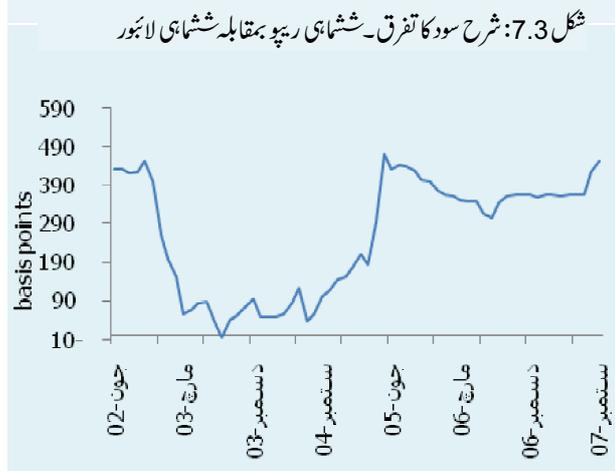
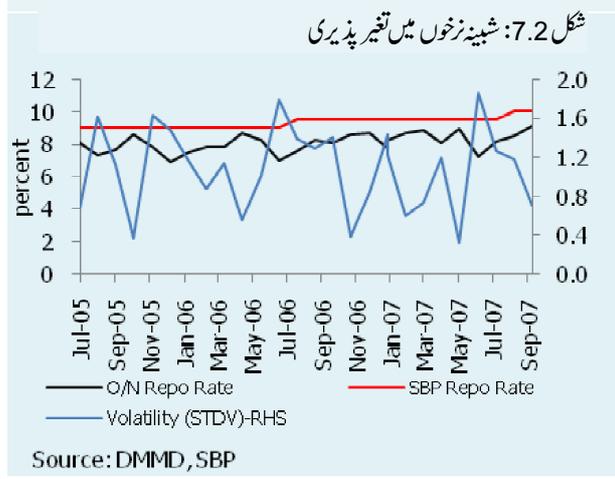
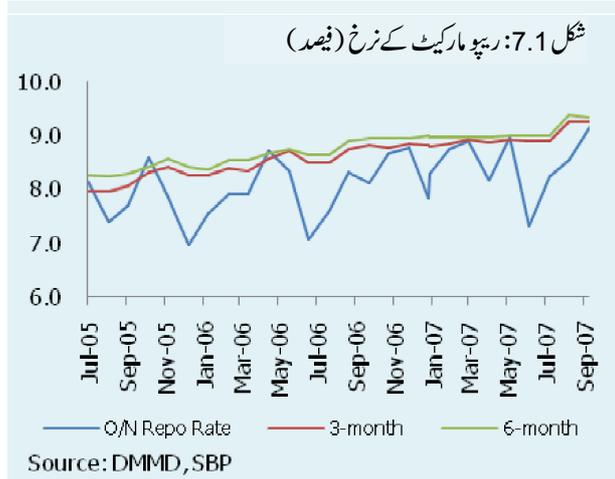


گہری، سیال اور کھلی مالی منڈیوں کی عمدہ کارکردگی مالی نظام میں استحکام کا اہم ذریعہ ہوتی ہے۔ اس باب میں مالی سال 2007ء کے دوران ملکی مالی منڈیوں کی صورتحال کا جائزہ لیا گیا ہے۔



ملک کے اندر قلیل مدتی شرح سود کے رجحانات موجودہ زری موقف کے عکاس تھے۔ مالی سال 2007ء میں سہ روزہ ایس بی پی ریپو ریٹ 50 پیس پوائنٹ بڑھ کر جولائی 2007ء میں 9.5 فیصد تک پہنچ گئے۔ اس اضافے کے بعد بازار زر میں دیگر خوردہ شرح ہائے سود میں بھی اضافہ ہوا (دیکھئے شکل 7.1)۔ شبینہ ریپو ریٹ میں تغیر بھی، جو منڈی میں سیالیت کے رجحانات کو ظاہر کرتا ہے، مالی سال 2006ء کے مقابلے میں 2007ء میں کم ہوا۔ یہ اسٹیٹ بینک کی جانب سے سیالیت کے فعال انتظام کو ظاہر کرتا ہے (دیکھئے شکل 7.2)۔

نشانیہ شرح ہائے سود میں اس اضافے کا شرح مبادلہ پر کوئی خاص اثر نہیں پڑا جو نومبر 2006ء تک مسلسل گھتی رہی۔ اس کی بڑی وجہ امریکہ، جاپان اور یورو کے خطے میں 2006ء میں زری پالیسیوں میں سختی آنے لگی۔ یہ بات سود کی شرح کے تفرقات میں کمی اور بعد ازاں استحکام سے بھی ظاہر ہوتی ہے (دیکھئے شکل 7.3) جیسا کہ ششماہی ریپو ریٹ اور ششماہی لائبر کے درمیان فرق سے عیاں ہوتا ہے۔ تاہم بازار زر کے برخلاف مالی سال 2007ء کے دوران شرح مبادلہ میں تغیر میں تھوڑا سا اضافہ ہوا۔ خاص طور پر امریکی ڈالر کے مقابلے میں شرح مبادلہ میں تغیر مالی سال 2007ء میں 0.20 تھا جبکہ مالی سال 2006ء میں یہ 0.17 رہا تھا۔ تغیر میں یہ اضافہ دسمبر 2007ء میں آئی ایم ایف کے آرٹیکل فور کے تحت جاری کی جانے والی رپورٹ کے بعد روپے پر پڑنے والے زبردست دباؤ کی وجہ سے تھا۔ اس رپورٹ میں حقیقی مؤثر شرح مبادلہ کی عدم ہم آہنگی پر تبصرہ کیا گیا تھا۔ اسٹیٹ بینک کے تعدیل زر کے اقدامات کی وجہ سے غیر ملکی سرمائے کی بڑی مقدار میں آمد کی بنا پر روپے پر مزید دباؤ کی روک تھام ہو گئی۔

اس پس منظر میں، اگلی سطور میں ہم زیادہ تر مالی منڈیوں کی کارکردگی کے تجزیے اور مالی استحکام پر ان کے اثرات پر بحث کریں گے۔

7.1 بازار زر کی سرگرمیاں

ایک بخوبی چلتا ہوا اور مؤثر بازار زر مالی نظام کے استحکام کا اہم ذریعہ ہوتا ہے۔ یہ دو بے حد اہم وظائف انجام دیتا ہے: (الف) زری پالیسی کے اشاروں کی اس طرح منتقلی کرنا کہ ان کا حتمی اثر گرائی اور معاشی نمو پر پڑے، اور (ب) بین الہینک سیالیت کا انتظام۔ ایک آزاد مالی نظام کا استحکام زیادہ تر عمیق اور سیال منڈیوں پر منحصر ہوتا ہے جو رقوم تک آسان رسائی اور ان کی بروقت آمدورفت کو یقینی بناتی ہیں۔ بازار زر میں سیالیت کم ہو اور وہ کھوکھلا ہو تو بعض اوقات بینک قلیل مدتی سیالیت کی ضروریات بھی پوری نہیں کر سکتا، اس طرح استحکام کے لیے ممکنہ خطرات پیدا ہوتے ہیں۔

پاکستان میں بازار زر نے تیزی سے بدلتے ہوئے کئی معاشی ماحول میں زری پالیسی کے اشاروں کو منتقل کرنے میں مؤثر مدد دی ہے۔ پچھلے عشرے میں رکھے جانے والے نرم زری موقف نے معاشی نمو کو بڑھانے کے علاوہ معیشت میں گرائی کا دباؤ پیدا کیا۔ اس صورتحال کو بہتر بنانے کے لیے مالی سال 2004ء میں اسٹیٹ بینک نے پالیسی بدلی اور زری موقف میں سختی لانا شروع کی، خصوصاً اپریل 2005ء سے۔ تب سے سخت زری موقف کی وجہ سے گرائی کے غیر غذائی غیر توانائی جز کو مؤثر طور پر روکنے میں کچھ کامیابی ہوئی ہے اور گرائی کے خدشات بھی کم ہوئے ہیں۔

جدول 7.1: بازار زر کے سودوں اور نیلام کے ذریعے خالص اخراج سرمایہ (مالی سال 2007ء) ارب روپے

خالص رقم	بازار زر کے سودے		نیلامی		پہلی ششماہی
	خالص اخراج	تعداد	خالص سودے	عرصیت	
510.9	539.5	43	-28.6	403.7	پہلی ششماہی
595.9	324.5	26	271.4	241.9	دوسری ششماہی
1,106.8	864.0	69	242.7	645.6	مالی سال 07ء

ماخذ: ڈی ایم ایم ڈی بینک، اسٹیٹ بینک

مالی سال 2007ء میں دو عوامل بینک وقت موجود رہے، سخت زری موقف اور اس کے ساتھ بینکوں میں اضافی سیالیت، گوکہ یہ بات مالی سال 2007ء کی دوسری ششماہی کے لیے زیادہ درست ہے۔ جیسا کہ جدول 7.1 میں دکھایا گیا ہے، مالی سال 2007ء کی پہلی ششماہی میں دوسری ششماہی کے مقابلے میں بازار زر کے سودوں کا اخراج زیادہ ہوا جبکہ نیلامی کے ذریعے خالص سودے (عرصیت پوری کرنے والے ٹریڈری بلز کے علاوہ)

جدول 7.2: بازار زر کے سودے اور شبینہ شرح سود میں تغیر پذیری ارب روپے

شبینہ نرخ	بازار زر کے سودے		تعداد	مالی سال
	خالص اخراج	اوسط		
عددی سر تغیر				
0.7	3.9	567	51	مالی سال 05ء
0.2	7.9	214	94	مالی سال 06ء
0.1	8.5	864	69	مالی سال 07ء

ماخذ: ڈی ایم ایم ڈی، اسٹیٹ بینک

خاصے منتفی رہے۔¹ علاوہ ازیں اسٹیٹ بینک کی جانب سے تیل کی قیمتوں کے حوالے سے کیے جانے والے اقدامات سے بھی روپے کی سیالیت کی تعدیل میں مدد ملی۔ اس حکمت عملی کا اصل مقصد مالی سال کی پہلی ششماہی میں سیالیت کو قابو میں رکھنا تھا، تاہم دوسری ششماہی میں نیلامی میں زیادہ خالص سودے بڑھتی ہوئی غیر ملکی رقوم کی آمد کے ذریعے پیدا ہونے والی سیالیت کی تعدیل کے باعث تھے۔ دوسری ششماہی تک یہ واضح ہو چکا تھا کہ سرمائے کی یہ آمد جاری رہنے کی توقع ہے جس سے ٹی بلز کی نیلامیوں

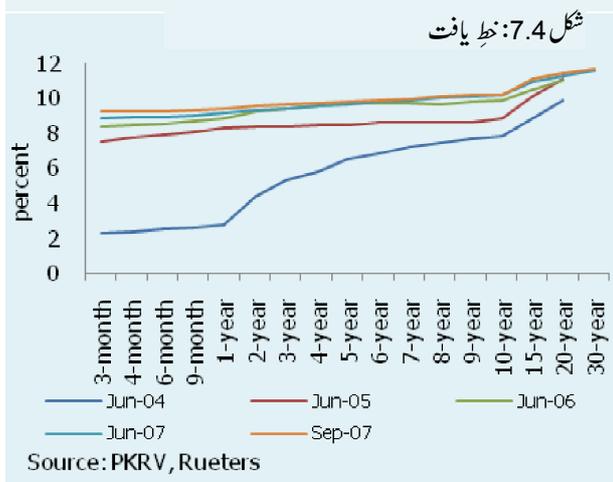
اور براہ راست بازار زر کے سودوں کے ذریعے تعدیل ضروری ہوگی۔ دونوں طریقوں کے ذریعے سیالیت کے انتظام نے شبینہ نرخوں میں تغیر کو گھٹانے میں مدد دی (دیکھئے جدول 7.2)۔

ڈسکاؤنٹ ریٹ اور مطلوبہ نقد محفوظ/لازمی شرح سیالیت میں اضافے سے جولائی 2007ء میں مارکیٹ میں سے سیالیت کم کرنے میں مدد ملی۔ قرضوں اور امانتوں کا تناسب پہلے ہی زیادہ ہونے اور نئی مطلوبہ نقد محفوظ کی شرائط² کے لیے درکار وقت کی بنا پر بینکوں نے یہ محسوس کیا کہ سیالیت کم ہو رہی ہے جس کے نتیجے میں طلبی قرضہ جات میں اضافہ ہوا۔ اس سے جولائی 2007ء کے بعد کا بہور اور ریپورٹس میں تفاوت اپنی طویل مدتی قدر سے بڑھ گیا۔ تاہم جب مارکیٹ نے خود کو زری انتظام کے اقدامات سے ہم آہنگ کر لیا تو یہ تفاوت پھر اپنی پرانی سطح پر آ گیا۔

¹ منفی خالص سودے شرح سود میں اضافے کی منڈی کی توقعات کو بھی ظاہر کرتے ہیں کیونکہ بینکوں نے عرصیت سے کم مالیت کی پیشکش کی اور ان کا سودہ ماہی بیچہ میں مرتکز تھا۔

² چھ ماہ سے کم عرصیت کی امانتوں کی دوبارہ تقسیم بندی کے ساتھ طلبی اور میعاد کی امانتوں کے لیے الگ الگ مطلوبہ نقد محفوظ، بی ایس ڈی کارڈ نمبر 9، مورخہ 18 جولائی 2006ء۔

³ مالی سال 2007ء کی دوسری ششماہی کے دوران زرمبادلہ کی آمد میں اضافے کے ساتھ بازار زر میں سیالیت کی صورتحال بہتر ہونے لگی۔ یہ آمد بنیادی طور پر گھریلو ترسیلات، بیرونی براہ راست سرمایہ کاری بشمول عالمی امانتی وصولیوں، جنگاری آمدنی اور بیرونی تسکاتی سرمایہ کاری میں اضافے کو ظاہر کرتی ہے۔



مالی سال 2007ء کی دوسری ششماہی میں زرمبادلہ کی بھاری مقدار میں آمد³ کے ساتھ اسٹیٹ بینک نے منڈی سے اضافی زرمبادلہ نکال لیا جس کے نتیجے میں بینکاری نظام میں روپے کی سیالیت میں مسلسل تیزی رہی۔ قوم کی آمد کی رفتار کا اندازہ اس بات سے لگایا جاسکتا ہے کہ جاری حسابات کے بڑے خسارے (تقریباً 7.1 ارب امریکی ڈالر) کے باوجود اس عرصے کے دوران منڈی کے حالات میں بہتر ترقی آنے لگی، قرضوں کے لیے شرح سود اور کابور میں دوسری ششماہی کے دوران مسلسل کمی دیکھنے میں آئی۔

بعد میں روپے کی سیالیت کی تعدیل نیلامیوں سے آنے والے خالص سودوں کے ذریعے ہوئی۔ جیسا کہ جدول 7.1 میں دکھایا گیا

ہے، اسٹیٹ بینک نے منپور ہونے والے ٹریڈری بلز کی رقم کے علاوہ 242.7 ارب روپے جذب کیے۔ اگرچہ مالی سال 2007ء کی دوسری ششماہی میں بازار زر کے سودے نسبتاً کم ہوئے تاہم زیادہ رقم جذب ہونے کی بنا پر شبینہ نرخ مستحکم رہے۔ المختصر، مالی سال 2007ء کی دوسری ششماہی میں اسٹیٹ بینک نے نیلامیوں کے ذریعے روپے کی سیالیت کی تعدیل کی جبکہ بازار زر کے سودے بین الہینک سیالیت کے مؤثر انتظام کے لیے بدستور استعمال کیے جاتے رہے۔ اس حکمت عملی سے، طویل مدتی ٹریڈری بلز میں بینکوں کی بڑھی ہوئی دلچسپی کی بنا پر طویل عرصے تک سیالیت کی تعدیل کرنے میں مدد ملی۔⁴ تاہم اسٹیٹ بینک کو معیشت میں گرانی کے دباؤ کا احساس تھا اور اس نے اگست 2007ء میں ڈسکاؤنٹ ریٹ 50 پیسے پوائنٹ بڑھا کر 10 فیصد کرتے ہوئے زری حالات میں نرمی نہ آنے دی۔⁵ نتیجتاً ٹریڈری بلز کی یافت میں (بنیادی اور ثانوی بازار دونوں میں) اضافہ ہوا ہے۔ مالی سال 2008ء کی پہلی سہ ماہی میں دیگر ریٹس میں بھی اضافہ دیکھنے میں آیا ہے۔

جہاں تک طویل مدتی شرح سود کا تعلق ہے، مالی سال 2007ء کی ایک اہم تبدیلی خط یافت کی 30 سالہ عرصے تک کے لیے توسیع تھی۔ یہ عمل حکومت نے دسمبر 2007ء میں 30 سالہ میعاد کے پاکستان انوسٹمنٹ بانڈز (PIBs) کے اجرا کے ذریعے کیا (دیکھئے شکل 7.4)۔ اس سے خط یافت کا انتہائی سربا بہتر ہوا اور اس سے مختلف میعادوں کی نشانیہ شرح ہائے سود فراہم ہوئیں یعنی تین ماہ سے تیس سال تک کی۔ جاری سرمائے سے لے کر رہن انفراسٹرکچر ماکاری جیسی متنوع ضروریات کے حامل معیشت کے مختلف حصوں کو دیے جانے والے کمرشل قرضوں کے تعین نرخ کے لیے یہ تمام مملکتی نشانیہ ضروری ہیں۔ مزید برآں، اس سے شرح سود کا توسیعی میعاد ڈھانچہ مل جاتا ہے جس سے زری پالیسی کی ترسیل میں مدد ملتی ہے۔ یہ بات بھی قابل ذکر ہے کہ پچھلے چند برس میں طویل میعاد کی دستاویزات کے حوالے سے کم سرگرمیوں کے باعث خط یافت کا جھکاؤ خاصاً کم ہو گیا ہے (دیکھئے باکس 7.1)۔

مالی سال 2007ء میں طویل مدتی سرکاری وثیقہ جات کی فراہمی میں بہتری آنی شروع ہوئی کیونکہ حکومت نے پی آئی بیز کی بنیادی نیلامی زیادہ باقاعدہ اور قابل پیشگوئی انداز میں شروع کر دی ہے۔ علاوہ ازیں، پی آئی بیز اب عام طور پر ”کمر پیشکشوں“⁶ میں فروخت کیے جا رہے ہیں جس کے نتیجے میں ”سرگرم بانڈ“⁷ خاصی تعداد میں دستیاب ہو گئے ہیں۔ اسٹیٹ بینک نے اپنے سخت زری موقف کو قائم رکھتے ہوئے اور حکومت کی مرکزی بینک سے بار بار قرض گیری کے باعث اس موقف پر موزوں طور پر عملدرآمد نہ ہونے کی وجہ سے بار بار پی آئی بیز کی زیادہ تعداد میں فراہمی کی ضرورت کی نشاندہی کی ہے تاکہ حکومت کے لیے اپنے قرض کے انتظام میں سہولت ہو اور قرضے کی منڈی میں قطعہ واریت بھی کم ہو جائے۔ توقع ہے کہ (بنیادی) منڈی میں پی آئی بیز کی زیادہ فراہمی سے طویل مدت میں مالی خسارہ پورا کرنا نسبتاً سستا پڑے گا۔ اس کے علاوہ حکومت کو اپنے قرضوں کا انتظام بہتر طور پر کرنے میں بھی مدد ملے گی کیونکہ حکومت کی ماکاری ضروریات میں تغیرات سے اب زیادہ اچھی طرح نمٹا جاسکتا ہے۔

⁴ بڑھتی ہوئی سیالیت کے ساتھ بینکوں کی شرح سود میں کمی کی توقعات تبدیل ہو گئیں اور وہ بارہ ماہی ٹی بلز میں سرمایہ کاری کرنے کی طرف زیادہ مائل ہو گئے۔

⁵ زری پالیسی بیان، مالی سال 2008ء کی پہلی ششماہی، اسٹیٹ بینک آف پاکستان۔

⁶ مختلف مواقع پر ایک ہی اجرا اور عرصیت کی تاریخ کے ساتھ ہونے والے اجرا، جس میں پہلی پیشکش پوری عرصیت کے ساتھ ہوتی ہے جبکہ آئندہ ہر پیشکش میں عرصیت کی بقیہ مدت کم ہوتی جاتی ہے۔ اس حکمت عملی سے بانڈ مارکیٹ میں سیالیت بڑھ جاتی ہے کیونکہ چھوٹی اور منتشر اجراؤں کے تعین نرخ کے مسائل حل ہوجاتے ہیں۔

⁷ یہ نسبتاً بڑے سائز کے بانڈ اجرا ہیں اور ان کی بھرپور لین دین ہوتی ہے۔

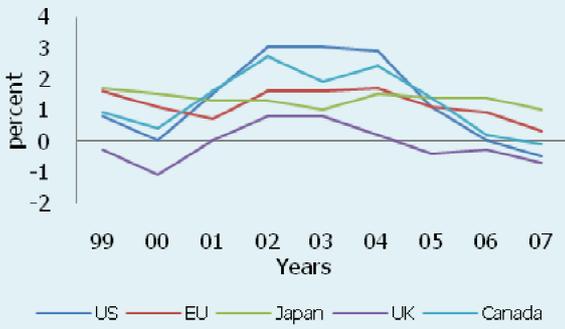
باکس 7.1: خط یافت کی تسطیح میں کمی

شرح سود مجموعی طلب اور رسد میں توازن قائم رکھتی ہے اور اس طرح کلی معاشی استحکام برقرار رکھنے میں اہم کردار ادا کرتی ہے۔ علاوہ ازیں شرح سود میں تبدیلیوں سے زری موقوف کے سگنل کی منتقلی میں مدد ملتی ہے۔ بازار زر میں قلیل مدتی بین الیمیک ریٹس سے فوری طور پر زری پالیسی کے سگنل منتقل ہوجاتے ہیں۔ اگلے مرحلے میں طویل مدتی شرح سود پر ان تبدیلیوں کا اثر ظہور میں آتا ہے اور پھر ان کا اثر اثاثوں کے زخموں، گرانٹی اور معیشت کی پیداوار پر پڑتا ہے۔ اس کا مطلب یہ ہوا کہ اگر طویل مدتی شرح سود پر اثرات تاخیر سے ظاہر ہوں (جس سے خط یافت کی تسطیح ظاہر ہوتی ہے) تو زری پالیسی کا اثر کم ہوجائے گا۔ عام طور پر طویل مدتی شرح سود قلیل مدتی شرح سود کے مطابق چلتی ہے اور ان کا فرق پریمیوم کی عکاسی کرتا ہے۔ طویل مدتی شرح سود پر پریمیوم زیادہ تر یکساں رہتا ہے اس طرح خط یافت کا جھکاؤ مستقل رہتا ہے اور سود کی شرح میں ہونے والی تبدیلیاں صرف خط یافت کی سطح کو متاثر کرتی ہیں، اس کے جھکاؤ کو نہیں۔



Source: PKRV, Reuters

شکل 2: خط یافت کی تسطیح



Source: IMF Statistical Tables

چھپے چند برسوں میں پاکستان میں خط یافت کا جھکاؤ تیزی سے کم ہوا ہے۔ زری سختی کے نتیجے میں قلیل مدتی شرح سود کے بڑھنے کے ساتھ خط یافت کے طویل سرے پر نسبتاً کم سرگرمی دیکھنے میں آئی ہے، جو زیادہ تر مستحکم رہا ہے۔ قلیل مدتی شرح سود زری پالیسی کے موقوف کی عکاسی کرتی ہے، طویل مدتی شرح سود کی چیزوں میں سے کسی ایک کو ظاہر رکھتی ہے جیسے کم خطرے کا پریمیوم، مارکیٹ میں تفرقہ وغیرہ۔ جیسا کہ شکل 1 سے ظاہر ہوتا ہے، خط یافت زیادہ مسطح ہوتا جا رہا ہے۔ خط یافت کی تسطیح کئی عوامل کی بنا پر ہو سکتی ہے، جیسے: (الف) گرانٹی کم کرنے کے لیے اسٹیٹ بینک کے اقدامات پر مارکیٹ کا اعتماد، جس سے مستقبل میں کم گرانٹی کی توقعات پیدا ہوتی ہیں اور گرانٹی کے طویل مدتی اندازوں میں نیچے کی جانب تبدیلی ہوتی ہے، اور (ب) مارکیٹ میں قلیل مدتی سرکاری وثیقہ جات کے لیے طلب و رسد کے نمایاں تحریکات جن کی بنا پر مختلف سمتوں میں تبدیلیاں رونما ہو سکتی ہیں۔

جہاں تک ملکی بازار زر کا معاملہ ہے، یہ دونوں عوامل کا فرما ہو سکتے ہیں۔ زری پالیسی مالی سال 2005ء سے سخت چل رہی ہے اور اسٹیٹ بینک تو زری گرانٹی کو کم کرنے میں کامیاب رہا ہے، گوکہ مسلسل بلند غذائی گرانٹی اور توانائی کی مہنگائی کی وجہ سے سخت زری پالیسی کے گرانٹی کے دباؤ پر اثرات زائل ہو گئے ہیں۔ اس لیے پاکستان میں مارکیٹ میں تفرقہ کا عنصر زیادہ نمایاں معلوم ہوتا ہے۔ گذشتہ چند برسوں میں اولین بازار میں طویل مدتی گورنمنٹ بانڈز کی فراہمی ناکافی رہی ہے اور خرید و فروخت کے لیے دستیاب بانڈز میں کمی آئی ہے کیونکہ بینکوں نے اپنی پی آئی بی ہولڈنگز کا ایک حصہ قبضہ تاعرصیت زمرے میں منتقل کر دیا ہے۔

خط یافت کے جھکاؤ کو حقیقی شعبے کی سرگرمیوں کا ایک اہم اظہار یہ پایا گیا ہے جس میں کم ہوتا ہوا جھکاؤ کساد بازاری کی آمد آمد کی علامت ہوتا ہے۔ اسٹیٹیا اور مگلن (1996ء) نے اس مسئلے کا امریکہ کے ضمن میں جائزہ لینے کے لیے ایک پروبٹ (probit) ماڈل (دیئے ہوئے توضیحی متغیرات، جو یہاں خط یافت کا جھکاؤ ہے، کے ساتھ کساد بازاری کا امکان معلوم کرنے کے لیے) تیار کیا۔ ان کے نتائج ظاہر کرتے ہیں کہ خط یافت کا جھکاؤ آئندہ چار ماہوں کے بعد کساد بازاری کی نشاندہی کرتا ہے۔ جھکاؤ زیادہ ہو تو کساد بازاری کا امکان کم ہوتا ہے، اور کم ہو تو زیادہ ہوتا ہے۔ حالیہ برسوں میں امریکہ سمیت بعض بڑی معیشتوں میں خط یافت کی خاصی تسطیح دیکھنے میں آئی ہے (شکل 2)۔ زیادہ تر یہ ہوا ہے، جب بھی امریکہ میں خط یافت مسطح (یا بالکس) تھا، کساد بازاری ہوئی ہے۔ تاہم دو (2006ء) کی یہ رائے ہے کہ خط یافت کی حالیہ تسطیح (جولائی 2004ء سے) متوقع اقتصادی سست رفتاری کی علامت نہیں کیونکہ زیادہ معاشی اظہار بے مضبوط ہیں۔ دو کا کہنا ہے کہ ترقی یافتہ معیشتوں میں خط یافت کی حالیہ تسطیح عالمگیریت اور حقیقی شعبے میں گرانٹی کے رجحانات (اور گرانٹی کی توقعات) میں کمی حد تک استحکام کی وجہ سے دیکھنے میں آئی ہے۔

پاکستان میں مالی سال 2005ء میں اور 2006ء کے کچھ حصے کے دوران خط یافت کی تسطیح بنیادی طور پر اولین بازار اور ثانوی بازار میں سرگرمیاں ماند پڑ جانے کی وجہ سے پیدا ہوئی (تفصیلات کے لیے دیکھئے پاکستان فنانشل بیلن آئیٹیمز 2005ء)۔ بہر حال سٹی 2006ء اور اس کے بعد پی آئی بی مارکیٹ میں مسلسل رسد ہوئی ہے جس سے گورنمنٹ بانڈ مارکیٹ میں سیالیت بڑھ گئی ہے۔ اس کے باوجود خط یافت کا جھکاؤ اب بھی مالی سال 2004ء کی سطح سے بہت کم ہے۔ اس کی تکرار تشریح مشترکہ طور پر کئی عوامل سے ہو سکتی ہے، جیسے (1) زری سختی کے حالیہ اقدامات کی بنا پر گرانٹی کی طویل مدتی توقعات کا کم ہونا، (2) پرانی عرصتوں کی طلب جو رسد کی کمی کی وجہ سے جمع ہوئی رہی، اور (3) نئی طلب خصوصاً عیسے کے شعبے کی بنا پر جسے ابھی تک قومی بچت اسکیموں میں سرمایہ کاری کرنے کی اجازت نہیں۔ ان عوامل سے پی آئی بی کی تیز کی طلب بڑھ گئی ہے جس سے یافت کم ہو گئی۔

اگلے سیکشن میں مالی سال 2007ء کے دوران بازار زر کی صورتحال کو تفصیلاً بیان کیا گیا ہے۔

7.1.1 تجارتی سرگرمیاں

جدول 7.3: لین دین کا حجم *
حجم ارب روپے میں، حصص فیصد میں

بلحاظ منڈی				
حصص		حجم		
مالی سال 07ء	مالی سال 06ء	مالی سال 07ء	مالی سال 06ء	
11.6	10.4	1,532.40	1,104.20	کاملا
65.1	70.0	8,563.63	7,442.49	ریپو
13.8	10.8	1,810.60	1,151.53	طلبی
9.6	8.7	1,257.40	926.9	کلین
100.0	100.0	13,164.03	10,625.12	کل
بلحاظ زمرہ				
76.7	80.4	10,096.03	8,546.69	ضمانتی
23.3	19.6	3,068.00	2,078.43	غیر ضمانتی
100.0	100.0	13,164.03	10,625.12	کل

* لین دین کے حجم کا مطلب ہے متعلقہ مارکیٹ میں قرض گاری کا حجم
ماخذ: ڈی ایم ایم ڈی، اسٹیٹ بینک

پاکستان میں بین الینک بازار زر کا سب سے بڑا جز اس وقت ریپو مارکیٹ ہے (دیکھئے جدول 7.3)۔ اس میں مسابقتی شرحوں پر بین الینک بازار زر کی سیالیت کی 60 فیصد سے زیادہ ضروریات پوری ہوتی ہیں۔ پاکستان میں ریپو مارکیٹ کے غلبے کے برخلاف ترقی یافتہ ملکوں میں طلبی مارکیٹ زیادہ اہم ہے۔ پاکستان میں طلبی مارکیٹ ابھی زیادہ ترقی یافتہ نہیں کیونکہ مارکیٹ کے مختلف شرکا کے بارے میں قرضوں کی اہلیت کے حوالے سے معلومات کا فقدان ہے نیز مختلف بینکوں نے دیگر بینکوں کو قرض دینے پر کچھ حدود عائد کر رکھی ہیں۔

مالی سال 2007ء میں ریپو سے طلبی مارکیٹ کی جانب تبدیلی کے کچھ آثار نظر آئے تاہم یہ زیادہ تر جولائی 2007ء میں مطلوبہ نقد محفوظ اور لازمی شرح سیالیت⁸ میں کی جانے والی تبدیلیوں کی وجہ سے تھے، جیسا کہ پہلے ذکر آچکا ہے۔

7.1.2 شرح سود کا تغیر اور تفاوت

جدول 7.4: شرح سود میں تغیر پذیری (فیصد)

اوسط		عددی سر تغیر		
مالی سال 06ء	مالی سال 07ء	مالی سال 06ء	مالی سال 07ء	
ریپو				
8.31	8.82	0.26	0.05	3 ماہ
8.47	8.95	0.02	0.01	6 ماہ
کابور				
8.69	10.04	0.04	0.03	3 ماہ
9.22	10.35	0.03	0.02	6 ماہ
پی آئی بی				
9.51	10.21	0.01	0.02	10 سال
دستیاب نہیں	11.62	دستیاب نہیں	0.01	30 سال

ماخذ: ڈی ایم ایم ڈی، اسٹیٹ بینک

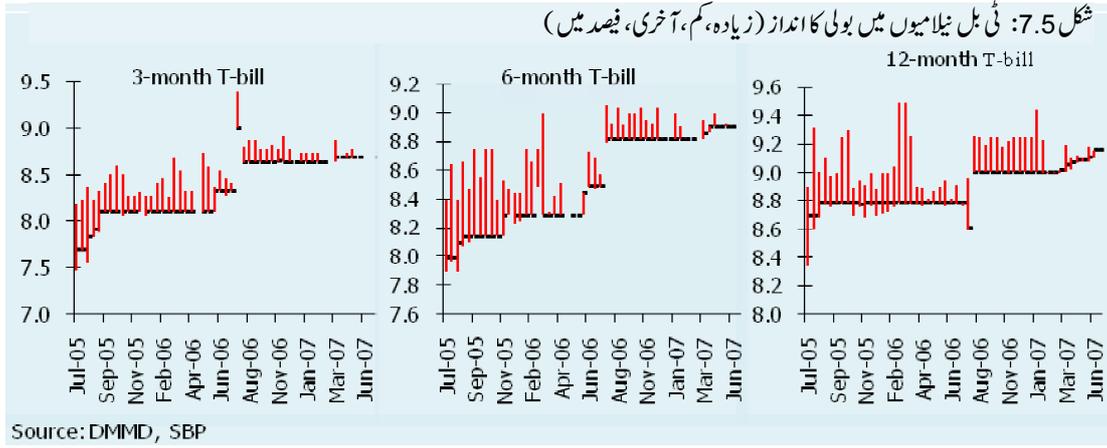
شرح سود کا تغیر بینکوں کے لیے مختلف سرمایہ کاری فیصلے کرنے میں مسائل پیدا کرتا ہے۔ چنانچہ مالی منڈیوں کو مناسب طور پر چلانے کے لیے ضروری ہے کہ تغیر کم ہو۔ تغیر کی وجہ سے شرح سود میں آئندہ تبدیلیوں کی توقعات پیدا ہوتی ہیں جس سے مسلسل بدلتی ہوئی شرح سود کا منظر نامہ جنم لیتا ہے۔ مالی سال 2007ء کے دوران اسٹیٹ بینک کی جانب سے سیالیت کے مؤثر انتظام سے شبینہ نرخوں میں تغیر کم ہوا ہے۔ نشانہ تین روزہ ریپو ریٹ میں 50 پیسے پوائنٹ⁹ کے حالیہ اضافے سے شرح سود کا تغیر نہیں بڑھا ہے جیسا کہ مالی سال 2008ء کی پہلی سہ ماہی کے اعداد و شمار سے واضح ہے، کیونکہ اس سے سود کی شرحوں کی توقعات کو قابو کرنے میں مدد ملی ہے۔

معیاری انحراف اور عددی سر تغیر سے ناپی جانے والی اکثر شرح سود کی تغیر پذیری میں مالی سال 2006ء کی نسبت 2007ء میں کمی نظر آتی ہے حالانکہ شرح سود کے میلانات کے بارے میں متضاد توقعات تھیں کہ اس میں

تبدیلیاں ہوں گی (دیکھئے جدول 7.4)۔ یہ کم تغیر بنیادی طور پر زرعی انتظام کے لیے کیے گئے محتاط اقدامات کا نتیجہ ہے۔ نظام میں سیالیت کا انتظام کرنے کے لیے اسٹیٹ بینک نے بازار زر کے سودوں کے ذریعے (زیادہ تر فروخت کے لیے) 69 مواقع پر مداخلت کی، جس کے نتیجے میں شبینہ نرخ ڈسکاؤنٹ ریٹ کے قریب رہا۔ یہ مداخلتیں زیادہ تر قلیل مدتی میعادوں میں کی گئی تھیں (دیکھئے جدول 7.5)۔

⁸ پی ایس ڈی سرنگر نمبر 9، مؤرخہ 18 جولائی 2006ء۔

⁹ زرعی پالیسی بیان، مالی سال 2008ء کی دوسری ششماہی، اسٹیٹ بینک آف پاکستان۔



بار بار مداخلتوں سے سیالیت کے انتظام کے حوالے سے مارکیٹ میں استحکام آیا۔ اس کے علاوہ براہ راست بازار زر کے سودوں کی زیادہ تعداد نے ٹی بلز کی نیلامیوں کے ذریعے تعدیل کو تقویت دی۔ جہاں تک زری انتظام کا تعلق ہے، مالی سال 2006ء اور مالی سال 2007ء کے پورے عرصے کے دوران ٹریژری بلز کی حد نیلامی خاصی مستحکم رہی (سوائے جولائی 2007ء کے جب ڈسکاؤنٹ ریٹ 50 بیسیس پوائنٹ بڑھا دیا گیا)۔¹⁰ اس استحکام سے شرح سود میں تبدیلیوں کی توقعات کو منڈی کے مطابق بنانے میں مدد ملی۔ جیسا کہ شکل 7.5 میں دکھایا گیا ہے، تمام میعادوں کی ٹی بل نیلامیوں میں بولی کا انداز مالی سال 2006ء اور مالی سال 2007ء کے پورے عرصے کے دوران متغیر رہا۔ ٹی بلز کی بولیوں میں نرخوں کا تفاوت (زیادہ اور کم کے مابین فرق) بلند رہا جس سے منڈی کی توقعات میں تضاد کا اظہار ہوتا ہے۔ تاہم مالی سال 2007ء کے آخر میں بولی کے نرخوں کا تفاوت خاصا مستحکم ہو گیا۔

شرح سود کے حوالے سے منڈی کی بدلتی ہوئی توقعات کا اندازہ میعادوں کے لحاظ سے شرکت کے رجحان سے بھی لگایا جاسکتا ہے (دیکھئے شکل 7.6)۔ لگ

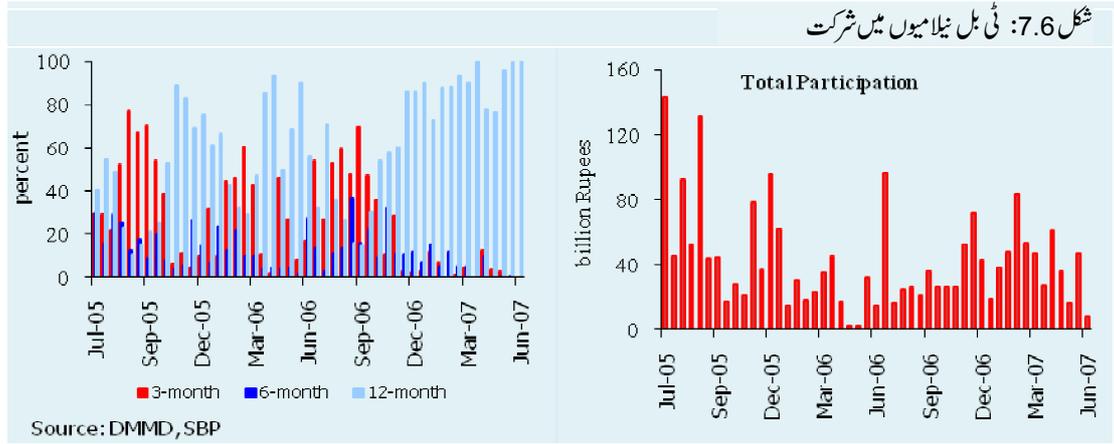
جدول 7.5: بازار زر کے مدت وار سودے (ارب روپے)

ادخال		اخراج			
قبول کردہ	بولی	ٹی سود بازار زر	قبول کردہ	پیش کردہ	
72	109.6	13.6	936	1,138.55	مالی سال 07ء
429.38	716.4	6.8	643.65	880.9	مالی سال 06ء
بلحاظ میعاد مداخلت (تعداد)					
تعداد					
15 دن یا زائد	11 تا 14 دن	8 تا 10 دن	4 تا 7 دن	3 یا کم	
14*	14	16	22	20	مالی سال 07ء
0	21	12	22	18	مالی سال 06ء
حصص فیصد					
2.8	14.1	16.9	33.8	32.4	مالی سال 07ء
0	20.7	11	35.4	32.9	مالی سال 06ء

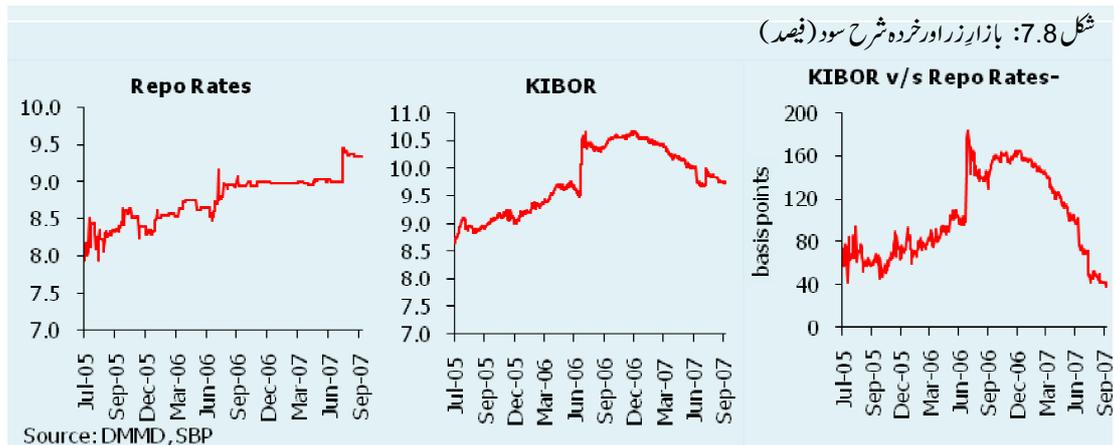
نوٹ: کسی ایک سال کے بازار زر کے کل سودے مندرجہ بالا تعداد سے مختلف ہو سکتے ہیں کیوں کہ ایک سودے میں مختلف میعادوں کی پیشکش ہو سکتی ہے۔
* بشمول 12 کلا
ماخذ: ڈی ایم ایم ڈی، اسٹیٹ بینک

بھگ نومبر 2006ء تک سہ ماہی پیمبر میں بینکوں کی شرکت نسبتاً زیادہ تھی اور بینک شرح سود میں اضافے کی توقع کے باعث قلیل مدتی اثاثے میں سرمایہ کاری کر رہے تھے۔ دسمبر 2006ء کے بعد کے دور میں طویل مدتی تمسکات میں شرکت کی جانب جھکاؤ واضح طور پر دکھائی دیتا ہے جس سے منڈیوں کا یہ نقطہ نظر ظاہر ہوتا ہے کہ سود کی شرحیں اپنی بلند ترین سطح پر پہنچ گئی ہیں۔

¹⁰ اگست 2007ء میں ڈسکاؤنٹ ریٹ 50 بیسیس پوائنٹ مزید بڑھا دیا گیا، دیکھئے بی پی آر ڈی کا سرکلر نمبر 11، مورخہ 31 جولائی 2007ء۔



ریپو اور طلہی شرح سود کے تفاوت میں مالی سال 2006ء اور مالی سال 2007ء کے دوران کچھ تغیر نظر آیا۔ جیسا کہ شکل 7.7 میں دکھایا گیا ہے، شبینہ، طلہی اور ریپو ریٹس کے درمیان تفاوت جولائی 2006ء میں تیزی سے بڑھا اور آخر کار مالی سال 2007ء کے آخر میں کم ہو گیا۔ طلہی ریپو تفاوت میں اضافہ بنیادی طور پر جولائی 2006ء میں مطلوبہ نقد محفوظ اور لازمی شرح سیالیت بڑھائے جانے کی بنا پر ہوا۔ کابور ریپو تفاوت میں بھی اسی طرح کے رجحانات دیکھنے میں آئے (دیکھئے شکل 7.8)۔ مالی سال 2008ء کی پہلی سہ ماہی کے اعداد و شمار سے ظاہر ہوتا ہے کہ وہی رجحان برقرار ہے جو مالی سال 2007ء کی دوسری ششماہی میں دیکھنے میں آیا تھا۔



7.1.3 حکومتی وثیقہ جات کا اولین بازار

حکومتی وثیقہ جات کا اولین بازار ناصر کمرشل قرضوں کے تعین نرخ کے لیے نشانہ شرح سود فراہم کرتا ہے بلکہ بینکوں کو خطرے سے پاک اثاثے خریدنے کا بھی موقع دیتا ہے تاکہ وہ اپنے اثاثوں کے معیار کو بہتر بنا سکیں۔ جیسا کہ جدول 7.6 میں دکھایا گیا ہے، ٹریڈری بلز کا اولین بازار حجم میں بڑا رہا ہے کیونکہ ٹی بلز کی فراہمی تقریباً ہر سال بڑھ رہی ہے۔ سودوں کا تناسب بھی بڑھتا رہا ہے، گوکہ پیشکشیں تمام زیر نور عرصے کے دوران زیادہ رہیں جس سے قلیل مدتی حکومتی وثیقہ جات کے لیے اضافی طلب ظاہر ہوتی ہے۔ قلیل مدتی وثیقہ جات کے لیے اس مضبوط طلب سے اسٹیٹ بینک کو شرح سود کی توقعات کو قابو کرنے میں بھی مدد ملی جس سے مالی منڈیوں میں استحکام آیا۔ دلچسپ بات یہ ہے کہ بدلتے ہوئے زری حالات کے باوجود¹¹ ٹی بلز کی طلب (جیسا

کہ سودوں و پیشکش اور ہدف کے تناسب سے ظاہر ہوتا ہے) مضبوط رہی جس سے اسٹیٹ بینک کو اپنا زری موقف نافذ کرنے کا بخوبی موقع ملا۔

دوسری جانب طویل مدتی سرکاری وثیقہ جات کی طلب کی کیفیت اتنی اچھی نہیں جتنی ٹی بلز مارکیٹ کی ہے۔ جیسا کہ 1990ء کی دہائی کے آخر میں مشرقی ایشیا کی معیشتوں سے حاصل ہونے والے تکلیف دہ سبق سے پتہ چلتا ہے، غیر ملکی براہ راست سرمایہ کاری اور قلیل مدتی سرمائے کی آمد سے منسلک ممکنہ خطرات کم کرنے کے لیے مقامی کرنسی کی مضبوط بانڈ مارکیٹ لازمی ہے۔ سرمایہ کاری کے لیے زیادہ بڑا افق دستیاب ہو تو وسیع تر خطرات سے نمٹنے کے لیے

جدول 7.6: فریڈری بل۔ نیلامی کا خلاصہ

مالیت ارب روپے میں، تناسب اور یافت فیصد میں

تعداد	پیشکش	قبول کردہ	قبول کردہ/عرصیت	پیش کردہ/ہدف
26	615.3	317.2	149.8	252.4
26	1,551.0	642.7	144.3	267.8
26	1,021.8	514.5	63.9	153.7
26	1,618.6	1,051.3	69.3	159.3
26	1,124.4	738.1	113.5	142.8
26	1,094.8	888.3	127	143.9

ماخذ: ڈی ایم ڈی، اسٹیٹ بینک

باندھ مارکیٹیں قرضوں کا ایک متبادل ذریعہ فراہم کر کے مالی شعبے میں صحتمندانہ مسابقت پیدا کرتی ہیں۔ ایک متحرک بانڈ مارکیٹ کے یہ تمام مفید پہلو مالی شعبے کو استحکام بخشنے میں کردار ادا کرتے ہیں۔

تاہم پاکستان انوسٹمنٹ بانڈز کی طلب و رسد کی حرکیات کے حوالے سے کچھ مسائل رہے ہیں جن سے طویل مدتی سرکاری وثیقہ جات کے مضبوط بنیادی اور ثانوی بازار بننے میں کچھ رکاوٹ پیدا ہوئی ہے۔ مالی سال 2002ء

سے 2004ء کے عرصے میں پی آئی بی کی ابتدائی کامیابی کے باوجود مالی سال 2005ء اور 2006ء کے زیادہ تر عرصے کے دوران حکومت کو یہ دستاویزات جاری کرنے میں تاہل رہا جو بانڈ مارکیٹوں سے سیالیت کے انجذاب پر منتج ہوا (دیکھئے جدول 7.7)۔ فراہمی کے فقدان سے طویل مدتی قرضوں کے لیے معتبر نشانیہ کے فقدان نے جنم لیا۔

دوبارہ قدر پیمائی کے نقصانات کم کرنے کی غرض سے جاری کردہ اسٹیٹ بینک کی ہدایت کے جواب میں جولائی 2004ء میں، پہلے ہی جاری ہوجانے والے پی آئی بی کے خاصے بڑے حصے کی قبضہ تاعرصیت زمرے کو منتقلی کی بنا پر گورنمنٹ بانڈز کے ثانوی بازار کو اضافی دھچکا لگا¹²۔ تاہم مئی 2006ء سے

جدول 7.7: پاکستان انوسٹمنٹ بانڈ۔ نیلامی کی کارکردگی (ارب روپے)

مالی سال	بولیوں کی تعداد		مالیت		قبولیت بطور فیصد	
	پیشکش	قبول کردہ	پیشکش	قبول کردہ	پیشکش	ہدف
مالی سال 01ء	261	182	58.8	46.1	78.4	94.1
مالی سال 02ء	1,374	486	238.4	107.7	45.2	115.8
مالی سال 03ء	1,595	323	212	74.8	35.3	113.4
مالی سال 04ء	1,273	626	221.3	107.7	48.6	85.4
مالی سال 05ء	126	17	8	0.8	9.6	8.6
مالی سال 06ء	182	133	17.1	11.2	65.8	112.4
مالی سال 07ء	898	430	199	87.9	39	90.4

ماخذ: ڈی ایم ڈی، اسٹیٹ بینک

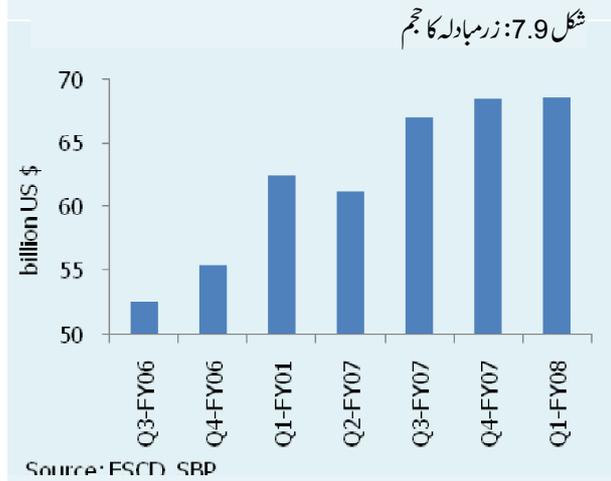
حکومت نے دوبارہ باقاعدگی کے ساتھ پی آئی بی کے اجراء کا آغاز کر دیا ہے۔ علاوہ ازیں اولین اجراء کے ساتھ ساتھ تمام نئے اجراء کر پیشکشوں کے ذریعے

¹¹ مالی سال 2002ء سے 2007ء کے عرصے میں۔

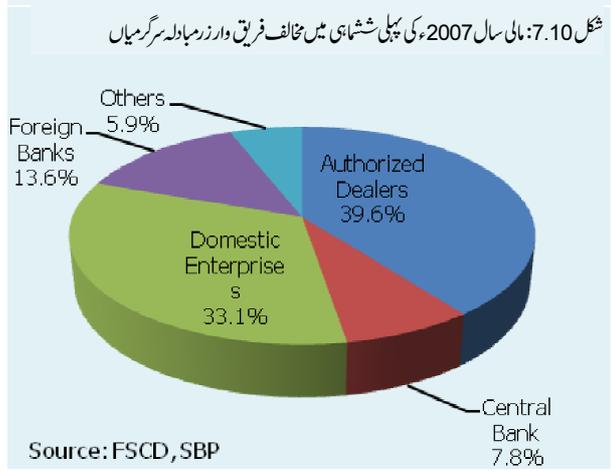
¹² یہ اقدام بنیادی طور پر بینکوں کو بڑھتی ہوئی شرح سود کے رحمان سے پیدا ہونے والے دوبارہ قدر پیمائی کے نقصانات سے محفوظ رکھنے کے لیے کیا گیا۔ اداروں کو اجازت دی گئی کہ وہ منڈی کے زخموں کے مطابق تسکات کو ری ویلو کیے بغیر عرصیت تک قبضہ تاعرصیت زمرے میں رکھ سکتے ہیں۔ اس تقسیم بندی سے بینکاری شعبے کو کچھ سہارا تو ملا تاہم اس سے ثانوی بازار پر مبنی اثر پڑا۔ سرمائے کے کم سے کم نقصانات اٹھانے کے لیے بینکوں نے پی آئی بی کے سیال اجراء کا ایک بڑا حصہ قبضہ تاعرصیت زمرے میں رکھ دیا جہاں سرمائے کے نقصانات کا امکان دیگر غیر سیال اجراء میں سے زیادہ تھا۔ تفصیلات کے لیے دیکھئے Pakistan Financial Sector Assessment 2005 اور پی ایس ڈی سرکھر نمبر 13، مورخہ 13 جولائی 2004ء۔

کیے گئے جن سے جاری اجرا کی رسد بڑھنا شروع ہو گئی ہے، جیسا کہ پہلے تذکرہ کیا گیا، جس سے ثانوی بازار کی سیالیت میں مزید اضافہ ہوا ہے اور اس کے ساتھ چھوٹے (اور منتشر) اجرا سے منسلک پیچیدہ تعین نرخ کے عمل سے متعلق مسائل کم ہوئے ہیں۔ اس کے علاوہ طویل مدتی بانڈز کے ذریعے حکومتی قرض گیری میں اضافہ حکومتی قرضوں کی اوسط عرصیت بڑھائے گا جس سے رول اوور اور سیالیت کا خطرہ کم ہوگا۔

اس مثبت پیش رفت کے باوجود اکتوبر 2006ء میں قومی بچت اسکیموں میں ادارہ جاتی سرمایہ کاری کی دوبارہ اجازت¹³ دینے کے حکومت کے فیصلے سے پی آئی بی مارکیٹ کو بڑا دھچکا لگا۔ قومی بچت اسکیموں میں ادارہ جاتی سرمایہ کاری پر مارچ 2000ء میں پابندی لگادی گئی تاکہ عرصیت پوری کرنے والی اور نئی ادارہ جاتی سرمایہ کاریاں قومی بچت اسکیموں سے پی آئی بیز کو منتقل ہو جائیں۔ تاہم پالیسی کی اس تبدیلی کا ایک مثبت پہلو بھی اس اعتبار سے ہے کہ اب بینکوں کے درمیان طویل مدتی رقم کو متحرک کرنے کے لیے زیادہ مسابقت ہے، جس کی وجہ سے میعاداتی امانتوں کے منافع میں اضافے کا رجحان ہے۔

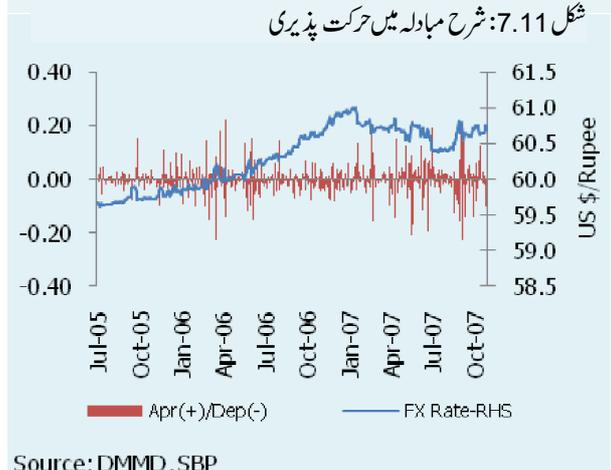


خلاصہ یہ ہے کہ 1990ء کے عشرے کے اوائل میں مالی نظام کی آزادی کے عمل کی ابتدا کے بعد سے پاکستان میں بازار زر خاصاً بہتر ہوا ہے۔ اب ٹی بلز کا ایک متحرک بنیادی اور ثانوی بازار موجود ہے۔ مالی سال 2007ء میں غیر منضامتی منڈیوں نے مالی نظام کے استحکام کو محدود بنائے بغیر قرضوں کی ضروریات پوری کرنے کے لیے مؤثر طور پر منضامتی منڈیوں کا ساتھ دیا۔ بازار زر کو زری پالیسی کے نفاذ کے لیے بازار زر کے سودوں اور مطلوبہ نقد محفوظ جیسے طریقوں کے مؤثر استعمال کے ذریعے بھی کامیابی سے استعمال کیا گیا۔ تاہم ایک مضبوط طویل مدتی تسکاتی منڈی بننے کی راہ میں حائل رکاوٹیں مالی استحکام کے لیے ممکنہ خطرات پیدا کرتی ہیں اور اس مسئلے سے نمٹنے کے لیے مزید ٹھوس اقدامات کی ضرورت ہے۔ حکومت کو تمام میعادوں کی پی آئی بیز کی متعین اور کافی فراہمی باقاعدہ بنیادوں پر یقینی بنانی ہے تاکہ مقامی کرنسی کی بانڈ مارکیٹ بنانے میں مدد ملے جس کی بہت ضرورت ہے۔



7.2 بازار مبادلہ

اہم کرنسیوں کے ساتھ ملکی کرنسی کی مبادلہ کی مساوات (exchange rate parity) میں تبدیلیاں مالی اداروں کو براہ راست متاثر کرتی ہیں خصوصاً بینکاری کے شعبے میں، کیونکہ اس سے اس شعبے کے غیر ملکی اثاثوں و واجبات کی قدر میں تبدیلی آتی ہے۔ حقیقی معاشی سرگرمیوں میں تبدیلیوں سے بھی مالی اداروں پر بالواسطہ اثر پڑتا ہے کیونکہ وسائل کے اختصاص، تجارت کے کھلے پن، توازن ادائیگی کی صورتحال اور معاشی نمو کے لیے شرح مبادلہ کے تغیرات گہرے مضمرات رکھتے ہیں۔ سرمائے کی حرکت کے خلاف کم ہوتی ہوئی رکاوٹوں اور تجارتی سرمایہ کارانہ تعلقات کی بنا پر معیشتوں کے ایک دوسرے پر بڑھتے ہوئے انحصار نے حالیہ برسوں



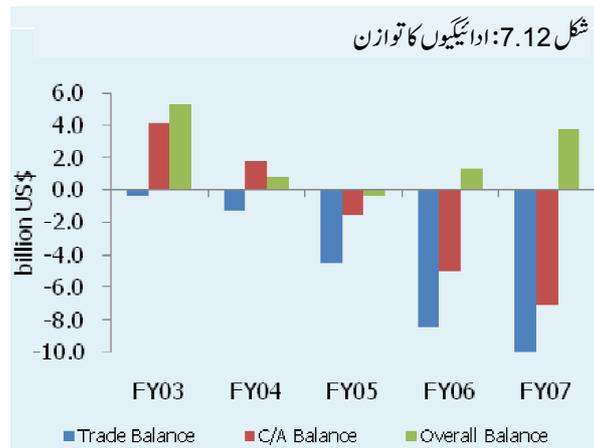
13 بینکوں اور بیمہ کمپنیوں کے سوا۔

میں شرح مبادلہ کے تغیرات کے بلاواسطہ اور بالواسطہ اثرات کو مزید تقویٰ کر دیا ہے۔ پاکستان بھی ان اثرات سے مستثنیٰ نہیں۔ شرح مبادلہ کا تعین بازار کی قوتوں سے ہو رہا ہے، سرمائے کی حرکت پر پابندیاں خاصی کم ہو گئی ہیں اور تجارت کا حجم بڑھ رہا ہے۔ ان حالات کو سامنے رکھتے ہوئے مالی سال 2007ء میں بازار مبادلہ کی سرگرمیوں پر مندرجہ ذیل سیکشنوں میں بحث کی گئی ہے۔

7.2.1 بازار کے حالات

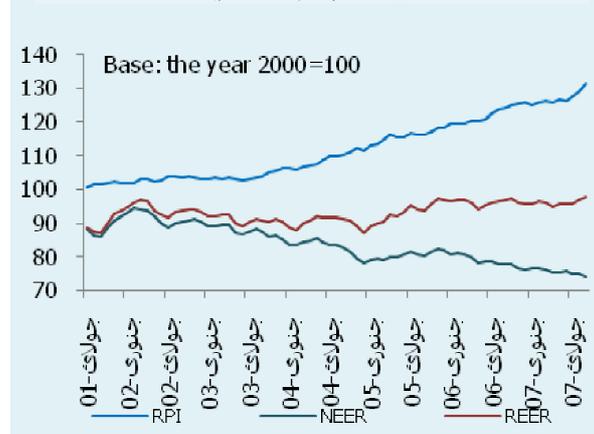
زر مبادلہ کی بڑھتی ہوئی آمد کے ساتھ بھرپور معاشی سرگرمیوں سے حالیہ برسوں میں بازار مبادلہ میں نمایاں تبدیلیاں دیکھنے میں آئی ہیں۔ مالی سال 2007ء میں بازار مبادلہ میں استعداد اور حجم دونوں کے لحاظ سے بہت نمو ہوئی۔ زر مبادلہ کے سودوں کا حجم بڑھتا رہا اور مالی سال 2007ء کی آخری سہ ماہی میں 68.5 ارب ڈالر تک پہنچ گیا جبکہ اس سے پچھلے سال اسی عرصے کے دوران 55.4 ارب ڈالر تھا۔ (شکل 7.9)۔ 2007ء کے پہلے چھ ماہ کے اوسط ماہانہ اعداد و شمار پر مبنی زر مبادلہ کے حجم کی مختلف فریقوں کے لحاظ سے تقسیم یہ ظاہر کرتی ہے کہ زر مبادلہ کے 35 فیصد سے زائد سودے مجاز ڈیلرز کے درمیان ہوئے جبکہ ایک تہائی کاروبار ملکی کارپوریٹ گاہوں کی وجہ سے ہوا (شکل 7.10)۔

چونکہ شرح مبادلہ کا تعین مارکیٹ سے ہوتا ہے اس لیے زر مبادلہ کے سودوں کے بڑھتے ہوئے حجم کا شرح مبادلہ پر براہ راست اثر پڑتا ہے۔ شرح مبادلہ کے اتار چڑھاؤ سے ظاہر ہوتا ہے کہ جاری حسابات کے خسارے کی پائیداری کی وجہ سے روپے پر دباؤ کے باوجود سال کے دوران روپیہ امریکی ڈالر کے مقابلے میں مستحکم رہا۔ سال کی دوسری ششماہی کے مقابلے میں پہلی ششماہی میں زر مبادلہ کی نسبتاً کم آمد اور اس کے ہمراہ سست برآمدات کی وجہ سے پہلی ششماہی میں روپے کی قدر امریکی ڈالر کے مقابلے میں مسلسل کم ہوتی رہی۔ شکل 7.11 پر ایک طائرانہ نظر ڈالنے سے پتہ چلتا ہے کہ جنوری 2007ء تک شرح مبادلہ میں مسلسل کمی ہوتی رہی اور دو سہ ماہیوں میں تبدیلی ہوئی۔ بعد



Source: Statistics Department, SBP

شکل 7.13: حقیقی اور نامیہ مؤثر شرح مبادلہ اشاریے



مبادلہ میں مسلسل کمی ہوتی رہی اور دو سہ ماہیوں میں تبدیلی ہوئی۔ بعد میں پاکستانی روپے کی قدر امریکی ڈالر کے مقابلے میں بڑھ گئی جس سے شرح مبادلہ کے تغیر میں تھوڑا سا اضافہ ہوا۔ سخت زری پالیسی کے باوجود قدر میں کمی بنیادی طور پر بہت زیادہ تجارتی خسارے کی بنا پر تھی جو دو سال کی بلند ترین سطح پر تھا۔ شکل 7.12 سے پتہ چلتا ہے کہ بیرونی جاری حسابات کا خسارہ مالی سال 2007ء میں 7.1 ارب امریکی ڈالر پہنچ گیا ہے جبکہ مالی سال 2006ء میں یہ 5.0 ارب ڈالر تھا۔ مالی سال 2007ء کا یہ بڑا تجارتی خسارہ بنیادی طور پر برآمدات کی سست رفتاری کے باعث تھا (3.2 فیصد سال بسال نمو) جبکہ سال کے دوران درآمدات 8.1 فیصد ہو گئیں۔¹⁴ خوش قسمتی سے جاری حسابات کا خسارہ غیر ملکی براہ راست سرمایہ کاری اور تنسقاتی سرمایہ کاری کی شکل میں آنے والی غیر ملکی رقوم میں اضافے کی مدد سے آسانی سے پورا ہو گیا۔ بڑی مقدار میں غیر ملکی رقوم آنے سے ناصر جمہوری توازن ادائیگی نسبتاً بہتر فاضل حالت میں آ گیا بلکہ روپے پر دباؤ میں کمی بھی آئی۔

فاضل توازن ادائیگی کا زیادہ حصہ اسٹیٹ بینک کے زر مبادلہ کے ذخائر میں جذب ہو گیا اور یہ ذخائر 15.0 ارب ڈالر سے بھی بڑھ گئے۔ مالی سال 2007ء کے دوران ان میں 3.5 ارب ڈالر سے زائد کا اضافہ ہوا۔ اگر اسٹیٹ بینک نے ان رقوم کی تعدیل نہ کی ہوتی تو روپے کی قیمت اور تیزی سے بڑھتی۔ حقیقی مؤثر شرح مبادلہ

¹⁴ یہ مالی سال 2006ء کے بالکل برخلاف ہے، جب تجارتی خسارہ بنیادی طور پر درآمدات کی 31.6 فیصد نمو کی وجہ سے ہوا تھا۔

جو کرنسیوں کی کسی دی ہوئی باسکٹ کے مقابلے میں بیرونی مسابقت کا اظہار ہے، مالی سال 2007ء کے دوران صرف 0.7 فیصدی درجے کی مثبت تبدیلی ظاہر کرتا ہے۔¹⁵ شکل 7.13 میں واضح طور پر دکھایا گیا ہے کہ حقیقی موثر شرح مبادلہ میں جنوری 2006ء سے کوئی خاص تبدیلی نہیں آئی۔ حقیقت یہ ہے کہ حقیقی موثر شرح مبادلہ مستحکم رہا ہے اور اس میں تغیر کم ہوا ہے۔ ایک اور قابل ذکر نکتہ نامیہ موثر شرح مبادلہ اور نسبی اشاریہ قیمت (relative price index, RPI) میں تبدیلی ہے۔ نامیہ موثر شرح مبادلہ سے کرنسیوں کی ایک باسکٹ کے مقابلے میں روپے کی قدر میں مسلسل کمی ظاہر ہوتی ہے۔ نامیہ حوالوں سے مالی سال 2007ء کی دوسری ششماہی میں پاکستانی روپے کی قدر میں معمولی سا اضافہ امریکی ڈالر کی قدر میں دوسری کرنسیوں کی نسبت کمی کی وجہ سے غیر موثر ہو گیا اور اس طرح نامیہ موثر شرح مبادلہ میں زوال کا رجحان برقرار رہا۔ امریکی ڈالر کی نسبت دوسری کرنسیوں کے مقابلے میں پاکستانی روپے کی قدر میں کہیں زیادہ کمی بھی اسی عرصے کے دوران بین الاقوامی منڈیوں میں امریکی ڈالر کی قیمت میں کمی کی عکاس ہے۔ دوسری طرف بڑھتا ہوا نسبی اشاریہ قیمت باسکٹ کے دوسرے ملکوں کے مقابلے میں پاکستان میں زیادہ گرانی کا اظہار کرتا ہے۔ روپے کی قدر میں نامیہ کمی کا مثبت اثر نسبی اشاریہ قیمت میں تیزی کی وجہ سے معدوم ہو گیا جس سے حقیقی موثر شرح مبادلہ تقریباً مستحکم رہی۔ اگر نسبی اشاریہ قیمت تیزی سے نہ بڑھتا تو روپے کی قدر میں مالی سال 2007ء کے دوران حقیقی کمی ہوتی۔

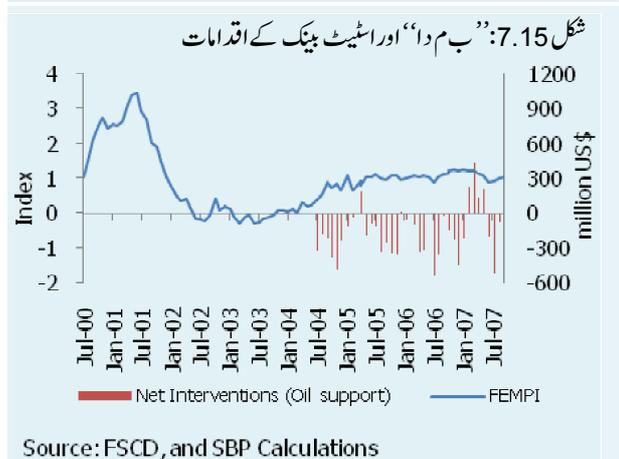
جدول 7.8: شرح کفایت نقد محفوظ

مالی سال 03ء	مالی سال 04ء	مالی سال 05ء	مالی سال 06ء	مالی سال 07ء
43.8	40.5	27.3	22.8	26.2
6.7	8.6	6.7	7.7	10.9

زر مبادلہ کے ذخائر کو مالی استحکام کا اہم ذریعہ سمجھا جاتا ہے خصوصاً 1990ء کی دہائی کے اواخر میں مشرقی ایشیائی ملکوں میں ہونے والے مالی بحرانوں کے

بعد۔ چونکہ ذخائر کے اکٹھا ہونے کی

متبادل لاگت اہم ہے،¹⁶ اس لیے ذخائر کی موزوں ترین سطح ایک ایسا تصور ہے جس پر بہت مباحثہ ہوتا رہتا ہے۔ ذخائر کی موزوں ترین سطح کے بارے میں بہت کچھ لکھا جا رہا ہے اور مختلف طریقہ ہائے کار میں ذخائر کی مختلف سطحوں کو موزوں قرار دیا گیا ہے۔ گوئیڈوٹی گرینسپین آئی ایم ایف (Guidotti-Greenspan-IMF) اصول کے مطابق زر مبادلہ کے ذخائر ملک کے قلیل مدتی قرضہ واجبات (ایک سال کے اندر واجب الادا) کے مساوی ہونے چاہئیں۔¹⁷ اس اصول کو سامنے رکھ کر پاکستان کے ذخائر کا تخمینہ لگانے پر پتہ چلتا ہے کہ ملک کو یا تو مزید ذخائر اکٹھا کرنے ہوں گے یا قلیل مدتی قرضہ واجبات کم کرنے ہوں گے کیونکہ ذخائر اور قلیل مدتی قرضہ واجبات کی نسبت مالی سال 2007ء کے آخر میں صرف 10.9 فیصد تھی (دیکھئے جدول 7.8)۔ سال کے دوران 3.2 فیصدی درجے کے اضافے سے مزید اطمینان ہوتا ہے کہ یہ نسبت اور بہتر ہو گئی ہے۔ ایک اور نشانیہ گو کہ خاصا پرانا ہے، یہ ہے کہ زر مبادلہ تین تا چھ ماہ کی درآمدات کے لیے کافی ہو۔ پاکستان میں زر مبادلہ کے ذخائر تین ماہ کی حد فاصل سے خاصے زیادہ ہیں کیونکہ درآمدات کی کفایت کی نسبت (import coverage ratio) بڑھ کر 26.2 ہفتے (تقریباً چھ مہینے) ہو گئی ہے۔ سال کے دوران زر مبادلہ کے ذخائر



¹⁵ حقیقی موثر شرح مبادلہ میں اضافہ روپے کی قدر میں حقیقی اضافے یا مسابقت میں کمی کو ظاہر کرتا ہے۔

¹⁶ روڈرک (2006ء) نے ثابت کیا ہے کہ ذخائر جمع کرنے کی لاگت ”تمام ترقی پذیر ملکوں کے لیے جی ڈی پی میں ایک فیصدی درجے سالانہ کے مساوی ہے“۔

¹⁷ روڈرک (2006ء)۔

میں نمایاں اضافے اور درآمدات کی سست نمودوں نے درآمدات کی کفایت کی نسبت کو بہتر بنایا۔

7.2.2 بازار مبادلہ دباؤ اشاریہ (Foreign Exchange Market Pressure Index)

مذکورہ بالا حالات شرح مبادلہ پر کوئی خاص دباؤ نہ ہونے کی طرف اشارہ کرتے ہیں تاہم بازار کی مجموعی کیفیت جانچنے کا ایک اور اظہاریہ بازار مبادلہ دباؤ اشاریہ (ب م دا) ہے جو کثرت سے استعمال ہوتا ہے۔ مختلف مرکزی بینک اس قسم کا اشاریہ بناتے اور مسلسل اس کا جائزہ لیتے رہتے ہیں۔¹⁸ لیکن ان مرکزی بینکوں میں ایک مرکب اشاریہ بنانے کے طریقے اور اظہاریوں کی تعداد مختلف ہے۔ آئیکن گرین و دیگر (1995ء) اور بلیٹکنسن و دیگر (2003ء) کے طریقے کو اختیار کر کے ہم نے شرح مبادلہ میں تغیرات، زر مبادلہ کے ذخائر میں تبدیلیوں اور شرح سود کی بنیاد پر پاکستان کے لیے ایک ”ب م دا“ بنایا ہے (تفصیلات کے دیکھنے باکس 7.2)۔

شکل 7.14 سے ظاہر ہوتا ہے کہ مالی سال 2007ء میں شرح مبادلہ پر معمولی سا دباؤ پیدا ہوا۔ مسلسل دوسرے ماہ (ستمبر اور اکتوبر 2006ء) برآمدات بے حد کمزور ہونے اور آئی ایم کی آر ٹیکل IV رپورٹ کے اجرا کی بنا پر دسمبر 2007ء میں بازار مبادلہ کا استحکام دباؤ کے زیر اثر آیا۔ اس اجراء سے روپے کی عدم مطابقت کے حوالے سے تشویش پیدا ہو گئی تھی جو بعد میں اسٹیٹ بینک کی اس وضاحت کے بعد رفع ہو گئی کہ روپے اور امریکی ڈالر کی مساوات موزوں ہے۔ بعد ازاں شرح مبادلہ پر دباؤ کم ہوا جیسا کہ شکل سے بھی ظاہر ہے۔

یہاں ایک احتیاط ملحوظ خاطر رکھنا ضروری ہے کیونکہ اس ”ب م دا“ کی کچھ حدود ہیں۔ طریقہ کار کے مسائل میں جائے بغیر، اسٹیٹ بینک کی زر مبادلہ کی مداخلتوں کے پیش نظر ”ب م دا“ کی اہمیت کم ہے۔ اگرچہ ان مداخلتوں کا مقصد بنیادی طور پر بازار مبادلہ میں تیل کی مد میں بھاری ادائیگیوں کی بنا پر آنے والی اضافی سیالیت کو کم کرنا ہے تاہم ان سے شرح مبادلہ پر دباؤ بھی گھٹ جاتا ہے۔ یہ بات شکل 7.15 سے بھی ظاہر ہے جس سے پتہ چلتا ہے کہ ”ب م دا“ میں تغیر مالی سال 2005ء کی دوسری ششماہی میں آئل سپورٹ فیسلٹی کے اعلان کے بعد واضح طور پر کم ہو گیا۔¹⁹ تاہم کچھ حدود کے باوجود ”ب م دا“ بازار مبادلہ میں دباؤ جانچنے کا مفید پیمانہ ہے۔

باکس 7.2: بازار مبادلہ دباؤ اشاریہ

شرح مبادلہ پر دباؤ کے زر مبادلہ کے ذخائر اور ملکی شرح سود پر گہرے اثرات پڑتے ہیں۔ اس کے نتیجے میں زر مبادلہ کے ذخائر ضائع ہو سکتے ہیں اور ملکی شرح سود یا شرح مبادلہ کی تبدیلی کی وجہ سے انہیں دھچکا پہنچ سکتا ہے۔ ان تینوں عوامل کا مشترکہ اثر بھی ہو سکتا ہے۔ ایک مرکب اشاریہ تشکیل دینے میں اہم کتنے اوزانی اکیٹم اور ان کا باہمی ربط ہے۔ آئیکن گرین (1995ء) اور بلیٹکنسن وغیرہم (2003ء) کی پیروی کرتے ہوئے ایک بازار مبادلہ دباؤ اشاریہ کی تعریف یوں کی جاتی ہے کہ یہ دو طرفہ شرح مبادلہ میں تبدیلیوں، اسٹیٹ بینک کے زر مبادلہ کے ذخائر اور سود کی شرحوں کا خطی مرکب ہے۔ ان تینوں اجزاء کو اس طرح ملایا جاتا ہے کہ ان کی مشروط تغیر پذیری مساوی ہوں۔ حسابی طور پر اس کو یوں ظاہر کر سکتے ہیں:

$$FEMPI_t = \frac{1}{\sigma_E^2} \Delta E_t - \frac{1}{\sigma_R^2} \Delta R_t + \frac{1}{\sigma_i^2} i_t$$

یہاں $FEMPI_t$ سے مراد وقت t پر بازار مبادلہ دباؤ اشاریہ کی قدر ہے، ΔE_t کا مطلب ہے وقت t پر نامیہ شرح مبادلہ میں سال بسال فیصد تبدیلی، ΔR_t سے مراد ہے بین الاقوامی ذخائر میں سال بسال فیصد تبدیلی، i_t کا مطلب ہے ششماہی ٹی بلز ریش کے کال مینی ریٹ/حد یافت، اور لائبریری کی ویرنٹس ہے۔

یہ بات ذہن نشین رکھنا ضروری ہے کہ $FEMPI_t$ کی قدر کا کوئی تعیناتی مفہوم نہیں ہے جبکہ $FEMPI_t$ میں اضافے سے دباؤ اور دیگر میں اضافے کی عکاسی ہوتی ہے۔ اشاریہ کی تشکیل میں اوزانی اکیٹم سب سے قابل بحث مسئلہ ہے۔

¹⁸ مثال کے طور پر جنوبی افریقہ کاریزرو بینک، بینک آف گھانا وغیرہ۔

¹⁹ اسٹیٹ بینک نے بین الاقوامی مارکیٹ کو اپنے وسائل سے کافی سیالیت فراہم کرنے کے فیصلے کا اعلان کیا تاکہ پٹرولیم مصنوعات کی درآمد کی پختائی غیر ملکی کرنسی میں کمی کی جاسکے، ای ڈی کا سرکلر لیٹر نمبر 12/Policy-2004 مورخہ یکم نومبر 2004ء۔

7.2.3 بازار مبادلہ کی مزید آزاد کاری

خدمات، آمدنی، سرمائے اور مالی کھاتوں سے متعلق تجارت کے بڑھتے ہوئے حجم اور رقوم کے غیر ملکی بہاؤ میں بہتری کے باعث ملکی بازار مبادلہ مسلسل مضبوط ہو رہا ہے۔ ان حالات میں اسٹیٹ بینک کو بازار مبادلہ کو مزید آزاد کرنے میں مدد ملی ہے۔ اس ضمن میں ایک اہم پیش رفت اسٹیٹ بینک کی آئل سپورٹ پالیسی ہے۔²⁰ اسٹیٹ بینک نے بین الینک مارکیٹ سے فرانس آئل کی درآمد کی خاطر زر مبادلہ خریدنے کے لیے حال ہی میں بینکوں کو ہدایت اور ڈیلرز کو اختیار دیا ہے۔²¹ پالیسی کی یہ تبدیلی بنیادی طور پر مارکیٹ میں زر مبادلہ کی بڑھی ہوئی سیالیت کی بنا پر ہے اور بازار مبادلہ کی روز افزوں گہرائی کی عکاس ہے۔ ایک اور اہم تبدیلی کارپوریٹ سیکٹر کی بین الاقوامی منڈیوں تک رسائی کے لیے بیرونی تجارتی قرضہ جات (external commercial borrowings, ECB) یا ای سی بی پر اسٹیٹ بینک کا موقف ہے۔ اگرچہ غیر ملکی کرنسی کے قرضے لینے کا ایک نظام پہلے ہی موجود تھا تاہم کارپوریٹ سیکٹر نے نجی شعبے کے قرضوں کے مقابلے میں بیرونی تجارتی قرضہ جات بہت کم لیے ہیں۔ مارچ 2007ء تک نجی غیر ضمانتی (non-guaranteed) قرضہ صرف 1.9 ارب امریکی ڈالر رہے جبکہ بینکاری شعبے کے قرضے 40 ارب ڈالر ہیں۔ امکان ہے کہ

جدول 7.9: کراچی اسٹاک ایکسچینج کی کارکردگی			
مالی سال 05ء	مالی سال 06ء	مالی سال 07ء	مالی سال 08ء*
659	658	656	656
439	496	637	637
7,450	9,989	13,351	13,351
4,876	6,708	9,409	9,409
-	-	16,183	16,993
362	427	536	536
18	14	1	1
50.79	11.71	7.98	12.1
10	7	8	0
15.82	9.97	11.20	0
2,068	2,801	4,019	4,101
31.4	36.3	46.1	47.0
352	320	211	251
250	246	240	64
(ملین ڈالر)	355	978	(4.6)

* 28 ستمبر 2007ء کو۔
ماخذ: کراچی اسٹاک ایکسچینج

آئی سی بی سے متعلق قواعد و ضوابط کی اصلاحات اور آزاد کاری سے کارپوریٹ سیکٹر کو طویل مدتی قرضوں کے معاملے میں لاگتی فائدہ حاصل کرنے اور بینکوں کے ساتھ محتاطیہ قواعد کے مطابق اپنی فی پارٹی حدود کے مکمل استعمال سے گریز کرنے میں مدد ملے گی۔ بالفاظ دیگر اب کارپوریٹ سیکٹر کو اپنی مالی ضروریات زیادہ مؤثر طور پر پورا کرنے کے لیے بین الاقوامی منڈیوں تک رسائی حاصل ہوگی۔

آزاد کاری کے ان اقدامات کی بالعموم مالی شعبے اور بالخصوص بازار مبادلہ کے استحکام کے لیے گہرے مضمرات ہیں۔ ان مسائل کے پیش نظر اسٹیٹ بینک پہلے ہی زر مبادلہ کے خطرے سے نمٹنے کے لیے کراس کرنسی تبدلات (cross currency swaps, CCS) کی ٹرانزیکشنل منظوری فراہم کر رہا ہے۔ مالی سال 2007ء کے دوران مارکیٹ میں 101.1 ارب روپے کے سی سی ایس دیکھنے میں آئے ہیں۔

7.3 سرمایہ بازاروں کی کارکردگی اور استحکام کا تجزیہ

ملکی اور غیر ملکی وسائل کو متحرک کرنے اور ان کو زیادہ پیداواری شعبوں میں استعمال کرنے میں سرمائے کی منڈیاں اہم کردار ادا کرتی ہیں۔ ایکویٹی منڈی اور تمسکاتی بازار دونوں قرضوں اور سرمایہ کاری کے لیے بلا واسطہ رسائی فراہم کرتے ہیں۔ مؤثر سرمایہ بازار خطرے کو متنوع کرنے کا عمل بھی انجام دیتے ہیں، یہ وہ عنصر ہے جو مالی شعبے کے استحکام سے قریبی ربط رکھتا ہے۔²²

سرمایہ بازاروں کی وجہ سے مالی نظام کے استحکام کو لاحق خطرات کا تعلق ایکویٹی منڈی میں مالی اداروں کی براہ راست سرمایہ کاری، ضمانتی قرضوں کے توسط

²⁰ ای پی ڈی کا سرکلر لیٹر نمبر 2007-2007/47(16/2) مورخہ 11 جولائی 2007ء۔

²¹ فارم ایم میں مندرجہ اشیا کے علاوہ۔

²² بینکاری، مالکاری اور اسٹاک مارکیٹ مالکاری میں تقابل کے لیے دیکھئے نگہ اور ویس (1998ء) "Emerging Stock Markets, Portfolio Capital Flows and Long-term

Economic Growth: Micro and Macroeconomic Perspectives، ورلڈ ڈیولپمنٹ جلد 26، نمبر 4۔

سے بالواسطہ اکتشاف اور سی ایف ایس²³ مارکیٹ میں بینکوں کے اکتشاف سے ہے۔ اس سیکشن میں ان ممکنہ ذرائع سے پیدا ہونے والے مختلف خطرات کا تذکرہ کیا گیا ہے۔

پاکستان کے سرمایہ بازاروں کو مالی سال 2002ء کے بعد بہت اچھی کلی معاشی کارکردگی سے بے حد فائدہ پہنچا ہے۔ سازگار اقتصادی مبادیات سے ملک بین الاقوامی سرمایہ بازاروں سے قرضے لینے کے بھی قابل ہوا ہے۔ خاص طور پر ایکویٹی منڈی کو مالی سال 2007ء کے دوران اضافی سیالیت کے زمانے میں یافت کی تلاش میں سرگرداں سرمایہ کار سے فائدہ ہوا ہے۔ یہ وہ کیفیت ہے جو امریکی رہن منڈی کی ناقص کارکردگی سے پیدا ہونے والے مسائل کی بنا پر سیالیت کے بحران کے ساتھ ختم ہو گئی۔

17.3.1 ایکویٹی منڈی

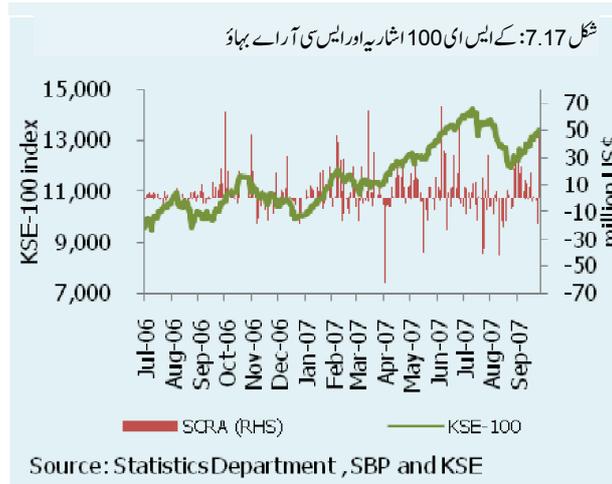
پاکستان میں تین اسٹاک ایکس چینجز ہیں جن میں کراچی اسٹاک ایکسچینج سرمائے اور خرید و فروخت کے حجم کے لحاظ سے سب سے بڑا ہے۔ کے ایس ای 100



اشاریہ مالی سال 2007ء میں 37.8 فیصد بڑھ کر 4019 ارب روپے ہو گیا اور 29 جون 2007ء کو 13772 پوائنٹ کی بلند ترین سطح عبور کر کے مالی سال 2007ء کے خاتمے پر جی ڈی پی کے 46.1 فیصد تک پہنچ گیا (جدول 7.9)۔ کے ایس ای 100 اشاریے میں یہ اضافہ بنیادی طور پر پائیدار معاشی نمو، مضبوط کارپوریٹ آمدنی اور نفع بخش سرکاری اداروں کے حصص کے اجرا کے نتیجے میں ہوا۔²⁴ ان اجراء سے سرمایہ کاروں کو دستیاب حصص کی رواں بنیاد بڑھ گئی۔

کے ایس ای 100 اشاریے کی مضبوط نمو مالی سال 2008ء میں جاری رہی اور 13 جولائی 2007ء کو یہ اشاریہ 14,202 پوائنٹ

کی بلند ترین سطح پر پہنچ گیا۔ یہ اضافہ بینکاری شعبے کی بلند نفع آوری کے ساتھ یو بی ایل کی عالمی امانتی وصولیوں کی لندن اسٹاک ایکسچینج میں کامیاب لسٹنگ کی بنا پر ہوا، جس کا بین الاقوامی سرمایہ کاروں نے خیر مقدم کیا۔ تاہم ملک میں بڑھتی ہوئی سیاسی بے یقینی کے بعد ایس سی آر اے²⁵ کی رقوم کے باہر جانے کا



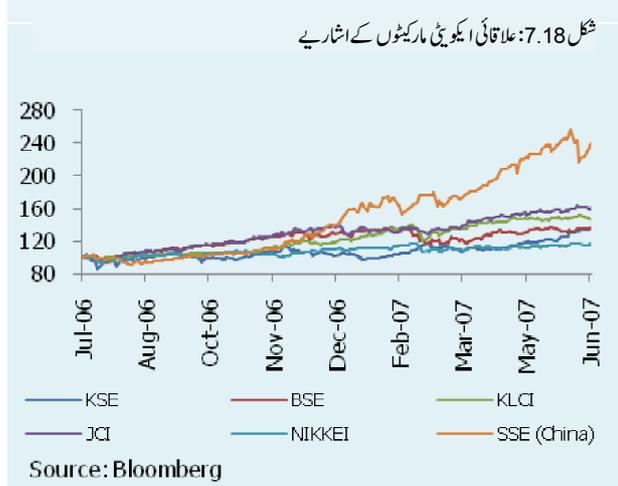
اس اشاریے پر اثر پڑا اور اگست 2007ء میں اس میں 11.1 فیصد کمی ہوئی۔ بہر حال ستمبر 2007ء میں تیزی سے بدلتے ہوئے سیاسی ماحول نے سرمایہ کار کا اعتماد بحال کر دیا اور کے ایس ای کے نشانیہ اشاریے میں 9.3 فیصد کی خالص نمو ہوئی جبکہ ایس سی آر اے کی 15 کروڑ 60 لاکھ ڈالر کی خالص رقوم کی بنا پر ایس سی آر اے کی مجموعی پوزیشن مالی سال 2008ء کی پہلی سہ ماہی میں 46 لاکھ ڈالر تھی۔ مالی سال 2007ء کا نمایاں پہلو ایکویٹی منڈی میں سرمائے کی آمد اور غیر ملکی سرمایہ کاری کا حجم تھا۔ ایس سی آر اے کے ذریعے ہونے والی ایکویٹی سرمایہ کاروں میں مالی سال 2006ء کے مقابلے میں مالی سال 2007ء کے دوران 178 فیصد کا متاثر

²³ مسلسل مالی مدد کا نظام، جس پر سیکشن 7.3.2 میں تفصیل سے بحث کی گئی ہے۔

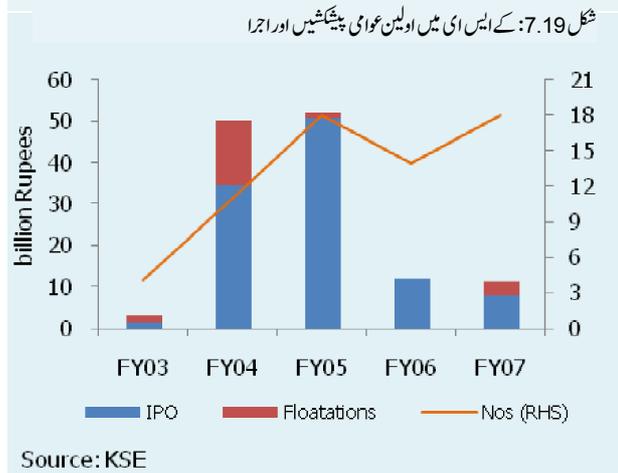
²⁴ 2.36 ارب روپے کی مالیت سے او بی ڈی سی کے حصص کا دوسرا اجراء عاقبتی نزخوں پر کیا گیا۔ اس کے علاوہ یو بی ایل کی 65 کروڑ ڈالر کی عالمی امانتی وصولیوں نے بھی سرمایہ کاروں کی توجہ اپنی طرف کھینچی۔

²⁵ Special Convertible Rupee Accounts 1992ء میں متعارف کرائے گئے تاکہ بین الاقوامی سرمایہ کار ملکی ایکویٹی میں سرمایہ کاری کر سکیں اور موجودہ مارکیٹ نزخوں پر امریکی ڈالر میں اپنا منافع لے سکیں۔

کن اضافہ دیکھنے میں آیا۔ ایس سی آر اے کے اعتبار سے چانچی گئی غیر ملکی شرکت مالی سال 2007ء میں منڈی کے سرمائے کے لگ بھگ 6.8 فیصد تک پہنچ گئی جیسا کہ شکل 7.16 سے ظاہر ہے۔



شکل 7.17 میں کے ایس ای 100 اشاریے کی روزانہ حرکت اور ایس سی آر اے کے بہاؤ کا رجحان دکھایا گیا ہے۔ غیر ملکی سرمایہ کاری کے مقابلاً کم تناسب کے پیش نظر بین الاقوامی منڈیوں کے ساتھ باہم ارتباط ابھی تک بہت تھوڑا ہے، گو کہ کے ایس ای 100 اشاریے میں حالیہ زوال بھی ملکی مارکیٹ سے عالمی مالی منڈیوں میں بحران کی وجہ سے غیر ملکی رقوم کے اخراج کا جزواً ذمہ دار قرار دیا جاتا ہے۔²⁶



کے ایس ای گذشتہ چند برسوں سے اس خطے میں بہترین کارکردگی کا مظاہرہ کرنے والی منڈیوں میں شامل ہے (شکل 7.18) اور 11.8x²⁷ کی P/E کی آئندہ نسبت کے ساتھ یہاں علاقائی معیشتوں (اوسط P/E 15.1x) کی بہ نسبت رعایتی تجارت ہو رہی ہے جو اس کی نمو کے امکانات کا اظہار کرتا ہے۔ اس کے منافع منقسمہ کی یافت خطے میں بلند ترین یافتوں میں سے ہے اور یہ خطے کی سیال ترین منڈیوں میں سے ہے، جیسا کہ مالی سال 2007ء میں 211 ملین حصص کی روزانہ اوسط خرید و فروخت سے ظاہر ہوتا ہے حالانکہ مالی سال 2006ء سے زوال ہوا تھا جب اوسط روزانہ خرید و فروخت 320 ملین حصص کی تھی۔ مالی سال 2007ء میں اس حجم میں کمی کا بنیادی سبب سی ایف ایس کے خاتمے کے حوالے سے

مالی سال 2007ء کی پہلی ششماہی میں مارکیٹ کی توقعات تھیں، نیز ایک سبب انتظام خطرہ کے فریم ورک میں بہتری کے سلسلے میں ارکان کے اکتشاف کی حد پر نظر ثانی تھی۔

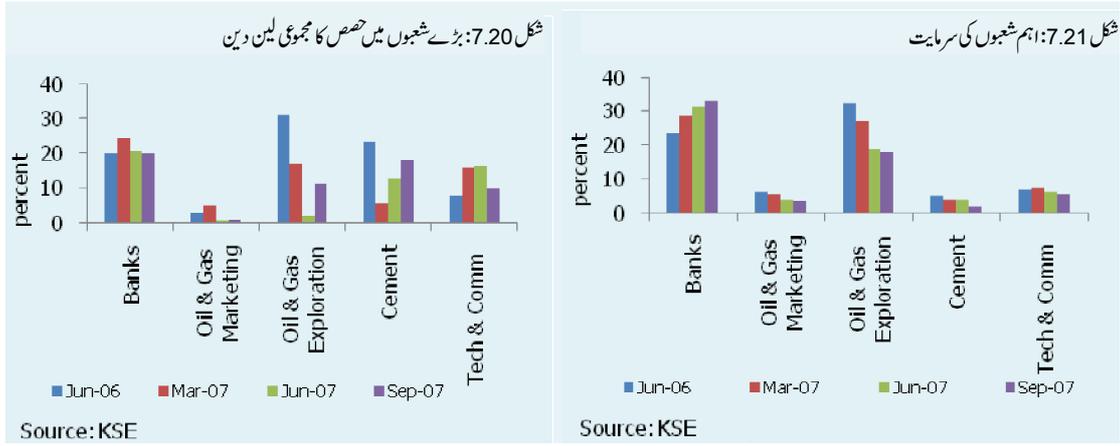
اس اچھی کارکردگی اور بین الاقوامی سرمایہ کاروں کے لیے کشش کے باوجود مارکیٹ میں بنیادی اجزا کا حجم بدستور کم ہے۔ مالی سال 2007ء میں 18 ابتدائی عوامی پیشکشیں سامنے آئیں لیکن مخفی رقم 7.98 ارب روپے سے زیادہ نہ تھی جبکہ مالی سال 2006ء میں 14 ابتدائی عوامی پیشکشوں نے منڈی کے سرمائے میں 11.71 ارب روپے کا اضافہ کیا تھا۔ ویسے ملک کے سرمایہ بازاروں کی تاریخ میں سب سے بڑی ابتدائی عوامی پیشکش جولائی 2007ء میں حبیب بینک لمیٹڈ نے کی جس کی مالیت 12.1 ارب روپے تھی۔ نئی فہرست شدہ کمپنیوں کی تعداد سے بھی کوئی حوصلہ افزا تصویر سامنے نہیں آتی (شکل 7.19)۔

مارکیٹ میں 36 ذیلی شعبوں کی موجودگی کے باوصف خطرے کا ایک اور عنصر چند ذیلی شعبوں میں کاروبار کا ارتکاز ہے جیسے بیکاری، سینٹ، ٹیل موصلات، تیل اور گیس کی تلاش اور مارکیٹنگ وغیرہ۔ مارکیٹ کا سرمایہ بنیادی طور پر ان مخصوص ذیلی شعبوں کی کارکردگی اور ان میں فعال تجارت پر منحصر ہے۔ مالی سال 2007ء میں مجموعی طور پر مارکیٹ کی 55 فیصد خرید و فروخت اور 65 فیصد سرمایہ انہی ذیلی شعبوں میں ہوئی (شکل 7.20 اور شکل 7.21)۔

مارکیٹ کو مزید مؤثر طور پر چلانے کے لیے کئی عوامل کو ملحوظ خاطر رکھنے کی ضرورت ہے۔ اول تو فرموں اور کارپوریشنوں کے لیے ایسا سازگار ماحول ہونا

²⁶ عالمی مالی منڈیاں جولائی 2006ء سے ہنگامہ خیزی کا شکار ہیں۔

²⁷ 2007ء میں متوقع کارپوریٹ آمدنی پر مبنی۔

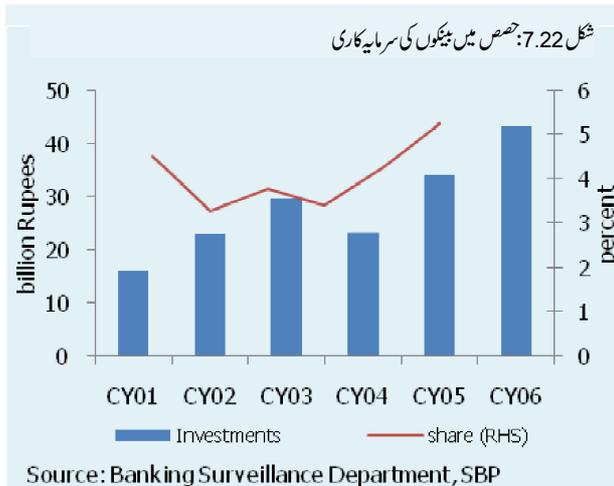


چاہیے کہ وہ نئے ایجوٹی اجرا کے ذریعے فنڈ اکٹھا کر سکیں۔ دوسرے کے ایس ای 100 اشاریے کو جی ڈی پی میں شعبہ جاتی حصص سے زیادہ قریبی طور پر منسلک کیا جانا چاہیے۔ فی الوقت اس کا بہت زیادہ میلان بینکاری اور تیل و گیس کے شعبے کی جانب ہے، جن کا اشاریے میں وزن مجموعی طور پر 60 فیصد ہے۔ کے ایس ای کی ہیئت ترکیبی بھی ایک بنیادی وجہ ہے جس کی بنا پر مارکیٹ کو معاشی نمو کے حقیقی رجحانات سے کسی حد تک ”لا تعلق“ سمجھا جاتا ہے۔ مزید برآں، اصل مارکیٹ کی فعالیت کو جانچنے کے لیے زیادہ نمائندہ رواں اشاریے کی اشد ضرورت ہے۔ ستمبر 2006ء میں متعارف کرایا گیا کے ایس ای 30 اشاریہ اسی سمت میں ایک قدم ہے لیکن اس کے اجزائے ترکیبی کسی حد تک کے ایس ای 100 سے منسلک ہیں کیونکہ تیل و گیس اور بینکاری شعبے کا مجموعی وزن اشاریے میں لگ بھگ 68 فیصد ہے۔

ایجوٹی منڈی میں بینکوں کے براہ راست حصے سے مالی شعبے کو خطرات کم ہیں کیونکہ بینکوں کی ایجوٹی سرمایہ کاری پچھلے دو برسوں میں ان کی مجموعی سرمایہ کاری کا (اوسطاً) 4.5 فیصد رہی ہے جو بینکوں اور مالی اداروں کے لیے اسٹیٹ بینک محتاطیہ قواعد میں دی گئی حد کے اندر ہے²⁸ یعنی 20 فیصد۔ شکل 7.22 میں فہرست شدہ حصص میں بینکوں کی سرمایہ کاری کی مالیت اور مجموعی سرمایہ کاریوں میں اس کا حصہ دکھایا گیا ہے۔

7.3.2 مسلسل مالی مدد مارکیٹ

پاکستان کی اسٹاک مارکیٹ کا ایک مخصوص پہلو یہاں مسلسل مالی مدد (Continuous Funding System) کے طریقے یا ”بدلہ“ قرضوں کے ذریعے دستیاب لیوراج مالکاری ہے۔²⁹

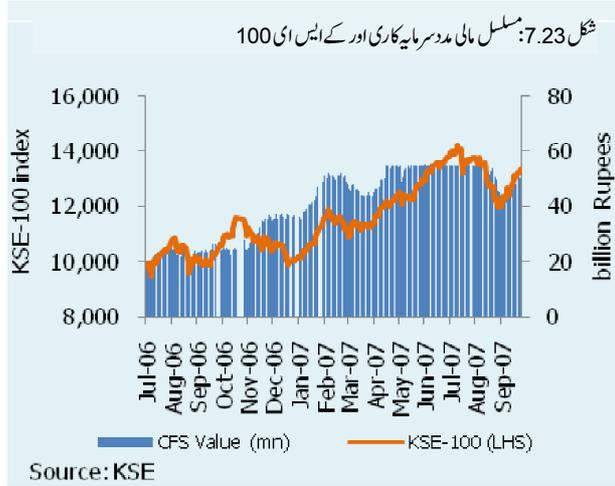


سی ایف ایس بینکوں اور بروکر بجز کے پیش کردہ حصص کی فروخت کے لیے مالکاری فراہم کرنے کی سہولت ہے جس سے خریداروں کو مارکیٹ میں اپنی لیوراجیہ پوزیشنیں برقرار رکھنے کا موقع ملتا ہے۔ سی ایف ایس کے شبینہ نرخ ایک شبینہ فروخت اور دوبارہ خرید کی میکانیت کے ذریعے ادا کر کے خریدار غیر معینہ مدت کے لیے خریداریوں کی ادائیگی کو مؤخر کر سکتا ہے۔

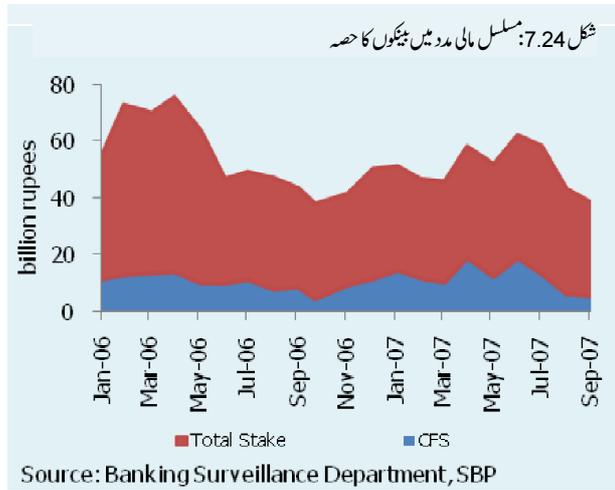
سی ایف ایس سے سرمایہ کار تصفیے اور نفع یابی کے مقاصد کے لیے مالکاری حاصل کر سکتے ہیں۔ جیسا کہ شکل 7.23 میں دکھایا گیا

²⁸ کارپوریت کرشل بینکاری کے لیے پروڈنشل ریگولیشن نمبر R-6، اسٹیٹ بینک آف پاکستان۔

²⁹ سی ایف ایس بدلہ مالکاری کا ایک غیر رسمی طریقہ ہے جس میں سرمایہ کار اپنی رقم استعمال کیے بغیر حصص خرید سکتا ہے (کنزور حالین)۔ عام طور پر لین دین میں سرمایہ کاروں کی رقم کی عدم موجودگی نے بازی کی طرف لے جاتی ہے۔ بدلہ فنانسر مارکیٹ سے متعین ہونے والی شرح سود پر حصص پر مالکاری فراہم کرتا ہے۔ بدلہ کی ضرر پذیری اس وقت پیدا ہوتی ہے جب مارکیٹ کی شدت میں اچانک کمی آجائے۔ اگر مارکیٹ میں مندی ہو تو قرض دار حصص کی زیادہ فراہمی کی وجہ سے اپنی پوزیشن کو سیال بنانے میں ناکام رہتے ہیں اور نادر بند ہو جاتے ہیں۔ اس سے مارکیٹ میں ایک مجموعی لیوراجیہ صورتحال جنم لیتی ہے اور اشاریہ اس وقت تک گرتا رہتا ہے جب تک چکنائی کے مقصد سے بیرونی مالکاری اس میں داخل نہ کی جائے۔



ہے،³⁰ سی ایف ایس کی قدر (سرمایہ کاری) کے ایس ای 100 اشاریے سے بہت قریبی ربط رکھتی ہے۔ اس کا سبب یہ ہے کہ کچھ عرصہ پہلے تک بہت کم حصص جن کا کے ایس ای 100 اشاریے میں زیادہ وزن تھا، سی ایف ایس میکانیت میں تجارت کی اہل تھیں۔ بینکوں کے علاوہ سی ایف ایس چند بروکرز کے ذریعے بھی دستیاب ہے۔ کچھ عرصہ قبل تک سی ایف ایس سرمایہ کاری کی زیادہ سے زیادہ حد 55 ارب روپے تھی جو ایس ای سی پی نے مقرر کی تھی۔ ان پابندیوں سے مارکیٹ کی کارکردگی متاثر ہوتی ہے اور مارکیٹ کا مکیزم بھی خراب ہو سکتا ہے۔ سیالیت کی قلت کے مسئلے پر قابو پانے کے لیے اور خطرے کے محتاط انتظام کو یقینی بنانے کے لیے ایس ای سی پی بالائی حد کے خاتمے پر غور کر رہا ہے اور اس نے سی ایف ایس میکانیت کے لیے نئے قواعد تشکیل دیے ہیں جن پر باکس 7.3 میں بحث کی گئی ہے۔



سی ایف ایس مارکیٹ میں موجود بڑے خطرات میں سے ایک ہے۔ مسلسل مالی مدد کی وجہ سے مارکیٹ میں عدم استحکام کے واقعات کے اسباب میں مالی سال 2007ء کے نومبر اور مارچ میں سرمایہ کاروں کی زبردست لیوراجیہ پوزیشنیں شامل ہیں۔ بہت زیادہ خریداری کے ماحول کی وجہ سے اشاریہ 7 مئی 2007ء کو 432 پوائنٹ گر گیا۔ اہل حصص کی سی ایف ایس بنیاد کو وسیع کر کے اور بالائی حد ختم کر کے³¹ ایس ای سی پی اس قسم کے واقعات میں کمی لانے کا خواہاں ہے اور بے ضابطہ یا غیر رسمی مارکیٹ کو بھی گرفت میں لینے کی کوشش کر رہا ہے جو لیوراجیہ سرمایہ کاروں کو بلند شرحوں پر مالکاری فراہم کرتی ہے۔

مسلسل مالی مدد کے حوالے سے ایک اور تشویش یہ ہے کہ یہ مالکاری فراہم کرنے میں بینکوں کا حصہ ہوتا ہے۔ شکل 7.24 میں بینکوں کی مجموعی سی ایف ایس مالکاری کی صورتحال دکھائی گئی ہے۔ بینکوں کا مجموعی بالواسطہ اکتشاف سی ایف ایس مالکاری اور حصص کے مقابلے میں ضمانتی قرض کا مجموعہ ہے۔ اگرچہ سی ایف ایس کا حصہ تھوڑا ہو، حصص کی شکل میں ضمانت کی بڑھتی ہوئی مالیت کی بنا پر بینکوں کو اس مخصوص قرض جزدان کی بہت کڑی نگرانی کرنی ہوگی۔

اگرچہ ایس ای سی پی مارکیٹ میں خرابیاں پیدا کرنے کے اس نوعیت کے واقعات کی روک تھام کے لیے سی ایف ایس مارکیٹ کے قواعد و ضوابط مضبوط بنانے کی کوشش کر رہا ہے، تاہم مارکیٹ کی کارکردگی اور استحکام کو بہتر بنانے کے لیے سی ایف ایس کا مرحلہ وار خاتمہ ہی بہتر راستہ ہوگا۔³² تاہم کسی متبادل میکانیت کے نفاذ کے بغیر سی ایف ایس سسٹم کو ختم نہیں کیا جاسکتا، اس متبادل میکانیت میں نظام میں موجود خطروں سے نجات کو پیش نظر رکھا جانا اور شفافیت کے نفاذ کو یقینی بنانا ضروری ہے جس کے ساتھ ساتھ مارکیٹ کی سیالیت بھی برقرار رہے۔

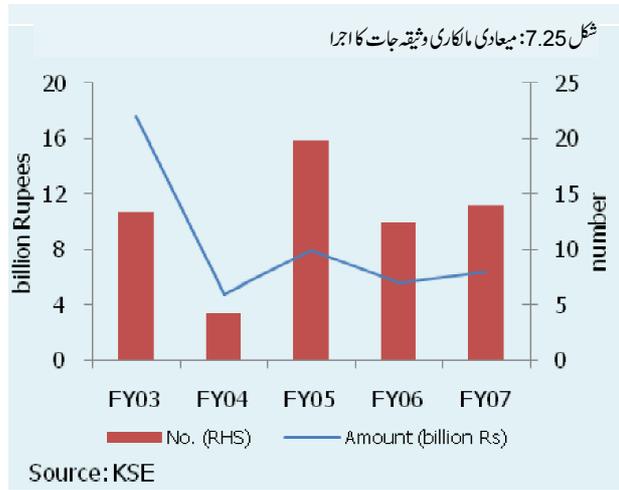
³⁰ سرمایہ کاروں کی بڑھتی ہوئی لیوراجیہ پوزیشنوں کی وجہ سے نومبر 2006ء میں سی ایف ایس کی حد بڑھا کر 55 ارب روپے کر دی گئی۔ تب سے سی ایف ایس سرمایہ کاری زیادہ سے زیادہ کی حد کے قریب رہی ہے، خصوصاً مالی سال 2007ء کی تیسری سہ ماہی میں۔ تاہم کے ایس ای 100 اشاریے میں کمی اور ایس ای آراے کی قوم باہر جانے سے سی ایف ایس سرمایہ کاری میں کمی آئی اور اگست 2007ء میں وہ 42 ارب روپے ہو گئی۔

³¹ زیر غور تجویز۔

³² جولائی 2001ء تک یہی اسٹاک ایکچینج میں بھی بدلے کا طریقہ موجود تھا۔ پھر اسے انفرادی اسٹاک پراپنٹز سے بدل دیا گیا۔

یہ بات بھی ذہن میں رکھنی چاہیے کہ ایک حقیقی بازار نقد اور ایک پھلتی پھولتی ماخوذیات کی مارکیٹ ناصر سی ایف ایس کی رقومات جذب کرے گی بلکہ ایک شفاف مارکیٹ کو بھی ترویج دے گی۔ دیگر ملکوں میں یہ دیکھا گیا ہے کہ ماخوذی منڈیاں پھل پھول رہی ہیں اور ان میں لیوراجیہ خریداری کے لیے زیادہ تر مارجن فناسنگ اور مالکاری کے دیگر طریقوں کو ترجیح دی جا رہی ہے۔ سنٹکل اسٹاک فیوچرز، انڈیکس فیوچرز، آپشنز، وارنٹس وغیرہ والی ماخوذی مارکیٹ کی تشکیل میں سی ایف ایس کی موجودگی بڑی رکاوٹ ہے۔ بھارت نے بدلہ مالکاری کو ختم کر کے جو تجربہ کیا ہے اس سے بہت مفید نکات پتہ چلتے ہیں۔ پاکستان کی طرح بھارت نے بھی بدلہ یا سی او ٹی³³ مالکاری ختم کرنے کا فیصلہ کیا کیونکہ اس سے مارکیٹ میں مسائل پیدا ہو رہے تھے۔ سی او ٹی پر بھارت نے 2001ء میں کامیابی سے پابندی لگا دی۔ سی او ٹی پر پابندی کے مثبت اثرات اس حقیقت سے بالکل واضح ہو جاتے ہیں کہ تب سے بھارت کی نقد اور فیوچرز میں بہت نمو اور ترقی دیکھنے میں آئی ہے۔

سی ایف ایس کے کامیاب خاتمے سے مارکیٹ کی سالمیت اور سرمایہ کار کے تحفظ کی صورتحال بہتر ہوگی جس سے مارکیٹ کو طویل مدتی فوائد پہنچیں گے اور پھر ان سے فیوچرز مارکیٹ پھلے پھولے گی اور حقیقی بازار نقد وجود میں آئے گا۔



7.3.3 کارپوریٹ قرضہ مارکیٹ۔ فہرستی اور اجرا

کارپوریٹ قرضہ مارکیٹ کارپوریٹ سیکٹرز کو مالکاری کا متبادل ذریعہ جبکہ ادارہ جاتی اور انفرادی سرمایہ کاروں کے لیے سرمایہ کاری کا ایک راستہ فراہم کرتی ہے۔ پاکستان میں کارپوریٹ سیکٹرز قرضہ مارکیٹ بہت چھوٹی ہے۔ اس کی وجہ یہ ہے کہ کارپوریٹس کا بدستور بینکوں کے قرضوں پر بہت زیادہ انحصار ہے۔ مالی سال 2005ء میں کارپوریٹ قرضہ مارکیٹ میں اتنی زیادہ تعداد میں نئی فہرستی اور اجرا کے واقعات دیکھنے میں آئے جن کی مثال نہیں ملتی (دیکھئے شکل 7.25) لیکن بعد میں یہ سرگرمی مدہم پڑ گئی۔ مالی سال 2007ء میں پیشتر اجرا مالی اداروں کی جانب سے تھے۔

مختلف اسباب کی بنا پر کارپوریٹ قرضہ مارکیٹ کے مستقبل کے امکانات محل نظر ہیں تاہم نسبتاً بڑی کمپنیوں کی کارپوریٹ نفع یا بی مضبوط ہونے سے وہ عالمی امانتی وصولیاں جاری کر کے بیرونی ذرائع سے بھی مالکاری کے حصول کے قابل ہو گئی ہیں۔ تفصیلات کے لیے ملاحظہ کیجئے خصوصی سیکشن: عالمی امانتی وصولیوں کا اجرا۔

کارپوریٹ قرضہ مارکیٹ کی ترقی نہ ہونے پر اس رپورٹ کے حصہ اول کے باب ”مالی تنوع کی ضرورت: پاکستان میں قرضہ منڈی کی تشکیل“ میں مفصل بحث کی گئی ہے۔

³³ کیری اوور ٹریڈ۔

باکس 7.3: مسلسل مالی مدد کی موجودہ میکانیت میں ترامیم

مسلسل مالی مدد کا نظام مالی سال 2006ء میں ایس ای سی پی نے سیالیت کی سطح کو بڑھاتے ہوئے اور نظام میں موجود خطرے کے امکان کو کم کرتے ہوئے سی او ٹی ربدلہ کی جگہ عارضی طور پر متعارف کرایا تھا۔ سی او ٹی ربدلہ میں یہ خطرہ داخلی طور پر موجود تھا۔ سی او ٹی کی جگہ مارجن فنڈنگ لانے کی ایس ای سی پی کی اس سے پہلے کی کوشش زیادہ کامیاب نہیں ہوئی تھی اور سی ایف ایس 25 ارب روپے کی حد سے شروع ہوا۔ سب سے اوپر کی 40 کمپنیوں کے لیے سی ایف ایس مالکاری آمدنی کی بنیاد پر فراہم کی گئی۔ نومبر 2006ء میں حد کو بڑھا 55 ارب روپے کر دیا گیا۔ بہر حال مارکیٹ میں موجود مانگ کی بنا پر سی ایف ایس کی حد مزید بڑھانے کے مطالبات کیے گئے۔

سیالیت تک سرمایہ کاروں کی رسائی اور مارکیٹ میں تیزی کو قائم رکھنے کے لیے ایس ای سی پی سی ایف ایس سرمایہ کاری کی حد پر پابندی نرم کرنے پر غور کر رہا ہے۔ امکان ہے کہ اہل کمپنیوں کی تعداد میں اضافہ کیا جائے گا اور انہیں دوزمروں میں ان کی درجہ بندی ہوگی۔ ☆☆☆ بہر حال مالی سال 2008ء کے ماہ ستمبر کے اواخر میں ایس ای سی پی نے اسپن سی ایف ایس رسک مینجمنٹ فریم ورک کی نظر ثانی سے زمرہ ب کو خارج کر دیا۔ ☆☆☆

زمرہ الف میں 43 کمپنیاں شامل ہیں جن کی ایک فیصد سے کم کی اوسط روزانہ اثری لاگت (impact cost) ☆ ہے جنہوں نے 90 فیصد سے زائد کاروباری ایام میں اوسطاً 5 لاکھ حصص کے ساتھ کاروبار کیا۔ مزید یہ کہ ان کمپنیوں کو اپنی کارروائیوں کے تین مکمل برسوں میں پوسٹنگ آپریٹنگ پرافٹ کی شرط پوری کرنے کی بھی ضرورت ہے۔ زمرہ ب میں 41 کمپنیاں آتی ہیں جن کی اوسط روزانہ اثری لاگت 1.5 فیصد ہے۔

ان کمپنیوں کی گذشتہ چھ ماہ کے اعداد و شمار کی بنیاد پر تقسیم کی گئی ہے اور چھ ماہ بھی ان کے انتخاب پر نظر ثانی کی جائے گی۔ نئے ضوابط کا خلاصہ جدول میں دیا گیا ہے۔

فریم ورک	سی ایف ایس (نومبر مالی سال 2006ء)	سی ایف ایس (مالی سال 08ء)
عملدرآمد	مالی سال 06ء میں اس کی جگہ سی او ٹی کو لایا گیا	ایس ای سی پی اور کے ایس ای کے زیر غور
خطرے کا انتظام	T+3 سے علیحدہ	T+3 سے علیحدہ
مارجنز	ابتدائی مارجن 85 فیصد پر مقرر کیا گیا	ابتدائی مارجن 100 فیصد ہوگا، کم از کم 50 فیصد نقد اور 50 فیصد تمسکات کے ساتھ
خصوصی مارجنز	کوئی خصوصی مارجن نہیں	سی ایف ایس مارکیٹ میں خصوصی مارجنز 100 فیصد نقد
زیر تجارت کمپنیاں	سی ایف ایس میں کل 40 کمپنیاں	43 کمپنیاں زمرہ الف، 41 زمرہ ب میں۔ ایس ای سی پی نے نظر ثانی شدہ فریم ورک میں زمرہ ب ختم کر دیا۔
سی ایف ایس کی حد	بالائی حد 25 ارب سے شروع ہوئی اور بڑھا کر 55 ارب کر دی گئی	کوئی بالائی حد نہیں
منافع اور نقصان کی ہیٹنگ	مختلف حصص میں ہیٹنگ کی اجازت	مختلف حصص میں ہیٹنگ کی اجازت نہیں

☆ اثری لاگت سے مراد ہے اسٹاک مارکیٹ میں لین دین کی لاگت۔ کوئی حصہ جتنا سیال ہوگا، اس حصے کی اثری لاگت اتنی ہی کم ہوگی۔

☆☆ ماخذ: کے ایس ای ویب سائٹ

☆☆☆ ایس ای سی پی لیٹر نمبر SMD-South/KSE (177)2007، مورخہ 8 ستمبر، 2007ء۔

