

भारत में मौद्रिक नीति की संप्रेषणीयता *

राकेश मोहन

मौद्रिक नीति के कुशलता पूर्वक संचालन के लिए यह प्रमुख शर्त है कि इसका भविष्य के लिए अर्थव्यवस्था पर सुव्यवस्थित प्रभाव पड़ना चाहिए। कतिपय अनुभवजन्य प्रमाण द्वारा समर्थित एक काल्पनिक आर्थिक सिद्धांत ने मुख्य माध्यमों की पहचान की है जिसके माध्यम से मौद्रिक नीति अपने अंतिम लक्ष्यों अर्थात्, उत्पाद, रोजगार और मुद्रास्फीति पर प्रभाव डालती है। मोटे तौर पर, मौद्रिक संप्रेषणीयता के माध्यमों को वित्तीय बाजार मूल्यों (अर्थात्, ब्याज दरें, विनिमय दरें, आय, आस्ति मूल्य, इक्विटी मूल्य) और वित्तीय बाजार परिमाण (मुद्रा आपूर्ति, ऋण की कुल राशियां, सरकारी बांडों की आपूर्ति तथा विदेशी मुद्रा मूल्यवर्गित आस्तियां) के अंतर्गत वर्गीकृत किया जा सकता है। यह मान लिया गया है कि, जहाँ पर ये माध्यम पारस्परिक रूप से अनन्य नहीं हैं, प्रत्येक माध्यम का सापेक्षिक महत्व एक अर्थव्यवस्था से दूसरी अर्थव्यवस्था में भिन्न-भिन्न हो सकता है जो अनेक कारकों पर निर्भर होगा, तथा ये कारक हैं : अंतर्निहित संरचनात्मक विशेषताएं, वित्तीय बाजारों के विकास की स्थिति, मौद्रिक नीति के लिए उपलब्ध लिखतें, राजकोषीय रुझान और खुलेपन की मात्रा।

पारंपरिक रूप से, मौद्रिक नीति संचरण के प्रमुख चार माध्यमों की पहचान की गई है अर्थात्, ब्याज दर, ऋण कुल राशियां, आस्ति मूल्य और विनिमय दर माध्यम। ब्याज दर माध्यम मौद्रिक नीति के प्रमुख संप्रेषण तंत्र के रूप में उभरा है। उदाहरण के लिए, एक विस्तारवादी मौद्रिक नीति ऋण योग्य निधियों की लागत को कम करेगी जो, बदले में, निवेश और खपत मांग को बढ़ाएगी और परिणामस्वरूप कुल उत्पाद और मूल्य को परिलक्षित करेगी। मौद्रिक नीति ऋण योग्य निधियों अर्थात् ऋण माध्यम की उपलब्धता में परिवर्तनों के माध्यम से कुल मांग पर भी कार्य करती है। तथापि, यह नोट करना प्रासंगिक होगा कि ऋण माध्यम पारंपरिक

* 7-8 दिसंबर 2006 को अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक, बासेल में उप गवर्नरों की बैठक के अवसर पर उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति की संचरण व्यवस्था - नया क्या है? पर भारतीय रिजर्व बैंक के उप गवर्नर, डा. राकेश मोहन द्वारा प्रस्तुत किए गए पेपर। इन पेपरों को तैयार करने में माइकेल डी. पात्रा और संजय हंसदा की सहायता सराहनीय है।

संप्रेषण तंत्र का स्पष्ट, स्वतंत्र विकल्प नहीं है बल्कि इसे अपेक्षाकृत उस माध्यम के रूप में देखा जाना चाहिए जो पारंपरिक ब्याज दर प्रभावों का प्रसार कर सकती है (बरनान्के और गर्टलर 1995)। तथापि, यह मानना उचित होगा कि वास्तविक अर्थव्यवस्था की गतिविधियों पर मौद्रिक प्रभाव उत्पन्न करने के लिए ऋण माध्यम ब्याज दर माध्यम के साथ-साथ चलता है (भारतीय रिजर्व बैंक, 2002)। वित्तीय आस्तियों और देयताओं के बाजार मूल्यन के अनुसार धन प्रभावों को उत्पन्न करने के लिए मौद्रिक प्राधिकारियों द्वारा ब्याज दरों में परिवर्तन भी आस्ति मूल्यों में उतार-चढ़ाव को प्रेरित करते हैं। उच्च ब्याज दरें घरेलू मुद्रा का मूल्य बढ़ा सकती है, जिससे बदले में निवल निर्यात में और इसलिए कुल मांग और उत्पाद में कमी होगी।

हाल की अवधि में, एक पांचवे माध्यम - प्रत्याशा-ने पारंपरिक चार माध्यमों पर इसके प्रभाव को देखते हुए, प्रगतिशील मौद्रिक नीति के संचालन में प्रमुखता प्राप्त कर ली है। उदाहरण के लिए लघु और लंबी अवधि की वास्तविक दरों की कड़ी को व्यापक रूप से ब्याज दरों की अवधि संरचना के प्रत्याशिक अनुमानों का अनुगमन करना है। सामान्यीकृत संदर्भ में, मौद्रिक नीति के प्रत्याशा माध्यमों का मानना है कि अर्थव्यवस्था के भावी आघातों के बारे में आर्थिक एजेंटों के विश्वास और केंद्रीय बैंक की प्रतिक्रिया भी उन परिवर्तनशील मदों को प्रभावित कर सकती है जो भविष्य को देखते हुए निर्धारित की जाती हैं। केंद्रीय बैंक द्वारा 'ओपन माउथ आपरेशन' अर्थात् केंद्रीय बैंक की भावी नीति की घोषणा वित्तीय बाजार में प्रत्याशाओं को प्रभावित करती है और जो उत्पाद और मुद्रास्फीति में परिवर्तन को प्रभावित करती है। स्पष्ट रूप से, मौद्रिक प्राधिकरण की विश्वसनीयता प्रत्याशा माध्यम को प्रेरित करती है।

शेष पेपर, मौद्रिक नीति की संप्रेषणीयता के भारतीय अनुभव पर केन्द्रित है। भाग I भारत में मौद्रिक नीति के उद्देश्यों का वर्णन करता है। भाग II संस्थागत विकास के क्रम, जिसका मौद्रिक नीति संरचना पर मौलिक प्रभाव पड़ता है, के साथ-साथ मौद्रिक नीति के ढाँचे और लिखतों को प्रस्तुत करता है। भाग III मौद्रिक नीति संप्रेषण माध्यमों: परिचालन प्रक्रिया, बैंक उधार और दरों के माध्यम, ऋण बाजार माध्यम, विनिमय दर माध्यम, और संचार तथा प्रत्याशा माध्यम के बारे में चर्चा करता है। भाग IV मौद्रिक नीति के अंतिम उद्देश्यों : मूल्य स्थिरता और वृद्धि के अनुसार मौद्रिक संप्रेषणीयता का मूल्यांकन करती है। भाग V उस पर चर्चा करता है जो मौद्रिक संप्रेषणीयता को सुधारने के लिए आवश्यक है। निष्कर्ष रूप में भाग VI मौद्रिक नीति की चुनौतियों और दुविधाओं का सार प्रस्तुत करता है।

I मौद्रिक नीति के उद्देश्य

भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम, 1934 के संक्षिप्त नाम में बैंक के उद्देश्य दिए गए हैं, “ बैंक नोटों के निर्गम को नियमित करना और भारत में मौद्रिक स्थिरता लाने की दृष्टि से रिजर्व रखना तथा देश की मुद्रा और ऋण प्रणाली को सामान्यतया अपने हित के लिए परिचालित करना।” यद्यपि मूल्य स्थिरता के लिए कोई स्पष्ट विधायन नहीं बनाया गया है, भारत में मौद्रिक नीति के दो उद्देश्यों को व्यापक रूप से माना गया है : जैसे (i) मूल्य स्थिरता, (ii) अर्थव्यवस्था के उत्पादक क्षेत्र को पर्याप्त ऋण प्रावधान जिससे कुल मांग का समर्थन किया जा सके और उच्च तथा निरंतर वृद्धि सुनिश्चित की जा सके। भारतीय अर्थव्यवस्था में बढ़ते खुलेपन के कारण मध्यम अवधि में स्थिरता के साथ वृद्धि का समर्थन करने के लिए देश में संस्थागत क्षमता को सुदृढ़ करने हेतु हाल के वर्षों में अधिक जोर दिया गया है। गरीबी और असमानता के उच्च स्तर

के संदर्भ में निरंतर वृद्धि के लिए अत्यधिक विचारणा को देखते हुए, मूल्य स्थिरता मौद्रिक नीति के प्रबल उद्देश्य के रूप में विकसित हुई है। यह अंतर्निहित दर्शन है कि केवल कम और स्थिर मुद्रास्फीतिक वातावरण में आर्थिक वृद्धि हो सकती है।

हाल के वर्षों में, वित्तीय स्थिरता ने भारतीय अर्थव्यवस्था के बढ़ते खुलेपन, वित्तीय समन्वयन और वैश्विक संपर्कों की संभावना की दृष्टि में मौद्रिक नीति के संचालन में प्राथमिकता प्राप्त कर ली है। भारत में मूल्य स्थिरता और वित्तीय स्थिरता के बीच सुदृढ़ सह-क्रिया और संपूरकता देखी गई है। तदनुसार, भारत में वित्तीय प्रणाली का नियमन, पर्यवेक्षण और विकास मौद्रिक नीति, जिसकी व्यापक रूप से व्याख्या की गई है, की वैध सीमा के अंतर्गत है।

II ढाँचा और लिखत

1980 के मध्य दशक के पहले, नियोजित अर्थव्यवस्था की आवश्यकताओं के अनुरूप पूर्ति/आबंटन के प्रशासन और ऋण की मांग को छोड़कर भारत में मौद्रिक नीति के उद्देश्यों, लिखतों तथा संचरण माध्यमों की कोई औपचारिक घोषणा नहीं की जाती थी। 1985 से 1997 की अवधि में भारत ने ऐसे मौद्रिक नीति ढाँचे को अपनाया जिसे मोटे तौर पर प्रतिसाद के साथ शिथिल और नमनीय मौद्रिक लक्ष्य के रूप में विशेषीकृत किया जाएगा (संलग्नक I)। इस दृष्टिकोण के अंतर्गत, व्यापक मुद्रा आपूर्ति (एम₃) में वृद्धि इस प्रकार रखी गई थी जो अनुमानित जीडीपी वृद्धि और मुद्रास्फीति के सहनीय स्तर के अनुरूप थी। एम₃ वृद्धि इस प्रकार रखी गई थी जो नीति के लिए नाम मात्र सहायक समझी जाती थी। आरक्षित मुद्रा (आ.मु.) को परिचालन लक्ष्य और बैंक की आरक्षित निधियों को परिचालन लिखत के रूप में प्रयोग किया जाता था। चूँकि अविनियमन ने ब्याज दरों और विनिमय दरों के निर्धारण में बाजार की

शक्तियों की भूमिका को बढ़ा दिया, अतः मौद्रिक लक्ष्यकरण, नमनीय प्रकार में भी, दबाव के अंतर्गत आ गया। पूँजी प्रवाह ने बाह्य रूप से चलनिधि को बढ़ाया, जिसने मुद्रा आपूर्ति, कीमतों और विनिमय दरों पर ऊपरी दबाव डाला; इसमें परवर्ती ने मात्रा परिवर्तनशील चरों की तुलना में महत्व प्राप्त कर लिया। जब कि भारत में किए गए अनेक अध्ययनों ने दर्शाया कि मुद्रा मांग के कार्य समुचित रूप से स्थिर रहे, यह व्यापक रूप से महसूस किया गया कि वित्तीय नवोन्मेषण और प्रौद्योगिकी ने सुव्यवस्थित रूप से विगत से संबंधित मुद्रा मांग अनुमानों की भविष्यसूचक क्षमता को कम किया। ब्याज दरों ने मुद्रा को रोके रखने के निर्णय पर संबंधित प्रभाव डालने की क्षमता प्राप्त कर ली। तदनुसार, मौद्रिक नीति ढाँचे की 1990 के दशक के उत्तरार्ध में समीक्षा की गई और रिज़र्व बैंक ने 1998-99 से और व्यापक बहु संकेतक दृष्टिकोण को अपनाया। इस दृष्टिकोण में, नीतिगत संभावनाओं को ब्याज दरों और विभिन्न बाजारों (मुद्रा, पूँजी और सरकारी प्रतिभूति बाजार) में प्रतिलाभ की अन्य दरों को पास-पास रखने पर प्राप्त किया जाता है; ये दरें उच्च बारंबारता के साथ-साथ मध्यम और कम बारंबारता की परिवर्तनशील मदों जैसे मुद्रा, बैंकों और वित्तीय संस्थाओं द्वारा दिए गए ऋण, राजकोषीय स्थिति, व्यापार और पूँजी प्रवाह, मुद्रास्फीति दर, विनिमय दर, पुनर्वित्तीयन और विदेशी मुद्रा बाजार में लेन-देन तथा उत्पाद पर उपलब्ध हैं। सादगी और अधिक समझ बढ़ाने के लिए, रिज़र्व बैंक का तिमाही नीति वक्तव्य मुद्रा, उत्पाद और मूल्य के ढाँचे में बनाया जा रहा है।

1980 के दशक के उत्तरार्ध से, मौद्रिक नीति के लिए परिचालनात्मक स्वतंत्रता प्राप्त करने तथा एकल लक्ष्य के साथ निवेश करने के लिए कई केंद्रीय बैंकों द्वारा जोर दिया गया है, जो केंद्रीय बैंकों की बढ़ती स्वतंत्रता और मौद्रिक नीति के लिए परिचालनात्मक ढाँचे के रूप में

मुद्रास्फीति को लक्ष्य बनाने में समाहित है जिसके संचरण माध्यम में महत्वपूर्ण निहितार्थ हैं। इस संदर्भ में, भारतीय अर्थव्यवस्था के विशिष्ट लक्षणों ने कतिपय विरोधी विचारों को जन्म दिया है : जबकि मौद्रिक नीति के केंद्रीय उद्देश्य के रूप में मुद्रास्फीति को कम रखते हुए भारत में हमने मुद्रास्फीति को लक्ष्य बनाने का पक्ष नहीं लिया है, बल्कि उच्च और निरंतर वृद्धि पर जोर दिया गया है जो विकासशील अर्थव्यवस्था के लिए अत्यंत महत्वपूर्ण है। विकास से संबंधित एक प्रमुख उद्देश्य के रूप में वैध चिंताओं के अलावा, अन्य कारक भी हैं जो परामर्श देते हैं कि मुद्रास्फीति को लक्ष्य बनाना भारत के लिए उचित नहीं है। प्रथम, कई अन्य विकासशील देशों के विपरीत हमारी मुद्रास्फीति सामान्य है, दो अंक की मुद्रास्फीति अपवाद है और बड़े पैमाने पर सामाजिक रूप से अस्वीकार्य है। दूसरे, मुद्रास्फीति को लक्ष्य बनाने के लिए कार्यक्षम मौद्रिक संरचना तंत्र की आवश्यकता है जो कार्यक्षम वित्तीय बाजार के परिचालन और ब्याज दर के व्यतिक्रमों की कमी के माध्यम से कार्य करेगा। भारत में, यद्यपि हाल के वर्षों में मुद्रा बाजार, सरकारी ऋण और विदेशी मुद्रा बाजार वास्तव में विकसित हुआ है, फिर भी उन्हें अभी और आगे जाना है जबकि कंपनी ऋण बाजार को अभी विकसित होना है। यद्यपि ब्याज दर विनियमन का कार्य बड़े पैमाने पर पूरा हो गया है, कुछ प्रशासित ब्याज दरें अभी भी जारी हैं। तीसरे, मुद्रास्फीतिक दबाव अभी भी कृषि पर मानसून के प्रभाव से संबंधित बड़े आपूर्ति आघातों से जनित हैं, जबकि मौद्रिक नीति के कार्य की लघु भूमिका है। अंत में, भारत जैसी बड़ी अर्थव्यवस्था में, जहाँ अनेक क्षेत्रीय अंतर हैं, क्षेत्रों के बीच कारक और उत्पाद बाजार में बाजार अपूर्णताओं का अस्तित्व जारी है; मुद्रास्फीति के वैश्विक तौर पर स्वीकार्य मानदंड का चुनाव भी कठिन है (मोहन 2006 बी)।

ढाँचे की सफलता, जो मौद्रिक प्रबंध के अप्रत्यक्ष लिखत जैसे ब्याज दर पर निर्भर है, उस सीमा और गति

की अनुषंगी है जिस पर केंद्रीय बैंक की नीति दर में परिवर्तन का संप्रेषण बाजार ब्याज दर और अर्थव्यवस्था में विनिमय दर तथा आगे वास्तविक क्षेत्र में किया जाता है। स्पष्ट रूप से, मौद्रिक संचरण सक्षम मूल्य डिस्कवरी, विशेष रूप से, ब्याज दरों और विनिमय दरों के बिना नहीं हो सकता। इसलिए, वित्तीय बाजार की कार्यक्षम कार्यप्रणाली में, पूर्ण वित्तीय बाजार का तदनुरूपी विकास आवश्यक हो जाता है। इसके अलावा, भारतीय अर्थव्यवस्था के शेष विश्व के साथ बढ़ते समन्वय को भी स्वीकारना पड़ेगा और इसके लिए प्रावधान करना पड़ेगा। तदनुसार, रिजर्व बैंक की नियामक भूमिका को तत्कालीन रूप से सुदृढ़ करते हुए, विवेकपूर्ण और पर्यवेक्षात्मक मानदंडों को सुदृढ़ करते हुए, ऋण सुपुर्दगी प्रणाली को सुधारते हुए और वित्तीय क्षेत्र के प्रौद्योगिकी और संस्थागत ढाँचे को विकसित करते हुए मौद्रिक नीति की परिचालनात्मक प्रभावकारिता पर केंद्रित सुधारों की प्रक्रिया जारी है।

बाजार विकास

संचरण में मुद्रा बाजार की केंद्रीय भूमिका को देखते हुए, 1980 के दशक के अंत में शुरू किए गए प्रयास पूरे दायरे में बढ़ गए थे। 1989 में अंतर बैंक मुद्रा बाजार दरों की उच्चतम सीमा को वापस लिए जाने के कारण, मुद्रा बाजार लिखत जैसे जमा प्रमाण पत्र, वाणिज्यिक पत्र और मुद्रा बाजार पारस्परिक निधियों के रूप में, अनेक वित्तीय नवोन्मेषण चरणों में शुरू किए गए। प्रवेश की बाधाओं को धीरे-धीरे सहभागियों की संख्या बढ़ाकर और मुद्रा बाजार लिखतों के निर्गम और अंशदान मानदंडों को शिथिल करके धीरे-धीरे आसान बनाया गया, इस प्रकार बेहतर कीमत डिस्कवरी का पोषण किया गया। मांग मुद्रा बाजार में अन्य सहभागियों के अलावा, प्राथमिक और अनुषंगी व्यापारियों तथा कंपनियों (प्राथमिक व्यापारियों

के माध्यम से) को शामिल करके सहभागिता बढ़ाई गई। विवेकपूर्ण प्रतिफलों की तरह मौद्रिक संचरण में सुधार के लिए मांग मुद्रा बाजार को शुद्ध अंतर बैंक बाजार में बदलने हेतु 1999 में कदम उठाए गए और इसी प्रकार, खास तौर से, बैंको से इतर, जो मांग खंड से बाहर हो गए थे और बैंकों को स्थिर संपार्श्विकीकृत निधीयन विकल्प उपलब्ध कराने के लिए सरकारी विंडों से बाहर एक रिपो बाजार विकसित करने हेतु भी कदम उठाए गए। भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड (सीसीआइएल) द्वारा अपने सदस्यों के लिए संपार्श्विकीकृत उधार लेने और देने संबंधी बाध्यता (सीबीएलओ) नामक एक रिपो लिखत विकसित किया गया जिसे 2002 में मुद्रा बाजार लिखत के रूप में अनुमति दी गई इसमें सीसीआइएल उधार लेने वालों और उधार देने वालों के बीच केंद्रीय काउंटर पार्टी के रूप में कार्य करती है। बाजार रिपो और सीबीएलओ खंड के विकास के कारण, मांग मुद्रा बाजार अगस्त 2005 से प्राथमिक व्यापारियों सहित एक शुद्ध अंतर बैंक बाजार में परिवर्तित

हो गया है। असंपार्श्विकीकृत मांग मुद्रा खंड से संपार्श्विक बाजार रिपो और सीबीएलओ बाजार में मुद्रा बाजार गतिविधि का वास्तविक अंतरण वर्तमान उल्लेखनीय विकास है (संलग्नक II)। इस प्रकार, असंपार्श्विकीकृत ओवरनाइट लेनदेन अब वित्तीय स्थिरता के हित में बैंकों और प्राथमिक व्यापारियों तक सीमित हो गए हैं (सारणी 1)।

सरकारी प्रतिभूति बाजार पूरे ऋण बाजार के लिए महत्वपूर्ण है क्योंकि यह अन्य ऋण बाजार लिखतों के मूल्यन के लिए बेंचमार्क के रूप में कार्य करता है, इसलिए आय वक्र में मौद्रिक संचरण की मदद करता है। प्रमुख नीति गतिविधि, जिसने और स्वतंत्र मौद्रिक नीति वातावरण और सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास को समर्थ बनाया, यह थी : सितंबर 1994 में सरकार और भारतीय रिजर्व बैंक के बीच समझौते के माध्यम से अप्रैल 1997 से सरकार के राजकोषीय घाटे का स्वतः मौद्रिकीकरण बंद करना (संलग्नक III)। परिणामस्वरूप,

सारणी 1 : मुद्रा बाजार घटक में गतिविधि

वर्ष/माह	औसत दैनिक कारोबार (एक चरण)				वाणिज्यिक पत्र (बकाया)	जमा प्रमाण पत्र (बकाया)
	मांग मुद्रा बाजार	बाजार रिपो	सी बी एल ओ	मीयादी मुद्रा बाजार		
1	2	3	4	5	6	7
2003-04 *	86	26	3	3	78	32
2004-05 *	71	43	34	3	117	61
2005-06 *	90	53	100	4	173	273
2006-07						
अप्रैल	85	55	163	5	165	441
मई	90	90	172	5	169	502
जून	87	106	138	6	197	564
जुलाई	91	97	157	4	211	592
अगस्त	107	78	156	5	229	656
सितंबर	118	92	148	6	244	653
अक्तूबर	132	97	170	5	232	658
नवंबर	128	94	161	4	242	689
दिसंबर	121	72	155	5	233	686

सीबीएलओ : संपार्श्विकीकृत उधार लेने और उधार देने का दायित्व।

* : एक वर्ष के औसत दैनिक कारोबार (एक चरण) की गणना के लिए दैनिक कारोबार (एक चरण) जोड़ा गया और फिर उसके योग को वर्ष के कुल दिनों से भाग दिया गया।

स्रोत : समष्टि आर्थिक और मौद्रिक विकास, विभिन्न अंक, भा.रि.बैं।

राजकोषीय उत्तरदायित्व और बजट प्रबंधन अधिनियम, 2003 के निर्माण ने संस्थागत तंत्र को मजबूत किया, अप्रैल 2006 से आगे रिजर्व बैंक को प्राथमिक बाजार में सरकारी प्रतिभूतियों में अंशदान करने की अनुमति नहीं है। यह कदम सरकारी प्रतिभूतियों के लिए पूरी तरह से बाजार आधारित प्रणाली में अंतरण को पूरा करती है। आगे, बारहवें वित्त आयोग की अनुशंसाओं के परिणामस्वरूप, केंद्र सरकार राज्य सरकारों के लिए संसाधनों को नहीं जुटाएगी; राज्य सरकारों को अब सीधे बाजार तक पहुंचना होगा। इस प्रकार, संसाधन जुटाने में राज्य सरकारों की क्षमता बाजार-निर्धारित और उनकी अपनी वित्तीय स्थिति पर आधारित होगी। आसान अंतरण सुनिश्चित करने के लिए, संस्थागत प्रक्रियाओं को मौद्रिक परिचालनों में और अधिक समन्वयन की तरफ सुधारा जा रहा है।

जहाँ तक विदेशी मुद्रा बाजार का संबंध है, सुधार बाजार विकास पर केंद्रित रहे हैं जिसमें विवेकपूर्ण रक्षोपाय शामिल हैं जिससे बाजार इस प्रक्रिया में अस्थिर न हों। 1993 में बाजार आधारित विनियम दर प्रशासन की ओर प्रयाण, तत्पश्चात चालू खाता परिवर्तनीयता को अपनाना और अनिवासियों के चुनिंदा वर्गों के लिए वास्तविक पूँजी खाता परिवर्तनीयता अब से पहले भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार को सुधारने में प्रमुख कारक थे। वित्तीय समन्वयन के प्रति भारत का दृष्टिकोण अब तक क्रमिक और सावधानीपूर्वक रहा है जो, अन्य बातों के साथ, राजकोषीय, मुद्रास्फीतिक और वित्तीय क्षेत्र के संकेतकों में सुधार के अनुसार स्पष्ट निर्देशों/सहवर्तियों से मार्ग निर्देशित है। अन्य बातों के साथ-साथ अब निवासियों के लिए भी पूर्ण पूँजी खाता परिवर्तनीयता की ओर बढ़ने का प्रयास हो रहा है। 2000-06 की अवधि में भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार के वैश्विक वित्तीय बाजार के साथ समन्वयन के लिए कई उपाय किए गए हैं जिसमें

बैंकों को विदेशों से उधार लेने की और अपनी स्थिति तथा अंतर सीमाएं निर्धारित करने की और स्वतंत्रता प्रदान की गई है (संलग्नक IV)।

मौद्रिक नीति ढाँचे के विकास में प्रौद्योगिकी इन्फ्रास्ट्रक्चर के प्रावधान के साथ-साथ ट्रेडिंग, भुगतान और निपटान प्रणाली के क्षेत्र में कई संस्थागत पहलें भी की गई हैं। अविनियमन के साथ प्रौद्योगिकी की अंतर्क्रिया ने भी और उन्मुक्त, प्रतियोगी और वैश्विक वित्तीय बाजार के विकास में योगदान किया है। जबकि 1990 के पूर्व दशक की अवधि के नीति उपाय अनिवार्य रूप से वित्तीय सुदृढ़ता के लिए बने थे, पिछले डेढ़ दशक में सुधारों का फोकस बैंकिंग प्रणाली में और कार्यक्षमता तथा उत्पादकता को बढ़ाना रहा है (संलग्नक V)। वित्तीय बाजारों पर भारतीय रिजर्व बैंक के विनियामक क्षेत्राधिकार को सुदृढ़ करने के लिए विधायी संशोधन भी किए गए हैं जिसने लिखतों को और अधिक स्वतंत्रता प्रदान की है और इसलिए मौद्रिक संचरण को सुनिश्चित किया है।

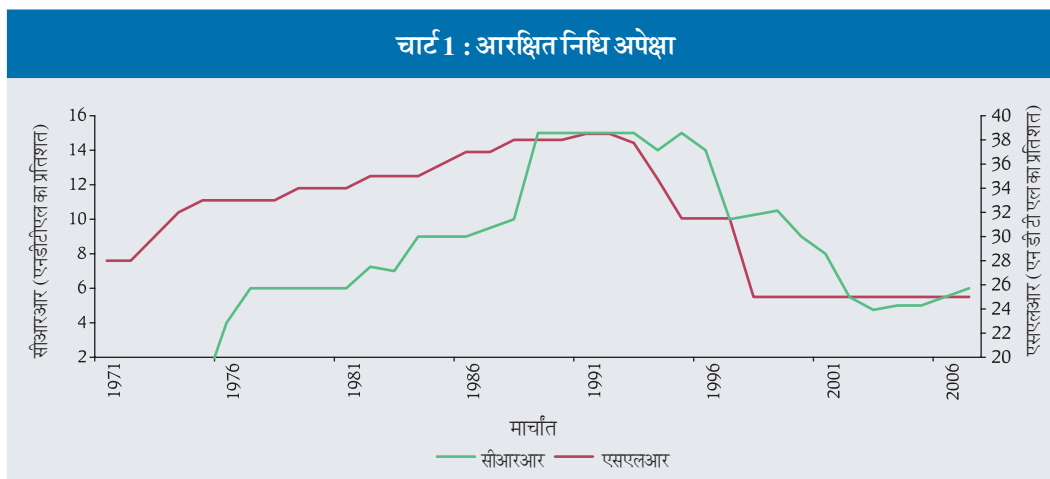
मौद्रिक नीति की संप्रेषणीयता के विभिन्न माध्यमों को दिए गए सापेक्षिक भार भी, मौद्रिक नियंत्रण के प्रत्यक्ष लिखत से अप्रत्यक्ष लिखत की ओर अंतरण के सतर्क प्रयास को परिलक्षित करते हैं। उदाहरण के लिए सीआरआर, जिसे अक्टूबर 2004 से मौद्रिक समायोजन के वापस लेने के पहले, 1994-95 में 15 प्रतिशत के उच्च स्तर से जून 2003 में 4.5 प्रतिशत कम किया गया; अब यह 6.0 प्रतिशत है (चार्ट 1)। अभी 2006 में भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम में संशोधन मौद्रिक व्यूहरचना को और सुदृढ़ करेगा क्योंकि यह सीआरआर पर 3 प्रतिशत की न्यूनतम सीमा और 20 प्रतिशत की उच्चतम सीमा को समाप्त करेगा। मौद्रिक नियंत्रण वैधानिक चलनिधि अनुपात के नुस्खे के माध्यम से भी किया जाता है जो अनेक देशों में द्वितीयक आरक्षित

आवश्यकता का रूपांतर है। इसे विशिष्ट आस्तियों जैसे नकदी, स्वर्ण और अनुमोदित तथा प्रभाररहित प्रतिभूतियों के रूप में रखा जाता है, इनमें बाद वाले को स्पष्ट रूप से बैंकों के निवल मांग और मीयादी देयताओं के अनुपात के रूप में प्रयोग किया जाता है। तदनुसार, एसएलआर विवेकपूर्ण प्रयोजनों के अर्थात् बैंकिंग प्रणाली की मजबूती सुनिश्चित करने के लिए महत्वपूर्ण है। एसएलआर के अंतर्गत पूर्वक्रय जो 1990 के दशक की शुरुआत में एनडीटीएल का लगभग 38.5 प्रतिशत बढ़ाया गया, अक्टूबर 1997 तक 25 प्रतिशत के वैधानिक न्यूनतम पर पहुँच गया। तथापि, बैंकों ने न्यूनतम वैधानिक एसएलआर की अपेक्षा अधिक सरकारी प्रतिभूतियां रखना जारी रखा, जो जोखिम धारणा और पोर्टफोलियो विकल्प को परिलक्षित करता है। भारतीय रिज़र्व बैंक के मौद्रिक नीति परिचालनों को और अधिक लोच प्रदान करने के लिए 25 प्रतिशत के न्यूनतम वैधानिक एसएलआर को अब (जनवरी 2007) से समाप्त कर दिया गया है। इस प्रकार, मौद्रिक और वित्तीय क्षेत्र के सुधार ने रिज़र्व बैंक को अपने स्तर पर अनेक लिखतों का विस्तार करने में समर्थ बनाया है और नई परिस्थितियों के प्रति प्रतिक्रिया करने की क्षमता में वृद्धि की है।

III मौद्रिक नीति के लिए परिचालन प्रक्रिया

अल्पकालिक ब्याज दरें सारे विश्व में मौद्रिक नीति रुझान की प्रमुख संकेतक के रूप में उभरी हैं। यह भी माना गया है कि प्रभावी कीमत डिस्कवरी और सार्थक संकेतों के लिए वित्तीय बाजार में स्थिरता आवश्यक है। चूँकि ब्याज दर और विनिमय दर मुद्रा की लागत को परिलक्षित करने वाले प्रमुख मूल्य हैं अतः खास तौर से अर्थव्यवस्था के प्रभावी कार्य संचालन के लिए आवश्यक है कि वे बाजार निर्धारित और आसानी से निगरानी रखने योग्य हों।

अंतिम उद्देश्य मूल्य स्थिरता और वृद्धि को प्राप्त करने के लिए, केंद्रीय बैंक दैनंदिन आधार पर संकेतों को प्राप्त करने और मौद्रिक नीति रुझान को कार्यान्वित करने के लिए अनेक परिचालन ढाँचों और प्रक्रियाओं का पालन करते हैं। किसी अर्थव्यवस्था में नीति ढाँचे का चयन एक कठिन काम है और यह समष्टि आर्थिक अवस्था और वित्तीय क्षेत्र के विकास पर निर्भर है तथा कुल मिलाकर यह विकास की प्रक्रिया है (मोहन, 2006 ए)। बाजार प्रधान वित्तीय प्रणाली में, केंद्रीय बैंक सामान्य रूप से उन लिखतों का प्रयोग करते हैं जो उसके नियंत्रण



के अंतर्गत आते हैं : जैसे आवश्यक आरक्षित अनुपात, उधार निधियों (छूट खिड़की) पर प्रभारित ब्याज, यह ब्याज चाहे प्रत्यक्ष अथवा निक्षेपागार संस्थाओं द्वारा रखी गई वित्तीय आस्तियों की पुनर्भुनाई के जरिये हो, खुले बाजार के परिचालन और चुनिंदा ऋण नियंत्रण। इन लिखतों से सामान्यतया परिचालन लक्ष्य के निर्धारित मूल्य, विशिष्ट रूप से बैंक आरक्षित निधियां और / अथवा बहुत अल्प कालिक ब्याज दर (सामान्यतया ओवरनाइट अंतर बैंक दर) प्राप्त करने की अपेक्षा की जाती है। कीमत और गुणवत्ता लक्ष्यों के बीच आदर्शतम चयन माल और मुद्रा बाजार में गड़बड़ियों के स्रोतों पर आधारित होगा (पूले, 1970)। यदि मुद्रा मांग को अत्यधिक अस्थिर रूप में देखा जाता है, तो अत्यधिक उत्पाद स्थिरता ब्याज दरों को स्थिर करके प्राप्त किया जा सकता है। तथापि, यदि अल्पकालिक अस्थिरता का मुख्य स्रोत व्यय अथवा अनवरुद्ध पूँजी प्रवाह से निकलता है तो ऐसी नीति, जो मौद्रिक समुच्चय को स्थिर करती है, वांछनीय हो सकती है। वास्तव में, प्रायः अस्थिरता के स्रोत का पता करना मुश्किल हो जाता है। इसके स्थान पर, मौद्रिक नीति को कम से कम अल्पकाल में, परिचालन लक्ष्य अथवा नीति लिखत का मूल्य निर्धारित करके, कार्यान्वित किया जाता है। चूँकि अर्थव्यवस्था के बारे में अतिरिक्त सूचनाएं प्राप्त की जाती हैं, अतः जिस समुचित स्तर पर नीति लिखत/लक्ष्य को निश्चित किया जाता है, बदल जाता है।

अधिकांश केंद्रीय बैंकों की मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रिया व्यापक रूप से निम्नलिखित तीन रूप भेदों में समामेलित की गई है : (i) अमरीकी फेडरल रिज़र्व सहित, अनेक केंद्रीय बैंक बैंक की आरक्षित निधियों की मांग का आकलन करते हैं और अल्पकालिक ब्याज को लक्ष्य कर खुले बाजार की क्रियाएं करते हैं, (ii) अन्य दूसरे प्रकार के केंद्रीय

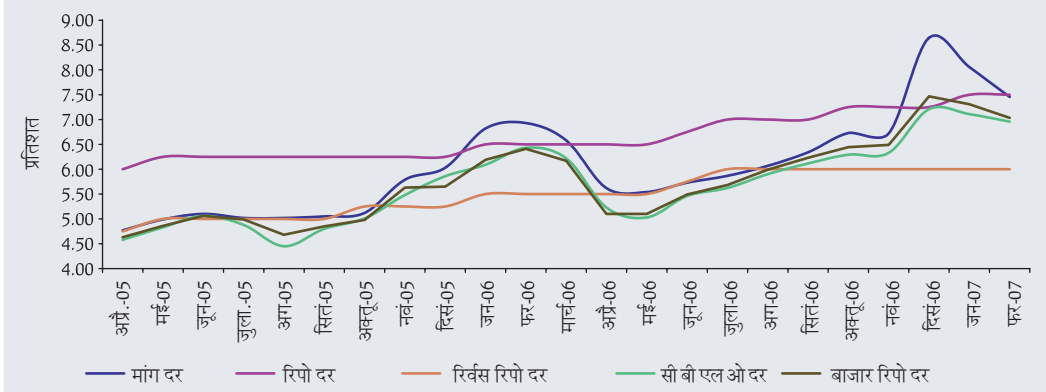
बैंक, अभी तक बैंक ऑफ जापान भी इसका हिस्सा हुआ करता था, बाजार चलनिधि का आकलन करते हैं और बैंक आरक्षित निधियों को लक्ष्यकर खुले बाजार की क्रियाएं करते हैं, जबकि ब्याज दरों को समायोजित होने देते हैं, (iii) यूरोपियन सेंट्रल बैंक और बैंक ऑफ इंग्लैंड सहित बड़ी संख्या में केंद्रीय बैंक ओएमओ मिश्रण, स्थायी सुविधाओं और न्यूनतम आरक्षित निधि आवश्यकता तथा नीति दर में परिवर्तन के माध्यम से चलनिधि की मात्रा और कीमत के अनुसार मौद्रिक दशाओं को अनुकूल बनाते हैं। परिचालन प्रक्रिया, जिसका भारत में पालन किया जाता है, चौथा रूप भेद है।

III.1 मुद्रा बाजार और चलनिधि समायोजन सुविधा

भारतीय संदर्भ में, मौद्रिक नीति परिचालन ढाँचे के सुधार, जो 1980 के दशक के अंतिम भाग में शुरू किए गए थे, 2000 में चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) के रूप में परिवर्तित हुए (संलग्नक VI)। एलएएफ के अंतर्गत, रिज़र्व बैंक अपनी नीति दरों अर्थात् रिपो और रिवर्स रिपो दरों को तय करता है और रिपो/रिवर्स रिपो के परिचालन करता है इस प्रकार, ओवर नाइट मुद्रा बाजार को एक कोरीडोर प्रदान करता है (चार्ट 2)। एलएएफ, अल्पकाल में चलनिधि को प्रभावित करने वाले बाह्य प्रभावों को देखते हुए, ओवर नाइट मुद्रा बाजार दर के विशेष स्तर को लक्ष्य करने से बचता है अर्थात् परिवर्तनशील सरकारी नकदी शेष और अननुमानीय विदेशी मुद्रा प्रवाह।

बाजार अधिमान्यता और ब्याज दर संकेतों को तेजी से प्रेषित करने की आवश्यकता को देखते हुए, यद्यपि ओवरनाइट अथवा दीर्घकाल में रिपो नीलामियों को परिवर्तनशील अथवा निश्चित दर पर संचालित किया जा सकता है, एलएएफ अप्रैल 2004 से निश्चित दर

चार्ट 2 : चलनिधि समायोजन सुविधा और चलनिधि प्रबंध के लिए मुद्रा बाजार के लिखत

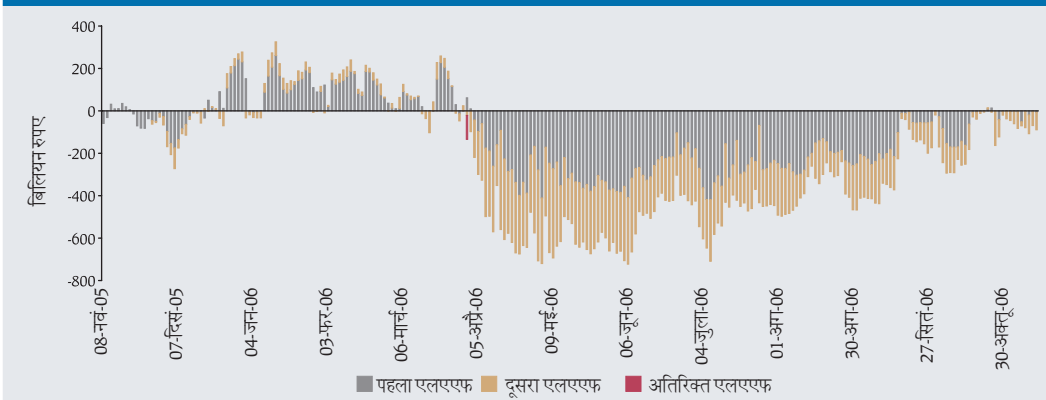


ओवरनाइट नीलामी स्वरूप में ढल गया है। 28 नवंबर, 2005 से द्वितीय एलएएफ (एसएलएएफ) की शुरुआत से बाजार सहभागियों को दिन के दौरान अपनी चलनिधि के प्रबंधन को बेहतर बनाने के लिए एक दूसरी खिड़की मिल गई है (चार्ट 3)। एलएएफ परिचालन रिपो दर से जुड़ी रिजर्व बैंक की स्थाई सुविधाओं तक पहुँच के द्वारा संपूरित है: अर्थात् बैंकों को निर्यात ऋण पुनर्वित तथा प्राथमिक व्यापारियों को स्थाई चलनिधि सुविधा।

एलएएफ के शुरू करने से कई लाभ हुए हैं। इनमें से सर्वप्रमुख है, इसने प्रत्यक्ष लिखत से मौद्रिक नियंत्रण

के अप्रत्यक्ष लिखत में अंतरण को संभव बनाया है। चूँकि एलएएफ परिचालनों ने बिना मौद्रिक नियंत्रण के कम किए सीआरआर में कटौती की, अतः प्रणाली को भारी हानि से बचाया जा सका। दूसरे, एलएएफ ने दैनंदिन आधार पर प्रणाली की आवश्यकताओं के अनुकूल समायोजन की मात्रा और दर दोनों को निर्धारित करने में मौद्रिक प्राधिकारियों को और अधिक लोच प्रदान की है। तीसरा और सबसे महत्वपूर्ण है, यद्यपि पॉइंट ओवरनाइट ब्याज दर को औपचारिक रूप से लक्ष्य नहीं किया गया है, फिर भी एलएएफ ने निर्धारित दायरे के अंतर्गत ओवरनाइट मांग दरों को स्थिर करने में मदद

चार्ट 3 : एल ए एफ के अंतर्गत रिपो (+)/ रिर्वस रिपो (-)



की, निश्चित रिपो और रिवर्स रिपो दर के बीच वर्तमान में अंतर 150 आधार अंक है। इस प्रकार इसने नीति दर परिवर्तनों के माध्यम से निधियों की मांग को प्रभावित करने की केंद्रीय बैंक को शक्ति प्रदान की है। इस प्रकार, एलएएफ दरें प्रभावी रूप से नाममात्रेण सहारादाता की भूमिका अदा करती हैं। यद्यपि जनवरी-फरवरी 2006 के दौरान मांग मुद्रा दरें रिपो दर से अधिक बढ़ीं, मुद्राबाजार-बाजार रिपो और संपार्श्विकीकृत उधार लेने और देने संबंधी दायित्व (सीबीएलओ) के संपार्श्विकीकृत खंड की दरें, जो बाजार कारोबार का लगभग 80 प्रतिशत थीं, रिपो दर से नीचे बनी रहीं।

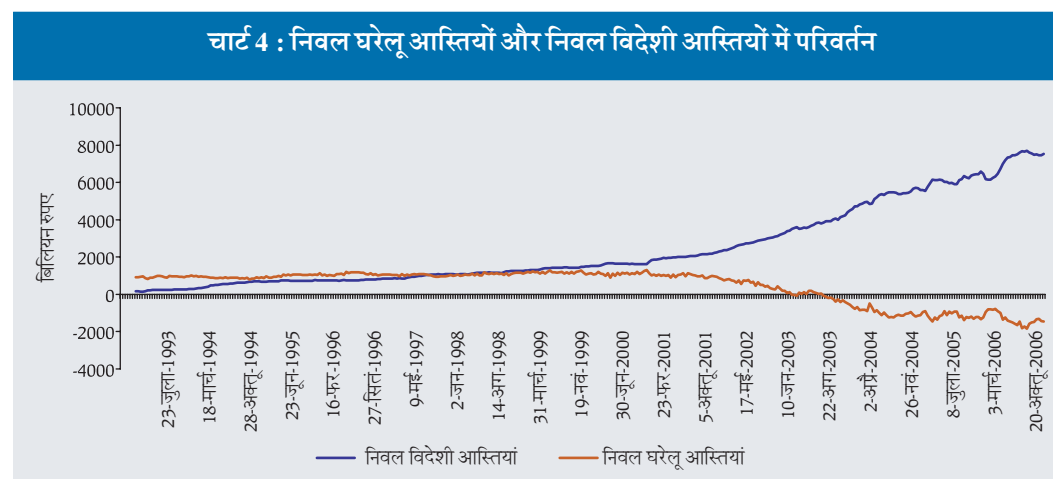
III.2 बाजार स्थिरीकरण योजना

अर्थव्यवस्था के बढ़ते खुलेपन, बाजार निर्धारित व्याज दर और व्यापक पूँजी प्रवाह के संदर्भ में, मौद्रिक प्रबंधन विदेशी मुद्रा बाजार के हस्तक्षेप को आंशिक / पूरी तौर पर निष्प्रभावी कर सकती है ताकि मौद्रिक नीति के आशय को बनाए रखा जा सके। शुरू में, रिजर्व बैंक ने ओएमओ के द्वारा पूँजी अंतर्वाह को निष्प्रभावी किया। तथापि, ऐसे निष्प्रभावीकरण में घरेलू आस्तियों की तुलना में अंतरराष्ट्रीय आस्तियों पर कम आय के अनुसार लागत

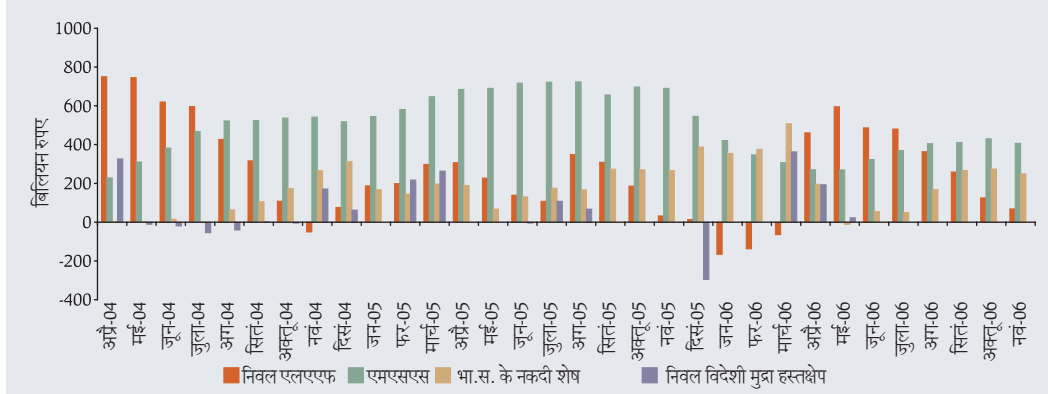
शामिल होता है (चार्ट 4)। रिजर्व बैंक के पास सरकारी प्रतिभूतियों के सीमित स्टॉक ने इसकी निष्प्रभावीकरण करने की क्षमता को सीमित किया है। एलएएफ परिचालनों ने, जो आवश्यक रूप से घर्षणी दैनिक चलनिधि के लिए बनाए गए हैं, अननुपातिक रूप से निष्प्रभावीकरण के भार को वहन करना शुरू कर दिया।

इसलिए, रिजर्व बैंक ने सामान्य सरकारी उधारों के अतिरिक्त बाजार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) के अंतर्गत खजाना बिलों और दिनांकित सरकारी प्रतिभूतियों के निर्गम के लिए भारत सरकार के साथ मार्च 2004 को एक समझौता ज्ञापन पर हस्ताक्षर किए (संलग्नक VII)। दैनिक चलनिधि प्रबंधन के लिए एलएएफ को छोड़ते हुए तथा और अधिक स्थाई आधार पर परंपरागत ओएमओ का प्रयोग करते हुए नई लिखत ने चलनिधि को अधिक स्थायी बल्कि अब भी अस्थायी आधार पर अवशोषित काने के लिए रिजर्व बैंक को शक्ति प्रदान की (चार्ट 5)। एमएसएस ने अनवाइडिंग के मार्ग द्वारा आवश्यकता के समय चलनिधि न केवल प्रणाली से निकालने बल्कि डालने की नमनीयता रिजर्व बैंक को प्रदान की। इसलिए, एमएसएस परिचालनों के लिए सामान्यतया अल्पकालिक लिखतों को वरीयता दी जाती है।

चार्ट 4 : निवल घरेलू आस्तियों और निवल विदेशी आस्तियों में परिवर्तन



चार्ट 5 : चलनिधि प्रबंधन



इस प्रकार चलनिधि प्रबंधन विभिन्न उपकरणों ने चलनिधि स्थितियों को बनाए रखने, विनिमय दरों और ब्याज दरों में सुव्यवस्थित उतार-चढ़ाव तथा इसके

उद्देश्य के अनुसार मौद्रिक नीति का संचालन करने की रिजर्व बैंक को शक्ति प्रदान की है (संलग्नक VIII और सारणी 2)।

सारणी 2 : रिजर्व बैंक के चलनिधि प्रबंधन परिचालनों के चरण

(बिलियन रुपए)

मद	निम्नलिखित के दौरान घट-बढ़				
	2003-04	2004-05	2005-06	2006-07 ति. 1	2006-07 ति. 2
1	2	3	4	5	6
क. चलनिधि के प्रेरक (1+2+3+4)	721	581	-317	355	-158
1. भारिबैं की विदेशी मुद्रा की आस्तियां (पुनर्मूल्यन हेतु समायोजित)	1414	1150	688	285	105
2. लोगों के पास मुद्रा	-434	-409	-573	-215	-1
3. रिजर्व बैंक में केंद्र का अधिशेष नकदी बकाया	-177	5	-227	402	-262
4. अन्य (अवशिष्ट)	-83	-165	-205	-118	-1
ख. चलनिधि प्रबंधन (5+6+7+8)	-464	-567	580	-390	320
5. एल ए एफ रिपो का चलनिधि प्रभाव	-322	153	121	-353	407
6. ओ एम ओ (निवल) का चलनिधि प्रभाव *	-176	12	107	5	1
7. एम एस एस का चलनिधि प्रभाव	0	-642	351	-42	-88
8. सी. आर. आर. परिवर्तन के कारण प्रथम चरण का चलनिधि प्रभाव	35	-90	0	0	0
ग. बैंक आरक्षित निधि (क+ख) #	257	14	263	-35	162

(+) : बैंकिंग प्रणाली में चलनिधि का प्रवेश दर्शाता है।

(-) : बैंकिंग प्रणाली से चलनिधि की निकासी दर्शाता है।

: बैंकों में रखी वॉल्ट नकदी और सीआरआर परिवर्तन के कारण हुए प्रथम चरण के चलनिधि प्रभाव के लिए समायोजन शामिल हैं।

* : समेकित ऋणशोधन निधि और अन्य निवेशों के लिए समायोजित और निजी प्लेसमेंट सहित।

टिप्पणी : डाटा मार्च के लिए दिनांक 31 और अन्य महीनों के लिए अंतिम शुक्रवार का है।

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक की वार्षिक रिपोर्ट और मैक्रोइकोनॉमिक एंड मॉनिटरी डेवलपमेंट, विभिन्न अंक।

रिज़र्व बैंक के पास रखी सरकारी नकदी शेष प्रायः काफी अधिक परिवर्तनशीलता का प्रदर्शन करते हैं। प्रथम, परिचालनात्मक आवश्यकताओं के कारण जिनकी भविष्यवाणी करना कठिन है (वेतन भुगतान, कूपन/ब्याज भुगतान, ऋणों की चुकौती और ऐसे ही अन्य के अलावा) सरकार को रिज़र्व बैंक के पास काफी नकदी बनाए रखने की आवश्यकता है। दूसरे, यदि बाजार में व्यवधान उत्पन्न नहीं करना है, उच्च राजकोषीय घाटे के वित्त पोषण के लिए संविदाकृत बांडों और विशेष रूप से, बेंचमार्क बांड, की एकमुश्त चुकौती जैसे बड़े-बड़े संवितरणों के पहले कई सप्ताह क्रमिक रूप से नकद शेष बनाए रखने अथवा बढ़ाने की आवश्यकता है। तीसरे, जबकि सरकारी नकद शेषों के बहिर्वाह का एक बड़ा हिस्सा नियमित है, प्रत्यक्ष कर राजस्व और अन्य स्रोतों के माध्यम से अंतर्वाह स्वरूप में एकमुश्त और अनियमित है।

केंद्रीय बैंक के पास सरकारी नकद शेषों का एकत्र होना, वास्तव में, प्रणाली से चलनिधि के आहरण का कार्य करता है और वही प्रभाव रखता है जैसा कि मौद्रिक कड़ाई का होता है, अलबत्ता मौद्रिक प्राधिकारी का ऐसा करने का कोई इरादा नहीं होता है। इसी तरह यदि केंद्रीय बैंक के पास रखे गए नकदी शेष कम होने लगते हैं तो प्रणाली में चलनिधि डाली जाती है, बावजूद ऐसी स्थिति के उदाहरणार्थ जब मौद्रिक नीति चलनिधि को कड़ा करने के प्रति झुकी होती है। इस प्रकार, परिवर्तनशील सरकारी नकदी शेष मौद्रिक आधार का और परिणामस्वरूप, मुद्रा आपूर्ति और चलनिधि का, जो मौद्रिक नीति के वर्तमान रुझान के प्रति आवश्यक रूप से संगत नहीं हो सकती अप्रत्याशित विस्तार अथवा संकुचन कर सकते हैं। घटते-बढ़ते सरकारी नकदी शेषों की स्थिति में, मौद्रिक प्रबंधन का कार्य जटिल हो जाता है, जो आंशिक अथवा पूरी तरह, प्रायः क्षतिपूरक उपायों की मांग करता है

जिससे मौद्रिक नीति का उद्देश्य बरकरार रखा जा सकता है।

III.3 बैंक ऋण और उधार दर माध्यम

परंपरागत ब्याज दर माध्यम के अलावा बैंक उधार देने वाले माध्यम के रूप में भी कार्य करते हैं। संसाधनों के आधार में असमानता को देखते हुए, गैर जमा संसाधनों, आस्ति आबंटन और चलनिधि तक पहुँच में बड़े और छोटे बैंक उल्लेखनीय रूप से अलग-अलग तरीके से कार्य करते हैं। विशेष रूप से, छोटे बैंक बड़े बैंकों से तुलना करने पर संकुचक मौद्रिक नीति आघात से अधिक प्रभावित होते हैं अर्थात् छोटे बैंक बड़े बैंकों के सम्मुख अपने उधारों में तेजी से कटौती करते हैं (पंडित आदि, 2006)। उपलब्ध अनुभववादी प्रमाण बतलाते हैं कि विवेकपूर्ण मानदंड, जैसा कि वे बैंकों की पूँजी पर्याप्तता अनुपात द्वारा प्रोक्सी होते हैं, बैंक उधार पर काफी प्रभाव डालते हैं (संलग्नक IX, नाग और दास, 2002, पंडित आदि, 2006)।

बैंक की मौद्रिक नीति रुझान को प्रायः प्रतिबद्धता के रूप में यह सुनिश्चित करने के लिए घोषित किया जाता है कि बैंक ऋण की सभी वास्तविक आवश्यकताएं पर्याप्त रूप से पूरी हो जाएं जिससे मूल्य स्थिरता के साथ-साथ निवेश और निर्यात मांग को समर्थन मिले (संलग्नक X)। चलनिधि परिचालन यह सुनिश्चित करने के लिए किया जाता है कि आरक्षित निधियों की मांग पूरी हो जाए और समष्टि आर्थिक उद्देश्यों के साथ ऋण अनुमान प्राप्त कर लिए जाएं। इसी समय, ऋण के प्रभावी रूप से नीलामी में बाजार असफलता की संभावना को पहचानते हुए, बैंक ऋण की सुपुर्दगी में सुधार किया जाता है। इसलिए, मौद्रिक नीति के संचालन का एक अभिन्न अंग प्राथमिकता प्राप्त कतिपय क्षेत्रों जैसे कृषि, निर्यात, लघु उद्योग, इन्फ्रास्ट्रक्चर, आवास, सूक्ष्म-ऋण

संस्थाएं और स्वयं सहायता समूह को बैंक ऋण के निदेश रहे हैं। ऋण बाजार में समाज के सर्वाधिक समावेश को सुनिश्चित करने की दृष्टि से जारी नीति प्रयास यह है कि ऋण के प्रति पहुँच को बढ़ाया और सरल बनाया जाए (सारणी 3)।

सितंबर 1998-मार्च 2004 की अवधि के उपलब्ध अनुभववादी प्रमाण बतलाते हैं कि नीति दर में परिवर्तन का ब्याज दर अंतरण (पास थ्रू) उधार और जमा दरों के लिए क्रमशः 0.61 और 0.42 था अर्थात् बैंक दर में 100 आधार अंक की कमी/वृद्धि जिसने बैंकों की जमा दरों में 40 बीपीएस और उनकी मूल उधार दर में 60 बीपीएस की कमी/बढ़त की (सारणी 4 और 5)। घूमता पश्चगमन उधार दर और जमाओं के पास थ्रू में कुछ

सुधार को बतलाता है। इस प्रकार, यद्यपि पास थ्रू पूर्णतः से कम है फिर भी काफी समय से पास थ्रू में वृद्धि के संकेत हैं (भारतीय रिज़र्व बैंक 2004 बी)।

विभिन्न उपायों जैसे बैंकों को सलाह देने के माध्यम से अर्थव्यवस्था के ब्याज दर ढाँचे में और नमनीयता लाने के लिए नीतिगत प्रयासों को अंतरण (पास थ्रू) में सुधार के लिए उत्तरदायी माना जा सकता है, ये सलाह हैं : नयी जमाराशियों के लिए लचीला ब्याज दर विकल्प लागू करना, मूल उधार दर से उनके अधिकतम स्प्रेड की समीक्षा और उनको कम करना जब भी वे अनुचित रूप से अधिक हों, पीएलआर की घोषणा के साथ-साथ जनता के लिए पीएलआर के ऊपर अधिकतम स्प्रेड की घोषणा करना और विभिन्न प्रभारों जैसे प्रोसेसिंग और सेवा प्रभारों की स्पष्ट

सारणी 3 : खाद्येतर बैंक ऋण में क्षेत्रीय हिस्सा

क्षेत्र/उद्योग	(प्रतिशत)			
	27 अक्टूबर 2006 को बकाया	मार्च 2006	मार्च 2005	मार्च 2004
खाद्येतर सकल बैंक ऋण	100	100	100	100
1. कृषि और संबंधित कार्य	12	12	13	12
2. उद्योग (लघु, मझौले और बड़े)	39	39	43	43
2.1 लघु उद्योग	6	6	8	9
3. सेवा	2	3	3	...
3.1 परिवहन परिचालक	1	1	1	...
3.2 व्यावसायिक और अन्य	1	1	1	...
4. व्यक्तिगत ऋण	26	25	25	...
4.1 आवास	14	13	13	...
4.2 मीयादी जमा राशि पर अग्रिम	2	3	3	4
4.3 क्रेडिट कार्ड	1	1	1	...
4.4 शिक्षा	1	1
4.5 उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुएं	1	1	1	1
5. व्यापार	6	6	6	3
6. अन्य	9	14	11	41
6.1 भूसंपदा ऋण	2	2	1	1
6.2 गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियां	2	2	2	2
<i>जापन मद्:</i>				
बैंक ऋण जीडीपी अनुपात	40.3 *	42.2	35.2	30.4
*: लगभग				
टिप्पणी : पूर्णांकन के कारण क्षेत्रीय हिस्सा 100 से भिन्न हो सकता है।				
स्रोत : भारतीय रिज़र्व बैंक की वार्षिक रिपोर्ट 2005-06।				

सारणी 4 : ब्याज दर के अनुसार अनुसूचित वाणिज्य बैंकों की बकाया मीयादी जमाराशियां (मार्चांत)

(कुल जमाराशि का प्रतिशत)

ब्याज दर दायरा	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
< 8%	10.8	11.2	11.5	13.3	16.8	16.9	25.0	53.7	74.0	86.4
8 – 9%	2.4	5.2	4.8	6.1	6.5	10.5	22.6	16.4	9.9	5.8
9 – 10%	4.5	7.1	6.4	9.0	14.3	16.1	19.8	12.0	7.3	3.1
10 – 11%	15.2	14.1	13.7	17.7	20.9	23.9	17.3	10.5	5.1	2.5
11 – 12%	13.9	14.3	16.3	20.2	19.2	17.9	9.1	4.5	2.3	1.1
12 – 13%	23.4	20.9	22.3	19.2	13.9	9.1	4.3	2.3	1.1	0.5
> 13%	29.8	27.2	25.0	14.5	8.4	5.6	1.9	0.8	0.5	0.7

स्रोत : भारत स्थित अ.वा. बैंकों की आधारभूत सांख्यिकीय विवरणियां, विभिन्न अंक, भारिबैं।

रूप से घोषणा करके उधारकर्ताओं के लिए 'पूर्ण लागत' की संकल्पना की ओर जाना (सारणी 6)²। इसके अतिरिक्त, ब्याज दरें पहले की अपेक्षा और अधिक सशक्त साधन के रूप उभरी हैं। इसके साथ ही, निश्चित दर उत्पाद, जिसके अंतर्गत संप्रेषण मार्जिन तक सीमित है, की तुलना में चलायमान (फ्लोटिंग) की ओर अग्रसर है।

सारणी 5 : ब्याज दर के अनुसार अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के बकाया ऋण (मार्चांत)

(कुल ऋण का प्रतिशत)

ब्याज दर दायरा	1990	1995	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<6%	2.7	2.3	1.1	1.0	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.4	0.4
6-10%	6.8	2.1	0.5	0.4	3.7	1.0	0.6	3.2	5.3	13.6	19.5
10-12%	4.8	2.3	1.4	2.3	3.3	7.9	17.0	24.5	22.9	16.1	17.5
12-14%	21.4	10.6	10.7	13.2	20.3	26.8	28.6	22.5	25.1	25.7	22.4
14-15%	4.4	6.7	10.9	14.9	9.7	11.5	12.6	14.1	19.4	16.2	16.6
> 15%	59.8	76.0	75.4	68.2	62.7	52.6	41.0	35.6	27.1	28.0	23.6

स्रोत : भारत स्थित अ.वा. बैंकों की आधारभूत सांख्यिकीय विवरणियां, विभिन्न अंक, भारिबैं।

² 18 अक्टूबर 1994 से बैंकों को 2,00,000 रुपए से अधिक के ऋण के लिए उधार दरों को निश्चित करने की छूट दी गई है। बैंकों को पीएलआर के लिए अपने-अपने बोर्डों से अनुमोदन प्राप्त करना होगा। यह पीएलआर 2,00,000 रुपयों से अधिक के ऋणों पर ली जाने वाली न्यूनतम दर होगी। छोटे-छोटे उधारकर्ताओं और ऐसे उधारकर्ताओं के ऋण प्रवाह के 'डिसइंसेटिव' को हटाने के लिए भी, 1998-99 में पीएलआर को, 2,00,000 रुपए तक के ऋण के लिए, उच्चतम दर में बदल दिया गया। अन्तरराष्ट्रीय व्यवहार के अनुरूप 2001-02 में उप पी एल आर उधार की अनुमति दी गई। ग्राहकों के हित और सार्थक प्रतियोगिता के लिए, पीएलआर के बैंकवार तिमाही आंकड़े और अधिकतम तथा न्यूनतम उधार दरें जून 2002 से रिजर्व बैंक की वेबसाइट पर डाली गई हैं। उधार दरों के अवरुद्ध व्यवहार के संदर्भ में ऋण मूल्यन में और अधिक पारदर्शिता लाने के लिए, 2003-04 में बीपीएलआर (अर्थात बैंक मार्क पीएलआर) की प्रणाली शुरू की गई। बैंकों को सलाह दी गई कि वे (क) निधियों की वास्तविक लागत (ख) परिचालन व्यय (ii) प्रावधानन और पूँजी प्रभार विनियामक आवश्यकता को कवर करने के लिए न्यूनतम मार्जिन तथा लाभ मार्जिन का ध्यान रखते हुए अपने बीपीएलआर का उल्लेख करें। जबकि विचार रूप में बीपीएलआर व्यवहार में माध्यिका ब्याज दर होनी चाहिए, बैंकों द्वारा दिए गए बीपीएलआर के विवरण अवरुद्ध हो गए हैं। घोषित बीपीएलआर के ऊपर अथवा नीचे ऋण के अनुपात में परिवर्तनों के माध्यम से लिए गए वास्तविक ब्याज दर में उतार-चढ़ाव कम पारदर्शी होते हैं। हाल के समय में, उप बीपीएलआर उधार का हिस्सा 75 प्रतिशत से अधिक बढ़ा है जो अब तक ब्याज दरों में समग्र गिरावट को दर्शाता है। इसने संदर्भ दर के रूप में बीपीएलआर की भूमिका को कम किया है, जिससे उधार दरों के संबंध में मौद्रिक संचरण के निर्णय जटिल हो गए हैं।

सारणी 6 : भारत स्थित अनुसूचित वाणिज्य बैंकों की उधार दरें

(प्रतिशत)						
1	सार्वजनिक क्षेत्र के बैंक		विदेशी बैंक		निजी क्षेत्र के बैंक	
	मांग ऋण	मीयादी ऋण	मांग ऋण	मीयादी ऋण	मांग ऋण	मीयादी ऋण
2	3	4	5	6	7	
जून-02	12.75 - 14.00	12.75 - 14.00	13.00 - 14.75	13.00 - 15.50	13.75 - 16.00	14.00 - 16.00
सितं-02	12.00 - 14.00	12.25 - 14.00	13.00 - 14.75	12.75 - 14.50	14.00 - 16.00	13.50 - 15.00
दिसं-02	11.85 - 14.00	12.25 - 14.00	12.00 - 14.75	11.70 - 13.63	13.50 - 15.75	13.50 - 15.00
मार्च-03	11.50 - 14.00	12.00 - 14.00	10.50 - 12.75	10.25 - 13.50	13.50 - 15.50	13.00 - 15.00
जून-03	11.50 - 14.00	11.50 - 14.00	10.00 - 14.00	9.73 - 13.00	13.00 - 15.00	12.50 - 14.75
सितं-03	11.50 - 13.50	11.00 - 13.50	9.50 - 12.75	9.25 - 13.50	13.00 - 14.50	12.00 - 14.50
दिसं-03	11.50 - 13.00	11.00 - 13.25	7.75 - 13.65	9.00 - 13.00	12.50 - 14.50	11.50 - 14.50
मार्च-04	11.00 - 12.75	11.00 - 12.75	7.50 - 11.00	8.00 - 11.60	12.00 - 14.00	11.25 - 14.00
जून-04	10.50 - 12.50	10.75 - 12.75	6.50 - 11.50	7.25 - 10.95	11.50 - 13.75	11.00 - 14.00
सितं-04	10.50 - 12.50	9.50 - 12.25	6.75 - 9.00	7.25 - 11.00	11.25 - 13.25	9.50 - 13.00
दिसं-04	9.00 - 12.50	8.38 - 12.13	7.25 - 9.00	7.38 - 10.95	10.00 - 13.00	9.25 - 13.00
मार्च-05	9.00 - 12.50	8.38 - 12.00	7.13 - 9.00	7.63 - 9.50	10.00 - 12.50	9.00 - 13.00
जून-05	8.00 - 12.13	8.00 - 11.88	7.75 - 9.00	7.50 - 9.50	10.00 - 12.75	9.00 - 13.00
सितं-05	8.00 - 11.63	8.00 - 11.88	7.00 - 10.25	7.35 - 9.50	10.00 - 12.50	9.00 - 13.00
दिसं-05	8.00 - 11.63	8.00 - 11.63	7.00 - 9.50	7.20 - 9.50	10.00 - 13.00	9.25 - 13.00
मार्च-06	8.00 - 11.63	8.00 - 11.63	8.00 - 9.75	7.53 - 9.75	9.50 - 13.00	9.00 - 13.18
जून-06	8.00 - 11.25	8.00 - 12.00	7.63 - 9.75	7.53 - 9.75	9.75 - 13.50	9.23 - 13.75
सितं-06	8.25 - 11.50	8.50 - 12.13	8.08 - 9.57	7.85 - 9.75	10.00 - 13.50	9.45 - 13.50
दिसं-06	8.00 - 11.88	8.50 - 12.00	8.05 - 10.00	8.00 - 9.50	10.00 - 13.13	9.23 - 12.63

टिप्पणी : इस सारणी में दी गई मेडियन उधार दरें वह दायरा है जिसमें 60 प्रतिशत कारोबार होता है।

स्रोत : भारिबैं., <http://rbidocs.rbi.org.in/lendingrate/home.html>. पर उपलब्ध।

हाल में, कृषि के लिए बैंक ऋण को कवर करने हेतु प्रशासित ब्याज दरों के जाल को बढ़ाने की कुछ प्रवृत्ति रही है। सार्वजनिक स्वामित्व वाले वित्तीय मध्यस्थों की प्रधानता को देखते हुए, जबकि ऐसी प्रवृत्ति एक असंभव परिणाम नहीं हो सकती है, यह मानना पड़ेगा कि बैंक ऋणों के मूल्यन की वर्तमान प्रणाली विशेष रूप से कृषि और लघु उद्योगों में संतोषजनक से कम प्रतीत होती है। प्रतियोगिता ने ऋणों के काफी भाग का मूल्यन बीपीएलआर की अनुरूपता से परे और अपारदर्शी तरीके से किया है। इसलिए, यह जनधारणा है कि बैंक की जोखिम मूल्यांकन प्रक्रियाएं समुचित से कम हैं और कंपनियों के लिए ऋण का कम मूल्यन किया जाता है, जबकि कृषि और लघु उद्योग को उधार देने में अधिक मूल्यन किया जा सकता है। इसलिए बैंकों को ऋण के मूल्यन के लिए

बैंकों की वर्तमान प्रथाओं को सुधारने की आवश्यकता है, यह सुरचित, संपूर्ण ऋण चक्र में मध्यस्थता के विभिन्न चरणों पर लागतों के खंडवार-विश्लेषण के द्वारा होगा।

भारतीय वित्तीय प्रणाली ने सापेक्षिक रूप से उच्च क्षमता, प्रतिस्पर्धा और नमनीयता के साथ 1990 के दशक में शुरू किए गए सुधारों के प्रति अनुकूल प्रतिक्रिया दर्शाई है। इसने बैंकों की वाणिज्यिक क्षेत्र को अधिक उधार देने की उनकी क्षमता बढ़ाई है। अनुसूचित वाणिज्य बैंकों द्वारा दिए गए गैर खाद्य ऋण में 2002-03 और 2005-06 के बीच 26.4 प्रतिशत की औसत वार्षिक वृद्धि हुई, जो उल्लेखनीय रूप से पिछले चार वर्षों की अवधि (1998-99 से 2001-02) के दौरान दर्ज किए गए 14.5 प्रतिशत और 17.8 प्रतिशत के दीर्घकालिक औसत (1970-2006) से अधिक थी। बैंक ऋण में

वृद्धि को परिलक्षित करते हुए, जीडीपी की तुलना में बैंक ऋण के अनुपात में भी तेज वृद्धि हुई है। ऋण-जीडीपी अनुपात, 1980 के दशक के मध्य और 1990 के दशक के अंतिम भाग में लगभग 30 प्रतिशत की संकुचित सीमा में रहने के पश्चात्, 2000-01 से बढ़ना शुरू कर 2004-05 के दौरान 35 प्रतिशत 2006-07 के दौरान 40 प्रतिशत से आगे बढ़ना जारी रहा। 1990 के दशक के अंतिम भाग के दौरान ऋण प्रवाह में रुकावट दिखाई, पश्चिमी प्रभाव से यह आंशिक तौर पर वास्तविक ब्याज दरों में वृद्धि, चक्रीय गिरावट और उस अवधि के दौरान होने वाले महत्वपूर्ण कारोबार विन्यास के कारण मांग में कमी के चलते हुआ। पिछले 4-5 वर्षों में बैंक ऋण का तीव्र विस्तार, खंडशः, कृषि जैसे क्षेत्र में ऋण के प्रवाह को सुधारने वाले नीतिगत पहलों में परिलक्षित हुआ। जबकि वर्तमान चक्र में, कृषि और औद्योगिक ऋण की मांग व्यापक रूप से सुदृढ़ बनी हुई है, फुटकर ऋण वृद्धि के वाहक के रूप में उभरा है। इस प्रकार बैंकिंग प्रणाली का सशक्तीकरण वित्तीय विस्तार और गहनता के लिए कार्य कर रहा है। इस प्रक्रिया में मौद्रीकरण और वित्तीय समावेशन औपचारिक वित्तीय प्रणाली के दायरे को बढ़ा रहे हैं और इसलिए, मौद्रिक संप्रेषण के क्षेत्र को भी बढ़ा रहे हैं।

जनसंख्या के बड़े भाग को शामिल करने के लिए औपचारिक वित्त की पहुँच धीरे-धीरे बढ़ रही है। अधिक युवाश्रम शक्ति के 'जनांकीय लाभांश' से तात्पर्य है कि बैंक तेजी से अपने ऋण पोर्टफोलियो को बढ़ाने में समर्थ हो सके हैं जिससे ग्राहक उपभोग के वित्तपोषण और आस्ति सृजन के लिए इक्विटी और ऋण के आदर्शतम मेल के साथ सापेक्षिक रूप से युवा आयु की अपनी जीवनशैली की आकांक्षाओं को पूरा कर सकते हैं। इस प्रक्रिया में, ब्याज मौद्रिक नीति का अत्यधिक शक्तिशाली साधन बन गया है, जो जनसंख्या के खपत और निवेश

निर्णयों को पहले की अपेक्षा और अधिक तेजी से प्रभावित कर रहा है। यह कुल बैंक ऋण में फुटकर ऋण के हिस्से से स्पष्ट है, जो मार्च 1990 में लगभग 6 प्रतिशत से मार्च 2005 में बढ़कर 22 प्रतिशत से अधिक हो पाया। इसका एक बड़ा हिस्सा पिछले 5-6 वर्षों में बढ़ा है। घरेलू ऋण के बढ़ते हिस्से को देखते हुए, यह संभव है कि आने वाले वर्षों में घरेलू उपभोग निर्णय मौद्रिक नीति निर्णयों से और सुदृढ़ता से प्रभावित हो सकते हैं, जिसके मौद्रिक संप्रेषण तंत्र में निहितार्थ होंगे। परिणामस्वरूप, मौद्रिक प्राधिकारी को मौद्रिक प्रबंधन संबंधी सार्वजनिक राय पर व्यापक रूप से संतोष करने की आवश्यकता होगी, जो अब तक वैयक्तिक/घरेलू ऋण के बढ़ते हिस्से से काफी अधिक होगा। बहुत बड़े स्तर पर बैंकों के सार्वजनिक स्वामित्व के संदर्भ में, सार्वजनिक राय के ऐसे दबाव राजनैतिक दबावों के रूप में भी प्रकट होंगे।

संक्षेप में, यह प्रमाण बढ़ रहा है कि वित्तीय प्रणाली के विस्तार और गहनता से तथा कीमत की वृहत्तर डिस्कवरी की ओर प्रगति से, मौद्रिक संप्रेषण के बैंक ऋण और उधार दर माध्यमों को शक्ति मिल रही है। तथापि, मौद्रिक संप्रेषण को अनेक विवशताओं का सामना करना पड़ रहा है। प्रथम, निवल बैंक ऋण का 40 प्रतिशत प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र को उधार देने की शर्त क्षेत्रीय ऋण आबंटन में लोच को प्रभावित करती है, यद्यपि प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र के लिए ब्याज दर की कोई शर्त नहीं है। दूसरे, निवल मांग और मीयादी देयताओं (एनडीटीएल) के 25 प्रतिशत के एसएलआर के विद्यमान नियम के अंतर्गत आबंटनात्मक लोच में भी विवशताएं हैं, यद्यपि अब इस वैधानिक चलनिधि अनुपात को कम करने के लिए रिजर्व बैंक को लोच प्रदान के उद्देश्य से संबंधित कानून में संशोधन किया गया है। तीसरे, ऋण मूल्यन के लिए बीपीएलआर प्रणाली सापेक्षिक रूप से नीचे की ओर अवरुद्ध साबित हुई है और इससे भी अधिक विशिष्ट क्षेत्र जैसे कृषि और लघु उद्योगों (एसएसआइ) के लिए हुई है। चूँकि

बीपीएलआर को संदर्भ दर के रूप में समाप्त कर दिया गया है, अतः मौद्रिक संप्रेषण की प्रभावकारिता का मूल्यांकन कठिन हो गया है। चौथे, भारत सरकार के पास बैंकों की आस्तियों का लगभग 70 प्रतिशत बना हुआ है। एक वैध स्वामी के रूप में, सरकार को सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों को निदेश जारी करने का अधिकार है, लेकिन सरकार द्वारा ऐसा करने से अनिश्चितता के तत्व और बाजार अपूर्णताएं आ जाती हैं, जो मौद्रिक संप्रेषण को प्रभावित करते हैं।

III.4 ऋण बाजार माध्यम (चैनल)

जब कि काफी देशों में केंद्रीय बैंक स्थापित करने के कारणों में सरकार के ऋण का प्रबंधन एक प्रमुख कारण रहा है, परंतु वर्तमान में लोक ऋण की लागत को कम करने के दबाव के कारण इस कार्य को मौद्रिक प्रबंधन में बाधक के रूप में देखा जा रहा है, विशेष रूप से तब जब मुद्रास्फीति की प्रत्याशा के चलते, मौद्रिक नीति की अपेक्षानुसार, कड़ा मौद्रिक दृष्टिकोण अपनाने की आवश्यकता पड़ती हो। अतः अब सामान्य रूप से यह बात मानी जाती है कि मौद्रिक नीति और लोक ऋण प्रबंधन संबंधी कार्य इस प्रकार संचालित किए जाने चाहिए कि उनसे पारदर्शिता और मौद्रिक परिचालनों की स्वतंत्रता सुनिश्चित की जा सके। वित्तीय बाजारों का पूर्ण विकास, राजकोषीय घाटे पर यथोचित नियंत्रण तथा तत्संबंधी वैधानिक परिवर्तन, ऋण प्रबंधन तथा मौद्रिक प्रबंधन को अलग रखने के लिए पूर्व शर्त हैं। इस समय रिजर्व बैंक लोक ऋण तथा मौद्रिक प्रबंधन के दोनों कार्य करता है।

“इससे जुड़ा यह स्वाभाविक प्रश्न कि यदि भारत में ऋण प्रबंधन और मौद्रिक प्रबंधन अलग-अलग होता तो क्या राजकोषीय प्रबंधन की जो प्रधानता मौद्रिक नीति पर रही है वह कम होती? अथवा, यदि ये दोनों कार्य रिजर्व बैंक के पास होते तो क्या हमें और बेहतर सेवाएं मिल पातीं? वास्तव में यह हुआ कि 1990 के प्रारंभिक दौर में समग्र आर्थिक नीति

संबंधी चिंतन में महत्वपूर्ण परिवर्तन हुआ जिसके चलते अर्थव्यवस्था में सरकार की प्रत्यक्ष भूमिका कम करने के पक्ष में विचार व्यक्त किया जाने लगा। इसके कारण राजकोषीय स्थिरीकरण तथा राजकोषीय घाटे में कमी लाने संबंधी सुविचारित सोच को बल मिला जिसका उद्देश्य राजकोषीय घाटे को स्वतः मुद्रीकरण के जरिए पोषित करने की पूर्व की प्रथा को समाप्त करके राजकोषीय नीति की मौद्रिक नीति पर प्रधानता को कम करना था। आर्थिक नीति में यह जो समग्र परिवर्तन हुआ उसने 1990 के दशक में मौद्रिक नीति के निर्माण को अधिक स्वतंत्रता दी।

भारतीय अर्थव्यवस्था ने अपने वित्तीय बाजार के विकास में पर्याप्त प्रगति की है जिसके चलते, विशेष रूप से 1991 से, सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास में प्रगति हुई है। इसके अतिरिक्त, मौद्रिक नीति के प्रतिपादन में राजकोषीय नीति की प्रधानता हाल के वर्षों में काफी कम हुई है। राजकोषीय समेकन की प्रक्रिया प्रारंभ होने, सरकारी प्रतिभूति के प्राथमिक बाजार से रिजर्व बैंक के अलग होने तथा संभावित वैधानिक परिवर्तन के कारण न्यूनतम सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) भविष्य में कम होने जैसे कारणों से राजकोषीय नीति की प्रधानता में आगे और कमी आएगी।

भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा ऋण प्रबंधन का कार्य किए जाने के बावजूद ये सभी परिवर्तन हुए, इस प्रकार यह कहा जा सकता है कि ऋण प्रबंधन से मौद्रिक नीति को प्रभावी ढंग से अलग रखने का विचार संस्थागत व्यवस्था पर विशिष्ट विचार का अनुसरण करने का परिणाम न होकर समग्र आर्थिक नीति संबंधी सोच का परिणाम है।” (मोहन 2006 बी)

राजकोषीय जवाबदेही एवं बजट प्रबंधन अधिनियम, 2003 ने केंद्र सरकार के लिए पूर्व भारित (फ्रंट लोडेड) राजकोषीय सुधार हेतु उपाय उपलब्ध कराया है। कई

राज्यों ने भी इस प्रकार के अधिनियम बनाए हैं। जैसा कि पहले बताया गया है, इस अधिनियम के चलते, अपवादात्मक परिस्थितियों को छोड़कर, भारतीय रिजर्व बैंक 1 अप्रैल 2006 से सरकारी प्रतिभूतियों के प्राथमिक निर्गमों में भाग नहीं ले सकता। ऋण प्रबंधन तथा मौद्रिक परिचालन संबंधी कार्यों को अलग-अलग रखने की पूर्व तैयारी के रूप में रिजर्व बैंक के संस्थागत ढांचे में परिवर्तन किया गया है ताकि मौद्रिक परिचालनों को सुदृढ़ किया जा सके। तदनुसार, वित्तीय बाजार विभाग (एफएमडी) के नाम से एक नया विभाग गठित किया गया है जो (i) मौद्रिक परिचालन (ii) मुद्रा बाजार लिखतों का विनियमन और विकास (iii) मुद्रा, सरकारी प्रतिभूतियों तथा विदेशी मुद्रा बाजारों की निगरानी संबंधी कार्य करेगा। यह स्वाभाविक है कि राजकोषीय जवाबदेही एवं बजट प्रबंधन अधिनियम ने ऋण बाजार के माध्यम से मौद्रिक संप्रेषणीयता की प्रक्रिया को और सुदृढ़ किया है। इसने मौद्रिक नीति में अंतर्विरोध की संभावना को भी कम किया है ताकि सरकार द्वारा लिए जाने वाले उधार की लागत में कमी लाई जा सके।

पूर्व घोषित समय-सारणी के अनुसार नीलामी के जरिए सरकारी ऋण जारी करने से ऋण पत्रों के मूल्य निर्धारण में सुविधा के साथ-साथ बाजार में चलनिधि भी बनी रहती है। इलैक्ट्रॉनिक रूप में बोली लगाने, द्वितीयक बाजार में व्यापार तथा निपटान और व्यापार संबंधी जानकारी तत्काल आधार पर देने के लिए फरवरी 2002 में तयशुदा लेनदेन प्रणाली (एनडीएस) प्रारंभ की गई। प्राथमिक नीलामी में रिजर्व बैंक के भाग न लेने के चलते सरकारी प्रतिभूतियों में 'जब, कभी यदि जारी हो' बाजार के लिए हाल ही में अनुमति दी गई है।

गतिशील द्वितीयक बाजार में हुए लेनदेनों के कारण प्रतिलाभ वक्र तथा ब्याज दरों के आवधिक ढाँचे के

निर्धारण में सुविधा हुई है। इसके कारण बाजार के विभिन्न भागों में ऋण लिखतों के मूल्य निर्धारण के साथ-साथ सभी परिपक्वता अवधि वाले वित्तीय लिखतों के संदर्भ में मौद्रिक नीति की संप्रेषणीयता में सुविधा हुई है। कई बार बाजार से प्राप्त प्रतिफल एक पहेली की तरह होता है, विशेष रूप से वैश्विक नीति के संकेतों तथा जोखिमों के पुनर्मूल्यन के समय। ऐसी स्थिति में भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा तय की गई रिवर्स रिपो दर बाजार के लिए ओवरनाइट फ्लोर का कार्य करती है। वर्ष 2003-04 तक घटती ब्याज दर की स्थिति तथा प्रणाली में चलनिधि की सुविधाजनक स्थिति ने प्रतिफल को कम करने में मदद की जिसके कारण प्रतिफल वक्र का आकार तुलनात्मक रूप में सपाट रहा। परंतु, ग्रीनस्पान (2005) 'पहेली' को सही साबित करते हुए बाद में ब्याज दर के चक्र में उलटाव के साथ दीर्घावधि प्रतिफल पूरे विश्व में अभेद्य बना रहा। भारत के संदर्भ में, आय वक्र का अल्प से दीर्घ छोर में अंतरण दुलमुल है तथा यह अन्य बातों के साथ-साथ मौद्रिक नीति दरों, महंगाई की दरों, ब्याज की अंतरराष्ट्रीय दरों में परिवर्तन तथा कुछ अवसरों पर सांविधिक चलनिधि अनुपात की दरों में बदलाव से जुड़ा है। घरेलू अर्थव्यवस्था में लगातार आ रहे खुलेपन के कारण ऐसा प्रतीत होता है कि अंतरराष्ट्रीय आर्थिक विकास का असर घरेलू प्रतिलाभ वक्र पर पूर्व की अपेक्षा अधिक पड़ेगा। इस प्रकार पूंजी खाता की पूर्ण परिवर्तनीयता के बिना भी मौद्रिक संप्रेषणीयता को अंतरराष्ट्रीय स्तर पर हो रही गतिविधियों के प्रभावों से जूझना होगा। इसके अतिरिक्त वर्तमान की राजकोषीय समेकन की प्रक्रिया के कारण आपूर्ति की तुलना में सरकारी प्रतिभूतियों की मांग बढ़ सकती है, जिसके कारण प्रतिफल वक्र के आकार में असर पड़ेगा तथा मौद्रिक संप्रेषण में व्यवधान आएगा। विवेकपूर्ण प्रतिफल के चलते सांविधिक चलनिधि अनुपात संबंधी शर्तों में परिवर्तन हो सकता

है जिसके कारण सरकारी प्रतिभूतियों की मांग तथा प्रतिलाभ वक्र प्रभावित होगा, क्योंकि सांविधिक चलनिधि अनुपात के प्रयोजन से बैंकों को सरकारी प्रतिभूतियों में निवेश करना आवश्यक होता है। परंतु, ऐसी गतिविधियां मौद्रिक नीति के दृष्टिकोण के अनुरूप न होने के कारण मौद्रिक संप्रेषणीयता में बाधक बन सकती हैं।

हालांकि अब सरकारी प्रतिभूति बाजार काफी विकसित हो चुका है, परंतु कंपनी ऋण बाजार का विकास उस रूप में नहीं हुआ है कि बाजार के सभी खंडों में मौद्रिक संकेत पहुंच सके। सुविकसित कंपनी ऋण बाजार के अभाव में ऋण लिखत के रूप में मुख्य रूप से सरकारी प्रतिभूतियों की मांग बढ़ी है जिसका असर प्रतिफल वक्र तथा मौद्रिक संप्रेषणीयता पर पड़ा है। कंपनी ऋण के बाजार का समुचित विकास न होने के चलते इसके द्वितीयक बाजार में सुधार नहीं हुआ है तथा इसका असर चलनिधि पर पड़ा है। संसाधन उगाहने के लिए कंपनियां अभी भी सार्वजनिक निर्गम की अपेक्षा प्राइवेट प्लेसमेंट पसंद करती हैं क्योंकि इसकी प्रक्रिया सरल होने के साथ-साथ यह कम लागत वाली भी है। यह आवश्यक है कि बंधक आधारित प्रतिभूतियों के विकास के साथ-साथ क्रेडिट डिफाल्ट स्वैप, ऋण की मात्रा बढ़ाने के लिए बांड बीमा संस्थान, सूचीबद्ध कंपनियों के लिए प्रकटीकरण मानदंडों का संक्षेपण, गैर-सूचीबद्ध कंपनियों के लिए रेटिंग की आवश्यकता, प्राथमिक तथा द्वितीयक लेनदेनों की तत्काल आधार पर रिपोर्टिंग, लाभ न कमाने वाली संस्थाओं तथा छोटी कंपनियों द्वारा बांड मार्केट में खुदरा खरीद-बिक्री तथा आरटीजीएस सुविधा तक पहुंच में सुधार हो। अब यह प्रयास किया जा रहा है कि एक ऐसा संस्थागत तथा प्रौद्योगिकीय ढांचा तैयार किया जाए जो कंपनी ऋण बाजार के परिचालन में सहायक हो। इसके अतिरिक्त, सामाजिक सुरक्षा के क्षेत्र में लगातार हो रहे

सुधारों के कारण पेंशन तथा भविष्य निधियों के गठन के चलते दीर्घावधि ऋण लिखतों की मांग बढ़ने की संभावना है। इस प्रक्रिया से सरकारी प्रतिभूतियों में निवेशकों का आधार व्यापक होगा जिसके कारण निवेश बाजार के नए खिलाड़ियों तथा प्रतिभागियों तक मौद्रिक संप्रेषण होगा।

III.5 विनिमय दर का माध्यम

मार्च 1993 में बाजार निर्धारित विनिमय दर प्रणाली अपनाए जाने तथा उसके बाद विभिन्न बाहरी लेनदेनों पर प्रतिबंध क्रमशः हटाए जाने के कारण भारत में विदेशी मुद्रा बाजार की गहनता बढ़ी है। अगस्त 1994 में अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष के करार की शर्तों के अनुच्छेद VIII के दायित्वों को स्वीकार करने के बाद चालू खाता लेनदेनों पर भुगतान संबंधी सभी प्रतिबंध हटा दिए गए हैं। यद्यपि विदेशी राष्ट्रियों तथा अनिवासी भारतीयों के लिए रुपया, पूंजी खाते में वस्तुतः परिवर्तनीय बना हुआ है तथा देश के निवासियों के लिए भी ऐसी ही व्यवस्था प्रारंभ की जा रही है। विदेश में पूंजी भेजने के संदर्भ में कुछ महत्वपूर्ण छूट दिए गए हैं जिनमें प्रत्यक्ष तथा पोर्टफोलियो निवेश, अनिवासी जमाराशि तथा विदेश में रखी परिसंपत्ति तथा निधियों के प्रत्यावर्तन आदि प्रमुख हैं। देश का निवासी अब भारत में विदेशी मुद्रा खाता खोल सकता है।

भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार को सघन और व्यापक बनाने तथा वैश्विक वित्तीय प्रणाली से इसे जोड़ने के उद्देश्य से जो महत्वपूर्ण प्रयास किए गए हैं वे इस प्रकार हैं : (i) निवल ओवरनाइट पोजिशन की सीमा तथा गैप सीमाएं तय करने के लिए बैंकों को स्वतंत्रता, विदेशी बाजार में ट्रेडिंग पोजिशन प्रारंभ करना तथा आस्ति देयता प्रबंधन के लिए व्युत्पन्नी उत्पादों का उपयोग (ii) विदेशी मुद्रा के प्राधिकृत व्यापारियों को, विवेकपूर्ण उपाय

के रूप में उनकी पूंजी के अनुसार निर्धारित सीमा तक, विदेश से उधार लेने की अनुमति; तथा (iii) कंपनियों को छूट देना कि वे संभावित जोखिमों के लिए बचाव व्यवस्था (हेज) कर सकें तथा फॉरवर्ड कांट्रेक्ट को रद्द करके उसे पुनः बुक कर सकें। सीसीआईएल ने अंतर बैंक अमरीकी डॉलर/ भारतीय रुपए के स्पॉट तथा फॉरवर्ड ट्रेड के लिए विदेशी मुद्रा परिचालनों का निपटारा नवंबर 2002 से तथा अंतर बैंक अमरीकी डॉलर/ भारतीय रुपए का नकद तथा टॉम ट्रेड के परिचालनों का निपटारा फरवरी 2004 से प्रारंभ कर दिया है।

विदेशी मुद्रा बाजार के वार्षिक कारोबार में तीन गुना से भी अधिक की वृद्धि हुई तथा यह 2000-01 के 1434 बिलियन अमरीकी डॉलर की तुलना में बढ़कर 2005-06 में 4413 बिलियन अमरीकी डॉलर हुआ (सारणी 7)। विदेशी मुद्रा बाजार के लेनदेनों में अधिकांश हिस्सेदारी अंतर-बैंक लेनदेनों की रही है, हालांकि इसकी हिस्सेदारी पिछले वर्षों में लगातार घटी है। वायदा (फॉरवर्ड) बाजार (स्वैप तथा फॉरवर्ड) का हिस्सा भी तेजी से बढ़ा है। विदेशी मुद्रा रिजर्व बढ़ने, देश में पूंजी के भारी मात्रा में आने तथा भारतीय अर्थव्यवस्था में

बढ़ते विश्वास के कारण वायदा प्रीमियम की जो दर 1995-96 में काफी ऊंची थी उसमें तेजी से कमी आई है। बाजार निर्धारित विनिमय दर व्यवस्था के अंतर्गत भारतीय रुपए की दर में घट-बढ़ की स्थिति रही जबकि विदेशी मुद्रा बाजार की स्थिति स्थिर रही, जैसा कि वर्ष 2000-01 से 2005-06 के दौरान के विचरण गुणांक (कोएफिसिएंट ऑफ वेरिएशन) 0.9-2.3 प्रतिशत से ज्ञात होता है। हाल के वर्षों में भारतीय रिजर्व बैंक की विनिमय दर की नीति विनिमय दर की सतर्कतापूर्ण निगरानी तथा लोच के साथ प्रबंधन के सामान्य सिद्धांत से संचालित होती रही है जिसमें विनिमय दर के लिए कोई निर्धारित लक्ष्य अथवा पूर्वघोषित लक्ष्य या बैंड न रखने तथा आवश्यकतानुसार हस्तक्षेप करने जैसी बातों पर बल दिया गया था।

पूंजी पर स्थित नियंत्रणों को क्रमशः समाप्त किए जाने सहित विनिमय दर में लचीलापन लाने के कारण मौद्रिक उपायों में आवश्यक परिवर्तन करने की सुविधा बढ़ी है जिसके कारण विनिमय दर के माध्यम से मौद्रिक संप्रेषण बढ़ा है। मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन के कारण ब्याज दर में आए अंतर-पणन से देश में विदेशी मुद्रा

सारणी 7 : विदेशी मुद्रा बाजार - कार्यकलाप संकेतक

वर्ष	विदेशी मुद्रा बाजार वार्षिक टर्नओवर (बिलि. अ. डॉ.)	भु. सं. लेनदेनों की सकल मात्रा (बिलि. अ. डॉ.)	रिजर्व बैंक की विदेशी मुद्रा आस्तियां (बिलि. अ. डॉ.)	रुपए के विनिमय दर का वि. गु. (प्रतिशत)	कॉलम 3 की तुलना में कॉलम 2	कॉलम 4 की तुलना में कॉलम 2
1	2	3	4	5	6	7
2000-01	1434	258	40	2.3	5.6	36
2001-02	1487	237	51	1.4	6.3	29
2002-03	1585	267	72	0.9	5.9	22
2003-04	2141	362	107	1.6	5.9	20
2004-05	2892	481	136	2.3	6.0	21
2005-06	4413	657	145	1.5	6.7	30

* मार्च के अंत में भु. सं. : भुगतान संतुलन वि. गु.: विचरण गुणांक
 स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक।

आने लगती है और यह प्रक्रिया तब तक चलती है जब तक विनिमय दर में समायोजन के जरिए ब्याज दर में समानता नहीं आ जाती। जब विनिमय दर बढ़ती है, तब सकल मांग में कमी आती है जिसके कारण मुद्रास्फीति का दबाव कम होता है। यदि अधिकांश आर्थिक कारकों में मुद्रा तथा मुद्रा बाजार के उतार-चढ़ाव को झेलने की पर्याप्त क्षमता न हो तो विनिमय दर में आंशिक अथवा पूर्ण रूप से समायोजन करने का विकल्प उपलब्ध नहीं हो पाता। अतः बाजार में स्थिरता कायम रखने के लिए केंद्रीय बैंक को विदेशी मुद्रा परिचालनों का सहारा लेना पड़ सकता है। इस प्रकार केंद्रीय बैंक द्वारा बाजार में तरलता की मात्रा में वृद्धि करना स्वयं की नीति संबंधी दृष्टिकोण के विरुद्ध होता है तथा इससे मौद्रिक संप्रेषणीयता कमजोर पड़ती है। इस प्रकार मौद्रिक प्रबंधन का कार्य जटिल हो जाता है तथा मौद्रिक प्राधिकरण को मौद्रिक स्थिरता तथा मौद्रिक संप्रेषण के बचाव में अत्यधिक चलनिधि को कम करने को प्रतितुलित करने हेतु कार्रवाई करनी पड़ती है। ऐसी स्थिति में भारत में वर्ष 2004 से बाजार स्थिरीकरण योजना के अंतर्गत सरकारी प्रतिभूतियां जारी करके अत्यधिक तरलता को नियंत्रित किया जा रहा है।

उपलब्ध साक्ष्य इस बात की ओर संकेत करते हैं कि विनिमय दर को कम करने का असर घरेलू कीमतों में बढ़ोतरी के रूप में पड़ता है तथा विनिमय दर के घरेलू मुद्रास्फीति पर पड़ने वाले असर का गुणांक (कोइफिशेंट) 8 से 17 आधार अंक (मुद्रास्फीति की गणना की पद्धति के अनुसार) के बीच रहता है अर्थात् भारतीय रुपए में 10 प्रतिशत के मूल्यहास (अमरीकी डालर की तुलना में) से, अन्य स्थितियां अपरिवर्तित रहने पर, उपभोक्ता मूल्य सूचकांक में एक प्रतिशत अंक से कम की तथा सकल देशी उत्पाद डिफ्लेटर में 1.7 प्रतिशत अंक की बढ़ोतरी होगी। अत्यधिक परावर्तन

(रिग्रेसन) इस बात की ओर इशारा करता है कि हाल के वर्षों में विनिमय दर के अंतरण (पास-थ्रू) गुणांक में कमी आई है (आरबीआई 2004 बी)। विनिमय दर के गुणांक की प्रवृत्ति कमी की ओर है, हालांकि यह आकलन पूरी तरह सटीक नहीं लगता। यह बात घरेलू मुद्रास्फीति में विनिमय दर के अंतरण में संभावित कमी की ओर इशारा करती है। 1990 के दौरान अंतरण में कमी विभिन्न देशों में पाए गए साक्ष्य के अनुरूप है। भारत में 1990 के उत्तरार्द्ध से मुद्रास्फीति की दर में महत्वपूर्ण कमी आई है तथा यह अंतरण कम होने का कारण हो सकता है। विनिमय दर के अंतरण को कम करने वाले कारणों में प्रशुल्क (टैरिफ) तथा गैर टैरिफ बाधाओं - जैसे कोटा, को चरणबद्ध रूप में कम करना प्रमुख है। इस समय औसत आयात शुल्क एक दशक पूर्व के शुल्क के एक तिहाई से भी कम है। टैरिफ की दर में भारी कमी के चलते घरेलू उत्पादकों के लिए यह संभव हो सका कि लाभ में कटौती के बिना वे विनिमय दर के हास के कुछ भाग के असर को झेल सकें।

विनिमय दर के अंतरण को कम करने वाला अन्य कारक वैश्वीकरण और “वालमार्टाईजेशन” है। वैश्वीकरण के बढ़ते असर तथा अधिकांश वस्तुओं के “कॉमॉडिफिकेशन” के चलते वस्तुओं, विशेष रूप से विकासशील देश के निम्न टेक्नोलॉजी वस्तुओं का मूल्य तय करने की उत्पादकों की क्षमता में कमी आई है, जबकि वालमार्ट जैसे बड़े रिटेलरों की मूल्य तय करने की क्षमता बढ़ी है। जैसा कि विभिन्न अध्ययनों से संकेत मिलता है, अनेक देशों में विनिमय दर के अंतरण में कमी का, समायोजन के उपाय के रूप में विनिमय दर की भूमिका प्रभावित हुई है। विनिमय दर के अंतरण में कमी इस बात की ओर संकेत करता है कि वैश्वीकृत नई अर्थव्यवस्था में असंतुलन को कम करने के उपाय के रूप में विनिमय दर का समायोजन कम असरकारक रहा

है। ऐसी स्थिति में बढ़ते असंतुलन को कम करने के लिए विनिमय दर पहले की अपेक्षा अधिक घटानी-बढ़ानी होगी जिससे अंततः और अधिक अस्थिरता आएगी (मोहन, 2004)।

III.6 संचार तथा अपेक्षा का माध्यम

बाजार आधारित अर्थव्यवस्था में बाजार के जानकार भागीदार उसके कामकाज में बेहतरी लाने के लिए सक्षम होते हैं तथा यह मान्यता है कि बाजार के भागीदारों को ऐसी उपयोगी जानकारी देने के लिए केंद्रीय बैंक सही स्थिति में होता है। इस विषय पर अभी यह चिंतन चल रहा है कि क्या ऐसी जानकारी उपलब्ध कराने का परिणाम अपेक्षानुरूप होगा तथा क्या ऐसा करना उचित होगा। संचार संबंधी उपयुक्त नीति तैयार करते समय केंद्रीय बैंक को इस प्रकार की दुविधाओं से गुजरना पड़ता है। संचार में कौन-कौन सी बातें शामिल की जानी चाहिए तथा किस सीमा तक ? दूसरी बात यह कि यदि नीति का प्रसार किया जाना है तो आंतरिक चिंतन तथा चर्चा के दौरान किस समय ऐसा किया जाए। तीसरी बात यह कि बाजार पर पड़ने वाले प्रभाव को देखते हुए प्रसार का सही समय क्या हो। चौथी बात यह कि सूचना की गुणवत्ता कैसी हो तथा सूचना प्राप्त करनेवालों के द्वारा इसे किस रूप में लिया जाएगा। केंद्रीय बैंकों की ओर से नीतियों में असंगति अथवा अस्पष्टता के बारे में जो बातें कही जाती हैं वे इस कारण हैं कि ये नीतियां मुद्दों की जटिलता दर्शाती हैं क्योंकि वे विभिन्न वर्गों के लोगों के लिए होती हैं तथा हरेक वर्ग पर इनका प्रभाव अलग-अलग रूप में पड़ता है। यहां इस बात पर ध्यान देना आवश्यक है कि नीति के बारे में बताना अथवा इसके संबंध में प्रतिसूचना प्राप्त करना ही प्रसार संबंधी नीति का लक्ष्य नहीं है, इसमें नीति संबंधी सोच भी शामिल होती है। केंद्रीय बैंक यह कार्य अनुसंधानमूलक प्रकाशन, व्याख्यान आदि विभिन्न

माध्यमों से करता है (रेड्डी 2001; 2006)। अब यह मान्यता है कि पारंपरिक माध्यमों की अपेक्षा विश्वसनीय संचार और बाजार तथा आर्थिक एजेंटों के साथ सकारात्मक संपर्क मौद्रिक संप्रेषणीयता के महत्वपूर्ण माध्यम के रूप में उभरे हैं। उदाहरण के तौर पर, यूएस फेडरल रिजर्व 1994 से अग्र मार्गदर्शन दे रहा है जबकि यूरोपियन सेंट्रल बैंक बाजार को मार्गदर्शन देने की अपेक्षा बाजार को जानकारी देने की प्रथा अपना रहा है।

वित्तीय बाजारों के विभिन्न खंडों के बीच अंतर-संबंधों के सघन और व्यापक होने के चलते उपायों के समय पर और प्रभावी कार्यान्वयन सुनिश्चित करने के लिए रिजर्व बैंक ने नीति का निर्माण करते समय सलाह-मशविरा वाली परिपाटी को अपनाया है। बैंक ने बाजार के भागीदारों को मार्गदर्शन देने के बजाय जानकारी को विश्लेषणों के साथ उपलब्ध कराने का बीच का रास्ता अपनाया है। ऐसा करते समय जानकारी तथा धारणा के बारे में रिजर्व बैंक तथा बाजार के भागीदारों के बीच जो दो-तरफा संवाद स्थापित होता है उसका लाभ भारतीय रिजर्व बैंक को प्राप्त होता है। इस प्रकार, बैंक के संकेतों/घोषणाओं को बाजार के भावी रुख को प्रभावित करने वाले तत्वों के रूप में देखा जाने लगा है।

केंद्रीय बैंक के लिए अधिदेश जितना जटिल होगा, संचार की आवश्यकता भी उतनी ही अधिक होगी (मोहन, 2005)। स्पष्ट है कि रिजर्व बैंक के लक्ष्य जटिल हैं। मौद्रिक नीति के संचालन के अतिरिक्त, वित्तीय स्थिरता रिजर्व बैंक का प्रमुख लक्ष्य है। मौद्रिक नीति के अंतर्गत मुद्रास्फीति को नियंत्रण में रखना जितना आवश्यक है, वृद्धि दर को बनाए रखने के लिए अर्थव्यवस्था के उत्पादनशील क्षेत्रों में पर्याप्त ऋण उपलब्ध कराना भी उतना ही आवश्यक है। इसके अतिरिक्त, रिजर्व बैंक बैंकिंग के नियंत्रक, लोक ऋण के प्रबंधक, सरकारी ऋण

बाजार के नियंत्रक तथा मुद्रा निर्गमकर्ता की भूमिका अदा करता है। जाहिर है कि विविध प्रकार के कार्यों तथा जटिल अधिदेश को पूरा करने हेतु भारतीय रिजर्व बैंक के लिए सुस्पष्ट संचार संबंधी उपायों की अत्यंत आवश्यकता है।

केंद्रीय बैंक के लिए सामान्यतः तीन प्रकार के संचार संबंधी उपायों की आवश्यकता पड़ती है - अर्थात् (क) नीति संबंधी उपाय (ख) नीति संबंधी उपायों को अपनाने के कारण तथा (ग) अर्थव्यवस्था का विश्लेषण। रिजर्व बैंक ने इन तीनों प्रकार के संचार उपायों को अपनाया है। वस्तुतः अंतरराष्ट्रीय मानक की दृष्टि से देखें तो रिजर्व बैंक के पास काफी व्यापक तथा पारदर्शी संचार नीति है। परंपरा के अनुसार रिजर्व बैंक अगले छह माह से एक वर्ष के लिए मौद्रिक नीति के बारे में अपना दृष्टिकोण नीति संबंधी वक्तव्यों (अप्रैल 2005 से तिमाही अंतरालों पर तथा उससे पहले छमाही अंतरालों पर) के जरिए व्यक्त करता रहा है। तिमाही समीक्षा के साथ समष्टि आर्थिक गतिविधियों की समीक्षा प्रस्तुत की जाती है जो अर्थव्यवस्था के बारे में केंद्रीय बैंक का सामग्रिक विचार व्यक्त करता है। प्रमुख बैंकों के साथ छमाही आधार पर होने वाली नीति विषयक बैठकों में गवर्नर विस्तार से यह बताते हैं कि नीति विषयक जो निर्णय लिए गए हैं उनके औचित्य क्या हैं। नीति विषयक बैठकों में एकतरफा संवाद नहीं होता। बैठक में उपस्थित सभी बैंकर नीति संबंधी वक्तव्यों के बारे में अपने विचार गवर्नर के समक्ष रखते हैं। नीति संबंधी घोषणाएं हो जाने के बाद गवर्नर अपराह्न में प्रेस को संबोधित करते हैं। सामान्यतः उसी दिन मौद्रिक नीति के प्रभारी उप गवर्नर प्रमुख टेलीविजन चैनलों को साक्षात्कार देते हैं जिसका सीधा प्रसारण किया जाता है। मौद्रिक नीति संबंधी वक्तव्य की घोषणा के बाद के कुछ दिनों तक गवर्नर भी अखबार तथा इलेक्ट्रॉनिक माध्यमों में साक्षात्कार देते हैं।

नीतियों का संप्रेषण गवर्नर और उप गवर्नर के भाषणों तथा विभिन्न आवधिक रिपोर्टों के माध्यमों से भी होता है। बाजार के सहभागियों, अन्य नियंत्रकों तथा विशेषज्ञों को लेकर भारतीय रिजर्व बैंक में विभिन्न तकनीकी परामर्शदाता समितियों (टीएसी) का गठन किया जाना मौद्रिक नीति में पारदर्शिता लाने के लिए रिजर्व बैंक द्वारा उठाया गया महत्वपूर्ण कदम है। अंतरराष्ट्रीय श्रेष्ठ प्रथाओं के अनुरूप तथा मौद्रिक नीति तय करते समय सलाह मशविरा वाली प्रक्रिया को और सुदृढ़ करने के उद्देश्य से रिजर्व बैंक ने जुलाई 2005 में मौद्रिक नीति पर एक तकनीकी परामर्शदाता समिति (टीएसीएमपी) गठित की है जिसमें मौद्रिक अर्थशास्त्र, केंद्रीय बैंकिंग, वित्तीय बाजार तथा लोक वित्त विषयों के बाहरी विशेषज्ञों को लिया गया है। प्रत्येक तिमाही में समिति की कम-से-कम एक बैठक होती है। समिति तिमाही में कम से कम एक बार बैठक करके समष्टि अर्थशास्त्र तथा मौद्रिक गतिविधियों की समीक्षा करके मौद्रिक नीति के दृष्टिकोण के संबंध में रिजर्व बैंक को परामर्श देती है। समिति ने मौद्रिक नीति की विषय-वस्तु तथा प्रक्रिया में योगदान देकर भारत में मौद्रिक नीति के निर्धारण में सहायता प्रदान की है। मौद्रिक नीति के संचालन तथा निर्धारण में प्रत्याशा के महत्व को ध्यान में रखते हुए रिजर्व बैंक ने हाल में व्यापार तथा मुद्रास्फीति की प्रत्याशाओं के संबंध में सर्वेक्षण कराना प्रारंभ किया है।

अंत में यह कहा जा सकता है कि भारतीय अर्थव्यवस्था में लगातार आ रहे खुलेपन तथा विश्व की अर्थव्यवस्था के साथ उसके जुड़ने की प्रक्रिया में आयी तेजी के चलते विश्व में अन्यत्र घटित आर्थिक तथा वित्तीय गतिविधियों - जैसे यूएस फेडरल रिजर्व तथा प्रमुख अर्थव्यवस्था के मौद्रिक नीति संबंधी निर्णय तथा कच्चे तेल के अंतरराष्ट्रीय मूल्य की प्रवृत्ति-ने भी

अपेक्षा को प्रभावित करना प्रारंभ किया है। रिजर्व बैंक ऐसे कारकों एवं अपेक्षाओं को भी ध्यान में रखता है।³

भारत में मौद्रिक नीति के निर्माण की प्रक्रिया अपेक्षाकृत रूप से पारदर्शी है तथा सलाह मशविरा एवं सहभागिता से नीतियां बनायी जाने के कारण बाजार के भागीदारों को अपनी प्रत्याशाओं में स्थिरता लाने में सुविधा होती है। उदाहरण के तौर पर, चलनिधि प्रबंधन की समस्याओं से निपटने के संदर्भ में रिजर्व बैंक द्वारा अपनाए गए सामंजस्यपरक उपाय तथा संचार संबंधी रणनीतियां महत्वपूर्ण हैं। अगस्त 2004 में कुछ हद तक विश्व स्तर पर तेल की कीमतों में बढ़ोतरी के कारण तथा निर्माण सामग्रियों की वस्तुओं के मूल्य में तेजी के चलते हेडलाइन मुद्रास्फीति की दर 8.7 प्रतिशत हो गई थी। ब्याज दर के चक्र में परिवर्तन आसन्न प्रतीत हो रहा था। इस मुद्दे से निपटने के लिए मौद्रिक तथा राजकोषीय नीति में समन्वय स्थापित करके ब्याज दर में कमी लाने के लिए बाजार को प्रेरित किया गया। मौद्रिक नीति के दृष्टिकोण में सुपरिकल्पित रूप से परिवर्तन लाया गया तथा स्थिति से निपटने के लिए आरक्षित नकदी निधि अनुपात तथा रिवर्स रिपो जैसे उपाय चरणबद्ध रूप में अपनाए गए। इसके अतिरिक्त,

³ उदाहरण के तौर पर, भारतीय रिजर्व बैंक की 2006-07 (अप्रैल 2006) के नीति संबंधी वार्षिक वक्तव्य में इस बात पर बल दिया गया है कि : “घरेलू समष्टि आर्थिक तथा वित्तीय स्थिति भारत में स्थायित्व के साथ वृद्धि की सतत गति का समर्थन करती है। परंतु, यह बात महत्वपूर्ण है कि घरेलू तथा वैश्विक कारकों के चलते वृद्धि तथा स्थिरता दोनों को जोखिम है। इस समय अधिक जोखिम वैश्विक कारकों के चलते है। अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमत में वृद्धि तथा /अथवा वैश्विक असंतुलन का भारत सहित सभी अर्थव्यवस्थाओं पर असर पड़ने की संभावना है। इसके अतिरिक्त, मौद्रिक नीति के समग्र रूप में कड़े रख के मद्देनजर भारत इसके प्रभाव से अलग नहीं हो सकता। अतः मौद्रिक नीति संबंधी दृष्टिकोण निर्धारित करते समय पिछले वर्षों की तरह घरेलू कारकों की प्रधानता पर ध्यान देने के साथ-साथ वैश्विक कारकों पर पहले की अपेक्षा अधिक ध्यान देने की आवश्यकता है।” (भा.रि.बैं 2006)

कारोबार के लिए धारित (एचएफटी) तथा बिक्री के लिए उपलब्ध (एफएस) श्रेणी की प्रतिभूतियों को परिपक्वता तक धारित (एचटीएम) प्रतिभूतियों की श्रेणी में अंतरित करने के लिए अनुमति दी गई ताकि ब्याज दर में संभावित परिवर्तन से होने वाले प्रतिकूल प्रभाव से उन्हें कुछ राहत दी जा सके। उपयुक्त संप्रेषण माध्यमों के जरिए केंद्रीय बैंक के मौद्रिक नीति संबंधी दृष्टिकोण से बाजार को तैयार किया गया कि केंद्रीय बैंक मूल्य स्थिरता पर बल देते हुए उपयुक्त चलनिधि संबंधी प्रावधान को बल देता है। इस प्रकार मौद्रिक प्रबंधन अपने उद्देश्य की प्राप्ति तथा मुद्रास्फीति की अपेक्षा को कम रखने में सफल हुआ है।

संक्षेप में, 1990 के दशक के प्रारंभ से रिजर्व बैंक की मौद्रिक नीति की परिचालनगत कुशलता में उल्लेखनीय सुधार हुआ है। जबकि रिजर्व बैंक वित्तीय बाजार के समुचित कामकाज तथा उसकी स्थिरता के लिए विकासात्मक प्रयास करता रहा है, फिर भी वित्तीय क्षेत्र के सुधार तथा उसके कारण होने वाली मुद्रा बाजार, सरकारी प्रतिभूति बाजार एवं विदेशी मुद्रा बाजार की गतिविधियों ने उचित मूल्य की खोज में सुविधा प्रदान करके तथा आबंटन संबंधी योग्यता को बढ़ाकर मौद्रिक संप्रेषणीयता को और सुदृढ़ किया है। यह प्रक्रिया कई सारे उपायों को एक साथ लेकर क्रमशः लागू की गई तथा इस बात पर जोर दिया गया कि संस्थागत तथा ढांचागत विकास के साथ-साथ बाजार की छोटी इकाइयों में भी सुधार हो। सुधार की गति इस प्रकार निर्धारित की गई थी कि वह प्रक्रियाओं तथा प्रणालियों, प्रौद्योगिकी तथा बाजार की प्रथाओं के अनुरूप हो। इस संदर्भ में रिजर्व बैंक का संबंध सरकार तथा बाजार के विभिन्न नियंत्रकों के साथ समन्वयपूर्ण रहा जिसके कारण भारत में वित्तीय बाजार के समुचित विकास में सहायता पहुंची। अभी बाजार अपने विस्तार, गहनता तथा कार्यकलापों

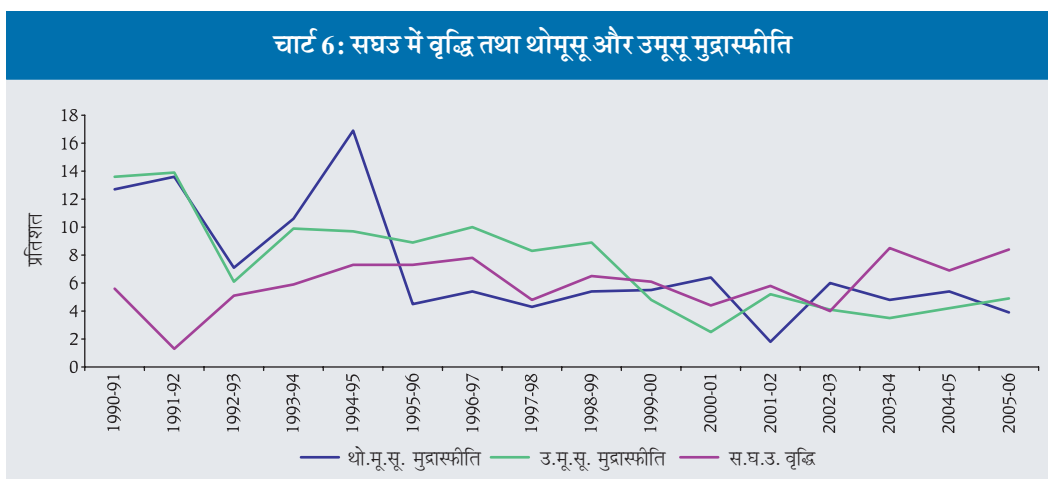
की दृष्टि से काफी विकसित हुआ है जिसके कारण परोक्ष प्रकार के लिखतों का उपयोग करने में सुविधा हो रही है। भारतीय वित्तीय बाजार को वैश्विक बाजार के साथ जोड़ने के उद्देश्य से भारतीय रिजर्व बैंक परिचालनगत प्रक्रियाओं तथा लिखतों, जोखिम प्रबंधन प्रणालियों, आय निर्धारण तथा प्रावधानीकरण, प्रकटीकरण संबंधी मानदंडों, लेखा विधि मानकों तथा दिवालियापन संबंधी नियमों में सुधार हेतु प्रयास कर रहा है ताकि ये अंतरराष्ट्रीय श्रेष्ठ प्रथाओं के अनुरूप हों।

IV. मौद्रिक संप्रेषण के माध्यम किस सक्षमता से कार्य करते हैं?

मौद्रिक नीति के संप्रेषण का आकलन करते समय यह उल्लेख करना उचित होगा कि सुधार के बाद की अवधि में मौद्रिक नीति अपने मुख्य लक्ष्य को पूरा करने में काफी हद तक सफल रही है। 1990 के दशक के प्रारंभिक दौर से विश्व स्तर पर मुद्रास्फीति की दरें घटी हैं तथा भारत में यह दौर 1990 के दशक के बाद के वर्षों में आया। पिछले दशक में औसत मुद्रास्फीति की दर 5.00% रही और यह दर पिछले चार दशकों (चार्ट-6) के 8.00% के औसत से कम है। 1990 के दशक के प्रारंभिक दौर में हुए

ढांचागत सुधारों एवं मौद्रिक तथा राजकोषीय नीति के आपसी अंतर-संबंधों तथा सरकारी प्रतिभूति बाजार में हुए सुधारों ने 1990 के दशक के उत्तरार्ध से मौद्रिक प्रबंधन को सुव्यवस्थित करने में सहायता पहुंचायी है। यह बात भी महत्वपूर्ण है कि मुद्रास्फीति की निम्न तथा स्थिर दर के चलते मुद्रास्फीति की प्रत्याशाओं में स्थायित्व आया है तथा इसके कारण अर्थव्यवस्था में अधिक मुद्रास्फीति वाली स्थिति की स्वीकार्यता काफी कम हुई है। उल्लेखनीय है कि कच्चे तेल की ऊंची अंतरराष्ट्रीय कीमतों के बावजूद मुद्रास्फीति की दर कम रही जिसके चलते मुद्रास्फीति की प्रत्याशाएं स्थिर रहीं (सारणी-8)। मुद्रास्फीति की वास्तविक स्थिति उसकी प्रत्याशा के द्वारा निर्धारित होने तथा मौद्रिक नीतियों का असर होने में लगने वाले समय को ध्यान में रखते हुए मुद्रास्फीति की प्रत्याशाओं को स्थिर रखने के लिए रिजर्व बैंक ने पूर्वोपाय किए हैं। जैसा कि पहले चर्चा की जा चुकी है, चलनिधि की स्थिति को नियंत्रित रखने संबंधी लक्ष्य की प्राप्ति के लिए पुराने लिखतों के उपयोग के साथ-साथ कुछ नए लिखतों का प्रयोग भी प्रारंभ किया गया। बढ़ती प्रतियोगिता, उत्पादकता लाभ तथा कंपनियों के अच्छे परिणाम जैसे कतिपय अन्य कारणों से कम तथा स्थिर मुद्रास्फीति का माहौल बना,

चार्ट 6: सघट में वृद्धि तथा थोमूसू और उमूसू मुद्रास्फीति



सारणी 8 : थोक मूल्य मुद्रास्फीति (थोमूसू) तथा उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति (उ.मू.सु)
(वर्ष-दर-वर्ष)

(प्रतिशत)								
मुद्रास्फीति की माप	मार्च 2000	मार्च 2001	मार्च 2002	मार्च 2003	मार्च 2004	मार्च 2005	मार्च 2006	फरवरी 2007
1	2	3	4	5	6	7	8	9
थोमूसू (मार्च के अंत में)	6.5	5.5	1.6	6.5	4.6	5.1	4.1	6.6 +
उमूसू - औ. का.	4.8	2.5	5.2	4.1	3.5	4.2	4.9	6.9 *
उमूसू - श.गै.श्र.का.	5.0	5.6	4.8	3.8	3.4	4.0	5.0	6.9 *
उमूसू - कृ. श्र.	3.4	-2.0	3.0	4.9	2.5	2.4	5.3	9.5 \$
उमूसू - ग्रा. श्र.	-	-1.6	3.0	4.8	2.5	2.4	5.3	8.9 \$
- : उपलब्ध नहीं औका : औद्योगिक कामगार शगैश्रका : शहरी गैर श्रमिक कामगार कृश्र : कृषि श्रमिक ग्राश्र : ग्रामीण श्रमिक * : दिसंबर 2006 को + : 10 फरवरी 2007 को \$: जनवरी 2007 को								
स्रोत : वार्षिक रिपोर्ट तथा भारतीय रिजर्व बैंक की भारतीय अर्थव्यवस्था पर सांख्यिकी की हैंडबुक के विभिन्न अंक।								

परंतु ऐसा प्रतीत होता है कि सुविचारित रूप से लागू किए गए मौद्रिक उपायों की भूमिका भी इस दिशा में काफी महत्वपूर्ण रही।

विशेष रूप से तेल से इतर वस्तुओं के मूल्यों में बढ़ती कीमतों के कारण औद्योगिक देशों में मूल मुद्रास्फीति की दर हेडलाइन मुद्रास्फीति की दर की तुलना में अधिक होने के संदर्भ में मुद्रास्फीति तथा इसके चलते होने वाले प्रभाव के समुचित निर्धारण के बारे में नई चर्चा प्रारंभ हुई है। विशेष रूप से मौद्रिक नीति के संचालन के संदर्भ में हेडलाइन मुद्रास्फीति की तुलना में मूल मुद्रास्फीति को आधार मानने संबंधी चर्चा महत्वपूर्ण है। भारत में मूल मुद्रास्फीति की दर को कई कारणों से उतना प्रासंगिक नहीं माना जाता। इन कारणों में से मुख्य कारण खाद्यान्न तथा तेल की आपूर्ति में कमी है जो कि सूचकांक का प्रमुख अंग है। इसके अतिरिक्त, भारत में समामेलित उपभोक्ता मूल्य सूचकांक के न रहने से थोक मूल्य के आधार पर तैयार की गई मूल मुद्रास्फीति की दर उतनी अर्थपूर्ण नहीं है। जहां स्थायी घटक आकलन पर आधारित है वहीं इनके उतार-चढ़ाव मोटे तौर पर अनुमान लगाकर निर्धारित किये जा सकते हैं। मौद्रिक नीति पर हेडलाइन तथा अंतर्निहित मुद्रास्फीति के दबाव संबंधी ऐसी व्याख्या ने नीति की विश्वसनीयता को बढ़ाया है तथा भारत में

मुद्रास्फीति की प्रत्याशाओं को प्रभावित तथा निर्देशित किया है।

मौद्रिक नीति अर्थव्यवस्था में वृद्धि की गति को किस प्रकार आगे बढ़ा सकती है? चूंकि इस दशक की प्रारंभिक अवधि में मुद्रास्फीति तथा मुद्रास्फीति की प्रत्याशाएं घटी थीं, इसलिए नीतिगत ब्याज दरें भी तदनुसार घटायी गयीं। इसके परिणामस्वरूप, वास्तविक तथा सांकेतिक ब्याज दरें घटीं। कंपनियों की ब्याज अदायगी में वृद्धि की दर में लगातार कमी आई। 1995-96 में यह प्रतिशत 25 थी जो 2004-05 में घटकर -5.8 प्रतिशत हुई (सारणी-9)। ब्याज की अदायगी में इस प्रकार की कमी के चलते कंपनियों को लाभ की मात्रा बढ़ाने में सहायता मिलती है। ब्याज की लागत से संबंधित विभिन्न संकेतक जो कंपनियों के लाभ में पड़ने वाले प्रभाव को स्पष्ट करते हैं, हाल के वर्षों में बढ़े हैं।

V. मौद्रिक संप्रेषण में सुधार लाने के लिए क्या किया जाना चाहिए?

जबकि नीतिगत दरों में परिवर्तन का असर मुद्रा बाजार की दरों तथा सरकारी बांड से प्राप्त होने वाले लाभ में शीघ्रता से दिखाई देता है, बैंकों की उधार तथा जमाराशि संबंधी दरों में कमी का असर उतनी से नहीं होता। इस

सारणी 9 : मौद्रिक नीति तथा कंपनी कार्यनिष्पादन - ब्याज दर संबंधी संकेतक

वर्ष	ब्याज व्यय में वृद्धि की दर	ऋण की चुकौती तथा निधि के सकल उपयोग का अनुपात*	ब्याज कवरेज अनुपात #
1990-91	16.2	22.4	1.9
1991-92	28.7	28.3	1.9
1992-93	21.6	24.4	1.6
1993-94	3.1	20.9	2.0
1994-95	8.1	27.2	2.4
1995-96	25.0	21.5	2.7
1996-97	25.7	18.7	2.1
1997-98	12.5	8.1	1.9
1998-99	11.1	17.6	1.6
1999-00	6.7	17.6	1.7
2000-01	7.1	14.0	1.7
2001-02	-2.7	19.4	1.7
2002-03	-11.2	8.9	2.3
2003-04	-11.9	12.7	3.3
2004-05	-5.8	21.8	4.6

* : ऋण तथा अग्रिम + ऋण पर उपचित ब्याज तथा निधि के सकल उपयोग के अनुपात को दर्शाता है।

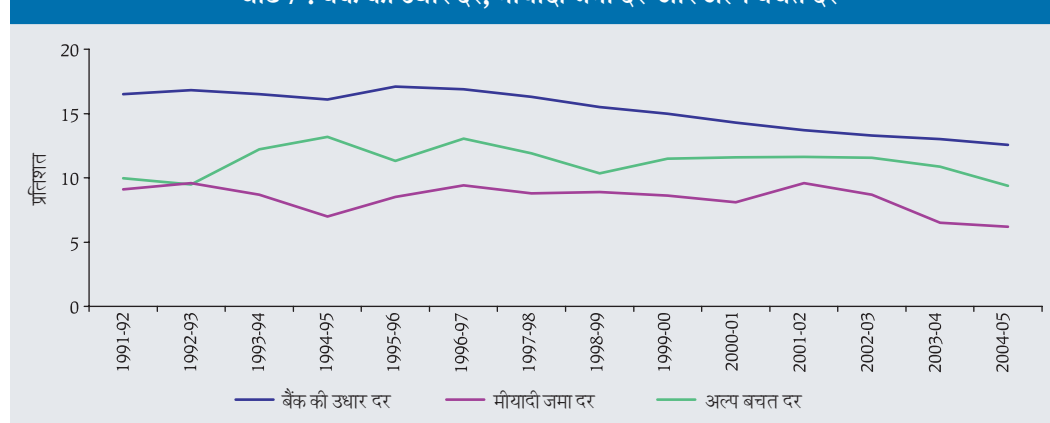
: सकल लाभ (अर्थात् ब्याज तथा कर से पूर्व की आय) तथा ब्याज व्यय के अनुपात को दर्शाता है।

स्रोत : आंकड़े भार.रि.बैंक द्वारा चयनित गैर सरकारी, गैर वित्तीय सार्वजनिक सीमित कंपनियों से संगृहीत जानकारी पर आधारित हैं।

संदर्भ में अल्प बचत योजनाओं तथा भविष्य निधि के लिए सरकार द्वारा निर्धारित ब्याज की दरें विशेष रूप से महत्वपूर्ण हैं, क्योंकि ऐसी लिखतें बाजार में उपलब्ध तदनु रूप लिखतों की तुलना में अधिक ब्याज देने के साथ-साथ कर संबंधी प्रोत्साहन भी देती हैं (भारिबैं 2001, भारिबैं 2004क)। बैंकों को जमाराशि संग्रह करने के लिए अल्प बचत

योजनाओं के साथ स्पर्धा करनी होती है, अतः बैंकों द्वारा दीर्घावधि की जमाराशि प्राप्त करने के लिए दी जानेवाली ब्याज दरें उधार देने के लिए निर्धारित दर के लिए आधार दर का कार्य करती हैं और यह प्रतियोगितात्मक बाजार की स्थितियों की दर के स्तर से अधिक होती है (चार्ट-7)। वस्तुतः इसका कारण उधार देने के लिए निर्धारित दरों का

चार्ट 7 : बैंक की उधार दर, मीयादी जमा दर और अल्प बचत दर



सारणी 10 : अल्प बचत और बैंक जमाराशियां

(राशि - बिलियन रुपए में)

	अल्प बचतों पर औसत ब्याज दर (%)	अल्प बचत बकाया	बैंक की मीयादी जमाराशियों पर औसत ब्याज दर (%)	बैंक की बकाया मीयादी जमाराशियां	बैंक जमाराशियों के प्रतिशत के रूप में अल्प बचत
1	2	3	4	5	6
1991-92	9.95	586	9.1	2,308	25.4
1992-93	9.48	609	9.6	2,686	22.7
1993-94	12.21	677	8.7	3,151	21.5
1994-95	13.20	833	7.0	3,869	21.5
1995-96	11.33	937	8.5	4,338	21.6
1996-97	13.03	1,061	9.4	5,056	21.0
1997-98	11.92	1,268	8.8	5,985	21.2
1998-99	10.34	1,553	8.9	7,140	21.7
1999-00	11.50	1,875	8.6	8,133	23.1
2000-01	11.60	2,251	8.1	8,201	27.4
2001-02	11.61	2,629	9.6	9,503	27.7
2002-03	11.56	3,138	8.7	10,809	29.0
2003-04	10.88	3,758	6.5	12,794	29.4
2004-05	9.37	4,577	6.2	14,487	31.6
2005-06	8.91	5,246		17,444	30.1

स्रोत : वार्षिक रिपोर्ट तथा भारतीय रिजर्व बैंक की भारतीय अर्थव्यवस्था पर सांख्यिकी की हैडबुक के विभिन्न अंक।

सामान्यतः कम होना है और इसका प्रभाव मौद्रिक नीति के प्रभावी रूप से कार्य करने पर पड़ता है (सारणी-10)।

दूरदराज तक फैले डाकघरों तथा वाणिज्य बैंकों के जरिए सरकार द्वारा संचालित अल्प बचत योजनाएं, अल्प बचत करने वालों के लिए कर बचत लिखतों के रूप में कार्य करता है तथा इन्हें सुरक्षित तथा स्थिर माना जाता है। इन प्रशासित दरों को बाजार निर्धारित दरों के साथ बेंचमार्क करने के संबंध में समय-समय पर प्रस्ताव किये जाते रहे हैं। हालांकि ऐसी योजनाओं को कुछ युक्तिसंगत बनाया गया है, फिर भी इस दिशा में आगे की प्रगति पेंशन प्रणाली तथा सामाजिक सुरक्षा की बेहतर व्यवस्था तथा बाजार में क्रय-विक्रय की जा सकने वाली सरकारी प्रतिभूतियों की उपलब्धता पर निर्भर करेगा (मोहन 2006सी)।

अधिक प्रतिस्पर्धा के जरिए बैंकों की कुशलता और उत्पादकता को बढ़ाने के लक्ष्य - जैसे निजी क्षेत्र में नए बैंक खोलने के लिए तथा विदेशी बैंकों को प्रवेश तथा

विस्तार के लिए अनुमति देना - के चलते वाणिज्य बैंकों की सकल आस्ति में सरकारी क्षेत्र के बैंकों का हिस्सा लगातार घटा है। इन सबके बावजूद वाणिज्य बैंकों की कुल आस्ति तथा आय का 70 प्रतिशत हिस्सा सरकारी क्षेत्र के बैंकों के पास है। यद्यपि सरकारी क्षेत्र के बैंकों ने नई चुनौतियों का काफी सफलतापूर्वक सामना किया है, तथापि सरकारी क्षेत्र की संस्था की परिपाटी के अनुरूप उनमें निर्णय लेने की स्वतंत्रता तथा परिचालनगत लचीलापन कम है। इसके कारण कई बार मौद्रिक नीति के संकेतकों का संप्रेषण समुचित रूप से नहीं हो पाता है। मौद्रिक नीति के संप्रेषण में इसी प्रकार का प्रभाव प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र संबंधी निदेशों के कारण भी पड़ता है जिसके अनुसार ऋण का 40 प्रतिशत हिस्सा निर्धारित क्षेत्रों में दिया जाना आवश्यक है। तथापि, उधार दी जानेवाली दरों के विनियंत्रण तथा प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र में ऋण प्रदान को युक्तिसंगत बनाए जाने के कारण इस समय इसका प्रभाव कुछ सीमा तक ही पड़ता है।

VI. सारांश

भारत में मौद्रिक नीति के संप्रेषण के संक्षिप्त सर्वेक्षण से यह ज्ञात होता है कि पारंपरिक मौद्रिक तथा ऋण संबंधी समुच्चय (एग्रीगेट्स) के अलावा मौद्रिक नीति के संकेतक, ब्याज दर तथा विनिमय दर में परिवर्तनों के जरिए उत्पादन तथा मूल्य पर प्रभाव डालते हैं। परंतु इस विश्लेषण में कुछ विशेष मुद्दों पर विशेष ध्यान देना आवश्यक होगा। पहला, नीति के संप्रेषण में लगने वाला समय सटीक रूप से निर्धारित नहीं किया जा सकता। वास्तविक क्षेत्र में हो रहे लगातार परिवर्तन तथा वित्तीय क्षेत्र में हो रहे नए-नए सुधारों के चलते प्रत्येक व्यापार चक्र में नीति के संप्रेषण में लगने वाले समय अंतराल को सटीक रूप से निर्धारित नहीं किया जा सकता। दूसरा, इस अवधि में एशियन देशों में हुए वित्तीय संकट से प्रारंभ करके अनेक वित्तीय संकटों सहित अंतरराष्ट्रीय अर्थव्यवस्था में काफी उतार-चढ़ाव देखा गया। तीसरा, अध्ययन की अवधि के दौरान सीमा शुल्क में काफी कटौती हुई तथा व्यापार के क्षेत्र में काफी खुलापन आया तथा जिसका असर मौद्रिक नीति के संप्रेषण में पड़ सकता है। 1990 के दौरान वैश्विक स्तर पर अवस्फीति (डिसइंफ्लेशन) का दौर रहा। समग्र रूप में यह कहा जा सकता है कि इस अवधि में भारतीय अर्थव्यवस्था में तथा बाहरी वातावरण में काफी परिवर्तन हुए। चौथा, अध्ययन की अवधि के दौरान मौद्रिक नीति के परिचालनगत ढाँचे में महत्वपूर्ण परिवर्तन हुए तथा मौद्रिक लक्ष्य के फ्रेमवर्क के बजाए विविध निर्देशक का दृष्टिकोण अपनाया गया। पांचवा, ब्याज दर का अंतरण (पास-थ्रू) हाल के वर्षों में बढ़ने के कारण इसका असर मौद्रिक नीति के संप्रेषण पर पड़ा है। अंत में, अर्थव्यवस्था के तिमाही सकल घरेलू उत्पाद की लंबी अवधि की टाइम सीरिज के अभाव में औद्योगिक उत्पादन को उत्पादन के मापक के रूप

में लेने में असुविधा होती है। सेवा क्षेत्र के बढ़ते महत्व को देखते हुए तथा कृषि, उद्योग तथा सेवा क्षेत्र के अंतर-संबंधों के चलते इन तथ्यों से आने वाले परिणाम को अनंतिम माना जाए तथा उत्पादन के व्यापक निर्धारण से तथा वैकल्पिक तकनीक का उपयोग करके इन परिणामों की पुष्टि की जाए।

समग्र रूप में यह कहा जा सकता है कि उभरती बाजार अर्थव्यवस्था में विनिमय दर में लचीलापन लाने की आवश्यकता है। साथ ही, मौद्रिक प्राधिकारी भी, अंतरराष्ट्रीय पूंजी के प्रवाह में उतार-चढ़ाव के अनुरूप विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप करने की क्षमता के चलते इससे सीख ले सकते हैं। अतः विदेशी मुद्रा भंडार का पर्याप्त स्तर बनाए रखना आवश्यक है, परंतु इसके चलते मौद्रिक नीति के संचालन में सुविधा के साथ-साथ कतिपय असुविधा भी हो सकती है। इससे यह सीख मिलती है कि विकासशील देशों में विनिमय दर तथा मौद्रिक नीति के प्रबंधन में सैद्धांतिक नियमों के कड़ाई से पालन की अपेक्षा लचीलेपन तथा प्रगतिशीलता की अधिक आवश्यकता है।

संदर्भ :

बार्नान्के, बी. एंड ए. गेर्टलार (1995), “इनसाइड द ब्लैक बॉक्स : दि क्रेडिट चैनल ऑफ मॉनिटरी पॉलिसी ट्रांसमिशन”, जर्नल ऑफ इकनॉमिक पर्सपेक्टिव्स. 9(4)।

ग्रीनस्पान.ए. (2005), टेस्टीमॉनी बिफॉर दि कमिटी ऑन बैंकिंग, हाउसिंग एंड अर्बन अफेयर्स, यूएस सिनेट, फरवरी 16.

मोहन, राकेश (2004), “विश्व आर्थिक संकट से व्यवस्थित रूप से उबरना: क्या विनिमय दर में समायोजन

अब प्रभावी रह गया है?', भारतीय रिज़र्व बैंक बुलेटिन, अप्रैल।

____ (2005), "केंद्रीय बैंक में संप्रेषणीयता: एक परिप्रेक्ष्य", भारतीय रिज़र्व बैंक बुलेटिन, अक्टूबर।

____ (2006 ए), "भारत में चलनिधि प्रबंधन की समस्या से निपटना; व्यवसायी द्वारा अवलोकन", भारतीय रिज़र्व बैंक बुलेटिन, अप्रैल।

____ (2006 बी), "भारत में केंद्रीय बैंकिंग का क्रमविकास", भारतीय रिज़र्व बैंक बुलेटिन, जून।

____ (2006 सी), "मौद्रिक नीति और विनिमय दर का ढाँचा : भारतीय अनुभव", भारतीय रिज़र्व बैंक बुलेटिन, जून।

नाग ए. एंड ए. दास (2002), "क्रेडिट ग्रोथ एंड रेस्पॉन्स टू कैपिटल रिक्वायरमेंट्स: एविडेंस फ्रॉम इंडियन पब्लिक सेक्टर बैंक्स", इकनॉमिक एंड पोलिटिकल विकली, 10 अगस्त।

पंडित, बी.एल., ए. मित्तल, एम. रॉय एंड एस.घोष (2006), "मौद्रिक नीति की संप्रेषणीयता और बैंक का ऋण प्रदान का चैनल: भारत के संदर्भ में विश्लेषण और साक्ष्य", विकास अनुसंधान दल, अध्ययन सं. 25, भारतीय रिज़र्व बैंक।

पूले, डब्ल्यू (1970), "ऑप्टिमल च्वाइस ऑफ मॉनिटरी पॉलिसी इंस्ट्रूमेंट इन ए सिंपल स्टोकास्टिक मैक्रो मॉडल", क्वार्टली जर्नल ऑफ इकनॉमिक्स, 84 (2), मई 197-216।

भारतीय रिज़र्व बैंक (2001), प्रशासित ब्याज दरों की प्रणाली और अन्य संबंधित मुद्दों की समीक्षा हेतु विशेषज्ञ समिति की रिपोर्ट (अध्यक्ष: या.वी. रेड्डी), सितंबर।

____ (2002), मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट 2000-01, जनवरी, मुंबई।

____ (2004 ए), प्रशासित ब्याज दरों तथा बचत लिखतों के यौक्तीकरण के लिए सुझाव देने हेतु परामर्शदाता समिति की रिपोर्ट (अध्यक्ष: डॉ. राकेश मोहन), भा.रि.बैंक, जुलाई।

____ (2004 बी), मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट, 2003-04, दिसंबर।

____ (2006), 2006-07 के लिए वार्षिक नीतिगत वक्तव्य, अप्रैल।

रेड्डी, या.वी. (2001), "भारतीय रिज़र्व बैंक की संप्रेषण नीति", भारतीय रिज़र्व बैंक बुलेटिन, सितंबर।

____ (2006), "केंद्रीय बैंक का संप्रेषण: कतिपय छिटपुट विचार", भारतीय रिज़र्व बैंक बुलेटिन, जनवरी।

अनुबंध I: मौद्रिक नीति के स्वरूप में सुधार

उद्देश्य

- 'मूल्य स्थिरता बनाए रखना' और 'वृद्धि की सहायता के लिए अर्थव्यवस्था के उत्पादक क्षेत्रों को पर्याप्त ऋण की उपलब्धता सुनिश्चित करना' इन दो उद्देश्यों का मौद्रिक नीति के स्वरूप पर प्रभाव बना रहा, हालांकि इन उद्देश्यों पर संबंधित बल उपयुक्त संतुलन बनाए रखने के महत्व के अनुसार बदला है।
- वित्तीय बाजार का बढ़ता हुआ विकास और अधिक उदारीकरण को प्रकट करते हुए मध्यवर्ती लक्ष्य के रूप में व्यापक मुद्रा के उपयोग पर बल देना समाप्त किया गया और बहुविध संकेतक दृष्टिकोण अपनाया गया।
- चलनिधि और ब्याज दर संकेतकों को कम समय में और लोचपूर्ण तथा दो दिशायुक्त पद्धति से संप्रेषित करने के लिए बहुविध साधन विकसित करने पर बल दिया गया।
- मुद्रा, सरकारी प्रतिभूति और विदेशी मुद्रा बाजार सहित वित्तीय बाजार के विभिन्न घटकों के बीच अंतर संबंधों में वृद्धि।

साधन

- मौद्रिक नीति के संचालन के लिए प्रत्यक्ष साधनों (जैसे प्रशासित ब्याज दरें, आरक्षित निधि की अपेक्षा, चयनित ऋण नियंत्रण) से अप्रत्यक्ष साधनों (जैसे खुले बाजार के परिचालन, सरकारी प्रतिभूतियों की खरीद और पुनर्खरीद) की ओर बढ़ना।
- चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) प्रारंभ करना जो रिपो और रिवर्स रिपो नीलामी के माध्यम से कार्य

करती है और अल्पावधि ब्याज दर के लिए प्रभावी रूप से अवसर उपलब्ध कराती है। चलनिधि प्रबंध के लिए और एक दिवसीय बाजार में ब्याज दर के संकेतक के रूप में एलएएफ उभरकर सामने आई है।

- समग्र बाजार चलनिधि स्थिति, विशेष रूप से पूंजी प्रवाहों से उत्पन्न, को संभालने के लिए खुले बाजार के परिचालनों का प्रयोग।
- अल्पावधि चलनिधि प्रबंध में एलएएफ की भूमिका को प्रभावित किए बिना भावी पूंजी प्रवाहों संबंधी कार्रवाई करने के लिए एक अतिरिक्त साधन के रूप में बाजार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) प्रारंभ करना।

विकास के लिए उपाय

- सरकार और रिजर्व बैंक के बीच के करार से होने वाले स्वतः मौद्रिकीकरण की समाप्ति। खजाना बिल बाजार का युक्तिकरण। भुगतान पर सुपुर्दगी प्रणाली का प्रारंभ और अंतर बैंक रिपो बाजार को अधिक गहन बनाना।
- बाजार निर्माता की भूमिका निभाने के लिए सरकारी प्रतिभूति बाजार में प्राथमिक व्यापारियों की शुरुआत।
- विनियामक ढांचे के निर्माण के लिए प्रतिभूति संविदा विनियमन अधिनियम में संशोधन।
- सरकारी प्रतिभूतियों की ब्याज दर को बाजार से जोड़कर उनके बाजार को गहन बनाना। सरकारी प्रतिभूतियों की नीलामी प्रारंभ करना। संबंधित बाजारों के लिए मानक के रूप में सरकारी प्रतिभूति बाजार में जोखिममुक्त विश्वसनीय आय वक्र का विकास।

- विशुद्ध अंतर बैंक मांग मुद्रा बाजार का विकास। गैर-बैंक सहभागियों का अन्य मुद्रा बाजार लिखतों में सहभाग।
- वार्तातय लेनदेन प्रणाली के माध्यम से सरकारी प्रतिभूतियों में स्वचलित स्क्रीन-आधारित व्यापार की शुरुआत। भारतीय समाशोधन निगम लि. के माध्यम से भारतीय प्रतिभूतियों में जोखिममुक्त भुगतान प्रणाली स्थापित करना। तत्काल सकल निपटान (आरटीजीएस) प्रणाली की चरणबद्ध शुरुआत।
- विदेशी मुद्रा बाजार को गहन बनाना और अधिकृत व्यापारियों को अधिक स्वायत्तता देना।

संस्थागत उपाय

- बाहरी विशेषज्ञ के साथ मौद्रिक नीति पर तकनीकी सलाहकार समिति का गठन करना जो समष्टि आर्थिक और मौद्रिक विकास की समीक्षा करके मौद्रिक नीति के स्वरूप पर रिज़र्व बैंक को सलाह देगी।
- रिज़र्व बैंक में एक अलग वित्तीय बाजार विभाग निर्माण करना।

अनुबंध II: चलनिधि प्रबंध के लिए मुद्रा बाजार साधन

रिज़र्व बैंक एलएएफ के बाहर बैंक और गैर-बैंक सहभागियों के लिए रिपो बाजार विकसित करने के लिए प्रयास करता आ रहा है ताकि मांग/सूचना मुद्रा बाजार के विशुद्ध अंतरबैंक बाजार में सहज परिवर्तन को बढ़ावा देने और सरकारी प्रतिभूति बाजार को गहन बनाने की दृष्टि से एक अस्थायी संपार्श्विकीकृत निधीयन विकल्प उपलब्ध हो। इस प्रकार, निम्नलिखित नई लिखतें प्रारंभ की गई हैं।

संपार्श्विकीकृत उधार लेने और उधार देने का दायित्व (सीबीएलओ)

- यह भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड (सीसीआइएल) द्वारा विकसित और 20 जनवरी 2003 से प्रारंभ किया गया है। यह एक बट्टाकृत लिखत है जो एक दिन से नब्बे दिन की अवधिपूर्णता के लिए इलेक्ट्रॉनिक बुक एंट्री के स्वरूप में उपलब्ध है (रिज़र्व बैंक के दिशानिर्देशों के अनुसार एक वर्ष तक उपलब्ध कराया जा सकता है)।
- बाजार सहभागियों को निधि उधार लेने और उधार देने में सक्षम बनाने की दृष्टि से सीसीआइएल भारतीय वित्तीय नेटवर्क (इन्फिनेट) के माध्यम से लेनदेन प्रणाली उपलब्ध कराता है जो वार्तातय लेनदेन प्रणाली (एनडीएस) के सदस्यों का परिसीमित उपयोगकर्ता समूह है जिनका रिज़र्व बैंक में चालू खाता है और जिनका रिज़र्व बैंक में चालू खाता नहीं है उन अन्य संस्थाओं के लिए इंटरनेट के माध्यम से कार्य होता है।
- सीबीएलओ घटक की सदस्यता (सहयोगी सदस्यता सहित) बैंकों, वित्तीय संस्थाओं, बीमा कंपनियों,

पारस्परिक निधियों, प्राथमिक व्यापारियों, एनबीएफसी, गैर सरकारी भविष्य निधियों, कार्पोरेट्स आदि तक बढ़ा दी गई है।

- पात्र प्रतिभूतियां खजाना बिलों सहित केंद्र सरकार की प्रतिभूतियां होती हैं।
- सदस्यों की उधार लेने की सीमा सीसीआइएल द्वारा दिन के प्रारंभ में निर्धारित की जाती है जिसके लिए उधारकर्ताओं द्वारा सीसीआइएल में रखे गए उनके सीएसजीएल खाते में रखी गई प्रतिभूतियां हिसाब में ली जाती हैं। प्रतिभूतियों को बाजार हेतु चिह्नित करने के बाद उन पर आवश्यक कार्रवाई की जाती है।
- एनडीएस सदस्यों के लिए ही एक दिवसीय उधार और टी + शून्य आधार पर निपटान के लिए नीलामी बाजार उपलब्ध होता है। नीलामी बाजार सत्र के अंत में सीसीआइएल समान आय सिद्धांत के आधार पर नीलामी मिलान प्रक्रिया प्रारंभ करता है।
- सीबीएलओ में लेनदेनों के गारंटी-निपटान और नवीयन प्रक्रिया के माध्यम से सीसीआइएल मध्यवर्ती प्रतिपक्षी की भूमिका में होता है।
- बाजार सहभागियों और सीसीआइएल के बीच प्रतिभूतियों का स्वचलित मूल्यमुक्त अंतरण 2004-05 के दौरान प्रारंभ किया गया।
- सदस्य भारमुक्त प्रतिभूतियों की गणना एसएलआर प्रयोजनार्थ कर सकते हैं।
- सीबीएलओ के परिचालन सीआरआर अपेक्षा से छूट प्राप्त हैं।

बाजार रिपो

- रिपो बाजार को व्यापक बनाने के लिए रिजर्व बैंक ने एनबीएफसी, पारस्परिक निधियों, आवास वित्त कंपनियों और एसजीएल खाते न रखने वाली बीमा कंपनियों को 3 मार्च 2003 से रिपो परिचालन करने की अनुमति दी। इन संस्थाओं को अभिरक्षक के पास रखे गए उनके 'गिल्ट खातों' के माध्यम से रिपो बाजार में प्रवेश करने की अनुमति दी गई थी।
- इसके बाद, अननुसूचित शहरी सहकारी बैंकों और सूचीबद्ध कंपनियों, जिनके अनुसूचित वाणिज्य बैंकों में गिल्ट खाते हैं, को सहभागी होने की अनुमति दी गई।
- 'भुगतान पर सुपुर्दगी' और पारदर्शिता सुनिश्चित करने के लिए प्रणाली में आवश्यक पूर्वोपाय किए गए और साथ ही रिपो को सरकारी प्रतिभूतियों तक ही सीमित रखा गया।

- सरकारी प्रतिभूतियों में रिपो परिचालनों का आवर्तन सुकर किया गया जिसके लिए सरकारी प्रतिभूतियों के निपटान की भुगतान पर सुपुर्दगी III पद्धति को समर्थ बनाया गया जिसमें 2 अप्रैल 2004 से निवल आधार पर प्रतिभूति और निधि का निपटान शामिल है। इससे बाजार सहभागियों को उनके संपाश्विक के प्रबंधन में उल्लेखनीय लोच प्राप्त हो गई।

कुछ मूल्यांकन

- सीबीएलओ और बाजार रिपो से अल्पावधि मुद्रा बाजार दरों को एलएएफ दायरे से दिशाबद्ध करने में सहायता मिली।
- सामान्यतः पारस्परिक निधियां और बीमा कंपनियां निधि आपूर्ति के मुख्य स्रोत हैं, जबकि बैंक, प्राथमिक व्यापारी और कारपोरेट एलएएफ के बाहर रिपो बाजार में मुख्य उधार लेने वाले हैं।

अनुबंध III : सरकारी प्रतिभूति बाजार में सुधार-संस्थागत उपाय

- मूल्य की खोज के लिए सरकारी प्रतिभूतियों पर लागू प्रशासित ब्याज दरों को नीलामी प्रणाली से प्रतिस्थापित किया गया।
- तदर्थ खजाना बिल जारी करके राजकोषीय घाटे के स्वयं मौद्रीकरण की प्रथा समाप्त की गई।
- सरकारी प्रतिभूति बाजार में प्राथमिक व्यापारियों को बाजार निर्माता के रूप में लाया गया।
- सरकारी प्रतिभूतियों के व्यापार में पारदर्शिता सुनिश्चित करने के लिए भुगतान पर सुपुर्दगी प्रणाली शुरू की गई।
- पुनर्खरीद करार (रिपो) को अल्पावधि चलनिधि समायोजन के साधन के रूप में शुरू किया गया। उसके बाद एलएएफ शुरू किया गया।
- एलएएफ रिपो और रिवर्स रिपो नीलामी के माध्यम से कार्य करता है और अल्पावधि ब्याज दर के लिए दायरा उपलब्ध करता है। एलएएफ चलनिधि प्रबंध और साथ ही एक दिवसीय बाजार में ब्याज दरों के संकेत के साधन के रूप में उभरा है। सेकंड एलएएफ (एसएलएएफ) नवंबर 2005 में प्रारंभ किया गया।
- एमएसएस की शुरुआत से प्रणाली की स्थायी अधिशेष चलनिधि के प्रबंध के लिए रिजर्व बैंक के पास उपलब्ध साधन बढ़ गए।
- 1 अप्रैल 2006 से रिजर्व बैंक ने सरकारी प्रतिभूतियों की प्राथमिक बाजार की नीलामी में भाग लेना बंद कर दिया।
- बैंकों को प्राथमिक व्यापारी कारोबार करने की अनुमति दी गई है जबकि प्राथमिक व्यापारियों को उनके कारोबार में विविधता लाने की अनुमति दी जा रही है।
- सरकारी प्रतिभूतियों में मंदड़िया बिक्री की अनुमति निर्धारित पद्धति से दी जा रही है जबकि 'हैन इश्यूड' बाजार के लिए दिशानिर्देश हाल ही में जारी किए गए हैं।

सरकारी प्रतिभूति बाजार में लिखतों में वृद्धि

- 91 दिवसीय खजाना बिल का प्रारंभ चलनिधि प्रबंध और बेंचमार्क निर्धारण के लिए किया गया था। जीरो कूपन बांड, फ्लोटिंग रेट बांड, कैपिटल इंडेक्स बांड जारी किए गए और एक्सचेंज ट्रेडेड ब्याज दर फ्यूचर्स शुरू किए गए। ब्याज दर स्वैप्स/फॉरवर्ड रेट एग्रीमेंट जैसे ओटीसी ब्याज दर डेरिवेटिव्स शुरू किए गए।
- केंद्र सरकार की अस्वाधिकृत दिनांकित प्रतिभूतियों की तत्काल बिक्री की अनुमति दी गई, बशर्ते वे कुछ शर्तों पर लेनदेन के दिन के भीतर ही द्वितीयक बाजार से तत्काल खरीद में कवर हों।
- द्वितीयक बाजार की चलनिधि सुधारने के लिए राज्य सरकारी प्रतिभूतियों को रिपो का दर्जा दिया गया।

सशक्तीकरण के उपाय

- विदेशी संस्थागत निवेशकों को कुछ सीमा के भीतर सरकारी प्रतिभूतियों में निवेश की अनुमति दी गई।
- एनडीएस के माध्यम से सरकारी प्रतिभूतियों के ऑटोमेटेड स्क्रीन बेस्ड ट्रेडिंग की शुरुआत।
- सीसीआइएल के माध्यम से सरकारी प्रतिभूतियों की जोखिममुक्त भुगतान और निपटान प्रणाली का गठन।

भाषण

भारत में मौद्रिक नीति
की संप्रेषणीयता

रakesh Mohan

- तत्काल सकल निपटान प्रणाली (आरटीजीएस) की चरणबद्ध शुरुआत।
- सरकारी प्रतिभूतियों के खुदरा लेनदेन को प्रोत्साहन देने के लिए शेयर बाजार में उनके व्यापार की शुरुआत
- हाल के उपायों में एनडीएस - ओएम और टी+1 निपटान मानदंड प्रारंभ किए गए।
- और गैर-बैंकों को रिपो बाजार में सहभागी होने की अनुमति।

अनुबंध IV : विदेशी मुद्रा विनिमय बाजार में सुधार

विनिमय दर व्यवस्था

- एकल मुद्रा निर्धारित विनिमय दर व्यवस्था के स्थान पर रुपए का मूल्य मुद्रा समूह के प्रति निर्धारित करने और इससे आगे बाजार-निर्धारित बदलते विनिमय दरों की व्यवस्था लाने के लिए विनिमय दर व्यवस्था का विकास।
- आइएमएफ के आर्टिकल्स ऑफ एग्रीमेंट का आर्टिकल VIII स्वीकार करके चालू खाता लेनदेन के लिए रुपये की परिवर्तनीयता अपनाना। वस्तुतः, अनिवासियों के लिए पूर्ण पूंजी खाता परिवर्तनीयता और निवासियों के मामले में पूंजी खाता प्रयोजनार्थ किए गए लेनदेनों का चरणबद्ध उदारीकरण।

संस्थागत ढांचा

- पूर्ववर्ती विदेशी मुद्रा नियमन अधिनियम (फेरा), 1973 को बाजार के उपयुक्त विदेशी मुद्रा प्रबंध अधिनियम, 1999 से प्रतिस्थापित करना। रिजर्व बैंक द्वारा प्राधिकृत व्यापारियों को विभिन्न प्रयोजनों से विदेशी मुद्रा जारी करने के अधिक अधिकार प्रदान करना।

विदेशी मुद्रा बाजार में लिखतों में वृद्धि

- रुपया - विदेशी मुद्रा स्वैप बाजार का विकास।
- विदेशी मुद्रा-रुपया विकल्प जैसे अतिरिक्त प्रतिरक्षा लिखतों की शुरुआत। प्राधिकृत व्यापारियों को अंतरराष्ट्रीय विदेशी मुद्रा बाजार में क्रॉस-करेंसी ऑप्शन, आइआरएस और मुद्रा स्वैप, कैप्स/कॉलर्स और एफआरए जैसे नए उत्पाद के प्रयोग की अनुमति।

उदारीकरण के उपाय

- प्राधिकृत व्यापारियों को कुछ निर्धारणों और संबंधित बैंकों के बोर्डों के समर्थन की शर्त पर विदेशी बाजारों

में व्यापार संबंधी कार्रवाई शुरू करने, उधार लेने और निवेश करने की अनुमति दी गई। बैंकों को कुछ निर्धारणों की शर्त पर अनिवासी जमाराशि पर ब्याज दर निर्धारित करने और रिजर्व बैंक के अनुसमर्थन की शर्त पर आस्ति-देयता प्रबंध के लिए डेरिवेटिव उत्पाद का उपयोग करने तथा विदेशी मुद्रा बाजार में एक दिवसीय खुली स्थिति की सीमा और अंतर सीमा निर्धारित करने की अनुमति भी दी गई।

- निर्यातकों, विदेश में निवेश करने वाले भारतीयों, विदेशी संस्थागत निवेशकों सहित विदेशी मुद्रा बाजार के विभिन्न सहभागियों को वास्तविक निहित जोखिम की शर्त पर बिना किसी सीमा के फॉरवर्ड कवर का लाभ लेने और स्वैप लेनदेन में शामिल होने की अनुमति दी गई।
- विदेशी संस्थागत निवेशकों और अनिवासी भारतीयों को कुछ शर्तों पर विनिमय व्यापारित डेरिवेटिव कॉन्ट्रैक्ट व्यापार की अनुमति दी गई।
- विदेशी मुद्रा अर्जकों को उनके विदेशी मुद्रा अर्जन को 100 प्रतिशत तक उनके विदेशी मुद्रा अर्जक के विदेशी मुद्रा खातों में रखने की अनुमति दी गई। निवासियों को प्रति वित्तीय वर्ष 50,000 अमरीकी डॉलर के प्रेषण की अनुमति दी गई।
- प्राधिकृत व्यापारी बैंक उनकी अबाधित टीयर I पूंजी के 50 प्रतिशत या 10 मिलियन अमरीकी डॉलर तक, जो भी अधिक हो, की सीमा में उनकी विदेशी शाखाओं या प्रतिनिधि बैंकों से उधार ले सकते हैं (निर्यात ऋण के लिए उधार, बाहरी वाणिज्यिक उधार (ईसीबी) और उनके मुख्य कार्यालय/नोस्ट्रो खाते से ओवरड्राफ्ट सहित)।

- ईसीबी लेने हेतु पात्र उधारकर्ता अनुमोदित मार्ग के तहत 10 वर्ष से अधिक की औसत अवधिपूर्णता के साथ 250 मिलियन अमरीकी डॉलर की अतिरिक्त सीमा का उपयोग कर सकते हैं। रिज़र्व बैंक की पूर्वानुमति के बिना ईसीबी की 300 मिलियन अमरीकी डॉलर तक समय पूर्व चुकौती।
- विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा सरकारी प्रतिभूतियों में निवेश की 2 बिलियन अमरीकी डॉलर की वर्तमान सीमा 31 मार्च 2007 तक चरणबद्ध रूप से बढ़ाकर 3.2 बिलियन अमरीकी डॉलर की जाएगी।
- पारस्परिक निधियों द्वारा विदेशी निवेश की वर्तमान उच्चतम सीमा 2 बिलियन अमरीकी डॉलर से बढ़ाकर 3 बिलियन अमरीकी डॉलर की गई।
- आयातकों को आयात के उनके सीमा शुल्क घटक के लिए फॉरवर्ड कॉन्ट्रैक्ट बुक करने की अनुमति देना।
- विदेशी संस्थागत निवेशकों को रद्द हुए फॉरवर्ड कॉन्ट्रैक्ट का कुछ भाग पुनः बुक करने की अनुमति देना।
- निर्यातकों और आयातकों द्वारा पात्र सीमा के 50 प्रतिशत से अधिक बुक किए गए फॉरवर्ड कॉन्ट्रैक्ट सुपुर्दगी आधार पर होंगे जो रद्द नहीं किए जा सकेंगे।
- किसी निवासी और अनिवासी के बीच के कॉन्ट्रैक्ट से उत्पन्न सीधी संविदात्मक देयता प्राप्त करने के लिए 100,000 अमरीकी डॉलर तक की सेवाओं के आयात के लिए प्राधिकृत व्यापारी बैंकों को गारंटी / साख पत्र जारी करने की अनुमति देना।
- एनआरओ खाते में जमा की गई अचल संपत्ति की बिक्री आय की अवरुद्धता अवधि समाप्त करना बशर्ते प्रेषित की जाने वाली राशि किसी वित्तीय वर्ष में एक मिलियन अमरीकी डॉलर से अधिक न हो।

अनुबंध V : बैंकिंग क्षेत्र में सुधार

प्रतिस्पर्धा वृद्धि के उपाय

- सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों को परिचालनगत स्वायत्तता देना, उन्हें इक्विटी बाजार से चुकता पूंजी के 49 प्रतिशत तक पूंजी जुटाने की अनुमति देकर उनमें सार्वजनिक स्वामित्व कम करना।
- भारतीय निजी क्षेत्र, विदेशी और संयुक्त उपक्रम के बैंकों और बीमा कंपनियों के प्रवेश हेतु पारदर्शी मानदंड, विदेशी प्रत्यक्ष निवेश के साथ-साथ संविभागीय निवेश के रूप में वित्तीय क्षेत्र में विदेशी निवेश हेतु अनुमति, बैंकों को उत्पादों और कारोबारी गतिविधियों में विविधता लाने की अनुमति।
- विदेशी बैंकों की उपस्थिति का रोडमैप और निजी क्षेत्र के बैंकों और बैंकों तथा एनबीएफसी के विलयन और समामेलन हेतु दिशानिर्देश।
- निजी क्षेत्र के बैंकों के स्वामित्व और संचालन पर दिशानिर्देश।

बाजार की शक्तियों की भूमिका बढ़ाने के उपाय

- आरक्षित निधि अपेक्षा के माध्यम से पूर्वक्रयाधिकार में भारी कटौती, सरकारी प्रतिभूतियों के लिए बाजार निर्धारित कीमतें, निर्धारित ब्याज दरों को कुछ अपवादों के साथ मुक्त करना और बाजार अनुशासन के लिए पारदर्शिता वृद्धि और प्रकटीकरण मानदंड।
- विशुद्ध अंतर-बैंक मांग मुद्रा बाजार की शुरुआत, अल्पावधि चलनिधि प्रबंध के लिए नीलामी आधारित रिपो-रिवर्स रिपो, सुधारयुक्त भुगतान और निपटान प्रणाली को सुकर बनाना।

- अभौतिकीकरण में उल्लेखनीय प्रगति और प्रतिभूतिकृत आस्तियों के बाजार का विकास।

विवेकसम्मत उपाय

- जोखिम भारित पूंजी पर्याप्तता अपेक्षा, लेखांकन, आय निर्धारण, प्रावधानीकरण और जोखिम पर अंतरराष्ट्रीय सर्वोत्तम प्रथाओं और मानदंडों की शुरुआत और उन्हें चरणबद्ध रूप से लागू करना।
- जोखिम के विविध घटकों की पहचान, विभिन्न आस्ति वर्गों का जोखिम भार निर्धारित करने, जुड़े हुए उधार पर मानदंड, जोखिम संकेंद्रन, निवेश संविभाग के लिए बाजार दर पर चिह्नित सिद्धांत लागू करने और संवेदनशील कार्यों में निधि-नियोजन पर सीमा के माध्यम से जोखिम प्रबंध बढ़ाने के उपाय।
- 'अपने ग्राहक को जानिए' और 'अवैध-धन के वैधीकरण के विरुद्ध' दिशानिर्देश, बासेल II हेतु रोडमैप, बाजार जोखिम के लिए पूंजी प्रभार की शुरुआत, एनपीए के लिए उच्च स्तरीय प्रावधान, स्वामित्व और संचालन के दिशानिर्देश, प्रतिभूतिकरण और ऋण पुनर्रचना प्रणाली के मानदंड आदि।

संस्थागत और विधिक उपाय

- तेज वसूली/पुनर्रचना के लिए लोक अदालतें, ऋण वसूली न्यायाधिकरण, आस्ति पुनर्रचना कंपनियां, निपटान परामर्श समिति, कारपोरेट ऋण पुनर्रचना तंत्र आदि की स्थापना।
- ऋणदाता के अधिकार सुनिश्चित करने के लिए वित्तीय आस्तियों का प्रतिभूतिकरण और पुनर्निर्माण तथा प्रतिभूति ब्याज प्रवर्तन अधिनियम, 2002 (सर्फाइसी) की घोषणा और बाद में उसमें संशोधन।

- चूककर्ताओं और साथ ही अन्य उधारकर्ताओं संबंधी जानकारी के आदान-प्रदान के लिए भारतीय ऋण सूचना ब्यूरो लिमिटेड (सिबिल) का गठन।
- भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड (सीसीआईएल) का गठन जो निर्धारित आय वाली प्रतिभूतियों और मुद्रा बाजार के लिखतों संबंधी भुगतान और निपटान प्रणाली के सहायतार्थ केंद्रीय प्रतिपक्ष के रूप में कार्य करेगा।

पर्यवेक्षी उपाय

- वाणिज्य बैंकों, वित्तीय संस्थाओं और गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों के लिए शीर्ष पर्यवेक्षी प्राधिकरण के रूप में वित्तीय पर्यवेक्षण बोर्ड की स्थापना।
- कैमल्स (CAMELS) पर्यवेक्षी दर-निर्धारण प्रणाली की शुरुआत, जोखिम आधारित पर्यवेक्षण की ओर बढ़ना, वित्तीय समुच्चयों का समेकित पर्यवेक्षण,

नियंत्रित विवरणियों के माध्यम से परोक्ष पर्यवेक्षण मजबूत करना।

- सांविधिक लेखा परीक्षकों की भूमिका का पुनर्निर्धारण, आंतरिक लेखा परीक्षा सुदृढ़ करके आंतरिक नियंत्रण में वृद्धि।
- कारपोरेट गवर्नंस में वृद्धि, महत्वपूर्ण शोयरधारकों पर अधिक ध्यान देना, निदेशकों के लिए उचित और उपयुक्त जांच।

प्रौद्योगिकी संबंधी उपाय

- वित्तीय क्षेत्र के लिए संप्रेषण के संबल के रूप में इन्फिनेट की स्थापना, सरकारी प्रतिभूतियों के स्क्रीन आधारित व्यापार के लिए वार्तालय लेनदेन प्रणाली (एनडीएस) और तत्काल सकल निपटान प्रणाली (आरटीजीएस) की शुरुआत।

अनुबंध VI : चलनिधि समायोजन सुविधा

- 1991 के मध्य में शुरू किए गए वित्तीय क्षेत्र के सुधार के एक भाग के रूप में भारत ने मौद्रिक नियंत्रण के प्रत्यक्ष लिखतों से अप्रत्यक्ष लिखतों की ओर बढ़ना शुरू किया। इस प्रकार के संक्रमण में बाजार, संस्थाएं और प्रथाएं विकसित करने के लिए भारी प्रयास आवश्यक होते हैं। ऐसे संक्रमण को आसान करने की दृष्टि से भारतीय वित्तीय प्रणाली के देश-विशिष्ट लक्षणों को ध्यान में रखते हुए भारत ने चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) को चरणबद्ध रूप से विकसित किया है। एलएएफ केंद्रीय बैंक के रिपो/रिवर्स रिपो परिचालनों पर आधारित है।
- बैंकिंग क्षेत्र में सुधार पर समिति (नरसिंहम समिति II) ने 1998 में एलएएफ प्रारंभ करने की सिफारिश की जिसके तहत रिजर्व बैंक अनिवार्यतः दैनिक आधार पर नहीं तो कम से कम आवधिक आधार पर नीलामी आयोजित करेगा। रिजर्व बैंक अपनी रिपो और रिवर्स रिपो दरें पुनर्निर्धारित कर सकता है जिससे एक दृष्टि से मांग मुद्रा बाजार के लिए उचित स्थिति उपलब्ध होगी। इन सिफारिशों के अनुसरण में, आंतरिक चलनिधि समायोजन सुविधा (आइएलएएफ) की शुरुआत से अप्रैल 1999 में परिचालन प्रक्रिया में बड़ा परिवर्तन संभव हुआ जिसके तहत रिपो और रिवर्स रिपो का निर्माण किया गया। आइएलएएफ की शुरुआत से सामान्य पुनर्वित्त सुविधा समाप्त की गई और उसके स्थान पर 1997-98 में बैंक दर पर दो सप्ताह के लिए कुल जमाराशि के पाक्षिक औसत बकाया के 0.25 प्रतिशत तक संपार्श्विकीकृत उधार सुविधा (सीएलएफ) लाई गई। सीएलएफ की समतुल्य राशि के लिए अतिरिक्त संपार्श्विकीकृत उधार सुविधा (एसीएलएफ) बैंक दर +2 प्रतिशत पर उपलब्ध कराई गई। दो सप्ताह से अधिक की अवधि तक ली गई सीएलएफ और एसीएलएफ पर अतिरिक्त दो सप्ताह की अवधि के लिए 2 प्रतिशत दंडात्मक दर का प्रावधान किया गया। अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के लिए निर्यात ऋण पुनर्वित्त बैंक दर पर जारी रखा गया। प्राथमिक व्यापारियों को सरकारी प्रतिभूतियों की जमानत पर बैंक दर पर चलनिधि सहायता भी दी गई। ऐसी अपेक्षा थी कि आइएलएएफ से मुद्रा बाजार की स्थिरता बढ़ेगी और ब्याज दरों का उचित दायरे में बढ़ना सुनिश्चित होगा।
- आइएलएएफ से स्वयंपूर्ण एलएएफ की ओर बढ़ने की प्रक्रिया जून 2000 में शुरू हुई और यह तीन चरणों में की गई। पहले चरण में, जोकि 5 जून 2000 से प्रारंभ हुआ, एलएएफ को औपचारिक रूप से लागू किया गया और एसीएलएफ तथा प्राथमिक व्यापारियों की स्तर II की सहायता का स्थान उसी दिन निपटान के साथ परिवर्तनशील दर रिपो नीलामी ने ले लिया। मई 2001 से शुरू हुए दूसरे चरण में, बैंकों और प्राथमिक व्यापारियों के लिए सीएलएफ और चरण I की चलनिधि सहायता का स्थान भी परिवर्तनशील दर रिपो नीलामी ने ले लिया। प्राथमिक व्यापारियों के लिए कुछ न्यूनतम चलनिधि सहायता जारी रखी गई किंतु उसकी ब्याज दर रिजर्व बैंक द्वारा समय-समय पर निर्धारित दैनिक रिपो नीलामी की परिवर्तनशील दर से जोड़ी गई। अप्रैल 2003 में, दर की बहुविधता, जिस पर बैंक-स्टॉप सुविधा के तहत चलनिधि निकाली/शामिल की जाती थी, को युक्तियुक्त किया गया और बैंक-स्टॉप ब्याज दर को उस दिन के नियमित एलएएफ नीलामियों पर रिवर्स रिपो कट-ऑफ दर पर स्थिर किया गया। एलएएफ नीलामियों में कोई रिवर्स रिपो न होने की

स्थिति में बैंक-स्टॉप दर को रिपो कट-ऑफ दर से 2.0 प्रतिशत अंक अधिक पर स्थिर किया गया। यह भी घोषणा की गई थी कि जिस दिन कोई भी रिपो/रिवर्स रिपो बोली प्राप्त/स्वीकार नहीं होती है, उस दिन की बैंक-स्टॉप दर रिजर्व बैंक द्वारा तदर्थ आधार पर निर्धारित की जाएगी। 29 मार्च 2004 से एक संशोधित एलएएफ योजना शुरू की गई जिसके तहत रिवर्स रिपो दर घटाकर 6.0 प्रतिशत करके उसे बैंक दर के अनुरूप किया गया। सामान्य सुविधा और बैंक-स्टॉप सुविधा को विलयित करके एक समान दर पर उपलब्ध कराया गया। स्वयंपूर्ण एलएएफ का तीसरा चरण लोक ऋण कार्यालय के पूर्ण कंप्यूटरीकरण के साथ शुरू किया गया और आरटीजीएस की शुरुआत इस चरण की एक और बड़ी विशेषता थी। आज रिपो मुख्यतः इलेक्ट्रॉनिक अंतरण के माध्यम से कार्य करता है। स्थिर दर की नीलामी अप्रैल 2004 से पुनः शुरू की गई है। एलएएफ को उसी दिन विभिन्न समय पर परिचालित करने की संभावना शीघ्र ही मूर्त रूप लेने जा रही है। इस संबंध में स्वयंपूर्ण एलएएफ शुरू करने का कार्य लगभग पूरा हो गया है।

- 28 नवंबर 2005 से दूसरा एलएएफ (एसएलएएफ) की शुरुआत से बाजार सहभागियों के पास अब चलनिधि प्रबंधन व्यवस्थित करने का दूसरा विकल्प भी है। पहले एलएएफ परिचालन पूर्वा. 9.30 से पूर्वा. 10.30 के बीच किए जाते थे। एसएलएएफ का आयोजन अप. 3.00 से अप. 3.45 के बीच बोलियां प्राप्त करके किया जाता है। एसएलएएफ की विशेषताएं एलएएफ जैसी ही हैं और दोनों का निपटान अलग से और सकल आधार पर किया जाता है। एलएएफ का प्रारंभ एक प्रक्रिया रही है और भारतीय अनुभव बतलाता है कि वित्तीय क्षेत्र और मौद्रिक प्रबंधन में सुधार के लिए एकमुश्त के बदले चरणबद्ध दृष्टिकोण आवश्यक है।

संदर्भ :

भारतीय रिजर्व बैंक (1999), रिपचेज एग्रीमेंट (रिपोज) : सरकारी प्रतिभूति बाजार पर तकनीकी सलाहकार समिति के उप समूह की रिपोर्ट, अप्रैल 1999, मुंबई।

— (2003), चलनिधि समायोजन सुविधा पर आंतरिक समूह की रिपोर्ट, दिसंबर 2003, मुंबई।

अनुबंध VII : बाजार स्थिरीकरण योजना

- भारी पूंजी प्रवाहों और चालू खाता अधिशेष के कारण 2002 से मुद्रा बाजार चलनिधि अधिशेष की स्थिति में कार्यरत है। निष्प्रभावीकरण का प्रारंभिक भार दिनांकित प्रतिभूतियों और खजाना बिलों के तत्काल लेनदेन द्वारा वहन किया गया था। तथापि, सरकारी प्रतिभूतियों के स्टॉक में कमी हो जाने के कारण चलनिधि समायोजन का भार एलएएफ पर आ गया जो कि मुख्यतः मार्जिनल चलनिधि के समायोजन का साधन है। एलएएफ से अन्य प्रकार के साधन का उपयोग करके स्थायी प्रकार की चलनिधि निकाल लेने के लक्ष्य को ध्यान में रखकर रिजर्व बैंक ने निष्प्रभावीकरण के साधन पर कार्य दल (अध्यक्ष : श्रीमती उषा थोरात) का गठन किया। उक्त दल ने बाजार स्थिरीकरण योजना के तहत खजाना बिल और दिनांकित प्रतिभूतियों को शुरू करने की सिफारिश की, जहाँ बाजार स्थिरीकरण योजना की प्राप्ति सरकार द्वारा एक ऐसे अलग पहचान योग्य नकदी खाते में रखी जानी थी जिसका रखरखाव और परिचालन रिजर्व बैंक द्वारा किया जाता हो। बाजार स्थिरीकरण योजना खाते में जमा की गई राशि का उपयोग बाजार स्थिरीकरण योजना के अंतर्गत जारी दिनांकित प्रतिभूतियों और/या खजाना बिलों की वापसी खरीद और/ या चुकौती के लिए ही किया जाना था। उक्त सिफारिशों के अनुसरण में भारत सरकार और रिजर्व बैंक ने 25 मार्च 2004 को एक समझौता ज्ञापन पर हस्ताक्षर किए। समझौता ज्ञापन के एक भाग के रूप में अप्रैल 2004 से योजना प्रारंभ की गई। इस बात पर सहमति हुई थी कि प्रणाली से चलनिधि वापस लेने के लिए सरकार सामान्य उधार लेने की आवश्यकता के अलावा बाजार स्थिरीकरण योजना के अंतर्गत खजाना बिल और/या दिनांकित प्रतिभूतियां जारी करेगी। इन प्रतिभूतियों को रिजर्व बैंक नीलामी के माध्यम से जारी करेगा और इन मौजूदा लिखतों में खजाना बिल और दिनांकित प्रतिभूतियों की सभी विशेषताएं होंगी। इनकी चुकौती किसी भी अन्य बिक्रीयोग्य सरकारी प्रतिभूति जैसी ही होगी। बाजार स्थिरीकरण योजना की प्रतिभूतियां सांविधिक चलनिधि अनुपात, रिपो और एलएएफ के लिए पात्र प्रतिभूतियां मानी गयी हैं।
- बाजार स्थिरीकरण योजना की आय सरकार एक ऐसे अलग पहचान योग्य नकदी खाते में रखती है जिसका रखरखाव और परिचालन रिजर्व बैंक करता है। इस खाते में रखी गई राशि का उपयोग बाजार स्थिरीकरण योजना के अंतर्गत जारी की गई दिनांकित प्रतिभूतियों और/या खजाना बिलों की वापसी खरीद और/या चुकौती के लिए ही किया जा सकता है। बाजार स्थिरीकरण योजना की प्रतिभूतियों पर ब्याज और डिस्काउंट का भुगतान बाजार स्थिरीकरण योजना खाते से नहीं किया जाता। प्रीमियम और/या उपचित ब्याज संबंधी प्राप्ति भी बाजार स्थिरीकरण योजना खाते में जमा नहीं की जाती। ब्याज, प्रीमियम और डिस्काउंट की ऐसी प्राप्ति और भुगतान बजट और अन्य संबंधित दस्तावेजों में अलग उप-शीर्षों के अंतर्गत स्पष्ट घटकों के रूप में दर्शाये जाते हैं। इस प्रकार, सरकार के राजस्व और राजकोषीय शेषों पर इनका सीमांत प्रभाव बाजार स्थिरीकरण योजना के अंतर्गत के शेषों पर ब्याज भुगतान की सीमा तक ही होता है।
- स्थायी स्वरूप की अधिशेष चलनिधि का सफाया करने के लिए नीतिगत विकल्प केंद्रीय बैंक द्वारा अपनी स्वयं की प्रतिभूतियां जारी करने अथवा सरकार द्वारा अतिरिक्त प्रतिभूतियां जारी करने के बीच होता है। चिली, चीन, कोलंबिया, इंडोनेशिया, कोरिया, मलेशिया, पेरू, फिलीपींस, रूस, श्रीलंका, ताइवान और

थाइलैंड जैसे अनेक देशों ने केंद्रीय बैंक प्रतिभूतियां जारी की हैं। किंतु, इनमें से अनेक देशों को तुलनपत्र की स्थिति खराब होने का सामना करना पड़ा है। इस प्रकार, सरकारी खाते पर निष्प्रभावीकरण बांड जारी करना ठीक होता है। यह बात पहले से ही सुस्थापित सरकारी ऋण बाजार पर अधिक लागू होती है जहां बढ़ी हुई अवधिपूर्णता वाले केंद्रीय बैंक के नए बिल जारी करने से भारी भ्रम फैल सकता है और बाजार का विखंडन हो सकता है जिससे आय वक्र गिर सकता है, इंस्ट्रूमेंट की चलनिधि कम हो सकती है और परिचालन बहुत कठिन बन सकते हैं।

- बाजार स्थिरीकरण योजना से विनिमय दर और मौद्रिक प्रबंधन कार्य करने की रिजर्व बैंक की क्षमता में

उल्लेखनीय मजबूती आई है। इससे अल्पावधि साधनों (91 दिवसीय, 182 दिवसीय और 364 दिवसीय खजाना बिल) और मध्यावधि साधनों (दिनांकित सरकारी प्रतिभूतियां) के माध्यम से अतिरिक्त चलनिधि वापस लेना आसान हुआ है। सामान्य रूप से, अल्पावधि साधनों को वरीयता दी जाती है। इससे मौद्रिक प्राधिकारियों को चलनिधि की स्थिति में परिवर्तन के दौरान चलनिधि के प्रबंधन की अधिक स्वतंत्रता मिल जाती है।

संदर्भ :

भारतीय रिजर्व बैंक (2003), निष्प्रभावीकरण के साधन पर कार्यदल की रिपोर्ट, मुंबई, दिसंबर।

अनुबंध VIII : आइएमडी चुकौती के दौरान चलनिधि प्रबंधन

- इंडिया मिलेनियम डिपॉजिट्स (आइएमडी) विदेशी मुद्रा मूल्यवर्ग की जमाराशियां थीं जो भारत सरकार की सलाह पर भारतीय स्टेट बैंक ने 2000 में जारी किए थे। इसमें पांच वर्ष की अवधि के लिए 5.5 बिलियन अमरीकी डॉलर जुटाए गए। आइएमडी पर अमरीकी डॉलर, पौंड स्टर्लिंग और यूरो मूल्यवर्ग में क्रमशः 8.50 प्रतिशत, 7.85 प्रतिशत और 6.85 प्रतिशत कूपन थे। आइएमडी में अभिदान अनिवासी भारतीयों, भारतीय मूल के लोगों और विदेशी कारपोरेट निकायों तक सीमित था। आइएमडी पर प्राप्त ब्याज आय कर मुक्त थी और छह माह बाद केवल अप्रत्यावर्तनीय भारतीय रुपए में अवधिपूर्व नकदीकरण का प्रावधान था। इन आइएमडी की अवधिपूर्णता 28-29 दिसंबर 2005 को हुई और इनकी भारी राशि से चलनिधि प्रबंधन की चुनौती सामने आई।
- आइएमडी चुकौती के समय चलनिधि प्रबंधन करते समय मौद्रिक नीति का स्वरूप मध्यावधि लक्ष्यों के अनुरूप रखते हुए असंतुलन पर नियंत्रण रखने पर ध्यान दिया गया। चुकौती संबंधी बहिर्वाहों को पूरा करने के लिए इस संबंध में उचित व्यवस्था की गई। 27-29 दिसंबर 2005 के दौरान रिजर्व बैंक ने अपने

विदेशी मुद्रा भंडार से लगभग 7.1 बिलियन अमरीकी डॉलर की विदेशी मुद्रा भारतीय स्टेट बैंक को बेच दी जिसका रुपए में मूल्य लगभग 32,000 करोड़ रुपए होता है। भारतीय स्टेट बैंक ने दायित्व-पूर्ति के लिए अपनी ओर से आवश्यक रुपया संसाधन तैयार किए थे। चलनिधि की अस्थायी कमी की पूर्ति रिपो के माध्यम से चलनिधि जारी करके की गई (दूसरे एलएएफ सहित) जिसका औसत आइएमडी चुकौती, अग्रिम कर भुगतान और ऋण उठाव में निरंतर तेजी के साथ दिसंबर के अंतिम सप्ताह में प्रतिदिन लगभग 23,000 करोड़ रुपए था। 28 नवंबर 2005 से उपलब्ध दूसरे एलएएफ ने बाजार सहभागियों को उनके चलनिधि प्रबंधन को और अच्छा बनाने का अतिरिक्त अवसर प्रदान किया। एक साथ इतनी भारी मात्रा की आइएमडी देयता की सहज चुकौती वित्तीय बाजारों की बढ़ती हुई परिपक्वता और कार्यरत चलनिधि प्रबंधन प्रणाली की मजबूती दर्शाती है। अल्पावधि मुद्रा बाजार दरें जनवरी 2006 के पहले सप्ताह में काफी नरम हो गईं जो आइएमडी की आसान चुकौती दर्शाती है, किंतु वे दूसरे सप्ताह में फिर कड़ी हो गईं जिससे सरकारी प्रतिभूतियों की अनुसूचित नीलामी से उत्पन्न दबाव प्रदर्शित होता है।

स्रोत : मोहन (2006 ए)।

अनुबंध IX : भारत में मौद्रिक संप्रेषण को प्रभावित करने वाले विवेकसम्मत दिशानिर्देश

रिज़र्व बैंक ने अनेक विवेकसम्मत पूंजी अपेक्षाएं और पर्यवेक्षी दिशानिर्देश जारी किए हैं जिनका भारत में मौद्रिक नीति के संप्रेषण पर प्रभाव पड़ सकता है। इनमें अन्य बातों के साथ-साथ निम्नलिखित बातें शामिल हैं।

- बासेल II में सहज अंतरण सुनिश्चित करने के लिए बैंकों से यह अपेक्षित था कि वे उनकी ट्रेडिंग बुक जोखिम (डेरिवेटिव सहित) के लिए 31 मार्च 2005 तक और बिक्री हेतु उपलब्ध श्रेणी के तहत शामिल प्रतिभूतियों के लिए 31 मार्च 2006 तक बाजार जोखिम के संदर्भ में पूंजी प्रभार बनाए रखें।
- भारत स्थित बैंकों को सूचित किया गया है कि वे 31 मार्च 2008 से नए पूंजी पर्याप्तता ढांचे के अंतर्गत ऋण जोखिम के लिए मानकीकृत दृष्टिकोण और परिचालन जोखिम के लिए आधारभूत संकेतक दृष्टिकोण अपनाएं।
- 31 मार्च 2002 से बैंकों को अनुमति दी गई थी कि बुनियादी सुविधा क्षेत्र के लिए उनकी पूंजी निधि के 5 प्रतिशत और 10 प्रतिशत की अतिरिक्त अनुमति के साथ वे उनकी पूंजी निधि (टियर I और टियर II पूंजी) के 15 प्रतिशत और 40 प्रतिशत तक एकल या सामूहिक उधार ऋण जोखिम ले सकते हैं। मई 2004 में बैंकों को अनुमति दी गई थी कि वे उधारकर्ता को उनकी पूंजी निधि के और पांच प्रतिशत तक उधार देने पर विचार कर सकते हैं बशर्ते वे उनकी वार्षिक रिपोर्ट में इसका उल्लेख करें।
- पूंजी बाजार में बैंकों की कुल जोखिम एकल और समेकित आधार पर उनकी निवल मालियत के 40 प्रतिशत तक सीमित थी। समेकित प्रत्यक्ष पूंजी बाजार जोखिम बैंकों की समेकित निवल मालियत के 20 प्रतिशत तक सीमित रखी गई थी।
- रिज़र्व बैंक ने अक्टूबर 2005 में परिचालन जोखिम के प्रबंधन पर दिशानिर्देश नोट जारी किया था ताकि बैंक नए पूंजी पर्याप्तता ढांचे में सरल अंतरण हेतु समर्थ हो सकें। आधारभूत संकेतक दृष्टिकोण का उपयोग करने वाले बैंकों को बासेल समिति द्वारा फरवरी 2003 में बैंकिंग पर्यवेक्षण पर जारी परिचालन जोखिम के प्रबंधन और पर्यवेक्षण हेतु सुदृढ़ प्रथाओं के अनुपालन हेतु प्रोत्साहित किया गया।
- बाजार जोखिम के लिए पूंजी प्रभार बनाए रखने संबंधी दिशानिर्देशों के शीघ्र अनुपालन हेतु बैंकों को प्रोत्साहित करने के लिए बैंकों को अप्रैल 2005 में सूचित किया गया था कि 'व्यापार हेतु धारित' और 'बिक्री हेतु उपलब्ध' दोनों श्रेणियों के लिए ऋण जोखिम और बाजार जोखिम दोनों के लिए जोखिम भारित आस्तियों के कम से कम 9 प्रतिशत पूंजी बनाए रखने वाले बैंक निवेश घटबढ़ आरक्षित निधि में 'व्यापार हेतु धारित' और 'बिक्री हेतु उपलब्ध' श्रेणियों के अंतर्गत शामिल प्रतिभूतियों के 5 प्रतिशत से अधिक शेष को टियर I पूंजी के रूप में गणना कर सकते हैं।
- आवास और उपभोक्ता ऋण में मजबूत वृद्धि के मद्देनजर, जोखिम नियंत्रण के उपाय किए गए और अक्टूबर 2004 में आवास ऋण के मामले में जोखिम भार 50 प्रतिशत से बढ़ाकर 75 प्रतिशत किया गया और निजी ऋण और क्रेडिट कार्ड सहित उपभोक्ता ऋण के मामले में 100 प्रतिशत से बढ़ाकर 125 प्रतिशत किया गया। वाणिज्यिक स्थावर संपदा के प्रति

- बैंकों की जोखिम पर जोखिम भार जुलाई 2005 में 100 प्रतिशत से बढ़ाकर 125 प्रतिशत किया गया और अप्रैल 2006 में पुनः बढ़ाकर 150 प्रतिशत किया गया।
- अप्रैल 2006 में यह निर्णय लिया गया कि उद्यम पूंजी निधि में बैंक की कुल जोखिम उनकी पूंजी बाजार जोखिम का भाग होगी, अतः अब से बैंकों को चाहिए कि वे इन जोखिमों के लिए 150 प्रतिशत का उच्चतर जोखिम भार रखें।
 - ऋण वृद्धि की प्रवृत्ति को ध्यान में रखते हुए मानक अग्रिमों हेतु सामान्य प्रावधानीकरण अपेक्षाएं अक्टूबर 2005 से 0.25 प्रतिशत से बढ़ाकर 0.40 प्रतिशत की गईं। कृषि और एसएमई क्षेत्र को बैंकों के प्रत्यक्ष अग्रिमों को अतिरिक्त प्रावधानीकरण अपेक्षाओं से छूट दी गई। अप्रैल 2006 में रिजर्व बैंक ने विशिष्ट क्षेत्रों में मानक अग्रिमों, यथा निजी ऋण, पूंजी बाजार जोखिम के रूप में पात्र ऋण और अग्रिम, 20 लाख रुपए से अधिक के निवासी आवास ऋण और वाणिज्यिक स्थावर संपदा ऋण पर सामान्य प्रावधानीकरण अपेक्षा को 0.40 प्रतिशत के मौजूदा स्तर से बढ़ाकर 1.0 प्रतिशत कर दिया। ये प्रावधान पूंजी पर्याप्तता प्रयोजनार्थ अनुमत सीमा तक टियर II पूंजी में शामिल करने के लिए पात्र हैं।
 - ऋण बाजार की प्रवृत्ति को देखते हुए कुछ क्षेत्रों, नामतः स्थावर संपदा, उच्च लीवरेज वाले एनबीएफसी, उद्यम पूंजी निधि और पूंजी बाजार के प्रति उल्लेखनीय जोखिम वाले चुनिंदा बैंकों के साथ पर्यवेक्षी समीक्षा प्रक्रिया शुरू की गई ताकि जोखिम में कमी और ऐसी जोखिमों के प्रबंधन का बेहतर आंतरिक नियंत्रण सुनिश्चित किया जा सके।
 - अक्टूबर 2005 में रिजर्व बैंक ने पूंजी बाजार में बैंकों के कुल निवेश पर एकल और समेकित आधार पर उनकी निवल मालियत के 40 प्रतिशत की सीमा लगाई। समेकित प्रत्यक्ष पूंजी बाजार जोखिम पर बैंकों की समेकित निवल मालियत के 20 प्रतिशत की सीमा रखी गई है।
 - जनवरी 2007 में स्थावर संपदा क्षेत्र, बकाया क्रेडिट कार्ड प्राप्य राशि, पूंजी बाजार जोखिम के रूप में पात्र ऋण और अग्रिम और निजी ऋण (निवासी आवास ऋण छोड़कर) में मानक आस्तियों के लिए प्रावधानीकरण की अपेक्षा बढ़ाकर दो प्रतिशत की गई; जमाराशि न लेने वाले प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण एनबीएफसी के प्रति मानक आस्ति श्रेणी में बैंकों की जोखिम के लिए भी प्रावधानीकरण अपेक्षा बढ़ाकर दो प्रतिशत की गई; जमाराशि न लेनेवाली प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण एनबीएफसी के प्रति बैंकों की जोखिम के संदर्भ में जोखिम भार बढ़ाकर 125 प्रतिशत किया गया।

अनुबंध X : भारत में मौद्रिक नीति का उभरता स्वरूप

मुख्य बातें

- मौद्रिक नीति के स्वरूप पर स्टेटमेंट की शुरुआत अप्रैल 1996 के नीति वक्तव्य से की गई।
- वृद्धि को सहायता करने के लिए कीमत स्थिरता और ऋण प्रावधान पर नीति स्वरूप पर स्टेटमेंट के माध्यम से बल दिया गया।
- अप्रैल 1996 की नीति-रूपरेखा में विनिमय दर स्थिरता का महत्व दर्शाया गया।
- वित्तीय सुधारों की निरंतरता, निवेश में वृद्धि, विशेष रूप से कृषि और लघु तथा मध्यम क्षेत्रों के लिए ऋण सुपुर्दगी तंत्र में सुधार, नरम ब्याज दर व्यवस्था, ब्याज दरों के संकेत देना और चलनिधि प्रबंधन को पहली बार अप्रैल 1998 की नीति-रूपरेखा में स्थान मिला।
- सक्रिय ऋण प्रबंधन की भूमिका पर अप्रैल 1999 की नीति-रूपरेखा में बल दिया गया।
- वित्तीय स्थिरता सुनिश्चित करने की बात अक्टूबर 1999 की नीति-रूपरेखा में सामने लाई गई।
- समष्टि आर्थिक स्थिरता पर अप्रैल 2004 की नीति-रूपरेखा में बल दिया गया।
- निर्यात मांग को सहायता, मुद्रास्फीति अपेक्षाओं की स्थिरता और चरणबद्ध कार्रवाई करने की आवश्यकता को अक्टूबर 2004 की नीति-रूपरेखा में महत्व प्रदान किया गया।
- उभरती स्थिति पर तुरंत और प्रभावी कदम उठाने पर जुलाई 2005 की नीति-रूपरेखा में बल प्रदान किया गया।
- ऋण गुणवत्ता के पहलू पर जनवरी 2006 की नीति-रूपरेखा में विचार किया गया।
- कई वैश्विक गतिविधियों पर तुरंत कार्रवाई का आश्वासन अप्रैल 2006 की नीति-रूपरेखा में दिया गया।
- वित्तीय समावेशन पर पहली बार जनवरी 2007 की नीति-रूपरेखा में बल दिया गया।

ब्यौरा

वर्ष	वार्षिक नीति	मध्यावधि समीक्षा
1996-97	निरंतर वृद्धि के लिए ऋण सहायता और मूल्य तथा विनिमय दर स्थिरता का उचित स्तर।	मूल्य स्थिरता और अर्थव्यवस्था के उत्पादक क्षेत्रों को बैंक ऋण की पर्याप्त आपूर्ति।
1997-98	वास्तविक क्षेत्र की वृद्धि को सहायता करने के लिए उचित मूल्य स्थिरता बनाए रखना और पर्याप्त बैंक ऋण की उपलब्धता सुनिश्चित करना।	अर्थव्यवस्था के उत्पादक क्षेत्र की आवश्यकता पूरी करने के लिए पर्याप्त बैंक ऋण की उपलब्धता सुनिश्चित करना और मूल्य स्थिरता को बढ़ावा देना।
1998-99	अर्थव्यवस्था में उत्पादन और औद्योगिक निवेश बढ़ाने की आवश्यकता; मुद्रास्फीति को कम दर बनाए रखना; वित्तीय सुधार जारी रखना; ब्याज दर कटौती; और विशेष रूप से कृषि तथा मध्यम और लघु क्षेत्रों को ऋण सुपुर्द करने के तंत्र में सुधार।	प्रणाली में चलनिधि प्रवाह के प्रबंधन और मौद्रिक सुधार में भारतीय रिजर्व बैंक का रुख दर्शाने के लिए ब्याज दर लिखतों का उचित उपयोग।

वर्ष	वार्षिक नीति	मध्यावधि समीक्षा
1999-00	उचित चलनिधि का प्रावधान; परिस्थितियों द्वारा अनुमत सीमा तक नरमी के लिए नीति में वरीयता के साथ स्थिर ब्याज दरें; सक्रिय ऋण प्रबंधन; वित्तीय बाजारों का व्यवस्थित विकास; और वित्तीय क्षेत्र के सुधार में भावी कार्रवाई।	उचित चलनिधि का प्रावधान; मौजूदा परिचालनगत और ढांचागत बाधाओं के बीच संभव सीमा तक नरमी के लिए वरीयता के साथ स्थिर ब्याज दरें; वित्तीय बाजारों का व्यवस्थित विकास और वित्तीय स्थिरता सुनिश्चित करना।
2000-01	मौद्रिक नीति का विद्यमान स्वरूप जारी रखना और यह सुनिश्चित करना कि अधिक मांग के कारण उभरने वाले किसी भी मुद्रास्फीति दबाओं पर ध्यान रखते हुए बैंक ऋण की सभी उचित आवश्यकताएं पूरी हों।	
2001-02	ऋण वृद्धि की मांग पूरी करने के लिए पर्याप्त चलनिधि का प्रावधान और मूल्य स्तर की हलचल पर निगाह रखना जारी रखते हुए निवेश मांग के पुनरुज्जीवन के लिए सहायता करना। मध्यावधि में ब्याज दर व्यवस्था को अधिक लचीलापन देने के समग्र ढांचे के अंतर्गत ब्याज दर स्थिरता का मौजूदा माहौल जारी रखना जिसमें उभरती स्थिति की आवश्यकतानुसार नरमी को वरीयता दी जाएगी।	
2002-03	ऋण वृद्धि की मांग पूरी करने के लिए पर्याप्त चलनिधि का प्रावधान और मूल्य स्तर में हलचल पर निगाह रखना जारी रखते हुए अर्थव्यवस्था में निवेश मांग के पुनरुज्जीवन के लिए सहायता देना। मध्यावधि में ब्याज दर व्यवस्था को अधिक लचीलापन देने के समग्र ढांचे के अंतर्गत ब्याज दर स्थिरता का मौजूदा माहौल जारी रखना जिसमें उभरती स्थिति की आवश्यकतानुसार नरमी को वरीयता दी जाएगी।	अप्रैल 2002 की वार्षिक नीति में दी गई रूपरेखा जैसा ही।
2003-04	ऋण वृद्धि की मांग पूरी करने के लिए पर्याप्त चलनिधि का प्रावधान और मूल्य स्तर में हलचल पर निगाह रखना जारी रखते हुए अर्थव्यवस्था में निवेश मांग को सहायता देना।	अप्रैल 2003 की वार्षिक नीति में दी गई रूपरेखा जैसा ही।

भाषण

भारत में मौद्रिक नीति
की संप्रेषणीयता

रakesh मोहन

वर्ष	वार्षिक नीति	मध्यावधि समीक्षा
2004-05	<p>उपर्युक्त के अनुरूप, नरम ब्याज दर को अधिमान देने का वर्तमान स्वरूप जारी रखने के साथ ब्याज दर का वर्तमान स्वरूप जारी रखना।</p> <p>मध्यावधि में ब्याज दर स्वरूप को अधिक लचीला बनाना।</p> <p>ऋण वृद्धि की मांग पूरी करने के लिए पर्याप्त चलनिधि का प्रावधान और मूल्य स्तर में हलचल पर निगाह रखना जारी रखते हुए अर्थव्यवस्था में निवेश मांग को सहायता देना।</p> <p>उपर्युक्त के अनुरूप, समष्टि आर्थिक स्थिरता के ढांचे के अंतर्गत नरम और लचीली ब्याज दर के माहौल को अधिमान देने का वर्तमान स्वरूप जारी रखना।</p>	<p>ऋण वृद्धि की मांग पूरी करने के लिए पर्याप्त चलनिधि का प्रावधान और मूल्य स्थिरता पर समान जोर देते हुए अर्थव्यवस्था में निवेश और निर्यात मांग को सहायता देना।</p> <p>उपर्युक्त के अनुरूप, समष्टि आर्थिक और मूल्य स्थिरता के लिए पोषक ब्याज दर का वातावरण जारी रखना और वृद्धि की गति बनाए रखना।</p> <p>मुद्रास्फीति अपेक्षाओं को स्थिर करने की दृष्टि से उभरती स्थिति पर कार्रवाई करने के लिए स्तरबद्ध उपायों पर विचार करना।</p>

वर्ष	वार्षिक नीति	पहली तिमाही समीक्षा	मध्यावधि समीक्षा	तीसरी तिमाही समीक्षा
2005-06	<p>ऋण वृद्धि की मांग पूरी करने के लिए पर्याप्त चलनिधि का प्रावधान और मूल्य स्थिरता पर समान जोर देते हुए अर्थव्यवस्था में निवेश और निर्यात मांग को सहायता देना।</p> <p>उपर्युक्त के अनुरूप, समष्टि आर्थिक और मूल्य स्थिरता के लिए पोषक ब्याज दर का वातावरण जारी रखना और वृद्धि की गति बनाए रखना।</p> <p>मुद्रास्फीति अपेक्षाओं को स्थिर करने की दृष्टि से उभरती स्थिति पर कार्रवाई करने के लिए स्तरबद्ध उपायों पर विचार करना।</p>	<p>अप्रैल 2005 के वार्षिक नीति वक्तव्य में निर्धारित किए अनुसार वर्ष के शेष भाग हेतु भी वही स्वरूप रहेगा किंतु रिजर्व बैंक जोखिम के अनुसार उभरती स्थिति के संबंध में तुरंत और प्रभावी कार्रवाई करेगा।</p>	<p>मूल्य स्थिरता पर बल देने की नीति के अनुरूप वास्तविक ऋण आवश्यकताएं पूरी करने के लिए पर्याप्त चलनिधि का प्रावधान और अर्थव्यवस्था में निर्यात और निवेश मांग को सहायता देना।</p> <p>समष्टि आर्थिक और मूल्य स्थिरता के लिए पोषक ब्याज दर का वातावरण सुनिश्चित करना और वृद्धि की गति बनाए रखना।</p> <p>मुद्रास्फीति अपेक्षाओं को स्थिर करने की दृष्टि से उभरती स्थिति पर कार्रवाई करने के लिए स्तरबद्ध और तत्काल उपायों पर विचार करना।</p>	<p>स्फीतिकारी अपेक्षाओं को स्थिर रखने की दृष्टि से मूल्य स्थिरता पर बल देते रहना।</p> <p>समष्टि आर्थिक, मूल्य और वित्तीय स्थिरता के लिए पोषक ब्याज दर का वातावरण सुनिश्चित करके वृद्धि गति बनाए रखने के लिए निर्यात और निवेश मांग को सहायता करना जारी रखना।</p> <p>गुणवत्ता पर उचित बल देते हुए अर्थव्यवस्था की वास्तविक ऋण आवश्यकताएं पूरी करने के लिए उचित चलनिधि उपलब्ध कराना।</p> <p>उभरती स्थिति में उचित कदम उठाना।</p>
2006-07	<p>मुद्रास्फीति अपेक्षाओं पर प्रभाव डालने वाली उभरती किसी भी स्थिति पर समय पर तुरंत कार्रवाई करने की तैयारी रखते हुए मूल्य स्थिरता नीति के अनुरूप वृद्धि की गति बनाए रखने हेतु आवश्यक मौद्रिक और ब्याज दर</p>	<p>मुद्रास्फीति अपेक्षाओं को स्थिर रखने की दृष्टि से मूल्य स्थिरता पर बल देते हुए वृद्धि की गति बनाए रखने हेतु आवश्यक मौद्रिक और ब्याज दर वातावरण सुनिश्चित करना।</p>	<p>मुद्रास्फीति अपेक्षाओं को स्थिर रखने की दृष्टि से मूल्य स्थिरता पर पुनः बल देते हुए वृद्धि की गति जारी रखने के लिए अर्थव्यवस्था में निर्यात और निवेश मांग के समर्थन के लिए मौद्रिक और ब्याज दर वातावरण सुनिश्चित करना।</p>	<p>वृद्धि की गति बनाए रखने के लिए अर्थव्यवस्था में निर्यात और निवेश मांग को सहायता करने वाला मौद्रिक और ब्याज दर वातावरण सुनिश्चित करते हुए मूल्य स्थिरता और मुद्रास्फीति अपेक्षाओं को सुस्थिर रखने पर पुनः ध्यान केंद्रित करना।</p>

वर्ष	वार्षिक नीति	पहली तिमाही समीक्षा	मध्यावधि समीक्षा	तीसरी तिमाही समीक्षा
	<p>वातावरण सुनिश्चित करना।</p> <p>समष्टि आर्थिक, और विशेष रूप से वित्तीय स्थिरता बनाए रखने के लिए अर्थव्यवस्था में निर्यात और निवेश मांग को सहायता करने के लिए ऋण गुणवत्ता और वित्तीय बाजार की स्थिति पर ध्यान केंद्रित करना।</p> <p>उभरती वैश्विक स्थिति पर तुरंत कदम उठाना।</p>	<p>समष्टि आर्थिक, और विशेष रूप से वित्तीय स्थिरता बनाए रखने के लिए अर्थव्यवस्था में निर्यात और निवेश मांग को सहायता करने के लिए ऋण गुणवत्ता और वित्तीय बाजार की स्थिति पर पुनः ध्यान केंद्रित करना।</p> <p>मुद्रास्फीति अपेक्षाओं और वृद्धि की गति पर प्रभाव डालने वाली उभरती वैश्विक और घरेलू स्थिति पर उचित कदमों पर विचार करना।</p>	<p>समष्टि आर्थिक और विशेष रूप से वित्तीय स्थिरता बनाए रखने पर बल देना जारी रखना।</p> <p>उभरती वैश्विक और घरेलू स्थिति में सभी उचित कदमों पर तुरंत विचार करना।</p>	<p>समष्टि आर्थिक, और विशेष रूप से वित्तीय स्थिरता प्राप्त के लिए ऋण गुणवत्ता और वित्तीय बाजार में उचित स्थिति पर पुनः ध्यान केंद्रित करना और साथ ही अधिक ऋण देने और वित्तीय समावेशन पर ध्यान देना।</p> <p>मुद्रास्फीति अपेक्षाओं और वृद्धि की गति पर प्रभाव डालने वाली उभरती वैश्विक और घरेलू स्थिति पर तुरंत उचित हरसंभव कदम उठाना।</p>