

भारत में मुद्रा बाजार और मौद्रिक परिचालन*

दीपक मोहंती

मैं श्री महालिंगम के प्रति धन्यवाद ज्ञापित करता हूँ कि उन्होंने मुझे इस प्रतिष्ठित मंच से मुद्रा बाजार के संबंध में अपने विचार व्यक्त करने का अवसर दिया। यह फोरम, जो रिज़र्व बैंक और वित्तीय बाजार के सहभागियों को साथ लाता है, न सिर्फ बाजार की गतिविधियों के परिप्रेक्ष्य में महत्वपूर्ण है बल्कि मौद्रिक परिचालनों को बेहतर ढंग से समझने के लिए भी महत्वपूर्ण है। मुद्रा बाजार मौद्रिक परिचालनों का केन्द्र होता है। पिछले दशक के दौरान सघनता, विभिन्न प्रकार के लिखत और कार्य-कुशलता की दृष्टि से भारतीय मुद्रा बाजार में पर्याप्त प्रगति हुई। इसके चलते अंतरराष्ट्रीय श्रेष्ठ प्रथाओं के अनुरूप मौद्रिक संप्रेषण की कार्य-कुशलता बढ़ाने के लिए रिज़र्व बैंक ने अपने मौद्रिक परिचालन में बदलाव करके मात्रा आधारित प्रत्यक्ष लिखतों के स्थान पर ब्याज दर आधारित परोक्ष लिखतों को अपनाया। इस पृष्ठभूमि के बाद मैं अपने व्याख्यान में मुद्रा बाजार की गतिविधियों की संक्षेप में चर्चा करूंगा और भावी दिशा के बारे में अंतिम निष्कर्षों पर आने से पहले मौद्रिक नीति की संशोधित परिचालन पद्धति के बारे में हुए अनुभव की चर्चा करूंगा।

मुद्रा बाजार की भूमिका

मुद्रा बाजार को एक दिन से एक वर्ष तक की परिपक्वता वाली अल्पावधि निधियों के बाजार के रूप में परिभाषित किया जा सकता है और इसमें उन वित्तीय लिखतों को शामिल किया जाता है जो मुद्रा के निकटतम स्थानापन्न होते हैं। यह अल्पावधि निधियों की मांग एवं आपूर्ति के लिए संतुलनकारी तंत्र प्रदान करता है और यह प्रक्रिया मौद्रिक नीति के समग्र रुख के साथ-साथ वित्तीय प्रणाली में चलनिधि की लागत और मात्रा दोनों को प्रभावित करने के लिए केन्द्रीय बैंक के कार्यों के लिए रास्ता

* 15 दिसंबर 2012 को मुम्बई में वित्तीय बाजार संबंधी मुद्दों पर आयोजित सेमिनार में भारतीय रिज़र्व बैंक के कार्यपालक निदेशक श्री दीपक मोहंती द्वारा दिया गया भाषण। श्री सितिकंठ पटनायक, श्री जीवन कुन्द्रकपम, श्री बिनोद भोई और डॉ. राजीव जैन द्वारा दिए गए सहयोग के लिए कृतज्ञता प्रकट की जाती है।

प्रदान करता है। इस प्रक्रिया में मुद्रा बाजार वित्तीय बाजारों और अंततः वास्तविक अर्थव्यवस्था के लिए मौद्रिक नीति के परिचालनों में प्रमुख माध्यम प्रदान करके मौद्रिक नीति के संप्रेषण में केन्द्रीय भूमिका अदा करता है। वास्तव में, मुद्रा बाजार मौद्रिक नीति के संप्रेषण की शृंखला में पहली और सबसे महत्वपूर्ण कड़ी है।

आम तौर पर मौद्रिक नीति उपकरण, जो मुख्यतः केन्द्रीय बैंक की चलनिधि की लागत होता है, सीधे केन्द्रीय बैंक द्वारा निर्धारित किया जाता है। दीर्घावधि ब्याज दरों से संबंधित सीमित नियंत्रण को ध्यान में रखते हुए केन्द्रीय बैंक अल्पावधि ब्याज दरों पर प्रत्यक्ष प्रभाव डालने वाली रणनीति अपनाते हैं। अल्पावधि नीति दर में परिवर्तन वित्तीय बाजारों के लिए संकेत प्रदान करते हैं, जिससे वित्तीय प्रणाली के भिन्न-भिन्न खंड अपनी संवेदनशीलता और संप्रेषण व्यवस्था के अनुसार विभिन्न लिखतों पर अपने प्रतिलाभ दर को समायोजित करते हैं। मौद्रिक नीति की कार्रवाई कितनी जल्दी और कुशलतापूर्वक बाजार की विभिन्न ब्याज दरों को प्रभावित करती है, यह बात वित्तीय बाजारों के विभिन्न खंडों, विशेष रूप से मुद्रा बाजार में होने वाली गतिविधियों के स्तर पर निर्भर करती है। विभिन्न देशों में हुए अध्ययन से पता चलता है कि जैसे-जैसे घरेलू वित्तीय बाजार उन्नत होते हैं वैसे-वैसे विभिन्न माध्यमों के जरिए मौद्रिक नीति का संप्रेषण बेहतर होता है।

मौद्रिक नीति मुद्रास्फीति और विकास संबंधी जिन अंतिम लक्ष्यों को प्राप्त करने का प्रयास करती है उसकी महत्वपूर्ण कड़ी के रूप में केन्द्रीय बैंक मुद्रा बाजार की गतिविधियों की निगरानी करता है और इसे प्रभावित भी करता है। इस अपेक्षा से कि मुद्रा बाजार की दरें नीतिगत दरों में परिवर्तन के अनुरूप समुचित रूप से निर्धारित होती रहें, केन्द्रीय बैंकों का यह लक्ष्य होता है कि विवेकाधीन चलनिधि प्रबंध परिचालनों के माध्यम से उपयुक्त चलनिधि स्थितियां बनी रहें ताकि मुद्रा बाजार सामान्य रूप से कार्य करता रहे। मुद्रा बाजार बैंकों और वित्तीय संस्थाओं और समय-समय पर कारपोरेटों के लिए आवश्यक निधि उपलब्ध कराने वाला बाजार भी होता है। मुद्रा बाजार की तनावपूर्ण स्थितियां नैतिक दुविधा को बढ़ा सकती हैं क्योंकि बैंकों की अपेक्षा होती है कि केन्द्रीय बैंक अंतिम ऋणदाता के रूप में कार्य करें।

हाल के वैश्विक वित्तीय संकट के बाद उन्नत देशों में वित्तीय प्रणाली के मुद्रा बाजार में वित्तपोषण वस्तुतः केन्द्रीय बैंक से होने लगा। मुद्रा बाजार दरें (जैसे लिबोर तथा यूरीबोर) बांड, ऋण और अन्य वित्तीय उत्पादों का मूल्य निर्धारण करने के लिए मानक बेंचमार्क दरें होती हैं। यद्यपि बाजार में इस प्रमुख बेंचमार्क के साथ छेड़-छाड़ किए जाने से मुद्रा बाजार के प्रति विश्वास में कमी आई है, जैसे कि हाल ही में लिबॉर में कथित रूप से हुआ। एक सुदृढ़ मुद्रा बाजार में ऐसी स्थितियां अवश्य बनी रहनी चाहिए जहां बैंक सुरक्षित रह कर अपना कारोबार कर सकें।

मुद्रा बाजार के लेनदेन सुरक्षित और अरक्षित, अर्थात् बिना संपार्श्विक वाले, दोनों प्रकार के होते हैं। एक व्यक्ति की सुरक्षित और अरक्षित बाजार से क्या आशा होती है? अरक्षित बाजार में मुख्यतः बाजार अनुशासन बना रहना चाहिए। इस बाजार में ऋण अपार्श्विकीकृत होने के कारण ऋणदाताओं को चुकौती न होने का सीधे जोखिम होता है। ऐसी स्थिति में ऋण देने वालों के बारे में सूचना एकत्र करके सूचना असममिति को समाप्त करना उनके लिए बेहतर स्थिति होती है। यह एक प्रकार की अपने समस्तरीय संस्थाओं की सतत निगरानी की पद्धति है जो बाजार अनुशासन को बढ़ावा देती है। मुद्रा बाजार के रक्षित वर्ग में, ऋणदाता अच्छे संपार्श्विक की मांग करके और कुछ हेयरकट के जरिए उधार जोखिम को कम कर सकता है, किन्तु ऐसी स्थिति में समकक्ष संस्थाओं द्वारा गहन निगरानी पर बहुत अधिक जोर नहीं दिया जाता है। बाजार में तनाव की स्थितियों के चलते संपार्श्विक की कमी हो सकती है और संपार्श्विक के रूप में रखी आस्तियों की कीमतें गिरने से रक्षित मुद्रा बाजार में भी जोखिम हो सकता है। वित्तीय बाजार की अतरल निधि संबंधी समस्या, अर्थात् वह स्थिति जब वित्तीय लिखतों को आस्तियों के रूप में रखा जाता है और वे अतरल आस्तियों में परिवर्तित हो जाती हैं, से ऐसी स्थिति उत्पन्न हो सकती है जिसके चलते केन्द्रीय बैंकों को चलनिधि का अंतर्वेशन करना पड़ सकता है और अतरल जोखिम का सामना कर रही प्रतिभूतियों को अच्छी गुणवत्ता वाली प्रतिभूतियों से बदलने के लिए संपार्श्विक मानकों में ढील देने की जरूरत पड़ सकती है। ऐसी स्थिति में बाजार को सामान्य स्थिति में लाने की जरूरत पड़ती है। वैश्विक संकट के बाद आस्ति गुणवत्ता पर विशेष रूप से चलनिधि पर बहुत

अधिक नीतिगत जोर दिया गया है।

मुद्रा बाजार की दरें बाजार की उन आशाओं को भी दर्शाती हैं कि भविष्य में नीति दरें क्या हो सकती हैं। मानक अपेक्षाओं की परिकल्पना सिद्धांत के अनुसार अलग-अलग अवधि के लिए मुद्रा बाजार की दरें अपेक्षित भावी अल्पावधि दरों और अवधि प्रीमियम और जोखिम प्रीमियम के समान होनी चाहिए। बर्नान्के (2004)¹ ने इस बात की जांच की कि संघीय निधियों की दर भावी दिशा संबंधी अपेक्षाएं कैसे फेड की नीतिगत कार्रवाईयों और वक्तव्यों को प्रभावित करती है और यह नोट किया कि “... हमारे निष्कर्ष इस बात का समर्थन करते हैं कि एफओएमसी वक्तव्य संघीय निधियों की दर की भावी दिशा के बारे में बाजार की अपेक्षाओं को प्रभावित करने के लिए एक शक्तिशाली माध्यम साबित हुआ है”। प्रायोगिक अनुसंधान के अनुसार यदि मुद्रा बाजार अल्पावधि, जो नीतिगत दरों से बहुत अधिक प्रभावित होते हैं, में स्थिर हो या कम अस्थिर हो तो यह उस अवधि, जब अस्थिर अल्पकालिक दरें संपूर्ण मुद्रा बाजार में प्रसारित हो जाती हो और साथ ही अवधि प्रीमियम बढ़ता हो, की तुलना में अवधि प्रीमियम को कम रखने में मदद कर सकता है।

1980 की शुरुआत में वित्तीय बाजार के आधुनिकीकरण के चलते मुद्रा, उत्पादन और कीमतों के बीच के संबंध अस्थिर हो गए और प्रमुख केन्द्रीय बैंकों ने मूल्य सरणी अर्थात् मौद्रिक नीति संप्रेषण के लिए नीतिगत ब्याज दर पर जोर देना शुरू किया। इसका परिणाम यह हुआ कि मुद्रा बाजार की भूमिका मौद्रिक नीति के संकेत और संप्रेषण के लिए और अधिक महत्वपूर्ण हो गई। इस प्रकार लिखत और भिन्न-भिन्न प्रकार के जोखिम प्रोफाइल वाले सहभागियों की दृष्टि से विभिन्न देशों के मुद्रा बाजारों में हुई गतिविधियों ने मौद्रिक नीति की परिचालन पद्धतियों में बदलाव आवश्यक बना दिया।

भारत के संबंध में मौद्रिक नीति का अंतिम लक्ष्य - मूल्य स्थिरता और विकास - वर्षों से अपरिवर्तित बना हुआ है। हाल के वर्षों में, वित्तीय स्थिरता को मौद्रिक नीति के अतिरिक्त उद्देश्य के रूप में माना गया है। परंतु, मौद्रिक नीति के परिचालन और

¹ बर्नान्के, बेन एस. (2004), ‘सेन्ट्रल बैंक टॉक एण्ड मॉनटरी पॉलिसी’। जापान सोसाइटी कारपोरेट लंचअन, न्यूयार्क, में अक्टूबर 7 को।

मध्यवर्ती उद्देश्य में आर्थिक और वित्तीय वातावरण में हुए परिवर्तनों के चलते आवधिक बदलाव हुए हैं। वर्षों के दौरान मुद्रा बाजार की गतिविधि और मांग मुद्रा बाजार में हुई सापेक्ष स्थिरता ने रिजर्व बैंक को 1998 से अपनायी गई बहुसंकेतिक प्रणाली के तहत मात्रा आधारित लिखत से मूल्य आधारित लिखत की ओर जाने हेतु सक्षम बनाया है। तदनुसार एक दिन की मांग दर जिसे 2000 में चलनिधि समायोजन सुविधा की शुरुआत से परिचालन लक्ष्य के रूप में अव्यक्त रूप से प्रयोग किया जाता था, मई 2011 में नई परिचालन पद्धति अपनायी जाने के बाद स्पष्ट दर बन गई।

भारत में मुद्रा बाजार

भारत में वित्तीय सुधार 1990 के शुरुआती दिनों में शुरू हुआ। परंतु, घरेलू वित्तीय बाजारों अर्थात् मुद्रा बाजार, ऋण बाजार और विदेशी मुद्रा बाजार के विभिन्न खंडों में मुख्यतः 1990 से महत्वपूर्ण बदलाव हुए। इसके पहले भारतीय मुद्रा बाजार को लिखतों की कमी, गहराई का अभाव और बाजार की वृष्टि-संरचना में विकृति के रूप में वर्णित किया जाता था। इसमें मुख्यतः असंपार्श्विकीकृत मांग बाजार, ट्रेजरी बिल, वाणिज्यिक बिल और सहभागिता प्रमाण-पत्र शामिल हैं।

चक्रवर्ती समिति (1985) की सिफारिशों के अनुसार रिजर्व बैंक ने मौद्रिक लक्ष्य वाले ढांचे को अपनाया। उसी समय, वधुल समिति (1987) की सिफारिशों का पालन करते हुए मुद्रा बाजार विकसित करने के प्रयास किए गए। इस संबंध में महत्वपूर्ण गतिविधियां इस प्रकार थीं: (i) मुद्रा बाजार के लिखतों को चलनिधि प्रदान करने और इस प्रकार के लिखतों में द्वितीयक बाजार की गतिविधियों को बढ़ावा देने के लिए 1988 में डिस्काउंट ऐण्ड फाइनेंस हाउस ऑफ इण्डिया की स्थापना की गई; (ii) लिखतों की संख्या बढ़ाने के लिए 1989 में जमा प्रमाण-पत्र और 1990 में वाणिज्यिक पत्र और 1988 में जोखिम और जोखिम रहित अंतर-बैंक सहभागिता प्रमाण-पत्र की शुरुआत की गई। (iii) मई 1989 में मांग मुद्रा दरों को मुक्त कर दिया गया ताकि मूल्य निर्धारण में आसानी हो सके। परंतु, चलनिधि के असमान वितरण और नियंत्रित जमा एवं उधार ब्याज दर जैसे अनेक संरचनागत अड़चनों के चलते बाजार की गतिविधियों में बाधा आई।

इन बाधाओं को ध्यान में रखते हुए मुद्रा बाजार में सुधार की गति को बढ़ाया गया। मुद्रा बाजार को विकसित करने के लिए आंतरिक कार्यकारी दल (1997) और नरसिंहम समिति (1998) की सिफारिशों का पालन करते हुए रिजर्व बैंक ने व्यापक उपाय किए, इनमें निम्नलिखित शामिल हैं: (i) मुद्रा बाजार से ब्याज दर की उच्चतम सीमा की समाप्ति (ii) ट्रेजरी बिल की निलामी की शुरुआत (iii) धीरे-धीरे नकदी उधार प्रणाली से ऋण आधारित प्रणाली में जाना। अधिक सहभागिता को प्रोत्साहित करने के लिए वाणिज्यिक पत्र और जमा प्रमाण-पत्र जैसे अन्य मौजूदा लिखतों की परिपक्वताओं को भी धीरे-धीरे कम किया गया। सबसे अधिक महत्वपूर्ण, तदर्थ ट्रेजरी बिलों को 1997 से समाप्त कर दिया गया जिसके चलते राजस्व घाटे का स्वतः मौद्रिकरण बंद हो गया। इसने रिजर्व बैंक के लिखतों की स्वतंत्रता को बढ़ाया (सारणी 1)।

इससे अधिक महत्वपूर्ण बात यह है कि मांग मुद्रा बाजार को मुख्यतः एक अंतर-बैंक बाजार में रूपांतरित करने के प्रयास किए गए। अन्य बाजार सहभागियों के बाजार के संपार्श्विकीकृत खंड में जाने से समग्र बाजार स्थिरता और

सारणी 1: 1990 से मुद्रा बाजार में हुई प्रमुख गतिविधियां

1. अप्रैल 1997 में तदर्थ ट्रेजरी बिलों की समाप्ति।
2. जून 2000 में संपूर्ण चलनिधि समायोजन सुविधा।
3. 2003 में कारपोरेट और गैर बैंक सहभागियों के लिए सीबीएलओ की शुरुआत।
4. अक्टूबर 2004 तक वाणिज्यिक पत्रों की न्यूनतम परिपक्वता अवधि कम की गई।
5. अप्रैल 2005 में मांग/नोटिस बाजार के प्रति बैंकों और पीडी के एक्सपोजर पर विवेकपूर्ण सीमा।
6. अप्रैल 2005 तक वाणिज्यिक जमाराशियों की परिपक्वता अवधि कम की गई।
7. अगस्त 2005 तक मांग मुद्रा बाजार को पूर्णतः अंतर-बैंक बाजार में बदल दिया गया।
8. अप्रैल 2007 से चलनिधि समायोजन सुविधा के लिए राज्य सरकार की प्रतिभूतियों को पात्र बनाकर संपार्श्विक आधार को बढ़ाया गया।
9. सितंबर 2006 में मांग/नोटिस और मीयादी मुद्रा बाजार में सभी सौदों के लिए स्क्रीन आधारित तयशुदा लेनदेन प्रणाली परिचालित की गई। नवंबर 2012 में इस प्रकार के लेनदेन की रिपोर्टिंग एनडीएस-सीएएलएल में किए जाने को अनिवार्य किया गया।
10. मार्च 2010 में कारपोरेट बांड में रेपो की अनुमति दी गई।
11. जुलाई 2010 में सीपी और सीडी में द्वितीयक बाजार लेनदेन के लिए एक रिपोर्टिंग प्लेटफार्म का परिचालन किया गया।

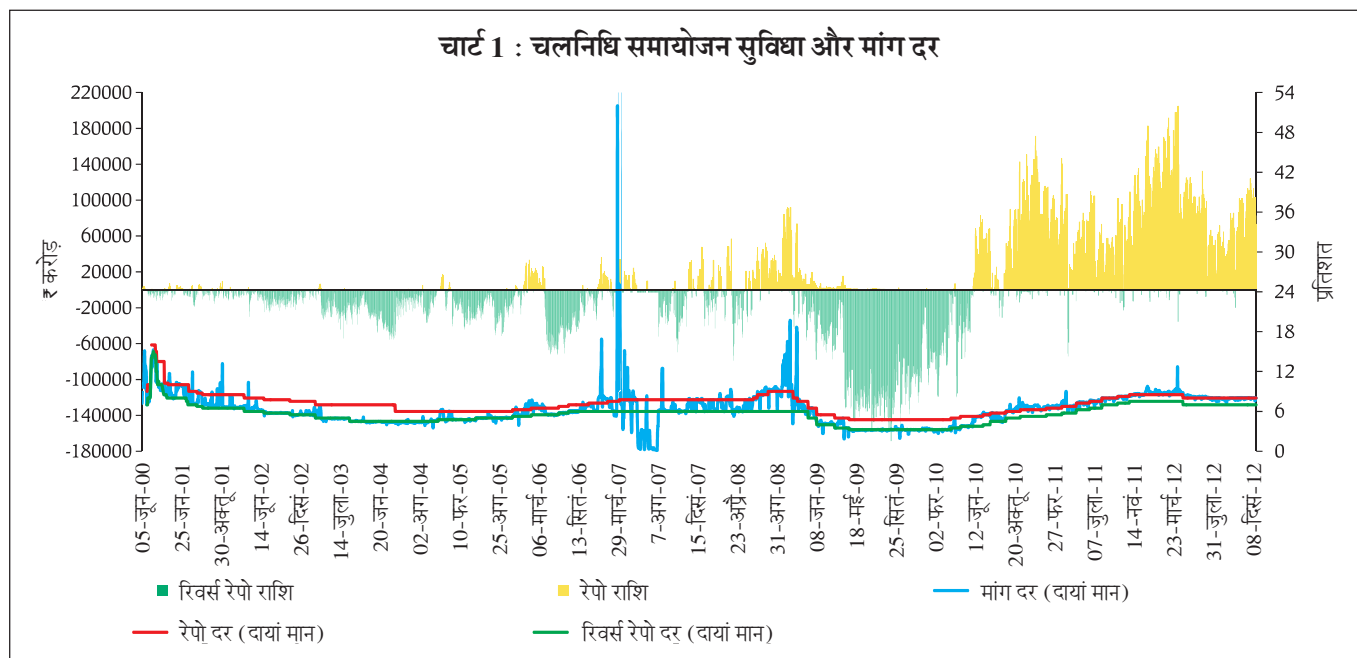
विविधीकरण में बढ़ोतरी होगी। मांग मुद्रा बाजार से कारपोरेट और गैर बैंक को अलग करने के लिए बाजार रेपो और संपार्श्विकीकृत उधार लेन-देन संबंधी दायित्व (सीबीएलओ) जैसे नए लिखतों की शुरुआत की गई ताकि उन्हें अपनी अल्पावधि चलनिधि का प्रबंधन करने के लिए रास्ता मिल सके। अगस्त 2005 से गैर बैंक संस्थाओं को मांग मुद्रा बाजार से पूर्ण रूप से अलग कर दिया गया। चूक जोखिम को कम करने और विभिन्न बाजार वर्गों की गतिविधियों का संतुलन सुनिश्चित करने के लिए रिजर्व बैंक ने मांग/नोटिस मुद्रा बाजार में बैंकों और प्राथमिक व्यापारियों की एक्सपोजर संबंधी विवेकसम्मत सीमा निर्धारित की है। अप्रैल 2005 में, इन सीमाओं को अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के लिए पूंजीगत निधियों (टियर I और टियर II पूंजी के जोड़) से संलग्न कर दिया गया है।

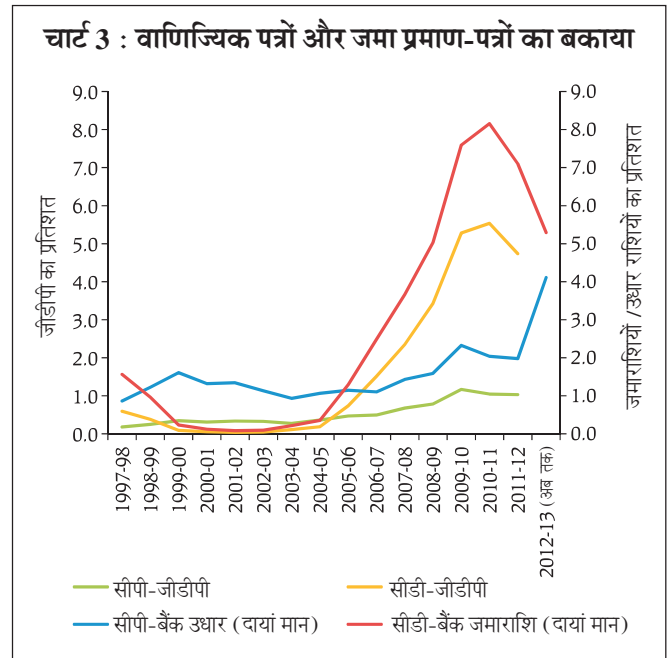
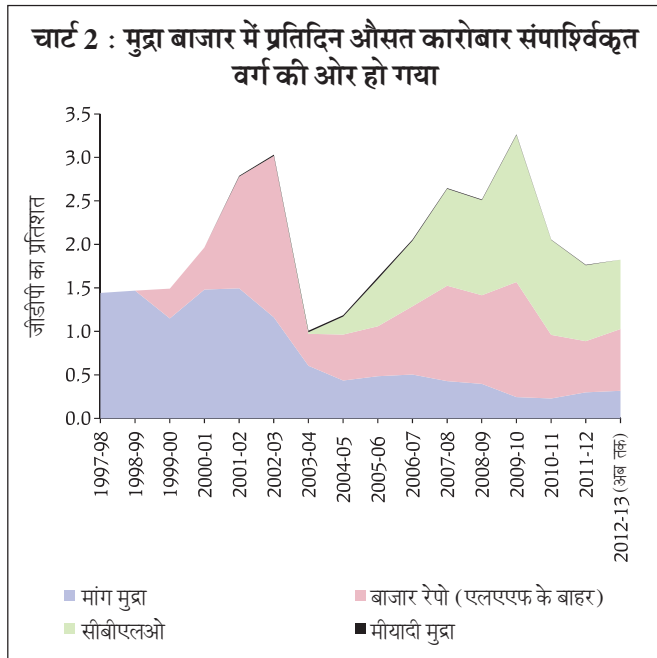
मुद्रा बाजार में पारदर्शिता और कार्य-कुशलता में सुधार लाने के लिए लेनदेन की समाप्ति के 15 मिनट के भीतर तयशुदा लेनदेन प्रणाली के जरिए सभी मांग और नोटिस मुद्रा बाजार के लेनदेनों की रिपोर्टिंग को अनिवार्य कर दिया गया। इसके अतिरिक्त, बेहतर मूल्य की खोज के लिए भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड द्वारा विकसित मांग/नोटिस और मीयादी मुद्रा बाजार में सभी प्रकार के लेनदेनों के लिए स्क्रीन आधारित

तयशुदा भाव चलित प्रणाली सितंबर 2006 में शुरू की गई।

जून 2000 के प्रारंभ में, रिजर्व बैंक ने संपूर्ण चलनिधि समायोजन सुविधा की शुरुआत की और नवंबर 2004 से यह एक दिन की निर्धारित रेपो दर और रिवर्स रेपो दर के जरिए परिचालित की गई। इसने ब्याज दर को मौद्रिक संप्रेषण के महत्वपूर्ण लिखत के रूप में विकसित करने में मदद की। इससे चलनिधि की मात्रा और दैनिक आधार पर सिस्टम की आवश्यकता की पूर्ति के लिए दरों दोनों को सुनिश्चित करने में रिजर्व बैंक को बहुत ही सुविधा हुई (चार्ट 1)।

मुद्रा बाजार के विभिन्न घटकों के विकास में सबसे महत्वपूर्ण पहलू असंपार्श्विकीकृत बाजार की तुलना में संपार्श्विकीकृत बाजार का विकास होना था। पिछले दशक के दौरान जहां मांग मुद्रा बाजार के दैनिक कारोबार में या तो यथास्थिति रही या गिरावट आई वहीं संपार्श्विकीकृत खंड में बाजार रेपो और सीबीएलओ में बहुत अधिक वृद्धि हुई (चार्ट 2)। 2007-08 से वाणिज्यिक पत्र और जमा प्रमाण-पत्र दोनों की मात्रा में पर्याप्त वृद्धि हुई (चार्ट 3)। इसके अतिरिक्त, 91 दिवसीय ट्रेजरी बिलों के निर्गम में भी तेज वृद्धि हुई (चार्ट 4)। इस समय समग्र मुद्रा बाजार पिछले एक दशक की तुलना में सकल घरेलू उत्पाद की तुलना में बहुत अधिक व्यापक है।



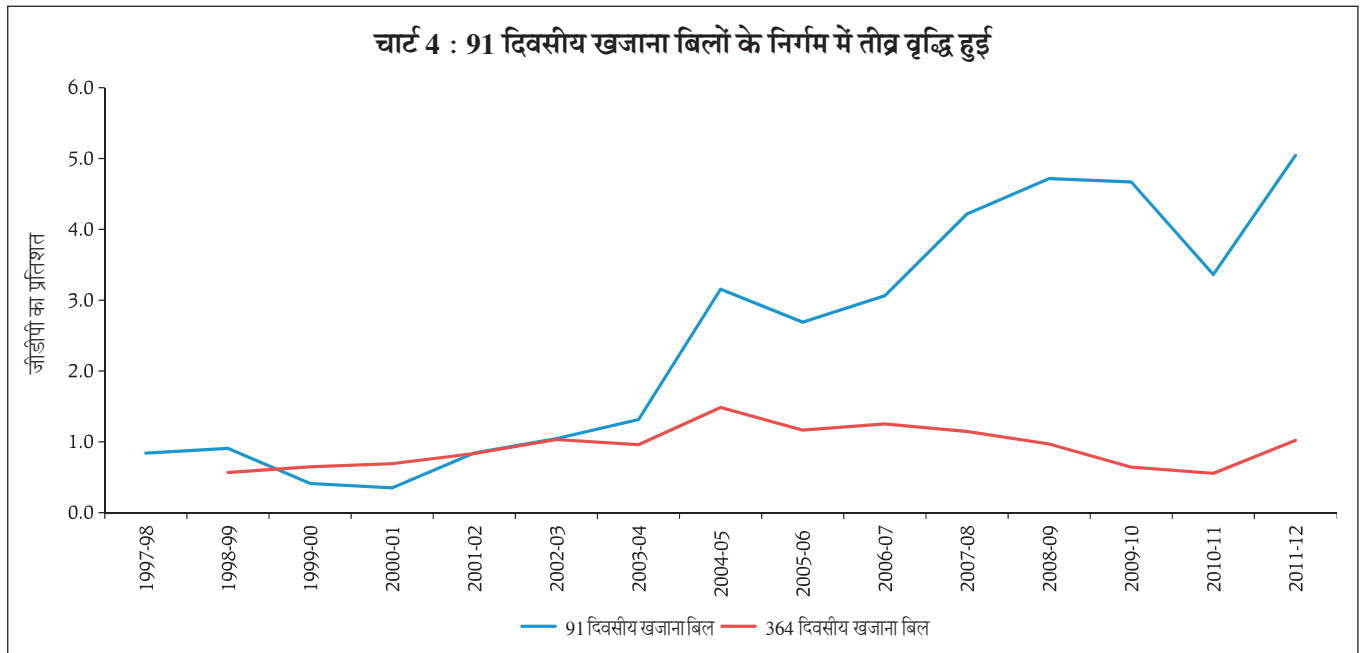


इसके अतिरिक्त, मुद्रा बाजार में विभिन्न लिखतों के प्रतिलाभ की दर में, विशेष रूप से एलएएफ की शुरुआत के बाद, बहुत अधिक एकसाथ उतार-चढ़ाव देखा गया (सारणी 2 और चार्ट 5)।

मौद्रिक परिचालन की क्रियाविधि

मुद्रा बाजार का विकास और वित्तीय बाजारों के अन्य खंडों के साथ इसके बढ़ते अंतर-संबंधों ने मौद्रिक नीति के उद्देश्यों के

अनुरूप मौद्रिक नीति की परिचालन क्रियाविधि को बदलने में रिजर्व बैंक की मदद की। चक्रवर्ती समिति (1985) की सिफारिशों के अनुसार फीडबैक के साथ मौद्रिक लक्ष्य वाले ढांचे की शुरुआत 1980 के मध्य में की गई, जिसके तहत रिजर्व मुद्रा को परिचालन लक्ष्य के रूप में और व्यापक मुद्रा (एम3) को मध्यवर्ती लक्ष्य के रूप में प्रयोग किया गया। 1990 के दशक के मध्य तक यह ढांचा विभिन्न गतिविधियों के चलते क्रमशः अपर्याप्त होता चला गया।



सारणी 2 : मुद्रा बाजार में ब्याज दर

(प्रतिशत, वार्षिक : वार्षिक औसत)

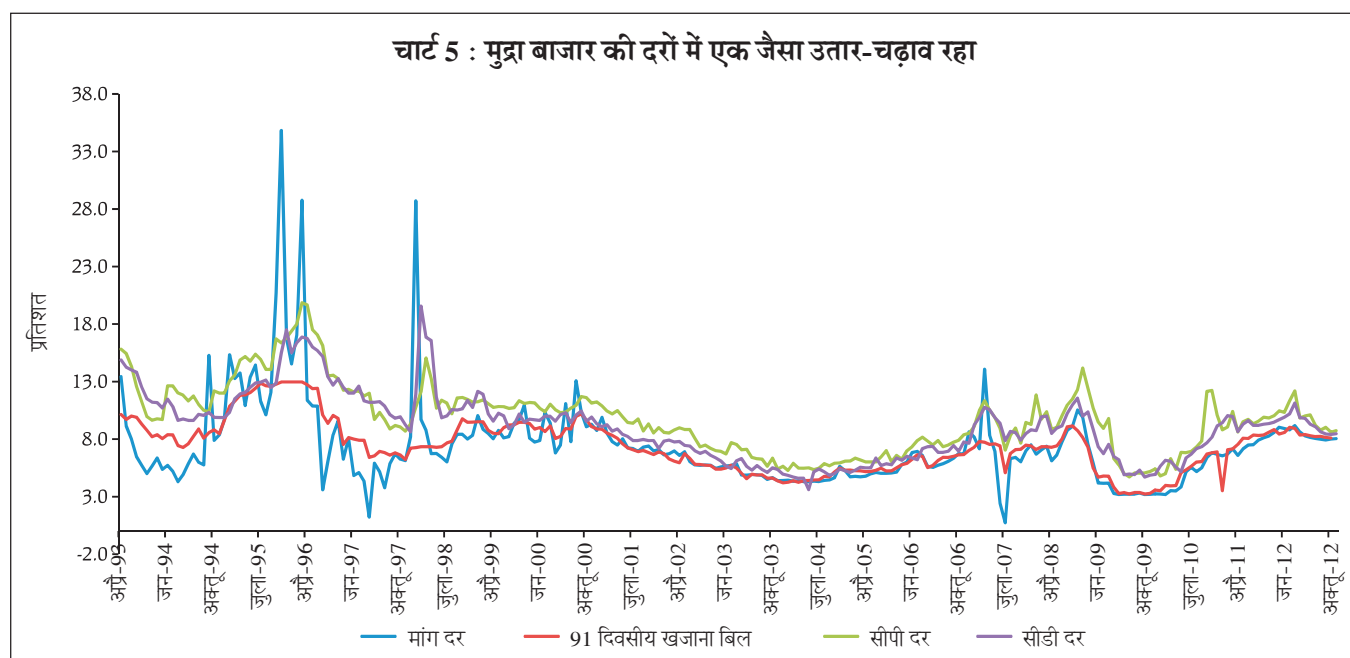
1	रेपो दर	मांग दर	सीबी-एलओ दर	बाजार रेपो दर	91 दिवसीय खजाना बिल	364 दिवसीय खजाना बिल	सीपी दर	सीडी दर
2000-01	11.2	9.1	-	-	9.0	9.8	10.8	9.6
2001-02	8.5	7.2	-	-	7.0	7.3	9.2	8.0
2002-03	7.7	5.9	-	-	5.8	5.9	7.7	6.6
2003-04	7.0	4.6	-	-	4.6	4.7	6.1	5.3
2004-05	6.0	4.7	-	-	4.9	5.2	5.8	5.0
2005-06	6.2	5.6	5.3	5.4	5.7	6.0	6.7	6.1
2006-07	7.0	7.2	6.2	6.3	6.6	7.0	8.5	7.9
2007-08	7.8	6.1	5.2	5.5	7.1	7.5	9.3	9.1
2008-09	7.4	7.1	6.1	6.5	7.1	7.2	10.7	9.2
2009-10	4.8	3.2	2.7	2.8	3.6	4.4	5.3	5.4
2010-11	5.9	5.7	5.4	5.5	6.2	6.6	8.7	7.7
2011-12	8.0	8.1	7.8	7.9	8.4	8.4	10.1	9.6
2013-14 (अब तक)	8.0	8.1	7.9	8.0	8.2	8.1	9.3	9.0

संरचनागत सुधारों और वित्तीय उदारीकरण के कारण सरकारी और वाणिज्यिक क्षेत्रों के वित्तपोषण में निदर्शनात्मक बदलाव आया जिसके चलते ब्याज दरें और विनिमय दर अधिक से अधिक बाजार आधारित होने लगीं। वित्तीय बाजार के विभिन्न खंडों में हुई प्रगति के चलते वित्तीय क्षेत्र में व्यापकता आई। इससे रिजर्व

बैंक को ब्याज दर जैसे परोक्ष लिखतों के जरिए नीतिगत संकेतों को प्रभावी ढंग से संप्रेषित करने में आसानी हुई। दूसरी ओर, पूंजी अंतर्वाहों के कारण चलनिधि में हुई वृद्धि ने रिजर्व मुद्रा की तुलना में निवल विदेशी आस्तियों के अनुपात को बढ़ा दिया और इसने मौद्रिक समुच्चयों पर नियंत्रण रखने का कार्य कठिन बना दिया। वित्तीय नवोन्मेष के चलते मुद्रा के मांग फलन की स्थिरता भी संदेह के घेरे में आ गयी।

इन चुनौतियों देखते हुए और मौद्रिक प्रबंधन की बढ़ती जटिलताओं के चलते रिजर्व बैंक ने 1998-99 में बहुविध संकेतक दृष्टिकोण को अपनाया। इस दृष्टिकोण के तहत कई समष्टि-आर्थिक संकेतकों, जिनमें मुद्रा संबंधी अन्य संकेतकों सहित वित्तीय बाजारों के विभिन्न खंडों में ब्याज दरों में भिन्नता, बैंकों और वित्तीय संस्थाओं द्वारा दी गई उधार राशि, राजकोषीय स्थिति, व्यापार, पूंजी प्रवाह, मुद्रास्फीति की दर, विनिमय दर, पुनर्वित्त तथा विदेशी मुद्रा में लेनदेन जैसे उच्च बारंबारता वाले आंकड़े शामिल हैं, की तुलना मौद्रिक नीति-निर्माण के दौरान उत्पादन संबंधी अन्य आंकड़ों के साथ की जाती है। परंतु, इस दृष्टिकोण में सुधार किया जाता रहा और इसे रिजर्व बैंक के विभिन्न सर्वेक्षणों से लिए गए प्रगामी संकेतकों तथा किफायती

चार्ट 5 : मुद्रा बाजार की दरों में एक जैसा उतार-चढ़ाव रहा



समय श्रृंखला मॉडलों के एक पैनेल द्वारा विकसित करके इसे आगे बढ़ाया गया (दीपक मोहंती 2010)²।

नरसिंहम समिति II (1998) की सिफारिशों के अनुसार बहु संकेतक दृष्टिकोण के साथ-साथ परिचालन क्रियाविधि में भी परिवर्तन किया गया। रिजर्व बैंक ने 1999 में अंतरिम चलनिधि समायोजन सुविधा की शुरुआत की जिसके तहत बैंक दर पर चलनिधि डाली गई और नियत रिवर्स रेपो दर पर चलनिधि का अवशोषण किया गया। धीरे-धीरे अंतरिम चलनिधि समायोजन सुविधा संपूर्ण चलनिधि समायोजन सुविधा में बदल गई। इस दौरान वित्तीय बाजार और भुगतान प्रणाली में हुए अनुभव और प्रगति के आधार पर इसमें बीच-बीच में संशोधन भी किया गया। नवंबर 2004 से चलनिधि समायोजन सुविधा एक दिन की नियत रेपो रेट और रिवर्स रेपो के जरिए परिचालित की गई जिसने मांग मुद्रा दर के लिए औपचारिक कोरिडोर प्रदान किया।

यद्यपि, चलनिधि समायोजन सुविधा ने ब्याज दर को मौद्रिक संप्रेषण के रूप में विकसित होने में मदद की, फिर भी दो प्रमुख कमियां सामने आईं। पहली कमी एकल नीति दर का अभाव था क्योंकि परिचालनगत नीति दर चलनिधि कम होने की स्थिति में रेपो दर और चलनिधि अधिक होने की स्थिति में रिवर्स रेपो दर बदल जाती थी। दूसरी कमी थी निश्चित कोरिडोर का न होना, क्योंकि प्रभावी एक दिवसीय ब्याज दर अत्यधिक अधिशेष (कमी) की स्थिति में रिवर्स रेपो (रेपो) से नीचे (ऊपर) चली जाती थी। इन कमियों को देखते हुए मई 2011 में एक नई परिचालन क्रियाविधि की शुरुआत की गई।

अब मैं इस नई परिचालन क्रियाविधि की प्रमुख विशेषताओं के बारे में विस्तार बाताना चाहूंगा। पहली, भारत औसत एक दिवसीय मांग मुद्रा को मौद्रिक नीति के परिचालन लक्ष्य के रूप में चिह्नित किया गया³। दूसरी, रेपो दर को मात्र एक स्वतंत्र रूप से

परिवर्तित होने वाली नीति दर बनाया गया। तीसरी, सीमांत स्थायी सुविधा (एमएसएफ) प्रारंभ की गई, जिसके तहत वाणिज्य बैंकों को अपनी निवल मांग और मीयादी देयताओं की एक प्रतिशत राशि एक दिवसीय ब्याज दर से 100 आधार अंक अधिक की दर पर उधार लेने की अनुमति दी गई। तदुपरांत, इस सीमा को बढ़ाकर एनडीटीएल का 2 प्रतिशत कर दिया गया और इसके अतिरिक्त, अनुसूचित वाणिज्य बैंकों को अपनी सांविधिक चलनिधि अनुपात से अधिक राशि वाली धारिता पर एक दिवसीय आधार पर सीमांत स्थायी सुविधा के तहत उधार लेने की अनुमति प्रदान की गई। इसके अतिरिक्त, बैंक दर जो बढ़ा दर होती है, को एमएसएफ दर के समान कर दिया गया। चौथी, संशोधित कोरिडोर को 200 आधार अंकों की नियत-सीमा में परिभाषित किया गया। रेपो दर को कोरिडोर के मध्य में रखा गया, इसके नीचे 100 आधार अंक पर रिवर्स रेपो दर को रखा गया और एमएसएफ दर के साथ-साथ बैंक दर को इसके 100 आधार अंक ऊपर रखा गया (चार्ट 6)। इस प्रकार इस नई परिचालन क्रियाविधि के तहत रिजर्व बैंक द्वारा घोषित सभी तीन अन्य दरों अर्थात रिवर्स रेपो दर, एमएसएफ दर और बैंक दर को एक नीतिगत दर से जोड़ दिया गया।

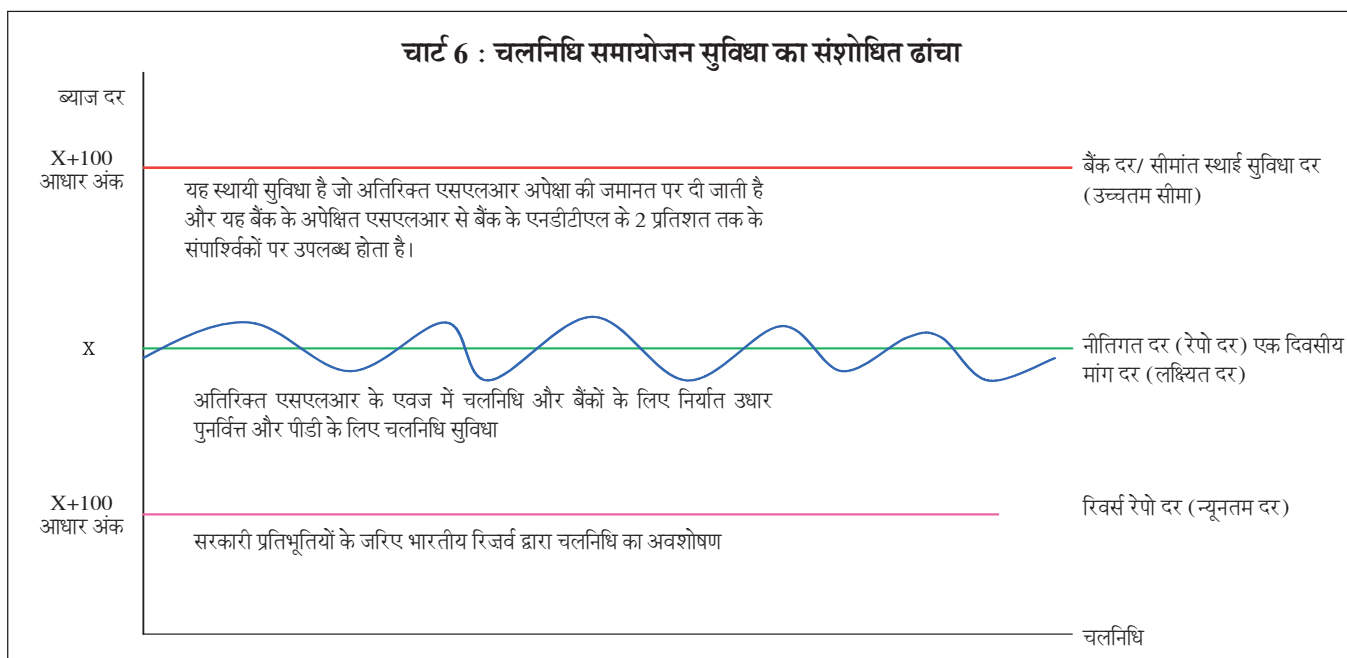
उम्मीद है कि निम्नलिखित कारणों के चलते नई परिचालन क्रियाविधि से मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन और संप्रेषण में सुधार होगा। पहला, परिचालन लक्ष्य की स्पष्ट घोषणा से बाजार सहभागियों में अपेक्षित नीतिगत प्रभाव के बारे में स्पष्ट धारणा बनेगी। दूसरा, एकल नीतिगत दर, नीति दर के रेपो और रिवर्स रेपो दर में बदलने के भ्रम को समाप्त करती है और मौद्रिक नीति के रख के संप्रेषण को और सटीक बनाती है। तीसरा, सीमांत स्थायी सुविधा अप्रत्याशित चलनिधि आघातों के प्रति सुरक्षा प्रदान करती है। चौथा, एमएसएफ दर और रिवर्स रेपो दर द्वारा स्थापित नियत ब्याज दर कोरिडोर अनिश्चितताओं और संप्रेषण में होने वाली कठिनाइयों को कम करता है और एक दिवसीय औसत मांग मुद्रा दर को रेपो दर के निकट रखने में मदद करता है।

अब मैं इस नई परिचालन क्रियाविधि से प्राप्त अनुभव के बारे में चर्चा करना चाहूंगा। इस नई परिचालन क्रियाविधि के कार्यान्वयन के लिए रिजर्व बैंक ने प्रणालीगत चलनिधि को घाटे की स्थिति में रखा क्योंकि इस स्थिति में मौद्रिक संप्रेषण काफी प्रभावशाली पाया गया (आरबीआई, 2011)⁴। रिजर्व बैंक ने बैंकों की निवल मांग

² मोहंती, दीपक (2010), भारत में मौद्रिक नीति का ढांचा: बहुसंकेतक दृष्टिकोण, आरबीआई बुलेटिन, मार्च 2010.

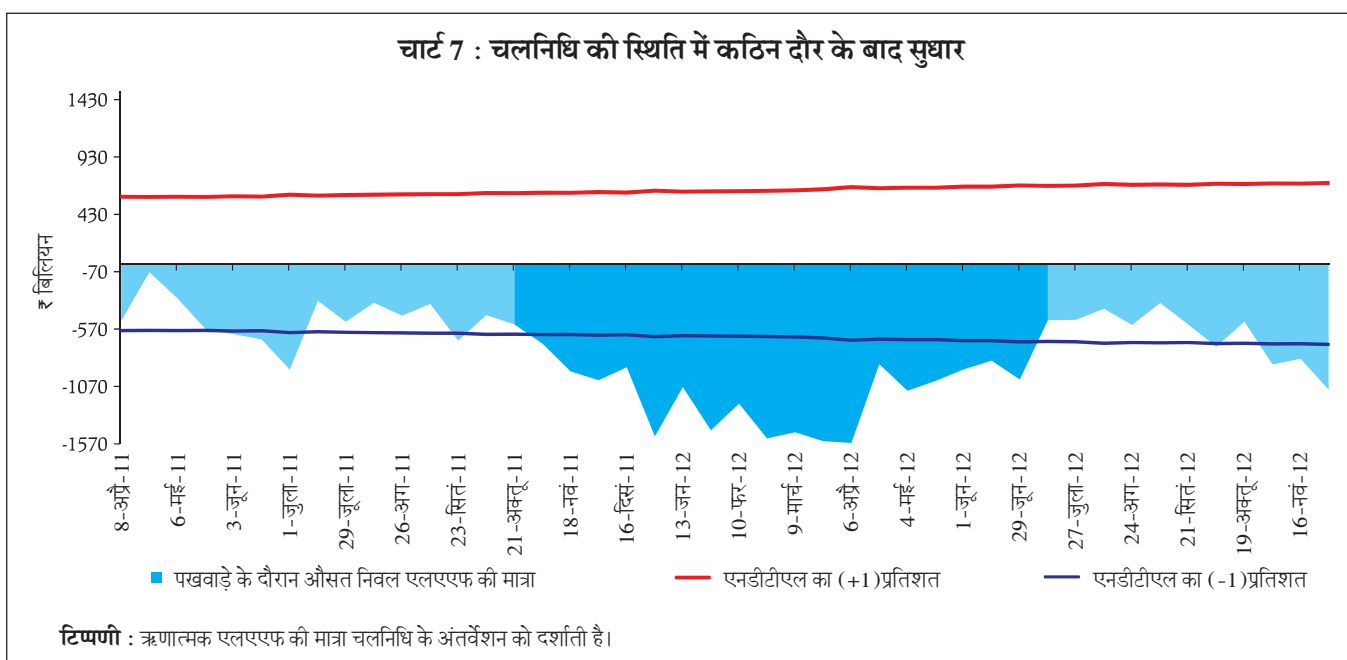
³ यद्यपि, एक दिवसीय मुद्रा बाजार में मांग मुद्रा बाजार का हिस्सा संपार्श्विकीकृत खंड से कम है, फिर भी, भारत मांग दर को परिचालन लक्ष्य के रूप में प्रयोग किया जाता है। यह आंशिक रूप से एक दिवसीय मांग मुद्रा दर और 0.9 की दर से संपार्श्विकीकृत मुद्रा बाजार के बीच परस्पर संबंध होने के कारण है। इस मामले पर विस्तृत रूप से चर्चा मौद्रिक नीति की परिचालन क्रियाविधि पर कार्यकारी दल ने की और उसने पाया कि एक दिवसीय मांग मुद्रा दर की तुलना में नीतिगत दर का संप्रेषण एक दिवसीय मुद्रा बाजार दर से अधिक मजबूत है। इसके अतिरिक्त, मांग मुद्रा बाजार पूर्णतः अंतर-बैंक बाजार है, इसलिए यह निवल चलनिधि स्थिति को बेहतर ढंग से दर्शाता है।

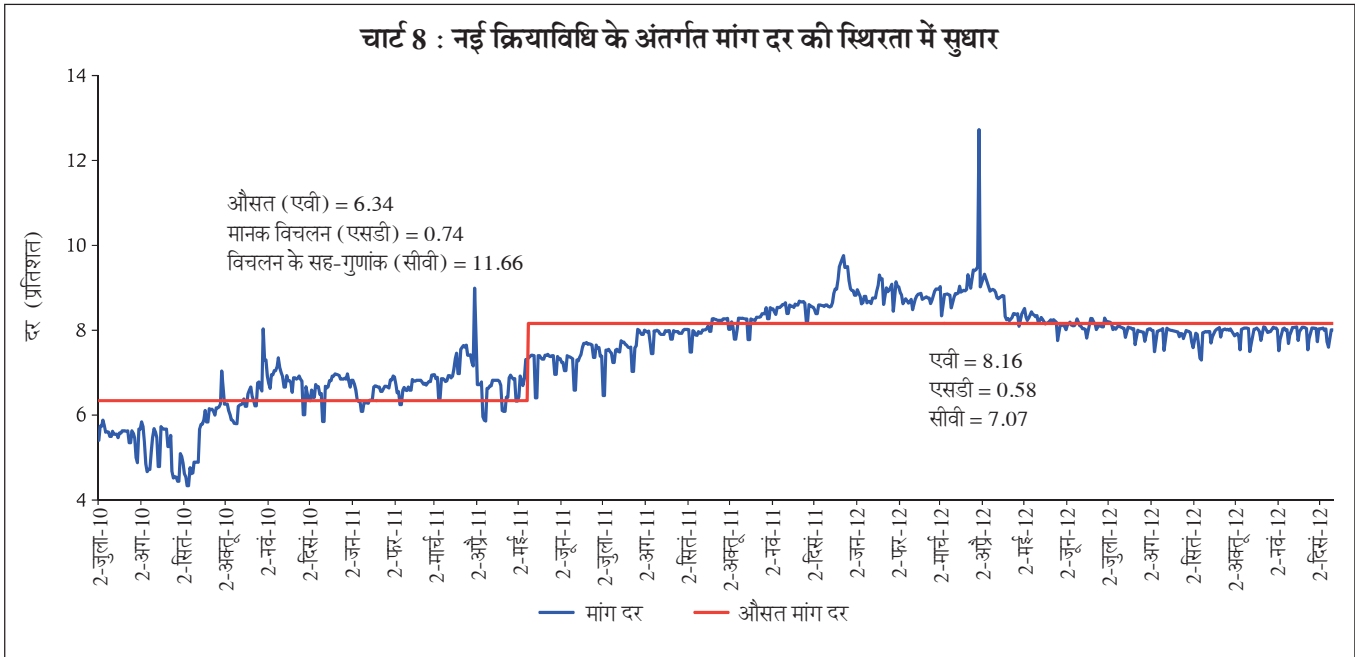
⁴ भारतीय रिजर्व बैंक (2011), मौद्रिक नीति की परिचालन क्रियाविधि पर कार्यकारी दल की रिपोर्ट, (अध्यक्ष : दीपक मोहंती), मार्च।



और मीयादी देयताओं के (+)/(-)1.0 प्रतिशत के अपने एक संतोषजनक सामान्य निर्देशात्मक चलनिधि दायरे की घोषणा भी की। मई 2011 से, चलनिधि स्थितियों को तीन भिन्न-भिन्न चरणों में विभाजित किया जा सकता है। मई-अक्टूबर 2011 में पहले चरण के दौरान रिजर्व बैंक के सुखद स्तर के भीतर सामान्यतः रहने के बाद चलनिधि घाटा नवंबर 2011 से जून

2012 के दौरान एनडीटीएल से एक प्रतिशत अधिक हो गया। इस बड़े चलनिधि घाटे का प्रमुख कारण विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप एवं ऋण और जमा की वृद्धि के बीच काफी अधिक विषमता का होना था। अस्थायी कारकों अर्थात् रिजर्व बैंक के पास रखे सरकार के नकदी शेष के प्रत्याशित अवधि से अधिक समय तक बने रहने और मुद्रा-संचलन में वृद्धि होने से घाटे की स्थिति

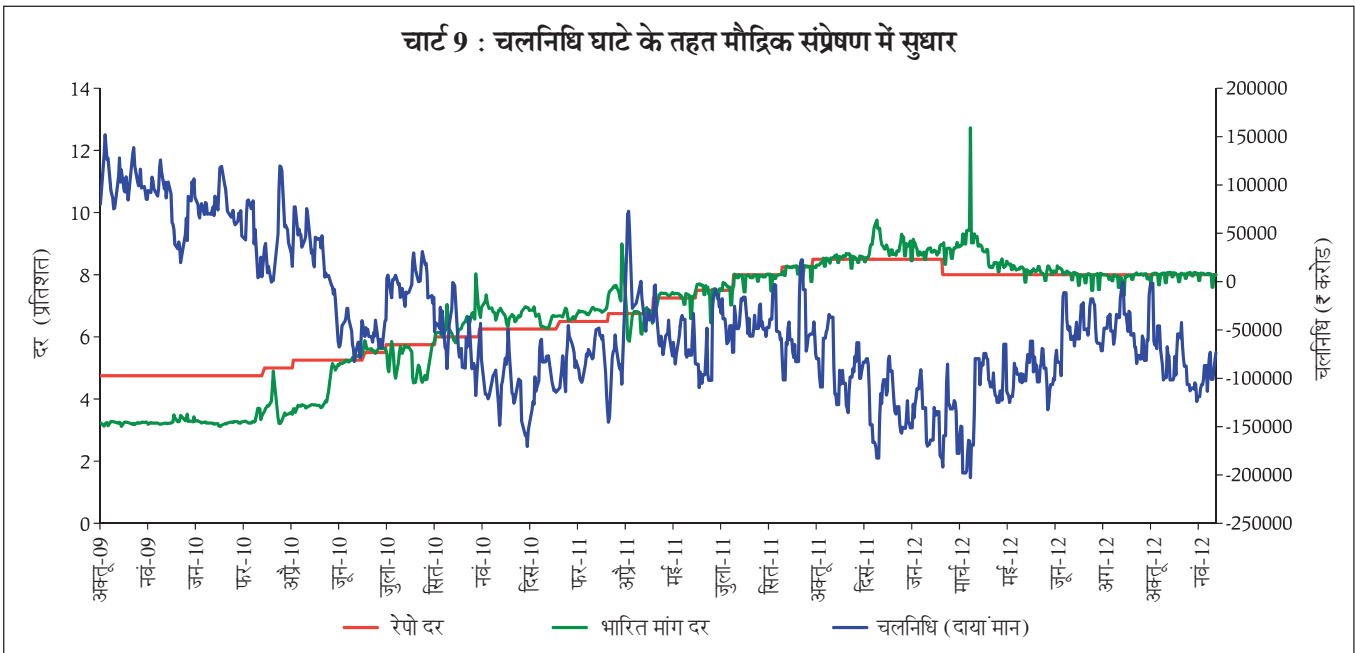


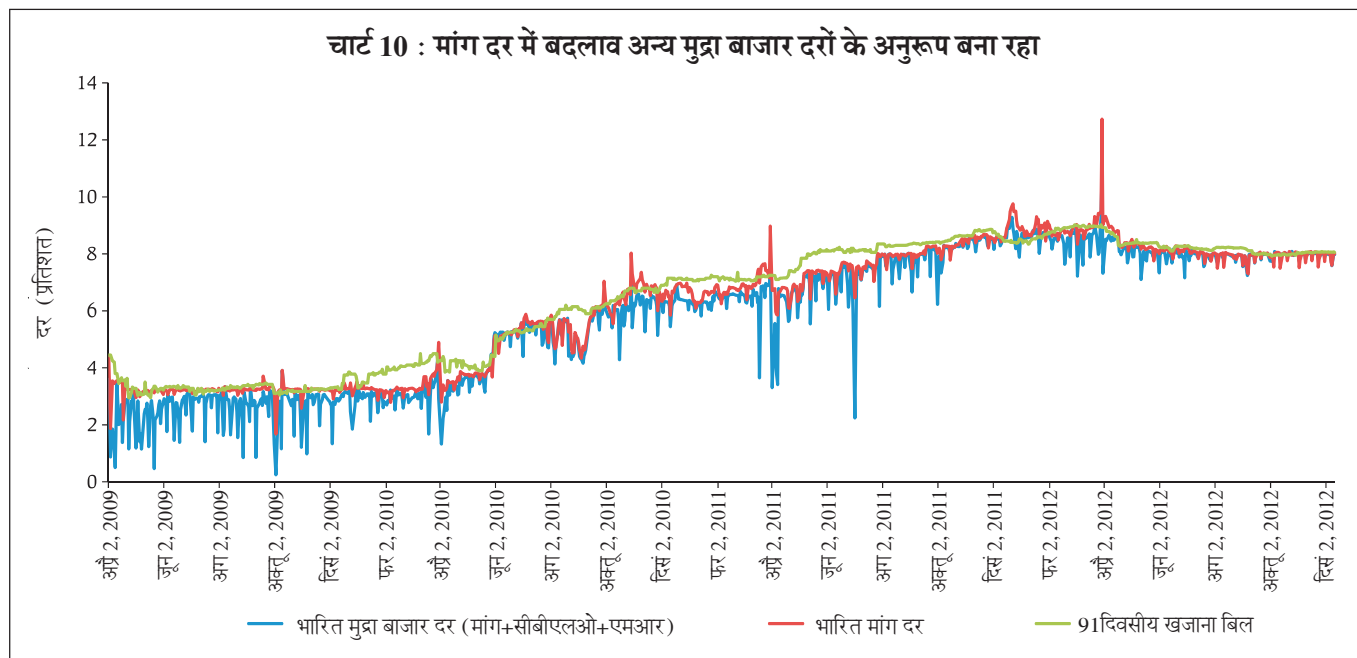


और अधिक बिगड़ गई। तदनुसार, रिज़र्व बैंक ने खुला बाजार परिचालन और बैंकों के आरक्षित नकदी निधि अनुपात में कमी करके चलनिधि का प्रबंध किया। इसमें मुद्रा-संचलन में आई कमी और रिज़र्व बैंक के पास रखे सरकार के नकदी शेष में आई कमी से सहयोग मिला। इसके परिणामस्वरूप जुलाई 2012 से चलनिधि की स्थिति में सुधार हुआ और यह एनडीटीएल के एक प्रतिशत की रिज़र्व बैंक की अपेक्षित स्थिति में वापस आ गई (चार्ट 7)।

इसके कार्यान्वयन के समय से ही प्रणालीगत चलनिधि घाटे की स्थिति में रही है, जिसने मुद्रा बाजारों के विभिन्न खंडों में नीतिगत दर के बेहतर संप्रेषण में मदद की। पहला, एक दिवसीय ब्याज दर इसके कार्यान्वयन के समय से ही अधिक स्थिर बनी हुई है (चार्ट 8)।

दूसरा, रेपो दर और भारत मांग दर में पहले की तुलना में इस नई परिचालन क्रियाविधि के तहत और अधिक सामंजस्य





स्थापित हुआ जिससे मांग मुद्रा बाजार की ब्याज दर में उतार-चढ़ाव की दृष्टि से मौद्रिक नीति का बेहतर संप्रेषण हुआ (चार्ट 9)।

तीसरा, इसके परिणामस्वरूप नई परिचालन क्रियाविधि के कार्यान्वयन के बाद मांग मुद्रा दर में पहले की तुलना में अन्य मुद्रा बाजार की ब्याज दरों के साथ अधिक सामंजस्य स्थापित हुआ है (चार्ट 10)।

निष्कर्ष

अब मैं वक्तव्य के अंतिम चरण में आता हूँ। हमारा अनुभव यह रहा है कि मुद्रा बाजार में विकास और मौद्रिक नीति की परिचालन क्रियाविधि में परिर्माण साथ-साथ हुए हैं। वित्तीय बाजार के विभिन्न खंडों में प्रगति हेतु रिजर्व बैंक द्वारा जोर दिए जाने के साथ-साथ वित्तीय क्षेत्र में हुए सुधारों के चलते मात्रा आधारित प्रत्यक्ष लिखत वाली परिचालन क्रियाविधि से ब्याज आधारित परोक्ष लिखतों में परिवर्तन संभव हुआ। रिजर्व बैंक एकल रेपो नीति दर के जरिए मुद्रा बाजार में मौद्रिक नीति का बेहतर संकेत देने में समक्ष रहा है। अब तक के साक्ष्यों से ज्ञात होता है कि इस नई परिचालन क्रियाविधि के तहत मौद्रिक नीति के संप्रेषण में पर्याप्त सुधार हुआ है। इस प्रक्रिया को अधिक सुदृढ़ बनाने के लिए मैं तीन सुझाव देता हूँ :

पहला, मुद्रा बाजार में अल्पावधि में नीतिगत दर का त्वरित संप्रेषण हुआ है जिसका आंशिक कारण बाजार चलनिधि का घाटे की स्थिति में रहना है। परंतु, चलनिधि को वहनीय व अपेक्षित स्तर पर घाटे के मोड में बनाए रखना रिजर्व बैंक द्वारा प्रभावी ढंग से खुला बाजार परिचालन करने की क्षमता एवं इस प्रकार के परिचालनों के प्रति बाजार के रवैये पर निर्भर करेगा। अतः बाजार व्यष्टि-संरचना को विकसित करने की जरूरत है तथा खुले बाजार के परिचालन को और सुचारु रूप से आयोजित करने के लिए सरकारी प्रतिभूतियों में द्वितीयक बाजार लेनदेनों को बढ़ाने की जरूरत है।

दूसरा, चलनिधि समायोजन सुविधा अधिक टिकाऊ चलनिधि के प्रबंधन के लिए उपयुक्त लिखत नहीं है। चूँकि प्रणाली के घाटे में रहने की प्रत्याशा की जाती है, अतः चलनिधि की दैनिक जरूरत को कम करने के लिए मीयादी रेपो विकसित करने की जरूरत है।

तीसरा, बाजार को विकसित करने की दिशा में पर्याप्त सुधार के बावजूद मुद्रा बाजार की मीयादी संरचना अपूर्ण है। इसलिए मीयादी मुद्रा बाजार विकसित करके प्रतिफल वक्र को एक दिवसीय दर से आगे बढ़ाने की जरूरत है।

धन्यवाद।