں دکھایا گیا ہے کہ بینکوں نے اپنی سیالیت کی قلیل مدتی ضروریات سے نمٹنے کے لیے یہ نئی سہولت کس طرح استعمال کی ہے۔ بالخصوص ریپو سہولت پر ان کے باقاعدہ انحصار نے اسٹیٹ بینک کی جانب سے بازارِ زر میں انجذاب کی ضرورت اور تعداد بھی کم کردی ہے۔ مثال کے طور پر 17 اگست م س 10 سے لے کر اختتام ستمبر م س 11 تک 411 ارب روپے کا مجموعی انجذاب ہوا جبکہ یکم جنوری م س 09 سے لے کر 17 اگست م س 10 تک 700.9 ارب روپے کا انجذاب ہوا تھا۔ چنانچہ شرح سود کوریڈور کے مؤثر نفاذ سے نہ صرف پالیسی ریٹ میں ردوبدل کی منڈی کی شرح ہائے سود کو منتقلی بہتر ہوئی ہے بلکہ شبینہ ریپو ریٹ میں اضافی سیالیت پر بھی قابو پایا گیا ہے۔

شکل 1: شبینہ ریپو ریٹ کا ہفتہ واری معیاری انحراف



Source : SBP

شکل 2: طویل مدتی پاکستان ری ویلیوایشن شرحوں کا معیاری انحراف



Source : SBP

جدول 1: اسٹیٹ بینک کی قائمہ سہولتیں

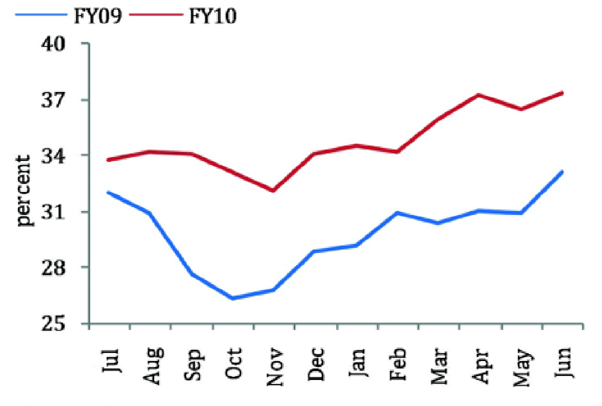
ارب روپے

	تعداد استعمال	رقم	فی استعمال اوسط
معکوس ریپو			
پہلی سہ ماہی	12	147.2	12.3
دوسری سہ ماہی	11	121.8	11.1
تیسری سہ ماہی	17	162.1	9.5
چوتھی سہ ماہی	14	293.1	20.9
م س 10ء	**54**	**724.2**	**13.4**
ریپو			
پہلی سہ ماہی	8	71.6	9
دوسری سہ ماہی	15	107.4	7.2
تیسری سہ ماہی	11	93.3	8.5
چوتھی سہ ماہی	16	329.9	20.6
م س 10ء	**50**	**602.1**	**12**

نیز م س 09ء کی دوسری ششماہی میں جدولی بینکوں نے حکومت کی میزانیہ مالکاری میں دوبارہ دلچسپی لینا شروع کردی چنانچہ بینکوں سے قرض گیری م س 10ء میں تیزی سے بڑھتی رہی۔ نتیجتاً بینکوں کے ٹریژری بلوں کا حجم م س 10ء کے اختتام پر 349 ارب روپے بڑھ کر 1,106 ارب روپے تک جا پہنچا (**شکل 7.4**)۔

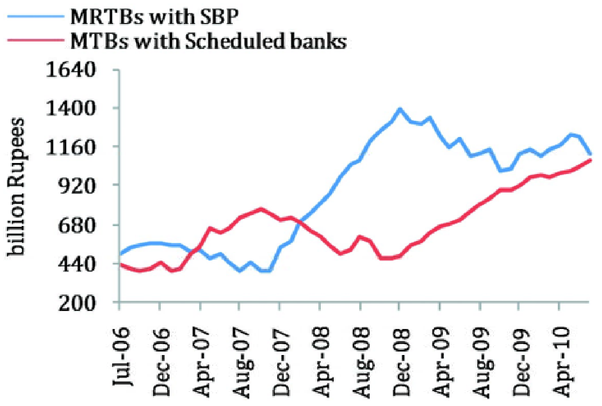
ماہوار تجزیے سے پتہ چلتا ہے کہ بین البینک منڈی میں مجموعی سیالیت دوران سال اگرچہ اطمینان بخش رہی تاہم دوسری اور تیسری سہ ماہی میں کچھ دباؤ محسوس کیا گیا۔

شکل 7.3: بینکوں کی سیالیت کی صورتحال



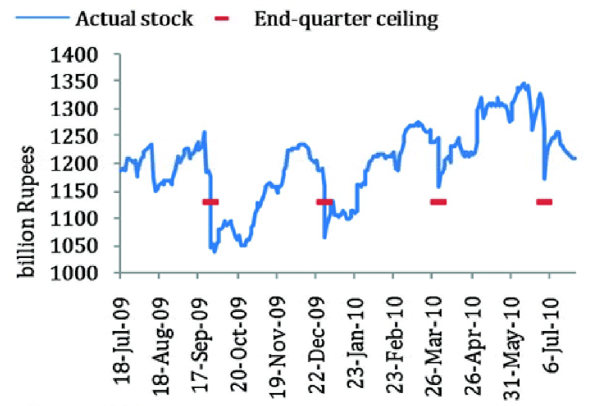
Source: SBP

شکل 7.4: بینکوں سے حکومت کا مدد طلب کرنا (اسٹاک پوزیشن)



Source: SBP

شکل 7.5 اسٹیٹ بینک سے میزانیہ قرض گیری



Source: SBP

م س10ء کی دوسری سہ ماہی میں بعض عوامل مثلاً نجی شعبے کی طرف سے قرضے کے خالص حصول میں تیزی سے اضافہ، سرکاری شعبے کے اداروں کی مسلسل قرض گیری، اور سرکاری اداروں کی جانب سے اجناسی قرضوں کی توقع سے کم واپسی، نے منڈی کی سیالیت کو متاثر کیا (**جدول 7.2**)۔اس کے علاوہ بیرونی رقوم کی آمد کم رہنے[6] اور تیل کے بھاری درآمدی بلوں کی وجہ سے بینکوں کے خالص بیرونی اثاثے سکڑ گئے چنانچہ سسٹم سے سیالیت کا مزید نکاس ہوا۔ میزانی خسارے کی مالکاری کے لیے حکومت کی جانب سے مرکزی بینک کے چناؤ کے باوجود ایسا ہوا۔ ایسی قرض گیری سے سسٹم میں روپے کا کچھ ادخال عمل میں آیا تاہم منڈی کی سیالیت پر اس کا اثر جدولی بینکوں سے سرکاری قرض گیری نے جزواً زائل کر دیا۔

جہاں تک رقوم کی آمد کا تعلق ہے، م س 10ء کی دوسری سہ ماہی کے دوران بینکوں کی امانتیں پہلی سہ ماہی میں دیکھے گئے سکڑاؤ کے برعکس اگرچہ خاصی بڑھ گئیں تاہم ان کی نمو اتنی طاقتور نہ تھی کہ سیالیت کا دباؤ کم کرسکتیں۔ بین البینک منڈی میں سیالیت کا دباؤ شبینہ ریپو ریٹ سے بھی ظاہر تھا جو پالیسی ریٹ کے آس پاس، یعنی شرح سود کے کوریڈور کی بالائی حد پر رہا (**شکل 7.6**)۔

سیالیت کی اس قلّت کے پیش نظر نہ صرف بینک اسٹیٹ بینک کی ڈسکاؤنٹ ونڈو سے بار بار استفادہ کرتے رہے[7] بلکہ اسٹیٹ بینک نے بھی بازارِ زر کے سودوں کے ذریعے سرگرمی کے ساتھ خاصی سیالیت فراہم کی (**جدول 7.3**)۔اس طرح م س10ء کی دوسری سہ ماہی میں1,596.4 ارب روپے کا خالص ادخال کیا گیا جبکہ گذشتہ مالی سال اسی عرصے میں خالص ادخال محض 146.4 ارب روپے رہا تھا (**جدول 7.4**)[8]۔

م س09ء کی دوسری سہ ماہی میں کم ادخال نے اُس وقت کی انتہائی قلیل سیالیت کے پیش نظر بظاہر مخالف اثر پیدا کیا۔ اس حقیقت کی وضاحت اس امر سے ہوتی ہے کہ م س09ء کے آغاز پر بینکوں نے سرکاری تمسکات کا اپنا حجم گھٹا کر سیالیت کی شرائط کو پورا کیا جیسا کہ پہلے **شکل 7.4** میں دکھایا گیا ہے۔[9,10,11]

6 م س10 کی دوسری سہ ماہی کے دوران پاکستان کو آئی ایم ایف سے 372 ملین ڈالر میزانیہ اعانت موصول ہوئی جبکہ پہلی سہ ماہی میں 745 ملین ڈالر ملے تھے۔

7 م س10 میں اسٹیٹ بینک کی ڈسکاؤنٹ ونڈو کا استعمال بلحاظ تعداد اگرچہ م س09 کے مقابلے میں کم ہوا تاہم فی استعمال اوسط رقم خاصی زائد رہی (جدول 7.3)۔

8 بازارزر کے سودوں کے خالص ادخال کی اوسط واجب الادا رقم م س10 کی دوسری سہ ماہی میں 119.6 ارب روپے تک جا پہنچی جو پہلی سہ ماہی میں 23.6 ارب روپے تھی (شکل 7.6)۔

9 بینکوں کے اس رویے کی ایک اور وجہ م س09 کی پہلی ششماہی میں شرح سود میں مزید اضافے کی توقع تھی، چنانچہ نہ صرف ٹی بل کی نیلامیوں میں بینکوں کی شرکت کم رہی بلکہ ان کی زیادہ دلچسپی بھی تین ماہی ٹی بلوں میں رہی۔

10 جدولی بینکوں کے پاس ٹی بلوں کا حجم اختتام جولائی م س09 پر 597.8 ارب روپے تھا جو اختتام اکتوبر م س09 پر 472.5 ارب روپے رہ گیا۔ چنانچہ بینکوں کے اضافی سیال اثاثے اختتام جولائی م س09 پر مجموعی میعادی وطلبی واجبات کا 5.5 فیصد تھے جو وسط اکتوبر م س09 تک گر کر 1.8 فیصد رہ گئے۔

11 بینکوں کے سیال ذخائر میں تخفیف اور ٹی بل کی کم ہولڈنگز، دونوں م س09 کی دوسری سہ ماہی میں بین البینک منڈی کے کال ریٹ تیزی سے بڑھنے کا سبب بنے۔

بینکوں کے پاس موجود سرکاری تمسکات کی معقول ادائیگی نے ان کو م س 09ء کی دوسری سہ ماہی میں بازارِ زر کے سودوں میں شرکت سے باز رکھا۔ لہٰذا اکتوبر م س 09ء میں اسٹیٹ بینک نے بینکوں کا مطلوبہ نقد محفوظ مرحلہ وار 400 بیسس پوائنٹس گھٹا کر میعادی اور طلبی واجبات کا 5 فیصد کرنے کے علاوہ میعادی امانتوں کو لازمی شرح سیالیت سے مستثنیٰ کر دیا جس کے باعث سرکاری تمسکات کا متعلقہ حجم دستیاب ہو گیا اور بینک بازارِ زر کے سودے اور ریپو منڈی کا لین دین کرنے کے قابل ہو گئے۔

بینکوں کے خالص بیرونی اثاثوں میں خالص کمی اور ان کی امانتوں میں تخفیف کے باعث م س 10ء کی تیسری سہ ماہی میں بھی انتظام سیالیت کا چیلنج برقرار رہا۔ یہ صورتحال م س 09ء کی تیسری سہ ماہی کے بالکل برعکس تھی جب بین البینک منڈی اسٹیٹ بینک کے معاون اقدامات کے نتیجے میں سیالیت سے بھرپور تھی۔

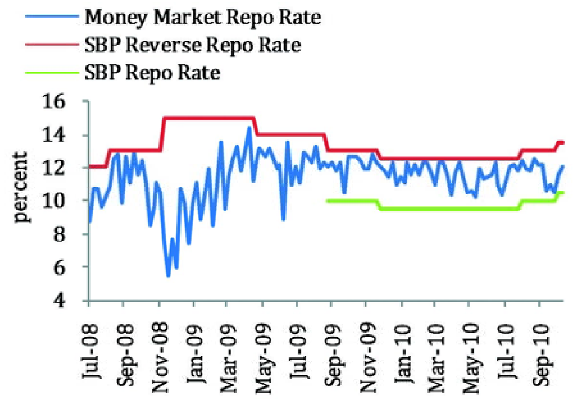
تاہم م س 10ء کے اختتام تک سیالیت کا دباؤ بعض عوامل مثلاً ترسیلات میں بھاری اضافے اور م س 10ء کی چوتھی سہ ماہی میں بینک امانتوں میں معقول اضافے سے گھٹ گیا۔ نیز بیرونی سرکاری قرضے جزوی طور پر ملنے، اور بیرونی جاری حسابات کا خسارہ بھی کم ہونے سے بینکوں کے خالص بیرونی اثاثے بڑھ گئے۔ نتیجتاً بین البینک منڈی میں روپے کی سیالیت خاصی بڑھ گئی، جس سے بنیادی طور پر حکومت کی مالیاتی اور نیم مالیاتی سرگرمیوں کے لیے سیالیت کی طلب پوری کرنے میں مدد ملی۔

سیالیت کی اطمینان بخش صورتحال کے باعث اسٹیٹ بینک نے منڈی میں سیالیت کا ادخال بتدریج کم کر دیا، حتیٰ کہ مئی اور جون م س 10ء میں بعض انجذاب بھی عمل میں لائے گئے۔ چنانچہ بازارِ زر کے سودوں کا اوسط خالص ادخال کم ہو گیا؛ م س 10ء کی تیسری سہ ماہی میں 89.3 ارب روپے کا ادخال کیا گیا تھا جو چوتھی سہ ماہی میں گھٹ کر 9.3 ارب روپے رہ گیا۔

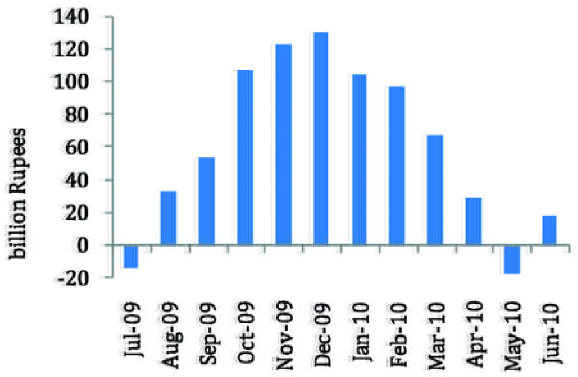
شرح سود کے تحرکات

پالیسی ریٹ میں ردوبدل کا اثر بازارِ زر کی قلیل مدتی شرح ہائے سود پر ہوتا ہے جس سے بینکوں کی قرضوں پر شرحِ سود اور امانتوں پر دی جانے والی شرحِ منافع میں، اور دیگر مالی اثاثوں کے نرخوں میں کمی بیشی ہوتی ہے، تاہم یہ ضروری نہیں کہ منڈی کی شرح ہائے سود میں ردّوبدل ہمیشہ پالیسی ریٹ میں تبدیلی کے مطابق ہی ہو، کیونکہ منڈی کی شرحیں دیگر متعدد عوامل سے بھی متاثر ہوتی ہیں مثلاً مستقبل کی گرانی کے حوالے سے منڈی میں پائے جانے والے

شکل 7.6 شبینہ ریپو ریٹس میں ردوبدل



بازارِ زر کے خالص سودوں کا واجب الادا اوسط ادخال



Source: SBP

جدول 7.3: اسٹیٹ بینک کی معکوس ریپو سہولت

ارب روپے

	تعداد استعمال	رقم	فی استعمال اوسط
م س 09	122	865	7.1
م س 10	54	724.2	13.4
پہلی سہ ماہی	12	147.2	12.3
دوسری سہ ماہی	11	121.8	11.1
تیسری سہ ماہی	17	162.1	9.5
چوتھی سہ ماہی	14	293.1	20.9

ماخذ: اسٹیٹ بینک

جدول 7.4: بازارِ زر کے سودے

ارب روپے

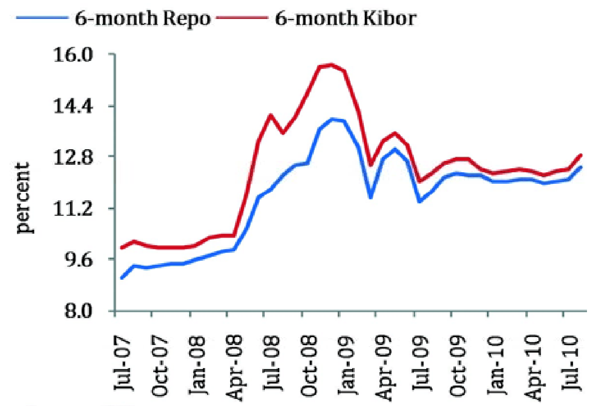
	ادخال	انجذاب	خالص ادخال	شبینہ ریپو ریٹ	
				اوسط	تغیر کا عددی سر
م س 09	1,234.1	1,367.7	-133.6	11	19
م س 10	3,621	489.7	3,131.3	11.7	6
پہلی سہ ماہی	506.9	153.6	353.4	12.1	5
دوسری سہ ماہی	1,610.7	14.3	1,596.4	12.1	5
تیسری سہ ماہی	1,234.9	93.8	1,141.1	11.7	5
چوتھی سہ ماہی	268.5	228	40.5	11.1	6

ماخذ: اسٹیٹ بینک

تصورات، سیالیت اور خطرۂ قرض، وغیرہ۔ یہ عوامل قلیل مدتی شرحوں میں بلند تغیر پذیری کا سبب بن سکتے ہیں جس سے زری پالیسی کے نفاذ میں پیچیدگیاں پیدا ہوسکتی ہیں۔

اس سیکشن میں م س10ء کے دوران شرح سود کے تحرکات پر بحث کی گئی ہے۔ دوران سال بازارِ زر کی شرح ہائے سود بڑی حد تک پالیسی موقف کے مطابق تبدیل ہوتی رہی جبکہ م س09ء کے دوران ان شرحوں میں اتار چڑھاؤ تیز رہا تھا (**شکل 7.7**)۔

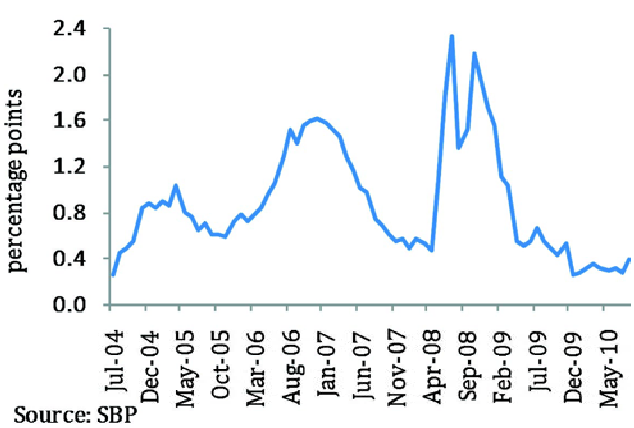
شکل 7.7: منڈی کی شرح سود میں ردوبدل



Source: SBP

ماہوار تجزیہ بتاتا ہے کہ م س10ء کے آغاز میں منڈی کی شرح ہائے سود میں اضافے کا رجحان تھا، دلچسپ بات یہ ہے کہ یہ اضافہ سسٹم میں (بیرونی رقوم کی آمد بڑھنے[12] اور نجی شعبے کے قرضے کی موسمی واپسی کی بنا پر) سیالیت کی کافی دستیابی، اور اس وقت کے توسیعی زری پالیسی موقف کے باوجود ہوا۔ بظاہر متضاد معلوم ہونے والی اس صورتحال کی وضاحت منڈی میں بے یقینی سے ہوتی ہے جس کے اسباب یہ تھے: (1) اگست م س10ء میں زری پالیسی بیان کا اعلان تاخیر سے ہوا جو کہ دراصل جولائی کے اواخر میں ہونا تھا، اور (2) پالیسی ریٹ میں توقع سے کم تخفیف (یعنی 100 بیسس پوائنٹس)۔[13] تاہم نومبر م س10ء میں پالیسی ریٹ میں 50 بی پی ایس تخفیف کے بعد اگلے مہینوں کے دوران شرح ہائے سود گر گئیں۔ مثال کے طور پر چھ ماہی کائبور 24 نومبر م س10ء کے مقابلے میں اواخر جنوری م س10ء تک 41 بی پی ایس گر گیا، جبکہ چھ ماہی ریپو ریٹ میں کمی 25 بی پی ایس تک محدود رہی (**شکل 7.7**)۔ ریپو ریٹ میں اس نسبتاً محدود کمی سے دراصل اس بات کی عکاسی ہوتی ہے کہ بینکوں نے بین البینک منڈی میں اپنی سیالیت کی ضروریات پوری کرنے کی کوشش کی۔ م س10ء کی دوسری ششماہی میں پالیسی ریٹ جوں کا توں رہا چنانچہ منڈی کی شرح ہائے سود میں بھی زیادہ ردّوبدل نہ ہوا جس سے سیالیت کی بدلتی ہوئی صورتحال کا پتہ چلتا ہے۔

شکل 7.8: ششماہی کائبور اور ششماہی ریپو کے مابین تفاوت



Source: SBP

اس کے نتیجے میں چھ ماہی کائبور اور چھ ماہی ریپو ریٹ کے مابین تفاوت، جسے خطرے سے پاک اور پُرخطر منافع کے مابین تفاوت کے مساوی سمجھا جاتا ہے، مارچ م س09ء کے 1.03 فیصدی درجے بلندی سے گر کر اواخر م س10ء تک 0.31 فیصدی درجے تک آ گیا (**شکل 7.8**)۔

شرح سود کی تغیر پذیری

م س09ء کے مقابلے میں م س10ء میں شرح سود کی تغیر پذیری، جسے تغیر کے عددی سر سے ناپا جاتا ہے، تیزی سے کم ہوئی (**جدول 7.5**)۔ اسٹیٹ بینک سے حکومت کی ناقابل پیش گوئی قرض گیری اور بیرونی رقوم کی آمد کے حوالے سے بے یقینی کے باوجود ایسا ہوا۔ شرح سود کی تغیر پذیری میں کمی دراصل اس بات کا ثبوت ہے کہ شرح سود کے کوریڈور پر کامیاب عملدرآمد ہوا۔

12 اگست م س10 میں پاکستان کو آئی ایم ایف سے قلیل مدتی برج مالکاری کی پہلی قسط 745 ملین ڈالر ملی۔

13 منڈی کے شرکا نے اپنے اس تصور کی بنا پر کہ گرانی کم ہوئی ہے، اگست م س10 میں پالیسی ریٹ میں مزید خاصی کمی کی توقع باندھ لی، نیز گرانی بلحاظ صارف اشاریہ قیمت کے مئی اور جون م س09 کے جاری کردہ اعداد و شمار نے اس خیال کو تقویت دی جن میں بتایا گیا کہ سال بسال گرانی بلحاظ صارف اشاریہ قیمت اپریل م س09 کی 17.2 فیصد سے گر کر مئی م س09 میں 14.4 فیصد اور جون م س09 میں 13.1 فیصد ہو چکی ہے۔

7.1.2 سرکاری تمسکات کے لیے بازار کی گہرائی اور کارگزاری

مالی استحکام کے نقطہ نظر سے سرکاری تمسکات کا فعال بازار ضروری ہوتا ہے کیونکہ یہ طویل مدتی کارپوریٹ بانڈز کے لیے نشانیہ شرحیں فراہم کرتا ہے۔ اس سیکشن میں پاکستان کی سرکاری تمسکات کے بنیادی اور ثانوی بازاروں میں بڑی بڑی تبدیلیوں پر بحث کی گئی ہے۔ حکومت نے دو اہم وثیقہ جات مارکیٹ ٹریژری بل (ایم ٹی بیز) اور پاکستان انوسٹمنٹ بانڈ (پی آئی بیز) جاری کرکے اپنی رقوم کی ضروریات پوری کیں۔

جدول 7.5: شرح سود میں تغیر پذیری

فیصد

	اوسط		تغیر کا عددی سر	
	م س09ء	م س10ء	م س09ء	م س10ء
ریپو				
سہ ماہی	12.6	11.9	5.3	2.1
ششماہی	12.8	12.0	6.2	2.1
کائبور				
سہ ماہی	13.9	12.3	7.0	2.0
ششماہی	14.1	12.4	7.1	1.7
پی آئی بی				
10 ماہی	14.1	12.5	10.0	2.6
30 ماہی	15.3	13.3	7.5	1.1

ماخذ: اسٹیٹ بینک

سرکاری تمسکات کے بنیادی اور ثانوی بازاروں کی گہرائی اور کارگزاری دونوں میں اضافے کے لیے اسٹیٹ بینک نے ماضی قریب میں کئی اقدامات کیے۔ سرکاری تمسکات کی خرید وفروخت کے لیے جنوری م س10ء میں برقی پلیٹ فارم کا آغاز اس سلسلے میں ایک اہم اقدام ہے (**باکس 7.3**)۔ اس نظام کے آغاز سے قبل سرکاری تمسکات کی خرید وفروخت تھوک بازار میں زیادہ تر بذریعہ فون یا انفرادی ٹرمینلز پر ہوا کرتی تھی۔ یہ پرانا طریقہ نہ صرف پیچیدہ تھا اور اس میں سودا طے ہونے میں خاصا وقت اور توانائی بھی خرچ ہوا کرتی تھی، بلکہ جدولی بینکوں کے لیے یہ جاننا بھی دشوار ہوا کرتا تھا کہ بازار میں اِس وقت تمسکات کی طلب اور رسد حقیقتاً کیا ہے۔ اس طرح ثانوی بازار میں تمسکات کی قیمت پوری نہ مل پاتی تھی اور شدید نقصان کا خطرہ ہوتا تھا۔[14] مزید برآں، مرکزی نظام کی غیر موجودگی میں بازارِ زر کے شرکا کو نفع بخش سودے کی تلاش میں خاصا وقت بھی صرف کرنا پڑتا تھا۔

دستیاب اعداد وشمار سے پتہ چلتا ہے کہ اس پلیٹ فارم کے ذریعے سرکاری تمسکات کی جو خرید وفروخت جنوری م س10ء میں مجموعی لین دین کا 58 فیصد تھی وہ چھ ماہ بعد م س10ء کے اختتام تک 66 فیصد تک جا پہنچی۔

باکس 7.3: الیکٹرانک بانڈ ٹریڈنگ پلیٹ فارم

اسٹیٹ بینک نے معینہ آمدن والی تمسکات کے لیے الیکٹرانک بانڈ ٹریڈنگ پلیٹ فارم کا آغاز 11 جنوری 2010 سے کیا۔ اس سے قبل تمام تمسکات کی خرید وفروخت بین البینک منڈی میں انفرادی ٹرمینلز پر یا بذریعہ فون ہوا کرتی تھی جس میں بروقت معلومات کے حصول کا کوئی امکان نہ تھا۔ اس کے نتیجے میں سودا طے ہونے میں تاخیر ہو جایا کرتی تھی، نرخوں کے تعین کا طریقہ کار ناموزوں تھا، قرضہ/ سیالیت کا خطرہ زیادہ تھا، اور منڈی میں دستیاب سیالیت بدسلیقگی سے استعمال ہوتی تھی۔

اب یافت اور خرید وفروخت کی تازہ بتازہ اور بروقت معلومات کی بنا پر اجرا کنندہ کے لیے اپنے وثیقے کی طلب معلوم کرنا اور بہتر فیصلہ کرنا آسان ہوگا۔ مزید سرمایہ کار بھی منڈی کا رخ کریں گے کیونکہ نرخوں کے تعین کا طریقہ زیادہ آسان ہو چکا ہے چنانچہ سیالیت بڑھے گی اور سیالیت پر اضافت کم ہو جائے گی۔ اس سے منڈی کے مختلف حصوں کے لیے سیالیت کا خطِ یافت بھی تشکیل پائے گا۔ چونکہ بلوم برگ کے صارفین کے لیے اس پلیٹ فارم کا کوئی اضافی خرچہ نہیں اس لیے پلیٹ فارم کے بار بار استعمال پر ان بروکر کمیشن بھی بچے گا اور تفاوت بھی کم سے کم ہوگا بشرطیکہ دیگر شرائط یکساں رہیں۔

سرمایہ کاروں کی تعداد بڑھنے سے بینک سرکاری قرضہ اپنے حسابات سے منتقل کرسکیں گے اور نجی شعبے کے قرضے کے لیے گنجائش پیدا ہوگی۔ معینہ آمدن والے وثیقہ جات پر سرمایہ کاروں کے اطمینان کے نتیجے میں بینکوں کی قرض گاری کی استعداد بڑھنے سے وقت کے ساتھ ساتھ پاکستان میں اثاثوں پر مبنی تمسکات کی منڈی بھی تیار ہو سکے گی۔

چونکہ بذریعہ بلوم برگ اس کی خدمات دنیا کی تمام بڑی مالی منڈیوں میں پیش ہو رہی ہیں اس لیے اس نظام کا اضافی فائدہ یہ ہے کہ بین الاقوامی سرمایہ کاروں کو پاکستانی معیشت میں شمولیت کا اضافی راستہ فراہم ہوگا۔

ماخذ: شعبہ مالی بازار حکمت عملی و برتاؤ، بینک دولت پاکستان

سرکاری تمسکات کا ثانوی بازار

سرکاری تمسکات کی ابتدائی نیلامیوں کے تفصیلی تجزیے سے پتہ چلتا ہے کہ ٹی بلز میں بینکوں کی شرکت م س09ء کے بعد سے نمایاں طور پر بڑھنا شروع ہوئی جب حکومت نے ٹی بل کی نیلامی کے اہداف کا اعلان زیادہ آگاہی کے انداز میں کرنے کا فیصلہ کیا۔ اس کے علاوہ م س09ء سے غیر ادا شدہ قرضے بڑھنے کے بعد بینکوں نے محتاط طرزِ عمل اپنا لیا تھا اس لیے قرضے کے لیے دستیاب رقوم کو خطرات سے پاک سرکاری تمسکات میں نسبتاً بلند شرح سود پر لگانا ان کی ترجیح بن گیا تھا۔ لہٰذا بینکوں نے م س10ء میں نہ صرف ٹی بل نیلامیوں میں سرگرمی سے حصہ لیا، جیسا کہ پیشکش کے تناسب سے ظاہر ہے (یعنی ہدف کی رقم اور پیش کردہ رقم کا باہمی تناسب) جو گذشتہ سال کے مقابلے میں تقریباً 40 فیصد بڑھ گیا، بلکہ قبولیت کا تناسب (یعنی ہدف کی رقم اور قبول کردہ رقم کا باہمی تناسب) بھی بڑھا (**جدول 7.6**)۔

---

14 منڈیوں کی بے نتیجہ کارگزاری سے بعض ٹریڈروں کو ہونے والا نقصان deadweight loss کہلاتا ہے۔ مثلاً ای بانڈ پلیٹ فارم کے آغاز سے پہلے بے قرینہ معلومات ہی پر اکتفا تھا، چنانچہ بعض ٹریڈروں کو تمسکات کی خرید یا فروخت پر ممکنہ بہترین قیمت عموماً نہیں ملتی تھی، اب ای بانڈ سسٹم شروع ہونے کے بعد تمام شرکا دستیاب معلومات حاصل کر سکتے ہیں جس سے تعینِ قیمت کا عمل بہتر ہو گیا ہے۔

جدول7.6: ٹی بل نیلامیوں کا خلاصہ

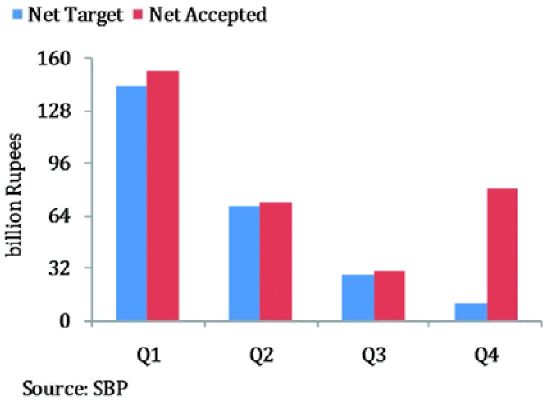
ارب روپے

	ہدف	پیشکش	قبول کردہ	قبولیت بہ نسبت ہدف	پیشکش بہ نسبت ہدف
م س08	939	833.6	607.8	0.6	0.9
م س09	1845	3086.3	1747	0.9	1.7
م س10	1360	2875.1	1441.9	1.1	2.1

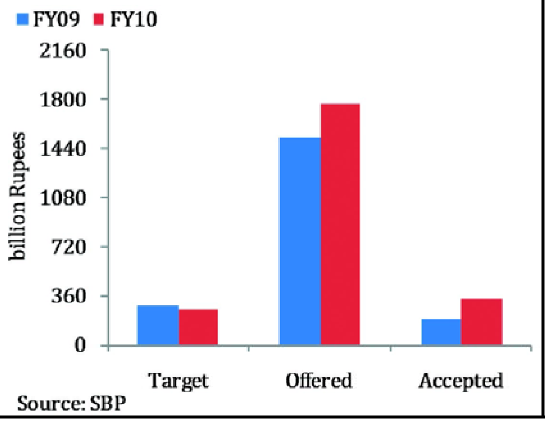
ماخذ: اسٹیٹ بینک

م س10 ء میں حکومت نے ٹی بل نیلامیوں کا بحیثیت مجموعی خالص ہدف (یعنی تمسکات کے لیے) 253.7 ارب روپے متعین کیا جو گذشتہ سال کے مقابلے میں 30.6 ارب روپے کم تھا (**شکل 7.9**)۔ حکومت نے اگرچہ مارچ م س10 [15] تک اپنے قبل از نیلامی اہداف کی پابندی کی تاہم اس نے آخری دو نیلامی اہداف کی واضح خلاف ورزی کی (**شکل 7.10**)۔ حکومت کو ٹی بل نیلامی کے اعلان شدہ ہدف 460 ارب روپے کے مقابلے میں 529 ارب روپے حاصل ہوئے جس میں م س10 ء کی چوتھی سہ ماہی کی 449 ارب روپے کی تمسکات بھی شامل ہیں۔[16] حکومت نے مالی سال کی آخری چند سہ ماہیوں میں ہدف سے خاصی زائد قرض گیری کی جس کی وجوہات بیرونی رقوم کی تاخیر سے، اور توقع سے کم وصولی، بڑھتے ہوئے مالیاتی اخراجات اور کم ٹیکس وصولیاں جیسے مختلف عوامل تھے۔

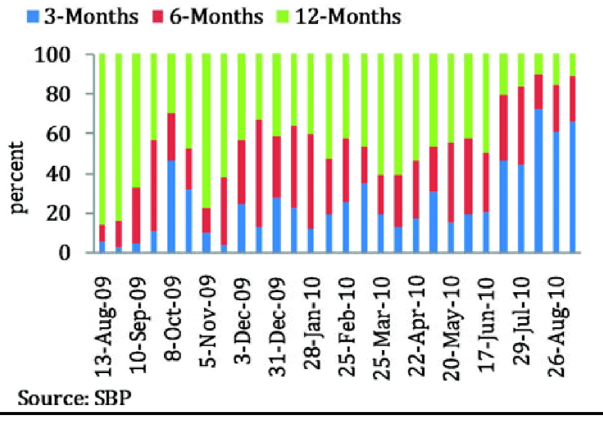
شکل 7.10: م س10 ء کی ٹی بل نیلامیوں کا سہ ماہی رجحان



شکل 7.9: ٹی بل کی نیلامیاں (خالص عرصیت)



شکل 7.11: ٹی بل کی نیلامیوں میں میعاد وار پیشکشیں



اس کے علاوہ م س09 ء کی دوسری ششماہی میں بینکوں نے طویل المیعاد ٹی بلوں میں سرمایہ کاری کا رجحان اپنایا تھا [17] چنانچہ م س 10 ء کی پہلی ششماہی میں بارہ ماہی ٹی بلوں میں ان کی شرکت بڑھتی رہی۔ تاہم وقت گزرنے کے ساتھ ساتھ بینکوں نے اپنی پیشکش طویل المیعاد تمسکات سے ہٹا کر قلیل المیعاد تمسکات کو منتقل کر دی جس کا سبب پالیسی موقف میں تبدیلی ہے جو کہ م س 10 ء کی پہلی ششماہی میں توسیعی اور دوسری ششماہی میں زیادہ محتاط کر لیا گیا (**شکل 7.11**)۔ م س10 ء کی تیسری سہ ماہی کے خاتمے کے لگ بھگ بینک بدستور بارہ ماہی ٹی بلوں میں سرمایہ لگا رہے تھے۔ چوتھی سہ ماہی کے بعد سے ان کی شرکت کا رجحان بدل گیا اور وہ قلیل المیعاد تمسکات کی طرف زیادہ ہو گیا نیز وزارت خزانہ نے گرانی کی بدلتی ہوئی توقعات اور شرح ہائے سود پر دباؤ کے پیش نظر قطع شرح سود میں اضافہ کر دیا۔ م س10 ء کی آخری چند نیلامیوں میں بینکوں کی تین ماہی اور چھ ماہی میعادوں کے لیے پیش کردہ رقم مجموعی رقم کا تقریباً 60 فیصد ہو گئی جبکہ اپریل م س10 ء میں یہ تناسب 40 فیصد تھا۔

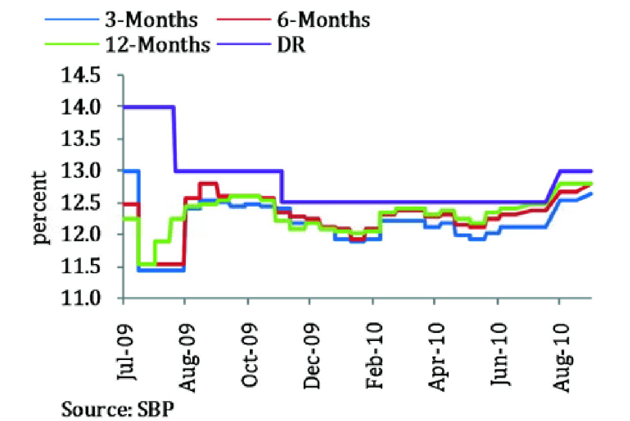
15 جولائی تا مارچ م س10 کے دوران ٹی بل نیلامی کا اعلان شدہ ہدف 900 ارب روپے تھا جبکہ حکومت کو 657.3 ارب روپے کی عرصیتوں سمیت 912.4 ارب روپے ملے۔

16 م س10 کی چوتھی سہ ماہی کی خالص قبول کردہ مجموعی رقم (81 ارب روپے) میں سے تقریباً نصف رقم حکومت نے سہ ماہی کی آخری دو نیلامیوں میں قبول کی۔ چوتھی سہ ماہی میں بحیثیت مجموعی چھ نیلامیاں ہوئیں۔

17 م س09 کی پہلی ششماہی میں بینکوں نے پالیسی ریٹ مزید بڑھنے کی توقع پر زیادہ تر پیشکشیں تین ماہی ٹی بلوں میں کیں تاہم چونکہ جنوری م س09 کے بعد سے شرح سود کا منظر نامہ بدل گیا (یعنی شرح سود کی بلند ترین سطح سے واپسی)، چنانچہ بینکوں نے طویل مدتی وثیقہ جات میں شرکت بڑھا دی۔

جہاں تک حکومت کی مالکاری لاگت کا تعلق ہے م س 10ء کے زیادہ تر عرصے میں نیلامیوں کی قطع شرح ہائے سود سیالیت کی صورتحال اور نرم زری پالیسی کے مطابق ہی رہی (**شکل 7.12**)۔ مئی م س 10ء کے بعد سے قطع شرح سود میں بتدریج اضافہ تقریباً تمام میعادوں کی تمسکات میں دیکھا گیا کیونکہ گرانی کے حوالے سے منڈی کی توقعات بدل گئی تھیں۔ یہاں یہ بات قابل ذکر ہے کہ دیرینہ نیم مالیاتی سرگرمیوں مثلاً گردشی قرضے کی بنا پر شعبہ توانائی کی مسلسل قرض گیری، اور اجناس کی خریداری کے اداروں اور خوراک کے محکموں کی جانب سے قرضوں کی توقع سے کم واپسی نے قرض گیری کی سرکاری لاگت مزید بڑھانے میں اپنا کردار ادا کیا۔ اس سے پتہ چلتا ہے کہ اجناسی قرضوں کے سلسلوں میں بینک باز ادائیگی کے بجائے اجرائے ثانی کی لاگت کے لحاظ سے شرحیں متعین کر رہے ہیں۔[18]

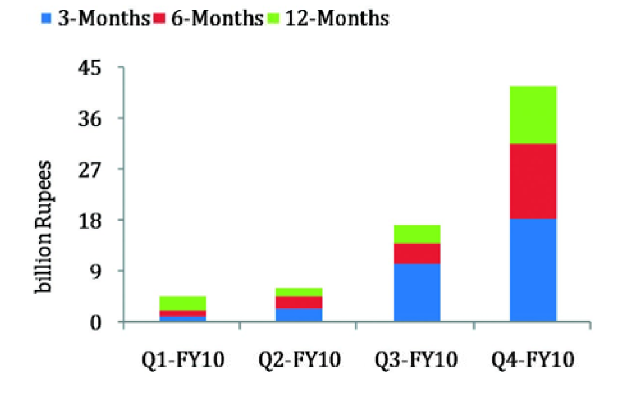
شکل 7.12: ٹی بلوں کی قطع شرح سود



Source: SBP

ٹی بلز میں بینکوں کے علاوہ چھوٹے ادارہ جاتی اور انفرادی سرمایہ کاروں کی بھی شرکت م س 2010 میں خاصی بڑھ گئی۔ اس سلسلے میں اسٹیٹ بینک کا غیر مسابقتی بولیوں (این سی بی) کا تناسب جولائی م س 03[19] کے 10 فیصد سے بڑھا کر جولائی م س 10[20] سے 15 فیصد کرنے کا فیصلہ چھوٹے سرمایہ کاروں کو سرکاری تمسکات کی طرف راغب کرنے کا باعث بنا۔ اس اقدام کا مقصد سرکاری تمسکات کی نیلامی میں شرکا کے مجموعے کو متنوع بنے کے ساتھ ساتھ بولیوں کے عمل میں مسابقت لانا بھی تھا۔ نتیجتاً ٹی بل کی نیلامیوں میں غیر بینک مالی اداروں اور افراد کی شرکت وقت گزرنے کے ساتھ بڑھتی گئی، اور مجموعی این سی بی میں شرکت م س 10 کی پہلی ششماہی کے 9.8 ارب روپے سے بڑھ کر دوسری ششماہی میں 56 ارب روپے ہوگئی (**شکل 7.13**)۔

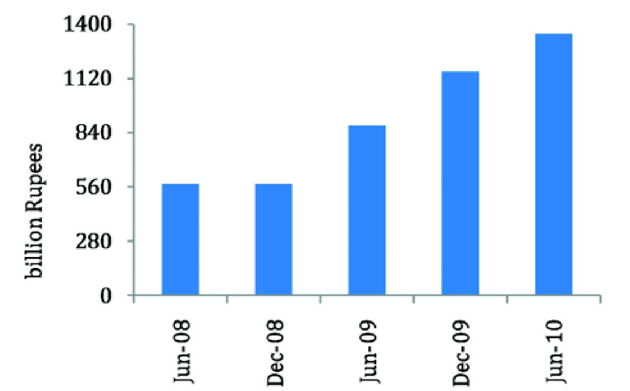
شکل 7.13: ایم ٹی بیز میں غیر مسابقتی بولیوں کی شرکت



Source: SBP

یہ بات قابل ذکر ہے کہ خسارے کی تسکیک پر نومبر م س 09ء سے آئی ایم ایف کی طرف سے سہ ماہی حد کے نفاذ کے بعد حکومت نے اضافی قرض گیری جدولی بینکوں سے پوری کی۔ تب سے سرکاری تمسکات میں کمرشل بینکوں کی بھاری سرمایہ کاری کے پیش نظر حکومت کا ان عرصیتوں کا صرف رول اوور ہر سال خاصا بڑھتا جا رہا ہے۔ ٹی بلوں کی عرصیتی رقم م س 08ء سے سالانہ 50 فیصد کی شرح سے بڑھ رہی ہے (**شکل 7.14**)۔ م س 07ء میں جاری کردہ ٹی بلوں کے صرف رول اوور پر م س 08ء میں تقریباً 576 ارب روپے درکار تھے۔ م س 10ء

شکل 7.14: واجب الادائی بلوں کا حجم



Source: SBP

18 ستمبر 2009 میں جاری کردہ میعادی مالکاری وثیقہ جات کی قیمت کائبور سے 200 بی پی ایس زائد رکھی گئی، جبکہ مارچ 2009 کے میعادی مالکاری وثیقہ جات کائبور سے 175 بی پی ایس زائد قیمت پر جاری کیے گئے تھے۔ اسی طرح م س 10 میں اجناسی مالکاری کی شرحیں سہ ماہی کائبور سے 275 بیسس پوائنٹس زائد تک بڑھ گئیں جبکہ م س 09 میں وہ سہ ماہی کائبور سے 150 بی پی ایس زائد تھیں۔

19 ای ڈی ایم ڈی، گشتی مراسلہ نمبر 8 بتاریخ 5 جولائی 2003۔

20 شعبہ مالی بازار حکمت عملی و برتاؤ، گشتی مراسلہ نمبر 7 بتاریخ 6 جون 2009۔

میں یہ رقم دگنی سے بھی زائد بڑھ کر 1,348 ارب روپے تک جا پہنچی۔ رول اوور کی منتظر رقم میں اس قدر تیزی سے اضافے کے نہ صرف مالیاتی کھاتے کے لیے بلکہ نجی شعبے کے لیے بھی مضمرات ہیں۔ بہ الفاظ دیگر جدولی بینکوں کی جانب سے ٹی بلوں کا رول اوور نجی شعبے کے لیے دستیاب سیالیت کے اخراج کا باعث بنتا ہے۔

ٹی بل نیلامیوں کے برعکس حکومت نے م س10ء کے لیے طے کردہ پی آئی بی نیلامی کے ہدف کی پابندی کی، اگرچہ اس ضمن میں بھی بینکوں کی پیش کردہ رقوم متواتر بلند رہیں (**جدول 7.7**)۔

پی آئی بی کی نیلامیوں کے تفصیلی تجزیے سے پتہ چلتا ہے کہ م س10ء کے دوران پانچ نیلامیوں کا مجموعی خام ہدف 60 ارب روپے، یعنی گذشتہ سال کے ہدف سے تقریباً 25 فیصد کم تھا۔ تاہم مجموعی خالص ہدف (یعنی بعد از مطابقتِ عرصیت) م س 09ء سے خاصا بلند تھا۔[21] گذشتہ برسوں کی طرح زیادہ تر نیلامیوں میں سابقہ اجرائیوں کو کھولا گیا اور صرف ایک نیا اجرا کیا گیا۔ اسٹیٹ بینک نے پی آئی بیز کو دوبارہ کھولنے کا سلسلہ[22] جاری شدہ (on-the-run) بانڈز کی رسد بڑھانے کے لیے م س07 سے شروع کیا تھا۔[23] نتیجتاً پی آئی بیز کے اجرا کا اوسط حجم[24] گذشتہ دو برسوں میں خاصا بڑھ چکا ہے اور اس سے طویل مدتی شرح ہائے سود اور خطِ یافت کی بہتر عکاسی میں مدد ملی ہے (**شکل 7.15**)۔

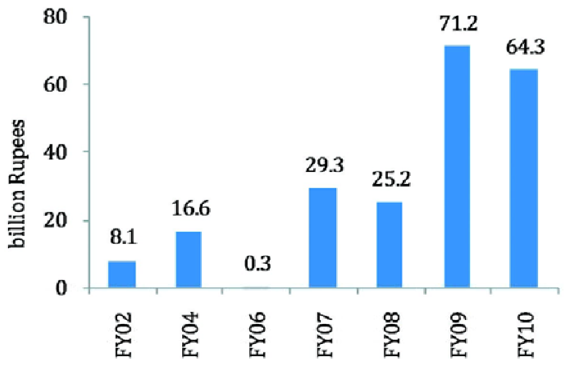
جدول 7.7: پی آئی بیز نیلامیوں کا خلاصہ

ارب روپے

	سال	مشترکہ ہدف	پیشکش کردہ رقم	قبول کردہ رقم
3 سالہ	م س09ء	80	21.1	8.3
	م س10ء	60	19.1	9.7
5 سالہ	م س09ء	80	21.5	7.7
	م س10ء	60	12.6	6.4
7 سالہ	م س09ء	80	12.2	6.7
	م س10ء	60	5.6	2
10 سالہ	م س09ء	80	83.9	32.5
	م س10ء	60	67.3	38.2
15 سالہ	م س09ء	80	5.8	1.3
	م س10ء	60	3.3	0.8
20 سالہ	م س09ء	80	5	1.9
	م س10ء	60	12	1.5
30 سالہ	م س09ء	80	10.5	6.6
	م س10ء	60	14.5	1.8
کل	م س09ء	80	160	65.1
	م س10ء	60.0	134.4	60.3

ماخذ: اسٹیٹ بینک

شکل 7.15: پی آئی بی کے اجرا کا اوسط حجم



Source: SBP

علاوہ ازیں واجب الادا پی آئی بی کی ہولڈنگز میں شعبہ بینکاری کا حصہ کم ہوا اور غیر بینک شعبے کا حصہ بتدریج بڑھا (**شکل 7.16**)۔[25] بہ الفاظ دیگر شعبہ بینکاری کا حصہ اختتام جون م س10ء تک گذشتہ سال کے مقابلے میں گر کر 39.8 فیصد رہ گیا، جبکہ گذشتہ سال اس میں معمولی سا اضافہ ہوا تھا۔ دوسری طرف غیر بینکاری شعبے میں، سوائے بیمہ کمپنیوں کے، تمام شعبوں کا حصہ بڑھتا رہا۔

یہاں یہ بات قابل ذکر ہے کہ بینکوں نے نہ صرف یہ کہ ہدف سے کم رقم پیش کی بلکہ بولیوں کی شرحیں بھی خاصی بڑھ گئیں۔ ان نیلامیوں میں بینکوں نے مجموعی طور پر 35.5 ارب روپے کی پیشکش کی جبکہ مجموعی ہدف 45 ارب روپے تھا اور بولیوں کی شرحیں اوسطاً 96.5 بی پی ایس بڑھ گئیں۔[26] تاہم وزارت خزانہ نے دونوں نیلامیوں میں تمام بولیوں کو مسترد کر دیا۔ بینکوں کا یہ رویہ شرح سود کے حوالے سے جولائی م س11ء سے توقعات میں تبدیلی کی عکاسی کرتا ہے، بینک گرانی میں

21 م س10 میں پی آئی بی نیلامی کی عرصیت صرف 0.43 ارب روپے جبکہ م س09 میں 42 ارب روپے تھی۔

22 ایک ہی تاریخ اجرا اور تاریخ عرصیت والی اجرائیاں جنہیں مختلف مواقع پر پیش کیا گیا ہو: پہلے اجرا کی مکمل عرصیت ہو اور بعد کے ہر اجرا پر عرصیت کی بقیہ مدت کم ہوتی جائے۔ چھوٹی اور منتشر اجرائیوں سے منسلک تعین نرخ کے مسائل حل ہونے کے باعث اس طریقے سے بانڈ مارکیٹ میں سیالیت بڑھ جاتی ہے۔

23 یہ نسبتاً بڑے حجم کے بانڈ اجرا ہیں۔

24 پی آئی بی کے اجرا کا اوسط حجم معلوم کرنے کے لیے مجموعی واجب الادا پی آئی بی کو اجرائیوں کی تعداد پر تقسیم کر دیا جاتا ہے۔

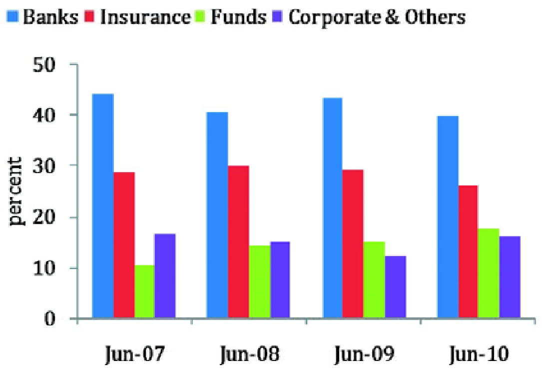
25 پی آئی بی کی ہولڈنگز میں بینکوں کا حصہ اگرچہ گھٹ رہا ہے، مطلق معنوں میں یہ م س10 میں درحقیقت بڑھا ہے۔

26 یہاں یہ بات قابل ذکر ہے کہ اگست م س11 سے نافذ العمل پالیسی ریٹ بڑھنے کے اثرات بھی بولیوں میں اضافے میں شامل ہیں۔

اضافے کے رجحانات کے پیش نظر پالیسی ریٹ مزید بڑھنے کی توقع کر رہے تھے۔ اکتوبر مس 11ء کی پی آئی بی نیلامی میں حکومت نے 20 ارب روپے کے ہدف کے مقابلے میں 6.4 ارب روپے قبول کیے۔ یہ امر قابل ذکر ہے کہ اس نیلامی میں بھی بینکوں کی پیشکش 17.1 ارب روپے یعنی خاصی کم رہی۔

حکومت نے پی آئی بیز کے علاوہ اجارہ صکوک سے بھی طویل مدتی رقوم جمع کیں۔ مس 10ء میں ہونے والی حکومت پاکستان اجارہ صکوک کی چوتھی نیلامی میں اس نے 10 ارب روپے ہدف کے مقابلے میں 14.4 ارب روپے جمع کیے (**جدول 7.8**)۔

شکل 7.16: پی آئی بی کی ملکیتوں کی صورتحال



Source: SBP

جدول 7.8: حکومت پاکستان کے اجارہ صکوک کی نیلامی کا خاکہ

ارب روپے

	تاریخ اجرا	تاریخ عرصیت	ہدف کی رقم	پیش کردہ رقم	قبول کردہ رقم
حکومت پاکستان اجارہ صکوک اول	26 ستمبر 2008	26 ستمبر 2011	10	9.5	6.5
حکومت پاکستان اجارہ صکوک دوم	29 دسمبر 2008	29 دسمبر 2011	10	7.4	6
حکومت پاکستان اجارہ صکوک سوم	11 مارچ 2009	11 مارچ 2012	10	21.4	15.3
حکومت پاکستان اجارہ صکوک چہارم	17 ستمبر 2009	17 ستمبر 2012	10	30.4	14.4

ماخذ: اسٹیٹ بینک

سرکاری تمسکات کا ثانوی بازار

ثانوی بازار میں خرید وفروخت بازار[27] کے شرکا مثلاً بینکوں، ترقیاتی مالیاتی اداروں، اور غیر بینک مالی کمپنیوں کو سیالیت کی اپنی ضروریات پوری کرنے میں سہولت دیتی ہے۔ ثانوی بازار کے لین دین میں ریپو مارکیٹ، جو کہ تمسکاتی خریداری ہوتی ہے، سے خرید وفروخت کے یومیہ حجم کے خاصے نمایاں حصے کی عکاسی ہوتی ہے۔ دوسری طرف طلبیدہ زر کی منڈی میں غیر ضمانتی رقوم شبینہ بنیاد پر خریدی اور بیچی جاتی ہیں۔

جدول 7.9: ثانوی منڈی میں خرید وفروخت

ارب روپے

	حجم			مجموعے کا فیصد		
قسم	مس08ء	مس09ء	مس10ء	مس08ء	مس09ء	مس10ء
مکمل	704	1,532.1	2,018	4.3	8.6	9.9
طلبی	2,545	1,802	1,615	15.5	10.1	7.9
ریپو	12,153	13,752.9	16,639	73.9	77	81.5
کھلے	1051.5	781.8	153	6.4	4.4	0.7
کل	16,453.5	17,868.8	20,425			

ماخذ: اسٹیٹ بینک

پاکستان میں ثانوی بازار میں تقریباً 80 فیصد سودے ریپو بنیاد پر ہوتے ہیں (**جدول 7.9**)۔ یہ لازمی شرح سیالیت سے زائد رقوم کی بینکوں کے پاس سرکاری تمسکات کی تحویل کے مساوی ہے جو کہ بینکوں کی رقوم کا نامناسب استعمال ہے۔ اس سے یہ ضرورت بھی واضح ہوتی ہے کہ طلبیدہ زر کی منڈی تشکیل دی جائے جہاں قرض گاری کا فیصلہ ضمانت پر انحصار کے بجائے قرض گیر کی حیثیت کی بنیاد پر کیا جاتا ہے۔

ثانوی بازار کے مجموعی لین دین میں طلبیدہ سودوں کا حجم معمولی رہا (تقریباً 10 فیصد) اور متواتر کم ہو رہا ہے۔ مس09ء استثنائی سال تھا جب دوسری سہ ماہی میں تمسکات کی کم دستیابی کے نتیجے میں سیالیت کی شبینہ ضروریات پوری کرنے کے لیے طلبیدہ سودوں کا حجم بڑھ گیا نتیجتاً طلبیدہ اور ریپو شرحوں میں تفاوت بھی بڑھ گیا (**شکل 7.17**)۔

خطِ یافت کی صورتحال

خطِ یافت شرح ہائے سود کی میعادی ساخت کی عکاسی کرتا ہے۔ مختلف عرصیتوں کے مالی وثیقہ جات چونکہ ایک دوسرے کے ٹھیک ٹھیک متبادل نہیں ہوتے اس لیے منڈی میں ان کی طلب اور رسد کی حرکیات بھی مختلف ہوتی ہیں۔ خاص طور پر طویل المیعاد شرح سود پر میعادی اضافت کے تعین میں بنیادی کردار گرانی کی توقعات کا ہوتا ہے۔

[27] ثانوی بازار بنیادی طور پر ریپو، طلبی (call)، مکمل اور کھلے (clean) سودوں پر مشتمل ہوتا ہے۔

پاکستان میں خطِ یافت گذشتہ چند برسوں میں جن نمایاں تبدیلیوں سے گزرا ہے ان پر اس سیکشن میں بحث کی گئی ہے۔

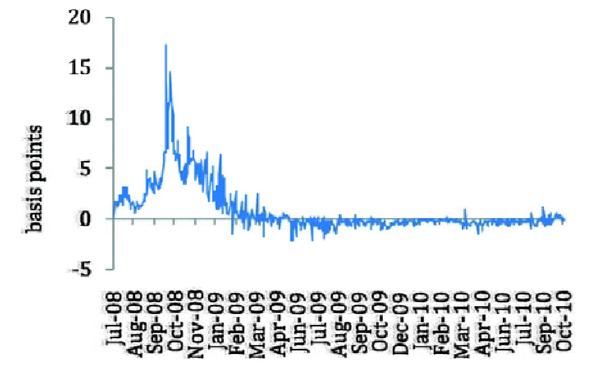
پاکستان میں اپریل م س05ء میں زری سختی کے ابتدائی دور میں (ثانوی بازار میں سرکاری تمسکات کے لین دین کی بنیاد پر) خطِ یافت کا جھکاؤ م س04ء کے دوران تیزی سے گرنے کے بعد م س05ء کے پورے عرصے کے دوران بڑی حد تک مستحکم رہا (**شکل 7.18**)۔ زری سختی کے نتیجے میں قلیل المیعاد شرح سود بتدریج بڑھی تاہم خطِ یافت کے انتہائی سرے میں نسبتاً کم سرگرمی دیکھی گئی۔ اس قدرے جمود کی بنیادی وجہ ثانوی بازار میں طویل المیعاد سرکاری بانڈز کی ناکافی رسد، اور نتیجتاً ثانوی بازار میں لین دین کے لیے ان بانڈز کی کم دستیابی تھی۔ صورتحال مئی م س06 کے بعد سے بدلنا شروع ہوئی جب پی آئی بی کی نیلامیاں باقاعدگی سے ہونے لگیں، اور جنوری م س04ء میں طویل مدت کے 15 اور 20 سالہ پی آئی بیز متعارف کرائے گئے، اور دسمبر م س07ء میں پہلی بار 30 سالہ بانڈ جاری کیا گیا۔ اس سے طویل مدت کے بانڈز کی رسد میں معقول اضافہ ہوا، ثانوی بازار میں ان کا لین دین بھی بڑھ گیا، اور شرح ہائے سود کے میعادی ڈھانچے کو 30 سال تک توسیع مل گئی۔

نتیجتاً م س07ء میں خطِ یافت کی کسی حد تک عمودیت دیکھی گئی (**شکل 7.19**)۔ جب ثانوی بازار میں خرید و فروخت کا حجم گہرا ہونے لگا تو خطِ یافت بازار کی صورتحال کا زیادہ بہتر عکاس ہوگیا۔

م س08ء میں بھی زری سختی برقرار رہی چنانچہ پالیسی ریٹ میں اضافہ سرکاری تمسکات کی ثانوی بازار میں یافت کو منتقل ہوگیا۔ جبکہ سرکاری تمسکات کی تمام مدتوں کی یافت بڑھی، خطِ یافت کی عمودیت سے پتہ چلتا ہے کہ سال کے دوران میعادی اضافت میں بھی نمایاں اضافہ ہوا۔[28]

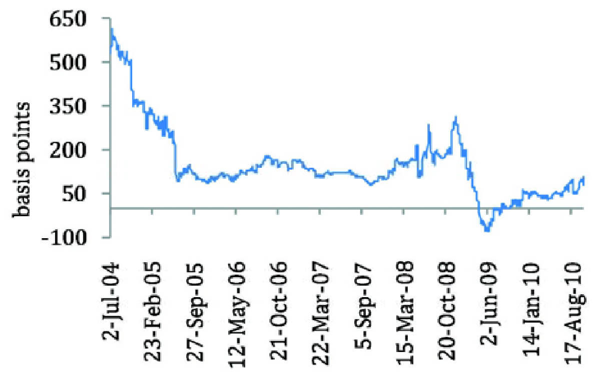
م س09ء کے اختتام تک خطِ یافت 'ی' شکل کا ہوگیا تھا جو قلیل مدتی یافت میں اوپر کی طرف جا رہا تھا (**شکل 7.20**)۔ یہ اُس وقت بازار میں پھیلی ہوئی قلیل مدتی بے یقینی کیفیت کا عکاس تھا[29] جبکہ طویل المیعاد شرحوں میں رد و بدل بڑی حد تک زری پالیسی موقف کے مطابق تھا۔ گرانی کی کم توقعات اور بعد میں شرح ہائے سود میں کمی نے سرمایہ کاروں کو قلیل مدتی بانڈز خریدنے کے بجائے وسط مدتی بانڈز میں سرمایہ لگانے کی ترغیب دی۔ نتیجتاً وسط مدتی بانڈز کی قیمت بڑھ گئی اور چنانچہ ان پر یافت گھٹ گئی۔ اگست م س08ء میں سات سالہ بانڈ کے اجرا نے بھی ثانوی بازار میں وسط مدتی بانڈ کے فعال لین دین میں اُس وقت اہم کردار ادا کیا۔

شکل 7.17: شبینہ کال اور ریپو میں تفاوت



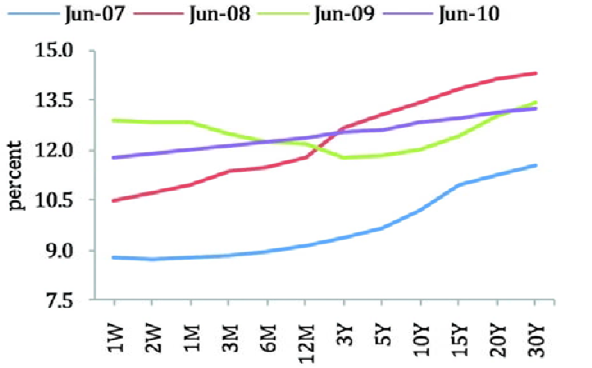
Source: SBP

شکل 7.18: خطِ یافت کی ڈھلان (10 سال میں سے چھ ماہی پاکستان ری ویلیوایشن منہا)



Source: Reuters

شکل 7.19 خطِ یافت (پاکستان ری ویلیوایشن)



Source: Reuters

28 دس سالہ اور چھ ماہی تمسکات کی ثانوی بازار میں یافت کے مابین تفاوت 2007 کی دوسری ششماہی میں 1.3 فیصدی درجے تھا جو 2008 کے اختتام تک بڑھ کر 2.4 فیصدی درجے ہوگیا۔

29 تفصیل کے لیے دیکھئے اس باب کا سیکشن 'شرح سود کے تحرکات'۔

شکل 7.20: خطِ یافت (پاکستان ری ویلیوایشن)

Source: Reuters

قلیل اور وسط مدتی یافت میں ردّوبدل کے نتیجے میں یافت کا تفاوت گھٹ گیا۔ م س09ء کی چوتھی سہ ماہی کے اختتام تک دس سالہ بانڈز اور چھ ماہی ٹی بلوں کے مابین تفاوت پہلی بار منفی ہوگیا (**شکل 7.18**)۔ تاہم خطِ یافت کا منفی جھکاؤ تھوڑا ہی عرصہ برقرار رہا اور یافت کا تفاوت م س10ء کی پہلی سہ ماہی کے اختتام تک بتدریج بڑھنا شروع ہوگیا۔ خطِ یافت کا جھکاؤ نومبر م س10ء کے بعد زیادہ تیزی سے بڑھا۔

م س10ء کے اختتام پر، قلیل مدتی شرحوں میں کمی منڈی میں کافی سیالیت کی عکاسی کر رہی تھی، حالانکہ زری پالیسی موقف محتاط تھا، خطِ یافت کا انتہائی سرا بڑی حد تک مستحکم رہا جس کی وجہ غالباً لین دین کی کم سرگرمیاں تھیں۔ یہاں یہ بات قابل ذکر ہے کہ دس سال سے کم عرصیتوں والے وثیقہ جات کی انتہائی یافت میں نومبر م س09ء سے زیادہ نمایاں اضافہ ہوا جب پالیسی ریٹ میں آخری بار کمی کی گئی تھی۔ اس کے نتیجے میں ثانوی بازار میں دس سالہ اور سہ ماہی مدت کی شرحوں کے مابین فرق جون م س10 تک بڑھ کر 71 بی پی ایس ہوگیا جو کہ نومبر م س10ء میں 19 بی پی ایس تھا۔ اسے خطِ یافت کی عمودیت اور یافت کے تفاوت میں دیکھا جا سکتا ہے جس سے معلوم ہوتا ہے کہ بازار مستقبل میں بلند گرانی اور مزید سخت زری پالیسی کی توقع کر رہا تھا۔

7.1.3 ماحصل

مختصر یہ کہ م س10ء میں مالی منڈی کی کارگزاری کو پالیسی اقدامات سے تقویت ملی، اس کے جواب میں اس نے اسٹیٹ بینک کے زری پالیسی موقف اور مالی شعبے کے استحکام میں معاونت کی۔ اگرچہ دوران سال بینکوں سے حکومت کی مسلسل بڑھتی ہوئی قرض گیری منڈی کی سیالیت پر وقتاً فوقتاً دباؤ ڈالتی رہی، تاہم امانتوں میں بھرپور نمو اور بینکوں کے خالص بیرونی اثاثے بڑھنے سے یہ دباؤ جزوًا زائل ہوگیا۔ اس کے علاوہ اسٹیٹ بینک نے بھی بوقت ضرورت بازارِ زر کے سودوں اور بٹہ گری کے ذریعے منڈی کو سیالیت فراہم کی۔ اس کے نتیجے میں بازارِ زر کے شبینہ ریپو ریٹ م س10ء کے بیشتر عرصے پالیسی موقف کے مطابق تبدیل ہوتے رہے۔

7.2 بازارِ مبادلہ

کسی ملک کی معیشت میں مالی منڈی کی طرح بازارِ مبادلہ[30] بھی بیرونی کرنسی کا لین دین کرا کے اور بیرونی کرنسی کے خطرات کی پیش بندی کر کے اہم کردار ادا کرتا ہے، جبکہ اس کا بنیادی مقصد بین الاقوامی تجارت اور سرمایہ کاری میں معاونت کرنا ہوتا ہے۔

رواں شرح مبادلہ کے طریقے میں بینک شرح مبادلہ میں اتار چڑھاؤ کی بنا پر زرِمبادلہ کے خطرات سے اکثر دوچار ہو سکتے ہیں۔ کرنسی کے خطرے سے بینکوں کا براہ راست انکشاف ان کی خالص کھلی حیثیت (Net Open Position)[31] کے ذریعے ہوتا ہے جبکہ بالواسطہ خطرات بینک کے بیرونی کرنسی میں قرضوں کے انکشاف سے ابھرتے ہیں۔ یہ صورتحال عموماً اس وقت پیدا ہوتی ہے جب قرض گیر، بالخصوص درآمد کنندگان[32]، بیرونی کرنسی میں قرضوں کی ادائیگی کے قابل نہیں رہتے۔

حوصلہ افزا امر یہ ہے کہ بینکاری نظام میں یہ دونوں خطرات خاصے محدود ہیں: م س10ء کے دوران بینکوں کی خالص کھلی حیثیت کا اتار چڑھاؤ عموماً قابل قبول حد یعنی 100 ملین ڈالر اضافہ/کمی کے اندر ہوا۔ م س10ء کے اختتام تک ملکی قرض گیروں کی طرف سے بیرونی کرنسی میں لیے گئے قرضوں کا حجم بینکوں کے مجموعی قرضوں کا صرف 3 فیصد ہے جبکہ م س09ء کے اختتام پر یہ تناسب 3.2 فیصد، اور جون م س08ء میں نسبتاً بلند 7.3 فیصد تھا۔

پاکستان کے بازارِ مبادلہ کو ماضی قریب میں جس چیز کا سب سے زیادہ فائدہ ہوا ہے وہ کارکنوں کی ترسیلات میں طاقتور نمو، بیرونی سرمایہ کاری اور بڑھتی ہوئی تجارتی

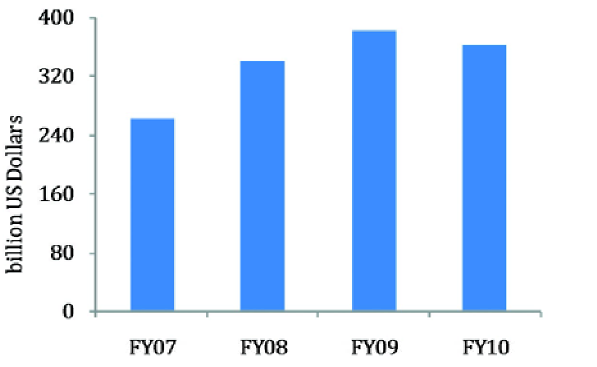
30 بازار مبادلہ سے عموماً مراد وہ بازار ہوتا ہے جس میں کرنسیوں کی بذریعہ کاؤنٹر خرید و فروخت ہو۔ اس میں عام طور پر تیار، پیشگی اور تبدل سودے ہوتے ہیں جن کے ذریعے مختلف کرنسیوں کی اضافی قدر معلوم کی جاتی ہے۔

31 بیرونی کرنسی کے اثاثوں اور واجبات کے مابین فرق کو بینکوں کی خالص کھلی حیثیت کہا جاتا ہے۔

32 واضح رہے کہ بیرونی کرنسی قرضوں کی ادائیگی کے لیے برآمد کنندگان کے پاس بیرونی کرنسی رقوم ہوتی ہیں۔

سرگرمیاں ہیں۔ بین البینک منڈی میں یومیہ اوسط لین دین (فوری، پیشگی اور تبدل) م س 10 میں ایک ارب ڈالر سے زائد ہوگیا جو م س 07ء میں تقریباً 85 کروڑ ڈالر تھا۔ نتیجتاً زرمبادلہ کے سودوں کا حجم م س 07ء کے 260 ارب ڈالر سے بتدریج بڑھ کر م س 10ء میں 360 ارب ڈالر ہوگیا (**شکل 7.21**)۔

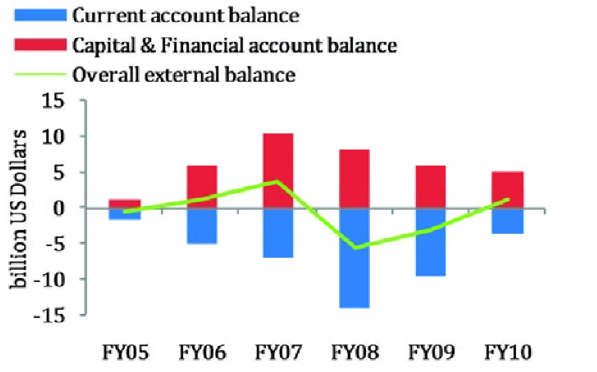
شکل 7.21: زرمبادلہ کی منڈی کا حجم



Source: SBP

بازارِ مبادلہ میں سودوں پر اثر انداز ہونے والی چیزیں بیرونی جاری حسابات (فاضل یا خسارہ)، اور زرمبادلہ کا بہاؤ ہیں جو خسارے کی رقم کی مالکاری کرتی ہیں۔ چنانچہ م س 10ء میں سرمایہ اور مالی کھاتوں میں فاضل رقم نے بیرونی جاری حسابات کے خسارے کو نہ صرف زائل کیا بلکہ ملک کی ادائیگیوں کے توازن کی صورتحال بھی خاصی بہتر کردی۔ یہ سابقہ دو برسوں سے مختلف حالت تھی جب مالی کھاتے کی فاضل رقم جاری حسابات کے بڑھتے ہوئے خسارے سے زائل ہوگئی تھی۔ درآمدی ادائیگیوں میں سکڑاؤ کے ساتھ جاری منتقلیوں میں اضافے[33] نے بیرونی جاری حسابات کے خسارے میں بہتری پیدا کی جو م س 10ء میں گھٹ کر 3.5 ارب ڈالر رہ گیا یعنی گذشتہ چار برس کی نچلی ترین سطح پر آگیا (**شکل 7.22**)۔

شکل 7.22: بیرونی حسابات کی صورتحال



Source: SBP

تاہم مالکاری کی صورتحال بدستور تشویشناک رہی۔ اول، سرمایہ اور مالی کھاتوں میں فاضل رقم اس سال بھی کم ہوتی رہی۔ دوم، م س 10ء کے دوران مالی کھاتے کی فاضل رقم کے بیشتر اجزائے ترکیبی سرمایہ کاری رقوم کے بجائے قرضہ بڑھانے والی رقوم پر مشتمل تھے۔ بیرونی رقوم کا معقول حصہ یکبارگی ایس ڈی آر رقوم اور برج مالکاری کے لیے آئی ایم ایف کے قرضے پر مشتمل تھا جبکہ متوقع بیرونی سرکاری قرضے قلیل مقدار میں ملے۔ اگر یہ متوقع قرضے مکمل طور پر مل جاتے تو م س 10ء میں مالی کھاتے میں بلند فاضل رقم ہوتی۔ دوسری جانب بیرونی سرمایہ کاری رقوم خصوصاً براہ راست بیرونی سرمایہ کاری[34] میں کمی آئی جس سے انفرا اسٹرکچر عوامل کے ساتھ ساتھ ملک میں بڑھتی ہوئی بدامنی کے باعث بیرونی سرمایہ کاروں کا خطرے سے گریز کا رویہ ظاہر ہوتا ہے۔ اس کے علاوہ عالمی اقتصادی بحالی کے حوالے سے پائی جانے والی غیر یقینی نے بھی بیرونی سرمایہ کاری کو محدود رکھا۔ م س 10ء میں اگرچہ جزدانی سرمایہ کاری میں معقول بحالی دیکھی گئی[35] تاہم اس نوع کی سرمایہ کاری قلیل مدتی اہداف کے باعث غیر یقینی سمجھی جاتی ہے۔ م س 10ء میں ایکویٹی منڈی میں عمدہ سرمایہ کاری کے اہم عوامل یہ تھے: (1) پاکستان کا 'ایم ایس سی آئی فرنٹیئر مارکیٹ انڈکس' میں مئی م س 09ء میں دوبارہ داخلہ[36]، اور (2) پاکستان کے رسک پریمیم میں خاصی کمی جیسا کہ واجب الادا ریاستی بانڈ پر قرضہ ڈیفالٹ تبدل (سی ڈی ایس) تفاوت سے ظاہر ہے۔[37]

یہ بخوبی واضح ہے کہ برآمدات اور سرمایہ کاری رقوم میں اضافہ نہ ہوا تو جاری حسابات کے خسارے کی پائیدار مالکاری[38] بدستور باعث تشویش رہے گی اور نتیجتاً زرمبادلہ کے کافی ذخائر برقرار رکھنا دشوار ہوگا۔ م س 10ء میں بیرونی جاری حسابات کے خسارے میں معقول کمی نہ ہوتی تو بیرونی کھاتہ بحیثیت مجموعی خسارے میں چلا جاتا۔ اس صورت میں ملک کے زرمبادلہ ذخائر گر جاتے اور شرح مبادلہ پر دباؤ پڑتا۔

33 یہ کارکنوں کی ترسیلات کی مستحکم آمد اور کولیشن سپورٹ فنڈ کی وصولیوں کی عکاسی کرتی ہے۔

34 م س 10 میں پاکستان کو 2.2 ارب ڈالر کی براہ راست بیرونی سرمایہ کاری ملی جبکہ م س 09 میں یہ 3.7 ارب ڈالر تھی۔

35 م س 10 کے دوران پاکستان کی ایکویٹی منڈی میں 600 ملین ڈالر کی خالص بیرونی سرمایہ کاری آئی جبکہ م س 09 میں 409.8 ارب ڈالر کا خالص اخراج ہوا تھا۔

36 تفصیلات اس باب کے سیکشن 7.3 میں ملاحظہ کیجیے۔

37 قرضہ ڈیفالٹ تبدل دسمبر م س 09 میں 3084 بی پی ایس تھا جو گھٹ کر جون م س 10 میں 500 بی پی ایس رہ گیا۔

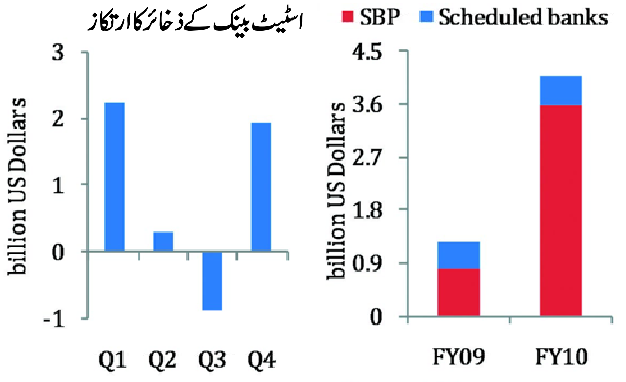
38 نظریے کے لحاظ سے جاری حسابات کے خسارے کی پائیداری کا بڑی حد تک انحصار اس کی مالکاری کی ملکی اہلیت پر ہوتا ہے جو خصوصاً غیر قرضہ رقوم کی آمد پر مشتمل ہو۔

7.2.1 زرمبادلہ کے ذخائر

بیرونی حسابات کے فاضل 1.3 ارب ڈالر، اور ادائیگیوں کے توازن میں تعاون کے لیے آئی ایم ایف کے ایس بی اے کے تحت 2.4 ارب ڈالر قسط کی وصولی کی بنا پر پاکستان کے زرمبادلہ کے ذخائر م س10ء میں 4.1 ارب ڈالر اضافے سے اختتام م س 10ء پر 16.9 ارب ڈالر تک جا پہنچے (**شکل 7.23**)۔[39]

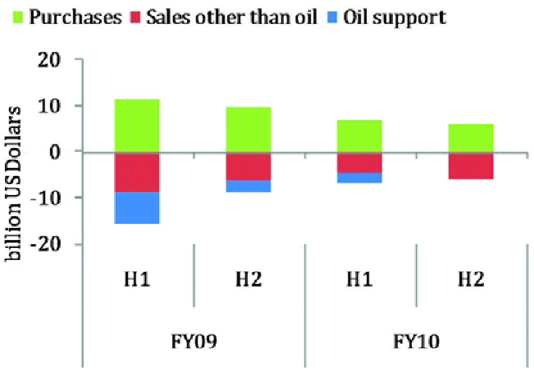
ماہوار رجحان سے پتہ چلتا ہے کہ اسٹیٹ بینک کے ذخائر م س10ء کے ابتدائی مہینوں میں تیزی سے بڑھے جس کی وجہ ایس ڈی آر کوٹا کا اضافی اختصاص[40] اور آئی ایم ایف کے ایس بی اے کے تحت رقم کی وصولی ہے (**شکل 7.23**)۔ بعد میں چونکہ ایس ڈی آر کا مزید اختصاص نہ ہوا اس لیے اگلے مہینوں میں ذخائر میں سست روی سے اضافہ ہوا۔[41] جنوری م س10ء میں بنیادی طور پر صکوک بانڈ کی عرصیت پر بازادائیگی کے باعث اسٹیٹ بینک کے ذخائر 804 ملین ڈالر کم ہو گئے۔[42] تاہم مسابقتی معاون فنڈ (سی ایس ایف) کی وصولی اور بعض متوقع سرکاری رقوم کی آمد سے اسٹیٹ بینک کے ذخائر م س10ء کی آخری سہ ماہی میں 192 ملین ڈالر بڑھ گئے۔

شکل 7.23 زرمبادلہ کے ذخائر میں رقوم / **م س10ء کی پہلی اور چوتھی سہ ماہی میں اسٹیٹ بینک کے ذخائر کا ارتکاز**



Source: SBP

شکل 7.24: اسٹیٹ بینک کے مداخلتی اقدامات



Source: SBP

زیادہ اہم بات یہ ہے کہ تیل کی ادائیگیاں بین البینک منڈی کو مرحلہ وار منتقل ہونے سے اسٹیٹ بینک کو اپنے ذخائر ضروری سطح پر برقرار رکھنے میں یقیناً مدد ملی (**شکل 7.24**)۔ یہ بات قابل ذکر ہے کہ اسٹیٹ بینک نے تیل سے متعلق ادائیگیوں کے لیے نومبر م س05ء میں بین البینک منڈی کو زرمبادلہ دینا شروع کیا تھا جو اُس وقت ملکی کرنسی پر سٹہ بازانہ دباؤ کم کرنے کا محض عارضی بندوبست تھا۔ بین البینک منڈی میں رقوم کی آمد بتدریج بہتر ہونے لگی تو اسٹیٹ بینک نے جولائی م س08ء میں تیل کی ادائیگیاں جزوی طور پر اسے منتقل کرنا شروع کیا، تاہم اُس وقت تیل کی عالمی قیمتوں میں غیر معمولی اضافے نے اسٹیٹ بینک کو اس قابل نہ چھوڑا کہ وہ ادائیگیوں کی بتدریج منتقلی جاری رکھ سکے اور جولائی م س09ء میں اس نے تیل کی ادائیگیاں دوبارہ مکمل طور پر سنبھال لیں۔ نومبر م س09ء سے اقتصادی استحکام کے پروگرام پر عملدرآمد، اور اس کے ساتھ ساتھ تیل کے عالمی نرخوں میں کمی نے اسٹیٹ بینک کو موقع دیا کہ وہ تیل کی ادائیگیاں بتدریج بین البینک منڈی کو منتقل کرنے پر دوبارہ متوجہ ہو۔[43] اس کے نتیجے میں بین البینک منڈی میں اسٹیٹ بینک کی خالص مبادلہ مداخلت م س10ء میں کم ہو گئی۔ اس پالیسی اقدام کے نفاذ سے نہ صرف اسٹیٹ بینک کے ذخائر کی مزید نکاسی رو کنے، بلکہ شرح مبادلہ کو منڈی کی طلب و رسد کی صورتحال کے مطابق متعین ہونے میں بھی مدد ملی۔

تیل کی ادائیگیوں کی دسمبر م س10ء میں جدولی بینکوں کو مکمل اور حتمی منتقلی اگرچہ اسٹیٹ بینک کے ذخائر کے لیے مثبت مضمرات رکھتی ہے، تاہم اس کے نتیجے میں بینکوں کے تجارتی نوسٹرو کھاتوں پر تھوڑا بہت دباؤ بھی پڑا جو م س10ء میں تیزی سے سکڑ گئے، دوسری ششماہی میں مزید ایسا ہوا۔[44] بہرحال یہ دباؤ عارضی ثابت ہوا کیونکہ

---

39 م س09 میں مجموعی ذخائر میں صرف 1.3 ارب ڈالر اضافہ ہوا۔

40 آئی ایم ایف نے اپنے رکن ملکوں پر عالمی مالی بحران کے اثرات کم کرنے کے لیے ان کے ایس ڈی آر کوٹا اختصاص میں 29 اگست 2009 کو اضافہ کر دیا۔ اس اضافے کا بنیادی مقصد یہ ہے کہ سیالیت کے مسائل سے دوچار ملکوں کو غیر مشروط مالی وسائل کافی مقدار میں مہیا کیے جائیں۔

41 ادائیگیوں کے توازن میں مدد کے لیے م س10 میں پاکستان کو آئی ایم ایف سے مجموعی طور پر 2.4 ارب ڈالر ملے۔ اگست میں پہلی قسط 455 ملین ڈالر ملی، دسمبر میں دوسری قسط کے 826 ملین ڈالر، اور مئی م س10 میں 1,132 ملین ڈالر ملے۔ اس کے علاوہ آئی ایم ایف نے برج مالکاری (یعنی احباب پاکستان سے متوقع بیرونی قرضوں کے بجائے عارضی مالکاری) کے لیے م س10 میں مجموعی طور پر 1,117 ملین ڈالر بھی دیے۔ اس میں سے پہلی قسط کے 745 ملین ڈالر اگست میں اور دوسری قسط کے 372 ملین ڈالر دسمبر میں موصول ہوئے۔

42 حکومت پاکستان نے 600 ملین ڈالر مالیت کے پانچ سالہ صکوک بانڈ جنوری م س05 میں جاری کیے تھے جن کی جنوری م س10 میں عرصیت پوری ہوگئی۔ بانڈ کی قیمت ششماہی ڈالر لائبور سے 220 بی پی ایس زائد تھی۔

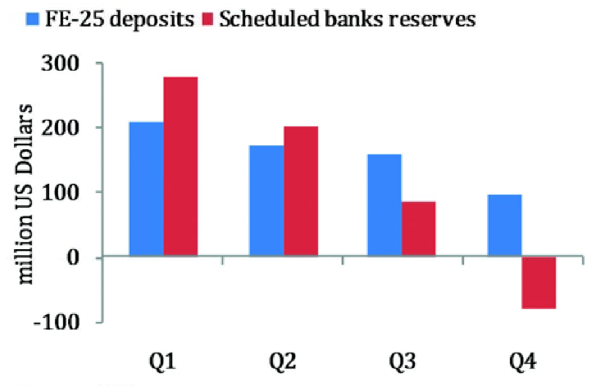
43 اسٹیٹ بینک نے تیل کی ادائیگیاں بذریعہ ایف ای گشتی مراسلہ جات نمبر 2 بتاریخ 15 جنوری 2009، نمبر 3 بتاریخ 15 جولائی 2009 اور نمبر 9 بتاریخ 5 دسمبر 2009 بین البینک منڈی سے بین البینک منڈی کو منتقل کر دیں۔

44 م س10 کی دوسری ششماہی میں جدولی بینکوں کے تجارتی نوسٹروس کی رقم میں 224 ملین ڈالر کمی آ گئی جبکہ پہلی ششماہی میں 194 ملین ڈالر اضافہ ہوا تھا۔

بحیثیت مجموعی جدولی بینکوں کے ذخائر م س10ء کے اختتام تک 485 ملین ڈالر اضافے سے 3.8 ارب ڈالر تک جا پہنچے۔ یہ امر بین البینک زرمبادلہ منڈی کی گہرائی اور گنجائش میں بہتری کی غمازی کرتا ہے۔

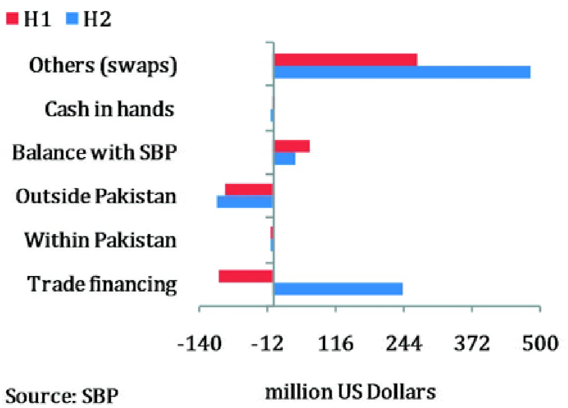
م س10ء کے دوران جدولی بینکوں کے ذخائر میں 480 ملین ڈالر اضافہ ہوا جس کی وجہ بیرونی کرنسی امانتوں میں معقول اضافہ اور پہلی ششماہی میں ملکی تجارت سے متعلق مبادلہ قرضوں کی ادائیگی تھی (**شکل 7.25**)۔ اس کی وجہ یہ ہے کہ م س10ء کے ابتدائی چند مہینوں میں روپے اور ڈالر کی کمزور پڑتی مساوات اور روپے کے مزید کمزور پڑنے کی توقعات سے نہ صرف بیرونی کرنسی امانتوں میں مزید رقوم آئیں بلکہ بیرونی کرنسی والے تجارتی قرضوں کی روپے میں قدر بھی بڑھائی چنانچہ درآمد کنندگان اور برآمد کنندگان دونوں نے اپنے واجب الادا بیرونی کرنسی قرضے ادا کرنا غنیمت جانا۔

شکل 7.25: جدولی بینکوں کے ذخائر کی سہ ماہی صورتحال، م س10



Source: SBP

شکل 7.26: جدولی بینکوں کے ذخائر کے سببی عوامل، م س10



Source: SBP

تاہم بعد کے مہینوں میں جدولی بینکوں کے ذخائر پر دباؤ پڑا اور وہ م س10ء کی دوسری ششماہی میں صرف 5 ملین ڈالر رہ گئے۔ اس صورتحال کا بنیادی سبب بینکوں کا مرکزی بینک کے ساتھ زرمبادلہ کا اضافی تبدل[45]، جو مالی سال کے آخری مہینے میں زیادہ نمایاں رہا، اور ایف ای25 امانتوں کے عوض تجارتی قرضوں کی خالص قرض گاری تھا (**شکل 7.26**)۔ م س10ء کی دوسری ششماہی میں مجموعی تجارتی حجم کی نمو میں تیزی آنے کے ساتھ بیرونی کرنسی میں تجارتی قرضے معقول طور پر یعنی 245 ملین ڈالر بڑھ گئے جبکہ پہلی ششماہی میں خالص ادائیگی ہوئی تھی۔ دوسری ششماہی کے دوران شرح مبادلہ نسبتاً مستحکم رہنے کے علاوہ روپے میں قرضوں پر اور ایف ای25 قرضوں پر سود کے مابین بڑھتے ہوئے تفاوت سے بیرونی کرنسی قرضے درآمد کنندگان اور برآمد کنندگان دونوں کے لیے پرکشش بن گئے۔[46]

زرمبادلہ کی موزونیت

زرمبادلہ کے ذخائر اندرونی اور بیرونی دھچکوں سے حفاظت کا کام کرتے ہیں۔ ان ذخائر کی مناسب سطح اس امر کی نشان دہی کرتی ہے کہ مرکزی بینک درآمدی بلوں اور قرضے کی واپسی سے متعلق قلیل مدتی بیرونی ادائیگیوں کے قابل ہے۔ کوئی ملک اپنے ذخائر کی سطح مناسب حد تک کتنی بلند رکھے اس کی پیائش زرمبادلہ کی موزونیت کے مختلف اظہاریوں کے ذریعے کی جاسکتی ہے۔ اس سلسلے میں عام طور پر استعمال ہونے والے اظہاریے احاطہ درآمدات کا تناسب، اور ذخائر اور قلیل مدتی قرضہ و واجبات کا تناسب ہیں۔

پاکستان کے زرمبادلہ ذخائر میں بتدریج اضافے نے ان اظہاریوں میں گذشتہ سال کی نسبت م س10ء میں نمایاں بہتری پیدا کی (**جدول 7.10**)۔ ان میں سے درآمدات کوریج کا تناسب جو اکتوبر م س09ء کے خاتمے پر محض 9 ہفتے تھا اختتام م س10ء تک 28.7 ہفتے تک بڑھ گیا۔[47] ذخائر میں اضافے کے علاوہ درآمدی بل

45 م س10 کی دوسری ششماہی کے دوران زیادہ تر جدولی بینکوں نے ایف ای25 امانتوں میں معقول اضافے کے پیش نظر اسٹیٹ بینک کے ساتھ خرید فروخت کا تبدل کیا (یعنی روپے کے بدلے ڈالر بیچنا)، چنانچہ اس لین دین نے ان کے ذخائر میں اضافہ محدود کر دیا۔

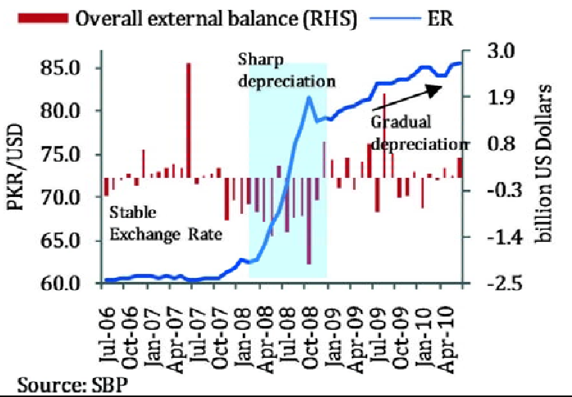
46 ایف ای25 برآمدی قرضے برآمد کنندگان کے لیے زیادہ مؤثر بہ لاگت ہو گئے کیونکہ م س10 میں برآمد مالکاری اسکیم کی شرح تین بار بڑھائے جانے سے مجموعی اضافہ 150 بی پی ایس ہو گیا۔ تینوں بار اضافہ 50 بی پی ایس ہوا اور یہ نومبر 2009، جنوری 2010 اور اپریل 2010 میں کیے گئے۔ دوسری جانب ایف ای25 درآمدی قرضوں میں اضافہ روپے کے فنڈنگ ریٹ کی بہ نسبت کم لائبور (بیرونی کرنسی قرضوں کے لیے نشانیہ شرح) سے ہوا۔

47 اس نسبت کی نشانیہ سطح تین ماہ کی درآمدات ہیں۔

جدول 7.10: زرمبادلہ کی موزونیت کی شرح			
فیصد			
	م س 08ء	م س 09ء	م س 10ء
درآمدات کور یج (ہفتے)	16.8	21.1	28.7
ذخائر بہ نسبت قلیل مدتی قرضے و واجبات	5.8	6.7	8.8
ذخائر بہ نسبت بیرونی قرضہ	0.3	0.3	0.3
ذخائر بہ نسبت زر 2	0.3	0.2	0.3
ماخذ: اسٹیٹ بینک			

میں کمی نے بھی درآمدات کور یج کا تناسب بہتر بنانے میں اپنا کردار ادا کیا۔ ذخائر اور قلیل مدتی قرضہ و واجبات کے تناسب سے[48] معیشت میں قلیل مدتی بیرونی قرضے کی ادائیگی کی استعداد جانچی جاتی ہے، یہ بھی م س 10ء میں مسلسل دوسرے سال بہتر ہوئی جس کی بنیادی وجہ کویت اور عرب امارات کی 100 ملین ڈالر امانتوں کی ادائیگی کے باعث مذکورہ حجم کا کم ہونا ہے۔

شکل 7.27: شرح مبادلہ اور بیرونی کھاتوں میں ماہانہ ردوبدل



Source: SBP

7.2.2 شرح مبادلہ

روپے اور ڈالر کی مساوات میں گذشتہ دو سال میں خاصی تبدیلیاں واقع ہوئیں، جنوری تا نومبر 08ء میں روپے کی قدر خاصی کم ہوئی، اور جنوری 09ء کے بعد سے بتدریج مزید گری (**شکل 7.27**)۔

اس صورتحال کا پس منظر یہ ہے کہ م س 08ء کی پہلی ششماہی میں اسٹیٹ بینک کی تیل کی ادائیگیوں کے لیے منڈی میں مداخلت نے روپے اور ڈالر کی مساوات کا استحکام یقینی بنایا، تاہم جنوری م س 08ء میں صورتحال خاصی بگڑ گئی جب بیرونی کھاتے کی کمزوری اجناس خصوصاً تیل کے عالمی نرخوں میں غیر معمولی اضافے کی وجہ سے بہت بڑھ گئی، نیز اسی وقت عالمی کساد بازاری نے پاکستانی برآمدات کی طلب کو بھی متاثر کیا۔ نیز عالمی مالی بحران کے اثر اور اندرونی غیر مستحکم سیاسی صورتحال نے عالمی سرمایہ منڈیاں دریافت کرنے کی ملک کی اہلیت کو شدید متاثر کیا۔ ان حالات نے پاکستانی زرمبادلہ ذخائر گھٹا دیے اور روپے کی قدر میں غیر معمولی کمی دیکھی گئی۔ نومبر م س 09ء سے اقتصادی استحکام کے منصوبے پر عملدرآمد سے بیرونی جاری حسابات کا خسارہ تیزی سے کم کرنے اور سرکاری قرضے کے حصول میں مدد ملی۔ چنانچہ پاکستان کے ذخائر کی دگرگوں صورتحال سنبھل گئی اور ڈالر کے مقابلے میں روپے کی قدر میں نومبر تا جون م س 09ء کے دوران 3.2 فیصد کی نسبتاً محدود کمی دیکھی گئی۔

م س 09ء کی دوسری ششماہی میں ڈالر کی نسبت روپے کی قدر میں جو استحکام آیا وہ م س 10ء میں بھی جاری رہا کیونکہ معاشی مبادیات بتدریج پائیدار ہوگئے چنانچہ م س 10ء میں ڈالر کے مقابلے میں روپے کی قدر صرف 4.8 فیصد گری جبکہ م س 09ء کے ابتدائی چار ماہ میں یہ 16.3 فیصد، اور پورے مالی سال میں 16.1 فیصد گری تھی۔

م س 10ء کی پہلی ششماہی کے دوران روپے کی قدر میں 3.4 فیصد کمی ہوئی جو کہ مالی سال کے پہلے ہی ماہ میں زیادہ نمایاں یعنی 2.2 فیصد رہی، اس سے پہلے اسٹیٹ بینک نے فرنس آئل کی ادائیگیاں بین البینک منڈی کو منتقل کرنے کا فیصلہ کیا تھا۔ روپے کو کھوئی ہوئی قدر واپس دلانے میں م س 10ء کی دوسری ششماہی میں ایکویٹی رقوم کی اضافی آمد اور کارکنوں کی بالخصوص مارچ اور اپریل میں نسبتاً بلند ترسیلات، دونوں نے اپنا کردار ادا کیا۔ چنانچہ دوسری ششماہی میں روپے کی قدر محض 1.4 فیصد گری۔ یہ صورتحال اس امر کے باوجود واقع ہوئی کہ دسمبر م س 10ء میں تیل کی ادائیگیاں بین البینک منڈی کو مکمل طور پر منتقل کر دی گئی تھیں۔ تاہم تیل کی ادائیگیاں کمرشل بینکوں کی 'خالص کھلی حیثیت' پر کچھ دباؤ ڈالنے کا سبب بنیں، نتیجتاً روپے کی قدر مسلسل گرنے کے باوجود م س 10ء کی دوسری ششماہی کے بیشتر مہینے بینکوں نے بیرونی کرنسی میں خالص قلیل حیثیت (net short position) برقرار رکھی (**شکل 7.28**)۔[49]

م س 10ء میں شرح مبادلہ میں بتدریج کمی سے قطع نظر اکتوبر تا فروری م س 10ء کے دوران غیر رسمی اضافت[50] میں خاصا اضافہ ہوا (**شکل 7.29**)۔ مالی سال کی دوسری سہ

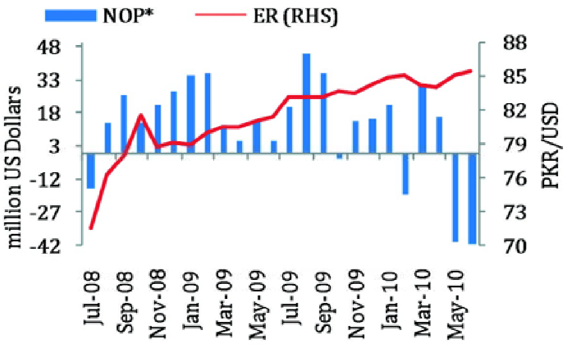
48 قلیل مدتی قرضہ و واجبات کی عام طور پر دو تعریفیں کی جاتی ہیں۔ ایک تعریف بقیہ عرصیت کے تصور کی بنیاد پر کی جاتی ہے، یعنی ان کی حقیقی عرصیت سے قطع نظر ایک سال یا اس سے کم عرصے میں واجب الادا تمام بیرونی قرضہ ذمہ داریاں۔ دوسری جانب عالمی بینک کے نزدیک قلیل مدتی قرضہ ترقی پذیر ملکوں کو دیے گئے سرکاری تجارتی قرضوں سمیت وہ بیرونی واجبات ہیں جن کی حقیقی عرصیتیں ایک سال یا اس سے کم ہیں۔ فی الحال پاکستان کا قلیل مدتی قرضہ اسلامی بینک کے قرضے اور مبادلہ واجبات کے مجموعے پر مشتمل ہے۔ عام تصور یہ ہے کہ معیشت کو دھچکے برداشت کرنے کے لیے ذخائر اور قلیل مدتی قرضہ و واجبات کی باہمی نسبت کم از کم 'ایک' کے برابر ہونی چاہیے۔

49 بینکوں پر لازم ہے کہ وہ موجودہ شرح مبادلہ کی بنیاد پر اپنے بیرونی کرنسی اثاثوں کی قدر پیمائی کریں۔ چنانچہ موجودہ اور مستقبل کی شرح مبادلہ روپے کی قدر گرنے کے رجحان کی نشان دہی کرتی ہو تو بینک اپنے بیرونی اثاثوں پر زیادہ سے زیادہ منافع کمانے کے لیے طویل مدتی خالص حیثیت بیرونی کرنسی میں برقرار رکھنا پسند کرتے ہیں۔

50 یہ کرب مارکیٹ ریٹ اور بین البینک ریٹ کے مابین فرق ہے۔

ماہی میں کرنسی کی طلب حج کے اخراجات، اور تیل کی ادائیگیوں کی بین البینک منڈی کو مرحلہ وار منتقلی کی وجہ سے بڑھی۔ تاہم تیسری سہ ماہی میں غیر رسمی اضافت میں سٹہ بازانہ مقاصد کے باعث اضافہ ہوا جو کہ بیرونی جزدانی سرمایہ کاری اور کارکنوں کی ترسیلات جیسی رقوم کی آمد بڑھنے کی وجہ سے اگلے مہینوں میں اچانک غائب ہوگئی (**شکل 7.29**)۔

شکل 7.28: تمام بینکوں کی خالص کھلی حیثیت

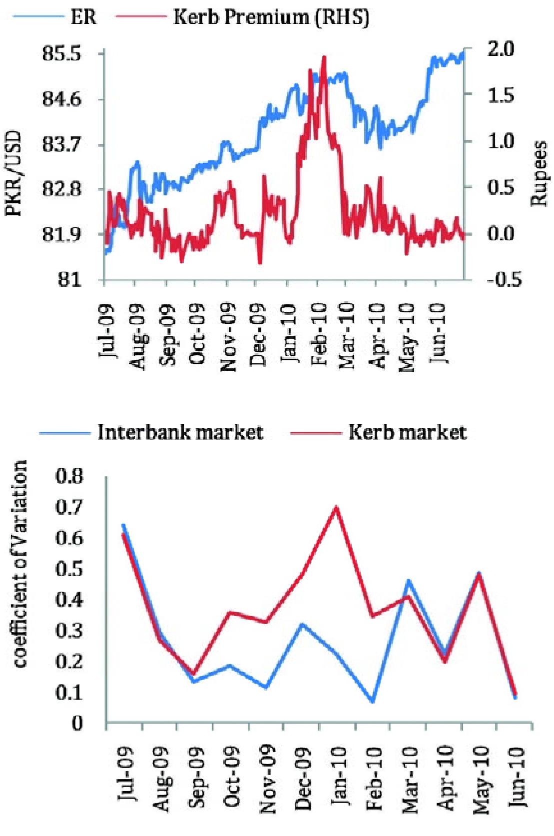


*Daily Averages
Source: SBP

بڑی بین الاقوامی کرنسیوں کے مقابل روپے کا تغیر

م س10ء کی دوسری ششماہی میں ڈالر کے مقابلے میں روپے کی قدر معمولی سی گری، اس کے برعکس دیگر بڑی کرنسیوں یورو اور پونڈ اسٹرلنگ کے مقابل اس کی قدر میں اضافہ ہوا (**شکل 7.30**)۔

شکل 7.29: بین البینک ریٹ اور غیر رسمی اضافت



Source: SBP

یہاں یہ بات قابل ذکر ہے کہ بڑی بین الاقوامی کرنسیوں کے مقابل روپے کی مساوات (ان کرنسیوں کی تبدیلی کے ذریعے) بالواسطہ طور پر ڈالر سے منسلک ہے۔[51] چنانچہ یونان اور دوسرے یورپی ملکوں میں ریاستی قرضے کے مسائل ابھرنے کے نتیجے میں پونڈ اور یورو کے مقابل دسمبر م س10ء سے ڈالر کا استحکام ان کرنسیوں کے مقابل نامیہ معنوں میں روپے کی قدر بڑھانے کا باعث بنا۔

ڈالر کے مقابل روپے کی قدر میں ہونے والی کمی بحیثیت مجموعی کرنسیوں کی باسکٹ کے مقابل ڈالر کی قدر تیزی سے بڑھنے کی نسبت کم رہی، جس سے م س 10ء کی دوسری ششماہی میں پاکستان کی نامیہ مؤثر شرح مبادلہ میں 4.6 فیصد اضافہ ہوا جبکہ مالی سال کے پہلے چار ماہ میں کمی دیکھی گئی تھی۔ تجارتی شرکا کے مقابلے میں پاکستان کی مستقل بلند گرانی کے علاوہ نامیہ اضافے نے م س10ء کی دوسری ششماہی میں پاکستان کی حقیقی مؤثر شرح مبادلہ میں 10.2 فیصد کا تیز رفتار اضافہ کر دیا (**شکل 7.31**)۔ م س10ء میں مجموعی طور پر حقیقی مؤثر شرح مبادلہ 8.3 فیصد بڑھی جبکہ م س09ء میں 0.3 فیصد کی واجبی کمی واقع ہوئی تھی، جس سے پاکستان کی بیرونی مسابقت میں ممکنہ کمی کا اشارہ ملتا ہے۔

7.2.3 پیشگی تبدل پوائنٹس

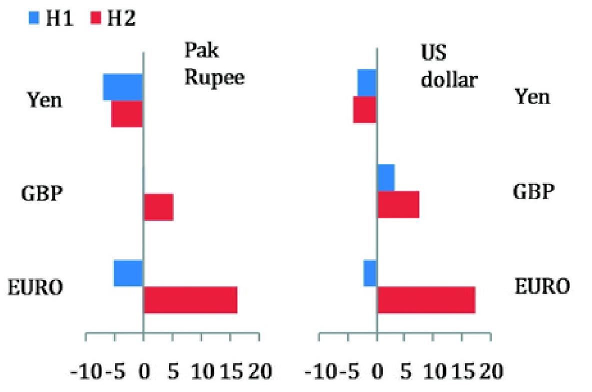
پیشگی شرحوں میں اتار چڑھاؤ عموماً بین البینک منڈی میں روپے اور ڈالر کے باہمی رجحانات کی پیروی کرتا ہے، چنانچہ م س10ء میں تبدل پوائنٹس میں بتدریج اضافہ روپے اور ڈالر کی شرح مبادلہ گرنے کے ساتھ ساتھ ہوا (**شکل 7.32**)۔ چھ ماہی پیشگی سودے کے تبدل پوائنٹس نے م س10ء میں 3.8 اور 4.9 روپے فی ڈالر کی محدود رینج میں حرکت کی جبکہ گذشتہ سال ان کی حرکت 1.2 اور 5.3 روپے فی ڈالر کی وسیع رینج میں ہوئی تھی۔

51 ڈالر کے مقابل ان کرنسیوں کی قدر، اور روپے اور ڈالر کی شرح مبادلہ سے ان کرنسیوں کے مقابل روپے کی مساوات معلوم ہوتی ہے۔

7.2.4 ماحصل

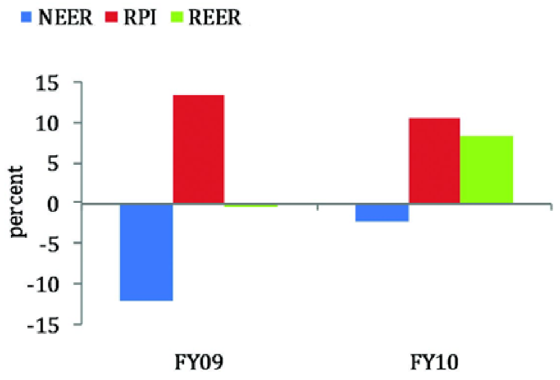
مختصر یہ کہ م س10ء میں ملکی بازار مبادلہ کو کارکنوں کی ترسیلات میں طاقتور نمو، بیرونی سرمایہ کاری رقوم، آئی ایم ایف سے اقساط کی وصولی اور بڑھتی ہوئی تجارتی سرگرمیوں کا فائدہ ہوا۔ نتیجتاً اختتام م س10ء تک ملکی ذخائر کی مجموعی سطح 16.9 ارب ڈالر تک جا پہنچی۔ چنانچہ اسٹیٹ بینک بازار مبادلہ کو مزید آزادی دینے کے قابل ہوا۔ اس سلسلے میں سب سے اہم اقدام دسمبر م س10ء سے تیل کی ادائیگیوں کی بین البینک منڈی کو مکمل منتقلی ہے۔ پالیسی میں اس تبدیلی نے اسٹیٹ بینک کے ذخائر کی مزید نکاسی روکنے میں مدد دی۔ مزید حوصلہ افزا امر یہ ہے کہ تیل کی ادائیگیوں کی منتقلی کے باوجود م س10ء کے دوران شرح مبادلہ نسبتاً مستحکم رہی جو بین البینک بازار مبادلہ کی بڑھتی ہوئی گہرائی کی عکاس ہے۔

شکل 7.30: اہم کرنسیوں کے مقابل اضافہ تخفیف

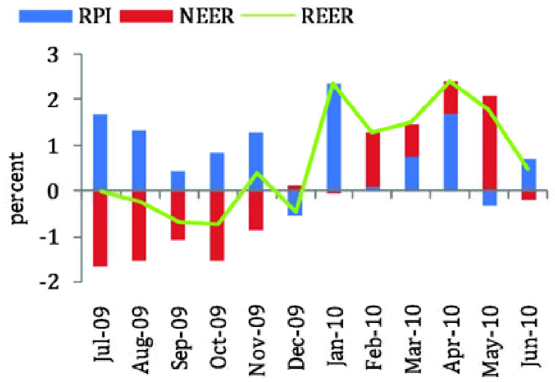


Source: SBP

شکل 7.31: موثر شرح مبادلہ، سال بسال تبدیلیاں



م س10ء کی دوسری ششماہی میں حقیقی موثر شرح مبادلہ کا بڑھنا



Source: SBP

7.3 سرمایہ منڈیاں

سرمایہ منڈیاں نجی اور سرکاری شعبے کے منصوبوں کی مالکاری کے لیے مطلوبہ رقوم فراہم کرتی ہیں اور کارپوریٹ منصوبوں پر عمل درآمد کی کارکردگی سے ہم آہنگی رکھتے ہوئے معیشت میں تعین نرخ کا اہم کام انجام دیتی ہیں۔ پاکستان میں ایکویٹی منڈی سرمایہ منڈی کی سب سے اہم قسم ہے جبکہ کارپوریٹ قرضہ منڈی جی ڈی پی کا ایک فیصد سے بھی کم ہے۔

7.3.1 ایکویٹی منڈیاں

م س09ء میں دشوار حالات کے بعد ایکویٹی منڈی م س10ء سے سنبھلنا شروع ہوئی۔ م س08ء اور م س09ء میں دگرگوں معاشی حالات نے غیر معمولی اقدامات[52] کا تقاضا کیا۔ نومبر م س08ء میں اقتصادی استحکام پروگرام کے آغاز کے ساتھ ہی بین الاقوامی ریٹنگ ایجنسیوں نے پاکستان کا ریاستی درجہ[53] بڑھا دیا چنانچہ غیر ملکی سرمایہ کار پاکستان کی ایکویٹی منڈی میں اس حد تک دوبارہ دلچسپی لینے لگے کہ منڈی تیزی سے بحال ہوگئی اور کے ایس ای 100 اشاریہ م س09ء کے اختتام تک 7,000 پوائنٹس کی سطح تک بڑھ گیا۔ سات سہ ماہیوں سے زائد عرصہ بعد 12[54] مارچ م س10ء کو کے ایس ای 100 اشاریے نے 10,000 پوائنٹس عبور کیے۔ تب سے نشانیہ اشاریے میں تقریباً ایک ہزار پوائنٹس کی کمی بیشی ہو رہی ہے۔

پاکستان کی ایکویٹی منڈی علاقائی منڈیوں کے مقابلے میں کم قدر پیمائی پر لین دین کرتی ہے چنانچہ بیرونی سرمایہ کاروں کو ممکنہ طور پر بلند نفع پیش کرتی ہے۔ تاہم م س

52 تفصیلات کے لیے ملاحظہ کیجیے باب 4 اور باب 7، مالی استحکام کا جائزہ 09-2008ء، اسٹیٹ بینک۔

53 پاکستان کی آئی ایم ایف کے اقتصادی استحکام پروگرام میں شمولیت پر موڈیز انویسٹرز سروسز نے 12 دسمبر 2008 کو اس کا درجہ 'B3-' سے بڑھا کر 'B3+' کر دیا، جبکہ ایس اینڈ پی نے اقتصادی صورتحال مستحکم ہونے پر 24 اگست 2009 کو پاکستان کا ریاستی درجہ 'B-' سے بڑھا کر 'CCC+' کر دیا۔

54 کے ایس ای 100 اشاریہ گرنے سے پہلے اس نے دس ہزار کی حد آخری بار 21 اگست 2008 کو عبور کی تھی۔

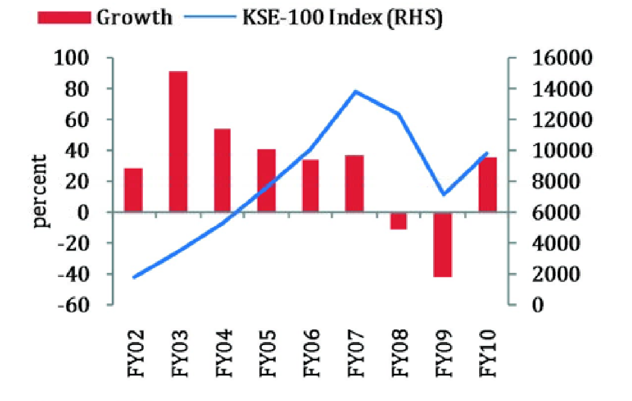
09ء میں مسلسل مالی مدد کے نظام کے خاتمے سے[55] سرمایہ کاروں کے لیے مالکاری کی مشکلات پیدا ہوئیں اور ایک لیوراجیہ مصنوعہ اب تک منتظر ہے۔

م س09ء میں کے ایس ای100 اشاریہ کی کارکردگی بدترین رہی تھی، اس کے مقابلے میں م س10ء کے دوران نشانیہ اشاریے میں سال بسال36 فیصد اضافہ ہوا جبکہ م س09ء میں 42 فیصد کمی واقع ہوئی تھی (**شکل 7.33**)۔ اسی طرح منڈی کا سرمایہ م س10ء کے اختتام تک28.8 فیصد بڑھ گیا جبکہ م س09ء میں 43.9 فیصد کم ہوا تھا۔ مزید برآں، اوسط یومیہ حجم جو م س 09ء میں 105.6 ملین حصص تھا، م س10ء میں بڑھ کر 160.7 ملین حصص ہوگیا (**شکل 7.34**)۔ پاکستان کی تین ایکویٹی منڈیوں کے اہم متغیرات کا خلاصہ **جدول 7.11** میں دیا گیا ہے۔

شکل7.32: پیشگی تبدل پوائنٹس میں اتار چڑھاؤ

Source: SBP

شکل7.33: کراچی اسٹاک ایکسچینج کی کارکردگی

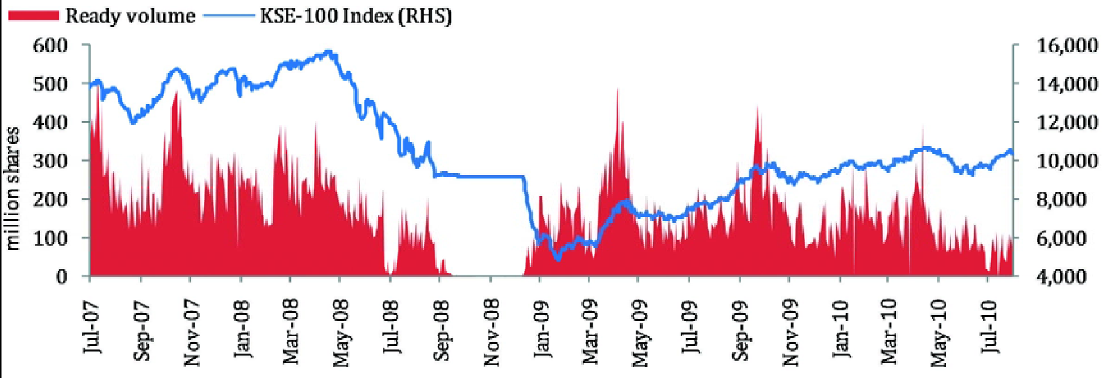


Source: KSE

بین الاقوامی منڈیوں کے رجحانات

م س10ء میں عالمی منڈیاں بحال ہونے سے عالمی کساد بازاری کی طوالت کا خدشہ دور ہوگیا، تاہم جلد ہی اندازہ ہوگیا کہ توقع سے پہلے ہونے والی بحالی سست رو اور غیر مستحکم ہے، جس کا مطلب ہے کہ عالمی مالی نظام کو لگنے والے شدید دھچکے[56] سے نمٹنے کے لیے درمیانے سے طویل عرصے کی حکمت عملی درکار ہو گی۔ چنانچہ یہ امر حیرت انگیز نہیں ہے کہ ابھرتے ہوئے ممالک عالمی اقتصادی بحالی میں آگے آگے ہیں (**جدول 7.12**)، اور ان تقریباً تمام ہی ملکوں کی ایکویٹی منڈیوں میں مستحکم بحالی دیکھی جا رہی ہے۔[57] اس بحالی کا مثبت پہلو اس کا بڑی حد تک وسیع البنیاد ہونا ہے اور تمام ہی منڈیوں کے اشاریے معقول اضافہ ظاہر کر رہے ہیں (**جدول 7.12**)۔

شکل 7.34 : کے ایس ای 100 اشاریہ اور دستیاب حجم



Source: KSE

55 ایس ای سی پی پریس ریلیز، 7 اپریل 2009۔

56 اگست 2007 کا سب پرائم بحران اور لیمین برادرز سمیت دیوپیکر عالمی مالی اداروں کا ستمبر 2008 میں دیوالیہ ہونا۔

57 ابھرتی ہوئی منڈیوں کے ایم ایس سی آئی بارا انڈیکس میں 27 مئی 2010 کو یہ ممالک شامل تھے: برازیل، چلی، چین، کولمبیا، جمہوریہ چیک، مصر، ہنگری، بھارت، انڈونیشیا، کوریا، ملائشیا، میکسیکو، مراکش، پیرو، فلپائن، پولینڈ، روس، جنوبی افریقہ، تائیوان، تھائی لینڈ، اور ترکی۔

جدول 7.11: سرمایہ منڈی کا عمومی جائزہ								
رقم ارب روپے، ملین ڈالر میں								
ایکویٹیز (کے ایس ای)		م س05ء	م س06ء	م س07ء	م س08ء	م س09ء	م س10ء	م س11ء*
فہرستی کمپنیاں	تعداد	659	658	656	652	651	651	645
فہرستی سرمایہ	ارب روپے	439	496	631	706	781.8	815.5	914.6
منڈی کی سرمایت	ارب روپے	2,068	2,801	4,019	3,778	2,121	2,732	3,116
منڈی کی سرمایت بلحاظ جی ڈی پی	فیصد	31.8	36.7	46.3	36.1	16.2	18.6	-
نئی فہرستی کمپنیاں	تعداد	18	4	18	8	8	6	5
نیا فہرستی سرمایہ	ارب روپے	32.3	7.8	7.9	36.8	1.4	4.3	3.5
قرضہ جاتی آلات (فہرستی)								
نئے قرضہ جاتی آلات فہرست شدہ	تعداد	12	7	8	7	2	2	
رقم	ارب روپے	15.6	7	11.2	22.5	6.1	5.5	
کے ایس ای 100 اشاریہ		7,450	9,989	13,772	12,289	7162	9721	11,431
بلند		10,303	12,274	9,504	15,676	12,222	10,677	11,481
پست		4,890	6,971	13,772	11,162	4,815	7,271	11,408
کے ایس ای 30 اشاریہ				16,993	14,326	7,571	9,557	11,056
کے ایس ای تمام حصص کا اشاریہ		4,876	6,708	9,758	8,937	5,122	9,722	7,984
لاہور اسٹاک ایکس چینج								
ایل ایس ای 25 اشاریہ		3,762	4,379	4,850	3,869	2,132	3,093	3,604
ایل ایس ای منڈی کی سرمایت	ارب روپے	1995	2693	3185	3514	2018	2623	2,999
منڈی کی سرمایت بلحاظ جی ڈی پی فیصد		30.3	34.9	35.1	33.5	15.8	18.1	17.9
اسلام آباد اسٹاک ایکس چینج								
آئی ایس ای 25 اشاریہ		11571	11528	2,716.0*	2749	2444	2441	
آئی ایس ای منڈی کی سرمایت	ارب روپے	998	2,102	3,061	3,810	3,618	2,262	
منڈی کی سرمایت بلحاظ جی ڈی پی فیصد		15.2	27.2	33.6	36.4	34.5	15.60	
ایس سی آر اے سرمایہ کاری (خالص بہاؤ)	ملین ڈالر		354.8	979.6	-199.1	-511.4	521.5	75.4
*7 دسمبر 2010 تک کے اعداد و شمار								
ماخذ: اسٹاک ایکس چینجز								

م س10ء میں بین الاقوامی منڈیوں کے اشاریے[58] میں بھی 9.5 فیصد نمو ہوئی جبکہ م س09ء میں یہ 31.3 فیصد گر گیا تھا۔ علاقائی کارکردگی میں واحد استثنا 'فرنٹیئر' مارکیٹوں میں دیکھا گیا جنہوں نے عالمی مالی بحران کے منفی اثرات سے پوری طرح نکلنے میں دوسروں سے زیادہ عرصہ لیا (**جدول 7.13**)۔ تاہم فرنٹیئر مارکیٹوں میں سے بھی بعض کی کارکردگی متاثر کن رہی ہے (**جدول 7.14**)۔

پاکستان کو مئی 2009ء میں 'ایم ایس سی آئی بارا فرنٹیئر مارکیٹ' انڈیکس میں دوبارہ شامل کر لیا گیا جس کے بعد اس کی ایکویٹی منڈی نے نمایاں بہتری کا مظاہرہ کرتے ہوئے 24 فیصد نمو حاصل کی، تاہم یہ 15 دسمبر 2009ء کے مقابلے میں اب بھی کم سطح پر ہے جب زیریں حد کے 27 اگست م س09ء کو نفاذ کے بعد کراچی اسٹاک ایکسچینج میں معمول کا لین دین بحال ہوا (باکس 7.4)۔

جدول 7.12: ابھرتے ہوئے ایشیائی/ مشرق بعید کے ملکوں کی ایم ایس سی آئی اشاریے پر کارکردگی				
			اس وقت سے	
	م س09ء	م س10ء	29 مئی 09ء*	15 دسمبر 08ء*
ابھرتے ہوئے ممالک	-30.0	20.6	35.1	85.6
ابھرتے ہوئے ایشیائی ممالک	-20	20.4	34.0	82.5
ابھرتا ہوا مشرق بعید	-21.7	18.9	32.6	77.4
پاکستان	-57.2	**	24.0	-6.8
انڈونیشیا	-25.7	62.4	93.9	182.7
تھائی لینڈ	-20.9	30.4	71.7	123.2
کوریا	-31.4	30.6	46.4	90.2
تائیوان	-26.1	12.8	18.1	73.8
بھارت	-6.2	30.2	43.1	122.8
چین	-10.7	8.5	21.5	57.2
ملائیشیا	-14.6	30.2	56.7	99.4
فلپائن	-2.6	31.8	63.3	107.3
روس	-61.8	24.2	17.8	73.2
برازیل	-40.5	18.6	32.7	112.7
ماخذ: ایم ایس سی آئی بارا				
*20 ستمبر 2010 تک **29 مئی 2009 سے پاکستان فرنٹیئر مارکیٹ میں شامل ہوا				

جزدانی سرمایہ کاری کے رجحانات

ملکی ایکویٹی منڈیوں میں م س10ء کے دوران سرگرمیاں بہتر

[58] مورگن اسٹینلے کیپٹل انٹرنیشنل (ایم ایس سی آئی) بارا انڈیکس عالمی ایکویٹی کا معروف نشانیہ ہے جسے سرمایہ کار بہت زیادہ استعمال کرتے ہیں۔

رہیں جس کا ثبوت معیشت میں جز دانی رقوم کی آمد بڑھنے سے ملتا ہے (**شکل 7.35** اور **7.36**)۔ اس کا پس منظر یہ ہے کہ م س 09ء کے اختتام پر عالمی ایکویٹی منڈیوں میں مایوس کن واقعات کے باعث صورتحال بدتر تھی۔ پاکستان کی صورتحال یہ تھی کہ کراچی اسٹاک ایکسچینج 100 اشاریہ اپریل م س 08ء کی بلند ترین سطح 15,676 پوائنٹس سے تیزی سے گر کر جنوری م س 09ء میں 4,815 کی نچلی ترین سطح پر آ چکی تھی۔ اس کمی میں دیگر وجوہات کے علاوہ معقول مقدار میں جز دانی رقوم کی واپسی کا بھی حصہ تھا، م س 09ء میں اسپیشل کنورٹبل روپی اکاؤنٹ (ایس سی آر اے)[59] سے خالص اخراج 511.38 ملین ڈالر رہا۔

م س 10ء میں ملکی منڈی میں سرگرمیاں بہتر ہوئیں، انہیں بیرونی جزدانی سرمایہ کاری رقوم کی آمد سے تقویت ملی اور ایس سی آر اے میں 521.49 ملین ڈالر کی خالص آمد ہوئی۔ ایکویٹی منڈی میں ان مثبت تبدیلیوں اور نتیجتاً م س 10ء میں سرمایہ کاری رقوم کی آمد کے پس پردہ متعدد عوامل میں سے چند یہ ہیں: (الف) عالمی منڈیوں کی بحالی کے ساتھ بیرونی منظرنامے میں بہتری[60]، (ب) ملک میں اقتصادی سرگرمیوں میں بہتری[61]، (ج) م س 10ء میں صارف اشاریہ قیمت کا 20.8 فیصد سے گر کر 11.7 فیصد ہو جانا، (د) جاری حسابات کا خسارہ جی ڈی پی کے 5.7 فیصد سے گر کر 2 فیصد ہو جانا، (ہ) بیرونی رقوم کی بہتر آمد کے ساتھ آئی ایم ایف کی مدد (جو 9.5 ارب ڈالر سے بڑھ کر 13.1 ارب ڈالر ہو گئی) کی بنا پر زرمبادلہ ذخائر میں اضافہ، اور (و) ملکی منڈی کا بہتر تاثر، جیسا کہ پاکستان کی کریڈٹ ریٹنگ میں بہتری سے ظاہر ہے۔ ان تمام عوامل نے ملکی معیشت پر سرمایہ کاروں کا اعتماد بڑھانے میں مدد دی۔

دشواریاں، خطرات اور ضوابطی صورتحال

پاکستان کی ایکویٹی منڈی م س 04ء سے تیز رفتار نمو کے بعد م س 08ء سے مختلف عوامل کے سبب، جن پر پہلے بحث کی جا چکی ہے، دباؤ میں آ گئی۔ اگست م س 09ء میں کے ایس ای 100 اشاریے پر سے زیریں حد اٹھائے جانے کے بعد کے ایس ای 100 اشاریے کا معمول کا لین دین 15 دسمبر م س 09ء سے دوبارہ شروع ہوا۔ اس غیر معمولی واقعے سے سرمایہ کاروں میں اعتماد کا بڑا بحران پیدا ہوا اور 26 جنوری م س 09ء کو کے ایس ای 100 اشاریہ پانچ سال کی نچلی ترین سطح تک گر گیا۔

جدول 7.13: دیگر خطوں/ملکوں میں ایم ایس سی آئی اشاریے کی کارکردگی

			اس وقت سے	
	م س 09ء	م س 10	29 مئی 09*	15 دسمبر 08*
ایم ایس سی آئی۔ بیرونی منڈیاں	-51.2	-3.6	10.4	4.5
ایم ایس سی آئی۔ ابھرتی ہوئی منڈیاں	-30	20.6	35.1	85.6
ایم ایس سی آئی۔ عالمی	-31.1	9.5	22.5	36.7
ایشیا پیسفک علاوہ جاپان	-24.7	18	36	80.7
ایشیا پیسفک	-24.5	9.3	22.3	41.6
ایشیا علاوہ جاپان	-20.3	19.6	33.5	80.7
برطانیہ	-37.2	4.7	22.1	32.7
سنگاپور	-27.2	25.1	39.9	84.7
ہانگ کانگ	-18.5	11	26.8	67.4
امریکہ	-28.5	12	24.4	32.7
جاپان	-24.6	-0.9	6	7.3
متحدہ عرب امارت	-61.4	-9.4	4.4	5.7

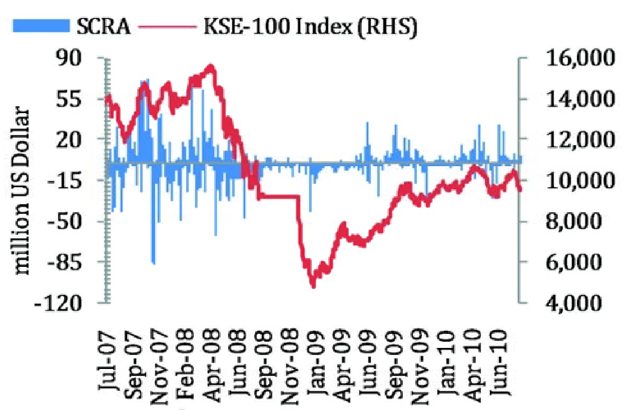
ماخذ: ایم ایس سی آئی بارا، * 20 ستمبر 2010ء تک

جدول 7.14: ایم ایس سی آئی فرنٹیئر مارکیٹوں کی کارکردگی

			اس وقت سے	
	م س 09ء	م س 10ء	29 مئی 09*	15 دسمبر 08*
فرنٹیئر مارکیٹیں	-51.2	-3.6	10.4	4.5
فرنٹیئر مارکیٹ وسطی اور مشرقی یورپ	-50.5	2.4	0.03	22.6
فرنٹیئر مارکیٹ افریقہ	-53.7	-1	-9.7	4.5
فرنٹیئر مارکیٹ ایشیا	دستیاب نہیں	22.6	28.7	دستیاب نہیں
سری لنکا	0.2	44.3	128.3	298
پاکستان	دستیاب نہیں	26.8	24	-6.8
ویتنام	10.9	16.6	9.5	20.1

* 20 ستمبر 2010ء تک

شکل 7.35: اسپیشل کنورٹبلٹی روپی اکاؤنٹ میں رقوم



Source: SBP and KSE

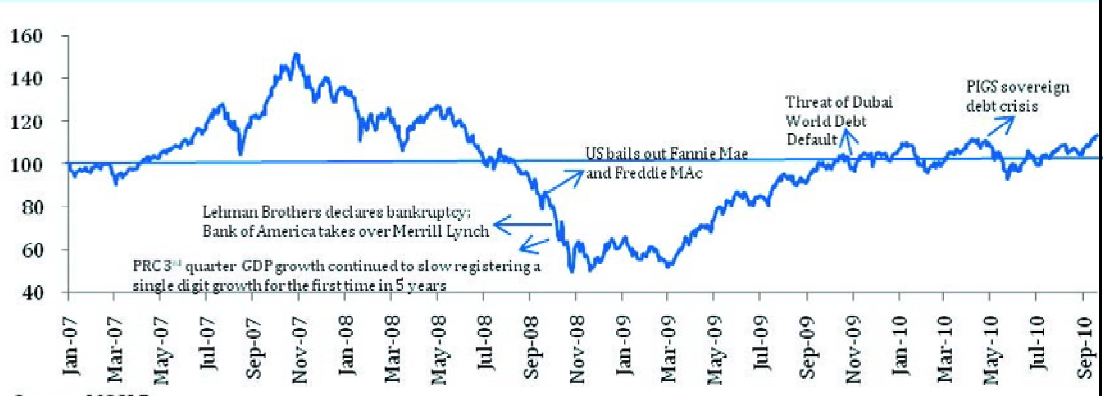
59 پاکستان میں مقیم غیر ملکی باشندوں کے، مجاز ڈیلروں کے پاس کھاتے جن کا مقصد مختلف اسٹاک ایکسچینج میں حصص کے علاوہ قرضہ تمسکات کا بھی لین دین ہے۔ چنانچہ ان کھاتوں میں آمد و رفت ملکی منڈی میں بیرونی سرمایہ کاروں کی دلچسپی کی عکاس ہے۔

60 ورلڈ اکنامک آؤٹ لک، اکتوبر 2010 کے مطابق عالمی جی ڈی پی میں 2010 میں نمو 4.8 فیصد ہوگی جبکہ 2009 میں 0.6 فیصد کمی آئی تھی۔

61 جی ڈی پی کی نمو کا 1.2 فیصد سے بڑھ کر 4.1 فیصد ہو جانا۔

باکس 7.4: عالمی مالی بحران کے بعد ایشیا کے ابھرتے ہوئے ملکوں کی ایکویٹی منڈیاں

شکل 1: ایم ایس سی آئی اشاریے، ابھرتے ہوئے ایشیائی ممالک (2 جنوری 2007 = 100)



Source: MSCI Barra

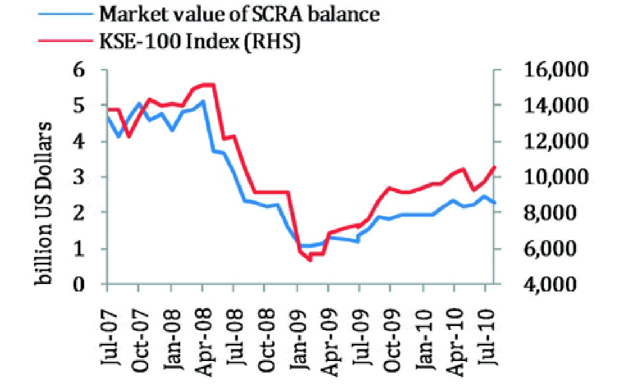
عالمی مالی بحران کے بعد ایشیا کے ابھرتے ہوئے ملکوں کی ایکویٹی منڈیوں میں بحالی کے تین محرکات تھے: عالمی بحالی کے اثرات، ترقی یافتہ ملکوں میں محفوظ اثاثوں پر بہت کم منافع اور پرکشش قدر پیمائی۔ ستمبر 2008 میں لیمین برادرز کے دیوالیہ ہونے کے بعد ایشیا کی ابھرتی ہوئی ایکویٹی منڈیاں پست ترین سطح تک گر گئی تھیں تاہم ان میں بتدریج بحالی آئی ہے حالانکہ اس سال (2010) کی ابتدا میں انہیں اوسط درجے کی ایک تصحیح سے گزرنا پڑا۔ 27 اکتوبر 2008 کو ایمرجنگ ایشیا ایم ایس سی آئی بارا انڈیکس' 187.7 تک گر چکی تھیں۔ یونان کے قرضہ بحران اور سرمایہ کاروں پر اس کے متعدی اثرات کا خوف ایک دشواری بن کر آیا تاہم ابھرتے ہوئے ایشیائی ملکوں کی سرمایہ منڈیوں پر اس کے کم اثرات پڑے۔

ترقی یافتہ ملکوں کی ایکویٹی منڈیوں کے مقابلے میں ابھرتے ہوئے ایشیائی منڈیوں کو ان حالات کا فائدہ ہوا (الف) ایکویٹیز کی پست قدر پیمائی کے نتیجے میں 2009 میں ڈالر کے اعتبار سے 73 فیصد کے لگ بھگ عمدہ یافت (ب) ابھرتے ہوئے ایشیائی ملکوں میں منڈی کی سرمایت 2009 میں سالانہ 83 فیصد بڑھی (جو کہ قبل از بحران بلندی سے خاصی کم ہے) اور 2008 میں سرمایہ کاروں کو فرم ویلیو کا جو نقصان ہوا تھا اسے یہ سرمایت پورا کردے گی، اور (ج) ایشیا کی ابھرتی ہوئی اسٹاک مارکیٹوں میں زور و شور سے لین دین اور نرخوں میں کم تغیر پذیری سے سیالیت کی بہتر صورتحال کی عکاسی ہوتی ہے۔ ان عوامل کے مجموعی اثر نے سرمائے کے بہاؤ (بالخصوص ایکویٹی جزدانی سرمایہ کاری کا رخ) ان ایشیائی ملکوں کی طرف کردیا ہے چنانچہ اس خطے کی اسٹاک مارکیٹوں میں زبردست نمو دیکھی گئی۔ ابھرتے ہوئے ایشیائی ملکوں کی ایکویٹیز کی مجموعی سرمایت کا تقریباً 20 فیصد غیر ملکی ہولڈنگز ہیں۔

ماخذ: ایشیا کیپٹل مارکیٹس مانیٹر، اپریل 2010، ایشیائی ترقیاتی بینک

م س 09ء کی پہلی ششماہی کے دوران کے ایس ای 100 اشاریے میں 52 فیصد کمی آئی تاہم دوسری ششماہی کے دوران اسٹاک مارکیٹ میں خاصی بحالی دیکھی گئی۔ اس ضمن میں کئی مثبت تبدیلیوں نے اپنا حصہ ڈالا مثلاً اسٹیٹ بینک نے پالیسی ریٹ کم کردیا، شرح مبادلہ مستحکم رہی، آئی ایم ایف کے جائزے مثبت رہے، اور ترسیلات کی آمد بڑھی چنانچہ سرمایہ کاروں کا اعتماد مستحکم ہوا اور م س 10ء کی دوسری ششماہی کے دوران کے ایس ای 100 اشاریے میں 22.1 فیصد نمو ہوئی (**شکل 7.37**)۔

شکل 7.36: ایس سی آر اے رقم کی مارکیٹ ویلیو



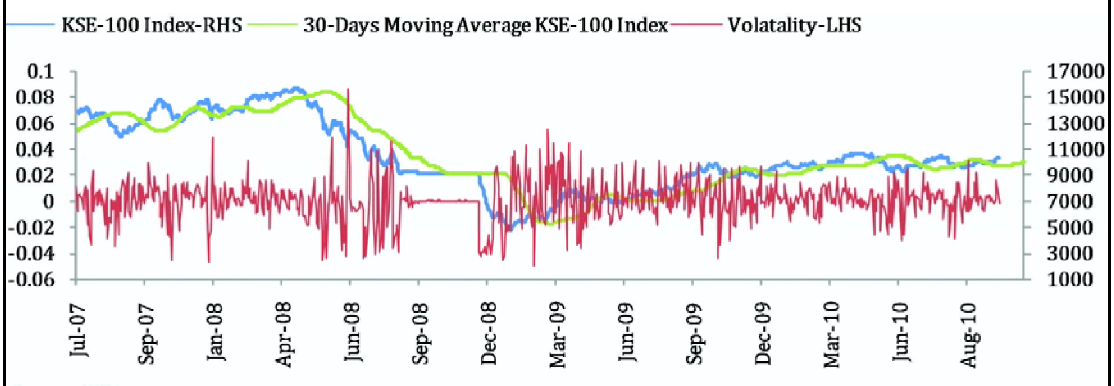
Source: Statistics and Data Warehouse Department, SBP

مالی استحکام کے لیے خطرہ: اسٹاک مارکیٹ کی کارکردگی کے بینکوں پر اثرات

ایکویٹی منڈی میں بینکوں کے مجموعی اکتشاف کا تجزیہ کرنے سے نسبتاً اطمینان بخش صورتحال سامنے آتی ہے کہ بینک اسٹیٹ بینک کے محتاطیہ ضوابط میں بتائی گئی حدود کے اندر رہے۔ اعداد و شمار سے ظاہر ہے کہ ایکویٹی منڈی میں بینکوں کے براہ راست اور بالواسطہ اکتشاف (جس پر آگے چل کر بحث ہوگی) کا مجموعہ 2009ء میں 8.8 فیصد نمو سے 90.4 ارب روپے[62] ہوگیا جبکہ 2008ء میں یہ 83.1 ارب روپے تھا۔ مزید برآں، مجموعی اکتشاف اور مجموعی ایکویٹی کا باہمی تناسب 2007ء کے 18.5 فیصد سے گر کر 2009ء میں 13.7 فیصد رہ گیا (**شکل 7.38**)۔ تفصیلی تجزیے سے پتہ چلتا ہے کہ اس تناسب میں مسلسل کمی کی بنیادی وجہ شعبہ بینکاری کی مجموعی ایکویٹی صورتحال میں بہتری ہے۔ تاہم 2008ء سے بالواسطہ اکتشاف میں مطلق کمی بھی دیکھی گئی ہے۔

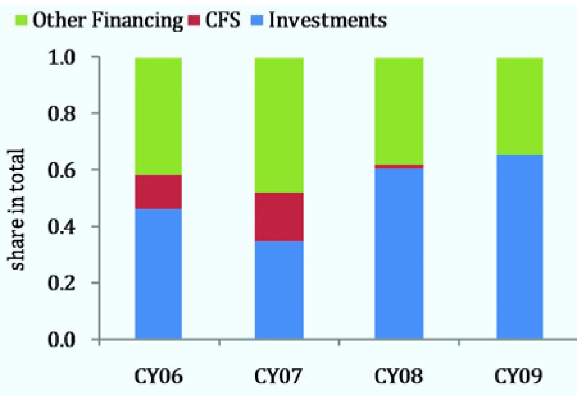
62 اس میں ایکویٹی منڈی اور دیگر مالکاریوں میں سرمایہ کاری کی شکل میں بینکوں کا اکتشاف شامل ہے۔

شکل 7.37: منڈی کی تغیر پذیری



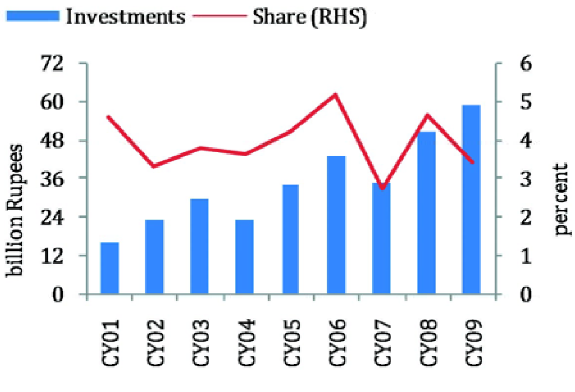
Source: KSE

شکل 7.38: ایکویٹی مارکیٹ میں بینکوں کے مجموعی اسٹیک



Source: OSED, SBP

شکل 7.39 حصص میں بینکوں کی سرمایہ کاری



Source: BSD, SBP

ایکویٹی منڈی میں بینک کے براہ راست انکشاف کی پیائش اسٹاک میں ان کی سرمایہ کاری سے کی جاتی ہے۔ بینکوں کے مجموعی اعداد وشمار سے پتہ چلتا ہے کہ مکمل ادا شدہ عام حصص میں بینکوں کی سرمایہ کاری کی سال بسال نمو 2008ء میں 46 فیصد تھی جو 2009ء میں کم ہو کر 16.7 فیصد رہ گئی۔ چنانچہ مجموعی سرمایہ کاری کے فیصد کے طور پر حصص میں بینکوں کی سرمایہ کاری کا جو حصہ 2008ء میں 4.4 فیصد تھا وہ 2009ء میں 3.4 فیصد رہ گیا (**شکل 7.39** اور **شکل 7.40**)۔ اس صورتحال کی جزوی وضاحت اس امر سے ہوتی ہے کہ بینکوں نے خطرات سے پاک سرکاری تمسکات اور دیگر میعادی مالکاری وثیقہ جات میں سرمایہ لگانے کو ترجیح دی۔ نیز، مسلسل مالی مدد کے نظام کے خاتمے کی بنا پر[63] ایکویٹی منڈی میں بینکوں کے مجموعی انکشاف کے فیصد کے طور پر بالواسطہ انکشاف[64] کا تناسب 38.1 فیصد سے گر کر 34.8 فیصد ہو گیا۔ مالی استحکام کے نقطہ نظر سے ایکویٹی منڈی میں بینکوں کا موجودہ انکشاف محفوظ سطح پر ہے۔

نئی فہرستی کمپنیاں

م س 10ء میں بھی م س 09ء کی طرح 8 نئی فہرستی کمپنیاں درج ہوئیں جو مجموعی طور پر 39.8 ارب روپے کا نیا فہرستی سرمایہ لائیں جبکہ گذشتہ مالی سال ادا شدہ سرمایہ 13 گنا کم یعنی صرف 2.9 ارب روپے تھا (**جدول 7.15**)۔

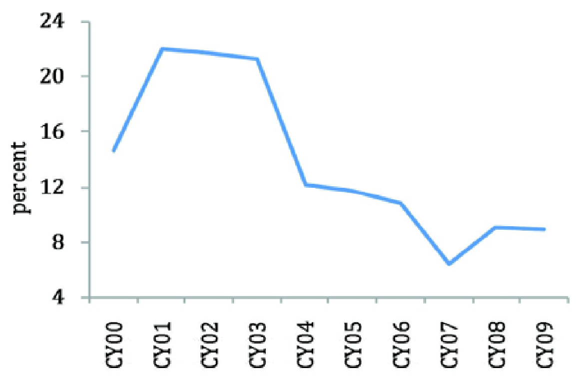
7.3.2 کارپوریٹ قرضہ منڈی

معمول کے حالات میں نجی شعبے کی کمپنیوں کے ساتھ ساتھ حکومت بھی سرمایہ کاری رقوم کے حصول کے لیے مسابقت کرتی ہیں۔ یہ فریق مختلف قرضہ تمسکات کے خطرے اور منافع کی جو تفصیلات پیش کرتے ہیں اس کی بنیاد پر منڈی میں ''پیش کردہ قیمت'' (offer price) کی حدود متعین ہوتی ہیں۔ ممکنہ سرمایہ کار، افراد ہوں یا فرمیں (اور مقامی ہوں یا غیر ملکی) ان قرض تمسکات کی بولیاں دیتے ہیں اور منڈی میں طلب اور رسد کے باہمی عمل کے ذریعے آخر کار ایک متوازن صورت معلوم کر

63 ایس ای سی پی پریس ریلیز، 7 اپریل 2009۔

64 بینکوں کا ایسے قرضوں میں انکشاف بالواسطہ انکشاف ہے جنہیں حصص سے محفوظ کیا گیا ہو۔

شکل 7.40: سرمایہ کاری اور ایکویٹی کا تناسب



Source: BSD, SBP

لی جاتی ہے۔ ملکی مالی نظام میں حکومت کو، جسے رقوم کی ہر وقت طلب رہتی ہے، قرضہ منڈی میں بالادستی حاصل ہوتی ہے۔[65] اس کے علاوہ نجی قرضہ منڈی زیادہ فعال نہیں ہے اور نجی فرمیں براہ راست سرمایہ کاروں کو قرضہ وثیقہ جات شاذونادر ہی جاری کرتی ہیں۔ سرمایہ منڈیوں کے اعدادوشمار کے تجزیے سے پتہ چلتا ہے کہ م س10ء میں دو نئے میعادی مالکاری وثیقہ جات کا اجرا بدستور کمزور رہا، اور 5.5 ارب روپے مالیت کے صرف دو نئے میعادی مالکاری وثیقہ جات جاری کیے گئے جبکہ گذشتہ مالی سال 6.1 ارب روپے کے دو نئے اجرا عمل میں آئے تھے (**شکل 7.41**)۔ چنانچہ میعادی مالکاری وثیقہ جات کی مجموعی واجب الادا (فہرستی) رقم جو م س09ء میں 68.3 ارب روپے تھی م س10ء میں معمولی سی بڑھ کر 69.8 ارب روپے ہوگئی۔

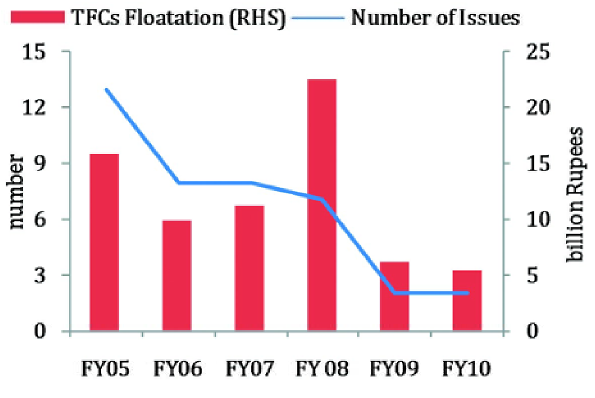
جدول 7.15: م س10ء کے دوران کراچی اسٹاک ایکس چینج کی نئی فہرستی کمپنیاں

ملین روپے

	کمپنی کا نام	فہرست میں اندراج کی تاریخ	عرفی مالیت پر دی گئی رقم	دی گئی رقم کا مجموعی پریمیم	دی گئی مجموعی رقم بشمول پریمیم کی رقم	مجموعی ادا شدہ سرمایہ
1	غنی گیسز لمیٹڈ	5 جنوری 10	53.6	21.4	75.0	725
	(4 روپے فی حصص پیشکش برائے فروخت)					
2	فاطمہ فرٹیلائزر کمپنی لمیٹڈ	8 مارچ 10	583.6	204.3	787.9	20,000
	3.50 روپے فی حصص					
3	سیف مکس کنکریٹ پروڈکٹ لمیٹڈ	18 مارچ 10	101.9	25.5	127.4	200
	2.50 روپے فی حصص					
4	ایگری ٹیک لمیٹڈ	12 اپریل 10	38.4	76.8	115.2	3,924
	(20 روپے فی حصص پیشکش برائے فروخت)					
5	ایم ٹیکس لمیٹڈ	13 اپریل 10	183.8	55.1	238.9	2,415
	3 روپے فی حصص					
6	وطین ٹیلی کام لمیٹڈ	27 مئی 10	2,006.9	383.0	2,389.9	5,275
	کل		3,949.0	766.0	4,715.6	39,843

ماخذ: کے ایس ای

شکل 7.41: میعادی مالکاری وثیقہ جات کی رواں حالت



Source: KSE, SECP

7.3.3 کارپوریٹ مالکاری رجحانات

پاکستان میں کارپوریٹ مالکاری رجحانات کی تفصیل جدول **7.16** میں دی گئی ہے۔ جیسا کہ معلوم ہے، فرموں کی مالکاری کا اہم ذریعہ بینک قرضہ ہے۔ ابتدائی عوامی بولیوں (آئی پی او) اور میعادی مالکاری وثیقہ جات کے زمانی اعدادوشمار سے پتہ چلتا ہے کہ صرف چند ایک اجرائیاں ہوئیں اور بینک قرضے کے حجم کے مقابلے میں ان کا مجموعی حجم قابل نظرانداز ہے۔

7.3.4 ماحصل

م س10ء کے بعد سے ایکویٹی منڈی میں بحالی کی علامات دیکھی

65 تفصیلات کے لیے اسی دستاویز کا باب 2 ملاحظہ کیجیے۔

جاری تھیں اگرچہ یہ بحالی چند ہی شعبوں میں، اور وہ بھی م س09ء کی دوسری اور م س 10ء کی پہلی ششماہی میں ہو رہی تھی۔ م س 10ء کی دوسری ششماہی میں ایکویٹ منڈی میں استحکام کی علامات دکھائی دیں اور پہلی ششماہی میں حاصل شدہ فوائد کو برقرار بھی رکھا گیا۔ کے ایس ای 100 نشانیہ اشاریہ م س09ء کے دوران انتہائی پست ہو گیا تھا حتیٰ کہ جنوری 2009ء کے آخری ہفتے میں پانچ سال کی پست ترین حد تک گر گیا تھا، بحال ہونے لگا اور م س10ء کے خاتمے تک یہ 10,000 پوائنٹس کی سطح بھی عبور کر گیا۔ اس طرح جن کمپنیوں کی مارکیٹ ویلیو گذشتہ سال متاثر ہوئی تھی ان کے نقصان کی کسی حد تک تلافی ہو گئی۔

جدول7.16: کارپوریٹ مالکاری کے ذرائع

ارب روپے

سال	بینک	ابتدائی عوامی بولیاں*	ٹی ایف سی*
2002ء	525	0.1	4.7
2003ء	607	2.5	19.5
2004ء	873	21.7	0
2005ء	1076	9.8	6.6
2006ء	1270	3	3
2007ء	1520	4.9	4
2008ء	2016	6.9	12.6
2009ء	2065	1.1	0

ماخذ: اسٹیٹ بینک اور کراچی اسٹاک ایکسچینج

*اس میں مالی اداروں کے جاری کردہ ٹی ایف سیز اور ابتدائی عوامی بولیاں شامل نہیں ہیں۔

دیگر ترقی پذیر ملکوں کی طرح پاکستان کی بھی ایکویٹ منڈی کا معیشت کی مالکاری ضروریات پوری کرنے میں محدود کردار ہے، نیز مالکاری کے بنیادی ذرائع یعنی بینکوں کے مجموعی سرمایہ کاری جزدان کا 4 فیصد سے بھی کم اسٹاک مارکیٹ میں لگایا گیا ہے۔ اس کا مطلب ہے کہ ایکویٹ منڈی میں محدود گڑبڑ اور دھچکوں کا مجموعی مالی استحکام پر بمشکل ہی کوئی اثر پڑ سکتا ہے۔