

भाग दो - भारतीय रिज़र्व बैंक की
कार्यप्रणाली और परिचालन

III

मौद्रिक नीति परिचालन

कच्चे तेल की अंतरराष्ट्रीय कीमतों में जारी उतार-चढ़ाव और वर्ष की पहली छमाही में मुद्रा के मूल्य में हुई गिरावट के कारण महंगाई के बढ़ते जाने का दबाव दूसरी छमाही में कच्चे तेल की कीमतों में आयी नरमी और खाद्य वस्तुओं की कीमतों में हुई भारी गिरावट के परिणामस्वरूप कम होता गया। मौद्रिक नीति समिति ने फरवरी-जून 2019 में नीतिगत रिपो दर में 75 आधार अंकों की कटौती की। रिज़र्व बैंक द्वारा किए गए विदेशी मुद्रा परिचालनों और परिचालनगत मुद्रा में हुई व्यापक वृद्धि से प्रणाली स्तर पर चलनिधि का दबाव बढ़ा जिससे चलनिधि प्रबंधन की ओर अधिक सक्रिय होने की आवश्यकता महसूस की गयी। नीतिगत रिपो दर में परिवर्तन का बैंकों की जमा और उधार दरों में संचरण हुआ, हालांकि यह अलग-अलग क्षेत्रों में अलग-अलग मात्रा में हुआ।

III.1 वर्ष 2018-19 में मौद्रिक नीति निर्माण का मुख्य उद्देश्य आर्थिक संवृद्धि को बढ़ावा देते हुए मध्यावधि लक्ष्य हासिल करना था जिसके तहत उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) आधारित महंगाई दर को +/-2 प्रतिशत के सहनीय अंतराल के साथ 4 प्रतिशत तक रखा जाना था। कच्चे तेल की अंतरराष्ट्रीय कीमतों में जारी उतार-चढ़ाव और वर्ष की पहली छमाही में मुद्रा के मूल्य में गिरावट के कारण महंगाई के बढ़ते जाने का दबाव दूसरी छमाही में कच्चे तेल की कीमतों में आयी नरमी और खाद्य वस्तुओं की कीमतों में हुई भारी गिरावट के परिणामस्वरूप कम होता गया। वर्ष 2018-19 के दौरान सीपीआई मुद्रास्फीति औसतन 3.4 प्रतिशत रही; पहली छमाही में 4.3 प्रतिशत और दूसरी छमाही में 2.5 प्रतिशत। यह भिन्नता मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) द्वारा किए गए मतदान के स्वरूप में भी दिखाई पड़ी।

III.2 वर्ष 2018-19 के दौरान रिज़र्व बैंक के विदेशी मुद्रा परिचालनों और परिचालनगत मुद्रा में हुई व्यापक वृद्धि ने प्रणाली स्तर पर चलनिधि का दबाव बढ़ाया जिससे विभिन्न उपायों के जरिए चलनिधि प्रबंधन की दिशा में अधिक सक्रिय होने की आवश्यकता का अनुभव किया गया, जैसे- चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) के अंतर्गत नियमित रूप से दी जाने वाली विभिन्न प्रकार की रिपो और रिवर्स रिपो सुविधा; रिपो और रिवर्स रिपो दोनों के अंतर्गत परिवर्तनशील दरों पर नीलामी का बेहतर समायोजन; खुले बाजार में प्रतिभूतियों का सीधा क्रय-विक्रय (ओएमओ); और विदेशी मुद्रा स्वैप। नीतिगत रिपो दर में परिवर्तन का प्रभाव बैंकों की जमा और उधार दरों

पर दिखायी पड़ा, हालांकि इसका संचरण अलग-अलग क्षेत्रों में अलग-अलग मात्रा में हुआ जो ऋण की मांग एवं ऋण जोखिम में भिन्नता का परिचायक है।

III.3 इसी पृष्ठभूमि में, 2018-19 के लिए बनायी गयी कार्यनीति के क्रियान्वयन की स्थिति भाग 2 में प्रस्तुत की गयी है, जबकि भाग 3 में वर्ष 2019-20 के दौरान मौद्रिक नीति विभाग की प्राथमिकताओं पर चर्चा की गयी है।

2. वर्ष 2018-19 के लिए कार्य-योजना: क्रियान्वयन की स्थिति मौद्रिक नीति

III.4 वर्ष 2018-19 के प्रथम द्विमासिक मौद्रिक नीति वक्तव्य (5 अप्रैल 2018) में एमपीसी ने एलएएफ के तहत नीतिगत रिपो दर में कोई परिवर्तन न करते हुए इसे 6 प्रतिशत बनाए रखने का निर्णय लिया जिसके समर्थन में पाँच सदस्यों ने मतदान किया जबकि एक सदस्य का मत रिपो दर में 25 आधार अंकों (आधार अंकों) की वृद्धि करने का था। मौद्रिक नीति का तटस्थ रुख बनाए रखा गया। मुख्य सीपीआई महंगाई दर का पूर्वानुमान 2018-19 की पहली छमाही में 4.7-5.1 और दूसरी छमाही में 4.4 प्रतिशत था और साथ ही, इसके बढ़ने की आशंका भी व्यक्त की गयी थी। नीतिगत दर को यथावत रखने का निर्णय इसलिए लिया गया था कि महंगाई दर के उतार-चढ़ाव को लेकर बहुत सी अनिश्चितताएं थीं, यथा- खरीफ की फसलों के लिए न्यूनतम समर्थन मूल्य (एमएसपी) का संशोधित फार्मूला, केंद्र और राज्यों के स्तर पर राजकोषीय स्थिति में होने वाले विचलन से उत्पन्न जोखिम; निवेश और

उत्पादन कीमत पर बढ़ता दबाव और कच्चे तेल की कीमतों में उतार-चढ़ाव। एमपीसी ने इस बात की ओर इशारा किया कि वह मकान किराया भत्ते (एचआरए) में हुए संशोधनों के सांख्यिकीय प्रभाव का अध्ययन करेगी और इसके किसी भी प्रकार के दूसरे चरण के प्रभावों के प्रति सचेत रहेगी।

III.5 जून 2018 में एमपीसी के दूसरे द्विमासिक वक्तव्य के समय तक महंगाई थोड़ी बढ़ चुकी थी। खाद्य-वस्तुओं और ईंधन की कीमतों को छोड़ अन्य चीजों की कीमतों का बढ़ जाना जिसका कारण था। हालांकि, सब्जियों की कीमतों में उतनी वृद्धि नहीं हुई थी जितनी कि गर्मी के मौसम में सामान्यतया होती है। फिर भी, अप्रैल के संकल्प में मूलभूत मुद्रास्फीति के बढ़ने के जिस जोखिम- कच्चे तेल की कीमतों का बढ़ जाना - की चर्चा की गयी थी, वह अब आ खड़ा हुआ था। इन कारणों के साथ-साथ वैश्विक पण्य कीमतों में वृद्धि और निविष्टि लागत पर बढ़ते दबाव के फलस्वरूप 2018-19 की दूसरी छमाही में 4.7 प्रतिशत सीपीआई मुद्रास्फीति के पूर्वानुमान में ऊर्ध्वगामी संशोधन देखने को मिला। वैश्विक वित्तीय बाजार की हलचलें, हाउसहोल्ड मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं में उल्लेखनीय वृद्धि और खरीफ की फसलों के लिए एमएसपी फार्मूले में संशोधन के कारण पड़ने वाले प्रभावों से जुड़ी अनिश्चितता - वे प्रधान कारण थे जिनसे मुद्रास्फीति के बढ़ने का जोखिम था। इन बातों के मद्देनज़र, एमपीसी ने सर्वसम्मति से नीतिगत रिपो दर में 25 आधार अंकों की वृद्धि करने का निर्णय लिया लेकिन अपना रुख अनिर्दिष्ट ही बनाए रखा। एमपीसी ने इस बात को भी नोट किया कि घरेलू आर्थिक गतिविधियों को पुनर्जीवन मिला है और उनमें लंबे समय से तेजी बनी हुई है और उत्पादन-अंतराल लगभग समाप्त हो चुका है।

III.6 अगस्त 2018 माह में तीसरे द्विमासिक वक्तव्य का समय करीब आते-आते, मई और जून 2018 में मुद्रास्फीति का वास्तविक ग्राफ पहले व्यक्त किए गए पूर्वानुमानों से थोड़ा नीचे आ गया क्योंकि गर्मी के मौसम में सब्जियों के दामों में आने वाला उछाल कम रहा तथा फलों की कीमतों में मंदी आयी। मुद्रास्फीति पूर्वानुमान में थोड़ा संशोधन हुआ और 2018-19 की दूसरी तिमाही में यह घटकर 4.6 प्रतिशत हो गयी, जबकि 2018-19 की दूसरी छमाही में इसमें आंशिक वृद्धि हुई और यह 4.8 प्रतिशत रही; तथा 2019-20 की पहली तिमाही में यह 5.0 प्रतिशत हो गयी। मूलभूत महंगाई दर के समक्ष जून माह में गिनाए गए जोखिमों के अलावा कच्चे तेल और वित्तीय आस्तियों की कीमतों में जारी उतार-चढ़ाव और विनिर्माण क्षेत्र में निविष्टि लागत पर बने हुए दबाव को प्रमुख जोखिमों के रूप

में देखा गया। इस पृष्ठभूमि में एमपीसी ने नीतिगत रिपो दर में 25 आधार अंकों की वृद्धि करने का निर्णय लिया जिसके समर्थन में पाँच सदस्यों ने मतदान किया जबकि एक सदस्य का मत यथास्थिति को बनाए रखने का था।

III.7 अक्टूबर 2018 में जब वर्ष 2018-19 की चौथी द्विमासिक मौद्रिक नीति निर्माण का समय आया तब तक खाद्य वस्तुओं की कीमतें तेजी से घटने के कारण सीपीआई मुख्य मुद्रास्फीति जून के 4.9 प्रतिशत से गिरकर अगस्त में 3.7 प्रतिशत हो गयी। मुद्रास्फीति के पूर्वानुमानों में संशोधन हुआ और ये कम होकर 2018-19 की दूसरी छमाही के लिए 3.9 - 4.5 प्रतिशत और 2019-20 की पहली तिमाही के लिए 4.8 प्रतिशत व्यक्त किए गए और मुद्रास्फीति के थोड़ा और बढ़ने का जोखिम महसूस किया गया। यद्यपि, मुद्रास्फीति परिदृश्य पर अनेक प्रकार की अनिश्चितताओं के बादल मंडरा रहे थे यथा कच्चे तेल की अभी भी बढ़ी हुई और निरंतर घटती-बढ़ती कीमतों से निविष्टि लागत में तीव्र वृद्धि के परिणामस्वरूप खुदरा कीमतों पर पड़ने वाले असर का अपेक्षाकृत अधिक हो जाना। इस परिदृश्य को देखते हुए एमपीसी ने नीतिगत रिपो दर को अपरिवर्तित रखने का निर्णय लिया परंतु उसने अपना रुख बदल कर नपी-तुली सख्ती का रुख अपना लिया। पाँच सदस्यों ने नीतिगत दर में कोई परिवर्तन न करने के पक्ष में मतदान किया और एक सदस्य ने नीतिगत दर में 25 आधार अंकों की वृद्धि का मत व्यक्त किया। इसके अलावा, पाँच सदस्यों ने मौद्रिक नीति के रुख में परिवर्तन करते हुए नपी-तुली सख्ती वाला रुख अपनाने के पक्ष में मतदान किया जबकि एक सदस्य ने तटस्थ रुख बनाए रखने के पक्ष में मत व्यक्त किया।

III.8 जैसे-जैसे दिसंबर 2018 की पाँचवें द्विमासिक मौद्रिक नीति वक्तव्य का समय नजदीक आया, सितंबर-अक्टूबर 2018 में मुद्रास्फीति में उम्मीद से अधिक कमी आयी जिसका मुख्य कारण था अक्टूबर में खाद्य कीमतों में अप्रत्याशित गिरावट के बाद उनका अपस्फीति के स्तर तक चले जाना, जबकि इस दौरान खाद्येतर वस्तुओं की कीमतें मोटे तौर पर बढ़ी थीं। नवंबर 2018 में कच्चे तेल की अंतरराष्ट्रीय कीमतें तेजी से गिरीं। तदनुसार, मुद्रास्फीति के पूर्वानुमानों में संशोधन हुआ और यह कम होकर 2018-19 की दूसरी छमाही में 2.7-3.2 प्रतिशत तक आ गयी और 2019-20 की पहली तिमाही के लिए 3.8-4.2 प्रतिशत रह गयी परंतु इसके पुनः बढ़ने का जोखिम बना रहा। शीघ्र खराब होने वाली खाद्य वस्तुओं की कीमतों के अचानक बढ़ने लगने, वित्तीय बाजारों में विद्यमान अस्थिरता और हाउसहोल्डों की बढ़ी हुई मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं के अलावा भी मुद्रास्फीति परिदृश्य पर अनेक प्रकार

की अनिश्चितताओं के बादल अब भी मंडरा रहे थे जिनका जिक्र पहले भी किया जा चुका है। खाद्येतर मुद्रास्फीति लगातार बढ़े हुए स्तर पर बनी रही। इन उतार-चढ़ावों के मद्देनजर, एमपीसी ने तय किया कि नीतिगत रिपो दर को यथावत बनाए रखा जाए और नपी-तुली सख्ती के रुख को जारी रखा जाए। नीतिगत रिपो दर को अपरिवर्तित रखने का निर्णय जहाँ सर्वसम्मति से लिया गया, वहीं एक सदस्य ने रुख में बदलाव करते हुए इसे तटस्थ रखने का मत व्यक्त किया।

III.9 फरवरी 2019 माह में छठी द्विमासिक नीति के लिए आयोजित एमपीसी की बैठक में यह देखा गया कि दिसंबर 2018 में लगातार तीसरे माह खाद्य वस्तुओं के दाम तेजी से गिरे थे और अपस्फीति की स्थिति उत्पन्न हो गयी थी, ईंधन समूह की वस्तुओं की महँगाई दर में उल्लेखनीय मंदी आयी थी और खाद्य और ईंधन से इतर महँगाई में कमी आयी थी। ऐसे में, मुद्रास्फीति के पूर्वानुमानों में संशोधन हुआ और यह कम होकर 2018-19 की चौथी तिमाही के लिए 2.8 प्रतिशत और 2019-20 की पहली छमाही के लिए 3.2-3.4 प्रतिशत और 2019-20 की तीसरी तिमाही के लिए 3.9 प्रतिशत दर्शायी गयी। साथ ही, जोखिम मोटे तौर पर केंद्रीय प्रवृत्ति के इर्द-गिर्द संतुलित रहने का पूर्वानुमान व्यक्त किया गया। संवृद्धि की बात करें तो, घरेलू क्रेडिट में फिलहाल आए उछाल, वैश्विक मांग से जुड़ी अनिश्चितता और घरेलू क्षेत्र की संवृद्धि के सम्मुख आने वाली संभावित बाधाओं के मद्देनजर 2019-20 के लिए जीडीपी वृद्धि-दर 7.4 प्रतिशत रहने का अनुमान व्यक्त किया गया था - पहली छमाही में 7.2-7.4 प्रतिशत, और तीसरी तिमाही में 7.5 प्रतिशत – जिसमें जोखिम को एकसमान रूप से संतुलित किया जाना था। उत्पादन अंतराल धीरे-धीरे दोबारा उत्पन्न हो गया। ऐसी स्थिति में, एमपीसी ने 4-2 के बहुमत से नीतिगत रिपो दर में 25 आधार अंकों की कटौती करते हुए इसे 6.25 प्रतिशत कर दिया। दो सदस्यों का मत था कि रिपो दर में बदलाव न किया जाए। यद्यपि सभी सदस्यों ने मौद्रिक नीति के नपी-तुली सख्ती वाले रुख को बदलकर तटस्थ रुख अपनाने के पक्ष में मतदान किया।

III.10 वर्ष 2019-20 के दौरान अप्रैल 2019 का पहला द्विमासिक मौद्रिक नीति वक्तव्य ऐसे समय में आया जब सभी विकसित अर्थव्यवस्थाओं (एई) तथा उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) में आर्थिक संवृद्धि की रफ्तार मंद पड़ रही थी। घरेलू मोर्चे पर देखें तो खाद्य मुद्रास्फीति फरवरी 2019 में लगातार पांचवें माह अपस्फीति की अवस्था में रही और खाद्य मुद्रास्फीति में गिरावट और तीव्र हो गयी। खाद्य और ईंधन से इतर सीपीआई मुद्रास्फीति दिसंबर के अपने स्तर से नीचे बनी रही। इन बातों के मद्देनजर और वर्ष 2019 में मानसून की स्थिति सामान्य मानते हुए मुद्रास्फीति के पूर्वानुमान में

संशोधन करके 2018-19 की चौथी तिमाही के लिए इसे 2.4 प्रतिशत तक नीचे लाया गया और 2019-20 की पहली छमाही के लिए इसे 2.9-3.0 प्रतिशत के बीच रखा गया तथा 2019-20 की दूसरी छमाही के लिए इसके 3.5-3.8 प्रतिशत के बीच रहने का पूर्वानुमान व्यक्त किया गया एवं जोखिम को मोटे तौर पर संतुलित माना गया। हालांकि, कई ऐसे कारक थे जिनकी मौजूदगी से मुद्रास्फीति परिदृश्य में अनिश्चितता बनी हुई थी : अल नीनो की संभावना को दर्शाने वाली कुछ प्रारंभिक रिपोर्टें; खाद्य वस्तुओं की गिरती हुई कीमतों में अचानक वृद्धि प्रारंभ हो जाने से संभावित जोखिम; ईंधन मुद्रास्फीति के धीमी रफ्तार से लगातार बढ़ते रहने का जोखिम; कच्चे तेल की कीमतों के बारे में बनी हुई अनिश्चितता और वित्तीय बाजारों की अस्थिरता। एमपीसी ने इस बात को लक्षित किया कि उत्पादन अंतराल ऋणात्मक बना हुआ है और घरेलू अर्थव्यवस्था के समक्ष कई बाधाएं आ रही हैं, विशेष रूप से वैश्विक मोर्चे पर। ऐसे माहौल में एमपीसी ने 4-2 के बहुमत से नीतिगत दर में 25 आधार अंकों की कटौती करते हुए इसे 6.0 प्रतिशत करने का निर्णय लिया। दो सदस्यों ने यथास्थिति बनाए रखने के पक्ष में मतदान किया। एमपीसी ने 5-1 के बहुमत से तटस्थता का रुख बनाए रखने का निर्णय लिया, जिसमें एक एमपीसी सदस्य ने रुख को बदलकर समायोजनकारी करने का मत व्यक्त किया।

III.11 जून 2019 माह में आयोजित मौद्रिक नीति समिति की दूसरी द्विमासिक बैठक में, एमपीसी ने सर्वसम्मति से नीतिगत दर में 25 आधार अंकों की कटौती करते हुए इसे 5.75 प्रतिशत करने तथा मौद्रिक नीति के रुख को तटस्थ से बदलकर समायोजनकारी बनाने का निर्णय लिया। इस निर्णय का आधार यह था कि अप्रैल 2019 की मौद्रिक नीति के समय से ही कमजोर पड़ती संवृद्धि के लक्षण दिखने लगे थे जिसका कारण था निजी उपभोग वृद्धि के कम रहने के साथ-साथ निवेश गतिविधियों में तेजी से आयी मंदी और उत्पादन अंतराल का बढ़ना। मुख्य मुद्रास्फीति के पूर्वानुमान 2019-20 की पहली छमाही के लिए 3.0-3.1 प्रतिशत और दूसरी छमाही के लिए 3.4-3.7 प्रतिशत व्यक्त किए गए जो कि पिछली दो मौद्रिक नीतियों में नीतिगत दर घटाए जाने के फलस्वरूप प्रत्याशित संचरण को दृष्टिगत रखने के बाद भी लक्ष्य से कम थे। ऐसे परिदृश्य में एमपीसी को नीतिगत दरों में और अधिक कटौती करने की आवश्यकता प्रतीत हुई ताकि निवल माँग में वृद्धि की जा सके और साथ ही मुद्रास्फीति नियंत्रण की लचीली नीति को जारी रखा जा सके।

III.12 उत्पादन अंतराल – उत्पादन के संभावित स्तर से वास्तविक उत्पादन का विचलन – जो मांग और आपूर्ति में

बेमेल को दर्शाने वाला एक प्रतीकात्मक चर होता है और मध्यम-अवधि में मुद्रास्फीति की गतिशीलता के आकलन में एक महत्वपूर्ण भूमिका निभाता है। हालिया अनुसंधानों में इस बात को रेखांकित किया गया है कि आर्थिक और वित्तीय चक्रों

के बीच अंतःसंबंध स्थापित करने वाला कोई व्यापक-वित्तीय मॉडल तैयार करते हुए मांग की स्थितियों, संभावित उत्पादन और स्वाभाविक ब्याज-दरों का अपेक्षाकृत अधिक समग्र आकलन प्रस्तुत किया जा सकेगा (बॉक्स III.1)।

बॉक्स III.1

वित्तीय और आर्थिक चक्रों के बीच अंतःसंबंध

इस बात पर बहुत अधिक लिखा जा रहा है कि आर्थिक चक्रों/उत्पादन अंतराल के आकलन में वित्तीय चक्र से जुड़ी सूचनाओं को शामिल करते हुए काफी सुधार लाया जा सकता है, विशेष रूप से तेजी/मंदी वाली अवधि में। मौद्रिक नीति मॉडल में विस्तार करते हुए इसे वित्तीय ब्लॉक (ज्यूसलियस एवं अन्य, 2017) वाले एक वृहद-वित्तीय मॉडल (एमपीएमओडी)¹ (अलीची एवं अन्य, 2018) का रूप देने से भारत में वित्तीय और आर्थिक चक्रों के बीच अंतः संबंध को समझने में सहायता मिलती है (चार्ट 1)।

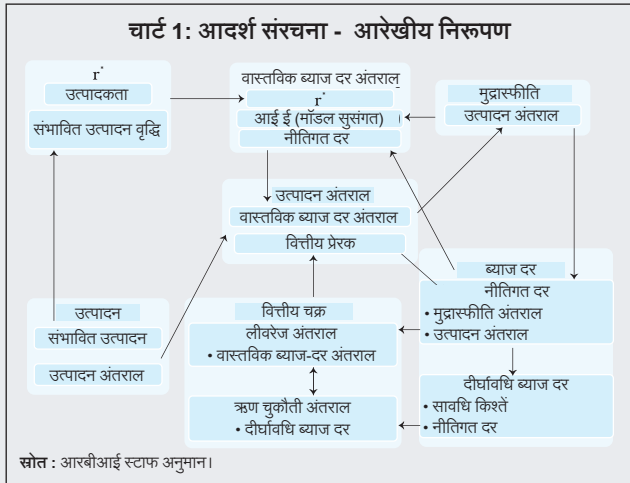
इस फ्रेमवर्क में वित्तीय चक्र, जिसका आकलन करने के लिए दो संकेतक - लीवरेज अंतराल और कर्ज चुकोती अंतराल² - हैं, वास्तविक आर्थिक गतिविधि पर एक लैग के साथ प्रभाव डालते हैं। लीवरेज अंतराल की गणना ब्याज दर की सहायता से की जाती है - वास्तविक ब्याज-दर अंतराल के बढ़ने से आस्तियों की कीमतें कम हो जाती हैं। कर्ज चुकोती अंतराल दीर्घावधि ब्याज-दरों पर निर्भर होता है - सांकेतिक उधार दर में होने वाली वृद्धि से ब्याज-भुगतान का भार बढ़ जाता है और

परिणामस्वरूप कर्ज चुकोती अंतराल भी बढ़ता है। लीवरेज अंतराल और कर्ज चुकोती अंतराल का दोतरफा संबंध होता है जो नये कर्ज से कर्ज चुकोती की ओर, और वहाँ से आस्तियों की कीमतों की ओर जाता है तथा वापस लीवरेज अंतराल पर आकर रुकता है। कर्ज चुकोती अंतराल का नकारात्मक प्रभाव आस्तियों की कीमत में वृद्धि पर पड़ता है, और इसीलिए, इससे लीवरेज अंतराल बढ़ जाता है। चक्रिय चरों के अलावा, इस मॉडल में दीर्घावधि रुझान वाले चर भी अंतःसंबद्ध हैं। स्वाभाविक ब्याज दर (r^*) और संभावित उत्पादन की वृद्धि दर के बीच सकारात्मक संबंध होता है।

इस अध्ययन में 2008-09 की दूसरी तिमाही से 2018-19 की दूसरी तिमाही तक की अवधि के तिमाही आंकड़ों का इस्तेमाल किया गया है, और समीकरणों की प्रणाली का आकलन एक बेयस फ्रेमवर्क के तहत किया जाता है। अनुभवाश्रित अनुमानों से यह पता चलता है कि (1) कर्ज भार में वृद्धि का आस्तियों की कीमतों में होने वाली वृद्धि पर नकारात्मक प्रभाव पड़ता है, और इससे लीवरेज अंतराल बढ़ता है, वित्तीय सख्ती की स्थितियाँ बनती हैं और उत्पादन अंतराल घटता है (चार्ट 2ए) जिसके फलस्वरूप ब्याज दरों में कमी करनी पड़ती है और कर्ज भार में फिर से स्थिरता आ जाती है; (2) लीवरेज में वृद्धि से ऋण के विस्तार में कमी आती है और ऋण-जीडीपी अनुपात गिरता है, जिससे वित्तीय हालात में सख्ती आती है और उत्पादन अंतराल भी कम होता है (चार्ट 2बी); और (3) नीतिगत ब्याज दर में वृद्धि से दीर्घावधि ब्याज-दरें बढ़ती हैं जिससे आस्तियों की कीमतों पर भी थोड़ा ऋणात्मक प्रभाव पड़ता है; परिणामस्वरूप उत्पन्न हुई सख्त वित्तीय स्थितियाँ ऋणात्मक उत्पादन अंतराल में वृद्धि करती हैं (चार्ट 2 सी)।

एमपीएमओडी एवं वृहद वित्तीय मॉडल दोनों से प्राप्त उत्पादन अंतराल अनुमानों का तुलनात्मक विश्लेषण इस ओर इशारा करता है कि 2012 से 2017 के बीच अनर्जक आस्तियों के उच्च अनुपात के साथ-साथ ऋण वृद्धि में तीव्र गिरावट ने सख्त वित्तीय स्थितियाँ उत्पन्न करने में योगदान

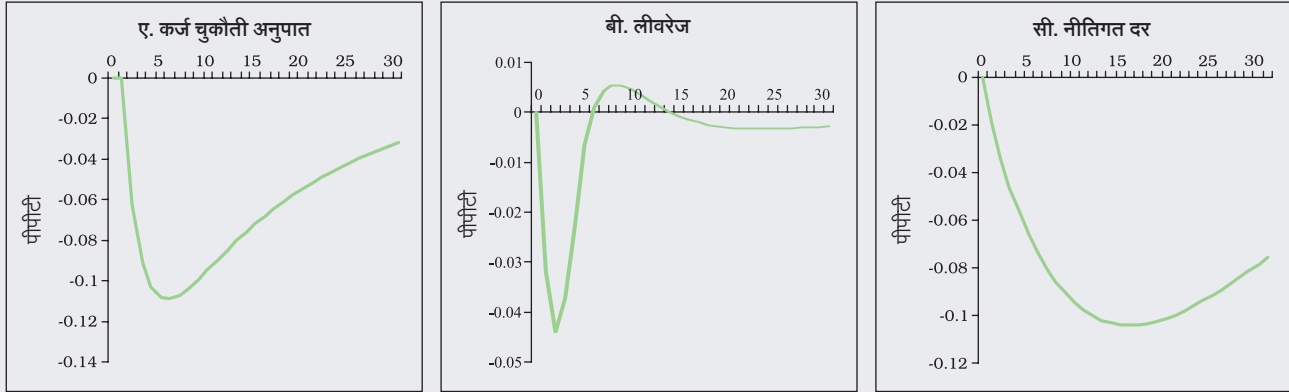
(जारी...)



¹ एमपीएमओडी मॉडल उत्पादन अंतराल और संभावित उत्पादन का आकलन करने के लिए बहुरूपी फिल्टर पद्धति अपनाता है।

² वित्तीय चक्र की विशेषताओं का निरूपण लंबे समय तक बने रहने वाले ऐसे दो संबंधों पर निर्भर करती है जो आपस में मिलकर वांछित क्रेडिट-जीडीपी अनुपात को दीर्घावधि तक बनाए रखना सुनिश्चित करते हैं। ऐसा पहला संबंध है - क्रेडिट-जीडीपी अनुपात और वास्तविक आस्तियों की कीमतों के बीच संबंध जो संपार्श्विक संबंधी बाधाओं का प्रतिनिधित्व करता है। इस संबंध के इसकी दीर्घावधि प्रवृत्ति के साथ विचलन को लीवरेज अंतराल के रूप में परिभाषित किया जाता है। दूसरा संबंध क्रेडिट-जीडीपी अनुपात और सांकेतिक उधार दर के बीच होता है जो कि हाउसहोल्ड्स द्वारा ब्याज का भुगतान किए जाने के कारण उनके समक्ष आने वाले नकदी संबंधी अभाव का परिचायक है। इस संबंध के इसकी दीर्घावधि प्रवृत्ति के साथ विचलन को ऋण चुकोती अंतराल के रूप में परिभाषित किया जाता है (ज्यूसलियस एवं अन्य, 2017)।

चार्ट 2: एक मानक विचलन वाले जोखिमों के प्रति उत्पादन अंतराल की प्रतिक्रिया



टिप्पणी : पीपीटी - प्रतिशतता बिंदु।
स्रोत : आरबीआई स्टाफ अनुमान।

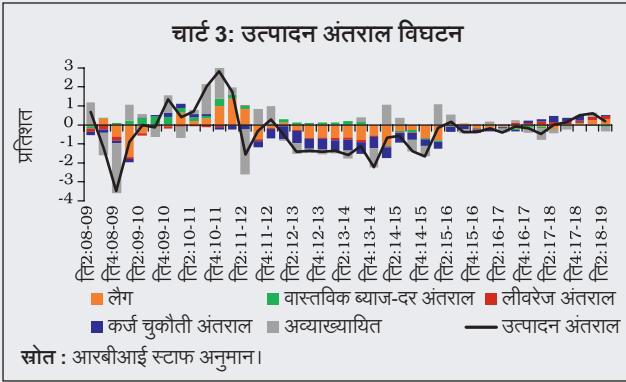
किया जिसके परिणामस्वरूप मांग में कमी आयी (चार्ट 3)। बाद में, समय के साथ जैसे-जैसे इस विन्यास का प्रभाव कम होता गया, इससे क्रेडिट बाजारों में बहाली को थोड़ी गति मिली और आस्तित् बाजारों को पुनर्जीवन मिला, जिससे वर्ष 2017 के बाद से उत्पादन अंतराल अपेक्षाकृत अधिक गति से कम हुआ।

वर्ष 2012 से 2017 के दौरान वित्तीय चक्र को शामिल करते हुए प्राप्त किए गए उत्पादन अंतराल अनुमान इसे छोड़कर प्राप्त हुए अनुमानों से कम थे। इस प्रकार, समग्र उत्पादन के किसी दिए हुए स्तर के लिए व्यक्त किए गए संभावित उत्पादन संबंधी अनुमान, वित्तीय जानकारी को

शामिल किए बिना व्यक्त किए गए अनुमानों से अपेक्षाकृत अधिक पाये गए। परिणामस्वरूप, उस अवधि के लिए स्वाभाविक ब्याज दर के अनुमान भी अपेक्षाकृत अधिक थे। दूसरी ओर, वर्ष 2017 से उत्पादन अंतराल अनुमान अपेक्षाकृत अधिक थे; संभाव्य उत्पादन और स्वाभाविक ब्याज दर भी वित्तीय चक्रों को शामिल किए बिना व्यक्त किए गए अनुमानों की अपेक्षा कम रहे।

संदर्भ:

1. एलीची ए., अल-मशात, आर. ए., एवेटिसियन, एच., बेन्स, जे., बिजिमाना, ओ., बुटाव्यान, ए., (2018). 'एस्टिमेट्स ऑफ पोर्टेंशियल आउटपुट एण्ड द न्यूट्रल रेट फॉर दि यूएस इकॉनॉमी', अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष वर्किंग पेपर नंबर डब्लू पी /18/152.
2. जुसेलियस, एम., बोरियो, सी., डिसाटैट, पी., और डीरेडमैन, एम. (2017). 'मॉनिटरी पॉलिसी, दि फाइनेंशियल साइकिल, एण्ड अल्ट्रा लो इंटेरेस्ट रेट्स', इंटरनेशनल जर्नल ऑफ सेंट्रल बैंकिंग, 13 (3), 55-89.
3. रथ, डी. पी., मित्रा, पी., और जॉन, जे. (2019). 'इंटरलिकेज बिटविन फाइनेंशियल एण्ड इकॉनॉमिक साइकिल्स – सम एविडेंसेज यूजिंग अ माइक्रो-फाइनेंशियल मॉडल फॉर इंडिया, मिमेयो.



परिचालन फ्रेमवर्क : चलनिधि प्रबंधन

III.13 मौद्रिक नीति के परिचालन फ्रेमवर्क का लक्ष्य मौद्रिक नीति के रुख के अनुसरण में किए गए अग्रसक्रिय चलनिधि प्रबंधन द्वारा परिचालन लक्ष्य – भारित औसत कॉल दर (डब्लूएसीआर) - को नीतिगत रिपो दर के अनुरूप बनाना होता है। अल्पकालिक और टिकाऊ दोनों प्रकार की चलनिधि का प्रबंधन करने के लिए रिजर्व बैंक ने 2018-19 के दौरान

कई मौद्रिक उपायों का सहारा लिया। जहाँ एक ओर नियमित 14-दिवसीय रिपो के साथ-साथ एकदिवसीय से लेकर 56 दिवसीय वैरिएबल रेट रिपो के माध्यम से ₹6.4 ट्रिलियन चलनिधि अंतर्वेशित की गयी, वहीं ₹42.8 ट्रिलियन की चलनिधि एकदिवसीय से लेकर 14-दिनों की रिवर्स रिपो के माध्यम से अवशोषित की गयी। रिजर्व बैंक द्वारा वर्ष के दौरान कुल मिलाकर ₹3.0 ट्रिलियन के समतुल्य राशि के 27 खुला

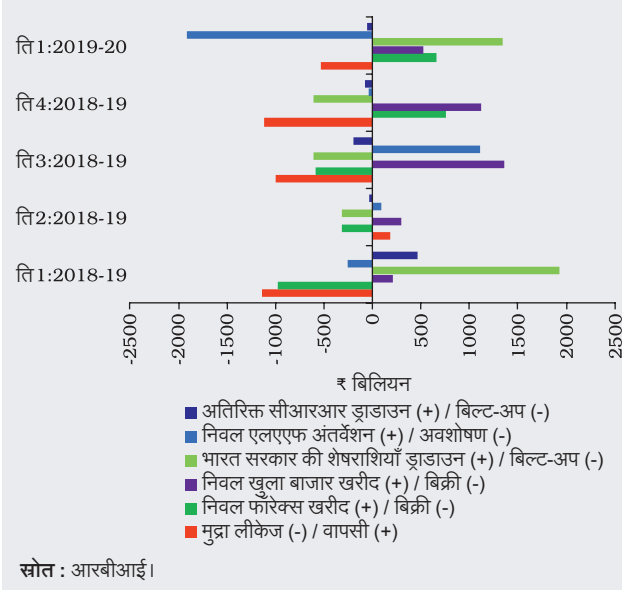
बाज़ार क्रय सौदे भी किए गए। वित्तीय बाजारों की स्थितियों के आकलन के आधार पर रिज़र्व बैंक ने चलनिधि कवरेज अनुपात हेतु चलनिधि प्राप्त करने की सुविधा (एफएलएलसीआर)³ को 2018-19 में दो बार में कुल मिलाकर एनडीटीएल के 13 प्रतिशत तक बढ़ा दिया, हर बार एनडीटीएल के 2 प्रतिशतता बिंदुओं के समतुल्य, जिसने उच्च गुणवत्ता वाले संपार्श्विक के बदले रिपो बाजार से चलनिधि जुटाने की अलग-अलग बैंकों की क्षमता बढ़ाने में पूरक का कार्य किया। इसके अलावा, कैलेंडर वर्ष की प्रत्येक तिमाही में, जनवरी 2019 से प्रारंभ करके, सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) को 25 आधार अंकों की कटौती तक तब तक की जाती रही जब तक यह एनडीटीएल के 18 प्रतिशत तक नहीं पहुंच गया, ताकि चलनिधि कवरेज अनुपात (एलसीआर) संबंधी अपेक्षा के साथ एसएलआर का सामंजस्य बनाया जा सके। बैंकों की चलनिधि जरूरतों को एलसीआर के और अधिक सामंजस्य में लाने के लिए एफएलएलसीआर को चार चरणों में 50 आधार अंक बढ़ाते हुए अप्रैल 2020 तक इसे एलडीटीएल के 15 प्रतिशत तक पहुंचाने का एक रोडमैप अप्रैल 2019 में तैयार किया गया।

चलनिधि के निर्धारक और इसका प्रबंधन

III.14 प्रणालीगत चलनिधि में वर्ष 2018-19 के बीच काफी उतार-चढ़ाव देखने को मिला जो घरेलू और वैश्विक वित्तीय बाजारों की स्थितियों का परिचायक था। वैश्विक व्यापार में मौजूद तनावपूर्ण स्थितियों से प्रेरित पूंजी बहिर्वाह और यूएस मौद्रिक नीति के उम्मीद से पहले ही सामान्य हो जाने से घरेलू मुद्रा पर अवमूल्यन का दबाव बना। इसका परिणाम यह हुआ कि रिज़र्व बैंक द्वारा किए जाने वाले विदेशी मुद्रा परिचालनों ने घरेलू चलनिधि को अवशोषित किया। इस वर्ष की एक अन्य विशेषता परिचालनगत मुद्रा में हुई व्यापक वृद्धि थी जिससे प्रणालीगत चलनिधि की स्थिति बदतर हुई।

III.15 बढ़े हुए सरकारी व्यय के परिणामस्वरूप 2018-19 की पहली तिमाही में सामान्यतः चलनिधि अधिशेष बना रहा। इसके कारण प्रणाली में आने वाली चलनिधि दो स्वतंत्र

चार्ट III.1: चलनिधि के वाहक और उसका प्रबंधन करने वाले कारक



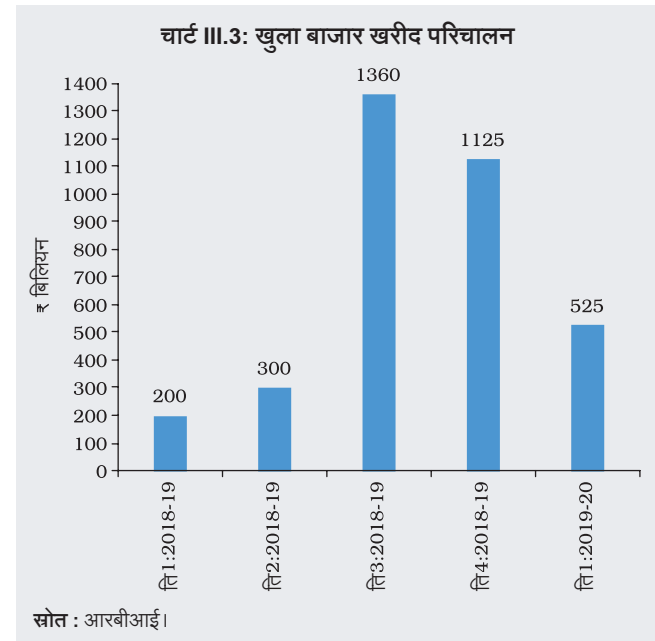
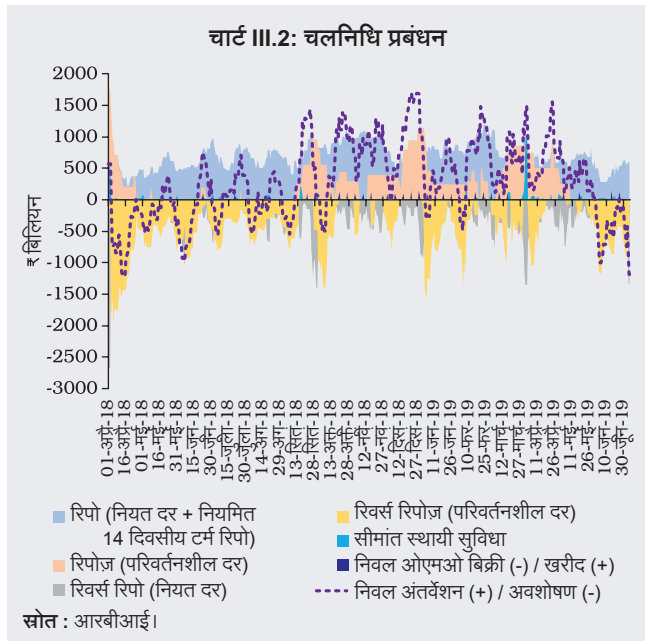
कारकों – परिचालनगत मुद्रा में ₹743 बिलियन की वृद्धि और ₹160 बिलियन की विदेशी मुद्रा बिक्री – द्वारा अवशोषित की गयी चलनिधि से अधिक रही (चार्ट III.1)। मई और जून में विदेशी मुद्रा बिक्री की मात्रा बढ़ी और मुद्रा प्रसार सामान्य से अधिक बना रहा जिसके कारण जून के मध्य से लेकर जुलाई 2018 तक थोड़े समय के लिए प्रणाली में चलनिधि की कमी हो गयी तथा अग्रिम करों के भुगतान के कारण हालात और भी खराब हो गए। इसलिए रिज़र्व बैंक को चलनिधि में आयी इस अल्पकालिक कमी से निपटने के लिए कुछ मौकों पर 14 दिवसीय रिपो के अलावा एकदिवसीय परिवर्तनशील दरों वाली रिपो के माध्यम से चलनिधि का अंतर्वेशन करना पड़ा। साथ ही, रिज़र्व बैंक ने मई और जून 2018 में दो ओएमओ खरीदारियाँ भी कीं जिनमें से प्रत्येक ₹100 बिलियन की थी ताकि प्रणाली में टिकाऊ चलनिधि अंतर्वेशित की जा सके। कुल मिलाकर, एलएएफ के अंतर्गत निवल चलनिधि अवशोषण में इस तिमाही के दौरान धीरे-धीरे कमी आती गयी और अप्रैल के ₹496 बिलियन की दैनिक औसत निवल स्थिति से घटकर यह जून में ₹140 बिलियन हो गयी।

³ बैंकों के एलसीआर की गणना हेतु लेवल 1 उच्च गुणवत्ता वाली तरल आस्तियों (एचक्यूएलए) के रूप में स्वीकृत आस्तियों में अन्य के साथ-साथ ये भी शामिल हैं - एसएलआर अपेक्षाओं को पूरा करने के बाद बची हुई सरकारी प्रतिभूतियाँ और एसएलआर अपेक्षाओं के भीतर भी, उस सीमा (वर्तमान में बैंक की एनडीटीएल का 2 प्रतिशत) तक सरकारी प्रतिभूतियाँ जिन्हें भारतीय रिज़र्व बैंक ने सीमांत स्थायी सुविधा (एमएसएफ) और एफएलएलसीआर के अंतर्गत अनुमति दी है।

III.16 वर्ष 2018-19 की दूसरी तिमाही के दौरान, चलनिधि की स्थिति घाटे और अधिशेष के बीच झूलती रही। जुलाई में सरकारी खर्च में आयी कमी (विशेष रूप से दूसरे पखवाड़े में) और रिज़र्व बैंक की विदेशी मुद्रा बिक्री के कारण ऐसी स्थितियाँ उत्पन्न हुईं जिनमें प्रतिदिन एलएएफ के तहत औसतन ₹107 बिलियन का अंतर्वेशन आवश्यक हो गया। माह के दौरान ₹100 बिलियन की ओएमओ खरीद भी की गयी। अगस्त (19 अगस्त तक) में एक बार पुनः प्रणाली में चलनिधि अवशोषण के हालात तैयार हुए जिसका कारण सरकार का बढ़ा हुआ खर्च था जिसे पूरा करने के लिए उसे रिज़र्व बैंक से अर्थोपाय अग्रिम (डब्लूएमए) भी लेना पड़ा, हालांकि अल्पावधि के लिए आयी इस अतिरिक्त चलनिधि को अप्रत्यक्ष करों के भुगतान ने धीरे-धीरे कम कर दिया। इस माह के दौरान रिज़र्व बैंक ने प्रतिदिन औसतन ₹30 बिलियन निवल चलनिधि का अवशोषण किया, यहाँ तक कि 20 से 30 अगस्त के बीच प्रणाली में चलनिधि की कमी हो गयी जिससे चलनिधि अंतर्वेशन करना पड़ा। 31 अगस्त और 10 सितंबर के बीच एक बार फिर से प्रणाली में चलनिधि अधिशेष की स्थिति आयी क्योंकि सितंबर के पूर्वार्द्ध में सरकारी खर्च बढ़ गया; हालांकि अग्रिम करों के भुगतान के चलते जल्दी ही प्रणाली में चलनिधि की कमी हो गयी। रिज़र्व बैंक द्वारा प्रणाली में टिकाऊ चलनिधि आवश्यकता को पूरा करने के लिए सितंबर के उत्तरार्द्ध में दो ओएमओ खरीदारियों के माध्यम से कुल मिलाकर ₹200 बिलियन और एलएएफ के

जरिए प्रतिदिन ₹406 बिलियन की चलनिधि प्रणाली में डाली गयी (चार्ट III.2)।

III.17 वर्ष 2018-19 की तीसरी तिमाही के दौरान चलनिधि की कमी सामान्यतया बरकरार रही। अक्टूबर 2019 के दूसरे सप्ताह में त्योहारों के कारण करेंसी की मांग बढ़ने और रिज़र्व बैंक द्वारा की गयी विदेशी मुद्रा बिक्री के फलस्वरूप चलनिधि की कमी हो गयी जो पूरे माह बनी रही। केंद्र सरकार द्वारा डब्लूएमए का सहारा लिए जाने के कारण नवंबर के प्रारंभ में यह कमी और गंभीर हुई परंतु त्योहारों के इस मौसम में लगातार हुए मुद्रा-प्रसार के कारण आगे चलकर चलनिधि में वृद्धि हुई। चलनिधि की कमी दिसंबर माह के उत्तरार्द्ध में और अधिक गंभीर हो गयी जिसका प्रधान कारण अग्रिम करों का भुगतान था। रिज़र्व बैंक ने विभिन्न समयवधियों वाली वैरिएबल रेट रिपो नीलामियाँ कीं जिनमें 14 दिवसीय नियमित मीयादी रिपो के अलावा अपेक्षाकृत अधिक अवधि (28 दिवसीय और 56 दिवसीय) रिपो शामिल थीं। साथ ही, अक्टूबर में ओएमओ के जरिए ₹360 बिलियन टिकाऊ चलनिधि का अंतर्वेशन भी किया गया जिसे बाद में बढ़ाकर नवंबर और दिसंबर प्रत्येक माह में ₹500 बिलियन कर दिया गया। फलस्वरूप, इस तिमाही के दौरान ओएमओ के माध्यम से कुल टिकाऊ चलनिधि अंतर्वेशन लगभग ₹1.4 ट्रिलियन हो गया (चार्ट III.3)। अतिरिक्त चलनिधि के अवशोषण के लिए परिवर्तनशील दरों वाली रिवर्स रिपो नीलामियाँ की गयीं।



III.18 लगातार हो रहे मुद्रा-प्रसार और सरकार के नकदी शेष बढ़ने के परिणामस्वरूप 2018-19 की चौथी तिमाही में भी चलनिधि की कमी बनी रही, हालांकि जनवरी और फरवरी महीनों के कुछ प्रारंभिक दिनों को छोड़कर जब सरकार द्वारा ओवरड्राफ्ट (ओडी)/ डब्लूएमए लिए जाने के कारण चलनिधि के अधिशेष वाली स्थितियां बनीं। टिकाऊ चलनिधि की जरूरतों को पूरा करने के लिए रिज़र्व बैंक ने ओएमओ खरीदारियाँ कीं - जनवरी में ₹500 बिलियन, फरवरी में ₹375 बिलियन और मार्च में ₹250 बिलियन। साथ ही साथ, अल्पकालिक चलनिधि आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए 14 दिवसीय नियमित मीयादी रिपो के अलावा विभिन्न समयावधियों वाली परिवर्तनशील दरों वाली रिपो का सहारा लिया गया।

III.19 रिज़र्व बैंक द्वारा टिकाऊ चलनिधि की आवश्यकता पूरी करने के लिए नियमित आधार पर ओएमओ का सहारा लिया गया। परिणामस्वरूप, ज्यादातर समय एलएएफ की स्थिति ने सरकारी खर्च में उतार-चढ़ाव प्रदर्शित किया (चार्ट III.4)।

III.20 कुल मिलाकर, मुद्रा-प्रसार और रिज़र्व बैंक द्वारा किए गए विदेशी मुद्रा परिचालन वर्ष 2018-19 के दौरान बैंकिंग प्रणाली में टिकाऊ चलनिधि के प्रमुख वाहक रहे, जबकि अल्पकालिक चलनिधि में कमी या अधिकता का प्रमुख निर्धारक सरकारी खर्च रहा। परिवर्तनशील दरों वाली नीलामियों के ज़रिए किए गए सूक्ष्म समायोजन ऐसे प्रमुख उपाय थे जिनके माध्यम से

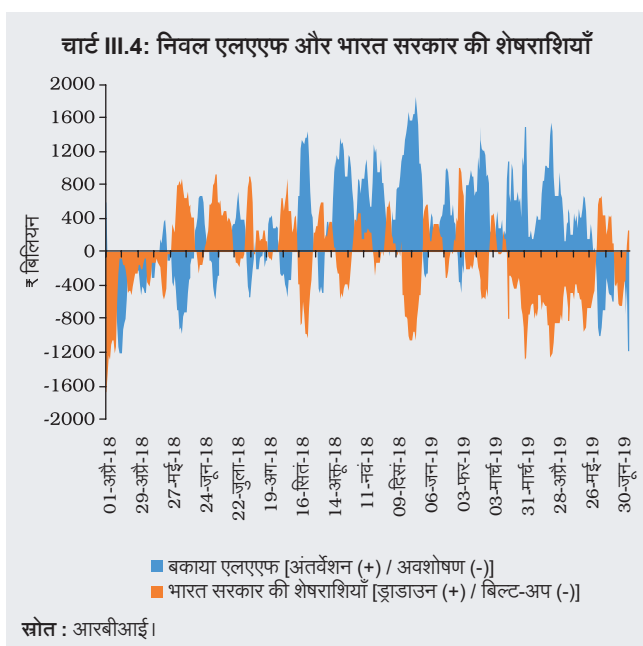
सारणी III.1: वर्ष 2018-19 के दौरान परिवर्तनशील दर नीलामियों के माध्यम से सूक्ष्म समायोजन परिचालन

मद	बारंबारता (दिनों की संख्या)	औसत मात्रा (₹ बिलियन)
1	2	3
रिपो (परिपक्वता अवधि दिनों में)		
1-3	11	199.9
7	5	219.3
8	1	250.0
14	2	126.9
21	2	325.0
28	4	250.0
55-56	4	237.5
रिवर्स रिपो (परिपक्वता अवधि दिनों में)		
1	44	390.6
2	6	382.0
3	16	371.3
4	6	248.0
6	2	186.4
7	110	135.5
11	1	40.8
13	1	26.3
14	13	44.0

स्रोत : आरबीआई।

अल्पकालिक चलनिधि का प्रबंधन किया गया। चलनिधि का प्रबंधन करने के लिए विभिन्न परिपक्वता अवधियों वाली रिपो/रिवर्स रिपो नीलामियाँ कई बार की गयीं (सारणी III.1)।

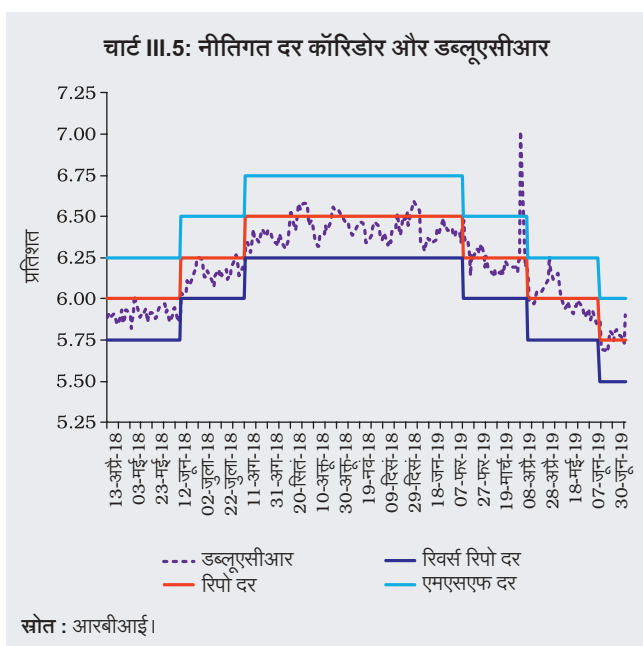
III.21 प्रत्येक वर्ष मार्च में वर्षान्त से जुड़े कारकों के कारण चलनिधि की माँग में होने वाली बढ़ोतरी को देखते हुए रिज़र्व बैंक ने नियमित 14-दिवसीय परिवर्तनशील दरों वाली मीयादी रिपो नीलामियों के अतिरिक्त अपेक्षाकृत अधिक अवधि की चार परिवर्तनशील दरों वाली रिपो नीलामियाँ (14 दिवसीय से 56 दिवसीय तक की भिन्न-भिन्न अवधियों वाली) कीं। इसके अलावा, रिज़र्व बैंक ने अपने चलनिधि प्रबंधन उपायों में वृद्धि करते हुए लंबी अवधि के विदेशी मुद्रा खरीद/ बिक्री स्वैपों के माध्यम से रुपये में चलनिधि अंतर्वेशित करने का निर्णय लिया। तदनुसार, बैंक ने 26 मार्च 2019 को 3 वर्षों की अवधि के लिए 5 बिलियन अमेरिकी डालर की यूएस\$/आईएनआर खरीद/बिक्री स्वैप नीलामी कीं ताकि ₹345.6 बिलियन की टिकाऊ चलनिधि अंतर्वेशित की जा सके।



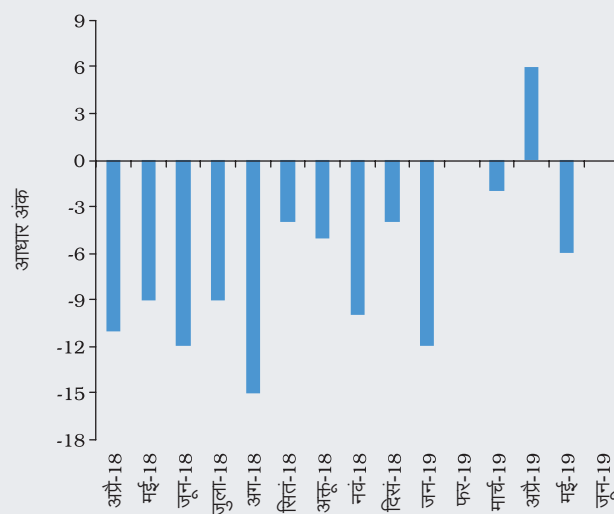
III.22 पूरे अप्रैल माह और मई के अधिकांश समय प्रणाली में चलनिधि की कमी बनी रहने के उपरांत जून में अधिशेष की स्थिति आयी, जिसका प्रमुख कारण आम चुनावों के बाद सरकारी खर्च में हुई भारी बढ़ोतरी थी। रिज़र्व बैंक द्वारा जहाँ एलएएफ के तहत प्रतिदिन निवल औसत आधार पर अप्रैल में ₹700 बिलियन और मई में ₹334 बिलियन चलनिधि अंतर्वेशित की गयी, वहीं जून में ₹517 बिलियन निवल चलनिधि अवशोषित की गयी। वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही के दौरान रिज़र्व बैंक ने चार ओएमओ खरीद नीलामियाँ की - मई और जून प्रत्येक महीने में ₹250 बिलियन और ₹275 बिलियन राशि की दो-दो नीलामियाँ। बैंक ने प्रणाली में टिकाऊ चलनिधि के अंतर्वेशन के लिए 23 अप्रैल को ₹348.7 बिलियन राशि वाली 3 वर्ष अवधि के लिए 5 बिलियन अमेरिकी डालर की खरीद/बिक्री स्वैप नीलामी भी की।

परिचालन लक्ष्य और नीतिगत दर

III.23 जैसा कि पहले भी कहा गया, चलनिधि प्रबंधन का उद्देश्य डब्लूएसीआर – जो कि परिचालन लक्ष्य है – का सामंजस्य नीतिगत रिपो दर के साथ स्थापित करना है। वर्ष 2018-19 के दौरान, डब्लूएसीआर ने जनवरी 2019 तक आम तौर पर नीतिगत रिपो दर से नीचे स्तर पर कारोबार किया लेकिन इसके बाद रुक-रुक कर यह मजबूत होती रही तथा वर्ष के अंत में तेजी से ऊपर चढ़ी (चार्ट III.5)। वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही के दौरान, डब्लूएसीआर नीतिगत रिपो दर से ऊपर- नीचे होती रही।



चार्ट III.6: रिपो दर के ऊपर डब्लूएसीआर का औसत स्प्रेड



III.24 रिपो दर पर डब्लूएसीआर का ऋणात्मक स्प्रेड अप्रैल के 11 आधार अंकों से घटते हुए अक्टूबर 2018 में 5 आधार अंक तक रह गया परंतु उसके बाद बढ़कर जनवरी में 12 आधार अंक हो गया (चार्ट III.6)। दिनांक 7 फरवरी 2019 को रिपो दर में 25 आधार अंकों की कटौती की घोषणा के बाद डब्लूएसीआर फरवरी और मार्च 2019 में मोटे तौर पर रिपो दर के अनुरूप हो गयी। कुल मिलाकर, 2018-19 में डब्लूएसीआर नीतिगत दर से 8 आधार अंक नीचे रही (पहली छमाही में 10 आधार अंक और दूसरी छमाही में 6 आधार अंक)। वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही के दौरान डब्लूएसीआर का औसत रिपो दर के आसपास ही रहा।

मौद्रिक नीति संचरण

III.25 नीतिगत रिपो दर में जून-अगस्त 2018 के दौरान 50 आधार अंकों की वृद्धि (वर्ष 2018 के जून और अगस्त प्रत्येक महीने में 25 आधार अंक) के बाद, बैंकों ने अपनी जमा और उधार ब्याज दरें बढ़ा दीं (सारणी III.2)। बैंकों ने तो इससे पहले -दिसंबर 2017 से- ही अपनी मीयादी जमा दरों में वृद्धि करना शुरू कर दिया था - क्योंकि प्रणाली में अधिशेष चलनिधि कम हो गई थी। सावधि जमा दरों में वृद्धि से बैंकों के वित्तपोषण की लागत पर दबाव बढ़ गया, जिससे उनकी निधियों की सीमांत लागत आधारित उधार दरें (एमसीएलआर) कम हुईं।

सारणी III.2: नीतिगत दर का जमा और उधार दरों में संचरण

(आधार अंक)

अवधि	रिपो दर	सावधि जमा दर		उधार दरें		
		माध्यिका सावधि जमा दर	डब्ल्यूएडीटीडीआर	1-वर्ष माध्यिका एमसीएलआर	डब्ल्यूएलआर-बकाया रुपया ऋण	डब्ल्यूएलआर-नया रुपया ऋण
1	2	3	4	5	6	7
अप्रैल 2017 से मार्च 2018	-25	-25	-30	-20	-55	-40
अप्रैल 2018 से मार्च 2019	25	19	22	35	10	39
जनवरी 2018 से जनवरी 2019	50	27	38	50	2	56
सख्ती वाला चक्र :						
जून 2018 से जनवरी 2019	50	16	20	32	13	57
नरमी वाला चक्र :						
फरवरी 2019-जून 2019	-75	-7	-7	-10	5	-29

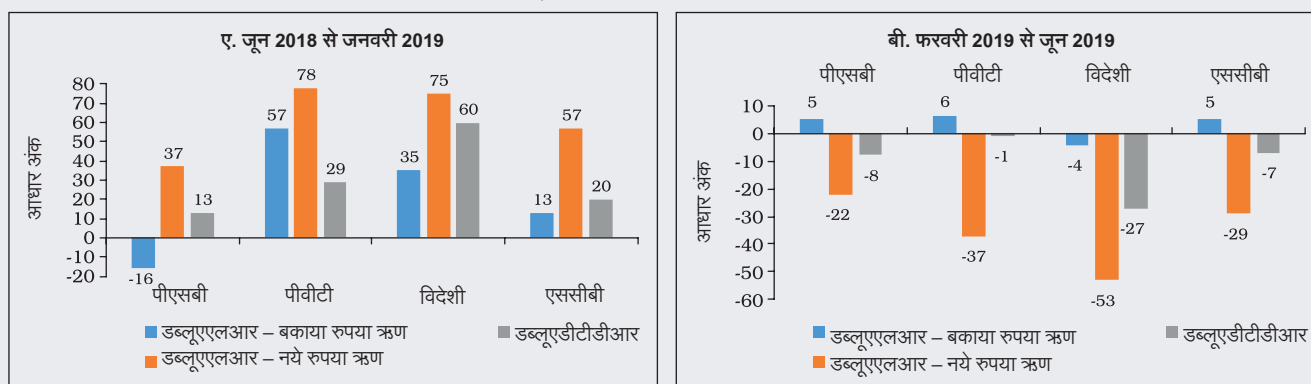
डब्ल्यूएडीटीडीआर: भारत औसत घरेलू सावधि जमा दर। डब्ल्यूएलआर : भारत औसत उधार दर।
एमसीएलआर : सीमांत निधियों की लागत आधारित उधार दर।
स्रोत : विशेष मासिक विवरणी VI एबी, आरबीआई और बैंकों की वेबसाइटें।

नतीजतन, मौद्रिक नीति चक्र की मौद्रिक सख्ती वाली अवधि (जून 2018 - जनवरी 2019) में बैंकों द्वारा स्वीकृत नये रुपया ऋणों पर भारत औसत उधार दर (डब्ल्यूएलआर) 57 आधार अंक बढ़ी। हालांकि बकाया रुपया ऋणों पर डब्ल्यूएलआर में वृद्धि काफी कम रही (चार्ट III.7ए)।

III.26 नीतिगत रिपो दर में फरवरी - जून 2019 के दौरान 75 आधार अंकों की कमी की प्रतिक्रिया यह हुई कि इसी अवधि में नये रुपया ऋणों पर डब्ल्यूएलआर में 29 आधार अंकों की गिरावट देखी गयी (चार्ट III.7 बी)। तथापि, बकाया

रुपया ऋणों पर डब्ल्यूएलआर में 5 आधार अंकों की वृद्धि हुई जिसके मुख्य रूप से दो कारण थे। पहला, उधार ब्याज दरें आम तौर पर 1-वर्ष एमसीएलआर से जुड़ी होती हैं; फलस्वरूप, ऐसे ऋणों पर ब्याज दरें नियत तिथियों पर सालाना निर्धारित की जाती हैं। दूसरा, जुलाई 2010-मार्च 2016 के बीच अनुबंधित और अभी बकाया ऋणों का एक हिस्सा आज भी बेस रेट से जुड़ा हुआ है, जो व्यावहारिक रूप से मौद्रिक नीति की सख्ती और नरमी दोनों ही चरणों में अपरिवर्तित रही है।

चार्ट III.7: एससीबी की जमा और उधार दरों में अंतर



पीएसबी : सार्वजनिक क्षेत्र के बैंक; पीवीटी : निजी क्षेत्र के बैंक; विदेशी : विदेशी बैंक; एससीबी : अनुसूचित वाणिज्यिक बैंक।
स्रोत : आरबीआई।

क्षेत्रवार उधार दरें

III.27 मौद्रिक संचरण अलग-अलग क्षेत्रों में अलग-अलग रहा जो क्रेडिट की माँग और ऋण जोखिम में भिन्नता को दर्शाता है। सख्ती वाली स्थितियों (जून 2018-जनवरी 2019) के दौरान कृषि, आवास और शिक्षा जैसे क्षेत्रों के बकाया ऋणों पर ब्याज दरों में वृद्धि हुई, जबकि उद्योग, व्यापार और पेशेवर सेवाओं के क्षेत्र में ब्याज दरों में गिरावट आयी (सारणी III.3)। फरवरी 2019 से प्रारंभ हुए मौद्रिक नरमी वाले चक्र के दौरान अधिकांश क्षेत्रों में उधार दरें कम हुईं।

III.28 रिजर्व बैंक ने दिसंबर 2018 में प्रस्ताव दिया था कि 1 अप्रैल 2019 से बैंकों द्वारा परिवर्तनशील दरों पर दिए जाने वाले सभी व्यक्तिगत / खुदरा ऋणों (आवास, ऑटो, आदि)

तथा सूक्ष्म और लघु उद्यमों को परिवर्तनशील दरों पर दिए जाने वाले ऋणों की बेंचमार्किंग बाह्य मानदण्डों अर्थात (i) नीतिगत रिपो दर; अथवा (ii) फाइनेंशियल बेंचमार्क इंडिया प्राइवेट लिमि. (एफबीआईएल) द्वारा प्रस्तावित किसी भी बेंचमार्क बाजार ब्याज दर के आधार पर की जाएगी, ट्रेजरी बिल दरों सहित। ऐसे मामलों - जैसे (i) बैंकों द्वारा नियत ब्याज दर से संबद्ध देयताओं वाली व्यवस्था से परिवर्तनशील ब्याज दर से संबद्ध देयताओं वाली व्यवस्था में आने से उत्पन्न ब्याज दर जोखिम का प्रबंधन; और (ii) आईटी प्रणाली के उन्नयन के लिए आवश्यक लीड टाइम - पर हितधारकों के साथ चर्चा करते हुए और उनसे प्राप्त प्रतिक्रिया को ध्यान में रखते हुए अप्रैल 2019 में निर्णय लिया गया था कि हितधारकों के साथ

सारणी III.3: एससीबी (आरआरबी को छोड़कर) के सेक्टरवार डब्ल्यूएलआर – बकाया रुपया ऋण
(जिस पर कारोबार में संकुचन 60 प्रतिशत या उससे भी अधिक होता है)

(प्रतिशत)

माह की समाप्ति	कृषि	उद्योग एमएसएमई (बड़े)	इन्फ्रा-स्ट्रक्चर	व्यापार	पेशेवर सेवाएं	व्यक्तिगत ऋण					रुपया निर्यात क्रेडिट	
						आवास	वाहन	शिक्षा	क्रेडिट कार्ड	अन्य*		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
दिसं-14	10.93	12.95	13.05	13.05	13.09	12.39	10.76	11.83	12.90	37.86	14.24	12.16
मार्च-18	10.71	11.03	11.41	11.40	11.08	10.87	9.38	10.74	11.29	37.79	12.48	10.08
मार्च-18	10.65	11.17	11.36	11.30	11.57	10.80	9.40	10.64	11.30	38.23	12.71	9.99
जून-18	10.67	11.23	11.30	11.28	11.00	10.73	9.43	10.66	11.29	38.55	12.66	10.07
सितं-18	10.73	10.42	11.55	10.88	11.17	10.50	9.58	10.62	11.61	38.79	12.05	9.76
दिसं-18	10.69	10.70	11.23	10.90	10.97	10.65	9.48	10.64	11.36	38.74	11.56	10.04
जन-19	10.70	10.57	11.02	10.98	10.59	10.59	9.54	10.60	11.40	37.97	11.59	9.92
मार्च-19	10.56	10.41	11.42	10.70	10.86	10.72	9.41	10.48	11.35	38.91	12.20	9.51
जून-19	10.48	10.20	11.26	10.68	9.98	10.42	9.44	10.45	11.34	38.63	12.39	9.73
भिन्नता (प्रतिशतता बिंदु)												
2018-19	-0.15	-0.62	0.01	-0.70	-0.22	-0.15	0.03	-0.26	0.06	1.12	-0.28	-0.57
नरमी वाली अवधि (जन 2015 - मई 2018)	-0.28	-1.78	-1.69	-1.75	-1.52	-1.59	-1.36	-1.19	-1.60	0.37	-1.53	-2.17
सख्ती वाली अवधि (जून 2018 - जन 2019)	0.05	-0.60	-0.34	-0.32	-0.98	-0.21	0.14	-0.04	0.10	-0.26	-1.12	-0.07
नरमी वाली अवधि (फर 2019 - जून 2019)	-0.22	-0.37	0.24	-0.30	-0.61	-0.17	-0.10	-0.15	-0.06	0.66	0.80	-0.19

§: आवास, वाहन, शिक्षा और क्रेडिट कार्ड से भिन्न ऋण।
एमएसएमई : सूक्ष्म, लघु और मध्यम उद्यम।
स्रोत : विशेष मासिक विवरणी VIएबी, आरबीआई।

दोबारा परामर्श किया जाएगा और दरों के संचरण के लिए एक प्रभावी प्रणाली तैयार की जाएगी।

III.29 वर्ष 2018-19 के दौरान ऐसे अनेक मुद्दों का अध्ययन किया गया जिनसे मौद्रिक नीति के संचरण के लिए प्राप्त होने वाले विश्लेषणात्मक इनपुट में सुधार किया जा सके : निवेश चक्रों के वाहकों का परीक्षण जिनसे निवेश चक्रों की अवधि और इन्फ्लेक्शन बिंदुओं/ स्ट्रक्चरल ब्रेक्स को समझा जा सके; आर्थिक गतिविधि के नियामक तत्वों और मौद्रिक एवं राजकोषीय नीतियों की भूमिका; मौद्रिक-राजकोषीय इंटरफेस की बेहतर समझ के लिए तिमाही पूर्वानुमान मॉडल में एक राजकोषीय ब्लॉक शामिल करना; माँग की स्थिति का आकलन करने में वित्तीय कारकों (बैंक क्रेडिट, इक्विटी की कीमतें और नीतिगत रिपो दर) की भूमिका को शामिल करने वाले वित्त-निरपेक्ष उत्पादन अंतराल से जुड़े अनुमान; न्यूनतम समर्थन मूल्यों और आवास किराया भत्तों के मुद्रास्फीति पर पड़ने वाले प्रभाव का आकलन; कच्चे तेल की कीमतों का समष्टि अर्थशास्त्र; और, विदेशी मुद्रा बाजार परिचालन तथा चलनिधि प्रबंधन। सीपीआई में आवासन सुविधाओं से जुड़े मुद्दों और बॉण्डों के प्रतिफलों में होने वाले उतार-चढ़ाव में मौद्रिक नीति की भूमिका के आकलन पर भी शोधपरक अध्ययन किया गया।

3. वर्ष 2019-20 के लिए कार्य-योजना

III.30 वर्ष 2019-20 के दौरान, मुख्य रूप से जिन बातों पर ध्यान केंद्रित किया जाएगा वे हैं – चलनिधि पूर्वानुमान फ्रेमवर्क को परिष्कृत करना, विभिन्न समयावधियों (जैसे कि वार्षिक, त्रैमासिक, मासिक, पाक्षिक और साप्ताहिक) पर परिचालनगत मुद्रा के आकलन को और अधिक सटीक बनाना तथा चलनिधि प्रबंधन फ्रेमवर्क के परिचालन से जुड़े पहलुओं की समग्र समीक्षा करना जिसमें संरचनात्मक चलनिधि संतुलन तथा चलनिधि के वितरण में आने वाली विषमता से जुड़े पहलू भी शामिल होंगे।

III.31 हाल के समय में खाद्य मुद्रास्फीति में हुए उतार-चढ़ाव का विश्लेषण किया जाएगा ताकि इसमें रही अस्थिरता के मूल कारणों को समझा जा सके और इसके पीछे कार्य कर रहे चक्रीय और संरचनात्मक कारकों की सापेक्ष भूमिका का परीक्षण किया जा सके। इसके अलावा, सभी प्रमुख समूहों / उप-समूहों पर प्रभावी मुद्रास्फीति की दरों में भिन्नता और समय के साथ इनमें आने वाले अंतर की बेहतर समझ विकसित करने के उद्देश्य से मुद्रास्फीति के स्थानिक आयामों का अध्ययन किया जाएगा। मौद्रिक संचरण की समझ बढ़ाने के लिए, ऋण के क्षेत्र-वार प्रवाह का विश्लेषण किया जाएगा। बैंकिंग क्षेत्र और एनबीएफसी द्वारा वाणिज्यिक क्षेत्र को दिए जाने वाले क्रेडिट के संदर्भ में उनकी आस्तियों की गुणवत्ता/स्वास्थ्य संबंधी प्रभावों का परीक्षण भी किया जाएगा।