

3.1 मुद्रा बाजार वित्तीय प्रणाली का मुख्य घटक है, क्योंकि यह मौद्रिक नीतिगत उद्देश्यों की प्राप्ति के अनुसरण में केंद्रीय बैंक द्वारा चलाये जानेवाले मौद्रिक परिचालन का आधार है। यह अल्पावधिक निधियों, जिनकी मीयाद रात्रिभर से लेकर एक साल तक की होती है, के लिए बाजार है, तथा इसमें वे वित्तीय लिखतें शामिल होती हैं जो धन का समीपतम विकल्प मानी जाती हैं। मुद्रा बाजार तीन व्यापक कार्य करता है। पहला, अल्पावधिक निधियों की मांग और आपूर्ति के लिए संतुलनकारी प्रक्रिया-तंत्र उपलब्ध करता है। दूसरा, यह अल्पावधिक निधियों के उधारकर्ताओं और ऋणदाताओं को अपनी उधार लेने और निवेश करने संबंधी अपेक्षाओं को एक दक्ष बाजार समाशोधन मूल्य पर पूरी करता है। तीसरा, यह वित्तीय प्रणाली में चलनिधि की मात्रा और लागत दोनों को प्रभावित करने में केंद्रीय बैंक को हस्तक्षेप करने का, और उसके द्वारा मौद्रिक नीतिगत धड़कनों को वास्तविक अर्थव्यवस्था में सम्प्रेषित करने का अवसर प्रदान करता है। केंद्रीय बैंक द्वारा मौद्रिक प्रबंधन करने का उद्देश्य है - मुद्रा बाजार की दरों को मुख्य नीतिगत दरों के अनुरूप बनाना। क्योंकि मुद्रा बाजार की अत्यधिक उद्वेगशीलता मौद्रिक नीतिगत बल के बारे में भ्रमपूर्ण संकेत दे सकती है, मौद्रिक तथा वित्तीय स्थिरता दोनों ही दृष्टियों से यह बाजार के सुव्यवस्थित व्यवहार के लिए महत्वपूर्ण है। इस प्रकार मौद्रिक नीति की प्रभावशीलता के लिए मुद्रा बाजार का दक्षतापूर्ण रूप से कार्य करना महत्वपूर्ण है।

3.2 इन बुनियादी कार्यों को दक्षतापूर्वक करने के लिए मुद्रा बाजार ने वर्षों के अनुभव से मौद्रिक नीति की परिचालनगत प्रक्रियाओं में होनेवाले परिवर्तनों के अनुरूप अलग-अलग जोखिम की रूपरेखा वाली नयी-नयी लिखतों और सहभागियों को पैदा किया है। वित्तीय बाजार की संरचनाओं, व्यापक आर्थिक उद्देश्यों तथा आर्थिक परिवेश ने मौद्रिक व्यवस्थाओं में परिवर्तनों की मांग की है, जिसने इसके परिणामस्वरूप, केंद्रीय बैंकों द्वारा परिचालनगत लिखतों और प्रक्रियाओं तथा संस्थागत व्यवस्थाओं दोनों में सुधार लाने को आवश्यक बना दिया है।

3.3 अंतर्राष्ट्रीय स्तर पर, ब्रिटन वुड्स प्रणाली के असफल हो जाने के बाद से, नियम आधारित ढांचे से मौद्रिक नीति की लिखतों का उपयोग करने में विवेकाधीनता की ओर बढ़ने का बदलाव आया था जिसने अंततः विनिमय दर के लक्ष्यों को क्रमिक रूप से छोड़ने के लिए प्रेरित किया। वित्तीय संरचनाओं और वित्तीय नवोन्मेषों में परिवर्तनों ने भी मुद्रागत मांग के कार्यों को अस्थिर बनाकर मौद्रिक लक्ष्यबद्ध करने को अप्रभावी बना दिया। तदनुसार, 1990 के दशक

के प्रारंभिक वर्षों से महत्तर विनिमय दर नमनीयता की ओर बढ़ने तथा कुछ केंद्रीय बैंकों द्वारा अंशतः पूंजी की बढ़ी हुई संचलता, वित्तीय बाजारों के महत्तर समेकन तथा बार-बार होने वाले मौद्रिक संकटों के कारण मुद्रास्फीति को लक्ष्यित करने के उद्देश्य को अपनाने की दिशा में बल देने के रूप में बदलाव आया है। इन परिवर्तनों के अनुरूप, केंद्रीय बैंकों ने मौद्रिक नियंत्रण के परम्परागत (प्रत्यक्ष) लिखतों (मात्रागत सरणियों के माध्यम से कार्य करके) से हटकर अप्रत्यक्ष लिखतों का अधिक उपयोग करने की ओर (मूल्य सरणि द्वारा परिचालन करके) बढ़ना शुरू किया। तदनुसार प्रारक्षित अपेक्षाओं और प्रत्यक्ष ऋण नियंत्रणों के उपयोग पर धीरे-धीरे कम बल दिया जाने लगा, जबकि मौद्रिक नीति का जोर किस बात पर है इसका संकेत देते हुए ब्याज दरों पर अधिक निर्भर रहा जाने लगा। चूंकि दीर्घावधि ब्याज दरों पर केंद्रीय बैंकों का नियंत्रण केवल सीमित ही है, अतः उन्होंने अकसर अल्पावधि ब्याज दरों को सीधे-सीधे प्रभावित करने तथा बाजार की अपेक्षाओं को वित्तीय बाजार के परस्पर संपर्कों के माध्यम से दीर्घावधि ब्याज दरों को प्रभावित करने देने की अनुमति दी। इस प्रकार, मौद्रिक नीति के लिखतों का चयन मौद्रिक बाजार की संरचना से निर्देशित होता है।

3.4 भारत में, यद्यपि मौद्रिक नीति के अंतिम उद्देश्य अर्थात् वृद्धि और मूल्य स्थिरता वर्षों से अपरिवर्तित रहे हैं, फिर भी रिजर्व बैंक ने आर्थिक और वित्तीय परिवेश में होने वाले परिवर्तनों के फलस्वरूप अनेक बार मौद्रिक नीति के अपने परिचालनगत तथा तात्कालिक उद्देश्यों को संशोधित किया है। उदाहरण के लिए 1980 के दशक के मध्य में, रिजर्व बैंक ने मुद्रास्फीति से, जोकि अंशतः राजकोषीय घाटों के बड़े व्यापक स्तर पर मौद्रीकरण के कारण बढ़ी थी, निपटने के लिए एक सामान्य अवलम्ब स्वरूप मौद्रिक विस्तार को लक्ष्यबद्ध करने को औपचारिक रूप में अपनाया था। इस व्यवस्था में परिचालन की प्रक्रिया अलग-अलग प्रारक्षित अपेक्षाओं द्वारा बैंकों की प्रारक्षित निधियों में बदलाव लाने की थी। प्रारक्षित निधियों की अपेक्षाओं का पूरा करने के लिए बैंकों ने मुख्यतया अंतर बैंक (मांग मुद्रा) बाजार से धन उधार लिया। अतः ये लेनदेन प्रणाली की चलनिधि को दर्शाती थीं। तदनुसार, रिजर्व बैंक ने मुद्रा बाजार पर, विशेषकर, मांग मुद्रा बाजार पर अपना ध्यान केंद्रित किया और वृद्धि तथा मूल्य स्थिरता प्राप्त करने के समग्र उद्देश्यों के अनुरूप नीतिगत बल का संकेत देते हुए मौद्रिक नियंत्रण की विभिन्न प्रत्यक्ष लिखतों का उपयोग किया। चूंकि ब्याज दरें विनियमित की जाती थीं, मौद्रिक प्रबंधन नकदी-प्रारक्षित अनुपात (सीआरआर) में परिवर्तन करके किया जाता था,

जिसका उपयोग मुख्यतः मांग मुद्रा बाजार पर प्रारंभिक प्रभाव डालते हुए उधार लेने की सीमांत लागत को अप्रत्यक्ष रूप से प्रभावित करके किया जाता था। चूंकि इस रणनीति की सफलता मांग मुद्रा बाजार की स्थिरता तथा मुद्रा बाजार के अन्य घटकों के साथ इसकी परस्पर सम्बद्धता पर बहुत कुछ निर्भर करती थी, अतः 1980 के दशक के बाद के वर्षों से सुधारों तथा प्रारक्षित निधियां रखने की अपेक्षाओं में परिवर्तनों का उद्देश्य रहा है - नयी लिखतों की शुरुआत, बढ़ी हुई सहभागिता तथा प्रणाली में बेहतर चलनिधि प्रबंधन के माध्यम से मुद्रा बाजार के विभिन्न घटकों का विकास करना।

**3.5** 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों से किये गये वित्तीय क्षेत्र के सुधारों ने वित्तीय बाजारों के विकास के लिए एक सुदृढ़ प्रेरणा प्रदान की है जिन्होंने ब्याज दरों के अपविनियमन के साथ-साथ बाजार आधारित मौद्रिक नीति की लिखतों की शुरुआत करने के लिए मार्ग प्रशस्त किया। वित्तीय नवोन्मेषों के साथ मुद्रा की मांग को कम स्थिर देखा गया और मुद्रा बाजार में यह असंतुलन अल्पावधिक ब्याज दरों में दिखाई दिया (मोहन 2006)। तदनुसार, 1998 में बहु-संकेतक दृष्टिकोण को अपनाने से लेकर, हालांकि मौद्रिक समुच्चय महत्वपूर्ण सूचना का परिवर्ती बना रहा, फिर भी ब्याज दर नीति की परिचालनगत लिखत के रूप में उभर कर आयी - प्रारंभ में बैंक दर और बाद में जून 2000 से चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) के अंतर्गत रिपो/रिवर्स रिपो दरों के रूप में। नीतिगत जोर में यह बदलाव जो मुद्रा से ब्याज दरों की ओर आया वह बढ़े हुए वित्तीय उदारीकरण, महत्तर व्यापार का खुलापन और पूंजी प्रवाहों, तथा भुगतान और लेनदेन प्रौद्योगिकी में नवोन्मेषों से प्रेरित था। यह बदलाव क्रमिक था और 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों से शुरू किये गये सुधारों की अवधि में लागू किये गये उपायों का तार्किक परिणाम था (रेड्डी 2002)। वाणिज्यिक पत्र, जमा प्रमाणपत्र तथा रिपो जैसी नयी मुद्रा बाजार की लिखतों की व्यूह रचना को मुद्रा बाजार को व्यापक बनाने के लिए शुरू किया गया है। इसके अलावा, वित्तीय बाजारों में बढ़े हुए उन्नयन के साथ वित्तीय बाजार के सहभागियों की जोखिम रूपरेखा भी बदल गयी, जिसने जोखिम प्रबंधन प्रभावी साधन के रूप में व्युत्पन्नी (डेरिवेटिव्स) लिखतों की शुरुआत करने की जरूरत पैदा कर दी।

**3.6** पूंजीगत नियंत्रणों को उदार बनाने से भारतीय अर्थव्यवस्था का विश्व अर्थव्यवस्था के साथ समन्वय बढ़ा, तथापि, इसने 1990 के दशक में मौद्रिक और विनिमय दर प्रबंधन के लिए नयी चुनौतियां तथा द्विविधाएं खड़ी कर दीं। इन गतिविधियों ने वित्तीय स्थिरता को सुनिश्चित करने के लिए वित्तीय बाजारों में व्यवस्थित स्थितियां बनाये रखने पर ज्यादा जोर देने की मांग की। इस चरण में, सुधारों का मुख्य ध्यान मुद्रा बाजार के विभिन्न घटकों में अलग-अलग मीयादवाली लिखतों की शुरुआत करने तथा द्वितीयक बाजार का

विकास करने पर था। इसका परिणाम यह हुआ कि प्रणाली में विद्यमान चलनिधि पर बेहतर नियंत्रण प्राप्त हुआ तथा ब्याज दरों के संकेत भेजने के लिए एक दक्ष प्रणाली-तंत्र निर्मित हुआ। इस प्रकार, मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रियाओं में परिवर्तनों ने नयी लिखतों की शुरुआत करके तथा अविनियमित ब्याज दर परिवेश में सहभागिता को व्यापक बनाकर मुद्रा बाजार व्यष्टिगत संरचना को उन्नत बनाने की जरूरत पैदा कर दी।

**3.7** सुविकसित और भलीभांति समन्वित मुद्रा बाजार की जरूरत इसलिए भी महत्वपूर्ण हो जाती है, क्योंकि भारत क्रमिक रूप से महत्तर पूंजी खाते की परिवर्तनीयता की ओर बढ़ रहा है जैसाकि 'पूंजी खाते की और अधिक पूर्ण परिवर्तनीयता समिति' ने अपनी रिपोर्ट जुलाई 2006 में रिज़र्व बैंक को प्रस्तुत करते समय परिकल्पित की थी। बाजार के विभिन्न घटकों द्वारा ऐसे पूंजी प्रवाहों का बेहतर प्रतिसाद समेकन की मात्रा तथा आवश्यक बुनियादी संरचना के विकास पर निर्भर करेगा। घरेलू और अंतर्राष्ट्रीय बाजारों का बेहतर समेकन घरेलू चलनिधि की स्थितियों को सुधारने के लिए तथा अल्पावधिक और दीर्घावधिक ब्याज दरों के बीच आयी गंभीर विसंगतियों (असमानताओं) को ठीक करने के लिए मौद्रिक नीतिगत लिखतों के नमनीय उपयोग की मांग करता है।

**3.8** उपर्युक्त पृष्ठभूमि में इस अध्याय में वित्तीय बाजार की संरचना में हुए परिवर्तनों, विशेषकर मुद्रा बाजार तथा मौद्रिक नीति के ऐसे बाजारोन्मुखीकरण से उत्पन्न जोखिमों/चुनौतियों द्वारा यथा अपेक्षित, भारत में मौद्रिक नीति की परिचालनगत प्रक्रियाओं के विकास को खोजा गया है। भाग I में मौद्रिक नीति के निर्माण के लिए मुद्रा बाजार के सैद्धांतिक आधारों को स्पष्ट किया गया है। मुद्रा बाजार की परिचालन प्रक्रियाओं पर अंतर्राष्ट्रीय अनुभव, चलनिधि प्रबंध परिचालनों में विकसित होती हुई परंपराएं भाग II में दी गई हैं। भाग III में, सुधार-पूर्व अवधि में, भारत में, मुद्रा बाजार की संक्षिप्त समीक्षा की गई है। भाग IV में परिचालन प्रक्रियाओं में आये बदलावों के अनुसार रिज़र्व बैंक के चलनिधि प्रबंध परिचालनों में किये गये परिवर्तनों को दर्शाया गया है। 1980 के बाद के मध्य दशक से मुद्रा बाजार के विभिन्न घटकों में हुई गतिविधियां भाग V में दी गयी हैं। इस अध्याय में वित्तीय प्रणाली के विभिन्न जोखिमों से निपटने में रिज़र्व बैंक की सक्रिय भूमिका की भी चर्चा की गयी है। भाग VI में भारत में मौद्रिक तथा चलनिधि प्रबंधन तथा भविष्य में मुद्रा बाजार के सुचारु परिचालन और मौद्रिक नीति के दक्ष संचालन के लिए उभरते हुए मुद्दों की पहचान तथा उनसे निपटने की जरूरत को रेखांकित किया गया है। भाग VII में निष्कर्षात्मक टिप्पणियां दी गयी हैं।

## I. मुद्रा बाजार की भूमिका - सैद्धांतिक आधार

**3.9** शिक्षाविदों तथा केंद्रीय बैंकरों में आम तौर पर यह सहमति है कि मौद्रिक नीति मूल्य स्थिरता प्राप्त करने के लिए सर्वोत्तम रूप

से तैयार है। कुछ देशों में केंद्रीय बैंकों को अतिरिक्त अधिदेश प्राप्त हैं जैसे पूर्ण रोजगार सुनिश्चित करना, वृद्धि को अधिकतम करना तथा वित्तीय स्थिरता को प्रोन्नत करना। इन उद्देश्यों को पूरा करने के लिए, केंद्रीय बैंक यह सुनिश्चित करने के लिए कि मौद्रिक नीति के अनुरूप अल्पावधिक ब्याज दरें (तथा विनिमय दरें) तथा चलनिधि को उपयुक्त स्तरों पर रखा जा सके, वित्तीय बाजारों में हस्तक्षेप करता है। इस प्रकार मौद्रिक नीति तथा वित्तीय बाजार आंतरिक रूप से जुड़े हुए हैं। ये वित्तीय बाजार ही हैं जिनके माध्यम से मौद्रिक नीति वास्तविक अर्थव्यवस्था को प्रभावित करती है। अतः वित्तीय बाजार मौद्रिक नीति तथा वास्तविक अर्थव्यवस्था के बीच सम्प्रेषण प्रक्रिया-तंत्र में सम्पर्क-साधक संबंध हैं।

**3.10** मौद्रिक नीति और वित्तीय बाजारों के बीच का संबंध परस्पर अन्योन्याश्रित है। केंद्रीय बैंक मौद्रिक नीति का संचालन वित्तीय बाजार के मूल्यों को प्रत्यक्षतः और अप्रत्यक्षतः प्रभावित करके करता है। वित्तीय बाजार की कीमतें भावी आर्थिक गतिविधियों के बारे में बाजार सहभागियों की प्रत्याशाओं को दर्शाती हैं। इसके बदले में ये प्रत्याशाएं केंद्रीय बैंकों को भविष्य में मौद्रिक नीति का ईष्टतम पथ निर्धारित करने में सहायता करती हैं।

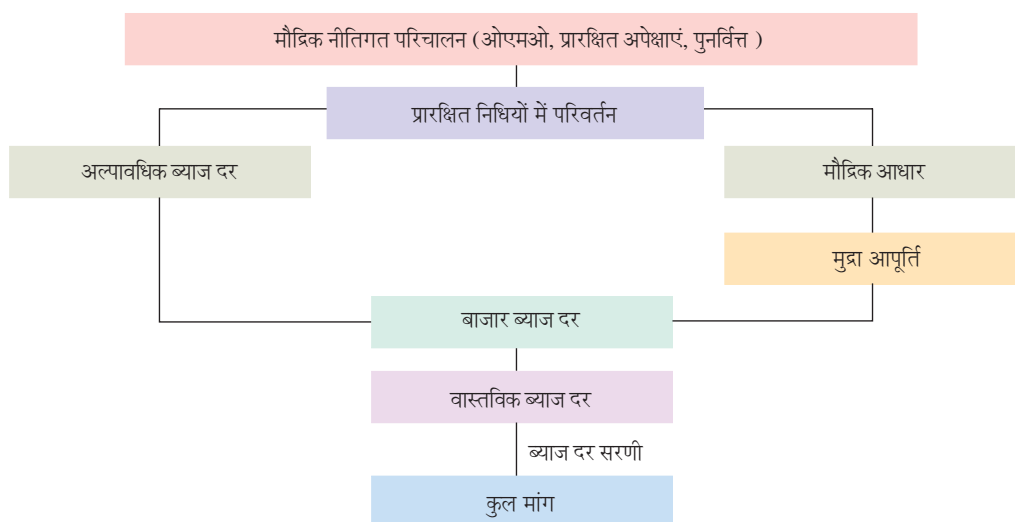
**3.11** मौद्रिक नीति वित्तीय बाजारों को विभिन्न वित्तीय मूल्य तथा प्रमात्रा संबंधी सरणियों के माध्यम से प्रभावित करती है। संचरण-प्रक्रिया परिचालनगत लक्ष्यों (जैसे प्रारक्षित मुद्रा तथा बैंक रिजर्व) जो कि तत्काल लक्ष्यों के अनुरूप हों जैसे मुद्रा आपूर्ति, जो आर्थिक वृद्धि और मूल्य स्थिरता के लक्ष्यों को प्राप्त करने में समर्थ बनाती है, को नियंत्रित करने के लिए मौद्रिक नीति से वित्तीय बाजारों और अंततः वास्तविक अर्थव्यवस्था में विशिष्ट रूप से मौद्रिक नीति के साधनों (प्रारक्षित निधि संबंधी अपेक्षाओं, खुले बाजार के परिचालनों, नीतिगत दरों, तथा पुनर्वित्त सुविधाओं) के उपयोग के माध्यम से विशिष्ट रूप से प्रेरित होती है। विशिष्ट रूप से, मौद्रिक नीति का साधन वित्तीय बाजार का मूल्य है जो प्रत्यक्षतः केंद्रीय बैंक द्वारा निर्धारित या नियंत्रित किया जाता है। संचल विनिमय दर वाले अधिकांश केंद्रीय बैंकों के लिए मौद्रिक नीति का साधन है - अल्पावधिक ब्याज दर। अल्पावधिक ब्याज दर में बदलाव वित्तीय बाजारों को संकेत प्रदान करते हैं, जिसके द्वारा वित्तीय प्रणाली के विभिन्न घटक अपनी संवेदनशीलता तथा सम्प्रेषण प्रक्रिया-तंत्र की दक्षता के आधार पर विभिन्न लिखतों पर अपने प्रतिलाभ की दरों को समायोजित करते हैं। निश्चित विनिमय दर व्यवस्था के अंतर्गत, एक खास विनिमय दर साधन के रूप में कार्य करती है। इसी प्रकार मौद्रिक लक्ष्यबद्ध करने वाली प्रणाली के अंतर्गत परिचालनगत लक्ष्य है - बैंकिंग प्रणाली में केंद्रीय बैंक की मुद्रा की प्रमात्रा, जिसका निर्धारण बैंक प्रारक्षित निधियों की आपूर्ति द्वारा किया जाता है। यदि उन सभी कारकों का, जो उत्पादन और मुद्रास्फीति पर प्रभाव डालते हैं, पहले

से ही ज्ञान हो जाए तो इससे कोई अंतर नहीं आयेगा यदि केंद्रीय बैंक अपनी नीति का संचालन प्रारक्षित निधियों की आपूर्ति को निर्धारित करके ब्याज दर को निर्धारित करके करता है (फ्रायडमैन 2000 ख)। वास्तव में, ये वैकल्पिक परिचालनगत रणनीतियां प्रभाव की दृष्टि से एक समान होंगी। तथापि चूंकि अनेक कारक जो केंद्रीय बैंक की नीति संबंधी प्राथमिकताओं को प्रमाणित करते हैं, वे पूर्व-अनुमान योग्य नहीं हैं, अतः परिचालनगत लिखतों के चयन का मौद्रिक नीति की प्रभावशीलता के लिए महत्व होता है।

**3.12** ब्याज दरों के माध्यम से मौद्रिक नीति के संचालन के लिए सैद्धांतिक औचित्य 'लिखतों - संबंधी समस्या के उचित चयन' से निकलता है (पूले 1970)। यह दर्शाया गया कि यदि अर्थव्यवस्था में सकल मांग आघात माल (वस्तु) बाजार से उभरते हैं (आइएस कर्व), तो अभीष्टतम नीति होगी कि उत्पादन में उद्वेगशीलता को न्यूनतम करने के लिए मौद्रिक समुच्चयों को लक्ष्य बनाया जाए। दूसरी ओर, यदि मांगगत आघात मुद्रा बाजार (एलएम वक्र) से उभरते हैं तो मौद्रिक नीति की दृष्टि से, ब्याज दरों को लक्ष्यबद्ध करना उपयुक्त दृष्टिकोण है। इसका निहितार्थ यह है कि जैसे वित्तीय बाजारों का विकास बढ़ते वित्तीय नवोन्मेषों के साथ-साथ होता है, तथा मुद्रा के लिए मांग अस्थिर हो जाती है इससे मौद्रिक विस्तार को लक्ष्यबद्ध करना निष्प्रभावी हो जायेगा। दूसरे शब्दों में, अर्थव्यवस्था में क्रमिक रूप से वित्तीय उन्नयन आने के साथ-साथ मुद्रा के लिए सट्टेबाजी से उत्पन्न मांग सम्प्रेषण के उद्देश्य पर प्रभुत्व रखती है। अतः अधिकांश विकसित देश ब्याज दर लक्ष्य के माध्यम से परिचालन करते हैं।

**3.13** परम्परागत व्यापक आर्थिक मॉडलों में, जहां सांकेतिक ब्याज दरों में वृद्धि, मूल्यों में एक स्थान पर टिके रहने की स्थिति को देखते हुए, वास्तविक ब्याज दरों में तथा पूंजी के उपयोगकर्ता की लागत को बढ़ाने के रूप में रूपान्तरित होती है, ब्याज दर सरणी मौद्रिक नीति के सम्प्रेषण में मुख्य प्रक्रिया-तंत्र है (चार्ट III.1)। इनके फलस्वरूप ये परिवर्तन निवेश को खर्च करने में कटौती या खपत को स्थगित करने की ओर ले जाते हैं जिससे वे वास्तविक क्षेत्र की कार्यप्रणाली को प्रभावित करती हैं अर्थात् सकल मांग और आपूर्ति में और अंततः अर्थव्यवस्था की वृद्धि और मुद्रास्फीति में बदलाव ला देती है (कुटनर तथा मोसर 2002)। यह वह प्रक्रिया-तंत्र है जो आइएस वक्र की परम्परागत विनिर्दिष्टताओं, पुरानी कीन्जवाद की विभिन्नता (सेमुलसन तथा सोलो, 1960) तथा नये कीन्जवाद के मॉडलों, जो 1990 के बाद के दशक में विकसित हुए (रोटेम वर्ग तथा वुडफोर्ड 1997, क्लेरिडा, गली तथा गर्टलर 1999) दोनों में समाहित है। तथापि, नीति द्वारा प्रेरित ब्याज दरों में बदलाव के प्रति व्यापक आर्थिक प्रतिसाद उस स्थिति से पर्याप्त रूप से बड़े होते हैं, जो खपत और निवेश की ब्याज दर लोच के परम्परागत

**प्रदर्श III.1 : ब्याज दर सरणी के माध्यम से मौद्रिक नीति संबंधी सम्प्रेषण**



स्रोत: कुटनेर तथा मोजर (2002) से लिये गये।

पूर्व अनुमानों में निहित हैं (बर्नान्के तथा गर्टलर 1955)। यह सुझाता है कि ब्याज दर सरणी से इतर प्रक्रियाएं भी मौद्रिक नीति के सम्प्रेषण में कार्य कर रही होती हैं।<sup>1</sup>

**3.14** ब्याज दरें मौद्रिक नीति निर्माण की प्रक्रिया को तीन अलग-अलग तरीकों से प्रभावित कर सकती हैं (फ्रायड मैन 2000 क)। ब्याज दरों की पहली भूमिका है - एक परिवर्ती लिखत के रूप में, जिसका निर्धारण केंद्रीय बैंक करता है ताकि वह अपनी चुनिंदा नीति को लागू कर सके। मौद्रिक नीति की प्रक्रिया में ब्याज दरों की दूसरी महत्वपूर्ण भूमिका - पुनः एक परिवर्ती लिखत की है, परंतु लिखत के रूप में जिसे केंद्रीय बैंक अलग-अलग रूप में लागू करता है, उत्पादन तथा महंगाई को प्रत्यक्षतः प्रभावित करने के लिए नहीं, बल्कि मौद्रिक स्टॉक को लक्ष्यबद्ध करने के लिए करता है। अंतिम, अधिकांश केंद्रीय बैंक अल्पावधिक ब्याज दरों का उपयोग अपने मौद्रिक नीति संबंधी लिखत के परिवर्ती के रूप में करते हैं जो दीर्घावधिक ब्याज दरों की गतिविधियों पर आधारित होता है जिन्हें संभावित भावी गतिविधियों के बारे में एक सूचना परिवर्ती के रूप में अधिक लिया जाता है। तथापि इस ढांचे में एक नियमित मीयादी ब्याज दर संरचना निहित होती है जिनके द्वारा अल्पावधि में नीतिगत पहलों को दक्षतापूर्वक लम्बी मीयाद वाली नीति की ओर सम्प्रेषित किया जाता है। यह संबंध स्वीकार्यात्मक अपेक्षाओं की धारणाओं के अंतर्गत बेहतर कार्य करता है (चो, 1989); जहां हाल के अनुभवजन्य साक्ष्य

यह सुझाते हैं कि दीर्घावधि दरें भावी अवधि दरों का पूर्वानुमान करने में इतनी अच्छी नहीं (और आग्रहप्रस्त) होती हैं, विशेषकर जब कि अपेक्षाएं तर्कसम्मत हों (ब्लाइंडर, 2006)।

**3.15** केवल अल्पावधि ब्याज दरों का अर्थव्यवस्था पर सीमित प्रभाव ही होता है। दीर्घावधिक ब्याज दरों का मजबूत प्रभाव पड़ता है क्योंकि वे अर्थव्यवस्था में बचतों और निवेश संबंधी निर्णयों को निर्धारित करते हैं। अतः अर्थव्यवस्था पर प्रभाव रखने के लिए मौद्रिक नीति संबंधी धड़कनों को आस्ति-मूल्यों जैसे ऋण की दरों, बांड की दरों, विनिमय दरों तथा स्टॉक मार्केट के मूल्यों को प्रभावित करके मुद्रा बाजार से पूंजी बाजार की ओर संप्रेषित किया जाना चाहिए। मुद्रा बाजार तथा पूंजी बाजार अपेक्षाओं या प्रत्याशाओं से जुड़े हुए हैं। लेनदेन की लागतों तथा जोखिम प्रीमियमों की अवहेलना करके, मीयादी संरचना की प्रत्याशाओं का सिद्धांत दीर्घावधि ब्याज दरों को अल्पावधिक ब्याज दरों के एक औसत के रूप में देखता है जो संबंधित लिखत की परिपक्वता तक विद्यमान रहेगी। हालांकि वर्तमान अल्पावधिक ब्याज दरों का दीर्घकालिक बांड की आयों पर कुछ प्रभाव है, फिर भी, मीयादी संरचना का प्रत्याशा सिद्धांत यह इंगित करता है कि मुख्यतया ये प्रत्याशित भावी अल्पावधिक ब्याज दरें ही हैं जो बांड आयों का निर्धारण करती हैं। व्यवहार में, अल्पावधिक ब्याज दरों के भावी विकास के बारे में अनिश्चितता तथा अलग-अलग अवधियों के लिए अलग अलग जोखिम के चलते,

<sup>1</sup> अंतर्राष्ट्रीय ब्याज दर अंतरों को शामिल करके नीतिगत दर में किये गये परिवर्तन असुरक्षित ब्याज दर समता की स्थिति के माध्यम से विनिमय दर संबंधी गतिविधियों को भी प्रभावित करते हैं।

जितनी ही लम्बी मीयाद होगी, उतनी ही कमजोर अल्पावधि ब्याज दर और दीर्घावधिक ब्याज दर के बीच की कड़ी होगी। अतः व्यवहार में, केंद्रीय बैंक कभी-कभी दीर्घावधिक ब्याज दरों को उस स्तर तक निर्देशित करने में कठिनाई का अनुभव करते हैं जिस स्तर पर वे सोचते हैं कि वह मौद्रिक नीति संबंधी बल का अभीष्टतम बिन्दु होना चाहिए।

**3.16** यह सब होते हुए भी केंद्रीय बैंक अल्पावधि नीति संबंधी दरों पर परिचालन करते हैं जो एक नियमित मीयादी संरचना तथा एक सुचारु बाजार सातत्य के अंतर्गत दीर्घावधि ब्याज दरों को प्रभावित करने में समर्थ होगा। मौद्रिक नीति संबंधी संकेतकों को दीर्घावधि दरों की ओर दक्षतापूर्वक संप्रेषित करने की दृष्टि से केंद्रीय बैंक मुद्रा बाजार के विकास को गति प्रदान करते हैं। इस प्रकार मुद्रा बाजार केंद्रीय बैंक द्वारा बाजार आधारित हस्तक्षेप की एक प्रतिस्पर्धी तथा दक्ष प्रणाली के मुख्य आधार के रूप में काम करता है। यह बांडों तथा अन्य अल्पावधिक वित्तीय लिखतों के तरलता जोखिम को कम करके एक सक्रिय द्वितीयक बांड बाजार को प्रोत्साहित करता है तथा वित्तीय मध्यस्थकों को अपने चलनिधि जोखिमों का प्रबंधन करने में सहायता करता है। यह सरकार के नकदी प्रबंधन के लिए माध्यम के रूप में भी कार्य करता है तथा मौद्रिक नीति को लागू करने में प्रथम सम्पर्क प्रदान करता है। एक सुव्यवस्थित रूप में कार्य करने वाले मुद्रा बाजार का विकास करने के लिए तीन शर्तों को पूरा करने की अपेक्षा होती है ये हैं : (i) बैंक तथा अन्य वित्तीय संस्थाओं को प्रोत्साहनों, सक्रिय रूप से जोखिम के प्रबंधन तथा लाभ को अधिकतम करने के प्रति प्रोत्सादन करने के लिए व्यावसायिक रूप से अभिप्रेरित होना चाहिए; (ii) केंद्रीय बैंक को मौद्रिक नीति को लागू करने के लिए प्रत्यक्ष लिखतों/पद्धतियों से अप्रत्यक्ष पद्धतियों की ओर बढ़ना चाहिए तथा (iii) सरकार के पास नकदी प्रबंधन का एक अच्छा प्रक्रिया-तंत्र होना चाहिए ताकि उसके बाद केंद्रीय बैंक को अपनी परिचालन प्रक्रियाओं को निर्धारित करने में ज्यादा आजादी मिल सके।

**3.17** केंद्रीय बैंक की परिचालनात्मक प्रक्रिया मुद्रा बाजार की स्थिरता तथा जोखिम का प्रबंध करने में मुद्रा बाजार का सक्रियतापूर्वक उपयोग करने में बैंकों के प्रोत्साहनों को बहुत प्रभावित करती है। इस संबंध में, परिचालन प्रक्रियाओं को इस प्रकार बनाया जाना अपेक्षित है जो बाजार की तरलता, स्थिरता को प्रोन्नत कर सके और सक्रिय जोखिम प्रबंधन को प्रोत्साहित करे। वे परिचालन प्रक्रियाएं, जो विशेषकर, बैंकों के जोखिम प्रबंध संबंधी प्रोत्साहनों को विशेष रूप से प्रभावित करती हैं - वे हैं - प्रारक्षित निधियां रखने की अवधि, उन देयताओं की परिभाषा जिन पर ऐसी प्रारक्षित निधियां रखने की व्यवस्था लगायी जाती है, विभाग नीति तथा परिचालनों की सटीकता जो बाजार की चलनिधि को प्रभावित करने के लिए बनायी जाती है, अर्थात् वह सटीकता जिसके साथ केंद्रीय बैंक प्रणाली में अतिरिक्त प्रारक्षित अपेक्षाओं के लिए मांग को नियंत्रित कर सके।

**3.18** अन्तर्बैंक बाजार - अर्थात् बैंकों के बीच अल्पावधिक उधार देने/लेने के लिए बाजार - खजाना बिलों और निजी क्षेत्र के मुद्रा बाजार लिखतों के लिए द्वितीयक बाजार सहित व्यापक मुद्रा बाजार में विकास तथा बढ़ी हुई चलनिधि के लिए आधार प्रदान करता है। जहां केंद्रीय बैंक के चलनिधि प्रबंध संबंधी परिचालनों में शामिल हैं - अपनी ही पहल के रूप में, स्वयं के विवेक पर वित्तीय प्रणालियों में से प्राथमिक मुद्रा के निवेश/के आहरण, इसकी निभावपरक नीतियों में शामिल हैं - बाजार सहभागियों की ओर से चलनिधि की मांग को पूरा करने संबंधी परिचालन। बाजार चलनिधि प्रबंध से तात्पर्य है - उच्च शक्ति संपन्न मुद्रा के समग्र स्तर का प्रबंधन करने के लिए केंद्रीय बैंक द्वारा की गयी कार्रवाइयां, और इसके माध्यम से, मुद्रा बाजार की स्थितियों को विनियमित करना (बाक्स III.1) मुद्रा बाजार की स्थितियों के विनियमन के लिए मुख्य ध्यान अत्यधिक प्रारक्षित निधियों के लिए मांग को समंजित करने पर रहता है ताकि बैंक की प्रारक्षित निधियों को आने वाले भारी उतार-चढ़ाव से बचाया जा सके, जो अल्पावधिक ब्याज दरों में उद्वेगशीलता का कारण बनती है। सकल बाजार चलनिधि प्रबंधन के लिए यह अपेक्षित है कि बैंकिंग प्रणाली में अत्यधिक प्रारक्षित निधियों के दैनिक स्तर को बैंकों द्वारा मांग के स्तर के आसपास रखा जाए।

**3.19** सैद्धांतिक रूप से नीति संबंधी संकेतकों को वित्तीय आस्ति मूल्यों की ओर संप्रेषण की गति डेरिवेटिव लेनदेन के साथ-साथ सुधरती जाती है क्योंकि यह सारे बाजार में जोखिम को बांटना संभव बनाती है और साथ ही यह वित्तीय आस्ति मूल्यों का मौद्रिक नीति संबंधी संकेतकों के साथ अवधियों के बीच-बीच में समायोजनों को दर्शाती है। एक वित्तीय व्युत्पन्नी संविदा अंतर्वर्ती आस्ति के लिए इसके वर्तमान मूल्यों और ब्याज दरों के आधार पर भावी मूल्य को निकालती है। तदनुसार, व्युत्पन्नी लिखतों का दक्षतापूर्ण मूल्य निर्धारण, अंतर्वर्ती आस्ति के लिए एक सक्रिय और तरल बाजार पर निर्भर है। चूंकि बाजार की सूचनात्मक विषयवस्तु व्युत्पन्नी लिखतों के मूल्यों में झलकती है, अतः व्युत्पन्नी लिखतों को मौद्रिक नीति के लिखतों के रूप में भी प्रयोग किये जाने के मामले बनते हैं। तथापि, यह नोट किया जाए कि केंद्रीय बैंक व्युत्पन्नी लिखतों को मौद्रिक नीति के प्रयोजनों के लिए सक्रिय रूप से उपयोग में नहीं लाते क्योंकि वे सामान्यतया, जोखिमपूर्ण और अनिश्चित समझे जाते हैं। इसके अलावा, व्युत्पन्नी लिखतों के लेनदेन का वास्तविक अर्थव्यवस्था पर प्रभाव द्विविधाग्रस्त रहता है (ग्रे एण्ड प्लेस, 2001)। तथापि, व्युत्पन्नी लिखत वित्तीय बाजारों में जोखिम प्रबंधन के लिए उत्तरोत्तर रूप से उपयोगी साधन बनती जा रही है।

**3.20** संक्षेप में, ब्याज दर सरणी मौद्रिक नीति के संचरण प्रक्रिया-तंत्र की मुख्य सरणी के रूप में उभरी है। हालांकि केंद्रीय बैंक अल्पावधिक ब्याज दरों को सीधे ही प्रभावित कर सकता है, परंतु नीति संबंधी संकेतकों के प्रभावी रूप में संप्रेषण के लिए यह अपेक्षित है कि ब्याज दरों की एक



### बाक्स III.1

#### मौद्रिक संप्रेषण के प्रक्रिया-तंत्र में मुद्रा बाजार की भूमिका

मुद्रा बाजार मौद्रिक नीतिगत धड़कनों को वास्तविक अर्थव्यवस्था की ओर संप्रेषित करने में प्रथम और सर्वप्रमुख संबंध बनता है। अपने बाजार परिचालनों के साथ-साथ केंद्रीय बैंक द्वारा नीतिगत हस्तक्षेप मौद्रिक नीति की प्रक्रिया-तंत्र की कुंजी है - केंद्रीय बैंक पर अर्थव्यवस्था का पूर्ण दावा, जिसे आम तौर पर मौद्रिक आधार या अर्थव्यवस्था में उच्च अधिकार प्राप्त मुद्रा कहा जाता है, मौद्रिक आधार के घटकों में सर्वाधिक महत्वपूर्ण घटक है - बैंक प्रारक्षित निधियां अर्थात् वे दावे जो बैंक केंद्रीय बैंक के पास जमाराशियों के रूप में रखते हैं। इन प्रारक्षित निधियों के लिए बैंकों की जरूरत आर्थिक गतिविधि के समग्र स्तर पर निर्भर करती है। यह कई कारकों से संचालित होती है - (i) अनेक देशों में बैंक ऐसी निधियां जमाराशियों की मात्रा के अनुपात में रखते हैं, जिसे प्रारक्षित अपेक्षाओं के रूप में जाना जाता है जो ऋण देने और जमाराशियां निर्मित करने की उनकी योग्यता को प्रभावित करती है जिसके कारण बैंक द्वारा संभाले जाने वाले लेनदेनों की मात्रा को सीमित कर दिया जाता है; (ii) ऋण देने की बैंकों की योग्यता (बैंकों की आस्तियां) जमा राशियां जुटाने की इसकी योग्यता (बैंकों की देयता) पर निर्भर होती है क्योंकि बैंक की कुल आस्तियों और देयताओं का मिलान करने और उन्हें साथ-साथ बढ़ाने/घटाने की जरूरत पड़ती है; तथा (iii) बैंकिंग प्रणाली में दावों के निपटान के लिए केंद्रीय बैंक के पास शेषराशियां रखने की बैंकों की आवश्यकता होती है, क्योंकि ये लेनदेन केंद्रीय बैंक के पास बैंकों के रखे गये खातों के माध्यम से निपटारे जाते हैं। अतः आज की अर्थव्यवस्था में दैनिक कार्यकलाप तथा इसकी वित्तीय प्रणाली केंद्रीय बैंक के पास रिजर्वों की मांग पैदा करती है जो समग्र आर्थिक गतिविधि में विस्तार के साथ-साथ बढ़ती है। (फ्रायडमैन, 2000 ख)।

मौद्रिक नीति के संचालन की केंद्रीय बैंक की शक्ति बैंक की प्रारक्षित निधियों के लिए एक मात्र आपूर्तिकर्ता के रूप में, इसकी एकाधिकारवादी भूमिका से निकलती है। सर्वाधिक आम प्रक्रिया जिसके माध्यम से केंद्रीय बैंक प्रारक्षित निधियों की बकाया आपूर्ति को प्रभावित करता है वह है - 'खुले बाजार का परिचालन' अर्थात् बाजार में सरकारी प्रतिभूतियों को बेचकर और खरीद कर। जब कोई केंद्रीय बैंक सरकारी प्रतिभूतियों को खरीदता (बेचता) है तो यह उस बैंक के खाते में जमा/नामे करता है। इससे बैंकिंग प्रणाली में सामूहिक रूप से धारित प्रारक्षित निधियों की कुल मात्रा में वृद्धि (कमी) होती है। इस प्रकार, कुल प्रारक्षित निधियों में विस्तार/संकुचन महत्वपूर्ण हो जाता है, क्योंकि बैंक अन्य लाभकारी आस्तियों के लिए प्रारक्षित निधियों की अदला-बदली कर सकते हैं। इन प्रारक्षित निधियों पर निम्न प्रतिलाभ प्राप्त होता है, और, अनेक देशों में ये गैर-लाभकारी रहती हैं, बैंक, विशेषकर उनका विनिमय, कुछ ब्याज वाहक आस्तियों जैसे खजाना बिलों या अन्य अल्पावधिक ऋण लिखतों, से कर लेते हैं। यदि बैंकिंग प्रणाली में अतिरिक्त (अपर्याप्त) प्रारक्षित निधियां रह जाती हैं तो बैंक ऐसी लिखतों को खरीदने (बेचने) का प्रयास करते हैं। यदि प्रतिभूतियों की मांग में आम तौर पर वृद्धि (कमी) हो जाती है तो इसका परिणाम प्रतिभूत मूल्यों में वृद्धि (कमी) और ब्याज दरों में कमी (वृद्धि) के रूप में होता है। अल्पावधिक ऋण लिखतों पर ब्याज दरों के निम्न (उच्च) होने से तात्पर्य यह होगा कि निम्न ब्याज दर वाली प्रारक्षित निधियों को रखने की अवसर लागत घट (बढ़) जायेगी। केवल तभी जब बाजार की ब्याज दरें उस स्तर तक गिरती (बढ़ती) हैं, जिस पर सामूहिक

रूप से बैंक केंद्रीय बैंक द्वारा आपूर्ति सभी प्रारक्षित निधियों को रखने की इच्छा रखते हैं तभी वित्तीय प्रणाली में संतुलन प्राप्त होगा। अतः विस्तारवादी (संकुचनवादी) खुले बाजार के परिचालन अल्पावधिक ब्याज दरों पर निम्नमुखी (ऊर्ध्वमुखी) दबाव केवल इसलिए नहीं डालते हैं, क्योंकि केंद्रीय बैंक स्वयं क्रेता (विक्रेता) है, बल्कि इसलिए भी क्योंकि, यह बैंकों को प्रतिभूतियां खरीदने (बेचने) के लिए प्रोत्साहित करता है। इस प्रकार केंद्रीय बैंक अल्पावधिक ऋण लिखतों पर ब्याज दरों को आसानी से प्रभावित कर सकता है। ब्याज दरों की एक नियमित मीयादी संरचना होने तथा बाजार घटक के न होने से इस प्रकार की नीति संबंधी धड़कनें दीर्घावधि मीयाद में संप्रेषित हो पाती हैं और इससे दीर्घावधिक ब्याज दरें प्रभावित होती हैं जिसका परिणाम परिवारों की खपत और बचत संबंधी निर्णयों पर और इसलिए समग्र मांग पर पड़ता है।

प्रारक्षित अपेक्षाओं को लादकर और पुनर्वित्त सुविधाओं के रूप में बैंकों को केंद्रीय बैंक द्वारा उधार देकर इसी उद्देश्य को प्राप्त करने के वैकल्पिक प्रक्रिया-तंत्र भी हैं। प्रारक्षित निधियों की अपेक्षाओं को कम करके (बढ़ाकर) और इस प्रकार प्रारक्षित निधियों के लिए मांग को घटाकर (बढ़ाकर) प्रक्रियाओं का लगभग वही प्रभाव होता है जैसा कि खुले बाजार के क्रियाकलापों के विस्तार-परक (संकुचन परक) परिचालनों का, जो कि प्रारक्षित निधियों की आपूर्ति को बढ़ाकर (घटाकर) ब्याज दरों पर निम्नमुखी (ऊर्ध्वमुखी) दबाव पैदा करता है। इसी प्रकार दूसरा तरीका जिसमें केंद्रीय बैंक प्रारक्षित निधियों की आपूर्ति को प्रभावित कर सकते हैं - बैंकों को प्रारक्षित निधियों के लिए प्रत्यक्ष उधार देना। केंद्रीय बैंक बैंकों को नीति संबंधी दर पर उधार देते हैं, जो आम तौर पर अल्पावधिक बाजार पर उच्चतम सीमा का कार्य करता है। इसी प्रकार, केंद्रीय बैंक चलनिधि का अवशोषण करते हैं उस दर पर, जो अल्पावधिक बाजार ब्याज दरों के लिए आधार दर बनती है। यह महत्वपूर्ण है क्योंकि उच्चतम दर पर चलनिधि को निविष्ट करना यह सुनिश्चित करेगा कि बैंकों को इन यादृच्छिक अवसरों वाली निधियों तक पहुंच प्राप्त नहीं है जिसके कारण वे केंद्रीय बैंक से उधार लेते हैं और उच्चतर ब्याज दर अर्जित करने के लिए उन निधियों का विनियोजन बाजार में करते हैं। इसी प्रकार, केंद्रीय बैंक द्वारा चलनिधि का अवशोषण निम्नतम (आधार) दर पर होना चाहिए क्योंकि केंद्रीय बैंक के साथ निधि का विनियोजन ऋण तथा अन्य जोखिमों से मुक्त है। विशेषकर, केंद्रीय बैंक का उद्देश्य ही चलनिधि की स्थितियों को संतुलित बनाये रखना है। जिसमें अल्पावधिक ब्याज दरों को इसी कोरिडोर के अंदर निर्धारित करना होगा।

जहां उपयुक्त प्रक्रिया तंत्र से यह दर्शाया गया है कि केंद्रीय बैंक प्रारक्षित निधियों की मात्रा का समायोजन करके अल्पावधिक ब्याज दरों को किस प्रकार प्रभावित कर सकता है, वही उद्देश्य, किसी खास अल्पावधिक ब्याज दर को लेकर और इसके बाद प्रारक्षित निधियों की आपूर्ति को उस दर के अनुकूल बना कर प्राप्त किया जा सकता है। अनेक देशों में, इसकी प्राप्ति, रात्रिभर के लिए अन्तर्बैंक की उधार दरों को लक्ष्यबद्ध करके तथा प्रारक्षित अपेक्षाओं के स्तर का समायोजन करके भी की जा सकती है जो अन्तर्बैंक उधार दरों को अपेक्षित स्तर पर रखेगा। इस प्रकार अल्पावधिक ब्याज दरों को प्रभावित करके केंद्रीय बैंक अर्थव्यवस्था में उत्पादन और मुद्रास्फीति को प्रभावित कर सकते हैं जो कि मौद्रिक नीति का अंतिम उद्देश्य है।

उचित मीयाद संरचना हो जो नीतिगत दरों में भावी घटबढ़ के बारे में बाजार सहभागियों की अपेक्षाओं पर निर्भर हो। अतः सुचारु रूप से कार्य करने वाला मुद्रा बाजार अप्रत्यक्ष, बाजार आधारित मौद्रिक नीति के परिचालनों के लिए तथा सरकारी प्रतिभूति और निजी क्षेत्र के बांडों के बाजार के लिए आवश्यक चलनिधि उपलब्ध कराने के लिए अनिवार्य है। चलनिधि की स्थितियों का सावधानीपूर्वक प्रबंधन करके, केंद्रीय बैंक मौद्रिक नीति संबंधी अपने उद्देश्यों को प्राप्त कर सकता है तथा बाजार की स्थिर दशाओं को सुनिश्चित करते हुए मुद्रा बाजार के लेनदेनों को प्रोत्साहित कर सकता है। मौद्रिक नीति को प्रभावी रूप से संचालित करने के लिए एक महत्वपूर्ण तत्व है - सरकारी नकदी प्रवाहों की जानकारी का होना, जो केंद्रीय बैंक के खुले बाजार के परिचालनों की तरह बैंक की प्रारक्षित शेष राशियों को भी प्रभावित करते हैं।

### III. परिचालन प्रक्रियाएं तथा मुद्रा बाजार - अंतर्राष्ट्रीय अनुभव

3.21 विश्व भर में मौद्रिक नीति के उद्देश्यों, लक्ष्यों और परिचालन प्रक्रियाओं ने वर्षों से मौद्रिक सिद्धांतों के विकास, केंद्रीय बैंकिंग की व्यवस्थाओं तथा बदलती व्यापक आर्थिक स्थितियों के अनुरूप उल्लेखनीय परिवर्तन देखे हैं। 1970 के दशक तक अधिकांश केंद्रीय बैंकों ने मौद्रिक नीति के मुख्य उद्देश्य के रूप में मूल्य स्थिरता को स्वीकार किया था - जो कि पहले वृद्धि और रोजगार के उद्देश्यों को दी गयी प्रधानताओं से हटकर था। हाल के वर्षों में, परम्परागत वृद्धि मुद्रास्फीति की परस्पर पारस्परिक प्रतिस्पर्धा से आगे निकल कर जैसे-जैसे वित्तीय बाजारों के बीच समेकन, तथा उसके साथ जुड़ी अनिश्चितता और संक्रामक प्रभाव से उत्पन्न तीव्र उद्वेगशीलता बढ़ती गयी, वित्तीय स्थिरता अन्य प्रमुख उद्देश्य के रूप में उभर कर आयी। हालांकि उन्नत देशों में अनेक केंद्रीय बैंकों ने जैसे रिजर्व बैंक ऑफ न्यूजीलैंड, रिजर्व बैंक ऑफ आस्ट्रेलिया तथा बैंक ऑफ इंग्लैंड ने मुद्रास्फीति को लक्ष्यबद्ध करने के ढांचे को अपना कर मूल्य स्थिरता को अपने एकमात्र लक्ष्य के रूप में अपनाया है। कुछ अन्य देश जैसे अमरीका और जापान मूल्य स्थिरता तथा वृद्धि इन दोनों ही उद्देश्यों का अनुसरण करना जारी रखे हुए हैं। इसी प्रकार जहां कुछ उदीयमान अर्थव्यवस्थाएं (ईएमईज) जैसे दक्षिण अफ्रीका, थाईलैंड, कोरिया और मेक्सिको ने मुद्रास्फीति को लक्ष्यबद्ध करने के ढांचे को अपना कर पूर्णतः मूल्य स्थिरता को एक मात्र लक्ष्य अपनाया हुआ है, वहीं कुछ अन्य देश बहु उद्देश्यों का अनुसरण कर रहे हैं।

#### मौद्रिक नीति के ढांचे

##### मध्यवर्ती लक्ष्य

3.22 जैसा कि केंद्रीय बैंक अंतिम उद्देश्य को सदैव सीधे-सीधे लक्ष्यबद्ध नहीं कर सकते, मौद्रिक नीति तत्काल लक्ष्यों पर ध्यान केंद्रित करती है जोकि वित्तीय उद्देश्य के साथ घनिष्ठ संबंध बनाये रखती है। तत्काल

लक्ष्यों का चयन अर्थव्यवस्था में परिचालित मौद्रिक नीति की सम्प्रेषण सरणियों पर निर्भर है। 1980 के दशक के दौरान वित्तीय नवोन्मेषों की बाढ़ के द्वारा शुरू की गयी त्वरित अपमध्यस्थन की प्रक्रिया ने मौद्रिक लक्ष्यबद्धीकरण के ढांचे को प्रभावित करना शुरू कर दिया (सोलन्स 2003)। तदनुसार, मुद्रा की मांग के अस्थिर हो जाने से केंद्रीय बैंक ने ब्याज दरों को लक्ष्यबद्ध करके सकल मांग को संतुलित करने का कार्य शुरू किया। इसके परिणामस्वरूप अमरीका (1992) और जापान<sup>2</sup> (1994-2001) में केंद्रीय बैंकों ने अन्यो के साथ-साथ, अंतर्बैंक दरों को तत्काल लक्ष्यों के रूप में अपनाया। तथापि वित्तीय उदारीकरण ने अनेक देशों में स्पष्ट तत्काल लक्ष्यों को घटा दिया है और इसके द्वारा वे उनके केंद्रीय बैंकों को बहु संकेतक दृष्टिकोण अपनाने के लिए उकसा रहे हैं। इस दृष्टिकोण के अंतर्गत अनेक केंद्रीय बैंक जैसे यूएस फेडरल रिजर्व, दि यूरोपीयन सेंट्रल बैंक तथा बैंक ऑफ जापान अनेक व्यापक आर्थिक संकेतकों जैसे मूल्यों, उत्पादन अंतरालों तथा आस्ति, ऋण एवं अन्य वित्तीय बाजारों की ऐसी गतिविधियों की, जिनका मूल्य स्थिरता पर प्रभाव पड़ता है, नियमित रूप से निगरानी करते हैं।

3.23 कुछ ईएमईज जैसे रूस और चीन मौद्रिक समुच्चयों के रूप में तात्कालिक लक्ष्यों को विनिर्दिष्ट करना जारी रखे हुए हैं। तथापि, कुछ अन्य देश जैसे इंडोनेशिया एक महत्वपूर्ण सूचना परिवर्तों के रूप में संकेतात्मक मौद्रिक लक्ष्यों का अधिक प्रयोग करते हैं, और उनके अनुपूरक के रूप में वित्तीय बाजारों तथा वास्तविक अर्थव्यवस्था में होने वाली गतिविधियों के अन्य संकेतकों को भी अपनाया जाता है। इसके अलावा, ईएमई के अनेक केंद्रीय बैंकों द्वारा मुद्रास्फीति को लक्ष्यबद्ध करने को अपनाये के साथ ही मौद्रिक सम्प्रेषण प्रक्रिया की ब्याज दर सरणी पर अधिकाधिक ध्यान केंद्रित होता जा रहा है।

##### परिचालनगत लक्ष्य

3.24 मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन की प्रक्रिया मुख्यतया परिचालनगत लक्ष्यों के विकल्प से निर्देशित होती है। नीति संबंधी उद्देश्यों के होते हुए भी, मौद्रिक प्राधिकारियों द्वारा झेला जा रहा मुख्य मुद्दा अल्पावधि में लिखतों और लक्ष्यों के बीच संतुलन बैठाना है। हाल के वर्षों में, औद्योगिक देशों तथा ईएमईज दोनों में सर्वसम्मति का कुछ स्तर उभरा है कि बाजारोन्मुखी लिखतों का प्रयोग किया जाए जोकि मुख्यतया त्वरित विकास तथा विभिन्न वित्तीय बाजार के घटकों के गहन बनने, वित्तीय संस्थाओं के विशाखीकरण तथा वित्तीय मध्यस्थन के वैश्वीकरण होने से प्रेरित हुए हैं (वान्ट डेक, 1999)।

3.25 अविनियमित व्यवस्था में मुद्रा बाजारों के क्रमिक रूप से विकसित और उन्नत होने के साथ-साथ, कीन्ज की वृद्धि और पूर्ण रोजगारोन्मुखी मौद्रिक नीति, जो मौद्रिक समुच्चयों से परिचालित होती थी, से ब्याज दरों

<sup>2</sup> बैंक ऑफ जापान ने मार्च 2001 से मात्रात्मक नरमी की नीति को ओर बदलाव किया, परंतु 9 मार्च 2006 को पुनः बैंक के चालू खाते में बकाया शेषराशियों के बजाए गैर-जमानती राशिभर के लिए मांग दरों की ओर बदलाव करने के लिए परिचालनगत लक्ष्यों को बदलने के लिए निर्णय लिया।

के आधार पर परिचालित मुद्रास्फीति उन्मुखी मौद्रिक नीति की ओर बढ़ने पर जोर रहा है। बाजारों के बढ़ते हुए उन्नयन के साथ-साथ, परंपरागत नीतिगत ढांचा जैसे मौद्रिक नीति के लिए प्रत्यक्ष नियंत्रण का दृष्टिकोण बासी पड़ गया है, जबकि अप्रत्यक्ष बाजारोन्मुखी दृष्टिकोण ने महत्तर स्वीकृति प्राप्त कर ली है (फोरेसबीक तथा आक्सेलहीम, 2003)।

**3.26** दो परिचालन प्रक्रियाओं में से अर्थात् बैंक प्रारक्षित निधियों तथा ब्याज दरों के माध्यम से, 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों से जोर ब्याज दरों के माध्यम की ओर बढ़ता गया है जिसका कारण है वे व्यापक परिवर्तन जिन्होंने आर्थिक परिवेश में स्थान ग्रहण कर लिया था (बोरियो 1997)। यह प्रवृत्ति संप्रेषण प्रक्रिया-तंत्र में ब्याज दरों द्वारा अदा की गयी अधिकाधिक भूमिका को दर्शाती है क्योंकि बाजारों का विकास अविनियमित परिवेश में होता है। ब्याज दरों पर और भी तेजी से ध्यान केंद्रित किया जाने लगा क्योंकि परिचालनगत लक्ष्य अल्पावधिक ब्याज दरों को लक्ष्यबद्ध करने की ओर बढ़ती प्रवृत्ति को दर्शाता है। उप परिणाम के रूप में रात्रिभर के लिए दर मौद्रिक नीति के संचालन में सर्वाधिक रूप से अनुकरण की गयी दर के रूप में उभरी। अतः मौद्रिक नीति संबंधी संकेतकों को संप्रेषित करने के लिए मुद्रा बाजारों पर ध्यान केंद्रित किया गया। अल्पावधिक ब्याज दरों को लक्ष्यबद्ध करना बाजारोन्मुखी दृष्टिकोण के पूर्णतः अनुरूप है, जिनके माध्यम से ब्याज दरों में भावी गतिविधियों की प्रत्याशाओं के बारे में सूचना विद्यमान बाजार दरों से निकाली जाती है।

**3.27** यदि भिन्न-भिन्न देशों के इन लिखतों को चुनने का विकल्प भिन्न-भिन्न रहा है, फिर भी उन्हें मुख्य परिचालनगत लक्ष्यों (ब्याज दरों) के आधार पर मोटे तौर पर वर्गीकृत किया जा सकता है (अनुलग्नक III.1)। पहली श्रेणी में वे देश हैं जैसे अमरीका, जापान, कनाडा और आस्ट्रेलिया जहां मुख्य परिचालनगत लक्ष्य है - रात्रिभर के लिए अंतर्बैंक ब्याज दर हालांकि उनकी संकेतक रणनीतियां अलग-अलग हैं। अन्य विकसित देशों के मामले में, जैसे ईसीबी, मुख्य नीतिगत दर वह टेंडर दर है, जो नियमित परिचालनों पर प्रयोज्य है, मुख्यतः पुनर्वित्त संबंधी परिचालनों पर। तथापि, ब्रिटेन जैसे देशों में कुछ केंद्रीय बैंक एमपीसी द्वारा निर्धारित आधिकारिक बैंक दर के अनुरूप परिचालनगत लक्ष्य के रूप में रात्रिभर के लिए चुनिंदा बाजार की ब्याज दरें चुनते हैं। आम तौर पर, इस प्रकार की ब्याज दरों की मीयाद 1 से 2 सप्ताहों की होती है, परंतु इसका दायरा 1 या 2 दिनों से लेकर 1 माह तक का हो सकता है।

**3.28** अनेक ईएमईज के मामले में भी परिचालनगत लक्ष्य रात्रिभर की दरें हैं - जो शेषराशियों के निपटान के लिए अन्तर्बैंक बाजार द्वारा निर्धारित की जाती हैं (कोरिया, मलेशिया) (अनुलग्नक III.2)। वित्तीय स्थिरता को प्रोन्नत करने के लिए केंद्रीय बैंकों ने, जो प्राथमिक चलनिधि के लिए एकाधिकारवादी आपूर्तिकर्ता हैं, बैंक प्रारक्षित निधियों को सोची समझी नीति के माध्यम से उच्च स्तर की परिशुद्धता के साथ रात्रिभर की दरों में गतिविधियों को सुचारू बनाने का प्रयास किया है। आम तौर पर केंद्रीय बैंक ब्याज दरों पर कठोर नियंत्रण लगाने से बचते रहे हैं क्योंकि ऐसा

करने से मुद्रा बाजार का विकास रुक जाता है। रात्रिभर की दरों में उद्वेगशीलता की अनुमति देने से, ताकि वह अस्थायी दबाव को समाहित कर सके, केंद्रीय बैंक मुद्रा बाजार के अन्य घटकों में स्थिरता को बनाये रख सके।

**3.29** ब्याज दरों की उद्वेगशीलता को सीमित रखने के लिए केंद्रीय बैंकों ने अनेक तकनीकों का प्रयोग किया है जैसे -प्रारक्षित निधियों की अपेक्षाओं को औसत स्तर पर रखना तथा ब्याज दर कोरिडोर की व्याख्या करने के लिए स्थायी सुविधाओं का प्रयोग करना। इनमें से अधिकांश देशों ने रात्रिभर की दरों को एक निश्चित गलियारे में रखने का प्रयास किया है जिसमें निम्नतम दायरा (आधार दर) का निर्धारण जमा सुविधा द्वारा किया जाता है तथा उच्चतम दायरा (उच्चतम सीमा) का प्रतिनिधित्व उधार देने की दर द्वारा किया जाता है। ये गलियारे आम तौर पर काफी व्यापक होते हैं, जो नीतिगत दरों और रात्रिभर की दरों दोनों की गतिविधियों में काफी नमनीयता की अनुमति देते हैं (बोरियो पहले उद्धृत)। जहां तक ब्याज दरों के समायोजन की बारम्बारता का प्रश्न है, अधिकांश केंद्रीय बैंक छोटे और क्रमिक परिवर्तनों की नीति को वरीयता देते हैं।

#### परिचालनगत प्रक्रिया

**3.30** वित्तीय उदारीकरण के बीच, नीति संबंधी परिवेश में आये परिवर्तनों की प्रतिक्रिया स्वरूप चलनिधि प्रबंधन की परिचालन प्रक्रियाएं भी बदल गयी हैं। साहित्य तथा केंद्रीय बैंकों के अपने अनुभव 1980 और 1990 के दशकों के दौरान औद्योगिक देशों में अपनी परिचालन प्रक्रियाओं में सुधार के लिए पांच मुख्य कारण गिनाते हैं (मेहरान आदि, 1996 तथा फोरेस बीक और ओक्सेलहीम पहले उद्धृत)। पहला, मौद्रिक नीति संबंधी लिखतों को बदला गया ताकि वे अपने-अपने मौद्रिक प्राधिकरणों के नये परिचालनगत ढांचे को अपना सकें। दूसरा, कमोबेश पूर्णतः केंद्रीय बैंकों के तुलन पत्र से बाहर हो रही वित्तीय गहनता के चलते, उस मौद्रिक प्रणाली का अंश जिस पर मौद्रिक प्राधिकारियों का प्रत्यक्ष नियंत्रण था, घट गया था, जो वित्तीय प्रणाली में चलनिधि के गैर-मौद्रिक घटकों को नियंत्रित करने के लिए अप्रत्यक्ष तरीकों (प्रमात्रा उन्मुखी लिखतों के विपरीत मूल्योन्मुखी) की मांग कर रही थी। तीसरा, संपूर्ण विश्व में वित्तीय बाजारों के विस्तार, विशाखीकरण और समेकन की स्थिति में, महत्तर ब्याज दर नमनीयता तथा विभिन्न मीयादों में प्रतिलाभ की दरों के बीच घटते हुए अंतरालों ने ऐसी लिखतों की आवश्यकता पैदा कर दी जो चलनिधि प्रबंधन को समय, प्रमात्रा और परिशुद्धता की दृष्टि से लचीलापन प्रदान कर सके। चौथा, वित्तीय बाजारों में प्रत्याशाओं की बढ़ती हुई महत्ता ने ऐसी लिखतों को अपनाने का पक्ष लिया जो मौद्रिक नीति के जोर का संकेत देने के लिए बेहतर रूप से उपयुक्त हैं। अंतिम, केंद्रीय बैंकों की ओर से इस बात की बड़ी जरूरत थी कि मुद्रा बाजार की गतिविधियों को प्रेरित किया जाए और मौद्रिक नीतिगत संप्रेषणों को सुधारा जाए और साथ ही साथ मौद्रिक और सरकारी ऋण प्रबंध के उद्देश्यों के अलग-अलग रखने पर भी जोर दिया जाए।

**3.31** नीतिगत परिवेश में आये बदलावों के फलस्वरूप, अंतर्राष्ट्रीय स्तर पर, विशेषकर 1990 के दशक के दौरान, निम्नलिखित प्रवृत्तियों को



देखा जा सकता है (बोरियो पहले उद्धृत तथा वान्ट डैक पहले उद्धृत)। पहला, प्रारक्षित निधियों को रखने संबंधी अपेक्षाओं में निरंतर कमी की गयी है, गत दशक के दौरान प्रारक्षित निधियां रखने संबंधी अपेक्षाओं में निरंतर कमी की उल्लेखनीय अंतर्राष्ट्रीय प्रवृत्ति मध्यस्थन पर कर में कमी करने संबंधी नीति संबंधी सचेत प्रयासों को दर्शाती है, ताकि संस्थाओं के भार को घटाया जा सके तथा विभिन्न प्रकार की घरेलू संस्थाओं और उत्तरोत्तर रूप में राष्ट्रीय सीमाओं के बाहर कार्यरत दोनों प्रकार की संस्थाओं के बीच अवसरों की समानता पैदा की जा सके। हालांकि स्वायत्त कारकों द्वारा उत्पन्न किये गये चलनिधि के स्तरों में उतार-चढ़ाव को प्रारक्षित अपेक्षाओं के पर्याप्त भण्डार की स्थिति तथा विवेकाधीन शक्तियों<sup>3</sup> के अंतर्गत किये गये परिचालनों के माध्यम से किये गये सक्रिय चलनिधि प्रबंधन के द्वारा संतुलित किया जाएगा, अंतर्राष्ट्रीय रूप से प्रारक्षित अनुपातों में निम्नमुखी रहने की सामान्य प्रवृत्ति चलनिधि की सहायता की ओर बढ़ने पर जोर दे रही है। यह भी प्रारक्षित निधियों को सीमा से अधिक रखने की प्रवृत्ति से संभव हो सका जिसके द्वारा बैंक प्रारक्षित निधियों की अपेक्षाओं में किये गये इन परिवर्तनों के प्रभाव को रोक सके।

**3.32** ईएमईज में केंद्रीय बैंक विकसित देशों की तुलना में अपने देशों में बैंक चलनिधि पर स्वतः आनेवाले प्रभावों को समायोजित करने के लिए अधिक बारम्बार रिजर्व अपेक्षाओं का प्रयोग करने की प्रवृत्ति रखते हैं। जहां रिजर्व अपेक्षाएं विकसित देशों से भिन्न उदीयमान अर्थव्यवस्थाओं में एक अलग भूमिका अदा करती हैं, वहीं निम्नतर स्तरों पर इन दोनों देशों में अदा की जानेवाली भूमिका में एकाभिमुखता की प्रवृत्ति रही है। जहां मौद्रिक नियंत्रण की सक्रिय लिखतों के रूप में उनकी भूमिका पर दिये जानेवाले जोर को कम किया जा रहा है। इस प्रकार हाल के वर्षों में, प्रारक्षित अपेक्षाएं चलनिधि को सोखने के लिए बाजारोन्मुखी दृष्टिकोणों को, जिनमें केंद्रीय बैंक की प्रतिभूति जारी करना भी शामिल है, रास्ता दे रही हैं।

**3.33** दूसरे, अंशतः सचल अंतर्राष्ट्रीय पूंजी के बढ़ते हुए दबावों तथा प्रारक्षित अपेक्षाओं में गिरावट के कारण प्रेरित सक्रिय चलनिधि प्रबंधन पर जोर बढ़ता जा रहा है। केंद्रीय बैंक की ओर से आर्थिक निभाव पर निर्भरता को कम करके मुद्रा बाजार का विकास करने तथा ब्याज दर समायोजनों में अधिक पारदर्शिता लाने की दृष्टि से चलनिधि प्रबंधन को अधिकांशतः स्थायी सुविधाओं के स्थान पर विवेकाधीन परिचालनों के माध्यम से लागू किया जाता रहा है, विशेषकर, 1980 के दशक के प्रारंभिक वर्षों से। उप-परिणाम के रूप में केंद्रीय बैंकों ने अपने मुद्रा बाजार के परिचालनों में प्रयुक्त लिखतों के दायरे को बढ़ा दिया है, लेनदेनों की मीयाद को छोटा कर दिया है, उनकी बारम्बारता को बढ़ा दिया है, तथा परिचालनों को और दुरुस्त करते हुए उन्हें नियमित बुनियादी पुनर्वित्त के परिचालनों का अनुपूरक बना दिया है।

**3.34** बैंकों की प्रारक्षित निधियों के लिए बाजार को संतुलित करने हेतु, स्थायी सुविधाओं के स्थान पर बाजार परिचालनों पर अधिक निर्भरता की

आवश्यकता एक अधिक नमनीय तथा कम अन्तर्भेदी अनुपालन प्रक्रियाओं की जरूरत के कारण पैदा हुई। अतः केंद्रीय बैंकों द्वारा चलनिधि प्रबंधन के लिए मुख्य लिखतें हैं - विवेकाधीन बाजार परिचालन। इसके विपरीत, स्थायी सुविधाएं ब्याज दर निर्धारित करने के लिए मुख्य प्रक्रिया-तंत्र बनने के बजाए मात्र 'सेफ्टी वाल्व' बन कर रह गयी हैं। चलनिधि में आयी अस्थायी विसंगति को पूरा करने के लिए मार्जिन के रूप में उनका परिचालन किया जाता है। उदीयमान अर्थव्यवस्थाओं के मामले में भी स्थायी सुविधाओं से अलग हटने की प्रवृत्ति रही है। नये वित्तीय बाजारों के विकास तथा समेकन के चलते, बैंक का मध्यस्थन कम प्रधान हो गया क्योंकि परिवारों ने अपनी बचतों का कुछ भाग बैंकिंग क्षेत्र से बाहर जमा किया। इसके फलस्वरूप, उद्यमों ने निधीयन के बैंकेतर स्रोतों को उत्तरोत्तर दुहना शुरू किया। परिणामस्वरूप, सकल व्यय करना बैंक द्वारा निर्धारित ब्याज दरों की अपेक्षा अधिक संवेदनशील बन गया, क्योंकि नीति के रूप में ब्याज दरों में लागू किये गये परिवर्तनों ने भी आस्ति मूल्यों के धन-प्रभाव के माध्यम से मांग को प्रभावित किया। तदनुसार, मौद्रिक संप्रेषण की आस्ति सरणी, जो वित्तीय बाजारों की प्रत्याशाओं और व्यवहार को प्रभावित करने के लिए नयी लिखतों और प्रक्रियाओं को विकसित करने पर ध्यान केंद्रित करती है, को अतिरिक्त महत्व प्राप्त हो गया है।

**3.35** तीसरे, मौद्रिक नीति संबंधी लिखतों के व्यापक समूह में रिपो लगभग मुख्य नीतिगत साधन बन गया है जिसे मौद्रिक बाजारों के विकास में एक प्रमुख मील का पत्थर माना जा सकता है। ईएमई सहित देशों ने सीधे खुले बाजार के परिचालनों की अपेक्षा रिपो को वरीयता प्रदान की है क्योंकि प्रतिभूतियों के लिए उन्हें किसी अंतर्निहित बाजार की जरूरत नहीं होती, तथा वे प्रतिभूति की मीयाद तथा लेनदेन की मीयाद के बीच के संबंध को तोड़ते प्रतीत होते हैं। हाल के वर्षों में निजी रिपो बाजारों के उदय और बाद में उनकी तीव्र वृद्धि, जिसे अकसर स्वयं केंद्रीय बैंकों द्वारा प्रेरित किया गया, ने इन लिखतों के उपयोग में तेजी लायी है।

**3.36** अधिकांश उदीयमान बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने बैंकों की रिजर्वों के दैनिक प्रबंधन में रिपो को प्रधान भूमिका प्रदान की है। रिपो और रिवर्स रिपो के लिए सक्रिय बाजार कोरिया, मेक्सिको तथा थाईलैंड में विकसित हो चुका है। इनमें अन्तर्निहित पात्र आस्तियां हैं, मुख्यतया सरकारी निश्चित आयवाली प्रतिभूतियां। सीमित बाजारों के मामले में, केंद्रीय बैंकों ने पात्र प्रतिभूतियों का दायरा बढ़ा दिया है। अमरीका, ईसीबी, यू.के., सिंगापुर तथा मेक्सिको के केंद्रीय बैंकों ने भी रिपो परिचालन किये जिनमें कारपोरेट बांडों ने जमानतों के रूप में कार्य किया।

**3.37** हाल के वर्षों में घरेलू रिपो बाजारों की तीव्र वृद्धि के अलावा, पुनर्खरीद लेनदेन अब राष्ट्रीय सीमाओं के पार भी (विदेशों से भी) आसानी से किये जाते हैं। इस कार्य को अंतर्राष्ट्रीय प्रतिभूति बाजार संघ (आइएसएमए)<sup>4</sup> द्वारा सहज बनाया गया है जो अंतर्राष्ट्रीय

<sup>3</sup> विवेकाधीन परिचालनों में शामिल हैं- प्रतिभूतियों की खरीद और बिक्री या अकसर देशों या विदेशी मुद्रा में रिवर्स लेनदेन।

<sup>4</sup> जुलाई 2005 से आइएसएमए का विलयन प्राथमिक बाजार संघ के साथ हो जाने से अब यह अंतर्राष्ट्रीय पूंजी बाजार संघ बन गया है।

बांड बाजार में एक समान लेनदेन प्रक्रियाएं स्थापित करके एक महत्वपूर्ण भूमिका निभा रहा है। इसने बड़े बैंकों / अन्य वित्तीय संस्थाओं को अपनी अल्पावधिक चलनिधि की विसंगतियों को सुरक्षित करने में सहायता की। तदनुसार, अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय प्रणाली ने वैश्विक समेकन में वृद्धि आने का अनुभव किया है। यह व्यापकतः विश्वास किया जाता है कि संपार्श्विकीकृत रिपो बाजार की वृद्धि ने असुरक्षित थोक वित्तीय बाजारों में जोखिमपूर्ण लेनदेनों के प्रतिनिधियुक्त (वित्तपोषित) ऋण की सुरक्षा द्वारा प्रतिपक्षी पार्टी के जोखिमों को दूर करके, वित्तीय प्रणाली की समग्र स्थिरता को बढ़ाने में एक महत्वपूर्ण भूमिका अदा की है (जोशी, 2005)।

**3.38** चौथे, चलनिधि प्रबंधन में महत्तर नमनीयता के साथ-साथ अपेक्षित ब्याज दरों से संबंधित नीति संबंधी संकेतों में एक महत्तर पारदर्शिता भी रही है, जो आर्थिक और राजनैतिक परिवेश में व्यापक परिवर्तनों से प्रेरित हुई है, जिसमें मुद्रास्फीति की अपेक्षाकृत निम्न स्तरों तक गिरावट, मुद्रास्फीति को लक्ष्यबद्ध करने के लिए बढ़ता हुआ जोर, केंद्रीय बैंकों की महत्तर स्वायत्तता तथा जबाबदेही तथा ब्याज दरों के निर्माण में बाजारी शक्तियों के बढ़ते हुए प्रभाव तथा प्रत्याशाएं भी शामिल हैं। नीति संबंधी कार्यान्वयन को आकार देनेवाले मुख्य संरचनागत कारक भुगतान और निपटान प्रणालियों में परिवर्तन, विशेषकर, व्यापक आधारवाली तत्काल सकल निपटान प्रणाली की शुरुआत, द्वारा भी प्रेरित हुए हैं।

#### केंद्रीय बैंक के परिचालन

**3.39** बाजार परिचालनों के संबंध में, अधिकांश केंद्रीय बैंक प्रणाली की बुनियादी चलनिधि संबंधी जरूरत को पूरा करने के लिए नियमित अंतरालों पर कम से कम एक लेनदेन अवश्य करते हैं। किए गए अन्य अनुपूरक परिचालन हैं - दिन प्रति दिन की बाजार की स्थितियों के प्रति अंशशोधित प्रतिक्रिया लम्बी अवधि के लिए चलनिधि प्रदान करने के लिए परिचालनों को उन्नत/बेहतर बनाना (अमरीका और जापान), चलनिधि की प्रत्याशित कमी को पूरा करने के लिए अत्यधिक चलनिधि को सोखना (यूके)। इन परिचालनों की परिपक्वता मुख्य परिचालनों के लिए अपेक्षाकृत अल्प, दिन-प्रति-दिन के परिचालनों के लिए और भी अल्प तथा अन्य परिचालनों के लिए लम्बी होती है।

**3.40** कुछ देशों में, सीधे लेनदेन भी एक भूमिका निभाते हैं। उदाहरण के लिए, अमरीका में, सरकारी प्रतिभूतियों की आवधिक खरीद और बिक्री प्रारक्षित निधियों की स्थायी वृद्धि/आहरण के लिए प्रयुक्त की जाती है। जापान में, केंद्रीय बैंक आधार मुद्रा की आपूर्ति के लिए सरकारी बांडों की नियमित रूप से खरीद करता है। ईएमईज के मामले में, द्वितीयक बाजार में सीधे लेनदेन महत्वपूर्ण लिखतें बनी रहती हैं, विशेषकर, संरचनागत अधिशेष/कम चलनिधि को समंजित करने के लिए। तथापि, हाल के वर्षों में, ब्याज दरों के निर्धारण में बाजारी शक्तियों को अधिक अवसर प्रदान

करने की बढ़ती हुई प्रवृत्ति देखी गयी है। अतः, सरकारी प्रतिभूति बाजार में, सीधे लेनदेन करने के प्रति कुछ संकोच देखा गया है।

**3.41** हालांकि हर देश में इसके व्यवहार भिन्न-भिन्न होते हैं, फिर भी अधिकांश केंद्रीय बैंकों की मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रियाएं तीन घनिष्ठ रूप से संबंधित प्रतिमानों में से किसी एक प्रकार की ओर बढ़ने के लिए शुरू होती हैं। प्रथम प्रकार के केंद्रीय बैंक, जिनमें अमरीका का फेडरल रिजर्व भी शामिल हैं, बैंक प्रारक्षित निधियों का अनुमान लगाता है और फिर अल्पावधिक ब्याज दरों को लक्ष्यित करने के लिए खुले बाजार के परिचालन चलाता है, विशेषकर, यदि उनके वित्तीय बाजार मीयादी संरचना के अल्पावधिक मीयाद से दीर्घावधिक मीयाद की ओर परिवर्तनों को सम्प्रेषित करने के लिए पर्याप्त गहन हैं। दूसरे प्रकार के केंद्रीय बैंक, जैसे रूस और मेक्सिको में, बाजार की चलनिधि का अनुमान लगाते हैं, तथा बैंक की प्रारक्षित निधियों को लक्ष्यित करके खुले बाजार के परिचालन करते हैं, साथ ही ब्याज दरों को समायोजित होने के अनुमति भी देते हैं, विशेषकर, यदि उनकी ऋण सरणियां सुदृढ़ हैं, तीसरी श्रेणी में, अनेकानेक केंद्रीय बैंक जिनमें यूरोपीय केंद्रीय बैंक तथा मुद्रास्फीति को लक्ष्यबद्ध करने वाले भारी संख्या में केंद्रीय बैंक भी शामिल हैं, खुले बाजार के मिश्रित परिचालनों, स्थायी सुविधाओं, तथा न्यूनतम प्रारक्षित अपेक्षाओं के माध्यम से चलनिधि की मात्रा तथा मूल्य दोनों ही दृष्टियों से मौद्रिक स्थितियों को संतुलित करते हैं और नीतिगत दरों में बदलाव लाते हैं, परंतु वे पहले से ही निर्धारित मुद्रा या ब्याज दर के लक्ष्यों की घोषणा नहीं करते।

**3.42** बढ़ते हुए बाजार समेकनों के साथ-साथ इन गतिविधियों ने चलनिधि का सटीक पूर्वानुमान लगाने की आवश्यकता को रेखांकित किया है, विशेषकर, बैंक प्रारक्षित निधियों की स्वतः आपूर्ति और बैंकिंग प्रणाली द्वारा इसकी मांग के बारे में। इन पूर्वानुमानों पर केंद्रीय बैंकों के परिचालन महत्वपूर्ण रूप से प्रासंगिक हो गये हैं। पूर्वानुमान लगाने की प्रक्रिया की विशेषताएं अलग-अलग देशों में काफी भिन्न-भिन्न हैं जो उनकी मौद्रिक नीति के परिचालनगत ढांचे को दर्शाती हैं। अनेक ईएमईज भी एक दिन से लेकर कई महीनों तक की अवधियों के लिए आयोजना करते हुए नियमित आधार पर पूर्वानुमान तैयार करते हैं।

**3.43** जहां तक लिखतों का प्रश्न है, देशवार संव्यवहार काफी अलग-अलग हैं। कनाडा, जैसे देशों में, केंद्रीय बैंक अधिक से अधिक एक या दो प्रकार के परिचालन करते हैं, जो चलनिधि के प्रबंधन के लिए पर्याप्त हैं, जबकि जापान और यू.के. के केंद्रीय बैंक परिचालनों के व्यापक दायरे पर निर्भर रहते हैं। जापान तथा कई यूरोपीय देशों में लेनदेन की जानेवाली तथा जमानत के रूप में स्वीकृत प्रतिभूतियों का दायरा व्यापक है, जिसमें सार्वजनिक और निजी दावों के विभिन्न प्रकार भी शामिल हैं। इसके विपरीत अमरीका, न्यूजीलैंड और आस्ट्रेलिया में केंद्रीय बैंक सार्वजनिक क्षेत्र की आस्तियों के आधार पर परिचालन करते हैं।

**3.44** प्रतिपक्षी पार्टियों के चयन अलग-अलग देशों में काफी भिन्न-भिन्न हैं। उदाहरण के लिए, अमरीका में, फेडरल रिजर्व प्राथमिक व्यापारियों

के एक सीमित समूह के साथ ही लेनदेन करता है। यू.के. में प्रत्येक बाजार परिचालन और स्थायी सुविधा के लिए प्रतिपक्षी पार्टियों का विशेष सेट होता है। विभिन्न देशों में प्रतिपक्षी पार्टियों का व्यापक दायरा है। उदाहरण के लिए, मैक्सिको में केवल बैंक ही प्रतिपक्षी पार्टी होते हैं, जबकि कोरिया में, बैंकों के अलावा, मर्चेन्ट बैंक, निवेश/न्यास कम्पनियां तथा प्रतिभूति कंपनियां भी प्रतिपक्षी पार्टी के रूप में कार्य करती हैं। जहां अवसर की समानता दिये जाने का विचार अनेक प्रतिपक्षी पार्टियों के पक्ष में हो सकता है, वहीं दक्षता संबंधी विचार प्राथमिक व्यापारियों की एक प्रणाली की मांग करते हैं। यदि घरेलू प्रतिभूति बाजार गहन नहीं है, तो केंद्रीय बैंक चलनिधि के प्रबंधन के प्रयोजन के लिए विदेशी मुद्रा में स्वैप करने में व्यस्त हो जाते हैं (दक्षिण अफ्रीका और थाईलैंड)।

**3.45** इस प्रकार अधिकांश केंद्रीय बैंक मौद्रिक नीति के साधन के रूप में खुले बाजार के परिचालनों को वरीयता देते हैं जो उन्हें बाजार की चलनिधि को समायोजित करने तथा एक नीलामी प्रक्रिया के माध्यम से, जिसमें बाजार सहभागी अपनी-अपनी अधिमानता के साथ बोली लगाने के योग्य होते हैं, सभी मीयादों की ब्याज दर संरचना को प्रभावित करने में समर्थ होते हैं। परिचालनों का कोई खास फार्म जैसे पात्र प्रतिभूतियों में सीधे लेनदेन, रिपो और कभी-कभी स्थायी जमा/उधार देने की सुविधाएं अकसर विशिष्ट व्यापक आर्थिक स्थितियों और देश के विद्यमान कानूनी ढांचे पर निर्भर करती हैं।

#### सरकार का अतिरिक्त नकदी शेष

**3.46** सरकार के भारी अतिरिक्त नकदी शेष जो केंद्रीय बैंक के पास रखे जाते हैं, बैंकिंग प्रणाली में चलनिधि पर व्यापक प्रभाव डाल सकते हैं, (और उसके द्वारा अल्पावधिक ब्याज दरों पर प्रभाव डाल सकते हैं) जो ऐसी अधिशेष राशियों के सक्रिय प्रबंधन की मांग करती है। तदनुसार, ऐसी व्यवस्थाएं, जो सरकारी खातों से अधिशेष निधियों का प्रणाली में विद्यमान घाटे (कमी) वाले सहभागियों की ओर अंतरण करने को सुविधाजनक बनाते हैं, चलनिधि का बेहतर प्रबंधन रखने में सहायता कर सकती हैं। ऐसी व्यवस्थाएं न केवल सरकार को नकदी शेषों पर बेहतर प्रतिलाभ प्राप्त करने में समर्थ बनाती हैं, बल्कि अल्पावधि ब्याज दरों में आयी उद्वेगशीलता से निपटने में भी सहायता करती हैं और रात्रिभर के लिए मुद्रा बाजार की दरों को स्थिर रखती हैं। ऐसी व्यवस्थाएं अलग-अलग देशों में काफी भिन्न-भिन्न हैं। उदाहरण के लिए, जहां कनाडा में, केंद्र सरकार का नकदी शेष दैनिक आधार पर (प्रतिस्पर्धी रूप से) नीलाम किया जाता है, वहीं जापान और इटली में सभी सरकारी शेषराशियां उनके अपने-अपने केंद्रीय बैंकों के पास रखी जाती हैं। अमरीका और फ्रांस में, उनके केंद्रीय बैंकों के पास पर्याप्त कार्यसाधक शेष राशि रखी जाती है, और एक निश्चित लक्ष्य से अधिक की राशि का बाजार में निवेश कर दिया जाता है। अनेक केंद्रीय बैंक इस प्रकार की अधिशेष राशियों को स्थिरीकरण के साधन के रूप में भी प्रयुक्त करते हैं। यथा, सिंगापुर की सरकार, राजकोषीय अपेक्षाओं से अधिक की सरकारी प्रतिभूतियां जारी करती है,

तथा अधिशेष राशि को जमा राशि के रूप में मौद्रिक प्राधिकरण सिंगापुर के पास जमा कर दिया जाता है। इस प्रकार यह अधिशेष राशि को बाहर निकालने संबंधी परिचालनों की अनुपूरक कार्रवाई करती है। मलेशिया, थाईलैंड और इंडोनेशिया जैसे देशों ने वित्तीय प्रणालियों में विद्यमान अतिरिक्त चलनिधि को प्रणाली से बाहर निकालने के लिए एक तरीका अपनाया है कि वह इस चलनिधि को इस सरकारी/सार्वजनिक क्षेत्र की जमाराशियों को वाणिज्यिक बैंकिंग प्रणाली से हटाकर केंद्रीय बैंक की ओर मोड़ देती है।

**3.47** निष्कर्षतः विकसित और उदीयमान बाजारी अर्थव्यवस्थाओं दोनों के चलनिधि प्रबंधन पर अंतर्राष्ट्रीय अनुभव से कुछ सबक मिलते हैं। पहला, वित्तीय बाजारों के गहन होते जाने तथा गैर-बैंक मध्यस्थकों की वृद्धि के चलते, केंद्रीय बैंक को अपनी लिखतों में बाजारोन्मुखता को बढ़ाने की जरूरत है। प्रारक्षित निधियों का बड़ा भाग खुले बाजार के परिचालनों के माध्यम से पूरा किया जाता है क्योंकि मार्जिनल आर्थिक निभाव प्रदान करने या आपातकालीन वित्त के लिए स्थायी सुविधाएं सीमित हैं। इसके अलावा, उच्च प्रारक्षित निधियों की अपेक्षाओं में अन्तर्बैंक गतिविधि को रोकने की प्रवृत्ति पायी जाती है। इसी प्रकार केंद्रीय बैंक की स्थायी सुविधाओं तक आसान और सस्ती पहुंच बैंकों द्वारा चलनिधि के सक्रिय प्रबंधन में बाधा डालती है।

**3.48** दूसरे, मौद्रिक प्रबंधन की बढ़ती हुई जटिलताओं को देखते हुए मौद्रिक नीति का निर्माण अनेक व्यापक आर्थिक संकेतकों से मार्गदर्शित होता है, न कि किसी एकल मध्यवर्ती सांकेतिक आधार से।

**3.49** तीसरे, अविनियमित परिवेश में वित्तीय बाजार मूल्यों की बढ़ती हुई महत्ता तथा इसके संप्रेषण प्रक्रिया-तंत्र ने केंद्रीय बैंकों के लिए यह जरूरी बना दिया है कि वे अधिकाधिक रूप से ब्याज दरों पर ध्यान केंद्रित करें, न कि चलनिधि प्रबंधन में बैंक प्रारक्षित निधियों पर। केंद्रीय बैंकों को अनेक कारणों से ब्याज दरों में सुचारु प्रवृत्ति के बने रहने को सुनिश्चित करने की जरूरत है यथा, उद्वेगशील ब्याज दरें नीति संबंधी संकेतकों को अस्पष्ट या धुंधला बना देती हैं, जबकि बाजार की अधिक व्यवस्थित स्थितियां मौद्रिक नीति संबंधी धड़कनों को त्वरित और पूर्व अनुमान योग्य रूप में संप्रेषित करने को प्रोन्नत करती हैं। कम उद्वेगशील ब्याज दरें भी वित्तीय संस्थाओं को अपने बाजार जोखिमों का बेहतर रूप में आकलन करने और उनका प्रबंधन करने में सहायता कर सकती हैं। बाजार सहभागी स्थिर दरों से लाभान्वित होते हैं; प्रत्याशाओं के स्थिरीकरण के माध्यम से, जिसके फलस्वरूप वे मुद्रा बाजार में मीयादी संरचना के विकास को प्रोन्नत करते हैं।

**3.50** चौथे, बाजार के कम हुए घटकीकरण तथा उस महत्तर आसानी और गति के चलते जिससे ब्याज दर संबंधी परिवर्तन संपूर्ण मीयादी संरचना में संप्रेषित कर दिये जाते हैं, केंद्रीय बैंकों को अपना ध्यान आय वक्र की बहुत छोटी मीयाद पर केंद्रित करना होगा जहां उनकी कार्रवाई का अधिकतम प्रभाव पड़ने की प्रवृत्ति रहती है।

3.51 पांचवें, केंद्रीय बैंकों की नीति संबंधी लिखतों के अधिकाधिक बाजारोन्मुखीकरण नमनीय लिखतों के लिए वरीयता से जुड़े हुए हैं। उद्वेगशील वित्तीय स्थितियों में जो ईएमईज में सर्वाधिक उल्लेखनीय है, नीतिगत लिखतों के निर्माण में नमनीयता एक मुख्य विचार के रूप में उभरी है।

3.52 अंतिम, बाजार मनोविज्ञान तथा प्रत्याशाओं की महत्ता के प्रति बढ़ती हुई जागरूकता ने मौद्रिक नीति के संचालन में महत्तर पारदर्शिता की मांग की है जिसमें, नीति संबंधी निर्णयों पर बल तथा उसके पीछे औचित्य को सम्प्रेषित करने के लिए संप्रेषण नीति पर विशेष बल दिया गया है।

### मुद्रा बाजार की संरचना

#### लिखतें

3.53 वित्तीय अवनियमनों तथा वैश्विक वित्तीय बाजारों के समेकन के कारण होनेवाले त्वरित परिवर्तनों को देखते हुए कई देशों में केंद्रीय बैंकों ने लिखतों<sup>5</sup> तथा बाजार के दायरे को बढ़ाकर मुद्रा बाजारों को विकसित तथा गहन बनाने के प्रयास किये हैं ताकि मौद्रिक नीति की संप्रेषण सरणियों में सुधार लाया जा सके। मुद्रा बाजारों की संरचना उन लिखतों के प्रकार का निर्धारण करती है जो मौद्रिक प्रबंध के संचालन के लिए व्यवहार्य हैं। साक्ष्य और अनुभव यह संकेत देते हैं कि मौद्रिक प्राधिकारियों द्वारा बाजारोन्मुखी लिखतों के लिए अधिमानता बाजार के व्यापक विकास को प्रोन्नत करने में सहायता करती है (फोर्स बैंक तथा ओक्सेलहेन, पहले उद्धृत)।

3.54 मात्रात्मक नियंत्रणों की हासमान भूमिका तथा विकल्पों की खोज ने तीन प्रमुख बाजारोन्मुखी लिखतों को उभारा अर्थात् अल्पावधिक प्रतिभूतियां, पुनर्खरीद परिचालन और स्वैप। इन लिखतों ने केंद्रीय बैंकों को बाजारों, विशेषकर अंतर्बैंक जमा बाजार तथा अल्पावधिक प्रतिभूत बाजारों के निर्माण, उनको प्रेरित करने तथा उनके विकास को समर्थन देने के लिए प्रोत्साहित किया। एक दक्ष अन्तर्बैंक बाजार की अनुपस्थिति में, इस बात की अत्यधिक आवश्यक थी कि केंद्रीय बैंक वैकल्पिक अल्पावधिक आस्तियों के लिए पर्याप्त लिखतें निर्मित करें जो चलनिधि को खपा सकें और बाजारों के निर्माण को प्रेरित करें। अल्पावधिक प्रतिभूत बाजार के उदय ने केंद्रीय बैंकों द्वारा चलनिधि प्रबंधन को एक नया आयाम दिया। प्रतिभूत बाजार में सीधे लेनदेनों के अभाव में, मुद्रा बाजार में तरल प्रतिभूत घटक की उपस्थिति से अक्सर यह विश्वास किया जाता है कि वह करारों की पुनर्खरीद के लिए तथा इसी प्रकार के जमानती (संपार्श्वकीकृत) लेनदेनों के लिए जमानत प्रदान करके केंद्रीय बैंक के परिचालनों को सुविधाजनक बनायेगा।

3.55 विकसित देशों में, अमरीका में मुद्रा बाजार में अल्पावधिक ऋण लिखतों, फ्यूचर्स बाजार की लिखतों तथा फेडरल रिजर्व की बट्टा खिड़की

का एक बहुत बड़ा समूह आता है (अनुलग्नक III.3)। इनमें मूलधन की उच्च स्तर की सुरक्षा समझी जाती है, और अधिकांशतः आम तौर पर 1 मिलियन अमरीकी डालर या इससे अधिक की यूनिटों में जारी की जाती हैं। अमरीकी ट्रेजरी द्वारा जारी खजाना बिल तथा प्रशासन (सरकार) और स्थानीय सरकारों द्वारा जारी प्रतिभूतियां सबसे बड़ी मात्रा में बकाया हैं और अमरीका में सभी मुद्रा बाजार लिखतों के बीच यह सबसे अधिक सक्रिय द्वितीय बाजार बनता है। अधिकांश सरकारी और स्थानीय प्रतिभूतियों की मुख्य विशेषता यह है कि इनकी ब्याजगत आय को संघीय आय करों से छूट प्राप्त है जो उन्हें विशेषकर उच्च आय कर ब्रेकिट वाले निवेशकों के लिए आकर्षक बना देती है। गैर-वित्तीय तथा गैर-बैंक वित्तीय कारोबारी मुख्य रूप से वाणिज्यिक पत्र (सीपी), जो एक अल्पावधिक गैर-जमानती प्रोमिसरी नोट है, जारी करके मुद्रा बाजार में निधियां जुटाते हैं। हाल के वर्षों में बढ़ती हुई संख्या में फर्मों ने इस बाजार में पैठ प्राप्त की है तथा सीपी जारी करने की मात्रा तेज गति से बढ़ी है। ऐसी संभावना है कि 2007 में बकाया सीपी की राशि बढ़कर 2.17 ट्रिलियन अम.डा. की हो गयी है। परम्परागत लिखतों के अलावा, मुद्रा बाजार के फ्यूचर्स और आप्शंस भी हाल की अवधि में अमरीकी मुद्रा बाजार में लोकप्रिय हो गये हैं।

3.56 इसी प्रकार ब्रिटेन (यू.के.) में मुद्रा बाजार मुद्रा बाजार लिखतों के निर्माणों के माध्यम से अल्पावधिक निधियां जुटाने के लिए प्रक्रिया-तंत्र के रूप में अथवा एक सक्रिय मीयादी नकदी जमा बाजार के रूप में उभर कर आया है। यह मुख्य रूप से स्टर्लिंग आधारित है, परंतु इसमें अन्य मुद्राओं का भी व्यापक दायरा आता है। सरकार, बैंकिंग क्षेत्र और उद्योग उनमें से हैं जो क्रमशः खजाना बिलों, जमा प्रमाण पत्रों और विनिमय बिलों/सीपी जारी करके मुद्रा बाजार से संसाधन जुटाते हैं। इसके अलावा, स्वीकृतियां और स्थानीय प्राधिकरण बिल भी मुद्रा बाजार की लिखतों के रूप में कार्य करते हैं। वाणिज्यिक बिलों में बैंक स्वीकृतियां, और व्यापार पत्र शामिल होते हैं। विदेशी और देशी दोनों व्यापार बैंक स्वीकृतियों द्वारा वित्तपोषित होता है। बाजार में अधिकांश उधारदेने का कार्य रात्रिभर के लिए होता है। मुद्रा बाजार की रखी गयी लिखतों का अधिकांश भाग (90 प्रतिशत) जमा प्रमाणपत्रों के रूप में है तथा शेष भाग विनिमय बिलों, खजाना बिल और वाणिज्यिक पत्रों के रूप में होता है।

3.57 यूरो प्रणाली में, 1990 के दशक के दौरान पुनर्खरीद लेनदेन मुख्य चलनिधि प्रबंध लिखत के रूप में डेनमार्क (1992), स्वीडन (1994), ऑस्ट्रिया (1995), फिनलैंड (1990 के दशक के मध्य में), स्विटजरलैंड (1998) में अपनाये गये और उसके बाद संपूर्ण यूरो प्रणाली में, जब से यह प्रारंभ हुई (1999)। अनेक देश जैसे ऑस्ट्रिया, नीदरलैंड और डेनमार्क पर्याप्त तरल अल्पावधिक बाजारों के अभाव में चलनिधि प्रबंधन के लिए विदेशी विनिमय संबंधी परिचालनों विशेषकर स्वैप पर निर्भर हो गये।

<sup>5</sup> मुद्रा बाजार की लिखतें मुद्रा की बड़ी राशि त्वरित रूप से तथा कम लागत पर अर्थव्यवस्था की एक इकाई से (कारोबार, सरकार, बैंक, गैर बैंक तथा अन्य) दूसरी इकाई के लिए अपेक्षाकृत अल्प अवधि के लिए अंतरित करने में सुविधाजनक बनाती हैं।



इसके अलावा, विपणनीय (बिक्री-योग्य) ऋण लिखतें, गैर-बिक्री योग्य ऋण लिखतें और यहां तक कि कुछ ईक्विटी भी रिपो के लिए पात्र हैं। ये दो प्रकार की हैं अर्थात् टीयर-I जो ईसीबी के पात्रता मानदंड को संपूर्ण यूरो क्षेत्र में एक समान रूप से आता है, तथा टीयर-II जिस पर राष्ट्रीय केंद्रीय बैंकों द्वारा तथा ईसीबी द्वारा निर्दिष्ट पात्रता मानदंड लागू होते हैं।

**3.58** जापान में, सर्वाधिक सक्रिय मुद्रा बाजार के घटक में बहुत अल्पकालिक लेनदेन होते हैं, जिनमें शामिल हैं - जमानतों के साथ या उनके बिना मांग बाजार में उधार लेने और देने वाली निधियां; अल्पावधिक प्रतिभूतियां जैसे सीपी और सीडी, तथा अल्पावधि सरकारी बिल जैसे खजाना बिल, तथा पात्र संपार्श्वकों के रूप में सरकार तथा / नगरपालिका प्रतिभूतियों, सरकार द्वारा गारंटीकृत बांडों, कंपनी बांडों एवं विदेशी सरकार बांडों सहित रिपो लेनदेन। अल्पावधिक सरकारी बिलों की खरीद का सर्वाधिक बारंबारता के साथ प्रयोग किया जाता है।

**3.59** आस्ट्रेलिया में, अन्तः दिवस पुनर्खरीद करार सुविधा (1998 में शुरू की गयी) के अन्तर्गत पात्र प्रतिभूतियों की सूची व्यापक बना दी गयी है और उसमें अन्य अनेक लिखतों को शामिल किया गया है। उनमें शामिल हैं - राष्ट्रकुल सरकारी प्रतिभूतियां, घरेलू ऋण प्रतिभूतियां, तथा केन्द्र और प्रादेशिक सरकारों की (1997 में अनुमत) केन्द्रीय उधार लेने वाली प्राधिकारियों द्वारा जारी बट्टा लिखतें तथा बैंक बिल तथा चुनिंदा बैंकों द्वारा जारी सीडी, तथा अनुमोदित अन्तर्राष्ट्रीय संस्थाओं तथा विदेशी सरकारों की चुनिंदा ऋण प्रतिभूतियां। इस परिदृश्य के दूसरी ओर कनाडा की मुद्रा बाजार की लिखतों में शामिल हैं - 18 माह तक की मीयाद वाली अल्पावधिक प्रतिभूतियां जो सरकार, बैंकों तथा निगमों द्वारा जारी की जाती हैं तथा अमरीकी और कनाडियन डालरों में उपलब्ध हैं। मुद्रा बाजार की लिखतों में मुख्यतः खजाना बिल कनाडा सरकार द्वारा जारी और गारंटीकृत मुद्रा बाजार की प्रतिभूतियां शामिल हैं। सरकार द्वारा गारंटीकृत सीपी भी हैं जो क्राउन कोरपोरेशन जैसे कनाडियन ह्वीट बोर्ड तथा फेडरल बिजिनेस डवलपमेंट बैंक द्वारा जारी अल्पावधिक वचन पत्र हैं। अन्य मुद्रा बाजार की लिखतों में शामिल हैं - प्रादेशिक सरकारों द्वारा जारी खजाना बिल तथा वचन पत्र, किसी एक प्रमुख केनेडियन चार्टर्ड बैंक द्वारा बिना शर्त की गारंटी के साथ निगमों द्वारा जारी बैंकरो की स्वीकृतियां तथा प्रमुख निगमों द्वारा जारी सीपी।

**3.60** कई अन्य उदीयमान बाजारी अर्थव्यवस्थाओं में जैसे रूस, दक्षिण अफ्रीका, चीन, मलेशिया तथा कोरिया में, मुख्य मुद्रा बाजार की लिखतों में हैं - सरकारी खजाना बिल, पुनर्खरीद करार, बैंकरो की स्वीकृतियां, सीपी तथा सीडी। थाईलैंड और इंडोनेशिया जैसे देशों में केन्द्रीय बैंकों का उद्देश्य अपने स्वयं के बांड और प्रमाण पत्र जैसे बैंक ऑफ थाईलैंड, बैंक ऑफ इंडोनेशिया प्रमाण पत्र जारी करके लिखतों के दायरे को बढ़ाने का रहा है। उसके अलावा, थाईलैंड में अन्य बांड जैसे वित्तीय संस्था विकास निधि बांडों, तथा सरकार द्वारा गारंटीकृत राज्य उद्यम बांडों का उपयोग रिपो परिचालनों के लिए किया जाता है।

विदेशी मुद्रा स्वैप एक दूसरी लिखत है, जिसे बैंक ऑफ थाईलैंड मुद्रा बाजार में चलनिधि की स्थितियों को प्रभावित करने के लिए उपयोग में लाता है।

#### मीयाद

**3.61** अमरीका में, हालांकि मुद्रा बाजार की लिखतों की मीयाद एक दिन से लेकर एक साल तक की होती है, फिर भी अधिकांश आम लिखतों की मीयाद तीन माह या उससे कम की है। यू.के. में “मीयादी मुद्रा” की मुख्य मदें एक माह से तीन माह तक के लिए उधार ली जाती हैं, परन्तु बैंक एक सप्ताह के लिए भी या बारह माह तक कितने भी समय के लिए उधार ले सकते हैं। भवन निर्माण समितियों द्वारा जारी तथा बैंकों और बट्टा गृहों द्वारा सक्रिय रूप से खरीदी-बेची जाने वाली सीडी की बुनियादी मीयाद एक वर्ष से कम अवधि की होती है (यद्यपि कुछ सीडी की मीयाद एक साल से ज्यादा की भी होती है)। ये सभी अल्पावधि वाली परक्राम्य (बेचनीय) ऋण लिखतें हैं जो या तो बट्टे पर जारी की जाती हैं या कूपन दर वाली होती हैं। ईसीबी के मामले में, पुनर्वित्त सम्बंधी परिचालनों की मीयाद 1 सप्ताह से लेकर 3 माह तक होती है और ऋण प्रतिभूतियों की मीयाद 12 माह तक। अपनी रिपो के लिए जापान में मीयाद एक सप्ताह से 6 माह तक की होती है। कनाडा में, खजाना बिलों की मीयाद 1 माह से 1 साल के बीच अलग-अलग होती है तथा मुद्रा बाजार की प्रतिभूतियों के लिए 18 माह तक तथा सरकार द्वारा गारंटीकृत सीपी के लिए 1 माह से लेकर 1 साल तक की मीयाद होती है।

**3.62** अन्य देशों में भी मुद्रा बाजार की लिखतें अपने स्वरूप में अधिकांशतः अल्पावधिक होती हैं, जिनकी मीयाद आम तौर पर एक साल से कम की होती है। अधिकांश देशों में, मांग मुद्रा लेनदेन तथा पुनः खरीद करार मुद्रा बाजार के अल्पावधि घटक के रूप में कार्य करते हैं। खजाना बिलों की मीयाद 91 दिवसों की, 182 दिवसों की और 364 दिवसों की होती है। कोरिया में बाजार स्थिरीकरण बांडों की मीयाद भी 546 दिनों की होती है। कुछ लिखतों के मामले में जैसे कि जमाराशियों के परक्राम्य (बेचान योग्य) प्रमाण पत्रों की मीयाद पांच साल तक भी हो सकती है।

#### सहभागी

**3.63** अमरीकी मुद्रा बाजार में प्रमुख सहभागी वाणिज्यिक बैंक, सरकारें, निगमों, सरकार द्वारा प्रायोजित उद्यम, मुद्रा बाजार की पारस्परिक निधियां, फ्यूचर्स बाजार के एक्सचेंज, ब्रोकर्स, तथा डीलर्स और फेडरल रिजर्व होते हैं। फेडरल निधियों के बाजार में प्रमुख सहभागी वाणिज्यिक बैंक हैं जो बहुधा अल्प अवधि के होते हैं, मुख्य रूप से रात्रिभर के लिए। ओवर दि काउंटर ब्याज दर व्युत्पन्नी लिखतों के लिए मुद्रा बाजार में बैंक डीलर के रूप में काम करते हैं जो हाल के वर्षों में तेजी से बढ़े हैं। फेडरल रिजर्व भी अमरीकी मुद्रा बाजार में प्रमुख सहभागी है।

**3.64** अमरीकी मुद्रा बाजार में सहभागियों के दूसरे महत्व समूह में शामिल हैं - मुद्रा बाजार पारस्परिक निधियां तथा स्थानीय सरकारी निवेश

समूह। ये समूह जो वस्तुतः 1970 के दशक के मध्य से पहले विद्यमान नहीं थे, अमरीका में सबसे बड़े वित्तीय मध्यस्थकों में से एक के रूप में बढ़ गये हैं। अमरीकी मुद्रा बाजार की एक उल्लेखनीय विशेषता यह है कि वहाँ सरकार द्वारा प्रायोजित निजी रूप से स्वाधिकृत वित्तीय मध्यस्थक हैं जो निधियां जुटाते हैं, और उन्हें अर्थव्यवस्था की कृषि तथा आवास क्षेत्रों की ओर मोड़ देते हैं।

**3.65** ब्रिटेन में, मुद्रा बाजार में लेनदेन ओवर दि काउंटर आधार पर होता है जिनका निपटान उसी दिन करना होता है। मुद्रा बाजार व्यापक रूप के सहभागियों को आकर्षित करता है जैसे-सरकार, बैंकिंग क्षेत्र, उद्योग और वित्तीय संस्थाएं जैसे कि पेंशन फंड। बैंक ऑफ इंग्लैंड तथा यू. के. ऋण प्रबन्ध कार्यालय भी अपने आधिकारिक दायित्वों की पूर्ति के लिए दैनिक आधार पर मुद्रा बाजार का उपयोग करते हैं। यू. के. में अन्तर्बैंक बाजार के सहभागियों में शामिल हैं - सम्पूर्ण बैंकिंग समुदाय (बड़ा गृहों सहित) तथा गैर-बैंक संस्थान (जैसे भवन समितियां) तथा इस बाजार में मुद्रा बाजार के अनेक ब्रोकर भाग लेते हैं।

**3.66** यूरो प्रणाली में, ईसीबी, राष्ट्रीय केन्द्रीय बैंक, सरकारें तथा पात्र ऋण संस्थाएं मुद्रा बाजार में भाग लेती हैं। इसी प्रकार आस्ट्रेलिया में, केन्द्रीय सरकार, राज्य तथा प्रान्तीय सरकारें, रिजर्व बैंक ऑफ आस्ट्रेलिया, बैंक, सरकारी एजेंसियां, राष्ट्रकुल की अन्य सरकारें, तथा अन्तरराष्ट्रीय संस्थान प्रमुख सहभागी होते हैं। कनाडा के मामले में, सहभागियों में शामिल हैं - संघीय और प्रान्तीय दोनों सरकारें, बैंक, प्रमुख सरकारी निगम जैसे - कनाडियन व्हीट (गेहूँ) बोर्ड, तथा फेडरल बिजनेस डेवलपमेंट बैंक।

**3.67** जापान में, जापान स्थित जापानी और गैर जापानी बैंकों की कारोबारी इकाइयां निधियां जुटाने के लिए असम्पाश्विकीकृत (गैर-जमानती) मुद्रा बाजार में सहभाग करती हैं। असम्पाश्विकीकृत (गैर-जमानती) रात्रिभर के लिए मांग मुद्रा बाजार में प्रमुख सहभागी हैं - नगर के बैंक जिनका उधारकर्ता के रूप में सबसे बड़ा अंश है, जबकि क्षेत्रीय बैंक प्रमुख उधारदाता के रूप में कार्य करते हैं। अन्य सहभागियों में शामिल हैं - संस्थागत निवेशक जैसे - निवेश न्यास, न्यास बैंक, क्षेत्रीय बैंक, जीवन बीमा कंपनियां, विशेषीकृत मुद्रा बाजार के ब्रोकर तथा कीटो<sup>6</sup>। बैंक ऑफ जापान की प्रतिपक्षी पार्टियों में शामिल हैं - बैंक, प्रतिभूति कम्पनियां, प्रतिभूति वित्त कम्पनियां तथा मुद्रा बाजार के ब्रोकर (तांसी कम्पनियां)।

**3.68** अन्य अधिकांश देशों में वाणिज्यिक बैंक, केन्द्रीय बैंक, क्षेत्रीय बैंक, विशेषीकृत बैंक, निवेश तथा वित्त कम्पनियां, मर्चेन्ट बैंकिंग निगम,

निवेश न्यास कम्पनियां, बीमा कम्पनियां, प्रतिभूति वित्त निगम, ऋण बीमा निधियां तथा कारोबारी उद्यम मुद्रा बाजार में प्रमुख भागीदार होते हैं।

### III. भारत में मुद्रा बाजार - 1980 के दशक के मध्य तक

**3.69** 1980 के दशक से पहले भारतीय मुद्रा बाजार में लिखतों की कमी तथा बाजार की संरचना में गहनता और द्विभागीकरण का अभाव था। मुद्रा बाजार में अन्तर्बैंक मांग बाजार, खजाना बिल, वाणिज्यिक बिल तथा सहभागिता प्रमाण पत्र ही शामिल थे। ऐतिहासिक रूप से, मांग मुद्रा बाजार ने भारत में मुद्रा बाजार की संरचना का मूल आधार बना दिया क्योंकि अन्य लिखतों की कमी थी तथा ब्याज दरों और सहभागिता पर कठोर नियंत्रण (विनियमन) थे।

**3.70** मांग / नोटिस मुद्रा बाजार में, रात्रिभर के लिए मुद्रा तथा अल्प सूचना पर मुद्रा (14 दिनों तक की अवधि के लिए) बिना किसी जमानत के उधार ली और दी जाती थी। यह बाजार बैंकों को अपने दिन-प्रति-दिन के परिचालनों से उभरने वाली अपनी अल्पावधि की चलनिधि सम्बंधी विसंगतियों से निपटने में समर्थ बनाता है। भारत में मांग मुद्रा बाजार 1971 तक पूर्णतः एक अन्तर्बैंक बाजार था, जब पूर्ववर्ती भारतीय यूनिट ट्रस्ट (यूटीआई) तथा भारतीय जीवन बीमा निगम (एलआईसी) को उधारदाता के रूप में भाग लेने की अनुमति दी गयी। मांग मुद्रा बाजार में ब्याज दरें दिसम्बर 1973 तक बाजार द्वारा मुक्त रूप से निर्धारित की जाती थीं। तथापि चूंकि मांग मुद्रा दरें तेजी से बढ़कर 25-30 प्रतिशत तक पहुंच गयीं, तो भारतीय बैंक संघ ने दिसम्बर 1973 में ब्याज दरों पर 15 प्रतिशत की उच्चतम सीमा लगाकर ब्याज दरों की एक नियंत्रित प्रणाली शुरू की ताकि सर्वांगी स्थिरता को बनाये रखा जा सके तथा मांग मुद्रा दरों में किसी असामान्य वृद्धि को शान्त किया जा सके। इस उच्चतम सीमा में कई संशोधन किये गये, परन्तु चलनिधि की तंगी की स्थिति में इस उच्चतम सीमा के उल्लंघन के भी कई उदाहरण हुए जो अन्य साधनों से किये गये (जैसे पुनः खरीद व्यवस्थाएं)।

**3.71** खजाना बिल सरकार द्वारा अल्पावधिक उधार लेने के मुख्य साधन बने तथा इन्होंने मुद्रा बाजार के लिए एक सुविधाजनक श्रेष्ठ प्रतिभूति के रूप में कार्य किया। खजाना बिलों की उच्च तरलता, चूकगत जोखिम की अनुपस्थिति तथा नगण्य पूंजी का मूल्यहास कुछ ऐसी विशेषताएं थीं जिन्होंने खजाना बिलों को बैंकों तथा अन्य वित्तीय संस्थाओं के लिए अल्पावधिक निवेश के लिए एक दूसरी आकर्षक लिखत बना दिया। सरकार का बैंक होने के नाते रिजर्व बैंक ने बट्टे पर खजाना बिलों को जारी किया। खजाना बिलों को जारी करने की प्रणाली जुलाई 1965 से नीलामी प्रणाली से हटकर टेप आधार की ओर चली गयी जिसमें बट्टे की दर प्रशासनिक रूप से 3.5 प्रतिशत वार्षिक पर

<sup>6</sup> कीटो छोटे और मझोले आकार के कारोबार, कृषि, वानिकी तथा मत्स्य जैसी वित्तीय सहकारी संस्थाओं के लिए केन्द्रीय वित्त पोषण संगठन है।

निश्चित की गयी जिसे जुलाई 1974 में बढ़ाकर 4.6 प्रतिशत कर दिया गया और 1991 तक 91 दिवसीय खजाना बिलों के लिए इसी स्तर पर बनी रही। 1955 से तदर्थ खजाना बिलों की प्रणाली भी शुरू की गयी जिसका निर्माण केन्द्र सरकार द्वारा रिजर्व बैंक के पक्ष में किया गया, ताकि जब भी नकदी की अत्यधिक मात्रा का आहरण किया जाए उसकी नकदी शेष राशियों को न्यूनतम निर्दिष्ट स्तर तक स्वतः बनाये रखा जा सके।

**3.72** सहभागिता प्रमाण पत्र (पीसी) तथा वाणिज्यिक बिल (बिल पुनर्भुनाई योजना के अन्तर्गत) की शुरुआत मुद्रा बाजार में 1970 में की गयी। पी सी का उपयोग अधिकांशतः वित्तीय संस्थाओं द्वारा अपनी निधियों को लम्बी अवधि के लिए जमा रखने के लिए किया जाता था तथा उसका विकास वित्तीय संस्थाओं और / अथवा बैंकों के बीच चलनिधि की विसंगतियों को पूरा करने के लिए नहीं किया जाता था। बिल पुनर्भुनाई योजना के अन्तर्गत रिजर्व बैंक बैंक दर पर या इसके द्वारा विनिर्दिष्ट दर पर सच्चे व्यापार बिलों को बढ़ाकृत किया करता था। बिल बाजार को विकसित करने का अन्तर्वर्ती प्रयोजन था - बैंकों को तथा अन्य वित्तीय संस्थाओं को अपनी अधिशेष निधियों को लाभप्रद रूप में उपयुक्त मीयाद का चयन करके निवेश करने में समर्थ बनाना। वर्षों से पुनर्भुनाई सुविधा प्रतिबंधित हो गयी और विवेकाधीन आधार पर ही उपलब्ध हो सकती थी। बिल के वित्तपोषण के विकास की मुख्य अड़चनें बिल संस्कृति की कमी, अपेक्षित मूल्यवर्ग के स्टाम्प पेपरों की अनुपलब्धता, विशिष्ट ऋण सूचना एजेंसियों की अनुपस्थिति, तथा एक सक्रिय द्वितीयक बाजार की कमी थी। तथापि इन दोनों लिखतों (सहभागिता-प्रमाण पत्र तथा वाणिज्यिक बिल) का विकास नहीं हो सका और इन लिखतों में गतिविधियां गौण ही बनी रहीं।

**3.73** संगठित मुद्रा बाजार में पर्याप्त गहनता और चलनिधि के फलस्वरूप, क्षेत्रवार वित्तीय अन्तराल (संगठित वित्तीय प्रणाली में असंतुष्ट उधारकर्ताओं की अपेक्षाएं) की पूर्ति असंगठित बाजार द्वारा की गयी। इस घटक में ब्याज दर आम तौर पर संगठित बाजार की अपेक्षा उच्चतर थे, जो वास्तविक बाजार स्थितियों को दर्शाते थे। चूंकि बैंक ऋण (सकल और क्षेत्रवार दोनों) 1967-68 में अपनाये गये ऋण आयोजना दृष्टिकोण के अन्तर्गत मौद्रिक नीति निर्माण का मुख्य केन्द्र बिन्दु रहा, मुद्रा बाजार के इस द्विभागीकरण स्वरूप ने मौद्रिक प्रबंध की अपेक्षाओं का कार्य किया।

**3.74** सारांश में, इस अवधि के दौरान मुद्रा बाजार बैंकों की अल्पावधिक चलनिधि की जरूरतों को पूरा करने के लिए एक संतुलनकारी बाजार-प्रक्रिया-तंत्र उपलब्ध नहीं करा पाया। मुद्रा बाजार में नियंत्रित संरचना की विद्यमानता ने ब्याज दरों को निधियों की कमी की सही मात्रा को दर्शाने नहीं दिया। सीमित सहभागिता होने के कारण मुद्रा बाजार चलनिधि अत्यधिक तंग रही जिसमें कुछ थोड़े-

से उधारकर्ता थे और भारी संख्या में पुराने उधारकर्ता थे। इन अड़चनों के चलते, और साथ ही रिजर्व बैंक के सीमित पुनर्वित्त के कारण बैंकों को अक्सर अपनी सांविधिक प्रारक्षित अपेक्षाओं को पूरा करने के लिए या तो अल्पावधिक चलनिधि की समस्याओं को झेलना पड़ता था या वे अत्यधिक चलनिधि से दबे रहते थे। वैकल्पिक लिखतों के अभाव में बैंक अपनी अतिशेष चलनिधि को रिजर्व बैंक के पास बढ़ाकृत कराने से पहले खजाना बिलों में जमा कर देते थे ताकि वे सूचना देने की अवधि के दौरान, औसत आधार पर नकदी प्रारक्षित अपेक्षाओं को पूरा कर सकें। इसके कारण खजाना बिलों में बैंकों के निवेश तथा रिजर्व बैंक के पास उनकी नकदी शेषराशियों में काफी उतार-चढ़ाव आने लगे जिससे मौद्रिक प्रबन्धन का कार्य और भी जटिल हो गया। इसके अलावा, नियमित खजाना बिलों को पुनर्भुनाई के अलावा, रिजर्व बैंक को तदर्थ खजाना बिल (जो भारत सरकार द्वारा जुलाई 1974 से 4.6 प्रतिशत की निश्चित ब्याज दर पर जारी किये जाते थे) स्वतः मौद्रिकरण की प्रणाली के अन्तर्गत रखने होते थे। इस प्रकार खजाना बिलों को मुद्रा बाजार की लिखत के रूप में उभरने में बाधा पहुँची। इसके अलावा सरकारी प्रतिभूति बाजार की विशेषता थी - नियंत्रित ब्याज दरें तथा आबद्ध निवेशक आधार जिन्होंने खुले बाजार के परिचालनों को मौद्रिक नियंत्रण की एक अप्रभावी लिखत बना दिया जिसके द्वारा काफी सीमा तक रिजर्व बैंक द्वारा अल्पावधिक चलनिधि के नियमित प्रबन्ध को बाधित किया गया।

#### IV. रिजर्व बैंक के चलनिधि प्रबन्धन का विकास

**3.75** भारत में मुद्रा बाजार के विकास की नवजात अवस्था (स्थिति) तथा नियंत्रित ब्याज दर संरचना ने रिजर्व बैंक के सक्रिय चलनिधि प्रबंध परिचालनों को अवरुद्ध कर दिया। रिजर्व बैंक ने बाजार की चलनिधि को मुख्यतः प्रत्यक्ष लिखतों जैसे सीआरआर तथा क्षेत्र विशेष के लिए पुनर्वित्त से विनियमित किया। चूंकि मौद्रिक नीति अधिकांशतः राजकोषीय बल के प्रसंगानुकूल रहती थी, अतः मौद्रिक परिचालन राजकोषीय प्रभाव को निष्प्रभावी करने के लिए किया गया। इसके फलस्वरूप, सम्प्रेषण प्रक्रिया-तंत्र में प्रमात्रागत सरणी का प्रमुख हाथ था, अतः अप्रत्यक्ष लिखतों के माध्यम से मौद्रिक नीतिगत परिवर्तनों का संकेत देने का अवसर बहुत कम था। इसलिए, मुद्रा बाजार ने उत्तरोत्तर रूप में प्रत्यक्ष लिखतों के माध्यम से मौद्रिक नीति के परिचालनों के फैलते प्रभाव को दर्शाया। उत्तरोत्तर रूप में अनिर्वहनीय राजकोषीय परिस्थितियों ने, जैसा कि व्यापक आर्थिक असन्तुलन में दिखाई देता है, 1990 के दशक के प्रारम्भिक वर्षों से ही संरचनागत सुधारों की जरूरत को रेखांकित कर दिया। परिणामस्वरूप, बाजार प्रतिमान पर जोर देने में गति आयी जिसने मौद्रिक नीति के संचालन के लिए अप्रत्यक्ष लिखतों का महत्तम उपयोग करने को जरूरी बना दिया। साथ ही साथ रिजर्व बैंक ने बदले वित्तीय परिदृश्य के अनुसार चलनिधि प्रबन्धन की अपनी परिचालन प्रक्रियाओं को उन्नत किया। रिजर्व बैंक के चलनिधि प्रबंध परिचालनों की प्रमुख गतिविधियां तथा मौद्रिक बाजार की

गतिविधियां 1980, के दशक के मध्य से शुरू हुईं। तथापि, इन गतिविधियों को सही प्ररिप्रेक्ष्य में रखने की दृष्टि से यह उपयोगी होगा कि पहले 1960 के दशक के बाद के वर्षों से रिजर्व बैंक द्वारा चलनिधि प्रबन्धन की व्यापक रूपरेखा को समझ लिया जाए।

**3.76** 1980 के दशक के मध्य तक मौद्रिक नीति का संचालन मुख्यतया प्रत्यक्ष लिखतों के माध्यम से होता था जिसमें मौद्रिक बजट के अनुरूप बैंकों के लिए क्रेडिट बजट होता था (मोहन, अन्यत्र उद्धृत)। इस अवधि की विशेषताएं थीं - नियंत्रित ब्याज दरें, ऋणों पर उच्चतम सीमा, निर्देशित उधार, घाटे का स्वतः मौद्रीकरण तथा निश्चित विनिमय दरें। भारतीय अर्थव्यवस्था ने अनिवार्यतः एक आबद्ध और एक नियंत्रित अर्थव्यवस्था के रूप में कार्य किया जिसमें वस्तुतः बाजार की कोई भूमिका ही नहीं थी क्योंकि प्रणाली में संरचनागत दुरुहताएं विद्यमान थीं। एक औपचारिक मध्यवर्ती लक्ष्य के अभाव में, बैंक ऋण - सकल तथा क्षेत्र वार - ने 1967-68 में ऋण आयोजना को अपनाये जाने के बाद से मौद्रिक नीति के एक अनुमानित लक्ष्य के रूप में कार्य किया (जालान, 2002)। मुद्रा बाजार का प्रतिनिधित्व अनिवार्यतः अन्तर्बैंक मांग बाजार द्वारा किया जाता था, जहाँ की गतिविधि मुख्यतः बैंकों द्वारा अपनी सांविधिक वचनबद्धताओं को पूरा करने के लिए प्रारक्षित निधियों हेतु मांग द्वारा प्रेरित होती थी। इसके अलावा, कृषि मौसमों के दौरान मुद्रा और ऋण की मांग में सुदृढ़ मौसमीपन ने भी बाजार की गतिविधि को प्रभावित किया। चलनिधि के तंग वितरण की स्थिति में, इन कारकों ने मांग मुद्रा की दरों को अत्यधिक उद्वेगशील बना दिया जिससे ब्याज दर की उच्चतम सीमा को निर्धारित करना जरूरी हो गया। मुद्रा बाजार में स्थिरता के अभाव में, तथा ब्याज दरों की नियंत्रित संरचना के अन्तर्गत ऋण के योजनाबद्ध आबंटन के चलते, रिजर्व बैंक के पास अपने चलनिधि प्रबंधन सम्बंधी परिचालनों को खुले बाजार के परिचालनों के एक मानक मिश्रण के द्वारा चलाने तथा बैंक दर में परिवर्तन करने के अलावा और कोई रास्ता नहीं था। खुले बाजार के परिचालन सरकारी प्रतिभूतियों में सीधे लेनदेन द्वारा किये जाते थे।

**3.77** हालांकि ऋण आयोजना ने मौद्रिक नीति का मार्गदर्शन किया, फिर भी 1970 और 1980 के दशकों में बढ़ती हुई मुद्रास्फीति ने नीति का ध्यान काफी सीमा तक आकर्षित किया। आपूर्तिगत आघातों (तेल के मूल्यों तथा फसलों की खराबी) के अलावा, मुद्रास्फीति का मुख्य कारण 1980 के दशक में राजकोषीय घाटे के भारी मौद्रीकरण से उत्पन्न अत्यधिक मौद्रिक विस्तार को माना गया। तदनुसार, रिजर्व बैंक ने मौद्रिक समुच्चयों की गतिविधियों पर काफी ध्यान देना शुरू किया। इस पृष्ठभूमि में, मौद्रिक प्रणाली की कार्य-पद्धति की समीक्षा समिति (अध्यक्ष : सुखमय चक्रवर्ती, 1985) ने यह सिफारिश की कि प्रतिसूचना के साथ-साथ मौद्रिक लक्ष्य को प्राप्त करने का एक ढांचा बनाया जाए। इस समिति की सिफारिशों के अनुसरण में, रिजर्व बैंक ने मुद्रास्फीति के एक सहनीय स्तर के अनुरूप तथा अपेक्षित उत्पादन वृद्धि के साथ मुद्रा आपूर्ति में वांछित वृद्धि को

लक्ष्यबद्ध करना शुरू किया (आरबीआई 1985)। इस प्रकार व्यापक मुद्रा मौद्रिक नीति का तत्काल लक्ष्य बन कर उभरा और रिजर्व बैंक ने मुद्रास्फीति के एक सांकेतिक अवलम्ब के रूप में मौद्रिक लक्ष्यों को औपचारिक रूप से घोषित करना शुरू किया।

**3.78** मौद्रिक लक्ष्य को अपनाने की प्रणाली ने मौद्रिक नीति को परिचालन प्रक्रियाओं में भारी परिवर्तन लाने की जरूरत पैदा कर दी। वर्षों से, रिजर्व बैंक अपने पुनर्वित्त और खुले बाजार के परिचालनों के माध्यम से सामान्य ब्याज दरों तथा विशेषकर मांग मुद्रा दरों के स्तर को घटाने में काफी सीमा तक सफल रहा। हालांकि इसके लिए अलग-अलग उच्चतम सीमाएं रखी गयीं (मार्च 1978 तक यह 8.5 प्रतिशत तक पहुँच गया था, हालांकि यह अप्रैल 1980 में पुनः बढ़कर 10.0 प्रतिशत पर आ गया था)। तथापि 1970 के दशक के अन्तिम वर्षों से राजकोषीय प्रभुत्व ने बैंक दर तथा खुले बाजार के परिचालनों की परम्परागत लिखतों को कम प्रभावी बना दिया। खुले बाजार के परिचालनों के लिए अवसर अब सीमित हो गये क्योंकि अर्जन (आय) अब नियंत्रित ब्याज दर संरचना से संचालित होता था, साथ ही खजाना बिलों की बिक्री 1974 से 4.6 प्रतिशत के निश्चित कूपन दरों पर की जाती थी (मोहन, अन्यत्र उद्धृत)। इस परिदृश्य में रिजर्व बैंक ने प्रारक्षित निधियों की अपेक्षाओं तथा ऋण आयोजना को मौद्रिक और चलनिधि की स्थिति को संतुलित करने के लिए उपयोग करना प्रारम्भ कर दिया। इसके फलस्वरूप, सीआरआर जुलाई 1989 में निवल मांग और मीयादी देयताओं के 15 प्रतिशत तक की उच्चतम सीमा तक तथा सांविधिक चलनिधि अनुपात सितम्बर 1990 में 38.5 प्रतिशत के उच्चतम स्तर तक पहुँच गया तथा एसएलआर में यह वृद्धि सरकार की वित्तपोषण सम्बंधी आवश्यकताओं को पूरी तरह से पूर्ण करने में असमर्थ रही जिससे रिजर्व बैंक को मौद्रिक आर्थिक निभाव की ओर बढ़ना पड़ा (आरबीआई 2004क)। चूंकि राजकोषीय घाटे का मौद्रिक वित्तपोषण एक निश्चित स्तर से आगे बढ़ जाने पर मुद्रास्फीतिकारी हो जाता है, अतः सरकार को रिजर्व बैंक के समर्थन में वृद्धि के साथ-साथ मौद्रिक विस्तार को सीमित करने के लिए सीआरआर में वृद्धि की गयी। तथापि इन उपायों के बावजूद, मुद्रा आपूर्ति की वृद्धि उच्च बनी रही और उसने मुद्रास्फीति में योगदान किया। इसने मूल्य स्थिरता प्राप्त करने के लिए मौद्रिक-राजकोषीय समन्वय की आवश्यकता को रेखांकित किया।

**3.79** परिचालन प्रक्रियाओं में बदलाव के अनुरूप, मुद्रा बाजार के यथोचित विकास पर भी जोर दिया गया जो अंशतः मांग मुद्रा दरों को निम्न करने में सफलता के कारण था, हालांकि यह ब्याज दर की उच्चतम सीमाओं में कटौती के कारण सम्भव हुआ। चक्रवर्ती समिति (1985) ने सर्वप्रथम भारतीय मुद्रा बाजार के विकास के लिए व्यापक सिफारिशों की थीं। इसके अलावा, रिजर्व बैंक ने मुद्रा बाजार पर कार्यदल (अध्यक्ष : श्री एन बागुल, 1987) का गठन विशेषकर मुद्रा बाजार को व्यापक और गहन बनाने के लिए विभिन्न



पहलुओं की जांच करने के लिए किया। इन दो समितियों की सिफारिशों का अनुसरण करते हुए, रिजर्व बैंक द्वारा अनेक पहलुओं की गयीं। इनमें शामिल हैं (i) मुद्रा बाजार की लिखतों को तरलता प्रदान करने के लिए तथा इन लिखतों में द्वितीय बाजार के विकास में सहायता करने के लिए 1988 में भारतीय मितिकाटा और वित्त गृह लिमि. (डीएफएचआई) की स्थापना; (ii) सी.डी. (1989) तथा सी पी (1990) तथा अन्तर्बैंक सहभागिता प्रमाण पत्र (जोखिम सहित तथा जोखिम रहित) (1988) जैसी लिखतों की शुरुआत ताकि लिखतों के दायरे को बढ़ाया जा सके; (iii) सही मूल्यों की खोज में समर्थ बनाने के लिए मई 1989 तक मांग मुद्रा दरों को मुक्त करना; तथा (iv) बाजार द्वारा निर्धारित अर्जनों की प्रणाली की ओर बढ़ने की दृष्टि से (नवम्बर 1986 में) 182 दिवसीय खजाना बिलों की नीलामी की शुरुआत। यद्यपि इन उपायों ने उचित मुद्रा बाजार के विकास के लिए आधार निर्मित किये, फिर भी बाजार की दक्षतापूर्ण कार्य प्रणाली को अनेक संरचनागत दुरुहताओं, जैसे चलनिधि का सीमित क्षेत्रों में वितरण, तथा नियंत्रित जमा और उधार की दरों की विद्यमानता ने अवरुद्ध कर दिया।

3.80 समग्र आर्थिक सुधारों के कार्यक्रम के एक भाग के रूप में वित्तीय उदारीकरण की प्रक्रिया 1990 के दशक के प्रारम्भिक वर्षों में शुरू की गयी, जिसने सरकारी तथा वाणिज्यिक क्षेत्रों के लिए वित्तपोषण के आयाम में संरचनागत बदलाव की ओर बढ़ाया। वित्तीय प्रणाली की भूमिका का पुनर्कालन किया गया और इसमें जोर मात्र सरलीकरण से बदलकर संसाधनों के दक्षतापूर्ण आबंटन की ओर चला गया ताकि उच्चतर वृद्धि को बनाये रखा जा सके। संसाधनों के आबंटन में सुधार लाने तथा वित्तीय बाजारों में सही मूल्यों की दक्षतापूर्वक खोज को सुविधाजनक बनाने की दृष्टि से, रिजर्व बैंक ने संस्थागत सुधारों की बहुआयामी रणनीति शुरू की। रिजर्व बैंक द्वारा शुरू किये गये उपायों का उद्देश्य था - वित्तीय बाजारों के विभिन्न घटकों को, व्यापक, गहन बनाना तथा वित्तीय बाजार विशेषकर मुद्रा बाजार के सभी घटकों को समन्वित करना तथा बाजार के सभी घटकों में नीति सम्बंधी धडकनों को सम्प्रेषित करने को सरल बनाना। वित्तीय बाजारों में शुरू किये गये प्रमुख सुधारों में थे - मार्च 1993 में विनिमय दरों का उदारीकरण, ब्याज दरों का अपविनियमन, ऋण की उच्चतम सीमा की समाप्ति (हालांकि प्रत्यक्ष उधार देने की प्रणाली जारी रही), खजाना बिलों में नीलामी की प्रक्रिया की शुरुआत (अप्रैल 1992 में 364 दिवसीय खजाना बिलों में और जनवरी 1993 में 91 दिवसीय खजाना बिलों में), 1992-93 से नीलामी के माध्यम से सरकार की बाजार उधारियां (श्रेष्ठ प्रतिभूतियां कूपन दरों को बढ़ाने के माध्यम से बाजार द्वारा निर्धारित हो गयीं) तथा [1997 में अनुपूरक सहमति (करार)

पर हस्ताक्षर होने के बाद] राजकोषीय घाटे के स्वतः मौद्रिकरण की चरणबद्ध रूप से समाप्ति। इन सभी उपायों ने वर्धित वित्तीय नवोन्मेषों तथा बाजार उन्नयनों का मार्ग प्रशस्त किया जिसने पूंजी प्रवाहों में भारी तेजी के साथ मुद्रा मांग के कार्य में अस्थिरता की मात्रा बढ़ा दी जिससे उसने तत्काल लक्ष्य के रूप में मुद्रा की भूमिका को सीमित कर दिया।

3.81 वित्तीय बाजार की संरचना में आये विभिन्न परिवर्तनों ने भारत में मौद्रिक नीति के परिचालन ढांचे में एक प्रमुख बदलाव किया जिसके अन्तर्गत मौद्रिक लक्ष्यों के स्थान पर 1998 में 'विभिन्न संकेतकों का दृष्टिकोण' अपनाया गया। इस दृष्टिकोण के एक भाग के रूप में रिजर्व बैंक ने ब्याज दरों में तथा विभिन्न बाजारों में प्रतिलाभ की दरों के साथ-साथ मुद्रा, ऋण, राजकोषीय स्थिति, व्यापार, पूंजी प्रवाह, मुद्रास्फीति की दर, विनिमय दर, पुनर्वित्त तथा विदेशी मुद्राओं में लेनदेनों में सूचना की विषय वस्तु का उपयोग करना शुरू किया, इसके लिए इस सूचना को नीति सम्बंधी सम्भावनाओं को बनाने के लिए आंकड़ों के साथ रखकर देखा गया। इस दृष्टिकोण की सफलता के लिए मौद्रिक नीति में महत्तर नमनीयता की अपेक्षा थी, विशेषकर नीति को बाजारोन्मुखी बनाने के लिए। अतः मौद्रिक नीति के संचालन के लिए तथा अन्य वित्तीय बाजारों के साथ इसके समन्वय को बढ़ाने के लिए विशेष केन्द्र बिंदु के रूप में मुद्रा बाजार पर ध्यान केन्द्रित किया गया जिसका ब्यौरा बाद के खण्डों में दिया गया है।

3.82 बदले हुए माहौल में, मौद्रिक नीति को जिसने 1990 के दशक के प्रारम्भिक वर्षों तक मोटे तौर पर आबद्ध अर्थव्यवस्था में कार्य किया था, खुले अर्थव्यवस्था के गति विज्ञान से सन्तुष्ट होना पड़ा। आम तौर पर आर्थिक नीतियों का और विशेषकर वित्तीय नीतियों का, एक नियंत्रित व्यवस्था से उदारीकृत, परन्तु विनियमित व्यवस्था में संचरण मौद्रिक नीति प्रबंधन के दृष्टिकोण में झलकता था (मोहन, 2004)। तदनुसार, अर्थव्यवस्था के बढ़ते हुए बाजारोन्मुखीकरण तथा परिचालनगत ढांचे में परिवर्तन के अनुरूप, चलनिधि प्रबन्धन सम्बंधी परिचालनों का तीसरा चरण 1990 के दशक के उत्तरार्द्ध से शुरू हुआ जिसमें रिजर्व बैंक मौद्रिक नियंत्रण के प्रत्यक्ष साधनों से अप्रत्यक्ष साधनों की ओर उन्मुख हुआ। सीआरआर को निवल मांग और मीयादी देयताओं के 15 प्रतिशत (जुलाई 1989 से अप्रैल 1993 के दौरान) से घटाकर नवम्बर 1997 तक 9.5 प्रतिशत (जून 2003 में यह 4.5 प्रतिशत के निम्न स्तर तक पहुँच गया)<sup>7</sup> तक लाया गया। एस एल आर अक्टूबर 1997 तक घटाकर 25 प्रतिशत के सांविधिक स्तर तक लाया गया। इस प्रणाली के अन्तर्गत जहाँ प्रारक्षित निधियों की अपेक्षाएं सर्वांगी आधार पर चलनिधि को संतुलित बनाने का प्रधान माध्यम थीं, वहीं बैंकों ने अपनी अल्पावधिक निधीयन सम्बंधी अपेक्षाओं को पूरा करने के लिए रिजर्व बैंक की

7 वर्तमान व्यापक आर्थिक, मौद्रिक तथा पूर्व प्रत्याशित चलनिधि की स्थितियों में होने वाली गतिविधियों के संदर्भ में 30 मार्च 2007 को रिजर्व बैंक ने अप्रैल 2007 में सी.आर.आर को 50 मूल बिन्दु बढ़ाकर 6.50 प्रतिशत कर देने की घोषणा की।

पुनर्वित्त सुविधाओं का सहारा लिया। 1992 में रिर्वर्स रिपो<sup>8</sup> (तब इसे रिपो कहा जाता था) की शुरूआत ने बैंकों की अधिशेष राशि को सोखने के लिए एक लिखत उपलब्ध करायी। इसने तथा 1992-93 से सरकार द्वारा नीलामियों के माध्यम से जुटायी गई बाजार उधारियों ने सरकारी प्रतिभूतियों पर आय को (1985-86 में 6.5 प्रतिशत से 1997-98 में 11.5 प्रतिशत तक) बढ़ा दिया तथा सरकारी ऋण की मीयाद को भी छोटा कर दिया। इसने सरकारी प्रतिभूतियों के लिए द्वितीयक बाजार का विकास करने तथा बाजार द्वारा निर्धारित ब्याज दरों की शुरूआत की। अल्पावधि चलनिधि का प्रबन्ध करने तथा मांग / नोटिस मुद्रा बाजार में ब्याज दरों को नरम बनाने के उद्देश्य से, रिजर्व बैंक ने रिर्वर्स रिपो की नीलामियों के माध्यम से अतिरिक्त चलनिधि को सोखने का कार्य शुरू किया। इसके अलावा, विनिमय दर उदारीकरण (1994 में रुपया चालू खाते में पूर्णतः परिवर्तनीय हो गया) तथा अर्थव्यवस्था के खुला बनाने से विनिमय दर ने मौद्रिक प्रबन्धन में महत्वपूर्ण भूमिका निभानी शुरू की। इस प्रक्रिया में विनिमय दरें मुद्रा, आय, मूल्यों तथा ब्याज दरों से प्रभावित होने लगीं तथा वित्तीय नवोन्मेषों के चलते मुद्रा बाजार में आया असंतुलन अल्पावधिक ब्याज दरों में झलकने लगा (मोहन, ऊपर उद्धृत)। इन परिवर्तनों को देखते हुए मांग मुद्रा बाजार रिजर्व बैंक द्वारा बाजार में हस्तक्षेप करने का प्रमुख स्थल बन गया।

**3.83** तथापि मांग दरों में उद्वेगशीलता जारी रही जिसने चलनिधि के प्रबन्धन के लिए किसी लिखत की आवश्यकता को दर्शाया। इस पृष्ठभूमि में, बैंकिंग क्षेत्र में सुधार समिति (नरसिंहम समिति II, 1998) ने इस बात पर बल दिया। अन्तर्बैंक मांग मुद्रा बाजार में ब्याज दरों में घट-बढ़ व्यवस्थित होनी चाहिए और यह केवल तभी प्राप्त की जा सकती है, जब (वर्तमान शब्दावली के अनुसार) (अल्पावधिक रिर्वर्स रिपो के माध्यम से) रिजर्व बैंक की बाजार में उपस्थिति हो। उक्त समिति की सिफारिशों का अनुसरण करते हुए रिर्वर्स रिपो जो 1992 से परिचालन में थी, अप्रैल 1999 में शुरू की गयी अन्तरिम चलनिधि समायोजन सुविधा (आइएलएएफ) में समेकित हो गयी। चलनिधि का सोखना निश्चित दर के रिर्वर्स रिपो द्वारा जारी रहा। हालांकि चलनिधि का अवशोषण एकल रिर्वर्स रिपो दर पर किया जाता था, परन्तु विभिन्न तरीकों से चलनिधि को बढ़ाने की प्रणाली, जिसमें पुनर्वित्त भी शामिल है, बैंक दर जिसे अप्रैल 1997 में पुनः सक्रिय किया गया, से जुड़ी ब्याज दरों पर चलनी जारी रही। आई ए एल एफ के अन्तर्गत आम पुनर्वित्त सुविधा का स्थान सम्पाश्विकीकृत (जमानती) उधार की सुविधा (सीएलएफ) तथा अतिरिक्त सम्पाश्विकीकृत उधार की सुविधा (एसीएलएफ), जो बैंक दर से जुड़ी थी, ने ले लिया। इसी प्रकार निर्यात ऋण पुनर्वित्त तथा प्राथमिक व्यापारियों के लिए चलनिधि समर्थन को

भी बैंक दर से जोड़ दिया गया। इस प्रकार रिर्वर्स रिपो की दर (आधार दर या निम्नतम दर) और बैंक दर (उच्चतम दर) ने मुद्रा बाजार में एक अनौपचारिक गलियारा उपलब्ध कराया।

**3.84** आई एल ए एफ में प्राप्त किये गये अनुभवों के संदर्भ में रिजर्व बैंक द्वारा गठित एक आन्तरिक दल ने पूर्णरूपेण एलएएफ को क्रमिक रूप से लागू करने की सिफारिश की जैसा कि 1998 में नरसिंहम समिति ने सुझाया था। तदनुसार अन्तरिम चलनिधि समायोजन सुविधा के स्थान पर चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) को चरणबद्ध रूप में जून 2000 से शुरू किया गया (बाक्स III.2)। निश्चित दर वाले रिर्वर्स रिपो का स्थान रिर्वर्स रिपो नीलामियों ने ले लिया, जबकि एसीएलएफ तथा प्राथमिक व्यापारियों को स्तर II के चलनिधि समर्थन का स्थान भिन्न-भिन्न रिपो नीलामियों ने ले लिया जो दैनिक आधार पर चलायी जाती थीं। इसके परिणामस्वरूप, गलियारे की उच्चतम सीमा के रूप में पहले की बैंक दर का स्थान रिपो दर ने ले लिया, इसके द्वारा चलनिधि का निवेश एकल दर (अर्थात् रिपो दर) पर किया जाना सम्भव बनाया, जबकि न्यूनतम दर रिर्वर्स रिपो दर बनी रही। यह रिजर्व बैंक की परिचालन प्रक्रिया तथा चलनिधि प्रबन्धन के परिचालनों में आये प्रमुख परिवर्तनों को दर्शाता है, क्योंकि इसने मौद्रिक प्रबन्ध के प्रत्यक्ष लिखतों से अप्रत्यक्ष (बाजार आधारित) लिखतों की ओर बढ़ने को आसान (सुविधाजनक) बनाया। इसके अलावा, इसने रिजर्व बैंक को अपनी नीतिगत दरों में परिवर्तनों के माध्यम से दैनिक आधार पर चलनिधि को संतुलित बनाने में (निधियों की आपूर्ति और उनकी मांग दोनों को) आवश्यक नमनीयता प्रदान की। इसने मांग मुद्रा दरों में स्थिरता को सुनिश्चित किया जो कि आम तौर पर गलियारे में ही रहें (चार्ट III-1)<sup>9</sup>। बदले में, इसने मुद्रा बाजार में अल्पावधिक ब्याज दरों की स्थिरता को प्रोन्नत किया।

**3.85** मौद्रिक नीति के परिचालनों को सुदृढ़ आधार पर मार्गदर्शित करने की महत्ता को मानते हुए अप्रैल 1999 के वार्षिक नीति सम्बंधी वक्तव्य में अल्पावधिक परिचालन मॉडल विकसित करने की जरूरत को रेखांकित किया गया जो वित्तीय प्रणाली के विभिन्न घटकों के बीच व्यवहारपरक सम्बंधों को भी ध्यान में रखता है। प्रसिद्ध शिक्षाविद विशेषज्ञों के एक समूह के मार्गनिर्देशन में एक मॉडल विकसित किया गया तथा उसे रिजर्व बैंक द्वारा चलाये जाने वाले दैनिक चलनिधि-प्रबन्ध के परिचालनों को सुविधाजनक बनाने के लिए अल्पावधिक चलनिधियों का पूर्वानुमान लगाने के लिए 2002 में उपयोग में लाना शुरू कर दिया गया।

**3.86** हाल के वर्षों में भारी और निरंतर आने वाले पूंजी प्रवाहों का मुद्दा तथा सारे विश्व में मौद्रिक नीति के क्षेत्रों में सम-सामयिकता ने भारतीय

<sup>8</sup> 29 अक्टूबर 2004 से, अन्तरराष्ट्रीय प्रयोगों के अनुरूप रिपो और रिर्वर्स रिपो के नाम परस्पर बदल दिये गये हैं। तदनुसार, रिपो से अब तात्पर्य है चलनिधि का निवेश तथा रिर्वर्स रिपो का मतलब है चलनिधि का अवशोषण (सोखना)।

<sup>9</sup> मार्च 2007 के उत्तरार्द्ध में मांग दरें बढ़ गयीं क्योंकि अग्रिम कर अदा करने के कारण चलनिधि के प्रणाली से बाहर चले जाने, वर्ष के अंत की स्थितियों, सभी बैंकों द्वारा सरकारी प्रतिभूतियों के एक समान संवितरण तथा निरन्तर मांग के कारण चलनिधि की स्थिति तंग हो गयी।

## बाक्स III.2

## चलनिधि समायोजन सुविधा

1990 के दशक के प्रारम्भिक वर्षों में शुरू किये गये वित्तीय क्षेत्र के सुधारों के एक भाग के रूप में, भारत ने मौद्रिक नियंत्रण के प्रत्यक्ष लिखतों की ओर से अप्रत्यक्ष लिखतों की ओर बढ़ना शुरू किया, जिसने, इसके बदले में, एक ऐसी प्रक्रिया-तंत्र की मांग की जो विशेषकर पूंजी प्रवाहों में बढ़ती उद्वेगशीलता के चलते, वित्तीय बाजारों में व्यवस्थित स्थितियां बनाने रखने के लिए एक अधिक लचीलापन तथा प्रभावी चलनिधि प्रबन्धन प्रदान कर सके। उप-परिणाम के रूप में, नरसिंहम समिति (1998) की सिफारिशों के अनुसरण में, भारतीय वित्तीय प्रणाली की विशेष स्थितियों, बाजार विकास के स्तर तथा भुगतान और निपटान प्रणालियों में प्रौद्योगिकी-गत उन्नयनों के अनुरूप चरणबद्ध रूप में चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) शुरू की गयी। इस प्रक्रिया में, जिस महत्वपूर्ण मुद्दे का सामना रिजर्व बैंक कर रहा था - वह था - एक मिलेजुले मूल्य पर एकल व्यापक खिड़की के माध्यम से अपनी चलनिधि के विभिन्न स्रोतों को सरणीबद्ध करना। परिणामस्वरूप, अप्रैल 1999 में एक अन्तरिम चलनिधि समायोजन सुविधा (आई एल ए एफ) शुरू की गयी जिसने रिजर्व बैंक को दैनिक आधार पर बाजार की चलनिधि को संतुलित करने तथा ब्याज दर संकेतों को बाजार में सम्प्रेषित करने में समर्थ बनाया।

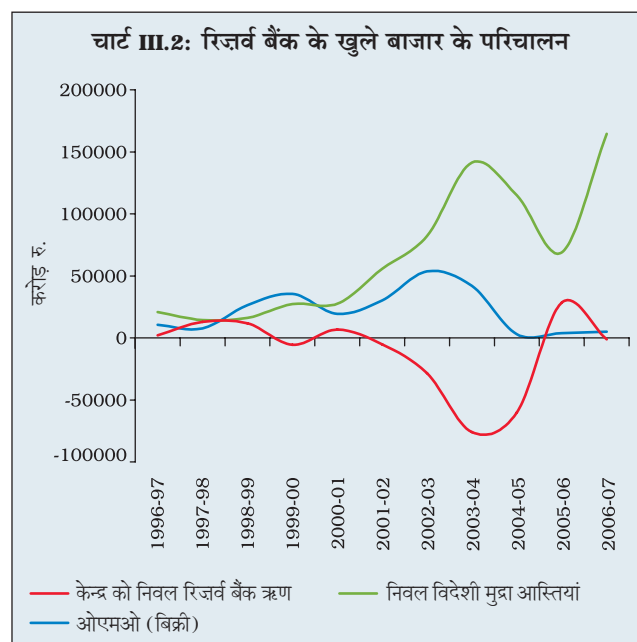
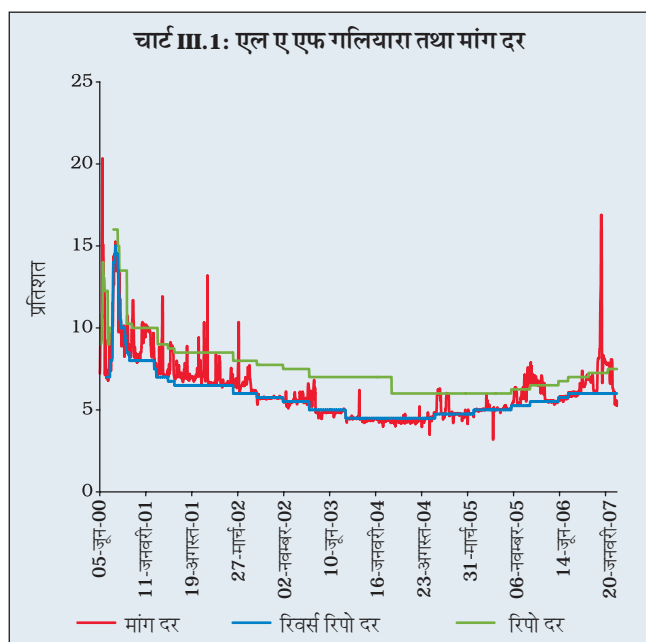
आईएलएएफ को शुरू करने के साथ आम पुनर्वित्त की सुविधा के स्थान पर दो सप्ताह के लिए 1997-98 में बकाया कुल जमाराशियों के पाक्षिक औसत के 0.25 प्रतिशत तक बैंक दर पर सम्पाश्विकीकृत ऋण सुविधा (सीएलएएफ) लायी गयी तथा अतिरिक्त सम्पाश्विकीकृत ऋण सुविधा (एससीएलएएफ) सी एल एफ के समकक्ष की राशि पर बैंक दर + 2 प्रतिशत की दर पर लगायी गयी। अतिरिक्त दो सप्ताहों के लिए 2 प्रतिशत के दण्डात्मक ब्याज की शर्त रखी गयी। तथापि, अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों के लिए निर्यात ऋण पुनर्वित्त को बनाये रखा गया और उसे बैंक दर पर देना जारी रखा गया। साथ ही साथ, सरकारी प्रतिभूतियों की जमानत पर प्राथमिक व्यापारियों को चलनिधि समर्थन का प्रावधान भी उपलब्ध कराया गया। आइएलएएफ का उद्देश्य यह सुनिश्चित करना था कि ब्याज दरें तर्क-सम्मत दायरे में ही घटें-बढ़ें तथा वे मुद्रा बाजार में स्थिरता को बढ़ावें। अन्तरिम एलएएफ से पूर्ण एलएएफ में रूपान्तरण जून 2000 में शुरू किया गया और क्रमिक रूप से तीन ऋणों में बढ़ा। पहला चरण 5 जून 2000 से शुरू हुआ जब एलएएफ को औपचारिक रूप से लागू किया गया, एससीएलएफ के स्थान पर तथा उसी दिन को निपटान के साथ विभिन्न दरों पर रिपो नीलामियों के परिवर्ती द्वारा प्राथमिक व्यापारियों को स्तर II का समर्थन दिया गया।

दूसरा चरण मई 2001 से शुरू हुआ जब बैंकों और प्राथमिक व्यापारियों के लिए सीएलएएफ तथा स्तर I के चलनिधि समर्थन को बदलकर उनके स्थान पर विभिन्न दरों वाली रिपो नीलामियां शुरू की गयीं। तथापि प्राथमिक व्यापारियों को कुछ न्यूनतम चलनिधि समर्थन को बनाये रखा गया, परन्तु इनकी ब्याज दरों को समय-समय पर रिजर्व बैंक द्वारा यथानिर्धारित दैनिक रिपो नीलामियों में अलग-अलग घट-बढ़ वाली दर से जोड़ दिया गया। इसके अलावा, अप्रैल 2003 में, उन दरों की विविधता को, जिन पर चलनिधि का निवेश किया जा रहा था, तर्क-संगत बनाया गया जिसमें उसी दिन को नियमित एलएएफ नीलामियों की रिवर्स रिपो की कट-ऑफ दर पर निर्धारित

बैंक स्टॉप ब्याज दर के साथ जोड़ा गया। साथ-ही-साथ यदि उस दिन कोई रिवर्स रिपो नीलामी चलनिधि समायोजन सुविधा के अन्तर्गत नहीं हुई हो तो रिपो कट-ऑफ रेट के ऊपर 2.0 प्रतिशत की बैंक स्टॉप दर निर्धारित की गयी। उन दिनों में जब कोई रिपो/रिवर्स रिपो बोलियां प्राप्त/स्वीकृत नहीं की गयी हों तो बैंक स्टॉप दर का निर्णय रिजर्व बैंक द्वारा तदर्थ आधार पर किया जाता था। बाद में 29 मार्च 2004 से रिवर्स रिपो दर को कम करके 6.0 प्रतिशत कर दिया गया और उसे संशोधित एलएएफ योजना के अन्तर्गत बैंक दर से जोड़ दिया गया। सामान्य सुविधा तथा बैंक स्टॉप सुविधा को मिलाकर, एकल दर पर उपलब्ध एकल सुविधा की शुरुआत की गयी। उसके अलावा, अप्रैल 2004 में, निश्चित दर की नीलामियां पुनः शुरू की गयीं। अन्तर्राष्ट्रीय प्रयोग के अनुरूप 29 अक्टूबर 2004 से रिपो और रिवर्स रिपो के नाम परस्पर बदल दिये गये। अब रिपो चलनिधि के निवेश को तथा रिवर्स रिपो चलनिधि के अवशोषण (सोखने) को दर्शाती है।

रिजर्व बैंक के लोक-ऋण कार्यालय (पीडीओ) के पूर्ण कम्प्यूटरीकरण के साथ पूर्ण एलएएफ का तीसरा चरण शुरू हुआ तथा आरटीजीएस के शुरू हो जाने से इस चरण में काफी प्रगति हुई। आज रिपो परिचालन मुख्यतः इलैक्ट्रॉनिक अन्तरणों द्वारा किये जाते हैं तथा एलएएफ उसी दिन अलग-अलग समयों पर किये जा सकते हैं। इसके परिणामस्वरूप, दूसरा एलएएफ (एसएलएएफ) 28 नवम्बर 2005 से शुरू किया गया जिसने बाजार सहभागियों को अपने चलनिधि प्रबन्धन को और बेहतर बनाने के लिए दूसरी खिड़की प्रदान की। पिछली अवधि के एलएएफ परिचालनों से भिन्न, जो 9.30 पूर्वाह्न से लेकर 10.30 पूर्वाह्न के बीच चलाये जाते थे, द्वितीय एलएएफ का संचालन 3.00 बजे अपराह्न से 3.45 अपराह्न के बीच बोलियां प्राप्त करके किया जाता है। हालांकि दूसरे एलएएफ तथा एलएएफ की मुख्य-मुख्य विशेषताएं वही हैं, परन्तु उनके निपटान सकल आधार पर अलग-से किये जाते हैं। इस प्रकार एलएएफ की शुरुआत एक प्रक्रिया रही है, तथा भारतीय अनुभव यह दर्शाता है कि वित्तीय क्षेत्र में तथा मौद्रिक प्रबंधन में एक साथ कूद पड़ने की अपेक्षा क्रमिक रूप से आगे बढ़ने की प्रक्रिया / दृष्टिकोण अपेक्षित है (मोहन, पहले उद्धृत)।

एलएएफ अब मौद्रिक नीति की प्रधान परिचालन लिखत बन गयी है। इसने नियमित चलनिधि चक्रों को स्थिर करने में और बाद में, रिपोर्टिंग अवधि पर सीआरआर की औसत अपेक्षाओं के अनुसार अपनी चलनिधि की अपेक्षाओं को दुरुस्त कर बैंकों की मांग मुद्रा दरों की उद्वेगशीलता को स्थिर करने में सहायता की है। इसने माह के शुरू में और अंत में चलनिधि की स्थितियों को सुचारु बनाया है। इसके अलावा, सरकारी नीलामियों चुकौतियों के खातों में आये अचानक आगमों/निर्गमों और अग्रिम कर-भुगतान के कारण उन खातों में आयी अस्थायी विसंगतियों से उत्पन्न अचानक तरलता आघातों को संतुलित करने में सहायता की है। इससे भी अधिक महत्वपूर्ण यह है कि एलएएफ उद्वेगशील पूंजी प्रवाहों के समय में भी, वित्तीय बाजारों में व्यवस्थित स्थिति बनाये रखने में एक प्रभावी लिखत के रूप में उभरी है। इस प्रकार एलएएफ ने रिजर्व बैंक को काफी समय से अपेक्षित नमनीयता प्रदान की है। प्रणाली में विद्यमान चलनिधि को संतुलित करने में तथा विकसित होती हुई बाजार की स्थितियों के प्रतिसाद में ब्याज दरों की वांछित तेजी को आगे बढ़ाने में सहायता की है।



संदर्भ में चलनिधि प्रबंधन के मुद्दे में एक नया आयाम जोड़ दिया है। 2002 के मध्य से शुरू हुई अवधि की विशेषता आम तौर पर भारी पूंजी प्रवाहों के आगम तथा चालू खाते के अधिशेष के कारण प्रणाली में (2003-04 तक) अधिशेष चलनिधि के बने रहने की रही है। मौद्रिक नीति पर एक दीर्घकालीन चुनौती इस भारी अधिशेष चलनिधि के प्रबंधन की बनी हुई है ताकि मांग मुद्रा दरों को स्थिर तथा बाजार में समग्र स्थिरता बनाये रखी जा सके। तदनुसार, पूंजी प्रवाहों के प्रभावों को निष्प्रभावी बनाने के लिए, रिजर्व बैंक को समानान्तर रूप से एलएएफ तथा खुले बाजार के परिचालन (दिनांकित प्रतिभूतियों तथा खजाना बिलों की सीधी लेनदेन) करने पड़े।

**3.87** सरकारी प्रतिभूतियों के स्टॉक को बाजार में उतार कर रिजर्व बैंक ने पूंजी प्रवाहों के मौद्रिक प्रभाव को निष्प्रभावी बनाने के लिए 1990 के दशक के मध्य से खुले बाजार के परिचालनों का उपयोग प्रभावपूर्ण ढंग से किया (चार्ट III.2)। निवल खुले बाजार की बिक्रियां 1996-97 के 10,464 करोड़ रुपए से बढ़कर 2002-03 में 53,781 करोड़ रुपए की हो गयीं। तथापि, इस अवधि के दौरान निष्प्रभावीकरण के प्रयोजनों के लिए बारम्बार ओएमओ का सहारा लेने से रिजर्व बैंक द्वारा धारित सरकारी प्रतिभूतियों का स्टॉक मार्च 2003 के अंत के 52,546 करोड़ रुपए से घटकर मार्च 2004 के अंत में 40,750 करोड़ रुपए का रह गया। ऐसा गैर विपणन-योग्य विशेष प्रतिभूतियों के (61,818 करोड़ रुपए) उपलब्ध स्टॉक, जो गत तदर्थ और टेप पर खुले खजाना बिलों से बनाया गया था, को वर्ष के दौरान बिक्री योग्य बनाए जाने के बावजूद हुआ। तदनुसार, निष्प्रभावीकरण का बोझ एलएएफ की ओर चला गया जो कि अनिवार्यतः मार्जिनल चलनिधि का समायोजन करने के एक साधन के रूप में बनायी गयी थी। इसके परिणामस्वरूप, अपने श्रेष्ठ प्रतिभूतियों के संविभाग में संचित प्रतिभूतियों के एक भाग के रूप में रिजर्व बैंक द्वारा खुले बाजार

की बिक्रियां 2003-04 के दौरान गिरकर लगभग 50 प्रतिशत रह गयीं, जबकि एलएएफ परिचालनों के और रूपांतरण के पहले पांच वर्षों में यह अंश औसतन 90 प्रतिशत था (आरबीआई, 2004 ख)।

**3.88** सरकारी प्रतिभूतियों का अपने संविभाग में सीमित स्टॉक होने तथा अपनी खुद की प्रतिभूतियां जारी करने पर कानूनी प्रतिबंध के चलते रिजर्व बैंक ने यह अनुभव किया कि एलएएफ के अलावा अन्य लिखतों की जरूरत है ताकि और अधिक लम्बे स्वरूप की चलनिधि को सोखने के उद्देश्य को पूरा किया जा सके। इसके परिणामस्वरूप निष्प्रभावीकरण लिखत संबंधी कार्यदल 2003 (अध्यक्ष : श्रीमती उषा थोरात) की सिफारिशों के अनुसरण में एक विशेष व्यवस्था के रूप में अप्रैल 2004 में बाजार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) की शुरुआत की गयी। इस व्यवस्था के अंतर्गत सरकार ने प्रणाली से अत्यधिक चलनिधि का अवशोषण करने के लिए सामान्य उधार लेने की अपेक्षाओं के अलावा खजाना बिल तथा/अथवा दिनांकित प्रतिभूतियां जारी कीं। प्रारम्भ में निश्चित की गयी 60,000 करोड़ रुपए की उच्चतम सीमा को 14 अक्टूबर 2004 को बढ़ाकर 80,000 करोड़ रुपए किया गया, परंतु 24 मार्च 2006 को घटाकर रुपए 70,000 करोड़ और 2007-08 को पुनः बढ़ाकर 80,000 करोड़ रुपए कर दिया गया। एमएसएस से प्राप्त रकम को सरकार द्वारा एक अलग पहचाने जाने योग्य नकदी खाते में रखा जाता है (जो यह दर्शाता है कि मानो उतनी ही नकदी शेष सरकार द्वारा रिजर्व बैंक के पास रखी गयी है) तथा इसे केवल एमएसएस के अंतर्गत जारी चुकौती खजाना बिलों और अथवा दिनांकित प्रतिभूतियों की चुकौती और/अथवा पुनर्खरीद के लिए ही उपयोग में लाया जाता है। इस प्रकार चलनिधि प्रबंधन के लिए इसने एक अन्य साधन उपलब्ध कराया। इसे इस रूप में बनाया गया कि एमएसएस के अंतर्गत बकाया राशि पर ब्याज के भुगतान के अलावा इसका कोई राजकोषीय प्रभाव नहीं पड़ता है। एमएसएस के अंतर्गत



सोखी गयी राशि जो 2 सितंबर 2005 के 78,906 करोड़ रुपए तक पहुँच गयी थी फरवरी 2006 में गिरकर लगभग 32,000 करोड़ रुपए तक रह गयी जो समग्र मार्जिनल चलनिधि की दृष्टि से लगभग 47,000 करोड़ रुपए के अधिशेष निधि से घाटे (कमी) की ओर अंतरण के कारण थी। वापस करने की प्रक्रिया के एक भाग के रूप में एमएसएस के अंतर्गत नवंबर 2005 और अप्रैल 2006 के बीच नए निर्गमों को निरस्त कर दिया गया। 2006-07 के दौरान बाद की अनेक नीलामियों में एमएसएस के अंतर्गत केवल आंशिक राशियां ही स्वीकृत की गयीं, इसके बाद में, एमएसएस के अंतर्गत सोखी गयी राशि पुनः बढ़कर मार्च 2007 में 62,974 करोड़ रुपए की हो गयी। इस प्रकार एमएसएस ने रिजर्व बैंक को न केवल चलनिधि को सोखने के लिए, बल्कि इसे वापस कर चलनिधि की स्थिति को सहज (बेहतर) बनाने के लिए भी आवश्यक नमनीयता प्रदान की। यदि आवश्यक हुआ तो एमएसएस को शुरू करने से एलएएफ पर निष्प्रभावीकरण का दबाव काफी गिर गया है और एलएएफ के परिचालन दैनिक आधार पर अधिक प्रभावी रूप से चलनिधि के नियंत्रण को बेहतर बनाने में समर्थ हुए हैं (सारणी 3.1)। इस प्रकार एमएसएस ने रिजर्व बैंक को चलनिधि का अवशोषण एक अधिक लम्बे समय के लिए, परंतु फिर भी अस्थायी आधार पर करने के लिए शक्ति सम्पन्न बनाया तथा दैनिक आधार पर चलनिधि के प्रबंधन के लिए अपने इच्छित कार्य के लिए एलएएफ का आश्रय लेने में सफल बनाया (मोहन, ऊपर उद्धृत)।

**3.89** इसके अलावा, रिजर्व के पास रखे सरकार की नकदी शेष राशि के बढ़ने तथा इसमें उद्वेगशीलता ने हाल के वर्षों में चलनिधि की स्थितियों को काफी सीमा तक प्रभावित किया है। निष्प्रभावीकरण की लिखतों संबंधी कार्य दल ने 1997 में इस करार की समीक्षा करने का पक्ष लिया था ताकि रिजर्व बैंक के पास सरकार के अधिशेषों को स्वतः निविष्ट न कर दिया जाये और वे ब्याज रहित शेष राशियां ही न रह जाएं और इसके द्वारा सरकारी प्रतिभूतियों को और आगे निष्प्रभावीकरण के लिए जारी कर दिया जाए। तदनुसार, इन अधिशेष निधियों को 1997 से स्वयं अपनी प्रतिभूतियों में निवेश की अनुमति देने (ऐसी शेष राशियों पर सांकेतिक प्रतिलाभ देने) वाली व्यवस्था 8 अप्रैल 2004 से अस्थायी रूप से बंद कर दी गयी। तथापि, एमएसएस के शुरू किये जाने के बाद इसे जून 2004 में 10,000 करोड़ रुपए की उच्चतम सीमा के साथ पुनः बहाल कर दिया गया जिसे बाद में अक्टूबर 2004 में बढ़ाकर 20,000 करोड़ रुपए कर दिया गया। जहाँ सरकार के अतिशेष नकदी शेषों ने रिजर्व बैंक को अत्यधिक चलनिधि के मौद्रिक प्रभाव को निष्प्रभावी करने में समर्थ बनाया, कभी-कभी इसका परिणाम स्वरूप चलनिधि की स्थितियों में इसके अचानक चले जाने की भी नौबत आ गयी। रिजर्व बैंक के पास सरकार के भारी और अप्रत्याशित नकदी अधिशेष के बनने और कभी-कभी अल्पावधि के लिए इसके घटने (कमी आने) के कारण इसने चलनिधि के प्रबंधन तथा मुद्रा बाजार में स्थिर स्थितियां बनाये रखने में नयी चुनौतियां खड़ी कर दी हैं।

**3.90** हाल की अवधि में अधिशेष निधियों की स्थिति यह दर्शाती है कि व्यवस्था में कुल अधिशेष चलनिधि (जिसमें एमएसएस, एलएएफ तथा

**सारणी 3.1: चलनिधि अवशोषण**

(करोड़ रुपए)

माह के अंतिम शुक्रवार को बकाया	एलएएफ	एमएसएस	रिजर्व बैंक के पास केंद्र के अधिशेष @	कुल (2 से 4 तक)
1	2	3	4	5
<b>2004</b>				
अप्रैल	73,075	22,851	0	95,926
मई	72,845	30,701	0	1,03,546
जून	61,365	37,812	0	99,177
जुलाई	53,280	46,206	0	99,486
अगस्त	40,640	51,635	7,943	1,00,218
सितंबर	19,245	52,255	21,896	93,396
अक्टूबर	7,455	55,087	18,381	80,923
नवंबर	5,825	51,872	26,518	84,215
दिसंबर	2,420	52,608	26,517	81,545
<b>2005</b>				
जनवरी	14,760	54,499	17,274	86,533
फरवरी	26,575	60,835	15,357	1,02,767
मार्च*	19,330	64,211	26,102	1,09,643
अप्रैल	27,650	67,087	6,449	1,01,186
मई	33,120	69,016	7,974	1,10,110
जून	9,670	71,681	21,745	1,03,096
जुलाई	18,895	68,765	16,093	1,03,753
अगस्त	25,435	76,936	23,562	1,25,933
सितंबर	24,505	67,328	34,073	1,25,906
अक्टूबर	20,840	69,752	21,498	1,12,090
नवंबर	3,685	64,332	33,302	1,01,319
दिसंबर	-27,755	46,112	45,855	64,212#
<b>2006</b>				
जनवरी	-20,555	37,280	39,080	55,805
फरवरी	-12,715	31,958	37,013	56,256
मार्च*	7,250	29,062	48,828	85,140
अप्रैल	47,805	24,276	5,611	77,692
मई	57,245	27,817	0	85,062
जून	42,565	33,295	8,621	84,481
जुलाई	44,155	38,995	8,770	91,920
अगस्त	23,985	42,364	26,791	93,140
सितंबर	1,915	42,064	34,821	78,800
अक्टूबर	12,270	40,091	25,868	78,229
नवंबर	15,995	37,917	31,305	85,217
दिसंबर	-31,685	37,314	65,581	71,311
<b>2007</b>				
जनवरी	-11,445	39,375	42,494	70,424
फरवरी	6,940	42,807	53,115	1,02,862
मार्च	-29,185	62,974	49,992	83,781

@ : इसमें रिजर्व बैंक के पास न्यूनतम नकदी शेष शामिल नहीं है।

\* : आंकड़े 31 मार्च से संबंधित हैं। # : यह आइएमडी की लगभग 32,000 करोड़ रुपए की चुकौती दर्शाती है।

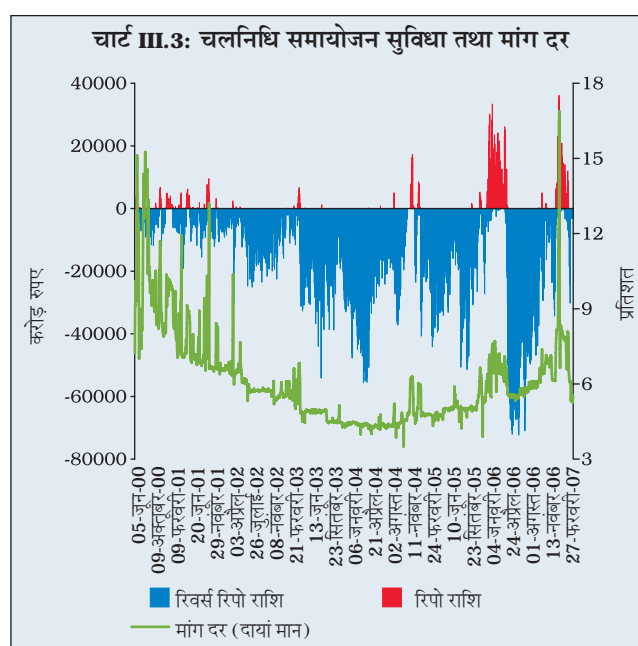
टिप्पणी : कालम 2 में ऋणात्मक चिह्न एलएएफ रिपो के माध्यम से चलनिधि के निवेश को दर्शाता है।

सरकारी अधिशेष शामिल हैं) अगस्त 2005 में बढ़कर 1,25,000 करोड़ रुपए की हो गयी। बैंकिंग प्रणाली में ऐसी अधिशेष की स्थितियों को दर्शाते हुए मांग मुद्रा दर आमतौर पर दायरे की लगभग निम्नतम दर (अर्थात् रिवर्स रिपो दर) पर रही, जो (रिपो दर के साथ) अल्पावधि में नीति की मुख्य लिखत के रूप में उभरी है (देखें चार्ट III.1)। अब बैंक दर मध्यावधि के लिए संकेतिक लिखत की भूमिका का निर्वाह करती है। इन परिवर्तनों के अनुरूप एलएएफ को और उन्नत किया गया है। तत्काल सकल निपटान

## मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट

प्रणाली (आरटीजीएस) की शुरुआत होने से सुविधाजनक बन जाने पर अब यह सम्भव हो गया है कि एलएएफ को उसी दिन अलग-अलग समय में परिचालित किया जाए। (दूसरे एलएएफ को 28 नवंबर 2005 से शुरू किया गया था) जो बाजार सहभागियों को चलनिधि के प्रबंधन को और दुरुस्त बनाने के लिए दूसरी खिड़की प्रदान करती है। अब तक के साक्ष्य सहज चलनिधि की अवधि के दौरान दूसरी एलएएफ के माध्यम से अब तक सक्रिय लेनदेन का प्रमाण सुझाते हैं (सारणी 3.2)।

3.91 तथापि, अधिशेष चलनिधि की स्थितियां इंडिया मिलेनियम डिपोजिट (आइएमडी) की चुकौतियों (28-29 दिसंबर 2005 को 7.1 बिलियन अमरीकी डालर या 32,000 करोड़ रुपए की) के दबाव की वजह से जनवरी 2006 तक घटकर लगभग 55,000 करोड़ रुपए की रह गयीं। खाद्येतर ऋण में निरंतर वृद्धि (2004 के मध्य से देखी गयी लगभग 30 प्रतिशत) ने चलनिधि की स्थिति को अधिशेष से कमी की ओर ला दिया जिसके कारण दिसंबर 2005 से फरवरी 2006 के दौरान एलएएफ रिपो के माध्यम से चलनिधि का निवेश करना पड़ा (चार्ट III.3)। अपनी चलनिधि संबंधी अपेक्षाओं को पूरा करने के लिए बैंकों की अपनी अतिरिक्त एसएलआर धारिताओं को मार्च 2005 के अंत की अपनी निवल मांग और मीयादी देयताओं के लगभग 13 प्रतिशत से घटाकर मार्च 2007 के अंत तक लगभग 3 प्रतिशत तक लाना पड़ा। ये अधिशेष धारिताएं 25 प्रतिशत की न्यूनतम निर्धारित सीमाओं के ऊपर थीं। बैंकों द्वारा अपनी एसएलआर में कमी के परिणामस्वरूप मांग दरों में तेजी आ गयी और वे दायरे की उच्चतम सीमा तक जा पहुंचीं और जब एलएएफ के अंतर्गत रिवर्स रिपो की बोलियां प्राप्त की गयीं और निधियों को प्रणाली से सोख लिया गया तो भी उच्चतम सीमा से भी ऊपर चली गयी। यह दर्शाता है कि कुछ बैंकों ने सम्पार्श्विक और नकदी दोनों खाते से अधिक आहरण किया जिसके कारण बाजार की अल्पावधिक



मीयाद में रोल ओवर करना आवश्यक हो गया जिससे चलनिधि और ब्याज दरों पर दबाव आ गया। इस संबंध में केंद्रीय बजट 2006-07 में सरकार का यह निर्णय कि राष्ट्रीयकृत बैंकों को जारी संपूर्ण बकाया पुनः पूंजीकरण बांडों/ विशेष प्रतिभूतियों को जो लगभग 20,809 करोड़ रुपए की थीं, बिक्री योग्य एसएलआर की पात्र प्रतिभूतियों में बदल दिया जायेगा, उपयुक्त सम्पार्श्विकों की तलाश कर रहे बैंकों पर दबाव को कम कर सका।

3.92 मौद्रिक तंगी के वर्तमान चरण में, रिजर्व बैंक ने रिवर्स रिपो की दरों को अक्टूबर 2004 से प्रत्येक 25 मूल बिंदुओं के छह गुना बढ़ा दिया

### सारणी 3.2: पहली और दूसरी एलएएफ

(राशि करोड़ रुपए)

अवधि	औसत दैनिक एलएएफ परिचालन (निवल)	औसत दैनिक पहली एलएएफ परिचालन (निवल)	औसत दैनिक दूसरी एलएएफ परिचालन (निवल)	कुल एलएएफ में पहली एलएएफ का अंश (प्रतिशत)	कुल एलएएफ में दूसरी एलएएफ का अंश (प्रतिशत)
1	2	3	4	5	6
दिसंबर 2005	-1,452	654	-2,106	64.6	35.4
जनवरी 2006	15,386	12,938	2,447	72.9	27.1
फरवरी 2006	13,532	10,850	2,682	74.9	25.1
मार्च 2006@	6,319	5,520	799	54.1	45.9
अप्रैल 2006	-46,088	-18,480	-27,608	41.1	58.9
मई 2006	-59,505	-29,600	-29,905	49.7	50.3
जून 2006	-48,611	-25,647	-22,964	52.8	47.2
जुलाई 2006	-48,027	-26,486	-21,541	55.2	44.8
अगस्त 2006	-36,326	-21,677	-14,649	59.7	40.3
सितंबर 2006	-25,862	-12,544	-13,318	47.8	52.2
अक्टूबर 2006	-12,262	-5,435	-6,827	44.4	55.6
नवंबर 2006	-9,937	-1,315	-8,622	13.2	86.8
दिसंबर 2006	1,713	6,548	-4,836	41.6	58.4
जनवरी 2007	10,738	7,170	3,569	46.8	53.2
फरवरी 2007	-648	3,211	-3,859	36.4	63.6
मार्च 2007	11,858	9,701	2,157	55.5	44.5

@ : अतिरिक्त एलएएफ जो 31 मार्च 2006 को किये गये उन्हें दूसरे एलएएफ के अंतर्गत दर्शाया गया है।

टिप्पणी : (+) एलएएफ रिपो के माध्यम से चलनिधि के निवेश को तथा (-) एलएएफ रिवर्स रिपो के माध्यम से चलनिधि के अवशोषण को दर्शाता है।

जिसने रिपो दरों में तदनुरूपी समायोजन के साथ अप्रैल 2005 तक दायरे को 100 मूल बिंदुओं तक संकीर्ण कर दिया है (जो बाद में 31 अक्टूबर 2006, 31 जनवरी 2007 तथा 30 मार्च 2007 को प्रत्येक बार 25 मूल बिंदुओं से बढ़कर 175 मूल बिंदुओं तक बढ़ गया है)। रिजर्व बैंक ने नीतिगत दरों में क्रमिक परिवर्तनों पर जोर दिया है, क्योंकि ब्याज दरों में भारी परिवर्तन व्यवधानकारी हो सकते हैं, विशेषकर

अर्थव्यवस्था की बढ़ी हुई खुलेपन की स्थिति तथा वित्तीय बाजारों के विकास की वर्तमान स्थिति में। यह दृष्टिकोण मुद्रास्फीतिगत प्रत्याशाओं को स्थिर करने के लिए इस प्रकार की पहले से उठाई गयी कार्रवाई की आवश्यकता के बारे में बाजार को संकेत देने में सफल रहा है। वित्तीय बाजार के विभिन्न घटकों ने नीतिगत संकेतकों के प्रति अच्छा प्रतिक्रिया दिया है (बॉक्स III.3)।

### बॉक्स III.3

#### मौद्रिक नीतिगत घोषणाओं और वित्तीय बाजार के व्यवहार के बीच परस्पर प्रतिक्रिया

मौद्रिक नीति की प्रभावशीलता मौद्रिक प्राधिकारियों की जनता के साथ एक स्पष्ट और पारदर्शी स्वरूप में सम्प्रेषण करने की योग्यता पर निर्भर करती है। इस सम्बंध में, नीति के संकेत देना मुख्य रूप से महत्वपूर्ण हो जाता है क्योंकि यह मौद्रिक नीति के जोर को सम्प्रेषित करती है। जहां विकसित देशों में ये संकेतक प्रक्रिया-तंत्र काफी सशक्त हैं, वहीं उदीयमान बाजारी अर्थव्यवस्थाओं में वे कमजोर दिखलायी पड़ते हैं; विशेषकर बाजार के घटकीकरण की तथा सुपरिभाषित सम्प्रेषण प्रक्रिया-तंत्र की अनुपस्थिति की स्थिति में।

वित्तीय बाजार, विशेषकर, असमान सूचनाओं वाले होते हैं, जहां कुछ एजेंटों के पास अन्यो की तुलना में बेहतर सूचना होती है, जो कि नैतिक संकट और प्रतिकूल चयन की समस्याओं में झलकती है। सूचना के आर्थिक सिद्धांत पर प्रारम्भिक अनुसंधान ने यह दर्शाया है कि बाजार में बेहतर रूप से सूचना सम्पन्न एजेंट बाजार में अपनी 'सूचना' को कम सूचना-सम्पन्न एजेंटों को विश्वासपूर्वक भेज (सम्प्रेषित कर) सकते हैं ताकि प्रतिकूल चयन से जुड़े कुछ समस्याओं से बच सकें और बाजार के प्रतिलाभ को सुधार सकें (स्पेंस, 1973)।

मौद्रिक नीति कितनी प्रभावशाली है वह इससे बहुत ज्यादा जुड़ी है कि वह नीति के संकेत कितने प्रभावशाली रूप में देती है। इसका कारण यह है कि महत्वपूर्ण परिवर्तनी जैसे विनिमय दर और दीर्घावधिक ब्याज दरें भावी मौद्रिक नीति के बारे में अपेक्षाओं को दर्शाती हैं। केंद्रीय बैंक आमतौर पर चार विभिन्न प्रकार के संकेतक सरणियों का उपयोग करते हैं अर्थात : (क) कार्यपालकों के भाषण, (ख) भावी मुद्रास्फीति के बारे में विचार, (ग) नीतिगत लिखतों में परिवर्तन तथा (घ) नीति संबंधी बैठकों के कार्यवृत्त का प्रकाशन। विशेषकर, मुद्रास्फीति के संबंध में पूर्वानुमान की घोषणा या मौद्रिक स्थिति का सूचकांक (एमसीआई) केंद्रीय बैंक की मंशाओं का संकेत देने के लिए उपयोग में लाया जाता है।

भारत में, सुधारोत्तर अवधि में नीति संबंधी संकेतक देने के लिए अप्रत्यक्ष लिखतों का विकास करने के लिए अनेक उपाय किए गए हैं। एक महत्वपूर्ण उपाय था - बैंक दर को प्रारंभ में अन्य सभी दरों से जोड़कर, जिसमें रिजर्व बैंक की पुनर्वित्त की दरें भी शामिल हैं, अप्रैल 1997 में इसे पुनः सक्रिय करना। निश्चित दर की रिवर्स रिपो की शुरुआत ने मुद्रा बाजार में एक अनौपचारिक कोरिडोर (दायरे) निर्मित करने में सहायता की जिसमें रिवर्स रिपो की दर को न्यूनतम दर और बैंक दर को उच्चतम दर रखा गया जिसने रिजर्व बैंक को इस अनौपचारिक दायरे में मांग दर को संतुलित करने में समर्थ बनाया। बाद में, जून 2000 से चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) की शुरुआत करने से बैंक दर में परिवर्तनों के माध्यम से नीति के मध्यावधिक जोर का संकेत देते हुए चलनिधि की स्थितियों को और साथ ही एलएएफ खिड़की के माध्यम से दैनिक आधार पर अल्पावधिक ब्याज दरों को संतुलित करने में मदद मिली।

भारतीय संदर्भ में, ऐसे प्रयास किए गए हैं कि अनुभव के आधार पर यह जांच की जाए कि बीएआर (वेल्यू एट रिस्क) (जोखिम पर मूल्य) ढांचे में मौद्रिक नीति के संकेतकों तथा वित्तीय बाजार के व्यवहार के बीच परस्पर कितना संबंध है (भट्टाचार्य तथा सेनशर्मा, 2005)। सीआरआर, बैंक दर तथा एलएएफ की रिवर्स रिपो दर में परिवर्तन करके मौद्रिक नीति संबंधी संकेतक दर्शाये जाते हैं। मौद्रिक नीति के लिखतों के इन सम्प्रेषकों का प्रभाव वित्तीय बाजार के चार घटकों पर विचार किया जाता है अर्थात मुद्रा बाजार (मांग मुद्रा दर), स्टॉक मार्केट (बीएसई सूचकांक), विदेशी मुद्रा बाजार (3 माह का वायदा प्रीमियम) तथा सरकारी प्रतिभूति बाजार (एक वर्ष की सरकारी प्रतिभूति पर आय)।

उपर्युक्त विभिन्न वित्तीय बाजार घटकों पर प्रत्येक नीति संबंधी संकेतक में एक मानक त्रुटि आघात के प्रभाव का अध्ययन करने के लिए धड़कन प्रतिक्रिया विश्लेषण पद्धति का उपयोग किया जाता है। यह अध्ययन यह बताता है कि सीआरआर में वृद्धि मांग दर को तत्काल बढ़ा देती है, खबर के प्रभाव के कारण और साथ ही कुछ समय में चलनिधि प्रभाव के माध्यम से भी क्योंकि ज्यादा संसाधन जम्ब कर लिये जाते हैं जिससे चलनिधि की स्थितियों में तंगी आ जाती है। यही हालत वायदा प्रीमियम तथा सरकारी प्रतिभूतियों पर आय के मामलों में भी होती है। इसका स्टॉक बाजार में तत्काल खबर फैलने का प्रभाव होता है तथा यह बाजार की भावनाओं को शिथिल कर देती है।

मध्यम अवधि के लिए नीतिगत जोर का संकेत देने वाले प्रक्रिया-तंत्र के रूप में बैंक दर में वृद्धि से ऐसा लगता है कि उसकी मांग का सरकारी प्रतिभूतियों और वायदा प्रीमियम पर खबरों के प्रभाव का तत्काल असर पड़ता है। तथापि, दीर्घावधिक प्रभाव मंद हो जाता है क्योंकि बैंक दर पर पुनर्वित्त फॉर्मूला से प्रेरित है और चलनिधि पर प्रभाव रखने के लिए यह पर्याप्त नहीं है। स्टॉक बाजार में बैंक दर को उच्च करने से उसे प्रतिबंधात्मक मुद्रा नीति के रूप में माना जाता है जो बाजार की भावनाओं को शिथिल कर देती है।

अल्पावधि में नीतिगत जोर की संकेतक प्रक्रिया-तंत्र के रूप में रिवर्स रिपो दर में वृद्धि का मांग सरकारी प्रतिभूतियों और वायदा प्रीमियम पर तत्काल असर होता लगता है, जिसका कारण है इस घोषणा का प्रभाव और यह अल्पावधि के लिए मीयादी संरचना को कठोर बना देती है। बैंक दर की तरह रिपो दर में वृद्धि भी बाजार की भावनाओं को निरुत्साहित करती है।

अधिकांश वित्तीय बाजार घटकों पर मौद्रिक नीति के संकेतकों का तत्काल प्रभाव बाजारों के एकीकरण तथा उन्नयन की ओर संकेत करता है। अतः अप्रत्यक्ष लिखतों पर निर्भरता को बढ़ाना, बेहतर बाजार एकीकरण तथा प्रौद्योगिकीगत उन्नयनों ने प्रथम दृष्ट्या, रिजर्व बैंक तथा वित्तीय बाजारों के बीच सम्प्रेषण सरणियों को सुधारा है तथा मौद्रिक नीति के संचालन को आसान बनाया है।

3.93 इन सभी गतिविधियों के बावजूद, मांग दरों के व्यवहार ने, जो कभी-कभी दायरे की सीमाओं को तोड़ देता है, बाजार की व्यापक

संरचना की समीक्षा करने की मांग की है (बॉक्स III.4) तदनुसार बाजार की व्यापक संरचना पर ध्यान केंद्रित करने की नीतिगत रणनीति

### बॉक्स III.4

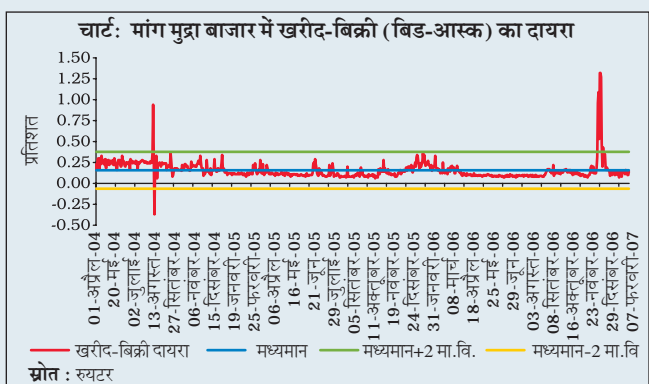
#### बाजार की व्यष्टि संरचना : मुद्रा बाजार चलनिधि के मुद्दे

एक तरल मुद्रा बाजार मौद्रिक नीति के प्रभावी सम्प्रेषण के लिए एक महत्वपूर्ण पूर्व-शर्त है। विशेषकर, एक गहन और तरल मुद्रा बाजार वित्तीय बाजारों में केंद्रीय बैंक की नीति संबंधी हस्तक्षेप की भावनाओं को अधिक प्रभावी रूप में प्रचारित करने की दिशा में एक महत्वपूर्ण पूर्व-शर्त है। इसके अलावा, एक तरल मुद्रा बाजार में मूल्यों का निर्धारण अधिक दक्षतापूर्ण होता है तथा बाजार की प्रत्याशाओं पर मौद्रिक प्राधिकारियों को महत्वपूर्ण सूचना प्रेषित करता है। इस संदर्भ में केंद्रीय बैंक न केवल मौद्रिक प्रबंध के लिए, बल्कि वित्तीय स्थिरता को सुरक्षित रखने की अपनी तलाश में भी मुद्रा बाजार की चलनिधि को संतुलित तथा दुरुस्त करते हैं।

मुद्रा बाजार की तरलता के उपाय तीन आयामों पर आधारित हैं - अर्थात् तंगी, गहनता तथा ऊर्जस्विता। तंगी से तात्पर्य है कि लेनदेन मूल्य औसत बाजार मूल्यों से कितने अधिक ज्यादा (दूर) हैं अर्थात् बाजार का मूल्य चाहे जो हो, उसके ऊपर खर्च की गयी आय लागत। गहनता का अर्थ है - विद्यमान बाजार मूल्यों को प्रभावित किये बिना क्या व्यापार की प्रमात्रा या बाजार निर्माताओं के आदेशों की राशि किसी एक समय में सम्भव है। अंतिम, ऊर्जस्विता से मतलब या तो उस गति से है जो व्यापार के फलस्वरूप मूल्यों में जो घटबढ़ होती हैं, वे गायब हो जाती हैं, या उस गति से है जिसमें आदेशों के प्रवाहों में असंतुलनों को समायोजित किया जाता है। व्यापार की संख्या और मात्रा, व्यापार की बारंबारता, पण्यवर्त अनुपात, मूल्य की अस्थिरता तथा बाजार प्रति भागियों की संख्या जैसे अन्य उपायों को बाजार की चलनिधि के लिए प्रायः आशु सुलभ परोक्षी माना जाता है।

जैसा कि किसी बाजारी लेनदेन में खरीदने और बेचने के लिए दरों को आम तौर पर वित्तीय बाजारों की भाषा में बोली (बिड) तथा ऑफर (बेचना) की दरें कहा जाता है जो खरीद-बिक्री के अंतर में तंगी (कमी) को मापने के लिए अधिकांशतः प्रयुक्त उपाय है। बिड-आस्क वायदा अर्थात् न्यूनतम उद्धृत बोली वह (मूल्य जिसपर बाजार का कोई सहभागी अंतर्बैंक बाजार में उधार लेने का इच्छुक है), तथा उच्चतम (आस्क मांग) उद्धृत भाव (जिसपर एजेंट उधार देने के लिए इच्छुक है) के बीच का अंतर अन्य लेनदेन की लागतों के अभाव में एजेंटों की सेवाओं को मूल्य की एक परिचालनात्मक माप को दर्शाता है। गहनता को किसी खरीद-बिक्री के दायरे के लिए किसी लेनदेन (व्यापार) के अधिकतम आकार द्वारा दर्शाया जाता है। कुल कारोबार अनुपात अर्थात् कुल बकाया मुद्रा बाजार के लेनदेनों के प्रतिशत के रूप में मुद्रा बाजार में कुल कारोबार, यह बाजार की गहनता के लिए एक अतिरिक्त माप भी उपलब्ध कराता है। तथापि, बाजार की गहनता की एक और भी ज्यादा सही माप संविभागीय समायोजनों से उभरने वाली वास्तविक और सम्भावित दोनों प्रकार के अग्रिमों को हिसाब में लेती है। अंतिम, यद्यपि ऊर्जस्विता की कोई सही माप नहीं है, फिर भी एक दृष्टिकोण है - कि लेनदेन पूरा हो जाने के बाद सामान्य बाजार की स्थितियों की बहाली की गति (जैसे बोली (खरीद) और आस्क (बिक्री) का दायरा तथा आदेश की मात्रा), की जांच करना। इसप्रकार, अपेक्षाकृत एक अधिक तत्त्व मुद्रा बाजार, अन्य स्थितियां समान होते हुए, किसी लेनदेन को निष्पादित करने में कम समय लेता है, एक संकीर्ण खरीद-बिक्री के दायरे में परिचालन करता है, किसी निश्चित दायरे के लिए उच्चतर मात्रा का समर्थन करता है और एक उच्च मूल्य के लेनदेन के बाद 'सामान्य' खरीद-बिक्री दायरे की पुनः बहाली के लिए अपेक्षाकृत कम समय की अपेक्षा करता है।

इन मानदण्डों के आधार पर, भारतीय मुद्रा बाजार तर्क-सम्मत रूप से गहन, ऊर्जस्वित और तरल बाजार लगता है (1 अप्रैल 2004 से 28 फरवरी 2007 तक के खरीद-बिक्री दायरे पर पाक्षिक आंकड़े पर आधारित)। इस अवधि के दौरान खरीद-बिक्री दायरे काफी अलग-अलग रहे हैं, जो (-) 0.37 से (+) 1.32 आधार बिन्दुओं के दायरे में औसतन 16 आधारभूत बिन्दुओं के साथ तथा 11 आधार बिन्दुओं के मानक विचलन के साथ (इस घटबढ़ का सह-गुणांक 0.69 है) विचलन का उच्च स्तर होने के बावजूद बोली (खरीद) आस्क (बिक्री) का दायरा अधिकांश समय के दौरान औसत के 2-मानक विचलन के आसपास बना रहा (चार्ट)। औसत से ऊपर दिसंबर 2004 तक पर्याप्त उद्वेगशीलता देखी गयी। 2005 के अधिकांश समय के दौरान यह पर्याप्त नरम रही, परंतु बाद में 2006 को प्रारम्भिक अवधि के दौरान काफी बढ़ गयी। 2006-07 के दौरान जब अगस्त 2006 तक बोली (खरीद) - आस्क (बिक्री) का दायरा औसत के नीचे रहा। सीआरआर में 0.5 प्रतिशत बिंदुओं की वृद्धि तथा बैंकिंग प्रणाली से बाहर हुई अग्रिम कर की राशि के बहिर्प्रवाह के प्रभाव से चलनिधि में आयी तंगी के कारण दायरे में 2 - मानक विचलन के बाहर की वृद्धि दिसंबर 2006 के अंत के दौरान देखी गयी। यह खरीद-बिक्री (बोली - आस्क) का दायरा मार्च 2007 में



काफी तंग हो गया जो अग्रिम कर के बहिर्गम, वर्ष की समाप्ति पर होने वाली चिंताओं तथा निरंतर ऋण की मांग ने चलनिधि की तंगी की स्थिति को दर्शाता है। तथापि, मुंबई में 11 जुलाई 2006 को हुए धमाकों की घटनाओं का मांग मुद्रा बाजार में खरीद-बिक्री के दायरे में कोई खास प्रभाव नहीं हुआ।

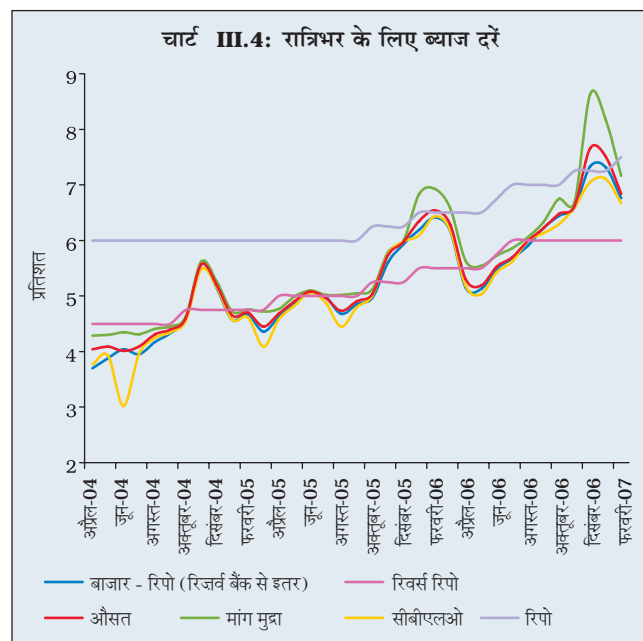
बाजार की व्यष्टि संरचना में अंतर बाजार की चलनिधि को काफी सीमा तक प्रभावित कर सकता है। इस संबंध में, बाजार-संरचना का विकास प्रायः त्वरित संरचनागत, प्रौद्योगिकीगत और विनियामक परिवर्तनों से प्रेरित है, जो वैश्विक वित्तीय बाजारों को प्रभावित कर रही है। भारतीय संदर्भ में, संपार्श्विकीकृत बाजार की ओर क्रमिक रूप से बढ़ना, मांग मुद्रा बाजार से गैर-बैंक सहभागियों को चरणबद्ध रूप में बाहर निकालना, सांविधिक प्रारक्षित अपेक्षाओं में कमी, सीबीएलओ जैसी नई लिखतों की शुरुआत, आरटीजीएस को लागू करना तथा एनएसडी कॉल के माध्यम से लेनदेन को सुविधाजनक बनाना, कुछ ऐसे कारक हैं, जिन्होंने अपेक्षाकृत एक ऊर्जस्वित तथा तरल मुद्रा बाजार का विकास करने में योगदान किया है।



के एक भाग के रूप में मौद्रिक सम्प्रेषण की दर सरणी की प्रभावशीलता को बढ़ाने के लिए अन्य बाजार घटकों के साथ-साथ मुद्रा बाजार को और गहन बनाने के लिए रिजर्व बैंक ने अनेक पहलें की हैं। गैर-बैंक सहभागियों को मांग मुद्रा बाजार से क्रमिक रूप से बाहर निकालने के लिए रिजर्व बैंक ने अनेक उपाय किए हैं। बाजार रिपो (रिजर्व बैंक की एलएएफ के बाहर रिपो) तथा भारतीय समाशोधन निगम लि. (सीसीआईएल, के माध्यम से 2003 में शुरू की गयी सम्पार्श्विकीकृत उधार लेने और देने की बाध्यताओं (सीबीएलओ) ने गैर-बैंक सहभागियों को असंपार्श्विकीकृत मांग मुद्रा घटक से संपार्श्विकीकृत घटकों की ओर सुचारु रूप से भेजने में समर्थ बनाया। संपार्श्विकीकृत बाजार अब मुद्रा बाजार का प्रधान घटक है, जिसका भाग 2006-07 में कुल मात्रा का लगभग 70 प्रतिशत था। इसने भी बैंकों को अपनी अधिशेष निधियों को एक दिन से ज्यादा के लिए निवेश करने का वैकल्पिक अवसर उपलब्ध कराया। इसके अलावा, मानकीकृत लेखांकन की परम्पराओं (संव्यवहारों), संपार्श्विकीकृत बाजारों में पात्रता मानदण्डों को व्यापक आधार प्रदान करने, सीबीएलओ को सीआरआर की अपेक्षाओं से मुक्त रखने तथा सीबीएलओ बाजार में सम-तुल्य आदेशों की प्रणालियों द्वारा उपलब्ध करायी गयी बेनामी ने इसे और भी सुविधाजनक बना दिया। इसके अलावा, सीपी की न्यूनतम अवधि (अक्टूबर 2004 में) तथा सीडी की न्यूनतम अवधि को (अप्रैल 2005 में) 15 दिन से कम करके 7 दिन कर दिया गया। इन गतिविधियों ने मांग मुद्रा बाजार को अगस्त 2005 में एक पूर्णतः अंतर्बैंक बाजार के रूप में सुचारु तरीके से रूपांतरित करने में सहायता की।

3.94 बाजार सहभागियों द्वारा अल्पावधिक निधियों को नियोजित करने के लिए वैकल्पिक अवसरों की उपलब्धता (जैसे बाजार रिपो और सीबीएलओ) ने भी अन्य मुद्रा बाजार की दरों को एलएएफ के अंतर्गत रिवर्स रिपो और रिपो दरों के अनौपचारिक ब्याज दर दायरे के समान बनाने में समर्थ बनाया। तदनुसार, यद्यपि मांग दर ने कभी-कभी इस दायरे को तोड़ा है, भारांकित औसत रात्रिभर की दरें मोटे तौर पर एलएएफ की दरों द्वारा निर्धारित अनौपचारिक दायरे के अंदर ही रहीं (चार्ट III.4)।

3.95 सारांश रूप में, बाजार आधारित लिखतों को व्यापक बनाने तथा विभिन्न लिखतों की मीयाद को छोटा करने की दृष्टि से, रिजर्व बैंक द्वारा उठायी गयी विभिन्न पहलों ने न केवल बाजार के एकीकरण को बढ़ाने में, बल्कि बेहतर चलनिधि प्रबंधन, तथा रिजर्व बैंक द्वारा नीति संबंधी संकेतकों को सम्प्रेषित करने में भी सहायता की। मुद्रा बाजार के तकनीकी समूह (2005) की सिफारिशों के अनुसरण में मुद्रा बाजार में रिजर्व बैंक का मुख्य ध्यान संपार्श्विकीकृत बाजार की वृद्धि को प्रोत्साहित करने, रुपया वक्र आय को विकसित करने तथा बाजार सहभागियों द्वारा बेहतर जोखिम प्रबंधन के अवसर प्रदान करने पर केंद्रित रहा है।



#### V. मुद्रा बाजार की गतिविधियां - 1980 के दशक का मध्य और उसके बाद

3.96 जैसी कि पहले चर्चा की गयी है, वागुल कार्यदल (1987) ने मुद्रा बाजार को व्यापक और गहन बनाने के लिए अनेक उपायों की सिफारिश की। अन्य बातों के साथ-साथ कुछ मुख्य सिफारिशें थीं - (i) उधारकर्ताओं और ऋणदाताओं की बदलती आवश्यकताओं के अनुरूप विद्यमान लिखतों को सक्रिय करना तथा नयी लिखतों को शुरू करना, (ii) मुद्रा बाजार लिखतों पर ब्याज दरों को मुक्त करना, तथा (iii) जब भी जरूरत हो, प्रणाली को पर्याप्त चलनिधि सुलभ कराने के लिए नये संस्थानों की स्थापना करके एक सक्रिय द्वितीय बाजार निर्मित करना। वित्तीय प्रणाली संबंधी समिति; 1991 (अध्यक्ष : श्री एम. नरसिंहम) ने मुद्रा बाजार के विकास के लिए चरणबद्ध रूप में सी आर आर को तर्क-सम्मत बनाने की पुनः सिफारिश की। बैंकिंग क्षेत्र में सुधार संबंधी समिति, 1998 (अध्यक्ष : श्री एम. नरसिंहम) ने जब चलनिधि, मीयाद और जोखिम अन्तरों को दर्शाने वाली एक उचित ब्याज दर संरचना के उभरने को सुविधाजनक बनाने के लिए उपायों की घोषणा की तो मुद्रा बाजार में दूसरी पीढ़ी के सुधार शुरू हुए।

3.97 इन दो समितियों की सिफारिशों के अनुसरण में मुद्रा बाजार का विकास करने के लिए रिजर्व बैंक द्वारा व्यापक उपाय शुरू किये गये। इनमें शामिल हैं (i) मुद्रा बाजार में ब्याज दरों की उच्चतम सीमा को समाप्त करना, (ii) खजाना बिलों में नीलामी प्रक्रिया की शुरुआत; (iii) तदर्थ खजाना बिलों की समाप्ति; (iv) नकदी ऋण प्रणाली की ओर से ऋण आधारित प्रणाली की ओर क्रमिक रूप से बढ़ना; (v) अनेक मुद्रा बाजार की लिखतों के मामले में निर्गम सम्बंधी प्रतिबंधों तथा अभिदान संबंधी मानदण्डों में ढील देना; (vi) नयी वित्तीय लिखतों

**सारणी 3.3: मुद्रा बाजार के घटकों में गतिविधि**

(करोड़ रुपये)

वर्ष	औसत दैनिक कारोबार #				बकाया राशि	
	मांग मुद्रा बाजार	बाजार रिपो (एलएएफ से बाहर)	संपार्श्वकीकृत उधार लेने और देने की बाध्यताएं (सीबीएलओ)	मीयादी मुद्रा बाजार	वाणिज्यिक पत्र	जमा प्रमाणपत्र
1	2	3	4	5	6	7
1997-98	22,709	-	-	-	2,806	9,349
1998-99	26,500	-	-	-	4,514	6,876
1999-00	23,161	6,895	-	-	7,014	1,908
2000-01	32,157	10,500	-	-	6,751	1,199
2001-02	35,144	30,161	-	195	7,927	949
2002-03	29,421	46,960	30	341	8,268	1,224
2003-04	17,191	10,435	515	519	7,835	3,212
2004-05	14,170	17,135	6,697	526	11,723	6,052
2005-06	17,979	21,183	20,039	833	17,285	27,298
2006-07	21,725	33,676	32,390	1,012	21,314	64,814

# : उधार लेने और देने दोनों के आंकड़ों को निकालने के लिए सभी मांग मुद्रा तथा सीबीएलओ के मामलों में एक लेनदेन की प्रमात्रा का कुल कारोबार इसका दुगुना है और (एलएएफ से बाहर) बाजार रिपो के मामले में किसी रिपो के दो चरणों में उधार लेने और देने की मात्रा के आंकड़े निकालने के लिए चार गुने हैं।

की शुरुआत; (vii) मुद्रा बाजार में सहभागिता को व्यापक करना तथा (viii) द्वितीयक बाजार का विकास। इन सभी नीतिगत उपायों ने वर्षों से मुद्रा बाजार के विकास में उल्लेखनीय रूप से सहायता की है जैसा कि बाजार के विभिन्न घटकों में कुल कारोबार तथा प्रमात्रा से झलकता है (सारणी 3.3)।

*मांग / नोटिस मुद्रा बाजार*

**3.98** 1980 के दशक के मध्य से पूर्व, जैसी कि पहले चर्चा की गयी है, अपनी निधीयन सम्बंधी आवश्यकताओं की पूर्ति के लिए बाजार के सहभागी मांग मुद्रा बाजार पर भारी मात्रा में निर्भर रहे। तथापि, बाजार में विद्यमान उद्वेगशीलता ने दक्षतापूर्वक मूल्य की खोज को हानि पहुँचायी, जिसके द्वारा मौद्रिक नीति के संचालन को बाधा पहुँची। इस पृष्ठभूमि में, चक्रवर्ती समिति (1985) ने मांग मुद्रा बाजार पर निर्भरता को कम करने तथा बाजार के आधार को व्यापक करने के लिए और अधिक संस्थाओं को सहभागिता की अनुमति देने के साथ-साथ मांग दर पर उच्चतम सीमा को समाप्त करने के लिए बट्टा दर को बाजार-सम्मत बनाते हुए खजाना बिल बाजार को सक्रिय करने की सिफारिश की थी। वागुल समिति ने असमायोजित समग्र ब्याज दर संरचना की जारी विद्यमानता को देखते हुए मांग मुद्रा बाजार में ब्याज दरों की उच्चतम सीमा को समाप्त करने की सिफारिश की। तथापि, इसका विचार था कि मांग मुद्रा बाजार को कठोरतापूर्वक अन्तर्बैंक बाजार के रूप में ही

बने रहना चाहिए (जिसमें एलआईसी और पूर्ववर्ती यूटीआई बैंक को केवल उधारदाता के रूप में रहना चाहिए) तथा अल्पावधिक मुद्रा बाजार लिखतों को तरलता प्रदान करने के लिए भारतीय वित्त गृह स्थापित करने की सिफारिश की।

**3.99** ये सुधार मुद्रा बाजार की लिखतों को तरलता प्रदान करने के लिए मुद्रा बाजार की संस्था के रूप में एक संस्था अर्थात् भारतीय मितिकाटा और वित्त गृह लि. (डीएफएचआई) की 1988 में स्थापना के साथ शुरू हुए। अक्टूबर 1988 से डीएफएचआई के सम्बंध में तथा मई 1989 में मांग मुद्रा बाजार के संबंध में उच्चतम दर की समाप्ति के साथ मांग मुद्रा बाजार में ब्याज दर को अविनियमित किया गया। यद्यपि वागुल समिति ने यह सिफारिश की थी कि मांग / नोटिस मुद्रा को केवल बैंकों तक सीमित रखा जाए, फिर भी, रिजर्व बैंक ने मांग/नोटिस मुद्रा बाजार को व्यापक बनाने का पक्ष लिया। गैर-बैंक संस्थाओं द्वारा अल्पावधिक अधिशेषों को नियोजित करने के लिए पर्याप्त अवसर न होने के कारण, गैर-बैंक सहभागियों की बड़ी संख्या जैसे वित्तीय संस्थाओं, पारस्परिक निधियों, बीमा कम्पनियों और निगमों को मांग/नोटिस मुद्रा बाजार में उधार देने की अनुमति दी गयी, हालांकि उनके परिचालनों को मार्च 1995<sup>10</sup> से प्राथमिक व्यापारियों के माध्यम से चलाने की अनुमति थी। इस संदर्भ में, प्राथमिक व्यापारियों और बैंकों को बाजार में उधार देने और उधार लेने दोनों की अनुमति दी गयी। रिजर्व बैंक ने मांग मुद्रा बाजार को स्थिरता प्रदान करने के लिए

<sup>10</sup> दूरस्थ (अनुषंगी) व्यापारियों को भी मई 2002 में चरणबद्ध रूप से बाहर निकाले जाने तक मांग / नोटिस बाजार में परिचालन करने की अनुमति दी गयी थी।

अप्रैल 1997 से अन्तर्बैंक देयताओं को (सांविधिक न्यूनतम अपेक्षाओं के अलावा) सीआरआर/एसएलआर रखने से मुक्त कर दिया।

3.100 तथापि नरसिंहम समिति (1998) ने यह नोट किया कि मुद्रा बाजार लगातार असंतुलित, छिछला (विरल) तथा अत्यधिक उद्वेगशील बना हुआ है। जहाँ गैर-बैंक सहभागिता सुभीता का स्रोत रहा, फिर भी यह एक स्थिर (अवरुद्ध) बाजार के विकास में गहनता तथा तरलता नहीं ला सका। बैंकों से भिन्न गैर-बैंक सहभागियों पर प्रारक्षित अपेक्षाएं लागू नहीं थीं तथा मांग/नोटिस मुद्रा बाजार में पहले से प्रभुत्व जमाए उधारदाता और पुराने उधारकर्ता भरे हुए थे जो बाजार में भारी कुण्डली मारे बैठे थे। मांग/नोटिस मुद्रा घटक में बैंकों पर अत्यधिक निर्भरता बनी हुई थी। अतः यह मुद्रा बाजार के अन्य घटकों के विकास के लिए बाधा खड़ी कर रही थी। रिजर्व बैंक की भी बाजार में कोई प्रभावी उपस्थिति नहीं थी और वह पहले से ही निर्धारित पुनर्वित्त की पटरी पर से परिचालन कर रहा था। चूंकि मुद्रा बाजार के अन्य घटकों में ब्याज दरें अन्तर्बैंक मांग मुद्रा दरों के अनुरूप चल रही थीं, अतः मांग घटक में उद्वेगशीलता ने उचित जोखिम प्रबन्धन तथा लिखतों के मूल्य निर्धारण को अवरुद्ध बना दिया। इस प्रकार ब्याज दरों को मुक्त करने के परिणाम एक सुपरिभाषित आय-वक्र के रूप में नहीं आये (बॉक्स III.5)। इसके अलावा, मुद्रा बाजार में बैंकों की भूमिका को उनके अपने तुलन-पत्रों के स्वास्थ्य, समेकित कोषागार प्रबंधन तथा सुदृढ़ आस्ति-देयता प्रबन्धन के अभाव ने और भी हानि पहुँचायी।

3.101 नरसिंहम समिति (1998) ने मुद्रा बाजार के और आगे विकास के लिए अनेक सिफारिशों की थीं। पहली, इसने इस बात की जरूरत पर बल दिया कि मांग/नोटिस मुद्रा बाजार को पूर्णतः अन्तर्बैंक बाजार बनाया जाए जिसमें प्राथमिक व्यापारी ही एक मात्र अपवाद हों, क्योंकि वे मांग मुद्रा बाजार का संतुलन बनाये रखने का मुख्य कार्य करते हैं और अन्तर्बैंक लेनदेनों के प्रयोजन के लिए उन्हें औपचारिक रूप से बैंक माना जाता है। दूसरे, इसने ऐसी विवेकसम्मत सीमाओं की सिफारिश की जिनसे आगे बैंकों को मांग मुद्रा बाजार पर निर्भर रहने की अनुमति नहीं दी जानी चाहिए। मांग मुद्रा बाजार तक पहुँच नियमित वित्तपोषण संबंधी जरूरतों को पूरा करने के बजाए अप्रत्याशित रूप से हुई निधियों की विसंगतियों से निपटने के लिए ही होनी चाहिए। तीसरे, मुद्रा बाजार में रिजर्व बैंक के परिचालन एलएएफ रिपो नीलामियों के माध्यम से बाजार-आधारित होने की जरूरत है, जो बाजार के लिए कोरिडोर (दायरे) का निर्धारण करेंगे। चौथे, गैर-बैंक सहभागियों की बिलों की पुनर्भुनाई, सीपी, सीडी, खजाना बिलों तथा मुद्रा बाजार पारस्परिक निधियों तक मुक्त रूप से पहुँच होनी चाहिए।

3.102 रिजर्व बैंक के आन्तरिक कार्य दल (1997) तथा नरसिंहम समिति (1998) की सिफारिशों का अनुसरण करते हुए मांग मुद्रा बाजार को सुधारने के लिए उपाय किये गये और इसके लिए इसे चरण-बद्ध रूप में एक पूर्णतः अन्तर्बैंक बाजार के रूप में रूपान्तरित कर दिया गया। उन

निगमों (संस्थाओं) को, जिन्हें अपनी लेनदेन प्राथमिक व्यापारियों के माध्यम से करने की अनुमति दी गयी थी, जून 2001 के अन्त तक चरणबद्ध रूप में इससे बाहर कर दिया गया। गैर-बैंकिंग को निकालने का कार्य चार चरणों में किया गया, जिसे मई 2001 से शुरू किया गया, जिसके द्वारा गैर-बैंकों द्वारा उधार देने पर सीमाओं को वार्तातय लेनदेन प्रणाली (एनडीएस) तथा सीसीआईएल के परिचालन में आने के साथ-साथ क्रमिक रूप से घटाया गया और अगस्त 2005 में उन्हें पूर्णतः बाहर कर दिया गया। मांग मुद्रा बाजार से उनके चरण-बद्ध रूप में बाहर कर दिये जाने के बाद उनकी निधियों के नियोजन के लिए अक्सर निर्मित करने की दृष्टि से कई नये लिखत निर्मित किये गये जैसे बाजार रिपो तथा सीबीएलओ। अन्य विद्यमान लिखतों जैसे सीपी और सीडी की परिपक्वताओं को भी क्रमिक रूप से छोटा किया गया ताकि उनकी मीयाद संरचना को रुपया आय वक्र को उभारने में सुविधाजनक बनाया जा सके। रिजर्व बैंक खुले बाजार के परिचालनों (एलएएफ सहित), एमएसएस तथा पुनर्वित्त परिचालनों के माध्यम से चलनिधि की स्थितियों को संतुलित करता रहा है। इन परिचालनों ने न्यूनतम औसत दैनिक प्रारक्षित निधि रखने की अपेक्षाओं के साथ मिलकर मांग मुद्रा बाजार को स्थिरता प्रदान की है।

3.103 तथापि इन सुधारों के बावजूद मांग मुद्रा बाजार में बैंकों का व्यवहार एक समान नहीं रहा। अभी भी कुछ ऐसे बैंक हैं जो लम्बे समय से उधारकर्ता हैं और सार्वजनिक क्षेत्र के बैंक जो उधारदाता हैं। कुछ बैंकों की मांग मुद्रा बाजार पर अत्यधिक निर्भरता के बावजूद, अल्पावधिक मुद्रा बाजारों में अभी भी उच्च स्तर की स्थिरता बनी हुई है। रिजर्व बैंक ने विवेक-सम्मत उपायों की एक शृंखला शुरू की है तथा चूक के जोखिमों को न्यूनतम करने और बाजार के विभिन्न घटकों का संतुलित विकास करने की दृष्टि से बैंकों और प्राथमिक व्यापारियों के मांग/नोटिस बाजार में उधार लेने और उधार देने पर सीमाएं लगा दीं। पारदर्शिता में सुधार लाने तथा मुद्रा बाजार में दक्षता को सुदृढ़ करने की दृष्टि से सभी एनडीएस सदस्यों के लिए यह अनिवार्य बना दिया गया कि वे लेनदेन पूरी होने के बाद 15 मिनटों के अंदर एनडीएस के माध्यम से अपनी सभी मांग/नोटिस मुद्रा बाजार के लेनदेनों की रिपोर्ट करें। रिजर्व बैंक तथा बाजार सहभागियों को तेज फ्रीक्वेंसी पर तथा कुछ अधिक वर्गीकृत रूप में इस सूचना तक पहुँच होगी जिसने पारदर्शिता तथा मूल्यों की खोज संबंधी प्रक्रिया में सुधार किया है। इसके अलावा मांग/नोटिस तथा मीयादी मुद्रा बाजारों (एनडीएस कॉल) में सभी लेनदेनों के लिए एक स्क्रीन आधारित वार्तातय, उद्धृत-भावों से संचालित प्रणाली, जो सीसीआईएल द्वारा विकसित की गयी थी, 18 सितम्बर 2006 को प्रयोग में लाना शुरू कर दी गयी ताकि इन घटकों में पारदर्शिता तथा बेहतर मूल्यों की खोज को बढ़ाया जा सके। हालांकि इन प्लेटफार्मों पर लेनदेन वैकल्पिक है, फिर भी 85 बैंकों तथा 7 प्राथमिक व्यापारियों ने एनडीएस-कॉल की सदस्यता ग्रहण कर ली है।

### बाक्स III.5

#### अल्पावधिक आय-वक्र का विकास-कुछ मुद्दे

एक व्यापक, गहन और तरल मुद्रा बाजार की विद्यमानता एक सुचारु आय वक्र के विकास के लिए महत्वपूर्ण है जो मौद्रिक नीति के संचालन को सुविधाजनक बनाता है। जैसा कि यह मुद्रा बाजार चलनिधि की लागत का निर्धारण करता है, तथा आयवक्र की अल्पावधि को आधार प्रदान करता है, गहन और तरल मुद्रा बाजार का विकास आयवक्र के लिए आवश्यक है, जो विश्वसनीय रूप से मौद्रिक नीति के संकेतकों को सम्प्रेषित करेगा। इस सम्बंध में, रिजर्व बैंक ने एक गहन तरलतायुक्त अल्पावधिक आयवक्र का विकास करने के लिए 1990 के दशक के मध्य से ही अनेक उपाय शुरू किये हैं। ये हैं : (i) अन्तर्बैंक देयताओं को सीआरआर रखने से मुक्त करना; (ii) एलएएफ का परिचालन करना जिसके द्वारा चलनिधि की स्थितियों को संतुलित करने तथा एलएएफ के दायरे में मांग दरों को स्थिर करने के लिए नीतिगत लिखतों के रूप में रिवर्स रिपो और रिपो का प्रयोग किया जाता है। (iii) गैर-बैंक उधारदाताओं को चरणबद्ध रूप में बाहर निकाल कर मांग मुद्रा बाजार को एक पूर्णतः अन्त-बैंक बाजार के रूप में रूपान्तरित करना; (iv) गैर-बैंकों के लिए पर्याप्त पहुँच के साथ बाजार के अन्य घटकों का विकास; (v) अपेक्षाकृत एक ऊर्जस्वित गैर-आरबीआई रिपो बाजार का विकास करना; तथा (vi) रात्रिभर के लिए उधार लेने/देने की सुविधा वाले एक अन्य लिखत के रूप में सीबीएलओ बाजार का विकास करना।

इन पहलों के होते हुए भी एक अल्पावधिक आयवक्र, जो नीतिगत प्रयोजनों के लिए तत्काल उपलब्ध हो, अभी भी उभरना बाकी है। इस सम्बंध में, अल्पावधिक आयवक्र के उभरने में एक सबसे बड़ी बाधा एक ऊर्जस्वित और तरल मीयादी मुद्रा बाजार का विद्यमान न होना है, जिसका मुख्य कारण है - बाजार सहभागियों की दीर्घावधिक ब्याज दर अपेक्षाओं को बनाने में असमर्थता, बाजार चलनिधि का सीमित वितरण, बैंकों की मीयादी जमाराशियों की न्यूनतम मीयाद में कमी करना, तथा बैंकों की ओर से अपनी अधिशेष निधियों को मीयादी मुद्रा बाजार के बजाए एलएएफ नीलामियों में नियोजित करना।

इसके परिणामस्वरूप आय वक्र हाल के वर्षों में सपाट होता जा रहा है। यहाँ तक कि यह एक बहुत अल्प अवधि के लिए अन्तर्मुखी रहा। उदाहरण के लिए निष्प्रभावीकरण परिचालनों के माध्यम से चलनिधि को सोखने की क्रियाविधि ने मांग दरों और 91 दिवसीय खजाना बिलों पर कट-आफ आय को 364 दिवसीय खजाना बिलों की आय से भी अधिक बना दिया जिससे अक्टूबर 2003 में कुछ दिनों के लिए आय वक्र के घटक में कुछ प्रतिलोमी क्रम आ गया।

तथापि, आयवक्र के लम्बे समय तक सपाट बने रहने की स्थिति संरचनागत कारकों द्वारा प्रभावित होती रही है जैसे नियंत्रित ब्याज दर व्यवस्था को छोड़ने के कारण आयवक्र में काफी नरमी का आना, अनुकूल मुद्रास्फीतिगत

प्रत्याशाएं तथा पूंजी प्रवाहों के बीच अत्यधिक चलनिधि। आय में कमी को भी सरकार द्वारा नियंत्रित अल्पबचत ब्याज दरों को तर्क-सम्मत बनाकर समर्थन दिया गया है। रिवर्स रिपो/रिपो दरों की दृढ़ता ने भी सपाट होते आयवक्र में योगदान किया होगा। बढ़ी हुई अवधि के लिए रिवर्स रिपो/रिपो दर अपरिवर्तित स्तर पर बनाये रखने ने भी ब्याज दरों की मीयादी संरचना को विकृत किया होगा। इसे इस तथ्य से समझा जा सकता है कि जब 10 वर्षीय श्रेष्ठ प्रतिभूति आय में मई 2002 से अप्रैल 2004 की अवधि के दौरान 257 मूल बिन्दुओं की गिरावट आयी, तब रिवर्स रिपो की दरों में मात्र 150 मूल बिन्दुओं की गिरावट आयी, जबकि उसी अवधि में मांग मुद्रा की दरों में 180 आधार बिन्दुओं की गिरावट आयी। इन संरचनागत कारकों ने आयवक्र को सपाट बनाने में योगदान किया लगता है। इन विकृतियों के कारण भारतीय आयवक्र मुद्रास्फीति और वृद्धि की सम्भावनाओं पर बाजार की प्रत्याशाओं को पूर्णतः नहीं दर्शाता।

हाल के वर्षों में रिजर्व बैंक द्वारा किये गये मुद्रा बाजार के सुधारों का एक महत्वपूर्ण उद्देश्य लेनदेनों की लागत को कम करने तथा मूल्य की खोज में सुधार लाने के लिए लेनदेनों में पारदर्शिता लाने का रहा है। भारतीय समाशोधन निगम लि. (सीसीआईएल) ने सभी लेनदेनों के निपटान की गारंटी देकर, वित्तीय लेनदेनों में अवरोधों को रोकना सुनिश्चित कर दिया है। इसके अलावा जनवरी 2003 में सीसीआईएल द्वारा सीबीएलओ की शुरुआत करने तथा आदेश के समतुल्य (ओएम) बेनामी ट्रेडिंग स्क्रीन को चालू करने ने लेनदेन (व्यापार) को पारदर्शी और तत्काल समय पर आधारित बना दिया है जिसने मुद्रा बाजार को अधिक दक्ष बना दिया है। मुद्रा बाजार में पारदर्शिता को और बढ़ाने के लिए एनडीएस-कॉल के माध्यम से स्क्रीन आधारित ट्रेडिंग को सितम्बर 2006 में चालू किया गया। तत्काल समय सकल निपटान (आरटीजीएस) प्रणाली को पूर्णतः परिचालन में ला देने पर सर्वांगी स्थिरता में योगदान करके इस प्रक्रिया को और बल मिलेगा।

पर्याप्त प्रगति होने के बावजूद एक उचित अल्पकालिक आयवक्र, जो मौद्रिक नीतिगत संकेतकों को सम्प्रेषित करने को सुविधाजनक बनाता है तथा अन्य अल्पावधिक ऋण लिखतों को मूल्य निर्धारण के लिए आधार (बेंच मार्क) उपलब्ध कराता है, अभी पूर्णतः उभरना बाकी है। इस सम्बंध में रिजर्व बैंक तथा बाजार सहभागियों के बीच बारम्बार बैठकों, भाषणों, साक्षात्कारों, प्रेस प्रकाशनी, तथा प्रकाशनों के जरिये लगातार परस्पर संवाद से यह अधिकाधिक आशा की जाती है कि यह मौद्रिक नीति के आश्चर्यदायक तत्व को कम करेगा और बाजार अपेक्षाओं की सूचना को प्रक्रिया में लाने को सुविधाजनक बनायेगा जो कि उत्तरोत्तर रूप से आयवक्र में लायी जा सकेगी।

3.104 वर्षों से चलाये जा रहे सुधार के विभिन्न उपायों ने मांग मुद्रा बाजार को स्थिरता प्रदान की है। इसने व्यवस्थित स्थितियाँ देखी हैं (उद्वेगशीलता की कुछ घटनाओं को छोड़कर) तथा रिजर्व बैंक को अपनी मौद्रिक नीति के संचालन के लिए आवश्यक प्लेटफार्म प्रदान किया है। ऐतिहासिक रूप से, मांग दरों का व्यवहार मार्केट में चलनिधि

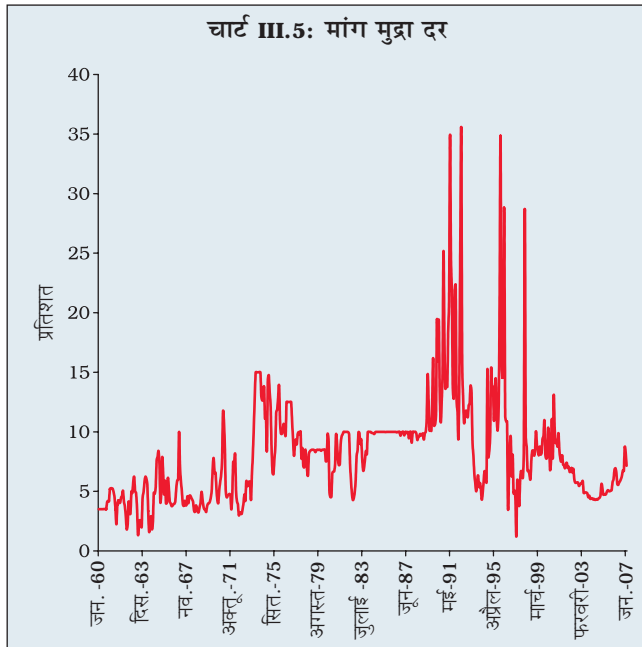
की स्थितियों द्वारा प्रभावित किया गया है। मांग दरें मई 1992 में लगभग 35 प्रतिशत की उच्चतम सीमा तक पहुँच गयी थीं जो सांविधिक पूर्ण-क्रयों के उच्च स्तरों तथा निर्यात ऋण पुनर्वित्त को छोड़कर, सभी पुनर्वित्त सुविधाओं को वापस लेने के कारण चलनिधि की तंग स्थिति को दर्शाती हैं। कुछ नरमी आने के बाद, मांग दरें पुनः दबाव में आ



गयीं और नवम्बर 1995 में उन्होंने 35 प्रतिशत के स्तर को छू लिया जो अंशतः विदेशी मुद्रा बाजार में आयी उथल-पुथल को दर्शाती है। रिजर्व बैंक ने रिपो के माध्यम से चलनिधि की आपूर्ति की और बाजार को स्थिर करने के लिए सीआरआर को घटाते हुए पुनर्वित्त सुविधाओं को बढ़ाया। एकल अंकीय स्तर तक नरम होने के पश्चात यह दर पुनः कठोर हो गयी और जनवरी 1998 में इसने 29 प्रतिशत के स्तर को छू लिया। जो विदेशी मुद्रा बाजार के दबाव को सहज करने के लिए रिजर्व बैंक द्वारा चलनिधि को बढ़ाने को दर्शाती है। उद्वेगशीलता की इन घटनाओं को छोड़कर, मांग दरें आम तौर पर 1990 के दशक में स्थिर बनी रहीं। जून 2000 में एलएएफ को अपनाये जाने के बाद मांग दर काफी नरम होकर सितम्बर 2004 में 4.5 प्रतिशत जितने निम्न स्तर पर आ गयी जो बढ़े हुए पूंजी प्रवाहों के बाद प्रणाली में चलनिधि की सुधरी हुई स्थिति को दर्शाती है। तथापि दिसम्बर 2005 में यह फिर कुछ दबाव में आ गयी जिसका कारण था - आइएमडी की चुकौतियां और अंशतः मौद्रिक स्थिति को तंग करने के कारण फरवरी 2007 में लगभग 7 प्रतिशत तक पहुँच गयी (चार्ट III.5) <sup>11</sup>। एलएएफ को शुरू करने तथा इसके परिणामस्वरूप रिजर्व बैंक द्वारा चलनिधि के प्रबन्धन में आये सुधार के कारण मांग दरों में उद्वेगशीलता पूर्ववर्ती अवधियों की तुलना में काफी गिर गयी है। मध्यमान दर लगभग आधी रह गयी है, जो अप्रैल 1993-मार्च 1996 के दौरान रही 11 प्रतिशत से गिरकर अप्रैल 2000 - मार्च 2007 के दौरान लगभग 6 प्रतिशत रह गयी।

मांग दरों के सह-गुणांक द्वारा मापे गये अनुसार भी उद्वेगशीलता इसी अवधि के दौरान 0.6 से आधा गिरकर 0.3 रह गयी। इस प्रकार, जहाँ सी आर आर और एसएलआर जैसी सांविधिक पूर्वक्रय तथा प्रारक्षित निधियां बनाये रखना इस अवधि के मुख्य कारक थे जिन्होंने सुधार-पूर्व अवधि में मांग दरों को प्रभावित किया; वहीं अन्य बाजार घटकों मुख्यतः विदेशी मुद्रा बाजार तथा रिजर्व बैंक के चलनिधि प्रबन्ध परिचालनों के साथ-साथ सरकारी प्रतिभूति बाजार में हुई गतिविधियां सुधारोत्तर अवधि में मांग दरों के मुख्य प्रेरक रही हैं। यह बढ़े हुए बाजार के एकीकरण तथा रिजर्व बैंक द्वारा बेहतर चलनिधि प्रबन्धन को दर्शाता है।

3.105 मांग मुद्रा बाजार का एक पूर्णतः अन्तर्बैंक बाजार में रूपान्तरण होने के साथ, मांग / नोटिस मुद्रा बाजार में कुल कारोबार काफी गिर गया है। यह गतिविधि अन्य रात्रिभर के लिए सम्पार्श्विकीकृत बाजार घटकों जैसे बाजार रिपो तथा सीबीएलओ की ओर चली गयी है। मांग मुद्रा बाजार में दैनिक औसत कुल कारोबार जो 2001-02 में 35,144 करोड़ रु. का था 2004-05 में गिरकर 14,170 करोड़ रु. का रह गया, परन्तु यह पुनः बढ़कर 2006-07 में 21,725 करोड़ रु. का हो गया। मांग मुद्रा बाजार में कुल कारोबार में हाल ही में आयी यह वृद्धि खाद्येतर ऋण में हुई निरन्तर वृद्धि की पृष्ठभूमि में हाल के वर्षों में बैंक ऋण और बैंक जमाराशियों में वृद्धि के बीच आये असंतुलन के पश्चात बाजार गतिविधि की बढ़ी हुई आम प्रवृत्ति को दर्शाती है।



#### मीयादी मुद्रा बाजार

3.106 मीयादी मुद्रा बाजार असम्पार्श्विकीकृत मुद्रा बाजार का एक दूसरा घटक है। इस घटक में मीयाद की अवधि 15 दिनों से लेकर एक साल तक है। मीयादी मुद्रा बाजार भारत में कुछ निष्क्रिय रहा है। यह 1980 के दशक के बाद के वर्षों तक पूर्णतः विनियमित बाजार रहा है जिसमें विभिन्न मीयादों के दायरों में उच्चतम ब्याज दरें (10.5-11.5 प्रतिशत) रही हैं। ऐतिहासिक रूप से अन्तर्बैंक देयताओं पर सांविधिक पूर्व-क्रयों, विनियमित ब्याज दर संरचना, वित्तपोषण की नकदी ऋण प्रणाली, मांग मुद्रा दरों में उच्च स्तर की उद्वेगशीलता, क्षेत्र विशेष के लिए पुनर्वित्त की उपलब्धता, अपर्याप्त आस्ति-देयता प्रबन्ध (एलएएम) का बैंकों में अनुशासन तथा अलग-अलग मीयादों के लिए मुद्रा बाजार की लिखतों की कमी को मुख्य कारकों के रूप में बताया गया जिन्होंने मीयादी मुद्रा बाजार के विकास में बाधा पहुंचायी।

3.107 मीयादी मुद्रा बाजार को सक्रिय करने की दृष्टि से, रिजर्व बैंक द्वारा कई नीति सम्बंधी उपाय किये गये। वागुल कार्य दल की सिफारिशों

<sup>11</sup> मांग मुद्रा दर मार्च 2007 के उत्तरार्ध में बढ़ गयी (लगभग 20 प्रतिशत तक) जो अग्रिम कर के भुगतान के फलस्वरूप प्रणाली से चलनिधि के बहिर्गम, वर्ष के अंत में होने वाले कारणों, ऋण के लिए निरन्तर मांग तथा सभी बैंकों के बीच सरकारी प्रतिभूतियों की धारिताओं के असमान वितरण के कारण चलनिधि की तेज स्थिति को दर्शाती है।

के अनुसरण में इस बाजार में नियंत्रित ब्याज दरों की प्रणाली को 1989 में समाप्त कर दिया गया। इस घटक को प्रोन्नत करने के लिए 1993 में कुछ चुनिंदा वित्तीय संस्थाओं को 3-6 माह की अवधि के लिए मीयादी मुद्रा बाजार से उधार लेने की अनुमति दी गयी। 15 दिनों से 1 साल तक की मूल मीयादी मुद्रा को अगस्त 2001 से सीआरआर से मुक्त कर दिया गया। इसके अलावा मीयादी मुद्रा बाजार में मांग/नोटिस मुद्रा बाजार से भिन्न लेनदेनों के लिए कोई सीमा निर्धारित नहीं की गयी।

**3.108** विभिन्न सुधारों के बावजूद, इस घटक में औसत दैनिक कुल कारोबार काफी निम्न बना रहा। 2001-02 के 195 करोड़ रु. से थोड़ा-सा बढ़कर यह 2006-07 में 1,012 करोड़ रु. का हो गया। मुद्रा बाजार के इस घटक के विकास में जो कारक अभी भी बाधा बने हुए हैं, वे हैं - (i) सहभागियों की मध्यम अवधि में ब्याज दर अपेक्षाएं बनाने में असमर्थता, जिसके कारण उनमें यह प्रवृत्ति देखी गयी कि वे अपने आप को अल्पावधि के लिए ही सीमित रखते हैं, (ii) अल्पावधि संसाधनों के सम्बंध में सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों के पास अक्सर निधियां अधिशेष में तथा विदेशी बैंकों के पास निधियों की कमी के रूप में चलनिधि का वितरण असमान रहा। चूंकि जिन बैंकों के पास निधियों की कमी रहती है वे मांग/नोटिस मुद्रा पर अत्यधिक निर्भर रहते हैं, और अधिकांशतः अधिशेष निधियों वाले बैंक अपनी निवेश की सीमाएं उनमें लगा देते हैं, (iii) कम्पनियों की 'ऋण' की तुलना में 'नकदी ऋण' को वरीयता प्रायः बैंकों को अपनी भारी राशि मांग/नोटिस मुद्रा बाजार में नियोजित करने हेतु बाध्य कर देती है, न कि मीयादी मुद्रा बाजार में जिससे कि कम्पनियों की ओर से आने वाली अचानक मांग को पूरा किया जा सके; (iv) बैंकों द्वारा प्रदान की गयी मीयादी जमाराशियों की न्यूनतम परिपक्वता अवधि में निरन्तर कटौती; तथा (v) बैंकों की ओर से यह प्रवृत्ति कि वे अपनी अधिशेष राशि मीयादी मुद्रा बाजार में नियोजित करने के बजाए एलएएफ की नीलामियों में लगाना ज्यादा पसंद करते हैं, जो उनकी जोखिम से बचने की प्रवृत्ति को दर्शाती है।

**3.109** यह व्यापक रूप से स्वीकार कर लिया गया है कि अपनी चलनिधि के प्रबन्धन के लिए बैंकों को एक गहन तथा तरल मीयादी मुद्रा बाजार तथा एक अधिक सहज रुपया आय वक्र चाहिए। हाल ही के सुधारों के उपाय जैसे मांग/नोटिस मुद्रा बाजार से गैर-बैंकों को चरणबद्ध रूप में निकालना तथा बैंकों और प्राथमिक व्यापारियों के लिए विवेक-सम्मत मांग/नोटिस मुद्रा की निवेश की सीमाएं निर्धारित करना आदि से ऐसी आशा है कि बाजार सहभागी बाजार के अन्य घटकों में स्थान्तरित हो जायेंगे। एक दक्ष रिपो बाजार का विकास मीयादी मुद्रा बाजार सहित सभी निश्चित आय घटकों को आधार दर प्रदान कर सकता है। पारदर्शिता में सुधार लाने, दक्षता को बढ़ाने, तथा मीयादी मुद्रा बाजार में बेहतर मूल्यों की खोज की प्रक्रिया को सुविधाजनक बनाने की दृष्टि से मुद्रा बाजार पर तकनीकी कार्यदल ने यह सिफारिश की थी कि मीयादी मुद्रा संबंधी लेनदेन भी स्क्रीन आधारित वार्तालय उद्भूत भाव से प्रेरित प्लेटफार्म पर किये जाएं।

### बाजार रिपो

**3.110** रिपो (पुनर्खरीद करार) लिखतें ऋण लिखतों की बिक्री के माध्यम से संपार्श्विक (जमानती) अल्पावधि उधार को समर्थ बनाती हैं। रिपो लेनदेन के अन्तर्गत प्रतिभूति को इसे पूर्व निर्धारित तारीख और दर पर पुनः खरीद के करार के साथ बेचा जाता है। रिवर्स-रिपो रिपो के बिल्कुल विपरीत है तथा किसी प्रतिभूति की, साथ ही साथ पुनः बिक्री की वचनबद्धता के साथ, खरीद है।

**3.111** विकसित वित्तीय बाजारों में पुनर्खरीद करारों (रिपो) को एक बहुत ही उपयोगी मुद्रा बाजार लिखत के रूप में माना जाता है जो बैंकों, वित्तीय संस्थाओं प्रतिभूति एवं निवेश फर्मों जैसे बाजार सहभागियों के अलग-अलग प्रकार की श्रेणियों (वर्गों) के बीच अल्पावधिक चलनिधि का समायोजन करने में समर्थ बनाती है। पूर्णतः मांग/नोटिस /मीयादी मुद्रा लेनदेनों की तुलना में, जोकि गैर-जमानती है, रिपो प्रतिभूतियों से पूर्णतः जमानती है। इस प्रकार यह बेहतर नमनीयता तथा न्यूनतम चूक-जोखिम प्रदान करती है। इसके अलावा, अन्य जमानती लिखतों की तुलना में रिपो के और भी अन्य लाभ हैं। एक, जहाँ जमानती उधार देने की अन्य लिखतों का अधिकार (हक) लेने में समय लगता है और उसकी प्रक्रिया भी अनिश्चित है, वहीं रिपो में पात्र प्रतिभूतियों के स्वामित्व का कानूनी अन्तरण साथ ही साथ हो जाता है। दूसरे, यह मुद्रा और सरकारी प्रतिभूति बाजारों के बीच बेहतर एकीकरण को प्रोन्नत करने में मदद करता है, यह एक अधिक सतत आय वक्र को निर्मित करता है। इसके अतिरिक्त, रिपो का प्रयोग सरकार के नकदी प्रबन्ध के लिए भी किया जा सकता है (ग्रे 1998)। सारे विश्व में केन्द्रीय बैंक रिपो का प्रयोग बाजार को संतुलित करने के लिए एक अत्यधिक सशक्त तथा लचीली लिखत के रूप में करते हैं। चूंकि यह बाजार आधारित लिखत है, अतः यह मौद्रिक नीति के आयवक्र की अल्प अवधि के लिए एक अप्रत्यक्ष लिखत के प्रयोजन को पूरा करती है।

**3.112** चूंकि प्रतिभूतियों में वायदा लेनदेन पर भारत में प्रतिबंध था, अतः सहभागियों और लिखतों की दृष्टि से विनियमित परिस्थितियों में रिपो की अनुमति दी गयी। इस बाजार में सुधारों में संस्थाओं और लिखतों दोनों को शामिल किया गया है। बैंक और गैर-बैंक दोनों को इस बाजार में अनुमति दी गयी। सभी सरकारी प्रतिभूतियां और पीएसयू बांड अप्रैल 1988 तक रिपो के लिए पात्र थे। अप्रैल 1988 से मध्य जून 1992 के बीच सभी सरकारी प्रतिभूतियों में केवल अन्तर्बैंक रिपो की अनुमति दी गयी। डबल तैयार शुदा (रेडी) वायदा लेनदेन इस सारी अवधि के दौरान रिपो बाजार के भाग थे। अप्रैल 1992 में पकड़ में आयी प्रतिभूतियों के लेनदेन में अनियमिताओं के पश्चात् खजाना बिलों को छोड़कर सभी प्रतिभूतियों में रिपो पर पाबंदी लगा दी गयी, जबकि डबल रेडी वायदा लेनदेनों पर पूर्णतः प्रतिबंध लगा दिया गया। केवल बैंकों और प्राथमिक व्यापारियों के साथ रिपो की अनुमति थी। रिपो बाजार को पुनः सक्रिय करने के लिए रिजर्व बैंक ने क्रमिक रूप से केन्द्र सरकार की सभी दिनांकित

प्रतिभूतियों, खजाना बिलों, और राज्य सरकार की प्रतिभूतियों में रिपो सुविधा की अनुमति दी। रिपो परिचालन शुरू करने से पहले अपने संविभाग में प्रतिभूतियां वास्तव में रखना अनिवार्य था। रिपो बाजार को सक्रिय करने तथा पारदर्शिता को बढ़ाने के लिए रिजर्व बैंक ने विनियामक सुरक्षोपाय लागू कर दिये जैसे कि 1995-96 के दौरान सुपुर्दगी बनाम भुगतान प्रणाली की शुरुआत। रिजर्व बैंक ने एसजीएल खाता रखने वाले सभी गैर-बैंक संस्थाओं को इस मुद्रा बाजार घटक में भाग लेने की अनुमति दी। इसके अलावा, ऐसी गैर-बैंक वित्तीय कम्पनियों, पारस्परिक निधियों, आवास वित्त कम्पनियों और बीमा कम्पनियों को भी जो एसजीएल खाते नहीं रखे हुई थीं, अपने अभिरक्षकों (कस्टोडिनों) के साथ रखे 'श्रेष्ठ प्रतिभूति' (गिल्ट) खातों के माध्यम से मार्च 2003 से रिपो लेनदेन करने की अनुमति रिजर्व बैंक द्वारा दी गयी। मांग मुद्रा बाजार से चरणबद्ध रूप में गैर-बैंक संस्थाओं के निकल जाने से रिपो के बढ़ते उपयोग के चलते रिजर्व बैंक ने मार्च 2003 में व्यापक एक समान लेखांकन मार्गदर्शी निदेश तथा दस्तावेजीकरण नीति जारी की। इसके अलावा अप्रैल 2004 में सरकारी प्रतिभूतियों में निपटान के सुपुर्दगी बनाम भुगतान प्रणाली III की पद्धति ने (जो प्रतिभूतियों का निपटान तथा निधियों का अन्तरण निवल आधार पर करती है) सरकारी प्रतिभूतियों में रिपो लेनदेनों के रोल ओवर करने को सुविधाजनक बनाया तथा बाजार सहभागियों को अपनी सम्पार्श्विकों (जमानतों) के प्रबन्धन में नमनीयता प्रदान की।

**3.113** बैंकों के लिए मांग/सूचना बाजार में उधार लेने / देने पर विवेकसम्मत सीमाएं लगाये जाने के साथ-साथ वार्ततय लेनदेन प्रणाली (एनडीएस) तथा भारतीय समाशोधन निगम लि. (सीसीआइएल) का परिचालन शुरू हो जाने ने भी बाजार-रिपो के विकास में सहायता की। इसको दर्शाते हुए रिपो लेनदेनों का औसत दैनिक कुल कारोबार (रिजर्व बैंक के अलावा) अप्रैल 2001 के दौरान 11,311 करोड़ रु. से तेजी से बढ़कर जून 2006 में 42,252 करोड़ रु. का हो गया जो मांग/नोटिस बाजार से गैर-बैंक सहभागियों को चरणबद्ध रूप में हटाये जाने की प्रक्रिया, जो अगस्त 2005 तक पूर्ण कर ली गयी थी, के अनुरूप है। इसके पश्चात, इस घटक में कुल कारोबार कम हो गया। इस घटक में, पारस्परिक निधियाँ तथा कुछ विदेशी बैंक निधियों के प्रमुख आपूर्तिकर्ता हैं, जबकि कुछ विदेशी बैंक, निजी क्षेत्र के बैंक तथा प्राथमिक व्यापारी प्रमुख उधारकर्ता हैं।

*सम्पार्श्विकीकृत (जमानती) उधार लेने और उधार देने सम्बंधी दायित्व (सीबीएलओ)*

**3.114** सीबीएलओ को मुद्रा बाजार की लिखत के रूप में सीसीआइएल द्वारा 20 जनवरी 2003 को परिचालन में लाया गया था। इस उत्पाद को चालू करने का उद्देश्य उन बाजार सहभागियों के लिए अल्पावधिक चलनिधि प्रबन्धन के लिए एक वैकल्पिक अवसर प्रदान करना था जिन्हें मांग मुद्रा बाजार में प्रतिबंधित कर दिया गया था तथा/अथवा चरणबद्ध रूप में बाहर निकाल दिया गया था। यह बाजार बहुत तेजी से गुमनाम लेनदेन प्रणाली के लाभों को लेने में तैयार हो गया। पारस्परिक निधियां तथा

सहकारी बैंक इस योजना के प्रमुख हिताधिकारी थे। बेनामी, आदेश-प्रेरित तथा ऑन लाइन मैचिंग प्रणाली भारतीय ऋण बाजार की प्रगति में मील का पत्थर थी।

**3.115** अगस्त 2005 से मांग मुद्रा बाजार का (प्राथमिक व्यापारियों के साथ) एक पूर्णतः अन्तर्बैंक बाजार के रूप में रूपान्तरण तथा मांग मुद्रा बाजार में बैंकों और प्राथमिक व्यापारियों द्वारा उधार लेने/उधार देने पर विवेक-सम्मत सीमाएं लगाये जाने से यह गतिविधि सीबीएलओ घटक में चली गयी है क्योंकि यह बाजार सहभागियों को अपनी अल्पावधिक चलनिधि का प्रबन्धन करने में समर्थ बनाती है। तदनुसार, सीबीएलओ घटक में औसत दैनिक कुल कारोबार 2003-04 के 515 करोड़ रु. से बढ़कर 2006-07 के दौरान 32,390 करोड़ रुपये का हो गया। कुल कारोबार में इस वृद्धि का आंशिक कारण इसके सहभागियों की संख्या जुलाई 2003 के 30 से बढ़कर मार्च 2007 में 153 हो जाने को माना जा सकता है। बाजार सहभागियों की संरचना का परिवर्तन हुआ है क्योंकि पारस्परिक निधियां और बीमा कम्पनियां सीबीएलओ बाजार के प्रमुख उधारदाता बनकर उभरी हैं, जबकि राष्ट्रीयकृत बैंक, प्राथमिक व्यापारी तथा गैर-वित्तीय कम्पनियां 2006-07 के दौरान प्रमुख उधारकर्ता बनकर। इस प्रकार सीबीएलओ तथा बाजार रिपो (संपार्श्विकीकृत घटक) अब मुद्रा बाजार के प्रमुख घटक बनकर उभरे हैं और इन दोनों का संयुक्त अंश 2006-07 में कुल कारोबार में लगभग 70 प्रतिशत है।

**3.116** चूंकि सीबीएलओ घटक में उधार लेना पूर्णतः जमानती है, अतः उस घटक में दरें रिपो दरों से तुलनीय रहना अपेक्षित है। रात्रिभर के लिए मांग, रिपो तथा सीबीएलओ बाजारों में जनवरी 2003 से मार्च 2007 तक दैनिक औसत दरें यह दर्शाती हैं कि सीबीएलओ दरें सहभागियों की सीमित संख्या होने के कारण नवम्बर 2003 तक मांग और रिपो दरों के बीच घटती बढ़ती रहीं। नवंबर 2003 से प्रतिभागियों की संख्या बढ़ने के कारण सीबीएलओ दरें रिपो दरों के अनुरूप रही हैं। सीबीएलओ घटक के पारदर्शी स्वरूप तथा लेनदेनों के तत्काल समय पर निपटान ने मुद्रा बाजार में दक्षता बढ़ाने में मदद की है।

*खजाना बिल*

**3.117** भारत में, सुधारों को लागू करने से पूर्व 91 दिवसीय खजाना बिल बट्टे की एक नियंत्रित दर पर, जिसे जुलाई 1974 से 4.6 प्रतिशत पर निश्चित किया गया था, खुले (टेप) आधार पर बेचे जाते थे। तथापि वे ब्याज की नियंत्रित दरों के स्वरूप के कारण मुद्रा बाजार के उपयोगी लिखत के रूप में नहीं उभर सके जो क्रेता के दृष्टिकोण के बजाए विक्रेता के दृष्टिकोण को दर्शाता है। इस घटक में सुधार की प्रक्रिया नवम्बर 1986 में 182 दिवसीय खजाना बिलों के चालू किये जाने से शुरू हुई। इसके बाद टेप पर खजाना बिलों को बेचे जाने की परम्परा चरणबद्ध रूप में समाप्त कर दी गयी तथा 91 दिवसीय खजाना बिलों की नीलामी की प्रथा प्रारम्भ हुई। मुद्रा बाजार का विकास करने के लिए अन्य उपायों के साथ-साथ

मुद्रा बाजार की संस्था के रूप में डीएफएचआई के गठन ने 91 दिवसीय खजाना बिलों को एक महत्वपूर्ण बाजार घटक के रूप में उभरने के लिए आधार तैयार किया। 364 दिवसीय मीयाद वाले खजाना बिल अप्रैल 1992 से शुरू किये गये तथा नीलामी द्वारा निर्धारित बड़ा दर पर प्रस्तुत किये गये। बाद में 91 दिवसीय खजाना बिल नीलामी आधार पर बेचे जाने की शुरुआत जनवरी 1993 से की गयी। 91 दिवसीय तदर्थ खजाना बिलों की भी प्रणाली थी जो सिद्धान्ततः अस्थायी विसंगतियों को पूरा करने के लिए केन्द्र सरकार द्वारा रिजर्व बैंक को जारी किये गये। तथापि वास्तव में वे राजकोषीय घाटे के मौद्रीकरण के माध्यम से केन्द्र सरकार की संसाधनगत आवश्यकताओं की पूर्ति के लिए एक स्थायी स्रोत बन गये। अप्रैल 1997 में एक प्रमुख सुधार हुआ जब तदर्थ खजाना बिलों की प्रणाली समाप्त कर दी गयी और 14 दिवसीय तत्कालिक खजाना बिल तथा नीलामी बिल शुरू किये गये ताकि सरकार द्वारा नकदी का प्रबन्धन किया जा सके तथा राज्य सरकारों तथा कुछ विदेशी केन्द्रीय बैंकों को निवेश के लिए बेहतर अवसर प्रदान कराये जा सकें। इस प्रकार खजाना बिल भिन्न-भिन्न मीयाद वाले शुरू किये गये ताकि तरलता प्रदान करने के लिए बाजार का समेकन किया जा सके। साथ ही उन पर आय को नीलामियों के माध्यम से बाजार द्वारा निर्धारित बनाया गया ताकि अन्य अल्पावधिक बाजार लिखतों के लिए उनका उपयोग बेंचमार्क के रूप में किया जा सके।

**3.118** अब रिजर्व बैंक 91 दिवसीय खजाना बिलों की नीलामी केन्द्र सरकार की ओर से साप्ताहिक आधार तथा 182 दिवसीय खजाना बिलों (अप्रैल 2005 में पुनः शुरू किये गये) तथा 364 दिवसीय खजाना बिलों की नीलामी पाक्षिक आधार पर की जाती है। खजाना बिल बाजार मुद्रा बाजार के विकास के केन्द्र में हैं, अतः रिजर्व बैंक इस बाजार घटक पर विशेष ध्यान देता रहा है। नीलामी के लिए निर्धारित राशियां अब पहले से ही निर्धारित होती हैं तथा गैर-प्रतिस्पर्धी सहभागियों से प्राप्त बोलियां इस अधिसूचित राशि से अप्रैल 1998 से बाहर रखी जाती हैं। भुगतान की तारीखों को नीलामियों के बाद शुकवार को तारीखवार क्रमबद्ध किया जाता है ताकि अलग-अलग मीयाद वाली प्रतिमोच्य स्टॉक को क्रमबद्ध किया जा सके तथा खजाना बिलों में द्वितीयक बाजार को सक्रिय बनाया जा सके। खजाना बिलों को तरलता प्रदान करने के लिए और साथ ही निवेशकों को इन बिलों को नीलामियों के बीच की अवधि में प्राप्त करने में समर्थ बनाने के लिए प्राथमिक व्यापारी दैनिक आधार पर अपनी बोली और बड़ा दरों को प्रस्तुत करते हैं।

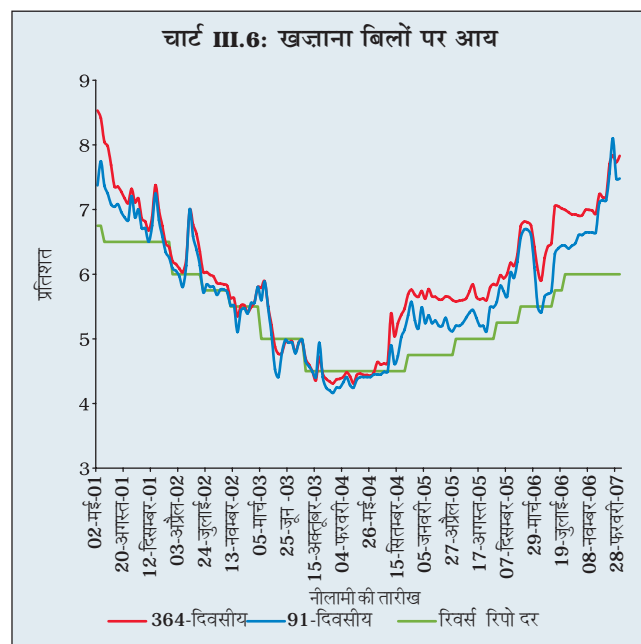
**3.119** रिजर्व बैंक के पास सरकारी प्रतिभूतियों के सीमित स्टॉक को देखते हुए, जोकि निष्प्रभावीकरण के प्रयोजनों के लिए खुले बाजार के परिचालनों की सीधी खरीद के लिए एक बाधा रही है, खजाना बिलों को बाजार स्थिरकरण योजना (एमएसएस) के अन्तर्गत जारी किये जाने के लिए पात्र बनाया गया। एमएसएस के अन्तर्गत खजाना बिलों की अधिसूचित राशि उस समय विद्यमान चलनिधि की स्थिति को देखते हुए वर्ष के दौरान

अलग-अलग रही है। खजाना बिलों की प्राथमिक बाजार की आय 2005-06 के दौरान उच्चतर रही जो एलएएफ में ब्याज दरों की घटबढ़ तथा तरलता की स्थिति को दर्शाती है। सितम्बर 2005 से प्राथमिक आय का और कठोर हो जाना, मुख्यतः नकदी के लिए त्र्यौहारों की मांग, तिमाही अग्रिम कर की अदायगी के कारण चलनिधि के बहिर्गम तथा 29 दिसम्बर 2005 को 'आईएमडी' मोचन तथा सुदृढ़ ऋण मांग को दर्शाता है (चार्ट III.6)। इस प्रकार खजाना बिलों ने न केवल सरकार को अपने नकदी प्रबन्धन में सहायता की है, बल्कि एमएसएस के अन्तर्गत निष्प्रभावीकरण के प्रयोजन के लिए प्रभावी रूप से भी इसका उपयोग किया गया है। तथापि निष्प्रभावीकरण के इन लिखतों के निरन्तर उपयोग ने अन्य मुद्रा बाजार की लिखतों के लिए बेंचमार्क की उनकी भूमिका को कम आंका।

**3.120** रिजर्व बैंक विकसित होती हुई चलनिधि की स्थितियों के अनुसार खजाना बिलों की नीलामी के लिए घोषित राशि को संशोधित करता रहता है। 2006-07 में अपेक्षाकृत तंग चलनिधि की स्थितियों को दर्शाते हुए बोली-(बिक्री) - खरीद अनुपात आम तौर पर गिर गया, विशेषकर, 91 दिवसीय और 182 दिवसीय खजाना बिलों के सम्बंध में (सारणी 3.4)।

#### वाणिज्यिक पत्र

**3.121** वाणिज्यिक पत्र (सीपी) प्रोमिसरी नोट के रूप में जारी किया जाता है, जो सीधे निर्गमकर्ता द्वारा निवेशक को बेचा जाता है अथवा उधारकर्ताओं जैसे मर्चेन्ट बैंकों और प्रतिभूति गृहों द्वारा एजेंटों के माध्यम से बेचे जाते हैं। जब यह कम्पनी उधारकर्ताओं द्वारा सीधे निवेशकों को मुद्रा बाजार में और प्रतिभूतिकरण के माध्यम से बेचा जाता है, तो बैंक के कार्यान्वयन कार्य को निकाल दिया जाता है। वागुल समिति की सिफारिशों के अनुसरण में भारत में सीपी का चलन जनवरी 1990 से शुरू हुआ





**सारणी 3.4: खजाना बिल - प्राथमिक बाजार**

माह	अधिसूचित राशि (करोड़ रु.)	न्यूनतम कट ऑफ मूल्य पर औसत निहित आय (प्रतिशत)			औसत बोली-कवर अनुपात *		
		91-दिन	182-दिन	364-दिन	91-दिन	182-दिन	364-दिन
1	2	3	4	5	6	7	8
<b>2005-06</b>							
अप्रैल	19,000	5.17	5.36	5.62	4.03	4.48	2.54
मई	15,000	5.19	5.35	5.58	3.30	3.37	2.29
जून	18,500	5.29	5.37	5.61	1.54	2.42	1.81
जुलाई	11,500	5.46	5.67	5.81	1.21	1.79	1.68
अगस्त	21,000	5.23	5.42	5.63	3.07	2.68	2.54
सितंबर	23,000	5.24	5.37	5.70	1.52	1.45	1.61
अक्टूबर	15,000	5.50	5.71	5.84	1.69	1.53	3.44
नवंबर	11,000	5.76	5.85	5.96	2.12	1.92	2.30
दिसंबर	5,000	5.89	6.00	6.09	3.07	2.97	2.36
जनवरी	5,000	6.25	6.22	6.21	2.86	2.83	2.72
फरवरी	5,000	6.63	6.74	6.78	3.04	2.07	2.71
मार्च	6,500	6.51	6.66	6.66	4.17	3.43	3.36
<b>2006-07</b>							
अप्रैल	5,000	5.52	5.87	5.98	5.57	4.96	2.02
मई	18,500	5.70	6.07	6.34	1.88	1.84	1.69
जून	15,000	6.14	6.64	6.77	1.63	1.35	2.11
जुलाई	16,500	6.42	6.75	7.03	1.82	1.55	3.12
अगस्त	19,000	6.41	6.70	6.96	2.03	2.71	3.48
सितंबर	15,000	6.51	6.76	6.91	1.35	1.80	2.92
अक्टूबर	15,000	6.63	6.84	6.95	1.31	1.20	2.02
नवंबर	18,500	6.65	6.92	6.99	1.33	1.22	2.49
दिसंबर	15,000	7.01	7.27	7.09	1.19	1.29	3.34
जनवरी	19,000	7.28	7.45	7.39	1.02	1.35	1.74
फरवरी	15,000	7.72	7.67	7.79	2.48	2.56	3.16
मार्च	15,000	7.68	7.98	7.90	2.08	2.15	3.87

\* : अधिसूचित राशि की तुलना में प्रतिस्पर्धी बोलियों की प्राप्त राशि का अनुपात

**टिप्पणी :** 1. 182 दिवसीय खजाना बिल 6 अप्रैल 2005 से पुनः शुरू किये गये।  
2. अधिसूचित राशि में एमएसएस के अन्तर्गत जारी निर्गम भी शामिल हैं।

ताकि उच्च साख दर (श्रेणी) वाले गैर-बैंक कम्पनी उधारकर्ता अल्पावधि की उधारियों के अपने संसाधनों को विशाखीकृत कर सकें और साथ ही निवेशकों को अतिरिक्त लिखत उपलब्ध करा सकें। सीपी पर ब्याज दर कूपन हो सकता है, परन्तु आम तौर पर इसे बट्टे पर बेचा जाता है। चूंकि सीपी पूर्णतः अन्तरणीय है अतः बैंक, वित्तीय संस्थान, बीमा कम्पनियों तथा अन्य अपनी अल्पावधिक अधिशेष निधियों को अत्यधिक तरल लिखतों में आकर्षक प्रतिलाभ की दरों पर निवेश कर सकते हैं।

3.122 सीपी को जारी करने से संबंधित शर्तें जैसे पात्रता, मीयाद की अवधियां और निर्गम के तरीके रिजर्व बैंक द्वारा वर्षों से धीरे-धीरे शिथिल किये जाते रहे हैं। न्यूनतम अवधि को चरणबद्ध रूप में घटाकर सात दिन कर दिया गया है (अक्टूबर 2004 तक) और न्यूनतम आकार को घटाकर अलग-अलग निर्गम के लिए और अलग-अलग निवेश के लिए रु.5 लाख तक कर दिया गया है ताकि इसे अन्य मुद्रा बाजार लिखतों के अनुरूप बनाया जा सके। सीपी के निर्गम की सीमा सर्वप्रथम अधिकतम अनुमत-योग्य बैंक वित्त एमपीबीएफ की सीमा से निकाली गयी और बाद में केवल इसके नकदी ऋण

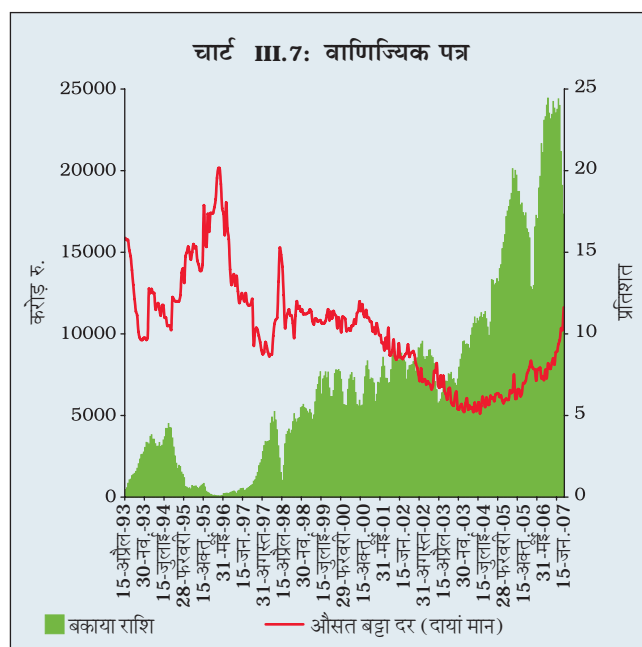
के अंश तक के लिए। सीपी बाजार को स्वतंत्रता प्रदान करने के एक उपाय के रूप में एक प्रमुख सुधार तब किया गया जब नकदी ऋण सीमा को बहाल करने तथा प्रतिभूति की परिपक्वता पर निर्गम-कर्ता को निधियों की गारंटी देने की 'स्टैंडबाई (तैयार) सुविधा' अक्टूबर 1994 में वापस ले ली गयी। चूंकि एमपीबीएफ के नकदी ऋण अंश में कटौती ने सीपी बाजार के विकास में बाधा डाली, अतः सीपी के निर्गम को अक्टूबर 1997 में नकदी ऋण सीमा से असम्बद्ध कर दिया गया। सेवा क्षेत्र के निर्गमकर्ताओं को अपनी अल्पावधिक कार्यकारी पूंजी की जरूरतों को पूरा करने में समर्थ बनाने की दृष्टि से इसे अक्टूबर 2000 में अपने आप में स्वतंत्र (स्टैंड अलोन) बना दिया गया। बैंकों को यह अनुमति दी गयी कि वे कम्पनियों के वित्त, जिसमें सीपी भी शामिल है, के संसाधन पैटर्न (स्वरूप) को हिसाब में लेते हुए कार्यकारी पूंजी की सीमाएं निर्धारित करें। कम्पनियों, प्राथमिक व्यापारियों तथा अखिल भारतीय वित्तीय संस्थानों को विशिष्ट शर्तों के अधीन रिजर्व बैंक द्वारा यह अनुमति दी गयी है कि वे सीपी के निर्गम के माध्यम से अल्पावधिक संसाधन जुटा सकते हैं। सीपी के लिए कोई अवरुद्ध अवधि नहीं है। इसके अलावा, ऐसे मार्गदर्शी दिशा-निर्देश जारी किये गये जिनमें 30 जून 2001 से सीपी को केवल डीमेट

फार्म में ही जारी किया जा सकता है। इसने उनकी लेनदेन की लागत में कमी कर दी है। जब भी सम्भव हो सीपी निर्गम की विभिन्न प्रक्रियाओं, उनके निपटान और दस्तावेजीकरण को तर्क-सम्मत और मानक बनाने की दृष्टि से अनेक उपाय किये गये ताकि निपटान को T+1 दिन के आधार पर पूरा किया जा सके। इस बाजार को और गहन बनाने की दृष्टि से, रिजर्व बैंक ने 4 अप्रैल 2005 को मानक आस्तियों के प्रतिभूतिकरण पर ड्राफ्ट मार्गदर्शी दिशा-निर्देश जारी किये। तदनुसार एनएसडी प्लेटफार्म पर निर्गमकर्ता और अदाकर्ता एजेंट द्वारा सीपी के निर्गम की रिपोर्टिंग 16 अप्रैल 2005 से शुरू हुई। एफसीएसी की राय थी कि सीपी के अल्पावधिक लिखत होने के कारण, असीमित मात्रा में निर्गमों की छूट दिये जाने से उनका अल्पावधिक ऋण प्रवाहों पर प्रभाव पड़ सकता है। अतः यह सिफारिश की गयी कि पूर्ण परिवर्तनीयता के अन्तर्गत भी इस पर विवेक-सम्मत सीमाएं लगायी जायें।

**3.123** सीपी के निर्गम में आम तौर पर यह देखा गया है कि यह मांग मुद्रा दरों से विपरीत रूप से जुड़ा है। सीपी बाजार की गतिविधि बाजार की तरलता की स्थिति दर्शाती है, क्योंकि इसके निर्गम पर्याप्त चलनिधि की स्थितियों में बढ़ने की प्रवृत्ति दर्शाते हैं जब कम्पनियां बैंकों के उधार देने की दरों से निम्न दरों पर या प्रभावी बट्टा दर पर सीपी के माध्यम से निधियां जुटा सकती हैं। बैंक भी सीपी में निवेश करने को प्राथमिकता देते हैं क्योंकि मांग में मंदी आने पर सीपी की दरें मांग दरों से उच्च होती हैं। इस प्रकार, सीपी की औसत बकाया राशि 1993-94 के दौरान रु.2280 करोड़ से घटकर 1995-96 में 442 करोड़ रु. की रह गयी, वह भी तंग चलनिधि की स्थिति में, परन्तु 2005-06 के दौरान यह बढ़कर 17,285 करोड़ रु. की हो गयी। 2006-07 में यह और बढ़कर 21,314 करोड़ रु. हो गई। पट्टादायी और वित्त कम्पनियां सीपी जारी करने वाली प्रमुख कम्पनियां बनी रहीं। सीपी पर बट्टा दरें भी 2005-06 और 2006-07 में नीतिगत दरों में वृद्धि के अनुकूल बढ़कर उच्च हो गयीं (चार्ट III.7)।

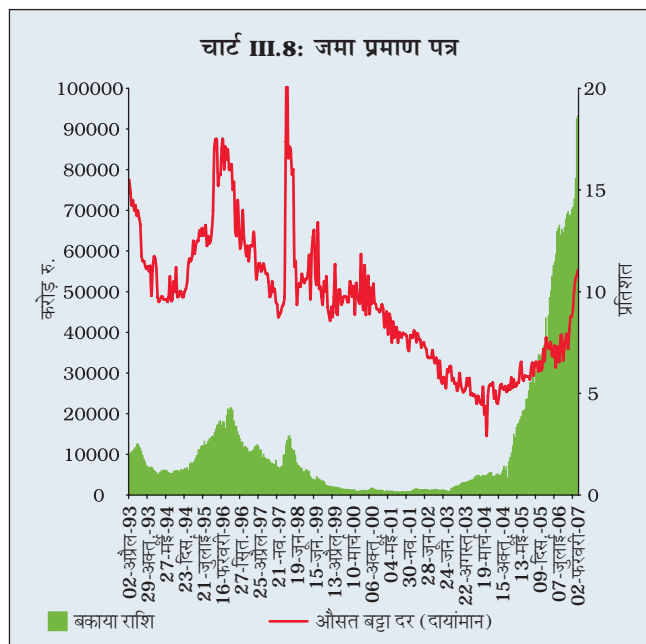
#### जमा प्रमाण पत्र

**3.124** मुद्रा बाजार लिखतों का दायरा बढ़ाने तथा निवेशकों को अपनी अल्पावधिक निधियों को नियोजित करने में महत्तर नमनीयता प्रदान करने की दृष्टि से जून 1989 में जमा प्रमाणपत्र (सीडी) शुरू किये गये। ये अनिवार्यतः चलनिधि की तंगी की अवधि में बैंकों और अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाओं द्वारा प्रतिभूतिकृत अल्पावधिक जमाराशियां हैं जो मीयादी जमाराशियों की तुलना में अपेक्षाकृत कुछ उच्चतर बट्टा दर पर जारी की जाती हैं। सीडी से संबंधित मार्गदर्शी दिशानिर्देश भी समय के साथ-साथ शिथिल किये जाते रहे हैं। उनमें शामिल हैं - (i) सीडी को 1992 में ब्याज दर विनियमन से मुक्त करना; (ii) नरसिंहम समिति (1998) द्वारा की गयी सिफारिशों के अनुसार सीपी और सीडी की मीयादों में एकरूपता लाने के लिए (अप्रैल 2005 में) बैंकों द्वारा जारी सीडी की न्यूनतम मीयाद को घटाकर 7 दिन की कर दिया गया; (iii) चुनिंदा अखिल



भारतीय वित्तीय संस्थाओं को 1 से 3 साल तक की मीयाद के लिए सीडी जारी करने की अनुमति देना; (iv) 16 अक्टूबर 1993 से इसे बाजार द्वारा निर्धारित लिखत बनाने की दृष्टि से पाक्षिक रूप से बकाया सकल जमाराशियों के कुछ अनुपात के रूप में सीडी जारी करने की सीमा को समाप्त करना; (v) निर्गम की न्यूनतम राशि का आकार 1989 के 1 करोड़ रु. से घटाकर जून 2002 में 1 लाख रु. करना; (vi) द्वितीयक बाजार की गतिविधि को नमनीयता तथा गहनता प्रदान करने की दृष्टि से इसकी अन्तरणशीलता की न्यूनतम अवधि के बंधन को समाप्त करना; (vii) 30 जून 2002 से बैंकों और वित्तीय संस्थाओं को सीडी केवल डीमेट फार्म में ही जारी करने की अपेक्षा करना ताकि इसे अधिक पारदर्शिता तथा द्वितीयक बाजार को प्रोत्साहन प्रदान किया जा सके तथा (viii) अक्टूबर 2002 में इस लिखत में नमनीय मूल्य निर्धारण को प्रोन्नत करने के लिए कूपन वाहक लिखत के रूप में सचल दर पर सीडी जारी करने की अनुमति देना। एफसीएसी समिति (तारापोर समिति II) ने पूर्ण परिवर्तनीयता के अन्तर्गत भी सीडी निर्गम को और उदार बनाते समय भी इसके लिए विवेकसम्मत सीमाएं लागू करने की सिफारिश की है।

**3.125** सीडी मार्केट में होने वाली गतिविधियां भी चलनिधि की स्थितियों को प्रतिबिम्बित करती हैं, लेकिन सीपी से भिन्न सीडी के बैंकों और वित्तीय संस्थाओं द्वारा जारी निर्गम चलनिधि की तंगी की अवधि में बढ़ते हैं। उदाहरण के लिए सीडी की औसत बकाया राशि 1992-93 के दौरान 8,266 करोड़ रु. से बढ़कर 1995-96 में रु.14045 करोड़ की हो गयी तथा यह और बढ़कर जून 1996 में 21,503 करोड़ रु. की हो गयी, जो ऋण में वृद्धि को दर्शाती है। तंग चलनिधि के दूसरे चरण में पूर्व-एशियाई संकट के समय, इस घटक में



बाजार की गतिविधि बढ़ गयी। बाद में बकाया राशि 2001-02 में गिरकर 949 करोड़ रु. की रह गयी, जो भारी पूंजी आगमों की दृष्टि से चलनिधि की सहज स्थिति को दर्शाती है। सीडी की औसत बकाया राशि 2006-07 में पुनः बढ़कर 64,814 करोड़ रु. की हो गयी, क्योंकि बैंकों ने निरन्तर मांग को समर्थन देने के लिए जमासंग्रहण के अपने प्रयासों को बढ़ा दिया। हाल के वर्षों में सीडी की ब्याज दरें नरम हुई हैं और वे मुद्रा बाजार की अन्य लिखतों के अनुरूप हो गयी हैं, हालांकि 2006-07 के दौरान इनमें कुछ तेजी आ गयी थी (चार्ट III.8)।

#### मुद्रा बाजार घटकों में उद्वेगशीलता

3.126 मुद्रा बाजार में सभी विभिन्न लिखतों पर ब्याज दरों की प्रवृत्तियों का विश्लेषण करने पर निम्नलिखित विशेषताएं उभर कर सामने आती हैं। पहली, सुधारों की शुरुआत से मुद्रा बाजार की सभी दरों में पर्याप्त नरमी आयी है जिससे ये मुद्रास्फीति में क्रमिक रूप से आयी गिरावट के अनुकूल हो गयी हैं और वे निम्नमुखी मुद्रास्फीतिगत प्रत्याशाओं को दर्शाती हैं, ब्याज दरों में आयी यह नरमी कुछ अन्य कारणों से भी रही है जैसे उपयुक्त बाजार मध्यस्थकों की स्थापना के माध्यम से बाजार में गहनता का आना, सहभागियों की संख्या में वृद्धि, भारी पूंजी आगमों के कारण चलनिधि की सहज स्थिति तथा नरम ब्याज दर व्यवस्था के लिए विशिष्ट नीतिगत अधिमानता या वरीयता। एलएफ की शुरुआत तथा रिवर्स रिपो और रिपो दरों के एक अनौपचारिक गलियारे (दायरे) की स्थिति बनाये जाने के बाद मांग मुद्रा दरों में उद्वेगशीलता घटी है (सारणी 3.5)। रात्रिभर के लिए मुद्रा बाजार में स्थिरता को नयी लिखतों जैसे बाजार रिपो तथा सीबीएलओ की शुरुआत किये जाने से और सुविधा हुई है। मांग दरों में बढ़ी हुई स्थिरता तथा विभिन्न अन्य सुधारों ने अन्य

#### सारणी 3.5: मुद्रा बाजार की दरों में उद्वेगशीलता

मद	अप्रैल 1993- मार्च 1996	अप्रैल 1996- मार्च 2000	अप्रैल 2000- मार्च 2007
1	2	3	4
<b>मांग मुद्रा</b>			
औसत (प्रतिशत)	11.1	8.0	6.3
एस डी	6.7	3.7	1.9
सीवी	0.6	0.5	0.3
<b>वाणिज्यिक पत्र</b>			
औसत (प्रतिशत)	13.4	11.7	7.8
एस डी	2.6	2.2	1.8
सीवी	0.2	0.2	0.2
<b>जमा प्रमाणपत्र</b>			
औसत (प्रतिशत)	12.2	11.6	6.9
एस डी	2.2	2.4	1.7
सीवी	0.2	0.2	0.2
<b>मीयादी जमा @</b>			
औसत (प्रतिशत)	—	—	6.5
एस डी	—	—	1.4
सीवी	—	—	0.2
<b>बाजार रिपो *</b>			
औसत (प्रतिशत)	—	—	5.4
एस डी	—	—	1.1
सीवी	—	—	0.2
<b>सीबीएलओ *</b>			
औसत (प्रतिशत)	—	—	5.3
एस डी	—	—	1.1
सीवी	—	—	0.2

@ : मई 2001 से मार्च 2007 तक की अवधि के लिए।  
\* : अप्रैल 2004 से मार्च 2007 तक की अवधि के लिए।  
एसडी : मानक विचलन      सीवी : घटबढ़ के सहगुणांक  
टिप्पणी : मासिक औसत आंकड़ों पर गणना की गयी।

बाजार लिखतों जैसे सीपी और सीडी को भी स्थिरता प्रदान की है। मुद्रा नीति में मुख्य मुद्दे के रूप में वित्तीय स्थिरता पर रिजर्व बैंक द्वारा दिये गये बल के अनुरूप उद्वेगशीलता निम्न रही है।

#### ब्याज दर व्युत्पन्नी लिखत

3.127 ब्याज दर विनियमन ने वित्तीय बाजार के परिचालनों को अपेक्षाकृत दक्ष और मितव्ययी बना दिया है, परंतु साथ ही यह बाजार सहभागियों के लिए विभिन्न जोखिमों के द्वार भी खोलता है। इसने इन जोखिमों के प्रबंधन के लिए जोखिमों को उजागर करते हुए व्युत्पन्नी लिखतों की शुरुआत करने की आवश्यकता पैदा कर दी। इन व्युत्पन्नी संविदाओं के लेनदेन या तो ओवर दि काउंटर (ओटीसी) पर या स्टॉक एक्सचेंज (एक्सचेंज में किये गये लेनदेनों के लिए) में किये जा सकते हैं। ओटीसी संविदाएं सीधे दो पात्र पार्टियों के बीच की जाती हैं; चाहे इनके लिए मध्यस्थकों का प्रयोग किया जाए या नहीं और इनका प्रयोग स्टॉक एक्सचेंज में गये बिना भी किया जा सकता है। दूसरी ओर एक्सचेंज में लेनदेन की गई डेरिवेटिव लिखतों का लेनदेन स्क्रीन आधारित लेनदेन के जरिए मानक उत्पादों की तरह किया जाता है।

3.128 भारत में व्युत्पन्नी लिखतों के लेनदेनों ने जुलाई 1999 से कुछ गतिविधियां देखी हैं जब रिजर्व बैंक ने (क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों को छोड़कर) अनुसूचित वाणिज्य बैंकों को, प्राथमिक व्यापारियों तथा अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाओं को अपने तुलनपत्रों में ब्याज दर जोखिमों के प्रबंधन के लिए वायदा दर करार (एफआरए)/ब्याज दर स्वैप (आइआरएस) करने के लिए अनुमति प्रदान की। बाजार को व्यापक बनाने की दृष्टि से पारस्परिक निधियों को अपने तुलनपत्रों के जोखिमों से निपटने के लिए नवम्बर 1999 से हैजिंग प्रयोजन के लिए भाग लेने की अनुमति दी गयी। घरेलू मुद्रा और ऋण बाजार की दरों के अलावा “विदेशी मुद्रा वायदा बाजार में निहित ब्याज दर” का उपयोग बेंचमार्क के रूप में करने की अनुमति अप्रैल 2000 से दी गयी। मुंबई स्टॉक एक्सचेंज (बीएसई) और राष्ट्रीय स्टॉक एक्सचेंज (एनएसई) में फ्यूचर्स के रूप में एक्सचेंज पर लेनदेन किये गये व्युत्पन्नी लिखतों की अनुमति जून 2000 से दिये जाने के बाद से इस गतिविधि में तेजी आयी।

3.129 प्रारंभ में बैंकों/प्राधिकृत व्यापारियों/ वित्तीय संस्थाओं को एक माह से एक साल तक की अवधि की मीयाद वाले एफआरए/ आइआरएस जैसी लिखतों के माध्यम से प्लेन वनीला के विभिन्न प्रकार के उत्पादों के लेनदेन करने की अनुमति दी गयी। विदेशी मुद्रा प्रबंधन अधिनियम (फेमा), 2000 में बैंकों को अपने ग्राहकों को स्वैप्स, आप्शंस, केप्स, कॉलर्स तथा एफआरए जैसी प्रबंध लिखतों का प्रयोग करने की अनुमति दी गई, ताकि वे विदेशी मुद्रा देयताओं से उभरने वाले ब्याज दर जोखिम को सुरक्षित कर सकें। हालांकि हाल के वर्षों में व्युत्पन्नी लेनदेन काफी तेजी से बढ़ा है, तथापि बाजार अनिवार्यतः वनीला उत्पादों का है। बाजार में सक्रिय सहभागिता भी सीमित है। इसमें मुख्यतः कुछ विदेशी और निजी क्षेत्र के बैंक, पीडी और अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाओं द्वारा ही भाग लिया जा रहा है। रिजर्व बैंक ने बैंकों तथा प्राथमिक व्यापारियों को अपनी ब्याज दर जोखिमों से प्रभावी रूप से निपटने के लिए जून 2003 से एक्सचेंज में लेनदेन किये जाने वाले ब्याज दर फ्यूचर्स में लेनदेन की अनुमति दी। जहां पीडी को ब्याज दर फ्यूचर्स में हैजिंग की स्थिति बनाने तथा इनमें लेनदेन करने की अनुमति दी गयी, वहीं बैंकों को केवल अपनी उन सरकारी प्रतिभूतियों को [जो बिक्री के लिए उपलब्ध (एफएस)/व्यापार के लिए धारित (एचएफटी) श्रेणीवाले संविभागों में हैं] आइआरएस के माध्यम से केवल हैजिंग करने की अनुमति दी गयी। राष्ट्रीय स्टॉक एक्सचेंज (एनएसई) ने एक सांकेतिक रूप में 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूति; 3 माह की खजाना बिल दर तथा 10 वर्षीय सरकारी जीरो कूपन पर जून 2003 में फ्यूचर्स की शुरुआत की। तथापि आइआरएस बाजार में गतिविधि में तेजी नहीं आयी जिसका कारण था मूल्यन की समस्या और साथ ही इसलिए भी क्योंकि बैंक को केवल हैजिंग की अनुमति दी गयी थी, लेनदेन करने की नहीं।

3.130 कई संरचनागत खामियों के कारण, जिनमें स्पष्ट लेखांकन और प्रकटीकरण मानक, व्युत्पन्नी लेनदेनों में निहित जोखिमों और उनका प्रयोग

करने की पर्याप्त जानकारी का अभाव, विशेषकर, जो जटिल संरचनाओं में संलग्न हैं, ओटीसी व्युत्पन्नी लिखतों के उपयोग से घिरी कानूनी अनिश्चितताएं तथा कुछ जटिल उत्पादों के संबंध में विनियमन संबंधी अनिश्चितताएं शामिल हैं, ओटीसी व्युत्पन्नी लिखतों में नवोन्मेष सीमित ही रहा है। इन मुद्दों से निपटने के लिए रिजर्व बैंक ने अनेक कार्यदल बनाये।

3.131 रुपया व्युत्पन्नी लिखतों पर कार्य दल (अध्यक्ष: श्री जसपाल बिन्द्रा) जिसने अपनी रिपोर्ट जनवरी 2003 में प्रस्तुत कर दी थी, का गठन रुपया व्युत्पन्नी घटक में केप्स /कॉलर्स /फ्लोर्स जैसी स्पष्ट आप्शंस की विशेषताओं वाली, व्युत्पन्नी लिखत की शुरुआत करने के लिए प्रक्रिया-तंत्र का सुझाव देने तथा इन व्युत्पन्नी लिखतों के लिए पूंजी-पर्याप्तता, एक्सपोजर की सीमाएं, स्वैप की स्थिति, आस्ति देयता प्रबन्ध, आंतरिक नियंत्रण, तथा अन्य जोखिम प्रबंध पद्धतियां सुझाने के लिए किया गया था। इस तथ्य को स्वीकार करते हुए कि ओटीसी व्युत्पन्नी लिखतों की संविदाओं की कानूनी वैधता अस्पष्ट है, जो उसकी वृद्धि में अड़चन भी है, उक्त समूह ने यह प्रस्तावित किया कि ओटीसी व्युत्पन्नी लिखतों को कानूनी वैधता प्रदान करने के लिए भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम, 1934 में उपयुक्त संशोधन किया जाए। तदनुसार केंद्रीय बजट 2005-06 में ऐसी संविदाओं को स्पष्ट कानूनी वैधता देने के लिए उपायों का प्रस्ताव किया गया। भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम, 1934 को चूंकि संशोधित कर दिया गया है, जो अब ‘ओटीसी व्युत्पन्नियों’ को कानूनी दर्जा प्रदान करता है, यदि लेनदेन के पक्षकारों में से कोई एक पक्ष भारतीय रिजर्व बैंक या कोई ऐसी एजेंसी हो जो इसके विनियामक क्षेत्र में आती हो।

3.132 रुपया ब्याज दर व्युत्पन्नी लिखतों संबंधी आंतरिक कार्यदल (अध्यक्ष: श्री जी. पद्मनाभन) ने यह सिफारिश की थी कि ओटीसी ब्याज दर व्युत्पन्नी लिखतों और ईटी ब्याज दर व्युत्पन्नी लिखतों के बीच तादात्म्य होना चाहिए। इसने यह सिफारिश भी की थी कि जिन बैंकों के पास पर्याप्त आंतरिक जोखिम प्रबंधन और नियंत्रण प्रणालियां हैं और साथ ही एक उन्नत परिचालनगत ढांचा है उनको ब्याज दर फ्यूचर्स (आइआरएस) मार्केट में लेनदेन (व्यापार) की स्थितियां रखने की अनुमति दी जाए। भारतीय प्रतिभूति एवं विनियम बोर्ड (सेबी) ने भारतीय निश्चित आय मुद्रा बाजार तथा व्युत्पन्नी संघ (फिम्डा) के साथ नई फ्यूचर्स संविदाएं शुरू करने के बारे में विचार-विमर्श करके 5 जनवरी 2004 से विद्यमान 10 वर्षीय कूपन वाहक सांकेतिक बांड पर ब्याज दर फ्यूचर्स संविदा के लेनदेन की अनुमति दी। रिजर्व बैंक ने दिसम्बर 2006 में व्युत्पन्नी लेनदेनों को करने, जोखिमों के प्रबंधन तथा सुदृढ़ कंपनी संचालन संबंधी अपेक्षाओं के लिए व्यापक सामान्य सिद्धांतों को शामिल करते हुए व्युत्पन्नी लिखतों पर व्यापक ड्राफ्ट मार्गदर्शी निदेश जारी किये।

3.133 इन उपायों को दर्शाते हुए रुपया व्युत्पन्नी लिखत बाजार काफी बढ़ गया है। बकाया सांकेतिक मूल धन की दृष्टि से एफआरए/आइआरएस लेनदेन मार्च 2000 के 4,249 करोड़ रुपए से बढ़कर मार्च 2006 के अंत में 21,94,637 करोड़ रुपए के हो गये।



(iii) ब्याज दर स्वैप्स (अदला-बदली)

3.134 ब्याज दर स्वैप बाजार में प्रमात्रा में वृद्धि के अलावा, बाजार ने ब्याज दर बेंचमार्क जैसे मुंबई अंतर-बैंक ऑफर दर (माईबोर), मुंबई अन्तर्बैंक वायदा आफर दर (माईफोर) (जो माइबोर तथा वायदा प्रीमियम का सम्मिश्र है), तथा अन्य अनेक बेंचमार्को को, उभरते हुए देखा है जिनका अनिवार्यतः बाह्य (विदेशी) ब्याज दरों की गतिविधियों के साथ परस्पर संबंध है। माईबोर संबद्ध 365 दिन तक की अल्पावधिक प्रतिभूति दैनिक कॉल/पुट ऑप्शंस के सहित/रहित एक महत्वपूर्ण लिखत के रूप में उभर चुकी है, जो उच्चतम श्रेणीवाली कंपनियों को गैर-बैंक संस्थाओं, विशेषकर, पारस्परिक निधियों से निधियां जुटाने में समर्थ बनाती है।

3.135 ओवरनाइट इंडेक्स स्वैप्स (ओआइएस) ने निश्चित दर वाली प्राप्य राशियों को सचल दर (फ्लोटिंग) के रूप में और इसके विपरीत रूप में बदल कर बिना ऋण जोखिम लिए ब्याज दर जोखिम का प्रबंधन करने में सहायता की है क्योंकि यह साधन सांकेतिक सिद्धांत पर बना है। बैंक अपनी सावधि (मीयादी) जमाराशियों को सचल (फ्लोटिंग) दर में बदलकर अपनी चलनिधि का प्रभावी ढंग से प्रबंधन करने के लिए इस लिखत का उपयोग कर सकते हैं। यह लिखत आस्ति-देयता प्रबंधन के लिए भी प्रयुक्त की जाती है तथा केरी (लेनदेन को आगे ले जाने) ट्रेड के लिए भी अवस्थितिगत साधन के रूप में भी इसका उपयोग किया जा सकता है। दूसरी ओर, माईफोर स्वैप्स का एक ऐसी संस्था द्वारा, जिसका विदेशी मुद्रा उधार लेने में एक्सपोजर हो, माईफोर स्वैप में विपरीत स्थिति निर्मित करके ब्याज दर जोखिम तथा करेंसी जोखिम का हेंजिंग करने (सुरक्षाप्राप्त करने) के लिए भी उपयोग किया जा सकता है।

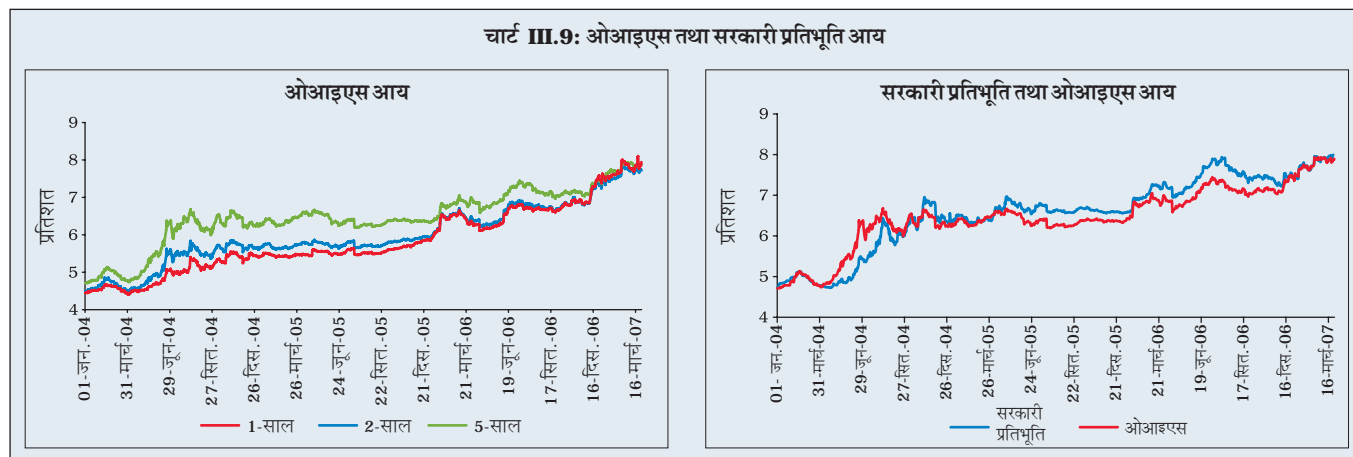
3.136 5 वर्षीय ओवरनाईट इंडेक्स स्वैप्स की आय जनवरी 2004 के प्रारंभ में लगभग 4.70 प्रतिशत से काफी बढ़कर 28 मार्च 2007 को लगभग 7.90 प्रतिशत हो गई। ओआइएस वक्र जनवरी 2004 से अक्टूबर 2004 के बीच काफी गहरा गया जिसमें इसके दायरे 1 साल से 5 साल के बीच के दायरे हो गये और 26 मूल बिंदुओं से बढ़कर 140 मूल बिंदुओं तक पहुंच गये। परंतु बाद में सपाट होकर 8 दिसम्बर 2006 तक 22 मूल

बिंदुओं तक पहुंच गये। वक्र का यह विपर्यय जिसमें दायरे दिसम्बर 2006 के अंतिम सप्ताह और मार्च 2007 के तीसरे सप्ताह के बीच की अवधि में रह रह कर नकारात्मक हो गये। ओआइएस आय वक्र सकारात्मक रूप से सरकारी प्रतिभूतियों (जी सिक्क्योरिटीज) से जुड़े हुए हैं। 2004 के अधिकांश भाग में ओआइएस वक्र जी.सिक्क्योरिटीज वक्र से ऊपर था क्योंकि इसका मूल्य निर्धारण इस आशा से किया गया था कि ब्याज दर चक्र में परिवर्तन आएगा। शॉर्ट सेलिंग की अनुपस्थिति में, जी.प्रतिभूति बाजार इन अपेक्षाओं का प्रभावी रूप में मूल्य नहीं बांध सके। बाद में जब सरकारी प्रतिभूति बाजार ने बढ़ते ब्याज दर परिदृश्य के प्रति प्रतिक्रिया की तो जी.सिक्क्योरिटी आय ओआइएस वक्र से ऊपर ही बनी रही (चार्ट III.9)। कुछ थोड़े से सीमित समय के लिए जब ओआइएस वक्र सरकारी प्रतिभूतियों के वक्र से नीचे रहा, यह संभवतः चलनिधि की स्थिति की झलक थी, क्योंकि स्वैप वक्र सामान्ततया ट्रेजरी कर्व से ऊपर जाते हैं। इस प्रकार चलनिधि की तंगी की स्थिति के दौरान ओआइएस-जी प्रतिभूतियों का दायरा सिकुड़ता हुआ-सा लगता है।

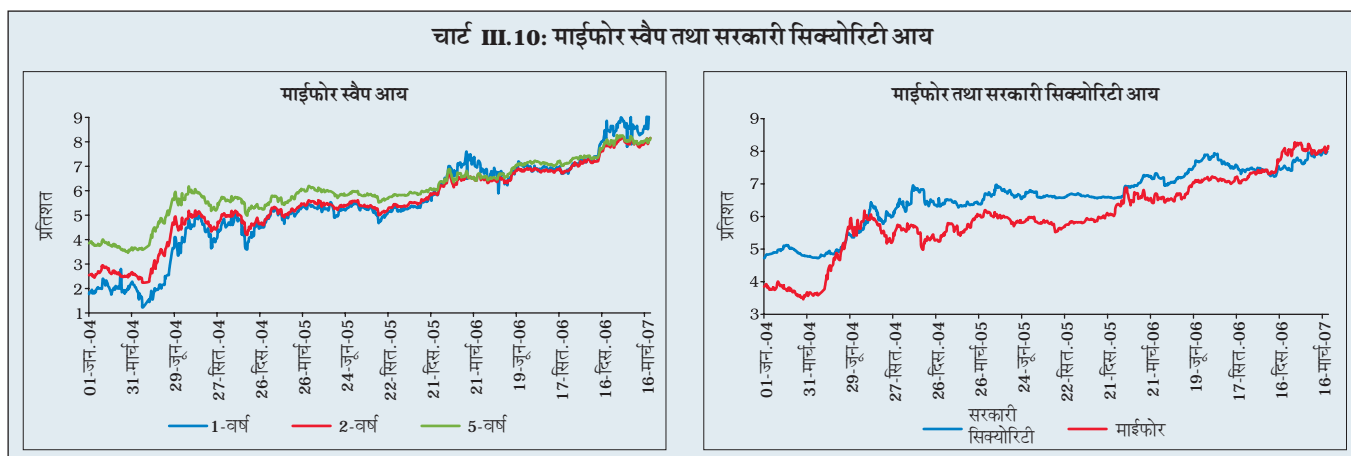
माईफोर (मुंबई अन्तर्बैंक वायदा ऑफर दर) स्वैप्स

3.137 ब्याज दरों में आम वृद्धि के अनुरूप माईफोर स्वैप्स पर आय गत तीन वर्षों से बढ़ी है। 5 वर्षीय माईफोर स्वैप दर जनवरी 2004 के प्रारंभ के 3.85 प्रतिशत से बढ़कर 28 मार्च 2007 को 8.16 प्रतिशत की हो गयी। माईफोर वक्र 1 से 5 वर्ष के दायरे के बीच सपाट हो गया और वह जनवरी 2004 के प्रारम्भ के 200 मूल बिंदुओं के उच्च स्तर से गिरकर दिसम्बर 2006 से मार्च 2007 के दौरान नकारात्मक होने से पहले 28 मार्च 2007 को (-) 119 मूल बिंदुओं को छुआ। माईफोर वक्र जून से अगस्त 2004 की अवधि को छोड़कर गत तीन वर्षों के दौरान जी.सिक्क्योरिटीज वक्र से लगातार निम्न रहा है। यह मुख्यतः इस वजह से रहा क्योंकि माईफोर वक्र वायदा प्रीमियम में निहित रुपया ब्याज दर से काफी सीमा तक प्रभावित होता है, जोकि ब्याज समानता की सुरक्षा के बिना ब्याज दर विभेदकों से अलग-अलग पड़ने की प्रवृत्ति दर्शाता है। नवम्बर 2006 के मध्य और मार्च 2007 के तीसरे सप्ताह के बीच माईफोर वक्र

चार्ट III.9: ओआइएस तथा सरकारी प्रतिभूति आय



चार्ट III.10: माईफोर स्वैप तथा सरकारी सिक्क्योरिटी आय



सरकारी प्रतिभूति वक्र से ऊपर रहा। पांच वर्षीय माईफोर उतनी ही अवधि की सरकारी प्रतिभूतियों के वक्र से 29 जनवरी 2007 को 53 आधार बिन्दु और 12 फरवरी 2007 को 28 आधार बिन्दु ऊपर था चूंकि वायदा प्रीमियम इस अवधि के दौरान तेजी से बढ़े (चार्ट III.10)।

#### मौद्रिक नीति तथा स्वैप दरें

3.138 स्वैप दरें आम तौर पर सरकारी प्रतिभूतियों पर आय के समानान्तर चलती हैं। तदनुसार, जब भी नीतिगत दरों में कोई वृद्धि होती है, सभी स्वैप दरें अर्थात् ओआइएस तथा माईफोर आम तौर पर इसी प्रकार की प्रतिक्रियाएं करते हैं (चार्ट III.11)। इसका एकमात्र अपवाद 25 अक्टूबर, 2005 को हुआ जब स्वैप की दरें, रिवर्स रिपो दर में 25 आधार बिन्दु की वृद्धि के अनुरूप बढ़कर 5.25 प्रतिशत तक नहीं बढ़ीं। इसका मुख्य कारण था - बाजार की सहभागिता। जब से बैंक दर को

अपरिवर्तित छोड़ दिया गया, वे पक्की स्थिति लेने से बचती रही हैं। इसके अलावा, बाजार ने 31 अक्टूबर 2006 को रिपो दर में 25 आधार बिन्दु की वृद्धि को भी महसूस नहीं किया क्योंकि मौद्रिक नीति में तंगी की स्थिति के कारण रिवर्स रिपो दर को अनछुआ ही छोड़ दिया।

3.139 जहां व्युत्पन्नी लिखत सहित नयी लिखतों की शुरुआत ने मुद्रा बाजार को गहन बना दिया है, फिर भी बाजार अभी भी जटिल उत्पादों के लिए पूर्णतया परिपक्व नहीं है और अधिक (लगभग) पूर्ण पूंजी खाते की परिवर्तनीयता के साथ बाजार सहभागी कुछ जोखिमों के पात्र हो सकते हैं। इसलिए हेजिंग लिखत जैसे कि ब्याज दर फ्यूचर्स का और अधिक विकास महत्व प्राप्त कर लेता है। बाजार सहभागियों द्वारा प्रभावी जोखिम प्रबंध भी प्रारंभ में एक तरल आइआरएफ बाजार और अंततः एक ब्याज दर आपांश बाजार में पैठ की मांग करता है जिसके फलस्वरूप, सरकारी प्रतिभूति बाजार में तरलता में वृद्धि होगी। जैसे-जैसे समय के साथ-साथ जटिल व्युत्पन्नी उत्पादों की मांग बढ़ेगी तो बैंकों के लिए इसकी जरूरत होगी कि वे ऐसे उत्पादों को अपने ग्राहकों को बेचने के लिए उचित नीतियां बनायें तथा सघन निगरानी और कठोर विनियमन के लिए प्रक्रिया-तंत्र स्थापित करें।



#### मुद्रा बाजार के अन्य घटक

(क) अन्तर्बैंक सहभागिता प्रमाणपत्र (आरबीपीसीएस)

3.140 बैंकिंग प्रणाली के अंदर अल्पावधिक चलनिधि को संतुलित करने के लिए एक अतिरिक्त लिखत के रूप में सैद्धांतिक रूप से अक्टूबर 1988 में दो प्रकार के सहभागिता प्रमाणपत्र शुरू करने का निश्चय किया गया - एक जोखिम भागीदारी के आधार पर तथा दूसरा बिना जोखिम की भागीदारी के। इनको पूर्णतः अन्तर्बैंक लिखत बनाया गया जिन्हें क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों को छोड़कर केवल अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों तक सीमित रखा गया। तथापि, सहभागिता प्रमाणपत्रों को व्यापक रूप से अभी तक प्रयुक्त नहीं किया गया है। ये लिखतें मानक आस्तियों को अलग करते हुए कुछ बैंकों द्वारा अल्पावधि चलनिधि की समस्याओं से निपटने के लिए

प्रयुक्त की जाती हैं। कभी-कभी इन आस्तियों का उपयोग बैंकों द्वारा प्राथमिकता-प्राप्त क्षेत्र के मानदंडों को संतुलित करने के लिए भी किया जाता है।

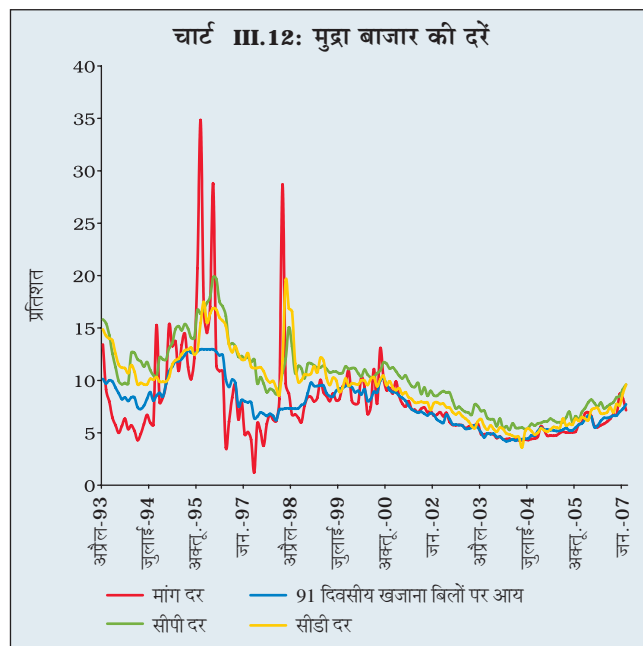
(ख) मुद्रा बाजार म्युच्युअल फंड (एमएमएमएमएफएस)

3.141 निवेशकों को अतिरिक्त अल्पावधिक अवसर प्रदान करने तथा मुद्रा बाजार की लिखतों को व्यक्तियों की पहुंच में लाने के लिए मुद्रा बाजार म्युच्युअल फंड भारत में अप्रैल 1991 में शुरू किये गये। एमएमएमएमएफ की विस्तृत योजना रिजर्व बैंक द्वारा अप्रैल 1992 में घोषित की गई। एमएमएमएमएफ के संविभाग में अल्पावधिक मुद्रा बाजार की लिखतें शामिल हैं। ऐसी निधियों में निवेश निवेशकों को पर्याप्त तरलता के साथ-साथ अल्पावधिक मुद्रा बाजार की दरों के आसपास की आय प्राप्त करने के अवसर प्रदान करता है। इस योजना को बैंकों और वित्तीय संस्थाओं के लिए और भी आकर्षक और नमनीय बनाने के लिए रिजर्व बैंक ने इस योजना में अनेक परिवर्तन किये हैं। अक्टूबर 1997 में, एमएमएमएमएफ को यह अनुमति दी गयी कि वे साख दर प्राप्त (रेटिड) कंपनियों के एक वर्ष तक की अवशिष्ट मीयाद वाले बांडों और डिबेंचरों में सीपी की उच्चतम सीमा तक निवेश कर सकते हैं। न्यूनतम अवरुद्ध अवधि को भी क्रमिक रूप से घटाकर 15 दिन कर दिया गया ताकि निदेशकों के लिए यह योजना अधिक आकर्षक हो जाए।

### बाजार एकीकरण

3.142 मौद्रिक नीति की सफलता अर्थव्यवस्था को मौद्रिक नीतिगत धड़कनों के प्रभावी संप्रेषण के लिए नीतिगत दरों में होने वाले परिवर्तनों की प्रतिक्रिया में मुद्रा बाजार की दरों में होनेवाले समायोजनों की गति पर निर्भर करती है। बदले में, यह बाजार के विभिन्न घटकों के विकास और उनके एकीकरण पर निर्भर करती है। भारत में, वित्तीय क्षेत्र के सुधारों की प्रगति के अनुरूप मुद्रा बाजार के विभिन्न घटक उत्तरोत्तर एकीकृत या समन्वित होते जा रहे हैं, जैसा कि विभिन्न घटकों में दरों के साथ-साथ घटने चढ़ने से दिखाई देता है। सभी बाजारों में प्रतिलाभ की संरचना एलएएफ की शुरुआत के बाद, मीयाद चलनिधि तथा लिखतों के जोखिम द्वारा भिन्न-भिन्न किये जाने से महत्तर एकीकरण को दर्शाया है (चार्ट III.12)।

3.143 बाजार के घटकों के बीच सम्पर्क को सुदृढ़ करने के लिए बाजारों की महत्तर परिचालनगत दक्षता तथा मौद्रिक नीति के संचालन में दक्षता का सुझाव दिया गया है। तथापि, बढ़े हुए एकीकरण से संक्रामकता बढ़ी है, क्योंकि बाजार के एक घटक में आयी अस्थिरता या उथल-पुथल तेजी से सभी घटकों में फैल जाती है। विभिन्न देशों में वित्तीय बाजार के परिचालनों के हाल के अनुभवों ने यह सुझाया है कि बाजार के एकीकरण से उद्वेगशीलता की घटनाओं के दौरान सुदृढ़ होने का संकेत मिलता है जो बाजार के एक घटक के दबाव को दूसरे घटक में तेजी से संप्रेषित कर देता है। यह बाजार की स्थितियों के प्रबंधन पर अतिरिक्त बंधन लगा देता है, जो बाजारों के



असमान एकीकरण की उपस्थिति में संक्रामक प्रभाव को रोकने के लिए बाजार के विभिन्न घटकों में समानान्तर रूप से नीतिगत कार्रवाई की जरूरत बताता है। मौद्रिक नीति संबंधी यह प्रतिक्रिया अनेक लिखतों के समिश्रण के रूप में रही है जिसमें यह सुनिश्चित करने के लिए कि वित्तीय बाजार में स्थिरता की बहाली शीघ्रतापूर्वक हो जाए, विनियामक कार्रवाई भी शामिल है। इस संबंध में, रिजर्व बैंक अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय बाजारों में बढ़ी हुई उद्वेगशीलता के बीच भी हाल के वर्षों में बाजार की स्थितियों को व्यवस्थित रखने में समर्थ हो सका है (कृ. अध्याय VIII भी देखें)।

### जोखिम प्रबंधन

3.144 मुद्रा बाजार में अनेक प्रकार के जोखिम होते ही रहते हैं जैसे - चूकगत जोखिम, ब्याज दर जोखिम, विनिमय दर जोखिम तथा निपटान जोखिम। भारत में मौद्रिक नीति के उत्तरोत्तर बाजारोन्मुखी होते जाने के साथ, बैंकों को ज्यादा नमनीयता प्रदान की गयी है, तथा नीति संबंधी मुख्य साधन के रूप में ब्याज दर पर ध्यान केंद्रित किया गया है। बाजार के व्यवस्थित व्यवहार तथा समग्र वित्तीय स्थिरता के लिए सुदृढ़ जोखिम प्रबंधन महत्वपूर्ण है। तदनुसार, रिजर्व बैंक बाजार सहभागियों द्वारा दक्ष जोखिम प्रबंधन की परम्पराओं को विकसित करने पर महत्तर बल देता रहा है।

3.145 मुद्रा बाजार में चूकगत जोखिम का एक संभावित स्रोत मांग मुद्रा बाजार के असंपार्श्विक स्वरूप से निकलता है। इस बाजार में लेनदेन परंपरागत रूप में टेलीफोन पर किये गये सौदों के जरिए काउंटर पर किये जाते हैं, जिनमें मानकीकरण तथा चूक होने की स्थिति में निपटान की गारंटी की कमी है। इस समस्या से छुटकारा पाने के लिए इलेक्ट्रॉनिक प्लेटफार्म में सहभागियों द्वारा लेनदेनों की रिपोर्ट करना अनिवार्य बना दिया गया है। इसके अलावा, एक स्क्रीन आधारित भावों को उद्भूत करने

की प्रणाली (एनडीएस-कॉल) रिजर्व बैंक की ओर से सीसीआईएल द्वारा विकसित की गयी है ताकि मांग/नोटिस तथा मीयादी बाजारों में महत्तर पारदर्शिता तथा मूल्य की खोज की जा सके। इसके अलावा, चूंकि असंपार्श्विक (गैर-जमानती) मुद्रा बाजार घटक की काफी बड़ा भाग चूकों से उभरने वाली सर्वांगी अस्थिरता का संभावित काफी बड़ा जोखिम वहन करता है, अतः बैंकों और प्राथमिक व्यापारियों के मांग मुद्रा बाजार में निवेश पर विवेक-सम्मत सीमाएं लगायी गयी हैं। इसके अलावा, गैर-बैंक सहभागियों को, जिनके पास निधियों के स्रोतों और उपयोगों के काफी सीमा तक भिन्न-भिन्न मीयाद प्रोफाइल हैं, मांग मुद्रा घटक से संपार्श्विक घटकों (बाजार रिपो तथा सीबीएलओ) की ओर चले जाने की अनुमति दी गयी है। गैर-बैंक को संपार्श्विक घटक में अंतरित किये जाने से सर्वांगी जोखिमों को कम करके वित्तीय स्थिरता को बढ़ाया गया है। इसके अलावा, इसने बैंकों की ओर से बेहतर आस्ति-देयता प्रबंधन को भी प्रोन्नत किया है। आवर्ती रूप से इन उपायों का परिणाम यह हुआ है कि रात्रिभर के मुद्रा बाजार में जमानती घटक की प्रधानता हो गयी है।

**3.146** एक ओर मुद्रा और विदेशी मुद्रा बाजारों के बीच बढ़ते हुए पारस्परिक संबंधों तथा दूसरी ओर घरेलू बाजारों के वैश्विक बाजारों के साथ बेहतर समन्वय को देखते हुए, यह आवश्यक है कि बाजार सहभागी अंतर्राष्ट्रीय ब्याज दरों तथा विनिमय दरों दोनों में होनेवाली गतिविधियों से अपने तुलनपत्रों में होनेवाले जोखिमों को यथोचित रूप से सुरक्षित करें। इस संबंध में, रिजर्व बैंक ने इन जोखिमों को सुरक्षित करने के लिए एफआरए/आइआरएस/आइआरएफ जैसी व्युत्पन्नी लिखतें शुरू की हैं। हालांकि व्युत्पन्नी लिखतें जोखिम प्रबंधन को सुविधाजनक बनाती हैं, परंतु वे अत्यधिक लिवरेज सम्पन्न होने के कारण अन्तर्निहित आस्तियों की तुलना में कहीं अधिक उद्वेगशील हैं। इस कारण ये सट्टेबाजीपूर्ण व्युत्पन्नी स्थितियों की निगरानी और विनियमन की मांग करती हैं। अतः रिजर्व बैंक व्युत्पन्नी लेनदेनों की निगरानी और विनियमन पर जोर देता रहा है।

**3.147** वर्ष 2002 से भारतीय समाशोधन निगम के रूप में एक केंद्रीय प्रतिपक्षी पार्टी के गठन ने, जो हुए लेनदेनों के निपटान की गारंटी लेता है, निपटान जोखिमों को पूरा करने तथा लेनदेनों के एक ही समय पर इकट्ठा हो जाने से उठने वाले वित्तीय प्रणाली में आने वाले अवरोधों को रोकने को सुविधाजनक बनाया है। आरटीजीएस की शुरुआत हो जाने से इसने निपटान जोखिम तथा अवरोधों को पुनः आने से रोकने को आसान बनाया है।

## VI. भावी पथ

**3.148** मुद्रा बाजार का विकास करने तथा मौद्रिक नीति के संप्रेषण प्रक्रिया-तंत्र में इसकी भूमिका को सुदृढ़ करने के लिए व्यापक प्रभाव वाले सुधार किये गये हैं। मुद्रा बाजार में संरचना को तर्कसंगत बनाने के लिए जिन तीन मुद्दों ने मार्गनिर्देशन किया, वे हैं : (i) मुद्रा बाजार के विभिन्न घटकों का संतुलित विकास, विशेषकर संपार्श्विकीकृत बाजार बनाम असंपार्श्विकीकृत बाजार की वृद्धि को सुनिश्चित करना; (ii) सूचना के

बेहतर प्रकटीकरण को सुनिश्चित करते हुए मुद्रा बाजार की एकनिष्ठा तथा पारदर्शिता को सुरक्षित रखना; तथा (iii) रिजर्व बैंक की एलएएफ की दक्षता को सुदृढ़ करने के लिए सभी विभिन्न बाजार घटकों के सहभागियों की विभिन्न श्रेणियों को तर्कसम्मत बनाना। विभिन्न सुधारोपायों के परिणामस्वरूप, भारत में मुद्रा बाजार में भारी परिवर्तन हुए, वे चाहे मात्रा की दृष्टि से हों या लिखतों और सहभागियों की संख्या की दृष्टि से, चाहे जोखिम प्रबंधक की परम्पराएं अपनाने की दृष्टि से हों। तथापि, अभी भी अनेक चिंताजनक मुद्दे बाकी हैं जिनसे निपटने की जरूरत है, ताकि यह एक अधिक प्रभावी भूमिका निभा सके, विशेषकर, और अधिक पूर्ण रूपसे की पूंजी खाते की परिवर्तनीयता की ओर बढ़ने की स्थिति में। ये मुद्दे मुख्य रूप से बाजार के विकास तथा चलनिधि के प्रबंधन से जुड़े हैं।

## बाजार का विकास

*मांग मुद्रा बाजार में सहभागियों के लिए बेहतर नमनीयता*

**3.149** मांग मुद्रा बाजार को एक पूर्ण अन्तर्बैंक बाजार के रूप में रूपान्तरण की दृष्टि से इस बात की जरूरत है कि इस बाजार में उधार लेने या उधार देने में बैंकों तथा प्राधिकृत व्यापारियों को और अधिक नमनीयता प्रदान करने पर विचार किया जाए, बशर्ते उन्होंने उपयुक्त जोखिम प्रबंध प्रणालियों की स्थापना कर ली हो, जो उनके तुलनपत्रों में आने वाली आस्ति-देयता संबंधी विसंगतियों से निपटेगी। इस संदर्भ में, बैंकों ने पहले से ही एक ऐसे परिवेश में कार्य करना प्रारंभ कर दिया है, जो आस्ति-देयता प्रबंध के प्रयोजनों के लिए निधियों के स्रोतों और उनके उपयोगों के बीच बेहतर समरसता की अपेक्षा करता है। उधार लेने और उधार देने पर विवेक-सम्मत सीमाओं के रूप में प्रत्यक्ष विनियमन के लिए अंततः यह जरूरी होगा कि प्रणाली को इस प्रकार व्यवस्थित किया जाए जहां ऐसी सीमाओं की चिंता बैंकों के एएसएम ढांचे के स्वयं की आंतरिक प्रणालियों द्वारा की जाती है। यह बैंकों द्वारा निधियों के स्रोतों और उनके उपयोग के बीच विद्यमान भारी विसंगतियों को ठीक करेगी और इसके द्वारा यह रिजर्व बैंक को इसके चलनिधि प्रबंध के परिचालनों को चलाने के लिए बाजार की स्थितियों का सही आकलन करने में सहायता करेगा। साथ ही साथ मांग मुद्रा दरों में होनेवाली गतिविधियों पर घनिष्ठ निगरानी की महत्तर आवश्यकता है।

*रिपो बाजार का विस्तार*

**3.150** रिजर्व बैंक का यह प्रयास रहा है कि रिपो बाजार का विकास न केवल असंपार्श्विकीकृत मांग मुद्रा बाजार से दबाव को कम करने के लिए, बल्कि निश्चित आय वाली प्रतिभूतियों के मूल्य निर्धारण के लिए अल्पावधिक रुपया आयवक्र के उभरने को सुविधाजनक बनाने के लिए भी किया जाए। वर्तमान में, केवल केंद्र और राज्य सरकारों की प्रतिभूतियां ही बाजार रिपो की पात्र थीं, तथापि, राज्य सरकारों की प्रतिभूतियों को व्यापक स्वीकार्यता नहीं है और इसलिए शायद ही कोई रिपो परिचालन उन पर



आधारित हो। चूंकि निश्चित आय वाला मुद्रा बाजार भारी सीमा तक केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों पर निर्भर है, अतः इस बात की जरूरत है कि पात्र प्रतिभूतियों के स्वरूप को व्यापक आधार वाला बनाया जाए। इस संदर्भ में, पूर्णतः डिमेटीकृत कंपनी बांडों को जिनमें अंतर्राष्ट्रीय रूप से स्वीकृत लेखांकन पद्धतियां प्रचलित हों, अंततः पात्र जमानत के रूप में माना जायेगा। ऐसी लिखतों के लिए उचित निपटान प्रणाली का विकास इस प्रक्रिया में प्रगति की पूर्व आवश्यकता होगी। यह सुनिश्चित करने में भी सावधानी बरतने की जरूरत है कि केवल उच्च श्रेणी की लिखतें ही इस सुविधा की पात्र बनें। बाजार की निष्ठा को बनाये रखने के लिए भी यह महत्वपूर्ण है। भविष्य में, बाजार रिपो की वृद्धि सरकारी प्रतिभूति बाजार में 'शार्ट सेलिंग' गतिविधि से प्रेरित होगी जिस प्रकार 'शार्ट सेल' को संचालित करने वाले विनियमनों में हाल में हुए परिवर्तनों को देखते हुए रिपो प्रतिभूति अब पांच दिनों तक के लिए सुपुर्द की जा सकती है।

#### एक ऊर्जास्वित मीयादी मुद्रा बाजार का विकास

3.151 मीयादी मुद्रा बाजार अनेक कारणों से विकसित नहीं हो पाया है, जैसीकि पहले विस्तार से चर्चा की जा चुकी है। इसके लिए एक प्रमुख कारण है कि बाजार सहभागी अलग-अलग मीयाद वाले खजाना बिलों की उपलब्धता और तर्कसम्मत रूप से विकसित स्वैप बाजार के बावजूद ब्याज दरों की लम्बी अवधि की राय बनाने में असमर्थ रहे हैं। यह आवश्यक है कि एएलएम ढांचा सुदृढ़ किया जाए तथा बैंकों में खजाना परिचालन का प्रबंधन करने वाले कार्मिकों को महत्तर नमनीयता प्रदान की जाए। दीर्घकाल से चले आ रहे उधारकर्ताओं और उधारदाताओं की दृष्टि से, मुद्रा बाजार में चलनिधि में आयी तंगी की स्थिति ठीक हो जायेगी यदि बैंक अपने एएलएम प्रणालियों को बेहतर रूप में विकसित कर सकें। विदेशी मुद्रा बाजार तथा घरेलू मुद्रा बाजार के बीच उचित सम्पर्कों को सुदृढ़ करने के लिए मीयादी मुद्रा बाजार का विकास करना बहुत महत्वपूर्ण है, जो परिणामतः व्युत्पन्नी घटक को प्रोत्साहन प्रदान करेगा।

#### अन्तर्बैंक सहभागिता प्रमाणपत्र का पुनरावलोकन

3.152 अन्तर्बैंक सहभागिता प्रमाणपत्र जिनका उपयोग बैंकों द्वारा अपनी अल्पावधिक चलनिधि की विसंगतियों को दूर करने के लिए किया जा सकता है, उनकी शुरुआत उनके ऋण संविभागों में बेहतर स्तर की नमनीयता लाने की दृष्टि से अक्टूबर 1988 में की गई। हाल के वर्षों में तेज ऋण वृद्धि को देखते हुए आइबीपीसी में रुचि पुनः बढ़ गयी है। इस संदर्भ में, चूंकि आइबीपीसी पर मार्गदर्शी दिशानिर्देश जारी किये हुए काफी समय बीत चुका है, अतः अवधि, मात्रा, ऋण राशि के प्रतिशत, पात्र सहभागियों तथा आइबीपीसी की अंतरणीयता की दृष्टि से एक संपूर्ण समीक्षा किये जाने की जरूरत है। इस प्रकार की समीक्षा के परिणामों के आधार पर, इस लिखत के उपयोग का विस्तार करने से भी बैंकों द्वारा अपनी आस्ति-देयता प्रबंधन भी सुविधाजनक बनाया जायेगा, दिन प्रति दिन के चलनिधि प्रबंधन में सुधार लाया जाएगा तथा यह बैंकों के

बीच ऋण जोखिम अंतरण के लिए एक बाजार के विकास में सहायता करेगा।

#### सीपी से संबंधित मुद्दे

3.153 सीपी के निर्गम को निधि आधारित कार्यकारी पूंजी की सीमाओं से असम्बद्ध कर दिये जाने तथा उसके पूर्णतः डिमेटीकरण के बावजूद सीपी बाजार में गतिविधि का अपेक्षित स्तर प्राप्त करने में कमी बनी हुई है। विद्यमान मार्गदर्शी दिशानिर्देशों के अनुसार क्रिसिल द्वारा पी-1 या पी-2 की साख दर वाली या किसी अन्य साख दर एजेंसी द्वारा इसी के समतुल्य साख दर वाली कंपनी सीपी जारी कर सकती है। जैसे कि बाजार अब एक निश्चित स्तर की परिपक्वता प्राप्त कर चुका है, जबकि साख दर का मानदंड जारी रह सकता है, सीपी का निर्गम करने वाली कंपनियों के लिए रेटिंग की अपेक्षा को अधिक नमनीय बनाया जा सकता है ताकि निवेशकों की जोखिम को खपाने की उनकी शक्ति के आधार पर उन्हें एक अधिक ढांचागत बाजार मिले।

#### नीति से संबद्ध ब्याज दरों का भविष्य

3.154 आगे चलकर, ब्याज दरों पर 'फेडरल फंड फ्यूचर्स' की तर्ज पर एक भारतीय प्रतिरूप, जो रिजर्व बैंक की मुख्य नीतिगत दरों से जुड़ा हो, उभर कर आ सकता है। फ्यूचर मार्केट में लेनदेन मौद्रिक नीति के भावी स्वरूप पर बाजार की प्रत्याशाओं के बारे में महत्वपूर्ण सूचना प्रकट करेगा। यथा, फेडरल फंड फ्यूचर्स का लेनदेन अमरीका में इसकी मौद्रिक नीति के निर्माण में फेडरल ओपन मार्केट समिति को मुख्य सूचनाएं प्रदान करता है।

#### वित्तीय स्थिरता को बढ़ाना

3.155 मुद्रा बाजार में चूक के जोखिम में इतनी क्षमता है कि वह वित्तीय बाजारों में संक्रामक प्रभाव निर्मित कर सकता है और इसलिए उससे निपटने की जरूरत होती है। इस संबंध में विकसित अर्थव्यवस्थाओं का अनुभव यह दर्शाता है कि आम तौर पर स्वतः विनियामक संगठन (एसआरओज) मुद्रा बाजार में सहभागियों की गतिविधियों को विनियमित करते हैं जहां तक उनके पूंजी पर्याप्तता तथा कारोबार के संचालन का प्रश्न है। इनमें से अधिकांश बाजारों में चूक संबंधी संकल्प भी संविदा विधि तथा दिवालिया विधि द्वारा लिये जाते हैं। अंतर्राष्ट्रीय अनुभव के आधार पर ऐसा मामला बन सकता है कि किसी उपयुक्त स्व-विनियामक संगठन को इसकी शक्तियां प्रदान की जाएं जो उपयुक्त रूप से बाजार व्यष्टि संरचना का विकास करने के लिए एक उत्प्रेरक का कार्य करे।

3.156 एक आधारभूत शक्ति जो वित्तीय बाजार के सभी विभिन्न घटकों के बीच एक अधिक आंतरिक समीकरण करने में योगदान कर सकती है - वह है भुगतान और निपटान प्रणाली का प्रौद्योगिकीगत उन्नयन। रिजर्व

बैंक में लोक ऋण कार्यालय (पीडीओ) तथा जमा लेखा विभाग (डीएडी) के वस्तुतः पूर्ण कम्प्यूटरीकरण के साथ-साथ केंद्रीकृत निधि प्रबंध प्रणाली (सीएफएमएस) के परिचालन में आने से तुलनात्मक रूप से निम्न सीआरआर की प्रणाली में, घरेलू बाजार के विभिन्न घटकों के बीच महत्तर एकीकरण को बढ़ावा देना चाहिए। जहां ये गतिविधियां वित्तीय बाजार की दक्षता को बढ़ावेंगी, वहीं संक्रामक प्रभाव के भी तेजी से फैलने का जोखिम है। अतः नये परिवेश में जोखिम को नियंत्रित रखना रिजर्व बैंक के लिए प्रमुख चुनौती होगी और इसे अपनी लिखतों के नियोजन में नमनीय रहना होगा, साथ ही वित्तीय स्थिरता को सुदृढ़ करने के लिए विभिन्न घटकों में समानान्तर रूप से (मध्यस्थता) हस्तक्षेप करते रहना होगा।

### चलनिधि प्रबंधन

**3.157** यद्यपि भारत में चलनिधि प्रबंध के संव्यवहारों को उन्नत करने के लिए काफी प्रगति की जा चुकी है, फिर भी अनेक नयी चुनौतियां उभर कर आ गयी हैं। पहली, प्रचुर चलनिधि होने की स्थिति में, एलएएफ खिड़की बैंकों द्वारा अधिशेष निधियों को नियोजित करने का पहला आश्रय बनता है। दूसरी, अधिक लम्बी अवधि वाली विदेशी मुद्रा के आगमों के चलनिधि प्रभाव को रोकने के लिए निष्प्रभावीकरण प्रक्रिया-तंत्र के रूप में रिजर्व बैंक ने एमएसएस को विकसित किया है, जहां एलएएफ मार्जिन पर स्थित चलनिधि के प्रबंधन के लिए उपयोग में लाना जारी रहेगा। फिर भी पहले से ही यह जानने का कोई रास्ता नहीं है कि चलनिधि की यह स्थिति स्थायी है या अस्थायी। इसके अलावा, एमएसएस इसकी अपनी परिपक्वता (मीयाद) के दौरान अगतिशील रहता है। अतः इस बात की जरूरत है कि चलनिधि के प्रबंधन के लिए कुछ और लिखतों/विकल्पों की खोज की जाए, विशेषकर और अधिक पूर्ण पूंजी खाते की परिवर्तनीयता की ओर बढ़ने के संदर्भ में। तीसरी, रिजर्व बैंक हो सकता है, इस स्थिति में न हो कि वह अनिश्चित काल तक निष्प्रभावीकरण परिचालनों को संचालित करता रहे, क्योंकि सरकारी प्रतिभूतियों का इसका स्टॉक सीमित है। साथ ही एमएसएस जारी करने की भी एक सीमा है। इसके अलावा रिजर्व बैंक ने राजकोषीय उत्तरदायित्व तथा बजट प्रबंध (एफआरबीएम) अधिनियम, 2003 के प्रावधानों की दृष्टि से 1 अप्रैल 2006 से सरकारी प्रतिभूतियों की प्राथमिक बाजार में होने वाले नीलामियों से अपने आप को हटा लिया है। चौथी, एक ऊर्जस्वित कंपनी ऋण बाजार की अनुपस्थिति/कमी संपार्श्विक (जमानत) के रूप में पात्र लिखतों की दृष्टि से चलनिधि प्रबंधन को और बेहतर बनाने में अड़चन बना हुआ है। इस संदर्भ में, यह ध्यान में रखा जाए कि राज्य विकास ऋण ने, जिन्हें 3 अप्रैल 2007 से चलनिधि समायोजन सुविधा के अंतर्गत परिचालनों के लिए पात्र जमानत आधार के रूप में माना जाता है, एलएएफ के लिए जमानत आधार को व्यापक

बना दिया है। पांचवीं, चूंकि अनेक बैंक अब एसएलआर प्रतिभूतियों के निर्धारित स्तरों के समीप चल रहे हैं, चलनिधि की तंगी की हालत में, बैंकों के लिए यह कठिन होगा कि वे पर्याप्त जमानत आधार न होने की स्थिति में एलएएफ खिड़की का सहारा ले सकें। छठी, दिन के अंदर चलनिधि को सुविधाजनक बनाने की दृष्टि से रिजर्व बैंक प्रत्येक कार्य दिवस को दिन में दो बार एलएएफ की नीलामियां करता है। जैसाकि नैतिक संकट का मुद्दा उठता है, कुछ बाजार सहभागी रिजर्व बैंक के बाजार परिचालनों के संदर्भ में अपनी चलनिधि का प्रबंधन सक्रियतापूर्वक नहीं कर रहे हो सकते हैं।

**3.158** उपर्युक्त मुद्दों से निपटने की जरूरत है, विशेषकर और अधिक पूर्ण पूंजी खाते की परिवर्तनीयता की ओर बढ़ने की स्थिति में। पहला, चलनिधि की स्थितियों का आकलन करने के लिए प्रणाली को और चुस्त दुरुस्त बनाने की जरूरत है, जो चलनिधि का पूर्वानुमान लगाने के लिए एक बेहतर ढांचे की मांग करती है। उस अल्पावधि ने, जिसमें चलनिधि की स्थितियां भारी सीमा तक बदल रही हैं, अल्पावधिक ब्याज दरों को लक्ष्यबद्ध करने में मुख्य चुनौती खड़ी कर दी है। राजकोषीय स्थिति तथा सरकार की नकदी शेष की स्थिति को समझना तथा पूंजी के आगमों की मात्रा तथा उनके समय की समझ अत्यधिक महत्वपूर्ण हो गई है। इस संदर्भ में रिजर्व बैंक के पास रखी सरकार की नकदी शेष की स्थिति की सूचना नियमित रूप से जारी करने पर विचार किये जाने की जरूरत है। दूसरे, बढ़ते हुए पूंजी आगमों की दृष्टि से, अंतर्राष्ट्रीय ब्याज दरों में होनेवाली गतिविधियों को क्रमिक रूप से अधिक भारांक दिये जाने की जरूरत है। तीसरे, अस्थिरकारी भारी और अचानक रूप में आने वाले पूंजी प्रवाहों को देखते हुए यह नीतिगत दरों में अल्प और क्रमिक परिवर्तनों के जरिए अधिक लचीले तथा तेजी से होने वाले मौद्रिक नीतिगत प्रतिसादों की मांग करती है, जैसा कि हाल के वर्षों में परम्परा रही है, क्योंकि बड़े-बड़े परिवर्तन विघटनकारी हो सकते हैं। चौथे, खुले बाजार के परिचालन, जिनका उपयोग चलनिधि की स्थितियों को संतुलित करने के लिए किया जाता है, के अलावा, किसी आय वक्र में आयी किसी गम्भीर विकृतियों को दूर करने के लिए भी किया जा सकता है। अंतिम, जबकि रिजर्व बैंक ने मौद्रिक नीति की लिखत के रूप में प्रारक्षित अपेक्षाओं के उपयोग को क्रमिक रूप से कम कर दिया है, बाजार के विकास की वर्तमान स्थिति को देखते हुए यह आवश्यक है कि जब भी आवश्यक हो, प्रारक्षित अपेक्षाओं को उपयोग में लाने की नमनीयता को बनाये रखा जाये।<sup>12</sup>

### VII. सारांश

**3.159** 1990 के दशक के प्रारम्भिक वर्षों से मौद्रिक बाजार लिखतों, सहभागियों तथा प्रौद्योगिकीगत बुनियादी सुविधा की दृष्टि से महत्वपूर्ण

<sup>12</sup> भारतीय रिजर्व बैंक (संशोधन) अधिनियम, 2006 की धारा 3 के प्रावधान 1 अप्रैल 2007 से लागू हो गये जो सीआरआर का प्रयोग करने में रिजर्व बैंक को नमनीयता प्रदान करते हैं।

रूपान्तरण से गुजरा है। सुधार के विभिन्न उपायों के परिणामस्वरूप मुद्रा बाजार अपेक्षाकृत गहन, तरल और ऊर्जस्वित हुआ है। यह रूपांतरण रिजर्व बैंक की नीतिगत पहलों के द्वारा तथा साथ ही मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रियाओं को मौद्रिक प्रबंधन की नियोजित तथा प्रत्यक्ष लिखतों की ओर से अप्रत्यक्ष, बाजार आधारित लिखतों की ओर बढ़ने से सुविधाजनक बना है। भारत में मुद्रा बाजार की संरचना में तथा मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रियाओं में परिवर्तन मोटे तौर पर अंतर्राष्ट्रीय अनुभवों तथा सर्वोत्तम संव्यवहारों के अनुरूप रहे हैं।

**3.160** मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रियाओं में बदलाव के साथ-साथ, रिजर्व बैंक के चलनिधि प्रबंधन के परिचालनों को भी चुस्त-दुरुस्त किया गया है ताकि मौद्रिक नीति संबंधी संकेतों की प्रभावशीलता को बढ़ाया जा सके। अर्थव्यवस्था के अधिक खुलेपन के चलते बढ़ते हुए वित्तीय नवोन्मेषों ने मौद्रिक लक्ष्य-निर्धारण से बहुल संकेतक दृष्टिकोण की ओर बढ़ने की आवश्यकता को बढ़ा दिया है जिसमें मौद्रिक नीति के निर्माण में दर सरणियों पर अधिक बल दिया गया है। तदनुसार, एलएएफ, जो दैनिक आधार पर चलनिधि की स्थितियों को संतुलित करने का प्रमुख प्रक्रिया-तंत्र बन चुकी है, को शुरू करने के बाद से अल्पावधिक ब्याज दरें मौद्रिक नीति की प्रमुख लिखत के रूप में उभरी है।

**3.161** नीतिगत जोर में आये बदलावों के अनुरूप, मुद्रा बाजार के विभिन्न घटकों को विकसित किया गया है। मांग मुद्रा बाजार को एक पूर्णतः अन्तर्बैंक बाजार के रूप में रूपान्तरित किया गया, जबकि मुद्रा बाजार की अन्य लिखतों जैसे बाजार रिपो तथा सीबीएलओ का विकास गैर-बैंकों को अपनी अल्पावधिक चलनिधि संबंधी विसंगतियों से निपटने का अवसर प्रदान करने के लिए किया गया। इसके अलावा, मुद्रा बाजार की अन्य लिखतों जैसे सी.पी. तथा सी.डी. के निर्गम के मानदंडों और मीयाद संबंधी रूपरेखा को समरस बनाया गया, ताकि सभी विभिन्न घटकों में नीति संबंधी जोर को प्रभावी रूप से संप्रेषित किया जा सके। तदर्थ खजाना बिलों की समाप्ति, तथा खजाना बिलों की नीलामी की शुरुआत ने जोखिम मुक्त दर को उभरने में सहायता की, जो मुद्रा बाजार की अन्य लिखतों के मूल्य निर्धारण में बेंचमार्क का कार्य करती है। तथापि मौद्रिक नीति के बढ़े हुए बाजारोन्मुखीकरण तथा घरेलू बाजार के वैश्विक वित्तीय बाजारों के साथ बेहतर एकीकरण ने उपयुक्त जोखिम प्रबंध की परम्पराओं के लिए किसी संस्थागत ढांचे के विकास की जरूरत पैदा कर दी है। तदनुसार,

रिजर्व बैंक का जोर संपार्श्विकीकृत घटकों की ओर बढ़ने को प्रोत्साहित करने पर तथा बाजार जोखिमों की हेजिंग (सुरक्षा) के लिए व्युत्पन्नी लिखतों का विकास करने पर रहा है। इसके अनुपूरक के रूप में निपटान जोखिम से निपटने के लिए केंद्रीय प्रतिपक्षी पार्टी के रूप में सीसीआईएल का संस्था के रूप में गठन किया गया। भुगतान प्रौद्योगिकियों के उन्नयन ने बाजार सहभागियों को अपने आस्ति-देयता प्रबंधन में सुधार लाने में समर्थ बनाया। आवर्ती रूप में, इन उपायों ने मुद्रा बाजार में उद्वेगशीलता को नियंत्रित करने में सहायता की है जिसके द्वारा वित्तीय स्थिरता को सुनिश्चित करते हुए मौद्रिक नीति के संकेत देने के प्रणाली-तंत्र को सुधारने में सहायता की है।

**3.162** अब तक पर्याप्त प्रगति किये जाने के बावजूद, मुद्रा बाजार का और भी विकास किये जाने की जरूरत है, विशेषकर, और अधिक पूर्ण पूंजी खाते की परिवर्तनीयता के संदर्भ में। मुद्रा बाजार का और आगे विकास बैंकों तथा अन्य बाजार सहभागियों द्वारा बेहतर एएलएम संव्यवहारों की मांग करता है, जो बैंकों को अपनी आंतरिक नियंत्रण प्रणालियों से अपनी मांग मुद्रा जोखिमों पर उपयुक्त विवेक-सम्मत सीमाएं लगाने में समर्थ बनायेगा। मीयादी मुद्रा बाजार के विकास की दृष्टि से सहभागियों को ब्याज दरों पर दीर्घावधिक दृष्टिकोण अपनाने की जरूरत है। इसके अलावा, रिपो लेनदेनों के लिए उपलब्ध पात्र संपार्श्विक प्रतिभूतियों के पात्रता सेट का विस्तार करने की आवश्यकता है। इससे न केवल चलनिधि के प्रबंधन को सुविधाजनक बनाया जा सकेगा, बल्कि यह उपलब्ध ऋण लिखतों के विकास को भी प्रोन्नत करेगा। अंतिम, रिजर्व बैंक द्वारा चलनिधि की स्थितियों का सही आकलन करने के लिए चलनिधि का पूर्वानुमान लगाने की तकनीकों को और भी उन्नत बनाने की जरूरत है। इससे चलनिधि प्रबंधन की परिचालन प्रक्रियाओं में उन्नत परिवर्तन लाने में सुविधा होगी तथा यह रिजर्व बैंक को नमनीय रूप में उभरती हुई चुनौतियों से निपटने में समर्थ बनायेगा। जैसे ही ये गतिविधियां होती हैं, यह समझे जाने की जरूरत है कि भारत में मौद्रिक प्रबंधन मध्यवर्ती व्यवस्था के रूप में संचालित किया जाना जारी रहेगा जो सर्जनात्मक रूप से तथा सावधानीपूर्वक घरेलू और वैश्विक दोनों प्रकार की उभरती और विकसित होती हुई मौद्रिक तथा व्यापक आर्थिक स्थितियों के प्रति प्रतिक्रिया करना जारी रखेगा।

### अनुलग्नक III.1: विकसित देशों में चलनिधि प्रबंधन की परिचालन प्रक्रियाएं

देश	उद्देश्य	तत्काल/परिचालन लक्ष्य	मुख्य नीतिगत संकेतक	विकसित देशों में चलनिधि की मुख्य लिखतें		5	6	7	8	9	10	11	12	पात्र समाश्रितक
				सीआर ओएसओ रिपो आर	स्थायी सुविधा									
1	अधिकतम संवहनीय उत्पादन रोजगार व स्थिर मूल्यों को प्रोत्साहन	फेडरल फंड दर	चालू और सम्भावित आर्थिक गतिविधियों के बहुल संकेतक	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	दैनिक	प्राथमिक व्यापारी		सरकार का या उम्मीद प्रत्यक्ष दायित्व जो फेडरल सरकार एजेंसियों तथा कंपनी बांडों द्वारा पूर्णतः गारंटीकृत हो	
यू.के.	मूल्य स्थिरता	बैंक दर के अनुरूप रात्रिभर की बाजार ब्याज दर	मौद्रिक तथा ऋण समुच्चय ब्याज दरों, आदि की गतिविधियाँ	हाँ*	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	प्रति सप्ताह एक तथा प्रतिमाह एक (दोषांश) रिपो	पात्र यूके बैंक, बिल्डिंग समितियाँ तथा प्रतिभूति डीलर्स		यू.के. तथा ईईएप सरकारी संगठनों तथा प्रमुख अंतरराष्ट्रीय संगठनों के बांड (स्ट्रॉलिंग तथा यूरो)	
ईसीबी	मूल्य स्थिरता, रोजगार का उच्च स्तर, संतुलित एवं संवहनीय विकास	कोई आधिकारिक परिचालन लक्ष्य नहीं @	मुद्रा तथा वित्तीय और अन्य आर्थिक गतिविधियों के लिए तथा मूल्य स्थिरता के प्रति जोखिम के लिए दृष्टिकोण का व्यापक आकलन	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	एक प्रति सप्ताह तथा एक प्रति माह नियमित आधार पर	कतिपय ऋण संस्थाएँ जो परिवारलन अपेक्षाओं को पूरा करती हैं, पारस्परिक निधियाँ, निगम, बीमा कंपनियाँ तथा अन्य संस्थागत निवेशक		विपणन योग्य और गैर-विपणन योग्य दोनों, निजी और सरकारी लिखतें	
जापान	मूल्य स्थिरता तथा राष्ट्रीय अर्थव्यवस्था के सुदृढ़ विकास के लिए योगदान	रात्रिभर के लिए मांग मुद्रा दर	समय आर्थिक और वित्तीय संकेतक - धोकर मूल्य, कंपनी - सेवा मूल्य तथा मुद्रा स्पर्धा	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	प्रति दिन एक से अधिक	प्रमुख खिलाड़ी - धरोखू रूप से लाइसेंस प्राप्त बैंक, विदेशी बैंक तथा प्रतिभूति कंपनियाँ तथा मुद्रा बाजार के ब्रोकर		सार्वजनिक ऋण जैसे जेजीबीज तथा निजी ऋण जैसे सीपीओ और बैंक ऋण दोनों।	
आस्ट्रेलिया	मुद्रास्थिरता, अलावा पूर्ण रोजगार आर्थिक समृद्धि तथा कल्याण कार्य को बनाये रखना	स्क्रवी दर	मुद्रास्फीति तथा वृद्धि की सम्भावनाएँ, मुद्रा तथा ऋण की स्थितियाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	दैनिक	रिजर्व बैंक, सरना और अंतरण प्रणाली का कोई भी सदस्य, बड़े धरोखू बैंक, कुछ बड़ी गैर-बैंक वित्तीय संस्थाएँ तथा कुछ ग्लोबल बैंकों की स्थानीय शाखाएँ		कामनवेल्थ सरकारी प्रतिभूतियाँ धरोखू ऋण प्रतिभूतियाँ और केंद्र तथा प्रांतीय सरकारों द्वारा जारी बटुवाली प्रतिभूतियाँ, बैंक बिल, चुनिंद्य बैंकों द्वारा जारी सीडी, सरकारी गारंटीयौवाली आधिराष्ट्रीय तथा विदेशी सरकारी एजेंसियों, की प्रतिभूतियाँ	
न्यूजीलैंड	मूल्य स्थिरता	आधिकारिक नमदी दर	जोडीपी, उत्पादन अंतराल, कारोबारी चक्र के संकेतक	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	दैनिक	वे पारटियाँ जिन्होंने रिजर्व बैंक के साथ मास्टर पुनर्खरीद करार किया हुआ है।		सरकारी प्रतिभूतियाँ	
कनाडा	निम्न तथा स्थिर मुद्रास्फीति	रात्रिभर की दरें	उत्पादन अंतराल तथा विभिन्न बाजारों में संकेतकों की व्यापक श्रेणियाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	दिन में दो बार	प्राथमिक व्यापारी		कनाडा सरकार तथा प्रादेशिक सरकारों द्वारा जारी और गारंटीकृत प्रतिभूतियाँ और बैंकों द्वारा स्वीकृतियाँ, प्रोमिजरी नोट (प्रोनोट), सी.पी. अत्याधिक नगर निगम की प्रतिभूतियाँ, कम से कम निगमकतों की क्रेडिट रेटिंग वाले कंपनी और नगर निगम के बांड।	

\* : स्वीडिश रूप से रिजर्वों की औसत करने वाली योजना, साथ ही ऐसे रिजर्व जिन्होंने बैंक दर पर क्षतिपूर्ति की गयी हो, बचतें औसतन वे योजना द्वारा निर्धारित लाइनों के + या - 1% पड़ते हों।

@ : यूरो क्षेत्र के लिए ईसीबी तीन प्रमुख ब्याज दरें निर्धारित करती है, जो ईसीबी की मौद्रिक नीति के दृष्टिकोण का निर्धारण करती है। इनमें शामिल है - मुख्य पुनर्वित्तियन परिचालनों पर ब्याज दरें, मार्जिनल उधार देने की सुविधा तथा जमा की सुविधा।

स्रोत : संवहनीय विकास के क्षेत्रों की वेबसाइट तथा हॉकिन्स, जे. (2005)।

### मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट



## अनुलग्नक III.2: उदीयमान बाजारी अर्थव्यवस्थाओं में चलनिधि प्रबंधन की परिचालन प्रक्रियाएं

देश	उद्देश्य	तत्काल/परिचालन लक्ष्य	विवेकाधीन चलनिधि की विवेकाधीन लिखतें					बाजार परिचालनों की बागबान्ता		पात्र प्रतिपक्षी	पात्र सम्पारिर्षक
			संकेत/ ओएसओ आर	सिधो	स्थायी सुविधा	अन	10	11	12		
रूस	मुद्रा की स्थिरता तथा निपटान प्रणाली	मौद्रिक आधार	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	बैंक ऑफ रशिया लोम्बार्ड प्रतिभूतियों की सूची, प्रोनोट तथा ऋण करारों के अंतर्गत ढाँचे का अधिकार, फंडरल तथा क्षेत्रीय सरकारों के बांड, बैंक ऑफ रशिया और फ्रेडिट संस्थाओं के बांड, वृष्टिबंधक, युक्त बांड, रसीडेंट कॉर्पोरेट बांड अंतरराष्ट्रीय वित्तीय सांठगों के बांड।
दक्षिण अफ्रीका	मूल्य स्थिरता	पुनः खरीद दर	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	बैंक ऑफ रशिया लोम्बार्ड प्रतिभूतियों की सूची, प्रोनोट तथा ऋण करारों के अंतर्गत ढाँचे का अधिकार, फंडरल तथा क्षेत्रीय सरकारों के बांड, बैंक ऑफ रशिया और फ्रेडिट संस्थाओं के बांड, वृष्टिबंधक, युक्त बांड, रसीडेंट कॉर्पोरेट बांड अंतरराष्ट्रीय वित्तीय सांठगों के बांड।
मेक्सिको	मूल्य स्थिरता	बैंक रिजर्व	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	बैंक ऑफ रशिया लोम्बार्ड प्रतिभूतियों की सूची, प्रोनोट तथा ऋण करारों के अंतर्गत ढाँचे का अधिकार, फंडरल तथा क्षेत्रीय सरकारों के बांड, बैंक ऑफ रशिया और फ्रेडिट संस्थाओं के बांड, वृष्टिबंधक, युक्त बांड, रसीडेंट कॉर्पोरेट बांड अंतरराष्ट्रीय वित्तीय सांठगों के बांड।
चीन	मुद्रा की स्थिरता तथा उसके द्वारा आर्थिक वृद्धि को प्रोत्साहित करना	मुद्रा आपूर्ति/ अतिरिक्त रिजर्व	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	बैंक ऑफ रशिया लोम्बार्ड प्रतिभूतियों की सूची, प्रोनोट तथा ऋण करारों के अंतर्गत ढाँचे का अधिकार, फंडरल तथा क्षेत्रीय सरकारों के बांड, बैंक ऑफ रशिया और फ्रेडिट संस्थाओं के बांड, वृष्टिबंधक, युक्त बांड, रसीडेंट कॉर्पोरेट बांड अंतरराष्ट्रीय वित्तीय सांठगों के बांड।
भारत	वृद्धि, मूल्य तथा वित्तीय स्थिरता	रात्रिभर की दरें	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	बैंक ऑफ रशिया लोम्बार्ड प्रतिभूतियों की सूची, प्रोनोट तथा ऋण करारों के अंतर्गत ढाँचे का अधिकार, फंडरल तथा क्षेत्रीय सरकारों के बांड, बैंक ऑफ रशिया और फ्रेडिट संस्थाओं के बांड, वृष्टिबंधक, युक्त बांड, रसीडेंट कॉर्पोरेट बांड अंतरराष्ट्रीय वित्तीय सांठगों के बांड।
थाईलैंड	मूल्य स्थिरता	पुनखरीद दर (14 दिवसीय)	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	बैंक ऑफ रशिया लोम्बार्ड प्रतिभूतियों की सूची, प्रोनोट तथा ऋण करारों के अंतर्गत ढाँचे का अधिकार, फंडरल तथा क्षेत्रीय सरकारों के बांड, बैंक ऑफ रशिया और फ्रेडिट संस्थाओं के बांड, वृष्टिबंधक, युक्त बांड, रसीडेंट कॉर्पोरेट बांड अंतरराष्ट्रीय वित्तीय सांठगों के बांड।
इंडोनेशिया	मूल्य स्थिरता	बैंक इंडोनेशिया दर	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	बैंक ऑफ रशिया लोम्बार्ड प्रतिभूतियों की सूची, प्रोनोट तथा ऋण करारों के अंतर्गत ढाँचे का अधिकार, फंडरल तथा क्षेत्रीय सरकारों के बांड, बैंक ऑफ रशिया और फ्रेडिट संस्थाओं के बांड, वृष्टिबंधक, युक्त बांड, रसीडेंट कॉर्पोरेट बांड अंतरराष्ट्रीय वित्तीय सांठगों के बांड।
मलेशिया	वृद्धि के लिए मौद्रिक और वित्तीय स्थिरता	रात्रिभर के लिए ब्याज दर	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	बैंक ऑफ रशिया लोम्बार्ड प्रतिभूतियों की सूची, प्रोनोट तथा ऋण करारों के अंतर्गत ढाँचे का अधिकार, फंडरल तथा क्षेत्रीय सरकारों के बांड, बैंक ऑफ रशिया और फ्रेडिट संस्थाओं के बांड, वृष्टिबंधक, युक्त बांड, रसीडेंट कॉर्पोरेट बांड अंतरराष्ट्रीय वित्तीय सांठगों के बांड।
कोरिया	मूल्य स्थिरता	रात्रिभर के लिए मांग दरें	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	बैंक ऑफ रशिया लोम्बार्ड प्रतिभूतियों की सूची, प्रोनोट तथा ऋण करारों के अंतर्गत ढाँचे का अधिकार, फंडरल तथा क्षेत्रीय सरकारों के बांड, बैंक ऑफ रशिया और फ्रेडिट संस्थाओं के बांड, वृष्टिबंधक, युक्त बांड, रसीडेंट कॉर्पोरेट बांड अंतरराष्ट्रीय वित्तीय सांठगों के बांड।
सिंगापुर	संबन्धीय आर्थिक वृद्धि के लिए ठोस आधार के रूप में मूल्य स्थिरता	भारतित वित्तीय दर	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	हैं	बैंक ऑफ रशिया लोम्बार्ड प्रतिभूतियों की सूची, प्रोनोट तथा ऋण करारों के अंतर्गत ढाँचे का अधिकार, फंडरल तथा क्षेत्रीय सरकारों के बांड, बैंक ऑफ रशिया और फ्रेडिट संस्थाओं के बांड, वृष्टिबंधक, युक्त बांड, रसीडेंट कॉर्पोरेट बांड अंतरराष्ट्रीय वित्तीय सांठगों के बांड।

\* : 2003 की स्थिति के अनुसार सृजित स्थिति # : चलनिधि समायोजन सुविधा के अंतर्गत रिपो/रिर्स रिपो।  
 स्रोत : संबंधित केंद्रीय बैंकों की वेबसाइटें तथा हॉकिन्स.जे. (2005)।

मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट

अनुलग्नक III.3: मुद्रा बाजारों की संरचना

देश	लिखते	मीयाद	प्रमुख सहभागी
1	2	3	4
अमरीका	फेडरल फंड	अधिकांशतः रात्रिभर के लिए (कुछ सप्ताहों के लिए दीर्घावधि भी हैं)	बैंक तथा अन्य डिपाजिटरी (निक्षेपागार) संस्थान
	बट्टा विंडो	सामान्यतः रात्रिभर के लिए	बैंक तथा अन्य डिपाजिटरी (निक्षेपागार) संस्थान*
	जमाप्रमाण पत्र	अधिकांशतः 1-12 माह तक के लिए (कुछ पांच साल या उससे भी ज्यादा के लिए)	बैंक (मनी सेंटर बैंक तथा बड़े क्षेत्रीय बैंक)*
	बेचनीय जमा प्रमाण पत्र	1-12 माह के लिए	अच्छी तरह पूंजीकृत बैंक
	यूरो डालर सीडी	अधिकांशतः 3-6 माह (कुछ की लम्बी अवधि)	बैंक (अमरीकी बैंकों की विदेशी शाखाएं या विदेशों में स्थित विदेशी बैंक)*। ये ब्रोकरों, निवेश-बैंकों, संस्थागत निवेशकों तथा बड़े-बड़े निगमों को बेची जाती है।
	यूरो डालर मीयादी जमा	रात्रिभर, 1-सप्ताह, 1-6 माह और लम्बी अवधि के लिए	बैंक *
	पुनर्खरीद करार	अल्पावधि : रात्रिभर, या कुछ दिनों के लिए लम्बी अवधि के लिए : 1-2-3 सप्ताह और 1, 2, 3, 6 माह के लिए	बैंक, प्रतिभूति व्यापारी, गैर-वित्तीय निगम तथा सरकारें (प्रधान सहभागी)
	खजाना बिल	4, 13, और 26 सप्ताह (52 सप्ताह के बिल 2001 में बंद कर दिए गए)	अमरीकी सरकार और प्राथमिक व्यापारी.
	म्युनिसिपल नोट्स	30 दिन से 1 साल	राज्य / स्थानीय सरकारें
	वाणिज्यिक पत्र	अधिकांशतः 270 दिनों के लिए औसतन 30 दिनों के लिए	गैर वित्तीय तथा वित्तीय कारोबारी (निगम तथा विदेशी सरकारें)*.
	बैंकों की स्वीकृतियां	270 दिनों तक की	गैर-वित्तीय और वित्तीय कारोबारी (आयात और निर्यात से जुड़ी फर्म)*.
	सरकार-प्रायोजित उद्यम प्रतिभूतियां . बट्टा नोट . बॉड	30 दिन से 360 दिनों तक एक साल से ऊपर के	फार्म क्रेडिट सिस्टम, फेडरल होम लोन बैंक सिस्टम एण्ड फेडरल नेशनल मोर्टगैज असोसिएशन*.
	मुद्रा बाजार लिखतों में शेयर्स . मनी मार्केट म्युच्युअल फंड . स्थानीय सरकार के निवेश पूल	90 दिन से कम औसत : 318 दिन (1-1044 दिन)	मुद्रा बाजार म्युच्युअल फंड एण्ड तथा स्थानीय सरकार निवेश पूल
	फ्यूचर्स संविदा	3 माह	डीलर्स और बैंक*
आप्शंस	पूर्व-व्यवस्थित व्यपगत तारीख को या उससे पहले स्ट्राइक मूल्य पर प्रयुक्त	डीलर बैंक और गैर-बैंक	
ब्याज दर स्वैप्स	विचाराधीन ऋण निर्गमों की मीयाद पर ब्याज दरों की एक्सचेंज	डीलर, बैंक और गैर-बैंक	

\* प्रधान उधारकर्ता

मुद्रा बाजार

अनुलग्नक III.3: मुद्रा बाजारों की संरचना (जारी)

देश	लिखते	मीयाद	प्रमुख सहभागी
1	2	3	4
यू.के.	<p>रिजर्व औसत करना</p> <p>उधार देने और जमा की स्थायी सुविधाएं</p> <p>खुले बाजार के परिचालन : पुनर्खरीद करार (गिल्ड्स, एचएम सरकार गैर-स्टर्लिंग विपणन योग्य ऋण, स्टर्लिंग खजाना बिल, बैंक ऑफ इंग्लैंड यूरो बिल्स तथा यूरो नोट्स, पात्र बैंकों तथा स्थानीय प्राधिकरणों के बिल, योरोपीय आर्थिक क्षेत्र, केंद्रीय सरकारों तथा अंतरराष्ट्रीय संस्थाओं द्वारा जारी) स्टर्लिंग में मूल्यवर्गित प्रतिभूतियां</p> <p>खजाना बिल</p> <p>विनिमय बिल</p> <p>जमा प्रमाणपत्र</p> <p>वाणिज्यिक पत्र . बैंक स्वीकृति . व्यापार पत्र</p>	<p>एमपीसी के निर्णय की तारीखों के बीच 1 माह</p> <p>रात्रिभर के लिए</p> <p>1-सप्ताह, बैंक दर पर 3, 6, 9, 12 माह, बाजार दर पर</p> <p>एक साल तक के लिए (कुछ की मीयाद 1 साल से भी ज्यादा की होती है)</p>	<p>43 बैंक तथा बिल्डिंग समितियां</p> <p>यू.के. के 60 से अधिक बैंक तथा बिल्डिंग समितियां</p> <p>43 यू.के. बैंक, बिल्डिंग सोसाइटीज तथा प्रतिभूति व्यापारी</p> <p>सरकार द्वारा जारी</p> <p>बैंकों द्वारा जारी</p> <p>बिल्डिंग सोसाइटीजों द्वारा जारी तथा बैंकों और बट्टा गृहों द्वारा खरीदे-बेचे गये</p> <p>उद्योग द्वारा जारी</p> <p>व्यापारी</p>
ईसीबी @	<p>मुख्य पुनर्वित्त परिचालन</p> <p>दीर्घावधिक पुनर्वित्त परिचालन (टीयर I तथा टीयर II आस्तियां)</p> <p>फाइन ट्यूनिंग /संरचनागत रिवर्स लेनदेन (टीयर-I तथा टीयर II आस्तियां)</p> <p>फाइन ट्यूनिंग/संरचनागत सीधी खरीद (केवल टीयर I आस्तियां)</p> <p>फाइन ट्यूनिंग/विदेशी मुद्रा स्वैप</p> <p>मार्जिनल उधार देने की सुविधाएं (टीयर-I &amp; टीयर II आस्तियां)</p> <p>ऋण प्रतिभूतियों के संरचनागत निर्गम</p> <p>जमा सुविधाएं</p>	<p>1 सप्ताह</p> <p>3 माह</p> <p>मानकीकृत नहीं</p> <p>मानकीकृत नहीं</p> <p>मानकीकृत नहीं</p> <p>रात्रिभर के लिए</p> <p>12 माह से कम</p> <p>रात्रिभर के लिए</p>	<p>प्रतिपक्षी पार्टियां : पात्र ऋण संस्थाएं</p> <p>पात्र ऋण संस्थान</p> <p>पात्र ऋण संस्थान</p> <p>पात्र ऋण संस्थान</p> <p>पात्र ऋण संस्थान</p> <p>पात्र ऋण संस्थान</p> <p>पात्र ऋण संस्थान</p>
जापान	<p>मांग मुद्रा बाजार अल्पावधिक प्रतिभूतियां: . वाणिज्यिक पत्र . जमा प्रमाणपत्र . खजाना बिल</p>		

@ स्रोत : ब्लैक डी, आदि (2001)

अनुलग्नक III.3: मुद्रा बाजारों की संरचना (जारी)

देश	लिखते	मीयाद	प्रमुख सहभागी
1	2	3	4
	पुनर्खरीद करार (पात्र संपाश्विक : सरकारी बांड/ बिल, सरकार द्वारा गारंटीकृत बांड, नगर निगम बांड तथा विदेशी सरकारी बांड, वाणिज्यिक बिल, कंपनी बांड तथा आस्तित्व समर्थित प्रतिभूतियां)	1-सप्ताह से 6-माह	प्रतिपक्षी : बैंक, प्रतिभूति कंपनियां, प्रतिभूति वित्त पोषक कंपनियां, मुद्रा बाजार ब्रोकर (तास्सा कंपनियां)
	गैर-संपाश्विक बाजार		सिटी बैंक (उधारकर्ता), क्षेत्रीय बैंक (उधारदाता), निवेश न्यास, न्यास बैंक, क्षेत्रीय बैंक, कीटो, जीवन बीमा कंपनियां, विशेषीकृत मुद्रा बाजार के ब्रोकर
<b>आस्ट्रेलिया</b>	एकमुश्त लेनदेन सरकारी प्रतिभूतियां, . खजाना नोट्स . खजाना बांड . खजाना सूचीबद्ध बांड	18 माह से कम 18 माह से कम	कामनवैल्थ (राष्ट्रकुल) सरकारों द्वारा जारी
	अर्द्ध सरकारी प्रतिभूतियां . अर्द्ध सरकारी प्रोनोट . अर्द्ध सरकारी बांड . अर्द्ध सरकारी सूचीबद्ध बांड	18 माह से कम 18 माह से कम 18 माह से कम	राज्य सरकार तथा प्रादेशिक केंद्रीय उधार प्राधिकरणों द्वारा जारी
	पुनर्खरीद करार सरकारी प्रतिभूतियां : . खजाना नोट . खजाना बांड . खजाना सूचीबद्ध बांड		राष्ट्रकुल सरकारों द्वारा जारी
	अर्द्ध सरकारी प्रतिभूतियां . अर्द्ध सरकारी प्रोनोट . अर्द्ध सरकारी बांड . अर्द्ध सरकारी सूचीबद्ध बांड		राज्य सरकारों तथा प्रादेशिक केंद्रीय उधार प्राधिकरणों द्वारा जारी
	घरेलू प्रतिभूतियां		विदेशी सरकारों / अधिराष्ट्रीय संस्थाओं तथा सरकारी एजेंसी प्राधिकरणों द्वारा जारी
	स्वीकृत विनिमय बिल		पात्र बैंकों द्वारा जारी
	परक्राम्य जमा प्रमाणपत्र		पात्र बैंकों द्वारा जारी
<b>कनाडा</b>	खजाना बिल	1-माह से 1-साल	कनाडा सरकार द्वारा जारी
	मुद्रा बाजार स्ट्रिप्स	18-माह तक	कनाडा सरकार द्वारा जारी
	सरकार द्वारा गारंटीकृत वाणिज्यिक पत्र	1-माह से 1-साल तक	क्राउन कारपोरेशनों द्वारा जारी जैसे कनाडियन हॉट बोर्ड, फेडरल बिजनेस डेवलपमेंट बैंक, आदि
	खजाना बिल तथा प्रोनोट	1-माह से 1-साल	प्रादेशिक सरकारों द्वारा जारी
	बैंकर-स्वीकृतियां	1-माह से 1-साल	निगमों द्वारा जारी (किसी प्रमुख कनडियन चार्टर्ड बैंक द्वारा बिना शर्त गारंटी के साथ)
	वाणिज्यिक पत्र	1-माह से 1-साल	प्रमुख निगम



अनुलग्नक III.3: मुद्रा बाजारों की संरचना (जारी)

देश	लिखते	मीयाद	प्रमुख सहभागी
1	2	3	4
रूस	<p>पुनर्वित्त प्रणाली-तंत्र :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>दिन भर के लिए ऋण</li> <li>रात्रिभर के लिए ऋण</li> <li>लौम्बार्ड ऋण</li> <li>सम्पार्श्विक पर ऋण (प्रोनोट) तथा गारंटियां</li> </ul> <p>रिपो परिचालन :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>सरकारी बांड</li> <li>फेडरल सरकार के बिल</li> <li>बैंक ऑफ रशिया के बांड</li> </ul> <p>बैंक ऑफ रशिया ऋणों के लिए जमानत के रूप में स्वीकृत प्रतिभूतियां :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>क्षेत्रीय सरकार के बांड</li> <li>ऋण संस्थाओं के बांड</li> <li>दृष्टिबंधन से समर्थित बांड</li> <li>रेसिडेंट कंपनी बांड</li> <li>अंतरराष्ट्रीय वित्तीय संस्थाओं के बांड</li> </ul> <p>करेंसी स्वैप्स</p> <p>जमा परिचालन :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>निश्चित दरों पर जमा परिचालन</li> <li>नीलामी दरों पर जमा परिचालन</li> </ul>	<p>1-कार्य दिवस 7 या 14 कार्य दिवस</p> <p>180 दिनों तक</p> <p>रात्रिभर के लिए, 3 और 6 माह 6 माह 3 से 6 माह</p>	<p>वित्तीय रूप से सुदृढ़ ऋण संस्थाएं जो विनियामक अपेक्षाओं को पूरा करती हैं।</p> <p>ऋण संस्थाएं जिनके बैंक ऑफ रशिया की 22 क्षेत्रीय शाखाओं में खाता है</p>
चीन	<p>अंतरबैंक उधार लिखतें: पुनर्खरीद करार या एकमुश्त खरीद आधार पर (ओएमओ):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>सरकारी प्रतिभूतियां</li> <li>परक्राम्य जमा प्रमाणपत्र</li> <li>वाणिज्यिक पत्र</li> </ul> <p>बट्टा खिड़की पात्र बिल :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>बैंकरों द्वारा स्वीकृत</li> <li>व्यापार द्वारा स्वीकृत</li> <li>प्रोनोट</li> </ul>	<p>1, 7, 20, 30, 60, 90, और 120 दिवसीय</p>	<p>बैंक, निपटान गैर-बैंक ऋण संस्थाएं तथा गैर-बैंक ऋण संस्थाएं जो जमा लेने और ऋण देने के कार्य करते हैं।</p> <p>ओएमओ के सहभागी : केंद्रीय बैंक, बड़े-बड़े घरेलू वाणिज्यिक बैंक तथा पीबीसी द्वारा अनुमोदित अन्य वित्तीय संस्थान</p> <p>अंतरबैंक बाजार के सहभागी : सभी-प्राधिकृत वाणिज्यिक बैंक, न्यास तथा निवेश निगम, वित्तीय पट्टादायी कंपनियां, कारोबारी संघों की वित्तीय कंपनियां, शहरी ऋण सहकारी संस्थाएं तथा ग्रामीण ऋण सहकारी संस्थाएं, प्रतिभूति कंपनियां, बीमा कंपनियां तथा वित्तपोषक मध्यस्थक संस्थाएं</p>
भारत #	<p>मांग मुद्रा</p> <p>सूचना मुद्रा</p> <p>मीयादी मुद्रा</p>	<p>रात्रिभर के लिए</p> <p>2 से 14 दिनों के लिए</p> <p>15 दिनों से 1 साल तक</p>	<p>अनुसूचित वाणिज्यिक बैंक, (क्षे.ग्रा.बैंकों को छोड़कर) सहकारी बैंक, प्राथमिक व्यापारी (पीडी), तथा 5 अगस्त 2005 तक चुनिंदा अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाएं, बीमा कंपनियां और पारस्परिक निधियां</p> <p>बैंक, अखिल भारतीय वित्तीय संस्थान तथा पीडी</p>

# : कोष्ठकों में दर्शाये गये वर्ष उस लिखत को शुरू किये जाने का वर्ष दर्शाते हैं।

मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट

अनुलग्नक III.3: मुद्रा बाजारों की संरचना (जारी)

देश	लिखते	मीयाद	प्रमुख सहभागी
1	2	3	4
	जमा प्रमाणपत्र (1989)	न्यूनतम 7 दिन	अनुसूचित वाणिज्यिक बैंक (क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों तथा स्थानीय क्षेत्रीय बैंकों को छोड़कर) तथा चुनिंदा अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाएं
	वाणिज्यिक पत्र (1990)	न्यूनतम 7 दिन	कंपनियां, अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाएं तथा पीडी
	वायदा दर करार/ ब्याज दर स्वैप (1999)	संविदाएं 10 वर्षों तक की परिपक्वता के लिए उपलब्ध हैं।	अनुसूचित वाणिज्यिक बैंक, पीडी, तथा अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाएं
	बिल पुनर्मुनाई		बैंक, पीडी, चुनिंदा अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाएं बीमा कंपनियां और पारस्परिक निधियां
	पुनर्खरीद करार (1992)		
	• बाजार रिपो	1 दिन से 1 साल तक	बैंक, पीडी, अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाएं, बीमा कंपनियां, पारस्परिक निधियां और सूचीबद्ध कंपनियां
	• आरबीआई रिपो (एलएएफ)	1 दिन*	बैंक और पीडी,
	खजाना बिल	91, 182 और 364 दिवसीय	बैंक, पीडी, वित्तीय संस्थाएं तथा अन्य गैर-बैंक संस्थाएं
	अन्तरबैंक सहभागिता प्रमाण पत्र (1988)	91-180 दिवसीय	अनुसूचित वाणिज्यिक बैंक
	सीबीएलओ (2003)	1 दिन-1 साल	अनुसूचित वाणिज्यिक बैंक, सहकारी बैंक, पीडी, चुनिंदा अखिल भारतीय वित्त संस्थाएं, बीमा कंपनियां, पारस्परिक निधियां और अन्य कंपनियां
थाईलैंड	पुनर्खरीद परिचालन : • सरकारी बांड • खजाना बिल • वित्तीय संस्थान विकास निधि (एफआईडीएफ) बांड • सरकार द्वारा गारंटीकृत राज्य उद्यमी बांड	1, 7, 14-दिन, 1, 2, 3, और 6-माह	60 सदस्य : वाणिज्यिक बैंक, वित्तीय कंपनियां, वित्त एवं प्रतिभूति कंपनियां, तथा विशेषीकृत वित्तीय संस्थाएं, एफआईडीएफ
	द्विपक्षीय पुनर्खरीद परिचालन	14-दिन	द्विपक्षीय प्राथमिक व्यपारी
	बैंक ऑफ थाईलैंड (बीओटी) बांड	12-माह या कम	वाणिज्यिक बैंक, विशेषीकृत वित्तीय संस्थाएं, वित्त कंपनियां, वित्त एवं प्रतिभूति कंपनियां, सरकारी पेंशन फंड, भविष्य निधियां, पारस्परिक निधियां, सामाजिक सुरक्षा कार्यालय, जीवन और गैर-जीवन बीमा कंपनियां, तथा अन्य संस्थाएं जिनके चालू खाते बीओटी के पास खुले हैं।
	विदेशी मुद्रा स्वैप्स	रात्रिभर से लेकर 1 साल तक (विशेष रूप से यह अल्पावधि से 3 माह तक की मीयाद पर केंद्रित हैं)	ऑन शोर तथा ऑफ शोर दोनों प्रकार के वाणिज्यिक बैंक

\* : रिजर्व बैंक ने अपने पास यह विकल्प रखा है कि वह बाजार की स्थिति तथा संगत कारकों को देखते हुए चलनिधि समायोजन सुविधा के अंतर्गत दीर्घावधि के रिपो परिचालन भी कर सकता है।

अनुलग्नक III.3: मुद्रा बाजारों की संरचना (जारी)

देश	लिखते	मीयाद	प्रमुख सहभागी
1	2	3	4
	दिन की समाप्ति पर चलनिधि विंडो	रात्रिभर	वाणिज्यिक बैंक, वित्त कंपनियों, वित्त एवं प्रतिभूति कंपनियों तथा विशेषीकृत वित्तीय संस्थान
<b>इंडोनेशिया</b>	बैंक ऑफ इंडोनेशिया प्रमाण पत्र (एसबीआई)	1 माह और 3 माह	
	फेसिलिताज बैंक इंडोनेशिया (एफएएसबीआई) जमा सुविधा	1 से 14 दिन	बैंक
	एसबीआई पुनर्खरीद करार - अगस्त 2005 में चरणबद्ध रूप में समाप्त, उसका स्थान फाइन ट्यून एक्सपैशन (एफटीई) ने लिया।	1 से 14 दिन	
	एसडब्ल्यू बीआई या वाडिया सर्टिफिकेट (एसबीआई सरियन सिद्धांतों का अनुकरण करता है।		
<b>मलेशिया</b>	मलेशियन सरकारी प्रतिभूतियां		प्रतिभूति संस्थान, बैंकिंग प्रणाली और कर्मचारी भविष्य निधियां
	खजाना बिल	91, 182, 364 दिवसीय	वाणिज्यिक बैंक, बट्टागृह, प्रधान व्यापारी तथा वित्त कंपनियां
	पुनर्खरीद करार (रिपो) (जिन प्रतिभूतियों का आमतौर पर रिपो लेनदेन में उपयोग किया जाता है, वे हैं -मलेशियन सरकारी प्रतिभूतियां, बैंकों की स्वीकृतियां, परक्राम्य जमा प्रमाण पत्र, खजाना बिल, कागामास बांड, केंद्रीय बैंक के प्रमाण पत्र अन्य व्यापार बिल, आदि	रात्रिभर से कुछ माह तक	वाणिज्यिक बैंक, मर्चेट बैंक : वित्तीय कंपनियों तथा बट्टा गृह
	बैंक नेगारा बिल	1-साल	
	बैंक नेगारा मौद्रिक नोट	3 साल तक	
	प्रत्यक्ष उधार लेना	6-माह तक (औसत : 20-30 दिन)	
	परक्राम्य जमा प्रमाणपत्र	3 माह के गुणजों में, 5 साल तक	कारोबारी उद्यम, बैंक, बट्टा गृह, सांविधिक प्राधिकरण, बचत और पेशन निधियां, सरकार तथा व्यक्ति
	बैंकर स्वीकृति	30 से 200 दिन	वाणिज्यिक बैंक तथा मर्चेट बैंक
<b>कोरिया</b>	मांग मुद्रा	रात्रिभर : 3, 5, 7,9, 11 और 15 दिनों के ऋण	वाणिज्यिक बैंक, विशेषीकृत बैंक, क्षेत्रीय बैंक निवेश एवं वित्त कंपनियों मर्चे ट बैंकिंग निगम, निवेश न्यास कंपनियों, बीमा कंपनियों, कोरिया सिक्योरिटी फाइनांस कापेरिशन, क्रेडिट बीमा निधियां, तथा कोरिया में विदेशी बैंकों की शाखाएं
	रिपो (ओएमओ के लिए पात्र प्रतिभूतियां : सरकारी बांड, सरकार द्वारा गारंटीकृत बांड एवं भूमि विकास बांड)	15 दिन से 91 दिन	चुनिंदा वित्तीय संस्थान

मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट

अनुलग्नक III.3: मुद्रा बाजारों की संरचना (समाप्त)

देश	लिखते	मीयाद	प्रमुख सहभागी
1	2	3	4
	खजाना बिल	364 दिन	
	बाजार स्थिरीकरण बांड	14 दिन से 2 साल तथा 546 दिवसीय	चुनिंदा वित्तीय संस्थान
	चलनिधि समायोजन ऋण	1 माह से अधिक नहीं	आवेदक बैंक
	इन्ट्रा-डे ओवरड्राफ्ट	उस दिन के कारोबार की समाप्ति तक	चुनिंदा वाणिज्यिक बैंक, विशेष बैंक, स्थानीय बैंक तथा विदेशी बैंक
	परक्राम्य जमा प्रमाण पत्र		बैंक
	वाणिज्यिक पत्र		पात्र गैर-वित्त कंपनियां, निवेश और वित्त कंपनियां तथा मर्चेन्ट बैंकिंग निगम
<b>दक्षिण अफ्रीका</b>	खजाना बिल	91 दिवसीय और 182 दिवसीय	प्राथमिक व्यापारी
	परक्राम्य जमा प्रमाणपत्र	3 साल तक	बैंक, खदान गृह, पेंशन निधियां, बीमा कंपनियां, वाणिज्यिक कंपनियां, म्युनिसिपल प्राधिकरण, सार्वजनिक निगम तथा व्यक्ति
	बैंकर स्वीकृतियां	3 माह तक तथा कुछ मामलों में लम्बी अवधि के लिए	मर्चेन्ट बैंक तथा वाणिज्यिक बैंक,
	पुनर्खरीद करार	1 से 7 दिन	रिजर्व बैंक तथा अन्य वित्तीय संस्थाएं
	रिजर्व बैंक डिबेंचर	28 से 56 दिन	बैंक
	विदेशी मुद्रा स्वैप्स		
<b>सिंगापुर</b>	रिपो/रिवर्स रिपो		प्राथमिक व्यापारी, द्वितीयक व्यापारी जिनमें बैंक, मर्चेन्ट बैंक, स्टॉक ब्रोकिंग फर्म, वित्त कंपनियां, बीमा कंपनियां, निगम तथा अलग-अलग व्यक्ति शामिल हैं (रिपो के मामले में केवल पीडी)
	सिंगापुर सरकार प्रतिभूतियां	3 माह से 15 साल तक जिसमें 3 माह और 1 साल का बेंच मार्क खजाना बिलों के लिए तथा बांडों के लिए 2, 5, 7, 10 और 15 साल का बेंचमार्क	
	दिन की समाप्ति तक चलनिधि सुविधा	रात्रिभर	बैंक
	विदेशी मुद्रा स्वैप्स तथा रिवर्स स्वैप्स		

स्रोत : संबंधित केंद्रीय बैंक की अपनी-अपनी वेबसाइट।