

राज्य सरकार की बाजार उधारियां- मुद्दे और संभावनाएं*

बी.पी. कानूनगो

श्री चंद्रशेखर घोष, अध्यक्ष, बंगाल चैंबर ऑफ कॉमर्स, श्री टी. बंदोपाध्याय, देवियों और सज्जनों। मैं बंगाल चैंबर ऑफ कॉमर्स एंड इंडस्ट्री का आभारी हूँ कि उन्होंने मुझे यहां उपस्थित होने और 'राज्य सरकार की उधारियां' विषय पर बोलने का अवसर प्रदान किया।

शासन की संघीय व्यवस्था जैसी कि हमारे देश में है, केंद्र और राज्य सरकारें दोनों ही देश के विकास के लिए जिम्मेदार हैं। इस जिम्मेदारी को पूरा करने के लिए राज्य बजटों का समग्र आकार महत्वपूर्ण है और राज्यों द्वारा किए जा रहे खर्च की प्रकृति विकास के लिए उल्लेखनीय है। चूंकि राज्यों की विकास संबंधी अपनी प्राथमिकताएं होती हैं इसलिए बजटों का वित्त पोषण करना अति महत्वपूर्ण हो जाता है। इस परिदृश्य में, बजट की वर्तमान स्थितियों और राज्य स्तर पर कर्ज प्रबंधन को परखना, मुद्दों की पहचान करना और संभावनाओं पर विचार करना आवश्यक है।

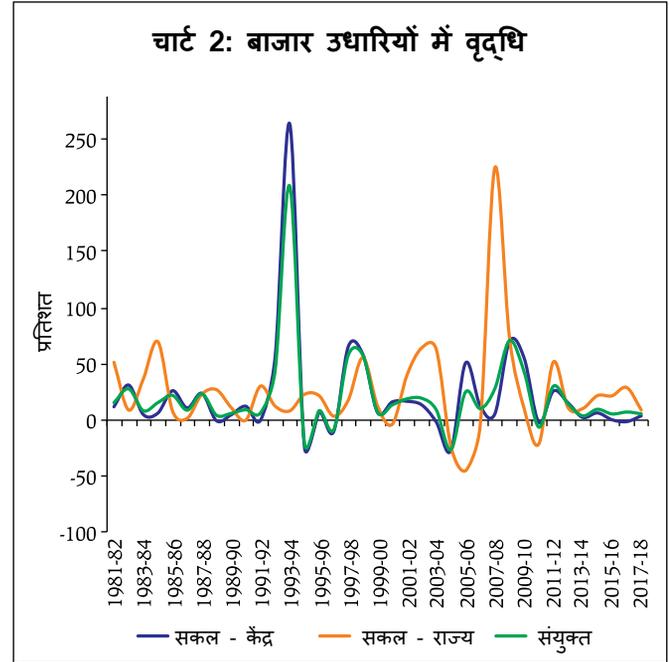
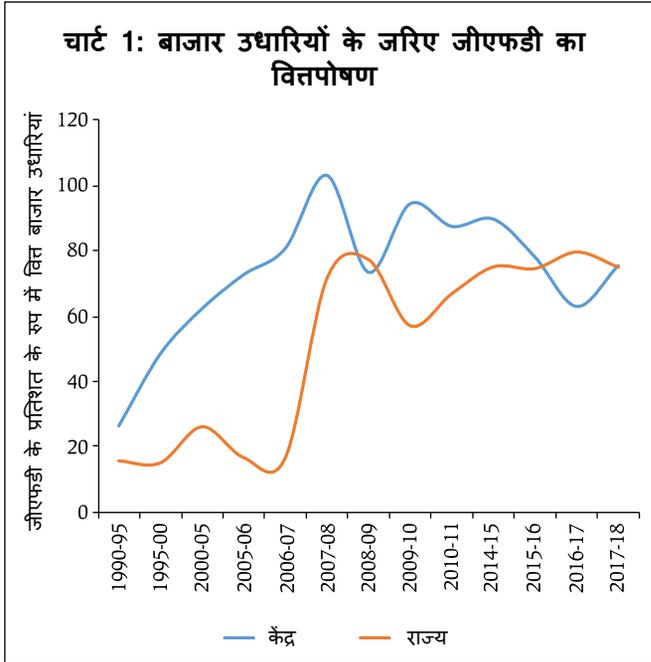
राज्यों के बजट का आकार बढ़ गया है : पिछले एक दशक में राज्य सरकार के बजटों के आकार में तीव्र वृद्धि हुई है और अब वे कुल मिलाकर केंद्रीय सरकार से कहीं अधिक खर्च करते हैं। राज्य सरकारों का समग्र खर्च 2017-18 (संअ) में बढ़कर ₹30,285.1 बिलियन हो गया जबकि 2011-12 में यह ₹12,847.1 बिलियन था और 2018-19 (बअ) में इसके और अधिक बढ़कर ₹33,592.2 बिलियन होने की संभावना है। उनके समग्र खर्च में होने वाली वृद्धि ने वर्ष 2011-12 से प्रत्येक वर्ष केंद्र सरकार की वृद्धि को भी पीछे छोड़ दिया है।

राजकोषीय असंतुलन भी बढ़ रहे हैं : यह चिंता का विषय है कि राज्य सरकारों के वित्त में राजकोषीय असंतुलन बढ़ने के दिखने लगे हैं। रिज़र्व बैंक ने 'राज्यों के वित्त: 2017-18 के बजटों का अध्ययन' में यह उल्लेख किया है कि राज्यों की समेकित राजकोषीय स्थिति 2015-

16 और 2016-17 के दौरान खराब हुई है। 2017-18 (संअ) में जीएफडी-जीडीपी अनुपात 3.1 प्रतिशत रहा जो कि राजकोषीय उत्तरदायित्व और बजट प्रबंधन (एफआरबीएम) की सीमा से लगातार तीन वर्षों से अधिक बना हुआ है। राज्य सरकारों की बकाया देयताओं में 2012-13 (2014-15 एक अपवाद है) से दो अंकों में वृद्धि हो रही है। राज्य-वार आंकड़े बताते हैं कि 16 राज्यों का कर्ज - जीएसडीपी अनुपात बढ़ गया है। राज्यों की राजकोषीय स्थिति के डाउनसाइड जोखिम में आम चुनावों के पूर्व राजस्व खर्च पर पड़ने वाला दबाव, राज्यों द्वारा 7वें वेतन आयोग की सिफारिशों का लागू करना और कुछ राज्यों में कृषि ऋणों की माफी आदि शामिल है। केंद्रीय वित्त में भी राजकोषीय चूक देखी गयी है। वैश्विक वित्तीय संकट के प्रतिसाद में 2008-13 के दौरान एफआरबीएम अधिनियम को स्थगित कर दिया गया था और राजकोषीय सहारे ने केंद्र के सकल राजकोषीय घाटे (जीएफडी) को बढ़ा दिया और इस अवधि के दौरान यह जीडीपी के औसतन 5.6 प्रतिशत पर पहुंच गया। 2013-18 की अवधि के दौरान केंद्र का जीएफडी जीडीपी के प्रतिशत के रूप में औसतन 3.9 प्रतिशत रहा। जबकि एफआरबीएम अधिनियम में जीएफडी का लक्ष्य जीडीपी का 3 प्रतिशत है। अब इसे 2020-21 तक के लिए आस्थगित कर दिया गया है। पीछे देखें तो केंद्र सरकार ने केवल एक बार वर्ष 2007-08 में इस लक्ष्य को प्राप्त किया था जबकि जीएफडी/जीडीपी अनुपात 2.5 प्रतिशत तक गिर गया था। केंद्र हो या फिर राज्य बढ़ता हुआ असंतुलन सामान्य सरकार के स्तर पर समेकन के प्रयासों को विपथित कर सकता है। जी-20 देशों के बीच भारत का सामान्य सरकार घाटा अत्यधिक ऊंचे स्तर पर बना हुआ है।

राज्यों की बाजार उधारियां में वृद्धि हुई है : बड़ी मात्रा में खर्च और घाटों के परिणामस्वरूप बाजार उधारियों में वृद्धि हुई है जो राज्यों के स्तर पर राजकोषीय असंतुलन और बकाया देयताओं में बढ़ोतरी दर्शाती है। भारतीय राज्य सरकारों की बाजार उधारियां जो उनके सकल राजकोषीय घाटों के वित्त पोषण का मुख्य स्रोत है, में हाल के वर्षों में तीव्र वृद्धि हुई है जो कि केंद्र सरकार की दिनांकित बाजार उधारियों में आयी स्थिरता के विपरीत है। बाजार उधारियों के माध्यम से सकल राजकोषीय घाटे (जीएफडी) को वित्तपोषित करना 1990 के पूर्व वित्तीयन का महज एक छोटा भाग था जो 2017-18 (बअ) में उल्लेखनीय रूप

* 31 अगस्त 2018 को मुंबई में बंगाल चैंबर ऑफ कामर्स के वित्तीय बाजार कॉन्क्लेव में रिज़र्व बैंक के उप गवर्नर बी.पी. कानूनगो का संभाषण।



से बढ़कर 74.9 प्रतिशत हो गया करे (चार्ट 1)।

इसलिए यह आश्चर्यजनक नहीं है कि मौजूदा राजकोषीय वर्ष में राज्य सरकारों की अनुमानित सकल और निवल बाजार उधारियां केंद्र सरकार की उधारियों के समान थीं। उज्जवला डिस्कॉम आश्वासन योजना (उदय) के तहत भी राज्य ऊर्जा प्रदाताओं की देयताओं को अधिगृहीत करने के लिए भी राज्यों ने काफी उधार लिया। समग्र आधार पर राज्यों की सकल उधारियों के बढ़कर ₹5.5 लाख करोड़ या जीडीपी के 2.9 प्रतिशत रहने का अनुमान लगाया गया है जबकि 2018-19 में निवल उधारियों के बढ़कर ₹4.2 लाख करोड़ या जीडीपी के 2.3 प्रतिशत तक पहुंचने की संभावना है। राज्यों ने अपने राजकोषीय घाटे के लगभग 91 प्रतिशत हिस्से को बाजार उधारियों के माध्यम से जुटाने का अनुमान लगाया है जबकि केंद्र सरकार द्वारा 66 प्रतिशत का वित्त पोषण इसके माध्यम से किया जाएगा। 2018-19 के दौरान राज्य सरकारों की सकल उधारियों में वर्ष-दर-वर्ष आधार पर 28.5 प्रतिशत का इजाफा होने की संभावना है।

वित्तपोषण के मिश्रण में बदलाव हुआ है : राज्यों के वित्तपोषण के मिश्रण में हुए बदलाव ने भी बाजार उधारियों पर निर्भरता बढ़ाने में अपना योगदान दिया है। 14वें वित्त आयोग की सिफारिशों के अनुसरण में अधिकतर सभी राज्य राष्ट्रीय लघु बचत निधियों (एनएसएसएफ) से अलग हो गए हैं। इसके परिणामस्वरूप, हाल के वर्षों में राज्य सरकारों की बाजार उधारियों पर निर्भरता उल्लेखनीय रूप से बढ़

गई है। मोचनों में बढ़ोतरी से जीएफडी के 0.5 प्रतिशत तक उच्चतर बाजार उधारी हो रही है क्योंकि 2007-08 में वैश्विक वित्तीय संकट (जीएफसी) के झटकों से उबरने के लिए राज्यों को राजकोषीय सहारा प्रदान किया गया था, इसने भी उधारियों¹ को बढ़ाने में अपना योगदान दिया (चार्ट 2)। इसके चलते राज्यों की बाजार उधारियों में वृद्धि की गति केंद्र से ज्यादा हो गयी, जो कि पिछले दो-एक वर्षों से कम या ज्यादा स्थिर ही रही है।

अधिक उधारियों का प्रभाव : लगभग ₹1.3 लाख करोड़ के मोचन दबाव को विचार में रखते हुए राजकोषीय वर्ष 19 में सकल बाजार उधारियों के ₹6 लाख करोड़ से अधिक हो जाने की संभावना है जो केंद्र सरकार की राजकोषीय वर्ष के लिए ली जाने वाली उधारियों से कुछ ज्यादा है। बकाया राज्य विकास ऋणों (एसडीएल) में बाजार की भागीदारी 2008-09 के 16.59 प्रतिशत से बढ़कर 2018-19 में 29.06 प्रतिशत हो गई है जबकि इसी अवधि के दौरान भारत सरकार की भागीदारी (सरकारी प्रतिभूतियां और खजाना-बिल) 83.41 प्रतिशत से कम होकर 70.94 प्रतिशत हो गई है। यद्यपि, रिज़र्व बैंक ने केंद्र और राज्य सरकारों की बाजार उधारियों का प्रबंधन सफलता पूर्वक किया है तथापि, राज्यों की बाजार उधारियों पर बढ़ती हुई निर्भरता ने मांग और आपूर्ति

¹ 2007-08 के दौरान राज्यों द्वारा लिया गया सकल उधार पिछले वर्ष लिये गये उधार के दोगुने से अधिक था क्योंकि केन्द्र द्वारा राज्यों को अतिरिक्त आवेदनों की मंजूरी प्रदान की गई थी ताकि 2007-08 के दौरान राष्ट्रीय लघु बचत निधि (एनएसएसएफ) में हुयी कमी को पूरा किया जा सके।

दोनों पक्षों की ओर से चिंताओं को बढ़ा दिया है और इसे इस प्रकार प्रबंधित करने की आवश्यकता है कि ताकि प्रतिफलों पर किसी प्रकार के दुष्प्रभाव को न्यूनतम किया जा सके। मैं इनमें से कुछ चिंताओं पर प्रकाश डालूंगा।

- i. **प्रतिफलों का कठोर होना** : केंद्र और राज्यों की बाजार उधारियों पर बढ़ती हुयी निर्भरता से सरकारी प्रतिभूति बाजार में सरकारी दस्तावेजों की अत्यधिक आपूर्ति हो गई है और इससे सरकारी प्रतिफल कठोर हुए हैं। इसकी परिणति एक श्रंखला में होती है, जिसमें बढ़ती हुई बाजार उधारियों के परिणामस्वरूप मोचन का दबाव बढ़ता है जो और अधिक उधारियां लेने को मजबूर करता है ताकि बकाया कर्ज और समेकित ब्याज के बोझ से निजात पायी जा सके। भारत औसत प्रतिफल 2016-17 में 7.48 प्रतिशत था जो 2017-18 में 7.60 प्रतिशत हो गया। केंद्रीय सरकार की प्रतिभूतियों के समान परिपक्वता की तुलना में एसडीएल का औसत अंतर 2014-15 में 38 आधार अंक था जो 2017-18 में बढ़कर 59 आधार अंक हो गया है जो राज्यों के लिए उधार की लागत में हुई बढ़ोतरी स्पष्ट रूप से दर्शाता है (सारणी)। चूंकि सरकारी प्रतिभूतियों और एसडीएल के लिये निवेशकों का आधार लगभग एक जैसा ही है इसलिए एसडीएल की लगातार और बड़ी मात्रा में होने वाली आपूर्ति से केंद्रीय सरकार की प्रतिभूतियों के प्रतिफलों में भी कठोरता आ गयी है।
- ii. **कॉर्पोरेट बांड बाजार पर प्रभाव** : भारतीय रिज़र्व बैंक और कैफरल के एक आंतरिक अध्ययन ने कॉर्पोरेट बांड प्रतिफलों पर एसडीएल अंतर के प्रभाव की जांच की है और यह देखा गया कि राज्य सरकारों के दस्तावेजों पर बढ़ते हुये प्रतिफलों ने कॉर्पोरेट बांडों के स्प्रेड पर भी दबाव बनाया है। केंद्रीय सरकार का कर्ज जिस प्रकार

बैंक क्रेडिट के लिए बाधा उत्पन्न (क्राउड आउट) कर देता है उसके विपरीत एसडीएल बांड बाजार में लागत बढ़ोतरी कर कॉर्पोरेट उधारियों के लिए बाधा उत्पन्न कर देता है। जीडीपी की तुलना में राज्य कर्ज के निर्गमों में होने वाली मात्रा एक प्रतिशतता बिंदु की बढ़ोतरी ने वित्त वर्ष 2016 में कॉर्पोरेट बांडों के निर्गमों की मात्रा में 11 प्रतिशत की गिरावट उत्पन्न कर दी थी। लंबी परिपक्वता वाले और उच्च रेटिंग प्राप्त कॉर्पोरेट बांडों में बाजार से बाहर होने की प्रवृत्ति कहीं अधिक होती है क्योंकि एसडीएल उनके संदर्भ में एक विकल्प उत्पन्न कर देता है।

- iii. **वित्तीय बाजारों के अन्य हिस्सों में पड़ने वाला प्रभाव** : बढ़ी हुई आपूर्ति और परिणामी प्रतिफलों की कठोरता का, विशेष रूप से 10 वर्षीय प्रतिभूति बेंचमार्क के मामले में, वित्तीय बाजार के अन्य हिस्सों में ब्याज दरों पर प्रपातिक प्रभाव पड़ता है क्योंकि अन्य उत्पादों का मूल्यन जोखिम-मुक्त प्रतिफल वक्र पर आधारित होता है। इसका असर इनपुट लागतों के रूप में मुद्रास्फीति पर पड़ता है जिससे प्रतिफल स्तरों में और अधिक वृद्धि हो जाती है परिणामतः एक दुश्चक्र का निर्माण हो जाता है। चूंकि अर्थव्यवस्था उच्चतर संवृद्धि के पथ पर अग्रसरित है इसलिए आने वाले सालों में घरेलू निधीयन के लिए निजी क्षेत्र में उल्लेखनीय वृद्धि होने की संभावना है अतः हितधारकों को न केवल स्वयं के ब्याज खर्च के प्रति संवेदनशील होना पड़ेगा वरन् उन्हें वित्तीय क्षेत्र का भी ध्यान रखना होगा।
- iv. **बैंकों से घटती हुयी मांग**: केंद्र और राज्यों की बड़ी उधारी आवश्यकताओं को देखते हुये सरकारी प्रतिभूतियों के लिए संस्थागत मांग का अनुमान लगाना अनिवार्य होता है। आबद्ध वित्तपोषण का उपयोग घट रहा है क्योंकि बैंक एसएलआर अपेक्षाओं

सारणी: भारत सरकार की प्रतिभूतियों की तदनुरूपी अवधि की तुलना में एसडीएल का सकल निर्गम और स्प्रेड

वर्ष	राज्यों की सकल उधारियां (₹ बिलियन में)	वर्ष-दर-वर्ष वृद्धि (प्रतिशत)	भारत सरकार की सकल उधारियां (₹ बिलियन में)	वर्ष-दर-वर्ष वृद्धि (प्रतिशत)	भारत सरकार की तुलना में एसडीएल का और भारत स्प्रेड (बीपीएस)	वर्ष-दर-वर्ष वृद्धि (प्रतिशत)
2014-15	2408.42	22	5920	5	38	49
2015-16	2945.60	22	5850	-1	50	32
2016-17	3819.79	30	5820	-1	60	20
2017-18	4191.00	10	5880	1	59	-2

- में कमी लाने के लिये ग्लाइड पथ का अनुसरण कर रहे हैं। एक ऐसा बाजार जिसे एसएलआर के रूप में अग्रक्रयता में कमी, परिपक्वता तक धारिता (एचटीएम) में कमी और बिक्री के लिए चिह्नित (एमटीएम) लेखांकन की अनिवार्यता की मांग करने वाले अंतरराष्ट्रीय वित्तीय रिपोर्टिंग मानकों को अपनाने की संभावना का सामना करना पड़ रहा है, वहां सरकारी बांडों की मांग प्रभावित हो सकती है। इसके अतिरिक्त, वैश्विक वित्तीय संकट (जीएफसी) के बाद अंतरराष्ट्रीय पूंजी मानकों (बासेल III), जिनका भारत एक सक्रिय सदस्य है, ने उप-सरकारी उधारियों के संबंध में उधार जोखिम भार लगाने का प्रस्ताव किया है। जब कभी भी ये स्वीकार किया जायेगा, इस गतिविधि द्वारा राज्य सरकार की उधारी लागत के प्रभावित होने की संभावना है और बैंक की बहियों में एसडीएल को परिपक्वता पर प्रतिफल (वाईटीएम) की पेशकश के अलावा अन्य किसी उद्देश्य के लिए रखने का आकर्षण भी प्रभावित होगा। इसके अलावा, बासेल III पूंजी अपेक्षा अपने चलनिधि कवरेज अनुपात के तहत उच्च गणवत्ता वाली चलनिधि आस्तियों (एचक्यूएलए) को भी परिभाषित करना चाहती है। मौजूदा विनियमनों के अनुसार, एसडीएल को चूंकि भारत सरकार की प्रतिभूतियों के समान ही माना जाता है इसलिए उन्हें भी एचक्यूएलए के स्तर 1 के एक भाग के रूप में शामिल किया जाता है क्योंकि उन्हें भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा परोक्ष रूप से सरकारी गारंटी प्राप्त होती है और अपनी बाजार उधारियों के संदर्भ में वे चूक मुक्त स्थिति दर्शाती हैं। भविष्य में इसमें परिवर्तन हो जाएगा, उस मामले में बैंक एसडीएल पर जोखिम भार लगाना प्रारंभ कर सकते हैं। राज्य सरकारों को इस परिस्थिति के लिए अपनी रणनीतियां बनानी होंगी।
- v. *एफपीआई की सीमित प्रतिभागिता* : निवेशक आधार बढ़ाने के उपाय के रूप में विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों को एसडीएल के प्रति आकर्षित करना आवश्यक होगा ताकि बढ़ी हुई उधारी अपेक्षाओं को पूरा किया जा सके। मध्यावधि फ्रेमवर्क (एमटीएफ) के अनुसार एफपीआई सीमाओं को चरणबद्ध रूप में बढ़ाना था ताकि वे मार्च 2018 तक बकाया स्टॉक के 2 प्रतिशत तक पहुंच जाएं। तथापि, मार्च 2018 को समाप्त तिमाही के लिए

एसडीएल हेतु एफपीआई सीमा का उपयोग केवल 12 प्रतिशत ही रहा और जून 2018 को समाप्त तिमाही के लिए यह निर्धारित सीमा का केवल 10 प्रतिशत ही रहा। पेशकश किए गए प्रतिफलों के बावजूद एसडीएल में एफपीआई का आकर्षण फीका रहा और दो बजटों के बीच राज्यों की वित्तीय स्थिति के संबंध में सूचना का अभाव होना और राज्य सरकारों के परिचालनों में अपारदर्शिता को इसका मुख्य कारण बताया। इसलिए आवश्यक है कि पारदर्शिता बढ़ाकर और राज्य वित्त के संबंध में उच्च गुणवत्ता वाले आंकड़े सार्वजनिक कर निवेशकों तक पहुंच बनाई जाए।

- vi. *बड़ा नकद शेष और नकारात्मक अग्रोषण*: पिछले दो वर्षों में राज्यों द्वारा रखी गयी अधिशेष नकदी का विश्लेषण यह तथ्य दर्शाता है कि अधिशेष को मध्यवर्ती खज़ाना बिलों (आईटीबी) और खज़ाना बिलों की नीलामी (एटीबी) में निवेशित करने के बावजूद राज्य बाजार से उधारियों का सहारा ले रहे हैं और इस प्रकार के निवेशों का नकारात्मक प्रतिफल (कैरी) होता है। यदि कोई राज्य सरकार 182 या 364 दिनों के बंधित खज़ाना बिलों में निवेश कर रही है तो राज्यों के बाजार उधारी कार्यक्रम की समीक्षा की जानी आवश्यक है। इसके अलावा, राज्य सरकारों द्वारा संचित बड़ी मात्रा में अधिशेष नकदी बाजार में चलनिधि की कमी उत्पन्न कर देती है और इस प्रकार यह बाजार में प्रचलित ब्याज दर पर दबाव बनाने में भी अपना योगदान देती है। इसलिए बड़ा नकद अधिशेष रखने वाले राज्यों के लिए यह आवश्यक है कि वे अपने अधिशेष नकदी शेष के अनुसार ही अपनी उधारियों को युक्तिसंगत बनाएं। 2017-18 के दौरान, सात राज्यों ने वर्ष के लिये स्वीकृत राशि की 85 प्रतिशत से कम उधारी की जो इस तथ्य को दर्शाता है कि इन राज्यों को स्वीकृत राशि की तुलना में कमतर आवश्यकता थी। इन मुद्दों के समाधान के लिए राज्यों को एक ऐसी सुविधा अपनानी होगी जो उनके अधिशेष पर लगातार निगरानी रख सके और उसे उनके बाजार उधारी कार्यक्रम के साथ संपृक्त कर सके। यदि आवश्यक हो तो इसके लिए बाहरी परामर्शदाताओं की मदद भी ली जा सकती है। यह बाजार में बांडों के अंतर्वाह को कम करेगा, प्रतिफलों पर पड़ने वाले दबावों को घटाएगा और केंद्र तथा अन्य राज्यों

दोनों की उधार लागत पर सकारात्मक प्रभाव डालेगा।

- vii. **बाजार का सूक्ष्म ढांचा और एसडीएल में चलनिधि:** एसडीएल बाजार तुलनात्मक रूप से ठोस (अतरल) है, खास तौर पर जब इसकी तुलना केंद्र सरकार के बांडों से की जाती है। चलनिधि का प्रीमियम इसके अंतराल (स्प्रेड) में दिखाई देता है। द्वितीयक बाजार में एसडीएल की तरलता जो कुल जी-सेक द्वितीयक बाजार में इसकी हिस्सेदारी से परिलक्षित होती है, उल्लेखनीय रूप से कम रही है (5 प्रतिशत से कम)। तरलता की कमी के कई कारण हो सकते हैं जैसे कि विभिन्न एसडीएल का बकाया कम स्टॉक, बाजार सूक्ष्म ढांचा संबंधी मुद्दे और बाजार निर्माताओं की कमी। एसडीएल अधिकतर हमेशा नये निर्गमों के रूप में होते हैं और इस कारण से बिखरे हुए होते हैं जिससे उनमें उस मुख्य तत्व की कमी होती है जिससे वे व्यापार मात्रा को प्राप्त कर सकें। 2017-18 में केंद्र सरकार के कुल 159 निर्गमों में से 156 पुनः निर्गम थे जबकि राज्य सरकारों के 411 निर्गमों में से 43 पुनः निर्गम थे। इसलिए राज्य सरकार की प्रतिभूतियों को पुनः निर्गत किए जाने की आवश्यकता है।

एसडीएल बाजार सूक्ष्म ढांचा भी शायद चलनिधि में कमी को आंशिक रूप से व्याख्यायित कर सकता है। मार्च 2018 की स्थिति के अनुसार, आधे से अधिक एसडीएल का स्वामित्व बीमा कंपनियों (33.5 प्रतिशत) और भविष्य निधियों (18.1 प्रतिशत) के पास था जो कि बड़े निवेशक हैं और वे बांडों को परिपक्वता तक धारित करते हैं। यहाँ तक कि जो बैंक एसडीएल में निवेश करते हैं वे मूल्यन मानदंडों के कारण ट्रेडिंग से बचते हैं क्योंकि इससे बैंकों की बहियों में एसडीएल के मूल्य में झंझा की सुविधा प्राप्त होती है और परिपक्वता तक धारिता उन्हें बाजार जोखिमों से बचाने की पेशकश भी करती है। बैंकों का बांड पोर्टफोलियो उनका मौजूदा बाजार मूल्यांकन दर्शाए यह सुनिश्चित करने के उद्देश्य से यह निर्णय लिया गया है कि एसडीएल का मूल्यन उनकी अवलोकित (ऑब्ज़र्वेड) कीमतों पर आधारित होना चाहिए। यह उपाय बैंकों को निष्क्रिय निवेश करने से संभवतः हतोत्साहित करेगा और एसडीएल की ट्रेडिंग मात्राओं में सुधार करेगा। बाजार द्विपक्षीय कोटेशन प्रदान कर सकने में सक्षम बाजार-निर्माताओं से भी वंचित है, इससे भी चलनिधि प्रभावित होती है।

एसडीएल में जोखिम असमानता

12वें वित्त आयोग की सिफारिशों के बाद सरकार राजकोषीय वर्ष 06 से राज्य सरकार की उधारियों की मध्यस्थता से हट गई है। ऐसी आशा की गई थी कि बाजार उधारियों की मात्रा में बढ़ोतरी राज्यों के राजकोषीय स्वास्थ्य की संवीक्षा बढ़ाएगी और कमतर उधारी लागतों से बेहतर राजकोषीय प्रबंधन को प्रोत्साहित किया जा सकेगा।

तथापि, राज्य सरकारों के राजकोषीय निष्पादन में बड़ी भिन्नताओं के बावजूद, किसी भी नीलामी में राज्यों द्वारा जारी एसडीएल के कट ऑफ प्रतिफल निकटवर्ती रूप से क्लस्टर में बने रहे। डेटा पर एक नज़र डालने से संकेत मिलता है कि अंतर-राज्य स्प्रेड में कोई महत्वपूर्ण अंतर नहीं रहा है, जो औसतन 5-7 बीपीएस के बीच रहता आया है। बेहतर राजकोषीय मानदंड वाले राज्यों ने यह विचार व्यक्त किया है कि बाजार राजकोषीय मोर्चे पर बेहतर प्रदर्शन के लिए कोई प्रोत्साहन नहीं दे रहा है।

राज्यों के बीच जोखिम असमानताओं से संबंधित मुद्दे को नीतिगत ध्यान मिल रहा है, जैसा कि दो रिपोर्टों के अवलोकनों से देखा जा सकता है, नामतः आर्थिक सर्वेक्षण 2016-17 और श्री एन के सिंह की अध्यक्षता में गठित एफआरबीएम समीक्षा समिति रिपोर्ट, 2017।

- आर्थिक सर्वेक्षण 2016-17 में कहा गया है कि राज्य सरकार के वित्त के संबंध में वृहत्तर बाजार-आधारित अनुशासन गायब है, इसे राज्य सरकारों के बॉन्ड और उनके ऋण या घाटे की स्थिति के संबंध में स्प्रेड के बीच सह-संबंध की पूर्ण कमी के रूप में देखा जा सकता है। यह देखा गया कि स्प्रेड और राज्यों की ऋण-ग्रस्तता के बीच एक सपाट संबंध है, अतः, राज्यों को उनके कर्ज निष्पादन के लिए न तो पुरस्कृत किया जाता है और न ही दंडित किया जाता है।
- जनवरी 2017 में प्रकाशित 'जिम्मेदार संवृद्धि: 21 वीं शताब्दी के भारत के लिए कर्ज और राजकोषीय ढांचा' नामक एफआरबीएम समीक्षा समिति की रिपोर्ट में कहा गया है कि एसडीएल उधार दरों को बाजार निर्धारित करने के बावजूद, यह महसूस किया गया है कि राज्यों में जोखिम असमानता पर्याप्त रूप से उधारियों की लागत में दिखाई नहीं दे रही है। रिपोर्ट में कहा गया है कि अच्छे राजकोषीय निष्पादन वाले भली प्रकार प्रबंधित राज्यों ने व्यक्त किया है कि उन्हें अपने राजकोष के बेहतर प्रबंधन के लिए पर्याप्त रूप से

मुआवजा नहीं दिया गया है और अन्य राज्यों की तुलना में वित्तीय रूप से मजबूत राज्यों द्वारा क्रॉस सब्सिडी के कुछ घटकों का उपयोग किया जा रहा है जो कि वित्त निग्रह के समकक्ष है।'

इस विसंगति को दूर करने के लिए भारतीय रिज़र्व बैंक ने कई उपाय किए हैं। उपायों में ए) 24 अक्टूबर, 2017 से एसडीएल की साप्ताहिक नीलामी आयोजित करना ताकि निर्गमों की बंचिंग रोकी जा सके, बी) राज्य सरकारों द्वारा भारतीय रिज़र्व बैंक के पास बनाए गए बफरों, भारतीय रिज़र्व बैंक से प्रत्येक राज्य सरकार द्वारा विभिन्न व्यवस्थाओं के तहत प्राप्त वित्तीय सुविधाओं के विवरण, बाजार उधारियों और एसडीएल के बकायों से संबंधित उच्च आवृत्ति वाले डेटा का आरबीआई मासिक बुलेटिन में प्रकाशन ताकि एसडीएल बाजार को गहरा बनाने के लिए आवश्यक पारदर्शिता लायी जा सके। सी) समेकित सिंकिंग फंड (सीएसएफ) और गारंटी रिडेम्प्शन फंड (जीआरएफ) के संपार्श्विक के प्रति उधार लेने पर ब्याज दर को कम किया गया है ताकि इन बफरों को बढ़ाने के लिए राज्य सरकारों को प्रोत्साहित किया जा सके, यह निवेशकों के लिए पुनः राहत देने वाला एक उपाय है। डी) राज्य सरकारें एसडीएल को सार्वजनिक रूप से दर्जा प्रदान कराने के लिए राज्य सरकारों को प्रोत्साहित करने के दृष्टिकोण से 'दर्जा प्राप्त' एसडीएल के संपार्श्विक के प्रति भारतीय रिज़र्व बैंक की रेपो सुविधा की लागत को पुनः युक्ति संगत बनाया गया है ताकि एसडीएल² के संबंध में कम मार्जिन की व्यवस्था की जा सके। ई) बैंकों की बहियों में एसडीएल के उचित मूल्यन के लिए यह निर्णय लिया गया है कि प्रत्येक राज्य सरकार द्वारा जारी प्रतिभूतियों का मूल्यांकन अब प्राथमिक या द्वितीयक नीलामी में अवलोकित कीमतों पर किया जाएगा। हालांकि पिछले कुछ वर्षों में कर्ज व्यवहार्यता संकेतकों में सुधार देखा गया है, फिर भी, एसडीएल का समुचित मूल्यन राज्यों की अंतर्निहित वित्तीय स्थितियों को प्रकट करेगा और इसमें राज्यों के राजकोषीय अनुशासन को करने की क्षमता होगी। ये सभी उपाय ऊपर शीर्ष से नीचे तक अपनायी जाने वाली पद्धति का हिस्सा हैं। अब समय आ गया है कि हम ऊर्ध्वगामी पद्धति का उपयोग करें जिसमें राज्य सरकारें स्वयं अग्र-सक्रिय उपाय करेंगी इसमें निवेशक बैठकों के आयोजन द्वारा निवेशकों का जुड़ाव बढ़ाना और स्थानीय तथा विदेशी निवेशकों द्वारा निवेश को बढ़ावा देना शामिल हो सकता है।

² दर्जाप्राप्त एसडीएल के लिये आरंभिक मार्जिन की अपेक्षा उभी परिपक्वता अवधि वाली अन्य एसडीएल की तुलना में 1.0 प्रतिशत कमतर रखी गयी है अर्थात् यह 1.5 प्रतिशत से 5.0 प्रतिशत के दायरे में है।

भावी दिशा

सरकार के कर्ज प्रबंधक के रूप में, रिज़र्व बैंक को यह सुनिश्चित करना है कि अत्यधिक जोखिम से बचते हुये सरकार की वित्त-पोषण आवश्यकताओं को मध्यम/दीर्घकालिक अवधि में कम लागत पर पूरा किया जाए। हालांकि, बाजार उधारियों की मात्रा में वृद्धि के कारण, केंद्र और राज्य सरकारों की बाजार उधारियों को समन्वित करते हुए कार्यनीति विकसित करना महत्वपूर्ण है।

i. नकदी प्रबंधन में आमूल-चूल परिवर्तन

राज्य सरकारों को अपने नकदी प्रबंधन प्रथाओं पर पुनः विचार करना होगा और नकदी प्रवाह की निगरानी और रिपोर्टिंग के लिए विशेषज्ञता विकसित करनी होगी और डेटा का उपयोग नकदी संतुलन हेतु पूर्वानुमान लगाने के लिए करना होगा ताकि वे अपने संबंधित उधारी कार्यक्रमों समय-निर्धारण कर सकें।

ii. अंतर-राज्यीय ऋण देना उधार लेना

राज्य सरकारें पूर्व में यह मांग करते रहे हैं, और यह सही भी है कि, उनके पास अधिशेष नकदी शेषों का निवेश करने के लिए और अधिक विकल्प मौजूद हों। संभवतः, नकदी अधिशेष वाली राज्य सरकारें बाजार से जुड़ी दर पर घाटे में मौजूद राज्यों को उधार दे सकती हैं। बेशक, इसके लिए बजट बनाने की आवश्यकता होगी।

iii. कंसोलिडेटेड सिंकिंग फाइंड (सीएसएफ) / गारंटी रिडेम्प्शन फंड (जीआरएफ) में निवेश की अनिवार्यता:

भारतीय रिज़र्व बैंक के पास बनाए रखे गए सीएसएफ और जीआरएफ में निवेश, वर्तमान में स्वैच्छिक है। इन रिजर्वों का उद्देश्य भविष्य में पुनर्भुगतान दायित्वों को पूरा करने में राज्य सरकारों को एक कुशन प्रदान करना है। जो राज्य इन फंडों को बनाए रखते हैं, वे अपनी बकाया देनदारियों के संदर्भ में निवेश के विभिन्न स्तर धारण कर रहे हैं। राज्य सरकारों के लिए सीएसएफ और जीआरएफ निवेश अनिवार्य बनाने में योग्यता है और उनकी बकाया देनदारियों के संदर्भ में एक न्यूनतम सीमा निर्दिष्ट की जा सकती है जो निवेशकों को और अधिक राहत प्रदान करेगी। राज्य सरकारों द्वारा इन फंडों को पर्याप्त स्तर

पर बनाए रखने और इन फंडों के तहत निधियों में बढ़ोतरी को प्रोत्साहित करने के लिए रिज़र्व बैंक ने विशेष आहरण सुविधा (एसडीएफ) के संबंध में ब्याज दरों को कम करते हुए इसे रेपो दर से 200 आधार अंक के स्थान पर 100 आधार अंक कर दिया है।

iv. *एक स्टैंडअलोन आधार पर रेटिंग एजेंसी द्वारा एसडीएल की रेटिंग*

एसडीएल का कोई क्रेडिट जोखिम नहीं होता है, क्योंकि वे संप्रभु सरकार हैं और संविधान के तहत उनके पास कर लगाने की शक्ति है। क्रेडिट जोखिम की यह अनुपस्थिति इस तथ्य से देखी जा सकती है कि बासेल III पूंजी नियमों के तहत वाणिज्यिक बैंकों द्वारा एसडीएल की धारिता पर लगाया गया जोखिम भार भारत सरकार के बॉन्ड के समान ही अपने सीआरएआर की गणना में शून्य है। चूक की संभावना का आकलन करने के लिए चूक का कोई इतिहास नहीं है। राज्य, भारतीय रिज़र्व बैंक के साथ बाजार उधारियों/देनदारियों के परिशोधन हेतु एक कुशन प्रदान करने के लिए एक समेकित सिंकिंग फंड (सीएसएफ) भी बनाए रखते हैं। सीएसएफ और जीआरएफ होने से राज्यों और निवेशकों को राहत मिलती है कि एसडीएल भुगतान सभी परिस्थितियों में किया जाएगा। दूसरी ओर, जोखिम को इसकी संपूर्णता में देखा जाना चाहिए। राज्य सरकार को निष्पादन मापने के लिए कर्ज व्यवहार्यता और राजकोषीय विवेकशीलता संकेतकों को मापने वाला एक सूचकांक का उपयोग किया जा सकता है। राजकोषीय रूप से मजबूत राज्य सरकारें अनुमोदित स्टैंडअलोन रेटिंग एजेंसियों से ऐसे मानकों पर खुद को दर्जा प्रदान करने के लिए और उन्हें सार्वजनिक बनाने के लिए पहल कर सकती हैं। इससे उन्हें अपने बॉन्ड की नीलामी में बेहतर दरें मिल सकती हैं। ऐसा अभ्यास बेहतर प्रदर्शन करने के लिए राज्यों हेतु एक प्रोत्साहन के रूप में कार्य करेगा। एसडीएल के लिए राज्य सरकारों द्वारा सार्वजनिक रेटिंग को अपनाने के लिए प्रोत्साहित करने हेतु, हाल ही में रिज़र्व बैंक ने निर्णय लिया है कि रेडेड एसडीएल के लिए एलएएफ के तहत प्रारंभिक मार्जिन आवश्यकता उसी परिपक्वता अवधि (बकेट) के लिए अन्य एसडीएल की तुलना में 1.0 प्रतिशत कम होगी।

राज्य सरकारों की रेटिंग का सार्वजनिक खुलासा एसडीएल के मूल्य विभेदन में भी मदद कर सकता है।

v. *सुदृढ़ कैलेंडर*

जहां केंद्र सरकार हर छमाही (एचवाई) में प्रकाशित उधारी कैलेंडर का पालन करने के लिए जानी जाती है, वहीं, राज्य सरकारें अपने तिमाही कैलेंडरों का पालन नहीं करते हैं। इस तरह के विचलन बाजार को बाजार-उधारियों के संबंध में अनुमान लगाने के लिए छोड़ देते हैं। बाजार के साथ संप्रेषणीयता और पूर्वानुमेयता उधारी कार्यक्रम की विश्वसनीयता बनाए रखने के लिए महत्वपूर्ण है।

vi. *कर्ज का समेकन*

एसडीएल का परिपक्वता पैटर्न इंगित करता है कि 2022-23 से मोचनों का दबाव बढ़ना शुरू हो जाएगा और 2026-27 तक यह जारी रहेगा। मोचन में उछाल आने से आवश्यक है ऋण का समेकन किया जाए। प्रत्येक राज्य सरकार को अपनी संबंधित परिपक्वता प्रोफाइल और नकद प्रवाह के आधार पर पुनर्मूल्यांकन, बायबैक और स्विच की योजना बनानी होगी। यह मात्रा बनाने में मदद करेगा, द्वितीयक बाजार में व्यापार की सुविधा प्रदान करेगा और प्रतिफल को कम करके राज्य सरकारों को लाभ प्रदान करेगा। इसके अतिरिक्त, यह मोचन दबाव को भी मिटाएगा और प्रतिभूतियों की अविशिष्ट परिपक्वता बढ़ाएगा। रिज़र्व बैंक के प्रयासों के कारण, कई राज्यों ने एसडीएल को फिर से निर्गत करना शुरू कर दिया है। हम कर्ज खरीद-वापसी पर भी राज्यों के साथ काम कर रहे हैं और इस प्रक्रिया को आगे बढ़ाएंगे।

vii. *जानकारी का बेहतर और समय पर खुलासा*

एफआरबीएम विधानों ने बजट रिपोर्टिंग में काफी सुधार किया है, राज्यों के कर्ज और राजकोषीय डेटा आसानी से उपलब्ध नहीं है। पारदर्शिता में सुधार लाने और निवेशकों को जानकारी-युक्त निवेश संबंधी निर्णयों को लेने में मदद के साथ ही सार्वजनिक क्षेत्र में (डोमेन) राज्य वित्त पर उच्च आवृत्ति डेटा प्रदान करने की आवश्यकता है। उप-राष्ट्रीय वित्तीय खातों की एक स्वतंत्र लेखापरीक्षा, प्रमुख राजकोषीय डेटा का आवधिक

रूप से सार्वजनिक प्रकटीकरण, छिपी देनदारियों को उजागर करना और बजट में बजट से इतर देनदारियों को शामिल करना पारदर्शिता में निहित है।

निष्कर्ष

विकास और सुधार एक सतत प्रक्रिया है। नई सहस्राब्दी के दौरान, राज्य सरकारों ने वित्तीय और ऋण प्रबंधन में सुधार के लिए कई कदम उठाए हैं। सभी राज्य सरकारों ने राजकोषीय समेकन पथ को शामिल करने वाले अपने वित्तीय उत्तरदायित्व कानूनों को अधिनियमित किया है। अतः, राजकोषीय समझदारी के लिए एक संस्थागत वचनबद्धता मौजूद है। पारंपरिक कर्ज स्थिरता संकेतक एक मजबूती बनाए हुए हैं। राज्यों के सार्वजनिक कर्ज के कारण कोई महत्वपूर्ण प्रणालीगत जोखिम नहीं हो सकता है। हालांकि, हाल के दिनों में राजकोषीय चूक के कुछ संकेत हैं। कम तरलता और उथले निवेशक आधार वाले राज्यों के बढ़ते हुए घाटे और उधार के समष्टि-आर्थिक प्रभाव

मौजूद हैं। इसलिए, सभी हितधारकों को ऊपर की गई चर्चा के अनुसार उपाय करना महत्वपूर्ण है। मैं बाजार प्रतिभागियों से सूचित निवेश निर्णय लेने के लिए भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा प्रकाशित एसडीएल डेटा का उपयोग करने और एसडीएल में एफपीआई समेत अन्य निवेशकों की भागीदारी को प्रोत्साहित करने का आग्रह करता हूँ। नागरिकों का आर्थिक और सामाजिक कल्याण राज्यों द्वारा प्रभावी वित्तीय और कर्ज प्रबंधन पर निर्भर है। उभरते जोखिमों का ख्याल रखते हुये मजबूत एसडीएल बाजारों का निर्माण और राज्यों में कर्ज प्रबंधन प्रणालियों दोनों में वृद्धि करना अनिवार्य और जरूरी है। इस उद्देश्य को प्राप्त करने के लिए रिज़र्व बैंक राज्य सरकारों के साथ सक्रिय रूप से काम कर रहा है। मैं बाजार प्रतिभागियों से भी इस प्रयास में सक्रिय भूमिका निभाने का आग्रह करता हूँ।

धन्यवाद।