

## भारत में बैंकों का कारपोरेट संचालन: श्रेष्ठ उत्पादकता की खोज में \*

दीपक मोहंती

मैं भारतीय प्रबंध संस्थान (आइआइएम) को धन्यवाद देता हूँ कि उन्होंने लब्धप्रतिष्ठ व्यक्तियों की इस सभा को संबोधित करने के लिए मुझे आमंत्रित किया। श्रोताओं में मुझे अनेक तेजस्वी भावी प्रबंधक दिखाई पड़ रहे हैं। जैसे ही आप इस संस्थान से बाहर निकलेंगे, आपको हमारी अर्थव्यवस्था के कुछेक प्रमुख पहलू का प्रबंध करने की चुनौती का सामना करना पड़ेगा चाहे वह कृषि, उद्योग या सेवा के क्षेत्र में हो। आज की सांध्य बेला में मैं आपको आभास कराना चाहता हूँ कि हम भारतीय रिज़र्व बैंक में किस प्रकार मौद्रिक नीति का प्रबंध करते हैं। केंद्रीय बैंकिंग की भाषा-शैली में इसे मौद्रिक नीति की परिचालन-क्रियाविधि या कार्यान्वयन के रूप में जाना जाता है। अनिवार्यतः यह मूल्य-स्थिरता और वृद्धि के अंतिम उद्देश्य की खोज में मौद्रिक नीति का दिन-प्रतिदिन प्रबंध करना होता है।

अपनी प्रस्तुति में मैं निम्नलिखित प्रश्नों पर ध्यान दूँगा : मौद्रिक नीति की परिचालन क्रियाविधि क्यों महत्वपूर्ण होती है ? प्रमुख केंद्रीय बैंक किस प्रकार अपनी मौद्रिक नीति का परिचालन करते हैं ? रिज़र्व बैंक का मौद्रिक नीति परिचालन ढाँचा कितना कारगर है ? मैं मौद्रिक नीति के परिचालन के सामने आने वाली कुछ चुनौतियों को आलोकित करते हुए अपनी बात समाप्त करूँगा।

### मौद्रिक नीति परिचालन क्रियाविधि क्यों महत्वपूर्ण होती है ?

सरकारी नीति की एक भुजा के रूप में मौद्रिक नीति ने उद्देश्य और प्राथमिकताएँ निर्धारित की हैं। ये उद्देश्य केंद्रीय बैंकों के अपने-अपने अधिदेशों से व्युत्पन्न होते हैं। इसमें मूल्य-स्थिरता के एकल उद्देश्य जिसे मौद्रिक नीति का प्रधान उद्देश्य माना जाता है, से लेकर बहुविध उद्देश्य होते हैं जिनमें वृद्धि और वित्तीय स्थिरता भी शामिल होते हैं।

केंद्रीय बैंक इन उद्देश्यों को प्राप्त करने का प्रयास उनके नियंत्रणाधीन साधनों के माध्यम से अप्रत्यक्ष रूप से और उस अनुभवमूलक

संबंध के आधार पर करते हैं जो इन साधनों का अंतिम उद्देश्य के साथ होता है। इसके लिए उस सुसंगत मौद्रिक नीति ढाँचे को स्पष्ट किया जाना अपेक्षित होता है जो नीति-संकेतों का संचरण इस तरीके से करता है कि मौद्रिक नीति और वित्तीय स्थितियाँ उद्देश्यों को प्राप्त करने के लिए वांछित सीमा तक प्रभावित होती हैं। तथापि मौद्रिक नीति ढाँचा निरंतर विकसित होने वाली प्रक्रिया होती है, जो वित्तीय बाजारों और संस्थाओं के विकास के स्तर और वैश्विक स्वीकरण के अंश पर आश्रित होती है।

जब तक मुद्रा के मूल्य को स्वर्ण या रजत के साथ जोड़ा जाता था तब तक मौद्रिक नीति की भूमिका गौण होती थी। नियत विनिमय दर की ब्रेटन वुड्स प्रणाली के भंग हो जाने से मौद्रिक नीति एक मध्यवर्ती लक्ष्य को निर्धारित किये जाने से विकसित हुई। इस ढाँचे के अंतर्गत केंद्रीय बैंक अपने प्रत्यक्ष नियंत्रण में रहने वाले साधनों के माध्यम से एक मध्यवर्ती लक्ष्य यथा मुद्रा आपूर्ति, को प्रभावित करने की चेष्टा कर रहे थे जिसका स्थिर संबंध कीमत और उत्पादन के अंतिम उद्देश्य के साथ था। इस ढाँचे का परित्याग 1980 के दशक के अंत में उन्नत केंद्रीय बैंकों द्वारा कर दिया गया क्योंकि मुद्रा का अस्थिर संबंध अंतिम उद्देश्य के साथ होता था जिसका कारण वित्तीय नवोन्मेष माना गया। विकल्प के रूप में 1980 के अंत से अनेक केंद्रीय बैंकों ने मुद्रास्फीति को लक्ष्य के रूप में अपना आरंभ किया जिसमें मुद्रास्फीति को एकमात्र अंतिम उद्देश्य के रूप में लक्षित किया गया था। तथापि हाल के वैश्विक वित्तीय संकट ने इस ढाँचे के गुण पर सवाल उठाये, क्योंकि एकमात्र मूल्य-स्थिरता पर ध्यान केंद्रित किये जाने से वित्तीय स्थिरता को सुनिश्चित किया जाना विफल हो गया (सुब्बाराव, 2010)।<sup>1</sup>

उन्नत केंद्रीय बैंकों के बीच जबकि बैंक ऑफ इंगलैंड मुद्रास्फीति को लक्ष्य के रूप में मानने वाला केंद्रीय बैंक है, अनेक अन्य ऐसे हैं जो एक सारग्राही दृष्टिकोण अपनाते हैं। उदाहरण के लिए यूएस फेडरल रिज़र्व एक ऐसा ढाँचा अपनाता है जिसे जोखिम प्रबंधन दृष्टिकोण का नाम दिया गया है, जिसमें मुद्रास्फीति जोखिम और वृद्धि के बीच संतुलन

\* 12 अगस्त 2011 को भारतीय प्रबंध संस्थान (आइआइएम), लखनऊ में श्री दीपक मोहंती, कार्यपालक निदेशक, भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा दिया गया भाषण। श्री जीवन कुंद्रकपन द्वारा दी गयी सहायता के लिए आभार व्यक्त किया जाता है।

<sup>1</sup> सुब्बाराव, दुवुरि (2010), 'फाइनेंशियल क्राइसिस - सम कवेशन्स एंड मे बी सम न्यू आन्सर्स', दसवाँ सी.डी. देशमुख स्मारक व्याख्यान जो 5 अगस्त 2010 को कार्डिसल फॉर सोशल डेवलपमेंट, दक्षिण क्षेत्र, हैदराबाद में दिया गया।

पर विचार करते हुए ब्याज दर के संबंध में विचार किया जाता है। इसी प्रकार यूरोपियन केंद्रीय बैंक एक जुड़वाँ रणनीति के आधार पर जिसमें आर्थिक और मौद्रिक विश्लेषण समाविष्ट होते हैं, नीतिगत निर्णय लेता है। तथापि यह नोट किया जाना महत्वपूर्ण होगा कि ढाँचों में अंतर के होते हुए भी मूल्य स्थिरता जिसका निर्वचन न्यून और स्थिर मुद्रास्फीति के रूप में किया जाता है, इन सभी केंद्रीय बैंकों के लिए मौद्रिक नीति का प्रधान उद्देश्य बनी रहती है।

एक बार मौद्रिक नीति का ढाँचा तैयार हो जाने पर इसके लिए समर्थक परिचालन क्रियाविधि का होना आवश्यक होता है जिसके माध्यम से मौद्रिक नीति को कार्यान्वित किया जाता है। परिचालन क्रियाविधि की परिभाषा मौद्रिक नीति के समग्र दृष्टिकोण से सुसंगत मौद्रिक स्थितियों के दिन-प्रतिदिन के प्रबंधन के रूप में की गयी है। सामान्यतः इसमें शामिल होते हैं : (i) एक परिचालन-लक्ष्य को परिभाषित करना जो सामान्य ब्याज दर होता है; (ii) एक नीति-दर का निर्धारण करना जो परिचालन लक्ष्य को प्रभावित कर सके; (iii) अल्पावधि बाजार ब्याज दरों के लिए कारीडोर का विस्तार तय करना; (iv) चलनिधि परिचालनों का संचालन करना ताकि परिचालन लक्ष्य ब्याज-दर कारीडोर के भीतर स्थिर रहे; और (v) नीतिगत अभिप्रायों का संकेत देना।

इसके अतिरिक्त अधिकतर केंद्रीय बैंक वाणिज्य बैंकों को आदेश देते हैं कि वे उनके पास न्यूनतम आरक्षित नकदी निधियाँ रखें। वाणिज्य बैंकों को भी नकदी की जरूरत होती है, ताकि वे अपने ग्राहकों की मुद्रा-संबंधी माँग को पूरा कर सकें। अंतर-बैंक लेन देनों का अंतिम निपटान भी केंद्रीय बैंक में रखे उनके खाते में किया जाता है। आरक्षित नकदी निधियों की माँग और उनकी आपूर्ति केंद्रीय बैंक को शक्तिसंपन्न करते हैं कि वह प्रणाली में न केवल चलनिधि का अनुकूलन करे, बल्कि बाजार में ब्याज दरों को भी निर्धारित कर सके।

एक केंद्रीय बैंक अपने प्रत्यक्ष नियंत्रण वाले साधनों का उपयोग करते हुए मौद्रिक नीतियों का अंशांकन करने के माध्यम से परिचालन लक्ष्य को वांछित स्तर तक निदेशित करता है। एक मौद्रिक लक्ष्य-निर्धारण ढाँचे के अंतर्गत बैंक की आरक्षित निधियाँ परिचालन लक्ष्य हुआ करती थीं। केंद्रीय बैंक परिवर्तनशील अपेक्षित आरक्षित निधियों के माध्यम से मुद्रा आपूर्ति को प्रभावित किया करते थे। हालाँकि आरक्षित नकदी निधि अपेक्षाएँ केंद्रीय बैंकों का साधन बनी हुई हैं, उनका सक्रियतापूर्वक उपयोग उन्नत अर्थव्यवस्थाओं द्वारा सामान्य समय में परिचालन साधन के रूप में नहीं किया जाता है। फलतः अधिकांश केंद्रीय बैंक अब अपने मौद्रिक नीति दृष्टिकोण का संकेत मुद्रा बाजार में ब्याज दरें निर्धारित करके देते हैं। अतः परिचालन लक्ष्य एक अल्पावधि बाजार ब्याज दर होता है।

तथापि, परिचालन लक्ष्य मौद्रिक नीति का केवल एक मध्यवर्ती उद्देश्य होता है। अंतिम उद्देश्य होते हैं वृद्धि और स्थिरता। इन अंतिम उद्देश्यों पर ब्याज दर का प्रभाव इस बात पर निर्भर करेगा कि संकेत किस प्रकार वित्तीय प्रणाली के माध्यम से संचरित होते हैं और किस प्रकार व्यवसाय करने वालों और परिवारों द्वारा इन परिवर्तनों पर प्रतिक्रिया दिखायी जाती है। ये संचार सरणियाँ वाणिज्यिक ब्याज दर, आस्ति-कीमतें, विनिमय दर और प्रत्याशाएँ हो सकती हैं। तथापि मुख्य संचार सरणी वाणिज्यिक ब्याज दर सरणी होती है, जिसके द्वारा नीतिगत ब्याज दरों में परिवर्तन का प्रभाव वित्तीय संस्थाओं की जमा और उधार दरों पर पड़ता है और वह परिवारों तथा व्यवसायों के खर्च करने और निवेश करने के निर्णयों में बदलाव लाता है। तथापि इन चारों संचार सरणियों में से प्रत्येक का आपेक्षिक महत्व और प्रभावोत्पादकता वित्तीय बाजारों और संस्थाओं के विकास द्वारा तथा वैश्विक एकीकरण के अंश द्वारा अनुकूलित होती है।

### **प्रमुख केंद्रीय बैंक किस प्रकार अपनी मौद्रिक नीतियों का संचालन करते हैं ?**

मैं संक्षेप में यूएस फेडरल रिज़र्व (फेड), बैंक ऑफ इंग्लैंड (बीओइ) और यूरोपियन केंद्रीय बैंक (ईसीबी) की परिचालन क्रियाविधियों को आलोचित करना चाहता हूँ। इससे अंतरराष्ट्रीय सर्वोत्तम व्यवहार के सामने रिज़र्व बैंक की परिचालन क्रियाविधि की तुलना करने में सुविधा होगी।

#### **फेडरल रिज़र्व बैंक**

निक्षेपागार संस्थाएँ या अमेरिका के वाणिज्य बैंकों को फेड में निर्धारित न्यूनतम आरक्षित निधि बनाये रखना होता है। तथापि किसी बैंक का वास्तविक आरक्षित निधि शेष निरंतर प्राप्तियों और भुगतानों के परिचालन के कारण दिन में कम-अधिक होता रहता है। जबकि कुछ बैंक यह उम्मीद रखते हैं कि दिनांत आरक्षित निधि शेष न्यूनतम से कम हो जाये, अन्य बैंक शेष के अधिक हो जाने का अनुमान लगाते हैं। इस प्रकार जो बैंक फेड में अधिशेष आरक्षित निधि की उम्मीद रखते हैं, वे उन बैंकों को उधार देते हैं जिन्हें आरक्षित निधि के कम हो जाने की उम्मीद होती है। जिस बाजार में आरक्षित निधि शेष में से उधार देने का कार्य किया जाता है उसे फेडरल फंड्स मार्केट के रूप में जाना जाता है। जिस एकदिवसीय ब्याज दर पर ऋण दिया जाता है उसे फेडरल फंड्स रेट कहा जाता है। फेडरल फंड्स रेट अंततः अन्य ब्याज दरों में संचरित होता है और अर्थव्यवस्था को प्रभावित करता है। इस प्रकार, फेड की परिचालन क्रियाविधि का ध्यान फेडरल फंड्स रेट को पूर्व-घोषित लक्ष्य-स्तर पर रखे जाने पर केंद्रित होता है।

पहला, मुद्रास्फीति और वृद्धि के दृष्टिकोण के आधार पर फेडरल फंड्स रेट के लिए लक्ष्य की घोषणा फेडरल ओपन मार्केट कमिटी (एफओएमसी) द्वारा की जाती है। दूसरा, फेड आरक्षित निधि शेष की कुल आपूर्ति को समायोजित करने का प्रयास करता है ताकि यह लक्ष्यित फेडरल फंड्स रेट पर माँग के ठीक बराबर हो जाये। वाणिज्य बैंकों को उपलब्ध आरक्षित निधि शेषों की कुल आपूर्ति का यह समायोजन प्रमुख रूप से खुला बाजार परिचालनों (ओएमओ) के माध्यम से किया जाता है, जहाँ आरक्षित निधियों के लिए सरकारी बांडों या अन्य प्रतिभूतियों का आदान-प्रदान किया जाता है। ओएमओ का अधिकतर संचालन प्राथमिक व्यापारियों के साथ एकदिवसीय पुनर्क्रय (रेपो) नीलामी की व्यवस्था करके किया जाता है।

ओएमओ के अतिरिक्त, बैंकों को फेडरल फंड्स रेट से ऊँची दर पर - जिसे बड़ा दर कहा जाता है - दिये गये ऋण मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन में महत्वपूर्ण भूमिका निभाते हैं। ऋण दो कार्यक्रमों के अंतर्गत दिये जाते हैं यथा प्राथमिक ऋण और द्वितीयक ऋण। प्राथमिक ऋण के अंतर्गत फेड पात्र बैंकों को अल्पावधि ऋण लक्ष्यित फेडरल फंड्स रेट से अधिक दर पर देता है। चूँकि फेड प्रणालीगत चलनिधि घाटा मोड में परिचालन करता है अतः प्राथमिक ऋण पर ब्याज दर फेडरल फंड्स रेट के लिए ऊपरी सीमा के रूप में कार्य करता है। द्वितीयक ऋण केवल असामान्य परिस्थितियों में दिया जाता है, जब संस्थाएँ प्राथमिक ऋण प्राप्त करने के योग्य नहीं होतीं या यह वित्तीय कठिनाइयों के समाधान के लिए दिया जाता है। स्वाभाविक रूप से इस ऋण के लिए प्रभारित ब्याज दर प्राथमिक ऋण के लिए प्रभारित दर से अधिक होती है।

इसलिए फेडरल फंड्स रेट की कोई निचली सीमा नहीं होती थी। तथापि दिसंबर 2008 से, फेड सभी आरक्षित निधियों को 25 आधार अंक की दर से पुरस्कृत करता रहा है। उम्मीद है कि आरक्षित निधियों पर यह दर फेडरल फंड्स रेट की नचली सीमा के रूप में कार्य करेगा।

### बैंक ऑफ इंग्लैंड

पहले मैं बीओई की सामान्य परिचालन क्रियाविधि का उदाहरण देना चाहूँगा जिसे वैश्विक वित्तीय संकट के बाद मार्च 2009 में निलंबित कर दिया गया है। प्रत्येक युके बैंक और भवन समितियाँ जो रिज़र्व्स-एवरेजिंग योजना में भाग ले रही हैं, उन्हें अपना औसत आरक्षित स्टर्लिंग शेष का लक्ष्य निर्धारित करना होता है जो वे रिज़र्व अनुरक्षण अवधि के दौरान धारण करेंगी<sup>2</sup>।

<sup>2</sup> केंद्रीय बैंक रिज़र्व्स के सृजन के माध्यम से बड़े पैमाने पर क्रय करते हुए मात्रात्मक सहजता आने के बाद बीओइ ने रिज़र्व्स एवरेजिंग स्कीम को मार्च 2009 से निलंबित कर दिया है।

बीओई इस रिज़र्व धारण को बैंक दर पर तब तक पुरस्कृत करता है जब तक वे औसतन अनुरक्षण अवधि से अधिक तक लक्ष्य के आसपास छोटे क्षेत्र के भीतर हों। इस प्रकार, आरक्षित शेषों को लक्ष्य-क्षेत्र के भीतर रखने के लिए बैंक एक-दूसरे को / से स्टर्लिंग अंतर-बैंक बाजार में उधार देते हैं और उधार लेते हैं। बीओइ का लक्ष्य निधियों के आपूर्तिकर्ता या ग्रहीता के रूप में मार्जिन पर परिचालन करते हुए यह सुनिश्चित करना है कि स्टर्लिंग अंतर-बाजार दरें बैंक दर के बराबर हैं।

नीति-दर, अर्थात्, ब्याज दर मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) द्वारा तय की जाती है जो समष्टिआर्थिक स्थितियों पर आधारित होती है। बैंक दर में परिवर्तन ब्याज दरों की उस पूरी शृंखला को प्रभावित करते हैं जो वाणिज्य बैंकों, भवन समितियों और अन्य संस्थाओं द्वारा तय की गयी होती है। इस प्रकार, बैंक दर का स्तर मौद्रिक नीति के दृष्टिकोण को सूचित करता है। आरक्षित निधियों की सकल आपूर्ति को वांछित स्तर पर रखने के लिए बीओइ परिवर्ती परिपक्वता अवधि वाला ओएमओ करता है। अल्पावधि रेपो का संचालन बैंक दर<sup>3</sup> पर किया जाता है। बीओई एकमुश्त ओएमओ का भी संचालन करता है, जो जल्दी प्रत्यावर्तित नहीं होने वाले होते हैं।

तथापि, बीओई द्वारा सकल स्तर पर रिज़र्व आपूर्ति का नियमन हमेशा यह सुनिश्चित करना नहीं होता है कि किसी एक बैंक का औसत आरक्षित निधि धारण लक्ष्य- शृंखला के भीतर है। लक्ष्य-शृंखला के बाहर औसत आरक्षित निधियों पर प्रभार लिया जाता है। तथापि, प्रभार से बचने के लिए दो एकदिवसीय परिचालनगत स्थायी सुविधाएँ बैंकों को उपलब्ध करायी जाती हैं। एक है एक दिवसीय संपार्श्विकृत उधार सुविधा जिससे बैंक, रिज़र्व में कमी होने पर बीओई से उच्च गुणवत्ता वाले संपार्श्विक पर बैंक दर से अधिक दर पर उधार ले सकते हैं। दूसरी सुविधा असंपार्श्विकृत जमा सुविधा है जो अधिशेष आरक्षित निधि के लिए बैंक दर से कम दर पर दी जाती है। विशिष्ट रूप से कोई वाणिज्य बैंक उपर्युक्त दो सुविधाओं से खराब शर्त पर अंतर-बैंक बाजार में सौदा करने के लिए अनिच्छुक होगा। इस प्रकार ये दोनों दरें ब्याज दर कारीडोर के उस दर के इर्द-गिर्द अधिकतम और न्यूनतम दर के रूप में कार्य करती हैं जिन पर अंतर-बैंक लेन देन किया जाता है।

मार्च 2009 से बीओई उन आस्तियों की खरीद कर रहा है जिनका वित्तपोषण केंद्रीय बैंक की आरक्षित निधियों के सृजन के माध्यम से किया गया हो जिसे मात्रात्मक सहजता के रूप में जाना जाता है। इसके परिणामस्वरूप, आरक्षित निधियों की आपूर्ति बैंकों द्वारा की गयी आरक्षित निधियों की माँग की अपेक्षा बीओइ के आस्त-क्रय निर्णय

<sup>3</sup> रिज़र्व्स एवरेजिंग स्कीम के निलंबन के साथ, अल्पावधि ओएमओ को भी मार्च 2009 से निलंबित कर दिया गया है।

द्वारा अधिकतर निर्धारित होती है। आरक्षित निधियों की माँग और आपूर्ति में इस संभावित असंतुलन के अधीन, आरक्षित निधि अपेक्षा को जारी रखने का परिणाम बाजार ब्याज दरों पर नियंत्रण में कमी हो सकता था। इस प्रकार, बीओई ने रिजर्व की औसत-निर्धारण प्रणाली को मार्च 2009 में निलंबित कर दिया। इसके बदले बीओई इस समय एक 'फ्लोर सिस्टम' का परिचालन करता है, जिसके द्वारा सभी आरक्षित निधि शेषों को बैंक दर पर पुरस्कृत किया जाता है। इस प्रकार, रिजर्व खाताधारकों के लिए जमा सुविधा की कोई आवश्यकता नहीं होती है। लेकिन, कुछ परिचालन स्थायी सुविधा के प्रतिभागियों के पास बीओई में रिजर्व खाता नहीं होता जिसका अर्थ यह है कि जमा दर अभी भी उनके लिए न्यूनतम दर के रूप में काम करती है। मार्च 2009 से जमा दरें शून्य पर निश्चित की गयी हैं। अल्पावधि ओएमओ को भी निलंबित रखा गया है, क्योंकि इस समय कोई रिजर्व लक्ष्य नहीं है<sup>4</sup>।

### यूरोपियन केंद्रीय बैंक

इसीबी का प्रमुख मौद्रिक नीति साधन एक चलनिधि अंतःक्षेप ओएमओ है, जिसे मुख्य पुनर्वित्तपोषण परिचालन (एमआरओ) कहा जाता है। इसीबी की प्रबंध परिषद (गवर्निंग काउंसिल) एमआरओ रेपो नीलामी में न्यूनतम बोली दर का निश्चय करती है, जो नीति दर होती है। एमआरओ के माध्यम से इसीबी एक दिवसीय अंतर-बैंक

बाजार दर को निर्देशित करता है, यथा, न्यूनतम बोली दर के इर्द-गिर्द यूरो एकदिवसीय सूचकांक औसत (इओएनआईए)।

पुनः, इओएनआईए पर नियंत्रण रखने और इसकी अस्थिरता कम करने के प्रयोजनार्थ एक सीमांतिक उधार सुविधा और एक जमा सुविधा प्रदान की जाती है। स्थायी सुविधाओं में दो दरें ब्याज दर कारीडोर की ऊपरी और निचली सीमा बनाते हैं, जिसके भीतर एकदिवसीय अंतर-बैंक ब्याज दर में उतार-चढ़ाव होता है। उपर्युक्त मुख्य परिचालन के अतिरिक्त, इसीबी ओएमओ का संचालन दीर्घावधि पुनर्वित्तपोषण परिचालन, फाइन ट्यूनिंग परिचालन और संरचनात्मक परिचालन के लिए करता है। यूरो क्षेत्र की ऋण संस्थाओं या बैंकों को भी अपने-अपने राष्ट्रीय केंद्रीय बैंकों (एनसीबी) में न्यूनतम रिजर्व रखने की अपेक्षाओं का पालन करना होता है।

फेडरल रिजर्व, बीओइ और इसीबी में विद्यमान प्रथा का चित्र नीचे सारणी में दिया गया है (सारणी)।

उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के इस सर्वेक्षण से मौद्रिक परिचालन के पाँच प्रमुख लक्षण प्रकाशित होते हैं। पहला, न्यूनतम आरक्षित निधि रखनी होती है। दूसरा, एकल नीति-दर होती है। तीसरा, नीति दर का उद्देश्य एक अल्पावधि मुद्रा बाजार दर को लक्ष्य बनाना होता है। चौथा, नीति दर के इर्द-गिर्द एक कारीडोर होता है, जिसकी रूपरेखा

### सारणी : प्रमुख केंद्रीय बैंकों की परिचालन क्रियाविधियों के प्रमुख लक्षण

| लक्षण                      | फेडरल रिजर्व  | इसीबी   | बीओइ*   | आरबीआई  |
|----------------------------|---|---|---|---|
| नीति दर                    | अभिप्रेत फेडरल फंड्स रेट  | मुख्य पुनर्वित्तपोषण परिचालन दर                           | बैंक दर   | रिपो दर   |
| लक्ष्य दर                  | फेडरल फंड्स रेट   | इओएनआईए (यूरो एकदिवसीय सूचकांक औसत)                       | एकदिवसीय बाजार ब्याज दर   | भारत औसत माँग दर  |
| रिजर्व अपेक्षाएँ           | लेन देन खातों का 0 से 10%। गैर लेन देन खातों के लिए 0           | 2 वर्ष से कम अवधि की जमा पर 2%। अधिक अवधि की जमा पर 0।    | वैकल्पिक, अलग-अलग बैंक स्वयं अपना लक्ष्य-निर्धारण करते हैं          | बैंकों की निवल माँग और मीयादी देयताओं का 6%                             |
| आरक्षित निधियों की परिभाषा | फेड में जमाशेष + वॉल्ट नकदी                                     | जमा निधियों को छोड़ कर इसीबी में जमाशेष                   | बीओइ में जमाशेष   | आरबीआई में जमाशेष   |
| रिजर्व अनुरक्षण अवधि       | दो सप्ताह   | एक महीना  | 4-5 सप्ताह  | दो सप्ताह   |
| रिजर्व लेखांकन             | विलंबित दो सप्ताह   | विलंबित एक माह  | रिजर्व अनुरक्षण अवधि के कम से कम 2 दिन पहले रिजर्व लक्ष्य निर्धारित | विलंबित दो सप्ताह   |
| स्थायी सुविधाएँ            | उधार (जनवरी 2003 से) आरक्षित निधियों पर ब्याज (अक्टूबर 2008 से) | उधार और जमा सुविधाएँ, दोनों                               | उधार और जमा सुविधाएँ, दोनों   | उधार (एमएसएफ और इसीआर) और जमा सुविधा (संपार्श्वीकृत रिवर्स रेपो), दोनों |
| खुला बाजार परिचालन         | प्रतिदिन बाजार दर पर  | साप्ताहिक, मुख्य पुनर्वित्तपोषण दर से अधिक या बाजार दर पर | साप्ताहिक और अनुरक्षण अवधि में एक बार बैंक दर पर                    | जैसे और जब अपेक्षित हो बाजार दर पर                                      |

एमएसएफ = सीमांतिक स्थायी सुविधा; इसीआर = निर्यात ऋण पुनर्वित्त (बकाया निर्यात ऋण के 15% तक रेपो दर पर उपलब्ध)।

\* मार्च 2009 से बीओइ ने रिजर्व एवरेजिंग प्रणाली और अल्पावधि खुला बाजार परिचालन को निलंबित कर दिया है, जिसका कारण है केंद्रीय बैंक रिजर्व्स के माध्यम से इसका आस्ति-क्रय करना।

स्रोत: फ्रायडमैन बी.एम. और केनेथ एन कुटनर, हैडबुक ऑफ मॉनेटरी इकोनॉमिक्स, खंड 3बी, उत्तरी हालैंड, 2011 फॉर एडवांस्ड कंट्रीज से अनुकूलित

<sup>4</sup> बैंक ऑफ इंगलैंड (2010)। दि फ्रेमवर्क ऑफ दि बैंक ऑफ इंगलैंड्स ऑपरेशन्स इन द स्टर्लिंग मनी मार्केट्स, अद्यतन, दिसंबर।

स्थायी सुविधाओं के लिए ब्याज दरों द्वारा बनायी जाती है, जो लक्ष्यित ब्याज दर में अस्थिरता को रोकना अपना लक्ष्य बनाती है। पाँचवाँ, स्थायी सुविधाओं के लिए ब्याज दरें नीति-दर के संदर्भ में निर्धारित की जाती हैं।

## भारतीय रिज़र्व बैंक का परिचालन ढाँचा क्या है ?

भारत में मौद्रिक नीति ढाँचा और मौद्रिक नीति की सहबद्ध क्रियाविधि कालक्रम में विकसित हुई है। 3 मई 2011 को रिज़र्व बैंक ने अपने वार्षिक नीति वक्तव्य में एक संशोधित मौद्रिक नीति परिचालन क्रियाविधि की घोषणा की, जो इस प्रयोजन के लिए गठित एक समिति की सिफारिशों पर आधारित थी<sup>5</sup>। वर्तमान परिचालन क्रियाविधि की गहराई में जाने के पहले मैं वर्ष 1935 में भारतीय रिज़र्व बैंक की स्थापना किये जाने से लेकर अब तक हमारे मौद्रिक नीति परिचालन के विकास का चित्र आपके सामने प्रस्तुत करना चाहता हूँ।

पहला, वर्ष 1935-1950 के विकास काल में मौद्रिक नीति का ध्यान अर्थव्यवस्था में ऋण की आपूर्ति और ऋण के लिए माँग को बैंक दर, आरक्षित निधि अपेक्षाओं और ओएमओ के माध्यम से विनियमित करने पर केंद्रित था।

दूसरा, वर्ष 1951-1970 के दौरान विकास के चरण में रिज़र्व बैंक द्वारा सरकार के घाटों के वित्तपोषण का निभाव करते हुए योजना वित्तपोषण का समर्थन किये जाने की आवश्यकता ने मौद्रिक नीति के संचालन को महत्वपूर्ण रूप से प्रभावित करना शुरू किया। इसके चलते अनेक मात्रात्मक नियंत्रण उपाय करने पड़े, ताकि परिणामी स्फीतिकारक दबावों को रोका जा सके, जबकि तरजीही क्षेत्रों को ऋण सुनिश्चित किया जा सके। इन उपायों में शामिल थे चयनात्मक ऋण नियंत्रण, ऋण प्राधिकरण स्कीम (सीएएस) और 'सामाजिक नियंत्रण' उपाय ताकि प्राथमिकताप्राप्त क्षेत्रों को ऋण-प्रवाह बढ़ाया जा सके।

तीसरा, वर्ष 1970-1991 के दौरान मौद्रिक नीति का ध्यान ऋण की आयोजना पर केंद्रित था। तथापि, मौद्रिक नीति पर राजकोषीय नीति की प्रमुखता बढ़ी और वह 1980 के दशक तक जारी रही। सरकार के लिए बैंकों से संसाधन एकत्र करने के लिए सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) को, जो फरवरी 1970 में बैंक की निवल माँग और मीयादी देयताओं (एनडीटीएल) के सांविधिक न्यूनतम 25% पर था, क्रमिक रूप से बढ़ाते हुए सितंबर 1990 तक 38.5 प्रतिशत किया गया। और, घाटे के वित्तपोषण के चलते स्फीतिकारक प्रभाव को निष्प्रभावित करने के लिए आरक्षित नकदी निधि अनुपात (सीआरआर)

को सांविधिक न्यूनतम 3 प्रतिशत से धीरे-धीरे बढ़ाते हुए इस अवधि के दौरान एनडीटीएल का 15 प्रतिशत किया गया।

चौथा, 1980 के दशक ने मौद्रिक लक्ष्य-निर्धारण ढाँचे को अपनाया जाना देखा, जो चक्रवर्ती समिति (1985) की सिफारिशों पर आधारित था। इस ढाँचे के अंतर्गत आरक्षित मुद्रा का उपयोग परिचालन लक्ष्य के रूप में और व्यापक मुद्रा (एम<sub>3</sub>) का उपयोग मध्यवर्ती लक्ष्य के रूप में किया गया। अनेक मुद्रा बाजार लिखतें, यथा, अंतर-बैंक सहभागिता प्रमाणपत्र (आइबीपीसी), जमा प्रमाणपत्र (सीडी) और वाणिज्यिक पत्र (सीपी) आरंभ की गयीं, जो वाघुल समिति (1987) की सिफारिशों पर आधारित थीं।

पाँचवाँ, 1990 के दशक में संरचनात्मक सुधारों और वित्तीय उदारिकरण ने सरकार और वाणिज्यिक क्षेत्रों के लिए वित्तपोषण के प्रतिमान में, बढ़ते बाजार-निर्धारित ब्याज दरों और विनिमय दर के साथ, बदलाव किये जाने की अगुआई की। 1990 के दशक के उत्तरार्ध तक, अपने चलनिधि प्रबंधन परिचालनों में, रिज़र्व बैंक प्रत्यक्ष लिखतों से अप्रत्यक्ष बाजार आधारित लिखतों की ओर जाने में समर्थ हुआ। वर्ष 1997 तक सीआरआर और एसएलआर को घटा कर बैंकों के एनडीटीएल के क्रमशः 9.5 प्रतिशत और 25 प्रतिशत किया गया।

छठा, नरसिंहम समिति II (1998) की सिफारिशों का अनुसरण करते हुए मौद्रिक नीति परिचालन क्रियाविधि में भी परिवर्तन हुआ। रिज़र्व बैंक ने अप्रैल 1999 में अंतरिम चलनिधि समायोजन सुविधा (आइएलएफ) आरंभ की जिसके अंतर्गत चलनिधि अन्तःक्षेप बैंक दर पर किया जाता था और चलनिधि अवशोषण नियत रिवर्स रेपो दर के माध्यम से किया जाता था। धीरे-धीरे आइएलएफ संपूर्ण चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) में बदल गया जिसमें अनुभव और वित्तीय बाजारों और भुगतान प्रणाली के विकास के आधार पर आवधिक तौर पर संशोधन किये जाते रहे।

एलएएफ ने ब्याज दर को मौद्रिक संचरण के साधन के रूप में ब्याज दर का विकास करने में मदद की। इस प्रक्रिया में दो प्रमुख दुर्बलताएँ सामने आयीं। पहली थी एकल नीति दर का अभाव। परिचालन नीति दर बारी-बारी से रेपो और रिवर्स रेपो दर के बीच आती रही, जो प्राथमिक चलनिधि स्थिति पर निर्भर करती थी। अधिशेष चलनिधि होने की स्थिति में परिचालन नीति दर रिवर्स रेपो दर होती थी जबकि चलनिधि में कमी होने की स्थिति में यह रेपो दर होती थी। दूसरी दुर्बलता थी एक निश्चित कारीडोर का अभाव। प्रभावी एकदिवसीय ब्याज दरें अधिशेष की स्थिति में रिवर्स रेपो दर से नीचे चली जाती थीं और कमी होने की स्थिति में रेपो दर से ऊपर चली जाती थीं। इसके अतिरिक्त, एकदिवसीय माँग दरें अनियत चलनिधि दबाव होने पर

<sup>5</sup> मौद्रिक नीति की परिचालन क्रियाविधि के संबंध में कार्यदल की रिपोर्ट (अध्यक्ष: श्री दीपक मोहंती), [http://www.rbi.org.in/SCRIPTS/Publication Report Details.aspx?UrlPage&ID=631](http://www.rbi.org.in/SCRIPTS/Publication%20Report%20Details.aspx?UrlPage&ID=631)

अपरिबद्ध हो जाती थीं। इस प्रकार, अक्सर एकदिवसीय ब्याज दर कारीडोर से बाहर रहा करती थी।

### नयी परिचालन क्रियाविधि

इस पृष्ठभूमि में, नयी परिचालन क्रियाविधि ने निम्नलिखित प्रमुख संशोधनों के साथ एलएएफ ढाँचे के अनिवार्य लक्षण बनाये रखे।

पहला, भारत औसत एकदिवसीय माँग मुद्रा दर को सुव्यक्त रूप से मौद्रिक नीति के परिचालन लक्ष्य के रूप में पहचाना गया।

दूसरा, रेपो दर को एकमात्र स्वतंत्र परिवर्ती नीति दर बनाया गया।

तीसरा, एक नयी सीमांतिक स्थायी सुविधा (एमएसएफ) संस्थित की गयी, जिसके अंतर्गत अनुसूचित वाणिज्य बैंक अपने विवेक पर अपने-अपने एनडीटीएल के एक प्रतिशत तक एकदिवसीय उधार रेपो दर से 100 आधार अंक ऊपर दर पर ले सकते थे।

चौथा, संशोधित कारीडोर को 200 आधार अंक के नियत विस्तार के साथ परिभाषित किया गया। रेपो दर को कारीडोर के मध्य में रखा गया जिसमें रिवर्स रेपो दर इससे 100 आधार अंक नीचे और एमएसएफ दर इससे 100 आधार अंक ऊपर रखी गयी। वर्तमान परिचालन ढाँचा चार्ट 1 में दिखाया गया है।

नयी परिचालन क्रियाविधि पूर्ववर्ती एलएएफ ढाँचे की तुलना में उन्नत बनायी गयी है जिसमें कुछ त्रुटियों को दूर कर दिया गया है। यह अंतरराष्ट्रीय सर्वोत्तम व्यवहार की ओर भी अग्रसर होता है। यह

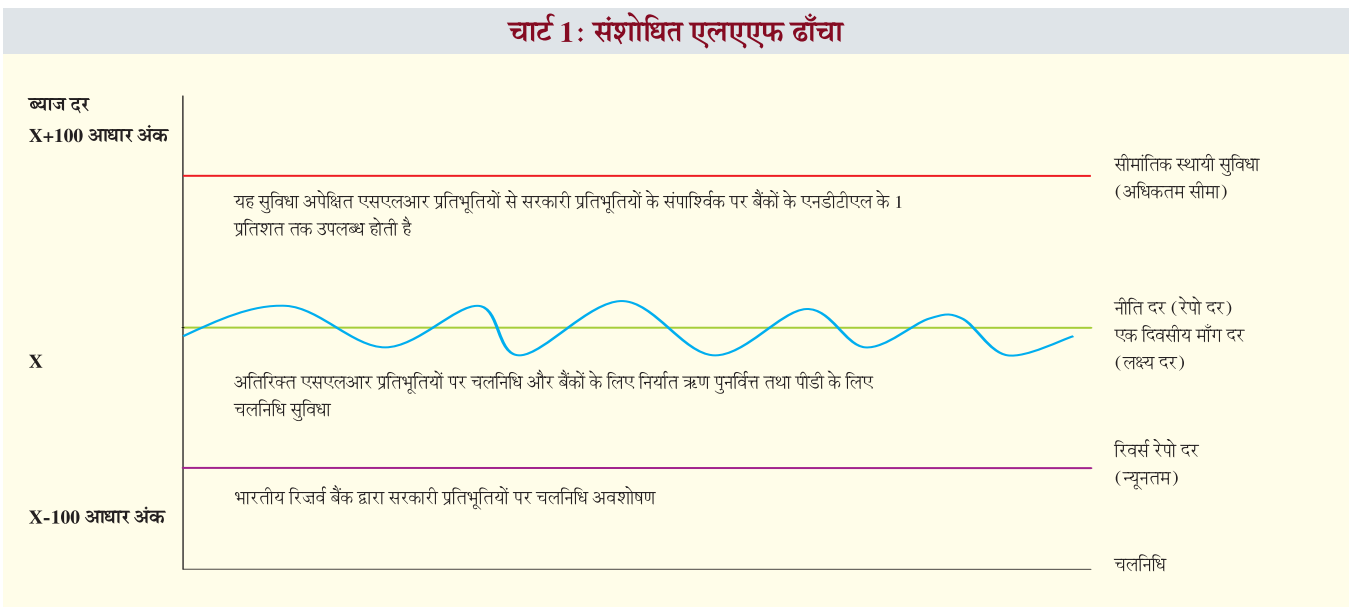
उम्मीद की जाती है कि नयी क्रियाविधि मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन और संचरण में सुधार करेगी। पहला, किसी परिचालन लक्ष्य की सुव्यक्त घोषणा बाजार प्रतिभागियों के सामने वांछित नीतिगत प्रभाव को स्पष्ट करती है। दूसरा, एकल नीति-दर उस भ्रम को दूर करती है, जो नीति दर के रेपो और रिवर्स रेपो दर के बीच डोलते रहने से उत्पन्न होता है। यह मौद्रिक नीति दृष्टिकोण के संकेत देने की सटीकता में भी सुधार करती है। तीसरा, एमएसएफ का संस्थित किया जाना अप्रत्याशित चलनिधि-जन्य आघातों के विरुद्ध सेफ्टी-वॉल्व प्रदान करता है। यह एकदिवसीय ब्याज दर को रेपो दर के इर्द-गिर्द रखने में मदद करेगा, विशेष रूप से चलनिधि में कमी होने की स्थिति में। चौथा, एमएसएफ दर और रिवर्स रेपो दर द्वारा निश्चित एक नियत ब्याज दर कारीडोर, अनिश्चितता को घटा कर और परिवर्तनशील कारीडोर से सहबद्ध संप्रेषण दिक्कतों से बचा कर, एकदिवसीय माँग मुद्रा दर को रेपो दर के नजदीक रखने में मदद करेगा।

### नया परिचालन ढाँचा कितना प्रभावोत्पादक है ?

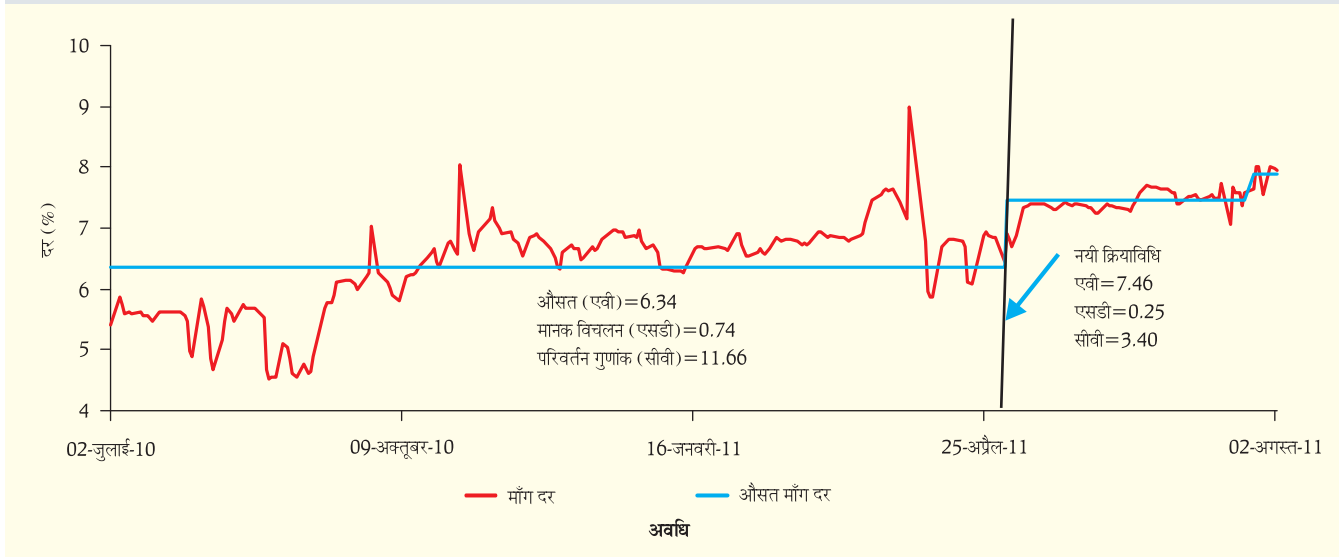
जबकि नयी परिचालन क्रियाविधि की प्रभावोत्पादकता को अभी आँकना बहुत जल्दबाजी होगा, 3 महीनों से अधिक का अनुभव यह बताता है कि नयी क्रियाविधि कार्यान्वित होने के बाद एकदिवसीय ब्याज दर अधिक स्थिर हुई है (चार्ट 2)।

संशोधित एलएएफ के साथ नया परिचालन ढाँचा मौद्रिक संचरण की ब्याज दर सरणी के प्रभुत्व को पहले से मान लेता है। इसका अर्थ यह है कि एक बार जब रिज़र्व बैंक नीतिगत रेपो दर को बदलता है, तब इसका अविलंब प्रभाव एकदिवसीय ब्याज दर पर होता है, जो परिचालन दर होती है और तब यह ब्याज दरों की मीयादी संरचना

चार्ट 1: संशोधित एलएएफ ढाँचा



**चार्ट 2: नयी क्रियाविधि के अंतर्गत माँग दर की स्थिरता में सुधार होता है**



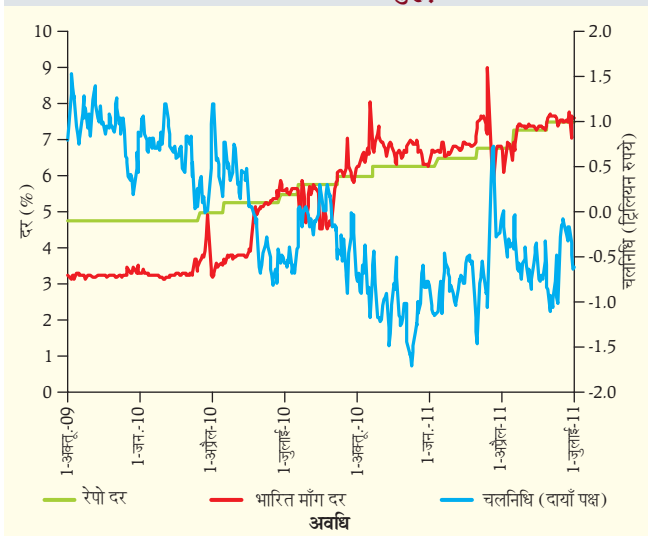
और बैंक उधार दरों के माध्यम से संचरित होता है। तथापि, इसमें चुनौतियाँ हैं। ब्याज दर सरणी के माध्यम से संचरण की ताकत अनेक कारकों पर निर्भर करती है, विशेष रूप से चलनिधि की स्थिति पर। हाल के अनुभव बताते हैं कि जब तक प्रणालीगत चलनिधि अधिशेष की स्थिति में थी तब तक नीति-संकेत का संचरण दुर्बल था। लेकिन एक बार प्रणालीगत चलनिधि में कमी की स्थिति हो जाने पर नीति दर के प्रति एकदिवसीय माँग दर की प्रतिक्रिया जोरदार हो गयी (चार्ट 3)।

नीति संचरण के अनुक्रम में अगला है सामान्य मुद्रा बाजार। अनुभवमूलक साक्ष्य भारत औसत माँग दर और अन्य मुद्रा बाजार

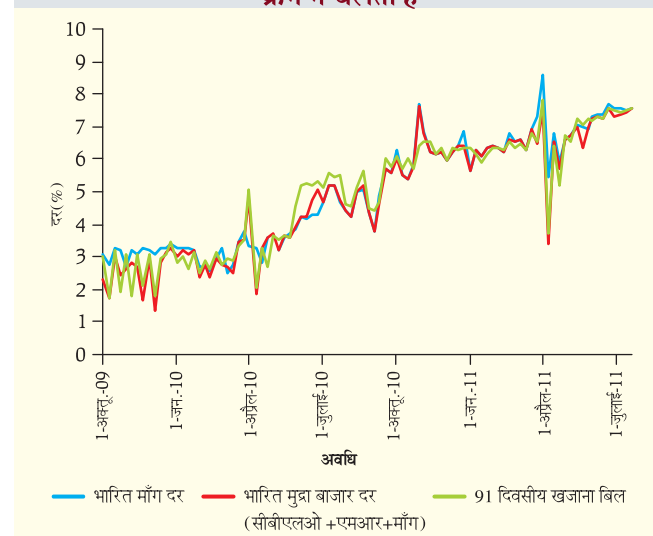
ब्याज दरों के बीच मजबूत सहसंबंध की ओर इंगित करता है। दूसरे शब्दों में वे आगे-पीछे के क्रम में चलते हैं (चार्ट 4)।

मुद्रा बाजार ब्याज दर से ऋण बाजार की ओर संचरण की दिशा एक ही होती है, लेकिन इसका विस्तार अनेक कारकों पर निर्भर करता है, जिनमें शामिल हैं प्रतिभूतियों की आपूर्ति और माँग, मुद्रास्फूर्ति प्रत्याशाएँ और आर्थिक कार्यकलाप। एक बार जब मुद्रा बाजार दरें अपने न्यून स्तर से ऊपर उठीं तब मुद्रा बाजार ब्याज दरों में परिवर्तन होने की प्रतिक्रिया में ऋण बाजार ब्याज दरें बदलीं (चार्ट 5)।

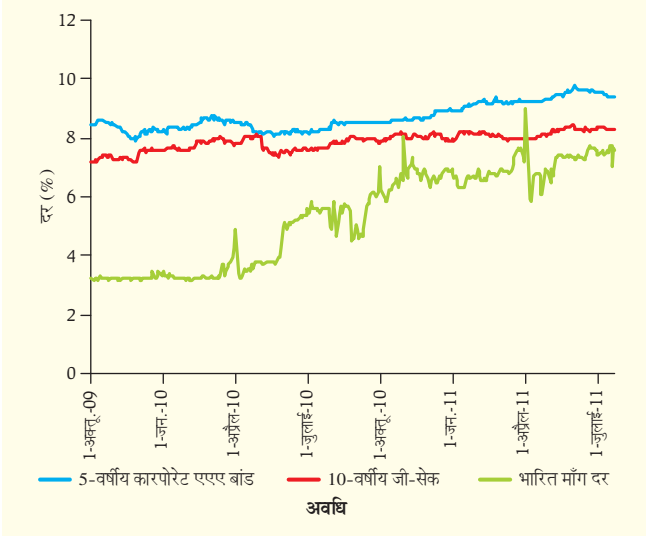
**चार्ट 3: चलनिधि कमी की स्थिति में मौद्रिक संचरण की सुदृढ़ता**



**चार्ट 4: माँग दरें अन्य मुद्रा बाजार दरों के आगे-पीछे के क्रम में चलती हैं**



**चार्ट 5: जैसे-जैसे माँग दरें न्यून स्तर से ऊपर उठती हैं, ऋण बाजार की ओर मौद्रिक संचरण सुधरता है**

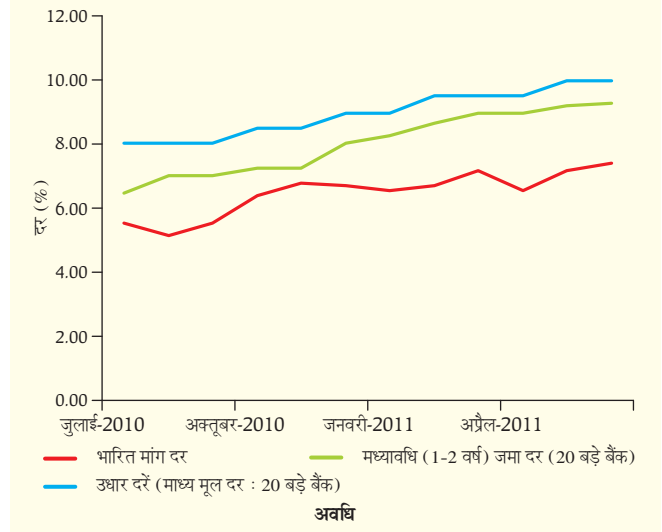


ऋण बाजार में संचरण अधिक जटिल होता है और यह लागत सरणी के माध्यम से होता है। नीति दरों में परिवर्तन का रूपांतरण जमा दरों में होता है, जो चलनिधि की स्थिति और ऋण की माँग पर निर्भर करता है। जैसे-जैसे जमा की लागत मुद्रा बाजार दरों के साथ-साथ बढ़ती है, उधार दरें एक अंतराल के साथ नीति दर के प्रति प्रतिक्रिया दिखाती हैं (चार्ट 6)।

इस प्रकार यह देखा जा सकता है कि मौद्रिक नीति के संचरण की ताकत चलनिधि को कमी की स्थिति में रखने की केंद्रीय बैंक की सामर्थ्य पर निर्भर करती है। इससे यह सवाल उठता है : क्या रिज़र्व बैंक सब समय प्रणाली में चलनिधि की कमी की स्थिति बनाये रख सकता है ? इस संबंध में, पिछले कुछ वर्षों से मौद्रिक गतिविधियाँ शिक्षाप्रद रही हैं। केंद्रीय बैंक के तुलनपत्र में चलनिधि का सृजन या तो निवल विदेशी आस्तियों (एमएफए) या निवल घरेलू आस्तियों (एनडीए) या दोनों में विस्तार से किया जाता है। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) के लिए यदि पूँजी अंतर्वाह अर्थव्यवस्था की अवशोषक क्षमता से कहीं अधिक हो, तो यह वांछित स्तर से अधिक चलनिधि का सृजन करता है क्योंकि अतिरिक्त विदेशी मुद्रा का अवशोषण केंद्रीय बैंक द्वारा कर लिया जाता है। इसमें सामान्यतः समंजन की कार्रवाई की जाती है जिसके लिए इसकी बहियों में एनडीए को घटाया जाता है, ताकि विदेशी मुद्रा आस्तियों के विस्तारक प्रभाव को निष्प्रभावी बनाया जा सके। इस परिचालन को अवरुद्धता के रूप में जाना जाता है।

चार्ट 7 से यह देखा जा सकता है कि वर्ष 2006-07 और 2007-08 के दौरान मजबूत पूँजी अंतर्वाह के बाद रिज़र्व बैंक के

**चार्ट 6: बैंक जमा और उधार दरों का संचरण**



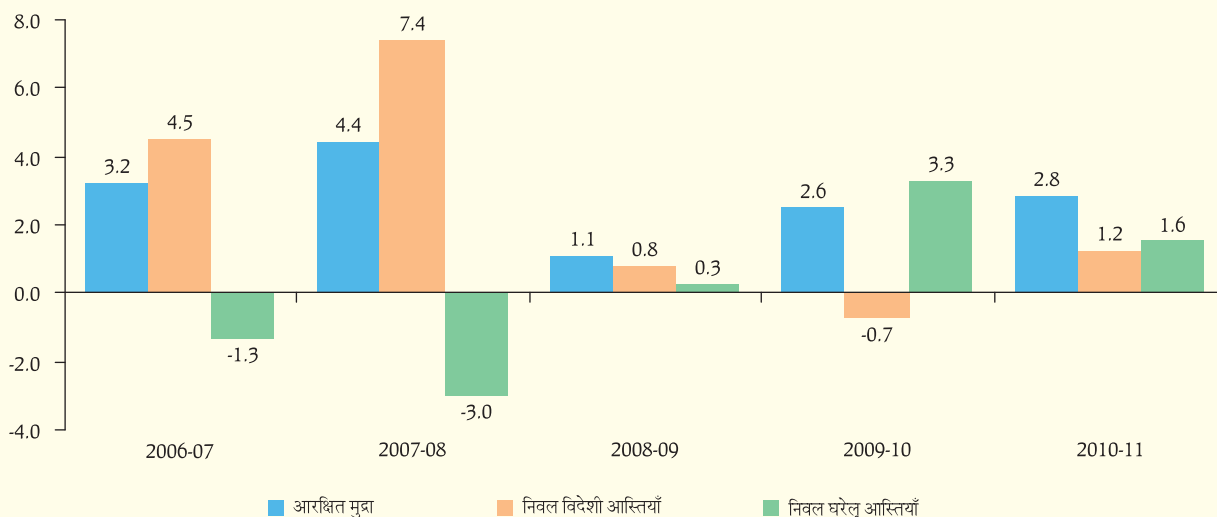
एनएफए में तीव्र बढ़ोतरी हुई। अतः रिज़र्व बैंक को चलनिधि अर्थात् आरक्षित मुद्रा को थामने के लिए एनडीए को घटाते हुए अवरुद्धता का आश्रय लेना पड़ा था। इसके विपरीत, वर्ष 2009-10 में जब विदेशी मुद्रा का बहिर्वाह हुआ था, तब रिज़र्व बैंक को एनडीए का विस्तार करना पड़ा था, ताकि रुपया चलनिधि को पर्याप्त स्तर पर बनाये रखा जा सके। वर्ष 2010-11 में एक अधिक संतुलित चित्र दिखाई देता है, जिसमें एनएफए और एनडीए का मिश्रण वांछित चलनिधि विस्तार में योगदान करता है। अतः, सामान्य स्थिति में, चलनिधि को कमी की स्थिति में रखना बहुत कठिन नहीं हो सकता है।

अत्यधिक पूँजी अंतर्वाह के मामले में प्रणाली को चलनिधि की कमी की स्थिति में रखना फिर भी संभव हो सकता है। यदि अतिरिक्त पूँजी प्रवाह को रिज़र्व बैंक के तुलनपत्र में लिया जाता है तो अन्य साधन यथा बाजार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस)<sup>6</sup>, बांड और आरक्षित नकदी निधि अनुपात (सीआरआर) का उपयोग प्रणाली को घाटे की स्थिति में लाने के लिए किया जा सकता है। तथापि अक्सर सभी साधनों का अभिनियोजन किये जाने के बावजूद प्रणाली को घाटे की स्थिति में ले आना संभव नहीं भी हो सकता है। इस तथ्य को पहचानते हुए कि मौद्रिक संचरण बेहतर होगा यदि प्रणाली में चलनिधि की कमी हो, चलनिधि के संबंध में रिज़र्व बैंक की स्थिति, जैसाकि हाल के मौद्रिक नीति वक्तव्यों में स्पष्ट किया गया है, का लक्ष्य होता है 'चलनिधि का प्रबंध करना ताकि यह सुनिश्चित हो सके कि वित्तीय

<sup>6</sup> एमएसएस बांड अल्पावधि से मध्यावधि वाले सरकारी बांड होते हैं जिनका उपयोग अवरुद्धता के प्रयोजनों के लिए किया जाता है। इन बांडों की प्राप्ति रिज़र्व बैंक के तुलनपत्र में अवरुद्ध बनी रहती हैं।



**चार्ट 7: चलनिधि का अनुकूलन - आरक्षित मुद्रा के स्रोतों में परिवर्तन (जीडीपी का %)**



प्रणाली पर अनुचित दबाव दिये बिना मौद्रिक संचरण प्रभावोत्पादक बना रहता है'<sup>7</sup>

### भावी चुनौतियाँ

मौद्रिक नीति की नयी परिचालन क्रियाविधि की रूपरेखा पूर्ववर्ती एलएएफ ढाँचे में अनुभव की गयी त्रुटियों को दूर करने के लिए बनायी गयी है और यह अंतरराष्ट्रीय सर्वोत्तम व्यवहारों से संगति रखती है। एक सुव्यक्त परिचालन लक्ष्य की घोषणा, स्वतंत्र रूप से परिवर्ती एकल नीति दर को संस्थित किया जाना और एमएसएफ द्वारा निश्चित ब्याज दर कारीडोर और रिवर्स रेपो भारत में मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन में सुधार करेंगे। इसके साथ-साथ आगे बढ़ते हुए तीन मुख्य चुनौतियाँ सामने आती हैं जिन्हें पहचाना जाना आवश्यक है।

एक, अंतरराष्ट्रीय सर्वोत्तम व्यवहार और हमारे अपने अनुभवमूलक साक्ष्य बताते हैं कि नीति संकेतों का संचरण परिचालन लक्ष्य और अन्य अल्पावधि बाजार ब्याज दर तक चलनिधि की कमी की स्थितियों में सर्वाधिक कारगर होता है। चुनौती प्रणालीगत चलनिधि को निरंतर कमी की स्थिति में रखने की है। इसके लिए चलनिधि के बारे में सही पूर्वानुमान लगाने की आवश्यकता होती है। लेकिन अनेक स्वतंत्र कारक रिज़र्व बैंक और बाजार प्रतिभागियों की चलनिधि के बारे में पूर्वानुमान लगाने की सामर्थ्य को सीमित कर देते हैं। इन कारकों में सर्वप्रथम है सरकार के नकदी शेष से उत्पन्न अनिश्चितता और पूँजी

प्रवाह में अप्रत्याशित अस्थिरता। हमें एक ऐसी प्रणाली स्थिर करनी है जो उचित रूप से चलनिधि के इन स्वतंत्र निर्धारक तत्वों में परिवर्तन का पूर्वानुमान लगा सके।

दो, यदि चलनिधि में अचानक आने वाली अस्थिरता की अनिश्चितता नहीं हो तो भी सतत पूँजी अंतर्वाह के कारण या सरकार के नकदी शेष में सतत अधिशेष की स्थिति रहने के कारण स्वतंत्र चलनिधि वृद्धि के दीर्घकृत चरण हो सकते हैं। तथापि, इस मामले में चुनौती है दीर्घावधि चलनिधि प्रबंध परिचालन की क्षमता होना जिसे दीर्घावधि या तत्काल ओएमओ, एमएसएस एवं सीआरआर के माध्यम से किया जा सकता है। यह एक चुनौती है, क्योंकि इन साधनों की सफलता बाजार की अभिलाषा द्वारा सीमित हो जाती है। इन साधनों को सरकार के नकदी शेषों की नीलामी की योजना द्वारा बढ़ाया जाना आवश्यक है।

तीन, जबकि परिचालन लक्ष्य तक नीति संकेतों का कारगर संचरण आवश्यक होता है, यह मौद्रिक नीति की सफलता के लिए पर्याप्त शर्त नहीं होती है। यह कहना अनावश्यक है कि सफलता सतत वृद्धि के साथ मूल्य एवं वित्तीय स्थिरता का अंतिम उद्देश्य सिद्ध करने में निहित होती है। इसके लिए अल्पावधि ब्याज दरों का अन्य दीर्घावधि वाणिज्यिक ब्याज दरों में उन्नत संचरण आवश्यक होता है। इसके लिए वित्तीय बाजारों का और भी सघनीकरण किया जाना और उन संरचनात्मक अनम्यताओं को हटाना अपेक्षित होगा जो ब्याज दरों के बाजार द्वारा निर्धारण किये जाने के मार्ग में आती हैं।

<sup>7</sup> मौद्रिक नीति 2011-12 की पहली तिमाही समीक्षा, 26 जुलाई 2011।