

# 2

## مالی منڈیوں کا رویہ

ملکی مالی منڈیوں میں 2023ء کے دوران اتار چڑھاؤ بلند سطح پر رہا۔ اس تناؤ کا سبب بازارِ مبادلہ اور ایکویٹی مارکیٹوں کے حالات تھے۔ کرنٹ اکاؤنٹ میں بہتری آنے کے باوجود سیاسی غیر یقینی صورت حال، بیرونی قرضوں کی واپسی اور بیرونی مالکاری کمزور رہنے کی وجہ سے پاکستانی روپیہ دباؤ میں رہا۔ بہر حال، بازارِ مبادلہ میں انتظامی اقدامات کے ساتھ ساتھ آئی ایم ایف کے ایس بی اے پروگرام نے 2023ء کی دوسری ششماہی میں اس اتار چڑھاؤ پر قابو پانے میں مدد دی۔ ایکویٹی مارکیٹ دیے رہنے کے بعد 2023ء کی دوسری ششماہی میں ابھرتی ہوئی سازگار پیشرفت کی بنا پر بڑھ گئی۔ سرمایہ کاروں کا اعتماد بڑھانے میں جن چیزوں کا نمایاں حصہ تھا وہ شرح مبادلہ میں استحکام، زری پالیسی موقف میں نرمی کی توقعات، اور سیاسی غیر یقینی صورت حال میں ہونے والی کمی تھی۔ اس کے علاوہ ملکی ایکویٹی مارکیٹ نے زیر جائزہ سال کے دوران علاقائی ممالک سے بہتر کارکردگی دکھائی۔ بازار زر موثر زری سرگرمیوں کے تحت آسانی سے کام کرتا رہا۔ شعبہ بینکاری پر سرکاری قرض گیری کے سخت دباؤ کے باوجود شبینہ ریپو ریٹ معکوس ریپو ریٹ کی طرف مائل رہا۔ نجی شعبے کے قرضوں میں خاصی سست روی آئی اور اس کے ساتھ ساتھ ڈپازٹ میں اضافہ اور بازار زر میں ادخال عمدہ رہا چنانچہ شبینہ ریپو ریٹ کا اتار چڑھاؤ پست سطح پر رہا۔

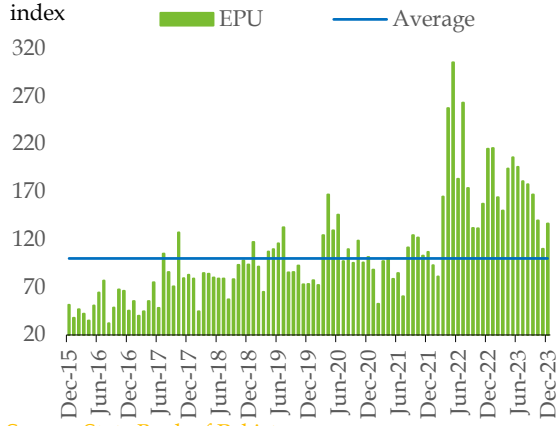




## 2 مالی منڈیوں کا رویہ

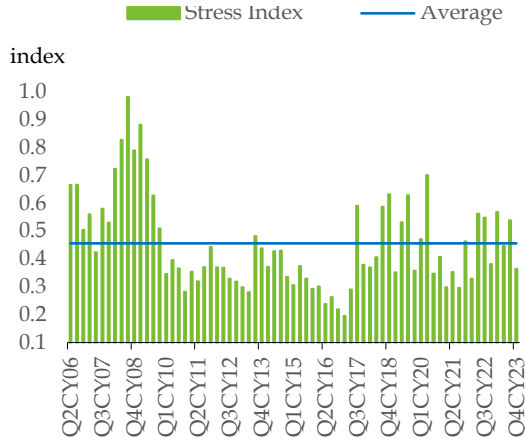
عالمی مالی منڈیاں مستحکم رہیں اور ان میں کم اتار چڑھاؤ دیکھا گیا۔۔۔

شکل 2.1: اقتصادی پالیسی کی غیر یقینی کیفیت کا اشاریہ



Source: State Bank of Pakistan

شکل 2.2: مالی منڈیوں میں دباؤ کا اشاریہ



Source: SBP Staff Calculations

عالمی مالی منڈیوں نے 2023ء کی پہلی ششماہی میں امریکہ میں بینکاری کی افراطی کو آسانی سے برداشت کیا اور سال کے بیشتر حصے میں بدستور نسبتاً کم دباؤ کا مظاہرہ کرتی رہیں۔ امریکہ، یورو کے علاقے اور جاپان میں ایکویٹی کی قیمتوں میں نمایاں اضافہ دیکھا گیا، جبکہ کارپوریٹ کریڈٹ اسپریڈ میں کمی آئی۔<sup>1</sup>

مالی منڈیوں میں کم اتار چڑھاؤ کا سبب سرمایہ کاروں کی بڑھتی ہوئی یہ توقعات تھیں کہ ترقی یافتہ ممالک میں مرکزی بینکوں کی طرف سے زری پالیسی موقف میں نرمی لائی جائے گی۔ ان حوصلہ افزا توقعات نے بلند شرح سود کے باوجود عالمی مالی صورت حال کو نرم کرنے میں مدد دی جیسا کہ ایکویٹی کی بلند قیمتوں سے ظاہر ہوتا ہے۔ ابھرتی ہوئی منڈیوں میں بھی ایکویٹی کی زیادہ قیمتوں اور شرح سود میں کمی کی توقعات نے 2023ء کے دوران مالی حالات کو نرم رکھا۔

ملکی مالی منڈیوں میں تناؤ برقرار رہا، اگرچہ معاشی منظر نامے میں بہتری آئی اور سال کے آخر تک حالات بہتر ہوئے۔۔۔

کمزور معاشی حالات اور ہمت آزمایرونی کھاتے کے تناظر میں زیر جائزہ سال کے دوران ملکی مالی منڈیوں میں مجموعی تناؤ بلند سطح پر رہا۔ بہر حال، 2023ء کی دوسری ششماہی کے دوران معاشی بحالی کی عارضی علامات اور آئی ایم ایف کے ایس بی اے معاہدے جیسی دیگر مثبت پیش رفت کے تناظر میں مہنگائی کا دباؤ کم ہوا، اقتصادی نقطہ نظر اور مارکیٹ کے احساسات میں بہتری آئی جس کی عکاسی کاروباری اعتماد کے اشاریہ میں اضافے<sup>2</sup> اور معاشی پالیسی کی غیر یقینی صورتحال میں کمی سے بھی ہوتی ہے (شکل 2.1)۔ چنانچہ، ملکی مالی منڈیوں میں تناؤ 2023ء کے آخر تک معتدل ہو گیا (شکل 2.2 اور 2.3)۔

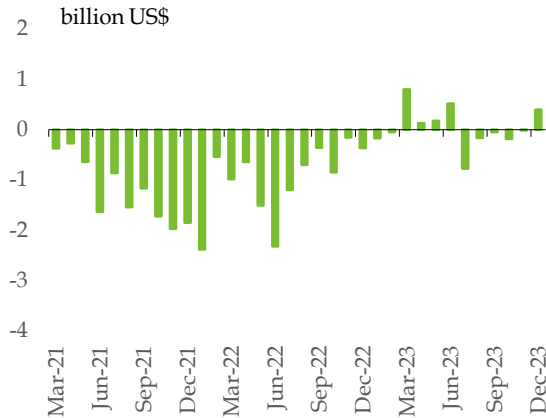
2023ء کے دوران مالی منڈیوں میں سے بنیادی طور پر بازار مبادلہ میں اتار چڑھاؤ آیا، جس کے بعد ایکویٹی اور کرنسی مارکیٹوں میں تغیر دیکھا گیا۔ سال کے آخر میں روپے کی قدر میں نمایاں اضافہ ہوا، تاہم سال بسال بنیاد پر 2023ء کے دوران روپیہ ڈالر کے مقابلے میں مزید 19.7 فیصد کم ہو کر 281.9 روپے فی ڈالر تک

<sup>1</sup> آئی ایم ایف۔ (2023ء)۔ عالمی مالی استحکام کا جائزہ۔ اکتوبر

<sup>2</sup> دسمبر 2023 میں کاروباری اعتماد کا اشاریہ بڑھ کر 53.0 ہو گیا، یہ جون 2022ء کے بعد بلند ترین سطح ہے

لیے طلب کو محدود رکھنے کی پالیسیوں اور ضوابطی اقدامات پر عمل کیا گیا، اسکے ساتھ ساتھ ترسیلات زر کی آمد بھی ہوتی رہی جو اگرچہ کہ سال کے دوران معتدل ہو گئی، تاہم اس نے کرنٹ اکاؤنٹ کا توازن بہتر بنانے میں مدد دی۔

#### شکل 2.4: جاری حسابات کے توازن کا رجحان

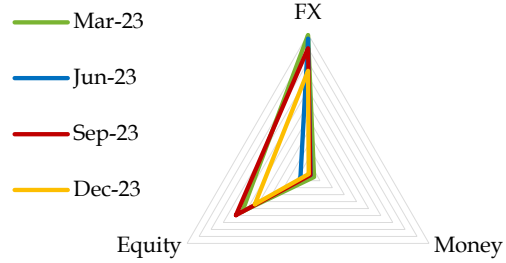


Source: State Bank of Pakistan

اس کے باوجود، 2022ء کی نسبت 2023ء میں ڈالر کے مقابلے میں روپے کا اتار چڑھاؤ اوسطاً زیادہ رہا (شکل 2.5) کیونکہ بیرونی قرضوں کی بھاری واپسی اور مالی رقوم کی کم آمد نے زیر جائزہ سال میں بیرونی کھاتے پر دباؤ رکھا (شکل 2.6، 2.7 اور 2.8)۔<sup>6</sup> نیز، 2023ء کے دوران ملک کے ہائی رسک پریمیم (جیسا کہ سی ڈی ایس تفاوت میں ظاہر ہوتا ہے) اور بلند عالمی شرح سود کے مشترکہ اثر نے بین الاقوامی منڈیوں کا استعمال مشکل بنا دیا (شکل 2.9)۔ مزید برآں، 2023ء کے دوران بڑی عالمی کرنسیوں کے مقابلے میں امریکی ڈالر کی قدر مسلسل بڑھنے سے بھی مقامی کرنسی پر دباؤ بڑھ گیا (شکل 2.10)۔

پہنچ گیا (2022ء میں 22.0 فیصد کی آئی تھی)۔ کے ایس ای-100 انڈیکس میں 2023ء کے دوران 54.5 فیصد اضافہ ہوا، جبکہ 2022ء کے دوران 9.4 فیصد کمی ہوئی تھی۔ بازار زر میں مارچ 2023ء اور جولائی 2023ء کے دوران اتار چڑھاؤ آیا، تاہم، اسٹیٹ بینک نے سیالیت کو یقینی بنانے اور شرح سود کو زری پالیسی کی حدود میں رکھنے کے لیے جو مؤثر زری اقدامات کیے ان کی وجہ سے بازار زر منظم انداز میں کام کرتا رہا۔

#### شکل 2.3: مالی منڈیوں کے استحکام کا نقشہ



**Note:** Volatility in the respective markets is calculated using Exponential Weighted Moving Average (EWMA) method. Daily Overnight repo rate, KSE-100 index and Exchange Rate (PKR/US\$) are used as indicators for the money, equity and foreign exchange markets, respectively.

Source: State Bank of Pakistan

### 2.1 بازار مبادلہ

کرنٹ اکاؤنٹ میں خاصی بہتری کے باوجود بازار مبادلہ مسلسل اتار چڑھاؤ کا شکار رہا...

کرنٹ اکاؤنٹ کی بنا پر پچھلے دو سال میں صبر آزما میکرو اکنامک ماحول موجود رہا تاہم 2023ء کے دوران اس میں نمایاں بہتری آئی۔<sup>3</sup> کرنٹ اکاؤنٹ 2022ء میں 12.2 ارب ڈالر خسارے میں تھا جو زیر جائزہ عرصے کے دوران سکڑ کر 0.4 ارب ڈالر رہ گیا (شکل 2.4)۔ درآمدات کی معقول روک تھام<sup>4</sup> کی گئی، جس کے

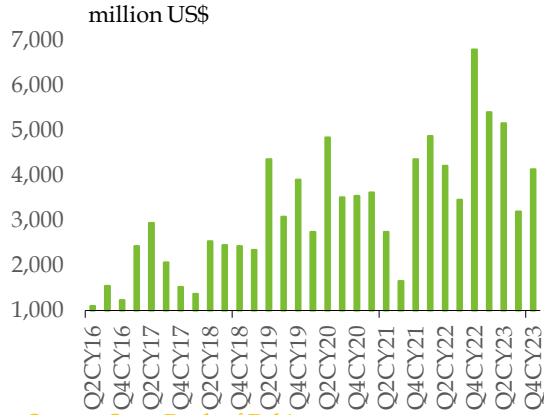
<sup>3</sup> جاری حسابات کا خسارہ 2021ء اور 2022ء میں اوسطاً 12.3 ارب ڈالر تھا۔

<sup>4</sup> 2023ء میں درآمدات میں 26.6 فیصد کمی واقع ہوئی۔

محاکمات کی ترسیلات زر 2023ء میں 26.4 ارب ڈالر رہیں جبکہ 2022ء میں 29.9 ارب ڈالر تھیں۔

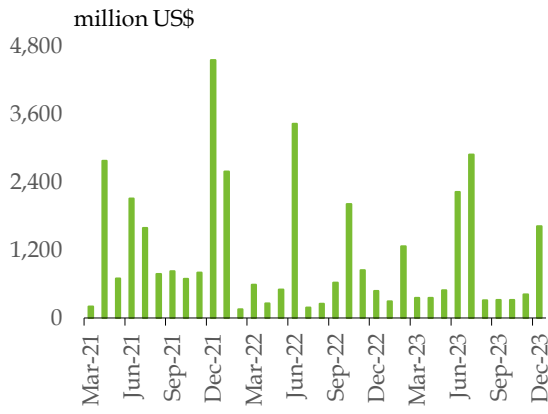
<sup>6</sup> بیرونی قرضوں کی واپسی (بشمول اصل رقم اور سود) 2023ء میں 17.9 ارب ڈالر تھی جبکہ 2022ء میں 19.3 ارب ڈالر واپس کیے گئے۔ مزید برآں، 10.9 ارب ڈالر کی بیرونی سرکاری رقوم موصول ہوئیں جو کہ 2022ء میں موصولہ 11.9 ارب ڈالر سے کم ہیں۔

### شکل 2.6: بیرونی قرض (اصل رقم اور سود) کی ادائیگی کا رجحان

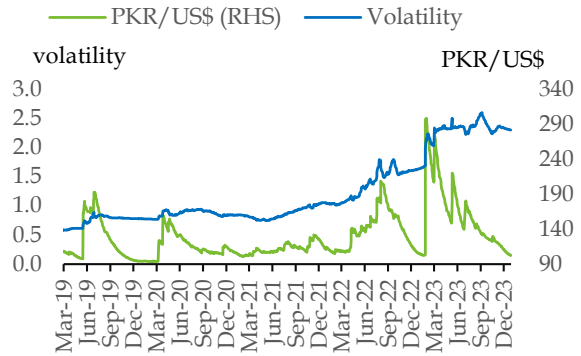


اس پیشرفت کی وجہ سے اسٹیٹ بینک کے زیر مبادلہ ذخائر دسمبر 2023ء کے آخر تک بڑھ کر 8.2 ارب ڈالر ہو گئے جو جون 2023ء کے آخر میں 4.4 ارب ڈالر تھے۔ چنانچہ اسٹیٹ بینک نے اپنے فارن کرنسی سوپ / ٹیڈنگی واجبات کم کر لیے۔ اگست 2023ء کے آخر سے دسمبر 2023ء کے اختتام تک، اسٹیٹ بینک کی سوپ کی خالص پوزیشن ایک ارب ڈالر کی سے منفی 3.6 ارب ڈالر ہو گئی۔

### شکل 2.7: بیرونی سرکاری رقوم کی آمد کا رجحان



### شکل 2.5: شرح مبادلہ اور اس کی تغیر پذیری\*



\*Volatility is measured using Exponential Weighted Moving Average Method based on daily data

Source: State Bank of Pakistan

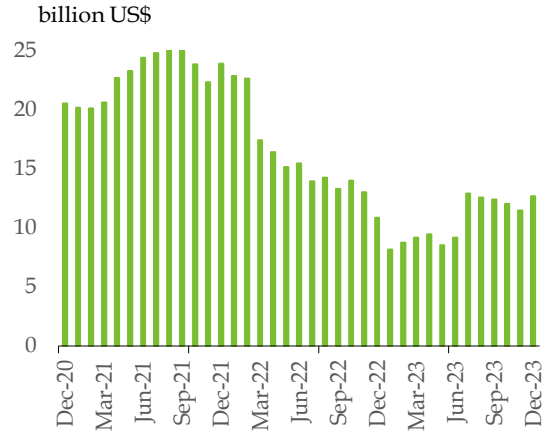
### تاہم 2023ء کی دوسری ششماہی میں اتار چڑھاؤ کم ہوا...

مزید تجربے سے معلوم ہوتا ہے کہ بازار مبادلہ میں تناؤ 2023ء کی پہلی ششماہی میں بلند رہا۔ خاص طور پر ابتدائی مہینوں میں اتار چڑھاؤ بڑھا۔ 2023ء کی پہلی ششماہی کے دوران روپے کی قدر ڈالر کے مقابلے میں 20.8 فیصد گر گئی جبکہ اگلی ششماہی میں 1.5 فیصد اضافہ درج کیا گیا۔ ای ایف ایف پروگرام کے تحت آئی ایم ایف کے 9 ویں جائزے میں تاخیر ہوئی، جس کی وجہ سے کثیر جہتی اور دو طرفہ قرض دہندگان نے اپنی ماکاری روک لی، اس کے علاوہ بیرونی قرضوں کی واپسی کے دباؤ اور مالی رقوم کی ناکافی آمد سے زیر مبادلہ کی سیالیت کی صورت حال سخت رہی اور 2023ء کی پہلی ششماہی میں اتار چڑھاؤ زیادہ ہوا۔

تاہم، 2023ء کی دوسری ششماہی کے دوران بازار مبادلہ میں اتار چڑھاؤ بتدریج کم ہوا، جس کی بنیادی وجہ آئی ایم ایف کے ساتھ نومبر کے اسٹیٹ بینک آریجنٹ کا حصول تھا، جس نے رقوم کی کثیر جہتی اور دو طرفہ آمد کے امکانات کو بہتر بنایا، اور انتظامی اقدامات<sup>7</sup> کے ساتھ ساتھ بازار مبادلہ میں ایکٹیو کمپنیوں میں پالیسی اصلاحات کے ذریعے سیالیت میں بہتری لائی گئی۔ یہ بات قابل ذکر ہے کہ انتظامی اقدامات کی وجہ سے، 5 ستمبر سے 16 اکتوبر تک روپیہ ڈالر کے مقابلے میں مسلسل بڑھتا گیا، اور اس کی قدر میں 10.9 فیصد اضافہ ہوا۔

<sup>7</sup> اس سے مراد قانون نافذ کرنے والے اداروں کی کارروائیاں ہیں۔

### شکل 2.8: زرمبادلہ کے ذخائر کے رجحان



Source: State Bank of Pakistan

اوپن مارکیٹ پر پیمیں نمایاں طور پر بڑھ کر 2023ء کی چوتھی سہ ماہی میں کم ہو گیا۔۔۔

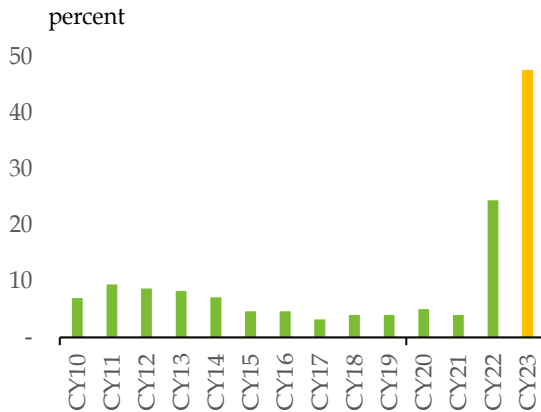
2023ء کی دوسری اور تیسری سہ ماہی کے دوران اوپن مارکیٹ اور بین البینک مارکیٹ کی شرح مبادلہ کے درمیان فرق عارضی طور پر قلیل مدت کے لیے بڑھ گیا (شکل 2.11)۔ ان سہ ماہیوں میں اوپن مارکیٹ کا اوسط پر پیم<sup>8</sup> بالترتیب 10.1 روپے اور 6.0 روپے درج کیا گیا، جو عام حالات میں اوسط پر پیم سے زیادہ ہے۔<sup>9</sup> دراصل آئی ایم ایف پروگرام کے حصول سے وابستہ غیر یقینی کیفیت بڑھتی گئی اور بازار مبادلہ میں سیالیت کی صورت حال بھی سخت ہوتی رہی جس نے اس پر پیم کو بڑھا دیا۔

بہر حال، 2023ء کی چوتھی سہ ماہی میں بین البینک اور اوپن مارکیٹ شرح مبادلہ<sup>10</sup> ہم آہنگ ہو گئے، جس کا بنیادی سبب بازار مبادلہ میں غیر قانونی سرگرمیوں کے خلاف اقدامات اور اسٹیٹ بینک کے اقدامات تھے۔ کرب پر پیم کے معمول پر آنے سے کارکنوں کی ترسیلات زر بہتر بنانے میں مدد ملی چنانچہ زرمبادلہ کے ذخائر بڑھے۔<sup>11</sup>

پہلی ششماہی کے دوران فارورڈ پر پیم میں اضافے سے مقامی کرنسی پر مسلسل دباؤ کی عکاسی ہوتی ہے جو دوسری ششماہی میں کم ہوا۔۔۔

موجودہ میکرو اکنامک تناؤ مالی آلات کی قیمت میں بھی ظاہر ہوا جیسے فارورڈ کرنسی کنٹریکٹ۔ 2023ء میں 6 ماہ کا فارورڈ پر پیم اوسطاً بڑھ کر 11.5 روپے ہو گیا جو پچھلے سال 5.7 روپے تھا۔ زیر جائزہ سال میں فارورڈ پر پیم نے اچانک اتار چڑھاؤ اور شدید کمی کے متضاد سلسلے آئے (شکل 2.12)۔ مثال کے طور پر 2023ء کی پہلی سہ ماہی کے دوران فارورڈ پر پیم میں اضافہ کا بُور اور محفوظ شینہ شرح قرض (ایس او ایف آر) کے درمیان بڑھتی ہوئی شرح سود تفرق سے ظاہر ہوا جس کی وجہ اسٹیٹ بینک کی جانب سے زری پالیسی میں نمایاں سخت ہے۔<sup>12</sup> نیز، کم ہوتی ہوئی مہنگائی کے منظر نامے اور زرمبادلہ کی سیالیت کی سخت قلت اس مدت کے دوران فارورڈ پر پیم میں نمایاں اضافہ کی وضاحت کرتی ہے۔

### شکل 2.9: پاکستان کا پانچ سالہ کریڈٹ ڈیفالٹ سوپ (سالانہ اوسط)



Source: Bloomberg

جون 2023ء کے آخر سے ستمبر 2023ء کے اوائل تک فارورڈ پر پیم میں پھر سے نمایاں اضافہ ہوا۔ تاہم بعد میں اکتوبر 2023ء کے اوائل تک اس میں

<sup>8</sup> پر پیم کا تخمینہ انٹرنیشنل اوپن مارکیٹ کی شرح فروخت سے لگایا گیا ہے۔

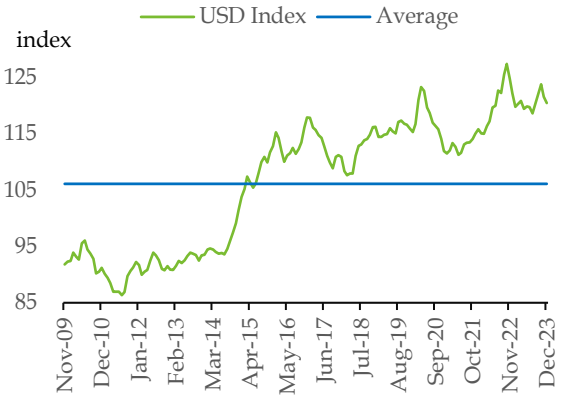
<sup>9</sup> پر پیم 2023ء میں اوسطاً بڑھ کر 5.5 روپے ہو گیا، جو 2022ء میں 3.0 روپے تھا۔

<sup>10</sup> انٹرنیشنل اوپن مارکیٹ شرح مبادلہ کے درمیان اوسط فرق صرف 2023ء کی چوتھی سہ ماہی میں گر کر 0.73 روپے رہ گیا۔

<sup>11</sup> اسٹیٹ بینک کے زرمبادلہ ذخائر ستمبر 2023ء کے آخر میں 7.6 ارب ڈالر تھے جو دسمبر 2023ء تک بڑھ کر 8.2 ارب ڈالر ہو گئے۔

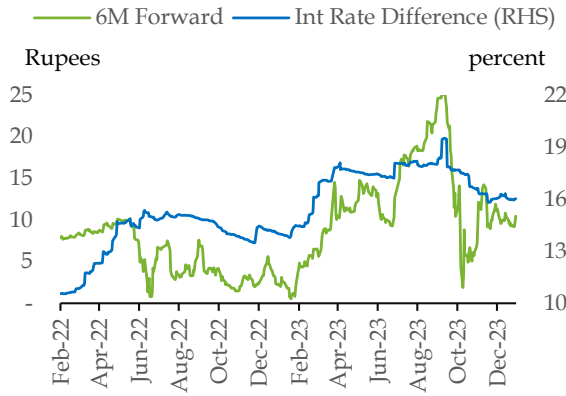
<sup>12</sup> 2023ء کی پہلی سہ ماہی میں پالیسی ریٹ میں مزید 400 بی پی ایس کا اضافہ ہوا۔

## شکل 2.10: امریکی ڈالر کے نامیہ وسیع اشاریے کا رجحان



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

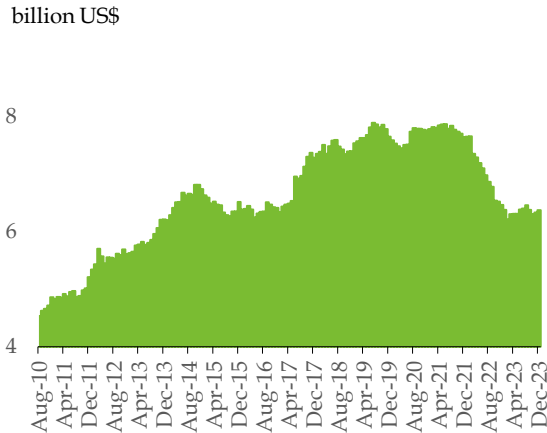
## شکل 2.12: چھ ماہی پیشگی پریمیم کا رجحان



Source: State Bank of Pakistan

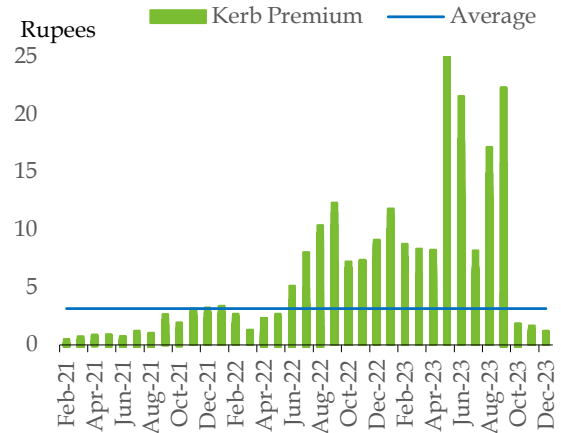
ماحول تیزی سے غیر یقینی ہو رہا تھا۔<sup>13</sup> اگرچہ 2023ء میں ان ذخائر میں کچھ بہتری ہوئی، لیکن نمو کی رفتار کم رہی جس کی ممکنہ وجہ ملک کی غیر یقینی صورت حال اور اوپن مارکیٹ پر پریمیم بڑھنے کے اثرات تھے (شکل 2.13)۔

## شکل 2.13: ایف ای-25 ڈپازٹس کا رجحان



Source: State Bank of Pakistan

## شکل 2.11: کرب مارکیٹ پر پریمیم کا رجحان



Source: State Bank of Pakistan

ایف ای-25 ڈپازٹس بڑھنے کی رفتار کم رہی....

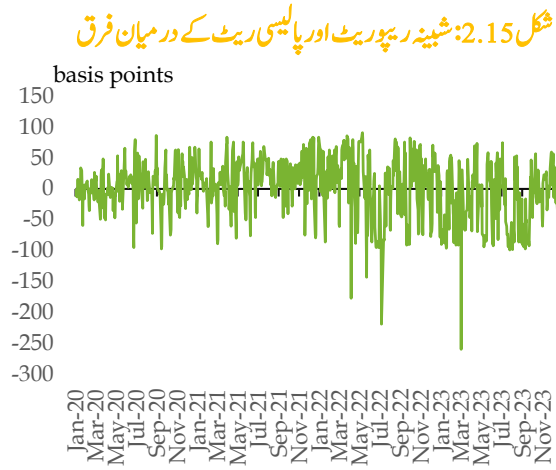
غیر ملکی کرنسی کے ذخائر ستمبر 2021ء سے فروری 2023ء تک بتدریج اور مسلسل کم ہوتے رہے، جس سے اس امر کی عکاسی ہوتی ہے کہ میکرو اکنامک

<sup>13</sup> اس مدت میں ایف ای-25 کے ذخائر میں 1.6 ارب ڈالر کی واقع ہوئی۔

## 2.2 بازار زر

چنانچہ دوران سال مارکیٹ کی حرکیات اور توقعات تبدیل ہوئیں جبکہ اسٹیٹ بینک کے زری آپریشن نسبتاً فعال رہے۔۔۔

2023ء کے دوران کم اتار چڑھاؤ کے علاوہ شبینہ ریپوریٹ اور پالیسی شرح کے درمیان اوسط فرق منفی ہو گیا<sup>15</sup> جس سے ظاہر ہوا کہ سیالیت کافی دستیاب تھی اگرچہ بجٹ کی معاونت کے لیے بینک قرضے پر حکومت کا انحصار دو گنا ہو گیا (شکل 2.15)۔<sup>16</sup>



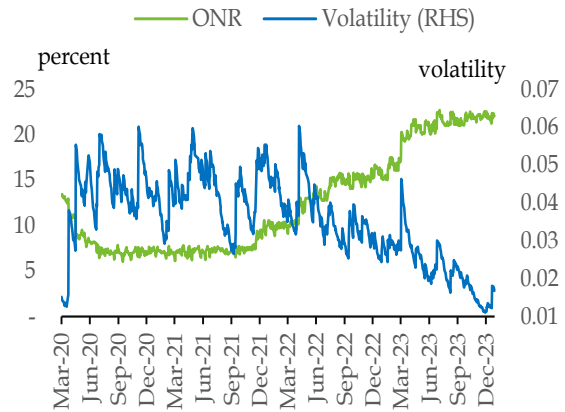
Source: State Bank of Pakistan

اس پیش رفت کی وضاحت کئی عوامل سے ہوتی ہے۔ سب سے پہلے، کمزور اقتصادی سرگرمیوں کے باعث نجی شعبے کا قرضہ کم رہ گیا<sup>17</sup> جس سے بینکوں کو سیالیت کا کشن ملا۔ دوسرے، ڈپازٹس جمع ہونے میں پھر سے تیزی آئی اور 2023ء میں ان میں 24.2 فیصد اضافہ ہوا جبکہ 2022ء میں صرف 8.0 فیصد اضافہ ہوا تھا۔ تیسرے، 2023ء میں بازار زر کے سودوں میں ادخال کا اوسط حجم

اسٹیٹ بینک کے سوچے سمجھے طریقے کے تحت زری پالیسی 2023ء کی پہلی ششماہی کے دوران مزید سخت ہوئی اور مستحکم بھی رہی۔۔۔

ایک طرف مسلسل اور وسیع البنیاد مہنگائی کا دباؤ<sup>14</sup> اور دوسری طرف بیرونی کھاتوں کی نامساوگر حرکیات تھیں چنانچہ اسٹیٹ بینک نے پالیسی ریٹ مزید 600 بیس پوائنٹس بڑھا کر زیر جائزہ سال کے دوران 22.0 فیصد تک پہنچا دیا۔ جارحانہ زری سختی سال کی صرف پہلی ششماہی میں دیکھی گئی جبکہ دوسری ششماہی میں زری پالیسی موقف میں کوئی تبدیلی نہیں آئی کیونکہ 2023ء کی پہلی ششماہی کی نسبت مہنگائی کا دباؤ معتدل ہوا، اگرچہ اب بھی بلند تھا (شکل 2.14)۔

## شکل 2.14: شبینہ ریپوریٹ اور اس کی تعمیر پذیری کا رجحان



Source: State Bank of Pakistan

<sup>14</sup> 2023ء کے دوران صارف اشاریہ قیمت قومی مہنگائی اور قومی مہنگائی کی اوسط (سال بسال) بالترتیب 30.9 فیصد اور 18.3 فیصد رہی۔

<sup>15</sup> شبینہ ریپوریٹ اور پالیسی ریٹ کے درمیان اوسط فرق 2022ء میں 0.02 کے مثبت فرق کے مقابلے میں منفی 0.24 ہو گیا۔ 2023ء کی پہلی ششماہی اور دوسری ششماہی میں فرق بالترتیب منفی 0.26 اور منفی 0.23 رہا۔ مزید برآں،

153 موقعوں پر یہ فرق منفی رہا جبکہ 2023ء کے دوران 52 موقعوں پر یہ مثبت تھا۔

<sup>16</sup> بینکوں سے حکومت کی میزانی قرض گیری میں 2023ء میں 7,140 ارب روپے کا اضافہ ہوا جو 2022ء میں 3,361 ارب روپے تھا۔

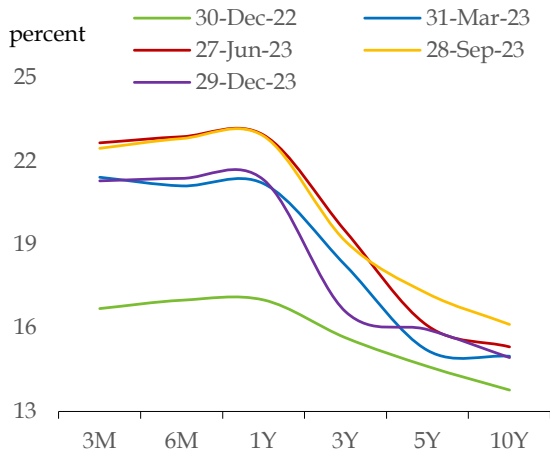
<sup>17</sup> ملکی نجی شعبے کے قرضوں میں 2023ء میں 2.4 فیصد کی واقع ہوئی جبکہ 2022ء میں 16.4 فیصد اضافہ ہوا تھا۔



کمی کی وجہ سے مارکیٹ کی توقعات تبدیل ہوئیں اور آخری سہ ماہی میں خط یافت نیچے آنے لگا۔۔۔

تیز رفتار زری سختی کی وجہ سے سرکاری تمسکات کا خط یافت ستمبر 2023ء تک اوپر کی طرف منتقل ہوتا رہا۔<sup>22</sup> تاہم صورت حال بدلنے پر یہ دسمبر 2023ء تک نیچے کی طرف آگیا (شکل 2.17)۔<sup>23</sup> 2023ء کی دوسری ششماہی میں چونکہ پالیسی ریٹ مزید نہیں بڑھا، مہنگائی بھی کم رہی اور میکرو اکنامک ماحول بھی نسبتاً بہتر رہا اس لیے مارکیٹ کے شرکانے یہ سمجھ لیا کہ اب شرح سود عروج پر آچکی۔

شکل 2.17: خط یافت

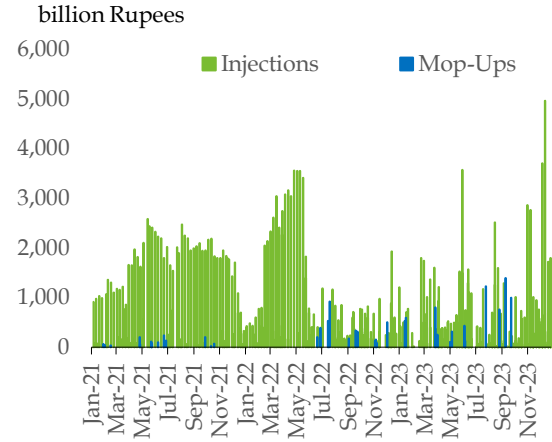


Source: Mutual Funds Association of Pakistan

یہ قابل ذکر ہے کہ بینک، جن کی بھاری سرمایہ کاری دستیاب برائے فروخت اور محفوظ برائے تجارت کے زمروں میں تھی،<sup>24</sup> خط یافت کے اوپر کی طرف جانے کی صورت میں مارکیٹ کے نقصانات کا شکار ہو سکتے تھے۔ زری سختی کے دورانیے کے ساتھ ٹریڈری ہولڈنگ پر بینکوں کا باز قدر پیمائی کا خسارہ دسمبر 2022ء کے آخر تک بڑھ کر 235.8 ارب روپے ہو گیا۔ شرح سود تیزی سے بڑھنے سے ستمبر

گزشتہ سال سے کم رہا، حالانکہ<sup>18</sup> ان ادخالات کا تعدد (فریکوئنسی)<sup>19</sup> اور اوسط مدت<sup>20</sup> 2023ء میں زیادہ تھی (شکل 2.16)۔

شکل 2.16: بازار زر کے سودے - ادخال اور انجذاب



Source: State Bank of Pakistan

تاہم، وقت گزرنے کے ساتھ ساتھ اداروں اور مارکیٹ کی سیالیت کا خاکہ مختلف ہوتا رہا، کیونکہ اسٹیٹ بینک نے 2023ء کے دوران مجموعی طور پر 7.6 ٹریلین روپے کے 13 انجذاب بھی انجام دیے۔ اسی طرح، پالیسی ریٹ بڑھنے کی توقع پر خاص طور پر ستمبر 2023ء میں، بینکوں نے اسٹیٹ بینک کی زیریں سطح (فلور) کی سہولت بتدریج زیادہ استعمال کی تاکہ بلند شرح پر سرمایہ کاری کے موقع سے فائدہ اٹھانے کے لیے فنڈز کو عارضی طور پر روک کر رکھا جاسکے۔ بینکوں نے 2023ء کے دوران 237 بار زیریں سطح کی سہولت استعمال کرتے ہوئے 214 ارب روپے مالیت کی اپنی اضافی سیالیت عارضی طور پر اسٹیٹ بینک کے پاس رکھوائی (جو 2022ء میں 154 ارب روپے تھی)، پچھلے سال صرف 85 بار یہ سہولت استعمال کی گئی تھی۔<sup>21</sup>

تیزی سے زری سختی کے ساتھ ساتھ خط یافت کا ابتدائی سرا بالخصوص اوپر کی طرف منتقل ہوتا گیا تاہم، مہنگائی میں

<sup>18</sup> بازار زر کے سودوں میں 2023ء میں اوسط ادخال 539 ارب روپے ریکارڈ کیے گئے جبکہ 2022ء میں یہ 783 ارب روپے تھے۔

<sup>19</sup> اسٹیٹ بینک نے 2022ء میں 102 بار ادخال کیے جبکہ 2023ء میں 162 بار ادخال کیے گئے۔

<sup>20</sup> ادخال کی اوسط مدت جو 2022ء میں 20 دن تھی بڑھ کر 28 دن ہو گئی۔

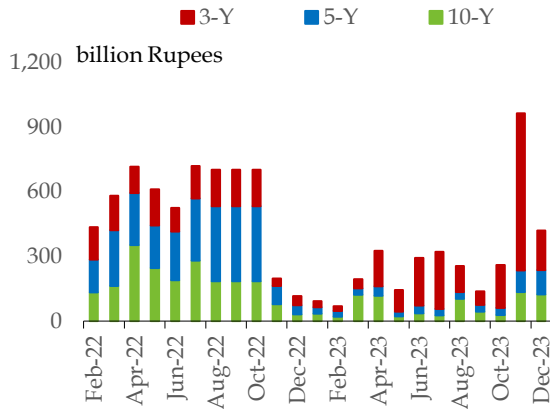
<sup>21</sup> 2023ء کے دوران بینکوں نے اسٹیٹ بینک کے پاس مجموعی طور پر 50,778 ارب روپے رکھے جبکہ 2022ء میں 13,106 ارب روپے رکھے تھے۔

<sup>22</sup> آخر دسمبر 2022ء اور آخر ستمبر 2023ء کے درمیان 3 ماہی، 6 ماہی، اور ایک سالہ سرکاری تمسکات پر یافت میں بالترتیب 577 پی پی ایس، 582 پی پی ایس اور 590 پی پی ایس کا اضافہ ہوا۔

<sup>23</sup> مثال کے طور پر آخر ستمبر 2023ء اور آخر دسمبر 2023ء کے درمیان ثانوی بازار میں 3 ماہی اور 3 سالہ یافت 118 پی پی ایس اور 253 پی پی ایس کم ہوئی۔

<sup>24</sup> آخر دسمبر 2023ء تک، دستیاب برائے فروخت اور محفوظ برائے تجارت زمروں میں مجموعی سرمایہ کاری کا بالترتیب 88 فیصد اور 3 فیصد بینکوں کے پاس تھا۔

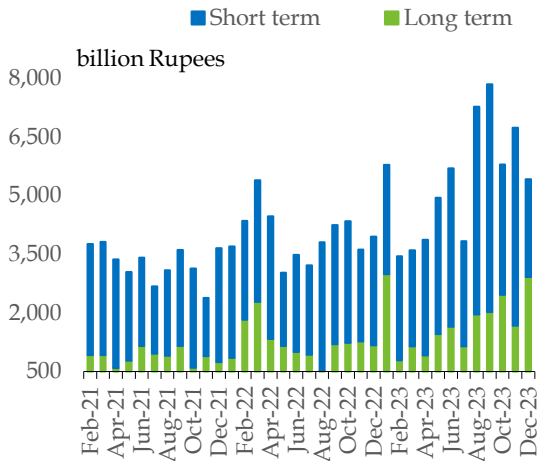
### شکل 2.19: مقررہ شرح کے پی آئی بیز کے لیے بینکوں کی طرف سے بولیاں



Source: State Bank of Pakistan

ثانوی بازار میں سرکاری تمسکات کا لین دین بھی بازار کی بنیادی حرکیات سے ہم آہنگ تھا کیونکہ بڑھتی شرح سود کے ماحول کی وجہ سے یہ پیشتر لین دین قلیل مدتی تمسکات میں ہوا (شکل 2.20)۔ نیز ثانوی بازار کا مجموعی تجارتی حجم 2023ء میں 35.1 فیصد اضافے کے ساتھ 64,346 ارب روپے تک پہنچ گیا<sup>25</sup> جو مارکیٹ کی کارکردگی اور گہرائی کے لیے حوصلہ افزا تھا۔

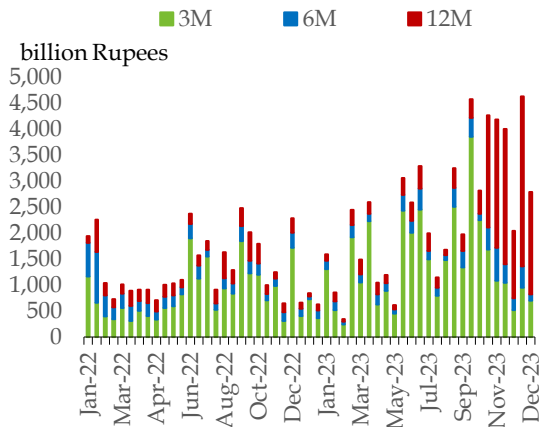
### شکل 2.20: ثانوی بازار کی ٹریڈنگ



Source: State Bank of Pakistan

2023ء کے آخر تک یہ خسارہ مزید بڑھ کر 307.2 ارب روپے تک پہنچ گیا تاہم اس کے بعد دسمبر 2023ء کے آخر تک مسلسل گر کر 126.7 ارب روپے رہ گیا، کیونکہ خط یافت نیچے کی طرف منتقل ہو گیا تھا۔<sup>25</sup> یہ امر محفوظ برائے تجارت پر سرکاری تمسکات کی فروخت پر بینکوں کے منافع سے بھی ظاہر ہوا جو 2022ء کے 2.2 ارب روپے کے مقابلے میں 2023ء میں بڑھ کر 6.1 ارب روپے ہو گیا۔<sup>26</sup>

### 2.18: ٹی بی بل نیلامیوں میں بولیاں دینے کا رجحان



Source: State Bank of

--- جس نے بینکوں کی دلچسپی قلیل مدتی اور رواں شرح والے آلات میں بوجھ رکھی

بلند شرح سود کی توقعات کی وجہ سے 2023ء کے دوران بھی مارکیٹ ٹریڈری بلز اور رواں شرح والے پاکستان انویسٹمنٹ بانڈز میں<sup>27</sup> بینکوں کی دلچسپی برقرار رہی۔ تاہم، ان بلوں میں سے 12 ماہی ٹی بلوں میں سال کی چوتھی سہ ماہی کے دوران بینکوں کی بولی میں خاصا اضافہ ہوا جو زری پالیسی میں مستقبل قریب میں ممکنہ نرمی کی توقعات کا اظہار تھا (شکل 2.18)۔ خط یافت کے بڑھے ہوئے inversion اور ان توقعات کا کہ پالیسی ریٹ اس سے زیادہ نہیں بڑھے گا، کے اثرات اس وقت بھی نظر آئے جب بینکوں نے مقررہ شرح والے پی آئی بی کے لیے بولی لگائی، جو سال کے آخر تک بڑھی (شکل 2.19)۔

<sup>25</sup> اس کی وجہ یہ حقیقت ہے کہ ثانوی بازار میں سرکاری تمسکات کی قیمت کا تعین کی شرح سے ہوتا ہے۔ جب یہ شرحیں بڑھتی ہیں، تو تمسکات کی قیمتیں گر جاتی ہیں اور اس کے برعکس ہونے سے برعکس نتیجہ نکلتا ہے۔

<sup>26</sup> سرکاری تمسکات کی فروخت پر تجارتی منافع 2023ء کی پہلی تین سہ ماہیوں میں منفی تھا۔

<sup>27</sup> رواں شرح والے سہ ماہی پی آئی بی کی نیلامی میں بینکوں نے 2023ء میں 3450 ارب روپے کے سرکاری ہدف کے مقابلے میں 5,209 ارب روپے کی پیشکش کی۔ اسی طرح رواں شرح والے ششماہی پی آئی بی کی نیلامی میں

2,390 ارب روپے کے سرکاری ہدف کے مقابلے میں 7,517 ارب روپے کی پیشکش کی۔

<sup>28</sup> یہ تجارت شدہ تمسکات کی حاصل شدہ قدر ہے۔

## 2.3 ایکویٹی مارکیٹ

2023ء کی دوسری ششماہی میں کے ایس ای 100 اشاریہ بحال ہوا۔۔۔

ٹیچ مارک کے ایس ای 100 انڈیکس میں 2023ء میں 54.5 فیصد اضافہ ہوا جبکہ 2022ء میں یہ 9.4 فیصد کم ہوا۔ دسمبر 2023ء میں اشاریہ 66,130 تک پہنچ گیا۔ تاہم، زیر جائزہ سال میں ایکویٹی مارکیٹ کی حرکیات تیزی سے بدل گئیں۔ 2023ء کی پہلی ششماہی میں، اشاریہ میں صرف 2.6 فیصد اضافہ ہوا جبکہ دوسری ششماہی 2023ء میں اس میں 50.7 فیصد کا متاثر کن اضافہ ہوا۔ چنانچہ 2023ء میں منڈی کی سرمایت میں 39.4 فیصد اضافہ ہوا (2022ء میں 15.4 فیصد کی ہوئی تھی)۔ مزید برآں، قیمت اور آمدنی (P/E) کا تناسب—جو پچھلے برسوں میں مسلسل گر رہا تھا—مزید کم ہو کر 2023ء میں 4.2 (2022ء میں 4.6) رہ گیا۔<sup>30</sup>

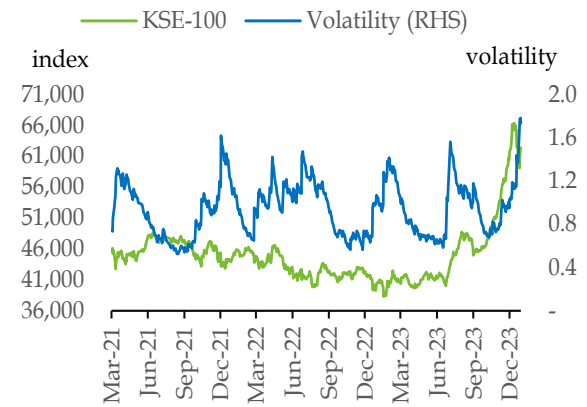
اشاریہ کا اوسط اتار چڑھاؤ زیر جائزہ سال کے دوران زیادہ رہا۔ 2023ء کے ابتدائی مہینوں میں اس میں اضافہ ہوا اور سال کی دوسری ششماہی میں بھی اتار چڑھاؤ دیکھا گیا (شکل 2.21)۔ 2023ء کے ابتدائی دور میں بڑھتے ہوئے تناؤ میں متعدد عوامل کارفرما تھے جیسے تیزی سے بڑھتی ہوئی مہنگائی، پالیسی ریٹ میں 400-بیس پوائنٹس کا اضافہ (جنوری 2023ء میں 100 اور مارچ 2023ء میں 300 بی پی ایس)، روپے اور ڈالر کی بگڑتی ہوئی مساوات (شکل 2.22)، بدلتی ہوئی سیاسی صورت حال، آئی ایم ایف کے نويس جائزہ پروگرام میں تاخیر اور ملک کی درجہ بندی میں کمی۔ اس طرح کے ماحول میں مندی کے احساسات نے 2023ء کی پہلی ششماہی کے دوران کے ایس ای 100 اشاریہ کو 40,886 کی اوسط سطح پر رکھا۔

2023ء کی دوسری ششماہی میں میکرو اکنامک امکانات میں بہتری کی وجہ سے خطرے سے گریز کا رویہ ختم ہونے لگا۔ اشاریہ مسلسل اور تیزی سے اوپر کی طرف بڑھا خاص طور پر ستمبر 2023ء سے، اور دوسری ششماہی کے دوران

حکومت کے اجرائے ثانی کا خطرہ وقت کے ساتھ ساتھ کم ہوا ہے جبکہ شرح سود بدلنے پر بینکوں کی حساسیت برقرار ہے کیونکہ ان کے مقررہ آمدنی والے پورٹ فولیو کی نو قیمت بندی کا دورانیہ کم ہے۔۔۔

حکومت کا اجرائے ثانی کا خطرہ وقت کے ساتھ ساتھ کم ہو رہا ہے جس سے حکومتی قرض کے عرصیتی خاکے میں بہتری ظاہر ہوتی ہے۔ وفاقی حکومت کی مجموعی تمسکات میں ایم ٹی بیز کا تناسب گھٹ کر 24.2 فیصد (2018ء میں 65.9 فیصد) رہ گیا جبکہ پی آئی بیز کا حصہ 2023ء میں بڑھ کر 58.9 فیصد ہو گیا (2018ء میں 28.1 فیصد)۔

## شکل 2.21: کے ایس ای 100 اشاریہ اور اس کی تغیر پذیری



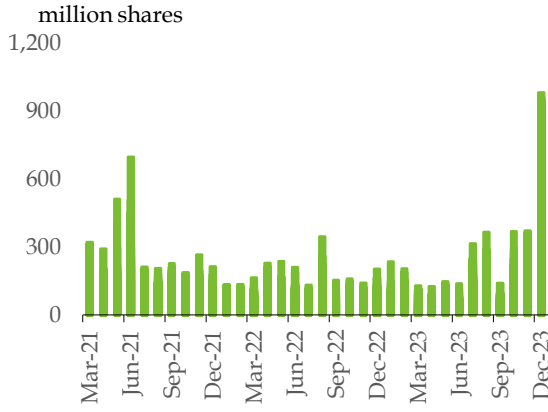
Source: State Bank of Pakistan

یہ بات اطمینان بخش ہے کہ نو قیمت بندی کی مدت میں کمی اور کافی سرمائے کی موجودگی وجہ سے شرح سود میں ممکنہ منفی دھچکے برداشت کرنے کی بینکوں کی چلک برقرار رہی۔ حساسیت (تناؤ کی جانچ) کا تجزیہ بتاتا ہے کہ انتہائی شدید دھچکے کے منظر نامے کے تحت (یعنی خط یافتہ میں 300-بیس پوائنٹس کی متوازی اوپر کی طرف تبدیلی)، اکثر بینکوں کی شرح کفایت سرمایہ کم از کم تقاضے سے کافی اوپر رہے گی (تفصیل کے لیے شعبہ بینکاری باب 3 میں سیکشن 'منڈی کا خطرہ')۔<sup>29</sup>

<sup>29</sup> تفصیلات کے لیے دیکھیے، بینکوں کے اسٹریٹس لینڈنگ کے نتائج <https://www.sbp.org.pk/ecodata/fsi/qc/2023/Dec.pdf>

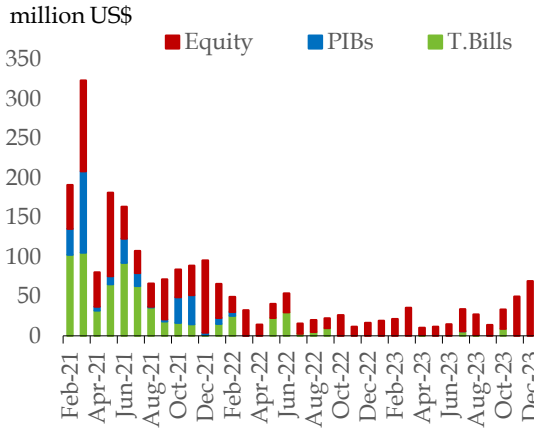
<sup>30</sup> قیمت اور آمدنی کا اوسط تناسب 2020ء اور 2021ء میں بالترتیب 8.6 اور 6.9 تھا۔

شکل 2.23: کے ایس ای-100 میں لین دین کا حجم



Source: Bloomberg

شکل 2.24: بیرونی جزدانی رقوم کی آمد

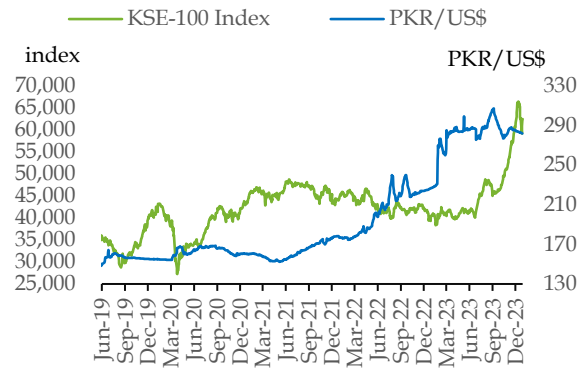


Source: State Bank of Pakistan

آلات کے درمیان<sup>33</sup> کم ہوتا ہوا فرق تھا، خاص طور پر پہلی ششماہی 2023ء میں، جس نے مقررہ آمدنی والی سرکاری تمسکات زیادہ پرکشش ہو گئیں (شکل 2.26)۔ میوچل فنڈز کے اثاثوں کے اجزائے ترکیبی سے پتہ چلتا ہے کہ ایکویٹیز میں ان کا اکتشاف (ان کے مجموعی اثاثوں کے فیصد کے طور پر) دسمبر 2023ء کے آخر تک 9.1 فیصد تک کم ہو گیا جو 2022ء میں 10.8 فیصد (2021ء میں 19.7 فیصد) تھا۔ اگرچہ اسٹاک کی قیمتیں بڑھنے اور زری نرمی کی توقعات کی بنا پر

51,451 کی اوسط سطح پر منڈلاتا رہا۔ سرمایہ کاروں کے اعتماد میں مضبوط بحالی کا سبب متعدد اچھی پیش رفت تھی جیسے (i) آئی ایم ایف کے ایس بی اے پروگرام کا حصول (ii) دوست ممالک سے رقوم کی آمد (iii) بازار مبادلہ میں انتظامی اقدامات جن کے نتیجے میں روپیہ-ڈالر مساوات میں بہتری آئی، (iv) مہنگائی کے دباؤ میں اعتماد اور زری نرمی کی توقعات (v) معاشی سرگرمیوں کی بحالی (vi) سرمایہ کاری کی خصوصی سہولت کونسل کا قیام اور (vii) سیاسی غیر یقینی کیفیت میں کمی۔ (شکل 2.23)<sup>31</sup>

شکل 2.22: کے ایس ای-100 اشاریہ اور شرح مبادلہ



Source: State Bank of Pakistan

یہ بات قابل ذکر ہے کہ غیر ملکی سرمایہ کار جو چند سال تک خالص فروخت کنندگان تھے، اب 2023ء میں ایکویٹی کے خالص خریدار بن گئے۔<sup>32</sup> اس کے علاوہ ترقی یافتہ ملکوں میں مزید زری سختی کی غیر موجودگی کی بنا پر مقامی ایکویٹی مارکیٹ میں غیر ملکی رقوم کی آمد خاص طور پر 2023ء کی دوسری ششماہی میں ملکی کرنسی کے نسبتاً مستحکم رہنے کی وجہ سے ہوئی (شکل 2.24)۔

میوچل فنڈز نے بدستور سب سے زیادہ خالص فروخت کی۔۔۔

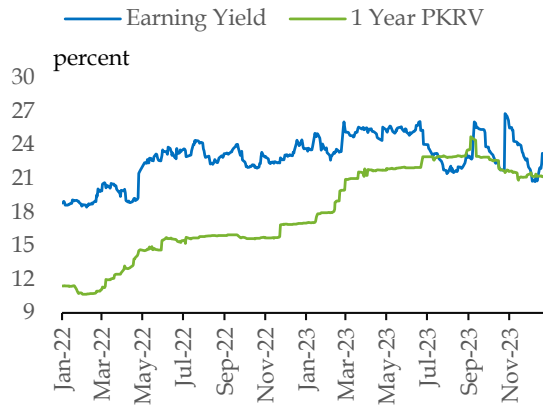
مقامی سرمایہ کاروں میں سے میوچل فنڈز ایکویٹی کے سب سے بڑے خالص فروخت کنندہ تھے جن کے بعد بینک / ترقیاتی مالی ادارے اور بروکرز تھے (شکل 2.25)۔ اس کا ممکنہ سبب حصص سے آمدنی کی یافت اور خطرے سے پاک

<sup>31</sup> اوسط تجارتی حجم 2023ء میں 164.5 ملین حصص تھا جو 2022ء میں 100.0 ملین رہا تھا۔ 2023ء کی پہلی ششماہی میں 82.8 ملین حصص کا لین دین ہوا جو دوسری ششماہی میں بڑھ کر 243.6 ملین حصص (اوسط) تک پہنچ گیا۔

<sup>32</sup> 2022ء میں بیرونی سرمایہ کاروں کی جانب سے خالص فروخت کی رقم 48 ملین ڈالر تھی جبکہ 2023ء میں ان سرمایہ کاروں کی خالص خرید 74 ملین ڈالر رہی۔

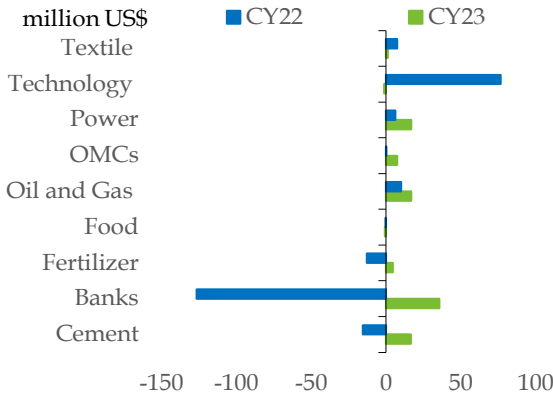
<sup>33</sup> اس سے مراد حالیہ 12 ماہ کی مدت میں فی حصص آمدنی ہے جسے فی حصص موجودہ قیمت سے تقسیم کیا جاتا ہے۔

شکل 2.26: کاسپی یافت اور ایک سالہ پی کے آر وی



Source: Bloomberg and Mutual Funds Association of Pakistan

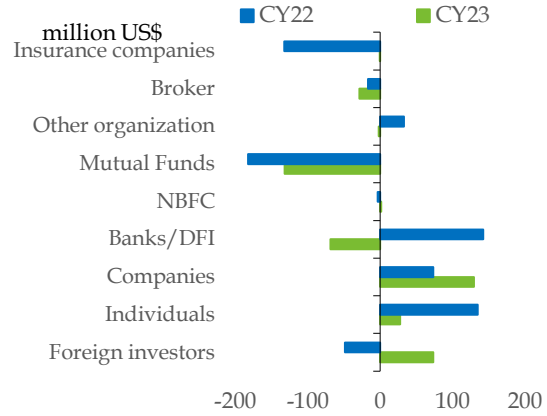
شکل 2.27: بلند ترین خالص خریداری بینکوں کے اسٹاک کی ہوئی



Source: National Clearing Company of Pakistan Limited

یہ بات قابل ذکر ہے کہ ایکویٹی میں بینکوں کی سرمایہ کاری پر ایکویٹی مارکیٹ کے اس تناؤ کا اثر نہیں پڑا جو زیر جائزہ سال کے دوران دیکھا گیا۔ اسٹیٹ بینک کے ایک قدامت پسند ریگولیٹری نظام کے پس منظر میں بینکوں نے ایکویٹی مارکیٹ میں اپنا اکتشاف محدود رکھا ہوا ہے جس کی بنا پر ایکویٹی مارکیٹ میں اتار چڑھاؤ بینکوں پر کم اثر انداز ہوتا ہے۔ بینکوں کے ضوابطی سرمائے میں سے ایکویٹیز میں سرمایہ کاری کا تناسب دسمبر 2023ء کے آخر میں 6.8 فیصد تھا (2022ء میں

شکل 2.25: خالص فروخت کاروں میں میوچل فنڈز اور بینک نمایاں رہے



Source: National Clearing Company of Pakistan Limited

2023ء کی چوتھی سہ ماہی کے دوران ایکویٹیز میں میوچل فنڈز کی سرمایہ کاری میں اضافہ ہوا، تاہم اثاثے آمدنی اور منی مارکیٹ کے آلات پر مرکوز رہے۔<sup>34</sup>

شعبہ دار تجربے سے پتہ چلتا ہے کہ 2023ء کے دوران غیر ملکی سرمایہ کاروں کی طرف سے سب سے زیادہ خالص خریداری بینکوں کے اسٹاک میں دیکھی گئی جس کے بعد بجلی کا شعبہ (بشمول ایکسلوریشن اور مارکیٹنگ کمپنیاں) تھا (شکل 2.27)۔ بینکوں کے اسٹاک میں سرمایہ کاروں کی دلچسپی کا سبب بلند شرح سود اور اس سے منسلک زیادہ منافع کی توقعات ہیں۔ تیل اور گیس کے شعبے کے معاملے میں ممکنہ محرک گردش قرضوں کے حل کی وجہ سے سیالیت میں بہتری کا امکان ہے۔

### ایکویٹی مارکیٹ میں خطرات نسبتاً کم سطح پر رہے ---

ویلیو ایٹ رسک (وی اے آر) تجزیہ بتاتا ہے کہ کے ایس ای-100 اشاریے کے یومیہ ریٹرن نے وی اے آر نارمل (100 دن کی رولنگ) کی 13 بار خلاف ورزی کی، ایسا ہی 2022ء میں ہوا تھا، تاہم خلاف ورزیوں کی اوسط حد کم تھی، جو ظاہر کرتی ہے کہ 2023ء میں خطرات نسبتاً محدود ہیں (شکل 2.28)۔

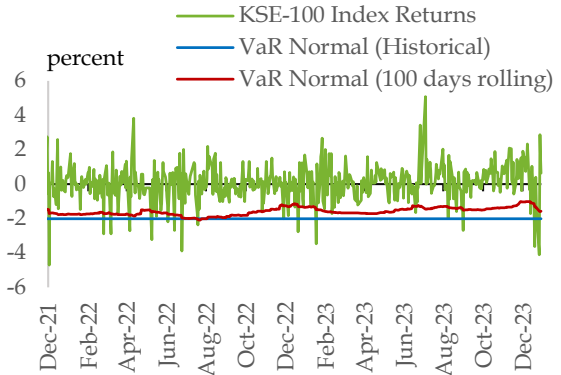
<sup>34</sup> 2023ء کی چوتھی سہ ماہی میں اگم فنڈز، ایکویٹی، اور منی مارکیٹ میں میوچل فنڈز کی سرمایہ کاری بالترتیب 210 ارب روپے، 58 ارب روپے اور 40 ارب روپے بڑھ گئی۔

ملکی ایکویٹی مارکیٹ نے علاقے کے ممالک کے درمیان بہتر کارکردگی دکھائی ---

اگرچہ گذشتہ سال ملکی ایکویٹی مارکیٹ کی کارکردگی علاقائی مارکیٹوں کی جیسی تھی تاہم زیر جائزہ سال کے دوران ملکی ایکویٹیز نے کئی علاقائی منڈیوں سے بہتر کارکردگی دکھائی (شکل 2.29)۔

مستقبل میں ملکی مالی منڈیوں کی کارکردگی کا انحصار کئی عوامل پر ہو گا جن میں جغرافیائی سیاسی حالات خاص طور پر مشرق وسطیٰ میں ابھرتا ہوا تنازع، مہنگائی کی حرکیات اور متعلقہ زرعی پالیسی موقف، ملکی اقتصادی بحالی کی لچک، سیاسی استحکام اور حکومت کا آئی ایم ایف کے ساتھ ایک نئے فنڈنگ پروگرام پر عمل درآمد جیسے امور شامل ہیں۔

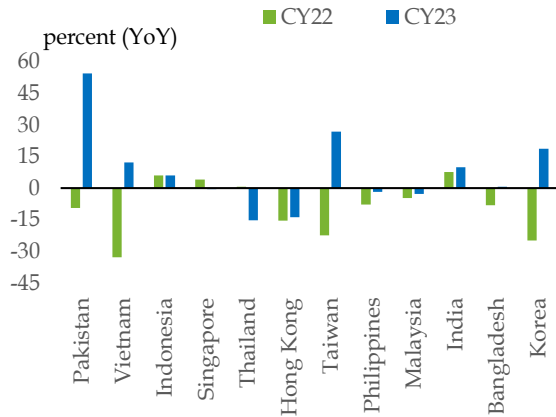
شکل 2.28: کے ایس ای-100 اشاریے کے منافع کی مالیت کو خطرہ



Source: Pakistan Stock Exchange and SBP Staff Estimates

6.8 فیصد)۔ حساسیت کے تازہ ترین تجزیے (تناؤ کی جانچ) کے نتائج سے یہ بھی معلوم ہوتا ہے کہ ایکویٹی کی قیمتوں (کے ایس ای-100 اشاریہ) میں اگر بالفرض 36.1 فیصد کمی کا دھچکا آجائے، جو اشاریے میں تاریخ کی سب سے بڑی سہ ماہی کمی کے برابر ہے، تب بھی شرح کفایت سرمایہ کی تعمیل کرنے والا کوئی بینک شرح کفایت سرمایہ کی کم از کم ضوابط کی شرط کی خلاف ورزی نہیں کرے گا۔<sup>35</sup> مزید برآں، تجزیے سے معلوم ہوتا ہے کہ کے ایس ای-100 اشاریے میں فرموں کے دیوالیہ ہونے کا کم امکان ہے (بکس 2.1)۔

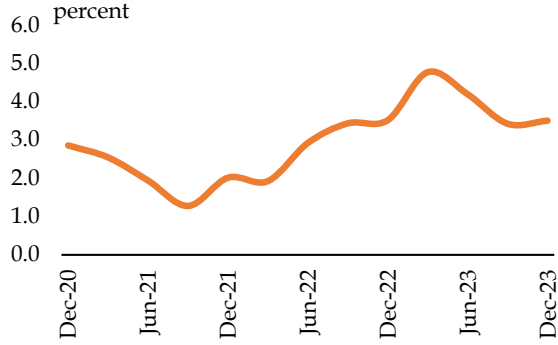
شکل 2.29: علاقائی ملکوں کی ایکویٹی مارکیٹوں کی کارکردگی



Source: Haver Analytics

<sup>35</sup> تفصیلات کے لیے دیکھیے، بینکوں کے اسٹریٹجی ٹینک کے نتائج <https://www.sbp.org.pk/ecodata/fsi/qc/2023/Dec.pdf>

### شکل 2.1.1: ایک سال میں (کے ایس ای-100) فرموں کے دیوالیہ ہونے کا امکان

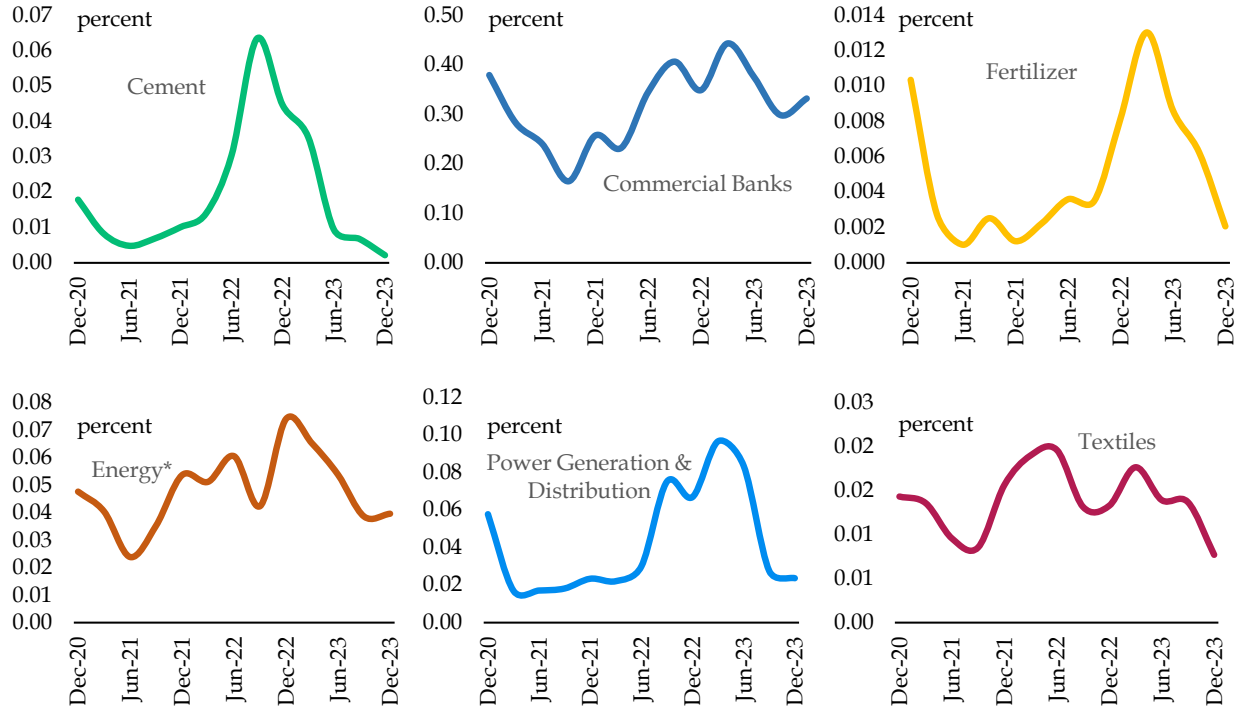


Source: Bloomberg and SBP Staff Calculations

باکس 2.1: مارکیٹ کے ایس ای-100 فرموں کی قرضہ جاتی ساکھ اور استحکام کو کیسا سمجھتی ہے؟

اسٹاک مارکیٹ اشاریے میں متعدد چیزیں شامل ہوتی ہیں، جیسے میکرو اکنامک پیش رفت، کارپوریٹ کارکردگی پر شرکاء کے خیالات اور خبروں کا بہاؤ۔ چنانچہ اسٹاک مارکیٹ اشاریے کو فرموں کی بنیادی مالی صحت پر رسک کا ایک مفید مجموعی اظہار یہ کہا جاسکتا ہے۔ قرض گیر فرموں کی قرضہ واپس کرنے کی صلاحیت اور اس امکان کی تشخیص کہ وہ اپنے وعدوں میں ناکام ہو سکتی ہیں، یعنی دیوالیہ ہونے کے امکان (پی ڈی) کو سرمایہ کار، قرض گار ادارے اور ضابطہ ساز ادارے کئی فیصلوں میں استعمال کر سکتے ہیں جیسے جزدان (پورٹ فولیو)، قرض دینے اور پالیسی کے فیصلے۔ اس سلسلے میں میرٹن (Merton) کا ماڈل وسیع پیمانے پر استعمال ہونے والا طریقہ ہے (1974)<sup>36</sup> جس میں دیوالیہ ہونے کا فاصلہ ناپنے کے لیے کسی کمپنی کی ایکویٹی کو اس کے اثاثوں پر کال آپشن کے طور پر ماڈل کر کے اس کے ساختی کریڈٹ رسک کا اندازہ لگایا جاتا ہے۔ یہ ماڈل مارکیٹ سے معلومات لے کر فرم کا کریڈٹ رسک (خطرہ قرض) اخذ کرتا ہے اور کمپنی کے دیوالیہ ہونے کے امکان پر رائے فراہم کرتا ہے۔ مثال کے طور پر فرم کی اسٹاک مارکیٹ قیمت اور بقایا حصص کی تعداد سے اس کی ایکویٹی کی مارکیٹ ویلیو (E) کا اندازہ لگایا جاسکتا ہے تاہم، اثاثوں کی مارکیٹ ویلیو (A) کو ناقابل رسائی سمجھا جاتا ہے جبکہ واجبات (L) کو کتابی قیمت پر لیا جاتا ہے۔ مرٹن ماڈل ان قیمتوں کو آپشن پر انسٹ فریم ورک میں مربوط کرتا ہے۔ عرصیت کی منتخب مدت (عام طور پر ایک سال) کے لیے فرم کے واجبات کے پورے ڈھانچے کی بنیاد پر واجبات کی ایک حد (L) کا انتخاب کیا جاتا ہے، جو اس مقام کی نمائندگی کرتا ہے جس پر فرم دیوالیہ ہوگی۔ اس کے بعد عرصیتی حد (T) کے اختتام پر اثاثوں کی قیمت کے واجبات کی حد سے نیچے گرنے کا امکان دیوالیہ کے امکان کے طور پر بیان کیا جاتا ہے۔

### شکل 2.1.2: ایک سال میں دیوالیہ ہونے کا امکان، بلحاظ شعبہ



\*Energy includes Oil & Gas Exploration, Oil and Gas Marketing and Refinery

Source: Bloomberg and SBP Staff Calculations

<sup>36</sup> مرٹن، رابرٹ سی (1974)۔ "کارپوریٹ قرض کی قیمتوں کے تعین پر شرح سود کا رسک اسٹریکچر" (پی ڈی ایف) جرنل آف فنانس۔ 29(2): 449-470۔

انہی خطوط پر کے ایس ای-100 اشاریے میں شامل فرموں کے دیوالیہ ہونے کے امکان کو بلمبرگ سے لیا گیا ہے تاکہ ان کے کریڈٹ رسک کا اندازہ لگایا جائے۔ کے ایس ای-100 میں تمام فرموں کی نمائندہ تعداد معلوم کرنے کی غرض سے دیوالیہ ہونے کے حجم کے بے وزن اوسط امکان کا تخمینہ لگایا گیا۔<sup>37</sup>

عالمی وبائی مرض کے بعد جب نقل و حرکت پر پابندیوں میں نرمی کی گئی تو معاشی سرگرمیوں میں بحالی کی وجہ سے دیوالیہ ہونے کا مجموعی امکان کم ہوا (فصل 2.1.1)۔ تاہم، مالی سال 21ء کی دوسری سہ ماہی کے بعد اس امکان میں اس وقت اضافہ ہوا جب میکرو اکنامک ماحول میں مہنگائی کے بڑھتے ہوئے دباؤ، پست معاشی سرگرمی، کاروباری اعتماد کی کمی اور عالمی پیکاری نظام میں تناؤ کی وجہ سے عالمی سیالیت اور مالی حالات مزید سخت ہوئے۔ اس کے باوجود 2023ء کی دوسری ششماہی میں دیوالیہ ہونے کا امکان کم ہونے لگا کیونکہ مئی 2023ء میں مہنگائی 38.0 فیصد کی بلند ترین سطح سے کم ہو کر اعتدال پر آنے لگی، 2023ء کی دوسری ششماہی میں اقتصادی نمو پلٹ آئی اور اسٹاک مارکیٹ پھر سے بحال ہوئی۔ ان مثبت تبدیلیوں سے کے ایس ای-100 اشاریے میں شامل فرموں جن میں 14 کمرشل بینک بھی شامل ہیں، کے خطرے کا منظر نامہ بہتر ہوا، اور یہ ان کی شعبہ وار ڈی پی میں اجاگر ہوا (فصل 2.1.2)۔ تب سے مجموعی ڈی پی کا بھی اور شعبہ وار ڈی پی کا بھی رجحان کمی کی طرف ہے۔ تاہم یہ یقین دہانی کرائی جاسکتی ہے کہ کے ایس ای-100 اشاریے میں فرموں کے دیوالیہ ہونے کا امکان کم ہے۔

<sup>37</sup> یہ تجزیہ 90 فرموں کے دستیاب ڈیٹا پر مبنی ہے، جو کے ایس ای-100 اشاریے کے بڑے حصے اور درج فرموں کے مجموعی اثاثوں کی نمائندگی کرتی ہیں۔