

सरकारी कर्ज प्रबंधन : रणनीति एवं संरचना के संबंध में चिंतन*

हारुन आर. खान

इस सम्मेलन में आमंत्रित करने के लिए मैं सार्वजनिक नीति केंद्र, भारतीय प्रबंध संस्थान, बेंगलोर का तथा विशेषरूप से प्रो. चरन सिंग का शुक्रगजार हूँ। मैं, भारत में सरकारी कर्ज प्रबंध की रणनीति एवं संरचना के बारे में विशेषज्ञों एवं यहां एकत्र हुए उत्साही लोगों के साथ अपने विचार साझा करना चाहूंगा।

2. सारी दुनिया में यह एक मान्यता प्राप्त तथ्य है कि देशों को दक्ष तथा प्रभावी सरकारी प्रबंध की आवश्यकता होती है क्योंकि अर्थव्यवस्था में सबसे बड़ा संविभाग सरकारी कर्ज संविभाग ही होता है जिसका असर विभिन्न पीढ़ियों पर भी देखा जा सकता है। इसी वजह से हबर्ट हूवर ने टिप्पणी की है कि 'युवा खुश किस्मत हैं क्योंकि उनको राष्ट्रीय कर्ज विरासत में मिलेगा'। नीति निर्माताओं को कर्ज प्रबंधन पर विशेष ध्यान देने की जरूरत है क्योंकि कर्ज में स्थिरता का प्रभाव वित्तीय स्थिरता के साथ ही साथ आने वाली पीढ़ियों पर भी पड़ता है।

3. भारत में कर्ज प्रबंध, अधिशासित ब्याज दरों तथा 1990 के दशक के पहले की सुधार के पूर्व की अवधि के उच्च पूर्वक्रय अधिकार की अवस्था से बढ़कर विकास की पराकाष्ठा को प्राप्त कर चुका है। कर्ज प्रबंध ढांचे तथा सरकारी प्रतिभूतियों के बाजार -दोनों में हुए सुधार उधार के विशाल कार्यक्रमों के सफल प्रबंधन के रूप में परिणत हुआ है जिसमें बाजार में विकृति या बाधा बहुत कम उत्पन्न हुई है। पहले केंद्रीय बैंक द्वारा बजटीय घाटे का निधीयन किया जाता था और अब सरकारी उधार के निधीयन के लिए हमारे पास बाजार निर्धारित दरों के आधार पर नीलामी के माध्यम से निधीयन की प्रणाली उपलब्ध है। वैधानिक पूर्वक्रय अधिकारों में काफी कमी की गई है। भारत सरकार एवं राज्य सरकारों का वार्षिक सकल उधार 1991-92 में ₹122.83 बिलियन था जो 2013-14 में बढ़कर ₹7,602 बिलियन

* भारतीय प्रबंध संस्थान, बेंगलोर में 11 अगस्त 2014 को 'सरकारी नीति एवं प्रबंध : कर्ज प्रबंध' विषय पर आयोजित 9वें राष्ट्रीय अंतरराष्ट्रीय सम्मेलन में श्री हारुन आर. खान, उप गवर्नर, भारतीय रिजर्व बैंक के मुख्य भाषण पर आधारित। भारतीय रिजर्व बैंक के श्री एन.आर.वी.वी.एम.के. राजेंद्र कुमार एवं कुमारी रेणुका बालकृष्णन के योगदान के प्रति आभार।

हो गया। भारत सरकार की बकाया प्रतिभूतियों की राशि 1991-92 में ₹780.23 बिलियन थी जो 2013-14 में बढ़कर ₹35,141 बिलियन हो गई। 2003 में राजकोषीय उत्तरदायित्व एवं बजट प्रबंध (एफआरबीएम) अधिनियम पारित करते हुए राजकोषीय क्षेत्र में नीतिगत कार्रवाई की गई और राजकोषीय सुधार के लिए मजबूती से लक्ष्य निर्धारित किए गए। राजकोषीय सुदृढ़ीकरण के लिए राजनीतिक और प्रशासनिक -दोनों ओर से प्रतिबद्धता है। सरकारी प्रतिभूति बाजार में बहुत से सुधारों के श्रृंखलाबद्ध उपायों के माध्यम से विकास किया गया। विभिन्न प्रकार के निवेशक आधार तथा लिखतों की उपलब्धता के साथ इस बाजार में पर्याप्त चलनिधि उपलब्ध है और यह बहुत विस्तृत है। नए लिखतों की शुरुआत करना, निवेशकों के आधार को विस्तृत करना, बाजार की आधारभूत संरचना को मजबूत बनाना इत्यादि जैसे सुधारों के कारण सरकारी प्रतिभूतियों का बाजार और अधिक मजबूत हुआ है। परिणामस्वरूप, हमारे प्रतिलाभ वक्र का विस्तार तीस वर्षों तक है, इसमें कारोबार करने तथा निपटान संबंधी आधारभूत संरचना विश्व स्तरीय है और विदेशी निवेशक भी इसमें काफी रुचि ले रहे हैं। निरंतरता की दृष्टि से भी कर्ज अनुपात काफी अच्छा है। पिछले दशक में केंद्र सरकार को सकल घरेलू उत्पाद की तुलना में जीडीपी का अनुपात 2013-14 में घट कर जीडीपी का 39 प्रतिशत (केंद्र सरकार की देयताओं के संबंध में जीडीपी का 49 प्रतिशत) रह गया है (संशोधित अनुमान)। 2013-14 में केंद्र सरकार की राजस्व प्राप्तियों की तुलना में ब्याज भुगतान का अनुपात 37 प्रतिशत रहा (संशोधित अनुमान), जो 2003-04 के 51 प्रतिशत के स्तर से बहुत कम था। 2012-13 से प्रारंभ होने वाले राजकोषीय सुदृढ़ीकरण संबंधी नए कदमों के क्रम में 2013-14 में जीएफडी घट कर सकल घरेलू उत्पाद का 4.6 प्रतिशत रह गया (संशोधित अनुमान) जो 2012-13 में 4.8 प्रतिशत था। 2014-15 में इसमें और कमी के साथ 4.1 प्रतिशत के स्तर पर रखने के संबंध में बजटीय प्रावधान किए गए हैं।

4. इस पृष्ठभूमि के साथ, मैं भारतीय रिजर्व बैंक के कर्ज प्रबंध परिचालनों से संबंधित अपने विचार साझा करूंगा जिसमें भारत सरकार के ऋण प्रबंध पर विशेष जोर होगा।

सरकारी कर्ज प्रबंध में रिजर्व बैंक तथा सरकार की भूमिका विधिक एवं संस्थागत ढांचा

5. सरकारी कर्ज के संबंध में समुचित विधिक ढांचा तथा संस्थागत ढांचा/सांगठनिक व्यवस्थाओं का विद्यमान होना एक स्वस्थ परंपरा है और जिन संस्थाओं को उधार लेने की शक्तियां प्रदान की जाती हैं

उनकी स्पष्ट जिम्मेदारी आवश्यक रूप से तय की जानी चाहिए और इसमें पारदर्शिता बरती जानी चाहिए। भारत का संविधान सरकार की कार्यकारी शाखा को भारत की समेकित निधि की प्रतिभूति के बदले में कर्ज लेने की शक्तियां प्रदान करता है। सरकार (केंद्र एवं राज्य-दोनों) के अभिकर्ता के रूप में रिजर्व बैंक उधार लेने के कार्यक्रम को लागू करता है। रिजर्व बैंक को कर्ज प्रबंध से संबंधित आवश्यक वैधानिक शक्तियां भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम, 1934 की धारा 21 के अंतर्गत प्राप्त हुई हैं। केंद्र सरकार के कर्ज का प्रबंध करना रिजर्व बैंक के लिए बाध्यकारी है किंतु विभिन्न राज्य सरकारों के कर्ज का प्रबंध रिजर्व बैंक करार के अंतर्गत करता है। कर्ज प्रबंध परिचालनों के प्रक्रियागत पहलू सरकारी प्रतिभूति अधिनियम 2006 तथा अधिनियम के अंतर्गत निर्धारित नियमों के अंतर्गत होते हैं।

6. विदेशी कर्ज (द्विपक्षी एवं बहुपक्षीय ऋण) का प्रबंध वित्त मंत्रालय के आर्थिक मामलों के विभाग द्वारा किया जाता है। विपणनयोग्य आंतरिक कर्ज से संबंधित कर्ज प्रबंध के सभी कार्य रिजर्व बैंक में किए जाते हैं। इन कार्यों में, प्राथमिक निर्गम से संबंधित कैलेंडर तैयार करना, कर्ज के अपेक्षित परिपक्वता प्रोफाइल का निर्धारण करना, निर्गम का आकार एवं समय निर्धारित करना, लिखतों की रूपरेखा तैयार करना तथा संसाधन जुटाने की प्रणाली निर्धारित करना आदि शामिल होते हैं। इसमें सरकार की आवश्यकताओं, बाजार की परिस्थितियों तथा विभिन्न खंडों (सेगमेंट) की वरीयता आदि का ध्यान रखते हुए यह सुनिश्चित किया जाता है संपूर्ण रणनीति समग्र समष्टि-आर्थिक नीतिगत लक्ष्यों के अनुरूप हो। रिजर्व बैंक नीलामी भी कराता है और पंजीकरण तथा निक्षेपागार के कार्य भी करता है।

7. रिजर्व बैंक के प्रस्तावों के आधार पर उधार लेने के कार्यक्रमों को लागू करने के संबंध में निर्णय नगद तथा कर्ज प्रबंध समूह द्वारा आवधिक रूप से लिए जाते हैं। यह वित्त मंत्रालय एवं रिजर्व बैंक के पद्धारियों से निर्मित हुई स्थायी समिति होती है। यह समिति वित्त मंत्रालय और रिजर्व बैंक के बीच एक औपचारिक कार्यकारी संबंध होने को दर्शाती है। मंत्रालय तथा रिजर्व बैंक के बीच होने वाले नियमित विचार-विमर्श से इस समिति को और अधिक मजबूती प्रदान की जाती है।

8. रिजर्व बैंक के कर्ज प्रबंध के कार्य संबंधी परिचालन जवाबदेही और रिपोर्टिंग के लिए वैधानिक लेखापरीक्षण, आंतरिक लेखापरीक्षण और समवर्ती लेखापरीक्षण के अधीन होते हैं। नियंत्रक और लेखा परीक्षक (सीएजी) ने हाल ही में वित्त मंत्रालय एवं रिजर्व बैंक के

कर्ज प्रबंध संबंधी परिचालनों का निष्पादन लेखापरीक्षण प्रारंभ किया है जिसमें तीन प्रक्रिया संबंधी उत्कृष्टता के तीन 'ईट', नामतः इकोनॉमी (मितव्ययता), इफिसिएंसी (दक्षता) एवं इफैक्टिवनेस (प्रभावकारिता) पर ध्यान केंद्रित किया गया है। आंतरिक कर्ज प्रबंध की गतिविधियों को रिजर्व बैंक की वार्षिक रिपोर्ट में रिपोर्ट किया जाता है, जो एक वैधानिक रिपोर्ट है जिसे संसद के समक्ष (वित्त मंत्रालय के माध्यम से) प्रस्तुत किया जाता है किंतु बाहरी कर्ज प्रबंध संबंधी कार्यों की रिपोर्ट बाहरी कर्ज से संबंधित वार्षिक स्थिति रिपोर्ट में दी जाती है, जिसे वित्त मंत्रालय द्वारा संसद के समक्ष प्रस्तुत किया जाता है। इसके अलावा, वित्त मंत्रालय सरकारी कर्ज के संबंध में एक वार्षिक रिपोर्ट प्रकाशित करता है, बजट प्रभाग का मध्यवर्ती कार्यालय निर्गमित कर्ज के संबंध में तिमाही रिपोर्टों का प्रकाशन करता है। अतः हमारे देश में कर्ज के संबंध में रिपोर्टों की मजबूत व्यवस्था कायम है।

9. जैसा कि देखा जा सकता है, हमारे पास मजबूत संस्थागत प्रणाली है जिसके अंतर्गत रिजर्व बैंक एवं सरकार को स्पष्ट भूमिकाएं और जिम्मेदारियां सौंपी गई हैं। इससे हमारे अधिदेश को प्रभावी ढंग से पूरा करने में मदद मिली है।

कर्ज प्रबंध की रणनीति

नीतिगत उद्देश्य

10. कर्ज प्रबंध का मुख्य उद्देश्य मध्यम से दीर्घ अवधि के दौरान सरकार की वित्तीय जरूरतों तथा भुगतान की देयताओं को विवेकपूर्ण सीमा में जोखिमों के अनुरूप कम लागत पर पूरा करना सुनिश्चित करना है। जोखिम की विवेकपूर्ण सीमा यह सुनिश्चित करती है कि पुनः कर्ज समझौता किए जाने पर कोई समस्या नहीं हो। इसके अलावा, सभी अवधियों के लिए कर्ज संरचना को वित्तीय स्थिरता सुनिश्चित करने के लिए वहनीय होना चाहिए। एक अन्य महत्वपूर्ण उद्देश्य दीर्घावधि उधार बाजार की लागत को न्यूनतम करना है ताकि विस्तृत एवं चलनिधि युक्त वित्तीय बाजारों को प्रोत्साहित किया जा सके। कर्ज प्रबंध नीति को आवश्यक रूप से मौद्रिक नीति सहित अन्य समष्टि आर्थिक नीतियों के अनुरूप होना चाहिए।

11. उद्देश्यों, विभिन्न बेंचमार्कों तथा संविभाग सूचकों एवं वार्षिक निर्गमन योजना (बाहरी एवं देशी निधीयन, लिखतों, परिपक्वता संरचना इत्यादि) को समाहित करने वाली कर्ज प्रबंध रणनीति (डीएमएस) कर्ज प्रबंध परिचालनों को अपेक्षित दिशा प्रदान करती है। इस नीति का निर्माण होने से सूचना एवं पारदर्शिता, निश्चितता की

प्राप्ति होती है और बाजार के प्रतिभागियों को सरकारी प्रतिभूतियों के बाजार में उनकी निवेश रणनीति तैयार करने में सक्षम बनाती है। हमारी कर्ज प्रबंध रणनीति तीन व्यापक स्तंभों नामतः लागत कम करना, जोखिम नियंत्रण एवं बाजारों के विकास के इर्दगिर्द घूमती है।

लागत कम करना

12. लागत में कमी करने के लक्ष्य को मध्यम से दीर्घावधि के दौरान समुचित निर्गमन रणनीति बनाने तथा वित्तीय बाजारों का विकास करने माध्यम से हासिल किया जाना है। उधार लेने की जरूरतों का अनुमान लगाया जाता है तथा राशि समयबद्ध ढंग से उधार ली जाती है और उसके माध्यम से अवसर लागत को कम किया जाता है। मांग का विधिवत आकलन करने, योजनाबद्ध निर्गमन तथा समुचित लिखत का प्रस्ताव करने से लागत कम करने में सहायता मिलेगी। भारत में बाजार से उधार लेने के संबंध में निर्गमन करने का कैलेंडर प्रत्येक छमाही के लिए पहले ही घोषित कर दिया जाता है जिसमें प्रत्येक सप्ताह उधार लेने की मात्रा, परिपक्वता बकेट आदि का विवरण भी दिया जाता है। नीलामी के एक सप्ताह पहले विशिष्ट प्रतिभूतियां उनके निर्गमन के आकार के साथ सार्वजनिक रूप से प्रकाशित किया जाता है। कर्ज प्रबंध के संबंध में सूचना साझा करने की इस रणनीति ने कर्ज प्रबंध परिचालनों में पारदर्शिता को बढ़ा दिया है। उधार लेने की योजना विभिन्न निवेशकों की निवेश की प्राथमिकताओं/अवधि को ध्यान में रखते हुए तैयार की जाती है। वाणिज्य बैंक सरकारी प्रतिभूतियों के बड़े निवेशकर्ता होते हैं तथा वे अल्प/मध्यम अवधि के बांडों में निवेश के इच्छुक होते हैं, इसलिए इन्हीं अवधियों से संबंधित निर्गमन काफी अधिक होता है। बीमा कंपनियों तथा भविष्य निधियों को ध्यान में रखते हुए दीर्घावधि बांड जारी किए जाते हैं। नोट करने योग्य बात यह है कि लागत में कमी करने के उद्देश्य का अर्थ कर्ज प्रबंध की योजना अवधि से है क्योंकि किसी दिए हुए समय पर लागत करना दीर्घावधि में लागत कम करने से अलग बात होती है। जो बात आज कम लागत वाली लग रही हो बहुत वर्षों के बाद वही अधिक लागत वाली साबित हो सकती है। इस अंतर को स्वीकार करना ही वह बात है जिससे जोखिम को नियंत्रण में रखते हुए लागत में कमी करने की तथाकथित 'दुविधाट को कम करने में मदद मिलेगी। कर्ज प्रबंधकों द्वारा अल्पावधि में लागत कम करने के प्रयासों से उपेष्टतम (सब-ऑप्टिमल) कर्ज संरचनाएं उत्पन्न हो सकती हैं जिसके कारण पुनर्वितीयन जोखिम बढ़ाने के माध्यम से निर्गमकर्ता के लिए तनाव उत्पन्न हो सकता है, जैसा कि हाल के यूरोपियन सरकारी कर्ज संकट के दौरान देखा

गया। समुचित कर्ज संविभाग की जरूरत को मान्यता प्रदान करते हुए हमने अल्पावधि के लिए निर्गमन पर विराम लगाया है क्योंकि हमारे कुल कर्ज का लगभग 60 प्रतिशत हिस्सा दस वर्षों में परिपक्व होने वाले कर्ज से निर्मित है।

जोखिम कम करना

13. सरकारी कर्ज संविभाग जोखिम को आगे ले जाने के जोखिम, मुद्रा/विनिमय दर जोखिम, अचानक रुक जाने के (सडन स्टॉप) जोखिम, तथा ब्याज दर जोखिम के अधीन है जिसका प्रबंध करने की जरूरत है।

पुनर्चक्रण/पुनर्वितीयन जोखिम

14. पुनर्चक्रण जोखिम को सीमित करने के लिए संविभागों की परिपक्वता को दीर्घ करना एक वरीयता-प्राप्त रणनीति है। भारत में कर्ज प्रबंध रणनीति में जहां कहीं भी संभव हो वहां परिपक्वता को दीर्घ करने पर जोर दिया जाता है, जिसकी प्रतिक्रिया स्वरूप मध्यम अवधि के दौरान लागत में कमी आती है (सारणी 1)। अल्पावधि बांडों का निर्गमन कम करने एवं मध्यम/दीर्घ अवधि के बांड जारी करने में वृद्धि करने के माध्यम से ऐसा किया जाता है जिसमें निवेशकों की प्राथमिकताओं एवं लाभ (प्राप्ति) वक्र के आकार को ध्यान में रखा जाता है। हालांकि, वैश्विक वित्तीय संकट के मद्देनजर राजकोषीय प्रोत्साहनों के लिए बाजार से उधार लेने की आवश्यकता को पूरा करने के लिए हमने अल्पावधि बांड जारी किया किंतु पुनर्चक्रण

सारणी 1 : दिनांकित प्रतिभूतियों के माध्यम से केंद्र सरकार द्वारा बाजार से उधार लेना

वर्ष	उधार		बकाया स्टॉक	
	भारत औसत परिपक्वता (वर्ष)	भारत औसत प्रतिलाभ (प्रतिशत)	भारत औसत परिपक्वता (वर्ष)	भारत औसत कूपन (प्रतिशत)
2001-02	14.30	9.44	08.20	10.84
2002-03	13.80	7.34	08.90	10.44
2003-04	14.94	5.71	09.78	09.30
2004-05	14.13	6.11	09.63	08.79
2005-06	16.90	7.34	09.92	08.75
2006-07	14.72	7.89	09.97	08.55
2007-08	14.90	8.12	10.59	08.50
2008-09	13.80	7.69	10.45	08.23
2009-10	11.16	7.23	09.82	07.89
2010-11	11.62	7.92	09.78	07.81
2011-12	12.66	8.52	09.60	07.88
2012-13	13.50	8.36	09.67	07.97
2013-14	15.05	8.45	10.00	07.99

जोखिम को कम करने के लिए हमने परिपक्वता अवधि को दीर्घ करने के संबंध में सचेत रणनीति को अपनाया है। ऐसा, 1-5 वर्षों की परिपक्वता के निर्गमन नहीं करने, 5-9 वर्षों के लिए निर्गमन में कमी करने तथा 10-14 वर्षों की अवधि के लिए निर्गमन बढ़ाने, जिसके लिए बैंक तथा बाजार के अन्य प्रतिभागियों की ओर से मजबूती से मांग देखी जाती है, के माध्यम से किया जाता है। बीमा कंपनियों और भविष्य निधियों की जरूरतों को पूरा करने के लिए हमने 15 वर्ष से अधिक की अवधि के लिए बांडों का निर्गमन भी बढ़ाया है। वर्तमान में, भारत के कर्ज संविभाग की भारत औसत परिपक्वता 10 वर्षों की है जो विश्व में सर्वाधिक लंबी अवधियों में से एक है। मोचन (रिडेंपशन) को सुगम बनाना के उद्देश्य से लगभग समान वर्षों की परिपक्वता वाले अल्पावधि बांडों का दीर्घावधि बांडों में परिवर्तन करने (स्विचिंग) की कोशिश भी की जा रही है और इससे पुनर्चक्रण जोखिम में कमी आने की संभावना है।

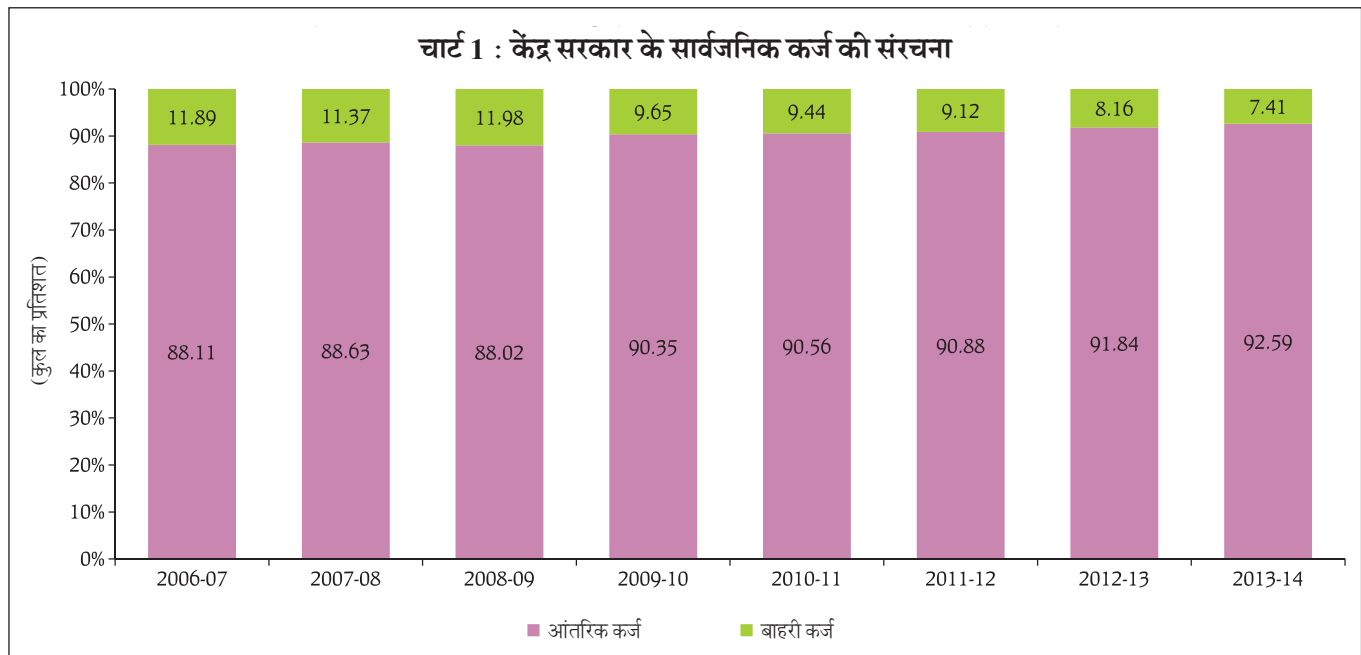
विनिमय दर जोखिम

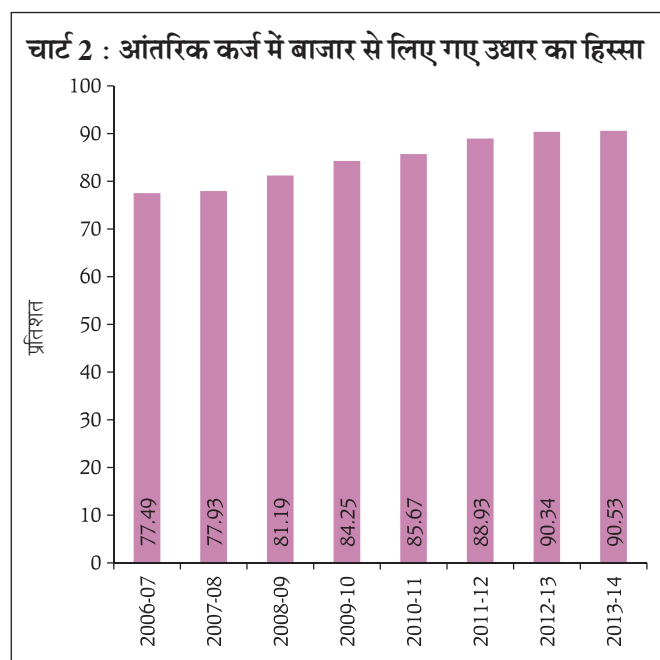
15. संविभाग में देशी एवं विदेशी मुद्रा कर्ज के समुचित तथा स्थिर मिश्रण का होना आवश्यक होता है। विदेशी मुद्रा में कर्ज की उगाही मितव्ययी हो सकती है तथा इससे निवेशकों का व्यापक तथा विविधतापूर्ण आधार उपलब्ध हो सकता है। हालांकि, जिस देश की देयताएं अधिक हों और वे विदेशी मुद्रा में मूल्यवर्गित हों तो उसे 'मुद्रा/विनिमय दर जोखिम' होता है जिसका समष्टि आर्थिक स्थिरता पर असर पड़ सकता है। इसके अलावा, विदेशी मुद्रा बांडों पर निर्भरता

के कारण ब्याज दर तथा विदेशी प्रधान रेटिंगों से सहबद्ध बाजार के कारोबार में तेजी से अस्थिरता उत्पन्न हो सकती है। इसलिए भारत ने अभी तक कोई भी विदेशी मुद्रा की प्रधानता वाला बांड जारी नहीं किया है। देशी बांड बाजार में बांडों की आपूर्ति सुनिश्चित करने के लिए काफी मात्रा में देशी मुद्रा के बांडों का निर्गमन आवश्यक होता है, जो देशी बांड बाजार के विकास का बहुत महत्वपूर्ण घटक है। भारत में विदेशी कर्ज (विदेशी मुद्रा में मूल्यवर्गित) का निर्गमन एक जागरूकतापूर्ण रणनीति के तहत बहुत निम्न स्तर पर रखा जाता है और केंद्र सरकार के सरकारी कर्ज के रूप में विदेशी कर्ज 2005-06 के 6.4 प्रतिशत के स्तर से घटकर 2011-12 में 5.2 प्रतिशत रह गया है (चार्ट 1)। भारतीय संदर्भ में विदेशी कर्ज पूर्णतः द्विपक्षीय और बहुपक्षीय ऋण है।

अचानक रुक जाने के (सडन स्टॉप) जोखिम : निवेशकों का स्थिर आधार

16. केंद्र सरकार का लगभग पूरा आंतरिक कर्ज (अर्थात् 90 प्रतिशत से अधिक) (चार्ट 1) तथा पूरा बाजार ऋण [जो आंतरिक कर्ज का 90 प्रतिशत से अधिक हिस्सा निर्मित करता है (चार्ट 2)] देशी बांड बाजार से लिया गया है। सरकारी प्रतिभूतियों के बाजार के निवेशक प्रोफाइल की एक महत्वपूर्ण विशेषता देशी निवेशकों का प्रभुत्व होना तथा विदेशी निवेशकों की सीमित प्रतिभागिता रही है। सरकारी परिचालनों का वित्तपोषण करने की देशी बाजारों की क्षमता कर्ज संविभाग की ताकत का स्रोत है जो मुद्रा जोखिम से अप्रभावित



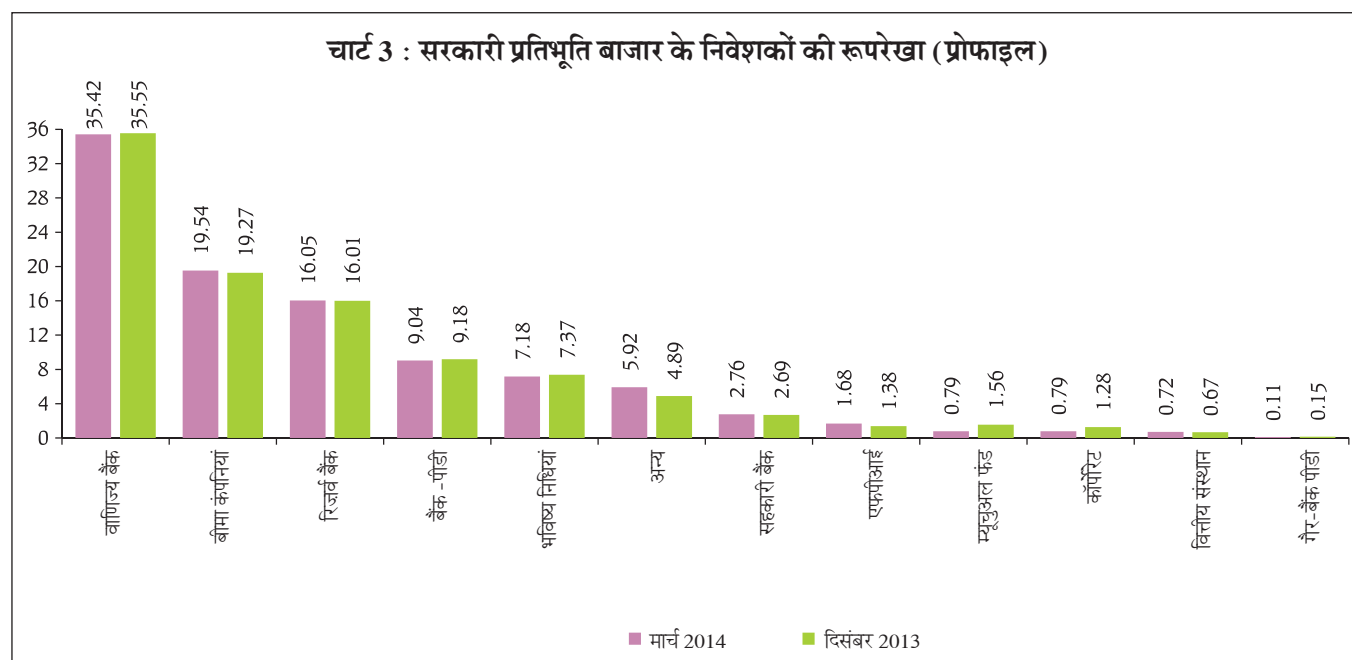


होता है। यह सचेत रूप से अपनाया गया नीतिगत ढांचा है। विदेशी संविभाग निवेशकों (एफपीआई) के लिए निवेश की सीमा को चरणबद्ध ढंग से बढ़ाकर सरकारी प्रतिभूतियों के लिए 30 बिलियन अमरीकी डॉलर कर दिया गया है। विभिन्न श्रेणियों के निवेशकों के लिए सीमा को बांटा गया है जिसमें दीर्घावधि के लिए स्थिर निवेश करने वाले निवेशकों तथा अपेक्षाकृत दीर्घावधि की परिपक्वता वाले निवेश करने वाले निवेशकों को प्राथमिकता प्रदान की जाती है। इसमें विदेशी निवेशकों पर वैश्विक समष्टि-आर्थिक कारकों के प्रति

संवेदनशीलता तथा निवेश की अचानक वापसी की संभावना को भी ध्यान में रखा जाता है जो प्रणालीगत स्थिरता पर प्रभाव डाल सकती है। देशी बांड बाजारों में विदेशी निवेशकों की सहभागिता की भी जांच करने की आवश्यकता है जिसमें पूंजीगत खाता की परिवर्तनशीलता एवं बड़े पैमाने पर पूंजी प्रवाह की वापसी होने के कारण ब्याज दर तथा विनिमय दर की अनिश्चितता के संबंध में हमारे नीतिगत रुझान को भी ध्यान में रखा जाना होगा।

17. देशी निवेशकों में अल्पावधि एवं मध्यावधि के लिए बैंकों का तथा दीर्घावधि के लिए बीमा कंपनियों एवं भविष्य निधि का प्रभुत्व है। सहकारी बैंकों, क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों, पेंशन निधियों, म्यूचुअल फंडों तथा गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों के शामिल हो जाने से संस्थागत निवेशकों के आधार में काफी विविधता आ गई है (चार्ट 3)। सरकारी प्रतिभूतियों के बाजार में खुदरा निवेशकों की बहुत कम सहभागिता है क्योंकि सरकारी प्रतिभूतियों का बाजार पारंपरिक रूप से संस्थागत बाजार रहा है।

निवेशकों के आधार को और विविधतापूर्ण बनाने के लिए, विशेषरूप से अनिवार्य सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) के रूप में सुविचारित कमी कमी करने के संदर्भ में, पेंशन निधियों तथा खुदरा निवेशकों जैसे नए निवेशकों पर ध्यान केंद्रित करने की आवश्यकता है। खुदरा सहभागिता को बढ़ावा देने के लिए रिजर्व बैंक ने बहुत से कदम उठाया है। जैसे, नीलामी में गैर-संस्थागत निवेशकों का शामिल होना सक्षम बनाने के लिए प्राथमिक नीलामियों में प्रतिस्पर्धात्मक बोली लगाने का अधिकार प्रदान करने, ऑड लॉट



कारोबार की शुरुआत करना, शेयर बाजारों में सरकारी प्रतिभूतियों के कारोबार की अनुमति प्रदान करना, प्राथमिक डीलरों के लिए खुदरा/मिड कैप खंड को अनिवार्य बनाना, गिल्ट खाता धारकों के लिए वेब आधारित कारोबार सुलभ कराना इत्यादि। खुदरा तथा मिड कैप खंड के निवेशक आधार का विकास करने की प्रक्रिया को जारी रखा जाएगा।

ब्याज दर जोखिम

18. कर्ज प्रबंध रणनीति में विभिन्न निवेशकों की वरीयताओं के अनुरूप अलग-अलग परिपक्वता अवधि वाले विभिन्न प्रकार के लिखतों का जारी किया जाना शामिल होता है। उदाहरण के लिए, कुछ निवेशक (बैंक एवं वित्तीय संस्थान) अपनी अवधि का प्रबंध करने के लिए परिवर्तनशील दर वाले बांडों में निवेश करना पसंद करते हैं। इसी तरह से बीमा कंपनियों, भविष्य निधियों, पेंशन निधियों आदि जैसे निवेशक उनकी देयताओं के प्रबंधन के लिए दीर्घावधि बांड, जीरो कूपन बांड एवं मुद्रास्फीति सूचीबद्ध बांड (आईआईबी) खरीदना पसंद करेंगे। परिवर्तनशील दर वाले लिखतों का पुननिर्धारण किए जाने पर ब्याज दर जोखिम निहित होता है, हालांकि हम स्थायी दर, परंपरागत बांडों, एफआरबी, जीरो कूपन बांड, सीआईबी जैसे विभिन्न प्रकार के लिखतों को जारी करके निधियों की उगाही करते रहे हैं। योजकों का योगदान (एफआरबी, आईआईबी इत्यादि) कम बना रहा, जिसके कारण कर्ज संविभाग में ब्याज दर जोखिम सीमित रहा है। हालांकि, सरकारी प्रतिभूतियों के बाजार के आकार तथा गहनता में सुधार लाने एवं प्रतिभागियों को उनके संविभाग में विविधाता लाने के लिए सक्षम बनाने के लिए परिवर्तनशील दर वाले बांडों के हिस्से को और बढ़ाने की जरूरत है। इस लक्ष्य की प्राप्ति के लिए थोक मूल्य सूचकांक से संबद्ध मुद्रास्फीति सूचीबद्ध बांड जारी किए गए हैं। उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) से संबद्ध एक नई सीरीज तैयार की जा रही है।

सरकारी प्रतिभूतियों के बाजारों का विकास करना

19. सरकारी प्रतिभूति बाजार के विनियामक के रूप में रिजर्व बैंक ने उचित मूल्य सरकारी कर्ज की लागत में कमी लाने एवं अन्य कर्ज लिखतों के लिए बेंचमार्क की भूमिका का निर्वाह करने के लिए गहन एवं चलनिधि युक्त बाजार की स्थापना करने के लिए बहुत से कदम उठाया है। रिजर्व बैंक ने सावधानीपूर्वक एवं सचेत क्रमबद्ध उपायों के माध्यम से प्राथमिक एवं द्वितीयक बाजार की रूपरेखा, संस्थाओं के विकास, प्रतिभागियों एवं उत्पादों की संख्या में बढ़ोत्तरी, बाजार संबंधी सूचना का प्रसार, मूल्यन के संबंध में विवेकसम्मत दिशानिर्देशों, लेखापरीक्षण तथा प्रकटीकरण के लिए स्पष्ट कार्यसूची के अंतर्गत

कार्य किया है। परिणामस्वरूप सरकारी प्रतिभूति में बहुत से आयामों, यथा बाजार आधारित उचित मूल्य निवेशक आधार का विस्तार, नए लिखतों की शुरुआत, प्राथमिक डीलरों, इलेक्ट्रॉनिक व्यापार एवं निपटान की आधारभूत संरचना की स्थापना, के अंतर्गत परिवर्तन आया है।

20. बांड बाजारों के विकास हेतु भारतीय रिजर्व बैंक ने सुरक्षित व्यापार करने में सक्षम बनाने के लिए दक्ष बाजार से संबंधित आधारभूत संरचना तैयार करने की रणनीति अपनाई है। इस लक्ष्य को प्राप्त करने के लिए वर्षों के दौरान रिजर्व बैंक द्वारा उठाए गए कदम इस प्रकार से हैं - इलेक्ट्रॉनिक बिडिंग तथा सीधे प्रोसेसिंग की क्षमता सहित प्राथमिक निर्गमन की आधुनिक प्रक्रिया का प्रारंभ करना, केंद्रीय बैंक के अधीन दक्ष, पूर्णतः अमूर्त निक्षेप प्रणाली की शुरुआत करना, निपटान की सुपुर्दगी बनाम भुगतान (डीवीपी) सुविधा वाली प्रणाली को अपनाना, तत्काल सकल निपटान (आरटीजीएस), प्रतिभूतिकृत निपटान के लिए भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड (सीसीआईएल) के अंतर्गत व्यापार के इलेक्ट्रॉनिक प्लेटफॉर्म (तयशुदा लेनदेन प्रणाली-आर्डर मिलान) की स्थापना करना। इस प्रणाली ने सरकारी प्रतिभूति के व्यापार को व्यावहारिक रूप से जोखिम मुक्त तथा दक्ष बनाता है।

21. प्राथमिक डीलरों की प्रणाली की स्थापना सरकार के बाजार से उधार लेने के कार्यक्रम को सहायता उपलब्ध कराने के साथ ही द्वितीयक बाजार में चलनिधि उपलब्ध कराने के लिए भी की गई थी। राजकोषीय उत्तरदायित्व एवं बजट प्रबंध अधिनियम 2003 द्वारा अनिवार्य किए जाने के कारण भारतीय रिजर्व बैंक के प्राथमिक बाजार से बाहर निकल जाने के बाद भारत सरकार के बाजार से संपूर्ण उधार का उत्तरदायित्व प्राथमिक डीलर प्रणाली के पास है।

22. प्रतिभागियों की विविध प्रकार की निधीयन तथा हैजिंग की आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए लिखतों एवं उत्पादों की व्यापक श्रृंखला की जरूरत है जो संविभाग में विविधता के लाभ का अवसर भी उपलब्ध कराएगी। वर्षों के दौरान, बाजार के प्रतिभागियों से विचार-विमर्श करने के पश्चात जीरो कूपन बांड, पूंजी-सूचीबद्ध बांड, परिवर्तनशील ब्याज दरों वाले बांड, पंजीकृत ब्याज का व्यापार तथा प्रतिभूतियों के सिद्धांत (स्ट्रिप्स), काल एवं पुट ऑप्शन सहित बांड, नगद प्रबंध बिल, मुद्रास्फीति सूचीबद्ध बांड जैसे बहुत से लिखतों की शुरुआत की गई है। हालांकि, स्थायी कूपन वाले साधारण (प्लेन वेनिला) बांड निर्गमन का मुख्य आधार बने हुए हैं।

23. रिजर्व बैंक ने कर्ज बाजार में चलनिधि की स्थिति में सुधार करने

पर हमेशा ध्यान केंद्रित किया है। रिजर्व बैंक ने सरकारी प्रतिभूतियों एवं ब्याज दर व्युत्पन्नियों के बाजार में चलनिधि की स्थिति में सुधार लाने के तरीकों की जांच करने के लिए एक कार्य दल (अध्यक्ष : श्री आर. गांधी) गठित किया है, जिसने कर्ज समेकन सहित बहुत सी अनुशंसाएं की हैं। कार्य दल की बहुत सी अनुशंसाओं को लागू किया जा रहा है। प्राथमिक नीलामी में बोली लगाने के लिए टाइम विंडो को संक्षिप्त करने, खजाना बिलों (टी-बिलों) में प्राथमिक नीलामियों के निपटान चक्र को टी+2 से बदल कर टी+1 करने, एक समान मूल्य एवं विभिन्न मूल्य ढांचे -दोनों के मिश्रण के रूप में सरकारी प्रतिभूति की प्राथमिक नीलामी करना, विद्यमान प्रतिभूतियों को राज्य विकास ऋणों के रूप में पुनः जारी करने तथा काउंटर पर होने वाले सरकारी प्रतिभूतियों (प्रत्यक्ष तथा रिपो) के व्यापारों से संबंधित द्वितीयक बाजार की रिपोर्टिंग के पीडीओ-एनडीएस से क्रमशः एनडीएस-ओएम तथा सीआरओएमएस में बदले जाने जैसी अनुशंसाओं को लागू कर दिया गया है। सरकारी कर्ज के समेकन से संबंधित कार्य अभी प्रगति पर है।

24. कर्ज प्रबंध रणनीति के परिणामस्वरूप वहनीयता के सभी सूचकों, नामतः कर्ज का स्तर, राजस्व रसीदों की तुलना में ब्याज भुगतानों का अनुपात, औसत लागत तथा परिवर्तनशील दर वाले कुछ लिखत दीर्घावधि वहनीयता की ओर संकेत करते हैं। इस प्रक्रिया का आगे बढ़ाने तथा कर्ज संविभाग की स्थिरता में सुधार लाने के लिए रिजर्व बैंक निष्क्रिय एवं सक्रिय -दोनों प्रणालियों को मजबूत करने का यत्न कर रहा है। निष्क्रिय मजबूती पुनर्निर्गमन के माध्यम से हासिल की गई और जारी किए गए बांडों का लगभग 95 प्रतिशत हिस्सा पुनर्निर्गमन के माध्यम से हुआ। हमने स्विच करने तथा वापस खरीद (बाई बैक) के माध्यम से सक्रिय मजबूती की शुरुआत भी की है जिससे रॉल-ओवर जोखिम में महत्वपूर्ण कमी आने की संभावना है।

25. इस पृष्ठभूमि के साथ, मैं एक ऐसे मुद्दे पर कुछ कहना चाहूंगा जो डेढ़ दसक से नीति निर्माताओं का ध्यान आकर्षित करता रहा है। वह मुद्दा है भारत के केंद्रीय बैंक से कर्ज प्रबंध को अलग करना।

सरकारी कर्ज प्रबंध से संबंधित संस्थागत व्यवस्थाएं

26. सरकारी कर्ज प्रबंध के स्थान के संबंध में परिचर्चा को इसके ऐतिहासिक संदर्भ में देखा जाए तो विश्व भर में अनेक प्रकार की व्यवस्थाएं विद्यमान हैं : वित्त मंत्रालय, केंद्रीय बैंक या स्वशासी कर्ज प्रबंध एजेंसी यह काम करते हैं। विभिन्न देशों के अनुभव से

ज्ञात होता है कि अंतरराष्ट्रीय स्तर पर कोई सर्वोत्तम प्रथा विद्यमान नहीं है और किसी विशिष्ट मॉडल को अपनाया जाना देश विशेष की परिस्थितियों पर निर्भर करता है। नब्बे के दशक में, आर्थिक सहयोग और विकास संगठन (ओईसीडी) के बहुत से सदस्य देशों में कर्ज प्रबंध का कार्य अलग एजेंसियों को सौंपा हुआ है जिसका उद्देश्य केंद्रीय बैंकों को मौद्रिक नीति में स्वतंत्रता प्रदान करना है ताकि वे मुद्रास्फीति प्रबंध पर अपना ध्यान केंद्रित कर सकें वे सरकार के लिए कम लागत में कर्ज जुटाने के विरोधाभाषी लक्ष्य से प्रभावित न हों। यह भी देखा गया कि स्वतंत्र कर्ज प्रबंध कार्यालय (डीएमओ) के होने से बेहतर उत्तरदायित्व तथा विशेषज्ञता के माध्यम से कर्ज प्रबंध परिचालनों में सुधार भी आएगा। बहुत से विकासशील देशों ने इसका अनुकरण किया है।

27. भारत में इस प्रस्तावा की शुरुआत पूंजी खाता परिवर्तनीयता (1997), अंतरराष्ट्रीय वित्तीय मानक एवं कोड (2004) से संबंधित स्थायी समिति के लिए मूल्यांकन समूह, पर्सी मिश्री समिति, कर्ज प्रबंध से संबंधित अंतरराष्ट्रीय कार्य समूह, वित्त मंत्रालय तथा अंतिम रूप से वित्तीय क्षेत्र विधायी सुधार समिति (जिसने कर्ज प्रबंध को मौद्रिक प्रबंध से अलग किए जाने का सुझाव दिया था) जैसी पहले की विभिन्न समितियों/कार्य समूहों के रूप में हुई थी। इस चरण में, रिजर्व बैंक इनको अलग किए जाने को इन तीन मुख्य लक्ष्यों की प्राप्ति की शर्त पर लागू किए जाने का सुझाव दिया है - सरकारी प्रतिभूतियों के बाजार का विकास, राजकोषीय स्थिति में टिकाऊ सुधार तथा विधायी ढांचा तैयार किया जाना। यह तर्क दिया जाता है कि अलग डीएमओ होने से पारदर्शिता स्थापित करने में मदद मिलेगी तथा विशिष्ट उत्तरदायित्व सौंपे जा सकेंगे और कर्ज प्रबंधक को उत्तरदायी बनाया जा सकेगा। इसके होने से, स्पष्ट अधिदेश के साथ सभी सरकारी देयताओं का अधिक समग्र रूप से पेशेवर ढंग से प्रबंध किया जा सकेगा।

28. आम चर्चा में केंद्रीय बैंकों द्वारा किए जाने वाले सरकारी कर्ज प्रबंध में तीन प्रकार के टकरावों पर भी ध्यान केंद्रित किया गया जो इस प्रकार हैं -

- सरकारी कर्ज प्रबंधक के रूप में रिजर्व बैंक का उद्देश्य उसके वर्तमान मौद्रिक नीतिगत रुझान एवं बाजार प्रतिभातियों के विरुद्ध हो सकता है। संभव है कि उधार लेने की लागत को कम रखने के लिए केंद्रीय बैंक ब्याज दरों में वृद्धि ही न करे और इस प्रकार से मुद्रास्फीति प्रबंध के संबंध में ढील बरती जा

- सकती है।
- ii. केंद्रीय बैंक के कर्ज प्रबंध भी होने से वह सरकार के उधार लेने की सफलता सुनिश्चित करने के लिए सरकारी कर्ज को अपने तुलन पत्र में दर्शा सकता है, एवं
 - iii. सरकार के उधार लेने के कार्यक्रम की अनिवार्यता बैंकों के नियामक के रूप में सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) को घटाने के बारे में रिजर्व बैंक के निर्णयों को प्रभावित कर सकती है।
29. मेरे विचार से, कर्ज प्रबंध के लिए संस्थागत प्रबंध में देश विशेष के संदर्भ एवं आवश्यकताओं को आवश्यक रूप से ध्यान में रखा जाना चाहिए। इस परिचर्चा के लिए संदर्भ स्थापित करने के लिए हम भारतीय संदर्भ में हितों के टकराव का परीक्षण कर सकते हैं। सरकारी उधार के निरपेक्ष एवं आनुपातिक -दोनों रूपों में बढ़ने के बाद भी रिजर्व बैंक ने पिछले पांच वर्षों के दौरान नीतिगत ब्याज दरों में कई बार वृद्धि की है जो मूल्य स्थिरता की प्रतिबद्धता को स्पष्टरूप से दर्शाता है। 2000-10 के दशक के दौरान केंद्र तथा राज्य सरकारों के निवल बाजार उधार में छह गुना वृद्धि होने के बावजूद उधार की औसत भारित लागत में पिछले दशक की तुलना में 450 आधार अंकों की कमी आई। 2009-10 में वैश्विक वित्तीय संकट के दौरान रिजर्व बैंक ने कर्ज बाजार में व्यवधान किए बिना या निजी क्षेत्र की ऋण की आवश्यकताओं को दरकिनार किए बिना लगभग रु.4 ट्रिलियन का सरकारी उधार एकत्र किया। ब्याज दरों में वृद्धि के परिदृश्य के बावजूद रिजर्व बैंक सरकार के उधार कार्यक्रम को गैर-बाधाकारी ढंग से समुचित लागत के साथ पूर्ण कर सका।
30. रिजर्व बैंक को सरकारी बांडों की प्राथमिक नीलामी में भाग लेने से रोकने वाले राजकोषीय उत्तरदायित्व एवं बजट प्रबंध (एफआरबीएम) अधिनियम ने मौद्रिक नीति से होने वाले हितों के टकराव की समस्या हल कर दी है। भारत में मौद्रिक संकेत अब चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) के अधीन रिपो दर (नीतिगत दर) के माध्यम से दिए जाते हैं न कि बांड प्रतिलाभों के माध्यम से।
31. सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) के संबंध में यह समझने की आवश्यकता है कि रिजर्व बैंक द्वारा सांविधिक चलनिधि अनुपात को प्रयोग विवेकसम्मत विनियामन के उपकरण के रूप में किया जाता रहा है। इसने यह सुनिश्चित किया है कि

किसी दिए गए समय पर सभी बैंकों के पास उनकी देयतओं का निश्चित प्रतिशत चलनिधि वाले जोखिम मुक्त लिखतों के रूप में उपलब्ध हो। वस्तुतः, बैंकों के लिए नकद एवं नकद जैसे लिखतों के रूप में अपनी आस्तियों का निश्चित प्रतिशत धारित करने जैसी आवश्यकता उन मुख्य सुधारात्मक उपायों में से एक है जिस पर अंतरराष्ट्रीय स्तर पर चर्चा की जा रही है और जिसे बासेल III के अंतर्गत पूंजी पर्याप्तता ढांचे के अधीन चलनिधि जोखिम प्रबंध का अभिन्न हिस्सा बनाया गया है। प्रथम अनिवार्य निवेशों को किसी भी हालत में कम किया जा रहा है, जैसा कि सांविधिक चलनिधि अनुपात को बैंकिंग प्रणाली के एनडीटीएल के 38.5 प्रतिशत के सर्वोच्च स्तर से घटाकर 22 प्रतिशत के वर्तमान स्तर पर लाए जाने के मामले में देखा जा सकता है।

32. सैद्धांतिक उपाय हितों के टकराव की अटकलें लगा सकते हैं किंतु मान्यताओं की वैधता को अनुभव/निष्पादन के मूल्यांकन द्वारा जांचे जाने की आवश्यकता है और इस आधार पर रिजर्व बैंक के संदर्भ में हितों के टकराव की बात बेबुनियाद ही है।

33. ध्यान देने योग्य एक अन्य बात यह है कि इन कार्यों को अलग-अलग करने का समर्थन करने वाले लोग संस्थागत परिवेश में भारत से बहुत भिन्नता वाले उन देशों के उदाहरण प्रस्तुत करते हैं जो कर्ज प्रबंध परिचालनों की बारीकियों पर बहुत कम ध्यान देते हैं। उदाहरण के लिए, यूके में देशी कर्ज का प्रबंध डीएमओ करता है जबकि विदेशी कर्ज बैंक ऑफ इंग्लैंड की जिम्मेदारी होती है। 'सभी कार्य करने वाला एक ही कर्ज प्रबंध कार्यालय की धारणा एक सैद्धांतिक बात न कि वास्तविकता।

34. यह नोट किया जाना भी महत्वपूर्ण है कि सरकारी कर्ज प्रबंध सिर्फ संसाधन जुटाने नहीं बल्कि उससे कहीं विस्तृत बात होती है। हमारे जैसे विकासशील देश के संदर्भ में तो यह विशेषरूप से महत्वपूर्ण है। सरकार द्वारा बाजार से उधार लेने के आकार एवं गतिशीलता का ब्याज दरों, प्रणालीगत चलनिधि के परिवर्तनों पर अधिक विस्तृत असर पड़ता है। स्वायत्तशासी कर्ज प्रबंध कार्यालय जो सिर्फ कर्ज प्रबंध पर ध्यान केंद्रित करने के निर्दिष्ट लक्ष्यों की प्राप्ति के लिए कार्य करता हो, विभिन्न संबंधों को समाहित करने वाले इस जटिल कार्य का प्रबंध नहीं कर सकता है।

35. विशिष्ट दायित्वों पर ध्यान केंद्रित करने वाले स्वायत्तशासी कर्ज प्रबंध कार्यालयों के संबंध में यूरोपीय कर्ज प्रबंधकों का अनुभव अनुदेशात्मक है। यूरो क्षेत्र (विशेषरूप से ग्रीस, पुर्तगाल एवं

आयरलैंड) में कर्ज प्रबंध कार्यालय का अनुभव संतोषजनक नहीं रहा है। स्वतंत्र कर्ज प्रबंध कार्यालय प्रतिकूल प्रोत्साहनों से प्रेरित मालूम पड़ते हैं और उन्होंने अल्पावधि/विदेशी कर्ज गैर-आनुपातिक ढंग से निर्गमित किया है जिससे आगे ले जाने के जोखिम, सार्वत्रिक जोखिम एवं वित्तीय अस्थिरता को बढ़ा दिया है। कर्ज प्रबंध रणनीति तथा परिचालन अत्यधिक भुगतान सहित विषम परिपक्वता प्रोफाइल के रूप में परिणत हुए हैं। उदाहरण के लिए, ग्रीस में सार्वजनिक कर्ज पर ब्याज भुगतान सहित 2010-19 के दौरान एक साथ परिपक्वता होने वाली है जो 2009 के दौरान ग्रीस के बजट घाटे के लगभग 40 प्रतिशत के तुल्य है। पुर्तगाल, ग्रीस एवं आयरलैंड के कर्ज का बड़ा हिस्सा (70 प्रतिशत से अधिक) अनिवासियों द्वारा धारित किया गया है। विदेशी निवेशकों की जोखिम लेने के प्रति अरुचि हो जाने और निवेश की निकासी किए जाने के कारण रेटिंग एजेंसियों ने इन देशों के कर्ज की गुणवत्ता श्रेणी घटा दी। कर्ज प्रबंध रणनीति ने राजकोषीय स्थिति तथा वित्तीय स्थिरता को खतरे में डाल दिया है। इसलिए, अन्य समष्टि आर्थिक नीतियों से तालमेल के बिना सिर्फ लागत में कमी लाने जैसे विशिष्ट लक्ष्यों पर ध्यान केंद्रित करने वाले स्वायत्तशासी कर्ज प्रबंध कार्यालय कर्ज प्रबंध के ईष्टतम से कम निष्पादन के रूप में परिणत हो सकते हैं।

36. राजकोषीय घाटे के लगातार बने रहने से बहुत अधिक उधार लेना पड़ता है, जो अक्सर निजी क्षेत्र में होने वाले आरक्षित निधि के प्रवाह को प्रभावित करता है। यह भारतीय अर्थव्यवस्था को प्रमुख लक्षण रहा है। केंद्र और राज्य -दोनों सरकारों द्वारा अधिक उधार लेने को रणनीति के तहत योजनाबद्ध किए जाने तथा बाजार की स्थितियों, चलनिधि परिस्थितियों एवं समष्टि आर्थिक प्रभावों को ध्यान में रखते हुए युक्तिसंगत ढंग से अमल में लाना होगा। इस प्रकार से, बाजार से लिए जाने वाले उधार के लगातार बड़े आकार को देखते हुए भारत में मौद्रिक नीति एवं कर्ज प्रबंध के बीच हितों के एकाकार होने का मजबूत मामला दिखाई देता है। दूसरी ओर, सरकारी क्षेत्र के बैंकों की हिस्सेदारी (जो बैंकिंग क्षेत्र की 70 प्रतिशत आस्तियों का मालिक है) में सरकार के स्वामित्व होने से कर्ज प्रबंध की भूमिका में प्रत्यक्ष रूप से या इसके द्वारा नियंत्रित एजेंसी के माध्यम से, इसके हितों के टकराव का कारण बन सकती है।

37. पूंजी प्रवाह के अतिरेक होने की स्थिति में, जहां पर रिजर्व बैंक की ओर से विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप की आवश्यकता हो तथा बाजार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) के अधीन सरकारी प्रतिभूतियों

के निर्गमन के माध्यम से परिणामी कार्रवाई करने के लिए एसडीएम का इन परिचालनों से समन्वय जारी रखने की आवश्यकता होगी। 2007-08 में एमएसएस निर्गमन की मात्रा एसडीएम निर्गमन के तुलनीय थी। 2008-09 में पूंजी प्रवाह के वापस होने तथा सरकार के बाजार से उधार लेने के कार्यक्रम में भारी वृद्धि होने के साथ एमएसएस में काफी विस्तार हुआ तथा रिजर्व बैंक इस परिस्थिति का सामना गैर-बाधाकारी ढंग से कर पाया क्योंकि दोनों ही कार्य रिजर्व बैंक को सौंपे गए थे और वह चलनिधि प्रबंध के आवश्यक कदम लगातार उठा सका। 2013 के उत्तरार्ध में भारतीय रिजर्व बैंक ने विदेशी मुद्रा बाजार में अस्थिरता से निपटने के लिए नकदी प्रबंध बिलों (सीएमबी) का प्रयोग किया। एसडीएम को रिजर्व बैंक से अलग कर देने पर इन परिचालनों में सामंजस्य बैठा पाना, जैसा कि वर्तमान में किया जा रहा है, बहुत मुश्किल हो जाएगा।

संकट के बाद की सीख

38. संकट से पहले की अवस्था में, मौद्रिक नीति, वित्तीय स्थिरता एवं एसडीएम के कार्य को 'असंभव त्रिकट' के रूप में देखा जाता था। संकट के बाद उनकी स्वतंत्रता को लगातार मान्यता प्रदान की जा रही है। केंद्रीय बैंक के परिचालनों को अब पहले की तरह अल्पावधि लक्ष्यों तक सीमित नहीं किया जाता है बल्कि उनका विस्तार संपूर्ण प्राप्ति वक्र तक होता है। इसी तरह से, सरकारी कर्ज प्रबंधकों में अवसरवादी ढंग से या किसी विवशता के कारण अल्पावधिक लक्ष्यों के लिए कार्य करने का चलन बढ़ता जा रहा है। इसके कारण मौद्रिक नीति एवं एसडीएम के बीच अंतःक्रिया बढ़ गई है, जिसके कारण अधिक समन्वय आवश्यक हो गया है जो नीतिगत विश्वसनीयता एवं वित्तीय स्थिरता के हित में होगा। अंतरराष्ट्रीय स्तर पर, केंद्रीय बैंकों द्वारा कर्ज प्रबंध के मामले में पुनर्विचार किया जा रहा है। चार्ल्स गूधर्ट जैसे विद्वानों का मत है कि समग्र रूप से समष्टि आर्थिक नीति को लागू करने में कर्ज प्रबंध एक महत्वपूर्ण कारक है इसलिए केंद्रीय बैंकों को राष्ट्रीय कर्ज के प्रबंध की भूमिका में वापस आने के लिए प्रोत्साहित किया जाना चाहिए।

39. इस संदर्भ में, केंद्रीय बैंकों से इसे अलग किए जाने के स्थान पर समन्वय का कार्य एक छत के नीचे हमेशा बेतर ढंग से किया जा सकता है, जिसमें विभिन्न संस्थानों के बीच बेहतर समन्वय की आवश्यकता हो सकती है। यह तर्क दिया जा सकता है कि केंद्रीय बैंक तथा कर्ज प्रबंध कार्यालय के बीच समन्वय प्रणाली की रूपरेखा

या तो विधान के माध्यम से या कार्यपालक आदेश द्वारा तैयार की जाए। कर्ज प्रबंध कार्यालय तथा केंद्री बैंक के बीच समन्वय की कार्यप्रणाली, जो आर्थिक प्रबंध के लिए महत्वपूर्ण है, के अनुभव बेहद असंतोष-जनक एवं कर्ज प्रबंध को प्रभावित करने वाले रहे हैं। नीलामी विफल होने की घटनाएं भी हुई हैं, जैसे यूके में (मार्च 2009 में) जिससे दोनों प्राधिकारियों की प्रतिष्ठा को धक्का लगा। उक्त पृष्ठभूमि के साथ, बाजार से उधार के विशाल आकार को ध्यान में रखते हुए यह महसूस किया जा रहा है कि भारत में मौद्रिक नीति एवं कर्ज प्रबंध के हित एकाकार होने वाले हैं।

40. सरकारी उधार का अर्थव्यवस्था में व्यापक ब्याज दर संरचना पर पड़ने वाले महत्वपूर्ण प्रभाव एवं वित्तीय बाजारों में मौद्रिक संचरण प्रक्रिया पर उसके प्रभाव के कारण यह समष्टि आर्थिक प्रबंध ढांचे का महत्वपूर्ण अवयव बन जाता है। इस परिदृश्य में, बाजार की अनिश्चितता तथा सरकारी कर्ज के रूप में उधार के कारण उत्पन्न होने वाली संभावनाओं के प्रबंधन में केंद्रीय बैंक का शामिल होना अनिवार्य बन जाता है। बाजार से भारी मात्रा में उधार लेने के पहले के अनुभवों, जिनका समर्थन हाल गतिविधियों से भी होता है, ने इस उपागम की आवश्यकता को दर्शाया है। कर्ज निर्गमन के परिचालनात्मक पहलू से केंद्रीय बैंक को अलग भी कर दिया जाए तो मामला ऐसा ही रहेगा। इसके ऐसे होने के कारण केंद्रीय बैंकों के लिए यह बहुत बेहतर होगा कि वह इस प्रक्रिया में शामिल रहे।

41. इसलिए, यह आवश्यक है कि भविष्य में उठाए जाने वाले कदम सैद्धांतिक रूप, संकट के बाद उभरते अंतरराष्ट्रीय अनुभवों के स्थान पर हमारे देश की वस्तु स्थिति के आधार पर निर्धारित किए जाने की आवश्यकता है। इसमें यह बात भी ध्यान में रखी जानी चाहिए कि कर्ज प्रबंध को केंद्रीय बैंक से अलग किए जाने से मौद्रिक नीति की प्रभावकारिता, कर्ज प्रबंध की दक्षता तथा वित्तीय बाजारों की स्थिरता पर असर पड़ सकता है। इसलिए, भारत में केंद्रीय बैंक द्वारा कर्ज प्रबंध किए जाने की वर्तमान प्रणाली को जारी रखने के पक्ष में मजबूत स्थिति है। हालांकि, कर्ज प्रबंध को किसी अलग इकाई को सौंपे जाने के संबंध में फैसला लिया भी जाता है तो ऐसा होने के पहले उसके कामकाज प्रारंभ करने के समय, कार्मिकों के चयन, उनकी

प्रोत्साहन संबंधी संरचना, दीर्घावधि कर्ज व्यावहारिकता की दृष्टि से निष्पादन के मूल्यांकन के मानदंड निर्धारित करने एवं कर्ज प्रबंध करने वाली इकाइयों, वित्त मंत्रालय एवं भारतीय रिजर्व बैंक के बीच संस्थागत एवं परिचालनात्मक समन्वय के पुख्ता इंतजाम करने के बारे में सुविचारित रणनीति बनाए जाने की आवश्यकता है।

समापक विचार

42. मैं यह कहते हुए अपनी बात समाप्त करना चाहूंगा कि सरकारी कर्ज का प्रबंध एक बड़ी जिम्मेदारी है जिसका अल्पावधि से मध्यावधि में वित्तीय स्थिरता पर तथा दीर्घावधि में विभिन्न पीढ़ियों में समता पर असर पड़ता है। हमारे कर्ज का संविभाग समुचित रूप से स्थिर एवं वहनीय है। परिपक्वता को दीर्घावधिक बनाने, विदेशी मुद्रा कर्ज के निम्न स्तर पर होने, देशी निवेशकों का आधार व्यावक होने की हमारी सचेत रणनीति के कारण जोखिम निम्न स्तर पर है। हालांकि, सरकारी कर्ज को समेकित करने का कार्य अभी पूर्ण नहीं हो पाया है और पुनर्निर्गमन, वापस खरीद एवं स्विच द्वारा सक्रिय कर्ज प्रबंध के माध्यम से हम इस लक्ष्य की ओर अग्रसर हो रहे हैं। गहन एवं चलनिधि युक्त सरकारी प्रतिभूतियों के बाजार के विकास के लिए और अधिक प्रयास किए जाने की आवश्यकता है जिससे अधिक दक्षता पूर्वक, बाजार में स्वतंत्रतापूर्वक प्रवेश करने और उससे बाहर निकलने के लिए निवेशकों की विभिन्न श्रेणियां तैयार करने एवं निजी क्षेत्र के निर्गमकर्ताओं को अपने प्रस्तावों का पारदर्शिता के साथ मूल्यान करने की सुविधा के साथ ऋण लेने के लिए सरकार को बाजार उपलब्ध हो सके। इसलिए हम चलनिधि में सुधार लाने के लिए प्रतिबद्ध हैं। रिजर्व बैंक ने सरकारी कर्ज को दक्षता पूर्वक तथा प्रभावी ढंग से प्रबंध करने के अधिदेश को पूरा किया है। वर्तमान संस्थागत व्यवस्था को जारी रखने की आवश्यकता है। फिर भी, यदि कर्ज प्रबंध को केंद्रीय बैंक से अलग करना हो तो उसके पहले सुविचारित रणनीति बनाई जानी चाहिए जिसमें कर्ज प्रबंध कार्यालय, वित्त मंत्रालय एवं भारतीय रिजर्व बैंक के बीच संपूर्ण समन्वय पर ध्यान केंद्रित किया जाना चाहिए।

धन्यवाद।