

5.1 पिछले तीन दशकों के दौरान विश्व अर्थव्यवस्था की गतिविधियों से यह संकेत मिलता है कि वित्तीय विकास और वैश्वीकरण की प्रक्रिया हमेशा से संकट के प्रति अति संवेदनशील रहती है। फिर भी, यह तर्क दिया जाता है कि वित्तीय संकट के पुनः उपस्थित होने पर उसने वित्तीय विकास और वृद्धि के बीच सकारात्मक संबंध को परिवर्तित नहीं किया है (लिप्सकी, 2009)। वर्ष 2008 का वित्तीय संकट, जिसका उद्भव अमेरिका के बंधक-क्षेत्र में हुआ था, सभी देशों में समस्त वित्तीय प्रणाली और वास्तविक अर्थव्यवस्था में पसर गया। अनेक अर्थव्यवस्थाओं में विनिमय दरों में हास हुआ, अस्थिरता बढ़ गयी, इक्विटी कीमतें धराशायी हो गयीं और बाह्य उधारों की लागत बहुत बढ़ गयी। जबकि उन्नत देशों के मामले में बाह्य आघात अधिकतर प्रत्यक्ष माध्यमों से महसूस किये गये, जिसमें बैंकिंग प्रणाली का एक्सपोजर सब-प्राइम बंधक आस्तियों के प्रति हुआ, इसकी छूट विकासशील देशों तक व्यापार, वित्त और पण्य-कीमतों के माध्यम से तथा प्रत्याशाओं में द्रुत परिवर्तन द्वारा पहुँची (सुब्बाराव, 2009)। बढ़ती वित्तीय संबद्धता का परिणाम एक उच्च अंश वाला व्यवसाय-चक्र सह-संचलन और बाह्य आघातों का बृहत्तर धन-संपदा प्रभाव हुआ, जबकि व्यापार संबद्धता ने सभी देशों में मांग-पक्ष और आपूर्ति पक्ष का दूसरे क्षेत्रों पर प्रभाव उत्पन्न किया, जिसके परिणामस्वरूप उत्पादन में अन्योन्याश्रित उतार-चढ़ाव दिखाई पड़ा।

5.2 प्रारंभ में, ऐसा प्रतीत हुआ कि उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएँ पर्याप्त विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों को संचित रखने, उन्नत नीतिगत ढाँचा और सामान्यतः सुदृढ़ बैंकिंग क्षेत्र तथा कारपोरेट तुलनपत्र की पृष्ठभूमि में वैश्विक वित्तीय संकट द्वारा सृजित झंझावात का सामना करने की बेहतर स्थिति में हैं। तथापि सितंबर 2008 में लेहमैन ब्रदर्स की विफलता और आगामी वैश्विक जोखिम-विमुखता में वृद्धि के बाद उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के इस संकट से निरापद रूप से बच निकलने की आशा धूमिल हो गयी; उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएँ वैश्विक वित्तीय संकट द्वारा सृजित समष्टिआर्थिक अस्तव्यस्तता से प्रतिकूलतः प्रभावित हुईं। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में अपेक्षाकृत कम उपभोक्ता एवं निवेशक व्यय के कारण उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं

में माँग में नरमी आई जिसके परिणामस्वरूप पूँजी के बहिर्वाह में तेजी आई (बीआइएस वार्षिक रिपोर्ट, 2008-09)। तथापि, इन सभी अर्थव्यवस्थाओं में उनके वैश्विक एकीकरण की मात्रा के आधार पर इसका प्रभाव भिन्न-भिन्न हुआ।

5.3 संकट के आरंभिक चरण के दौरान भारतीय वित्तीय बाजारों पर इसका प्रभाव बहुत कम रहा; तथापि, मध्य-सितंबर 2008 से इसका प्रभाव भारतीय वित्तीय बाजारों पर बढ़ने लगा। वस्तुतः वित्तीय प्रणाली में बैंकों की प्रधानता थी और तुलनपत्र से बाह्य कार्यकलापों में उनकी नगण्य लिप्तता और उनकी गैर-नकदी प्रतिभूतिकृत आस्तियाँ, जो उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में हाल के वैश्विक वित्तीय संकट के केंद्र में थीं, भारत को अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजारों की प्रारंभिक उथल-पुथल से बचाने में समर्थ हुईं। फिर भी, भारत प्रभावित हुए बिना नहीं रह सका और वैश्विक गतिविधियों ने वर्ष 2008-09 की दूसरी छमाही में इसके वित्तीय एवं वास्तविक कार्यकलापों को प्रभावित किया।

5.4 भारत के वित्तीय बाजार - इक्विटी बाजार, मुद्रा बाजार, विदेशी मुद्रा बाजार और ऋण बाजार - सभी पर अनेक दिशाओं से दबाव पड़ने लगा। पहला, देशी वित्तपोषण द्वारा समुद्रपार वित्तपोषण का स्थान लिये जाने से मुद्रा बाजार और ऋण बाजार, दोनों पर दबाव बढ़ा। दूसरा, विदेशी मुद्रा बाजार पर दबाव बढ़ने का कारण बना वैश्विक डिलिवरेजिंग प्रक्रिया के भाग के रूप में पूँजी प्रवाह का विपर्यय और साथ-साथ कारपोरेटों द्वारा स्थानीय रूप से जुटायी गयी निधियों को विदेशी मुद्रा में बदलना, ताकि वे अपनी बाह्य बाध्यताओं को पूरा कर सकें। तीसरा, रिजर्व बैंक द्वारा रुपये की विनिमय दर में अस्थिरता को नियंत्रित करने के लिए विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप किये जाने से चलनिधि अधिक महँगी हो गयी। चौथा, भारतीय बैंक और कारपोरेट वैश्विक चलनिधि पर दबाव के परिणामस्वरूप बाह्य स्रोतों से निधियों को जुटा पाने में कठिनाई का अनुभव करते थे और फलतः, कारपोरेटों की ऋण संबंधी जरूरतों ने बैंकों पर दबाव बढ़ा दिया। इसके अलावा, एवजी वित्तपोषण की जोरदार तलाश में कारपोरेटों ने देशी मुद्रा बाजार म्यूचुअल फंडों से अपने निवेश वापस लेना आरंभ कर दिया, जिसके चलते म्यूचुअल फंडों पर शोधन-जन्य दबाव पड़ा और परिणामतः

गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियाँ भी प्रभावित हुईं, जहाँ म्यूचुअल फंडों ने अपनी निधियों का अधिकांश हिस्सा निवेश के रूप में रखा था। अंततः भारत ने भी वर्ष 2008-09 की दूसरी छमाही में बड़ी मात्रा में पूँजी बहिर्वाह, विनिमय दर हास, वणिमाल निर्यात में सुदीर्घ संकुचन और इक्विटी कीमतों में भारी गिरावट दर्ज की। इन सभी कारकों के चलते वर्ष 2008-09 की दूसरी छमाही में भारतीय अर्थव्यवस्था की वृद्धि में तीव्र गिरावट आयी।

5.5 इस पृष्ठभूमि में, अध्याय 5 और अध्याय 6 में भारतीय अर्थव्यवस्था पर वैश्विक वित्तीय संकट के प्रभाव को और प्राधिकारियों द्वारा किए गए नीतिगत उपायों को शामिल किया गया है। यहाँ, अध्याय 5 में, भारत के वित्तीय क्षेत्र पर संकट के प्रभाव का विस्तारपूर्वक विश्लेषण किया गया है। अध्याय 6 में, बचत, निवेश और वृद्धि के संबंध में व्यापार और वित्तीय माध्यम के माध्यम से पड़ने वाले अंतिम प्रभाव की चर्चा की गयी है।

5.6 वित्तीय क्षेत्र पर वित्तीय संकट के प्रभाव की जाँच करने में इस अध्याय में पहले तो खंड I में वर्षों से व्यापार और वित्तीय माध्यम के माध्यम से भारतीय अर्थव्यवस्था के वैश्विक अर्थव्यवस्था के साथ बढ़ते एकीकरण के विश्लेषण द्वारा संदर्भ को निर्दिष्ट किया गया है। विभिन्न वित्तीय बाजारों पर संकट के प्रभाव और इस संबंध में किये गये नीतिगत उपायों को खंड II में चित्रित किया गया है। बैंकिंग क्षेत्र, म्यूचुअल फंडों और गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों पर इसके पड़ने वाले प्रभावों तथा उन प्रभावों का मुकाबला करने के लिए किये गये नीतिगत उपायों की जाँच खंड III में की गयी है। संकट के हल के लिए भारत सरकार और रिज़र्व बैंक द्वारा किए गए उपायों की चर्चा खंड IV में की गयी है। खंड V में निष्कर्ष दिए गए हैं।

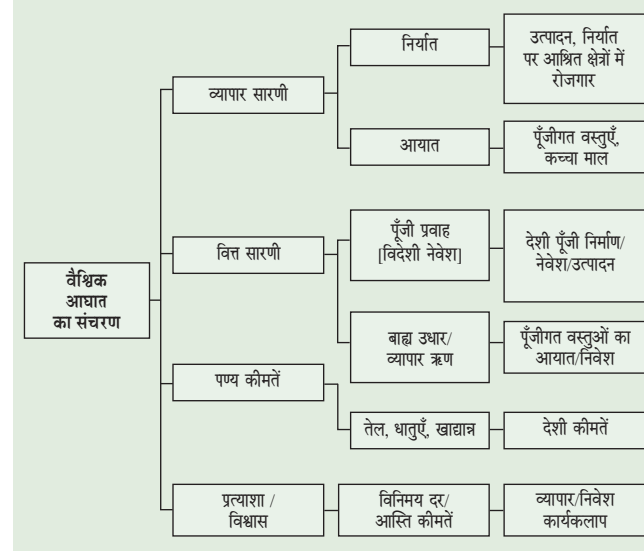
I. वैश्विक एकीकरण के माध्यम

5.7 साहित्य में चार ऐसे प्रधान माध्यमों को स्वीकार किया गया है जिनके माध्यम से वैश्विक गतिविधियाँ देशी अर्थव्यवस्था में प्रसरित हो सकती हैं। इनका संबंध विदेश व्यापार, सीमापार वित्तीय प्रवाह, वैश्विक पण्य कीमतों और प्रत्याशाओं/विश्वास से है। हालाँकि भिन्न-भिन्न तरीकों से इन्हें स्पष्ट किया जाता है, फिर भी इनमें कुछ साझा लक्षण होते हैं। पहला, प्रत्येक माध्यम को कुछ प्रत्यक्ष और अप्रत्यक्ष

प्रभावों से सहबद्ध किया जा सकता है, दूसरा, ये सभी माध्यम आपस में अंतर्ग्रथित हो सकते हैं और साथ-साथ काम करते हुए ऐसा प्रभाव उत्पन्न कर सकते हैं, जो प्रत्येक माध्यम के स्वतंत्र रूप से काम करने से होने वाले प्रभाव से भिन्न प्रभाव का सृजन कर सकता है। व्यापार एवं व्यापार-ऋण तथा वाणिज्यिक उधार के बीच की पारस्परिक क्रिया, तथा विदेशी प्रत्यक्ष निवेश एवं निर्यात और आयात के बीच की पारस्परिक क्रिया के कारण व्यापार और वित्त के बीच पारस्परिक क्रिया हो सकती है। तीसरा, व्यापार और वित्तीय माध्यमों का बदलता प्रभाव उनके सूक्ष्म लक्षणों पर निर्भर करेगा (चार्ट V.1)।

5.8 विदेश व्यापार और राष्ट्रों की आर्थिक वृद्धि के बीच संबंध का विश्लेषण साहित्य में विस्तार से किया गया है। बुनियादी रूप से, विदेश व्यापार माध्यम से यह उम्मीद की जाती है कि यह वणिमाल एवं व्यापार-योग्य सेवाओं के निर्यात एवं आयात के माध्यम से काम करेगा। व्यापार सिद्धांत के भीतर अनेक कारण हैं, जो निर्यात-जन्य वृद्धि की परिकल्पना का समर्थन करते हैं (हैविलसिन, 1990; क्रुगमैन, 1987)। यह उम्मीद की जाती है कि निर्यात, अन्य बातों के साथ-साथ, बड़ी हुई माँग, बड़े पैमाने की किफायतों, बेहतर प्रौद्योगिकी तथा उत्पादकता, संसाधनों के इष्टतम आबंटन और अनुसंधान एवं विकास के माध्यम से वृद्धि में योगदान करेगा। व्यापार माध्यम का संचरण तीन तरीकों से हो सकता है: आय-जन्य प्रभाव, प्रतिस्पर्धा-जन्य प्रभाव,

चार्ट V.1: देशी अर्थव्यवस्था पर वैश्विक आघातों की प्रमुख संचरण सारणियाँ



और सस्ता आयात-जन्य प्रभाव (फोर्ब्स, 2001)। अनुभवमूलक साहित्य निर्यात और आर्थिक वृद्धि के बीच कारणात्मक अंतर्संबंध के बारे में मिश्रित परिदृश्य प्रदान करता है। आइशनग्रीन एंड रोसे (1999) तथा ग्लिक एंड रोसे (1998) ने 20 औद्योगिक देशों के अपने अध्ययन में आघातों के अंतरराष्ट्रीय संसर्गज संचरण के लिए समष्टिआर्थिक समानताओं की बनिस्बत् व्यापार-संपर्क का समर्थन प्रबल माध्यम के रूप में किया। अनेक अनुभवमूलक अध्ययन भी यह तर्क देते हैं कि संकटों के प्रसारण में व्यापार महत्वपूर्ण नहीं होता है। मैसन (1998) ने व्यापार को स्पिलओवर प्रभाव के रूप में चित्रित किया और यह दर्शाया कि मेक्सिकन संकट या एशियाई संकट के दौरान यह महत्वपूर्ण नहीं रहा था। हैरिगन (2000) ने भी व्यापार माध्यम को खारिज किया; एशियाई संकट का अमरीकी उद्योगों पर प्रभाव लघु एवं स्थानीकृत था।

5.9 व्यापार माध्यम के समान ही वित्त और संवृद्धि के बीच संबंध और विकासशील अर्थव्यवस्था के आर्थिक विकास के लिए विदेशी पूँजी के महत्व पर वर्षों से विचार-विमर्श किया जाता रहा है। सिद्धांत रूप में, वित्तीय वैश्वीकरण से विकासशील देशों को अपने उत्पादन और उपभोग में अस्थिरता का प्रबंध करने में मदद मिल सकती है (प्रसाद और अन्य, 2003)। वास्तव में, अनेक सिद्धांत यह संकेत करते हैं कि उत्पादन के सापेक्ष उपभोग की अस्थिरता कम होती जायेगी, ज्यों-ज्यों वित्तीय एकीकरण की गति बढ़ेगी; वैश्विक वित्तीय विविधता का सार-तत्व यह है कि कोई देश अपनी कुछ आय-जोखिम को विश्व-बाजार में अंतरित करने में समर्थ हो सकता है। चूँकि अधिकांश विकासशील देश अपने उत्पादन और उपादान निधि संरचना में विशेषज्ञता-प्राप्त होते हैं, अतः वे सैद्धांतिक रूप से विकसित देशों की तुलना में अधिक लाभ अंतरराष्ट्रीय उपभोग जोखिम-बँटाई के माध्यम से प्राप्त कर सकते हैं, अर्थात्, वे वैश्विक उत्पादन में हिस्से के बदले में अपने देशी उत्पादन के एक हिस्से की कारगर बिक्री करके अधिक लाभ प्राप्त कर सकते हैं (बॉक्स V.1)।

5.10 वित्तीय खुलेपन का समर्थन करने वाले विश्लेषणात्मक तर्क इन विचारों के इर्द-गिर्द घूमते हैं, यथा, उपभोग-सरलता के लिए अंतरराष्ट्रीय जोखिम-बँटाई के फायदे, देशी निवेश और संवृद्धि पर पूँजी-प्रवाह का सकारात्मक प्रभाव, समष्टिआर्थिक अनुशासन में वृद्धि और देशी वित्तीय प्रणाली की बढ़ी हुई कार्यकुशलता तथा अधिक

स्थिरता, जो वित्तीय खुलापन से जुड़ी है (एजेनर, 2001)। हाल के वर्षों में वित्तीय वैश्वीकरण के बारे में फिर से चिंतन आरंभ किया गया है, जो 1990 के दशक के अंतिम वर्षों में आये विभिन्न संकटों और वर्तमान वैश्विक असंतुलन से प्राप्त अनुभवों पर आधारित है। कुछ अर्थशास्त्रियों ने संसर्गज प्रभाव के चलते यह विचार व्यक्त किया है कि बढ़ते पूँजीगत खाता उदारीकरण और निर्बाध पूँजी-प्रवाह ने वैश्विक वित्तीय स्थिरता के मार्ग में बड़ी अड़चन डाली है। (भगवती, 1998; रोड्रिक, 1998; स्टिग्लिट्ज, 2002)। अन्य लोगों का तर्क यह है कि पूँजीगत खाते का बढ़ा हुआ खुलापन उन देशों के लिए अनिवार्य बन गया है, जो अपनी निम्न-आय हैसियत को मध्यम-आय हैसियत की ओर ले जाना चाहते हैं। इस प्रकार, यह व्यापक रूप से स्वीकार किया जाता है कि अंतरराष्ट्रीय पूँजी अंतर्वाह के लाभकर प्रभाव का उपयोग टोस समष्टिआर्थिक नीतियाँ सुनिश्चित करके और सुदृढ़ संस्थाओं एवं वित्तीय प्रणाली की स्थिरता के लिए युक्तियुक्त विनियामक ढाँचा अपना कर किया जा सकता है।

5.11 वित्तीय वैश्वीकरण के साथ संभाव्य लागत में शामिल हैं पूँजी प्रवाह का भारी मात्रा में संकेंद्रण, पूँजी प्रवाह का त्रुटिपूर्ण आबंटन, जो उनके संवृद्धि प्रभाव को बाधित कर सकता है और देशी विकृतियों को तीव्र कर सकता है, समष्टिआर्थिक स्थिरता में कमी, अल्पावधि पूँजी प्रवाह का प्रचक्रिय स्वरूप और अचानक विपर्यय का जोखिम, आंशिक रूप से अंधानुकरण और संसर्गज प्रभाव के चलते भारी मात्रा में पूँजी प्रवाह की अस्थिरता का होना और विदेशी बैंकों के प्रवेश से जुड़ा जोखिम (दादुश, दासगुप्त और रथ, 2000)। इस प्रकार, व्यापार एकीकरण के विपरीत, जहाँ सभी देशों को मिलने वाले लाभ प्रदर्शनयोग्य होते हैं, वित्तीय एकीकरण के मामले में अर्थव्यवस्था का इसके लिए तैयार रहना और उसकी समुत्थान-शक्ति प्रारंभ में महत्वपूर्ण होते हैं, ताकि कोई देश इनका पूरा फायदा उठा सके (कोसे और अन्य, 2006)।

5.12 एक मुद्दा, जो वर्तमान वित्तीय संकट के दौरान महत्वपूर्ण बन गया, वह है संचरण के विविध माध्यमों की आपेक्षिक शक्ति, विशेष रूप से पिछले कुछ वर्षों से विश्व बाजारों के साथ भारत के वित्तीय एकीकरण में तीव्र वृद्धि की पृष्ठभूमि में। जबकि संकट का संचरण भारत में व्यापार और वित्त, दोनों माध्यमों से हुआ, प्रभाव की तीव्रता के संदर्भ में वित्तीय माध्यम अधिक महत्वपूर्ण बन गया (सुब्बाराव, 2009)। इस प्रकार, वैश्विक आस्ति-कीमतों में उतार-चढ़ाव का प्रभाव

बॉक्स V.1 वित्तीय खुलापन एवं आर्थिक संवृद्धि

परंपरागत विकास-चिंतन का मार्गदर्शन इस धारणा से होता था कि बचत-अंतराल को उन देशों से पूँजी अंतर्वाह के माध्यम से पाटा जा सकता है, जिनके पास अधिक आय और बचत हो, ताकि द्रुत संवृद्धि का लक्ष्य हासिल हो सके। इस आधार-वाक्य के अनुसार, वैश्विक निर्धनता को कम करने और निर्धनतर देशों को अपनी स्थिति सुधारने की रणनीति का निर्माण दो खंडों में किया गया है। पहला, कम विकसित देशों की निधियों को बढ़ाया जा सकता है, जिसके लिए उन्हें उत्पादन के उन उपादानों तक पहुँच प्रदान की जानी होगी, जिनका उनके पास अभाव है - यह उन्हें प्राइवेट विदेशी पूँजी या सरकारी अनुदान दे कर किया जा सकता है। दूसरा, जैसे-जैसे विकसित देश अपने बाजारों को उन विकासशील देशों के उत्पादों के लिए खोलते जाते हैं, जिनके पास प्राकृतिक संसाधन या प्रचुर श्रमिक हों, लेकिन पूँजी कम हो, वैसे-वैसे विकासशील देश अपनी निर्यात-आय बढ़ाने तथा अधिक परिष्कृत उपकरणों का आयात कर सकने की अपनी क्षमता बढ़ाने में समर्थ होते जाते हैं। बचत-अंतराल सिद्धांत का संबंध मानक वृद्धि मॉडल से है (हेरोद-डोमर मॉडल), जिसमें वृद्धि के कतिपय आवश्यक घटकों की पहचान की गयी है, लेकिन इसमें कार्यमूलक संबंध को स्पष्ट नहीं किया गया है, जो इन घटकों के बीच पारस्परिक क्रिया का निर्धारण करता है। इस संवृद्धि सिद्धांत पर आधारित अधिकांश दृष्टिकोणों के अनुसार पूँजी संचय की दर का निर्धारण पूँजी-वृद्धि (पूँजी-श्रम अनुपात) और पूँजी-विस्तारण (प्रति व्यक्ति बचत की राशि, जिसकी आवश्यकता पूँजी-श्रम अनुपात को स्थिर रखने के लिए होती है, क्योंकि आबादी बढ़ती है और मौजूदा पूँजी-स्टॉक में कमी आती है) के बीच के अंतर द्वारा किया जाता है। जिन देशों की संवृद्धि-दर अपेक्षाकृत न्यून होती है, उन्हें प्रोत्साहित किया जाता है कि वे अपनी बचत में वृद्धि करें, ताकि वे पूँजी-विस्तारण की जरूरतों को पूरा कर सकें।

नवशास्त्राय संवृद्धि मॉडल के अनुसार, बचत से पूँजी-संचय का निर्धारण होता है (जैसाकि हेरोद-डोमर मॉडल में है), लेकिन बचत और निवेश का संबंध सदैव आर्थिक संवृद्धि से नहीं होता है (हेरोद-डोमर मॉडल के विपरीत)। बचत (और निवेश) संवृद्धि को तभी प्रेरित करते हैं, जब अर्थव्यवस्था संतुलन की स्थिति में नहीं होती है, लेकिन जब अर्थव्यवस्था संतुलन की स्थिति में होती है, तब वे उसे प्रभावित नहीं करते हैं। दीर्घावधि में संवृद्धि का निर्धारण प्रौद्योगिकी द्वारा होता है, और प्रौद्योगिकी अधिकतर वैरिएबल्स द्वारा बाहर-बाहर निर्धारित होती है। ऐसा समझा जाता है कि उपभोक्ता एक स्थिर उपभोग-पथ को तरजीह देते हैं और आय पर किसी अस्थायी आघात की क्षतिपूर्ति, सामान्य परिस्थितियों में, एक ही दिशा में बचत में परिवर्तन द्वारा की जाती है और इसका उलटा भी सच होता है। यदि जीडीपी वृद्धि में स्थायी रूप से बढ़ोतरी हो, तो व्यक्ति अविलंब उच्चतर उपभोग-पथ का अनुसरण करेंगे

और वृद्धि में बढ़ोतरी के कारण बचत में कमी होगी। तुलनात्मक दृष्टि से, यदि किसी आघात का उद्गम बचत-दर में हो, उदाहरण के लिए, यदि अभिरुचि में परिवर्तन के कारण बचत में वृद्धि होती है, तो निवेश और संवृद्धि, दोनों में बढ़ोतरी होगी (जैसाकि हेरोद-डोमर मॉडल में है), कम से कम एक नयी 'स्थिर स्थिति' की ओर संक्रमण में। इस प्रकार, यह मॉडल बचत और वृद्धि के बीच भिन्न-भिन्न संबंधों का पूर्वानुमान करता है, जो आघात के स्वरूप और इस पर निर्भर होता है कि क्या आघात स्थायी या अस्थायी स्वरूप का है। ये पूर्वधारणाएँ बंद अर्थव्यवस्था मॉडल पर आधारित हैं जिसमें यथार्थ राष्ट्रीय बचत हमेशा यथार्थ निवेश के समतुल्य होती है।

मुक्त पूँजी प्रवाह वाली खुली अर्थव्यवस्था मॉडल में - बचत करने वाले अन्य देशों में निवेश कर सकते हैं - देशी बचत और निवेश निर्णयों के बीच कोई सहसंबंध नहीं होना चाहिए। इस पूर्वधारणा के अंतर्गत कि प्रति इकाई उत्पादन में लाभ सभी देशों में समान होते हैं, पूँजी का सीमांतिक उत्पाद उन देशों में उच्चतर होना चाहिए जिनके पास अपेक्षाकृत कम पूँजी स्टॉक हो और उन्हें निवल पूँजी अंतर्वाह प्राप्त करना चाहिए (लुकास, 1990)। तदनुसार, विकसित देशों से विकासशील देशों में प्रेषित अपेक्षाकृत लघु पूँजी प्रवाह - "लुकास पैराडॉक्स" - ने उस बहस को प्रेरित किया जिसमें उन कारकों को स्पष्ट करने की चेष्टा की गयी जो विकासशील अर्थव्यवस्थाओं में निवेश करने की प्रेरणा को सीमित करते हैं। वर्तमान साहित्य में लुकास पैराडॉक्स की व्याख्या करने के लिए उपादान संचय से सकल उपादान उत्पादकता की ओर जाने पर जोर दिया गया जो समग्र उत्पादकता-वृद्धि का एक भाग है जिसे श्रम या पूँजी पर आरोपित नहीं किया जा सकता है। इसमें यह तर्क भी दिया जाता है कि जिन देशों की उत्पादकता में द्रुत गति से वृद्धि होती है उनकी बचत दर कम होगी क्योंकि इसके एजेंट भावी उपभोग की संभावना का अनुमान लगाते हैं जो बढ़ती उत्पादकता वृद्धि के साथ बढ़ती है। नवशास्त्राय खुली अर्थव्यवस्था मॉडल यह पूर्वानुमान करता है कि राष्ट्रीय बचत में बहिर्जात वृद्धि चालू खाते में सुधार से जुड़ी होगी, लेकिन इसका कोई भी प्रभाव देशी निवेश और संवृद्धि पर नहीं होगा। बचत-अंतराल मॉडल के समान ही नवशास्त्राय मॉडल किसी बंद अर्थव्यवस्था के लिए बचत और वृद्धि में सकारात्मक सहसंबंध का पूर्वानुमान करता है।

संदर्भ :

ल्यूकस आर.ई.जूनियर, 1990। "व्हाई डज'न्ट कैपिटल फ्लो प्रॉम रिच टु पुअर कंट्रीज?" 'अमेरिकन इकोनॉमिक रिव्यू', 80(2) : 92-96।
अंकटाड, 2008। "फॉरैन कैपिटल एंड ग्रोथ"। *ट्रेड एंड डेवलपमेंट रिपोर्ट 2008*, युनाइटेड नेशन्स।

देशी आस्ति बाजार पर, और बदले में वास्तविक अर्थव्यवस्था पर कैसे पड़ता है, इस विषय ने हाल के वैश्विक वित्तीय संकट के दौरान काफी महत्व अर्जित किया है। जबकि वित्तीय प्रवाह में उतार-चढ़ाव

का अर्थव्यवस्था पर प्रभाव ऋण और निवेश की उपलब्धता में परिवर्तन के माध्यम से हो सकता है, इन वित्तीय प्रवाहों ने इसके साथ-साथ ऋण की कीमत और निवेश पर प्रतिलाभ को भी प्रभावित किया।

भारतीय संदर्भ

5.13 भारत में वैश्वीकरण की प्रक्रिया को 1990 और 2000 के दशकों में अनेक महत्वपूर्ण गतिविधियों के चलते सुदृढ़ और प्रबलित किया गया। पहला, व्यापार खुलापन (वस्तु और सेवा संबंधी व्यापार) में काफी वृद्धि हुई जिससे व्यापार-जीडीपी अनुपात वर्ष 1999-2000 से दुगुना हो गया। दूसरा, सेवाएँ, जिन्हें अधिकतर व्यापार योग्य नहीं समझा जाता था, सूचना प्रौद्योगिकी में द्रुत नवोन्मेष होने से अपतटीय हो जाने के कारण अधिकाधिक व्यापारयोग्य समझी जाने लगीं और उन्हें सूचना प्रौद्योगिकी समर्थित सेवाएँ और व्यापार प्रक्रिया आउटसोर्सिंग कहा जाने लगा। तीसरा, वैश्विक एकीकरण के व्यापार माध्यम को, अन्य माध्यमों के अलावा, स्थानांतरण माध्यम का भी सहयोग मिला जिसमें ज्ञान आधारित सेवाओं में मानव संसाधन की प्रतिस्पर्धात्मक अधिकता है। भारत के वैश्विक एकीकरण को सुदृढ़ करने में मानव सरणी, जो प्रत्यक्ष रूप से धन-प्रेषण के माध्यम से और अप्रत्यक्ष रूप से वस्तुओं और सेवाओं के व्यापार के माध्यम से परिचालित होती है, का महत्व वस्तुओं और सेवाओं के निर्यात और आयात के बीच बढ़ते अंतराल में तथा जीडीपी के प्रतिशत

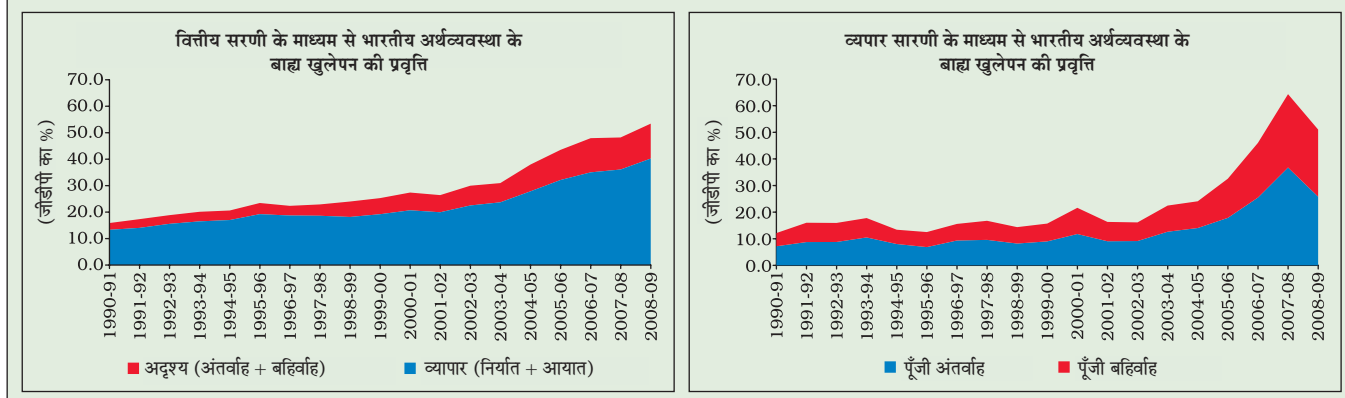
के रूप में चालू खाता प्राप्तियों और भुगतानों में परिलक्षित होता है, जो वर्ष 1990-91 में 2 प्रतिशत था और वर्ष 2008-09 में बढ़कर लगभग 7 प्रतिशत हो गया। चौथा, अर्थव्यवस्था बाह्य पूँजी प्रवाह के प्रति अधिक खुल गयी, क्योंकि सकल पूँजीखाता-जीडीपी अनुपात में इसी अवधि के दौरान तीन गुना से अधिक की बढ़ोतरी दिखाई पड़ी। पाँचवाँ, पूँजीखाते के बढ़ते खुलेपन ने भी देशी बाजारों के विश्व बाजारों के साथ एकीकरण को सुदृढ़ किया जो देशी-ब्याज दरों, इक्विटी और पण्य कीमतों में उनके वैश्विक प्रतिरूपों के साथ सुदृढ़ सहसंबंध में प्रतिबिंबित हुआ; इन गतिविधियों ने वैश्विक आघातों को देशी अर्थव्यवस्था में संचरित करने की प्रत्याशाओं को भी सुकर बनाया। छठा, वस्तु-उत्पादक क्षेत्रों में भी वैश्विक एकीकरण कीमतों के माध्यम से आया, न कि अनिवार्यतः वस्तुओं के वास्तविक व्यापार के माध्यम से, क्योंकि वैश्विक कीमतों में उतार-चढ़ाव का देशी कीमतों पर महत्वपूर्ण प्रत्याशा प्रभाव होता है। अंततः, देशी व्यापार चक्र तथा वैश्विक व्यापार चक्र के साथ-साथ घटित होने का अर्थ यह हुआ कि बाह्य आघातों का देशी अर्थव्यवस्था पर अधिक और त्वरित प्रभाव होता है (सारणी 5.1 और चार्ट V.2)।

सारणी 5.1: भारतीय अर्थव्यवस्था के खुलेपन के संकेतक

(प्रतिशत)

वर्ष	वस्तुओं का निर्यात और आयात/जीडीपी	वस्तुओं और सेवाओं का निर्यात और आयात/जीडीपी	चालू प्राप्तियाँ और चालू भुगतान/जीडीपी	सकल पूँजी अंतर्वाह और सकल पूँजी बहिर्वाह/जीडीपी	चालू प्राप्तियाँ एवं सकल पूँजी अंतर्वाह और चालू भुगतान एवं सकल पूँजी बहिर्वाह/जीडीपी	निवल पूँजी अंतर्वाह/जीडीपी	जीडीपी (बिलियन अमरीकी डालर)
1	2	3	4	5	6	7	8
1950का दशक	12.5	14.1	15.0	2.3	17.3	0.4	26
1960का दशक	8.8	10.0	10.9	4.6	15.5	1.8	48
1970का दशक	10.0	11.3	12.7	4.2	16.9	0.6	99
1980का दशक	12.7	15.2	17.2	5.4	22.6	1.6	234
1990का दशक	18.8	22.9	26.7	15.1	41.8	2.2	345
2000का दशक	29.3	39.0	45.0	32.7	77.7	3.4	756
1990-91	14.6	17.2	19.4	12.1	31.5	2.2	318
1995-96	21.3	25.5	29.7	12.4	42.1	1.1	356
1996-97	21.4	25.1	29.8	15.5	45.3	3.1	388
1997-98	21.1	25.4	30.0	16.7	46.7	2.4	411
1998-99	19.7	25.5	29.8	14.4	44.2	2.0	416
1999-00	20.6	26.7	31.2	15.7	46.8	2.3	451
2000-01	22.5	29.2	34.4	21.6	56.0	1.9	460
2001-02	21.1	27.6	33.4	16.3	49.7	1.8	478
2002-03	23.3	30.8	36.5	16.1	52.6	2.1	507
2003-04	24.4	31.7	37.6	22.5	60.1	2.8	599
2004-05	29.1	39.3	44.5	24.1	68.6	4.0	701
2005-06	32.4	43.8	49.4	32.6	82.0	3.1	809
2006-07	34.9	47.8	54.2	46.0	100.2	4.9	916
2007-08	36.2	48.4	55.2	64.8	120.0	9.2	1,128
2008-09	40.5	53.7	60.9	51.4	112.3	0.8	1,139

चार्ट V.2: भारतीय अर्थव्यवस्था का बाह्य खुलापन



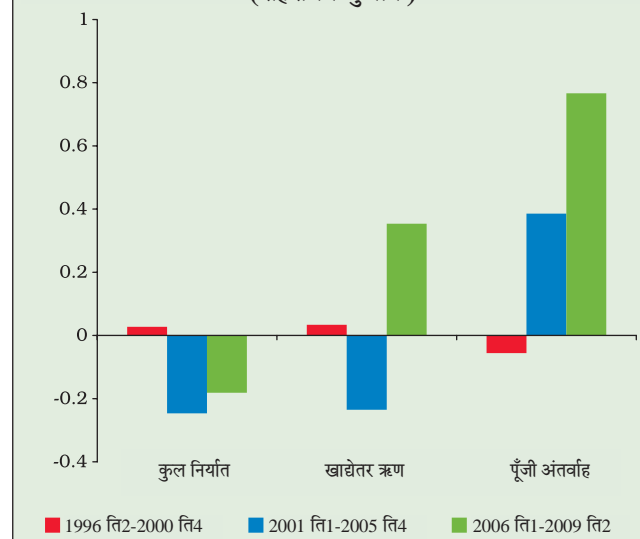
5.14 पूँजीगत खाते के बढ़ते उदारीकरण ने वित्तीय माध्यम को समर्थ बनाया ताकि वह भारतीय अर्थव्यवस्था के विश्व अर्थव्यवस्था के साथ एकीकरण का पोषण करे, जैसाकि जीडीपी में पूँजी प्रवाह के बढ़ते हिस्से से स्पष्ट होता है (चार्ट V.2)। वास्तव में, दुनिया के साथ भारत का वित्तीय एकीकरण भारत के व्यापार वैश्वीकरण के समान ही गहरा रहा है, यदि वह गहनतर नहीं भी रहा हो (सुब्बाराव, 2009) तो भी। वर्तमान वैश्विक मंदी के कारण भारतीय अर्थव्यवस्था की संवृद्धि में गिरावट भी हाल के वर्षों में भारत के विश्व के साथ बढ़ते एकीकरण का प्रमाण है।

5.15 ऐसा प्रतीत होता है कि हाल के वैश्विक संकट के दौरान भारत में सभी चारों माध्यमों ने (व्यापार, वित्तीय, पण्य-कीमतें और प्रत्याशा माध्यम) काम किया और वास्तविक कार्यकलापों पर प्रतिकूल प्रभाव डाला; तथापि, संचरण के विभिन्न माध्यमों की ताकत अलग-अलग थी। चक्रिय समकालिकता की प्रवृत्ति के विश्लेषण से पता चलता है कि हाल की अवधि में संचरण का वित्तीय माध्यम अधिक सुदृढ़ था, जो बढ़ते वित्तीय प्रवाह के माध्यम से भारतीय अर्थव्यवस्था के विश्व अर्थव्यवस्था के साथ एकीकरण को सुदृढ़ किये जाने को प्रतिबिंबित करता है (चार्ट V.3)। व्यापार और वित्तीय माध्यमों के सामर्थ्य का पता लगाने के लिए वेक्टर ऑटो रिग्रेसन मॉडल का अनुमान जीडीपी वृद्धि, कुल निर्यात (वस्तु और सेवाएँ), खाद्यान्नेतर ऋण, निवल पूँजी प्रवाह, माँग मुद्रा दर, और बॉम्बे स्टॉक एक्सचेंज (सेंसेक्स) के मामले में वर्ष 1996 से 2009 तक के लिए किया गया था। चोलेस्की वैरिएंस डिफ़िजिटेशन बताता है कि जीडीपी में लगभग 50 प्रतिशत तक की घट-बढ़ की जानकारी वित्तीय वैरिएबल्स, यथा,

बैंक ऋण, पूँजी अंतर्वाह, माँग दर और सेसेक्स से मिल सकती है, जबकि वस्तुओं और सेवाओं के निर्यात से लगभग 9 प्रतिशत घट-बढ़ की जानकारी मिलती है। इसका अर्थ यह है कि वित्तीय माध्यमों ने हाल की अवधि में भारतीय अर्थव्यवस्था में वैश्विक गतिविधियों के प्रभाव का संचरण करने में अधिक सशक्त भूमिका ग्रहण कर ली है।

5.16 संचरण के विभिन्न माध्यमों के तुलनात्मक सामर्थ्य के संबंध में अनेक मंचों पर विशेष प्रकाश डाला गया है जिनके माध्यम से संकट का प्रसरण भारत पर हुआ। यह महसूस किया गया कि बढ़ते वैश्वीकरण के चलते हाल की अवधि में वित्तीय माध्यम अधिक मुखर

चार्ट V.3: निर्यात, बैंक ऋण और पूँजी प्रवाह के साथ जीडीपी की चक्रिय समकालिकता (सहसंबंध गुणांक)



हुआ है। विश्व अर्थव्यवस्था के साथ भारतीय अर्थव्यवस्था के एकीकरण के मामले में व्यापार में वृद्धि और पूँजीगत खाते के उदारीकरण ने सर्वप्रमुख भूमिका निभाई तथा इन्होंने भारत को वैश्विक आघातों के प्रति असुरक्षित भी बनाया। अनुभव से भी यह बात सिद्ध हो चुकी है कि वित्तीय माध्यमों ने हाल में भारतीय अर्थव्यवस्था पर वैश्विक गतिविधियों के प्रभाव का संचरण करने में सशक्त भूमिका ग्रहण कर ली है। अगले खंड में भारत के वित्तीय बाजारों में वर्तमान वैश्विक संकट के संचरण का परीक्षण किया गया है।

II. वित्तीय बाजारों पर वैश्विक संकट का प्रभाव

5.17 भारत के वित्तीय बाजार - इक्विटी बाजार, मुद्रा बाजार, विदेशी मुद्रा बाजार और ऋण बाजार - ने वैश्विक वित्तीय संकट के अप्रत्यक्ष प्रभाव का अनुभव किया। इक्विटी बाजार और विदेशी मुद्रा बाजार पर दबाव पड़ने का कारण था वैश्विक डिलिवरेजिंग प्रक्रिया के अंग के रूप में पूँजी प्रवाह का विपर्यय होना। पूँजी प्रवाह के विपर्यय और निधियों के बाह्य स्रोतों के सूख जाने से कारपोरेट जगत देशी बैंक ऋण की ओर मुड़ गया। समुद्रपार वित्तपोषण के स्थान पर देशी वित्तपोषण की ओर मुड़ने से मुद्रा बाजार और ऋण बाजार - दोनों पर दबाव बढ़ गया। वैश्विक चलनिधि के आरोह-अवरोह ने वित्तीय बाजारों में अस्थिरता को बढ़ावा दिया, और अर्थव्यवस्था के अन्य क्षेत्रों में इसके प्रभाव को न फैलने देने के लिए वित्तीय बाजारों में व्यवस्था बहाल करना महत्वपूर्ण हो गया (चक्रवर्ती, 2009)। संकट के प्रत्युत्तर में रिज़र्व बैंक और सरकार ने द्रुत गति से कदम उठाए और विभिन्न बाजार खंडों को स्थिर रखने के उद्देश्य से परंपरागत और गैर-परंपरागत, दोनों प्रकार के उपायों का सहारा लिया। मोटे तौर पर, इन उपायों में शामिल थे चलनिधि समायोजन सुविधा, ब्याज दरों में कमी करना, बैंकिंग प्रणाली में बड़ी मात्रा में विदेशी मुद्रा और देशी चलनिधि की उपलब्धता बहाल करना, बैंकेतर वित्तीय संस्थाओं को बैंकिंग प्रणाली के माध्यम से उधार देना, एनआरआई जमाराशियों पर ब्याज दर की उच्चतम सीमा को बढ़ाकर विदेशी पूँजी अंतर्वाह को प्रोत्साहित करना, और बाह्य वाणिज्यिक उधार से संबंधित मानदंडों को आसान बनाना। इस खंड में भारत में विभिन्न बाजार खंडों पर संकट के प्रभाव और नुकसान को रोकने तथा सामान्य

स्थिति बहाल करने के लिए किए गए नीतिगत उपायों का विश्लेषण किया गया है।

विदेशी मुद्रा बाजार

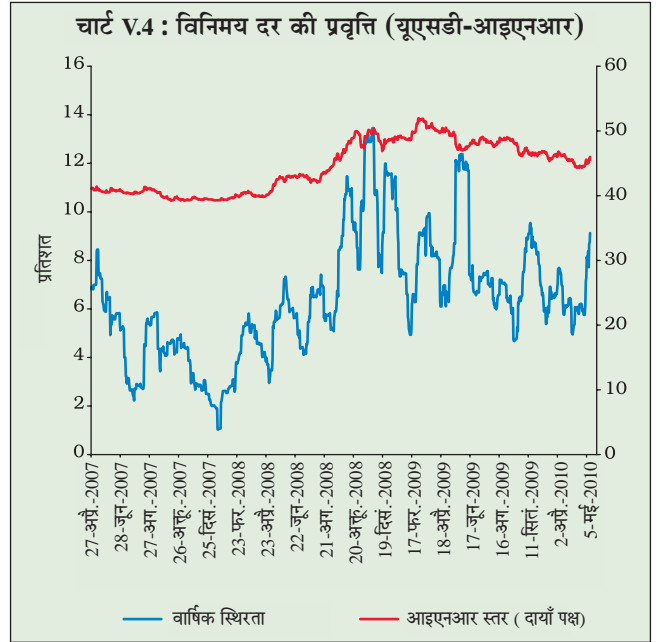
5.18 1990 के दशक के पूर्व, भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार अत्यधिक नियंत्रित होता था, जिसमें लेनदेनों, प्रतिभागियों और लिखतों के प्रयोग पर प्रतिबंध लगाये जाते थे। 1990 के दशक का प्रारंभिक अवधि में अनेक विनियामक और संस्थागत सुधार किए गये जिसके परिणामस्वरूप रुपया विनिमय बाजार का काफी विकास हुआ, जैसाकि आजकल देखा जा रहा है। बाजार प्रतिभागी परिष्कृत हो चुके हैं और उन्होंने विविध प्रकार के लिखतों के प्रयोग में तथा जोखिमों का प्रबंध करने में विशेषज्ञता हासिल कर ली है। आजकल भारत में विदेशी मुद्रा बाजार अनेक प्रकार के डेरिवेटिव लिखतों से सज्जित हैं। इन डेरिवेटिव लिखतों की शुरुआत सावधानीपूर्वक, सुधार प्रक्रिया के अंग के रूप में, चरणबद्ध ढंग से उत्पाद विविधता और इससे भी महत्वपूर्ण जोखिम प्रबंधन के साधन के रूप में (दोनों रूप में) की गयी है। इसके परिणामस्वरूप, भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार में व्यापार का परिमाण पिछले कुछ वर्षों से बहुत बढ़ा है। दैनिक औसत पण्यावर्त वर्ष 1997-98 से 2007-08 तक की 10 वर्षीय अवधि में लगभग 10 गुणा बढ़ गया है, जो पहले 5 बिलियन अमरीकी डालर का था और अब 48 बिलियन अमरीकी डालर का हो गया है। व्यापार परिमाण में तेजी वर्ष 2003-04 और उसके बाद आने लगी, जब पूँजी अंतर्वाह में बहुत बड़ा उछाल देखने में आया। इन प्रवृत्तियों को प्रतिबिंबित करते हुए, वैश्विक विदेशी मुद्रा बाजार पण्यावर्त में भारत का हिस्सा तिगुना हो गया, जो अप्रैल 2004 में 0.3 प्रतिशत था और अप्रैल 2007 में बढ़ कर 0.9 प्रतिशत हो गया।

5.19 बढ़ते वैश्विक एकीकरण के साथ विदेशी मुद्रा बाजार की कार्यकुशलता में सुधार हुआ है, जो न्यून बिड-आस्क स्प्रेड से स्पष्ट है। यह पाया गया कि स्प्रेड लगभग एकसमान और बहुत न्यून है। भारत में, सामान्य हाजिर बाजार भाव में स्प्रेड 0.25 पैसा से 1 पैसा तक होता है, जबकि स्वैप भाव 1 से 2 पैसे स्प्रेड पर उपलब्ध होते हैं। इस प्रकार, विदेशी मुद्रा बाजार 1990 के दशक के पूर्व के अत्यधिक नियंत्रित बाजार की तुलना में वर्षों से सुदृढ़, अर्थसुलभ और कार्यकुशल बाजार के रूप में विकसित हुआ है।

5.20 हाल के वर्षों में, भारत में बाह्य क्षेत्र की गतिविधियों में सुदृढ़ पूँजी प्रवाह की प्रमुखता रही है जिसने वर्ष 2007-08 तक भारतीय रुपये की विनिमय दर बढ़ाने में सर्वप्रमुख भूमिका निभाई। भारतीय दृष्टिकोण में लोच के साथ विनिमय दरों की सतर्क निगरानी एवं प्रबंधन प्रमुख रहे हैं जिसमें कोई नियत लक्ष्य या पूर्व-घोषित लक्ष्य या पट्टी नहीं रही है और इसके साथ ही कालक्रम में व्यवस्थित ढंग से विनिमय दर को निर्धारित करने के लिए अंतर्निहित माँग एवं आपूर्ति की स्थितियों को स्वीकृत करते हुए आवश्यकतानुसार हस्तक्षेप भी किया जाता रहा है। इस प्रमुख उद्देश्य के अधीन रहते हुए, हमारी विनिमय दर नीति में अत्यधिक अस्थिरता को कम करने, सटोरिया कार्यकलाप को रोकने, आरक्षित निधियों के पर्याप्त स्तर को बनाये रखने और एक सुव्यवस्थित विदेशी मुद्रा बाजार को विकसित करने की आवश्यकता का ध्यान रखा जाता रहा है। इस दृष्टिकोण ने बाजार को व्यवस्थित बनाये रखने में भलीभाँति काम किया है।

5.21 मध्य सितंबर 2008 में लेहमैन ब्रदर्स की विफलता के बाद बाह्य वातावरण में अचानक परिवर्तन हुआ। वैश्विक वित्तीय संकट और डिलिवरेजिंग के कारण पूँजी प्रवाह में विपर्यय और/या नियमन हुआ, विशेष रूप से विदेशी संस्थागत निवेशक प्रवाह, ईसीबी और व्यापार ऋण में (गोपीनाथ, 2009)। विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा इक्विटी बाजार से भारी मात्रा में निधियों का आहरण किये जाने, के परिणामस्वरूप सितंबर-अक्तूबर 2008 में भारी मात्रा में पूँजी का बहिर्वाह हुआ और फलतः भारत सहित पूरी दुनिया में विदेशी मुद्रा बाजार सहवर्ती दबाव में आया (चार्ट V.4)। इसके चलते ऋण अधिसंकुचन और वैश्विक डिलिवरेजिंग को प्रतिबिंबित करने में मदद मिली।

5.22 वैश्विक वित्तीय संकट का घरेलू विदेशी मुद्रा बाजार पर क्रमिक प्रभाव निवल पूँजी प्रवाह के घटते स्तर और निर्यात संकुचन से पैदा हुए डालर चलनिधि आघातों के माध्यम से महसूस किया गया। इन कारकों के प्रभाव के परिणामस्वरूप अक्तूबर 2008 से विदेशी मुद्रा बाजार में महत्वपूर्ण गिरावट देखने को मिली। यह गिरावट विदेशी मुद्रा बाजार के व्यापारिक और अंतर-बैंक खंडों में प्रसरित हुई। विदेशी मुद्रा बाजार पर आया दबाव कुल पण्यवर्त में हाजिर बाजार के घटते हिस्से में भी देखा गया (सारणी 5.2)। इसके साथ-साथ, कुल पण्यवर्त में वायदा और स्वैप बाजारों का हिस्सा बढ़ा, जिसने संभवतः विदेशी



मुद्रा बाजार में अंतर्निहित एक्सपोजर की हेजिंग की प्रवृत्ति को प्रतिबिंबित किया। इसका कारण अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजारों में प्रचलित उच्च अस्थिरता और अनिश्चितता को माना जा सकता है।

5.23 लेहमैन के दिवालिया होने के बाद रुपये में तीव्र गति से अवमूल्यन हुआ जब 27 अक्तूबर 2008 को एक डालर का मूल्य 50 रुपये के स्तर तक पहुँच गया। रिज़र्व बैंक ने अक्तूबर 2008 में अपना हस्तक्षेप बढ़ाया। वर्ष की दूसरी छमाही में कच्चे तेल के मूल्य में पर्याप्त कमी आने और स्फीतिकारक दबाव कम होने के बावजूद निर्यात में कमी और वैश्विक डिलिवरेजिंग प्रक्रिया के कारण निरंतर पूँजी बहिर्वाह और अमरीकी डालर के अन्य प्रमुख मुद्राओं की तुलना में निरंतर मजबूत होते रहने से रुपये पर अधोगामी प्रभाव पड़ता रहा। हाजिर विनिमय दरों का व्यापक क्षेत्र पर प्रभाव पड़ने से इस अवधि के दौरान विनिमय दरों में अस्थिरता बढ़ी (सारणी 5.3)। तथापि, अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजारों में कुछ स्थिरता आने और भारतीय अर्थव्यवस्था के वृद्धि संबंधी कार्यनिष्पादन में अपेक्षाकृत बेहतरी आने से विदेशी निवेश प्रवाहों में वर्ष 2009-10 के प्रारंभ से वृद्धि शुरू हुई, खास कर एफआइआइ निवेशों में। जबकि वर्ष 2008-09 के दौरान रुपये का 21.5 प्रतिशत अवमूल्यन हुआ, वर्ष 2009-10 में रुपये का लगभग 13 प्रतिशत अधिमूल्यन हुआ। चालू वर्ष के दौरान 11

सारणी 5.2: विदेशी मुद्रा बाजार में लेनदेन

अवधि	विदेशी मुद्रा बाजार में औसत दैनिक पण्यवर्त (बिलियन अमरीकी डालर)	कुल पण्यवर्त में हाजिर बाजार का औसत दैनिक हिस्सा (प्रतिशत)	कुल पण्यवर्त में वायदा एवं स्वैप बाजार का औसत दैनिक हिस्सा (प्रतिशत)	आरबीआई का निवल विदेशी मुद्रा विक्रय (-)/ क्रय(+) (मिलियन अमरीकी डालर)	औसत विनिमय दर में उतार-चढ़ाव (रु. प्रति अमरीकी डालर) मूल्यहास (-)/ मूल्यवृद्धि(+)	औसत विनिमय दर (रु. प्रति अमरीकी डालर) सीमा (न्यून-उच्च)	औसत 3-माह वायदा प्रीमिया (प्रतिशत)
1	2	3	4	5	6	7	8
2000-05	7.7	47	53	20,848@	-6.9	5.7	3.3
2005-06	17.5	51	49	8,143	1.5	3.0	1.6
2006-07	25.8	52	48	26,824	2.2	3.8	2.14
2007-08	47.9	50	50	78,203	12.5	3.9	2.16
2008-09	47.6	45	55	-34,922	-12.4	-12.2	3.47
2009-10	40.7	50	40		-3.2	5.6	2.91
अप्रैल-08	52.9	49	51	4,325	0.8	0.6	2.68
मई-08	45.3	48	52	148	-5.0	2.6	2.45
जून-08	51.1	46	54	5,229	-1.6	0.7	3.69
जुला-08	50.6	47	53	-6,320	0.0	1.4	6.04
अग-08	54.2	46	54	1,210	-0.2	2.2	4.71
सित-08	62.5	46	54	-3,784	-5.8	2.7	2.35
अक्तू-08	51.0	46	54	-18,666	-6.4	3.2	1.13
नव-08	42.3	43	57	-3,101	-0.7	3.3	4.20
दिस-08	46.4	40	60	-318	0.8	3.5	4.59
जन-09	37.0	44	56	-29	-0.4	0.8	3.10
फर-09	33.8	44	56	230	-0.9	2.1	2.68
मार्च-09	43.1	42	58	3,388	-3.8	1.9	3.99
अप्रै-09	36.4	42	58	-2,487	2.3	1.0	3.34
मई-09	46.5	42	58	-1,437	3.2	2.7	3.42
जून-09	43.1	48	52	1,044	1.6	2.1	3.29
जुला-09	39.8	48	52	-55	-1.5	1.6	2.57
अग-09	37.1	50	50	181	0.3	1.4	2.80
सित-09	37.9	53	47	80	-0.2	1.1	2.66
अक्तू-09	40.0	53	47	75	3.7	2.0	2.93
नव-09	37.8	54	46	-36	0.3	1.1	2.46
दिस-09	37.4	51	49		-0.1	0.6	2.51
जन-10	43.5	54	46		1.5	1.3	2.93
फर-10	45.8	53	47		-0.8	0.8	2.78
मार्च-10	43.4	51	49		1.8	1.1	3.28
अप्रै-10	48.4	53	47		2.2	0.4	3.43

@: आंकड़े वर्ष 2004-05 से संबंधित हैं।

जून 2010 तक रुपये में अमरीकी डालर की तुलना में अंत-मार्च 2010 में 3.6 प्रतिशत अवमूल्यन हुआ। हालाँकि विदेशी मुद्रा पण्यवर्त में वर्ष 2009-10 के दौरान कुछ सुधार हुआ है, फिर भी यह संकट-पूर्व की स्थिति तक ऊपर नहीं उठा है।

सारणी 5.3: भारतीय रुपये में उतार-चढ़ाव

1	अमरीकी डालर					यूरो				
	औसत	उच्च	न्यून	घट-बढ़*(%)	अस्थिरता*(%)	औसत	उच्च	न्यून	घट-बढ़*(%)	अस्थिरता*(%)
2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2007:ति2	41.23	40.46	43.15	6.65	0.50	55.60	54.34	57.78	6.34	0.49
2007:ति3	40.53	39.71	41.58	4.18	0.39	55.70	54.95	56.27	2.40	0.39
2007:ति4	39.46	39.26	39.84	1.48	0.26	57.21	55.51	59.19	6.63	0.54
2008:ति1	39.82	39.27	40.77	3.82	0.32	59.73	57.27	64.48	12.59	0.73
2008:ति2	41.66	39.89	43.16	8.20	0.44	65.06	62.24	68.09	9.39	0.71
2008:ति3	43.78	41.90	46.94	12.03	0.67	65.87	62.80	68.87	9.66	0.96
2008:ति4	48.76	46.91	50.53	7.72	1.07	64.30	60.57	69.15	14.16	1.34
2009:ति1	49.77	48.37	52.09	7.69	0.64	65.00	62.11	69.20	11.40	0.95
2009:ति2	48.79	46.84	50.54	7.90	0.73	66.35	64.46	68.51	6.29	0.83
2009:ति3	48.42	47.55	49.42	3.93	0.48	69.23	67.29	71.02	5.54	0.39
2009-10:ति4	46.64	45.90	47.87	4.29	0.50	69.20	66.76	70.03	4.90	0.41
2009-10:ति1	45.93	44.94	46.81	4.16	0.39	63.63	60.48	66.82	10.47	0.50

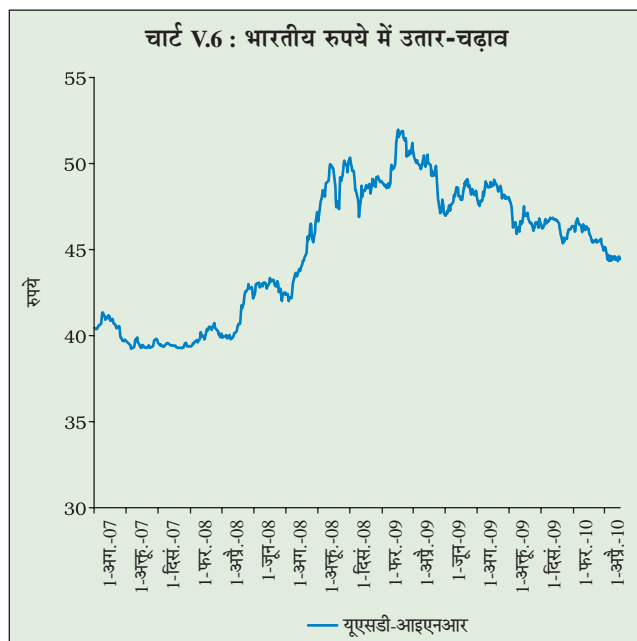
*: अधिकतम घट-बढ़ की गणना माह के दौरान विनिमय दर के न्यूनतम और उच्चतम स्तर के बीच प्रतिशत परिवर्तन के रूप में की गयी।

#: अस्थिरता की गणना में रुपया-डालर विनिमय दर परिवर्तन के मानक विचलन को लिया गया है।

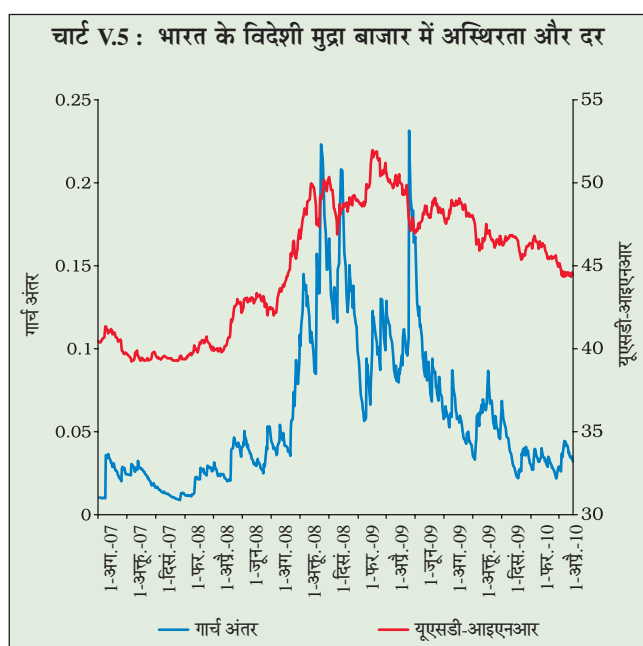
5.24 विनिमय दर में अस्थिरता, जिसका मापन उच्च और न्यून दर के बीच के अंतर के रूप में किया गया, जुलाई 2008 से अधिक बनी रही, लेकिन वर्ष 2009-10 के प्रारंभ से इसमें थोड़ी कमी आयी। इसके अलावा रुपया-अमरीकी डालर प्रतिलाभ की अस्थिरता, जिसका अनुमान गार्च (1,1) प्रोसेस¹ द्वारा लगाया गया था, भारतीय बाजार में दो भिन्न-भिन्न चरणों में विदेशी मुद्रा की अस्थिरता को इंगित करती है। प्रथम चरण में (अगस्त 2007 से सितंबर 2008 तक) अस्थिरता कम थी, जबकि सितंबर 2008 से दिसंबर 2008 तक अधिक अस्थिरता देखी गयी (चार्ट V.5)।

5.25 विदेशी मुद्रा बाजार में व्यवस्था बनाये रखने की दृष्टि से रिज़र्व बैंक ने मध्य सितंबर 2008 में घोषणा की कि यह एजेंट बैंकों के माध्यम से विदेशी मुद्रा (अमरीकी डालर) की बिक्री जारी रखेगा ताकि घरेलू विदेशी मुद्रा बाजार में आपूर्ति बढ़ायी जा सके अथवा किसी प्रकार के माँग-पूर्ति अंतराल को पाटने के लिए यह सीधे हस्तक्षेप करेगा। रिज़र्व बैंक के हस्तक्षेप के बावजूद अक्टूबर 2008 में रुपये का अवमूल्यन हुआ (चार्ट V.6)।

5.26 विदेशी मुद्रा चलनिधि की सहज स्थिति बनाने के लिए रिज़र्व बैंक द्वारा अनेक उपाय किये गये। 7 नवंबर 2008 से भारतीय बैंकों



के लिए एक रुपया-डालर स्वैप सुविधा आरंभ की गयी, ताकि भारतीय बैंकों को अपनी अल्पावधि विदेशी निधीयन जरूरतों का प्रबंधन करने में आसानी हो। स्वैप्स का निधीयन करने के लिए बैंकों को अनुमति दी गयी कि वे चलनिधि समायोजन सुविधा के अंतर्गत तदनुकूल अवधि के लिए प्रचलित रिपो दर पर उधार ले सकते हैं। विदेशी मुद्रा स्वैप सुविधा, जो मूलतः 30 जून 2009 तक उपलब्ध थी, 31 मार्च 2010 तक बढ़ा दी गयी; तथापि, इसे अक्टूबर 2009 में बंद कर दिया गया। रिज़र्व बैंक ने विशेष बाजार परिचालनों को, जिसे सरकारी क्षेत्र की तेल विपणन कंपनियों की विदेशी मुद्रा संबंधी जरूरतों को पूरा करने के लिए जून 2008 में शुरू किया गया था, उस समय मुद्रा बाजारों और विदेशी मुद्रा बाजारों में प्रचलित असाधारण स्थिति को ध्यान में रखते हुए जारी रखा; ये परिचालन अधिकतर (रुपया) चलनिधि से असंबद्ध थे। अंत में, विदेशी मुद्रा चलनिधि की स्थिति को सहज बनाने के उपायों में वे उपाय भी शामिल थे, जिनका लक्ष्य था पूँजी अंतर्वाह को प्रोत्साहित करना, यथा, अनिवासी भारतीयों द्वारा विदेशी मुद्रा जमाराशियों पर ब्याज दर की अधिकतम सीमा का उर्ध्वमुखी समायोजन, कारपोरेटों के लिए ईसीबी प्रणाली में काफी छूट प्रदान करना, और गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों और आवास वित्त कंपनियों को विदेशी उधार लेने की अनुमति प्रदान करना (बॉक्स V.2)।



¹ गार्च (1,1) मॉडल का चयन मितव्ययिता के गुण पर और अधिकांश अन्य मॉडलों की तुलना में इसके बेहतर ढंग से कार्य करने की क्षमता पर आधारित है (ह्वाइट, 2000; हैंसन, 2011)। डम्मी वैरिएबल्स के ब्योरे और डम्मी वैरिएबल्स के विनिर्देश अनुबंध में सूचित किये गये हैं। डम्मी वैरिएबल्स का गुणांक, जिसे गार्च अस्थिरता समीकरण में प्रतीयमान भंग का सत्यापन करने के लिए आरंभ किया गया था, धनात्मक और 1 प्रतिशत स्तर पर स्थैतिक रूप से महत्वपूर्ण पाया गया, जो इस प्रकार के भंग की वैधता की पुष्टि करता है।

बॉक्स V.2
विदेशी मुद्रा चलनिधि बढ़ाने के लिए नीतिगत उपाय

- एफसीएनआर (बी) और एनआर(ई)आरए जमाराशियों में से प्रत्येक पर ब्याज दर की अधिकतम सीमा 16 सितंबर 2008 से 175 आधार अंक बढ़ायी गयी, जिससे भारतीय बैंकों को उच्चतर विदेशी मुद्रा संसाधन जुटाने में अधिक सुविधा हुई।
- बाह्य वाणिज्यिक उधारों पर प्रतिबंधों में, विविध शर्तों को शिथिल करते हुए, ढील दी गयी, यथा, (i) तीन से पाँच वर्षों की औसत परिपक्वता अवधि और 5 वर्ष से अधिक परिपक्वता अवधि वाले ईसीबी के लिए समग्र लागत सीमा क्रमशः लिबॉर के ऊपर 300 आधार अंक और लिबॉर के ऊपर 500 आधार अंक तक बढ़ा दी गयी; बाद में अनुमोदन माध्यम के अंतर्गत समग्र लागत सीमा की अपेक्षा को दिसंबर 2009 तक के लिए समाप्त कर दिया गया; (ii) स्वचालित माध्यम के अंतर्गत अनुमेय अंतिम उपयोग के लिए रुपया/विदेशी मुद्रा व्यय हेतु प्रत्येक वित्तीय वर्ष में प्रति उधारकर्ता 500 मिलियन अमरीकी डालर तक ईसीबी की अनुमति देना; (iii) ईसीबी का उपभोग करने के लिए मूलभूत सुविधा क्षेत्र की परिभाषा को विस्तारित कर उसमें खनन, खोज और रिफाइनरी क्षेत्र को शामिल किया गया; (iv) दूर संचार कंपनियों द्वारा 3 जी स्पेक्ट्रम के लिए लाइसेंस/परमिट प्राप्त करने हेतु भुगतान को ईसीबी के प्रयोजनार्थ पात्र अंतिम उपयोग के रूप में वर्गीकृत किया गया; (v) इंफ्रास्ट्रक्चर क्षेत्र में रुपया पूँजीगत व्यय के लिए 100 मिलियन अमरीकी डालर से अधिक के ईसीबी हेतु 7 वर्षों की न्यूनतम औसत परिपक्वता अवधि की अपेक्षा के समाप्त करना; (vi) उधारकर्ताओं को अनुमति देना कि वे अपनी ईसीबी की प्राप्त राशि को अपतटीय रखें या इसे समुद्रपार शाखाओं/विदेश में भारतीय बैंकों के अनुषंगियों के पास रखें या इन निधियों को भारत में एडी-वर्ग I बैंकों में उनके रुपया खाते में जमा करने के लिए भेज दें, जब तक उनका अनुमेय अंतिम उपयोग के लिए उपभोग नहीं किया जाता; (vii) उन एनबीएफसी को, जो केवल इंफ्रास्ट्रक्चर क्षेत्र के वित्तपोषण में संलग्न हों, बहुपक्षीय/ क्षेत्रीय

वित्तीय संस्थाओं तथा सरकार के स्वामित्व वाली विकास वित्त संस्थाओं से अनुमोदन माध्यम के अंतर्गत ईसीबी का उपभोग करने की अनुमति देना, ताकि वे मूलभूत सुविधा क्षेत्र में उधारकर्ताओं को आगे उधार दे सकें, बशर्ते कि कुछ शर्तों का अनुपालन किया जाये; और राष्ट्रीय आवास बैंक में पंजीकृत आवास वित्त कंपनियों को आरबीआई के अनुमोदन के अधीन तथा एनएचबी द्वारा निर्धारित विनियमों का अनुपालन करने पर ईसीबी तक पहुँच बनाने में समर्थ बनाना।

- अल्पावधि व्यापार ऋण तक पहुँच को सुकर बनाने के लिए समग्र लागत सीमा को बढ़ाकर 3 वर्षों से कम की अवधि के लिए 6-माह लिबॉर+200 आधार अंक किया गया। इसके अलावा, प्रणाली की दृष्टि से महत्वपूर्ण एनबीएफसी को, जिन्हें अभी तक अल्पावधि विदेशी उधार जुटाने की अनुमति नहीं दी जाती थी, उन्हें इसकी अनुमति दे दी गयी।
- विदेशी मुद्रा में निर्यात ऋण पर ब्याज दर सीमा को बढ़ाकर लिबॉर+350 आधार अंक किया गया, बशर्ते कि बैंकों द्वारा कोई अन्य प्रभार न लगाया जाये।
- प्राधिकृत व्यापारी वर्ग - I बैंकों को अनुमति दी गयी कि वे अपने प्रधान कार्यालय, समुद्रपार शाखाओं और प्रतिनिधियों से और नोस्ट्रो खातों में ओवरड्राफ्ट से पिछली तिमाही की समाप्ति पर अपनी अक्षत टियर-1 पूंजी के पचास प्रतिशत की सीमा तक या 10 मिलियन अमरीकी डालर, जो भी अधिक है, निधियाँ उधार ले सकते हैं, जबकि पहले यह सीमा 25 प्रतिशत थी।
- भारतीय कंपनियों को प्रोत्साहित किया गया कि वे अनुमोदन या स्वचालित माध्यम के अंतर्गत अपने एफसीसीबी की समयपूर्व वापसी खरीद प्रचलित बट्टा दरों पर करें, बशर्ते वे कुछ निर्धारित शर्तों का अनुपालन करें। एफसीसीबी के विस्तार की अनुमति भी चालू समग्र लागत सीमा पर संबंधित परिपक्वता अवधि के लिए दी गयी।

5.27 भारतीय संदर्भ में, भले ही विदेशी मुद्रा स्वैप सुविधा का उपयोग सीमित था, बाजार प्रतिभागियों से प्राप्त प्रतिसूचना और जनश्रुतिमूलक साक्ष्य यह बताते हैं कि इस सुविधा ने बैंकों को सहूलियत देने और उनमें विश्वास उत्पन्न करने के वांछित लक्ष्य को उस समय

प्राप्त किया, जब अंतरराष्ट्रीय मुद्रा बाजार निश्चल हो चुके थे। विदेशी मुद्रा स्वैप सुविधा की प्रभावोत्पादकता की जाँच करने के लिए एक प्रयोग किया गया। प्रयोग के परिणाम अंतरकृत यूएसडी-आइएनआर शृंखला और विदेशी मुद्रा स्वैप राशि (न्यून R^2 और उपेक्षणीय गुणांक)²

वैरिएबल	अंतरकृत यूएसडी-आइएनआर ²		यूएसडी-आइएनआर अस्थिरता	
	गुणांक	प्रोब.	गुणांक	प्रोब.
सी	0.027	0.072	8.49e-05	0.000
डमी	-0.005	0.933	-0.00014	0.120
डिपेंडेंट वीएआर (टी-1)	0.145	0.001	0.97202	0.000
फारेक्स स्वैप (000 करोड़)	-0.033	0.578	0.00020	0.053
आर-स्क्वेयर्ड	0.03		0.95	
डर्बिन-वाटसन स्टैट	1.97		1.77	

डमी वैरिएबल का मूल्य 14 नवंबर 2008 से 1 होता है, अन्यथा शून्य होता है।

के बीच कोई महत्वपूर्ण संबंध इंगित नहीं करते हैं। तथापि, अस्थिरता के मामले में *डमी वैरिएबल* का ऋणात्मक गुणांक होता है और विदेशी मुद्रा स्वैप का धनात्मक चिह्न होता है, जो (क) विदेशी मुद्रा स्वैप के आरंभ किये जाने के बाद अस्थिरता में कमी और (ख) बैंकों द्वारा अत्यधिक अस्थिरता की अवधि के दौरान स्वैप-विंडो के उपयोग को इंगित करता है। बाद में विदेशी मुद्रा स्वैप सुविधा के अंतर्गत बकाये में, जो 19 फरवरी 2009 को 1,820 करोड़ रुपये के शीर्ष स्तर पर था, कमी आयी और वह अंत सितंबर 2009 में 240 करोड़ रुपये रह गया, जो भारतीय बैंकों के लिए सुधरी हुई विदेशी मुद्रा चलनिधि स्थिति को सूचित करता है (चार्ट V.7)। प्रचलित विदेशी मुद्रा चलनिधि की स्थिति को ध्यान में रखते हुए विदेशी मुद्रा स्वैप सुविधा रिज़र्व बैंक द्वारा 27 अक्टूबर 2009 से बंद कर दी गयी।

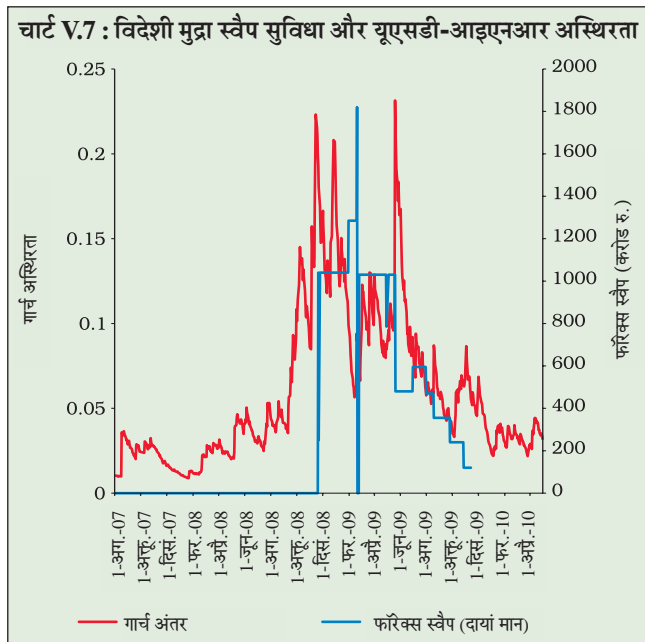
5.28 सारांशतः, विदेशी मुद्रा बाजार में रिज़र्व बैंक की मदद से दबाव दिसंबर 2008 से कम हुआ, क्योंकि विदेशी मुद्रा बाजार में चलनिधि की स्थिति सामान्य हो गयी। वर्ष 2009-10 के दौरान एफआईआई अंतर्वाह में बदलाव, एफडीआई और एनआरआई जमाराशियों के अंतर्गत निरंतर अंतर्वाह, वर्ष 2009-10 में उम्मीद से बेहतर समष्टिआर्थिक कार्यनिष्पादन और अंतरराष्ट्रीय बाजारों में डालर के कमजोर पड़ने की पृष्ठभूमि में अमरीकी डालर के विरुद्ध रुपये का सामान्यतः अधिमूल्यन हुआ। विदेशी मुद्रा स्वैप सुविधा की शुरुआत के बाद विदेशी मुद्रा बाजार में अस्थिरता में कमी आयी। इसके अतिरिक्त,

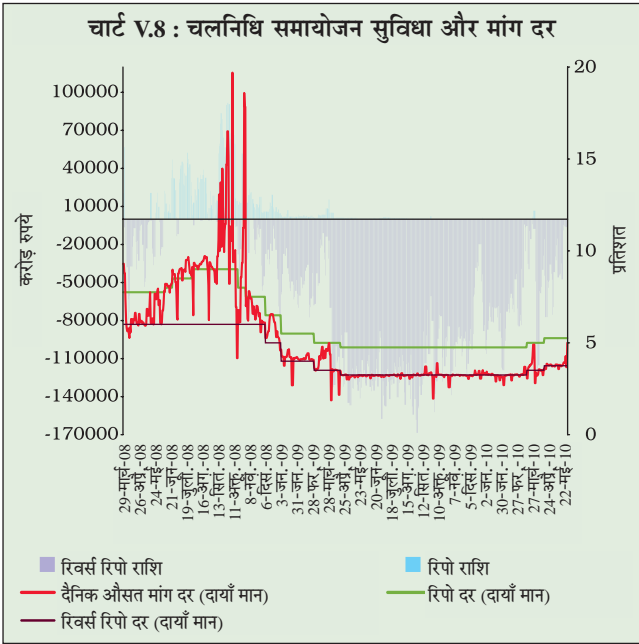
आम चुनाव के नतीजों से, जिससे राजनीतिक स्थिरता की उम्मीद हुई, बाजार के रुझान में तेजी आयी और इसने रुपये को मजबूती प्रदान करने में योगदान किया, विशेष रूप से मई 2009 के उत्तरार्ध में।

मुद्रा बाजार

5.29 1990 के दशक के प्रारंभ में, भारतीय मुद्रा बाजार का महत्वपूर्ण रूपांतरण साधनों, प्रतिभागियों और प्रौद्योगिकी की मूलभूत सुविधाओं के संदर्भ में हुआ। सुधार के विविध उपायों के परिणामस्वरूप बाजार अपेक्षाकृत सुदृढ़, अर्थसुलभ और स्पंदनशील हुआ। मौद्रिक नीति की परिचालन क्रियाविधियों में बदलाव के साथ रिज़र्व बैंक के चलनिधि प्रबंधन कार्यों में भी सही तालमेल आया जिससे मौद्रिक नीति के संकेतों की प्रभावोत्पादकता बढ़ी। मुद्रा बाजार के विविध खंडों का विकास नीति संबंधी जोर में बदलाव के अनुरूप हुआ। मांग मुद्रा बाजार का रूपांतरण एक परिशुद्ध अंतर-बैंक बाजार के रूप में हुआ, जबकि अन्य मुद्रा बाजार साधनों, यथा, बाजार रिपो और संपार्श्वीकृत उधार एवं ऋणदायी बाध्यता (सीबीएलओ) का विकास किया गया, ताकि बैंकों से इतर संस्थाओं को अपने अल्पावधि चलनिधि असंतुलनों का प्रबंध करने के अवसर प्राप्त हों। बाजार आधारित लिखतों को व्यापक बनाने और विभिन्न लिखतों की परिपक्वता अवधि को कम करने के संदर्भ में रिज़र्व बैंक द्वारा किये गये उपायों ने न केवल बाजार एकीकरण का संवर्धन करने में मदद की, बल्कि बेहतर चलनिधि प्रबंधन और रिज़र्व बैंक द्वारा नीतिगत संकेतों के संचरण को भी समर्थ बनाया है। मुद्रा बाजार के संबंध में गठित तकनीकी दल (2005) की सिफारिशों के अनुसरण में रिज़र्व बैंक का ध्यान मुद्रा बाजार के संबंध में संपार्श्वीकृत बाजार के विकास को प्रोत्साहन देने, रुपया आय-वक्र को विकसित करने और बाजार प्रतिभागियों द्वारा बेहतर जोखिम प्रबंधन के लिए अवसर प्रदान करने पर केंद्रित रहा है।

5.30 वर्ष 2008-09 की पहली छमाही में मुद्रा बाजार में व्यवस्था बनी हुई थी, जिसमें मांग दरें सामान्यतः रिवर्स रिपो और रिपो के अनौपचारिक कॉरिडोर के भीतर बनी हुई थीं (चार्ट V.8)। मांग मुद्रा दरें एलएएफ रिपो दरों में वृद्धि के आगे-पीछे के क्रम में अनेक प्रक्रमों में अगस्त 2008 तक बढ़ीं, जो मुद्रास्फीति संबंधी चिंताओं के परिप्रेक्ष्य में मौद्रिक नीति को कठोर बनाये जाने को प्रतिबिंबित करता है और यह दूसरी छमाही के दौरान (मध्य सितंबर 2008 तक) ऊपरी सीमा के आसपास बनी रहीं। मध्य सितंबर 2008 में लेहमैन ब्रदर्स और





कुछ अन्य वैश्विक वित्तीय संस्थाओं की विफलता प्रमुख वित्तीय केंद्रों में मुद्रा बाजार कार्यकलापों पर रोक लगाने में अग्रणी रहीं; और भारतीय

बाजारों पर भी इसका अप्रत्यक्ष प्रभाव पड़ा। संकट के प्रत्युत्तर में रिज़र्व बैंक ने काफी मात्रा में डालर चलनिधि प्रदान की ताकि विदेशी मुद्रा बाजार में अत्यधिक अस्थिरता को रोका जा सके जिसका रुपया चलनिधि पर कठोर प्रभाव हुआ। विदेशी मुद्रा बाजार में रिज़र्व बैंक के इस प्रकार के परिचालनों के साथ अस्थायी स्थानीय कारकों, यथा, तिमाही अग्रिम कर अदायगियों के बाद सरकार के जमाशेषों में वृद्धि होने के परिणामस्वरूप घरेलू चलनिधि की स्थिति पर प्रतिकूल प्रभाव पड़ा और मांग मुद्रा दर अक्तूबर 2008 के अंत तक रिपोदर से अधिक हो गयी।

5.31 वैश्विक बाजारों में बढ़ती अनिश्चितता के साथ मांग बाजार में अस्थिरता में भी मध्य सितंबर 2008 में पर्याप्त वृद्धि हुई। गार्च (1,1) मॉडल द्वारा अनुमानित अस्थिरता से यह संकेत मिलता है कि वर्ष 2008-09 की दूसरी छमाही के दौरान अंतर-बैंक दरों में काफी अधिक अस्थिरता थी (चार्ट V.9)। अस्थिरता में स्पष्ट रुकावट की पुष्टि बड़े हुए गार्च अस्थिरता समीकरण³ के डमी वैरिएबल के संकेत और

³ गार्च अस्थिरता समीकरण (समीकरण 2) को बढ़ा कर उसमें डमी वैरिएबल्स को शामिल किया गया। गार्च अस्थिरता का अनुमान लगाने के लिए प्रयुक्त सूचना का बढ़ा हुआ सेट निम्नानुसार है :-

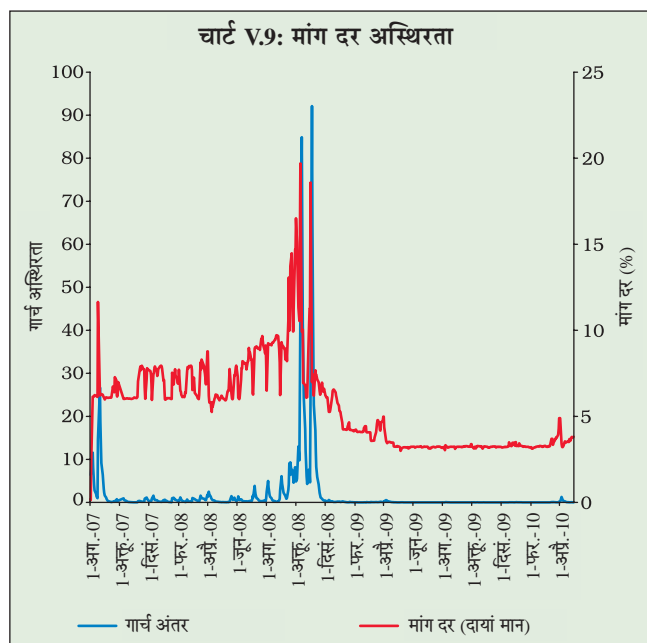
$$R_t = \alpha_0 + \alpha_1 R_{t-1} + \epsilon_t \dots\dots\dots(1); \text{ जहाँ } \epsilon_t / \Phi_{t-1} \sim N(0, h_t)$$

$$h_t = \beta_0 + \beta_1 \epsilon_{t-1}^2 + \beta_2 h_{t-1} + \lambda * D_t \dots\dots\dots(2)$$

जहाँ R_t डिपेंडेंट वैरिएबल होता है, जो वित्तीय वैरिएबल को सूचित करता है (उदाहरणार्थ, भारत औसत मांग दर), h_t भारत औसत मांग दर/स्प्रेड की सशर्त अस्थिरता होती है, जिसे D_t - एक डमी वैरिएबल, जो किसी विशेष रेजीम 0 पर 1 का मूल्य लेता है, द्वारा बढ़ाया जाता है, अन्यथा D_t का सृजन रेजीमों में परिवर्तनों के प्रभावों को ग्रहण करने के लिए किया जाता है। इन डमियों काट पूर्वाभास (अगस्त 07-अगस्त 08), समस्या (सितंबर 08-दिसंबर 08) और रिकवरी (जनवरी 09 से अक्तूबर 09) के रूप में माना गया। रेजीम बदलाव का मूल्यांकन करने के लिए डमी वैरिएबल्स, प्रॉब्लम और रिकवरी को अंतर-समीकरण में शामिल किया जाता है। वर्धित गार्च मॉडल का प्रयोग करते हुए अनुमानित परिणाम निम्नानुसार होते हैं :

समीकरण	मांग दर		बेंचमार्क जी-सिक		अंतर यूएसडी-आइएनआर	
	गुणांक	पी-मान	गुणांक	पी-मान	गुणांक	पी-मान
स्थिर	-	-	0.06	0.05	0.01	0.34
डिपेंडेंट वैरिएबल (t-1)	0.98	0.00	0.99	0.00	0.16	0.00
अंतर समीकरण						
सी	0.59	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00
आरईएसआइडी (-1)^2	0.61	0.00	0.09	0.00	0.21	0.00
गार्च (-1)	0.19	0.00	0.91	0.00	0.30	0.05
प्रॉब्लम	0.39	0.00	0.00063	0.03	0.06	0.01
रिकवरी	-0.58	0.00	0.00003	0.48	0.04	0.00
आर-स्क्वेयर	0.79		0.99		0.02	
डी-डब्लू स्टैट	2.62		1.70		1.99	

एक स्थिर पद की उपस्थिति में डमी वैरिएबल ट्रेप से बचने के लिए पूर्वाभास के लिए डमी वैरिएबल्स को शामिल नहीं किया जाता है। यूएसडीआइएनआर के लिए अंतरकृत श्रेणी पर विचार किया गया, क्योंकि श्रेणी को विचाराधीन समयावधि के लिए अंतर-अचल के रूप में माना गया।
 i) मांग के लिए स्थिर पद को शामिल नहीं किया जाता है, क्योंकि स्थिर पद को अस्थिर पाया गया।
 ii) 0.98 के गुणांक ने श्रेणी के अचल गुण के मूल्य को प्रोत्साहन दिया। विचाराधीन अवधि (अगस्त 2007-अक्तूबर 2009) के लिए एडीएफ परीक्षण सांख्यिकी के आधार पर मांग दर को अचल पाया गया।
 जब प्रतिलाभ अस्थिरता का उपयोग डिपेंडेंट वैरिएबल के रूप में किया गया, तब उसके परिणामों ने उपर्युक्त निष्कर्षों का समर्थन किया।



सांख्यिकीय महत्त्व से होती है। तथापि, यह उल्लेखनीय है कि अस्थिरता में वृद्धि देशी कारकों के चलते भी हो सकती है (उदाहरणार्थ, बैंकिंग प्रणाली से तिमाही अग्रिम कर का बहिर्वाह और अक्तूबर-नवंबर में त्यौहार के मौसम में मुद्रा की मांग) (चार्ट V.9)।

5.32 घटते स्फीतिकारक दबावों और बढ़ते वैश्विक संकट के साथ रिज़र्व बैंक ने घरेलू चलनिधि में वृद्धि करने के उद्देश्य से, द्रुत गति और व्यापक रूप से मध्य अक्तूबर 2008 से एक विस्तारक प्रणाली की ओर रुख किया और मध्य अक्तूबर 2008 से कई उपायों की घोषणा की जिसमें सीआरआर में 400 आधार अंकों की कटौती, सांविधिक चलनिधि अनुपात में 100 आधार अंकों की कटौती तथा रिपो (और रिवर्स रिपो) दरों में क्रमशः 425 आधार अंक (एवं 275 आधार अंक) की कटौती शामिल थी। पूँजी प्रवाह के विपर्यय और अर्थव्यवस्था की चलनिधि संबंधी आवश्यकताओं में वृद्धि होने के बाद रिज़र्व बैंक ने बकाया बाजार स्थिरीकरण योजनाओं (एमएसएस) के जमाशेषों को भी उन्मुक्त करना आरंभ कर दिया जिसके परिणामस्वरूप चलनिधि में स्थिर गति से वृद्धि हुई। सितंबर 2008 के बाद, एमएसएस के अंतर्गत खजाना बिल जारी करना स्थगित कर दिया गया। नवंबर 2008 से रिज़र्व बैंक ने पूर्व में एमएसएस के

अंतर्गत जारी की गयी दिनांकित प्रतिभूतियों की वापसी खरीद भी आरंभ कर दी ताकि वह चलनिधि सृजन की गति बढ़ाने के अपने प्रयासों में तेजी ला सके। नीलामियों के माध्यम से वापसी खरीद संचालित की गयी और वह केंद्र सरकार के सामान्य बाजार उधार कार्यक्रमों के ज्यादातर अनुरूप थी।

5.33 रिज़र्व बैंक द्वारा आरंभ किये गये उपायों ने चलनिधि में वृद्धि की और भारत औसत मांग मुद्रा दर में गिरावट आयी तथा वह 3 नवंबर 2008 और उसके बाद अधिकतर एलएएफ कॉरिडोर के भीतर बनी रही। इसके अतिरिक्त, मुद्रा बाजार में व्यवसाय के परिमाण में भी जनवरी 2009 से वृद्धि हुई है (सारणी 5.4) जो यह बताता है कि इसमें काउंटरपार्टी जोखिम का कोई प्रतिकूल बोध नहीं दिखाई पड़ा है; फलतः भारत में अंतर-बैंक मुद्रा बाजार ने कुछ विकसित अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में सामान्य रूप से कामकाज किया। एलएएफ के अंतर्गत उपलब्ध कराई जाने वाली औसत दैनिक निवल बकाया चलनिधि, जो सितंबर और अक्तूबर 2008 के दौरान बढ़कर लगभग 43,000 - 46,000 करोड़ रुपये हो गई थी, उसके बाद तेजी से घटी और दिसंबर 2008 के प्रारंभ में उसका स्वरूप निवल अवशोषण में बदल गया जो इन उपायों के प्रभाव को प्रतिबिंबित करता है।

5.34 चलनिधि की स्थिति वर्ष 2009-10 के दौरान और भी सहज हो गयी जिसका मुख्य कारण था केंद्र सरकार के नकदी जमाशेष में कमी होना, एमएसएस को उन्मुक्त करना और खुला बाजार परिचालन के अंतर्गत नीलामी आधारित खरीद (इस पर इस अध्याय में बाद में चर्चा की गयी है)⁴। चलनिधि की स्थिति के सहज हो जाने और नीति-दरों में कटौती किये जाने के बाद मांग मुद्रा दरों में और भी कमी आयी और वह वर्ष 2009-10 के दौरान एलएएफ कॉरिडोर की निचली सीमा के इर्द-गिर्द बनी रही।

5.35 संपार्श्वीकृत खंड अब मुद्रा बाजार के कार्यकलाप पर हावी है क्योंकि मुद्रा बाजार परिचालनों में इसका 75 प्रतिशत से अधिक का हिस्सा है। सीबीएलओ और बाजार रिपो के परिमाण में भी वर्ष 2008-09 की अंतिम तिमाही में काफी बढ़ोतरी हुई जो अधिकतर चलनिधि की स्थिति के सहज होने और म्यूचुअल फंडों की उधार देने की बढ़ी हुई क्षमता को प्रतिबिंबित करता है। मुद्रा बाजार दरें, जो

⁴ चलनिधि की स्थिति की समीक्षा करने पर 5 मई 2009 को यह निर्णय लिया गया कि 6 मई 2009 (बुधवार) से केवल एक चलनिधि समायोजन सुविधा का परिचालन किया जायेगा और दूसरा एलएएफ केवल रिपोर्टिंग शुक्रवार को संचालित किया जायेगा। एलएएएफ को दैनिक आधार पर 28 मई 2008 से पुनः आरंभ किया गया जो 2 जुलाई 2010 तक चलता रहा।

सारणी 5.4 : मुद्रा बाजार खंडों में कार्यकलाप

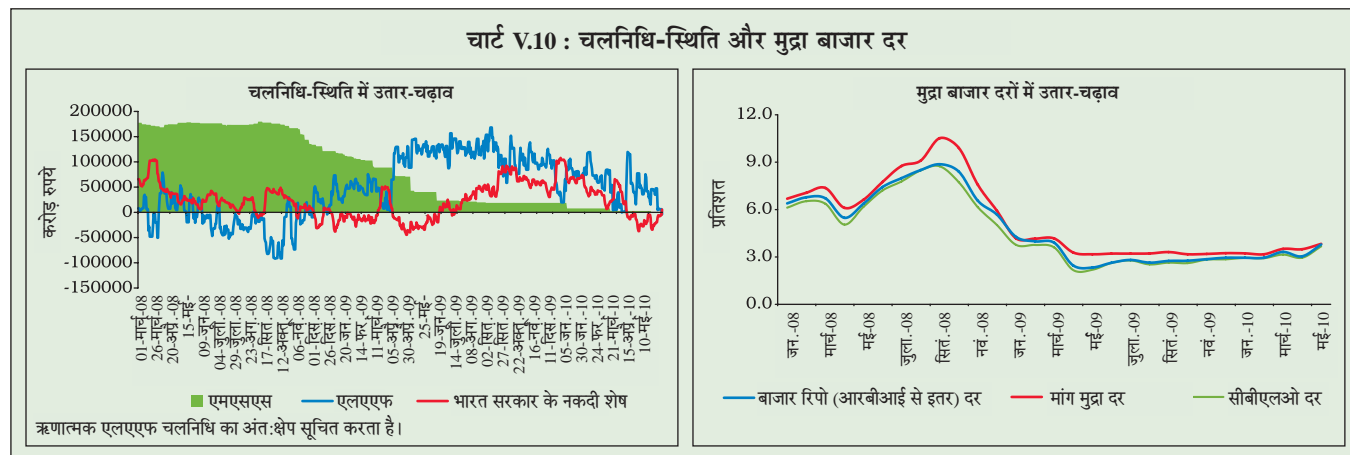
माह	औसत परिमाण (एक चरण) (करोड़ रुपये)				मुद्रा बाजार दर (प्रतिशत)*	मीयादी मुद्रा बाजार (करोड़ रुपये)	वाणिज्यिक पत्र		जमा प्रमाणपत्र	
	मांग	बाजार रिपो	सीबीएलओ	कुल			बकाया (करोड़ रुपये)	डब्ल्यूएडीआर (%)	बकाया (करोड़ रुपये)	डब्ल्यूएडीआर (%)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006-07	10,863	8,419	16,195	35,477	6.57	506	21,329	8.08	64,821	8.24
2007-08	10,697	13,684	27,813	52,194	5.48	352	33,813	9.20	1,17,186	8.94
2008-09	11,218	14,330	30,776	56,323	6.43	397	47,183	10.54	1,62,574	9.31
अप्रै-08	9,758	14,966	38,828	63,552	5.31	374	37,584	8.85	1,50,865	8.49
मई-08	9,740	14,729	36,326	60,795	6.29	420	42,032	9.02	1,56,780	8.95
जून-08	10,854	11,262	35,774	57,890	7.35	253	46,847	10.03	1,63,143	9.16
जुला-08	12,368	8,591	23,669	44,628	8.09	226	51,569	10.95	1,64,892	10.23
अग-08	11,704	10,454	22,110	44,268	8.65	501	55,036	11.48	1,71,966	10.98
सितं-08	11,690	10,654	20,547	42,891	9.26	335	52,038	12.28	1,75,522	11.56
अक्तू-08	14,497	9,591	16,818	40,906	8.66	345	48,442	14.17	1,58,562	10.0
नव-08	10,906	15,191	24,379	50,476	6.58	319	44,487	12.42	1,51,493	10.36
दिसं-08	10,820	16,943	32,261	60,024	5.37	415	40,391	10.7	1,51,214	8.85
जन-09	9,248	18,053	31,794	59,095	3.99	454	51,668	9.48	1,64,979	7.33
फर-09	11,121	19,929	38,484	69,534	3.89	669	52,560	8.93	1,75,057	6.73
मार्च-09	11,909	21,593	48,319	81,821	3.76	451	44,171	9.79	1,92,867	7.53
अप्रै-09	10,910	20,545	43,958	75,413	2.41	332	52,881	6.29	2,10,954	6.48
मई-09	9,518	22,449	48,505	80,472	2.34	338	60,740	5.75	2,18,437	6.20
जून-09	8,960	21,694	53,553	84,207	2.69	335	68,721	5	2,21,491	4.90
जुला-09	7,197	20,254	46,501	73,952	2.83	389	79,582	4.71	2,40,395	4.96
अग-09	7,569	23,305	57,099	87,973	2.62	461	83,026	5.05	2,32,522	4.91
सितं-09	8,059	27,978	62,388	98,425	2.73	381	79,228	5.04	216,691	5.3
अक्तू-09	7,888	23,444	58,313	89,645	2.70	225	98,835	5.06	2,27,227	4.70
नव-09	6,758	22,529	54,875	84,162	2.87	191	1,03,915	5.17	2,45,101	4.86
दिसं-09	6,651	20,500	55,338	82,489	2.91	289	90,305	5.4	2,48,440	4.92
जन-10	6,411	14,565	50,571	71,547	2.97	404	91,564	4.80	2,82,284	5.65
फर-10	6,809	19,821	63,645	90,275	2.95	151	97,000	4.99	3,09,390	6.15
मार्च-10	8,812	19,150	60,006	87,968	3.22	393	76,056	6.29	3,41,054	6.07
अप्रै-10	8,187	20,319	50,891	79,397	3.03	345	98,769	5.37	3,36,807	5.56
मई-10	8,393	17,610	42,274	68,277	3.72	338	1,00,364	5.51	3,40,343	5.17

*: मांग, बाजार रिपो और सीबीएलओ की भारत औसत दर।

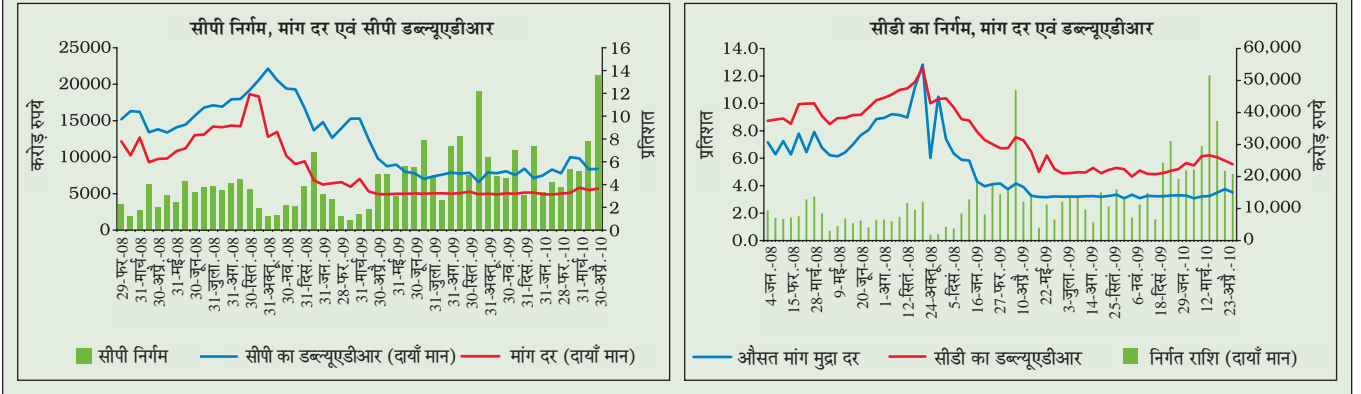
जनवरी 2008 से बढ़ना शुरू हुई थीं और सितंबर 2008 में शिखर पर पहुँच गईं, अक्तूबर 2008 से कम होने लगीं जो रिजर्व बैंक द्वारा किये गये विविध चलनिधि प्रोत्साहक उपायों को प्रतिबिंबित करता है

(चार्ट V.10)। इसके अलावा, चलनिधि की स्थिति के पर्याप्त सहज हो जाने के साथ ही संपार्श्विकृत खंडों में वर्ष 2009-10 के दौरान दरें सामान्यतः एलएएफ कॉरिडोर की निचली सीमा के नीचे बनी रहीं।

चार्ट V.10 : चलनिधि-स्थिति और मुद्रा बाजार दर



चार्ट V.11 : सीपी और सीडी निर्गम



5.36 संकट का अप्रत्यक्ष प्रभाव जमा प्रमाणपत्र (सीडी) और वाणिज्यिक पत्र (सीपी) बाजारों में भी प्रतिबिंबित हुआ। इन दोनों बाजारों में बकाया राशियों में कमी आयी और भारित औसत बट्टा दर (डब्ल्यूएडीआर) सितंबर-अक्तूबर 2008 के दौरान बढ़ गयी। सीपी बाजार में जारीकर्ताओं द्वारा चूक किये जाने के कुछ मामले (शोधन पूरा करने में) भी जारीकर्ता और अदाकर्ता एजेंटों (आईपीए) द्वारा रिपोर्ट किये गये। बाद में, चलनिधि स्थिति सहज हो गयी और सीपी एवं सीडी की बकाया राशि बढ़ी (चार्ट V.11)। सीपी और सीडी बाजारों में डब्ल्यूएडीआर दिसंबर 2008 तक अन्य मुद्रा दरों के समान सामान्यतः कम हुई।

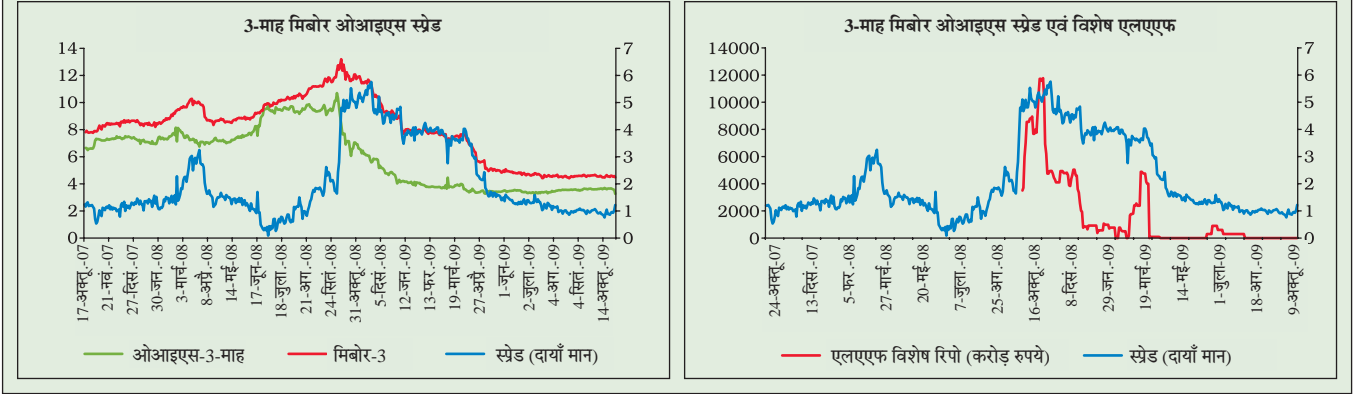
मीयादी रिपो सुविधा

5.37 विदेशी निधीयन में कमी होने और देशी पूँजी बाजार में मांग में भारी मंदी ने भारतीय वित्तीय प्रणाली के कुछ खंडों में दबाव बढ़ा दिया, यथा, म्यूचुअल फंडों और एनबीएफसी पर। अधिक शोधन दबाव का सामना करते हुए म्यूचुअल फंडों ने अपनी नकदी का परिरक्षण आरंभ कर दिया जिससे बाजार के अन्य खंडों पर प्रभाव पड़ा, विशेष रूप से एनबीएफसी पर, जो अपनी निधीयन संबंधी आवश्यकताओं के लिए म्यूचुअल फंडों पर आश्रित होते थे। रिज़र्व बैंक ने नकदी की कमी पर ध्यान देते हुए तेजी से कार्रवाई की और एक मीयादी रिपो सुविधा (20,000 करोड़ रुपये की अधिसूचित राशि के लिए एक 14-दिवसीय विशेष रिपो सुविधा) 15 अक्तूबर 2008 से आरंभ की। बैंकों को अनुमति दी गयी कि वे निवल मांग और मीयादी देयताओं के अतिरिक्त 0.5 प्रतिशत तक एसएलआर प्रतिभूतियों का अस्थायी उपयोग संपार्श्विकृत प्रयोजनों के लिए कर सकते हैं। बाद में इस सुविधा को विस्तारित किया गया ताकि बैंकों द्वारा एनबीएफसी और आवास

वित्त कंपनियों की निधीयन संबंधी आवश्यकताओं को पूरा किया जा सके। इसके साथ ही, अधिसूचित राशि को बढ़ा कर 60,000 करोड़ रुपये कर दिया गया और और एसएलआर बनाये रखने में छूट की सीमा नवंबर 2008 से उनके एनडीटीएल के 1.5 प्रतिशत तक बढ़ा दी गयी। इसकी प्रभावोत्पादकता के मद्देनजर मीयादी उधार सुविधा को पुनः 31 मार्च 2010 तक बढ़ा दिया गया। 1 नवंबर 2008 को एक विशेष पुनर्वित्त सुविधा भी आरंभ की गयी ताकि अनुसूचित वाणिज्य बैंकों को उनके एनडीटीएल के 1 प्रतिशत तक रिपो दर पर निधीयन प्रदान किया जाये जिससे बैंक नकदी संबंधी मांग को पूरा कर सकें (इस अध्याय का खंड III भी देखें)।

5.38 संकट की अवधि के दौरान भारतीय वित्तीय बाजार में चलनिधि संबंधी दबाव के निधीयन के संबंध में मीयादी रिपो के प्रभाव का अनुभवजन्य मूल्यांकन करने के लिए एक प्रयोग किया गया। फ्रैंक और हेस्से (2009) अध्ययन का अनुसरण करते हुए 3-माह मिबोर-ओआइएस स्प्रेड की गणना भारतीय बाजारों में चलनिधि दबाव के लिए प्रॉक्सी प्रदान करने हेतु की गयी। मिबोर-ओआइएस स्प्रेड अंत सितंबर 2008 से काफी बढ़ गया (चार्ट V,12), जो निधीयन की जमाखोरी को सूचित करता है, ताकि आस्ति कीमतों में कमी, प्रतिभूतियों का उत्तरवर्ती मार्किंग-टू-मार्केट और जबरी परिसमापन के बाद और अधिक आकस्मिक देयताओं को शामिल किया जा सके। तथापि, मीयादी रिपो सुविधा प्रारंभ किये जाने के बाद मिबोर-ओआइएस स्प्रेड में धीरे-धीरे कमी आयी जो वित्तीय बाजारों में वित्तीय दबाव कम होने का संकेत करता है। यह उल्लेखनीय है कि उच्च स्प्रेड की अवधि के दौरान मीयादी रिपो सुविधा के अंतर्गत राशि अधिक थी और वह स्प्रेड कम होने के साथ धीरे-धीरे कम होती गयी।

चार्ट V.12 : मुद्रा बाजार स्प्रेड



5.39 मीयादी रिपो सुविधा की मिबोर/ओआइएस अस्थिरता के संबंध में प्रभावोत्पादकता की अनुभवमूलक जाँच की गयी और इसके लिए मिबोर/ओआइएस अस्थिरता (एक 5 दिवसीय चल विंडों का मानक विचलन) का उपयोग आश्रित वैरिएबल और डमी वैरिएबल के रूप में मीयादी रिपो के लिए (जिसने 14 अक्टूबर 2008 के बाद अपना मूल्य 1 लिया, अन्यथा शून्य) और मीयादी रिपो राशि का आश्रित वैरिएबल के रूप में किया गया। आश्रित वैरिएबल (अर्थात् अस्थिरता) का विलंबकारी मूल्य भी स्वतंत्र वैरिएबल के रूप में शामिल किया गया। दोनों रिग्रेसनों में डमी वैरिएबल के ऋणात्मक लक्षण थे और डमी वैरिएबल के गुणांक परंपरागत स्तरों पर⁵ महत्वपूर्ण थे। डमी वैरिएबल के ऋणात्मक संकेत (मीयादी रिपो सुविधा के लिए) यह सूचित करते थे कि मीयादी रिपो सुविधा संकट की अवधि के दौरान भारतीय अर्थव्यवस्था में चलनिधि दबाव को रोकने में कारगर थी। चलनिधि की विद्यमान स्थिति को और घटे हुए स्प्रेड को ध्यान में रखते हुए रिज़र्व बैंक ने मीयादी रिपो सुविधा 27 अक्टूबर 2009 से बंद कर दी।

चलनिधि उपलब्ध कराना और रिज़र्व बैंक का तुलनपत्र

5.40 वर्ष 2008 की तीसरी तिमाही के दौरान पूँजी के बड़े बहिर्वाह के साथ निवल विदेशी मुद्रा आस्तियों पर दबाव पड़ने लगा। रिज़र्व

बैंक ने इसकी प्रतिक्रियास्वरूप प्रणाली में परंपरागत ओएमओ के माध्यम से चलनिधि उपलब्ध कराई, एलएएफ के अंतर्गत रिपो और मीयादी रिपो के माध्यम से चलनिधि की व्यवस्था की, एमएसएस जमाशेषों को उन्मुक्त किया और सीआरआर में कटौती की। एमएसएस जमाशेषों को उन्मुक्त किये जाने से न केवल रिज़र्व बैंक ने अपने तुलन-पत्र में कोई महत्वपूर्ण विस्तार किये बिना पर्याप्त चलनिधि के सृजन की गुंजाइश बनाई, बल्कि जमाशेषों के उन्मुक्त किये जाने का समय-निर्धारण इस प्रकार किया कि सरकार के बड़े उधार कार्यक्रमों को भी बाजार पर किसी प्रकार का अनुचित दबाव डाले बिना सहज रूप में संचालित किया जा सका।

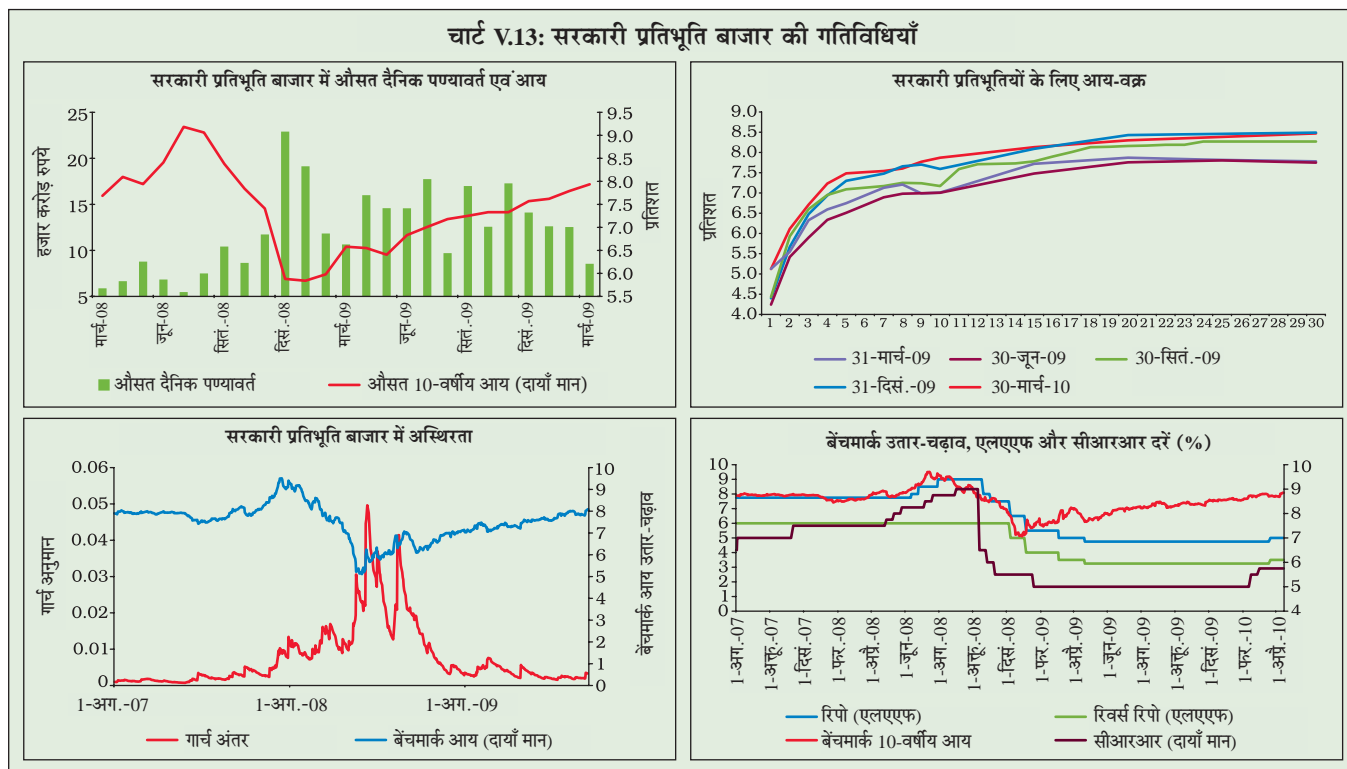
5.41 इस प्रकार, रिज़र्व बैंक ने बैंकेतर संस्थाओं/बैंकों द्वारा महसूस किये गये वित्तीय दबाव पर अप्रत्यक्ष रूप से बैंकिंग माध्यम से ध्यान दिया और अपने तुलन-पत्र पर पात्र काउंटरपार्टियों या आस्ति गुणवत्ता की दृष्टि से कोई प्रभाव नहीं पड़ने दिया और इसका यह दृष्टिकोण कुछ उन्नत देशों के केंद्रीय बैंकों द्वारा अपनाये गये दृष्टिकोण के उलट था। चलनिधि प्रबंधन परिचालनों के साथ-साथ विनिमय दर प्रबंधन और सहज आंतरिक ऋण प्रबंधन परिचालनों के संचालित किये जाने से रिज़र्व बैंक ने यह सुनिश्चित किया कि प्रणाली में कीमत और वित्तीय स्थिरता के उद्देश्य के समनुरूप चलनिधि बनी रहती है (मोहन्ती, 2009)।

⁵ $MIBORV_t = 0.02 - 0.004 DUMMY_t + 0.83 MIBORV_{t-1} + 0.002 TERMREPO_t$
 (0.0) (0.05) (0.00) (0.08)
 $R^2=0.71$ $DW=1.39$

$OISV_t = 0.02 - 0.01 DUMMY_t + 0.89 OISV_{t-1} + 0.001 TERMREPO_t$
 (0.0) (0.05) (0.00) (0.35)
 $R^2=0.82$ $DW = 1.49$

MIBOR= मिबोर अस्थिरता
 OISV= ओआइएस अस्थिरता
 कोष्ठक में दिये गये आंकड़े पी-मान सूचित करते हैं, नमूना अवधि अक्टूबर 2007-अक्टूबर 2009 है।

चार्ट V.13: सरकारी प्रतिभूति बाजार की गतिविधियाँ



मध्य सितंबर 2008 से किये गये विविध चलनिधि उपायों का संचयी प्रभाव यह हुआ कि प्रणाली में वास्तविक/संभावित समग्र चलनिधि सितंबर 2009 तक बढ़कर 5,61,000 करोड़ रुपये हो गयी (इस अध्याय के अंत में नीतिगत उपाय से संबंधित खंड भी देखें)। मीयादी रिपो सुविधा संकट की अवधि के दौरान भारतीय अर्थव्यवस्था में चलनिधि संबंधी दबाव को रोकने में कारगर हुई।

सरकारी प्रतिभूति बाजार

5.42 भारत में सरकारी प्रतिभूति बाजार का विकास वर्षों से होता रहा है। एक सुविकसित सरकारी प्रतिभूति बाजार की आवश्यकता को स्वीकार करते हुए रिज़र्व बैंक ने सरकार के साथ समन्वय रखते हुए 1990 के दशक के आरंभ से बाजार को नियंत्रित मूल्य और गुणवत्ता नियंत्रणों से मुक्त करने के अनेक उपाय किये। इसके परिणामस्वरूप, सरकारी प्रतिभूति बाजार में विविध आयामों में महत्वपूर्ण रूपांतरण परिलक्षित हुए, यथा, बाजार-आधारित कीमत निर्धारण, निवेशक आधार को व्यापक बनाया जाना, नये लिखतों की शुरुआत, प्राथमिक व्यापारियों की स्थापना और एक इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग और

निपटान इफ्रास्ट्रक्चर का कार्यान्वयन। 1990 के दशक के प्रारंभ में सरकारी प्रतिभूतियों के निर्गम की नीलामी आधारित प्रणाली की ओर स्विचओवर किया जाना एक बड़ा कदम था। इससे बाजार के आकार में वृद्धि हुई जो आगे-पीछे के क्रम में केंद्र और राज्य सरकारों के बाजार उधारों में वृद्धि के समनुरूप थी।

5.43 भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड का परिचालन आरंभ हो जाने से व्यापारियों को गारंटीकृत निपटान सुनिश्चित हुआ और इसीलिए इसने सरकारी प्रतिभूति बाजार को काफी स्थिरता प्रदान की है। प्राथमिक व्यापारी के रूप में बाजार मध्यवर्तियों की प्रणाली का परिचालन होने से रिज़र्व बैंक के लिए यह सुविधाजनक हुआ कि वह राजकोषीय जवाबदेही तथा बजट प्रबंध अधिनियम के प्रावधान के अनुसार 1 अप्रैल 2006 से प्राथमिक बाजार से सहज रूप से हट जाये। बाजार के विकास के लिए आरंभ किये गये विविध उपायों की प्रभावोत्पादकता को प्रतिबिंबित करते हुए द्वितीयक बाजार में पण्यवर्त में वर्षों से कई गुना वृद्धि हुई है।

5.44 वैश्विक वित्तीय संकट के प्रभाव के चलते भारत को अनेक असाधारण उपायों को कार्यान्वित करना पड़ा जो राजकोषीय और

मौद्रिक, दोनों मोर्चों पर किया गया, ताकि घरेलू माँग को प्रेरित किया जा सके। राजकोषीय सुदृढ़ीकरण मानदंडों को, जो पूर्व में राजकोषीय जवाबदेही तथा बजट प्रबंध अधिनियम के अंतर्गत निर्धारित किये गये थे, फिलहाल इस आश्वासन के साथ स्थगित रखा गया है कि सरकार यथाशीघ्र इसे पुनः लागू करेगी। इसके परिणामस्वरूप, केंद्र और राज्य सरकारों, दोनों के उधारों में वर्ष 2008-09 के उनके अपने-अपने बजट अनुमानों से अधिक तेजी से वृद्धि हुई।

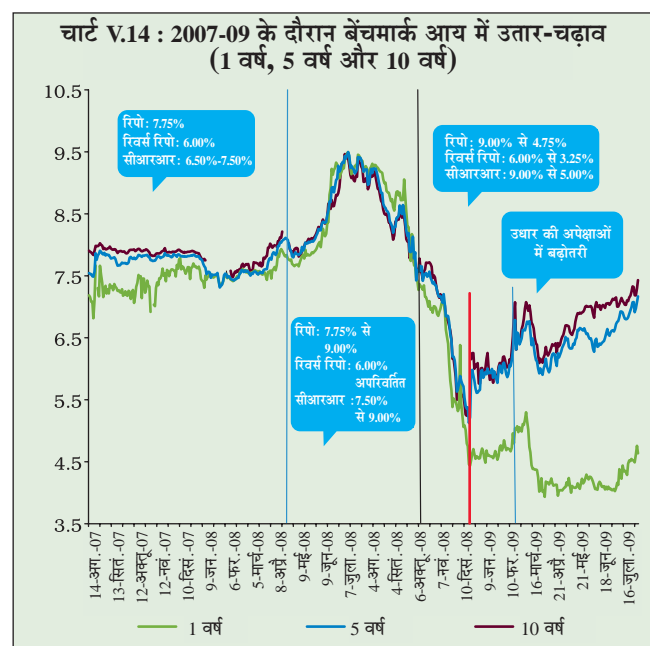
5.45 सभी परिपक्वता अवधियों वाले खजाना बिलों की प्राथमिक बाजार आय में अगस्त 2008 तक वृद्धि हुई और उसके बाद उसमें नरमी आयी, जो अक्टूबर 2008 से चलनिधि की स्थिति में सुधार के साथ-साथ ब्याज दर चक्र को प्रतिबिंबित करता है। तथापि, मार्च 2009 के दौरान आय में जनवरी और फरवरी के स्तर से वृद्धि हुई, जिसका कारण था केंद्र और राज्य सरकारों, दोनों के द्वारा बाजार से लिये गये उधारों में बढ़ोतरी होना और तिमाही अग्रिम कर बहिर्वाह (चार्ट V.13)।

5.46 अप्रैल 2008 से 10-वर्षीय आय में उतार-चढ़ाव को तीन व्यापक चरणों में वर्गीकृत किया जा सकता है (चार्ट V.14)। प्रथम चरण के दौरान, अर्थात् अप्रैल से लेकर मध्य जुलाई 2008 तक 10-वर्षीय आय में उच्च स्फीतिकारक प्रत्याशाओं के कारण वृद्धि हुई और वह 15 जुलाई 2008 को बढ़कर 9.51 प्रतिशत तक पहुँच

गयी। दूसरे चरण के दौरान (मध्य जुलाई से अंत-दिसंबर 2008) 10-वर्षीय आय में सामान्यतः नरमी आयी, जो कच्चे तेल के मूल्य में नरमी आने के अनुरूप स्फीतिकारक दबाव में कमी आने, घरेलू चलनिधि की स्थिति के आसान होने और वैश्विक वित्तीय उथल-पुथल (मध्य सितंबर 2008 से) के अप्रत्यक्ष प्रभाव के उपरांत देशी नीति दरों में कमी किये जाने तथा अमेरिका में मौद्रिक नीति के सहज होने के कारण हुआ (सारणी 5.5)। तीसरे चरण के दौरान (जनवरी 2009 से) 10-वर्षीय आय में सामान्यतः वृद्धि हुई (फरवरी और अप्रैल में कुछ संक्षिप्त अंतरालों को छोड़कर), भले ही चलनिधि की स्थिति सहज बनी रही और जनवरी 2009 और मार्च 2009 में देशी नीति

सारणी 5.5 : सरकारी प्रतिभूति बाजार में लेन देन

अवधि	सरकारी प्रतिभूतियों का औसत पण्यावर्त (करोड़ रुपये)	औसत 10-वर्षीय आय @ (प्रतिशत)	न्यूनतम निर्दिष्ट कीमत पर औसत अव्यक्त आय (364 दिवसीय) (प्रतिशत)	औसत बोली-रक्षा अनुपात (364 दिवसीय) (प्रतिशत)
1	2	3	4	5
2006-07	4,863	7.78	7.01	2.45
2007-08	8,104	7.91	7.42	3.21
2008-09	10,879	7.54	7.15	3.47
2009-10	13,939	7.24	4.38	3.64
अप्रैल-08	6,657	8.10	7.53	2.36
मई-08	8,780	8.04	7.61	3.05
जून-08	6,835	8.43	7.93	2.80
जुला-08	5,474	9.18	9.39	2.70
अग-08	7,498	9.06	9.24	4.35
सितं-08	10,418	8.45	8.83	3.57
अक्तू-08	8,641	7.85	7.92	4.00
नव-08	11,732	7.41	7.23	4.33
दिसं-08	22,903	5.55	5.07	5.14
जन-09	19,136	5.84	4.64	4.80
फर-09	11,831	5.98	4.62	2.62
मार्च-09	10,644	6.59	5.25	1.44
अप्रै-09	15,997	6.55	4.07	5.07
मई-09	14,585	6.41	3.58	3.14
जून-09	14,575	6.83	3.99	2.86
जुला-09	17,739	7.01	3.76	3.90
अग-09	9,699	7.18	4.25	3.76
सितं-09	16,988	7.25	4.47	4.05
अक्तू-09	12,567	7.33	4.57	2.86
नव-09	17,281	7.33	4.49	3.36
दिसं-09	14,110	7.57	4.63	4.10
जन-10	12,614	7.62	4.67	4.61
फर-10	12,535	7.79	4.95	2.49
मार्च-10	8,544	7.94	5.13	3.48



दरों में और कटौती की गयी। ऐसा अधिकतर वर्ष 2008-09 के लिए सरकार के बाजार उधार कार्यक्रम में तेजी आने और वर्ष 2009-10 के लिए सरकार की उधार संबंधी बड़ी आवश्यकताओं के कारण हुआ।

5.47 विदेशी मुद्रा और मुद्रा बाजारों की भाँति 10-वर्षीय बेंचमार्क सरकारी प्रतिभूति उतार-चढ़ाव की अस्थिरता में सितंबर 2008 से वृद्धि हुई (देखें चार्ट V.14)। अस्थिरता में परिवर्तन परंपरागत स्तरों पर सांख्यिकीय दृष्टि से महत्वपूर्ण पाया गया। भारत सरकार के बाजार उधार में वर्ष 2008-09 की अंतिम तिमाही के दौरान तेज गति से वृद्धि हुई क्योंकि इसे विविध प्रेरक पैकेजों का समर्थन करने के लिए दो अनुपूरक मांगों के जरिए अतिरिक्त व्यय का वित्तपोषण करना था। अधिक कारगर चलनिधि प्रबंधन के लिए और यह सुनिश्चित करने के लिए कि सरकार का बाजार उधार कार्यक्रम सहज ढंग से चलता रहे, खुला बाजार परिचालन का क्षेत्र-विस्तार 19 फरवरी 2009 से व्यापक बनाया गया जिसके लिए इसमें सरकारी प्रतिभूतियों को निगोशिएटेड डीलिंग सिस्टम आर्डर-मैचिंग (एनडीएस-ओएम) खंड के माध्यम से सरकारी प्रतिभूतियों का क्रय किये जाने के अतिरिक्त नीलामी आधारित तंत्र के माध्यम से क्रय किये जाने की पद्धति को शामिल किया गया। रिज़र्व बैंक ने वर्ष 2009-10 की पहली छमाही के लिए 80,000 करोड़ रुपये की राशि की सरकारी प्रतिभूतियों की ओएमओ कार्यक्रम के अंतर्गत खरीद करने के अपने अभिप्राय की तुलना में अंत-सितंबर 2009 तक 57,487 करोड़ रुपये की राशि की प्रतिभूतियाँ नीलामी के माध्यम से खरीदीं। इसके अतिरिक्त, एमएसएस के संबंध में सहमति ज्ञापन में 26 फरवरी 2009 को संशोधन किया गया ताकि एमएसएस नकदी लेखा से पृथक्कृत चलनिधि को सरकार के सामान्य नकदी लेखा में अंतरण की अनुमति दी जा सके।

5.48 सारांशतः, यह कहा जा सकता है कि रिज़र्व बैंक ने संकट वर्ष 2008-09 और 2009-10 के दौरान सरकार के बाजार उधार कार्यक्रम का सफलतापूर्वक प्रबंध किया और इससे सरकारी प्रतिभूति बाजार पर कोई उथल-पुथल पैदा करने वाला दबाव नहीं आया। रिज़र्व बैंक ने अनेक उपायों को कार्यान्वित किया जिसमें मौद्रिक सहजता और नवोन्मेषकारी ऋण-प्रबंधन साधन, यथा, बाजार स्थिरीकरण योजना वापसी खरीद नीलामी और खुला बाजार क्रय को सरकार के सामान्य बाजार उधार कार्यक्रमों के तुल्यकालिक बनाया जाना और एमएसएस

जमाशेषों को उन्मुक्त किया जाना शामिल था। वित्तीय प्रणाली में चलनिधि जारी करने के लिए उपयुक्त समय निर्धारित करते हुए, जो सरकारी प्रतिभूतियों की नीलामी के साथ-साथ होता, रिज़र्व बैंक ने सरकार के बाजार उधार कार्यक्रम का सुचारु संचालन सुनिश्चित किया जिसके परिणामस्वरूप पिछले पाँच वर्षों में पहली बार वर्ष 2008-09 के दौरान उधारों की लागत में कमी आयी। वर्ष 2009-10 में राजकोषीय प्रोत्साहन की निरंतर आवश्यकता को प्रतिबिंबित करते हुए, जिसके कारण उधार संबंधी अधिक अपेक्षाओं का सृजन हुआ, रिज़र्व बैंक ने सक्रिय ऋण-प्रबंधन नीति को जारी रखा ताकि ब्याज दरों पर दबाव कम किया जा सके और निजी क्षेत्र की ऋण संबंधी मांग में संभावित हास को रोका जा सके।

पूँजी बाजार और आस्ति कीमतें

5.49 1990 के दशक के प्रारंभ में सुधार की जो प्रक्रिया शुरू हुई उस समय से भारतीय इक्विटी बाजार में महत्वपूर्ण सुधार देखने को मिला है। अब भारत के इक्विटी बाजार अंतरराष्ट्रीय बाजारों के साथ तुलनीय हैं। विनियामक और नियंत्रण ढाँचे में परिवर्तन किये जाने से निवेशकों के विश्वास में वृद्धि हुई है। व्यापार एवं निपटान इफ्रास्ट्रक्चर, जोखिम प्रबंधन प्रणालियों और पारदर्शिता के स्तरों में स्पष्ट सुधार हुआ है। इन सुधारों से लेन-देन की लागत कम हुई है और गहनता तथा चलनिधि में सुधार आया है।

5.50 अगस्त 2007 में अमेरिका में सब-प्राइम संकट के प्रारंभ होने के पहले उन्नत एवं उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में पूँजी बाजारों में भारी उछाल आया। तथापि, सब-प्राइम संकट के कारण बड़ी वित्तीय संस्थाओं की बढ़ती हानियों ने इस प्रवृत्ति में बाधा डाली और अधिकांश उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में पूँजी बाजार का फिसलना आरंभ हो गया। सब-प्राइम बंधक हानियों के कारण अनेक बड़ी वित्तीय संस्थाओं में लोगों का विश्वास भंग हुआ और इन संस्थाओं की शेयर कीमतें, विशेष रूप से निवेश बैंकों की, वर्ष 2007 के उत्तरार्ध से तेजी से नीचे गिरने लगीं। बाद में, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के पूँजी बाजारों में भी गिरावट आने लगी, जो मुख्यतः विदेशी संस्थागत निवेशकों के अपने हाथ खींचने से हुई।

5.51 यद्यपि भारतीय बैंकों/वित्तीय संस्थाओं का कोई महत्वपूर्ण एक्सपोजर सब-प्राइम बाजार में नहीं था, फिर भी भारतीय पूँजी बाजारों

में जनवरी 2008 में वैश्विक गिरावट का प्रभाव दिखाई पड़ा। एफआईआई द्वारा बाजार छोड़ दिये जाने के अलावा अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजारों में उथल-पुथल ने भी देशी रुझान को कमजोर बनाया और भारतीय पूँजी बाजार में गिरावट को बढ़ावा दिया। प्रमुख घटनाएँ, जिनमें बंधक कंपनियों और अंतरराष्ट्रीय वाणिज्यिक/निवेश बैंकों की हानियाँ शामिल थीं, वर्ष 2008-09 के दौरान उन्नत और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में पूँजी बाजारों में दबाव को बढ़ाती रहीं। भारतीय शेयर बाजारों ने भी इन प्रमुख वैश्विक घटनाओं पर प्रतिक्रिया की, जो भारतीय अर्थव्यवस्था के बढ़े हुए वित्तीय एकीकरण को प्रतिबिंबित करती है।

प्राथमिक बाजार

5.52 पूँजी बाजार का प्राथमिक बाजार खंड में, जो हाल के संकट के पहले के वर्षों में उछाल पर था, वर्ष 2008-09 के दौरान काफी मंदी देखने को मिली (सारणी 5.6)। प्राथमिक बाजार में वर्ष 2008-09 के

सारणी 5.6 : गैर-सरकारी पब्लिक लिमिटेड कंपनियों द्वारा नये पूँजी निर्गम

माह	इक्विटी शेयर		एडीआर/जीडीआर	
	निर्गमों की संख्या	राशि (करोड़ रुपये)	निर्गमों की संख्या	राशि (करोड़ रुपये)
1	2	3	4	5
अप्रैल-08	2	439	4	2,151
मई-08	4	307	3	1,901
जून-08	9	1,285	1	3
जुला-08	5	262	1	30
अग-08	5	368	1	567
सितं-08	7	9,700	0	0
अक्तू-08	3	129	2	35
नव-08	2	148	0	0
दिसं-08	3	1,370	0	0
जन-09	0	0	0	0
फर-09	1	24	0	0
मार्च-09	4	640	1	102
अप्रै-09	0	0	1	167
मई-09	1	9	0	0
जून-09	4	227	1	48
जुला-09	3	3,179	1	48
अग-09	4	366	4	4,618
सितं-09	12	2,853	1	7,763
अक्तू-09	4	2,023	1	446
नव-9	3	878	2	1,774
दिसं-09	5	3,586	2	299
जन-10	8	2,101	4	349
फर-10	8	5,274	0	0
मार्च-10	15	4,803	1	455

उत्तरार्ध में मांग के अभाव में आने वाली मंदी वित्तीय बाजारों में अत्यधिक अस्थिरता और अनिश्चितता, वृद्धि में गिरावट एवं निवेश के लिए अनिवार्य मांग तथा मंदी झेल रहे द्वितीयक बाजारों के चलते मंदी की प्रवृत्ति से प्रेरित थी।

5.53 निजी क्षेत्र में प्रारंभिक सार्वजनिक निर्गमों में वर्ष 2008-09 की दूसरी छमाही में काफी कमी आयी। इसी प्रकार, एडीआर/जीडीआर के माध्यम से जुटाये गये संसाधनों में वर्ष 2008-09 की दूसरी छमाही में तेजी से गिरावट दर्ज की गयी। प्राइवेट प्लेसमेंट, जो हाल के वर्षों में भारतीय कारपोरेटों के लिए निधीयन का प्रमुख वैकल्पिक स्रोत था, भी वर्ष 2008-09 में संकुचित हुआ। तथापि, प्राथमिक बाजार के कार्यकलापों में जून 2009 से तेजी आई और यह जून 2009-10 की अंतिम तिमाही में और प्रखर हुई, जैसाकि आईपीओ से इंगित होता है।

द्वितीयक बाजार

5.54 वैश्विक संकट का घोषित प्रभाव सामान्यतः वित्तीय बाजारों पर और विशेष रूप से शेयर बाजारों पर हुआ, जो सूचीबद्ध कंपनियों की शेयर-कीमतों में द्रुत गिरावट और बाजार पूँजीकरण के माध्यम से हुआ जिसके चलते समष्टिआर्थिक समुच्चयों पर धन-संपदा के प्रभाव का प्रतिकूल परिणाम सामने आया। पिछले दो दशकों से शेयर बाजारों में वैश्वीकरण, सुधार और सूचना प्रौद्योगिकी की प्रगति के कारण द्रुत वृद्धि देखी गयी थी। इस विस्तार का अधिकांश हिस्सा एशिया-पैसिफिक क्षेत्र में उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के माध्यम से आया था और इसके परिणामस्वरूप शेयर बाजारों का बाजार पूँजीकरण कम एवं मध्यम आय वाले देशों के जीडीपी के प्रतिशत के रूप में हाल के वर्षों में उच्च आय वाले देशों के लगभग आसपास हो गया था (सारणी 5.7)। बाजार पूँजीकरण में इस द्रुत विस्तार ने वित्तीय माध्यमों को पर्याप्त अनुकूल वातावरण प्रदान किया ताकि वह आघात का संचरण इक्विटी बाजारों में कर सके जिससे इक्विटी बाजार वित्तीय संकट के दौरान प्रमुख माध्यम के रूप में उभर कर सामने आये।

5.55 शेयर बाजारों के बाजार पूँजीकरण ने पूर्वी एशिया, जिसमें चीन शामिल है, और दक्षिण एशिया, जिसमें भारत शामिल है, जैसे क्षेत्रों में, जिन्होंने वर्ष 2003-07 की अवधि के दौरान उच्च आर्थिक वृद्धि दर्ज की थी, उच्च आय वाले ओइसीडी देशों को पीछे छोड़ दिया। वैश्विक संकट से पूर्वी एशिया और पैसिफिक क्षेत्रों में वर्ष 2008 में शेयर बाजारों का बाजार पूँजीकरण डेढ़ दशक पूर्व की स्थिति की

सारणी 5.7 : शेयर बाजारों का बाजार पूँजीकरण : क्षेत्रवार

(जीडीपी का प्रतिशत)

वर्ष	पूर्व एशिया और पैसिफिक	उच्च आय	उच्च आय ओईसीडी	यूरो क्षेत्र	लैटिन अमेरिका और कैरिबियन	न्यून एवं मध्यम आय	न्यूनतर मध्यम आय	मध्यम आय	दक्षिण एशिया	उच्चतर मध्यम आय	विश्व
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1991	16.4	57.0	56.7	22.5	18.9	18.2	11.2	18.5	16.2	22.5	51.5
1993	55.0	62.6	60.5	26.1	31.1	34.0	28.2	34.4	30.3	38.2	58.3
1997	25.5	89.1	88.6	44.8	29.6	29.9	21.7	30.3	26.7	36.8	78.1
1998	30.9	106.1	106.9	63.0	19.5	23.8	23.0	24.0	20.9	24.8	91.3
1999	42.6	134.2	134.2	83.4	32.8	38.9	33.1	39.6	33.5	45.3	118.3
2000	47.1	116.8	117.1	87.0	31.8	35.5	35.3	36.1	26.1	36.7	102.3
2001	42.2	102.0	101.8	68.3	32.5	32.6	30.2	33.0	19.1	35.7	89.4
2002	35.9	81.6	81.0	50.9	25.4	30.1	27.4	30.4	22.2	33.6	72.5
2003	46.7	98.2	96.9	58.3	29.7	39.6	39.0	40.3	39.5	41.7	87.6
2004	40.2	104.6	102.4	61.0	35.6	42.1	37.7	42.9	48.1	48.1	92.6
2005	40.6	110.5	107.1	62.7	40.5	48.6	42.5	49.5	60.2	56.0	97.5
2006	84.9	122.8	120.9	80.7	49.1	71.7	75.7	72.9	76.9	70.3	111.1
2007	158.9	123.5	119.9	85.3	70.8	112.1	140.4	113.5	133.4	86.5	120.7
2008	58.0	62.9	61.8	38.0	31.9	48.9	53.5	49.5	47.0	45.5	59.2

स्रोत : विश्व विकास संकेतक, विश्व बैंक।

तुलना में 50 प्रतिशत से अधिक गिर गया (सारणी 5.8)। साथ ही, यह गिरावट ओईसीडी देशों से तुलनीय है जो सभी बाजारों में आघात का संचरण करने में वैश्विक एकीकरण की पहल को रेखांकित करता है।

5.56 पूँजी प्रवाह में विपर्यय की स्थिति पैदा होकर उसका उभरती एवं विकासशील अर्थव्यवस्थाओं की ओर गमन ऐसा प्रमुख कारक था जिसने उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में शेयर बाजारों की गिरावट

सारणी 5.8 : उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में शेयर बाजारों का बाजार पूँजीकरण

(जीडीपी का प्रतिशत)

वर्ष	ब्राजील	चीन	भारत	इंडोनेशिया	मलेशिया	कोरिया	फिलीपीन्स	थाईलैंड	मेक्सिको	रूस
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1991	10.5	0.5	17.8	5.3	119.3	31.3	25.1	36.4	31.2	0.0
1996	25.8	13.3	31.6	40.0	304.6	24.9	97.4	54.9	32.0	9.5
1997	29.3	21.7	31.3	13.5	93.5	8.9	38.1	15.6	39.0	31.7
1998	19.1	22.7	25.3	23.2	136.6	35.1	54.2	31.2	21.8	7.6
1999	38.8	30.5	41.0	45.8	183.8	88.8	55.3	47.7	32.0	36.9
2000	35.1	48.5	32.2	16.3	124.7	32.2	34.2	24.0	21.5	15.0
2001	33.6	39.5	23.1	14.3	129.3	43.6	58.3	31.5	20.3	24.9
2002	24.6	31.9	25.8	15.3	122.8	43.3	50.8	36.4	15.9	36.0
2003	42.5	41.5	46.6	23.3	152.8	51.2	29.6	85.0	17.5	53.5
2004	49.8	33.1	55.3	28.5	152.3	59.4	33.3	72.3	22.6	45.3
2005	53.8	34.9	68.3	28.5	131.4	85.0	40.6	74.4	28.2	71.8
2006	65.3	91.3	89.5	38.1	150.5	87.8	58.2	71.0	36.7	106.7
2007	102.8	184.1	154.6	49.0	174.4	107.1	71.7	82.9	38.9	116.5
2008	36.6	64.6	53.0	19.2	96.0	53.2	31.2	39.4	21.4	82.2

शेयर बाजार पूँजीकरण की वृद्धि दर

2008	-56.8	-61.4	-64.4	-53.3	-41.8	-58.1	-49.4	-47.7	-45.7	-
2009	125.9	89.8	101.9	117.6	51.2	77.3	66.0	71.6	89.2	-

स्रोत : विश्व विकास संकेतक, विश्व बैंक, वर्ल्ड फेडरेशन ऑफ एक्सचेंजेज।

में योगदान किया। आईएमएफ के अनुसार उभरती एवं विकासशील अर्थव्यवस्थाओं को पूँजी प्रवाह में, जो वर्ष 2007 में अपने शिखर पर थी, वर्ष 2008 में 81 प्रतिशत तक गिरावट आयी। हालाँकि प्रत्यक्ष निवेश प्रवाह में स्थिरता दिखाई पड़ी लेकिन अन्य निजी पूँजी प्रवाह में, जिसमें संविभाग प्रवाह, बाह्य कर्ज और सरकारी सहायता शामिल है, तेज गिरावट दर्ज की गयी।

5.57 बड़ी वित्तीय संस्थाओं की बढ़ती हानियों ने, जो बंधक ऋणों में उत्तरोत्तर चूक और बंधक समर्थित एवं अन्य प्रतिभूतियों में अगस्त 2007 से घटते मूल्यन के चलते हुई थीं, अमेरिका और अन्य उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में स्थापित इन संस्थाओं द्वारा डिलिवरेजिंग को उत्प्रेरित किया। बढ़ती डिलिवरेजिंग के साथ आर्थिक मंदी बढ़ने की पृष्ठभूमि में लाभार्जन की संभावनाओं के क्षीण होने से, उन्नत और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में जनवरी 2008 से शेयर बाजारों में गिरावट आने लगी। तथापि, सितंबर 2008 में लेहमैन ब्रदर्स की विफलता के चलते काउंटरपार्टी जोखिमों में तेजी से बढ़ोतरी हुई जिसका प्रदर्शन ऋण चूक स्वैप्स पर स्प्रेड में वृद्धि से हुआ और अंततः इसने सभी देशों में शेयर बाजारों में गिरावट की गति को तेज कर दिया। हाल के संकट के दौरान शेयर बाजार चारों तरफ धराशायी हुए, बावजूद इसके कि सभी देशों में समष्टिआर्थिक मूलभूत तत्वों में अंतर था।

विश्व में एक समय ही घटित होना

5.58 भारतीय शेयर बाजारों ने भी उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के शेयर बाजारों से, जो वर्तमान वैश्विक संकट के केंद्र थे, संकेत ग्रहण करते हुए प्रतिक्रिया की और 8 जनवरी 2008 के अपने सर्वोच्च स्तर से (बीएसई सेंसेक्स 20,873 पर था) गिरना आरंभ किया, बावजूद इसके कि उनके पास अपेक्षाकृत सुदृढ़ आधार मौजूद थे। वास्तव में, भारतीय शेयर बाजारों में हाल के उतार-चढ़ाव उन्नत और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के तुल्यकालिक बन गये हैं। भारतीय शेयर बाजारों की चुनिंदा घटनाओं की, उन्नत एवं उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के साथ अंतरकालिक चक्रीय तुल्यकालिकता का अनुमान लगाया गया है और यह हाल के वर्षों में इन सभी देशों में साथ-साथ चला है, सिवाय जापान के (सारणी 5.9)। भारतीय शेयर बाजारों की बढ़ती चक्रीय तुल्यकालिकता से पिछले कुछ वर्षों से भारतीय अर्थव्यवस्था के बढ़ते वित्तीय वैश्वीकरण का पता चलता है जो अधिकतर विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा भारत में पूँजी के निवेश से प्रेरित हुई हैं।

सारणी 5.9 : भारतीय शेयर बाजारों की चुनिंदा देशों के साथ चक्रीय तुल्यकालिकता

देश	2001:मा1 से 2005:मा12	2006:मा1से 2009:मा8
1	2	3
चीन	0.66	0.76
सिंगापुर	0.64	0.86
कोरिया	0.48	0.91
जापान	0.63	0.62
अमेरिका	0.65	0.87

स्रोत : देशवार शेयर कीमतों के संबंध में आँकड़े आईएमएफ, आईएमएफ से लिये गये हैं।

5.59 विदेशी निवेशक सभी देशों में अपने क्रय-विक्रय कार्यक्रमों के माध्यम से संविभाग विविधीकरण के उद्देश्यों से निदेशित होकर क्षेत्रीय और वैश्विक शेयर बाजारों के बीच कीमतों के समान उतार-चढ़ाव में योगदान करते हैं (धल, 2009)। इस परिप्रेक्ष्य में, राष्ट्रीय शेयर बाजारों पर वैश्विक शेयर बाजारों के प्रभाव का विश्लेषण करना महत्वपूर्ण होगा। एक अनुभवमूलक विश्लेषण से इस बात की पुष्टि हुई है कि भारत, हांगकांग और सिंगापुर सहित एशिया के क्षेत्रीय शेयर बाजारों और वैश्विक वित्तीय बाजारों, यथा, अमेरिका, यूके और जापान, ने स्थानीय मुद्राओं की बनिस्वत् अमरीकी डालर में मापे गये शेयर मूल्य सूचकांकों के संदर्भ में एकल दीर्घकालिक सह-एकीकरण संबंध को समान रूप से अभिव्यक्त किया है (सारणी 5.10)। भारतीय बाजार ने इस एकीकरण प्रक्रिया की

सारणी 5.10 : भारत के शेयर बाजार का क्षेत्रीय और वैश्विक बाजारों के साथ एकीकरण

शेयर मूल्य सूचकांकों के बीच दीर्घावधि सह-एकीकरण संबंध अमरीकी डालर में					
1	2	3	4	5	6
भारत	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
हांगकांग	-1.2407 (-5.83)	0	-0.7263 (-5.35)	-1.6178 (-6.34)	0
सिंगापुर	0.4451 (2.99)	-0.0436 (-0.35)*	0	0.4454 (2.50)	0
जापान	-0.4353 (-3.39)	-0.7451 (-4.40)	-0.3645 (-2.82)	0	0
यूके	-3.7438 (-11.47)	-3.9411 (-9.01)	-3.4277 (-10.81)	-3.9663 (-10.14)	-5.9019 (-11.41)
यूएस	4.5296 (13.17)	4.3599 (10.01)	3.9150 (13.32)	4.7709 (11.48)	6.2101 (11.57)
ट्रेंड	-0.0033 (-17.92)	-0.0040 (-17.05)	-0.0033 (-17.31)	-0.0030 (-13.69)	-0.0046 (-12.87)
इंटरसेप्ट	-2.2409	-2.5587	-1.7563	-2.5748	-5.6351
क्षेत्रीय बाजारों के गुणांकों पर प्रतिबंध: चाइ स्क्वेयर स्टैटिस्टिक (महत्व)		16.83 (0.00)	7.03 (0.01)	6.26 (0.01)	30.04 (0.00)

* 5 प्रतिशत स्तर पर महत्वपूर्ण नहीं।
टिप्पणी : 1. स्वाभाविक लॉगैरिथ्म मान पर अमरीकी डालर में शेयर मूल्य सूचकांकों पर अनुमान आधारित है।
2. कोष्ठक में दिये गये आँकड़े उपगामी 'टी' स्टैटिस्टिक का संकेत करते हैं।
स्रोत : ढाल (2009)।

चाबी अपने पास रखी है। यह बात इस विश्लेषण से स्पष्ट हुई कि, भारत को छोड़ कर, अन्य पाँच शेयर बाजारों ने सह-एकीकरण संबंध को अभिव्यक्त नहीं किया। दीर्घकालिक सह-एकीकरण वेक्टर के गुणांक ने यह दर्शाया कि वैश्विक बाजारों का भारतीय शेयर बाजार पर प्रभाव क्षेत्रीय बाजारों के प्रभाव की तुलना में अधिक स्पष्ट था। फोरकास्ट एर वैरिएंस डिकंपोज़िशन के अनुसार वैश्विक और क्षेत्रीय बाजार एक साथ मिलकर भारतीय शेयर बाजार में अधिकांश परिवर्तन के लिए जिम्मेवार थे।

वैश्विक गतिविधियाँ और इक्विटी कीमतें

5.60 विदेशी संस्थागत निवेशकों ने जनवरी 2008 से भारतीय शेयर बाजारों से हटना शुरू किया, जो उनके बड़े निवल ऋणात्मक निवेशों से स्पष्ट है और वैश्विक डिलिवरेजिंग को प्रतिबिंबित करता है। विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा भारतीय शेयर बाजारों पर दिया गया विक्रय दबाव अक्टूबर 2008 में तेज हो गया, जो लेहमैन ब्रदर्स

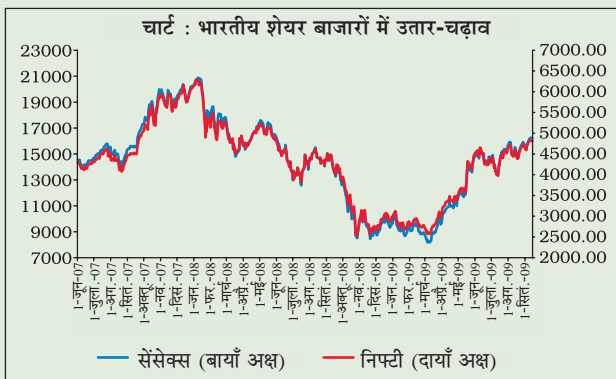
की विफलता के बाद अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजारों में बढ़ी हुई उथल-पुथल का परिणाम था और जब शेयर बाजारों में अचानक बहुत हद तक गिरावट दर्ज की गयी। भारतीय शेयर बाजारों ने वर्तमान संकट के दौरान सभी प्रमुख वैश्विक घटनाओं के प्रति अपनी प्रतिक्रिया व्यक्त की है (बॉक्स V.3)।

5.61 डिलिवरेजिंग प्रक्रिया के अंग के रूप में विदेशी संस्थागत निवेशकों के बाजार से हाथ खींचने और अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजारों में प्रतिकूल घटनाओं के चलते बाजार के रुझान में कमी आने के साथ भारतीय अर्थव्यवस्था पर अन्य प्रभाव निर्यातों के धराशायी होने, वित्तीय स्थितियों के कठोर होने और अक्टूबर 2008 से वैश्विक संकट से पैदा हुई तीव्र आर्थिक मंदी की पृष्ठभूमि में आई अनिश्चितता के रूप में थे। वर्ष 2008-09 की तीसरी तिमाही के आरंभ से संपदा-क्षेत्र पर प्रभाव पड़ने की पृष्ठभूमि में भारतीय कारपोरेटों की लाभार्जन संभावनाओं के मंद पड़ने से भारतीय शेयर बाजारों की हानि बढ़ गयी। इन सभी कारकों ने फुटकर और संस्थागत निवेशकों के भरोसे को प्रभावित

बॉक्स V.3 प्रमुख वैश्विक घटनाएँ और भारतीय शेयर बाजारों की प्रतिक्रिया

वर्तमान वैश्विक संकट, जो अमेरिका में अगस्त 2007 में सब प्राइम संकट के उपस्थित होने के साथ आरंभ हुआ, वित्तीय बाजारों से जुड़ी विभिन्न घटनाओं के घटित होने से गहराता गया। इनमें से कुछ घटनाओं और उनके प्रति भारतीय शेयर बाजारों की प्रतिक्रिया पर नीचे चर्चा की गयी है।

- जेपी मॉर्गन और सिटीबैंक ने मार्च 2008 के आरंभ में घोषणा की कि उन्हें आस्ति मूल्यों में और अन्य विदेशी लिखतों में तीव्र गिरावट के कारण भारी नुकसान हुआ है। इसके अतिरिक्त, बेयर स्टर्न्स के पास मध्य मार्च 2008 में चलनिधि की घोर कमी हो गयी जिसका कारण था बढ़ता हुआ संचयी मूल्यन नुकसान। अमेरिकी सरकार ने बेयर स्टर्न्स के जेपी मॉर्गन चेज़ अधिग्रहण को 16 मार्च 2008 को सुसाध्य बनाया। बीएसई सेंसेक्स 17 मार्च 2008 को लुढ़क कर 14,809 पर आ गया।



- अमेरिकी सरकार द्वारा प्रायोजित बंधक गारंटीकर्ता फैन्डी माए और फ्रेन्डी मैक, जिन्होंने अमेरिकी गृह बंधक ऋणों में 12 ट्रिलियन अमरीकी डालर से अधिक की राशि की गारंटी दे रखी थी, के आस्ति मूल्यन में जुलाई 2008 में घोर गिरावट आयी। बीएसई सेंसेक्स, इस घटना के स्पिलओवर की प्रतिक्रिया में 16 जुलाई 2008 को गिरकर 12,576 पर आ गया, जो अंत मार्च 2008 के स्तर से 19.6 प्रतिशत और 8 जनवरी 2008 के सर्वोच्च स्तर से 39.8 प्रतिशत कम था।
- लेहमैन ब्रदर्स, जो अमेरिका के सबसे बड़े निवेश बैंकों में से एक था, ने 15 सितंबर 2008 को दिवाला-रक्षा हेतु अर्जी दी। तथापि, दूसरे प्रमुख निवेश बैंक, मेरिल लिच को बैंक ऑफ अमेरिका में विलय करके बचा लिया गया। भारतीय शेयर बाजार ने आगे और गिरना आरंभ किया और बीएसई सेंसेक्स 30 सितंबर 2008 को गिरकर 12,860 पर आ गया।
- अमेरिका के फेडरल रिज़र्व ने 300 बिलियन अमरीकी डालर मूल्य की दीर्घकालिक खजाना प्रतिभूतियों की छह महीने की अवधि में खरीदने की योजना की घोषणा 18 मार्च 2009 को की।
- जी-20 के देशों ने एक विज्ञप्ति जारी कर 6 अप्रैल 2009 को यह वचन दिया कि उनकी सरकारों द्वारा लोगों में भरोसा और वृद्धि को बहाल करने के लिए संयुक्त प्रयास किये जायेंगे जिसमें वित्तीय प्रणाली को मजबूत किये जाने के उपाय शामिल थे। बाजार वर्ष 2009-10 के आरंभ से इस संकट से उबर रहा है।

किया और शेयर बाजारों में मार्च 2009 तक निरंतर मंदी का रुख बना रहा (सारणी 5.11)।

5.62 बीएसई सेंसेक्स 8 जनवरी 2008 के अपने सर्वोच्च स्तर 20,873 से लगभग 38 प्रतिशत फिसलकर अंत सितंबर 2008 में 12,860 के स्तर पर आ गया, जो संकट के आरंभिक प्रभाव को प्रतिबिंबित करता है। बाद में यह अंत सितंबर 2008 के स्तर से 37 प्रतिशत गिरकर 3 मार्च 2009 को 8,160 के नये न्यून स्तर पर आ गया। बीएसई सेंसेक्स में सर्वोच्च स्तर से नये न्यून स्तर तक यह गिरावट 61 प्रतिशत तक हुई। भारतीय शेयर बाजार में अस्थिरता भी वर्ष 2008 के आरंभ से वैश्विक शेयर बाजार में अस्थिरता के साथ-साथ बढ़ती गयी। दैनिक शेयर बाजार सूचकांकों (बीएसई सेंसेक्स और निफ्टी) के मानक विचलन के संदर्भ में मापी गयी अस्थिरता जनवरी 2008, अक्टूबर 2008 और मई 2009 में तेजी से बढ़ी, जो वैश्विक घटनाओं और देशी गतिविधियों को प्रतिबिंबित करती है (सारणी 5.9)। इसकी पुष्टि उस समय भी हुई। जब अस्थिरता को गार्च (1,1) द्वारा मापा गया (चार्ट V.15)।

5.63 शेयर बाजार में तीव्र गिरावट प्रमुख संकेतकों में भी देखने को मिली। बीएसई सेंसेक्स और निफ्टी, दोनों के पी/ई अनुपात तथा कीमत-बही मूल्य अनुपात वर्ष 2008-09 के दौरान बहुत कम हो गये (सारणी 5.12)। दोनों बाजारों का बाजार पूँजीकरण, जिसमें विगत 2-3 वर्षों में तेज वृद्धि हुई थी, भी पूर्ववर्ती वर्ष की तुलना में वर्ष 2008-09 के दौरान बहुत मंद पड़ गया।

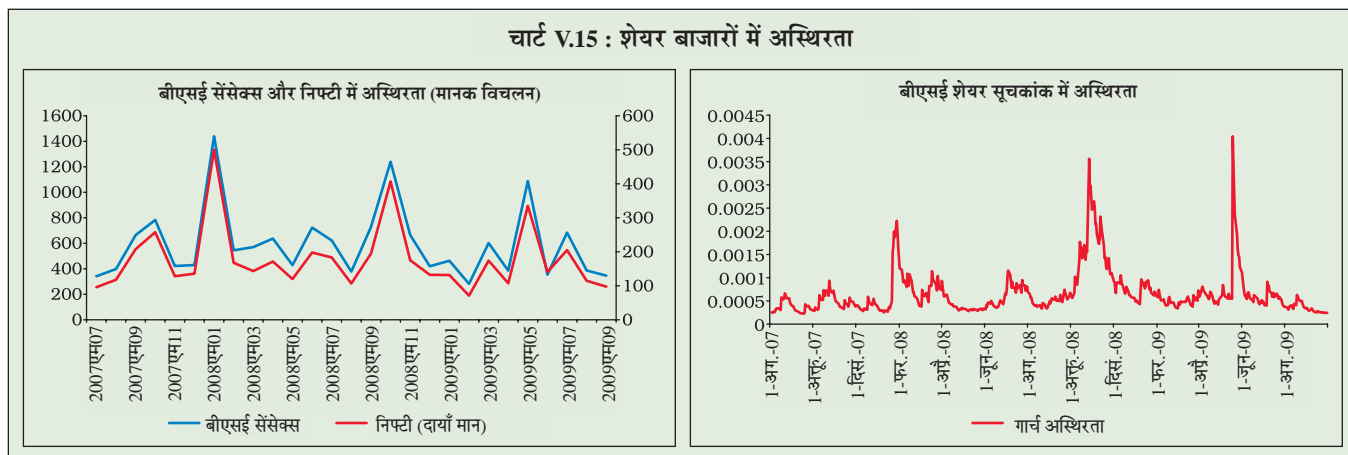
5.64 वर्ष 2009-10 के दौरान शेयर बाजारों की अस्थिरता में कमी आयी और सभी देशों में आस्ति-कीमतें अपने पूर्व के न्यून स्तर से उबर गयीं। भारतीय बाजारों में भी, विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा निवल खरीद की स्थिति बनी और फुटकर निवेशकों तथा म्यूचुअल

सारणी 5.11 : बीएसई और निफ्टी सूचकांकों की प्रवृत्ति

माह	निफ्टी	बीएसई सेंसेक्स	एफआईआई निवेश (निवल) (करोड़ रुपये)	म्यूचुअल आईआईपी फंड निवेश (निवल) (करोड़ रुपये)	आईआईपी (प्रतिशत वृद्धि)
1	2	3	4	5	6
जन-08	5756	19326	-17,227	7,703	6.2
फर-08	5202	17728	4,883	514	9.5
मार्च-08	4770	15838	125	-1,971	5.5
अप्रैल-08	4902	16291	979	-112	6.2
मई-08	5029	16946	-4,672	64	4.4
जून-08	4464	14997	-10,578	3,179	5.4
जुला-08	4125	13716	-1,012	1,412	6.4
अग-08	4417	14722	-7,937	-369	1.7
सितं-08	4207	13943	-2,066	2,292	6.0
अक्तू-08	3210	10550	-14,249	1,432	0.1
नव-08	2835	9454	-3,362	-373	2.5
दिसं-08	2896	9514	1,319	341	-0.2
जन-09	2854	9350	-4,250	-864	1.0
फर-09	2819	9188	-2,690	-1,496	0.2
मार्च-09	2802	8995	269	1,477	0.3
अप्रै-09	3360	10911	7,384	39	1.1
मई-09	3958	13046	20,607	2,291	2.1
जून-09	4436	14782	3,225	839	8.3
जुला-09	4343	14635	11,625	1,826	7.2
अग-09	4571	15415	4,029	570	10.6
सितं-09	4859	16338	19,939	-2,335	9.3
अक्तू-09	4994	16826	8,304	-5,194	10.2
नव-09	4954	16684	5461	-696	12.0
दिसं-09	5100	17090	10367	1762	17.7
जन-10	5156	17260	-1137	-1311	16.3
फर-10	4840	16184	2114	-697	15.1
मार्च-10	5178	17303	20318	-4082	13.9
अप्रै-10	5295	17679	8416	-1410	17.6
मई-10	5053	16845	-9175	99	-

फंडों ने भी, पहले की स्थिति के विपरीत, मार्च 2009 से लगातार खरीद आरंभ की। दोनों शेयर बाजारों के कीमत-लाभार्जन तथा कीमत-

चार्ट V.15 : शेयर बाजारों में अस्थिरता



सारणी 5.12 : शेयर बाजार के संकेतक

संकेतक	बीएसई						एनएसई					
	2000-01	2006-07	2007-08	2008-09	2009-10	2010-11 (अप्रै-मई)	2000-01	2006-07	2007-08	2008-09	2009-10	2010-11 (अप्रै-मई)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1 बीएसई सेंसेक्स/ एस एंड पी सीएनएक्स निफ्टी												
(i) अंत अवधि	3,604	13,072	15,644	9,709	17,127	16,945	1,148	3,822	4,735	3,021	5,249	5,086
(ii) औसत	4,270	12,278	16,569	12,366	15,585	17,251	1,335	3,572	4,897	3,731	4,658	5,171
2 घट-बढ़ गुणांक	8.8	11.1	13.7	24.2	11.9	3.0	7.5	10.4	14.5	23.2	11.3	2.9
3 कीमत-उपार्जन अनुपात (अंत अवधि)*	23.9	20.7	20.1	13.7	21.32	20.40	20.4	19.5	20.6	14.3	22.3	21.3
4 कीमत-बही मूल्य अनुपात (अंत अवधि)*	3.6	5.1	5.2	2.7	3.9	3.5	4.2	4.9	5.1	2.5	3.7	3.6
5 आय * (प्रतिशत प्रति वर्ष) (अंत अवधि)	1.3	1.3	1.1	1.8	1.10	1.12	1.2	1.3	1.1	1.9	0.94	0.97
6 बाजार पूँजीकरण- जीडीपी अनुपात की तुलना में (प्रतिशत)@	25.8	85.5	113.1	59.0	106.5	87.8	28.9	81.6	107.0	55.4	103.8	85.5

*: बीएसई सेंसेक्स में शामिल 30 क्रिप और एस एंड पी सीएनएक्स निफ्टी में शामिल 50 क्रिप पर आधारित।

@: अंत अवधि की स्थिति के अनुसार।

स्रोत : बॉम्बे स्टॉक एक्सचेंज लि. (बीएसई) और नेशनल स्टॉक एक्सचेंज ऑफ इंडिया लि. (एनएसई)।

बही मूल्य अनुपात भी अंत मार्च 2009 के स्तर से अंत मार्च 2010 में काफी बढ़ गये तथा बाजारों में तेजी से उछाल भी आया। इसी प्रकार, शेयर बाजार के पूँजीकरण में वापस उछाल आया और, जीडीपी के प्रतिशत के रूप में, अंत मार्च 2010 में वह 100 प्रतिशत से अधिक हो गया, जो अंत मार्च 2008 में प्राप्त स्तर के लगभग बराबर है। भारतीय शेयर बाजारों के संकट से उबरने में अनेक कारकों ने योगदान किया, यथा, नीति दरों में कटौती किया जाना, कारपोरेटों और बैंकों के वर्ष 2009-10 के दौरान सकारात्मक कार्य-परिणाम, आम चुनाव के बाद राजनीतिक स्थिरता का होना, और वैश्विक अर्थव्यवस्था में स्थिरता का आना।

शेयर बाजार के चालक

5.65 दीर्घावधि में, सूचना संतुलित प्रतीत होती है और इसीलिए शेयर बाजार के उतार-चढ़ावों को आर्थिक मूलभूत तत्वों के अनुरूप बनाया जाता है। उपलब्ध सूचना की प्रकृति के अलावा, कभी-कभी निवेशकों में देशी या वैश्विक कारकों से प्रेरित अंधानुकरण की प्रवृत्ति इन मूलभूत तत्वों से ज्यादा काम करती है और अल्पावधि में शेयर बाजार के उतार-चढ़ाव को नियंत्रित करती है। इसी प्रकार, अन्य कारक, यथा, समर्थक चलनिधि, पूँजी प्रवाह, और नियंत्रण, बहुत हद तक शेयर बाजारों में उतार-चढ़ाव के क्रम को प्रभावित करते हैं। निदर्शनात्मक रूप में, हाल के संकट के पहले विश्व की सभी अर्थव्यवस्थाओं में समंजनकारी मौद्रिक नीति और बड़े पूँजी प्रवाह के चलते चलनिधि की सुगमता दिखाई पड़ी थी, और उन्नत एवं उभरती

बाजार अर्थव्यवस्थाओं में शेयर बाजारों में द्रुत गति से प्रगति दिखाई पड़ी थी। जैसी कि ऊपर चर्चा की गयी है, पिछले कुछ वर्षों में सभी देशों के शेयर बाजार अधिक तुल्यकालिक हो गये हैं, जिनमें सीमापार पूँजी-प्रवाह में वृद्धि हुई है, विशेष रूप से के लिए। हाल के संकट के दौरान भी विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा डिलिवरेजिंग के साथ अन्य कारक, यथा, आर्थिक मंदी, गिरते निर्यात, संकटग्रस्त वित्तीय संस्थाओं के प्रति एक्सपोजर और विदेशी आस्तियाँ, शेयर बाजारों में गिरावट लाने में प्रेरक बने हैं।

5.66 भारत में भी, यद्यपि विदेशी प्रत्यक्ष निवेश में स्थिरता दिखाई पड़ी, संविभाग-प्रवाह में कमी ने शेयरों की कीमतों में गिरावट में महत्वपूर्ण भूमिका निभायी। वीएआर मॉडल के ढाँचे के भीतर एक अनुभवमूलक विश्लेषण ने यह दर्शाया कि अमेरिकी औद्योगिक उत्पादन वृद्धि और देशी ब्याज दरों (मांग मुद्रा दर) तथा विदेशी ब्याज दरों (3-महीने की लिबॉर दर) के बीच के अंतर द्वारा की गई माप के अनुसार अन्य देशों की वास्तविक अर्थव्यवस्था की गतिविधियों द्वारा ग्रैंजर-प्रेरित थे (सारणी 5.13)। विभेदक ब्याज दरें अंतरपणन अवसर को प्रतिबिंबित करती हैं। पुनः, एक बाइवैरिएट वीएआर मॉडल से यह प्रकट हुआ कि विदेशी प्रत्यक्ष निवेश प्रवाहों से भारतीय शेयर बाजार की ओर निवेश बढ़ने के पीछे एक महत्वपूर्ण ग्रैंजर-प्रेरक संबंध था। बीएसई सूचकांक से लेकर विदेशी प्रत्यक्ष निवेश प्रवाह तक के फीडबैक संबंधी कार्यकारण संबंध भी महत्वपूर्ण था, भले ही महत्त्व में इसकी हिस्सेदारी 10 प्रतिशत थी। विदेशी प्रत्यक्ष निवेश प्रवाह में घट-बढ़ से भारतीय शेयर बाजार में लगभग 35 प्रतिशत घट-बढ़ का स्पष्टीकरण मिल पाया।

सारणी 5.13 : एफआईआई प्रवाह और भारत के शेयर बाजार : कारण संबंध

नल्ल हाइपोथेसिस	चाइ-स्क्वेयर स्टैटिस्टिक (महत्व का स्तर)	परिणाम : नल्ल को अस्वीकार/स्वीकार करें
1	2	3
अमेरिका की वास्तविक आर्थिक वृद्धि भारत को एफआईआई प्रवाह का कारण नहीं बनती	11.59 (0.02)	अस्वीकार
भारत को एफआईआई प्रवाह अमेरिका की वास्तविक आर्थिक वृद्धि का कारण नहीं बनती	6.79 (0.15)	स्वीकार
ब्याज दर विभेदक भारत को एफआईआई प्रवाह का कारण नहीं बनता	7.91 (0.09)	अस्वीकार
भारत को एफआईआई प्रवाह ब्याज दर विभेदक का कारण नहीं बनते	3.01 (0.56)	स्वीकार
एफआईआई प्रवाह में घट-बढ़ बीएसई संवेदनशील सूचकांक में घट-बढ़ के कारण नहीं बनते	16.79 (0.00)	अस्वीकार
बीएसई संवेदनशील सूचकांक में घट-बढ़ एफआईआई प्रवाह में घट-बढ़ के कारण नहीं बनते	9.51(0.09)	अस्वीकार

5.67 भारतीय शेयर बाजार के चालकों का पता करने के लिए एक अन्य प्रयोग किया गया। इस संबंध में एक सामान्य वेक्टर ऑटो रिग्रेसन (वीएआर) ढाँचा तैयार किया गया, जिसमें वर्ष 2001 से लेकर 2009 तक के मासिक आँकड़ों का अनुमान बीएसई सेंसेक्स, निवल विदेशी प्रत्यक्ष निवेश, म्यूचुअल फंडों द्वारा निवल निवेश, मुद्रा आपूर्ति (एम3), और औद्योगिक उत्पादन सूचकांक के साथ किया गया। चोलेस्की वैरिएंट डिफेंडिशन बताता है कि, प्रथम अवधि में, विदेशी प्रत्यक्ष निवेशकों द्वारा निवल निवेश से बीएसईएस में 4 प्रतिशत के घट-बढ़ के संबंध में स्पष्टीकरण प्राप्त होता है, जो 12वीं अवधि के अंत तक लगभग 35 प्रतिशत बढ़ जाता है, लेकिन उसके बाद धीरे-धीरे घटने लगता है। दूसरी ओर, म्यूचुअल फंडों द्वारा किये गये निवल निवेश, आइआइपी और मुद्रा आपूर्ति के कारण भी बीएसईएस में घट-बढ़ 12वीं अवधि के अंत तक क्रमशः 4 प्रतिशत, 6 प्रतिशत और 5 प्रतिशत बढ़ जाता है।

5.68 वीएआर ढाँचे में बीएसईएस और एनएफआइआइ, एनएमएफ, आइआइपी तथा एम3 के बीच ग्रैंजर कारणत्व अनुमान भी यह बताता है कि एनएफआइआइ और एम3 से बीएसईएस तथा बीएसईएस से एनएमएफ एवं आइआइपी तक एकदिशीय कारणत्व विद्यमान है। यह दर्शाता है कि एफआईआई प्रवाह और मुद्रा आपूर्ति भारत में शेयर बाजार में उतार-चढ़ाव को पर्याप्त प्रभावित करते हैं; जबकि यह संबंध म्यूचुअल फंडों द्वारा किये गये निवेशों के मामले में अलग होता है जिसमें शेयर बाजार उनमें घट-बढ़ के कारण बनते हैं। उपर्युक्त अनुभवों के आधार पर यह अनुमान लगाया जा सकता है कि एफआईआई भारतीय शेयर बाजारों में उतार-चढ़ाव के एक बड़े हिस्से को प्रेरित करते हैं।

आस्ति कीमतें और वास्तविक कार्यकलाप

5.69 आस्ति कीमतें निजी उपभोग मांग को तीन प्रमुख माध्यमों से प्रभावित कर सकती हैं। पहला, जीवन चक्र परिकल्पना के अनुसार,

चूँकि उपभोग कारणों के जीवन-पर्यंत के संसाधनों का काम है, अतः वित्तीय (उदाहरणार्थ, शेयर कीमतें) और वित्तेतर (उदाहरणार्थ, आवास कीमतें) आस्तियों की कीमतों में परिवर्तन उपभोग को पर्याप्त प्रभावित कर सकते हैं। दूसरा, वास्तविक आस्ति कीमतें भी प्रत्याशित भावी आय-वृद्धि का संकेत करती हैं। यह मानते हुए कि उपभोग किसी अवधि में एजेंट की भावी आय के बारे में प्रत्याशाओं से प्रभावित होगा, आस्ति कीमतों में परिवर्तन वर्तमान उपभोग पर प्रभाव डाल सकते हैं। तीसरा, परिवारों को बाह्य वित्त की उपलब्धता और लागत उनकी निवल मालियत के बारे में ऋणदाता के मूल्यांकन पर निर्भर कर सकती है। चूँकि आस्ति कीमतों में परिवर्तन के कारण परिवारों की निवल मालियत में परिवर्तन हो सकता है, अतः प्रत्याशित आय में उतार-चढ़ाव का उपभोग पर महत्वपूर्ण प्रभाव हो सकता है।

5.70 निवेश पर आस्ति कीमतों का प्रभाव तीन माध्यमों से हो सकता है। पहला, आस्ति कीमतों में गिरावट से वर्तमान पूँजी की तुलना में नयी पूँजी की लागत बढ़ सकती है। दूसरा, चूँकि यह मान लिया जाता है कि आस्ति कीमतें भावी वृद्धि की संभावनाओं के बारे में सूचना को अंतर्विष्ट करती हैं, अतः आस्ति कीमतों में परिवर्तन वर्तमान निवेश संबंधी कार्यकलाप को प्रभावित करेगा (मुलिन्स और वाधवानी, 1989)। तीसरा, ऋण के माध्यम से किसी फर्म की निवल मालियत (शेयर कीमत आघात से उद्भूत) में उतार-चढ़ाव फर्म के लिए वित्तपोषण प्रीमियम को प्रभावित करते हैं। गिरती आस्ति कीमतों से फर्मों और बैंकों के तुलन-पत्र में हास की स्थिति पैदा होगी, और इसीलिए, उधार की मात्रा में कमी आयेगी और पूँजी की लागत बढ़ेगी।

5.71 आस्ति कीमत माध्यम का एक प्रमुख तत्व है पूँजी प्रवाह, जिसने काफी महत्व अर्जित किया है और जो आस्तियों की मांग को प्रभावित करता है और उसके बाद आस्ति की कीमतों को भी प्रभावित करता है। बाजार के अन्य खंडों पर भी स्पिलओवर प्रभाव हो सकता है, यथा, आवास बाजार पर। बड़े पूँजी अंतर्वाह से अर्थव्यवस्था में

चलनिधि की भारी वृद्धि हो सकती है जिससे आस्तियों की कीमतों में वृद्धि हो सकती है। पूँजी अंतर्वाह को निवेश में और अर्थव्यवस्था में वास्तविक कार्यकलाप में लगाये जाने से आस्तियों की कीमतों में भी तीव्र वृद्धि हो सकती है जिससे जोखिम-बोध में कमी आ सकती है। प्रतिकूल समाचारों या वित्तीय प्रवाह में विपर्यय के रूप में प्रतिकूल बाह्य आघात अनेक प्रकार से देशी आस्तियों की कीमतों को प्रभावित करते हैं। वस्तु बाजार की तुलना में वित्तीय बाजारों के बृहत्तर एकीकरण को देखते हुए प्रमुख बाजारों में इक्विटी कीमतों पर प्रतिकूल आघात तेजी से फैल सकता है।

5.72 गिरते हुए शेयर बाजार का समष्टिआर्थिक प्रभाव अनेक प्रकार से प्रकट हुआ। भारत में परिवारों की कुल बचत की तुलना में इक्विटियों में पारिवारिक बचत के हिस्से में गिरावट आयी। इक्विटियों में गिरती पारिवारिक बचत के साथ संविभाग प्रवाह और शेयरों की कीमतों में गिरावट ने प्राइवेट कंपनियों द्वारा पूँजी जुटाने के नये निर्गमों को प्रभावित किया। तदनुसार, सकल देशी पूँजी निर्माण में नये पूँजी निर्गमों के हिस्से में वर्ष 2008-09 में गिरावट आयी।

5.73 देशी अर्थव्यवस्था पर वैश्विक वित्तीय आघात के प्रभाव को आँकने के लिए भारत में वास्तविक कार्यकलाप पर शेयर बाजार के प्रभाव को समझना महत्वपूर्ण है, क्योंकि इक्विटी कीमतें देशी अर्थव्यवस्था को धन-संपदा प्रभाव और कारपोरेट तुलन-पत्र, दोनों के माध्यम से प्रभावित करती हैं। अप्रैल 1994 से जुलाई 2009 तक के मासिक आँकड़ों का उपयोग करते हुए यह पाया गया कि शेयरों पर वास्तविक प्रतिलाभ और औद्योगिक उत्पादन की वृद्धि - दोनों का एक ही कारण था जिसके अंतर्गत शेयरों पर प्रतिलाभ ने औद्योगिक उत्पादन पर पर्याप्त ग्रैंजर-प्रभाव डाला (सारणी 5.14)। यह कार्य-कारण संबंध उद्योगों, यथा, मूलभूत वस्तुएँ, पूँजीगत वस्तुएँ और मध्यवर्ती वस्तुएँ, के संबंध में वास्तविक स्टॉक प्रतिलाभ के प्रभाव से व्युत्पन्न हुआ। ये परिणाम निवेश कार्यकलापों पर धन-संपदा प्रभाव के संदर्भ में शेयर बाजारों की भूमिका को और इस प्रकार, पूँजीगत वस्तुओं और मध्यवर्ती वस्तुओं जैसे पूँजी प्रधान उद्योगों की उत्पादन वृद्धि को प्रतिबिंबित करते हैं।

5.74 सारांशतः, यह कहा जा सकता है कि भारतीय पूँजी बाजार भी वर्तमान वैश्विक संकट से जनवरी 2008 से प्रभावित हुए जिसका बड़ा कारण था विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा विक्रय-दबाव के

सारणी 5.14 : वास्तविक शेयर प्रतिलाभ और औद्योगिक उत्पादन वृद्धि पेयरवाइज ग्रैंजर कॉजेलिटी टेस्ट

नल्ल पाइपोथिसिस	एफ-स्टैटिस्टिक	पी-मान
1	2	3
जीआइआइपी बीएसईआर-आइएनएफ का ग्रैंजर कारण नहीं बनता	1.48	0.136
बीएसईआर-आइएनएफ जीआइआइपी का ग्रैंजर कारण नहीं बनता	2.47	0.006
जीबीजी बीएसईआर-आइएनएफ का ग्रैंजर कारण नहीं बनता	1.85	0.045
बीएसईआर-आइएनएफ जीबीजी का ग्रैंजर कारण नहीं बनता	2.20	0.014
जीकेजी बीएसईआर-आइएनएफ का ग्रैंजर कारण नहीं बनता	1.29	0.230
बीएसईआर-आइएनएफ जीकेजी का ग्रैंजर कारण नहीं बनता	1.80	0.053
जीआइजी बीएसईआर-आइएनएफ का ग्रैंजर कारण नहीं बनता	0.79	0.660
बीएसईआर-आइएनएफ जीआइजी का ग्रैंजर कारण नहीं बनता	2.48	0.006
जीसीजी बीएसईआर-आइएनएफ का ग्रैंजर कारण नहीं बनता	1.18	0.301
बीएसईआर-आइएनएफ जीसीजी का ग्रैंजर कारण नहीं बनता	1.12	0.346
जीसीडीजी बीएसईआर-आइएनएफ का ग्रैंजर कारण नहीं बनता	1.39	0.176
बीएसईआर-आइएनएफ जीसीडीजी का ग्रैंजर कारण नहीं बनता	0.76	0.690
जीसीएनडीजी बीएसईआर-आइएनएफ का ग्रैंजर कारण नहीं बनता	1.20	0.286
बीएसईआर-आइएनएफ जीसीएनडीजी का ग्रैंजर कारण नहीं बनता	1.28	0.238

जीआइआइपी = आइआइपी में वृद्धि, बीएसईआर-आइएनएफ = शेयर मूल्यों में वास्तविक वृद्धि, जीबीजी = मूलभूत वस्तुओं के उत्पादन में वृद्धि, जीकेजी = पूँजीगत वस्तुओं के उत्पादन में वृद्धि, जीआइजी = मध्यवर्ती वस्तुओं के उत्पादन में वृद्धि, जीसीडीजी = उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुओं के उत्पादन में वृद्धि, जीसीएनडीजी = उपभोक्ता गैर-टिकाऊ वस्तुओं के उत्पादन में वृद्धि

अतिरिक्त अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजारों में उथल-पुथल के कारण देशी रुझान का कमजोर होना। भारतीय शेयर बाजारों ने संकट की अवधि के दौरान प्रमुख वैश्विक घटनाओं पर प्रतिक्रिया की जिससे भारतीय अर्थव्यवस्था का और अधिक एकीकरण प्रतिबिंबित होता है। जनवरी 2008 से लेकर सितंबर 2008 तक देखी गयी तीव्र गिरावट में उस अवधि में पुनः वृद्धि हुई जब लेहमैन ब्रदर्स विफल हुआ और शेयर बाजारों में मार्च 2009 में और गिरावट आयी। विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा डिलिवरेजिंग के साथ अन्य कारकों, यथा, आर्थिक मंदी, गिरते निर्यात और कमजोर रुझान, ने वर्तमान संकट के दौरान शेयर बाजारों में बड़ी गिरावट को प्रेरित किया। गिरती आस्ति कीमतों ने भी वास्तविक कार्यकलापों, यथा उपभोग और निवेश को प्रभावित किया। अनुभवमूलक परिणाम यह बताते हैं कि विदेशी संस्थागत निवेशक बहुत हद तक भारतीय शेयर बाजारों को प्रेरित करते रहे हैं।

III. बैंकिंग क्षेत्र, म्यूचुअल फंड और गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियाँ

5.75 अधिकांश उभरती अर्थव्यवस्थाओं की तरह भारत के बैंकिंग क्षेत्र ने वर्तमान वैश्विक वित्तीय अस्तव्यस्तता के दौरान लचीलेपन का प्रदर्शन किया। भारतीय बैंकों के तुलनपत्र में मजबूती और लचीलापन

उनके भलीभाँति पूँजीकृत होने और उन्नत देशों के विपरीत, जहाँ बैंकिंग क्षेत्र का व्यापक एक्सपोजर सब-प्राइम बंधक बाजारों में (खासकर अमेरिका में) और अन्य सुनियोजित विदेशी उत्पादों में था, उनका बड़ा एक्सपोजर देशी परंपरागत आस्तियों में था। इसके अतिरिक्त, भारत में बैंकिंग क्षेत्र पर, उन्नत देशों के विपरीत, वाणिज्यिक बैंक हावी हैं, न कि निवेश बैंकिंग।

5.76 वैश्विक वित्तीय संकट का भारतीय बैंकिंग और वित्तीय प्रणाली पर प्रत्यक्ष प्रभाव लगभग नगण्य था क्योंकि इसका जोखिम वाली आस्तियों और डेरिवेटिवों में सीमित एक्सपोजर था और विदेशी बैंकों की उपस्थिति यहाँ अपेक्षाकृत कम थी (थोरात, 2009)। प्रथम दृष्ट्या, भारतीय बैंकों को दबाव इसलिए झेलना पड़ा क्योंकि विदेशी निवेशक अर्थव्यवस्था से बाहर हो गये और इसलिए चलनिधि का संकट उपस्थित हो गया। यहाँ उधार लेने या उधार देने के लिए अचानक धन कम उपलब्ध था। मध्य सितंबर 2008 में लेहमैन ब्रदर्स की विफलता के ठीक बाद वाली अवधि में कठोर वैश्विक चलनिधि की स्थिति ने ऋण चक्र में बदलाव करने के अलावा वित्तीय प्रणाली की जोखिम विमुखता में वृद्धि की और बैंकों को उधार देने के बारे में सतर्क बना दिया (सुब्बाराव, 2009)। इसके साथ ही, कारपोरेटों और फुटकर निवेशकों ने म्यूचुअल फंडों पर शोधन-जन्य दबाव डाला और इसका कुछ अंश एनबीएफसी की ओर गया क्योंकि वे निधियों के लिए म्यूचुअल फंडों

पर निर्भर करती थीं। इस प्रकार अपने तुलन-पत्रों पर कोई प्रभाव नहीं पड़ने देने के बावजूद बैंक और अन्य वित्तीय संस्थाएँ वर्ष 2008-09 के दौरान संकट के अप्रत्यक्ष स्पिलओवर से प्रभावित हुईं।

5.77 भारतीय बैंकों की जोखिम भारित परिसंपत्ति की तुलना में पूँजी अनेक उन्नत एवं उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं से अधिक थी जिससे यह संकेत मिलता है कि भारतीय बैंक सभी देशों में अपने समान संस्थाओं की तुलना में पूँजीकरण की दृष्टि से अपेक्षाकृत बेहतर स्थिति में थे। सभी बैंक अंत मार्च 2009 को 9 प्रतिशत का पूँजी पर्याप्तता मानदंड पूरा करते थे। इसी प्रकार, अनेक उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाआ और उन्नत देशों के बैंकों की तुलना में भारतीय बैंकों के अनर्जक ऋणों की मात्रा वर्ष 2008 में न्यून थी। तथापि, भारतीय बैंकों की आस्ति पर प्रतिलाभ की दर अधिकांश उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाआ के बैंकों की तुलना में कम थी, लेकिन वह उन्नत देशों की तुलना में ऊँची थी। कुल जमाराशियों की तुलना में मीयादी जमाराशियों का अनुपात सभी बैंक समूहों में वर्ष 2008-09 के दौरान सुधरा जिससे यह संकेत मिलता है कि अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजारों में अधिक उथल-पुथल होने के बावजूद बैंकों में जनता के भरोसे में सुधार हुआ। तथापि, बैंकों द्वारा अपने संविभागों में धारित अर्थसुलभ आस्तियों का हिस्सा वर्ष 2008-09 के दौरान थोड़ा कम हुआ, सिवाय बड़े बैंकों के, जिनके लिए यह लगभग पिछले वर्ष के स्तर पर था (सारणी 5.15)।

सारणी 5.15: बैंक आकार और औसत परिचालन-कार्य

(प्रतिशत)

संकेतक	बहुत बड़े बैंक		बड़े बैंक		मझोले बैंक		छोटे बैंक	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
1	2	3	4	5	6	7	8	9
(i) बैंकों की संख्या	9	9	17	17	20	19	16	16
(ii) कुल जमाराशियों में मीयादी जमाराशियों का अनुपात	62.79	66.29	66.05	68.69	68.51	68.81	67.19	72.51
(iii) कुल अस्तियों में अर्थसुलभ आस्तियों का अनुपात	31.30	31.39	32.39	31.94	33.48	32.51	38.13	37.26
(iv) कुल ऋणों में मीयादी ऋणों का अनुपात	55.75	55.61	61.50	61.52	54.96	54.00	42.07	37.36
(v) अग्रिमों पर प्रतिलाभ	8.86	9.40	8.92	9.91	9.52	11.25	8.62	10.50
(vi) निवेशों पर प्रतिलाभ	6.66	6.55	6.80	6.56	6.58	6.28	6.50	6.26
(vii) जमाराशियों की लागत	5.33	5.65	5.42	5.74	5.63	5.93	4.15	5.47
(viii) कुल आस्तियों में आकस्मिक देयता का अनुपात	129.65	86.72	262.03	148.91	331.19	302.81	3325.33	1698.61
(ix) ब्याज-स्प्रेड	3.53	3.75	3.50	4.17	3.89	5.32	4.47	5.04
(x) कुल आय में ब्याज आय का अनुपात	85.14	85.60	85.19	85.35	83.57	83.98	75.25	73.16
(xi) कुल आय में अन्य आय का अनुपात	14.86	14.40	14.81	14.65	16.43	16.02	24.75	26.84
(xii) कुल ऋणों में प्रावधानन का अनुपात	1.67	1.73	1.71	2.36	1.66	2.51	4.42	7.92
(xiii) सीआरएआर	13.12	13.15	11.80	12.18	13.06	13.67	14.93	16.28
(xiv) एनएनपीए अनुपात	1.04	1.06	0.78	0.90	0.80	0.92	0.87	1.48

स्रोत : भारत में बैंकिंग की प्रवृत्ति और प्रगति की रिपोर्ट, 2008-09।

5.78 आकार के संदर्भ में बहुत बड़े बैंकों ने अन्य समूहों के अपने काउंटरपार्टों की तुलना में बहुत छोटा स्प्रेड बनाये रखा और इसीलिए, वर्ष 2008-09 में बहुत अधिक ब्याज-आय दर्ज करने के बावजूद उन्होंने अपने ब्याज संविभाग पर बहुत कम प्रतिलाभ प्राप्त किया। यह उल्लेखनीय है कि सभी आकार-समूह वाले बैंक वर्ष 2007-08 की तुलना में वर्ष 2008-09 में उच्चतर ब्याज दर स्प्रेड को महसूस करने में समर्थ हुए, संभवतः इसलिए कि जमा दरें ऋण एवं अग्रिमों की दरों की तुलना में अधिक तेज गति से सहज होने लगीं। संकट की अवधि के दौरान ब्याज स्प्रेड में उछाल ने वित्तीय बाजारों में, बढ़ी हुई अस्थिरता और अनिश्चितता की पृष्ठभूमि में, बैंकों के प्रति जनता के भरोसे में इजाफा किया। श्रेष्ठ आस्तियों में कमी के विरुद्ध उठाये गये सुरक्षा उपायों के रूप में सभी बैंकों ने उच्चतर प्रावधान किया (कुल ऋणों के प्रतिशत के रूप में); तथापि, छोटे आकार वाले बैंकों द्वारा किये गये प्रावधान वर्ष 2008-09 के दौरान सबसे अधिक थे। अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों ने, एहतियाती उपाय के रूप में, वर्ष 2008-09 में पिछले वर्ष की तुलना में अपनी तुलन-पत्र बाह्य मदों में अपने परिचालनों में काफी कटौती की जो प्रचलित उर्ध्वमुखी प्रवृत्ति के अपवाद को चिह्नित करती है।

5.79 वर्ष 2008-09 के दौरान वाणिज्यिक बैंकों की जमा-वृद्धि में पिछले वर्ष की तुलना में थोड़ी कमी आयी; दूसरी ओर, वर्ष 2008-09 के दौरान जमा राशियों की तुलना में बैंक ऋण में वृद्धि में

ज्यादा तेज गति से गिरावट आई (सारणी 5.16)। आकार के संदर्भ में, जमा-वृद्धि का कम होना मझोले और छोटे बैंकों के मामले में वर्ष 2008-09 में अधिक देखा गया। इसी प्रकार का पैटर्न ऋण-संकुचन में प्रतिबिंबित हुआ जो मझोले और छोटे बैंकों के मामले में अधिक स्पष्ट था। बैंकिंग आस्तियों/देयताओं की परिपक्वता संरचना का व्यापक पैटर्न यह बताता है कि अल्पावधि परिपक्वता (एक वर्ष तक) से मध्यावधि परिपक्वता (1-3 वर्ष और 3-5 वर्ष) की ओर बदलाव हुआ है।

5.80 वाणिज्यिक बैंकों द्वारा लिये जाने वाले उधार में वृद्धि में वर्ष 2008-09 के दौरान तेजी से कमी आयी जो वित्तीय बाजारों में चलनिधिजन्य दबाव और ऋण के न्यून उठाव का सूचक है। वृद्धिशील ऋण-जमा अनुपात में तीव्र गिरावट, जो आर्थिक मंदी की पृष्ठभूमि में न्यून ऋण उठाव से उत्पन्न हुई थी, ने वाणिज्यिक बैंकों को उधार के जरिए संसाधन जुटाने के दबाव से मुक्त कर दिया। निवेश-वृद्धि में भी वर्ष 2008-09 के दौरान हास दिखाई पड़ा। तथापि, जारी अनिश्चितता ने जोखिमों से दूर रहने की प्रवृत्ति को बढ़ावा दिया; वाणिज्यिक बैंकों ने निवल मांग और मीयादी देयताओं के संदर्भ में अपने उपलब्ध संसाधनों को सांविधिक चलनिधि अनुपात प्रतिभूतियों में लगा दिया।

5.81 वर्ष 2008-09 में आय-वृद्धि की दर वर्ष 2007-08 की तुलना में काफी कम थी। तथापि, वृद्धि-दर में ऐसी गिरावट का कुछ

सारणी 5.16: अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों के तुलनपत्र की वृद्धि - बैंक समूहवार

(प्रतिशत)

मद	सरकारी क्षेत्र बैंक			निजी क्षेत्र के पुराने बैंक				निजी क्षेत्र के नये बैंक			विदेशी बैंक			सभी एससीबी		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1. पूँजी	0.7	5.2	3.6	4.4	1.8	8.2	5.6	14.6	-3.1	45.4	71.4	16.3	17.3	35.2	10.2	
2. रिज़र्व और अधिशेष	20.0	31.3	20.4	11.6	47.1	14.6	17.4	97.9	9.1	30.6	34.7	25.8	20.0	45.3	17.7	
3. जमा राशियाँ	22.9	23.1	26.9	6.0	19.8	20.3	38.8	23.1	5.4	31.5	26.8	12.0	24.6	23.1	22.4	
4. उधार	5.7	28.4	1.2	22.3	8.0	22.6	42.8	26.3	7.1	33.0	14.1	20.3	19.6	24.5	6.8	
5. अन्य देयताएँ और प्रावधान	16.3	25.6	21.3	16.1	21.6	8.1	51.1	17.3	12.8	72.4	65.5	57.8	28.1	29.0	15.4	
कुल देयताएँ/आस्तियाँ	21.1	23.8	24.6	7.1	21.2	19.3	38.7	27.5	6.7	37.6	32.7	22.8	24.2	25.0	21.2	
1. नकदी और आरबीआई में जमाशेष	26.1	61.5	-2.4	25.9	74.4	-14.6	93.7	74.2	-20.7	49.8	81.2	-28.9	35.2	65.4	-8.0	
2. बैंकों में जमाशेष और मांग एवं अल्प सूचना पर प्रतिदेय राशि	26.8	-32.6	106.5	5.8	-24.2	47.1	91.9	-33.7	27.8	41.9	-25.1	66.8	35.9	-33.1	82.0	
3. निवेश	4.9	20.3	26.6	-3.6	23.9	33.7	26.4	31.3	4.3	36.4	38.4	31.8	9.7	23.8	23.1	
4. ऋण एवं अग्रिम	30.2	24.8	25.7	12.0	20.2	15.1	39.9	26.4	9.9	29.5	27.5	2.7	30.6	25.0	21.2	
5. अचल आस्तियाँ	37.7	42.6	17.2	-5.6	26.1	8.0	4.2	15.9	1.2	24.4	32.3	19.4	25.0	35.2	14.1	
6. अन्य आस्तियाँ	7.1	31.0	2.0	0.7	-1.7	28.2	33.9	28.3	19.8	72.9	67.0	68.1	22.5	38.2	25.0	

स्रोत : संबंधित बैंकों के तुलनपत्र।

समंजन वर्ष 2008-09 में व्यय-वृद्धि में कमी लाकर किया गया। आय और व्यय, दोनों की वृद्धि में गिरावट वर्ष के उत्तरार्ध में अंशतः समग्र ब्याज दरों में गिरावट से सूचित होती है।

5.82 ऋण में कमी और अन्य बैंकिंग संकेतकों पर मंदी के प्रत्यक्ष प्रभाव का विश्लेषण करने के लिए बैंकों को चार भिन्न-भिन्न ऋण-वृद्धि श्रेणियों में वर्गीकृत किया गया (सारणी 5.17)। जिन बैंकों ने वर्ष 2008-09 के दौरान ऋणात्मक जमा-वृद्धि और ऋण-संकुचन दर्ज किया, उनकी ऋण-वृद्धि में महत्वपूर्ण गिरावट देखी गयी। वास्तव में, इन बैंकों के पास उच्च अनर्जक ऋण भी थे। यह जानना रोचक होगा कि इन बैंकों के पास अपने जमा संविभाग में मीयादी जमाराशियों का अनुपात बहुत कम था। इस प्रकार, वित्तीय संकट ने उन बैंकों पर अधिक प्रतिकूल प्रभाव डाला जिनके पास अपेक्षाकृत कम प्रमुख जमाराशियाँ थीं। संकट के समय स्थिर सुरक्षित जमा ने चलनिधि संकुचन का सामना करने में महत्वपूर्ण भूमिका निभायी। वर्ष 2008-09 में जिन बैंकों की ऋण-वृद्धि में महत्वपूर्ण गिरावट आयी, उन्होंने अपने तुलनपत्र-बाह्य एक्सपोजर में तेज गिरावट दर्ज की। इसके विपरीत, जिन बैंकों में उच्च ऋण-वृद्धि देखी गयी (20 प्रतिशत से ऊपर) उन्होंने

अपने तुलन-पत्र बाह्य एक्सपोजर को आर्थिक मंदी के दौरान और भी विस्तारित किया। उच्चतर ऋण-वृद्धि का समर्थन उच्चतर इक्विटी-वृद्धि द्वारा भी किया गया और इसने ऋण-विस्तार से बढ़ी हुई चूक जोखिम के परिणामस्वरूप सुरक्षित पूँजी प्रदान की।

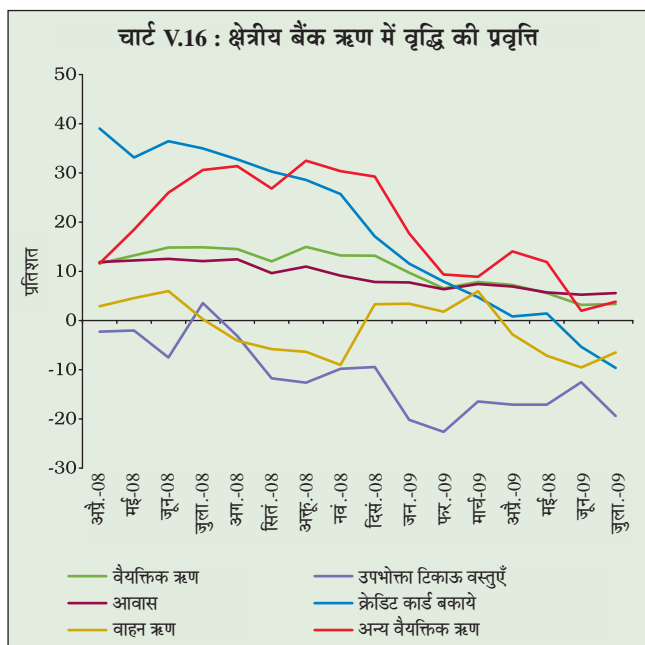
क्षेत्रीय ऋण-वृद्धि

5.83 चलनिधि की स्थिति के सहज होने और विवेकपूर्ण उपायों का प्रभाव जून 2009 में समाप्त वर्ष के लिए न्यून ऋण-वृद्धि में प्रतिबिंबित होता है। हालाँकि अक्टूबर 2008 से ऋण के उठाव में कमी आयी, अक्टूबर 2008 से जून 2009 की अवधि के दौरान ऋण-वृद्धि में 8.9 प्रतिशत की वार्षिक वृद्धि दर दर्ज की गयी। इस अवधि के दौरान ऋण-वृद्धि आधारभूत संरचना, स्थावर संपदा, एनबीएफसी, एसएमई, और कृषि जैसे क्षेत्रों तथा कुछ उद्योगों, यथा, लोहा और इस्पात के मामले में ऊँची थी। मझोली और बड़ी कंपनियों को दिए जाने वाले ऋण में लघु उद्योगों की तुलना में अधिक तेज गति से गिरावट आयी। तथापि, अन्य ऋणों की तुलना में वैयक्तिक ऋण पर अधिक प्रतिकूल प्रभाव पड़ा (चार्ट V.16 और सारणी 5.18)।

सारणी 5.17 : ऋण-वृद्धि और वित्तीय कार्यसंपादन : वर्ष 2008-09

ऋण-वृद्धि	0 प्रतिशत से कम	0-10 प्रतिशत	10-20 प्रतिशत	20 प्रतिशत से अधिक
1	2	3	4	5
(i) बैंकों की संख्या	11	5	17	28
(ii) कुल जमाराशियों में मीयादी जमाराशियों का अनुपात	63.6	72.6	70.4	70.5
(iii) कुल आस्तियों में अर्थसुलभ आस्तियों का अनुपात	39.6	33.8	33.0	31.2
(iv) कुल ऋणों में मीयादी ऋणों का अनुपात	44.2	53.5	51.2	55.2
(v) अग्रिमों पर प्रतिलाभ	11.8	11.9	10.4	9.6
(vi) निवेशों पर प्रतिलाभ	6.6	6.3	6.3	6.4
(vii) जमाराशियों की लागत	5.0	6.5	5.9	5.8
(viii) कुल आस्तियों में आकस्मिक देयता का अनुपात	2377.6	291.1	226.9	170.6
(ix) ब्याज-स्प्रेड	6.8	5.4	4.5	3.9
(x) कुल आय में ब्याज आय का अनुपात	65.2	81.5	85.9	85.8
(xi) कुल आय में अन्य आय का अनुपात	34.8	18.5	14.1	14.2
(xii) कुल ऋणों में प्रावधानन का अनुपात	11.8	3.2	2.2	1.7
(xiii) सीआरएआर	15.9	15.9	13.3	13.1
(xiv) एनएनपीए अनुपात	1.5	1.4	0.9	1.0
(xv) जमाराशि-वृद्धि	-3.4	3.1	18.8	28.9
(xvi) आकस्मिक-देयता वृद्धि	-29.4	-10.2	-11.2	20.0
(xvii) निवेश-वृद्धि	30.4	24.6	27.7	31.2
(xviii) अग्रिम-वृद्धि	-10.5	5.0	15.2	30.9
(xix) इक्विटी-वृद्धि	23.5	22.3	30.6	33.5
(xx) चलनिधि-वृद्धि	18.9	10.2	17.7	23.0

स्रोत : भारत में बैंकिंग की प्रवृत्ति और प्रगति की रिपोर्ट, 2008-09।



बैंकों का प्रचक्रिय व्यवहार

5.84 वर्तमान साहित्य में यह तर्क दिया जाता है कि बासेल II बैंकों के प्रचक्रिय व्यवहार में योगदान कर सकता है। प्रचक्रियता की परिभाषा इस प्रकार दी जाती है कि अच्छे समय में ऋण सहज उपलब्ध होता है और बुरे समय में, जब उधारकर्ताओं को ऋण की अधिक जरूरत होती है, ऋण कठिनाई से उपलब्ध होता है। विशेष रूप से, ऐसा आंतरिक दर-निर्धारण आधारित दृष्टिकोण के साथ हो सकता है जहाँ ऋण-जोखिम ऋणी की आय का कार्य होता है जो अनुमानतः

सारणी 5.18 : क्षेत्रीय बैंक ऋण में वृद्धि

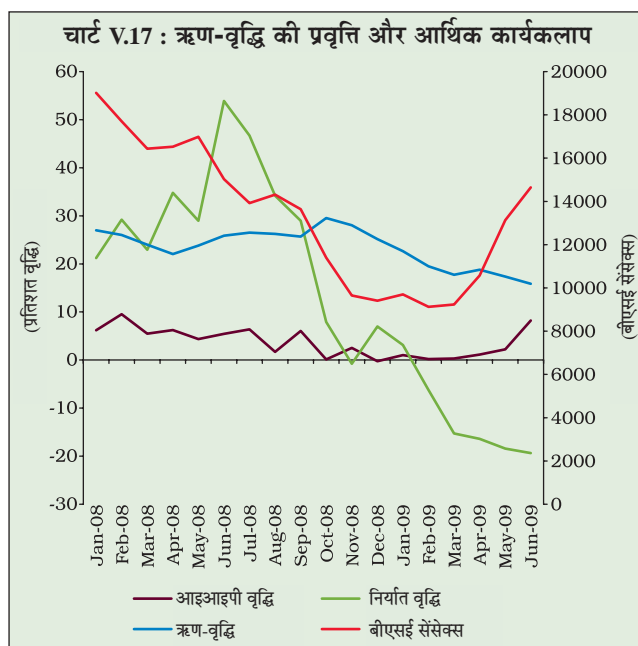
(प्रतिशत)

	कृषि	लघु उद्योग	उद्योग (मझोले एवं बड़े)	थोक व्यापार (खाद्यान्न खरीद से भिन्न)	खाद्येतर सकल बैंक ऋण
	1	2	3	4	5
2000-05	18.8	5.2	20.9	10.1	17.5
2005-06	37.6	22.9	28.6	22.0	40.5
2006-07	33.7	29.2	27.0	26.3	28.2
2007-08	19.5	12.6	23.1	11.2	22.3
2008-09	23.0	27.4	22.8	20.9	18.1
2008-09:छ.1	-0.1	8.8	14.2	12.1	8.4
2008-09:छ.2	23.1	17.0	7.6	7.9	8.8
2009-10:छ.1	-0.5	9.3	8.2	11.2	3.5

स्रोत : भारत में बैंकिंग की प्रवृत्ति और प्रगति की रिपोर्ट, विविध अंक।

व्यापार चक्र के साथ चलता है। बासेल II के पूर्व बैंकों में प्रचक्रिय व्यवहार देखा जाता था लेकिन चिंता यह प्रकट की जाती है कि यह व्यवहार बासेल II के अंतर्गत अधिक नाटकीय होगा। विशेष रूप से, वित्तीय संकट ने प्रचक्रियता के बारे में, जो वित्तीय प्रणाली में, और विशिष्ट रूप से, संस्थागत और विनियामक पहलुओं, यथा, लेखांकन नियमों, व्यापार एवं जोखिम प्रबंधन नियमों, तथा बैंक पूँजी की अपेक्षाओं में सन्निहित होती है, चिंता को साधारणीकृत कर दिया है। वित्तीय विनियमन दबाव के अविलंब सुधार के लिए चुनौतियों की सभी वर्तमान समीक्षाओं में इस पर जोर दिया गया है कि वित्तीय प्रणाली को कम प्रचक्रिय बनाया जाना आवश्यक है (बुनरमियर और अन्य, 2009; रिपोलो और सुआरेज, 2009) (चार्ट V.17)।

5.85 भारत पर संकट का प्रभाव संपदा क्षेत्र से वित्तीय क्षेत्र में प्रसरित हुआ, जैसाकि अधिकांश उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के मामले में भी हुआ था। उद्योग और व्यवसाय, विशेष रूप से, लघु और मझोले उद्यम क्षेत्र को अनेक समस्याओं का सामना करना पड़ा, यथा, वैश्विक मंदी से प्रभावित समुद्रपार क्रेताओं से तथा देशी क्रेताओं से भी बिलों के भुगतान में देरी; तैयार माल के स्टॉक में बढ़ोतरी; इन्वेंट्रियों के मूल्य में गिरावट, विशेष रूप से कच्चे माल के मूल्य में, जिसे अनेक मामलों में अधिक मूल्य पर खरीदा गया था, जैसेकि धातु और कच्चा तेल आधारित उत्पाद; निवेश मांग में गिरावट के चलते क्षमता विस्तार का धीमा पड़ना; और रोजगार प्रधान उद्योगों, यथा, रत्न एवं आभूषण, निर्माण एवं संबद्ध कार्यकलाप, टेक्सटाइल, ऑटो एवं ऑटो



बॉक्स V.4
विनियामक उपाय

- सभी प्रकार की मानक आस्तियों (20 लाख रुपये से अधिक के रिहायशी आवास ऋण, वाणिज्यिक स्थावर संपदा क्षेत्र में मानक अग्रिम, बकाया क्रेडिट कार्ड प्राप्य राशियों सहित वैयक्तिक ऋण, ऐसे ऋण और अग्रिम जिन्हें पूँजी बाजार एक्सपोजर के रूप में योग्य माना जाये, और जमाराशि स्वीकार नहीं करने वाली सर्वांगी महत्वपूर्ण एनबीएफसी) के लिए प्रावधानीकरण संबंधी अपेक्षाओं को घटाकर 0.40 प्रतिशत के एकसमान स्तर पर किया गया, सिवाय कृषि एवं एसएमई क्षेत्रों को प्रत्यक्ष ऋण के, जिनके लिए 0.25 प्रतिशत की प्रावधानीकरण अपेक्षा लागू रहेगी, जैसाकि अब तक लागू है।
- कतिपय क्षेत्रों में बैंकों के एक्सपोजर पर जोखिम भार कम कर दिये गये जिन्हें इसके पूर्व प्रतिचक्र्रीय रूप से बढ़ाया गया था। तथापि, आस्ति-वित्तपोषण कंपनियों के मामले में जोखिम भार में परिवर्तन नहीं किया गया और वे आस्ति-वित्तपोषण कंपनियों के श्रेणी-निर्धारण द्वारा नियंत्रित की जा रही हैं, सिवाय उन दावों के, जिन पर नये पूँजी पर्याप्तता ढाँचे के

अंतर्गत 150 प्रतिशत जोखिम भार लागू है जिसे घटाकर 100 प्रतिशत के स्तर पर किया गया।

- एकबारगी उपाय के रूप में और सीमित अवधि के लिए प्रतिबंधित खातों के लिए विवेकपूर्ण विनियम को उन आवेदनों के लिए संशोधित किया गया, जो 31 मार्च 2009 तक प्राप्त हुए थे और आवेदन करने के 120 दिनों के भीतर या 30 जून 2009 तक, जो भी पहले हुआ, उन पैकेजों को कार्यान्वित किया गया जिनकी पुनर्संरचना की गयी थी। पुनर्संरचना के लिए विनियमों में संशोधन इसलिए किये गये ताकि उन आस्तियों के आर्थिक और उत्पादक मूल्यों को परिरक्षित रखा जाये जो अन्यथा लाभप्रद थीं। संशोधन किये जाने से पुनर्गठित किये गये खातों को मानक आस्तियों के रूप में माने जाने की अनुमति मिली, बशर्ते कि वे संकट के ठीक पहले, अर्थात् 1 सितंबर 2008 को मानक के खाते के रूप में हों, भले ही पुनर्संरचना के समय वे अनर्जक बन चुके थे।

अवयव तथा अन्य निर्यातान्मुख उद्योगों के लिए मांग-में कमी। आईटी के अतिरिक्त होटल और एयरलाइन्स में भी वैश्विक गिरावट के चलते मांग में कमी देखी गयी। प्रमुख आर्थिक कार्यकलाप, यथा, औद्योगिक उत्पादन सूचकांक में वृद्धि, ऋणात्मक हो गया और वह वर्ष 2008-09 की दो से अधिक तिमाहियों में शून्य से कम स्तर पर बना रहा, वर्ष की दूसरी छमाही में निर्यात संकुचित होता रहा, और पूँजी बाजार के कार्यकलाप बहुत कम होते गये। सभी आर्थिक कार्यकलापों के मंद पड़ने का प्रभाव वित्तीय बाजार में पसर गया और बैंक ऋण-वृद्धि में तेज गिरावट आयी। मंदी के दौरान, जब उत्पादक क्षेत्रों को ऋण प्रवाह बनाये रखना और भी आवश्यक था, ऋण मिलने में कठिनाई होने लगी। अतः बैंकों का प्रचक्र्रीय व्यवहार संकट के दौरान अधिक स्पष्ट हुआ।

5.86 इस बात को स्वीकार करते हुए कि अप्रत्याशित और तीव्र गति से बदलती घटनाएँ उत्तरोत्तर गिरावट का कारण बन सकती हैं, रिज़र्व बैंक ने चलनिधि और विशेष पुनर्वित्त प्रदान करने के अतिरिक्त अनेक प्रकार के विनियामक उपायों को कार्यान्वित किया (बॉक्स V.4 और नीतिगत उपाय के संबंध में अगला खंड देखें)। वर्ष 2005-06 से, कुछ क्षेत्रों को बैंक ऋण में उच्च वृद्धि के संदर्भ में, रिज़र्व बैंक ने इन क्षेत्रों के लिए मानक आस्तियों हेतु जोखिम भार और प्रावधानीकरण अपेक्षाओं को अनेक चरणों में बढ़ाया था। नवंबर 2008 में, एक प्रतिचक्र्रीय उपाय के रूप में, अतिरिक्त जोखिम भार और प्रावधानीकरण को वापस ले लिया गया और उन्हें उनके पिछले स्तर पर बहाल कर दिया गया।

5.87 खातों की पुनर्संरचना के लिए विवेकपूर्ण विनियमों को एकबारगी उपाय के रूप में और सीमित अवधि के लिए असाधारण बहाल कारकों की दृष्टि से संशोधित किया गया, ताकि उन आस्तियों के, जो अन्यथा लाभप्रद थीं, आर्थिक और उत्पादक मूल्य को परिरक्षित रखा जा सके। संशोधित विनियम पुनर्संरचना के लिए किये गये उन आवेदनों के लिए लागू थे जो 31 मार्च 2009 तक प्राप्त हुए थे और पुनर्संरचना पैकेज आवेदन प्राप्त होने के 120 दिनों के भीतर या 30 जून 2009 तक, जो भी पहले हुआ, कार्यान्वित किये गये। अतः बैंकों को दुर्बलताओं का पता लगाने के लिए त्वरित कार्रवाई करनी थी और पुनर्संरचना पैकेज को लागू करना था, ताकि वे संशोधित विवेकपूर्ण विनियमों के अंतर्गत आस्ति वर्गीकरण का लाभ उठा सकें (बॉक्स V.4)।

5.88 वित्तीय प्रणाली में बैंकों की ऋण बाजारों में विषम सूचना समस्याओं का समाधान करने में निभायी गयी भूमिका ने मौद्रिक नीति के ऋण माध्यम की नींव रखी। जैसे-जैसे मुद्रा आपूर्ति बढ़ती है, वैसे-वैसे बैंक जमाराशियाँ और आरक्षित निधियाँ बढ़ती हैं, जो बदले में बैंक ऋण की मात्रा को बढ़ाती हैं। दूसरी ओर, जमा संसाधनों में संकुचन होने से सकल मांग प्रभावित होती है जिसके लिए आपूर्ति अनुसूची को बैंक ऋण बाजार में बायीं ओर स्थानांतरित किया जाता है। इस संदर्भ में कश्यप एवं स्टेन (2000) ने यह दर्शाया कि नीतिगत आघातों के प्रति प्रतिक्रियास्वरूप बैंकों द्वारा उधार देने के लिए उठाए गए कदमों में विभिन्न प्रकार के अंतर के साथ उधार देने के व्यवहार में मौद्रिक नीति का प्रभाव उन बैंकों के लिए अधिक तगड़ा होता है जिनके तुलनपत्र में अर्थसुलभता कम होती है (बॉक्स V.5)।

बॉक्स V.5 मौद्रिक नीति का तुलनपत्र संबंधी प्रभाव

नीतिगत आधातों के प्रति प्रतिक्रियास्वरूप बैंकों द्वारा उधार देने के लिए उठाए गए कदमों में विभिन्न प्रकार के अंतरों की जाँच करने के लिए कश्यप एवं स्टेन मॉडल⁶ का अनुसरण किया जाता है। इस मॉडल में ऋण-मांग की समरूप प्रतिक्रिया की कल्पना की जाती है, जो ऋण आपूर्ति पर मौद्रिक नीति संबंधी प्रभावों की पहचान करने के लिए महत्वपूर्ण होती है। हाल तक भारत में बैंक ऋण वित्तपोषण के मुख्य स्रोत होते थे और ये बड़ी फर्मों के लिए भी वित्तपोषण के मुख्य स्रोत होते थे, और इस प्रकार यह कल्पना उचित प्रतीत होती है। आर्थिक कार्यकलाप में और मुद्रास्फीति दर में परिवर्तनों के प्रति बैंक ऋणों की विषम प्रतिक्रिया होने देने के लिए अलग-अलग बैंक-लक्षणों के साथ पारस्परिक क्रिया की शर्त को भी इस मॉडल में सम्मिलित किया जाता है। इसके अतिरिक्त, प्रथम अंतरों का उपयोग अनुमानतः वैरिएबलों की निश्चलता को सुनिश्चित करता है।

मौद्रिक नीति के विषम प्रभावों का ग्रहण पारस्परिक क्रिया की शर्तों के लिए महत्वपूर्ण गुणों द्वारा किया जाता है। अपने अलग स्वरूप के कारण यह मॉडल आँकड़ों के दोनों पहलुओं का दोहन कर सकता है। समय के संबंध में पारस्परिक क्रिया-प्रभाव उस अंश का ग्रहण करता है जिसमें उधार देना महँगी मुद्रा या सुलभ मुद्रा की अवधियों के दौरान नकदी-बाधित होता है। दूसरी ओर, कोई मौद्रिक नीति के प्रति उधार-परिमाण की संवेदनशीलता को किसी खास बैंक के लिए इस अर्थ में देख सकता है कि यह संवेदनशीलता उन बैंकों के लिए अधिक होती है जिनका तुलनपत्र दुर्बल होता है, जिसका ग्रहण चलनिधि

और आकार, दोनों के द्वारा किया जाता है। मॉडल की संरचना (1) में विलंबित आश्रित वैरिएबल के साथ स्पष्ट रूप से एक अनुमान-क्रियाविधि की अपेक्षा रखती है, जो गत्यात्मक पैलल डाटा के लिए उपयुक्त हो। इस संबंध में, पिछले दशक या इसके आसपास की अवधि के दौरान साहित्य में मानक क्रियाविधि जीएमएम तकनीक रही है जो अरेलेने और बांड (1991) के चलते थी, और उसीका प्रयोग यहाँ किया गया है। इसी प्रकार का दृष्टिकोण पंडित और अन्य (2006) द्वारा अपनाया गया था।

डाटासेट में कुल 1314 तुलनपत्रों (प्रेक्षकों) का एक संतुलित पैलल होता है, जो जनवरी 1998 से जून 2009 तक सभी अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों, क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों (आरआरबी) को छोड़ कर, के बारे में 18 नहीनों की अवधि के लिए होता है। इन आँकड़ों का संग्रह सांविधिक विवरणियों, जिन्हें धारा 42(2) विवरणी कहा जाता है, से किया जाता है, और इनकी डिजाइन आरक्षित निधि अपेक्षाओं का अनुमान लगाने के लिए की जाती है और इन्हें प्रत्येक बैंक द्वारा पाक्षिक आधार⁷ पर रिजर्व बैंक को प्रस्तुत किया जाता है। जमा-संसाधनों के अतिरिक्त, इन विवरणियों में अधिकांश तुलनपत्रों के संबंध में नकदी, अंतर-बैंक लेन देन, निवेश और देशी उधार, जिन्हें विभिन्न श्रेणियों में वर्गीकृत किया जाता है, सहित प्रचुर सूचना उपलब्ध होती है।

परिणाम⁸ यह दर्शाते हैं कि परिवर्तनों का रिपो दर पर प्रत्यक्ष प्रभाव ऋणात्मक होता है, और यह तब महत्वपूर्ण होता है जब आकार और चलनिधि को तुलन-

⁶ रिग्रेसन मॉडल को निम्नलिखित रूप में विनिर्दिष्ट किया जाता है : रिग्रेसन मॉडल को निम्नलिखित रूप में विनिर्दिष्ट किया जाता है :

$$\Delta \log(L_{it}) = \sum_{j=1}^m \alpha_j \Delta \log(L_{it-j}) + \sum_{j=1}^m \mu_j \Delta M_{t-j} + \sum_{j=1}^m \pi_j \Delta GDP_{t-j} + \sum_{j=1}^m \beta_j \Delta INFL_{t-j} + B_{it-1} \left(\eta + \partial TIME_t + \sum_{j=1}^m \phi_j \Delta M_{t-j} + \sum_{j=1}^m \gamma_j \Delta GDP_{t-j} + \sum_{j=1}^m \delta_j \Delta INFL_{t-j} \right) + \varepsilon_{it} \quad \dots (1)$$

जहाँ $i = 1, \dots, N$, $t = 1, \dots, T$ और Δ अंतर के चालक हैं। N बैंकों की संख्या सूचित करता है। T कालमान श्रेणी को सूचित करता है और m अंतरालों की संख्या है। L_{it} ऋण की राशि है, जो बैंक I द्वारा t अवधि के लिए दी जाती है। M_t मौद्रिक नीति का साधन है (हमारे मामले में यह आरक्षित नकदी निधि अनुपात या रिपोदर है)। ΔGDP_t आर्थिक कार्यकलाप संकेतक की वृद्धि दर है, जिसे औद्योगिक उत्पादन के मासिक सूचकांक लॉग द्वारा ग्रहण किया जाता है। $\Delta INFL_t$ मासिक मुद्रास्फीति दर का पहला अंतर है। अलग-अलग बैंक लक्षण Bit द्वारा सूचित किये जाते हैं। दो बैंक लक्षणों (Bit) पर विचार किया जाता है, अर्थात्, आकार, जिसका मापन जमाराशि के संदर्भ में किया जाता है, और चलनिधि, जिसका मापन अर्थसुलभ आस्तियों, यथा, नकदी, मांग मुद्रा, अन्य बैंकों में निवल आस्तियाँ और i th बैंक की समय विन्दु पर t पर सरकारी प्रतिभूतियों में निवेश के संदर्भ में किया जाता है। $TIME_t$ एक समय डमी है।

⁷ वर्ष 1985 तक ये आँकड़े साप्ताहिक आधार पर शुक्रवार को सूचित किये जाते थे और बाद में ये पाक्षिक आधार पर सूचित किये जा रहे हैं। तथापि, बैंक उसी फार्मेट में एक विशेष विवरणी प्रत्येक माह के अंतिम शुक्रवार को फाइल करते हैं, यदि वह रिपोर्टिंग शुक्रवार नहीं हो। इस प्रकार, आँकड़ों की तुलनीयता मासिक आधार पर भी बनाये रखी जाती है।

⁸ पैरामीटर अनुमान - अरेलेनो बॉण्ड डाइनैमिक पैलल रिग्रेसन

तुलनपत्र वैरिएबल : चलनिधि					तुलनपत्र वैरिएबल : आकार (जमाराशियाँ)						
डी.ऋण	गुणांक	एसई (तगड़ा)	डी.ऋण	गुणांक	एसई (तगड़ा)	डी.ऋण	गुणांक	एसई (तगड़ा)	डी.ऋण	गुणांक	एसई (तगड़ा)
ऋण			मुद्रास्फीति			ऋण			मुद्रास्फीति		
LD.	0.484 *	0.128	D1.	0.093 *	0.022	LD.	0.767 *	0.117	D1.	0.078 **	0.023
L2D.	0.037	0.025	LD.	0.014	0.070	L2D.	0.042 ***	0.024	LD.	0.006	0.066
L3D.	0.056	0.047	चलनिधि*रिपो			L3D.	0.019	0.041	जमाराशियाँ*रिपो		
चलनिधि			D1.	-0.016 **	0.005	जमाराशियाँ			D1.	-0.019 **	0.005
D1.	0.021	0.310	LD.	0.006	0.009	D1.	0.370	0.283	LD.	-0.006	0.009
LD.	0.498 **	0.199	चलनिधि*आइआइपी			LD.	0.574 **	0.254	जमाराशियाँ*आइआइपी		
L2D.	-0.009	0.035	D1.	-0.020	0.059	L2D.	0.009	0.040	D1.	-0.026	0.061
रिपो			LD.	-0.058	0.052	रिपो			LD.	-0.085	0.053
D1.	0.110	0.088	चलनिधि*मुद्रास्फीति			D1.	-0.165	0.096	जमाराशियाँ*मुद्रास्फीति		
LD.	-0.093 *	0.016	D1.	-0.001	0.001	LD.	-0.111 *	0.017	D1.	-0.001	0.001
आइआइपी			LD.	-0.001	0.004	आइआइपी			LD.	0.000	0.003
D1.	0.508	1.091	स्थिर	0.009 *	0.002	D1.	0.836	1.171	स्थिर	0.001	0.003
LD.	1.326	0.651				LD.	1.665 ***	0.813			

(...समाप्त)

पत्र की ताकत माना जाता है। प्रथमदृष्ट्या ऐसा साक्ष्य मिलता है कि नीति दर परिवर्तन का प्रत्यक्ष प्रभाव बैंक ऋण पर कम-से-कम एक महीने के विलंब से होता है, और इसीलिए कम-से-कम औसत बैंक के लिए हम इस परिकल्पना को अस्वीकार नहीं कर सकते हैं कि मौद्रिक नीति संचरण की बैंक उधार माध्यम रिपो दर परिवर्तन के माध्यम से भलीभाँति कार्य करती है। आर्थिक कार्यकलाप का गुणांक उम्मीद के मुताबिक धनात्मक होता है, जबकि मुद्रास्फीति के लिए गुणांक ऋणात्मक होता है। दोनों गुणांक महत्वपूर्ण होते हैं। चलनिधि का प्रभाव सकारात्मक और महत्वपूर्ण होता है, जिसका तात्पर्य यह है कि जिन बैंकों के पास अधिक अर्थसुलभ आस्तियाँ होती हैं, वे उधार भी अधिक देते हैं। इसके अतिरिक्त, चलनिधि के साथ रिपो का पारस्परिक क्रिया गुणांक भी महत्वपूर्ण और नकारात्मक हुआ। अर्थात्, उधार देने के व्यवहार पर मौद्रिक नीति का प्रभाव उन बैंकों के लिए तगड़ा होता है, जिनका कम अर्थसुलभ तुलन-पत्र होता है। जमा संसाधनों के लिए किसी एवजी व्यवस्था के अभाव में अधिक अर्थसुलभ

बैंक अपने ऋण संविभाग को अपेक्षाकृत सहज रूप से सुरक्षित रख सकते हैं जिसके लिए उन्हें केवल प्रतिभूतियों के सुरक्षित भंडार में आहरण द्वारा कमी करनी होती है। दूसरी ओर, कम अर्थसुलभ बैंक संकुचनशील मौद्रिक नीति की प्रतिक्रियास्वरूप ऋणों में काफी कटौती करते हैं। कश्यप और स्टेन (1995) का अनुसरण करते हुए, संबंधित परिकल्पना का भी परीक्षण किया गया। दूसरे शब्दों में, मौद्रिक नीति के संचरण पर बैंक के आकार के प्रभाव का परीक्षण यह पता करने के लिए किया गया कि क्या बड़े बैंकों की उधार देने की क्रिया छोटे बैंकों बैंकों की तुलना में मौद्रिक आघात के प्रति कम संवेदनशील होती है। कोई यह उम्मीद करता है कि बड़े बैंक वैकल्पिक वित्तपोषण सरलता से कर सकते हैं जिसके चलते उनका उधार देने का कार्य मौद्रिक नीति परिवर्तनों पर कम आश्रित होता है। तदनुसार, पारस्परिक क्रिया के प्रभाव को नकारात्मक और महत्वपूर्ण पाया जाता है जिससे पता चलता है कि छोटे बैंक वधित नीति दरों का दबाव महसूस करते हैं और प्रतिक्रियास्वरूप ऋण संवितरण में कटौती करते हैं।

बैंक उधार पर औद्योगिक कार्यकलाप का प्रभाव

5.89 बैंक ऋण पर आर्थिक मंदी तथा चलनिधि की पारस्परिक क्रिया के प्रभाव की जाँच करने के लिए एक पैनल वेक्टर ऑटो-रिग्रेसन (पीवीएआर) दृष्टिकोण लागू किया गया। बैंक स्तर पर, जिन वैरिएबलों पर विचार किया गया, वे थे ऋण, जमाराशियाँ और चलनिधि (जिन्हें पूर्व में परिभाषित किया गया है) और समष्टिआर्थिक एवं मौद्रिक गतिविधियों के लिए आइआइपी, मुद्रास्फीति और सीआरआर का उपयोग किया गया⁹। डेटासेट में कुल 1314 तुलनपत्रों (पेक्षणों) के संतुलित पैनल को शामिल किया गया है, जो सभी अनुसूचित बैंकों के लिए, जिनमें क्षेत्रीय ग्रामीण बैंक (आरआरबी) शामिल नहीं हैं, जनवरी 1998 से जून 2009 तक की 18 महीनों की अवधि में विस्तारित हैं। अनुमानित पैरामीटर¹⁰, जो अल्पावधि समीकरण पर

आधारित हैं, यह दर्शाते हैं कि आइआइपी में गिरावट ऋण की मांग में गिरावट से जुड़ी है। जब उच्च मुद्रास्फीति के कारण ऋण की मांग बढ़ती है, तब सीआरआर में वृद्धि ऋण-आपूर्ति से जुड़ी होती है।

ब्याज दर में उतार-चढ़ाव

5.90 रिज़र्व बैंक की नीति दरों में कटौती किये जाने और सहज चलनिधि स्थिति के होने से यह उम्मीद थी कि ब्याज दरों में नरमी आयेगी। स्वामित्व का विचार किये बिना भारतीय वाणिज्यिक बैंकों ने अपनी जमा और उधार दरें घटायी हैं। तथापि, उधार दरों में कमी एक अंतराल के साथ आयी जिसका कारण आस्तियों और देयताओं की पुरानी संविदागत संरचना है। सभी प्रकार की परिपक्वता अवधि वाली जमाराशियों पर सरकारी क्षेत्र के बैंकों द्वारा दी गयी ब्याज दरों

⁹ सभी वैरिएबल लॉगैरिद्म में हैं, सिवाय सीआरआर और मुद्रास्फीति के। वैरिएबल पहले अंतर में हैं।

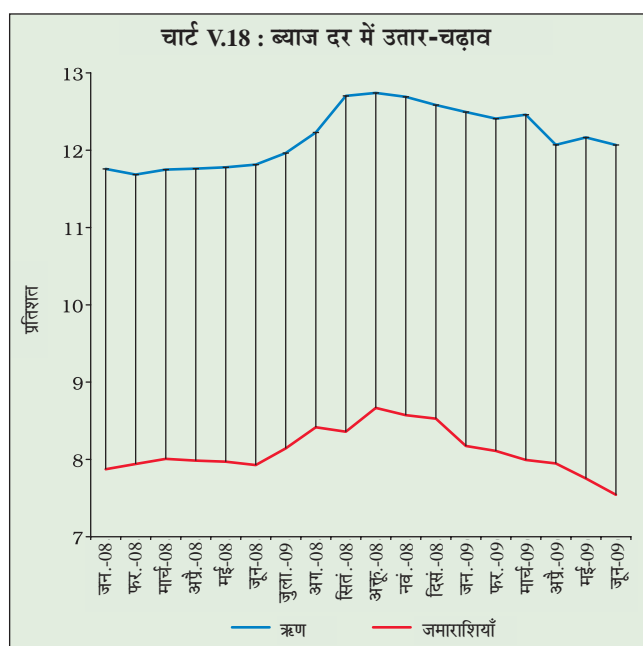
¹⁰ पैरामीटर अनुमान - पैनल वीएआर निम्नानुसार हैं :

डी.ऋण	गुणांक	मानक भूल	टी-स्टैटिक
एल डी जमाराशियाँ	0.0075	0.0784	0.0957
एल डी ऋण	0.0305	0.0323	0.9437
एल डी चलनिधि	0.0244	0.0209	1.1703
एल डी आइआइपी	-0.1751	0.0509	-3.4380
एल डी मुद्रास्फीति	-0.0100	0.0027	-3.7359
एल डी सीआरआर	-0.0072	0.0028	-2.6014
एल2डी जमाराशियाँ	-0.0064	0.0733	-0.0877
एल2डी ऋण	-0.0083	0.0260	-0.3201
एल2डी चलनिधि	0.0134	0.0208	0.6428
एल2डी आइआइपी	-0.1717	0.0407	-4.2193
एल2डी मुद्रास्फीति	0.0068	0.0020	3.3870
एल2डी.सीआरआर	-0.0162	0.0049	-3.3093

टिप्पणी : एल - अंतराल परिचालक और डी - अंतर परिचालक

में अक्टूबर 2008 के बाद थोड़ी नरमी दिखाई पड़ी। इसके अलावा दिसंबर 2008 के बाद निजी क्षेत्र के बैंकों और विदेशी बैंकों की सभी परिपक्वता वाली जमा दरों में गिरावट देखी जा सकती है। सरकारी और निजी क्षेत्र के बैंकों में भी बेंचमार्क मूल उधार दर (बीपीएलआर) में अक्टूबर 2008 से गिरावट दिखाई पड़ी। तथापि, विदेशी बैंकों के बीपीएलआर में काफी अनम्यता दिखाई पड़ी। इसके अलावा निर्यातेतर ऋण और 2 लाख रुपये से अधिक के मीयादी ऋणों पर उधार दरों में सरकारी क्षेत्र के बैंकों के लिए सहजता आयी, लेकिन निजी क्षेत्र के बैंकों और विदेशी बैंकों के मामले में ये दरें सितंबर 2008 और दिसंबर 2008 के बीच थोड़ी दृढ़ हुईं, भले ही नीति दरों और मुद्रास्फीति में गिरावट आयी थी, और इन दरों में दिसंबर 2008 और जून 2009 के बीच गिरावट देखने को मिली। चुने हुए बैंकों द्वारा प्रस्तुत आँकड़ों पर आधारित प्रारंभिक अनुमानों से यह संकेत मिलता है कि भारतीय बैंकों ने संकट-पूर्व और संकट-पश्चात् की अवधि के दौरान 4 प्रतिशत से अधिक का स्प्रेड बनाये रखा (चार्ट V.18)।

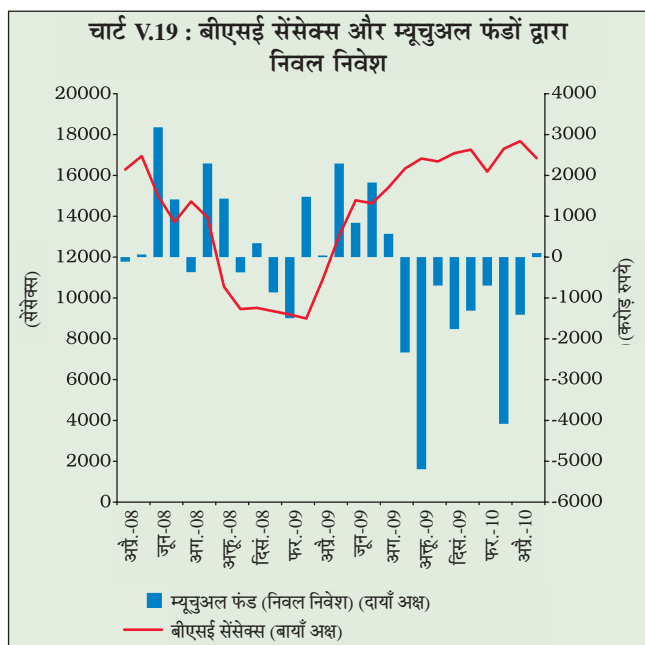
5.91 वर्ष 2009-10 की पहली तिमाही के दौरान जमा दरों में गिरावट उधार दरों की तुलना में अधिक हुई। इस प्रकार, जमाराशियों की न्यून लागत का पूरा लाभ उधारकर्ताओं को नहीं मिला और बैंकों ने उच्चतर स्प्रेड का उपभोग करना जारी रखा जिससे यह स्पष्ट होता है कि एक मुदु ब्याज प्रणाली की अवधि के दौरान भी उच्चतर आबंटनीय अक्षमता उनमें थी।



म्यूचुअल फंड

5.92 वित्तीय प्रणाली के कुछ खंडों, विशेष रूप से गैर-बैंकिंग संस्थाओं में, घटे हुए वित्तीय निधीयन और निस्तेज पूँजी बाजार के कारण घोर चलनिधि-जन्य दबाव का अनुभव किया गया। पूँजी प्रवाह के विपर्यय और बैंकों एवं कारपोरेटों के लिए विदेशी बाजारों से निधीयन के बंद हो जाने से भी वर्ष 2008-09 के दौरान म्यूचुअल फंडों पर चलनिधि-जन्य दबाव बना। म्यूचुअल फंडों के जमा-संग्रहण का काफी हिस्सा कारपोरेट क्षेत्र से मुद्रा बाजार स्कीमों के अंतर्गत थोक निधियों को प्रतिबिंबित करता था, जो अंशतः कर एवं अन्य विनियामक अंतरपणन को प्रतिबिंबित करता था। ऋण के महँगे होने के परिणामस्वरूप जो कारपोरेट काफी मात्रा में अपनी निधियाँ म्यूचुअल फंडों में जमा कर रहे थे, उन्होंने अपने निवेश संसाधनों की पूरक व्यवस्था करने के लिए म्यूचुअल फंडों से अपना निवेश हटा लिया। शेयर बाजार के विपर्यय ने म्यूचुअल फंडों पर फुटकर निवेशकों की ओर से भी शोधन का दबाव बनाया। सभी तरफ से शोधन-जन्य दबाव के बढ़ने और घोर अनिश्चितता की स्थिति ने म्यूचुअल फंडों के लिए वैकल्पिक स्रोतों से संसाधन जुटाने को कठिन बना दिया और म्यूचुअल फंड शेयर बाजारों में अपने शेयरों को बेचने के लिए बाध्य हो गये। जबकि म्यूचुअल फंडों ने तत्काल शोधन का वादा किया, फिर भी उनकी आस्तियाँ अपेक्षाकृत अनकदी थीं। म्यूचुअल फंडों की आस्तियों और देयताओं के बीच परिपक्वता संबंधी असंतुलनों ने समस्या को और भी बढ़ा दिया।

5.93 म्यूचुअल फंडों द्वारा सकल संग्रहण में वृद्धि में वर्ष 2008-09 के दौरान तीव्र गिरावट आयी। म्यूचुअल फंडों द्वारा भारत में संसाधनों के निवल संग्रहण में वर्ष 2008-09 में 118 प्रतिशत तक गिरावट आयी, जबकि इसके पिछले वर्ष इसमें 64 प्रतिशत की वृद्धि दर्ज की गयी थी। यह उल्लेखनीय है कि शेयरों की कीमतों में तीव्र गिरावट और म्यूचुअल फंडों द्वारा जुटाये गये निवल संसाधन जनवरी 2008 से अंतर्ग्रथित हैं, जो म्यूचुअल फंडों पर शोधन के दबाव को प्रतिबिंबित करता है (चार्ट V.19 और सारणी 5.19)। म्यूचुअल फंडों द्वारा मार्च 2009 के अंत में धारित आस्तियों में मार्च 2008 के अंत में धारित आस्तियों की तुलना में 17 प्रतिशत तक गिरावट आयी जिसका कारण था बड़े परिमाण में शोधन और इक्विटी कीमतों में काफी संशोधन करने से उत्पन्न ऋणात्मक मूल्यन किया जाना।



5.94 शेयर बाजार के विपर्यय से उत्पन्न चलनिधि-जन्य दबाव और बढ़ी हुई अनिश्चितता म्यूचुअल फंडों की सभी श्रेणियों में अलग-अलग दिखाई पड़े। निजी क्षेत्र के म्यूचुअल फंड, जिसके बाद यूटीआई का स्थान है, सबसे अधिक प्रभावित हुए। निजी क्षेत्र के म्यूचुअल फंडों द्वारा जुटाये गये निवल संसाधन वर्ष 2008-09 के दौरान बड़ी मात्रा में ऋणात्मक हो गये जिसका कारण था फुटकर और कारपोरेट, दोनों प्रकार के निवेशकों द्वारा शोधन में तीव्र वृद्धि का होना। दूसरी ओर, सरकारी क्षेत्र के म्यूचुअल फंड शोधन-जन्य दबाव को बरदाश्त करने में समर्थ थे, और उन्होंने वर्ष 2008-09 के दौरान नये संसाधन जुटाये, जो वर्ष 2009-10 में भी जुटाये जाते रहे (सारणी 5.20)।

सारणी 5.19 : म्यूचुअल फंडों द्वारा संसाधन संग्रहण

(हजार करोड़ रुपये)

सकल संग्रहण	शोधन	निवल अंतर्वाह	अवधि के अंत में आस्तियाँ	
1	2	3	4	
2000-01	93.0	83.8	9.1	90.6
2001-02	164.5	157.3	7.2	100.6
2002-03	314.7	310.5	4.2	109.3
2003-04	590.2	543.4	46.8	139.6
2004-05	839.7	837.5	2.2	149.6
2005-06	1,098.1	1,045.4	52.8	231.9
2006-07	1,938.5	1,844.5	94.0	326.3
2007-08	4,464.4	4,310.6	153.8	505.2
2008-09	5,426.4	5,454.7	-28.3	417.3
2009-10	10,019	9,935.9	83.1	614.0
2010-11 (अप्रै-मई)	1,874.3	1,751.3	123.0	743.1

सारणी 5.20 : म्यूचुअल फंडों द्वारा क्षेत्रवार जुटाये गये निवल संसाधन

(करोड़ रुपये)

वर्ष	यूटीआई	सरकारी क्षेत्र	निजी क्षेत्र
1	2	3	4
2000-01	9,850	-1,045	323
2001-02	13,050	1,409	-7,284
2002-03	12,069	1,561	-9,434
2003-04	42,545	2,597	1,667
2004-05	7,600	-2,677	-2,722
2005-06	42,977	6,379	3,424
2006-07	79,038	7,621	7,326
2007-08	1,33,304	10,677	9,820
2008-09	-3,659	9,380	-34,018
2009-10	15,753	12,499	54,928
2010-11 (अप्रै-मई)	7,162	11,397	1,04,437

5.95 रिज़र्व बैंक ने म्यूचुअल फंडों द्वारा अनुभव किये गये चलनिधि-जन्य दबाव पर ध्यान देने के लिए तेजी से कार्रवाई की। एलएएफ के अंतर्गत 60,000 करोड़ रुपये की राशि के लिए एक मीयादी रिपो सुविधा आरंभ की गयी, ताकि म्यूचुअल फंडों, एनबीएफसी और और आवास वित्त कंपनियों द्वारा अनुभव किये गये चलनिधि-जन्य दबाव को कम करने में बैंक समर्थ हों और इसके साथ एसएलआर में एनडीटीएल के 1.5 प्रतिशत की छूट भी दी गयी। साथ ही, रिज़र्व बैंक और सभी देशों के केंद्रीय बैंकों द्वारा आरंभ किये गये नीतिगत उपायों ने देशी और अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजारों में स्थिरता की स्थिति बहाल करने और शेयर बाजारों के पुनरुत्थान को वर्ष 2009-10 के प्रारंभ से सुकर बनाया। शेयर बाजारों के पुनरुत्थान और प्रणाली में प्रचुर चलनिधि उपलब्ध होने से बाजार के रुझान में उछाल आया और उसने वर्ष 2009-10 के दौरान म्यूचुअल फंडों के कार्यकलापों को सहारा दिया।

गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों पर प्रभाव

5.96 म्यूचुअल फंडों, जिन्होंने एनबीएफसी सहित अन्य क्षेत्रों को बारहमासी आधार पर संसाधन प्रदान किये थे, के पास चलनिधि का अभाव हो जाने और इसके साथ-साथ विदेशी निधीयन एवं देशी चलनिधि की स्थिति के कठोर हो जाने से एनबीएफसी को निधियों की उपलब्धता के लिए और दबाव बढ़ गया। एनबीएफसी (आरएनबीसी को छोड़ कर) की कुल आस्तियों में वर्ष 2008-09 के दौरान मामूली वृद्धि हुई, जबकि वर्ष 2007-08 के दौरान इनमें काफी बढ़ोतरी हुई थी

(सारणी 5.21)। एनबीएफसी के उधार संविभाग में, जो उनके वित्तपोषण का प्रमुख स्रोत होता है, वृद्धि में तीव्र गिरावट देखने को मिली। एनबीएफसी द्वारा जनता-जमाराशियों के माध्यम से संसाधन संग्रहण में पिछले वर्ष की तुलना में वर्ष 2008-09 में उच्च गति से गिरावट दर्ज की गयी। इसके साथ-साथ, रिज़र्व बैंक ने एनबीएफसी के लिए विनियामक एवं सुदृढ़ता मानदंडों को कठोर बनाया ताकि वित्तीय स्थिरता और जमाकर्ताओं के हित सुरक्षित रहें।

5.97 देयता-पक्ष में भी, एनबीएफसी के व्यवसाय-कार्यकलापों में वर्ष 2008-09 के दौरान तेजी से गिरावट आयी। उनके द्वारा दिये गये ऋणों एवं अग्रिमों में वर्ष 2007-08 की तुलना में वर्ष 2008-09 में काफी कमी आयी, जो वैश्विक वित्तीय संकट के चलते विविध स्रोतों से संसाधनों के कम होते जाने को प्रतिबिंबित करता है। एनबीएफसी द्वारा किये गये निवेशों में वृद्धि में भी पिछले वर्ष की

तुलना में वर्ष 2008-09 में काफी गिरावट दर्ज की गयी। नकदी संकट ने एनबीएफसी को अन्य आस्तियों, यथा, किराया खरीद आस्तियाँ, उपस्कर लीज़िंग, और बिल संबंधी कारोबार, में अपने एक्सपोजर में कटौती करने के लिए बाध्य किया। वास्तविक कार्यकलापों में कमी आने के चलते अदायगियों में चूक करने में वृद्धि हुई, विशेष रूप से किराया खरीद आस्तियों के मामले में, और इसीलिए एनबीएफसी के सकल अग्रिमों के प्रतिशत के रूप में सकल अनर्जक आस्तियाँ, जो वर्ष 2001 से अवरोही प्रक्षेप-पथ पर थीं, वर्ष 2009 में बढ़ गयीं (सारणी 5.22)।

5.98 एनबीएफसी, म्यूचुअल फंडों और वाणिज्यिक बैंकों के बीच निधीयन सहबद्धता को देखते हुए, जब वैश्विक वित्तीय संकट की संक्रामकता ने भारत के शेयर बाजारों पर विक्रय दबाव का सृजन किया, तब पूरी वित्तीय प्रणाली की चलनिधि संबंधी आवश्यकताओं

सारणी 5.21 : एनबीएफसी-डी का समेकित तुलनपत्र

(राशि करोड़ रुपये में)

मद	मार्च के अंत में		घट-बढ़			
			2007-08		2008-09	
	2007-08	2008-09 अ	समग्र	प्रतिशत	समग्र	प्रतिशत
1	2	3	4	5	6	7
देयताएँ						
1. चुकता पूंजी	3,266 (4.4)	3,508 (4.6)	998	44.0	242	7.4
2. रिज़र्व और अधिशेष	8,695 (11.7)	9,337 (12.4)	2,834	48.4	642	7.4
3. जनता जमाराशि	2,042 (2.7)	1,941 (2.6)	-35	-1.7	-101	-4.9
4. उधार	50,577 (67.8)	55,289 (73.2)	18,125	55.9	4,712	9.3
5. अन्य देयताएँ	9,982 (13.4)	5,441 (7.2)	4,087	69.3	-4,541	-45.5
देयताएँ/आस्तियाँ	74,562	75,516	26,008	53.6	954	1.3
आस्तियाँ						
1. निवेश	11,210 (15.0)	14,813 (19.6)	3,798	51.2	3,603	32.1
i) अनुमोदित प्रतिभूतियाँ@	7,146	9,230	2,859	66.7	2,084	29.2
ii) अन्य निवेश	4,064 (5.5)	5,583 (7.4)	939	30.0	1,519	37.4
2. ऋण एवं अग्रिम	18,823 (25.2)	21,073 (27.9)	7,764	70.2	2,250	12.0
3. किराया खरीद आस्तियाँ	33,525 (45.0)	35,647 (47.2)	7,303	27.9	2,122	6.3
4. उपकरण पट्टादायी आस्तियाँ	1,048 (1.4)	585 (0.8)	-317	-23.2	-463	-44.2
5. बिल कारोबार	12 (0.0)	23 (0.0)	5	71.4	11	91.7
6. अन्य आस्तियाँ	9,944 (13.3)	3,375 (4.5)	7,456	299.7	-6,569	-66.1

एनबीएफसी-डी का संबंध जमाराशि ग्रहण करने वाली एनबीएफसी से है। अ. अनंतिम।

@ : एसएलआर आस्तियों में 'अनुमोदित प्रतिभूतियाँ' और अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों में 'भार-रहित मीयादी जमाराशियाँ' समाविष्ट हैं।

टिप्पणी : कोष्ठक के आँकड़े संबंधित कुल राशियों में प्रतिशत हिस्सा हैं।

स्रोत : भारत में बैंकिंग की प्रवृत्ति और प्रगति की रिपोर्ट, 2008-09।

सारणी 5.22 : एनबीएफसी-डी का एनपीए अनुपात

(प्रतिशत)

अंत मार्च	सकल अग्रिमों की तुलना में सकल एनपीए	निवल अग्रिमों की तुलना में निवल एनपीए
1	2	3
2001	11.5	5.6
2002	10.6	3.9
2003	8.8	2.7
2004	8.2	2.4
2005	5.7	2.5
2006	3.6	0.5
2007	2.2	0.2
2008	2.1	0*
2009 अ	2.7	0*

अ : अनंतिम।
* : प्रावधान एनपीए से अधिक है।
स्रोत : भारत में बैंकिंग की प्रवृत्ति और प्रगति की रिपोर्ट, 2008-09।

पर रिज़र्व बैंक को ध्यान देना पड़ा (चक्रवर्ती, 2009)। रिज़र्व बैंक ने वित्तीय दृष्टि से दबावग्रस्त एनबीएफसी को राहत देने के लिए वर्ष

2008-09 के दौरान अनेक उपायों की घोषणा की (बॉक्स V.6)। एनबीएफसी के मामले में, पूँजी जुटाने की उनकी आवश्यकता को देखते हुए उन्हें पूँजी के लिए अर्हक बेमीयादी ऋण लिखतें जारी करने की अनुमति दी गयी। उन्हें 15 प्रतिशत के बढ़े हुए जोखिम भारित परिसंपत्तियों की तुलना में पूँजी का अनुपात (सीआरएआर), जिसकी मौजूदा अपेक्षा 12 प्रतिशत थी, बनाये रखने की शर्त का अनुपालन करने के लिए भी और एक वर्ष की अतिरिक्त अवधि स्वीकृत की गयी। एनबीएफसी के प्रति बैंकों के एक्सपोज़र पर जोखिम भार, जो पहले बढ़ाया गया था, कमकर दिया गया। चलनिधि दबाव को कम करने के लिए रिज़र्व बैंक द्वारा भारतीय लघु उद्योग विकास बैंक को प्रदान की गयी पुनर्वित्त सुविधा का लाभ भी एनबीएफसी को मिला।

5.99 सारांशतः यह कहा जा सकता है कि वर्ष 2008-09 के दौरान एनबीएफसी के वित्तीय कार्यसंपादन में पिछले वर्ष की तुलना में ह्रास हुआ, जिसका कारण था तीव्र चलनिधि दबाव, जिसने अंततः

बॉक्स V.6

एनबीएफसी द्वारा सामना किये गये वित्तीय दबाव पर ध्यान देने के लिए किये गये नीतिगत उपाय

- गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों - जमाराशि स्वीकार नहीं करने वाली और सर्वांगी दृष्टि से महत्वपूर्ण (एनबीएफसी-एनडी-एसआइ) - को अस्थायी उपाय के रूप में अनुमति दी गयी कि वे अनुमोदित माध्यम के अंतर्गत अल्पावधि विदेशी मुद्रा उधार जुटा सकती हैं, बशर्ते कि वे कुछ शर्तों को पूरा करें। जबकि जुटाये गये संसाधनों का उपयोग केवल अल्पावधि देयताओं का पुनर्वित्तपोषण करने के लिए किया जाना था, न कि नयी आस्तियों का सृजन करने के लिए, उन्हें यह भी कहा गया कि ऐसे उधारों की परिपक्वता अवधि तीन वर्ष से अधिक न हो और उनकी अधिकतम राशि उनकी निवल स्वाधिकृत निधि के 50 प्रतिशत या 10 मिलियन अमरीकी डालर (या उसके समतुल्य), जो भी अधिक हो, से अधिक न हो। ग्यारह कंपनियों को इस सुविधा के अंतर्गत अनुमति दी गयी कि वे 834.95 मिलियन अमरीकी डालर + 1,566.38 करोड़ रुपये के समतुल्य विदेशी मुद्रा (जिसका उपभोग नहीं किया गया हो) तक की राशि उधार ले सकती हैं, जिनमें से सात कंपनियों ने 645.58 मिलियन अमरीकी डालर तक की राशि उधार ली।
- बैंकों को, अस्थायी आधार पर, यह अनुमति दी गयी कि वे केवल एनबीएफसी और म्यूचुअल फंडों की निधीयन संबंधी जरूरतों को पूरा करने के लिए एलएएफ विंडो के अंतर्गत चलनिधि सहायता, उनके एनडीटीएल के 1.5 प्रतिशत तक एसएलआर में छूट के माध्यम से, का उपभोग करें।
- एनबीएफसी - एनडी - एसआई के प्रति बैंकों के एक्सपोज़र के जोखिम भार को 125 प्रतिशत से घटा कर 100 प्रतिशत कर दिया गया, भले ही उनका ऋण पात्रता निर्धारण कुछ भी हो, जबकि एएफसी का एक्सपोज़र, जिस पर 150 प्रतिशत का जोखिम भार लागू था, भी घटा कर 100 प्रतिशत कर दिया गया।
- एनबीएफसी - एनडी - एसआई को अनुमति दी गयी कि वे बेमीयादी ऋण लिखतें जारी कर अपनी पूँजीगत निधियों को बढ़ा सकती हैं। एनबीएफसी - एनडी - एसआई द्वारा जुटायी गयी पीडीआई की राशि को रिज़र्व बैंक निदेशों के अर्थातर्गत 'जनता जमाराशियों' के रूप में नहीं माना जायेगा।
- एनबीएफसी - एनडी - एसआई द्वारा बनाये रखे जाने वाले सीआरआर को बढ़ाकर 12 प्रतिशत और बाद में 15 प्रतिशत (अर्थात् 31 मार्च 2010 तक 12 प्रतिशत और 31 मार्च 2011 तक 15 प्रतिशत) करने का प्रस्ताव एक वर्ष तक आस्थगित रखा गया।
- अंतिम उधारदाता के रूप में प्रत्यक्ष उधार सुविधा प्रदान की, जहाँ आरबीआई एनबीएफसी - एनडी - एसआई को उनके श्रेणी-निर्धारित सीपी पर एसपीवी के माध्यम से उनके बांडों में अभिदान करते हुए उधार देता है। यह सुविधा जनवरी 2009 में एक एसपीवी के माध्यम से, जिसे 'आइडीबीआई सेफ ट्रस्ट' नाम दिया गया था, कार्यान्वित की गयी ताकि एनबीएफसी के निवेश श्रेणी के पत्र पर चलनिधि सहायता प्रदान की जा सके, बशर्ते उनके द्वारा कुछ शर्तों को पूरा किया जाये। इसका डिजाइन अंतिम उधारदाता सुविधा के तौर पर तैयार किया गया था ताकि वित्तीय दृष्टि से सुदृढ़ उन एनबीएफसी के, जो अल्पावधि के लिए अस्थायी चलनिधि आवश्यकता का अनुभव कर रही थीं, तुलनपत्र को व्यवस्थित रूप से छोटा बनाया जा सके। अब तक इस सुविधा का उपभोग केवल एक एनबीएफसी द्वारा किया गया है जिसने इस स्कीम के अंतर्गत 1,040 करोड़ रुपये का आहरण किया है और आज की तिथि में कोई बकाया शेष नहीं है। भारत सरकार ने इस सुविधा का विस्तार किया है जिससे यह 30 सितंबर 2009 तक जारी किये गये किसी पत्र के लिए उपलब्ध होगी और एसपीवी 31 दिसंबर 2009 के बाद नयी खरीद बंद कर देगा और सभी बकायों की वसूली 31 मार्च 2010 तक कर लेगा।

निधि आधारित कार्यकलापों को मंद किया (सारणी 5.23)। वर्ष 2008-09 के दौरान एनबीएफसी की निधि आधारित आय में वृद्धि में तेजी से हास हुआ, जबकि फीस आधारित आय में गिरावट थोड़ी कम हुई। इसके साथ ही, एनबीएफसी द्वारा किये गये व्यय की वृद्धि में वर्ष 2008-09 के दौरान गिरावट आयी, लेकिन गिरावट की दर उतनी तेज नहीं थी जितनी कि आय में। पिछले वर्ष की तुलना में वर्ष 2008-09 के दौरान एनबीएफसी का बढ़ा हुआ लागत-आय-अनुपात भी आय-वृद्धि में तीव्र गिरावट को प्रतिबिंबित करता था।

सारणी 5.23: एनबीएफसी-डी का वित्तीय कार्यसंपादन

(राशि करोड़ रुपये में)

संकेतक	मार्च अंत की स्थिति के अनुसार		प्रतिशत घट-बढ़	
	2008	2009अ	2007-08	2008-09
1	2	3	4	5
ए. आय (i+ii)	10,038	11,799	75.5	17.5
(i) निधि आधारित	9,832	11,498	75.9	16.9
	(98.0)	(97.0)		
(ii) फीस आधारित	206	301	57.4	46.0
	(2.0)	(3.0)		
बी. व्यय (i+ii+iii)	6,913	8,742	43.1	26.5
(i) वित्तीय	4,525	5,641	63.7	24.7
	(60.0)	(66.0)		
जिसमें से				
ब्याज भुगतान	226	211	-55.5	-6.6
	(6.0)	(2.3)		
(ii) परिचालन	2,178	2,369	72.7	8.8
	(30.5)	(27.6)		
(iii) अन्य	210	732	-73.9	248.6
	(3.4)	(4.1)		
सी. कर प्रावधान	1,213	1,002	215.1	-17.4
डी. परिचालन लाभ (पीबीटी)	3,125	3,057	251.1	-2.2
ई. निवल लाभ (पीएटी)	1,912	2,055	279.4	7.5
एफ. कुल आस्तियाँ	74,562	75,516	53.6	1.3
जी. वित्तीय अनुपात (कुल आस्तियों के प्रतिशत के रूप में)				
i) आय	13.5	15.6		
ii) निधि-आधारित आय	97.9	15.2		
iii) फीस आधारित आय	0.3	0.4		
iv) व्यय	9.3	11.6		
v) वित्तीय व्यय	6.1	7.5		
vi) परिचालन व्यय	2.9	3.1		
vii) कर प्रावधान	1.6	1.3		
viii) निवल लाभ	2.6	2.7		
एच. लागत-आय अनुपात	68.9	74.1		

अ : अन्तिम

टिप्पणी : कोष्ठक के आँकड़े संबंधित कुल योग के प्रतिशत हैं।

स्रोत : वार्षिक विवरणियाँ।

वित्तीय दबाव

5.100 इस खंड में पहले जैसी कि चर्चा की गयी है, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने अपने वित्तीय बाजारों, विशेष रूप से इक्विटी, विदेशी मुद्रा और सरकारी ऋण बाजारों, में वर्ष 2008 की अंतिम तिमाही में दबाव महसूस किया। विनिमय दरों पर अधिक दबाव पड़ने लगा जिसके चलते विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों में मूल्यहास और गिरावट आने लगी, जबकि इक्विटी बाजारों में इक्विटी और ऋण निधियों का निक्रमण देखा गया जिससे सितंबर 2008 से शेयर की कीमतों में अधोगामी रुख देखने को मिला। उन्नत और उभरती अर्थव्यवस्थाओं के बीच वित्तीय दबाव में सुदृढ़ सहबद्धता थी जिसमें एक ही समय दोनों पक्षों में संकट आता दिखाई दिया (वर्ल्ड इकोनॉमिक आउटलुक, आईएमएफ, अप्रैल 2009)।

5.101 वास्तव में, दबाव का संचरण एक ऐसी अर्थव्यवस्था में सुदृढ़ और अधिक प्रत्यक्ष प्रतीत होता है, जो वित्तीय दृष्टि से उन्नत अर्थव्यवस्थाओं से भलीभाँति जुड़ी हुई होती है। कभी-कभी साझे वैश्विक कारक तेजी से उन सभी अर्थव्यवस्थाओं में पसर जाते हैं जो वित्तीय दृष्टि से एकीकृत होती हैं और वित्तीय दबाव उनके बीच आगे-पीछे के क्रम में गमन करता है। ये साझे कारक, अन्य बातों के साथ-साथ, वैश्विक आघात, यथा, उच्च जोखिम विमुखता, बाजार के रुझान में बदलाव और उन बड़ी वित्तीय संस्थाओं की विफलता हो सकते हैं जिनकी उपस्थिति सभी देशों में होती है। ऐसे साझे कारकों की भूमिका अधिकांश उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में पिछले कुछ वर्षों से अधिकाधिक इंद्रियगोचर हुई है जिसमें भारत शामिल है, क्योंकि ये अर्थव्यवस्थाएँ अधिकाधिक एकीकृत हुई हैं। तदनुसार, वित्तीय दबाव उन्नत अर्थव्यवस्थाओं से भारत की ओर लगभग समसामयिक रूप से, खासकर वर्ष 2008-09 की तीसरी तिमाही से आया।

5.102 उपर्युक्त पृष्ठभूमि में, भारत में विकसित होते वित्तीय दबाव का परिमाण-निर्धारण और विश्लेषण करने का प्रयास किया गया है। वित्तीय दबाव की परिभाषा वित्तीय बाजारों में अनिश्चितता और हानि की बदलती प्रत्याशाओं के रूप में दी जा सकती है। किसी अर्थव्यवस्था के लिए वित्तीय दबाव को विभिन्न क्षेत्रों में एक साथ महसूस किया जा सकता है। अर्थव्यवस्था के विकसित क्षेत्रों के लिए अनेक संकेतक होते हैं जो उस विशेष क्षेत्र की घटनाओं को प्रदर्शित करते हैं (सारणी 5.24)। वित्तीय दबाव संकेतक इन भिन्न-भिन्न संकेतकों को एकीकृत संकेतक

सारणी 5.24 मासिक वित्तीय दबाव संकेतक¹¹

माह	बीटा	सीडी- वाई91	ईएमपी	यूएसडी- गार्च- एसडी	आईएनवी- आय	सीपी- वाई91	स्टॉक- वाईओवाई- सीएएलबी	गार्च- बीएसई- एसडी
1	2	3	4	5	6	7	8	9
जन-07	2.5	1.6	-0.7	0.5	0.7	1.8	56.3	2.1
फर-07	2.8	3.2	-3.1	0.6	0.9	2.8	70.5	3.5
मार्च-07	2.8	3.7	4.1	0.6	0.9	3.8	80.0	4.2
अप्रै-07	2.6	4.4	-6.1	0.6	2.1	5.3	75.8	2.7
मई-07	2.5	5.9	-3.2	1.2	4.0	6.4	57.4	2.2
जून-07	2.4	2.6	-3.3	0.6	2.0	3.3	54.2	4.0
जुला-07	2.3	1.3	-3.5	0.7	1.1	0.5	48.2	3.8
अग-07	2.0	1.8	4.1	0.6	1.4	2.6	61.5	1.9
सितं-07	2.1	1.1	-2.3	0.7	0.6	1.9	52.4	2.8
अक्तू-07	1.8	1.0	-3.2	0.7	0.5	2.3	34.7	4.4
नव-07	1.9	1.6	0.0	0.7	1.0	3.1	46.6	3.8
दिसं-07	1.9	1.8	0.5	0.7	0.7	3.0	37.5	2.0
जन-08	2.0	1.6	-2.5	0.7	0.8	4.0	66.5	3.4
फर-08	2.0	2.7	0.4	0.8	1.4	2.6	52.8	5.2
मार्च-08	2.0	2.5	0.5	0.9	1.2	4.2	68.4	3.6
अप्रै-08	1.9	1.7	-1.2	0.9	1.0	1.7	65.9	1.7
मई-08	2.0	0.9	3.4	1.0	0.6	0.9	78.9	4.4
जून-08	2.3	0.6	2.2	1.6	0.5	1.6	98.7	4.9
जुला-08	2.4	0.7	1.8	0.9	0.1	1.9	96.6	3.7
अग-08	2.5	1.4	1.9	0.9	0.0	3.2	94.6	3.0
सितं-08	2.4	3.1	5.6	1.0	0.5	4.9	114.2	4.3
अक्तू-08	2.1	5.9	7.6	1.8	0.7	7.7	143.4	4.7
नव-08	1.9	4.8	-0.6	1.4	0.7	7.1	144.5	5.5
दिसं-08	1.8	5.5	-1.9	0.9	1.2	7.8	144.1	4.6
जन-09	1.5	4.7	0.4	0.8	1.4	5.9	136.3	3.3
फर-09	1.3	4.0	0.7	0.8	1.6	4.2	139.4	4.5
मार्च-09	1.4	3.9	2.2	0.9	2.4	5.2	128.5	5.0
अप्रै-09	1.2	4.4	-1.2	1.4	2.7	4.2	125.0	3.5
मई-09	1.4	2.4	-2.7	1.4	3.6	3.4	100.9	3.3
जून-09	1.6	2.7	-0.7	0.9	3.9	4.2	86.1	5.6
जुला-09	1.8	2.8	0.4	0.7	4.0	3.0	85.3	4.9
अग-09	1.9	2.7	-0.4	1.0	4.2	3.1	85.4	1.5
सितं-09	2.0	1.9	0.3	0.8	4.5	3.1	62.6	3.7
अक्तू-09	2.0	2.0	-2.0	0.8	4.6	2.7	29.0	5.5
नव-09	2.1	2.2	0.0	1.3	4.7	2.8	9.6	3.7
दिसं-09	2.1	1.9	0.8	0.9	4.5	3.3	16.5	0.3
जन-10	2.2	1.8	0.0	0.9	4.2	1.8	10.5	4.4
फर-10	2.3	1.8	1.1	1.0	4.3	2.2	14.2	5.0
मार्च-10	2.3	1.3	-0.1	1.0	3.5	2.4	18.5	2.0
अप्रै-10	2.4	2.2	-1.0	1.1	2.8	2.3	40.4	1.8

से संयुक्त करता है और वित्तीय प्रणाली में दबाव के वर्तमान अंश की माप करता है।

5.103 वित्तीय दबाव संकेतकों में वर्ष 2008-09 की तीसरी तिमाही में पर्याप्त वृद्धि हुई, जैसाकि सितंबर और अक्तूबर 2008 के दौरान वित्तीय दबाव संकेतकों में हुई तीव्र वृद्धि से स्पष्ट है। वास्तव में, भारत के लिए वित्तीय दबाव संकेतकों में अगस्त 2007 से ऊर्ध्वमुखी गति देखी गयी जो सब-प्राइम संकट के सुलझने के बाद हुई थी, और यह अक्तूबर 2008 में शिखर तक पहुँच गयी, जो सितंबर 2008 में लेहमैन ब्रदर्स की विफलता के बाद अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजारों में गहराती उथल-पुथल को प्रतिबिंबित करती है। लेकिन तेजी से किये गये नपे-तुले उपायों, मौद्रिक और राजकोषीय दोनों, ने भारतीय वित्तीय बाजारों में नवंबर 2008 से वित्तीय दबावों को कम किया और तब से वित्तीय दबाव संकेतकों में कमी आती जा रही है (चार्ट V.20)।

5.104 यह देखा गया है कि सभी प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं ने एक साथ अगस्त 2008 के महीने में अचानक बढ़े हुए वित्तीय दबाव का अनुभव किया, जो नवंबर 2008 तक बना रहा और उसके बाद उसमें कमी आयी। भारत के वित्तीय दबाव संकेतकों में अमेरिका, पश्चिमी यूरोप, जापान और समूची उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के साथ-साथ उतार-चढ़ाव आते रहे (चित्र V.20 और V.21)। यह दर्शाता है कि भारत में वित्तीय संकट या तो एक साझे कारक द्वारा प्रेरित है या उन्नत बाजारों से भारतीय बाजारों में दबाव का संचरण समसामयिक रूप से हुआ है।

5.105 संक्षेप में कहा जाये तो इस खंड में भारतीय वित्तीय संस्थाओं, यथा, बैंकों, म्यूचुअल फंडों और गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों पर वैश्विक वित्तीय संकट के प्रभाव का विश्लेषण किया गया है। चूँकि संमिश्र वित्तीय उत्पादों में उनका अंतरराष्ट्रीय एक्सपोज़र बहुत सीमित

¹¹ बीटा = cov(r,m)/var(m), जिसकी गणना मासिक आधार पर आवर्ती 1-वर्षीय समय-सीमा पर की जाती है, जहाँ r=वर्ष-दर-वर्ष बैंक कुल मूल्य सूचकांक (उदाहरणार्थ, बैंकेक्स) में प्रतिशत परिवर्तन होता है और m=वर्ष-दर-वर्ष सामान्य शेयर सूचकांक (उदाहरणार्थ, सेसेक्स) में प्रतिशत परिवर्तन होता है।

सीडीवाई91= जमा प्रमाणपत्र (सीडी) होता है, जो खजाना बिल दर पर विस्तारित होता है।

विनिमय बाजार दबाव सूचकांक (ईएमपी) : ईएमपी का निर्माण विनिमय दर, विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों और ब्याज दर में परिवर्तन के भारत औसत पर आधारित होता है (EMP=(ex-mean(ex)/sd(ex) - (res-mean(res)/sd(res))+((int-mean(int)/sd(int))), जहाँ ex=विनिमय दर(आइएनआर-यूएसडी) में परिवर्तन, res=विदेशी मुद्रा आरक्षित निधि में परिवर्तन, int= अल्पावधि ब्याज दर (मुंबई अंतर-बैंक प्रस्तावित दर - मिबोर) में परिवर्तन है। sd = मानक विचलन है।

यूएसडी_गार्च_एसडी : आईएनआर-यूएसडी विनिमय दर की गार्च (1,1) अस्थिरता है।

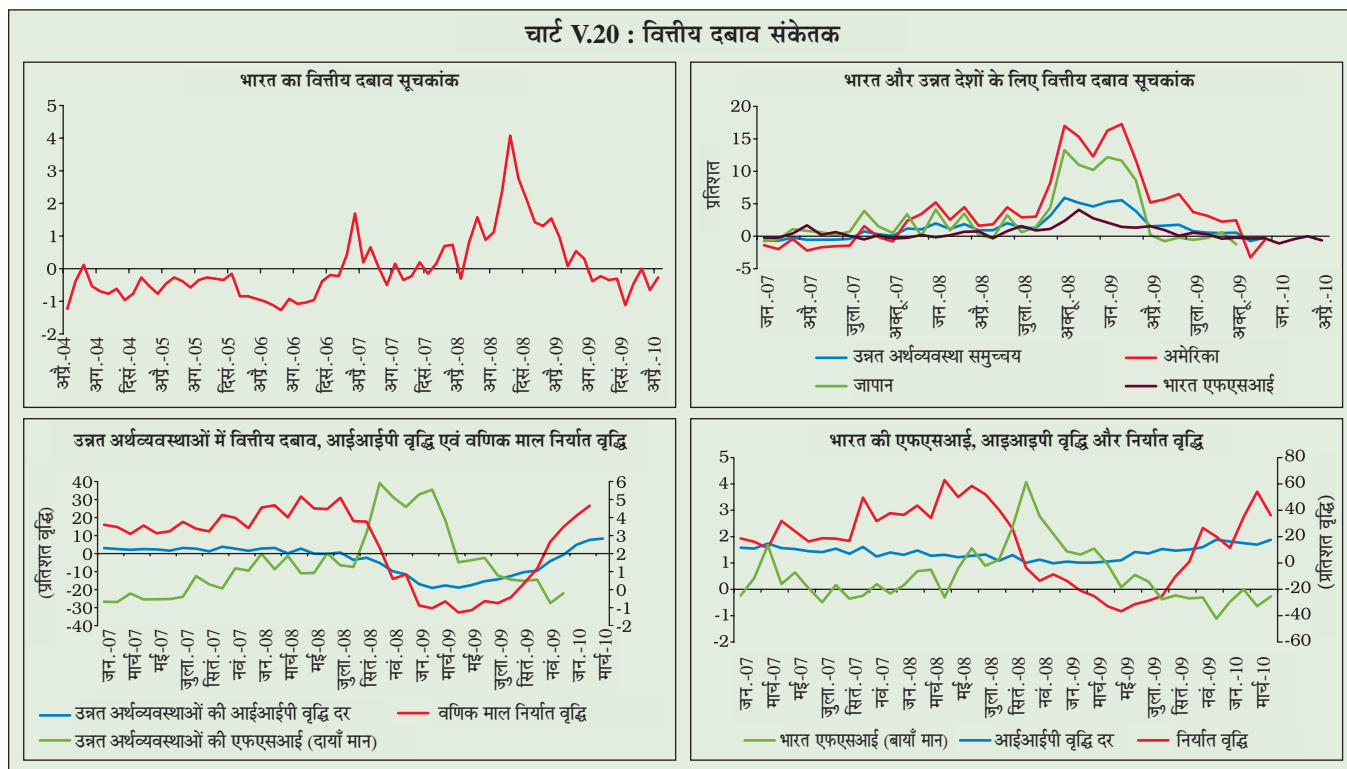
आईएनवी_लाभ (इन्वर्टेड शील्ड कर्व) : 5 और 10-वर्षीय भारत सरकार बेंचमार्क बांड आय घटाव 91-दिवसीय खजाना बिल दर।

सीपीवाई91 : वाणिज्यिक पत्र स्प्रेड : 90-दिवसीय वाणिज्यिक पत्र दर घटाव 91-दिवसीय खजाना बिल दर।

स्टॉक_वाईओवाई_सीएएलबी : बीएसई सेसेक्स शेयर मूल्य सूचकांक का मासिक वर्ष-दर-वर्ष प्रतिलाभ।

गार्च_बीएसई_एसडी : बीएसई सेसेक्स की गार्च (1.1) अस्थिरता।

चार्ट V.20 : वित्तीय दबाव संकेतक



था, अतः भारतीय बैंकिंग क्षेत्र ने संकट के पहले दौर में उसके ताप को महसूस नहीं किया। तथापि, वित्तीय संकट के गहराते जाने और सभी देशों में फैलते जाने, विशेष रूप से सितंबर 2008 में लेहमैन ब्रदर्स की विफलता के बाद, से भारतीय वित्तीय संस्थाओं ने अनेक अन्य उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के साथ हाल के वित्तीय संकट की चुनौतियों का सामना इस ढंग से किया, जो उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में उनके काउंटरपार्ट से थोड़ा भिन्न था। वैश्विक वित्तीय संकट के अप्रत्यक्ष प्रभाव पहले-पहल इक्विटी बाजारों के माध्यम से महसूस किये गये, जो अंततः वित्तीय बाजार के अन्य खंडों, यथा, मुद्रा बाजार और विदेशी मुद्रा बाजार तक फैल गये। देशी बाजार में चलनिधि की स्थिति के कठोर बनने और अंतरराष्ट्रीय बाजारों से संसाधन उपलब्ध न होने के साथ पूँजी प्रवाह के विपर्यय ने वित्तीय संस्थाओं के सामने अर्थव्यवस्था की उत्पादक आवश्यकताओं का वित्तपोषण करने की चुनौती खड़ी कर दी। चूँकि व्यापार के माध्यम से संकट के प्रभाव ने भारतीय वृद्धि की कहानी को दाँव पर लगा दिया, अतः रिज़र्व बैंक ने चलनिधि की स्थिति को सहज बनाने के लिए अनेक उपाय किये ताकि यह सुनिश्चित किया जा सके कि बैंकों और म्यूचुअल फंडों को प्रचुर संसाधन प्राप्त होते हैं और वे भारतीय कारपोरेटों से ऋण की

मांग को पूरा करने में समर्थ होते हैं। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में बैंकिंग प्रणाली में जन-विश्वास में जो कमी हुई थी, उसके विपरीत भारतीय बैंकिंग प्रणाली में जनता का विश्वास बना रहा, जैसाकि इसमें निरंतर जमा-वृद्धि से स्पष्ट है।

5.106 अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों के तुलन-पत्र के विश्लेषण से इस बात का खुलासा होता है कि किस प्रकार भारतीय बैंकों ने अपने व्यवसाय परिचालनों में उभरती चुनौतियों का सामना करने के लिए समायोजन किये। बड़े बैंकों के व्यवहार में मझोले और छोटे बैंकों की तुलना में स्पष्टतः भिन्न अंतर दिखाई पड़ा। भारतीय बैंकिंग क्षेत्र ने अपने तुलन-पत्र बाह्य कार्यकलापों को मंथर गति से चला कर अपनी परिपक्वता का भी प्रदर्शन किया। नीतिगत उपायों ने चलनिधि संबंधी समस्या को वित्तीय प्रणाली के अन्य क्षेत्रों में फैलने से रोकने और सामान्य स्थिति बहाल करने में द्रुत गति से काम किया। जब भारत के मामले में वित्तीय दबाव सूचकांक का विश्लेषण किया जाता है, तब पता चलता है कि इसमें सितंबर और अक्टूबर 2008 में तेज वृद्धि हुई और इसमें समकालिक उतार-चढ़ाव अमेरिका, पश्चिमी यूरोप, जापान और समस्त उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के साथ-साथ दिखाई पड़ा। यह वित्तीय प्रणाली की वैश्विक अंतर्संबद्धता को रेखांकित करता है और

लगभग तक्षण दबाव-स्थिति का प्रसार सभी राष्ट्रों में प्रदर्शित होता है। यह पृथक्करण सिद्धांत के लिए सबसे बड़ी चुनौती हो सकता है।

IV. नीतिगत उपाय

5.107 सितंबर 2008 से वैश्विक वित्तीय झंझावात के तेज होने के पूर्व भारत में मौद्रिक और राजकोषीय नीतिगत उपायों का मार्गदर्शन इस अभिभावी अभिप्राय से किया जाता था कि उन उत्तरोत्तर बढ़ती जा रही स्फीतिकारक प्रत्याशाओं को रोका जाये जो अधिकतर अंतरराष्ट्रीय पण्य-कीमतों से प्रेरित होती थीं। मौद्रिक नीति का प्रयास मांग-पक्ष से संबंधित दबावों को मौद्रिक कठोरता के माध्यम से मंद करना था। इसके साथ ही, राजकोषीय नीति बहुत सारे उपायों के साथ आपूर्ति-पक्ष से संबंधित बाधाओं को दूर करने का प्रयास कर रही थी, जैसेकि उत्पाद शुल्क और सीमा-शुल्क में कटौती करना और अन्य बातों के साथ-साथ आवश्यक वस्तुओं के आयात को प्रोत्साहित करना।

5.108 संकट के प्रति भारत की नीतिगत प्रतिक्रिया यह थी कि बाहर से आये संकट के संक्रमण को रोका जाये - जिसके लिए देशी मुद्रा और ऋण बाजार सामान्य रूप से कार्य करते रहें और यह देखते रहा जाये कि चलनिधि-जन्य दबावों से उत्तरोत्तर शोधनक्षमता का प्रसार उत्प्रेरित नहीं हो। विशेष रूप से, वित्तीय क्षेत्र के संबंध में तीन उद्देश्यों का अनुसरण किया गया : पहला, पर्याप्त रुपया चलनिधि की स्थिति बनाये रखना; दूसरा, विदेशी मुद्रा चलनिधि बढ़ाना; और तीसरा, एक ऐसा नीतिगत ढाँचा बनाये रखना जिससे ऋण उपलब्ध कराने का कार्य पटरी पर आ जाये ताकि वृद्धि में आयी नरमी को रोका जा सके। वैश्विक वित्तीय झंझावात द्वारा लायी गयी चुनौतियों के अतिरिक्त, नीतिगत प्रतिक्रिया में उन चुनौतियों को भी शामिल किया गया जो अल्पावधि शमन एवं मध्यावधि धारणीयता (अल्पावधि की निरंकुशता) से संबंधित थीं। इस खंड में उन विविध नीतिगत प्रतिक्रियाओं की रूपरेखा प्रस्तुत की गयी है जिन्हें भारत ने वैश्विक वित्तीय संकट की पृष्ठभूमि में व्यक्त किया था। उपर्युक्त उद्देश्यों को पूरा करने के लिए भारत सरकार और भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा मध्य सितंबर 2008 से अनेक नीतिगत पैकेजों के रूप में उपाय आरंभ किये गये थे। कुछ अवसरों पर ये उपाय अप्रत्याशित वैश्विक गतिविधियों की प्रतिक्रिया में किये गये और अन्य समय में भारतीय बाजारों पर संभावित वैश्विक गतिविधियों के प्रभाव की प्रत्याशा में किये गये।

राजकोषीय नीतिगत प्रतिक्रिया

5.109 वर्ष 2008-09 की दूसरी छमाही में अभूतपूर्व वैश्विक गतिविधियों ने सरकार को बाध्य कर दिया कि वह एक विस्तारक राजकोषीय दृष्टिकोण अपनाये ताकि अर्थव्यवस्था को वैश्विक संकट के प्रभाव से बचाया जा सके। राजकोषीय नीति के दृष्टिकोण में यह बदलाव वैश्विक संकट के प्रभाव को कम करने के लिए अंतरराष्ट्रीय प्रवृत्ति के अनुरूप था और मुख्यधारा के उस दृष्टिकोण के भी अनुरूप था कि गहन एवं दीर्घकृत आर्थिक मंदी की स्थिति में, जैसाकि वर्तमान संदर्भ में था, स्थिरीकरण में राजकोषीय नीति प्रमुख भूमिका अदा कर सकती है। यद्यपि भारत में वित्तीय बाजार अंतरराष्ट्रीय गतिविधियों के अनुरूप उच्च अस्थिरता का अनुभव कर रहे थे, जिसके चलते संपार्श्विक नुकसान होता था, फिर भी बैंकिंग प्रणाली सुदृढ़ और अच्छी पूँजी वाली बनी रही। भारतीय बैंकों के संबंध में किये गये दबाव परीक्षणों से पता चलता है कि यह क्षेत्र ऋण की गुणवत्ता, ब्याज दर और चलनिधि की स्थिति में बड़े संभावित परिवर्तनों से उत्पन्न महत्वपूर्ण आघातों को बरदाश्त कर सकता है। अतः भारत में बैंकिंग क्षेत्र को पूँजीकरण/ वित्तीय संकट से मुक्त करने के लिए राजकोषीय नीति को सहायता नहीं करनी पड़ी, जैसाकि अधिकांश उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में प्रचलित था। इस प्रकार, राजकोषीय प्रतिक्रिया का अधिक जोर विवेकाधीन राजकोषीय नीति के माध्यम से सकल मांग में वृद्धि करते हुए आर्थिक मंदी को रोकने के प्रयास पर था। तथापि, इस संकट की सघनता और असाधारण प्रभाव यह स्पष्ट रूप से सूचित करते थे कि प्रतिचक्र्रीय सरकारी खर्च करने की आवश्यकता थी और, तदनुसार, केंद्र सरकार ने राजकोषीय दायित्व और बजट प्रबंध अधिनियम के संकटकालीन प्रावधानों को लागू करते हुए राजकोषीय लक्ष्यों में छूट दी और दिसंबर 2008 तथा जनवरी 2009 में राजकोषीय प्रोत्साहन पैकेजों को आरंभ किया (सुब्बाराव, 2009)।

5.110 राजकोषीय नीतिगत उपायों में, जो वर्ष 2008-09 की दूसरी छमाही के दौरान तीन राजकोषीय प्रोत्साहन पैकेजों के रूप में लागू किये गये थे, कर-कटौती, आधारभूत संरचना क्षेत्र में निवेश को बढ़ावा देना और निवेश एवं उपभोग, दोनों पर खर्च बढ़ाना, जिसमें उपभोग पर खर्च का हिस्सा अधिक हो, शामिल था। विस्तारक राजकोषीय दृष्टिकोण वर्ष 2009-10 के केंद्रीय बजट में, जिसे अर्थव्यवस्था की वृद्धि में नरमी और वैश्विक अर्थव्यवस्था में स्थिरीकरण की पृष्ठभूमि में प्रस्तुत किया गया था, बना रहा। महत्वपूर्ण क्षेत्रों, यथा, आधारभूत

संरचना, शिक्षा एवं स्वास्थ्य, ग्रामीण रोजगार और आबादी के असुविधाग्रस्त वर्गों, को सशक्त बनाने के लिए आबंटन में वर्ष 2009-10 के केंद्रीय बजट में काफी बढ़ोतरी की गयी। वस्तुतः वर्ष 2009-10 के केंद्रीय बजट में एक कदम आगे बढ़कर अल्पावधि और मध्यावधि की महत्वपूर्ण चुनौतियों पर ध्यान दिया गया, यथा, अर्थव्यवस्था का पुनरुत्थान करना, ताकि यह शीघ्रतिशीघ्र 9.0 प्रतिशत प्रतिवर्ष की वृद्धि-दर प्राप्त कर सके; समावेशी विकास के लिए कार्यसूची को सघन और विस्तृत बनाना; सरकार को पुनः ऊर्जान्वित करना; और सुपुर्दगी तंत्र में सुधार लाना। उल्लेखनीय रूप से, वर्ष 2009-10 के लिए राजकोषीय नीति ने भी शीघ्रतिशीघ्र और जैसे ही भारतीय अर्थव्यवस्था पर वैश्विक संकट का नकारात्मक प्रभाव कम हो, वैसे ही राजकोषीय समेकन के पथ पर लौटने के महत्त्व को दुहराया। मध्यावधि धारणीयता प्राप्त करने के लिए राजकोषीय नीति में संस्थागत सुधारों के महत्त्व को भी मान्यता दी गयी जिसमें बजट के सभी पहलुओं, यथा, आर्थिक सहायता, करों, व्यय और विनिवेश, को शामिल किया गया।

5.111 जीडीपी के 3.0 प्रतिशत तक की राशि के अतिरिक्त व्यय का प्रावधान अक्टूबर-दिसंबर 2008 और फरवरी 2009 के दौरान तीन अनुपूरक अनुदान मांगों के माध्यम से किया गया। व्यय संबंधी उपायों में, राजस्व व्यय का हिस्सा लगभग 84 प्रतिशत था और शेष राशि पूँजी घटक के लिए जिम्मेवार थी (आरबीआई की वार्षिक रिपोर्ट 2008-09)। कुल मिलाकर, ऐसा लगता है कि राजकोषीय प्रोत्साहन उपायों ने निवेश मांग की अपेक्षा उपभोग मांग को समर्थन दिये जाने पर अधिक जोर दिया। वर्ष 2008-09 में राजकोषीय घाटा बढ़कर जीडीपी का 6.0 प्रतिशत हो गया, जबकि वर्ष 2007-08 में यह जीडीपी का 2.7 प्रतिशत था (बॉक्स V.7)।

5.112 यह उल्लेखनीय है कि चक्र्रीय गिरावट, जो पहले से ही जारी थी, में हाल के वैश्विक संकट के आरंभ होने से इजाफा हुआ, विशेष रूप से वर्ष 2008-09 की दूसरी छमाही में, जिसका प्रभाव यह हुआ कि वित्तीय मध्यस्थता में कमी आयी और उपभोक्ता एवं कारोबारी भरोसे में गिरावट आयी। अतः वर्तमान संदर्भ में राजकोषीय नीति की भूमिका पूर्व में आयी सामान्य कारोबारी मंदी से अलग हो सकती है। इस प्रकार, वर्ष 2008-09 और 2009-10 के दौरान अर्थव्यवस्था में मंदी को रोकने और उसका पुनरुत्थान करने में प्रतिचक्र्रीय राजकोषीय नीति की प्रभावोत्पादकता का मूल्यांकन भारत में अतीत में आयी

सामान्य चक्र्रीय मंदी से अलग तरीके से करने की आवश्यकता है। भारत जैसे देश में सामान्य आर्थिक स्थितियों या आर्थिक चक्रों के दौरान वृद्धि को प्रोत्साहन देने के लिए की गयी राजकोषीय नीति संबंधी अनुक्रिया राजकोषीय घाटे की धारणीयता को खतरे में डाल सकती है और मध्यावधि से लेकर दीर्घावधि तक वृद्धि के प्रतिकूल हो सकती है। यह देखा गया है कि 1980 के दशक के दौरान बड़े राजकोषीय घाटे पर आधारित वृद्धि के कारण भारत में अधारणीय युग्म घाटा हुआ था।

5.113 यह देखते हुए कि हाल की मंदी की यह विशिष्टता थी कि निजी क्षेत्र की मांग में तीव्र गिरावट भरोसे में कमी के चलते तथा निर्यात में गिरावट के चलते आयी थी, यह उम्मीद की गयी थी कि सरकारी खर्च में वृद्धि से गिरती हुई समग्र मांग को अस्थायी रूप से अपेक्षित प्रोत्साहन मिलेगा। मौद्रिक नीति समंजनकारी थी; जब वित्तीय संस्थाओं द्वारा सरकारी प्रतिभूतियों के प्रति चाह बढ़ी हुई थी, तब यह महसूस किया गया था कि ब्याज दरों में काफी बढ़ोतरी नहीं होगी। अतः विवेकाधीन राजकोषीय प्रोत्साहन के लिए यह अनुमान लगाया गया था कि इसका पहले की तुलना में अलग निहितार्थ होगा।

5.114 भारत में राजकोषीय नीति वर्ष 2008-09 के दौरान बहुत हद तक अर्थव्यवस्था में मंदी को थामने के अपने उद्देश्य को प्राप्त करती प्रतीत होती है। वृद्धिशील जीडीपी में बाजार दर पर सरकारी उपभोग का योगदान वर्ष 2008-09 की पहली छमाही के लगभग 8 प्रतिशत से बढ़कर दूसरी छमाही में 80 प्रतिशत हो गया (चार्ट V.21)। सरकारी उपभोग में इस प्रकार की बड़ी बढ़ोतरी, जिसके साथ सरकार द्वारा आधारभूत संरचना क्षेत्र में किया गया व्यय विशेष रूप से जुड़ा था, ने संभवतः अर्थव्यवस्था की हरीतिमा को पुनरुज्जीवित किया और इसमें वर्ष 2009-10 के आरंभ से उछाल आया (देखें अध्याय 6)। उपर्युक्त साक्ष्य से यह समझा जा सकता है कि राजकोषीय प्रोत्साहन के अभाव में, वृद्धि में आयी मंदी वर्ष 2008-09 के दौरान और गंभीर हो सकती थी।

निकास रणनीति

5.115 राजकोषीय प्रोत्साहन उपायों ने अल्पावधि में आर्थिक मंदी को रोकने के उद्देश्य को अधिकांशतः प्राप्त कर लिया, जैसाकि वर्ष 2009-10 में वृद्धि के पुनरुत्थान से प्रतिबिंबित होता है। इस प्रकार राजकोषीय नीति ने मंदी को रोकने के अपने दृष्टिकोण में बदलाव

बॉक्स V.7

वैश्विक वित्तीय संकट की पृष्ठभूमि में राजकोषीय नीति प्रतिक्रिया

केंद्रीय बजट : 2008-09

कर कटौतियाँ

उत्पाद शुल्क

- केंद्रीय उत्पाद शुल्क की तीन यथामूल्य दरें, उदाहरणार्थ, 14 प्रतिशत, 12 प्रतिशत और 8 प्रतिशत, जो गैर-पेट्रोलियम उत्पादों पर लागू थीं, उनमें से प्रत्येक को 4 प्रतिशत अंक घटाकर क्रमशः 10 प्रतिशत, 8 प्रतिशत और 4 प्रतिशत किया गया। संमिश्र दरों (विनिर्दिष्ट एवं यथामूल्य दरें) में यथामूल्य अवयव छोटी कारों से भिन्न कारों पर 24 प्रतिशत से घटाकर 20 प्रतिशत किया गया।
- सीमेंट पर कर की दर में भी कटौती की गयी। सूती कपड़ों और टेक्सटाइल वस्तुओं पर शुल्क की दर को 4 प्रतिशत से घटाकर शून्य कर दिया गया।
- 7 दिसंबर 2008 से उत्पाद शुल्क की दरों में की गयी 4 प्रतिशत अंक की सामान्य कटौती को 31 मार्च 2009 के बाद तक विस्तारित किया गया। सामान्य केंद्रीय उत्पाद शुल्क दर को 10 प्रतिशत से घटाकर 8 प्रतिशत किया गया। थोक सीमेंट पर केंद्रीय उत्पाद शुल्क की दर, जो 10 प्रतिशत या 290 रुपये प्रति मीटिक टन थी, जो भी अधिक हो, उसे घटा कर 8 प्रतिशत या 230 रुपये प्रति मीटिक टन, जो भी अधिक हो, किया गया।

सेवा कर

- निर्यातकों द्वारा कर-योग्य 18 सेवाओं पर भुगतान किये गये सेवा कर, जो वस्तुओं के निर्यात पर आरोप्य थे, की धन-वापसी निकासी व अग्रेषण एजेंटों द्वारा निर्यातकों को प्रदान की गयी सेवाओं के लिए भी विस्तारित की गयी।
- निर्यातकों द्वारा विदेशी कमीशन एजेंट सेवाओं के लिए भुगतान किये गये सेवा कर की धन-वापसी की आरंभिक सीमा वस्तुओं के निर्यात के फ्री ऑन बोर्ड मूल्य के 2 प्रतिशत से बढ़ा कर 10 प्रतिशत कर दी गयी।
- कर-योग्य सेवाओं पर सेवा कर 12 प्रतिशत से घटाकर 10 प्रतिशत किया गया।

सीमा शुल्क

- विद्युत ऊर्जा उत्पन्न करने के लिए आयातित नाफ्था को मूलभूत सीमा शुल्क से पूर्णतया छूट प्रदान की गयी।
- बारीक लौह अयस्क पर 8 प्रतिशत का निर्यात शुल्क वापस लिया गया, जबकि लौह अयस्क पिंडों पर निर्यात शुल्क की दर 15 प्रतिशत से घटाकर 5 प्रतिशत यथामूल्य कर दी गयी।
- टर्मिनल उत्पाद शुल्क/सीएसटी की पूर्ण वापसी सुनिश्चित करने के लिए 1,100 करोड़ रुपये की अतिरिक्त निधि का प्रावधान किया जायेगा।
- चूँकि श्रम-प्रधान निर्यातों, अर्थात् टेक्सटाइल्स (जिसमें हैंडलूम, दरियाँ और हस्तशिल्प की वस्तुएँ शामिल हैं), चमड़ा, रत्न एवं आभूषण, समुद्री उत्पाद और एसएमई क्षेत्र, के लिए पोतलदानपूर्व और पोतलदानोत्तर

निर्यात ऋण दिये गये, उनके लिए 7 प्रतिशत की न्यूनतम ब्याज दर के अधीन रहते हुए 31 मार्च 2009 तक 2 प्रतिशत का ब्याज अनुदान दिया गया।

व्यय

- वर्ष 2008-09 के बजट में घोषित स्कीमों/योजनाओं का मुख्य रूप से वित्तपोषण करने के लिए अक्टूबर 2008 में 2,37,286 करोड़ रुपये तक के सकल व्यय के लिए, जिसमें 1,05,613 करोड़ रुपये का निवल नकदी व्यय शामिल है, अनुपूरक अनुदान मांगों के लिए प्रावधान किया गया।
- 55,605 करोड़ रुपये की दूसरी अनुपूरक अनुदान मांग, जिसमें 42,480 करोड़ रुपये का निवल नकदी व्यय शामिल था, दिसंबर 2008 में मंजूर की गई।
- तीसरी और अंतिम अनुपूरक अनुदान मांग, जिसमें 10,765 करोड़ रुपये का निवल नकदी व्यय शामिल था, फरवरी 2009 में मंजूर की गई। अनुदान शृंखला में तकनीकी स्वरूप का 4,60,952 करोड़ रुपये का अतिरिक्त व्यय शामिल था, जिसमें मुख्य रूप से ऋण की अदायगी के चलते विनियोजन समाविष्ट था।
- वर्ष 2008-09 के दौरान भारतीय अर्थव्यवस्था पर वैश्विक वित्तीय संकट का प्रभाव पड़ने के बाद दो राजकोषीय पैकेजों की भी घोषणा की गयी जिनमें से प्रत्येक की राशि 20,000 करोड़ रुपये थी।

उद्योग

- टेक्सटाइल क्षेत्र में, प्रौद्योगिकी उन्नयन निधि स्कीम के पिछले समस्त शेष कार्य को निपटाने के लिए 1,400 करोड़ रुपये का अतिरिक्त आबंटन किया गया।
- हस्तशिल्प की सभी मदों को 'विशेष कृषि एवं ग्राम उद्योग योजना' में शामिल किया गया।

आधारभूत संरचना

- इंडिया इंफ्रास्ट्रक्चर फाइनेंस कंपनी लिमिटेड को 31 मार्च 2009 तक कर-मुक्त बांडों के जरिए 10,000 करोड़ रुपये जुटाने की अनुमति दी गयी ताकि वह पात्र आधारभूत संरचना परियोजनाओं को बैंक उधार दिये जाने के लिए पुनर्वित्त प्रदान कर सके, विशेष रूप से राजमार्गों एवं पत्तन क्षेत्रों को, जिससे 1,00,000 करोड़ रुपये के सरकारी-निजी भागीदारी कार्यक्रम का समर्थन किया जा सके।
- इंडिया इंफ्रास्ट्रक्चर फाइनेंस कंपनी लिमिटेड को 30,000 करोड़ रुपये की अतिरिक्त राशि कर-मुक्त बांडों के जरिए जुटाने के लिए अधिकृत किया गया ताकि वह अगले 18 महीनों में लगभग 75,000 करोड़ रुपये की अतिरिक्त परियोजनाओं का निधीयन कर सके।

राज्य सरकारें

- राजकोषीय घाटे की अधिकतम सीमा, जिसका वहन राज्यों द्वारा ऋण समेकन एवं राहत सुविधा के संदर्भ में वर्ष 2009-10 में किया जा

(जारी...)

(...समाप्त)

सकता है, को 0.5 प्रतिशत बढ़ाकर वर्ष 2008-09 के लिए सकल राज्य देशी उत्पाद का 3.5 प्रतिशत कर दिया गया।

- राज्यों को वर्ष 2008-09 के दौरान अपने पूँजीगत व्यय के लिए अपने सकल राज्य देशी उत्पाद के 0.5 प्रतिशत का अतिरिक्त बाजार उधार जुटाने की अनुमति दी गयी, जिसकी राशि लगभग 30,000 करोड़ रुपये थी।

अन्य उपाय

- भावी संविदाओं के लिए प्रणाली को अल्पावधि में पूर्वानुमेयता और स्थिरता प्रदान करने के लिए ड्यूटी इंटाइलमेंट पासबुक स्कीम को 31 दिसंबर 2009 तक बढ़ाया गया।
- बुने हुए फैब्रिक्स, बाइसिकल, कृषि के लिए हाथ के औजार और सूत की विनिर्दिष्ट कोटि जैसी मदों पर शुल्क-वापसी लाभ में 1 सितंबर 2008 से बढ़ोतरी की गयी।
- विद्युत ऊर्जा उत्पन्न करने के लिए नाफ्था के आयात पर मूलभूत सीमा-शुल्क से छूट को 31 मार्च 2009 के बाद तक बढ़ाया गया।
- आयकर अधिनियम की धारा 10ए में आवश्यक परिवर्तन किये गये ताकि उन कर-निर्धारितियों की, जिनकी इकाइयाँ केवल एसईजेड में अवस्थित हैं, तुलना में एसईजेड और देशी प्रशुल्क क्षेत्र (डीटीए), दोनों में इकाइयाँ रखने वाले कर-निर्धारितियों के बीच उत्पन्न हुई विसंगतियों को दूर किया जा सके।

केंद्रीय बजट 2009-10

कर कटौतियाँ

आय

- वैयक्तिक आयकर के लिए छूट की आरंभिक सीमा वरिष्ठ नागरिकों के लिए 15,000 रुपये बढ़ाकर 2,40,000 रुपये कर दी गयी, जबकि महिलाओं और व्यक्तिगत करदाताओं की अन्य सभी कोटियों में से प्रत्येक के लिए यह सीमा 10,000 रुपये बढ़ाकर क्रमशः 1,90,000 रुपये और 1,60,000 रुपये कर दी गयी।
- धारा 80 डी के अंतर्गत किसी व्यक्ति के लिए, जो गंभीर अशक्तता वाले अपने किसी आश्रित के निर्वाह के लिए, जिसमें चिकित्सीय उपचार शामिल है, भुगतान करता है, 75,000 रुपये की कटौती की वर्तमान सीमा से 25,000 रुपये की अतिरिक्त कटौती की अनुमति दी गयी।
- अनुषंगी हितलाभ कर को समाप्त कर दिया गया।

उत्पाद शुल्क

- उत्पाद शुल्क दरों से संबंधित प्रस्तावित उपायों में शामिल हैं : सूती कपड़ा क्षेत्र और मानव निर्मित रेशा-क्षेत्र के बीच विभेदक दरें; रेशे के चरण के बाद वाले सूती कपड़ों के लिए इसके पूर्व लागू 4 प्रतिशत की वैकल्पिक दर को बहाल करना; मानव-निर्मित रेशे और सूत पर 8 प्रतिशत का शुल्क अनिवार्य आधार पर और रेशा एवं सूत के बाद के चरण पर उस दर पर शुल्क वैकल्पिक आधार पर बहाल करना; बायो-डीजल से मिश्रित पेट्रो-डीजल को उत्पाद शुल्क से पूरी छूट; और बायो-

डीजल पर 7.5 प्रतिशत का मूलभूत सीमा-शुल्क घटाकर 2.5 प्रतिशत करना - पेट्रो-डीजल के साथ सममूल्य पर - ताकि इस पर्यावरण अनुकूल ईंधन के उपयोग को प्रोत्साहन मिले और इसकी उपलब्धता बढ़े।

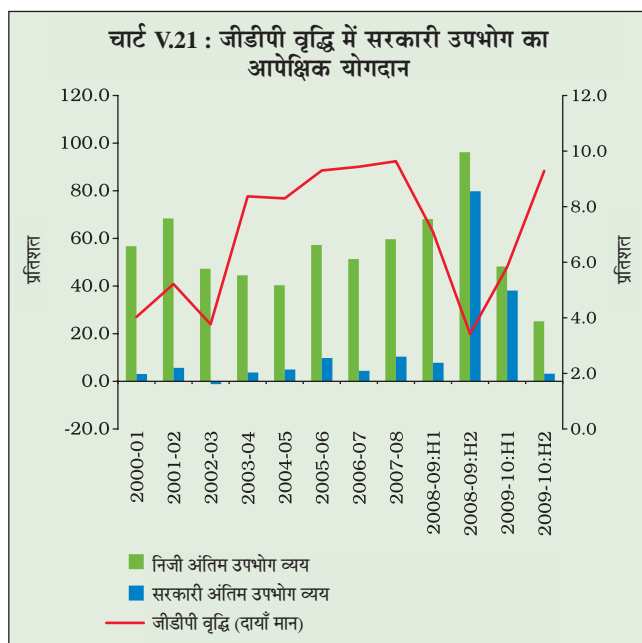
- निर्यात में मंदी से पार पाने के लिए सरकार ने सावधि विधि खंड को और एक वर्ष, अर्थात्, वर्ष 2010-11 के लिए बढ़ाया।
- व्यवसायों को प्रोत्साहन देने के लिए यह प्रस्ताव किया गया कि व्यवसायों के लिए निवेश से जुड़ा कर-प्रोत्साहन दिया जाये, ताकि कृषि उपज को रखने के लिए 'कोल्ड चेन' और भांडागार सुविधा स्थापित की जा सके और प्राकृतिक गैस, कच्चा तेल या पेट्रोलियम पाइपलाइन नेटवर्क साझा वाहक सिद्धांतों पर विभिन्न देशों में बिछाया जा सके और उसका परिचालन किया जा सके।
- राहत के उपाय के रूप में यह प्रस्ताव किया गया कि एमएटी के अंतर्गत कर-जमा को आगे बढ़ाये जाने की अनुमति की अवधि को सात वर्ष से बढ़ाकर दस वर्ष कर दिया जाये।
- पेट्रोल से चलने वाले ट्रकों के संबंध में उत्पाद शुल्क को 20 प्रतिशत से घटाकर 8 प्रतिशत कर दिया गया।

सीमा शुल्क

- देशी उत्पादन को समर्थन प्रदान करने के लिए लिक्विड क्रिस्टल डिस्प्ले पैनलों पर मूलभूत सीमा शुल्क को 10 प्रतिशत से घटाकर 5 प्रतिशत कर दिया गया।
- मोबाइल फोनों के विनिर्माण के लिए आयातित सहायक उपकरणों, पुर्जों और अवयवों को 4 प्रतिशत के प्रतिकारी शुल्क (सीवीडी) से एक और वर्ष के लिए छूट प्रदान की गयी।

व्यय

- सरकार ने चुनिंदा क्षेत्रों में सरकारी खर्च बढ़ाने का सजग निर्णय लिया था ताकि वृद्धि की गति को बरकरार रखा जा सके, जिसमें अपेक्षित निष्कर्षों पर ध्यान रखा गया था।
- आधारभूत संरचना, स्वास्थ्य एवं शिक्षा, ग्रामीण रोजगार और सरकार के अन्य प्रमुख कार्यक्रमों के संबंध में व्यय के लिए आबंटन बढ़ाया गया है।
- अर्थव्यवस्था की वृद्धि में आधारभूत संरचना क्षेत्र की महत्वपूर्ण भूमिका को ध्यान में रखते हुए राष्ट्रीय राजमार्ग विकास कार्यक्रम और शहरी आधारभूत संरचना क्षेत्र के लिए आबंटन में वर्ष 2009-10 के दौरान काफी बढ़ोतरी की गयी।
- स्वास्थ्य और शिक्षा के लिए आबंटन वर्ष 2009-10 के बजट में काफी बढ़ाया गया। जनसांख्यिकीय फायदे को ध्यान में रखते हुए 'मिशन इन एडुकेशन थ्रू आइसीटी' योजना के लिए प्रावधान में पर्याप्त वृद्धि की गयी। सरकार ने प्रत्येक ऐसे राज्य में एक केंद्रीय विश्वविद्यालय स्थापित करने के लिए भी आबंटन किया जहाँ अभी तक कोई केंद्रीय विश्वविद्यालय नहीं था। लोक सेवाओं की सुपुर्दगी में सुधार करने के लिए सरकार ने 120 करोड़ रुपये की राशि युनीक आइडेंटिफिकेशन अथॉरिटी ऑफ इंडिया को आबंटित की।



लाते हुए वृद्धि की पुनःप्राप्ति के लक्ष्य की ओर रुख किया ताकि उच्च वृद्धि के रास्ते पर वापस आया जाये। साथ ही वर्ष 2010-11 के केंद्रीय बजट में विस्तारक दृष्टिकोण से नपे-तुले विकास की घोषणा की गयी जिसमें कर-कटौती एवं बेहतर व्यय प्रबंधन की ओर वापस आना शामिल था। वर्ष 2010-11 के बजट में यह प्रस्ताव किया गया कि राजस्व घाटे और सकल राजकोषीय घाटे को वर्ष 2010-11 के दौरान कम करके जीडीपी के क्रमशः 4.0 प्रतिशत और 5.5 प्रतिशत पर लाया जाये। मध्यावधि राजकोषीय नीति वक्तव्य में, जिसमें आवर्ती लक्ष्यों के संदर्भ में राजकोषीय समेकन पथ निर्धारित किया गया है, यह बताया गया है कि वर्ष 2012-13 में राजस्व घाटे और सकल राजकोषीय घाटे को जीडीपी के क्रमशः 2.7 प्रतिशत और 4.1 प्रतिशत पर ले आया जायेगा। सरकार ने, तेरहवें वित्त आयोग द्वारा सिफारिश किये गये मध्यावधि राजकोषीय समेकन पथ को सिद्धांत रूप में स्वीकार करते हुए, मध्यावधि राजकोषीय नीति वक्तव्य में यह भी सूचित किया है कि ऋण-जीडीपी अनुपात को वर्ष 2012-13 तक घटाकर 48.2 प्रतिशत किया जायेगा।

मौद्रिक नीति प्रतिक्रिया

5.116 मौद्रिक नीति की प्रतिक्रिया परंपरागत उपायों, यथा, नीति दरों में कटौती, आरक्षित नकदी निधि अनुपात (सीआरआर), रिवर्स रिपो, और सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) और खुला

बाजार परिचालन, तथा गैर-परंपरागत उपायों, यथा, सिडबी और एक्जिम बैंक के लिए पुनर्वित्त सुविधाएँ खोलना और प्रावधानीकरण एवं जोखिम भारों के संबंध में विवेकपूर्ण मानदंडों को धीरे-धीरे पुनः लागू करना, के माध्यम से प्रणाली में चलनिधि की स्थिति को सहज करने के रूप में हुई। उपलब्ध कराई गई वास्तविक/संभावित चलनिधि की कुल राशि 5,85,000 करोड़ रुपये थी (सारणी 5.25)।

5.117 तथापि, भारतीय रिज़र्व बैंक और अनेक उन्नत देशों के केंद्रीय बैंकों द्वारा की गयी कार्रवाई के बीच कुछ महत्वपूर्ण अंतर है। पहला, चलनिधि उपलब्ध कराने की प्रक्रिया में काउंटरपार्टियाँ बैंक थे; यहाँ तक कि म्यूचुअल फंडों, एनबीएफसी, और आवास वित्त कंपनियों के लिए चलनिधि संबंधी उपाय बैंकों के माध्यम से किये गये। दूसरा, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में बंधक प्रतिभूतियों और वाणिज्यिक पत्रों के विपरीत संपार्श्विक मानकों में कोई कमी नहीं की गयी, जो अधिकतर सरकारी प्रतिभूतियाँ थे। तीसरा, वैश्विक प्रवृत्ति के विपरीत बड़ी मात्रा में चलनिधि उपलब्ध कराये जाने के बावजूद रिज़र्व बैंक के तुलन-पत्र में पूर्व में अवरुद्ध की गयी चलनिधि को मुक्त किये जाने के चलते कोई असामान्य वृद्धि नहीं दिखाई पड़ी। चौथा, बहुविध लिखतों की उपलब्धता और अभिनियोजन ने मौद्रिक और चलनिधि संबंधी उपायों के बेहतर अनुक्रम को सुसाध्य बनाया। अंत में, वैश्विक संकट के आगे प्रचक्रिय प्रावधानीकरण संबंधी मानदंडों और प्रतिचक्रिय विनियमों के प्रयोग ने वित्तीय स्थिरता बढ़ाने में मदद की (मोहन्ती, 2009)।

सारणी 5.25 : चलनिधि अंतःक्षेप/उपलब्धता सितंबर 2008 - सितंबर 2009 के दौरान

उपाय/सुविधा	राशि (करोड़ रुपये)	जीडीपी का % (2008-09)
1	2	3
1. सीआरआर कटौती	1,60,000	2.9
2. एमएसएस प्रतिभूतियों को उन्मुक्त/वापसी खरीद/निधि जल्दीकरण हटाया जाना	1,59,044	2.9
3. खुला बाजार परिचालन (क्रय) *	1,04,128	1.9
4. मीयादी रिपो सुविधा	60,000	1.1
5. निर्यात ऋण पुनर्वित्त में बढ़ोतरी	22,328	0.4
6. एससीबी (आरआरबी से इतर) के लिए विशेष पुनर्वित्त सुविधा	38,500	0.7
7. सिडबी/एनएचबी/एक्जिम बैंक के लिए पुनर्वित्त सुविधा	16,000	0.3
8. एसपीवी के माध्यम से एनबीएफसी के लिए** चलनिधि सुविधा	25,000	0.4
9. कुल (1 से 8)	5,85,000	10.5
ज्ञापन :		
सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) कटौती	40,000	0.7

* वर्ष 2009-10 की पहली छमाही के दौरान 80,000 करोड़ रुपये के प्रस्तावित ओएमओ क्रय के विरुद्ध 57,487 करोड़ रुपये की राशि का ओएमओ क्रय शामिल है।
** 5,000 करोड़ रुपये का ऑप्शन शामिल है।

5.118 वित्तीय समावेशन, ग्रामीण और असंगठित क्षेत्रों में रोजगार सृजन, वित्तीय साक्षरता और ऋण-परामर्श के क्षेत्रों में भी व्यापक उपाय किये गये। इनमें ग्रामीण सहकारी संस्थाओं और क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों को सुदृढ़ किया जाना शामिल था, जो प्रमुख रूप से ग्रामीण क्षेत्रों की आवश्यकताएँ पूरी करते हैं; क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों की शाखा लाइसेंसिकरण नीतियों को उदार बनाना; उधार देने की बहुविध सरणियों

को प्रोत्साहित करना, यथा, स्वयं सहायता समूह, माइक्रोफाइनेंस संस्थाएँ और बैंकिंग फैसिलिटेटर/बैंकिंग कार्रवाई मॉडल को अपनाया जाना; कृषि तथा सूक्ष्म, लघु और मझोले उद्यम क्षेत्रों को उधार दिये जाने की क्रियाविधियों और प्रक्रियाओं को सरल बनाना; और आइसीटी समाधानों को अपनाया जाना, ताकि न केवल आउटरीच में वृद्धि हो, बल्कि लेन-देन की लागत भी कम हो (बॉक्स V.8)।

बॉक्स V.8

मौद्रिक नीति संबंधी उपाय

मौद्रिक उपाय

- चलनिधि समायोजन सुविधा के अंतर्गत रिपो दर में अक्टूबर 2008-अप्रैल 2009 के दौरान 425 आधार अंक कटौती करते हुए उसे 9.00 प्रतिशत से 4.75 प्रतिशत किया गया।
- चलनिधि समायोजन सुविधा के अंतर्गत रिवर्स रिपो दर को भी दिसंबर 2008-अप्रैल 2009 के दौरान 275 आधार अंक घटाकर 6.00 प्रतिशत से 3.25 प्रतिशत किया गया।
- इस प्रकार, प्रभावी नीति दर में 575 आधार अंकों की बड़ी कटौती की गयी जो मध्य सितंबर 2008 में 9.00 प्रतिशत थी और अप्रैल 2009 में घटकर 3.25 प्रतिशत हो गयी।

देशी चलनिधि उपाय

- आरक्षित नकदी निधि अनुपात को 9 प्रतिशत (सितंबर 2008 में) से घटाकर जनवरी 2009 के आरंभ में 5 प्रतिशत किया गया जिससे प्रणाली में लगभग 1,60,000 करोड़ रुपये की प्राथमिक चलनिधि डाली गई।
- सांविधिक चलनिधि अनुपात में एक प्रतिशत अंक की कटौती कर उसे एनडीटीएल के 25 प्रतिशत से 24 प्रतिशत किया गया, जो 8 नवंबर 2008 को आरंभ हुए पखवाड़े से प्रभावी हुआ।
- सभी अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के लिए (आरआरबी को छोड़कर) विशेष पुनर्वित्त सुविधा आरंभ की गयी जिससे वे रिजर्व बैंक से प्रत्येक बैंक के 24 अक्टूबर 2008 की स्थिति के अनुसार एनडीटीएल के 1.0 प्रतिशत तक पुनर्वित्त सुविधा चलनिधि समायोजन सुविधा रिपो दर पर अधिकतम 90 दिनों की अवधि के लिए प्राप्त करने में समर्थ हुए। बैंकों को इस सुविधा का उपयोग करने के लिए प्रोत्साहित किया गया ताकि वे सूक्ष्म और लघु उद्यमों को वित्त प्रदान कर सकें। इसे अक्टूबर 2009 में बंद कर दिया गया।
- चलनिधि समायोजन सुविधा के अंतर्गत 60,000 करोड़ रुपये की मीयादी रिपो सुविधा आरंभ की गयी ताकि म्यूचुअल फंडों, एनबीएफसी और आवास वित्त कंपनियों द्वारा अनुभव किये गये चलनिधि-दबाव को सहज करने में बैंक समर्थ हो सकें और इसके साथ ही एसएलआर में एनडीटीएल के 1.5 प्रतिशत की छूट दी गयी। यह सुविधा 30 सितंबर 2009 तक उपलब्ध थी और इसे अक्टूबर 2009 में बंद कर दिया गया।
- एमएसएस के अंतर्गत नये निर्गमों को रोक दिया गया और मौजूदा एमएसएस प्रतिभूतियों की वापसी खरीद का उपयोग भी प्रणाली में चलनिधि का अंतःक्षेप

करने के लिए किया गया। विभिन्न परिचालनों को प्रतिबिंबित करते हुए, एमएसएस जमाशेष, जो अंत मई 2008 में 1,75,362 करोड़ रुपये थे, कम होकर अंत मार्च 2009 तक लगभग 88,000 करोड़ रुपये हो गये और पुनः सितंबर 2009 तक 19,000 करोड़ रुपये हो गये।

- पोतलदानपूर्व और पोतलदानोत्तर रुपया निर्यात ऋण के पहले खंड के लिए पात्रता अवधि का विस्तार 90 दिनों तक दोनों के लिए क्रमशः 15 नवंबर 2008 और 1 दिसंबर 2008 से स्वीकृत किया गया।
- आवास, निर्यात और एसएमई क्षेत्रों को चलनिधि सहायता प्रदान करने के लिए रिजर्व बैंक ने मार्च 2010 तक राष्ट्रीय आवास बैंक को 4,000 करोड़ रुपये, एक्जिम बैंक को 5,000 करोड़ रुपये और सिडबी को 7,000 करोड़ रुपये की पुनर्वित्त सुविधा प्रदान की।

निकास

- सांविधिक चलनिधि अनुपात, जो मांग और मीयादी देयताओं के 25 प्रतिशत से घटाकर 24 प्रतिशत कर दिया गया था, 7 नवंबर 2009 से पुनः 25 प्रतिशत कर दिया गया।
- निर्यात ऋण पुनर्वित्त सुविधा की सीमा, जिसे बढ़ाकर पात्र बकाया निर्यात ऋण का 50 प्रतिशत कर दिया गया था, संकट-पूर्व स्तर के 15 प्रतिशत पर ले आयी गयी।
- अनुसूचित बैंकों का आरक्षित नकदी निधि अनुपात 75 आधार अंक बढ़ाकर दो चरणों में उनकी निवल मांग और मीयादी देयताओं के 5.0 प्रतिशत से 5.75 प्रतिशत किया गया; 50 आधार अंकों की वृद्धि का पहला चरण 13 फरवरी 2010 को आरंभ होने वाले पखवाड़े से प्रभावी हुआ, जिसके बाद 25 आधार अंकों की वृद्धि का दूसरा चरण 27 फरवरी 2010 को आरंभ होने वाले पखवाड़े से प्रभावी हुआ।
- अनुसूचित बैंकों का आरक्षित नकदी निधि अनुपात 25 आधार अंक बढ़ाकर उनके एनडीटीएल के 5.75 प्रतिशत से 6.00 प्रतिशत किया गया और वह 24 अप्रैल 2010 को आरंभ होने वाले पखवाड़े से प्रभावी हुआ।
- चलनिधि समायोजन सुविधा के अंतर्गत रिपो दर 10 अप्रैल 2010 को तत्काल प्रभाव से 25 आधार अंक बढ़ाकर 5.0 प्रतिशत से 5.25 प्रतिशत किया गया। रिवर्स रिपो दर में भी 25 आधार अंकों की वृद्धि करते हुए उसे 3.5 प्रतिशत से 3.75 प्रतिशत किया गया।

5.119 कुल मिलाकर, रिज़र्व बैंक और भारत सरकार द्वारा मध्य सितंबर 2008 से किये गये उपायों ने यह सुनिश्चित किया है कि भारत का वित्तीय क्षेत्र व्यवस्थित ढंग से कार्य करता रहे। इन उपायों के माध्यम से वित्तीय प्रणाली को संभाव्य रूप से उपलब्ध प्राथमिक चलनिधि की संचयी राशि 122 बिलियन अमरीकी डालर¹² से अधिक या जीडीपी के लगभग 11 प्रतिशत¹³ थी। इस बड़ी सुविधा ने मध्य नवंबर 2008 से आरंभ करते हुए चलनिधि की सहज स्थिति को सुनिश्चित किया है, जिसके साक्षी अनेक संकेतक हैं।

5.120 भारत में मौद्रिक नीति ने, अधिकांश अन्य देशों की तरह, हाल के वित्तीय संकट से उत्पन्न स्पिलओवर को रोकने के लिए परंपरागत और गैर परंपरागत, दोनों प्रकार के समंजनकारी उपाय किये थे। संकट से उबरने और खाद्यान्न की बढ़ती कीमतों के स्फोटिकारक प्रत्याशाओं पर प्रभाव डालने की पृष्ठभूमि में मौद्रिक नीति ने अपने समंजनकारी स्वरूप से निकास का प्रथम चरण आरंभ किया, जिसमें कुछ गैर-परंपरागत उपायों का अक्टूबर 2009 के दौरान विपर्यय करना शामिल था (बॉक्स V.8)।

V. निष्कर्षात्मक टिप्पणियां

5.121 हाल की अवधि में, वित्तीय सहबद्धता सुदृढ़ हुई है जिसके परिणामस्वरूप व्यवसाय-चक्र का उच्च अंश में सहगमन हुआ है, जिसका परिणाम यह भी हुआ है कि आघातों का द्रुत संचरण सभी देशों में हुआ है। भारत में भी व्यापार के खुलेपन में वृद्धि हुई है, जिसका प्रतिबिंब देशी व्यवसाय-चक्र की उन्नत एवं उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के साथ तुल्यकालिकता में दिखाई पड़ता है। बढ़ी हुई तुल्यकालिकता अंततः वैश्विक गतिविधियों के भारतीय अर्थव्यवस्था में बड़े संचरण में प्रतिबिंबित हुई। इसके अलावा व्यापार और वित्त सरणियों के बीच, वित्त माध्यम को हाल की अवधि में भारतीय अर्थव्यवस्था पर वैश्विक गतिविधियों के प्रभाव का संचरण करने में अधिक अभिभावी पाया गया है।

5.122 भारत में सबसे पहले वित्तीय बाजार प्रभावित हुए जिसका मुख्य कारण था वैश्विक डिलिवरेजिंग प्रक्रिया के भाग के रूप में पूंजी

प्रवाह का विपर्यय होना। रुपया-अमरीकी डालर में वर्ष 2008-09 की दूसरी छमाही में काफी मूल्यांस हुआ और विदेशी मुद्रा बाजार के पण्यावर्त में भी, वणिक माल निर्यात में तेज गिरावट तथा काफी नियंत्रित पूंजी प्रवाह की पृष्ठभूमि में, तेजी से गिरावट आयी। भुगतान संतुलन पर दबाव बढ़ा जिसके चलते आहरण द्वारा रिज़र्व में कमी की गयी। विदेशी मुद्रा आपूर्ति की स्थिति को सहज करने के लिए अनेक उपाय आरंभ किये गये जिसमें अंशतः रिज़र्व बैंक की विदेशी आरक्षित निधियों तक अधिक पहुँच और अंशतः विनिर्दिष्ट उपायों की प्रतिक्रिया में पूंजी अंतर्वाह में सुधार करना शामिल था। विदेशी मुद्रा बाजार में बड़े पैमाने पर वास्तविक मध्यवर्ती विक्रय के अतिरिक्त रिज़र्व बैंक ने बैंकों के लिए विदेशी मुद्रा स्वैप सुविधा भी खोली। अंतरराष्ट्रीय कीमतों के ऊँचा होने और बढ़ते जाने के चरण में तेल आयातकर्ता कंपनियों की ओर से मांग-जन्य दबाव को सहज करने के लिए रिज़र्व बैंक ने पहले ही द्वितीयक बाजार में वाणिज्यिक बैंकों के माध्यम से विशेष बाजार परिचालन आरंभ कर दिया था, जिसमें सरकारी क्षेत्र की तेल विपणन कंपनियों के बांडों पर विदेशी मुद्रा चलनिधि की सीधी आपूर्ति शामिल थी। विदेशी मुद्रा चलनिधि की आपूर्ति में सुधार को लक्ष्य में रखते हुए जो नीतिगत उपाय किये गये, उनमें बैंकों को अपनी समुद्रपार शाखाओं से विवेकपूर्ण सीमा के भीतर उधार लेने की अनुमति देना, बाह्य वाणिज्यिक उधार नीति को और शिथिल करना, जिसमें एनबीएफसी और आवास वित्त कंपनियों को विदेशी मुद्रा में उधार लेने की अनुमति देना शामिल था, और एनआरआई जमाराशियों पर ब्याज दरों को बढ़ाना शामिल था। विदेशी मुद्रा बाजार में मांग-जन्य दबाव के होते हुए भी, अंतरराष्ट्रीय आस्ति कीमतों में गिरावट को देखते हुए, कारपोरेटों को प्रचलित बढ़ा दरों पर अपने विदेशी मुद्रा परिवर्तनीय बांडों की समयपूर्व वापसी खरीद करने की अनुमति दी गयी।

5.123 मुद्रा बाजार, जो वर्ष 2008-09 की पहली छमाही के दौरान सामान्यतः व्यवस्थित रहा, पर लेहमैन ब्रदर्स और कुछ अन्य वैश्विक वित्तीय संस्थाओं की विफलता के बाद चलनिधि-जन्य दबाव आया, और मांग बाजार में अस्थिरता में पर्याप्त बढ़ोतरी हुई। वर्ष 2008 की

¹² प्रयुक्त विनिमय दर वर्ष 2008-09 के लिए प्रति अमरीकी डालर रुपये की औसत विनिमय दर है।

¹³ वर्ष 2008-09 के जीडीपी का प्रयोग किया गया है।

तीसरी तिमाही के दौरान वित्तीय बाजारों में बढ़ी हुई अस्थिरता के साथ, रिज़र्व बैंक को रुपया और विदेशी मुद्रा चलनिधि की पर्याप्त आपूर्ति सुनिश्चित करनी पड़ी, ताकि मांग मुद्रा दर को चलनिधि समायोजन सुविधा कॉरिडोर के भीतर पुनः बहाल किया जाये और विनिमय दर में अस्थिरता को भी रोका जाये। रिज़र्व बैंक को निवल देशी आस्तियों को विस्तारित करना पड़ा ताकि निवल विदेशी आस्तियों में कमी के चलते आरक्षित मुद्रा में कमी के लिए क्षतिपूर्ति की जा सके जिससे मुद्रा आपूर्ति में आवश्यक वृद्धि सुनिश्चित हो, जो आर्थिक वृद्धि की आवश्यकताओं के संगत हो और इसके अतिरिक्त प्रचुर चलनिधि की व्यवस्था हो, जिससे कि भारतीय बाजारों में चलनिधि की कमी होने का डर दूर किया जा सके। रिज़र्व बैंक ने प्रणाली में चलनिधि बढ़ाने के लिए सभी साधनों, यथा, एलएएफ, ओएमओ, सीआरआर तथा एमएसएस का उपयोग किया। आरक्षित मुद्रा पर संकुचित होते निवल विदेशी आस्तियों के प्रभाव का समंजन करने के लिए निवल देशी आस्तियों को विस्तारित किये जाने की चुनौती पर कार्रवाई करते हुए एमएसएस जमाशेषों को उन्मुक्त किये जाने से न केवल रिज़र्व बैंक द्वारा अपने तुलनपत्र को विस्तारित किये बिना पर्याप्त चलनिधि विस्तार की गुंजाइश बनी, बल्कि उन्मुक्त किये जाने का समय-निर्धारण भी इस प्रकार नियंत्रित किया जा सका कि सरकार के बड़े उधार कार्यक्रम का प्रबंध भी सरलता से, किसी प्रकार का बाजार दबाव उत्पन्न किये बिना, किया जा सका। रिज़र्व बैंक के मौद्रिक परिचालन उन्नत देशों के अनेक केंद्रीय बैंकों के अनुभवों से भिन्न थे, भले ही अंतिम उद्देश्य लगभग समान था, जिसे यह सुनिश्चित करना था कि बैंकिंग प्रणाली में पर्याप्त चलनिधि उपलब्ध रहे। इस प्रकार, रिज़र्व बैंक की नीतियों का मुद्रा, विदेशी मुद्रा और सरकारी प्रतिभूति बाजारों में संचरण प्रभावी रहा, जिससे अल्पावधि में बाजार में व्यवस्था को पुनः बहाल किया जाना सुनिश्चित हुआ।

5.124 भारत में ऋण बाजार सामान्य रूप से कार्य करता रहा, जबकि अनेक उन्नत देशों में इस बाजार को लगभग रोक-मुक्त किया गया था। वृद्धि की गति को बनाये रखने के लिए निजी क्षेत्र को ऋण प्रवाह में नरमी को रोकने के अभिभावी महत्व को देखते हुए, प्रतिक्रमिय विवेकपूर्ण विनियमों का प्रयोग किया गया ताकि उधार देने के लिए बैंकों को प्रोत्साहित किया जा सके। तथापि, वाणिज्यिक बैंकों की ऋण-वृद्धि में वर्ष 2008-09 के दौरान तेजी से गिरावट आयी, विशेष रूप से दूसरी छमाही में, जिसका कारण था मंद पड़े आर्थिक कार्यकलाप

और बैंकों का अपनी लाभप्रदता के प्रति सतर्क रहना। बैंकों ने, जिन्होंने वर्ष 2008-09 के दौरान ऋणात्मक जमा-वृद्धि और संसाधनों पर दबाव दर्ज किया था, अपनी ऋण-वृद्धि में पर्याप्त गिरावट देखी। यह जानना रोचक होगा कि इन बैंकों के अपने जमा संविभाग में मीयादी जमाराशियों का हिस्सा बहुत कम था।

5.125 विदेशी मुद्रा और मुद्रा बाजारों की तरह 10-वर्षीय बेंचमार्क सरकारी प्रतिभूतियों की अस्थिरता में उतार-चढ़ाव सितंबर 2008 से बढ़ गया, जो वित्तीय बाजारों में सामान्य दबाव और वर्ष 2008-09 की अंतिम तिमाही के दौरान भारत सरकार के बाजार उधार में तेज वृद्धि को प्रतिबिंबित करता है। वैश्विक वित्तीय संकट ने भी भारत को आस्ति-कीमतों के माध्यम से प्रभावित किया। देशी आस्ति-कीमतों पर वैश्विक वित्तीय और वास्तविक आघात, खास कर शेयर कीमतों पर, ने परिवारों के धन और कारपोरेट तुलनपत्र का क्षरण उनके संपार्श्विकों के मूल्य के संदर्भ में किया। दोनों कारकों ने पारिवारिक उपभोग मांग और कारपोरेट निवेश को प्रभावित किया। आस्ति-कीमत आघातों ने भी विनिमय दर प्रत्याशाओं पर प्रतिकूल प्रभाव डाला जिसके चलते बाद में बाह्य व्यापार के बारे में और अनिश्चितता आयी। वित्तीय संकट के बाद शेयर बाजार पूँजीकरण में गिरावट सभी ओईसीडी देशों और ईएमई में लगभग तुलनात्मक परिमाण में रही, जो वैश्विक आघात की बढ़ी हुई गंभीरता को रेखांकित करता है।

5.126 भारत में शेयर बाजार, सभी प्रमुख अंतरराष्ट्रीय घटनाओं के प्रति प्रतिक्रिया करते हुए, जनवरी 2008 के अपने शिखर स्तर से फिसलते हुए मार्च 2009 में नये निचले स्तर पर जा पहुँचे। दीर्घावधि के सह एकीकरण वेक्टर ने दर्शाया कि क्षेत्रीय बाजारों की तुलना में वैश्विक बाजारों का भारतीय शेयरों पर प्रभाव अधिक स्पष्ट था। वैश्विक और क्षेत्रीय बाजार एक साथ मिलकर भारतीय शेयर बाजार में थोक घट-बढ़ के लिए जिम्मेवार थे। भारत के लिए एक बाई-वैरिएट वीएआर मॉडल यह सूचित करता है कि विदेशी संस्थागत निवेशक से शेयर बाजार की ओर पूँजी प्रवाह में एक महत्वपूर्ण कार्य-कारण संबंध काम करता है। बीएसई सूचकांक से विदेशी संस्थागत निवेशक प्रवाह तक कारण-कार्य सिद्धांत प्रतिसूचना भी महत्वपूर्ण थी, अलबत्ता कम महत्वपूर्ण।

5.127 यद्यपि भारत में बैंकिंग क्षेत्र सब-प्राइम बंधक के प्रति और विफल संस्थाओं के प्रति अपने स्वल्प एक्सपोज़र के कारण संकट से

सीधे प्रभावित नहीं हुआ, फिर भी मुद्रा और विदेशी मुद्रा बाजारों में चलनिधि दबाव ने अंततः बैंकों पर ऋण-जन्य दबाव बढ़ाया। भारतीय बैंक उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं और उन्नत देशों के अपने समकक्षों की तुलना में अपनी बेहतर वित्तीय स्थिति के कारण वर्तमान वैश्विक संकट के स्पिलओवर से बच निकलने में समर्थ हुए। प्रणालीगत जोखिम-मूल्यांकन का समष्टि-विवेकपूर्ण आयाम वर्तमान वैश्विक वित्तीय संकट के संदर्भ में विशेष रूप से महत्वपूर्ण हो गया है। भारत में समष्टि विवेकपूर्ण विनियम वैश्विक संकट के शुरू होने के पहले से ही जोखिम-भार एवं प्रावधानीकरण मानदंडों के प्रतिचक्र्रीय उपयोग के रूप में दृश्यमान थे। समष्टि विवेकपूर्ण विश्लेषण से समय पर प्रणालीगत जोखिमों की पहचान के लिए शुरुआती संकेत मिल सकते हैं, जबकि समष्टि विवेकपूर्ण विनियम वित्तीय प्रणाली में प्रणालीगत जोखिम के उद्भव को रोक सकता है। रिज़र्व बैंक बैंकिंग पर्यवेक्षण संबंधी बासेल समिति द्वारा जारी किये गये नये मार्गदर्शी सिद्धांतों को ध्यान में रखते हुए दबाव परीक्षण और चलनिधि जोखिम प्रबंध के संबंध में दिशा-निर्देशों को संशोधित करने की प्रक्रिया लागू कर रहा है। यह बैंक-प्रायोजित निजी पूँजी-समूह (उदाहरणार्थ, निजी इक्विटी निधि/उद्यम के लिए पूँजी निधि) के लिए एक जोखिम प्रबंधन एवं पूँजी पर्याप्तता ढाँचा निर्धारित करने पर विचार कर रहा है, खासकर इस प्रकार के कार्यकलापों को हथ में लेने से उत्पन्न प्रतिष्ठा जोखिम को ध्यान में रखते हुए।

5.128 मौद्रिक नीति आघातों के विषम प्रभावों के अनुमान से यह प्रकट हुआ कि नीति-दरों में और चलनिधि में परिवर्तन का महत्वपूर्ण सकारात्मक प्रभाव बैंक उधार पर पड़ता है और उधार देने की प्रवृत्ति पर मौद्रिक नीति का प्रभाव उन बैंकों के लिए सुदृढ़ होता है जिनके पास कम अर्थसुलभ तुलन-पत्र होता है। गिरते शेयर मूल्यों और

कारपोरेटों के लिए संसाधनों के कम होते जाने से म्यूचुअल फंडों पर वर्ष 2008-09 की दूसरी छमाही में शोधन दबाव उत्पन्न हुआ और इसके साथ ही म्यूचुअल फंड वैकल्पिक स्रोतों से निधियाँ जुटाने में असमर्थ हुए। एनबीएफसी और म्यूचुअल फंडों ने अपनी निधियों के स्रोतों को देखते हुए चलनिधि की बड़ी कमी महसूस की। रिज़र्व बैंक द्वारा बैंकों को दी गयी मीयादी रिपो सुविधा, जिसकी सहायता से बैंक एनबीएफसी और म्यूचुअल फंडों को आगे उधार दे सकें, और वर्ष 2009-10 के आरंभ में शेयर बाजार की स्थिति सुधरने से इन संस्थाओं को राहत मिली। ऐसे स्पष्ट संकेत दिखाई दे रहे हैं कि म्यूचुअल फंडों पर दबाव कम हुआ है और गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियाँ भी अपनी आस्तियों और देयताओं में संतुलन स्थापित करने के लिए आवश्यक समायोजन कर रही हैं।

5.129 सारांश रूप में कहा जा सकता है कि भारत में वित्तीय क्षेत्र के सभी घटक वर्ष 2008-09 के दौरान हाल के वैश्विक संकट से प्रत्यक्ष या परोक्ष रूप से प्रभावित हुए। यह उस वित्तीय दबाव में भी प्रतिबिंबित होता है जो वर्ष 2008-09 की तीसरी तिमाही में पर्याप्त बढ़ा, जैसाकि वित्तीय दबाव संकेतकों में आई तीव्र वृद्धि से स्पष्ट होता है। वास्तव में, भारत में वित्तीय दबाव संकेतकों में वृद्धि होना अगस्त 2007 से आरंभ हुआ और वह अक्तूबर 2008 में शिखर पर पहुँच गया, जो लेहमैन ब्रदर्स की विफलता के बाद अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजारों में गहराती उथल-पुथल में प्रतिबिंबित होता है। द्रुत गति से और नपे-तुले रूप में किये गये मौद्रिक और राजकोषीय नीतिगत उपायों ने भारतीय वित्तीय बाजारों पर वित्तीय दबाव को नवंबर 2008 से बहुत हद तक कम किया है और तब से वित्तीय दबाव संकेतकों का रुख अधोगामी है।