2 مالی منڈیوں کے خطرے کا تجزیہ

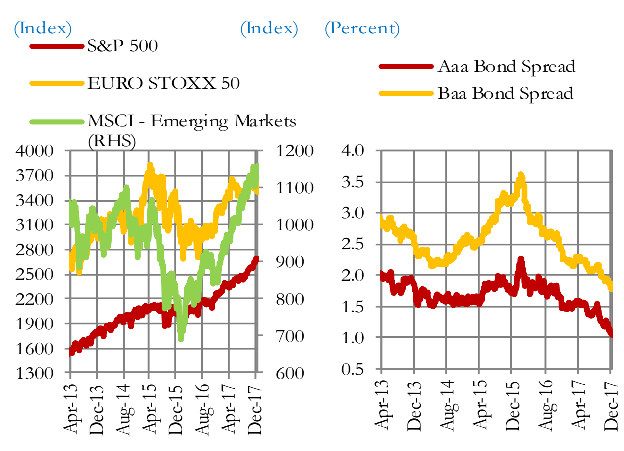
2017ء میں قلیل مدتی اتار چڑھاؤ کے باوجود پاکستان میں مالی منڈیوں نے مؤثر کارکردگی دکھائی ہے۔ بیرونی شعبے کے بڑھتے ہوئے دباؤ کے نتیجے میں جولائی اور دسمبر کے دوران بین البینک منڈی میں مقامی کرنسی کی قدر میں کمی آئی ہے۔ غیر یقینی سیاسی صورت حال کے نمودار ہونے، ایم ایس سی آئی ایمرجنگ مارکیٹ میں پاکستان کی شمولیت کی پوری نہ ہونے والی توقعات اور ترقی یافتہ معیشتوں میں یافتوں کو چھونے کے بعد واپسی کے رجحان کے باعث سال کے وسط میں ایکویٹی منڈی متاثر ہوئی ہے۔ منڈی میں درستگی کے اقدامات کی نوعیت تکنیکی معلوم ہوتی ہے کیونکہ مبادیات مضبوط ہیں۔ حکومت کی جانب سے بینکوں سے قرض لینے کی بلند سطح کے باوجود بازارِ زر میں تغیر پذیری کم ہے، جس کا اہم سبب اسٹیٹ بینک کی جانب سے سیالیت کا منظم انتظام ہے۔

عالمی مالی منڈیوں کی اہم خصوصیات: غیر یقینی سیاسی صورت حال، کم یافت اور سرمایہ کاروں کی خطرات مول لینے کی بہتر صلاحیت

ہم آہنگ پیداواری نمو، کارپوریٹ نفع یابی میں بہتری اور آسان مالی حالات کے باعث عالمی مالی منڈیاں بدستور سازگار احساسات کی عکاسی کر رہی ہیں۔ اس کے نتیجے میں ایکویٹی کی قیمتیں بڑھی ہیں جبکہ خطرے کے پریمیم میں کمی جاری رہی (**شکل 2.1**)۔ دنیا بھر میں (امریکہ، یورو کے علاقے، ای ایم ایز اور جاپان) ایکویٹی، بانڈ، اجناس اور زرمبادلہ کی منڈیوں میں ہونے والی تغیر پذیری عالمی مالی بحران کے بعد سے کم ترین سطح پر ہے۔[76]

شکل 2.1

ابھرتے ہوئے اور ترقی یافتہ ملکوں کے مالی بازاروں میں بحالی کی علامات پائی جا رہی ہیں



Note: Moody's seasoned corporate bond yield (10 Year) relative to yield on 10 Year Treasury Constant Maturity
Source: Bloomberg, Federal Reserve Bank of St. Louis

تاہم 2017ء کے دوران مالی منڈیوں میں اتار چڑھاؤ کے ادوار مختصر مدت کے تھے جنہیں جزیرہ نما کوریا میں بڑھتی ہوئی کشیدگی اور ترقی یافتہ معیشتوں میں زری سختی کے متوقع اوقات اور رفتار کے بارے میں بڑھتی ہوئی غیر یقینی صورت حال نے جنم دیا تھا۔

مالی منڈیوں کو نقصان کے خطرات اثاثوں کی بلند قدر اور کم تغیر پذیری کے امتزاج کی بدولت لاحق ہوئے، جو درستگی کے مشکل اقدامات پر منتج ہو سکتا ہے۔[77] ایسے مواقع پر اتار چڑھاؤ میں تیزی سے اضافے کے باعث پر خطر اثاثوں پر بلند پریمیم کی طلب بڑھنے سے مالی استحکام کو خطرات لاحق ہو سکتے ہیں، جس کے نتیجے میں مارک ٹو مارکیٹ نقصانات کے باعث خطرات کے حامل اثاثوں اور علاقوں سے رقوم کے اخراج کی ترغیب مل سکتی ہے۔[78]

ملکی مالی منڈیوں میں ٹغیر پذیری بڑھ گئی ہے ---

2017ء کے دوران ملکی مالی منڈیوں میں اتار چڑھاؤ کی سطح بلند رہی ہے اگرچہ اس کے ادوار کی مدت مختصر ثابت ہوئی اور بعد ازاں مارکیٹ دوبارہ پائیداری کی راہ پر گامزن ہو گئی۔ بیرونی محاذ پر دباؤ کے ردعمل میں امریکی ڈالر کے مقابلے میں پاکستانی روپے کی قدر گرنے سے بازار مبادلہ میں جولائی اور دسمبر کے دوران تغیر پذیری دیکھی گئی۔ اسی طرح ایکویٹی مارکیٹ (یعنی پاکستان کی سرمایہ منڈی کا بڑا حصہ) میں سیاسی بے یقینی اور توقعات پوری نہ ہونے کے سبب آخر مئی 2017ء تک تاریخی لحاظ سے بلند سطح کو چھونے کے بعد مارکیٹ میں درستگی کے اقدامات دیکھے گئے (**شکل 2.2**)۔ مئی 2016ء میں اسٹیٹ بینک ٹارگٹ ریٹ

[76] یورپین سینٹرل بینک (2017)، مالی استحکام رپورٹ، اکتوبر۔ (2017)۔

[77] جیسا فروری 2018ء کے اوائل میں ہوا تھا، اسی طرح امریکہ میں مہنگائی کی توقعات کے نتیجے میں ایکویٹی منڈیوں میں وقتی درستگی ہوئی جبکہ اسٹاک مارکیٹوں میں اتار چڑھاؤ بڑھ کر قابل ذکر سطح تک پہنچ گیا۔

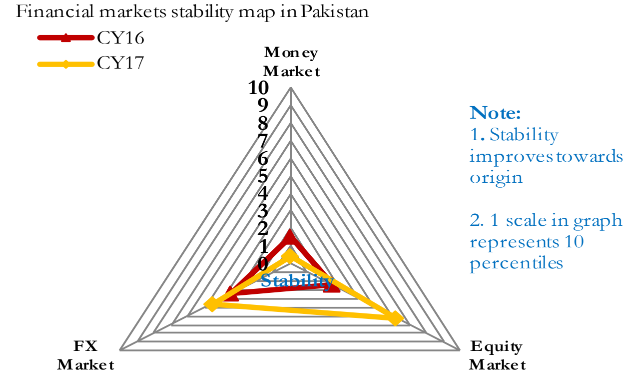
[78] فروری 2018ء میں ایکویٹی کی قیمتوں میں اتار چڑھاؤ دیکھا گیا، جس کی وجوہات میں امریکہ میں بلند مہنگائی کی توقعات ہیں۔ مزید بر آں، مارچ 2018ء میں امریکہ اور چین کے درمیان تجارتی تنازع کے باعث پر خطر اثاثوں کی قیمتیں کم ہو گئیں۔

(کوریڈور کے اندر) متعارف کرانے کے بعد بازارِ زر اپنی ساخت اور اسٹیٹ بینک کی جانب سے سیالیت کے منظم انتظام کی بدولت پر سکون رہی۔

شکل 2.2

2017ء کے دوران ایکویٹی اور زرمبادلہ بازاروں میں تغیر پذیری بڑھی

Financial markets stability map in Pakistan



Note: Volatility in respective markets are calculated using Exponential Weighted Moving Average (EWMA). Daily overnight repo rate, KSE-100 index and interbank PKR/USD Exchange Rate are used as indicators of the money, equity and foreign exchange market.respectively.
Source: SBP

جب بیرونی شعبے کا عدم توازن بڑھ گیا۔۔۔

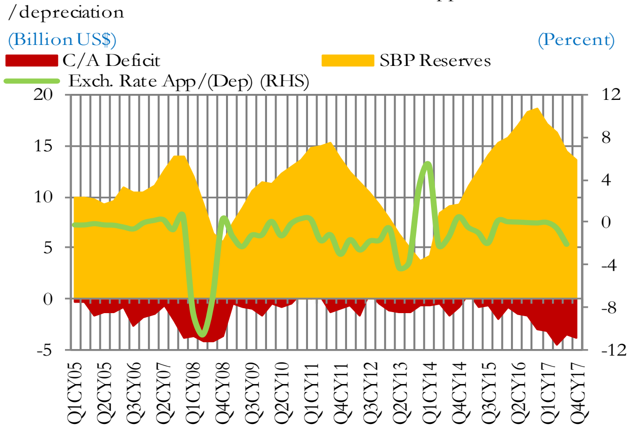
معیشت توسیع کے مرحلے سے گذر رہی ہے جس کی وجہ سے اشیائے سرمایہ کی طلب بڑھنے کے نتیجے میں سال کے دوران مشینری اور میکانکی آلات کی درآمدات بلند سطح پر رہیں۔ اس کے ساتھ تیل کی مصنوعات کی درآمدات اور تیل کی عالمی قیمتوں میں اضافے کے باعث 2017ء میں مجموعی درآمدی بل 23.4 فیصد بڑھ گیا ہے (جو 2008ء سے اس کی بلند ترین سطح ہے)۔[79] اہم ذرائع (جیسے برآمدات، بیرونی براہ راست سرمایہ کاری، کارکنوں کی ترسیلاتِ زر اور سرکاری رقوم کی آمد وغیرہ) سے زرمبادلہ رقوم کی ناکافی آمد نہ صرف مجموعی تجارتی خسارے بلکہ ملک کے ادائیگیوں کے توازن کی پوزیشن میں بگاڑ کا باعث بنی ہے۔ اس کے نتیجے میں بازارِ مبادلہ میں بلند مگر مختصر وقت کے لیے تغیر پذیری دیکھی گئی ہے۔ سال کے دوران اسٹیٹ بینک کے زرمبادلہ کے ذخائر میں بھی 22.0 فیصد کمی ہوئی ہے (**شکل 2.3**)۔

دیگر کرنسیوں کے مقابلے میں مقامی کرنسی کی مالیت کا تعین کرنے میں تقابلی شرح سود اہم کردار ادا کرتی ہیں۔ تاہم اسٹیٹ بینک نے 2017ء کے دوران اپنے تمام چھ زری پالیسی اعلامیوں میں پالیسی ریٹ میں کوئی ردوبدل نہیں کیا۔ اس کا مقصد مہنگائی کے نچلی سطح پر اور ہدف سے کم ہونے، مہنگائی کی معتدل توقعات اور جی ڈی پی کی بلند نمو، خاص طور پر مینوفیکچرنگ سرگرمیوں میں (**دیکھیے باب 1**)، سمیت سازگار معاشی حالات کے باعث قرضوں میں اضافے کے ذریعے معاشی سرگرمیوں کی رفتار بڑھانے میں اعانت کرنا تھا۔

شکل 2.3

جاری حسابات کا خسارہ بڑھنے سے شرحِ مبادلہ کم ہوئی

Current Account Deficit, SBP FX reserves and ER appreciation /depreciation



Source: SBP

مقامی کرنسی کی قدر بیرونی شعبے میں ہونے والی پیش رفت سے اثر قبول کرتی ہے۔۔۔

بیرونی شعبے کی کمزوریوں کے ردعمل میں 2017ء کے دوران ڈالر کے مقابلے میں پاکستانی روپے کی قدر بین البینک منڈی میں 5.1 فیصد اور اوپن مارکیٹ میں 2.2 فیصد گری ہے (**شکل 2.4**)۔ بین البینک منڈی میں قدر میں کمی زیادہ تر جولائی اور دسمبر کے مہینوں میں ہوئی جبکہ کرب مارکیٹ کی شرحیں دسمبر میں بلند سطح پر رہیں۔[80]

اوپن مارکیٹ نے بظاہر بین البینک منڈی سے پہلے ہی بیرونی شعبے کی کمزوریوں کے اثرات شامل کر لیے ہیں۔ 2017ء کی پہلی ششماہی کے دوران کرب پریمیم خاصی بلند سطح پر رہنے اور 3.5 پاکستانی روپیہ / امریکی ڈالر کی بلند ترین سطح تک پہنچنے کے بعد جولائی 2017ء میں

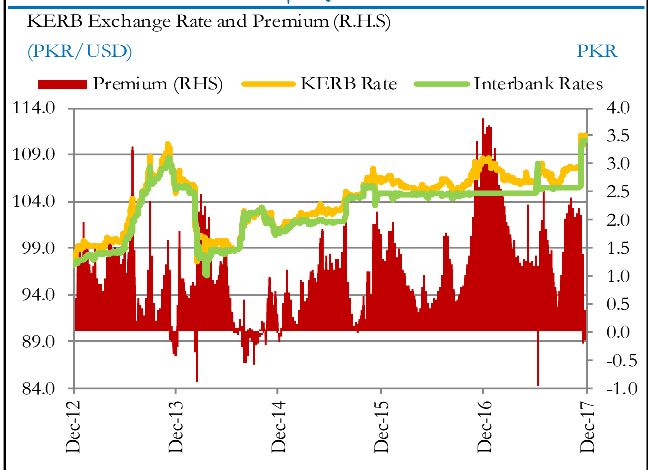
[79] سال 2016ء کے مقابلے میں 2017ء میں مشینری، میکانکی آلات اور تیل کی مصنوعات (مجموعی درآمدات میں 41 فیصد حصہ) نے درآمدات میں ہونے والے 51 فیصد اضافے کی ذمہ داری ہیں۔

[80] سال 2017ء کے بعد بین البینک مارکیٹ اور کرب مارکیٹ میں پاکستانی روپے کی قدر میں 31 مئی 2018ء تک بالترتیب 4.48 فیصد اور 6.93 فیصد مزید کمی واقع ہوئی۔

روپے کی قدر میں کمی کی پہلی قسط کے بعد نیچے آرہا ہے۔ کرب پریمیم دسمبر 2017ء کے دوران پاکستانی روپے کی قدر میں دوسری بار کمی کے بعد تقریباً صفر کی سطح پر آ گیا تھا۔ اس کا ممکنہ سبب مارکیٹ میں پاکستانی روپے کی قدر میں مزید کمی کی توقعات کا معدوم ہونا ہے۔[81]

شکل 2.4

ملکی کرنسی کی قدر میں کمی، نسبتاً بلند کرب پریمیم کے ساتھ



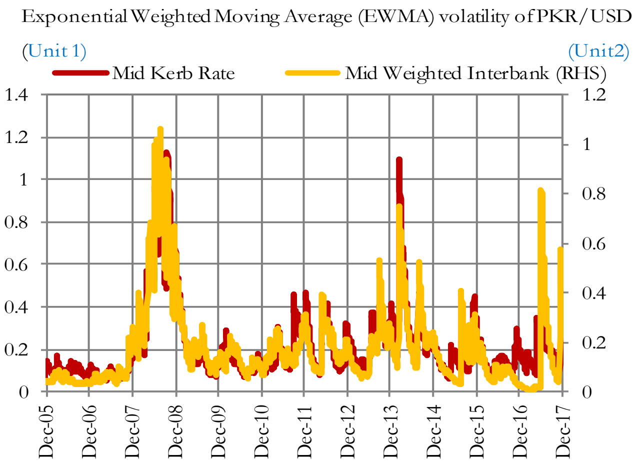
Source: DMMD, SBP

2017ء کے دوران بین البینک منڈی میں قدر میں کمی کافی نمایاں تھی جبکہ اس کے مقابلے میں 2016ء میں تبدیلی بے حد معمولی (قدر میں 0.05 فیصد اضافہ) تھی۔ دوسری جانب، دونوں برسوں کے دوران کرب مارکیٹ میں پاکستانی روپے کی قدر میں بتدریج کمی ہوئی ہے (2017ء میں 2.2 فیصد اور 2016ء میں 2.1 فیصد)۔ تاہم، بین البینک منڈی میں شرح مبادلہ میں اچانک تبدیلیوں کے باعث تغیر پذیری کی سطح بہت زیادہ بلند رہی ہے (**شکل** 2.5)۔

تغیر پذیری سے عام طور پر کرنسی کی قدر کے مستقبل کے بارے میں غیر یقینی صورت حال بڑھ جاتی ہے، جو درآمد اور برآمد کنندگان دونوں کو متاثر کرتی ہے۔[82] لہٰذا، مارکیٹ کے نقطہ نظر سے بدلتے ہوئے حالات کے ردعمل میں شرح مبادلہ میں بتدریج تبدیلی مارکیٹ کے استحکام کے لیے ایک زیادہ موزوں آپشن ہو سکتا ہے۔

شکل 2.5

2017ء کے دوران بازارِ مبادلہ میں بلند تغیر پذیری کے دو مختصر دورانیے آئے



Source: SBP

امکان ہے کہ بازار مبادلہ آگے چل کر معاشی مبادیات پر عمل پیرا ہو گا۔۔۔

مستقبل قریب میں بازار مبادلہ میں اتار چڑھاؤ کی وسعت کا دارومدار اہم معاشی مبادیات خاص طور پر ادائیگیوں کے توازن کی پوزیشن پر ہو گا۔ تاہم بازار مبادلہ کے نقطہ نظر سے یہ امور اہمیت کے حامل ہو سکتے ہیں:

الف۔ 2017ء میں اسٹیٹ بینک کے زرِ مبادلہ کے سیال ذخائر میں 22.8 فیصد کمی آئی ہے[83] ضرورت اس امر کی ہے کہ رقوم کی آمد کے مستحکم ذرائع (برآمدات، بیرونی براہِ راست سرمایہ کاری) میں بہتری لانے پر توجہ دی جائے۔

ب۔ ملک کی برآمدی مسابقت میں بہتری آئی ہے، جس کی نشاندہی حقیقی مؤثر شرح مبادلہ (REER) سے ہوتی ہے، جس میں 2017ء کے دوران 8.6 فیصد کمی آچکی ہے۔[84] اس بہتری کا بنیادی سبب کرنسیوں کی باسکٹ کے مقابلے میں مقامی کرنسی کی قدر میں کمی ہے۔ 2017ء میں امریکی ڈالر کے مقابلے میں پاکستانی روپے کی قدر 5.1 فیصد، جاپانی ین کے مقابلے میں 13.4 فیصد، یورو کے مقابلے میں 19.0 فیصد اور

[81] دیکھیے "پاکستانی معیشت کی کیفیت پر دوسری سہ ماہی رپورٹ برائے 2017-2018ء
http://www.sbp.org.pk/reports/quarterly/fy18/Second/qtr-index-eng.htm

[82] اگر مقامی کرنسی کی قدر میں کمی کی توقعات ہیں تو درآمد کنندہ کو پیشگی ادائیگی سے جبکہ برآمد کنندہ کو پیشگی برآمدی وصولیوں کے ملنے میں تاخیر سے فائدہ پہنچے گا۔ یہ صورت حال بازار مبادلہ میں طلب و رسد کا فرق پیدا کر سکتی ہے۔

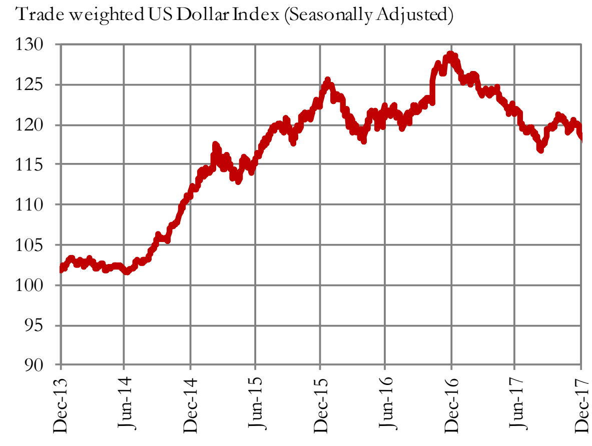
[83] سال 2017ء کے بعد ذخائر میں مزید 32.6 فیصد کمی ہوئی (31 مئی 2018ء تک)۔

[84] اسٹیٹ بینک کی زری سختی کے ساتھ جنوری 2018ء میں پالیسی ریٹ میں 25 بی پی ایس کے اضافہ سے پاکستانی روپے کو تقویت ملے گی اور مارکیٹ میں استحکام آئے گا۔

برطانوی پونڈ کے مقابلے میں 16.0 فیصد کمی ہو چکی ہے۔ یہ امر قابل ذکر ہے کہ امریکی ڈالر کے مقابلے میں روپے کی قدر میں زیادہ کمی نہ ہونے کا سبب عالمی کرنسیوں کے مقابلے میں ڈالر کی کمزوری ہو سکتی ہے (**شکل 2.6**)۔

شکل 2.6

2017ء کے آغاز ہی سے امریکی ڈالر عالمی کرنسیوں کی نسبت کمزور رہا



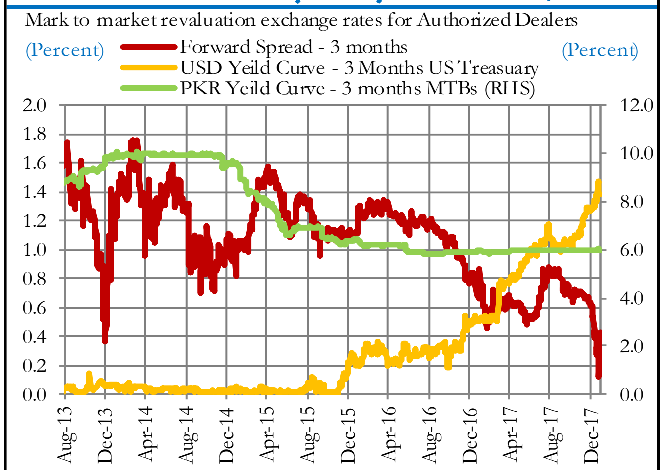
Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

ج. خاص طور پر جولائی 2017ء کے بعد سے کرنسی کے فاورڈ نرخ بظاہر شرح سود کی روایتی مساوات پر عمل پیرا ہیں (**شکل 2.7**)۔ جولائی 2017ء کے بعد پاکستانی روپے کی تقریباً منجمد یافت (سہ ماہی ایم ٹی بیز پر) اور امریکی ڈالر کی یافت میں مسلسل اضافے کے درمیان تفاوت کے سکڑنے کی وجہ سے پاکستانی روپیہ / امریکی ڈالر کے سہ ماہی فاورڈ نرخ کے تفاوت میں کمی آئی ہے۔ یو ایس ٹریژری کی یافت بڑھنے کے باوجود فاورڈ نرخ کا تفاوت بظاہر پہلی ششماہی میں کافی تغیر پذیر رہا ہے۔ یہ مزاحمت حال پاکستانی روپے کی قدر میں کمی کی توقعات کے سبب پیدا ہوئی تھیں اور جولائی میں پاکستانی روپے کی قدر کے بعد ختم ہو گئی۔

امکان ہے کہ برآمدات بڑھیں گی جس کی وجوہات یہ ہیں (الف) 2016ء اور 2017ء کے دوران مشینری کی درآمدات میں بلند نمو (ب) معین سرمایہ کاری قرضوں میں اضافہ (دیکھئے باب 2) اور (ج) حقیقی مؤثر شرح مبادلہ میں کمی کے ساتھ برآمدی مسابقت میں بہتری اور (د) ترقی یافتہ معیشتوں میں معاشی نمو کے مثبت امکانات (**باب 1**)۔

شکل 2.7

امریکی ڈالر پر بڑھتی ہوئی یافت نے پاکستانی روپے کا پیشگی تفاوت کم کر دیا



Source: SBP and US Department of Treasury

بازار زر مستحکم انداز میں کام کرتا رہا۔۔۔

2017ء میں نرم زری پالیسی کا تسلسل جاری رہا ہے کیونکہ اسٹیٹ بینک نے کوریڈور نرخوں (یعنی معکوس ریپو 6.25 فیصد اور ریپو ریٹس 4.25 فیصد پر) میں تبدیلی نہیں کی اور اپنے چھ زری پالیسی فیصلوں میں اسٹیٹ بینک ٹارگٹ ریٹ (یعنی پالیسی ریٹ) کو 5.75 فیصد پر برقرار رکھا ہے۔ اسٹیٹ بینک کی جانب سے سیالیت کے مربوط انتظام کی بدولت بازار زر مستحکم انداز میں کام کرتا رہا اور کم تغیر پذیری دیکھنے میں آئی ہے جس کی عکاسی بہ وزن اوسط شبینہ ریپو ریٹ سے ہوتی ہے جو کہ اسٹیٹ بینک کے ٹارگٹ ریٹ کے گرد گھومتا رہا ہے۔ تاہم، آخری سہ ماہی میں سیالیت کا کچھ دباؤ دیکھنے میں آئے ہیں کیونکہ شبینہ نرخ اسٹیٹ بینک کے سیلنگ نرخوں کے قریب پہنچ رہے ہیں (**شکل 2.8**)۔[85]

شبینہ بہ وزن اوسط طلبی نرخ بھی 2017ء میں 5.83 فیصد (اوسطاً) کی نچلی سطح پر رہے جبکہ 2016ء میں یہ 5.87 فیصد پر تھے۔ سیالیت کی اطمینان بخش صورت حال کی وجہ سے بینکوں نے اسٹیٹ بینک کی معکوس ریپو سہولت (ڈسکاؤنٹ ونڈو) سے کم رجوع کیا اور انہوں نے 2016ء کے مقابلے میں کم رقم لی (**جدول 2.1**)۔ 2017ء کی آخری سہ ماہی میں اس سہولت کے لیے زیادہ رجوع کیا گیا۔

[85] دسمبر کے مہینے میں اوسط یومیہ شبینہ نرخ 5.97 فیصد پر تھے جبکہ اس سے ایک سال قبل ان کی سالانہ اوسط 5.82 فیصد تھی۔

جدول 2.1

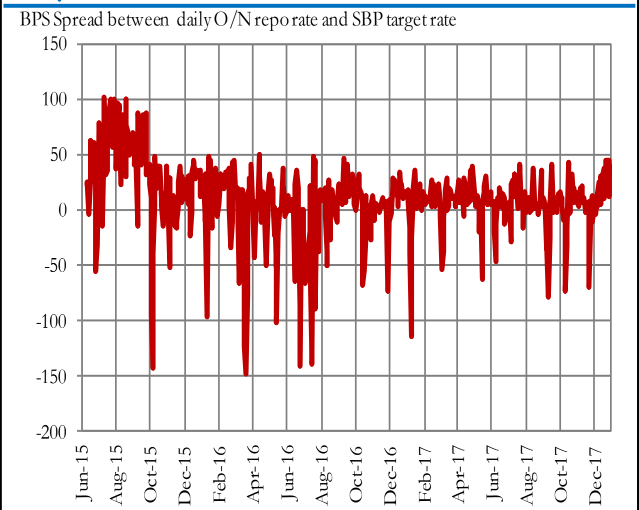
شبینہ ریپو / معکوس ریپو سہولتوں تک رسائی

	معکوس ریپو		ریپو	
	وزٹس کی تعداد	رقم	وزٹس کی تعداد	رقم
	رقم ارب روپے میں			
سال2016ء	107	1,824	61	425
سال2017ء	73	715	33	366

ماخذ: بینک دولت پاکستان

شکل 2.8

بین البینک شبینہ ریپوریٹ کم تغیرپذیری کے ساتھ اسٹیٹ بینک کے ٹارگٹ ریٹ کے آس پاس رہا



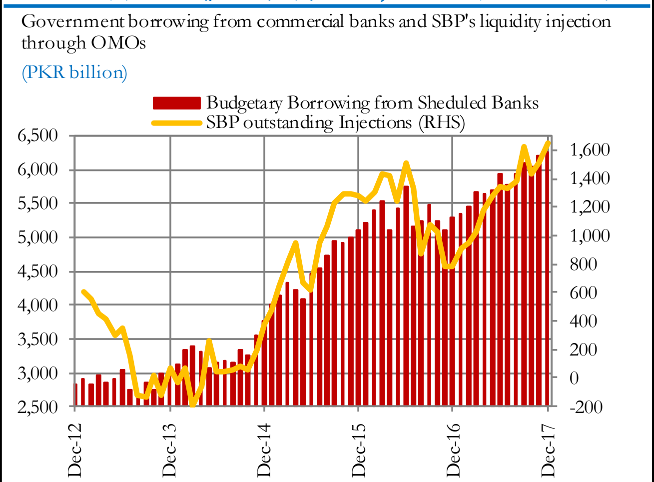
Source: SBP

زری پالیسی کا موجودہ طریقہ کار بازار کی سیالیت کی ضروریات کو بالواسطہ تحفظ فراہم کرتا ہے۔ بازار کی سیالیت کی ضروریات کی بنیاد پر اسٹیٹ بینک بازار زر کے سودے (جیسے اور جب درکار ہوں کی بنیاد پر) انجام دیتا اور قلیل مدتی بہ وزن اوسط شبینہ نرخ اسٹیٹ بینک کے ٹارگٹ ریٹ کے قریب رکھتا ہے تاکہ وہ اپنی زری پالیسی کا غیر مبہم اشارہ دے سکے۔[86]

ایک مزید گہرے تجزیے سے اسٹیٹ بینک کی سیالیت کے انتظام اور کمرشل بینکوں سے حکومت کی میزانی قرض گیری کے مربوط رجحان کو ظاہر کرتا ہے۔ 2017ء میں کمرشل بینکوں سے حکومتی قرضوں کی سطح بلند رہی ہے۔[87] جس کی وجہ سے اسٹیٹ بینک کو زیادہ مقدار میں سیالیت کا ادخال کرنا پڑا، تاکہ بازار کی سیالیت کی ضروریات پوری کی جا سکیں (**شکل 2.9**)۔[88] یہ 2016ء کی دوسری ششماہی سے مختلف ہے جب حکومت نے اسٹیٹ بینک سے قرض لے کر کمرشل بینکوں کو قرضوں کی خالص واپسی کی تھی۔

شکل 2.9

کمرشل بینکوں سے سرکاری قرض گیری کے سبب بازارِ زر میں سیالیت کی طلب پیدا ہوتی رہی



Source: DMMD, SBP

حکومتی قرضوں میں نہ صرف اضافہ ہوا بلکہ طویل مدتی پی آئی بیز سے قلیل مدتی ایم ٹی بیز کی طرف جھکاؤ بھی دیکھنے میں آیا ہے۔ اس کا سبب شرح سود کی توقعات میں تبدیلی اور اس کے نتیجے میں بینکوں کی جانب سے بولیوں میں میعادی تمسکات میں تلافی کے طور پر بلند نرخ کا مطالبہ کیا گیا۔[89] نرخوں میں اضافے کی توقع کے باعث ایم ٹی بیز میں سے سرمایہ کاروں نے

[86] قلیل مدتی بازار زر کے نرخوں میں کم تغیر پذیری سے طویل مدتی نرخوں کے استحکام کو یقینی بنانے میں مدد ملتی ہے (بہ وزن اوسط شرحِ قرض گاری)۔

[87] حکومت کی کمرشل بینکوں سے میزانی قرضوں کی واجب الادا رقم 2017-12-31 تک 966 ارب روپے کے اضافے کے ساتھ بڑھ کر 6.2 ٹریلین روپے تک پہنچ گئی۔

[88] اسٹیٹ بینک کے ماہانہ اوسط واجب الادا ادخالات 2017ء میں بڑھ کر 1.3 ٹریلین روپے تک پہنچ گئے جبکہ 2016ء میں 1.1 ٹریلین روپے کا قرضہ لیا گیا تھا۔

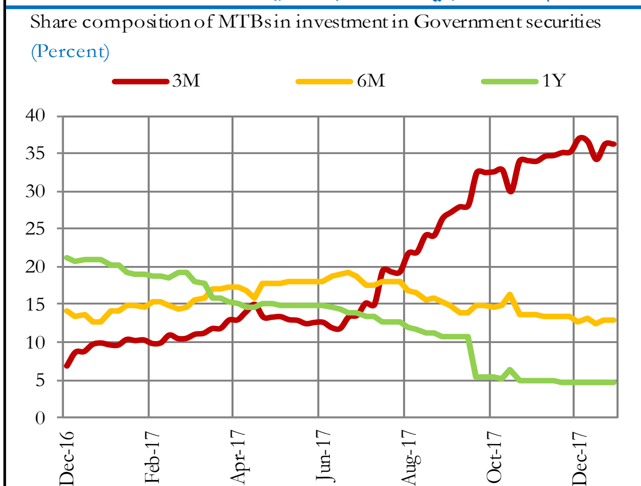
[89] سال 2017ء کی دوسری ششماہی میں پی آئی بیز کی نیلامی کا رجحان سے ظاہر ہوتا ہے ایک کے سوا تمام بولیوں کو مسترد کر دیا گیا کیونکہ اس بولی میں بینکوں نے بلند نرخوں کا مطالبہ کیا تھا:

http://www.sbp.org.pk/ecodata/Pakinvestbonds.pdf

زیادہ دلچسپی سہ ماہی تمسکات میں لی ہے (**شکل 2.10**)۔ڈپازٹ کی نمو میں سست رفتاری ، قرضوں کی فراہمی کی موجودہ رفتار، سال 2018ء متوقع میزانی اخراجات میں متوقع اضافہ ، ترقیاتی اخراجات کا تسلسل اور قرضوں کی واپسی کی لاگت کے بڑھنے کو مد نظر رکھتے ہوئے توقع ہے کہ آگے چل کر حکومت کی میزانی قرض گیری[90] اور بعد ازاں اسٹیٹ بینک کے سیالیت کے ادخالات میں اضافہ ہو سکتا ہے۔ سہ ماہی ٹی بلز کا بڑا حصہ اجرائے ثانی کے خطرے کو بڑھا سکتا ہے۔[91]

شکل 2.10

تین ماہی ایم ٹی بیز میں سرمایہ کاری کا تناسب بڑھ گیا

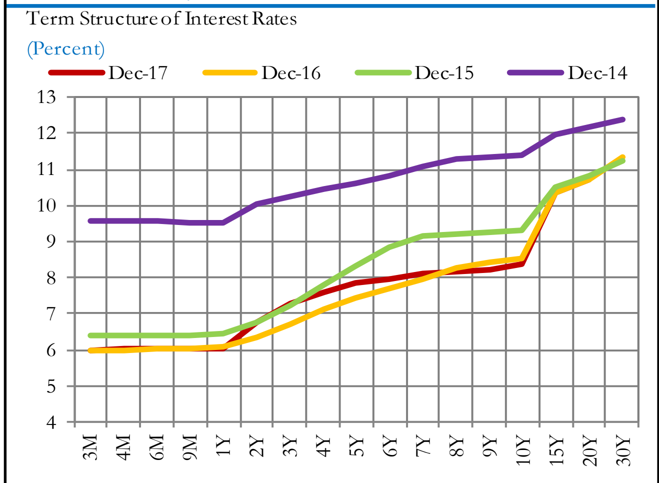


Source: FSD, SBP

آخر دسمبر 2017ء تک ریاستی تمسکات کی ایک مخصوص مدت میں میعادی ساخت سے پتہ چلتا ہے کہ ایک سال سے خطہ ہموار سطح پر ہے لیکن بعد میں یہ اضافے کو ظاہر کرتا ہے۔اگر اس کا تقابل گذشتہ برس کے YTM سے کیا جائے تو 2016ء کے مقابلے میں 2017ء میں طویل مدتی تمسکات پر یافت زیادہ رہی ہے (**شکل 2.11**)۔میعادی تفاوت میں اضافہ بھی نرخوں میں اضافے کی مضبوط توقعات کو ظاہر کرتا ہے۔یہ توقعات عالمی منڈیوں میں تیل کی بلند قیمتوں اور جاری کھاتے کے موجودہ خسارے پر مبنی ہیں، جس سے اسٹیٹ بینک کو شرح سود میں اضافے کے ذریعے مقامی کرنسی کو تحفظ دینے کی ترغیب مل سکتی ہے۔

شکل 2.11

خطِ یافت وسط مدت میں مہنگائی کی بڑھتی ہوئی توقعات کا مظہر ہے



Source: DMMD, SBP

میعادی تفاوت (تین سالہ منفی 6 ماہ) کے قلیل مدتی عام اعداد و شمار جون 2017ء کے بعد قدرے تیزی سے اضافے کو ظاہر کرتے ہیں۔مزید برآں، میعادی تفاوت کا رجحان طویل مدت میں بظاہر ایک ماہ کی مؤخر صارف اشاریہ قیمت مہنگائی (یعنی سرمایہ کار کو دستیاب تازہ ترین معلومات) کے ساتھ خاصا ہم آہنگ ہے (**شکل 2.12**)۔[92]

شرح سود میں اضافے کی توقع اور مقامی کرنسی پر دباؤ کو مجاز ماخوذیاتی ڈیلروں کی جانب سے کیے گئے ماخوذیاتی سمجھوتوں کے ذریعے بھی دیکھا جا سکتا ہے۔ نظرِ ثانی شدہ برس میں ادائیگی فلوٹ کے حجم میں اضافہ ہوا ہے، معین شرح سود تبدل (بیشتر کارپوریٹ صارفین کے ساتھ جو معین شرح میں فروخت کنندہ اور فلوٹنگ میں خریدار ہیں) اور بین کرنسی تبدل موصول ہوئے۔ شرح سود تبدل کے سمجھوتوں کے ذریعے صارفین مستقبل میں شرح سود کی لاگت کی ٹھوس صورت حال کو منجمد کرتے ہوئے طویل مدت کے لیے موجودہ کم شرح پر سرمایہ کاری کا ارادہ رکھتے ہیں (**دیکھیے باکس 2.1**)۔[93]

[90] برائے مہربانی دیکھیے پاکستانی معیشت کی کیفیت پر اسٹیٹ بینک کی دوسری سہ ماہی رپورٹ۔

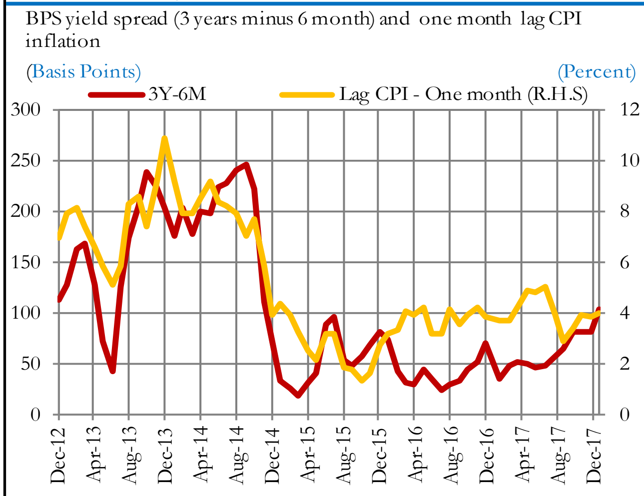
[91] اس خطرے سے بچنے کے لیے حکومت نے مئی 2018ء میں پی آئی بیز پر رواں نرخ متعارف کرایا ہے۔ (http://www.sbp.org.pk/dmmd/2018/C9.htm)

[92] میعادی تفاوت اور مؤخر صارف اشاریہ قیمت کے درمیان طویل مدتی ارتباطی عددی سر 0.32 ہے، جو شماریاتی لحاظ سے اعتماد کی 99 فیصد سطح پر ہے۔

[93] مثلاً، اگر ایک مقامی صارف نے ایک مخصوص مدت کے لیے امریکی ڈالر میں قرضہ لیا تو اسے یہ رقم استعمال کرنے کے لیے امریکی ڈالروں کو پاکستانی روپے میں منتقل کرنا ہو گا اور پھر اسے مدت کی تکمیل پر امریکی ڈالر میں دوبارہ ادائیگی کرنا ہو گی۔

شکل 2.12

یافت کا تفاوت بڑھنے کے ساتھ ساتھ متوقع مہنگائی بڑھنے لگتی ہے



Source: SBP

ایکویٹی مارکیٹ میں تاریخی بلند سطح کو چھونے کے بعد کچھ درستگی---

سال کے دوران ایکویٹی مارکیٹ نے عمدہ کارکردگی کا مظاہرہ کیا ہے۔ کے ایس ای 100 انڈیکس گذشتہ برس کی نمو کی رفتار کو برقرار رکھتے ہوئے مئی کے مہینے میں تاریخی بلند سطح پر پہنچ گیا جبکہ بعد میں جون اور جولائی میں تیزی سے تنزلی کی طرف گیا (**جدول 2.2**)۔ بعد ازاں، مارکیٹ میں جزوی بحالی دیکھی گئی۔ بحیثیت مجموعی 2017ء میں کے ایس ای 100 انڈیکس میں ہونے والی 15.3 فیصد کمی 2008ء کے بحران کے بعد دوسری بڑی کمی ہے، تب ایکویٹی منڈی 58.3 فیصد گری تھی۔

سرفہرست 10 شعبوں (ماسوائے تمباکو) کی منڈی کی سرمایت میں کمی دیکھی گئی۔ سب سے زیادہ کمی "تعمیرات اور مواد" (44.2 فیصد) میں ہوئی جس کے بعد "فارما اور بایوٹیک" (24.2 فیصد)، "کمرشل بینک" (20.9 فیصد) اور کیمیکلز (17.4 فیصد) کا نمبر آتا ہے۔ تیل و گیس کا شعبہ جس کا منڈی کی سرمایت میں حصہ سب سے زیادہ (16.5 فیصد) ہے، اس میں تیل کی عالمی قیمتوں کی سازگار بحالی کے باعث صرف 4.7 فیصد کمی ہوئی۔

جون اور جولائی میں ایکویٹی کی قیمتوں میں کمی کو بعض اہم پیش رفتوں سے منسلک کیا جا سکتا ہے۔ پہلا، ملک کو سال کے وسط میں غیر یقینی سیاسی صورت حال میں شدت کا سامنا تھا، جس کی وجہ سے مقامی سرمایہ کاروں کے اعتماد میں کمی ہوئی۔ دوسرا، جون 2017ء میں ایم ایس سی آئی کے ابھرتی معیشت کے زمرے میں پاکستان کی شمولیت کے نتیجے میں بیرون ممالک سے بھاری مقدار میں رقوم کی متوقع آمد کے باعث مقامی سرمایہ کاروں نے جارحانہ انداز اختیار کیا، جس کی وجہ سے مارکیٹ اپنے عام رجحان سے ہٹ گئی۔ تاہم یہ توقعات پوری نہ ہو سکیں اور مارکیٹ مندی کا شکار ہو گئی۔[94] اس کا نتیجہ میوچل فنڈز جیسے ادارہ جاتی سرمایہ کاروں کی ایکویٹی فنڈز سے مالیاتی مارکیٹ کے فنڈ کی طرف منتقلی کی صورت میں نکلا۔ تیسرا، ترقی یافتہ معیشتوں میں زری سختی (خطرے سے پاک بہتر منافع کی پیشکش کی بدولت) اور پاکستانی روپے کی قدر میں کمی کے متعلق پائی جانے والی غیر یقینی صورت حال (یعنی ممکنہ طور پر پاکستان سے کرنسی کا مطابقت شدہ کم منافع) کے باعث مارکیٹ میں بیرونی سرمایہ کاروں کی حیثیت خالص فروخت کنندہ کی رہی۔

بلند تغیرپذیری کے باعث پاکستان اسٹاک ایکس چینج میں سرمایہ کاری کے منافع میں کمی کا خطرہ بڑھ گیا ہے---

2017ء میں مارکیٹ کا منافع خاصا تغیر پذیر رہا ہے۔ دراصل، اتار چڑھاؤ کی سطح 2008ء کے بعد سے بلند ترین رہی ہے (**شکل 2.13**)۔

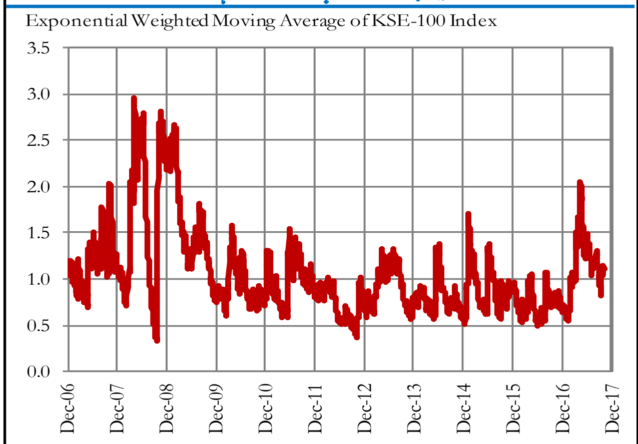
مئی 2017ء کے بعد سے مارکیٹ میں مندی کے احساسات نے ایکویٹی مارکیٹ کے منافع میں کمی کے خطرے کو بڑھا دیا ہے۔ چند ہفتوں کی مختصر مدت (30 مئی تا 11 جولائی) میں

[94] ایم ایس سی آئی کے فرنٹیئر مارکیٹس انڈیکس میں کے ایس ای 100 کا وزن 9.16 فیصد (آخر دسمبر 2016ء تک)، جو ابھرتی منڈیوں کے زمرے میں کم ہو کر صرف 0.08 فیصد ہو گیا۔ انڈیکس میں شامل اسکرپٹس کی تعداد بھی پچھلے میں 16 تھی جو بعد میں کم ہو کر 5 پر آ گئی۔ شاید ابھرتی منڈیوں کے زمرے میں کے ایس ای 100 انڈیکس کی کم اہمیت کے باعث بیرونی رقوم کی آمد کم رہی۔

کے ایس ای 100 انڈیکس کے اصل منافع نے قدر کے خطرے کے پیمانے کو بھاری مارجن کے ساتھ 7 دفعہ (2017ء کے 20 دفعہ میں سے) انحراف کیا ہے (**شکل 2.14**)۔[95] یومیہ کمی کی شدت کا اندازہ اس حقیقت سے لگایا جاسکتا ہے کہ ایک موقع پر یہ منافع دباؤ والے قدر کے خطرے سے بھی کم ہو گیا تھا۔[96]

شکل 2.13

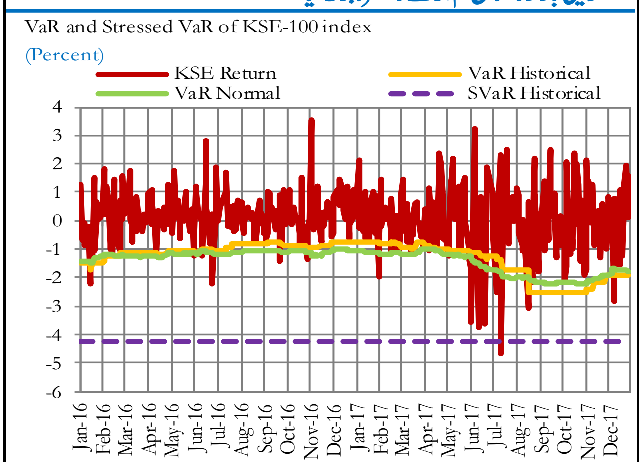
2017ء کے دوران ایکویٹی بازار میں تغیر پذیری بڑھی ہے



Source: Pakistan Stock Exchange

شکل 2.14

ایکویٹی بازار کا منافع کم ہونے کا خطرہ بڑھ گیا



Source: PSX and SBP

جدول 2.2

سال 2017ء میں پاکستان کی سرمایہ منڈیوں میں پیش رفت

	31 دسمبر 2014ء	31 دسمبر 2015ء	31 دسمبر 2016ء	28 دسمبر 2017ء
ملین پاکستانی روپے، علاوہ کمپنیاں، انڈیکس اور بانڈ کے اعداد و شمار				
فہرست شدہ کمپنیوں کی موجودہ تعداد	557	554	558	559
مجموعی فہرستی سرمایہ۔ پاکستانی روپے	1,168,485	1,269,703	1,291,040	1,276,914.17
مارکیٹ کی مجموعی سرمائیت۔ پاکستانی روپیہ	**7,380,532**	**6,928,497**	**9,628,514**	**8,513,478**
کے ایس ای 100 ٹی ایم انڈیکس	**32,131**	**32,811**	**47,807**	**40,371**
نمو کے ایس ای 100 انڈیکس		**2.1 فیصد**	**45.7 فیصد**	**-15.6 فیصد**
کے ایس ای 30 ٹی ایم انڈیکس	20,772	19,309	25,852	20,212
کے ایس ای میزان انڈیکس (کے ایم آئی۔30)	50,735	55,647	81,795	68,634
کے ایس ای تمام حصص کا اشاریہ	23,398	22,868	32,842	29,580
سال میں فہرست شدہ نئی کمپنیاں	6	8	4	7
نئی کمپنیوں کا فہرستی سرمایہ۔ پاکستانی روپیہ	26,973	29,941	5,490	12,549
سال میں فہرست شدہ نئے قرضہ تمسکات	6	2	1	1
نئے قرضہ تمسکات کا فہرستی سرمایہ۔ پاکستانی روپیہ	15,000	25,000	10,000	10,500
اوسط یومیہ ٹرن اوور کی قدر (حصص ملین میں)	219	258	293	248
اوسط یومیہ ٹرن اوور قدر۔ پاکستانی روپیہ	9,402	11,465	11,638	12,111
اوسط یومیہ ٹرن اوور (مستقبل ٹی ایم تا حال	24	36	49	60
یومیہ ٹرن اوور کی اوسط قدر۔ YTD	2,205	3,142	3,057	4,303

ماخذ: بینک دولت پاکستان

[95] قدر کا خطرہ وقت کے کسی بھی نقطے پر سرمایہ کاری کے منافع میں کمی کی ممکنہ رقم (یا تناسب) کو ظاہر کرتا ہے۔ کراچی اسٹاک ایکس چینج کے منافع کو لاحق خطرے کی نوعیت جاننے کے لیے 100 دنوں کی تاریخی رولنگ اور معمول کے قدر کے خطرے کو دباؤ کے حامل قدر کے خطرے کے ساتھ اعتماد کی 95 فیصد سطح پر اخذ کیا گیا ہے۔

[96] نمونے کی ساری مدت (جنوری 2001 تا دسمبر 2017ء) میں خطرے کی دباؤ میں قدر کم از کم 100 دنوں کی رولنگ قدر کے متعلق ہے۔ دباؤ کے حامل قدر کے خطرے کو مئی 2005ء میں دیکھا گیا تھا۔

مارکیٹ میں درستگی کے اقدامات بظاہر احساسات پر مبنی ہیں

مارکیٹ میں سال کے وسط میں درستگی کے بیشتر اقدامات احساسات پر مبنی ہیں جو پوری نہ ہونے والی توقعات سے پیدا ہوئے۔ درج ذیل وجوہات کی بنا پر مبادیات میں کوئی تبدیلی نہیں آئی:

الف۔ بیرونی شعبے کے دباؤ کے علاوہ ملک کی مجموعی معاشی صورت حال مستحکم (کم اور ہدف سے نیچے مہنگائی، کم شرح سود، بڑے پیمانے کی اشیا سازی اور جی ڈی پی کی نمو میں بہتری، سرمایہ کاروں کے اعتماد میں بہتری) رہی ہے۔ (**دیکھیے باب 1**)۔

ب۔ سرمایہ کاری کے متبادل ذرائع غیر پرکشش رہے ہیں۔ جبکہ زری نرمی سے بینکوں اور قومی بچت اسکیموں کی جانب سے دیے جانے والے منافع کی شرح کم رہی ہے۔

ج۔ جنوری 2016ء تا مئی 2017ء میں کے ایس ای 100 انڈیکس میں بلند نمو اپنے تاریخی رجحانات سے یکسر مختلف تھی (**شکل 2.15**)۔ مئی 2017ء میں قیمت و آمدنی کا تناسب بڑھ کر 11.74 تک پہنچ گیا جبکہ 2011 تا 2016ء کے دوران اس کی 5 سالہ اوسط 9.67 رہی۔ مالی استحکام کا جائزہ برائے 2016ء میں ایکویٹی کی قیمتوں میں اچانک اضافے سے محتاط رہنے کا مشورہ دیا گیا تھا۔ لہٰذا مارکیٹ میں درستگی کے اقدامات مکمل طور پر غیر متوقع نہیں تھے۔ قیمت و آمدنی کا تناسب بتدریج کمی کے بعد دسمبر 2017ء میں 7.9 فیصد تک پہنچ گیا۔[97]

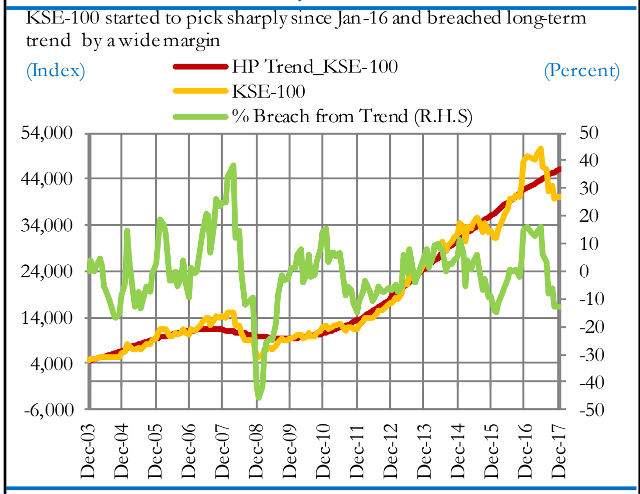
د۔ 2017ء میں کارپوریٹ نفع یابی مضبوط سطح پر رہی ہے۔ دراصل سرفہرست 100 فہرستی کمپنیوں کا ایکویٹی پر بعد از ٹیکس منافع 2016ء کے 15.85 فیصد سے بڑھ کر 2017ء میں 18.57 فیصد ہو گیا (**دیکھیے باب 5**)۔

مارکیٹ میں مندی کا رجحان ایکویٹی سرمایہ کاری میں کمی کا باعث بنا---

ادارہ جاتی اور خردہ دونوں قسم کے سرمایہ کاروں نے ایکویٹی قیمتوں میں کمی پر ردعمل دکھایا ہے۔ خاص طور پر میوچل فنڈز نے اپنی سرمایہ کاری کو کم پرخطر لیکن کم یافت والے بازار زر کے تمسکات کی سمت منتقل کر دیا۔ ایکویٹی میں میوچل فنڈ سرمایہ کاری کی مالیت مئی 2017ء کے 373 ارب روپے سے گر کر دسمبر 2017ء میں 274 ارب روپے پر آ گئی۔ اس کے مقابلے میں بازار زر کے تمسکات میں سرمایہ کاری 26.3 فیصد اضافے کے ساتھ 89 ارب روپے سے بڑھ کر 113 ارب روپے پر آ گئی ہے۔

شکل 2.15

کے ایس ای 100 اشاریہ – حقیقی بمقابلہ ایچ پی رجحان



Source: SBP

تاہم میوچل فنڈز کے جزدان میں ایکویٹی فنڈز کو ابھی تک بالادستی حاصل ہے۔ مئی 2017ء سے خالص خریداری اور خالص انفکاک دونوں میں بتدریج کمی قابل ذکر ہے، جس سے اس بات کی نشاندہی ہوتی ہے کہ سرمایہ کار 'انتظار کرو اور دیکھو' کی پالیسی پر عمل پیرا ہیں (**دیکھیے باب 4.2**)۔

ایکویٹی مارکیٹ میں تغیر پذیری کا بینکوں پر محدود اثر پڑا---

ضوابطی ڈھال کے باعث بینک بڑی حد تک ایکویٹی مارکیٹ میں تغیر پذیری سے محفوظ رہے ہیں جس کی وجہ یہ ہے کہ ان کے سرمائے کے حجم کے مقابلے میں ایکویٹی میں سرمایہ کاری کم رہی ہے (**دیکھیے باب 3.1**)۔[98]

---

[97] ماخذ: بلومبرگ۔

[98] کارپوریٹ / کمرشل بینکاری کے متعلق محتاطیہ ضوابط (PRs) کے آر 6 (ب) کے مطابق اسٹیٹ بینک نے بینکوں کی ایکویٹی میں مجموعی سرمایہ کاریوں کو بعض مخصوص حالات میں ان کی متعلقہ ایکویٹی (اسلامی بینکوں کے لیے 35 فیصد تک) کے 30 فیصد تک محدود کر دیا ہے۔ اسی طرح ایل ٹی ای کے تحت بازل سوم کے قواعد کے مطابق بینکوں کے لیے ضروری ہے کہ وہ مقررہ سرمایہ جاتی چارج کو اے ایم سی کے ذریعے اپنے بالواسطہ ایکویٹی انکشاف پر مقرر کریں۔

کارپوریٹ قرضہ منڈی میں سرمایہ منڈیوں کا حصہ محدود رہا---

مقامی اسٹاک مارکیٹ میں قرضہ جاتی تمسکات کی خرید وفروخت کی سطح بہت کم رہی۔[99] بیشتر واجب الادا میعادی مالکاری سرٹیفکیٹس نجی طور پر رکھے گئے ہیں، چنانچہ ایسے تمسکات کے بہت کم حصے کی مارکیٹ میں تجارت کی جاتی ہے۔ اس لیے، کارپوریٹ کے موجودہ قرضہ تمسکات مارکیٹ کی قیمتوں کا درست اشارہ نہیں دیتے۔[100]

کارپوریٹ اداروں کی جانب سے قرضہ منڈی سے کم رقوم جمع کرنے میں کچھ عوامل نے اہم کردار ادا کیا جن میں کوائف ظاہر کرنے کی سخت شرائط اور فہرست سازی کا قدرے طویل طریقہ کار شامل ہیں۔ قیمتوں کے تعین کے مناسب نشانیے (جیسے کارپوریٹ بانڈ انڈیکس) کا فقدان اور خرید وفروخت کا کم حجم سوجھ بوجھ رکھنے والے سرمایہ کاروں کے لیے نزدیک نہیں بے کشش بنادیتا ہے۔ کارپوریٹ قرضہ منڈی کی ترقی کے لیے ضروری ہے کہ ان رکاوٹوں کو دور کیا جائے تاکہ کارپوریٹ فرمیں سرمایہ کاروں سے براہ راست فنڈنگ حاصل کرسکیں۔ قرضہ منڈی میں پختگی آتے ہی بانڈ کے متعلقہ اشاریے سرمایہ کاروں کے خطرے و منافع کی طلب بہتر انداز میں پوری کرسکتے ہیں۔

مالی منڈیوں کے امکانات ملے جلے ہیں---

بازار زر کی سرگرمیوں کا بنیادی دارومدار مالیاتی ضروریات کے حجم اور قرض گیری کے لیے حکومت کی ادارہ جاتی ترجیح پر ہوگا۔ پاکستانی روپے کی قدر میں کمی اور برآمدی مسابقت میں اضافہ مالی رقوم کی آمد پر مثبت اثر ڈال سکتا ہے۔ تاہم، ضرورت اس امر کی ہے کہ 2018ء میں زرمبادلہ رقوم کے بہاؤ کی مقدار پر نظر رکھی جائے۔

امکان ہے کہ ایکویٹی کے سرمایہ کار عام انتخابات کے نتائج آنے تک ''دیکھو اور انتظار کرو'' کی پالیسی پر عمل پیرا رہیں گے۔ اگلی منتخب حکومت کو اقتدار کی ہموار منتقلی سے سرمایہ کاروں کے مثبت احساسات کو تقویت ملے گی۔ تاہم، عالمی ضوابطی ماحول، مستقبل کا زری پالیسی مؤقف اور بیرونی شعبے کے خطرات مارکیٹ کی سمت پر اثرانداز ہوسکتی ہیں۔

---

[99] ماضی میں بعض بینکوں نے اسٹیٹ بینک کی جانب سے مقرر کردہ کم از کم سرمائے کی شرائط کو پورا کرنے کے ٹی ایف سیز جاری کیے تھے۔

[100] اگرچہ ایک سال سے زائد کی بقایا عرصیت کی پی آئی بیز کی یافت ایک طویل مدتی یافت ہے، لیکن یہ ریاستی بانڈز معمولی خطرے کے حامل ہیں، لہٰذا یہ کارپوریٹ بانڈز کی یافت کا بدل نہیں ہوسکتے۔

باکس 2.1: پاکستان میں ماخوذیات کی منڈی

ماخوذہ ایک ایسا آلہ ہوتا ہے، جس کی قدر کا تعین اس میں پس پردہ شامل اجناس دھات، اشاریہ، کرنسی، بانڈ، اسٹاک وغیرہ پر ہوتا ہے۔ ماخوذیات کا خالص مالی نتیجہ صفر ہوتا ہے (یعنی فریقِ مخالف کی لاگت دوسرے کا فائدہ ہوتا ہے)۔ سٹے بازی کے مقاصد کے علاوہ ماخوذیات ممکنہ خطرات کے بارے میں پیش بندی کا موقع بھی فراہم کرتے ہیں۔

پاکستان میں ماخوذیات کی ایک محدود تعداد کی اجازت ہے۔ مثلاً، اسٹیٹ بینک نے اوور دی کاؤنٹر ماخوذیاتی مصنوعات کی اجازت صرف پیش بندی کے مقاصد سے دی ہے اور اس کا استعمال صرف بعض مخصوص حالات اور کوائف ظاہر کرنے اور رپورٹنگ کی شرائط پر ہے۔[101]،[102] صرف ماخوذیاتی مجاز ڈیلر اور نان مارکیٹ ساز مالی ادارے ہی ماخوذیات کا کام انجام دے سکتے ہیں۔[103] ایس ای سی پی نے فیوچرز مارکیٹ ایکٹ 2016ء کے ذریعے فہرستی ایکویٹی کے مستقبلات کی اجازت دی ہے، جس کے تحت نیشنل کلیئرنگ کمپنی آف پاکستان لمیٹڈ (این سی سی پی ایل) کلیئرنگ ہاؤس کے طور پر اپنا کردار ادا کرتا ہے۔[104]
پاکستان مرکنٹائل ایکس چینج نے اجناس کے مستقبلات کی اجازت دی ہے۔

مالی ماخوذیاتی کاروبار کے بارے میں اسٹیٹ بینک کے رہنما خطوط (2004ء) میں چار قسم کے ماخوذیاتی تمسکات کی اجازت دی گئی ہے یعنی (الف) شرح سود تبدل (ب) پیشگی نرخ کا سمجھوتہ (ج) تیسرا کرنسی آپشن اور (د) بین کرنسی تبدل۔[105] ماخوذیاتی سمجھوتے اوور دی کاؤنٹر بنیاد پر دیے جاتے ہیں۔

اگرچہ پاکستان میں ماخوذیات کی تجارت محدود ہے، اسی طرح اس کے صارفین جو اس کام سے اچھی طرح واقف ہوں اور یہ بھی صرف پیش بندی کے مقصد سے ہے، ایسے سمجھوتے مخالف فریقوں کے خطرے کے احساس کا اشارہ ہیں۔

ایسے اشاروں کو پیشگی تنبیہ کے اظہاریے کہا جاسکتا ہے اور پالیسی کے آلات تشکیل دیتے وقت (جیسے زری پالیسی، میکرو پروڈنشل پالیسی وغیرہ) انہیں مفید معلومات کے طور پر استعمال کیا جاتا ہے۔ تاہم بنیادی مفروضہ یہ ہے کہ مخالف فریقوں کی آلات کے بنیادی اصولوں اور طریقہ کار سے واقف ہوں تاکہ وہ اپنی مخصوص کاروباری ضروریات کے تناظر میں اسے استعمال کر سکیں۔

2017ء میں ماخوذیاتی لین دین کے مجموعی اعدادوشمار سے ظاہر ہوتا ہے کہ اہم ماخوذیاتی سمجھوتے شرح سود تبدل اور بین کرنسی تبدل ہیں۔ شرح سود تبدل میں صارفین ایک سمجھوتے میں داخل ہوتے ہیں جن میں وہ کسی فرضی رقم کی یا تو معین شرح ادا کرتے ہیں اور رواں شرح حاصل کرتے ہیں[106]۔ 2017ء میں شرح سود تبدل کے سمجھوتوں کے عمومی رجحان سے ظاہر ہوتا ہے کہ صارفین نے معین شرح کو بیچا جبکہ رواں شرح کو خریدا ہے۔[107] اسے مستقبل قریب میں کم شرح سود کی توقعات کے بتدریج خاتمے سے منسوب کیا جاسکتا ہے، جن میں صارفین اپنے واجبات پر کم لاگت کو منجمد کرنا چاہتے ہیں۔ مجاز ڈیلر عام طور ایسے سمجھوتوں میں بہت سے خطرات کو مد نظر رکھتے ہیں (خطرۂ قرض، نرخوں میں اضافے کا خطرہ اور نرخ میں تغیر پذیری وغیرہ)۔ موجودہ سمجھوتے رواں شرح کے مقابلے میں معین شرح کا تقریباً 200 بی پی ایس پریمیم شامل کرتے ہیں۔

پاکستان میں ماخوذیات کا ایک اور اہم جز بین کرنسی تبدل ہے، جو عام طور پر خطرۂ شرح مبادلہ سے تحفظ فراہم کرتا ہے۔ شرح مبادلہ میں تغیر پذیری اور بیرونی شعبے کا دباؤ 2017ء میں بین کرنسی تبدل کی مقدار میں اضافے کا باعث بنا۔[108] ڈیٹا سے پتہ چلتا ہے کہ مجاز ماخوذیاتی ڈیلر نہ صرف آپس میں بلکہ دیگر اداروں اور کارپوریٹ صارفین دونوں کے ساتھ سمجھوتے کرتے رہے ہیں، پیش بندی کے ساتھ ساتھ مارکیٹ سازی کے لیے بھی۔ ان میں سے بیشتر سمجھوتے کئی قسم کی میعادوں کے لیے امریکی ڈالر اور پاکستانی روپے میں کیے گئے۔ اس کے علاوہ بعض مجاز ماخوذیاتی ڈیلر اپنے ماخوذیاتی جزدان میں جن زر مبادلہ آپشنز کو استعمال کرتے ہیں، ان میں سے بیشتر کی نوعیت یورپی ہے، پیش بندی اور مارکیٹ سازی دونوں کے لیے۔ تاہم 2017ء میں ماخوذیاتی سمجھوتوں میں پیشگی نرخ کے سمجھوتے بہت کمیاب رہے ہیں۔ مارک ٹو مارکیٹ تبدیلیوں کے نتیجے میں پیدا ہونے والی غیر یقینی صورتحال کے علاوہ ماخوذیات کو کئی خطرات لاحق ہیں جن میں خطرۂ سیالیت (یعنی مناسب لاگت پر سودا کرنے کی صلاحیت کا فقدان)، سمجھوتے میں مبہم شقوں کے باعث قانونی خطرہ وغیرہ۔

آگے چل کر ماخوذیات کے حجم، تعداد اور اقسام کا انحصار اہم معاشی متغیرات کی غیر یقینی کیفیت کی شدت پر ہو گا، خاص طور پر شرح مبادلہ اور شرح سود پر۔ تاہم، قابل صارفین کے فقدان اور اس حقیقت کو سامنے رکھتے ہوئے کہ ایسے آلات کے استعمال کی صرف خطرات کی پیش بندی کے لیے اجازت دی گئی، ماخوذیاتی سمجھوتے 2018ء میں محدود رہنے کی توقع ہے۔

---

[101] دیکھیے بی ایس ڈی سرکلر نمبر 17، 2004ء: http://www.sbp.org.pk/bsd/2004/C17.htm

[102] تمام ماخوذیاتی لین دین کی رپورٹنگ ماخوذیاتی ٹرانزیکشن رپورٹنگ سسٹم (ڈی ٹی آر ایس) کے ذریعے اسٹیٹ بینک کو ہفتہ وار بنیادوں پر کی جاتی ہے۔ http://www.sbp.org.pk/dmmd/2015/C6.htm۔

[103] مجاز ماخوذیاتی ڈیلروں اور این ایم آئیز کے لیے دیکھیے (http://www.sbp.org.pk/DFMD/FS-Dom.asp)۔

[104] برائے مہربانی دیکھیے ایس ای سی پی کا فیوچر مارکیٹ ایکٹ 2016ء (https://www.secp.gov.pk/document/futures-market-act-2016/?wpdmdl=14687)۔

[105] http://www.sbp.org.pk/DFMD/FS-Dom.asp

[106] شرح سود تبدل کو سٹے بازی اور پیش بندی دونوں مقاصد کے لیے استعمال کیا جاتا ہے (پاکستان میں صرف پیش بندی کی اجازت ہے)۔ جو پارٹی معین شرح ادا کرتی ہے (اسے معین ادا کنندہ بھی کہا جاتا ہے) اسے توقع ہوتی ہے کہ مستقبل میں اس کے نرخ بڑھیں گے۔ اس کے ساتھ ساتھ معین ادا کنندہ کو معاہدے کے آغاز پر ادائیگیوں کی رقوم کے اخراج کے بہاؤ کا علم ہوتا ہے۔ معین موصول کنندہ (رواں ادا کنندہ) توقع کرتا ہے کہ شرح میں تبدیلیاں اس طرح کی جاتی ہیں کہ ان کی وصولی (معین)، ادائیگی (رواں) کے مقابلے میں بلند ہو گی۔ شرح سود تبدل کے سمجھوتے عام طور پر طویل مدت کے لیے ہوتے ہیں۔

[107] زیادہ تر رواں شرح کے لیے سہ ماہی کائبور کو استعمال کیا جاتا ہے۔

[108] بین کرنسی تبدل کے سمجھوتوں میں مخالف فریق اسپاٹ نرخوں پر دو مختلف کرنسیوں کا تبادلہ کرتے ہیں (اسے دو مختلف کرنسیوں میں قرض لینا اور قرض دینا بھی کہا جاتا ہے)۔ دونوں فریقوں کو کرنسی قرض دینے پر شرح سود اور قرض لی گئی کرنسی پر ادائیگی ملتی ہے، اور یہ اصل کرنسیوں کی پہلے سے طے کردہ شرح مبادلہ کا میعاد کے اختتام پر تبادلہ کرتے ہیں۔

باکس 2.2: پاکستان میں اجناس کی منڈی

دنیا کے کئی ممالک میں اجناس کی ایکس چینجز کام کر رہی ہیں، جو خریداروں اور فروخت کاروں کو اجناس کی تجارت کا ایک پلیٹ فارم مہیا کرتی ہیں۔ ان میں سے کچھ ایکس چینجز ایک طویل تاریخ رکھتی ہیں اور متنوع مصنوعات کی پیشکش کے ساتھ مؤثر اور جاذب لاگت پلیٹ فارم مہیا کرتی ہیں اور انہیں بین الاقوامی / علاقائی مراکز کا درجہ حاصل ہے۔ اطلاعاتی ٹیکنالوجی پر انحصار کرتے ہوئے یہ ایکس چینجز جغرافیائی مقام اور علاقے سے بالاتر ہو کر تجارت کی سہولت فراہم کرتی ہیں۔ انٹر کونٹی نینٹل ایکس چینج (ICE)، شکاگو مرکنٹائل ایکس چینج (CME)، دبئی گولڈ اینڈ کموڈیٹی ایکس چینج عالمی شہرت کی حامل ہیں۔ چھوٹی ایکس چینجز دوسرے ممالک میں بھی آپریٹ کرتی ہیں۔

اجناس کی تجارت کے ایک باضابطہ پلیٹ فارم کی فراہمی اور سرمایہ کاروں کا اعتماد بڑھانے کی غرض سے سیکیورٹیز اینڈ ایکس چینج کمیشن آف پاکستان (SECP) نے پاکستان مرکنٹائل ایکس چینج لمیٹڈ (PMEX) (جو قبل ازیں نیشنل کموڈیٹی ایکس چینج لمیٹڈ) کے قیام کی اجازت دی، جو کہ ملک کا پہلا ڈی میوچل ایکس چینج ہے، جس میں ملکیت اور تجارت کے حقوق کو مکمل طور پر الگ الگ رکھا گیا ہے۔ ابتدائی اہم فریقوں میں کراچی، لاہور اور اسلام آباد اسٹاک ایکس چینجز اور اہم مالی ادارے شامل ہیں۔ ابتدا میں تجارت کی جانے والی صرف چند فعال بین الاقوامی اجناس کے نقد تصفیہ شدہ معاہدوں کو لسٹ کیا جاتا تھا، لیکن فی الوقت نقد کے تصفیہ شدہ اور قابل فراہمی (مستقبل) معاہدوں کی تجارت کی جارہی ہے۔

اس وقت پی ایم ای ایکس کے ارکان کی تعداد 300 ہے۔[109] مالی سال 17ء میں خرید و فروخت کا مجموعی حجم بڑھ کر 1.3 ٹریلین روپے تک پہنچ گیا، جس میں بڑا حصہ خام تیل، کرنسی کے جوڑوں اور سونے کا ہے۔[110] صحت مند تجارت کی عکاسی پی ایم ای ایکس اشاریے میں اضافے سے ہوتی ہے جو 2017ء کے اختتام تک 3,232 پوائنٹس تک پہنچ گیا ہے اور اس میں 5.57 فیصد کی سال بسال نمو کو ظاہر کرتا ہے۔

پی ایم ای ایکس کے قیام کا مقصد حقیقی معیشت کے شرکاء کو سرمایہ کاروں سے جوڑنا ہے۔ اگرچہ ایکس چینج میں زراعت پر مبنی بہت سی اجناس کی تجارت ہوتی ہے، لیکن کاشت کاروں کی شرکت بظاہر کم ہے، جس کا اہم سبب مالی خواندگی، سرمائے اور مارکیٹ تک رسائی کا فقدان ہے۔

اس کے علاوہ پی ایم ای ایکس اسلامی مالی اداروں (آئی ایف آئیز) کی سیالیت کے انتظام اور بعض اسلامی مالی مصنوعات میں چکتائی کا خطرہ زائل کرنے کا ایک اہم پلیٹ فارم بن چکا ہے۔
دسمبر 2017ء میں اسٹیٹ بینک اور ایس ای سی پی نے پی ایم ای ایکس کے شریعت سے ہم آہنگ مرابحہ کی تجارت کے پلیٹ فارم[111] کے ذریعے سہ ماہی بنیاد پر پائلٹ مرابحہ کموڈیٹی ٹریڈنگ کے افتتاح کی اجازت دی تھی (**شکل 1**)۔ ملک کی پہلی الیکٹرانک مرابحہ ٹرانزیکشن دسمبر 2017ء میں دو اسلامی بینکوں[112] کے درمیان ہوئی تھی۔ چنانچہ پی ایم ای ایکس اسلامی بینکوں کے پاس موجود اضافی سیالیت کے طویل مدتی مسئلے کو حل کرنے میں ایک مؤثر وساطتی ادارے کا کردار انجام دے سکتا ہے۔

شکل 1

اجناس کے مرابحہ کی تجارت میں لین دین

Source: PMEX Newsletter, Oct-Dec 2017

علاوہ ازیں، سلم، مرابحہ، استصناع وغیرہ جیسی اسلامی مالیات کی بعض مصنوعات کے لیے ضروری ہے کہ وہ نادہندگی کی صورت میں بنیادی (وعدہ شدہ) جنس کو مارکیٹ سے اسپاٹ خریداری کر کے فراہم کریں۔ لہٰذا، وسیع رینج کی حامل کموڈیٹی مارکیٹ کی ترقی چکتائی کے خطرے (جو مارکیٹ میں اجناس کی عدم دستیابی کے باعث پیدا ہوتا ہے) کو کم کر دے گی اور اسلامی بینکاری کو بھی فروغ ملے گا۔

مالی استحکام کے تناظر میں اجناس کی ایک فعال منڈی (سرمایہ کاری کے متبادل بندوبست کے طور پر) روایتی مالی اثاثوں (ایکویٹی، بانڈز، ماخوذیات وغیرہ) کے منافع میں کمی کے مقابلے میں تنوع کے ذریعے مؤثر تحفظ فراہم کر سکتی ہے۔[113] پاکستان کے معاملے میں پی ایم ای ایکس اور کے ایس ای 100 اشاریوں کے تاریخی ڈیٹا کے تقابل سے پتہ چلتا ہے کہ گذشتہ پانچ برسوں کے دوران ان دونوں کے درمیان ربط منفی 0.21 (یومیہ ڈیٹا کی بنیاد پر) رہا ہے (**شکل 2**)۔ اس سے یہ ظاہر ہوتا ہے کہ جس مدت میں کے ایس ای 100 انڈیکس میں مندی (بلند تغیر پذیری کے ساتھ) دیکھی گئی، اس میں پی ایم ای ایکس فائدے میں رہا تھا۔

پاکستان میں رسمی کموڈیٹی ایکس چینج کی شروعات سے قبل تاجروں کو خطرۂ شرح مبادلہ کا زیادہ سامنا تھا۔ دراصل انہیں تجارت بین الاقوامی ایکس چینجوں کے ذریعے کرنی تھی، جن میں زرمبادلہ کی ادئیگیاں کی جاتی تھیں۔ پی ایم ای ایکس اس ضمن میں بھی زیادہ فائدہ مند ہے کیونکہ وہ اپنے شرکا کو مقامی کرنسی میں مارجن ادا

109 http://www.pmex.co/wp-content/uploads/2018/04/PMEX-Membership-Database-Web-Site.pdf

110 پی ایم ای ایکس سالانہ رپورٹ، 2017ء۔

111 یہ روایتی ریپو لین دین کا ایک اسلامی متبادل ہے (عربی میں بیع انا)۔

112 پی ایم ای ایکس نیوزلیٹر، اکتوبر تا دسمبر 2017ء: http://www.pmex.co/wp-content/uploads/2018/04/NL-PDF.pdf

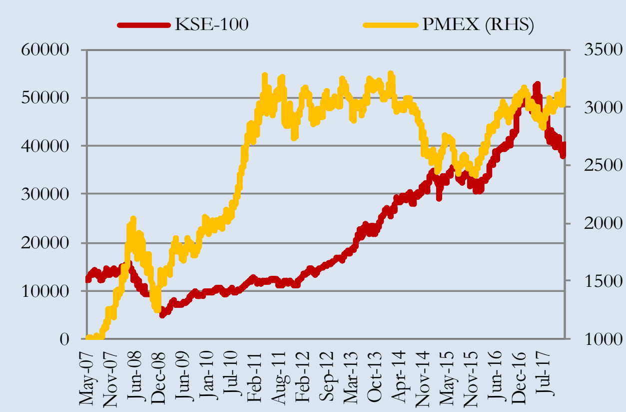
113 ماخذ: بھدرواج، گورٹن اور رووین ہورسٹ (2015ء): این بی ای آر ورکنگ پیپر نمبر 21243، اجناس کے فیوچرز کے متعلق "حقائق اور تصورات": http://www.nber.org/papers/w21243

کرنے کی اجازت دیتا ہے، اس حقیقت کے باوجود کہ کئی اجناس کی قیمتوں کی مالیت امریکی ڈالر میں شمار کی جاتی ہے۔

شکل 2

پی ایم ای ایکس اور کے ایس ای 100 اشاریہ میں مخالف گردشی رویے کا اظہار

Comparison of PMEX and KSE-100 index



Source: SBP, PMEX

ٹیکنالوجی پر مبنی ایک مستعد آپریشنل فریم ورک کے ساتھ انتظامِ خطر کے مضبوط طریقوں کی موجودگی اجناس کی ایک متحرک مارکیٹ کی دو بنیادی شرائط ہیں۔ یہاں یہ امر قابل ذکر ہے کہ 2017ء کے دوران پی ایم ای ایکس نے ٹیکنالوجی میں جدت لانے ایک پروگرام شروع کیا ہے، جس کے تحت اس نے اپنے بنیادی ٹیکنالوجی کے آرکیٹکچر کو کلاؤڈ کمپیوٹنگ پر منتقل کر دیا ہے تاکہ اپنے ارکان کو مؤثر خدمات مہیا کی جا سکیں۔ پی ایم ای ایکس اپنے انتظام خطر کے نظام کو تقویت دینے کے لیے بھی کوشاں ہے۔ کموڈیٹی ایکس چینج نے انٹرپرائز رسک مینجمنٹ کا ایک جامع فریم ورک وضع کرنے کے ساتھ ساتھ بروکروں کے لیے ایک ضابطۂ اخلاق بھی وضع کیا ہے اور مارکیٹ ضوابط کو تفصیل سے بیان کیا گیا ہے تاکہ تمام فریقوں کے مفاد کا تحفظ کیا جا سکے۔

تجارت کا ایک پلیٹ فارم مہیا کرنے کے علاوہ پی ایم ای ایکس لین دین کی کلیئرنگ اور چکتائی میں بھی سہولت دیتا ہے۔ چونکہ اس میں چکتائی کا خطرہ موجود ہوتا ہے، اس لیے پی ایم ای ایکس اپنے اراکین کو قدر کے خطرے کے تاریخی رجحان پر مبنی مارجن برقرار رکھنے کا تقاضا کرتا ہے اور اس نے 'سیٹلمنٹ گارنٹی فنڈ' بھی قائم کیا ہے، جس کی رقم 30 جون 2017ء تک 68.84 ملین روپے تھی۔[114] اس کا مقصد کسی بھی قسم کے نظمی خطرے کے امکان کو زائل کرنا ہے۔

اس سے قطع نظر، ضرورت اس امر کی ہے کہ حقیقی شعبے (خاص طور پر کاشت کاروں) کے مزید فریقوں کو مارکیٹ میں لا کر اس کی رسائی میں اضافہ کیا جائے تاکہ وہ قیمتوں کی شفاف میکانیت سے فائدہ اٹھانے کے قابل ہو سکیں۔ پی ایم ای ایکس کی ترقی سے یہ مالی منڈیوں میں افراتفری کی مدت میں انہیں ایک خطرے سے محفوظ پلیٹ فارم فراہم کر سکتا ہے۔

[114] پی ایم ای ایکس نیوز لیٹر، اکتوبر تا دسمبر 2017ء- http://www.pmex.co/wp-content/uploads/2018/04/NL-PDF.pdf