

مدیریت بدهی عمومی و پایداری مالی دولت پاکستان در سال مالی ۲۰۲۶-۲۰۲۵

خلاصه

مدیریت بدهی عمومی پاکستان در سال مالی ۲۰۲۶-۲۰۲۵ بر کاهش ریسک‌های مالی، افزایش اتکا به استقراض داخلی و حرکت به سمت ابزارهای میان‌مدت و بلندمدت متمرکز بود. در نه ماه نخست سال مالی، رشد موجودی بدهی عمومی ۳,۴ درصد بود که نسبت به ۶,۷ درصد در مدت مشابه سال قبل کاهش داشت. دولت با استفاده بیشتر از اوراق قرضه سرمایه‌گذاری پاکستان، انتشار ابزارهای بلندمدت‌تر و بازخرید حدود ۲,۱ تریلیون روپیه اوراق دولتی، تلاش کرد ساختار سررسید بدهی و ریسک تأمین مالی مجدد را بهبود دهد.

سهم بدهی خارجی در کل بدهی عمومی حدود ۳۱ درصد باقی ماند و متوسط زمان سررسید بدهی داخلی از ۳,۸۰ به ۳,۸۶ سال افزایش یافت. هزینه خدمات بدهی نیز با کاهش ۲۳ درصدی نسبت به سال قبل به ۴,۹۴۸ میلیارد روپیه رسید که عمدتاً ناشی از کاهش نرخ بهره، مدیریت بهتر بدهی و کاهش اتکا به استقراض کوتاه‌مدت بود. در پایان مارس ۲۰۲۶، بدهی داخلی به ۵۷,۶ تریلیون روپیه و بدهی عمومی خارجی به ۹۲,۲ میلیارد دلار رسید. در بخش خارجی، وام‌های چندجانبه با ۴۲,۵ میلیارد دلار بزرگ‌ترین سهم را داشتند و ساختار بدهی عمدتاً بر تأمین مالی بلندمدت و دارای شرایط مالی مساعد استوار بود. در مجموع، سیاست دولت بر طولانی‌تر کردن سررسید بدهی، کاهش ریسک ارزی و تأمین مالی مجدد، افزایش سهم ابزارهای منطبق با شریعت و حفظ پایداری بدهی در میان‌مدت و بلندمدت متمرکز بوده است.

متن

مدیریت بدهی عمومی نقش محوری در چارچوب مالی و اقتصادی کشور ایفا می‌کند و یکی از ابزارهای اصلی برای تأمین کسری بودجه، حمایت از هزینه‌های توسعه‌ای و مدیریت شوک‌های کلان اقتصادی است. این بدهی معمولاً از منابع داخلی و خارجی تأمین می‌شود که هر یک فرصت‌ها و ریسک‌های متفاوتی دارند. در حالی که استقراض عمومی به دولت امکان می‌دهد هزینه‌ها را در طول زمان هموار کند و در زیرساخت‌ها و خدمات اجتماعی سرمایه‌گذاری کند، بدهی بیش از حد یا مدیریت نامناسب آن می‌تواند به افزایش هزینه‌های بهره، کاهش سرمایه‌گذاری خصوصی، انتقال نامتوازن منابع میان نسل‌ها و افزایش آسیب‌پذیری در برابر شوک‌های نرخ ارز و نرخ بهره منجر شود. در صورت تداوم این ریسک‌ها، پایداری مالی بلندمدت و ثبات اقتصادی کشور تضعیف خواهد

شد. از این رو، دولت همچنان بر استقرار محتاطانه، مدیریت فعال سبد بدهی و حفظ پایداری بدهی در میان مدت و بلندمدت تمرکز دارد.

هدف اصلی مدیریت بدهی عمومی، تأمین نیازهای ناخالص مالی دولت با کمترین هزینه ممکن در میان مدت و بلندمدت و در عین حال حفظ ریسک در سطحی محتاطانه است. شیوه مدیریت بدهی در کشورها، متناسب با ساختارهای نهادی، شرایط اقتصاد کلان، چارچوب‌های قانونی و نظام‌های حکمرانی آنها متفاوت است. هدف آن است که هم سطح بدهی عمومی و هم روند رشد آن پایدار باشد و سبد بدهی نیز از نظر ترکیب ارزی، سررسید و ساختار زمانی، به صورت کارآمد و با سطحی محتاطانه از بدهی‌های احتمالی مدیریت شود.

در همین چارچوب، طی نه ماه نخست سال مالی ۲۰۲۶، منتهی به مارس ۲۰۲۶، سبد بدهی عمومی و عملیات استقرار پاکستان تحولات مهمی داشت که مهم‌ترین آنها عبارت‌اند از:

- کسری مالی عمدتاً از طریق منابع داخلی تأمین شد و اتکا به استقرار خارجی کاهش یافت؛ موضوعی که به تقویت ثبات بخش خارجی کمک کرد.

- در سبد بدهی داخلی، دولت عمدتاً از ابزارهای میان مدت و بلندمدت، از جمله اوراق قرضه سرمایه‌گذاری پاکستان (PIB) و صکوک اجاره دولتی (GIS)، برای تأمین مالی کسری استفاده کرد.

- برای پاسخ به تقاضای سرمایه‌گذاران نهادی، دولت انتشار اوراق قرضه بدون کوپن ۱۵ ساله (PIB) را آغاز کرد و از این محل، ۲۶۳ میلیارد روپیه بر مبنای ارزش تحقق‌یافته جذب کرد. این ابزار ضمن کمک به توسعه بازار سرمایه، با افزایش متوسط سررسید بدهی و کاهش فشار بازپرداخت بدهی‌های کوتاه‌مدت، به بهبود ساختار بدهی کمک می‌کند. دولت همچنین در راستای افزایش سهم تأمین مالی منطبق با شریعت، صکوک اجاره ۱۰ ساله با نرخ ثابت و بدون کوپن را معرفی کرد.

- در نه ماه نخست سال مالی ۲۰۲۶، دولت حدود ۲,۲۵ تریلیون روپیه از طریق انتشار صکوک منطبق با شریعت جذب کرد.

- پرداخت‌های مربوط به تعهدات خارجی دولت به ۶,۱ میلیارد دلار رسید که شامل ۲,۷ میلیارد دلار از منابع چندجانبه، ۱,۱ میلیارد دلار از شرکای توسعه دوجانبه، ۲ میلیارد دلار از گواهی‌های نایا پاکستان و ۰,۲ میلیارد دلار از بانک‌های تجاری بود. همچنین دولت ۱,۲ میلیارد دلار از تسهیلات برنامه تسهیلات توسعه‌یافته (EFF) صندوق بین‌المللی پول دریافت کرد.

- دولت به اجرای عملیات مدیریت بدهی (LMO) ادامه داد و حدود ۲,۱ تریلیون روپیه اوراق بهادار دولتی را بازخريد کرد؛ اقدامی که با هدف مدیریت هزینه‌های بازپرداخت و بهینه‌سازی ساختار بدهی انجام شد.

۱- بدهی عمومی معوق

قانون مسئولیت مالی و محدودیت بدهی مصوب ۲۰۰۵ (FRDLA)، کل بدهی عمومی را بدهی دولت، شامل دولت فدرال و دولت‌های استانی، که از محل صندوق تلفیقی قابل پرداخت است، به‌علاوه بدهی‌های مربوط به صندوق بین‌المللی پول تعریف می‌کند. روند کل بدهی عمومی در جدول ۹,۱ ارائه شده است.

Table 9.1: Total Public Debt								Rs billion
	Jun-19	Jun-20	Jun-21	Jun-22	Jun-23	Jun-24	Jun-25	Mar-26
Domestic Debt	20,732	23,283	26,265	31,085	38,810	47,160	54,472	57,566
External Debt	11,976	13,116	13,595	18,157	24,071	24,086	26,047	25,720
Total Public Debt	32,708	36,399	39,860	49,242	62,881	71,246	80,518	83,285
Total Debt of the Government*	29,521	33,235	35,663	44,361	57,779	65,105	73,267	
(As percent of GDP)								
Domestic Debt	47.3	49.0	47.0	46.7	46.4	44.9	47.9	-
External Debt	27.3	27.6	24.4	27.3	28.8	22.9	22.9	-
Total Public Debt	74.7	76.6	71.4	73.9	75.2	67.8	70.7	-
Total Debt of the Government	47.3	49.0	47.0	46.7	69.1	61.9	64.4	-
* As per the Fiscal Responsibility and Debt Limitation Act, 2005 (as amended from time to time), "Total Debt of the Government" means the debt of the Government (including the Federal Government and the Provincial Governments) serviced out of the consolidated fund and debts owed to the International Monetary Fund (IMF) less accumulated deposits of the Federal and Provincial Governments with the banking system.								
Source: State Bank of Pakistan and Debt Management Office, Ministry of Finance.								

در نه ماه نخست سال مالی ۲۰۲۶، موجودی بدهی عمومی ۳,۴ درصد افزایش یافت که کمتر از رشد ۶,۷ درصدی ثبت‌شده در مدت مشابه سال قبل بود. عوامل اصلی مؤثر بر تغییر موجودی کل بدهی عمومی در این دوره در جدول ۹,۲ ارائه شده است.

Table 9.2: Increase in Total Public Debt				Rs billion
	Jul-Mar FY 2024	Jul-Mar FY 2025	Jul-Mar FY 2026	
Increase / (Decrease) in Total Public Debt	4,644	4,761	2,767	
of which:				
Federal Primary Deficit / (Surplus)	(1,180)	(2,415)	(2,455)	
Interest on Debt	5,518	6,439	4,948	
Other (Exchange Rate / Cash Balances / Accounting impact)	306	738	275	
Source: Budget Wing and Debt Management Office, Ministry of Finance				

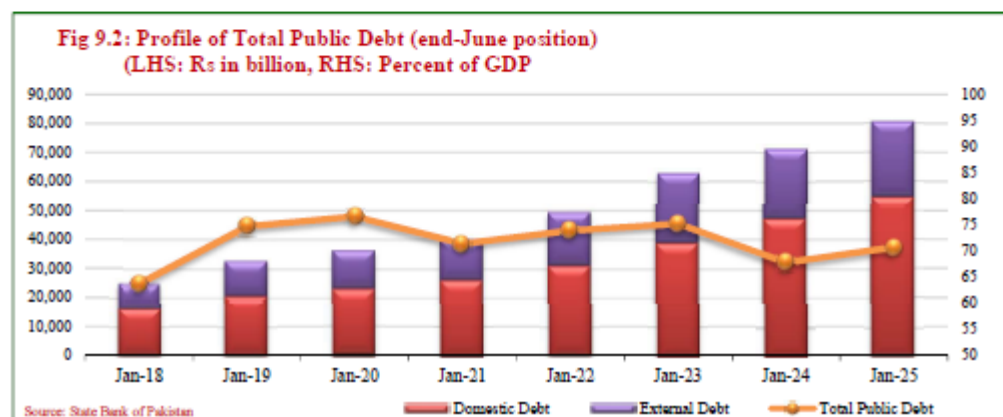
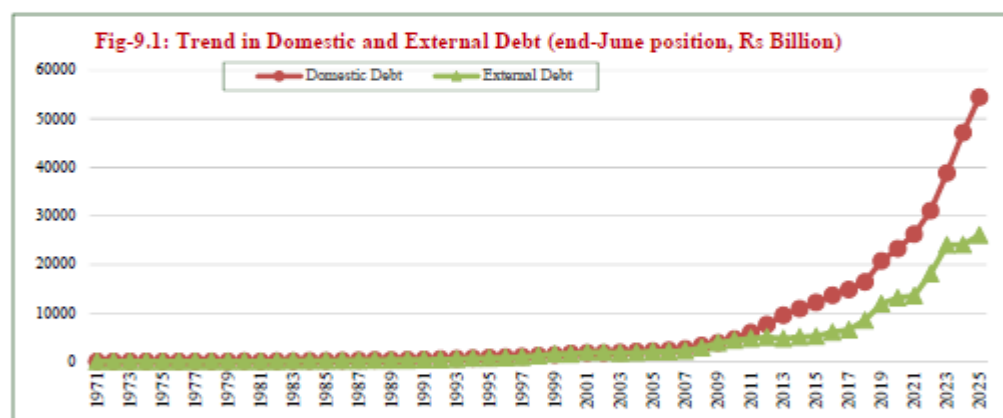
روند کل بدهی عمومی از سال ۱۹۷۱ تا ۲۰۲۶ در جدول ۹،۳ و شکل ۹،۱ نشان داده شده است. همچنین مشخصات بدهی داخلی، بدهی خارجی و کل بدهی عمومی به عنوان درصدی از تولید ناخالص داخلی در شکل های ۹،۱ و ۹،۲ ارائه شده است.

Table 9.3: Trend in Total Public Debt (end-June; Rs billion)

Year	DD	ED	PD	Year	DD	ED	PD	Year	DD	ED	PD
1971	14	16	30	1989	333	300	634	2007	2,601	2,201	4,802
1972	17	38	55	1990	381	330	711	2008	3,274	2,853	6,127
1973	20	40	60	1991	448	377	825	2009	3,860	3,871	7,731
1974	19	44	62	1992	532	437	969	2010	4,653	4,357	9,010
1975	23	48	70	1993	617	519	1,135	2011	6,014	4,756	10,771
1976	28	57	85	1994	716	624	1,340	2012	7,638	5,059	12,697
1977	34	63	97	1995	809	688	1,497	2013	9,520	4,771	14,292
1978	41	71	112	1996	920	784	1,704	2014	10,907	5,085	15,991
1979	52	77	130	1997	1,056	939	1,995	2015	12,193	5,188	17,380
1980	60	86	146	1998	1,199	1,193	2,392	2016	13,626	6,051	19,677
1981	58	87	145	1999	1,389	1,557	2,946	2017	14,849	6,559	21,409
1982	81	107	189	2000	1,645	1,527	3,172	2018	16,416	8,537	24,953
1983	104	123	227	2001	1,799	1,885	3,684	2019	20,732	11,976	32,708
1984	125	132	257	2002	1,775	1,862	3,636	2020	23,283	13,116	36,399
1985	153	156	309	2003	1,895	1,800	3,694	2021	26,265	13,595	39,861
1986	203	187	390	2004	2,028	1,839	3,866	2022	31,085	18,157	49,242
1987	248	209	458	2005	2,178	2,034	4,211	2023	38,810	24,071	62,881
1988	290	233	523	2006	2,322	2,038	4,359	2024	47,160	24,086	71,246
2025	54,472	26,047	80,518	2026*	57,566	25,720	83,285	-	-	-	-

* End March FY 2026; DD: Domestic Debt; ED: External Debt; PD: Public Debt

Source: State Bank of Pakistan, Debt Management Office, Ministry of Finance



Source: State Bank of Pakistan

۲- استراتژی مدیریت بدهی میان مدت (سال های مالی ۲۰۲۸-۲۰۲۶)

وزارت دارایی، استراتژی مدیریت بدهی میان مدت (MTDS) را برای دوره مالی ۲۰۲۶ تا ۲۰۲۸ تدوین کرده است. با توجه به چارچوب مالی کلان میان مدت کشور و شاخص های مندرج در جدول ۹،۴، روند شاخص های اصلی ریسک بدهی تا پایان مارس ۲۰۲۶ به روزرسانی شده است.

Risk Exposure	Indicators	June-25	March-26
Currency Risk	Share of External Debt in Total Public Debt (%)	32	31
Refinancing Risk	Average Time to Maturity (ATM) of Domestic Debt (Years)	3.8	3.86
	ATM of External Debt (Years)	6.1	6.1
Diversification	Share of Shariah Compliant Instruments in Government Securities (%)	12.7	14.5
Interest Rate Risk	Share of Fixed Rate Debt in Government Securities (%)	20	27.6
	Average Time to Refixing	-	1.2

Source: Debt Management Office, Ministry of Finance

تا پایان مارس ۲۰۲۶، شاخص های ریسک بدهی عمومی بهبود قابل توجهی نشان دادند. ریسک ارزی همچنان تحت کنترل بود و سهم بدهی خارجی از کل بدهی عمومی در حدود ۳۱ درصد تثبیت شد که بیانگر کاهش آسیب پذیری در برابر نوسانات نرخ ارز است. ریسک تأمین مالی مجدد نیز کاهش یافت؛ به طوری که متوسط زمان سررسید (ATM) بدهی داخلی از ۳،۸۰ سال در ژوئن ۲۰۲۵ به ۳،۸۶ سال در مارس ۲۰۲۶ افزایش یافت که نشان دهنده حرکت تدریجی به سمت ابزارهای داخلی بلندمدت تر است. بدهی خارجی نیز در سطح ۶،۱ سال ثابت ماند.

تنوع بخشی به ابزارهای تأمین مالی نیز ادامه یافت و سهم ابزارهای منطبق با شریعت در اوراق بهادار بدهی دولتی از ۱۲،۷ درصد در ژوئن ۲۰۲۵ به ۱۴،۵ درصد در مارس ۲۰۲۶ افزایش یافت که نشان دهنده گسترش پایگاه سرمایه گذاران است. همچنین ریسک نرخ بهره به خوبی مدیریت شد و سهم بدهی با نرخ ثابت از کل اوراق بهادار بدهی دولتی از ۲۰ درصد در ژوئن ۲۰۲۵ به ۲۷،۶ درصد در مارس ۲۰۲۶ افزایش یافت.

۳- خدمات بدهی عمومی

در نه ماه نخست سال مالی ۲۰۲۶، مجموع هزینه های خدمات بدهی به ۴،۹۴۸ میلیارد روپیه رسید که معادل ۶۰ درصد از رقم بودجه ای ۸،۲۰۷ میلیارد روپیه برای کل سال بود. این رقم در مدت مشابه سال مالی قبل ۶،۴۳۹ میلیارد روپیه بود و در نتیجه، هزینه خدمات بدهی نسبت به سال قبل ۲۳ درصد کاهش یافت.

این کاهش عمدتاً به کاهش نرخ بهره سیاستی، بهبود مدیریت بدهی و کاهش اتکا به استقراض‌های کوتاه‌مدت و پرهزینه نسبت داده می‌شود. حرکت به سمت ابزارهای بلندمدت‌تر و بهبود ثبات اقتصاد کلان نیز به کنترل هزینه خدمات بدهی در مقایسه با مدت مشابه سال گذشته کمک کرد.

بخش عمده هزینه خدمات بدهی مربوط به بدهی داخلی بود که با ۴,۲۸۸ میلیارد روپیه، حدود ۵۹,۵ درصد از تخصیص سالانه ۷,۱۹۸ میلیارد روپیه را تشکیل داد. پرداخت بهره بدهی خارجی نیز به ۶۶۰ میلیارد روپیه رسید که معادل ۶۵ درصد از رقم بودجه‌ای ۱,۰۰۹ میلیارد روپیه بود.

عملکرد هزینه‌های بهره در سه فصل نخست سال مالی، بیانگر مدیریت مؤثر جریان نقدی و انضباط در خدمات بدهی است. همچنین افزایش تدریجی سررسید بدهی و حرکت به سمت ابزارهای بلندمدت‌تر به کاهش فشار بازپرداخت‌های کوتاه‌مدت کمک کرده است.

Table 9.5: Interest Expense (IE) FY 2026					Rs billion
	Budgeted FY 2026	(Jul-Mar)	Actual		
			Percentage of		
			Budgeted	Total Revenue	Current Exp.
External Debt IE	1,009	660	65%	4%	5%
Domestic Debt IE	7,198	4,288	59.5%	29%	30%
Total Debt IE	8,207	4,948	60%	33%	35%

Source: Budget Wing and Debt Management Office, Ministry of Finance

۴- بدهی داخلی

بدهی داخلی شامل سه دسته اصلی است: (۱) بدهی دائمی، شامل بدهی‌های میان‌مدت و بلندمدت؛ (۲) بدهی شناور، شامل بدهی‌های کوتاه‌مدت؛ و (۳) بدهی تأمین‌نشده، که عمدتاً از ابزارهای مختلف موجود در برنامه‌های پس‌انداز ملی تشکیل می‌شود. علاوه بر این، مطابق قانون بدهی عمومی ۱۹۴۴، دولت سه نوع اصلی اوراق بهادار قابل معامله را برای تأمین مالی منتشر می‌کند: اوراق خزانه (T-bills)، اوراق قرضه سرمایه‌گذاری پاکستان (PIBs) و صکوک اجاره دولتی (GIS).

– **اوراق خزانه (T-bills)** اوراق بهادار کوتاه‌مدتی هستند که در زمان انتشار، سررسید آنها ۱۲ ماه یا کمتر است و در سررسیدهای یک، سه، شش و ۱۲ ماهه منتشر می‌شوند.

– **اوراق قرضه سرمایه‌گذاری پاکستان (PIBs)** اوراق بهادار میان‌مدت و بلندمدتی هستند که در زمان انتشار سررسید بیش از ۱۲ ماه دارند. اصل مبلغ در سررسید بازپرداخت می‌شود و سود نیز در فواصل منظم تا سررسید پرداخت می‌شود. PIB ها به دو گروه با نرخ ثابت و نرخ شناور تقسیم می‌شوند.

PIB های با نرخ ثابت: در هر تاریخ پرداخت، مبلغ ثابتی به عنوان سود پرداخت می کنند.

PIB های با نرخ شناور: سود آنها در هر دوره بر اساس نرخ های مرجع، مانند بازده اوراق خزانه سه یا شش ماهه، تعیین می شود.

- **اوراق بهادار دولتی منطبق با شریعت:** برنامه انتشار این اوراق از سال مالی ۲۰۰۸-۲۰۰۹ در حال اجراست. دولت در سال های اخیر برای افزایش سهم این ابزارها، انتشار صکوک را گسترش داده است. علاوه بر صکوک اجاره موجود، امسال صکوک اجاره ۱۰ ساله با نرخ ثابت و بدون کوپن نیز برای تنوع بخشی به ابزارهای تأمین مالی منطبق با شریعت معرفی شد. فهرست اوراق بهادار دولتی منتشرشده در حال حاضر در جدول ۹،۶ ارائه شده است.

Table 9.6: Domestic Market Debt Instruments				
Sr. No.	Instrument	Nature	Tenor	Coupon
1	T-Bill	Fixed Rate	1 Month	-
2	T-Bill	Fixed Rate	3 Months	-
3	T-Bill	Fixed Rate	6 Months	-
4	T-Bill	Fixed Rate	12 Months	-
5	PIB	Fixed Rate	2-Year	Zero Coupon
6	PIB	Fixed Rate	3-Year	Semi-Annual
7	PIB	Fixed Rate	5-Year	Semi-Annual
8	PIB	Fixed Rate	10-Year	Semi-Annual
9	PIB	Fixed Rate	15-Year	Semi-Annual
10	PIB	Fixed Rate	20-Year	Semi-Annual
11	PIB	Fixed Rate	30-Year	Semi-Annual
12	PIB	Fixed Rate	15-Year	Zero Coupon
13	PIB	Floating Rate	10-Year	Semi-Annual
14	GIS	Fixed Rate	1-Year	Semi-Annual
15	GIS	Fixed Rate	3-Year	Semi-Annual
16	GIS	Fixed Rate	5-Year	Semi-Annual
17	GIS	Fixed Rate	10-Year	Semi-Annual
19	GIS	Floating Rate	3-Year	Semi-Annual
20	GIS	Floating Rate	5-Year	Semi-Annual
21	GIS	Floating Rate	10-Year	Semi-Annual
22	GIS	Fixed Rate	10-Year	Zero Coupon-

Source: Debt Management Office, Ministry of Finance

الگوی استقراض داخلی

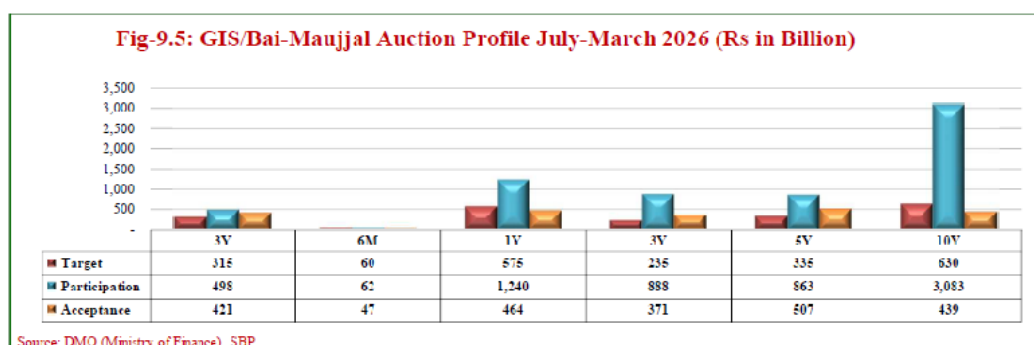
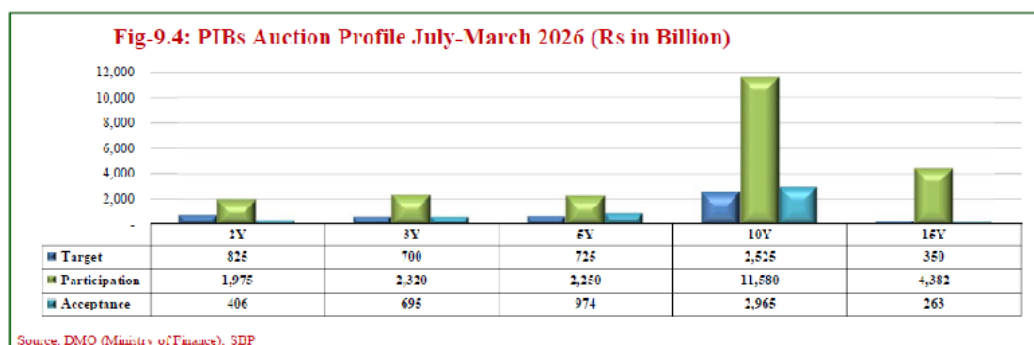
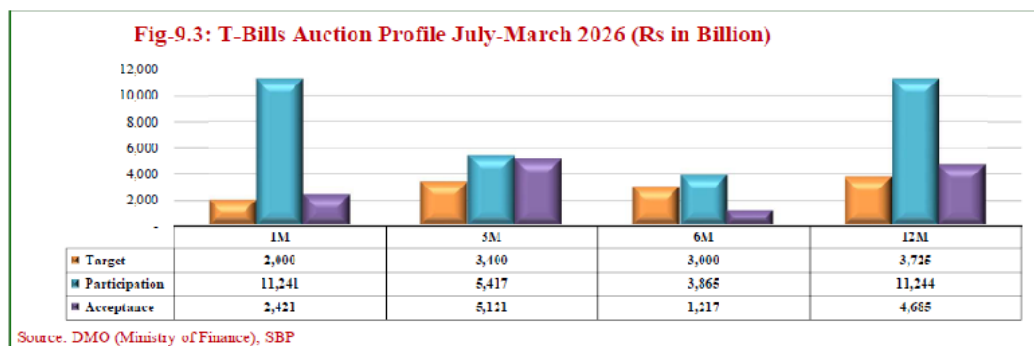
در نه ماه نخست سال مالی ۲۰۲۶، بازار داخلی اوراق خزانه، PIB ها و صکوک همچنان از شرایط مطلوبی برخوردار بود که بیانگر نقدینگی مناسب بازار و اعتماد سرمایه گذاران است. جزئیات انتشار هر ابزار به شرح زیر است:

- **اوراق خزانه:** در مقابل هدف ۱۲،۱۲۵ میلیارد روپیه، پیشنهادهایی به ارزش ۳۱،۷۶۷ میلیارد روپیه دریافت شد که ۱۳،۴۴۳ میلیارد روپیه بر مبنای ارزش تحقق یافته (RV) پذیرفته شد. نسبت پوشش پیشنهادها ۲،۴ برابر بود.

- **اوراق قرضه سرمایه‌گذاری پاکستان:** مجموع پیشنهادهای به ۲۲,۵۰۷ میلیارد روپیه در برابر هدف ۵,۱۲۵ میلیارد روپیه رسید که از این میزان، ۵,۳۰۳ میلیارد روپیه پذیرفته شد. نسبت پوشش پیشنهادهای ۴,۲ برابر بود. سهم عمده انتشار، معادل ۶۶,۵ درصد، به اوراق با نرخ ثابت اختصاص داشت.

- **صکوک اجاره دولتی (GIS)، شامل Bai-Muajjal:** در برابر هدف ۲,۱۵۰ میلیارد روپیه، پیشنهادهایی به ارزش ۶,۶۳۵ میلیارد روپیه دریافت شد که ۲,۲۵۰ میلیارد روپیه از آن پذیرفته شد. نسبت پوشش پیشنهادهای ۲,۹ برابر بود و ۸۷ درصد از انتشار در گروه ابزارهای با نرخ ثابت قرار داشت.

دولت در این دوره راهبردی متوازن را دنبال کرد که بر سررسیدهای میان‌مدت و بلندمدت و ابزارهای با نرخ ثابت متمرکز بود و هم‌زمان، ضمن حفظ مشارکت قوی سرمایه‌گذاران، ریسک هزینه و تأمین مجدد را مدیریت کرد. الگوی حراج اوراق بهادار دولتی در شکل‌های ۹,۳ تا ۹,۵ ارائه شده است.



تحلیل اجزای بدهی داخلی

در پایان مارس ۲۰۲۶، موجودی بدهی داخلی پاکستان به ۵۷,۶ تریلیون روپیه رسید که نسبت به ژوئن ۲۰۲۵، ۳,۱ تریلیون روپیه افزایش نشان می‌دهد. اجزای اصلی این بدهی به شرح زیر است:

الف - بدهی دائمی

بدهی دائمی که عمدتاً شامل ابزارهای میان مدت و بلندمدت مانند PIB، صکوک اجاره دولتی (GIS) و اوراق قرضه جایزه است، از ۴۱,۸ تریلیون روپیه در ژوئن ۲۰۲۵ به ۴۳,۹ تریلیون روپیه در مارس ۲۰۲۶ افزایش یافت؛ یعنی طی نه ماه نخست سال مالی ۲۰۲۶، ۲,۱ تریلیون روپیه رشد کرد. در این میان، موجودی PIB ها ۰,۷ تریلیون روپیه و GIS، شامل Bai-Muajjal، حدود ۱,۴ تریلیون روپیه افزایش یافت. موجودی اوراق قرضه جایزه نیز ۲۰ میلیارد روپیه افزایش داشت. در مجموع، بدهی دائمی نزدیک به ۷۷ درصد از کل بدهی داخلی را تشکیل می‌دهد که نشان‌دهنده اتکای بیشتر دولت به استقراض میان مدت و بلندمدت است.

ب- بدهی شناور

موجودی بدهی شناور در پایان مارس ۲۰۲۶ به ۹,۶ تریلیون روپیه رسید، در حالی که این رقم در ژوئن ۲۰۲۵، ۸,۸ تریلیون روپیه بود؛ بنابراین طی نه ماه نخست سال مالی جاری ۰,۸ تریلیون روپیه افزایش یافت. سهم بدهی شناور از کل بدهی داخلی ۱۶,۶ درصد بود که تقریباً در سطح ۱۶,۱ درصد در مارس ۲۰۲۵ قرار داشت. این روند با استراتژی مدیریت بدهی میان مدت دولت برای حفظ انتشار خالص اوراق خزانه کوتاه مدت در حدود صفر و اتکای بیشتر به ابزارهای میان مدت و بلندمدت سازگار است.

ج - بدهی تأمین نشده

بدهی تأمین نشده، شامل اوراق قرضه جایزه، از ۳,۴ تریلیون روپیه در ژوئن ۲۰۲۵ به ۳,۶ تریلیون روپیه در مارس ۲۰۲۶ افزایش یافت که نشان‌دهنده رشد ۰,۲۱۴ تریلیون روپیه‌ای در نه ماه نخست سال مالی است. در میان اجزای این بخش، گواهی‌های پس‌انداز بهبود ۱۰۰ میلیارد روپیه، حساب مزایای بازنشستگان ۵۱ میلیارد روپیه و گواهی‌های درآمد منظم ۴۵ میلیارد روپیه افزایش داشتند. در مقابل، موجودی گواهی‌های پس‌انداز کوتاه مدت و گواهی‌های پس‌انداز دفاعی هر یک حدود ۱۲ میلیارد روپیه کاهش یافت. سهم بدهی تأمین نشده از کل سبد بدهی داخلی حدود ۶ درصد باقی ماند.

د- سایر اجزای بدهی داخلی

سایر اجزای بدهی داخلی اندکی از ۹۰۵ میلیارد روپیه به ۹۱۰ میلیارد روپیه افزایش یافت. موجودی گواهی‌های نایا پاکستان با کاهش ۲,۴ میلیارد روپیه‌ای به ۵۹,۵ میلیارد روپیه رسید. وام‌های قرضی SDR از بانک مرکزی پاکستان در سطح ۴۷۴,۹ میلیارد روپیه ثابت ماند. بدهی داخلی مبتنی بر ارز خارجی ۳۷۶ میلیارد روپیه ثبت شد. جزئیات بدهی عمومی داخلی از سال مالی ۲۰۱۹ تا سال مالی ۲۰۲۶ (مارس) در جدول ۹,۷ ارائه شده است.

Table 9.7: Domestic Market Debt Instruments

	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026 (Jul-Mar)
Permanent Debt (A)	12,087	14,031	15,911	20,377	25,559	33,193.0	41,789	43,857
Pakistan Investment Bonds*	10,933	12,886	14,590	17,687	22,009	28,025.8	35,015	35,678
GOP Ijara Sukuk	71	198	665	2,280	3,151	4,766.2	6,187	7,104
Prize Bonds	894	734	444	375	383	385.1	407	427
Bai-Muajjal of Sukuk	178	201	201	23	-	-	163	632
Other	11	11	11	13	16	16	16	16
Floating Debt (B)	5,501	5,578	6,680	6,804	9,335	10,248	8,756	9,583
Market Treasury Bills*	4,930	5,576	6,677	6,752	9,269	10,167	8,645	9,460
MTBs for Replenishment	570	3	3	52	66	80	112	123
Unfunded Debt (C)	3,144	3,674	3,646	3,336	2,927	2,799	3,021	3,215
Behood Savings Certificates	915	998	1,000	1,017	1,002	1,040.10	1,151	1,251
Regular Income Certificates	490	573	600	589	462	264.1	316	362
Defense Saving Certificates	393	486	477	467	428	400.4	397	385
Pensioners' Benefit Account	318	352	369	391	404	434	486	537
Special Savings Certificates (R)	414	428	421	377	298	286	311	324
Special Savings Accounts	417	617	581	307	115	63.2	58	55
Savings Accounts	38	43	43	54	68	85.5	103	112
ST Saving Certificate	5	24	4	5	35	57.1	58	46
SRWA Islamic	-	-	-	-	5	75	61	77
Other	3	2	2	2	2	2.4	2	2
GP Fund	104	102	101	80	61	43.7	31	18
Postal Life Insurance Schemes	48	49	47	47	47	47.2	47	47
Other (D)	-	-	28	568	989	920.8	905	910
Naya Pakistan Certificates	-	-	28	93	143	84.1	62	60
SDR on-lent loan	-	-	-	475	475	474.9	475	475
Other loans from banks **	-	-	-	-	372	361.8	368	376
Total Domestic Debt (A+B+C+D)	20,732	23,283	26,265	31,085	38,810	47,160	54,472	57,566

* Based on nominal values for Long Term Zero Coupon PIBs (LTZCB) (Since June 2025)

** Other domestic FC borrowings.

۵- بدهی عمومی خارجی

بدهی عمومی خارجی در پایان مارس ۲۰۲۶ به ۹۲,۲ میلیارد دلار رسید که در مقایسه با افزایش ۸۸۳ میلیون دلاری در مدت مشابه سال مالی گذشته، طی نه ماه نخست سال مالی جاری حدود ۳۶۴ میلیون دلار افزایش یافته است. اجزای اصلی بدهی عمومی خارجی پاکستان به شرح زیر است:

الف - ترکیب بدهی عمومی خارجی

کل بدهی عمومی خارجی پاکستان از دو بخش اصلی تشکیل شده است: بدهی خارجی دولت و بدهی‌های مربوط به صندوق بین‌المللی پول. بدهی خارجی دولت با ۸۲،۲۶۱ میلیون دلار، بخش عمده این بدهی را تشکیل می‌دهد، در حالی که بدهی معوق به صندوق بین‌المللی پول ۹،۸۹۱ میلیون دلار است. بدهی مربوط به صندوق بین‌المللی پول نیز شامل ۳،۶۲۰ میلیون دلار بدهی دولت فدرال و ۶،۲۷۱ میلیون دلار بدهی بانک مرکزی است.

ب - سررسید بدهی دولت مرکزی

بدهی خارجی دولت مرکزی عمدتاً بلندمدت است؛ به‌طوری که ۶۸،۴۰۸ میلیون دلار آن سررسید بیش از یک سال و ۱۳،۸۵۳ میلیون دلار آن سررسید کمتر از یک سال دارد. این ساختار با راهبرد دولت برای اولویت دادن به تأمین مالی بلندمدت و کاهش فشارهای بازپرداخت سازگار است.

ج - وام‌های چندجانبه

وام‌های چندجانبه با مجموع ۴۲،۴۸۳ میلیون دلار، بزرگ‌ترین جزء بدهی خارجی را تشکیل می‌دهند و حدود ۴۶ درصد از کل بدهی خارجی را شامل می‌شوند. این وام‌ها عمدتاً از سوی شرکای توسعه‌ای مانند بانک جهانی و بانک توسعه آسیایی تأمین شده و معمولاً از شرایط مالی مساعد، از جمله نرخ بهره پایین‌تر و دوره بازپرداخت طولانی‌تر، برخوردارند.

د - بدهی به صندوق بین‌المللی پول (IMF)

بدهی به IMF ۹،۸۹۱ میلیون دلار است که حدود ۱۱ درصد از کل بدهی خارجی پاکستان را تشکیل می‌دهد.

ه - بدهی باشگاه پاریس و سایر وام‌های دوجانبه

بدهی باشگاه پاریس ۵،۴۹۷ میلیون دلار، معادل حدود ۶ درصد از کل بدهی عمومی خارجی، است. این وام‌ها نیز عمدتاً دارای شرایط مالی مساعد و دوره‌های بازپرداخت طولانی‌تر هستند. بدهی‌های دوجانبه از کشورهای غیرعضو باشگاه پاریس نیز به ۱۹،۰۲۵ میلیون دلار، معادل حدود ۲۱ درصد از کل بدهی خارجی، می‌رسد.

و- بدهی بازارهای سرمایه بین‌المللی

بدهی دولت پاکستان در بازارهای سرمایه بین‌المللی، در قالب یوروباند و صکوک بین‌المللی، بالغ بر ۶,۳۰۰ میلیون دلار است که حدود ۷ درصد از کل بدهی خارجی را تشکیل می‌دهد. این تعهدات عمدتاً بلندمدت و دارای نرخ بهره مبتنی بر بازار هستند.

ی- وام‌های بانک‌های تجاری خارجی

مجموع وام‌های معوق از بانک‌های تجاری خارجی ۶,۳۲۳ میلیون دلار است که حدود ۷ درصد از کل بدهی خارجی را شامل می‌شود. این وام‌ها عمدتاً کوتاه‌مدت تا میان‌مدت، با سررسید یک تا سه سال، و دارای نرخ بهره مبتنی بر بازار هستند.

ن- سایر بدهی‌های خارجی

سایر بدهی‌های خارجی، از جمله گواهی‌های نایا پاکستان، سرمایه‌گذاری غیرمقیم در اوراق بهادار دولتی و گواهی‌های بانائو پاکستان و سایر موارد، حدود ۱,۵ درصد از کل بدهی خارجی را تشکیل می‌دهند. این بدهی‌ها عمدتاً کوتاه‌مدت تا میان‌مدت و دارای نرخ‌های بهره مبتنی بر بازار هستند.

ر- بدهی کوتاه‌مدت

بدهی خارجی با سررسید کمتر از یک سال ۱۳,۸۵۳ میلیون دلار است که شامل ۳۲۳ میلیون دلار اوراق بهادار کوتاه‌مدت مبتنی بر ارز محلی (T-bills) در اختیار سرمایه‌گذاران خارجی نیز می‌شود.

ز- جمع‌بندی ساختار بدهی خارجی

سبد بدهی عمومی خارجی پاکستان نشان‌دهنده رویکردی مبتنی بر اتکا به وام‌های بلندمدت و دارای شرایط مالی مساعد، عمدتاً از سوی شرکای چندجانبه و دوجانبه، است. این ساختار به بهبود مشخصات سررسید و کاهش ریسک تأمین مالی مجدد بدهی خارجی کمک می‌کند. مشخصات بدهی خارجی برای دوره مالی ۲۰۱۹ تا مالی ۲۰۲۶ (مارس) در جدول ۹,۸ ارائه شده است.

Table 9.8: External Debt Profile

	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026 Mar
A. External Public Debt (1+2)	73,449	77,994	86,457	88,838	84,050	86,525	91,795	92,152
1. Government External Debt (i+ii)	67,800	70,314	79,073	81,941	76,926	78,147	82,527	82,261
i) Long term (>1 year)	66,536	68,773	78,215	80,592	76,766	77,387	81,787	68,408
Paris Club	11,235	10,924	10,726	9,232	7,901	6,474	6,005	5,497
Multilateral	27,788	30,898	33,836	34,023	37,363	39,248	42,480	42,483
Other Bilateral	12,717	13,428	14,821	18,053	17,572	18,552	18,039	8,925
Euro/Sukuk Global Bonds	6,300	5,300	7,800	8,800	7,800	6,800	6,800	6,300
Commercial Loans/Credits	8,470	8,068	9,696	9,481	5,564	5,490	7,156	3,621
Local Currency Securities (PIBs)	0	96	463	5	3	24	78	107
NBP/BOC deposits/PBC	26	59	65	45	28	15	5	-
Naya Pakistan Certificate		-	809	953	534	784	1,225	1,474
ii) Short term (<1 year)	1,264	1,542	858	1,349	160	760	739	13,853
Multilateral	778	814	506	1,327	160	250	552	729
Local Currency Securities (T-bills)	0	586	352	22	0	510	187	323
Commercial loans/credits/Other Bilateral [^]	486	141	-	-	-	-	-	12,801
2. From IMF	5,648	7,680	7,384	6,897	7,124	8,378	9,268	9,891
i) Federal Government	0	2,833	3,437	4,195	5,369	4,516	3,783	3,620
ii) Central Bank	5,648	4,847	3,947	2,702	1,755	3,862	5,484	6,271

[^] : Some bilateral and commercial loans have been reclassified from long term to short term.

Source: Ministry of Economic Affairs, State Bank of Pakistan and Debt Management Office, Ministry of Finance

جریان های ورودی، خروجی و پرداخت های بهره بدهی عمومی خارجی

الف) جریان های ورودی

در نه ماه نخست سال مالی ۲۰۲۶، مجموع جریان های ورودی ناشی از دریافت بدهی خارجی به ۶،۱۰۱ میلیون دلار رسید. منابع چندجانبه با ۲،۷۳۸ میلیون دلار بیشترین سهم را داشتند و پس از آن منابع تجاری و سایر منابع، شامل گواهی های نایا پاکستان (۲،۲۳۸ میلیون دلار)، و منابع دوجانبه (۱،۱۲۵ میلیون دلار) قرار گرفتند. در این دوره هیچ اوراق قرضه بین المللی جدیدی منتشر نشد.

ب) جریان های خروجی

بازپرداخت های بدهی خارجی در مجموع به ۶،۲۵۰ میلیون دلار رسید. طلبکاران چندجانبه ۲،۱۵۰ میلیون دلار، طلبکاران دوجانبه ۶۵۷ میلیون دلار، دارندگان اوراق قرضه بین المللی ۵۰۰ میلیون دلار و منابع تجاری و سایر طلبکاران ۲،۹۴۴ میلیون دلار دریافت کردند.

ج) پرداخت‌های بهره

مجموع پرداخت‌های بهره بدهی خارجی ۲,۵۸۲ میلیون دلار بود. از این میزان، ۱,۲۰۱ میلیون دلار به طلبکاران چندجانبه، ۶۶۳ میلیون دلار به طلبکاران دوجانبه، ۳۲۰ میلیون دلار به دارندگان اوراق قرضه بین‌المللی و ۳۹۸ میلیون دلار به منابع تجاری و سایر طلبکاران پرداخت شد.

د) جریان خالص

در سال مالی ۲۰۲۶، طی دوره ژوئیه تا مارس، جریان خالص خروجی بدهی خارجی ۱۴۹ میلیون دلار بود. با این حال، وضعیت کلی بدهی خارجی نسبتاً باثبات باقی ماند و دولت بازپرداخت به‌موقع تعهدات خارجی خود را تضمین کرد؛ اقدامی که بر تعهد دولت به حفظ اعتبار بین‌المللی کشور تأکید دارد. جزئیات جریان‌های ورودی و خروجی بدهی عمومی خارجی طی سال‌های گذشته در جدول ۹,۹ ارائه شده است.

Table 9.9: Source-Wise External Public Debt Inflows and Outflows (Fiscal Year-wise)

(US \$ in million)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026 (Mar)
DISBURSEMENTS											
Multilateral	5,766	3,166	2,813	2,021	8,329	4,810	5,794	6,309	4,199	4,750	2,738
Bilateral	1,040	1,941	1,971	4,377	1,398	1,275	3,597	1,380	2,805	478	1,125
Bonds	500	1,000	2,500	-	-	2,500	2,000	-	-	-	-
Commercial / Other	1,387	4,426	3,716	4,098	3,347	4,721	4,863	2,200	2,908	6,209	2,238
Total Inflows (A)	8,693	10,533	11,000	10,496	13,074	13,306	16,255	9,889	9,912	11,437	6,101
REPAYMENTS											
Multilateral	1,274	1,255	1,403	1,750	2,199	3,391	3,201	3,995	2,780	3,743	2,150
Bilateral	440	1,200	793	970	783	100	1,004	2,689	2,872	1,851	657
Bonds	500	750	-	1,000	1,000	-	1,000	1,000	1,000	0	500
Commercial / Other	1,000	1,922	1,995	3,634	5,061	3,444	5,797	7,047	2,108	4,134	2,944
Total Repayments (B)	3,213	5,127	4,190	7,355	9,043	6,936	11,002	14,732	8,760	9,728	6,250
Net Inflows (A-B)	5,480	5,406	6,809	3,140	4,031	6,370	5,253	-4,843	1,152	1,708	-149
INTEREST PAYMENTS											
Multilateral	290	381	485	584	637	639	614	1,215	1,501	1,794	1,201
Bilateral	380	441	444	541	484	115	358	772	939	876	663
Bonds	354	366	423	503	396	362	587	611	582	500	320
Commercial / Other	102	124	332	475	515	337	430	497	425	421	398
Total Interest Payments (C)	1,127	1,313	1,684	2,103	2,032	1,453	1,988	3,094	3,447	3,591	2,582
Total Debt Servicing (B+C)	4,340	6,440	5,874	9,458	11,075	8,389	12,990	17,826	12,207	13,320	8,832

Note: Above data excludes Grants and disbursements from Naya Pakistan Certificate, Pakistan Banao Certificates, and non-resident investment in Government domestic securities

Source: Ministry of Economic Affairs and State Bank of Pakistan

Table 9.10: Pakistan International Bonds

Bond	Issue	Maturity	Size	Tenor	Coupon
			(US \$ Mn)	Years	(%)
Sukuk	31-Jan-22	31-Jan-29	1,000	7	7.95
Eurobond	30-Mar-06	31-Mar-36	300	30	7.875
Eurobond	05-Dec-17	05-Dec-27	1,500	10	6.875
Eurobond	08-Apr-21	08-Apr-26	1,300	5	6
Eurobond	08-Apr-21	08-Apr-31	1,400	10	7.375
Eurobond	08-Apr-21	08-Apr-51	800	30	8.875
Total			6,300		

Source: Bloomberg

سخنان پایانی

دولت همچنان بر بازگرداندن و حفظ پایداری مالی و بدهی از طریق مدیریت محتاطانه اقتصاد کلان، حفظ مازاد اولیه و اجرای اصول صحیح مدیریت بدهی تأکید دارد. کاهش اتکا به استقراض‌های کوتاه‌مدت و پرهزینه و حرکت به سمت ابزارهای بلندمدت‌تر، به بهبود ساختار سررسید بدهی، کاهش ریسک تأمین مالی مجدد و تعدیل فشارهای بازپرداخت کمک می‌کند. با تقویت بسیج درآمدها، منطقی‌سازی هزینه‌ها، کاهش تورم و پیشبرد اصلاحات رشدمحور، انتظار می‌رود بار بدهی عمومی پاکستان در میان‌مدت و بلندمدت به تدریج کاهش یابد و در نتیجه، ثبات اقتصاد کلان و تاب‌آوری مالی کشور تقویت شود.

منبع:

- Pakistan Economic Survey 2025-26,
https://www.finance.gov.pk/survey/chapter_26/Complete_PES2025_26.pdf