

कोविड-19 काल में चलनिधि प्रबंधन : कैसे रहे नतीजे*

कोविड-19 ने भारत के साथ-साथ दुनिया भर के बाजारों को गोल-गोल घुमाकर रख दिया। वित्तीय संस्थाओं में चलनिधि का दबाव बना, वित्तपोषण के स्रोतों तक पहुंच समाप्त हो गयी तथा नकदी का प्रवाह एवं कार्यशील पूंजी का चक्र बाधित हो जाने से कठिन वित्तीय स्थितियाँ उत्पन्न हुईं। इस परिस्थिति से निपटने के लिए रिजर्व बैंक ने कई पारंपरिक और गैर-पारंपरिक उपाय किए ताकि वित्तीय बाजारों में सुव्यवस्था फिर से लायी जा सके और वित्तीय मध्यस्थों के लिए सामान्य रूप से कामकाज की स्थितियाँ तैयार की जा सकें। इस आलेख में नीतिगत स्तर पर किए गए इन अभूतपूर्व प्रयासों के वास्तविक नतीजों को आधार बनाते हुए इनका मूल्यांकन किया गया है।

“भगवान करे तुम बुरे दौर के साक्षी बनो !”

यह एक प्राचीन चीनी अभिशाप है जिसके जन्मदाता का तो पता नहीं है, परंतु आधुनिक केंद्रीय बैंकों की स्थिति और उनकी प्रकृति को यह बहुत शिद्धत के साथ बयाँ करता है। एक के बाद एक संकट उन्हें उनके दैनंदिन अस्तित्व की अतल गहराइयों से दस्तक दे रहे हैं और उनसे जूझते हुए यदि एक बार समाधान तलाश भी लिया जाता है तो वे दोबारा सामने खड़े मिलते हैं। हाल के दशक में, इन संकटों की आवृत्ति और इनकी तीव्रता ने बहुत परेशान किया है और इसका परिणाम यह हुआ है कि केंद्रीय बैंकों से ही बार-बार सर्वप्रथम रक्षा कवच बनने की अपेक्षा की जाती रही है।

हालांकि, कोविड-19 वैश्विक महामारी से जिस संकट का विस्फोट हो रहा है, वैसा मानव इतिहास में पहले कभी नहीं हुआ। मानव जीवन का अत्यंत दुर्भाग्यपूर्ण तरीके से हो रहा विनाश और जिसे 'द ग्रेट लॉकडाउन' (आईएमएफ, 2020) की संज्ञा दी गयी है, उसके चलते हुई आर्थिक गतिविधियों की बर्बादी ने वित्तीय बाजारों में अत्यधिक अनिश्चितता ला दी है। भारत में वित्तीय बाजार चक्कर खाकर नीचे गिर गए हैं और नकदी का प्रवाह बाधित होने तथा कार्यशील पूंजी का चक्र टूट जाने से बहुत सी

* यह लेख भारतीय रिजर्व बैंक के वित्तीय बाजार परिचालन विभाग के राधा श्याम रथ और प्रदीप कुमार द्वारा तैयार किया गया है। सब्यसाची सारंगी द्वारा प्रदान की गई सहायता को भी कृतज्ञतापूर्वक स्वीकार किया जाता है। इस लेख में व्यक्त विचार लेखकों के हैं और वे भारतीय रिजर्व बैंक के विचारों का प्रतिनिधित्व नहीं करते।

वित्तीय संस्थाओं के सम्मुख या तो वित्त जुटाने के साधन बचे ही नहीं हैं या उन्हें अपेक्षाकृत अधिक लागत पर वित्त उपलब्ध हो पा रहा है और वे दबावग्रस्त हैं। ऐसे में रिजर्व बैंक ने तेजी से कदम उठाते हुए अग्रसक्रियता के साथ कई पारंपरिक और गैर-पारंपरिक उपाय किए ताकि वित्तीय बाजारों में सुव्यवस्था फिर से लायी जा सके। इस अभूतपूर्व नीतिगत साहसिक कदम को आधार मिला असाधारण मौद्रिक नीति निभाव से जिसके तहत मार्च 2020 से नीतिगत रिपो दर में 115 बीपीएस की कमी लायी जिसके बाद फरवरी 2019 से कुल संचयी कटौती 250 बीपीएस तक पहुँच गयी। ऐसा करने से, मौद्रिक नीति रुख के अनुसरण में सभी प्रकार की सावधि ब्याज दरों में नरमी आयी है, और इससे पहले की वित्तीय प्रणाली में दिवालियापन की स्थिति आ जाती, चलनिधि के अभाव को दूर कर लिया गया है।

इसी पृष्ठभूमि में, यह लेख उधार-लागत, विपणन-योग्य नए निर्गमों और वित्तपोषण की स्थितियों के संबंध में भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा उठाए गए कदमों के प्रभाव का विश्लेषण करने का प्रयास करता है। शेष आलेख को चार खंडों में विभाजित किया गया है। खंड II बैंकिंग प्रणाली में चलनिधि की स्थिति पर चर्चा की गयी है। खंड III मुद्रा बाजार से संबंधित है और खंड IV और V में क्रमशः सरकारी बॉन्ड बाजार और कॉर्पोरेट बॉन्ड बाजार के संबंध में रिजर्व बैंक द्वारा उठाए गए कदमों का आकलन किया गया है। खंड VI में इक्विटी बाजारों की मौजूदा स्थितियों पर विचार-विमर्श किया गया है और खंड VII में इस अद्वितीय अनुभव से मिली सीख के साथ-साथ कुछ नीतिगत परिप्रेक्ष्य रखते हुए निष्कर्ष प्रस्तुत किया गया है।

II. चलनिधि की स्थिति

बैंकिंग प्रणाली की चलनिधि का तात्पर्य बैंकों, प्रमुख वित्तीय मध्यस्थों के पास उपलब्ध आरक्षित निधि के साथ-साथ केंद्रीय बैंक की चलनिधि तक उनकी आसान पहुँच से है। किसी भी दिन विशेष में जब रिजर्व बैंक की लिक्विडिटी विंडो पर बैंकिंग प्रणाली निवल उधारकर्ता होती है तो कहा जाता है कि प्रणाली में चलनिधि की कमी है (अर्थात् आरक्षित निधि उधार के लिए प्रणाली में माँग धनात्मक हो जाती है)। इसके विपरीत, जब रिजर्व बैंक की लिक्विडिटी विंडो पर बैंकिंग प्रणाली निवल उधारदाता होती है तो कहा जाता है कि प्रणाली में चलनिधि का अधिशेष है (अर्थात् आरक्षित निधि उधार के लिए प्रणाली में माँग ऋणात्मक हो जाती है)।

बॉक्स -1: संशोधित चलनिधि प्रबंधन ढांचा

चलनिधि प्रबंधन वह प्रक्रिया है जिसके माध्यम से मौद्रिक नीति का परिचालन किया जाता है, और इसके तहत बैंकिंग प्रणाली में पर्याप्त चलनिधि सुनिश्चित करने का प्रयास किया जाता है और इसे इस प्रकार तैयार किया जाता है कि यह मौद्रिक नीति संचरण की दिशा में बढ़ने वाले प्रथम चरण, अर्थात्, नीतिगत दर में किए जाने वाले परिवर्तनों का अंतर-बैंक माँग-मुद्रा दर जो कि केंद्रीय बैंक आरक्षित निधि का बाजार होती है, के संचरण में सहायक बने। चूंकि मौद्रिक नीति के सफल संचालन के लिए चलनिधि का परिचालन प्रभावी तरीके से करना आवश्यकता होता है, अतः चलनिधि प्रबंधन ढांचे को तैयार करने और लागू करने में पर्याप्त सावधानी बरतने की आवश्यकता होती है।

विमुद्रीकरण की अवधि के दौरान चलनिधि के प्रबंधन संबंधी परिचालनों के दौरान प्राप्त अनुभव के आधार पर यद्यपि यह साबित हो चुका था कि वर्ष 2014 में रिजर्व बैंक द्वारा लागू किया गया चलनिधि प्रबंधन ढांचा अत्यंत मजबूत और आघातक्षम है, तथापि चलनिधि प्रबंधन ढांचे की समीक्षा करना आवश्यक समझा गया था। तदनुसार, जैसा कि विकासात्मक और विनियामक नीतियों पर 06 जून, 2019 के वक्तव्य में आंतरिक कार्य समूह (आईडब्लूजी) के गठन की घोषणा की गयी और उसे यह कार्य सौंपा गया कि वह विद्यमान चलनिधि प्रबंधन ढांचे की समीक्षा उसे सरल बनाने के उद्देश्य से करे और चलनिधि प्रबंधन के लक्ष्यों को स्पष्ट रूप से संप्रेषित कर सके और इसके लिए प्रयोज्य उपाय सुझा सके। आईडब्लूजी की रिपोर्ट 26 सितंबर 2019 को रिजर्व बैंक की वेबसाइट पर प्रकाशित की गयी थी और इस पर हितधारकों तथा जनसामान्य के विचार भी आमंत्रित किए गए थे।

प्राप्त प्रतिक्रियाओं के आधार पर मौजूदा चलनिधि प्रबंधन ढांचे को अधिक प्रभावी बनाने का निर्णय लिया गया। संशोधित ढांचे की खास बातें इस प्रकार हैं:-

- भविष्य में भी परिचालन भारित औसत माँग दर (डब्लूएसीआर) को लक्ष्य मानते हुए किया जाएगा।
- डब्लूएसीआर को एकल परिचालन लक्ष्य बनाए जाने के साथ ही, निवल मांग और सावधि देनदारियों (एनडीटीएल) के एक प्रतिशत के समतुल्य चलनिधि का प्रावधान करने का एकतरफा लक्ष्य निर्दिष्ट करने की अपरिहार्यता को समाप्त कर दिया गया और

दैनिक नियत दर रिपो और चार 14-दिवसीय रिपो परिचालन जो हर पखवाड़े में किए जाते थे, उन्हें वापस ले लिया गया।

- बाजार इस बात को लेकर आश्चर्य थे कि मौजूदा और उभरती बाजार स्थितियों की ज़रूरत के मुताबिक रिजर्व बैंक नीतिगत दर पर या उसके आसपास चलनिधि की समुचित उपलब्धता / अवशोषण सुनिश्चित करेगा और इसमें किसी तरह के मात्रात्मक प्रतिबंध नहीं लगाए जाएंगे।
- चलनिधि आवश्यकताओं की पूर्ति में आ रही बाधाओं का प्रबंधन करने के लिए प्रमुख चलनिधि प्रबंधन उपाय के तौर पर परिवर्ती दर वाले 14-दिवसीय रिपो / रिवर्स रिपो परिचालन को लाया गया जो इस प्रकार किए जाने थे कि वे नकदी आरक्षित अनुपात (सीआरआर) के रखरखाव चक्र के साथ मेल खाते हों। आरक्षित निधि रखरखाव अवधि के दौरान चलनिधि की स्थिति में होने वाले किसी भी अप्रत्याशित परिवर्तन से पार पाने के लिए मुख्य चलनिधि परिचालन की सहायता हेतु समर्थक परिचालनों- रात्रिपर्यंत और/अथवा उससे भी अधिक अवधि के लिए- का प्रावधान किया गया।
- एकल प्राथमिक व्यापारियों (एसपीडी) को सभी रात्रिपर्यंत चलनिधि प्रबंधन परिचालनों में सहभागिता करने की अनुमति दी गयी।
- रिजर्व बैंक के चलनिधि प्रबंधन फ्रेमवर्क और प्रक्रियाओं संबंधी जानकारी के प्रसार को बेहतर बनाने के लिए - (क) मुद्रा बाजार परिचालनों का ब्योरा देने वाली प्रेस प्रकाशनी में संशोधन करते हुए इसमें रिजर्व बैंक के चलनिधि संबंधी परिचालनों के दैनिक प्रवाह के प्रभाव के साथ-साथ स्टॉक पर पड़ने वाले प्रभाव को भी शामिल किया जाने लगा; और, (ख) बैंकिंग प्रणाली की टिकाऊ चलनिधि स्थितियों के अर्धमासिक मात्रात्मक मूल्यांकन को एक पखवाड़े के अंतराल के साथ प्रकाशित किया जाने लगा।

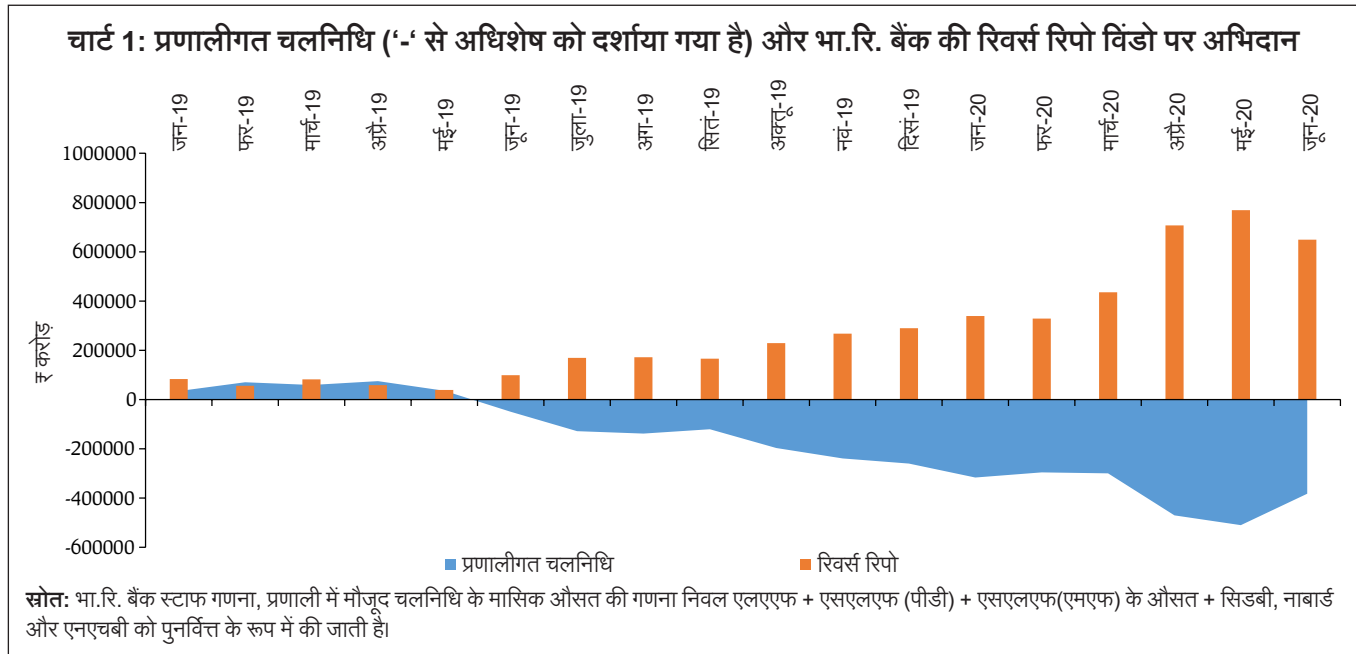
उपर्युक्त संशोधित चलनिधि प्रबंधन ढांचे के आधार पर, रिजर्व बैंक ने चलनिधि सुविधाओं का एक पूरा सेट प्रकाशित किया और इसमें अल्पावधि/क्षणिक चलनिधि और टिकाऊ चलनिधि का प्रबंधन करने के लिए किए जाने वाले उपायों का स्पष्ट निर्देश किया गया था।

है)। निवल-चलनिधि समायोजन सुविधा (लैफ) की स्थिति से प्रणाली में चलनिधि की स्थिति की द्योतक होती है¹। रिजर्व बैंक हर दिन अपने मुद्रा बाजार परिचालन (एमएमओ) प्रेस प्रकाशनी में

चलनिधि की स्थिति से जुड़े इन महत्वपूर्ण आंकड़ों को प्रकाशित करता है।

प्रणालीगत चलनिधि, जो वर्ष 2019 की शुरुआत में मामूली घाटे में थी, मई 2019 तक अधिशेष में बदल गई। जुलाई 2019 से बढ़ते-बढ़ते यह अधिशेष निवल दैनिक औसत आधार पर ₹1 लाख करोड़ तक बढ़ गया और उसके बाद कई गुना बढ़ा। फरवरी 2020 से, रिजर्व बैंक बैंकिंग प्रणाली से दैनिक औसत आधार पर लगभग ₹3 लाख करोड़ अवशोषित कर रहा था (चार्ट1)। तभी

¹ चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) एक संपार्श्विक सुविधा है जिसके अंतर्गत आरबीआई विभिन्न कालावधियों के लिए रिपो नीलामी (चलनिधि के अंतर्वेशन के लिए) तथा रिवर्स रिपो नीलामी (चलनिधि के अवशोषण के लिए) करता है। मौजूदा चलनिधि प्रबंधन ढांचे के तहत, एलएएफ के अंतर्गत किए जाने वाले परिचालनों का उपयोग चलनिधि की स्थिति को संशोधित करने और रात्रिपर्यंत ब्याज दर को नियंत्रित करने के लिए किया जाता है। नेट-एलएएफ की गणना प्रणाली द्वारा लिए गए रिपो उधार (जिसमें सीमांत स्थायी सुविधा (एमएसएफ) एवं अन्य विशेष परिचालनों के तहत लिए गए उधार भी शामिल हैं) में से रिवर्स रिपो को घटाकर की जाती है।



कोविड-19 का संक्रमण फैल गया। 11 मार्च 2020 आते-आते, विश्व स्वास्थ्य संगठन (डब्ल्यूएचओ) ने वैश्विक महामारी की घोषणा कर दी; 25 मार्च तक, भारत में लॉकडाउन शुरू हो गया। रिजर्व बैंक ने अत्यधिक सक्रियता दिखाना प्रारंभ किया। अपनी पहले से निर्धारित द्विमासिक बैठकों के कार्यक्रम को नजरअंदाज करते हुए मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) ने 24 से 27 मार्च 2020 और 20 से 22 मई, 2020 को बैठकें कीं और नीतिगत दरों में 115 आधार अंकों की कटौती के पक्ष में मतदान किया जो कि 135 आधार अंकों की उस कटौती के अतिरिक्त थी जो फरवरी 2019 से जनवरी 2020 के बीच पहले ही की जा चुकी थी, इसके परिणामस्वरूप नीतिगत दर में कुल कटौती 250 बीपीएस पर पहुँच गयी। वित्तीय स्थितियों जारी दबाव में इसके बाद जो कमी आयी उससे अनुकूल वित्तीय स्थितियाँ निर्मित हुईं और ऐसे बहुत से उपायों को लागू करने का मार्ग प्रशस्त हुआ जिनसे निम्नलिखित में वृद्धि की जा सके -

- (1) प्रणाली में उपलब्ध चलनिधि
- (2) क्षेत्र विशेष को वित्तपोषण
- (3) संस्था-स्तरीय चलनिधि; तथा,
- (4) लिखत-स्तरीय चलनिधि (अनुलग्नक -1)

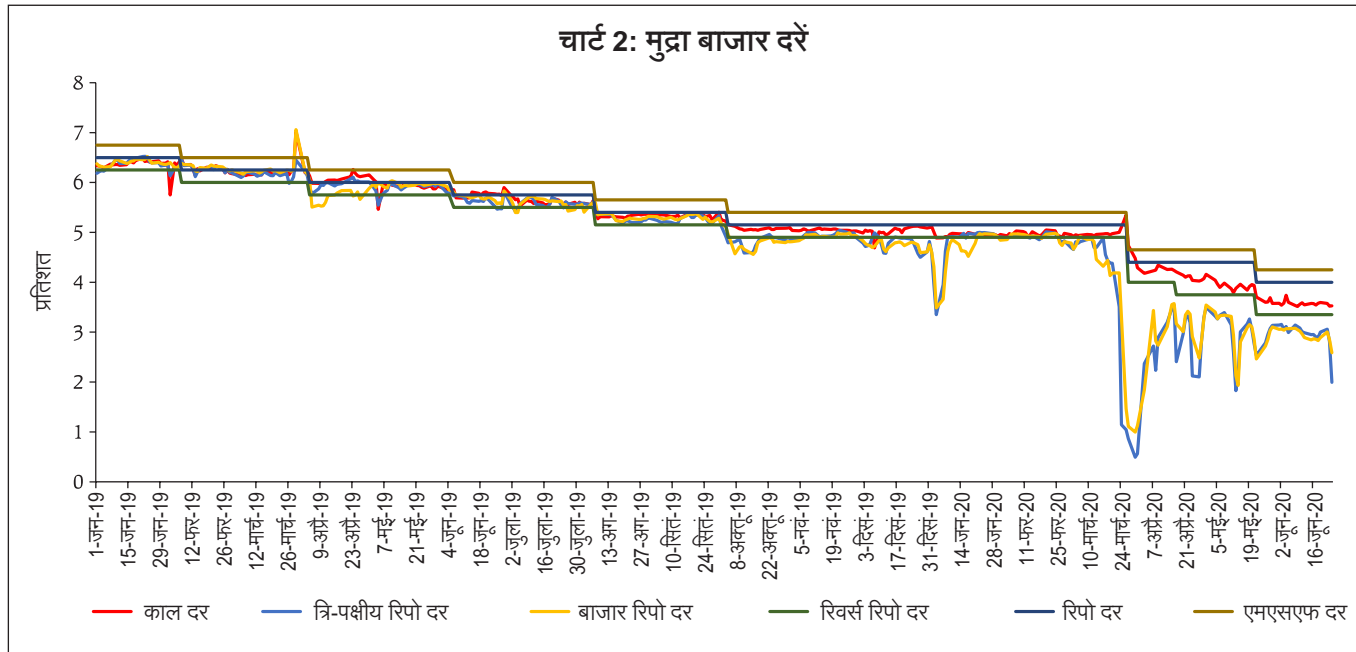
III. मुद्रा बाजार

रिजर्व बैंक द्वारा एलएएफ विंडो के माध्यम से प्रदत्त समर्थन के बल पर मुद्रा बाजार में अधिशेष चलनिधि भरपूर मात्रा में बनी

रही है। एलएएफ की निवल स्थिति, जो लगभग 2019-20 की चौथी तिमाही के दौरान औसतन ₹3.0 लाख करोड़ थी, वह 2020-21 की पहली तिमाही (22 जून 2020 तक) बढ़कर औसतन ₹4.7 लाख करोड़ हो गयी। वास्तव में, रिजर्व बैंक को चलनिधि के दैनिक अवशोषण संबंधी परिचालन करने पड़े हैं और इसके लिए रात्रिपर्यंत रिवर्स रिपो विंडो में जमा की जाने वाली औसत धनराशि को तीन गुना बढ़ाया गया - समान अवधि के औसतन ₹2.4 लाख करोड़ से बढ़ाकर ₹7.0 लाख करोड़ किया गया।

प्रचुर मात्रा में अधिशेष चलनिधि के कारण, भारत औसत रात्रिपर्यंत मुद्रा बाजार दर (डब्ल्यूएमएम) पॉलिसी कॉरिडोर के निचले स्तर पर पहुँच गयी, अर्थात् रिपो दर के बजाय रिवर्स रिपो दर पर। इसके अलावा, त्रि-पक्षीय रिपो रेट (TREPS) और मार्केट रिपो रेट लगातार रिवर्स रिपो रेट से कम बनी हुई हैं (चार्ट 2)। भारत औसत कॉल मनी दर (डब्ल्यूएसीआर) जिसका औसत जनवरी-मार्च 2020 के दौरान रिपो दर से 17 बीपीएस कम था, वह अप्रैल-जून 2020 के दौरान 37 बीपीएस नीचे गिर गयी। औसत दर रिपो दर और ट्रेप्स दर के बीच का औसत अंतराल जो जनवरी-मार्च 2020 के दौरान 72 बीपीएस था, अप्रैल-जून 2020 के दौरान विस्तृत होकर 135 बीपीएस हो गया।

अगस्त 2018 में, इन्फ्रास्ट्रक्चर लीजिंग एंड फाइनेंशियल सर्विसेज लिमिटेड (आईएल & एफएस), जो कि एक गैर-बैंकिंग

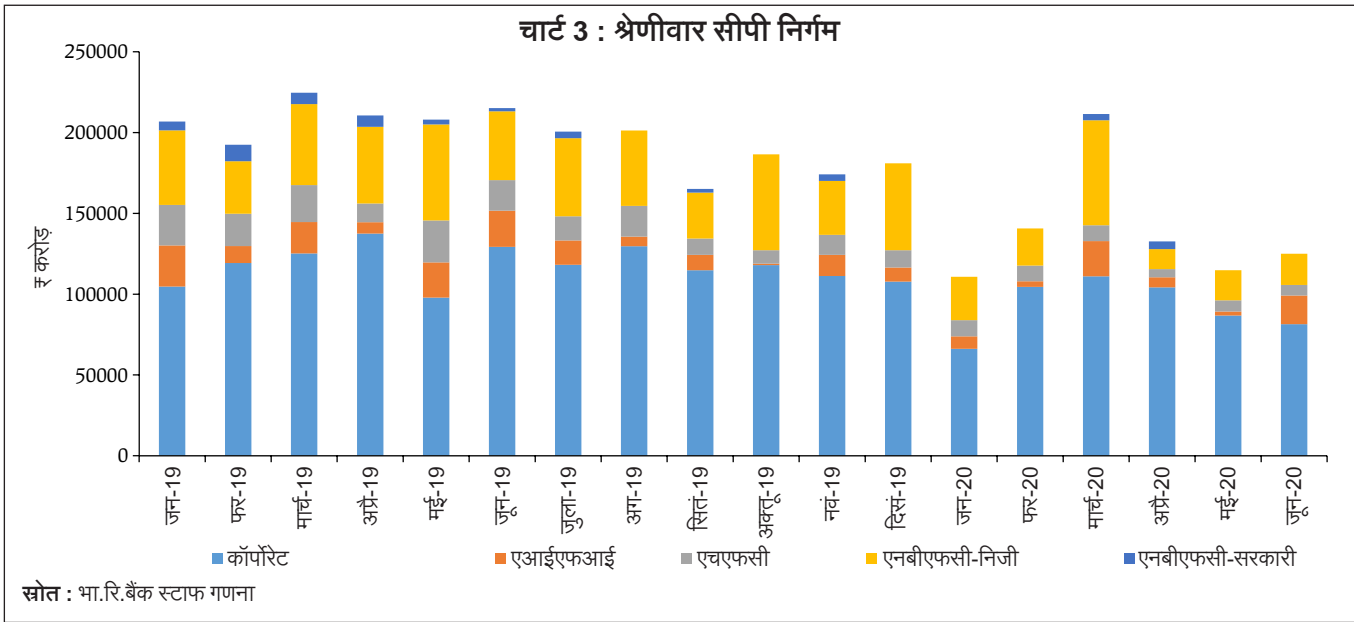


वित्तीय कंपनी (एनबीएफसी) है, उसने अपने वाणिज्यिक पत्र (सीपी) दायित्वों में चूक की। इस चूक के कारण उन एनबीएफसी की वित्तपोषण संरचना और आस्ति-देयता में बेमेल देखा गया जिनकी संवीक्षा की जा रही थी और जब 2019 में एक बड़ी आवास वित्त कंपनी का पतन हुआ तब इन चिंताओं ने आवास वित्त फाइनेंस (एचएफसी) को भी अपने घेरे में ले लिया। इसके परिणामस्वरूप हुई चूकों / संचारी आशंकाओं से शेयर बाजारों में बिकवाली शुरू हो गयी और एनबीएफसी (एचएफसी सहित) पर खास नज़र रखी जाने लगी, विशेष रूप से उनके जोखिमों, आस्तियों के प्रतिकूल चयन तथा दीर्घकालिक आस्तियों का वित्तपोषण अल्पकालिक देनदारियों से किए जाने पर। बाजार आम तौर पर किसी भी एनबीएफसी और एचएफसी में जोखिम लेने को तैयार नहीं था और खास तौर पर उनमें तो बिलकुल नहीं जिन्हें अधिक कमजोर माना जा रहा था। वित्त वर्ष 2018-19 की दूसरी छमाही से, वित्तपोषण की लागत बढ़ जाने और कुछेक मामलों में बाजार तक पहुंच आंशिक रूप से कम हो जाने के परिणामस्वरूप ऐसी एनबीएफसी और एचएफसी में चलनिधि का दबाव बना।

रिज़र्व बैंक स्थिति की गंभीरता को भाँपते हुए तत्काल कदम उठाया और कुछ चुनिंदा ने तात्कालिकता की भावना के साथ काम किया और कुछ चुनिंदा एनबीएफसी और एचएफसी द्वारा जारी किए गए बॉण्ड्स के लिए आंशिक ऋण वृद्धि प्रदान करने की अनुमति वाणिज्यिक बैंकों को दी गयी, बैंकों द्वारा एनबीएफसी

और एचएफसी को दिए गए वृद्धिशील बकाया ऋण के बराबर राशि की सरकारी प्रतिभूतियाँ, जो बैंकों के पास मौजूद हैं, उन्हें स्तर-1 उच्च गुणवत्ता वाली तरल आस्तियों (एचक्यूएलए) के रूप में मान्यता दी गयी, तथा खुले बाजार परिचालन (ओएमओ) और टर्म रिपो के माध्यम से चलनिधि अंतर्वेशन की गति और उसकी मात्रा बढ़ाई गयी। बाह्य वाणिज्यिक उधार (ईसीबी) के लिए पात्र उधारकर्ताओं की सूची को भी विस्तारित करते हुए इसमें एचएफसी को शामिल किया गया और बुनियादी ढांचे के क्षेत्र की ईसीबी के लिए औसत परिपक्वता अवधिक संबंधी अपेक्षा को 5 वर्ष से घटाकर 3 वर्ष कर दिया गया। वर्ष 2019 में लगातार उदारतापूर्वक चलनिधि का प्रावधान और नीतिगत नरमी के फलस्वरूप बाजार में वित्तपोषण की स्थितियों को स्थिर बनाने में मदद मिली।

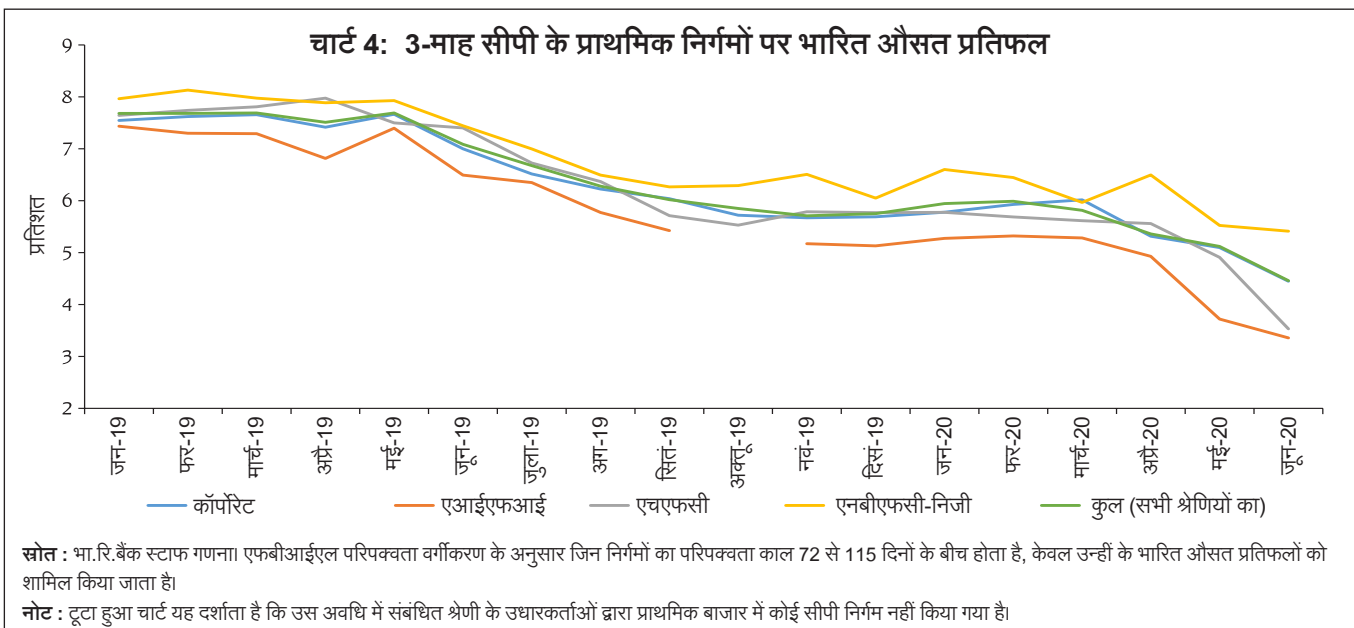
जहाँ तक अर्थव्यवस्था में आम तौर पर विद्यमान मंदी के कारण कॉर्पोरेट इकाइयों के सम्मुख मौजूद अल्पकालिक वित्तपोषण की समस्या का प्रश्न है, जनवरी और फरवरी 2020 में सभी श्रेणी के उधारकर्ताओं द्वारा नये सीपी जारी करने में कमी आई थी। 3-माह वाले सीपी के प्रतिफल में पिछले महीने की तुलना में जनवरी 2020 में वृद्धि भी हुई, विशेष रूप से निजी एनबीएफसी के मामले में। हालाँकि, रिज़र्व बैंक द्वारा किए गए नीतिगत हस्तक्षेप के परिणामस्वरूप, मार्च 2020 में पिछले माह की तुलना में सीपी निर्गम में 50 प्रतिशत का सुधार देखा गया। अन्य ब्याज दरों की ही तरह, प्राथमिक बाजार में सीपी (3-माह)



का प्रतिफल भी गिरा है और अखिल भारतीय वित्तीय संस्थानों (एआईएफआई) और एचएफसी के लिए तो ब्याज दरें और भी ज्यादा गिरते हुए रात्रिपर्यंत नीतिगत दर से भी नीचे आ गयी हैं (चार्ट 3 और 4)।

कुल बकाया सीपी, जो 31 जुलाई 2018 तक ₹6.88 लाख करोड़ के थे, उनमें 39 प्रतिशत की गिरावट आयी और वे 30 अप्रैल 2020 तक ₹ 4.17 लाख करोड़ रह गए, मुख्य रूप से निजी एनबीएफसी और एचएफसी के मामले में। कॉर्पोरेट्स और एआईएफआई के निर्गमों में सामान्यतया कोई बदलाव नहीं आया।

बकाया सीपी, विशेष रूप से, निजी एनबीएफसी के सीपी में 71 प्रतिशत की गिरावट आयी और ये 31 जुलाई 2018 के ₹2.22 लाख करोड़ से गिरकर 30 अप्रैल 2020 तक ₹ 64,253 करोड़ रह गए (रितुराज और अन्य 2020)। इस प्रकार, ब्याज दरें अपेक्षाकृत कम रहने से जहाँ कॉर्पोरेट और एआईएफआई को उनके अल्पकालिक लिखतों पर निरंतर लाभ हो रहा है, वहीं एनबीएफसी और एचएफसी को अल्पकालिक वित्तपोषण पर अपनी निर्भरता कम करनी पड़ी है। यदि यह बदलाव लंबे समय तक बना रहा तो, खास तौर पर ऐसी एनबीएफसी के जो



इंफ्रास्ट्रक्चर और अन्य दीर्घावधिक वित्तपोषण की गतिविधियों से संबद्ध हैं, तथा एचएफसी के तुलन-पत्रों की प्रकृति को देखते हुए, इस क्षेत्र को मजबूती मिलेगी जो बहुत जरूरी है।

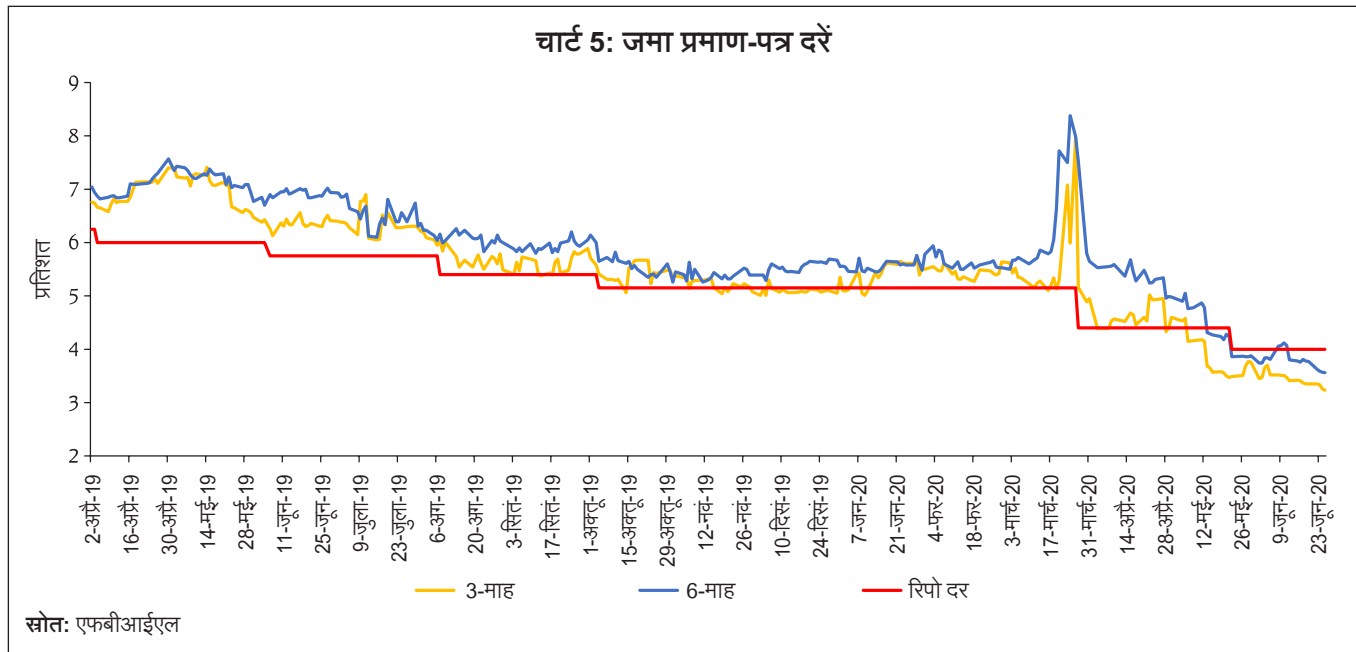
जमा प्रमाण-पत्रों (सीडी) पर भी ब्याज दरों में कमी आयी है और ये वित्तपोषण के महत्वपूर्ण अल्पावधि लिखत होते हैं, विशेष रूप से उन बैंकों के लिए जिनका चालू और बचत खाता (कासा) आधार कम है। 3 और 6 माह के सीडी पर प्रतिफल की दरें नीतिगत दर से नीचे आ गयी है। पिछले कुछ दिनों तो 3-महीने की सीडी पर प्रतिफल दर वस्तुतः रिवर्स रिपो दर से भी नीचे आ गयी थी (चार्ट 5)। चूंकि नीतिगत दरों में लायी गयी नरमी ने महत्वपूर्ण भूमिका निभाई है और बैंकिंग प्रणाली में अधिशेष चलनिधि ने वित्तपोषण के साधन के रूप में सीडी पर बैंकों की निर्भरता को कम कर दिया है।

प्रणाली में मौजूद अधिशेष चलनिधि के वर्तमान स्तर से यह सुनिश्चित हुआ है कि अल्पकालिक दरों पर नियंत्रण बना रहे और ये नीतिगत रिपो दर के सापेक्ष नरम बनी रहें जिससे मौद्रिक नीति के सकारात्मक संचरण में सहायता मिले और बाजार स्पेक्ट्रम के दूसरे संविभागों पर भी इसका प्रभाव पड़े।

IV. सरकारी प्रतिभूति बाजार और जोखिम मुक्त वक्र

जैसा कि खण्ड III में उल्लेख किया जा चुका है, नीतिगत दरों में होने वाले किसी भी परिवर्तन के संचरण में पहला पड़ाव अंतर-बैंक माँग-मुद्रा दर होती है। इसके बाद, यह आवेग अपेक्षाकृत लंबी अवधि के जोखिम-मुक्त ब्याज दरों और अन्य व्यापारिक वित्तीय लिखतों से होते हुए अंततः ऋण और जमा दरों में संचलित होता है।

कोविड-19 से पहले, सरकारी राजस्व प्राप्तियों में आयी गिरावट के फलस्वरूप राजकोषीय लक्ष्यों को प्राप्त न कर पाने की चिंता के कारण सरकारी प्रतिभूति (जी-सेक) बाजार में अटकलों का बाजार गर्म रहा, वस्तु और सेवा कर (जीएसटी) का अनुमान से कम संग्रह तथा विनिवेश प्राप्तियों में लक्ष्य की तुलना में रहे अंतराल, और अतिरिक्त उधारियों के अंदेश ने बाजार में चिंता का माहौल बनाए रखा। परिणाम यह हुआ कि जी-सेक बाजार के ज़रिए होने वाला मौद्रिक नीति संचरण पिछड़ गया और आधा-अधूरा रहा। फरवरी और दिसंबर 2019 के बीच नीतिगत रिपो दर में 135 आधार अंकों की कमी की तुलना में 10-वर्षीय बेंचमार्क प्रतिभूति के प्रतिफल में केवल 88 आधार अंकों की गिरावट देखी गयी। दिसंबर 2019 में दर कटौती में रोक लगाने के एमपीसी के



निर्णय से बाजार थम सा गया क्योंकि बाजार दर में कटौती के लिए टकटकी लगाए हुए था। जिस दिन एमपीसी के निर्णय की घोषणा की गई, उस दिन 10-वर्षीय बेंचमार्क का प्रतिफल 14 बीपीएस (6.47 प्रतिशत से 6.61 प्रतिशत) तक बढ़ गया और 19 दिसंबर 2019 तक बढ़कर 6.75 प्रतिशत तक पहुंच गया। जहां चलनिधि अधिशेष के कारण प्रतिफल कर्व का अल्पावधि परिणाम ठहरा रहा, वहीं पेपर की अतिरिक्त आपूर्ति की आशंका के कारण दीर्घावधि प्रतिफल में सख्ती देखने को मिली। चूंकि सभी बाजार लिखतों का प्रतिफल जी-सेक प्रतिफल कर्व से कम होता है, इसलिए सरकारी प्रतिभूतियों के प्रतिफल में वृद्धि कॉर्पोरेट बॉन्ड और अन्य लिखतों के प्रतिफल पर समान प्रभाव डालती है, जो बाजार पहुंच को बाधित करती है और नीतिगत ढील के प्रभाव को कम करती है।

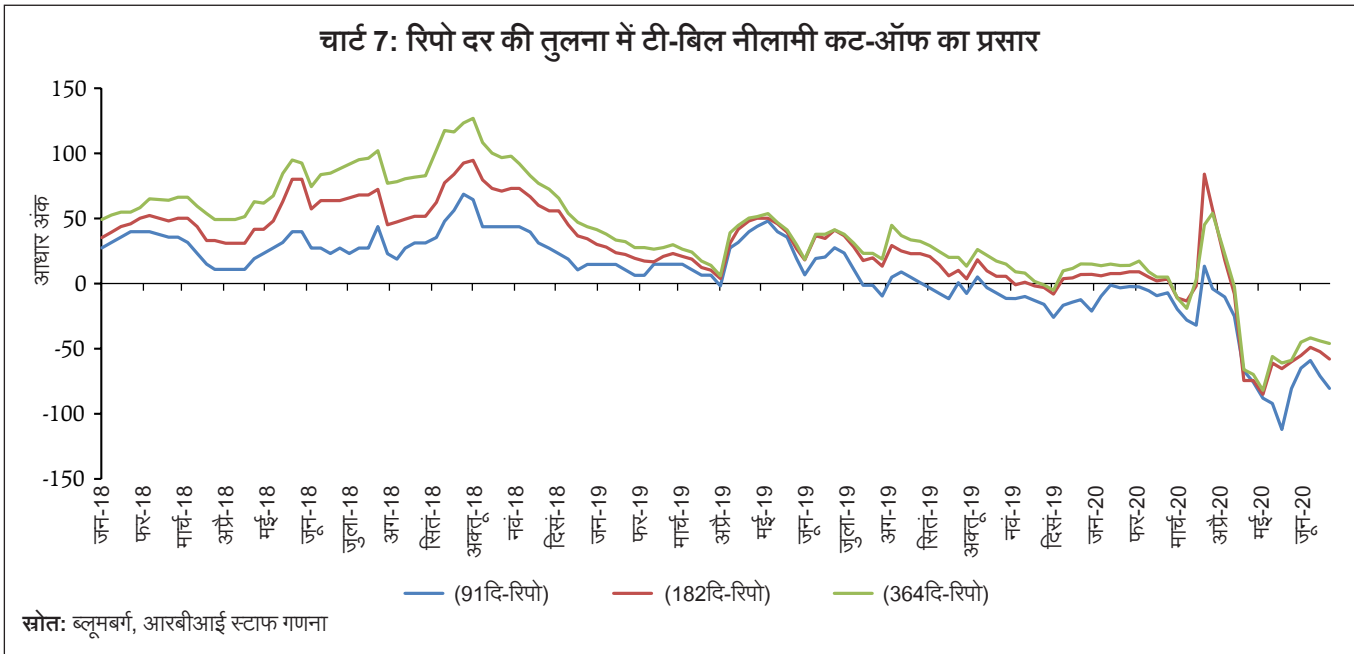
इस गतिरोध को दूर करने के लिए, रिजर्व बैंक ने विशेष ओएमओ² का संचालन करने का निर्णय लिया, जिसमें लंबी अवधि की दिनांकित प्रतिभूतियों की एक साथ खरीद और अल्प-अवधि वाली प्रतिभूतियों की बिक्री शामिल है। इस तरह के पहले परिचालन की घोषणा 19 दिसंबर 2020 को की गई थी। घोषणा का स्वतः प्रभाव वांछित असर पर देखने को मिला था और घरेलू बॉन्ड का प्रतिफल अगले दिन ही घट गया और 10-वर्षीय बेंचमार्क प्रतिफल 15 बीपीएस घटकर 6.60 प्रतिशत पर बंद हुआ। 01

फरवरी 2020 को केंद्रीय बजट घोषणा के बाद, 10-वर्षीय प्रतिफल में तेजी से गिरावट आई क्योंकि कुछ चुनिंदा जी-सेक विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों (एफपीआई) के लिए पूरी तरह से खोल दिए गए और बजट में कोई अतिरिक्त उधारी की घोषणा नहीं की गई। रिजर्व बैंक ने 06 फरवरी 2020 के विनियामक और विकासात्मक नीति वक्तव्य में 1-वर्ष और 3-वर्ष की अवधि के दीर्घावधि रिपो परिचालन (एलटीआरओ) के माध्यम से संशोधित चलनिधि प्रबंधन फ्रेमवर्क (बॉक्स -1) और अतिरिक्त चलनिधि अंतर्वेशन की घोषणा करके प्रतिफल में गिरावट का समर्थन किया। 10-वर्षीय बेंचमार्क प्रतिफल 06 फरवरी 2020 को 1-3 वर्षीय प्रतिफल में गिरावट के साथ-साथ 6.45 प्रतिशत पर बंद हुआ। पूर्वव्यापीकरण में, यह नीति में ढील और चलनिधि उपायों का संयोजन था जिसके कारण जी-सेक पर प्रतिफल एक दशक से अधिक में अपने निम्नतम स्तर तक गिर गया था (चार्ट 6)।

प्रचुर मात्रा में चलनिधि ने अल्पावधि जी-सेक प्रतिफल को नीतिगत रिपो दर के करीब ला दिया। वास्तव में, प्राथमिक निर्गमों में 3 महीने के टी-बिल की कटौती आम तौर पर मार्च 2020 से रिवर्स रिपो दर से कम रही है। द्वितीयक बाजार में देखे तो फरवरी 2020 में एलटीआरओ की घोषणा के बाद से 3-माह के टी-बिल के प्रतिफल में लगभग 183 बीपीएस की गिरावट आई है। एलटीआरओ की घोषणा के बाद से 3-वर्षीय जी-सेक के प्रतिफल

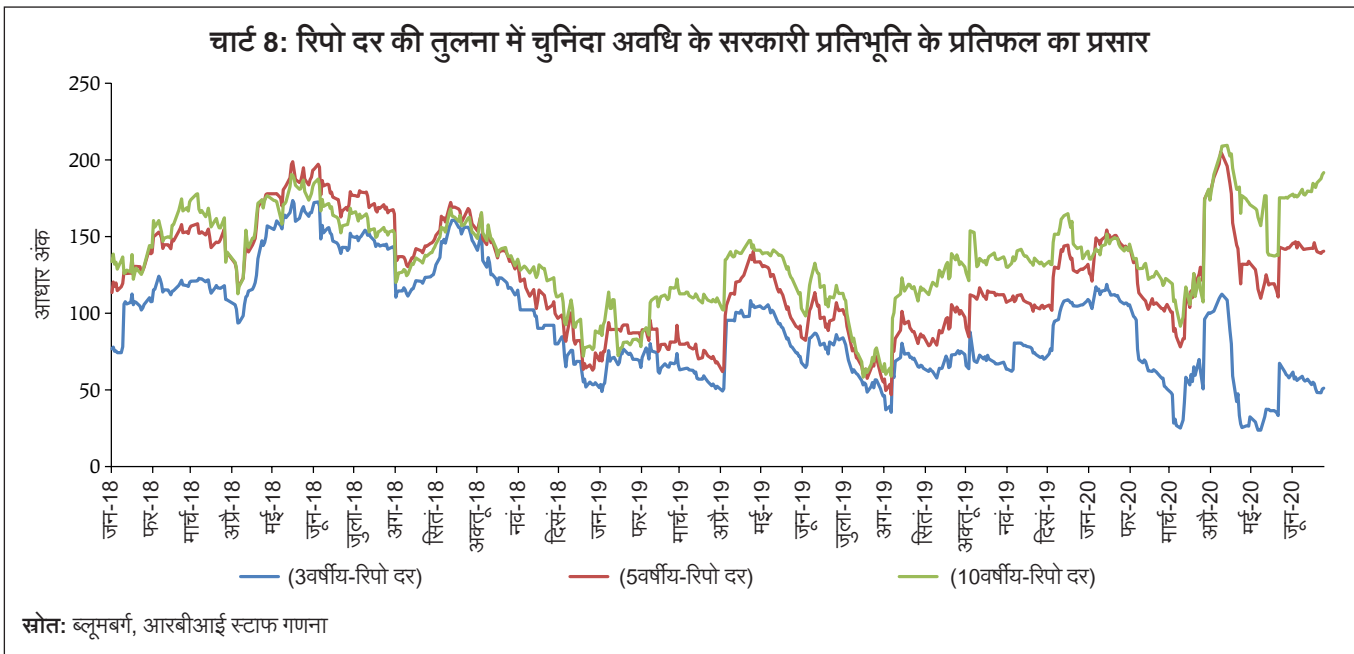


² फेडरल रिजर्व द्वारा इसी प्रकार के परिचालन पहले किए जा चुके थे और उन्हीं को देखते हुए मीडिया तथा बाजार में इन परिचालनों को 'ऑपरेशन ट्विस्ट' नाम दिया गया।



में भी 163 बीपीएस की गिरावट आई है, जिसको इस लिखत की अवधि (3 वर्ष तक) से फायदा मिला। नीतिगत रिपो दर में टी-बिल³ प्रतिफल के प्रसार के रूप में परिभाषित एक वर्ष तक का सावधि प्रीमियम अप्रैल 2020 के मध्य से नकारात्मक हो गया (चार्ट 7)। दूसरी ओर, दीर्घावधि जी-सेक प्रतिफल और रिपो दर के बीच का प्रसार भी अप्रैल 2020 में एक और विशेष ओएमओ

आयोजित किए जाने के बाद गिर गए हैं, जो मई/जून 2018 में उच्च स्तर के नजदीक थे। फिर भी, कोविड-19 की वजह से सरकार द्वारा अतिरिक्त उधार लेने के कारण टी-बिल के प्रतिफल के साथ दीर्घावधि दरें उस हिसाब से कम नहीं हुई हैं (चार्ट 8)। इससे जी-सेक प्रतिफल घट गया है। 2वर्षीय-10वर्षीय प्रसार, जिसने 11 मई 2020 को अतिरिक्त सरकारी उधार की घोषणा के



³ टी-बिल मुद्रा बाजार लिखत हैं और इसीलिए ये प्रणाली में व्याप्त चलनिधि स्थितियों के प्रति अत्यधिक संवेदनशील होते हैं।

सारणी 1: सरकारी प्रतिभूति प्रतिफल (बीपीएस) की विभिन्न अवधि के बीच प्रसार

अवधि	02 अप्रैल 2019	01 जुलाई 2019	01 अक्टूबर 2019	01 जनवरी 2020	02 अप्रैल 2020	25 जून 2020
2वर्ष-5वर्ष	35	49	61	64	102	104
3वर्ष-7वर्ष	48	33	43	36	116	140
5वर्ष-10वर्ष	40	11	36	10	2	53
2वर्ष-10वर्ष	75	60	97	74	104	158

स्रोत: ब्लूमबर्ग, आरबीआई स्टाफ गणना

बाद 173 बीपीएस को छू लिया था, 25 जून 2020 को गिरकर 158 बीपीएस तक पहुंच गया है (सारणी 1)।

08 मई 2020 को भारत सरकार ने अपने बजटीय अनुमान (बीई) को संशोधित किया और घोषणा की कि वह 2020-21 में ₹7.80 लाख करोड़ के बजाय ₹12 लाख करोड़ उधार लेगी। राज्यों के लिए वर्ष के लिए उधार सीमा जीएसडीपी के 5 प्रतिशत से बढ़ाकर 3 प्रतिशत कर दी गई। राज्यों द्वारा ली गयी अतिरिक्त उधारी का एक हिस्सा चिन्हित बेंचमार्क के विरुद्ध उनके प्रदर्शन पर आकस्मिक होगा। सरकारी उधारियों में वृद्धि और लॉकडाउन के कारण राजस्व में काफी हानि के बावजूद, जी-सेक बाजार रिजर्व बैंक के लक्षित हस्तक्षेपों के कारण सुदृढ़ और स्थिर बना हुआ है, जिसमें एलटीआरओ के तहत ₹1.61 लाख करोड़ की ओएमओ खरीद और ऑपरेशन ट्विस्ट शामिल हैं। इस वर्ष की

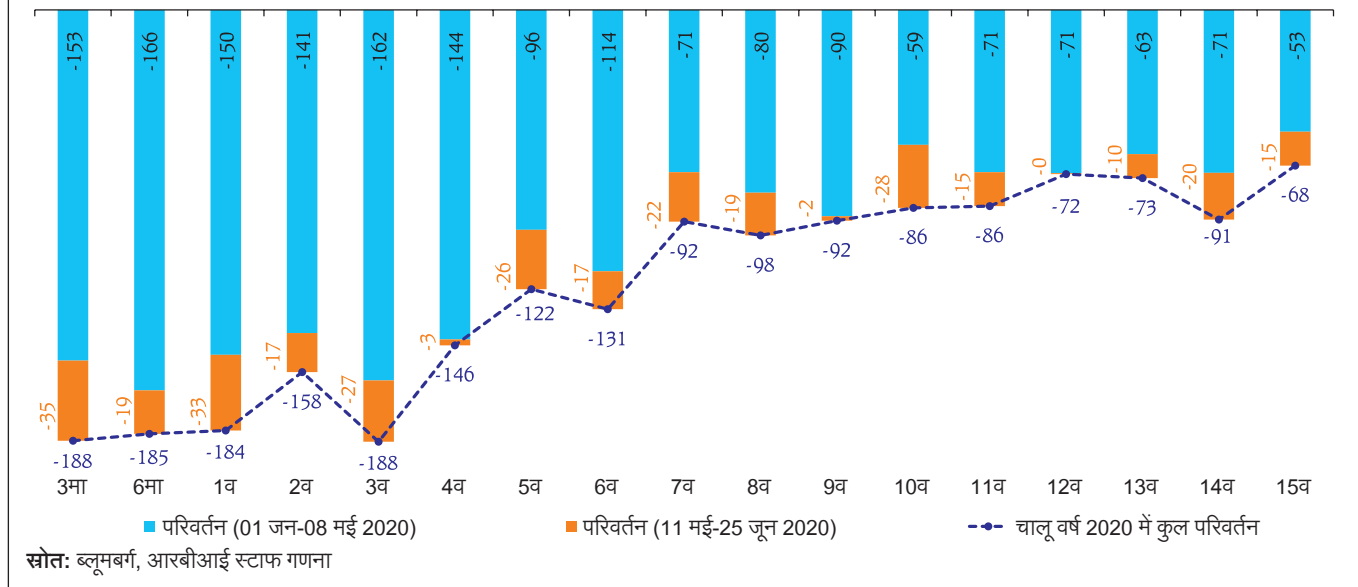
शुरुआत के बाद से दोनों 3-माह और 3-वर्षीय प्रतिफल में 188 बीपीएस की गिरावट आई है, 7-वर्षीय प्रतिफल में 92 बीपीएस, 10-वर्षीय प्रतिफल में 86 बीपीएस और 15-वर्षीय प्रतिफल में 68 बीपीएस की गिरावट आई है (चार्ट 9)।

बाजार परिचालन के अलावा, रिजर्व बैंक ने केंद्र और राज्य सरकारों को इस महत्वपूर्ण समय में सहयोग प्रदान करने के लिए कई अतिरिक्त कदम भी उठाए हैं। केंद्र और राज्य सरकारों के अर्थोपाय अग्रिमों (डब्ल्यूएमए) की सीमाएं बढ़ा दी गई हैं ताकि उन्हें अपने अतिरिक्त उधारियों की योजना बनाने के लिए समय दिया जा सके। राज्यों के समेकित ऋण-शोधन निधि (सीएसएफ) से निकासी के मानदंडों में ढील दी गयी है ताकि अतिरिक्त उधारियों का सहारा लिए बिना मोचन दबाव के प्रबंधन को सक्षम बनाया जा सके।

V. कॉर्पोरेट बॉन्ड मार्केट

कॉर्पोरेट बॉन्ड बाजार निजी क्षेत्र के लिए वित्तपोषण का एक महत्वपूर्ण स्रोत है। एक सक्रिय कॉर्पोरेट बॉन्ड बाजार दीर्घावधि वित्तीय आस्तियों वाले संस्थागत निवेशकों जैसे कि बीमा कंपनियों और भविष्य एवं पेंशन निधियों के लिए अवसर भी प्रदान करता है, ताकि उनकी देनदारियों का मिलान किया जा सके (आरबीआई, 2016)।

चार्ट 9: सरकारी प्रतिभूति प्रतिफल में परिवर्तन (आधार अंक)



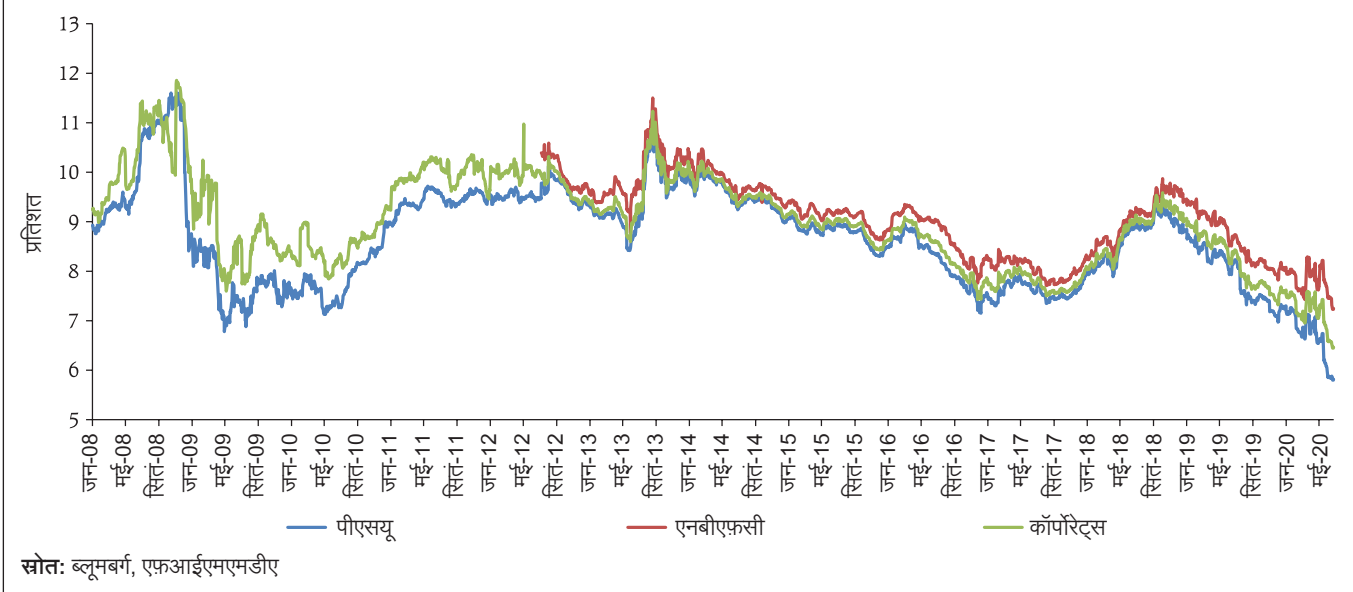
चार्ट 10: 3-वर्षीय ट्रिपल ए-रेटेड कॉर्पोरेट बॉन्ड प्रतिफल



वित्तीय स्थितियां सख्त होने की वजह से बेहतर रेटिंग प्राप्त कॉर्पोरेट बॉन्ड के प्रतिफल, जिसमें 2013 के कटौती के त्रास भरे दौर से लेकर 2017 के अंत तक गिरावट देखी गयी थी, 2018 के शुरुआत से धीरे-धीरे बढ़ने लगी थी। 2018 के आईएल एंड एफएस की घटना के बाद कॉर्पोरेट बॉन्ड मार्केट को एक बड़ा झटका लगा, जिसने एनबीएफसी और एचएफसी के बाजार पहुंच पर प्रतिकूल प्रभाव डाला।

प्रतिफल में वृद्धि न सिर्फ बाजार तक पहुंचने के लिए जारीकर्ताओं की क्षमता को बाधित करती है; बल्कि यह मौजूदा निवेशकों को भी प्रभावित करता है क्योंकि बॉन्ड की कीमतें गिरती हैं। इसलिए, निवेशकों के बीच एक व्यापक जोखिम विमुखता व्याप्त रही है, भले ही वर्ष 2019 के दौरान कॉर्पोरेट बॉन्ड के प्रतिफल नीचे की ओर थे (चार्ट 10 और 11)।

चार्ट 11: 3-वर्षीय डबल ए-रेटेड कॉर्पोरेट बॉन्ड प्रतिफल



कोविड-19 के बढ़ने और उसके परिणामस्वरूप हुए राष्ट्र-व्यापी लॉकडाउन से कॉर्पोरेट बॉन्ड बाजार में चलनिधि एवं ऋण जोखिम प्रीमियम में तेजी आ गयी क्योंकि निवेशकों में राजस्व स्रोतों में हानि की वजह से चूक का डर व्याप्त था। जोखिम विमुखता ने द्वितीयक बाजारों में भागीदारी को बाधित किया। जहां एलटीआरओ ने कॉर्पोरेट बॉन्ड मार्केट तक पहुंच को आसान कर दिया, वहीं रिजर्व बैंक ने 27 मार्च 2020 को कॉर्पोरेट बॉन्ड मार्केट में उच्चतर चलनिधि प्रीमियम से निपटने के लिए ₹1.0 लाख करोड़ के लक्षित दीर्घावधि रिपो परिचालन (टीएलटीआरओ) की घोषणा की। इस सुविधा के तहत बैंकों द्वारा लिए गए 3-वर्षीय निधियों को बाजार के प्राथमिक और द्वितीयक दोनों खंडों में निवेश ग्रेड कॉर्पोरेट बॉन्ड, सीपी और गैर-परिवर्तनीय डिबेंचर (एनसीडी) की नयी खरीद में विनियोजित किया जाना था।

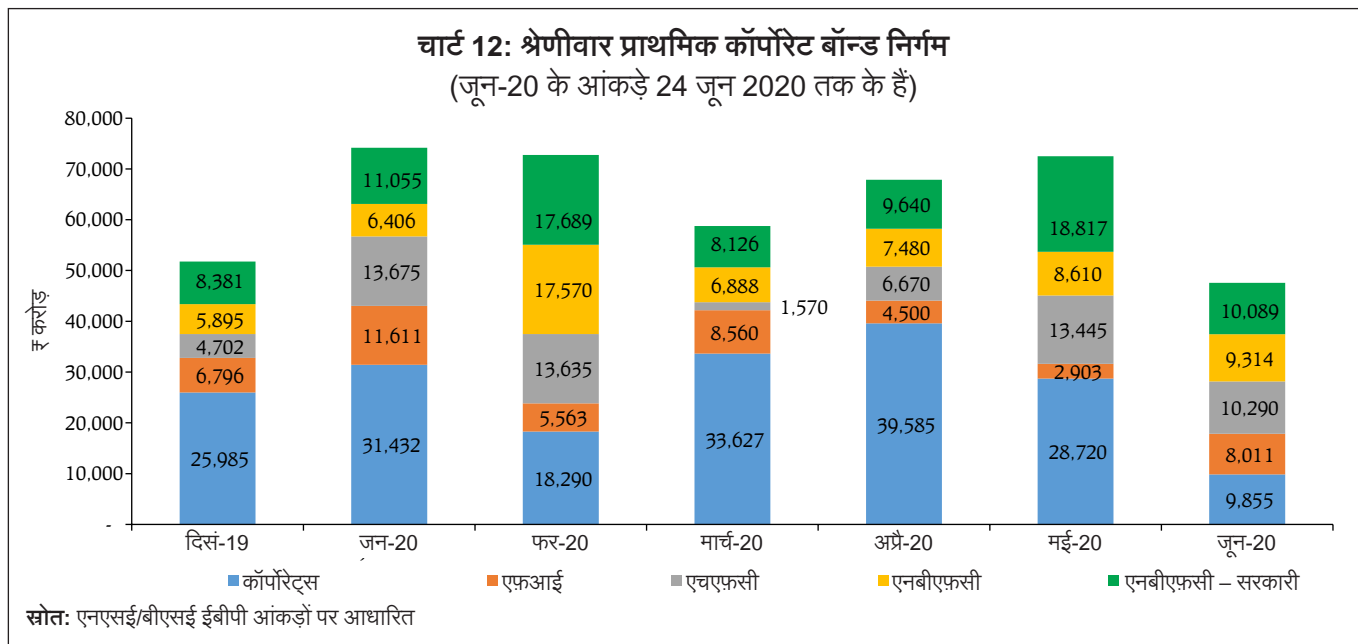
अप्रैल, मई और जून 2020 के दौरान, बाजार पहुंच और अधिक व्यापक हो गई और सभी श्रेणी की संस्थाएं प्राथमिक बाजार तक पहुंचने में सक्षम हो गईं (चार्ट 12)। कुल प्राथमिक निर्गमों में जहां एक महीने पहले की तुलना में मार्च 2020 में लगभग 20 प्रतिशत की गिरावट आई थी, वहीं अप्रैल 2020 में 15 प्रतिशत और मई 2020 में 7 प्रतिशत की वृद्धि दर्ज की गयी और यह बढ़कर ₹73,000 करोड़ तक पहुँच गया जो तीन महीने का उच्च स्तर है।

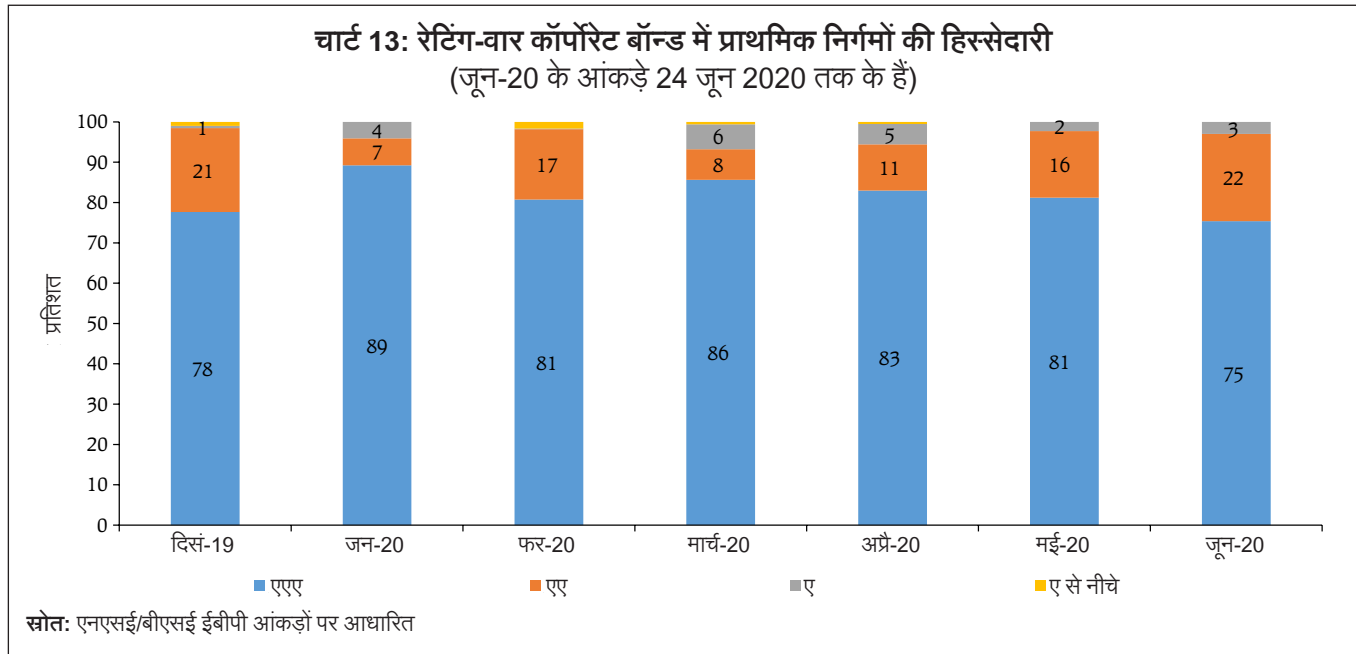
2-3 वर्षीय समूह (टीएलटीआरओ निधियां 3-वर्ष की अवधि के लिए उपलब्ध थी) में कॉर्पोरेट बॉन्ड निर्गमों के भारत

औसत दर मार्च 2020 के स्तर की तुलना में से अप्रैल में लगभग 150 बीपीएस कम थी (ऋतुराज एवं अन्य, 2020)। प्रतिफल में यह गिरावट उस अवधि में कॉर्पोरेट बॉन्ड की आपूर्ति में वृद्धि के बावजूद हुई थी। अप्रैल 2020 में जारी कुल निर्गमों का लगभग 74 प्रतिशत 2-3 वर्षीय समूह में था, जबकि फरवरी और मार्च 2020 के दौरान ये क्रमशः लगभग 41 प्रतिशत और 24 प्रतिशत थे, जो स्पष्ट रूप से टीएलटीआरओ के प्रभाव को दर्शाता है।

जहां भारत में कॉर्पोरेट बॉन्ड मार्केट पारंपरिक रूप से ट्रिपल ए- रेटेड संस्थाओं का गढ़ रहा है, वहीं शोधपरक साक्ष्यों से पता चलता है कि हाल ही में रिजर्व बैंक के उपाय निवेशकों के जोखिम प्रवृत्ति को फिर से जगाने में सफल रहे। उन महीनों में जब एलटीआरओ/टीएलटीआरओ के तहत बैंकों द्वारा ली गयी निधियों का विनियोजन किया जा रहा था, तो यहां तक कि गैर-ट्रिपल ए रेटेड संस्थाएं भी बाजार तक पहुंच बनाने में सक्षम थीं। फरवरी 2020 में, जब एलटीआरओ का आयोजन किया गया था, तो गैर-ट्रिपल ए रेटेड निर्गमों की हिस्सेदारी जनवरी 2020 में 11 प्रतिशत से बढ़कर 19 प्रतिशत हो गई। इसी तरह, जब अप्रैल-मई 2020 में टीएलटीआरओ निधि का विनियोजन किया जा रहा था, तो गैर-ट्रिपल ए रेटेड निर्गमों की हिस्सेदारी काफी ज्यादा थी (चार्ट 13)।

रिजर्व बैंक ने 17 अप्रैल 2020 को टीएलटीआरओ 2.0 की घोषणा की, जिसमें एनबीएफसी और सूक्ष्म वित्त संस्थानों





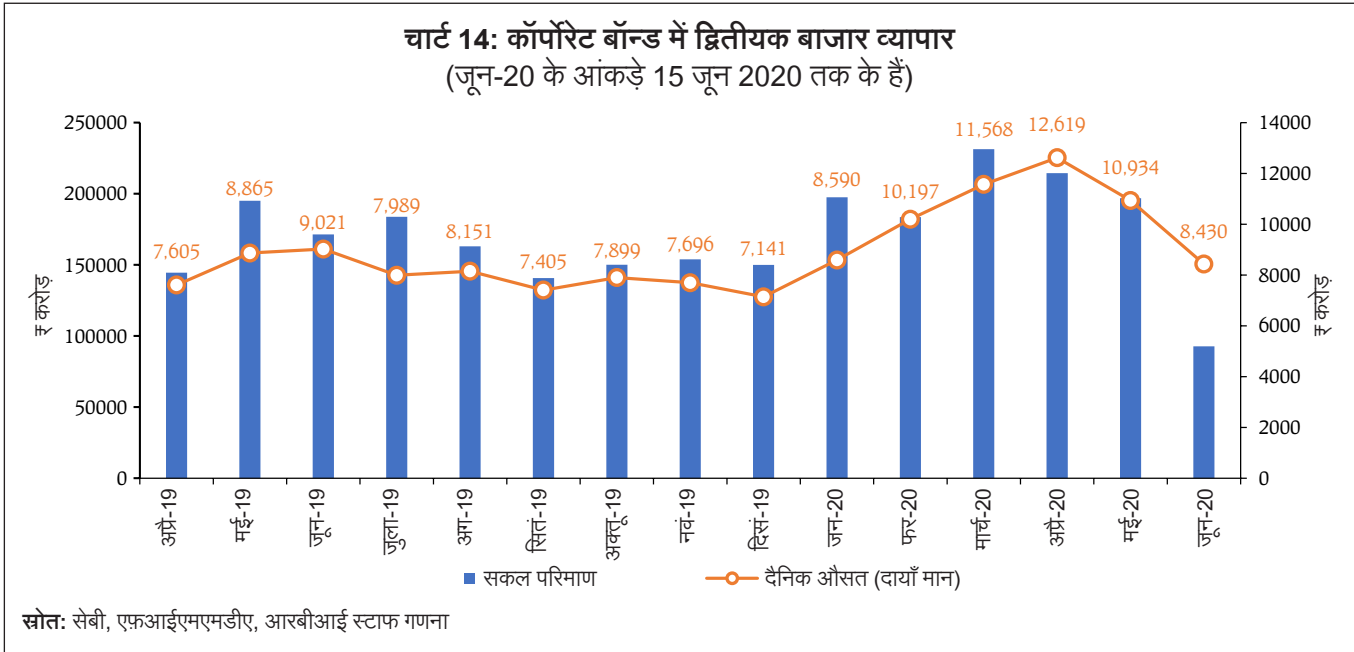
(एमएफआई) सहित लघु एवं मध्यम आकार के कॉर्पोरेट्स को चलनिधि प्रदान की गई। टीएलटीआरओ 2.0 के तहत प्राप्त निधि को निवेश ग्रेड बांड, सीपीसी और एनबीएफसी के एनसीडी में विनियोजित किया गया था। सबसे महत्वपूर्ण बात यह थी कि प्राप्त हुई कुल निधि का कम से कम 50 प्रतिशत एमएफआई और छोटे एनबीएफसी द्वारा जारी प्रतिभूतियों/लिखतों में निवेश किया जाना अनिवार्य था। इससे गैर-ट्रिपल ए रेटेड उधारकर्ताओं की हिस्सेदारी में सुधार हुआ और यह मई 2020 में 19 प्रतिशत से बढ़कर जून में 25 प्रतिशत हो गया।

इसके अतिरिक्त, रिजर्व बैंक ने एआईएफआई, अर्थात्, राष्ट्रीय कृषि और ग्रामीण विकास बैंक (नाबार्ड), भारतीय लघु उद्योग विकास बैंक (सिडबी), राष्ट्रीय आवास बैंक (एनएचबी) और भारतीय निर्यात-आयात बैंक (एक्जिम) को कुल ₹65,000 करोड़ की राशि की विशेष पुनर्वित्त सुविधा प्रदान की, ताकि वे अर्थव्यवस्था की क्षेत्रवार ऋण जरूरतों को पूरा करने में सक्षम हो सकें। इस सुविधा ने टीएलटीआरओ 2.0 के माध्यम से किए गए लक्षित चलनिधि प्रावधान में इजाफा कर दिया तथा बैंकस्टॉप का काम किया और कृषि एवं ग्रामीण क्षेत्र, छोटे उद्योगों, एचएफसी, एनबीएफसी और एमएफआई की वित्त पोषण आवश्यकताओं को पूरा करने में मदद की। 07 जुलाई 2020 तक नाबार्ड ने पुनर्वित्त सुविधा के तहत ₹25,000 करोड़ में से ₹22,000 करोड़ और

एनएचबी ने ₹9,537 करोड़ (₹10,000 करोड़ में से) का लाभ उठाया था। सिडबी द्वारा अब तक ₹7,935 करोड़ का कुल लाभ उठाया गया था, जबकि एक्जिम बैंक ने अभी तक इस सुविधा के तहत पुनर्वित्त का लाभ नहीं उठाया है। इस ऋण व्यवस्था ने उस समय राहत और वित्त प्रदान किया जब बाजार की पहुंच बाधित थी और इन संस्थाओं/क्षेत्रों के लिए जोखिम विमुखता बहुत बढ़ गयी थी।

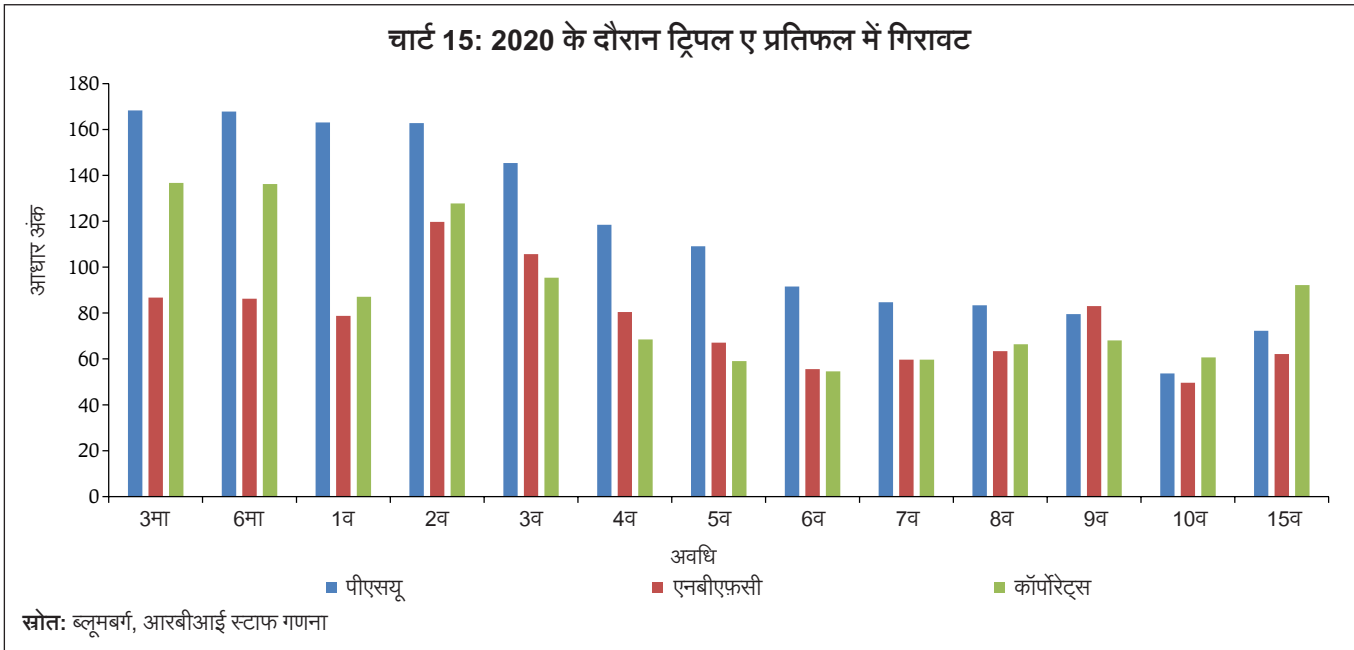
टीएलटीआरओ निधियों के कुछ अंश के द्वितीयक बाजार में निवेश करने की होड़ की प्रतिक्रिया में, दैनिक औसत द्वितीयक बाजार के व्यापार मात्रा में दिसंबर 2019 की तुलना में अप्रैल 2020 में 77 प्रतिशत की तेज वृद्धि दर्ज की गई। द्वितीयक बाजार में मासिक व्यापार की मात्रा 2008 के बाद मार्च और अप्रैल 2020 के दौरान पहली बार ₹2 लाख करोड़ के पार हो गई (चार्ट 14)।

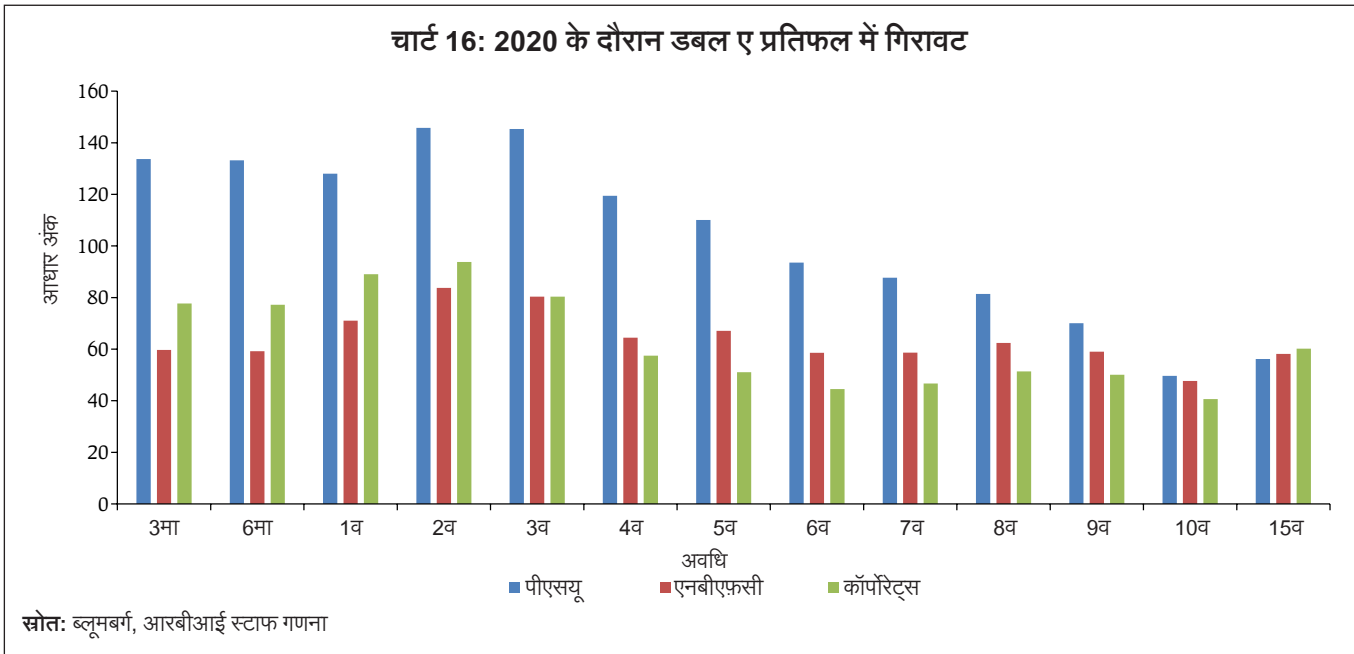
नीतिगत ढील के साथ-साथ असीमित (एलटीआरओ) और लक्षित लिखतों (टीएलटीआरओ) के माध्यम से चलनिधि के प्रावधान ने ट्रिपल ए एवं डबल ए-रेटेड उधारकर्ताओं के लिए उधारी की लागत को एक दशक में उसके निम्नतम स्तर तक कम करने में मदद की है और दोनों श्रेणियों में प्रतिफल भी घटा है (चार्ट 15 और 16)। ट्रिपल ए प्रतिफल में गिरावट जी-सेक के समान है, जिसमें अल्पावधि प्रतिफल दीर्घावधि प्रतिफल के



बनिस्पत ज्यादा गिरती है। हालांकि, डबल ए-रेटेड संस्थाओं के लिए, 2-3 वर्ष की अवधि में प्रतिफल में सबसे अधिक गिरावट आई है। इससे पता चलता है कि टीएलटीआरओ ने गैर-ट्रिपल ए रेटेड संस्थाओं के दबाव कम करने में मदद की। समान अवधि के भीतर, प्रतिफल में गिरावट जोखिम धारणाओं के आधार पर

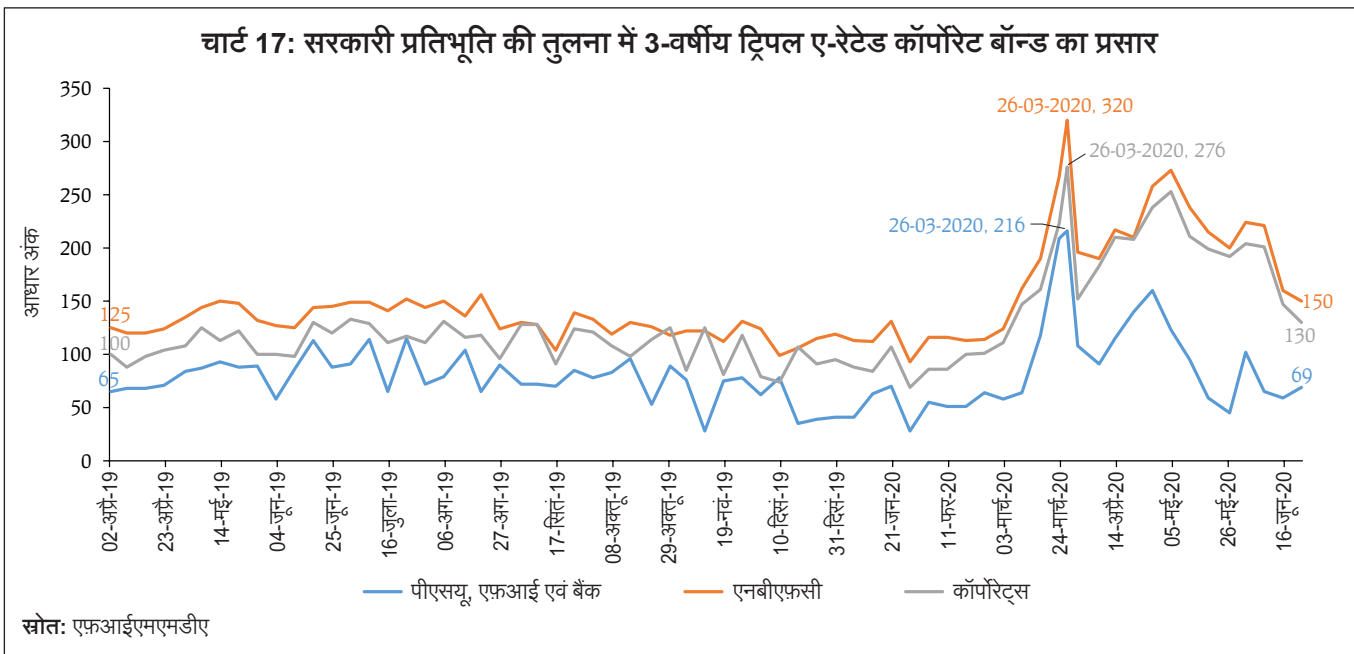
अलग-अलग श्रेणी की संस्थाओं के लिए अलग-अलग रही है। प्रतिफल में गिरावट सार्वजनिक उपक्रमों के लिए सर्वाधिक रही है और उसके बाद कॉर्पोरेट में रही है। एनबीएफसी के प्रतिफल में गिरावट, यद्यपि अच्छी-खासी रही है, तथापि अन्य दो श्रेणियों के मुकाबले कम है।

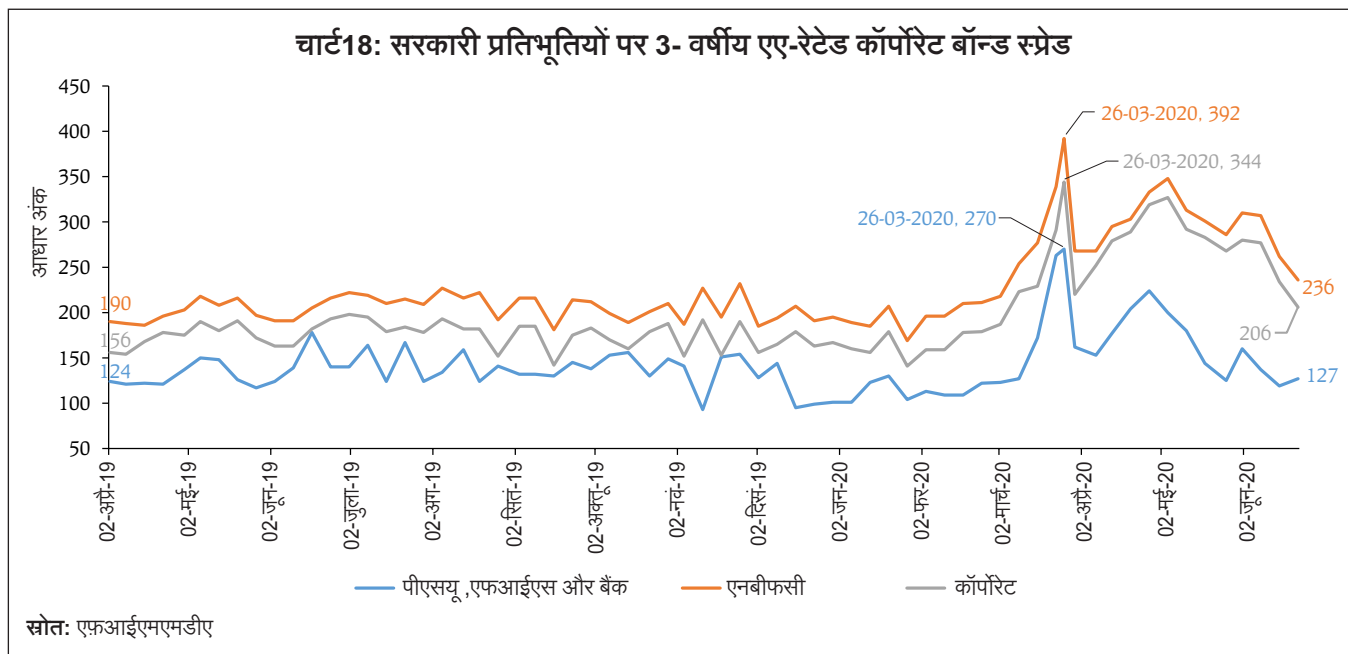




टीएलटीआरओ की घोषणा के बाद जोखिम की प्रवृत्ति में और सुधार का सबूत समान अवधि के जी-सेक की तुलना में कॉर्पोरेट बॉन्ड प्रतिफल के प्रसार में संकुचन है, जो मार्च 2020 के अंतिम सप्ताह में ऊंचे स्तरों पर था। ट्रिपल ए-रेटेड एनबीएफसी के प्रसार में गिरावट अधिकतम 170 बीपीएस रही है और उसके बाद पीएसयू, एफआई और बैंकों (147 बीपीएस) और कॉर्पोरेट्स

(146 बीपीएस) में रही है। डबल ए-रेटेड संस्थाओं के मामले में, एनबीएफसी के लिए प्रसार में गिरावट लिए 156 बीपीएस, पीएसयू, एफआई और बैंकों के लिए 143 बीपीएस और कॉर्पोरेट्स के लिए 138 बीपीएस थी। पीएसयू, एफआई और बैंक श्रेणी द्वारा जारी किए गए लिखतों पर प्रसार पूर्व-कोविड के स्तर पर वापस आ गया है (चार्ट 17 और 18)।





कॉर्पोरेट बॉन्ड के प्राथमिक निर्गमों के आंकड़ों को गहराई से देखने पर यह पाया जाता है कि दिसंबर 2019 से 24 जून 2020 तक बाजार में एक समान दर की इकाईयों के बीच जोखिम का मूल्य अलग अलग प्रकार से आँका गया है। अर्थव्यवस्था के विभिन्न क्षेत्रों में कोविड-19 का प्रभाव अलग अलग प्रकार से हुआ है, जो विभिन्न क्षेत्रों से संबंधित इकाईयों के प्राथमिक निर्गमन कूपनों पर परिलक्षित हो सकता है। उदाहरण के लिए आवश्यक पण्य वस्तु की संस्था की तुलना में विमानन उद्योग की संस्था को हेडविंड्स का अत्यधिक सामना करना पड़ा है (सारणी 2)।

मार्च-अप्रैल 2020 में, पूंजी बाजारों में अस्थिरता के कारण म्यूचुअल फंड (एमएफ) को मोचन दबाव का सामना करना पड़ा। कुछ ऋण देनेवाली एमएफ योजनाओं को बंद करने के पश्चात मोचन दबाव अत्यधिक बढ़ गया। रिजर्व बैंक ने म्यूचुअल फंडों के चलनिधि दबाव को कम करने और वित्तीय स्थिरता बनाए रखने के लिए कतिपय विनियामक लाभों सहित म्यूचुअल फंड के लिए विशेष चलनिधि सुविधा (एसएलएफ-एमएफ) आरंभ की। एसएलएफ -एमएफ के अंतर्गत प्राप्त निधि का उपयोग बैंकों को पूर्णतः एमएफ की चलनिधि आवश्यकताएं पूरा करने 1) ऋणों का विस्तार और 2) एमएफ द्वारा लिए गए डिबेंचर और सीडी, सीपी

सारणी 2: अवधि-वार कूपन रेंज और कारपोरेट बॉन्ड में प्राथमिक निर्गमों का डब्ल्यूएआर

रेटिंग श्रेणी	कूपन (प्रतिशत)	1 वर्ष	2-3 वर्ष	4-6वर्ष	7-10वर्ष	10 वर्ष से अधिक
एएए	न्यूनतम	6.10	5.05	5.63	5.25	6.65
	अधिकतम	7.60	9.33	8.83	8.75	9.04
	डब्ल्यूएआर	7.01	6.64	7.23	7.51	7.57
एए	न्यूनतम	6.74	6.90	7.55	8.15	8.99
	अधिकतम	13.80	10.85	9.95	9.90	10.75
	डब्ल्यूएआर	8.38	8.40	8.66	8.89	9.04
ए	न्यूनतम	6.60	8.40	9.55	8.70	9.75
	अधिकतम	9.35	17.18	12.05	15.50	13.75
	डब्ल्यूएआर	8.48	11.30	10.31	9.26	11.24

स्रोत : एनएसई/बीएसई ईपीबी डेटा पर आधारित

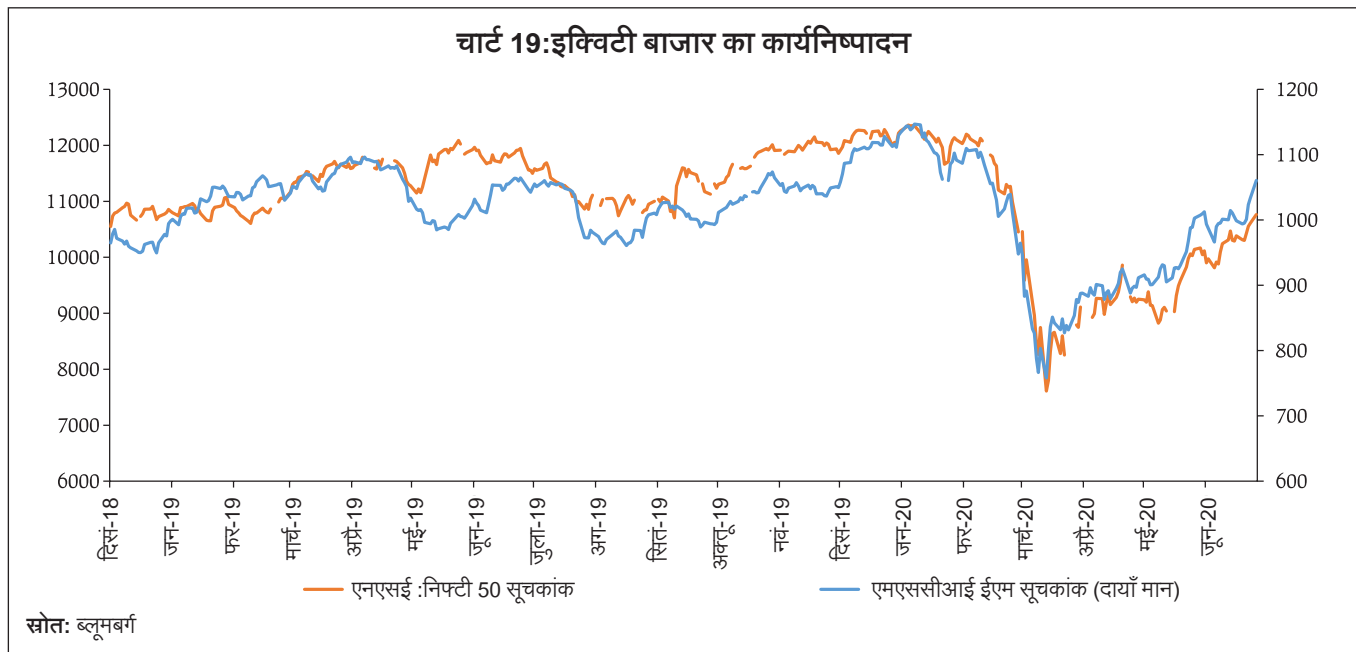
और निवेश ग्रेड के कारपोरेट बॉन्ड को संपार्श्विक के तहत रेपो और /अथवा एकमुश्त खरीद करने के लिए किया जाना था। 30 अप्रैल 2020 को, एसएलएफ-एमएफ योजना के तहत घोषित विनियामकीय लाभ का विस्तार बैंकों को दिया गया, जिन्होंने उनके अपने संसाधनोंका अभिनियोजन किया था। म्यूचुअल फंड के मोचन दबाव को कम करने के साथ-साथ इन उपायों का लाभ कारपोरेट बॉन्ड के द्वितीयक बाजारों में व्यापार की मात्रा बढ़ाने के लिए भी हुआ। रिजर्व बैंक द्वारा संकलित किए गए डेटा से यह पाया गया है कि बैंकों ने एसएलएफ-एमएफ योजना के अंतर्गत अपने स्वयं के संसाधनों से ₹5522 करोड़ विनियोजित किए। यह राशि रिजर्व बैंक से एसएलएफ-एमएफ योजना के तहत प्राप्त ₹2430 करोड़ से अतिरिक्त राशि है।

VI. इक्विटी बाजार

भारत में 2020 के आरंभ में इक्विटी बाजार की शुरुआत उछाल पर थी। 14 जनवरी 2020 को बीएसई सेंसेक्स और एनएसई निफ्टी-50 क्रमशः 41,953 और 12,362 पर अपने अब तक के सभी समय के उच्च स्तर पर बंद हुआ। हालांकि, भारत में कोविड-19 के मामले तेजी से बढ़ने शुरू हुए, इक्विटी बाजारों ने भी इसके झटकों को महसूस किया यह प्रवृत्ति अन्य उभरते बाजारों में भी पाई गई और मार्च में लॉकडाउन घोषित करने के बाद इसमें तेजी से गिरावट आई (चार्ट 19)। अन्य

उभरते बाजारों से भारतीय इक्विटी ने जनवरी 2020 में अधिक कार्यनिष्पादन किया था जो फरवरी 2020 में भी बरकरार रहा तथा मार्च 2020 से इसे प्रारंभिक गिरावट का सामना करना पड़ा। मार्च 2020 में सेंसेक्स और निफ्टी दोनों में 23 प्रतिशत की गिरावट पाई गई, जो एमएससीआई उभरती बाजार सूचकांक⁴ की तुलना में 16 प्रतिशत अधिक थी। इन दोनों सूचकांकों ने अक्टूबर 2008 के बाद अब तक की उनकी सबसे खराब गिरावट की मासिक स्थिति दर्ज की। हालांकि 23 मार्च 2020 के बाद, बाजार में फिरसे तकनीकी उछाल पाया गया, और आगे के 16 व्यापार सत्रों (24 मार्च से 20 अप्रैल 2020 तक) में, 22 प्रतिशत की रिकवरी की। 7 जुलाई 2020 को सेंसेक्स और निफ्टी दोनों में वर्ष -दर-वर्ष आधार पर लगभग 11 प्रतिशत की गिरावट हुई।

मार्च 2020 में बाजार में उथलपुथल के साथ अस्थिरता भी तेजी से बढ़ने लगी। 24 मार्च 2020 को भारत वीआईएक्स ने 83.6 प्रतिशत का उच्चांक प्राप्त किया, जो 2008 के दौरान जीएफसी ने रिकार्ड किए गए 85.1 प्रतिशत के उच्चतम उच्चांक से थोड़ा कम पाया गया। हालांकि, 20 अप्रैल 2020 को बाजारों की स्थिति सुधरने के कारण, भारत वीआईएक्स ने भी 25 प्रतिशत का उच्चांक रिकार्ड किया जो उनकी दीर्घावधि औसतन 19 प्रतिशत से अधिक नहीं है।



⁴ एमएससीआई उभरते बाजार सूचकांक फ्री-फ्लोट भारत इक्विटी सूचकांक हैं जो उभरते बाजार देशों में व्यापक और मिड-कैप का प्रतिनिधित्व करते हैं।

सारणी 3: चुनिंदा इक्विटी सूचकांक का मासिक कार्यनिष्पादन (प्रतिशत में परिवर्तन)

माह	एमएससीआई-इएम सूचकांक	निफ्टी 50	सेंसेक्स	एनएसई बैंक सूचकांक	एनएसई वित्तीय सेवाएं सूचकांक
जून-20	6.96	7.53	7.68	10.74	10.86
मई-20	0.58	-2.84	-3.84	-10.39	-9.87
अप्रै-20	9.00	14.68	14.42	12.49	13.45
मार्च-20	-15.61	-23.25	-23.05	-34.32	-31.32
फर-20	-5.35	-6.36	-5.96	-5.47	-5.24
जन-20	-4.69	-1.70	-1.29	-4.13	-1.65
दिसं-19	7.17	0.93	1.13	0.67	2.45

स्रोत: ब्लूमबर्ग

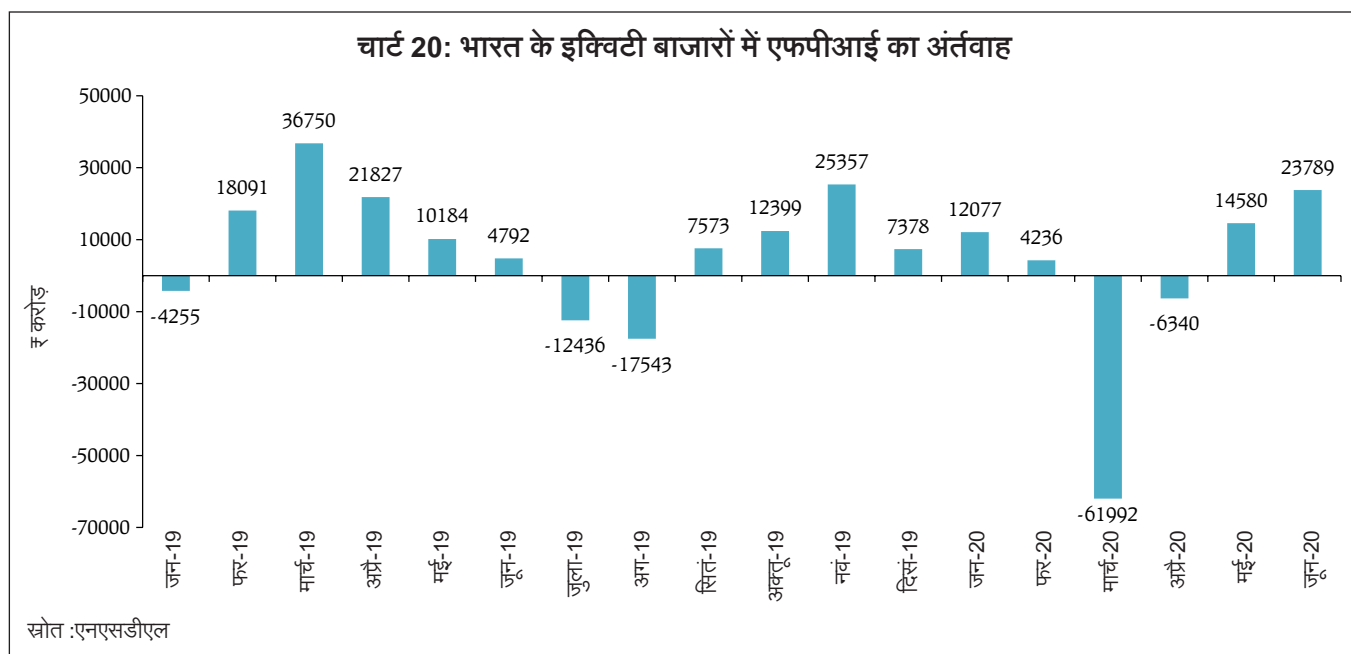
व्यापक बाजार सूचकांक के साथ-साथ प्रमुख क्षेत्रीय सूचकांक को भी बेंचमार्क सूचकांक में शामिल किया गया। मार्च 2020 में एनएसई बैंक सूचकांक में 34 प्रतिशत घट हुई जबकि एनएसई वित्तीय सेवा सूचकांक में भी 31 प्रतिशत की घट पाई गई। रिजर्व बैंक द्वारा स्थगन की घोषणा करने के बाद बैंक के तुलन पत्र से संबंधित लेखों पर अप्रैल और मई 2020 में इन सूचकांको का कार्यनिष्पादन बेंचमार्क सूचकांक से कम हुआ और वित्तीय सेवा क्षेत्र में तनाव बढ़ा। फिरभी, जून 2020 में इन दोनों सूचकांको ने बेंचमार्क सूचकांको से बेहतर कार्यनिष्पादन किया है (सारणी 3)।

अन्य उभरते बाजारों की तरह, मार्च 2020 में, भारतीय इक्विटी बाजार का निवल एफपीआई बहिर्वाह ₹ 62,000 करोड़

(लगभग 8 बिलियन अमरीकी डालर) पाया गया(चार्ट 20)। अप्रैल 2020 में यह बहिर्वाह ₹ 6340 करोड़ रुपए था। हालांकि, रिजर्व बैंक ने वित्तीय प्रणाली का तनाव कम करने के लिए किए गए उपाय और सरकार द्वारा लोगों और कारोबार की कठिनाइयाँ कम करने के लिए किए गए उपायों से अर्थव्यवस्था के दीर्घकालिक विकास की संभावनाओं को बेहतर बनाने के लिए सामान्य रूप से अर्थव्यवस्था में और विशेष रूप से सभी वित्तीय बाजारों मिज़ाज उपर उठने में मदद हुई। परिणामस्वरूप, मई और जून 2020 में इक्विटी बाजारों में एफपीआई की वापसी पाई गई।

VII. निष्कर्ष

सारांश में, वित्तीय बाजारों में पाई गई अव्यवस्था के कारण जेनरिक (एलटीआरओ) तथा लक्षित लिखतों (टीलटीआरओ) के



माध्यम से और रिजर्व बैंक द्वारा घोषित अन्य नीतिगत उपायों द्वारा प्रचुर मात्रा में चलनिधि उपलब्ध करायी गई, जिससे कार्पोरेट बॉन्ड बाजारों में दशक की सबसे कम वित्तीय लागत दर्ज की गई, गैर-एए रेटेड संस्थाओं की पहुंच आसान बनी और प्राथमिक निर्गमों का रिकार्ड बना। 2020 में कार्पोरेट बॉन्ड से लगभग 3 बिलियन अमेरिकी डॉलर का एफपीआई बहिर्वाह होने के बावजूद पैदावार घट गई और स्प्रेड संकुचित हुआ।

कोविड 19 के साथ असाधारण समानुपातों की चुनौतियां जुड़ी हुई हैं। कई हफ्तों से आर्थिक गतिविधियों में ठहराव के कारण तीव्र जोखिम का सामना करना पड़ रहा है और व्यक्तियों, निगमों और वित्तीय एजेंटों द्वारा एहतियाती तौर पर चलनिधि की मांग बढ़ रही है। चलनिधि निवारक की मांग बढ़ी और प्रचुर मात्रा में जोखिम बढ़ा। अप्रत्याशित अनिश्चितता ने वित्तीय प्रणाली में कमजोरियों को भी उजागर किया है और वित्तीय स्थिरता को खतरे में डाला है।

इन चुनौती पूर्ण परिस्थितियों में वित्तीय बाजार में स्थिरता बनी रहने और वित्तीय स्थिरता संरक्षित रहने के लिए रिजर्व बैंक ने सक्रिय और अभूतपूर्व सतर्कता के साथ काम किया। वित्तीय बाजारों और इकाईयों को पारंपारिक और अपारंपारिक साधनों से कार्य करने के लिए बाजार में चलनिधि की कमी अथवा/ और बाधाएं महसूस करनेवाले क्षेत्र और इकाईयों हेतु सिस्टम स्तर की चलनिधि के साथ-साथ पर्याप्त रूप से लक्षित चलनिधि उपलब्ध कराई। महामारी के प्रतिकूल प्रभाव से उबरने के लिए भारत सरकार ने आर्थिक प्रोत्साहन के रूप में कई उपाय घोषित किए

जैसे की एनबीएफसी के लिए विशेष चलनिधि सुविधा, आंशिक क्रेडिट गारंटी योजना (पीसीजीएस) और संरचनात्मक सुधार से यह सुनिश्चित किया कि चलनिधि की कमी के कारण उनकी आर्थिक स्थिति पर किसी प्रकार का विपरीत प्रभाव न पड़े। सूक्ष्म, लघु और मध्यम उद्यमों (एमएसएमई) के लिए कई उपाय घोषित किए गए ताकि यह सुनिश्चित किया जा सके कि चलनिधि की कमी और पूंजी वृद्धि में किसी प्रकार की कमी महसूस न हो। परिणामस्वरूप, मांग की पुनःप्रवर्तन से पहले अर्थव्यवस्था में वित्तीय स्थितियाँ पुनः बहाल हुईं और बाजार आघातसहनीय, तरल और स्थिर बने हुए हैं।

संदर्भ

Rituraj, M Jagadeesh, Abhishek Kumar and Amit Meena, "Market Financing Conditions for NBFCs: Issues and Policy Options", *Monthly Bulletin, June 2020, Reserve Bank of India, Mumbai*

International Monetary Fund (2020), *World Economic Outlook, April 2020*

Reserve Bank of India, Mumbai. Reserve Bank of India (2019), *Report of the Internal Working Group to Review the Liquidity Management Framework.*

Reserve Bank of India (2016), *Report of Working Group on Development of Corporate Bond Market in India (Chairman: Shri H R Khan)*

अनुबंध -1
कोविड -19 प्रारंभ होने के बाद से रिजर्व बैंक द्वारा की गई महत्वपूर्ण घोषणाओं का घटनाक्रम (जारी)

घोषणा की तारीख	उपाय	सहायता राशि (₹ करोड़)	संक्षिप्त विवरण
6 फरवरी 2020	दीर्घ कालिक रेपो परिचालन(एलटीआरओ)	1,25,117*	अनुसूचित वाणिज्य बैंकों(एससीबी) को स्थिर नीति रेपो दर उपलब्ध; उपयोग पर कोई प्रतिबंध नहीं
	विशिष्ट क्षेत्रों के लिए आरक्षित नकदी निधि अनुपात(सीआरआर) में छूट	लागू नहीं	एससीबी को सीआरआर रखरखाव के लिए उनके द्वारा ऑटोमोबाइल, रिहायशी आवास तथा सूक्ष्म, लघु और मध्यम उद्योगों (एमएसएमई) को दिए गए ऋण के बराबर की राशि उनके निवल मांग और समय देयताओं (एनडीटीएल) से घटाने की अनुमति दी गई है।
20, 24 और 26 मार्च 2020 और अन्य चुनिंदा तारीख	ओएमओ (एनडीएस-ओएम सहित)	1,61,499*	रिजर्व बैंक ने ₹40,000 करोड़ के लिए 20, 24 और 26 मार्च 2020 को तीन ओएमओ नीलामी आयोजित की। इसके अलावा, विभिन्न तारीखों पर एनडीएस-ओएम पर ₹1,21,499 करोड़ मूल्य की सरकारी प्रतिभूतियों की खरीद की।
23 मार्च 2020	मीयादी रेपो	89,517@	कोविड संबंधित अव्यवस्थाओं के कारण संघर्षपूर्ण वर्ष-समाप्ति पर चलनिधि अपेक्षाओं को पूरा करने के लिए परिवर्ती दर रेपो शुरू किया। क्योंकि सभी मीयादी रेपो परिपक्व हुए हैं।
27 मार्च 2020	सीआरआर में कटौती और न्यूनतम दैनिक सीआरआर रखरखाव में कमी	1,37,000	सभी बैंकों के लिए सीआरआर 100 आधार अंक से घटाकर एनडीटीएल के 3.0 प्रतिशत कर दिया। सीआरआर शेष रखरखाव की दैनिक आवश्यकता को 90 प्रतिशत से घटाकर 80 प्रतिशत कर दिया गया।
	पीडी के लिए स्थायी चलनिधि सुविधा (एसएलएफ) में वृद्धि	7,200	एसएलएफ के अंतर्गत एसपीडी को उपलब्ध चलनिधि को अस्थायी रूप से ₹ 2,800 करोड़ से ₹10,000 करोड़ तक बढ़ाया गया।
	नीतिगत रेपो दर में 75 आधार अंक की कटौती	लागू नहीं	रेपो दर 5.15 प्रतिशत से घटाकर 4.40 प्रतिशत किया गया।
	मौद्रिक नीति कोरिडोर को व्यापक बनाया	लागू नहीं	वर्तमान नीति दर को 50 आधार अंक से बढ़ाकर 65 आधार अंक किया गया। एलएफ के अंतर्गत रिवर्स रेपो दर को नीतिगत रेपो दर से 40 आधार अंक से कम किया और एमएसएफ दर को नीतिगत रेपो दर से 25 आधार अंक बढ़ाकर समायोजित किया गया।
	लक्षित दीर्घकालिक रेपो परिचालन (टीएलटीआरओ)	1,00,050*	निवेश ग्रेड के कॉर्पोरेट बॉन्ड, सीपी और अपरिवर्तनीय डिबेंचरों (एनसीडीसी) में तीन साल के फंड को विनियोजित किया जाना है। प्राथमिक बाजारों में पचास प्रतिशत और बकाया पचास प्रतिशत द्वितीयक बाजारों, जिसमें म्यूचुअल फंड और एनबीफसी शामिल है, को विनियोजित किया जाना है।
	एमएसएफ सीमा में वृद्धि	1,37,000	सीमांत स्थायी सुविधा (एमएसएफ) के अंतर्गत बैंकों द्वारा लिए जाने वाले उधारों में सांविधिक चलनिधि अनुपात की सीमा को 2 प्रतिशत से बढ़ाकर 3 प्रतिशत किया गया।
30 मार्च 2020	स्थिर- दर के रिवर्स रेपो और एमएसएफ विंडो का विस्तार	लागू नहीं	बाजार प्रतिनिधियों को चलनिधि प्रबंधन में लचीलापन प्रदान करने हेतु स्थिर- दर के रिवर्स रेपो और एमएसएफ विंडो जो पहले 17.30 बजे से 23.59 बजे तक थी को बढ़ाकर 9.00 बजे से 23.59 बजे तक उपलब्ध किया गया है।
3 अप्रैल 2020	बाजार समय में परिवर्तन	लागू नहीं	लॉक डाउन, सोशल डिस्टेंसिंग और लोगों की आवाजाही पर लगे रोक को ध्यान में रखते हुए बाजार समय जो 10.00 बजे से 2.00 बजे तक था उसमें संशोधन करते हुए पूर्वाह्न 9.00 बजे से 5 बजे तक किया गया है।

अनुबंध-1
कोविड -19 प्रारंभ होने के बाद से रिजर्व बैंक द्वारा की गई महत्वपूर्ण घोषणाओं का घटनाक्रम (समाप्त)

घोषणा की तारीख	उपाय	सहायता राशि (₹ करोड़)	संक्षिप्त विवरण
17 अप्रैल 2020	रिवर्स रेपो दर में कटौती	लागू नहीं	एलएएफ के अंतर्गत रिवर्स रेपो दर में 25 आधार अंक की कटौती करते हुए 4.00 प्रतिशत से 3.75 प्रतिशत किया गया। नीतिगत रेपो दर और एमएसएफ दर क्रमशः 4.40 प्रतिशत और 4.65 प्रतिशत पर अपरिवर्तित रहे।
	टीएलटीआरओ 2.0	12,850*	निवेश ग्रेड के बॉन्ड, सीपी और एनबीफसी के एनसीडी में निवेश की जानेवाली 3 वर्ष की कुल जमाराशि में से कम से कम 50 प्रतिशत की राशि लघु और मध्यम आकार के एनबीफसी और एमएफआई के लिए उपयोग में लाई जानी चाहिए।
	नाबार्ड/सिडबी/एनएचबी को पुनर्वित्त सुविधा	26,893*	कृषि और ग्रामीण क्रियाकलापों, एमएसएमई और एचएफसी की सहायता
23 अप्रैल 2020	विशेष ओएमओ (एक साथ खरीद और बिक्री)	10,000 (खरीद) 10,000 (बिक्री)	तरलता को तटस्थ रखते हुए उपज वक्र को समतल करना।
27 अप्रैल 2020	एसएलएफ-एमएफ	2,430*	वाणिज्य बैंकों को स्थिर रेपो दर पर 90 दिनों के लिए ओपन एंडेड रेपो सुविधा दी गई। इस निधि का उपयोग बैंकों द्वारा पूर्णतः एमएफ की चलनिधि आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए किया जाना चाहिए।
22 मई 2020	नीतिगत रेपो दर में 40 आधार अंक की कटौती		नीतिगत रेपो दर 4.40 प्रतिशत से घटाकर 4.0 प्रतिशत की गयी। तदनुसार एमएसएफ दर 4.65 प्रतिशत से घटकर 4.25 प्रतिशत हुई और रिवर्स रेपो दर 3.75 प्रतिशत से घटकर 3.35 प्रतिशत पर समायोजित की गयी।

* 22 जून 2020 तक की बकाया राशि

@ बाजार प्रतिनिधियों द्वारा प्राप्त राशि