

"बैंक मौद्रिक नीति समिति और उसमें होने वाले परिवर्तनों सहित उसके के निर्णयों को लागू करने के लिए उठाए जाने वाले कदमों की व्याख्या करने वाला एक दस्तावेज प्रकाशित करेगा"

[भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम, 1934 की धारा 45जेडजे(1)]

1. भूमिका

IV.1 मौद्रिक नीति¹ की परिचालन प्रक्रिया मौद्रिक नीति निर्णयों के कार्यान्वयन के इर्द-गिर्द घूमती है - "द प्लम्बिंग इन इट्स आर्किटेक्चर" (पात्र एवं अन्य, 2016)। जैसा कि आरबीआई अधिनियम द्वारा निर्धारित किया गया है, नीतिगत दर पर एमपीसी के निर्णय को आरबीआई द्वारा परिचालित किया जाना है ताकि यह आर्थिक कारकों के खर्च करने के व्यवहार को बदल सके और बदले में मुद्रास्फीति और वृद्धि पर आरबीआई के अधिदेश को प्राप्त कर सके। चूंकि मौद्रिक नीति को नीति निर्माण और कार्यान्वयन में "इनसाइड" और "आउटसाइड" लैंग्स भी कहा जाता है,² इसलिए एक कुशल परिचालन प्रक्रिया के लिए चुनौती है (i) नीतिगत दर में परिवर्तन से परिचालन लक्ष्य तक संचरण अंतराल को कम करना - एक चर जो मौद्रिक नीति कार्रवाइयों द्वारा नियंत्रित किया जा सकता है - तेजी से और कुशलता से; और (ii) सुनिश्चित करना कि परिचालन लक्ष्य में परिवर्तन अर्थव्यवस्था में ब्याज दर अवधि संरचना में यथासंभव पूरी तरह से प्रसारित होते हैं। विधायी अधिदेश के अनुसरण में, परिचालन प्रक्रिया में परिवर्तन और उनके औचित्य का विवरण द्वि-वार्षिक मौद्रिक नीति रिपोर्ट में प्रस्तुत किया गया है।

IV.2 भारत औसत मांग दर (डब्ल्यूएसीआर) - जो एकदिवसीय मुद्रा बाजार के प्रतिभूति-रहित खंड को दर्शाती है और मार्जिन पर प्रणालीगत चलनिधि बेमेल स्थितियों को बेहतर प्रतिबिंबित करती है - को स्पष्ट रूप से भारत में मौद्रिक नीति के परिचालन लक्ष्य के रूप में चुना गया था। ब्याज दर कॉरिडोर - चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) - को मई 2011 से सीमांत स्थायी सुविधा (एमएसएफ) पर ब्याज दर द्वारा ऊपरी सीमा (सीलिंग) के रूप में परिभाषित किया गया है, जो निश्चित एकदिवसीय रिवर्स रिपो दर निचली सीमा (फ्लोर) और बीच में नीतिगत रिपो दर के रूप में है (आरबीआई, 2011)³

IV.3 एलएएफ कॉरिडोर मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रिया को प्रभावी ढंग से परिभाषित करता है। एक बार नीतिगत रिपो दर की घोषणा हो जाने के बाद, डब्ल्यूएसीआर को रिपो दर के साथ निकटता से रखने के लिए चलनिधि परिचालन किया जाता है। जहां एफआईटी अवधि के दौरान परिचालन लक्ष्य और एलएएफ कॉरिडोर फ्रेमवर्क अपरिवर्तित रहा है, (i) कॉरिडोर की गुंजाइश के संबंध में कई परिशोधन शुरू किए गए हैं; (ii) चलनिधि प्रबंधन लिखतों का चुनाव; और (iii) नियमित/टिकाऊ बाजार संचालन

इस अध्याय को अर्घ्य कुसुम मित्रा, इंद्रनील भट्टाचार्य, एडविन ए. प्रभु, राजेश बी कावेदिया, भीमप्पा ए तलवार, के.एम. कुशवाहा और अनीश कुमार के द्वारा तैयार किया गया है। लेखक डॉ राजीव रंजन और श्री मुनीश कपूर के प्रोत्साहन और सुझावों के लिए आभारी हैं। अक्षय एस. गोरवाडकर और नीलेश पी. दलाल द्वारा प्रदान किए गए डेटा सहयोग को कृतज्ञतापूर्वक स्वीकार किया जाता है।

- 1 केंद्रीय बैंकिंग की भाषा में कहे तो, इसे कीमत स्थिरता और वृद्धि के अंतिम उद्देश्यों की खोज में दैनिक आधार पर मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन को परिचालन प्रक्रिया के रूप में जाना जाता है (वॉल्श, 2011)।
- 2 इनसाइड लैंग्स में शामिल हैं (ए) समस्या की पहचान, (बी) समस्या का समाधान करने के लिए नीतिगत निर्णय, और (सी) निर्णय के कार्यान्वयन जबकि बाहरी अंतराल में शामिल हैं (ए) नीतिगत निर्णय का तत्काल प्रभाव, और (बी) अंतिम परिणाम (पेरीमैन, 2012)।
- 3 जहां एमएसएफ बाजार सहभागियों को नीतिगत दर से अधिक प्रीमियम पर केंद्रीय बैंक की चलनिधि तक पहुंच प्रदान करता है, वहीं फिक्स्ड रेट ओवरनाइट रिवर्स रिपो विंडो दिन के अंत में रिज़र्व बैंक के पास नीतिगत दर से नीचे छूट पर अधिशेष चलनिधि को पार्क करने की अनुमति देता है।

को सुदृढ़ करना, सभी का उद्देश्य संचरण को मजबूत करने के लिए नीतिगत रिपो दर के लिए ब्याज दरों की सावधि संरचना को सहारा देना है।

IV.4 मौद्रिक नीति संचरण में एक 'ब्लैक बॉक्स' (बर्नाके और गर्टलर, 1995) होता है। साहित्य और बहु-राष्ट्रीय अनुभव में प्रसारण के कई चैनलों की पहचान की गई है: (i) आगे वर्णित ब्याज दर चैनल; (ii) क्रेडिट या बैंक ऋण देने वाला चैनल, जो भारत जैसे बैंक-प्रभुत्व वाली वित्तीय प्रणाली में महत्व रखता है; (iii) व्यापार योग्य और गैर-पारंपरिक वस्तुओं की सापेक्ष कीमतों के माध्यम से परिचालित विनिमय दर चैनल; (iv) वित्तीय आस्तियों की होल्डिंग से अर्जित धन/आय को प्रभावित करने वाला आस्तिकीमत चैनल; और (v) अर्थव्यवस्था की स्थिति और उसके दृष्टिकोण पर हाउसहोल्ड्स और कारोबार की धारणाओं को समाहित करने वाला प्रत्याशा चैनल। संचरण के ये वाहक आपस में जुड़ते हैं और संयोजन के रूप में काम करते हैं और इन्हें अलग करना मुश्किल होता है। हालांकि, वित्तीय बाजारों के विकास और बढ़ते परिष्कार से जुड़े बड़े पैमाने पर एक दुलमुल आम सहमति है कि ब्याज दर चैनल हावी है (बर्नाके और ब्लाइंडर, 1992)। 2000 के दशक से, इसने भारत में परिचालन प्रक्रिया के चुनाव के लिए तर्क प्रदान किया है। एफआईटी के दौरान, इस परिचालन प्रक्रिया को व्यवसायी नवाचारों और संचार कार्यनीतियों द्वारा प्रबलित किया गया है। इस प्रक्रिया में, ट्रेड-ऑफ सामने आए हैं, जो आगे चलकर भारत में एफआईटी के संचालन के लिए सबक लेने हेतु सावधानीपूर्वक मूल्यांकन की आवश्यकता है।

IV.5 इस प्रेरणा को देखते हुए, यह अध्याय मौजूदा परिचालन फ्रेमवर्क के प्रदर्शन और इसकी प्रभावकारिता की समीक्षा करने के लिए तैयार है। शेष अध्याय को निम्नलिखित तरीके से बांटा गया है: खंड 2 में बहुराष्ट्रीय अनुभव के मुकाबले परिचालन

प्रक्रिया और संचरण तंत्र के शोधपरक तथ्यों को प्रस्तुत किया गया है। खंड में 3 परिचालन प्रक्रिया और मौद्रिक संचरण तंत्र से उत्पन्न विशिष्ट दबावों के बारे में बताया गया है, जिनमें से कुछ पहलुओं ने पिछले चार वर्षों में सार्वजनिक चर्चा की है। यह खंड परिचालन प्रक्रिया को ठीक करने और बेहतर संचरण की सुविधा के लिए आवश्यक कदमों की भी सिफारिश करता है। अंत में, खंड 4 का समापन आगे आने वाली चुनौतियों को प्रस्तुत करते हुए किया गया है।

2. कुछ शोधपरक तथ्य

IV.6 बदलते समष्टि-आर्थिक और वित्तीय माहौल की प्रतिक्रिया स्वरूप, एकल नीतिगत दर के रूप में रिपो दर की भूमिका को तेज करने के लिए, चलनिधि प्रदान करने हेतु 14-दिवसीय सावधि रिपो को मुख्य लिखत के रूप में स्थापित करने के लिए परिचालन फ्रेमवर्क में परिशोधन किया गया है। आरक्षित निधि के रख-रखाव की अवधि और लचीले फ्रेमवर्क को सक्षम करने के लिए जो एक समायोजन रुख के समर्थन में सख्त रुख के अनुरूप एक घाटे वाले मोड से अधिशेष मोड में मूल रूप से अंतरित हो सकता है (सारणी IV.1)।

IV.7 फरवरी 2020 में, इन सुधारों की परिणति को सार्वजनिक डोमेन में रखा गया था ताकि चलनिधि प्रबंधन के उद्देश्यों और टूलकिट को स्पष्ट रूप से संप्रेषित किया जा सके (बॉक्स IV.1)।

IV.8 एफआईटी की अवधि⁴ के दौरान, चलनिधि प्रबंधन कार्यों में दो अवसरों पर गंभीर दबाव रहा। पहला परीक्षण विमुद्रीकरण के बाद अधिशेष चलनिधि की अधिकता के साथ हुआ, जिसने आरबीआई को एक पखवाड़े के लिए 100 प्रतिशत का अभूतपूर्व वृद्धिशील नकद आरक्षित अनुपात (सीआरआर) लागू करने के लिए प्रेरित किया (आरबीआई, 2017)। दूसरा आघात कोविड-19 का प्रकोप है जब बाजार बंदी ने व्यापारिक

4 जैसा कि अध्याय I में बताया गया है, एफआईटी की अवधि अक्टूबर 2016 से मार्च 2020 तक है।

सारणी IV.1: परिचालन संरचना में सुधार

मौद्रिक नीति का नया परिचालन संरचना (मई 2011)	संशोधित चलनिधि प्रबंधन संरचना (सितंबर 2014)	संशोधित चलनिधि संरचना (अप्रैल 2016)
<ul style="list-style-type: none"> रिपो दर - एकल नीतिगत दर। भारित औसत एकदिवसीय मांग मुद्रा दर (डब्ल्यूएसीआर) परिचालन लक्ष्य है। रिपो दर के आसपास +/- 100 बीपीएस का कॉरिडोर। सीमांत स्थायी सुविधा (एमएसएफ) के लिए रिपो दर से 100 बीपीएस ऊपर और रिवर्स रिपो दर के लिए रिपो दर से 100 बीपीएस नीचे। बैंकिंग प्रणाली की निवल मांग और सावधि देयताओं (एनडीटीएल) के +/- 1 प्रतिशत के सांकेतिक सुखद स्तर के साथ, स्थिर रिपो दर पर चलनिधि मांग का पूर्ण समायोजन। डब्ल्यूएसीआर के माध्यम से रिपो दर में परिवर्तनों का ब्याज दरों की अवधि संरचना में प्रसारण। 	<ul style="list-style-type: none"> एनडीटीएल के औसतन लगभग 1 प्रतिशत की सुनिश्चित चलनिधि तक पहुंच। बैंक-वार एनडीटीएल के 0.25 प्रतिशत की एकदिवसीय नियत दर रिपो, और शेष 14-दिवसीय परिवर्तनीय दर सावधि रिपो के माध्यम से। पखवाड़े के दौरान (सप्ताह के प्रत्येक मंगलवार और शुक्रवार) 14-दिवसीय मीयादी रिपो की अधिक लगातार नीलामी। परिवर्तनीय दर परिष्करण रिपो/रिवर्स रिपो नीलामियों की शुरुआत। 	<ul style="list-style-type: none"> रिपो दर के आसपास का कॉरिडोर +/- 100 बीपीएस से कम होकर +/- 50 बीपीएस हो गया। प्रत्याशित प्रणाली स्तर की चलनिधि घाटे को उत्तरोत्तर कम करके मध्यम अवधि में तटस्थता के करीब लाने की प्रतिबद्धता। सीआरआर के न्यूनतम दैनिक अनुरक्षण की आवश्यकता को 95 प्रतिशत से घटाकर 90 प्रतिशत करना।

गतिविधि में गिरावट का कारण बना, तब असाधारण प्रणाली के उपयोग के साथ-साथ सामान्य स्थिति को बहाल करने के लिए

लक्षित चलनिधि उपायों का उपयोग करना पड़ा (आरबीआई, 2020)।

बॉक्स IV.1

चलनिधि प्रबंधन संरचना

14 फरवरी 2020 से प्रभावी वर्तमान संरचना की निम्नलिखित मुख्य विशेषताएं हैं⁵:

- चलनिधि प्रबंधन कॉरिडोर को बरकरार रखा गया है और भारित औसत कॉल दर (डब्ल्यूएसीआर) परिचालन लक्ष्य रखा गया है।
- कॉरिडोर का आयाम 50 आधार अंक (बीपीएस) पर बरकरार रखा गया है⁶।
- आरक्षित नकदी निधि अनुपात (सीआरआर) रखरखाव चक्र के साथ अनुरूपता के लिए विभेदक दर पर 14-दिवसीय मीयादी रेपो/रिवर्स रेपो परिचालन आयोजित किया जाता है, जो बैंकों की चलनिधि अपेक्षाओं के प्रबंधन के लिए मुख्य चलनिधि प्रबंधन साधन है; पहले आयोजित किए जानेवाले दैनिक नियत दर रेपो और प्रत्येक पखवाड़े के चार 14-दिवसीय सावधि रेपो हटा दिए गए हैं।
- आरक्षित रखरखाव अवधि के दौरान किसी भी अप्रत्याशित चलनिधि परिवर्तन से निपटने के लिए मुख्य चलनिधि परिचालन एक दिवसीय

और/या दीर्घावधि के फाइन-ट्यूनिंग परिचालन द्वारा समर्थित है; यदि आवश्यक हो, तो आरबीआई 14 दिनों से अधिक की अवधि के परिवर्ती दर रेपो/रिवर्स रेपो परिचालन का संचालन करेगा।

- चलनिधि प्रबंधन साधनों में फिक्स्ड और वेरिएबल दर रेपो / रिवर्स रेपो नीलामियां, एकमुश्त मुक्त बाजार परिचालन (ओएमओ), विदेशी मुद्रा स्वैप और अन्य साधन शामिल हैं।
- दैनिक न्यूनतम सीआरआर रखरखाव अपेक्षाओं को 90 प्रतिशत पर बरकरार रखा गया है⁷।
- स्टैंडअलोन प्राइमरी डीलर्स (एसपीडी) को सभी एक दिवसीय चलनिधि प्रबंधन परिचालनों में सीधे भाग लेने की अनुमति है।
- संचार में पारदर्शिता को (ए) चलनिधि परिचालन के प्रवाह और स्टॉक प्रभाव दोनों के प्रसार के माध्यम से; और (बी) पाक्षिक अंतराल पर बैंकिंग प्रणाली की टिकाऊ चलनिधि स्थितियों के मात्रात्मक मूल्यांकन के प्रकाशन से बढ़ाया गया है।

5 विकासात्मक और विनियामकीय नीतियों पर वक्तव्य, 6 फरवरी 2020 आरबीआई।

6 महामारी के प्रकोप के बाद, मार्च में कॉरिडोर को असममित रूप से बढ़ाकर 65 बीपीएस और अप्रैल 2020 में 90 बीपीएस कर दिया गया था; वर्तमान में, रिवर्स रिपो दर रिपो दर से 65 बीपीएस नीचे है जबकि एमएसएफ दर रिपो दर से 25 बीपीएस अधिक है।

7 कोविड -19 प्रेरित वित्तीय बाजार की अव्यवस्थाओं को देखते हुए मार्च 2020 में दैनिक सीआरआर रखरखाव की अपेक्षा को घटाकर 80 प्रतिशत कर दिया गया था।

परिचालन संरचना और बाजार की सूक्ष्म-संरचना

IV.9 केंद्रीय बैंक के परिचालन संरचना और चलनिधि प्रबंधन कार्यनीति का चुनाव एक कुशल अंतर-बैंक मुद्रा बाजार पर आधारित है जो उधारदाताओं से उधारकर्ताओं को धन का सहज हस्तांतरण सुनिश्चित करता है और उस प्रक्रिया में, एकदिवसीय दर निर्धारित करता है (बिंदसील, 2014)। मौद्रिक नीति संचरण के पहले चरण के संदर्भ में वर्षों से भारत में मुद्रा बाजार को विकसित करने के लिए सुधारों ने भागीदारी और लिखतों का विस्तार किया है। कुछ उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (एई) के अनुभवों जैसे अमेरिका, यूके, यूरो क्षेत्र और जापान के अनुरूप बाजार गतिविधि का संपार्श्विक खंडों में स्थिर अभिगमन रहा है (सारणी IV.2)।

IV.10 असंपार्श्विक खंड में, कम टर्नओवर ट्रेडिंग के शुरुआती और समापन की अवधि में अत्यधिक केंद्रित है, जो डब्ल्यूएसीआर में अस्थिरता को बढ़ाता है (भट्टाचार्य एवं अन्य, 2019)। गैर-बैंक प्रतिभागियों जैसे म्यूचुअल फंड (एमएफ) में संपार्श्विक खंडों का वर्चस्व है। नतीजतन, शेयर बाजार में बड़े मोचन दबाव जैसे बाहरी घटनाक्रम बढ़ते हैं और एकदिवसीय बाजार की परिस्थितियों में सख्ती आती है। इसी तरह, जैसा कि सितंबर 2019⁸ में हुआ था, विनियामकीय परिवर्तन, जो इन संस्थाओं द्वारा निवेश के लिए संपार्श्विक लिखतों को अनिवार्य बनाते हैं या प्रोत्साहित करते हैं, अप्रत्याशित रूप से बाजार की स्थितियों को कम कर सकते हैं। बाजार सूक्ष्म-संरचना के अन्य पहलू भी डब्ल्यूएसीआर को प्रभावित कर सकते हैं। विशेष रूप से, विशेष रिपो - रिपो लेनदेन जिसमें मंदड़िया बिक्री⁹ बाजार में दायित्वों को पूरा करने के लिए एक विशिष्ट प्रतिभूति प्राप्त करने के लिए

सारणी IV.2: एकदिवसीय मुद्रा बाजार खंड में हिरसेदारी

(प्रतिशत)

वित्तीय वर्ष		असंपार्श्विक	संपार्श्विक	
		मांग मुद्रा	सीबीएलओ/ त्रि-पक्षीय रिपो	बाजार रिपो
प्री- एफआईटी	2011-12	21.2	58.9	19.9
	2012-13	21.1	54.5	24.5
	2013-14	15.2	60.1	24.8
	2014-15	13.0	59.2	27.8
	2015-16	12.4	59.1	28.6
	2016-17 (अप्रैल-सितंबर)	11.5	56.2	32.3
औसत (प्री-एफआईटी)		15.4	58.2	26.4
एफआईटी	2016-17 (अक्तूबर-मार्च)	9.8	61.4	28.8
	2017-18	8.4	63.2	28.5
	2018-19	9.6	63.8	26.6
	2019-20	6.9	68.0	25.1
औसत (एफआईटी)		8.4	64.8	26.8

टिप्पणी: 5 नवंबर 2018 से प्रभावी त्रि-पक्षीय रिपो ने संपार्श्विक उधार और उधार दायित्वों (सीबीएलओ) को बदल दिया; प्री-एफआईटी (अप्रैल 2011- सितंबर 2016)।

स्रोत: भारतीय रिज़र्व बैंक (आरबीआई)।

धन उधार दिया जाता है, जो अक्सर बाजार रिपो दरों को अनावश्यक रूप से निम्न स्तर तक ले जाता है, जिससे मुद्रा बाजार दरों को रिज़र्व बैंक के परिचालन कॉरीडोर से बाहर ले आता है। इसके अलावा, 'रिपोर्ट किए गए सौदों' का एक उच्च अनुपात - जो ओवर-द-काउंटर (ओटीसी) पर कारोबार किया जाता है और तयशुदा लेनदेन प्रणाली (एनडीएस) पर सौदे के पूरा होने के बाद - कॉल प्लेटफॉर्म पर रिपोर्ट किया जाता है, जो डब्ल्यूएसीआर पर अत्यधिक प्रभाव डालता है।¹⁰

8 भारतीय प्रतिभूति और विनियम बोर्ड (सेबी) द्वारा 20 सितंबर 2019 को निवल आस्ति मूल्य (एनएवी) की गणना के लिए कट-ऑफ समय दोपहर 2:00 बजे से दोपहर 1:30 बजे तक बढ़ा दिया गया था।

9 किसी प्रतिभूति की बिक्री जो विक्रेता के पास लेन-देन के समय नहीं होती है, लेकिन जिसके लिए निपटान तिथि पर वितरण की आवश्यकता होती है।

10 अधिकांश सूचित सौदों में सहकारी बैंक ऋणदाता के रूप में और निजी बैंक उधारकर्ता के रूप में शामिल होते हैं। रिपोर्ट किए गए सौदों पर दरें आम तौर पर कम होती हैं; नतीजतन, व्यापार सौदों की तुलना में रिपोर्ट किए गए सौदों का अधिकांश हिस्सा डब्ल्यूएसीआर पर नीचे की ओर दबाव डालता है।

नीतिगत कॉरिडोर

IV.11 एफआईटी के दौरान, चलनिधि प्रबंधन परिचालन ने डबल्यूएसीआर को 97 प्रतिशत समय पर नीतिगत कॉरिडोर के भीतर रखा (सारणी IV.3), हालांकि इसने मुख्य रूप से रिपो दर से नीचे कारोबार किया था (91 प्रतिशत समय)।

IV.12 कॉरिडोर प्रणाली के संबंध में देश का अनुभव कहता है कि परिचालन लक्ष्य आम तौर पर मध्य में अर्थात्, उच्चतम सीमा और तल से समान दूरी पर होता है, जो प्रणालीगत चलनिधि अपेक्षाओं के पूर्वानुमान के आधार पर कुशल चलनिधि प्रबंधन का सुझाव देता है (सेवरिग्स रिक्सबैंक, 2014)। भारत में, डबल्यूएसीआर एलएएफ कॉरिडोर में केंद्रित था और एफआईटी लागू करने से पहले और अपने शुरुआती महीनों के माध्यम से नीति दर के साथ एकदम से जुड़ा हुआ था, जो अप्रैल 2015 में 200 बीपीएस से अप्रैल 2017 तक 50 बीपीएस तक कॉरिडोर की संकीर्णता के पीछे मौद्रिक निशानेबाजी को दर्शाता है। इसे सक्रिय चलनिधि प्रबंधन द्वारा प्रखर किया गया था - 14-दिवसीय रिपो नीलामियों का उपयोग स्थिर दर रिपो के स्थान पर किया गया था। वर्ष 2016-17 के उत्तरार्ध से और 2017-18 की पहली छमाही में, विमुद्रीकरण-प्रेरित चलनिधि की किल्लत ने एकदिवसीय दरों में नरमी का

सारणी IV.3: परिचालन लक्ष्य और मौद्रिक कुशलता

(दिन)

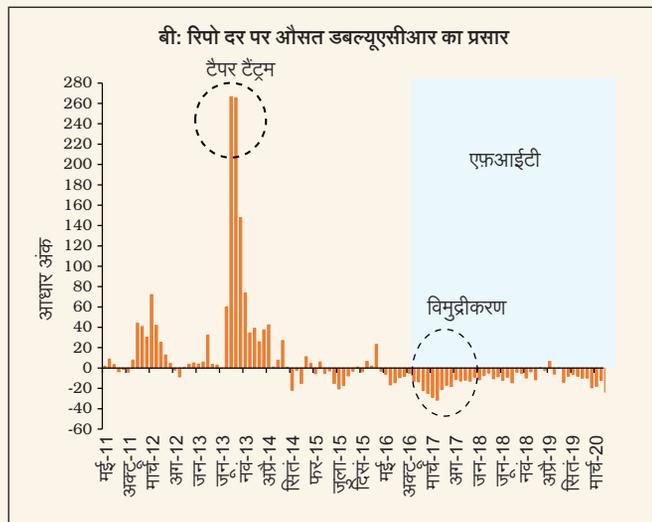
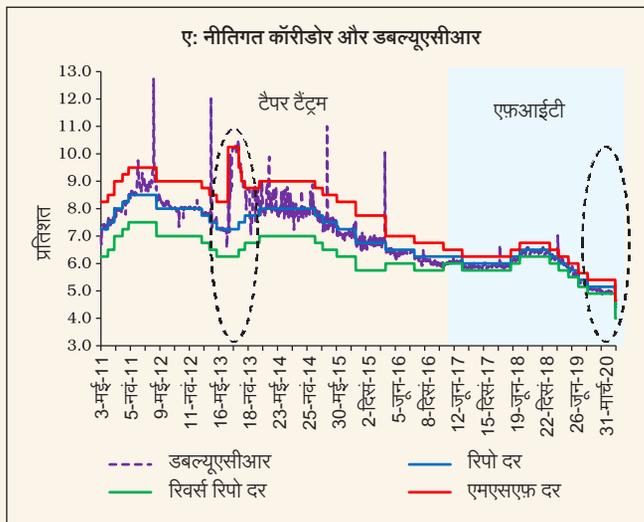
कालावधि	कॉरिडोर के बाहर		कॉरिडोर के भीतर			कुल
	> एमएसएफ	< रिवर्स रिपो	< रिपो	= रिपो	> रिपो	
प्री-एफआईटी	31	0	556	7	710	1,304
एफआईटी समग्र	4	23	742	2	74	845
	35	23	1,298	9	784	2,149

टिप्पणी: प्री-एफआईटी: (मई 2011 से सितंबर 2016); एफआईटी: (अक्टूबर 2016 से मार्च 2020)।

स्रोत: आरबीआई

पूर्वाग्रह प्रदान किया, जो एक वर्ष में 19 बीपीएस के ऋणात्मक प्रसार (रिपो दर से अधिक) में परिलक्षित होता है। इसके बाद आर्थिक गतिविधियों में मंदी के मद्देनजर, आरबीआई ने मौद्रिक नीति का एक उदार रुख अपनाया और प्रणालीगत चलनिधि (निवल एलएएफ) को जून 2019 से घाटे से अधिशेष में और महामारी की शुरुआत के साथ बड़ी चलनिधि अवशोषण में पारेषण करने की अनुमति दी (चार्ट IV.1ए)। कुल मिलाकर, डबल्यूएसीआर ने एफआईटी के तहत रिपो दर से औसतन 11 बीपीएस नीचे कारोबार किया, जबकि रिपो दर प्री-एफआईटी से 19 बीपीएस अधिक था (चार्ट IV.1बी)।

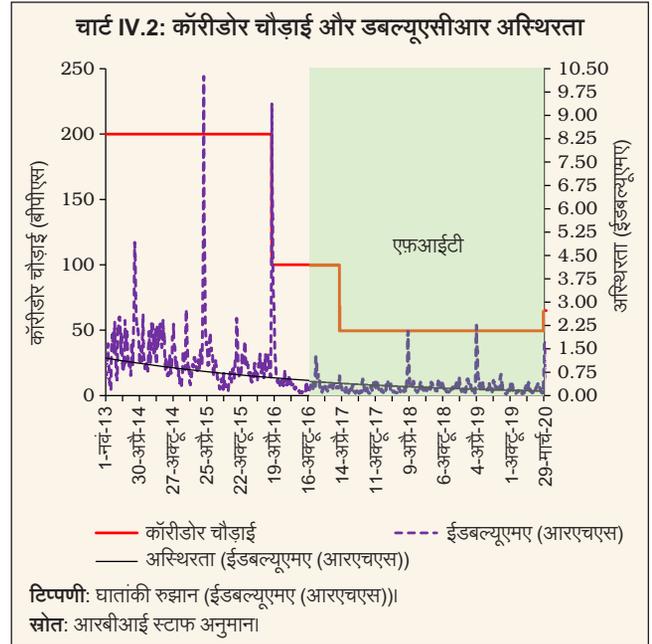
चार्ट IV.1: कॉरिडोर कुशलता



स्रोत: आरबीआई

IV.13 देश के अनुभव से पता चलता है कि कॉरिडोर की गुंजाइश आमतौर पर नीतिगत दर/लक्ष्य के आसपास 25-200 बीपीएस के बीच होती है (अनुबंध IV.1)। कॉरिडोर की इष्टतम गुंजाइश और चलनिधि प्रबंधन पर इसके प्रभाव पर साहित्य में व्यापक रूप से विचार किया गया है। एक व्यापक कॉरिडोर महंगे केंद्रीय बैंक की स्थायी सुविधाओं का पर्याय है और (i) अधिक अंतर-बैंक कारोबार से जुड़ा है; (ii) केंद्रीय बैंक की लीनियर बैलेंस शीट; और (iii) वृहत्तर अल्पावधिक ब्याज दर अस्थिरता (बिंदसील और जाब्लेकी, 2011)। इसके विपरीत, एक संकीर्ण कॉरिडोर (i) सिकुड़ते अंतर-बैंक बाजार गतिविधि से जुड़ा है; (ii) स्थायी सुविधाओं के लिए उच्चतर संसाधन, जिससे केंद्रीय बैंक की बैलेंस शीट के आकार में तेज वृद्धि हुई; और (iii) अंतर-बैंक बाजार में स्थिर अल्पावधिक दरें। भारत में, कॉरिडोर की गुंजाइश को एक सममित तरीके से उत्तरोत्तर संकुचित किया गया, जिससे अस्थिरता को कम करने में मदद मिली, जिसे डब्ल्यूएसीआर के एक्सपोनेंशियल वेटेड मूविंग एवरेज (ईडब्ल्यूएमए)¹¹ द्वारा मापा गया, जो बहुराष्ट्रीय अनुभव की पुष्टि करता है (चार्ट IV.2)।

IV.14 कमजोर अर्थव्यवस्था और कमजोर वित्तीय क्षेत्र के संदर्भ में एक असममित कॉरिडोर भी प्रस्तावित किया गया है (गुडहार्ट, 2010); व्यवहार में, जीएफसी के बाद कुछ ईई के बीच इसे व्यापक स्वीकार्यता मिली है। भारत में भी, आरबीआई ने जुलाई 2013 के मध्य में टेपर टैंट्रम के प्रतिक्रियास्वरूप कॉरिडोर को 400 बीपीएस तक बढ़ा दिया। सामान्य स्थिति के लौटने के साथ ही, कॉरिडोर की गुंजाइश धीरे-धीरे अक्टूबर 2013 के अंत तक 200 बीपीएस के अपने पूर्व-संकट स्तर पर बहाल कर दी गई (चार्ट IV.3)। कोविड-19 महामारी के बाद, रिजर्व बैंक ने मार्च-अप्रैल 2020 के दौरान एक बार फिर से असममित रूप से कॉरिडोर की गुंजाइश को बढ़ा दिया, जिससे विभिन्न पारंपरिक और अपरंपरागत उपायों के रूप में एक वास्तविक निम्न मूल्य प्रणाली का परिचालन करने से सिस्टम



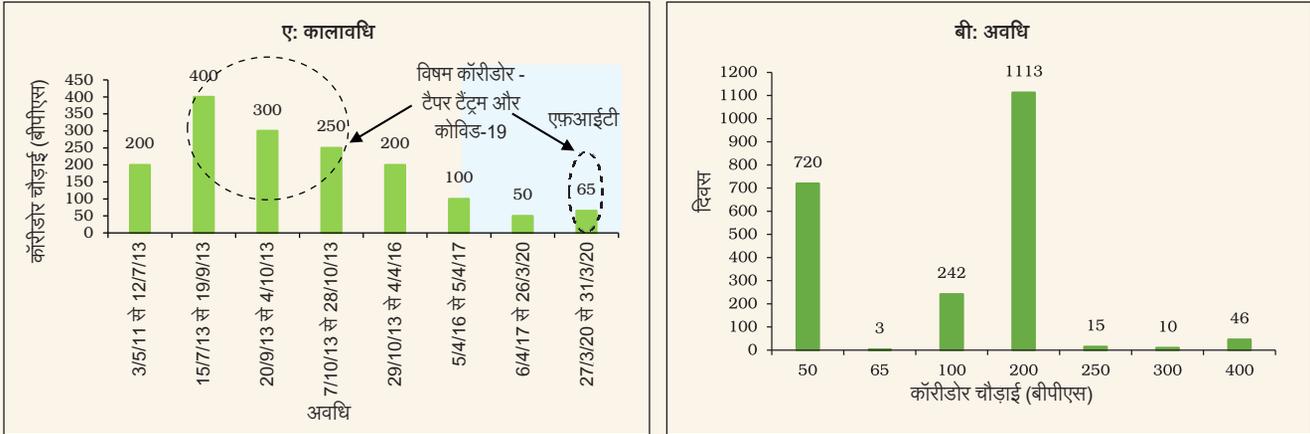
में चलनिधि की बाढ़ आ गई और वित्तीय स्थितियों को महामारी का मुकाबला करने के लिए बेहद आसान बना दिया।

आरक्षित निधि अनुरक्षण और औसतीकरण

IV.15 यद्यपि किसी आधुनिक वित्तीय प्रणाली में नीतिगत लिखत के रूप में सीआरआर की प्रभावशीलता सीमित है, तथापि यह आरक्षित निधियों की मांग पैदा करके एकदिवसीय ब्याज दरों को स्थिर करने का एक शक्तिशाली साधन है। प्रचलित बाजार ब्याज दर और भविष्य की दरों की अपेक्षाओं के आधार पर, आरक्षित अवधि की शुरुआत (अंत) में बैंक अपने रखरखाव को फ्रंटलोड (बैकलोड) कर सकते हैं। तदनुसार, सभी क्षेत्रों में भारी प्राथमिकता औसत आधार पर आरक्षित निधि का अनुरक्षण निर्धारित करना है: अनुरक्षण की अवधि मौद्रिक नीति बैठकों (यूरो क्षेत्र) के साथ दो सप्ताह (भारत) से छह-आठ सप्ताह तक भिन्न होती है। दैनिक न्यूनतम आरक्षित निधि का अनुरक्षण निर्धारित करने वाले केंद्रीय बैंकों की संख्या सीमित है (अनुबंध IV.1)।

11 अस्थिरता के उपाय के तौर पर, ईडब्ल्यूएमए साधारण विचलन पर एक सुधार है क्योंकि यह एकदम हाल के निष्कर्षों को अधिक भार प्रदान करता है। ईडब्ल्यूएमए पिछले अस्थिरता के भारित औसत के रूप में अस्थिरता को व्यक्त करता है, जहां हाल के अवलोकनों के लिए भार अधिक होता है।

चार्ट IV.3: कॉरीडोर चौड़ाई का विकास

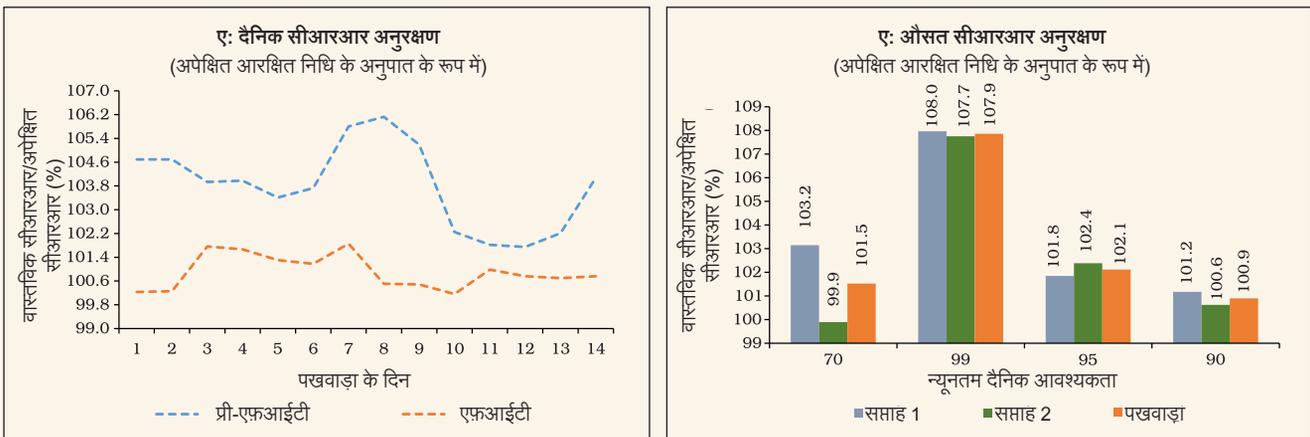


स्रोत: आरबीआई

IV.16 आरबीआई अधिनियम, 1934 की धारा 42(2) के तहत, पखवाड़े के दौरान न्यूनतम दैनिक अनुरक्षण (वास्तविक आवश्यकताओं के अनुपात के रूप में निर्धारित) के साथ बैंकों को अपनी निवल मांग और सावधि देनदारियों (एनडीटीएल) के एक निर्दिष्ट अनुपात को एक रिपोर्टिंग पखवाड़े में आरबीआई के साथ औसत दैनिक आधार पर सीआरआर शेष के रूप में बनाए रखना अपेक्षित है। दैनिक न्यूनतम आरक्षित निधि बैंकों को पखवाड़े के भीतर नकदी प्रवाह के आधार पर अपनी आरक्षित धारिता को अनुकूलित करने में लचीलापन प्रदान करती है।

रिपोर्टिंग पखवाड़े के भीतर, बैंक अपने दैनिक अनुरक्षण स्तरों का चयन करते हैं - जो स्थायी सुविधाओं पर दरों की तुलना में ब्याज दर अपेक्षाओं के लागत-लाभ विश्लेषण के आधार पर होते हैं। एफआईटी अवधि में बैंकों द्वारा चलनिधि योजना और आरक्षित निधि के अनुरक्षण में उल्लेखनीय सुधार देखने को मिला है (चार्ट IV.4ए)। दैनिक न्यूनतम आरक्षित निधि अपेक्षा को आवश्यक सीआरआर (दिसंबर 2002 से प्रभावी) के 70 प्रतिशत से बढ़ाकर जुलाई 2013 में 99 प्रतिशत कर दिया गया था, लेकिन बाद में सितंबर 2013 में इसे घटाकर 95 प्रतिशत और

चार्ट IV.4: आरक्षित निधि अनुरक्षण



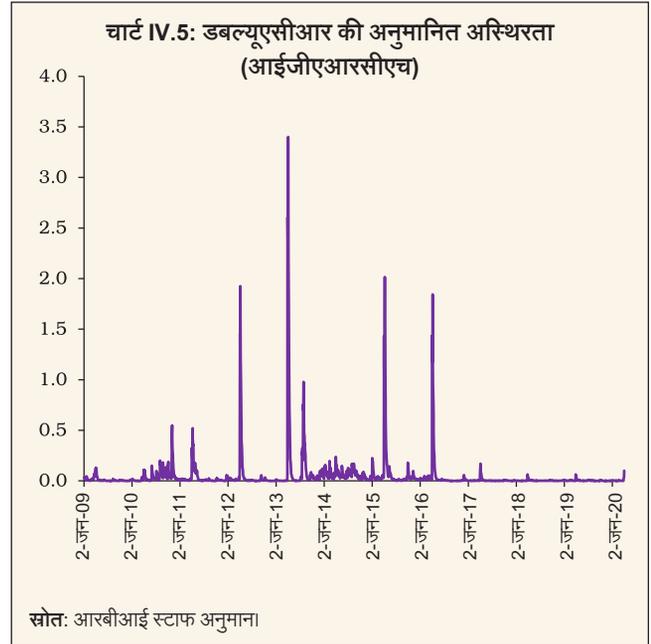
स्रोत: आरबीआई

अप्रैल 2016 में 90 प्रतिशत कर दिया गया। कोविड-19 के प्रकोप के बाद की, न्यूनतम अपेक्षा को मार्च 2020 में 80 प्रतिशत तक कम कर दिया गया था। आरक्षित निधि अनुरक्षण में अंतर-पखवाड़ा विचलन (सप्ताहों में) नगण्य थी, जब टेपर टैट्रम के बाद दैनिक न्यूनतम 99 प्रतिशत निर्धारित किया गया था; इसके विपरीत, दूसरे सप्ताह की तुलना में पहले सप्ताह में महत्वपूर्ण फ्रंट-लोडिंग हुई है, जब दैनिक न्यूनतम शेष राशि 70 प्रतिशत पर निर्धारित की गई थी (चार्ट IV.4बी)।

डब्ल्यूएसीआर की अस्थिरता

IV.17 मौद्रिक नीति संचरण की प्रभावशीलता परिचालन लक्ष्य में अस्थिरता को कम करने पर निर्भर है ताकि नीतिगत संकेत धुंधले न हों। एकदिवसीय अंतर-बैंक दर में कम अस्थिरता फंडिंग लागत के बारे में अनिश्चितता को कम करती है (कावेदिया और पटनायक, 2016)। वास्तव में, परिचालन लक्ष्य (कार्पेंटर एवं अन्य, 2016) में बढ़ी हुई अस्थिरता के कारण लंबी अवधि की दरें नीतिगत अधिमान से अधिक हो सकती हैं; इसलिए, स्थिर और अनुमानित अल्पावधिक दरें संचरण में सुधार करने में मदद कर सकती हैं (महले, 2020)। तदनुसार, परिचालन लक्ष्य अस्थिरता को कम करने से केंद्रीय बैंकों के चलनिधि प्रबंधन उद्देश्यों में प्राथमिकता मिली है। यह इस संदर्भ में है कि अधिकांश केंद्रीय बैंक परिष्करण परिचालन का सहारा लेते हैं और नीतिगत दर (यूएसए; यूरो क्षेत्र; यूके, स्वीडन, कनाडा, नॉर्वे, ऑस्ट्रेलिया) के साथ परिचालन लक्ष्य को संरेखित करने के लिए आगे का मार्गदर्शन प्रदान करते हैं। अस्थिरता को इसके द्वारा भी कम किया जाता है (i) मुख्य पुनर्वित्त संचालन को आरक्षित निधि के अनुरक्षण की अवधि (ईसीबी) के साथ तालमेल करके (ii) एकदिवसीय दर को नीतिगत दर (यूके) में अनुक्रमित करके; और (iii) नियमित परिचालन के साथ-साथ विवेकाधीन परिचालन करके।

IV.18 भारत में, डब्ल्यूएसीआर की सशर्त अस्थिरता एकदिवसीय अंतर-बैंक बाजार में बोली-प्रस्तावित दर के दायरा को सकारात्मक रूप से प्रभावित करने के लिए पाई गई है।



डब्ल्यूएसीआर की सशर्त अस्थिरता आमतौर पर विशेष रूप से एफआईटी की शुरुआत के बाद कम हो गई है, लेकिन बैंकों द्वारा बैलेंस शीट समायोजन से जुड़े सामान्य वर्ष के अंत के प्रभावों को छोड़कर (चार्ट IV.5)।

IV.19 अस्थिरता के प्रमुख निर्धारकों के आकलन से पता चलता है कि कैलेंडर प्रभाव (वार्षिक समापन) और आरक्षित निधि अनुरक्षण व्यवहार का एफआईटी के तहत पहले की तुलना में कम प्रभाव पड़ा है, जो इस अवधि के दौरान बेहतर चलनिधि प्रबंधन को दर्शाता है (बॉक्स IV.2)।

लिखत और संपार्थिक

IV.20 जीएफसी के बाद, केंद्रीय बैंकों में विवेकाधीन और आपातकालीन चलनिधि सुविधाएं सक्रिय हो गई हैं या यदि आवश्यक हो तो उनके भविष्य के उपयोग के लिए प्रासंगिक कानून लागू हैं। खुला बाजार परिचालन (ओएमओ) के अलावा, अन्य विवेकाधीन संचालन में फॉरेक्स स्वैप (ऑस्ट्रेलिया); सावधि जमा (ऑस्ट्रेलिया); अनिवार्य जमा (मेक्सिको); अतिरिक्त ऋण और जमा (स्वीडन); और उधार के लिए वित्त पोषण (यूके) शामिल हैं।

बॉक्स IV.2

डब्ल्यूएसीआर की अस्थिरता - प्रमुख निर्धारक

जनवरी 2009 से मार्च 2020 तक के दैनिक आंकड़ों के आधार पर, डब्ल्यूएसीआर में दैनिक परिवर्तनों की अनुमानित अस्थिरता, एफआईटी अवधि के दौरान औसतन कम पाई गई है (सारणी 1)। इसके अलावा, एफआईटी अवधि के दौरान अनुमानित अस्थिरता की स्क्व्यूनेस और कुटोसिस में भी गिरावट आई है, जो आंशिक रूप से इस अवधि के दौरान मार्च के अंत के आसपास डब्ल्यूएसीआर के स्पाइक्स में कमी से परिलक्षित होता है।

उच्च आवृत्ति चर जैसे डब्ल्यूएसीआर अस्थिरता क्लस्टरिंग प्रदर्शित करता है - तीव्र अस्थिरता के बाद स्थिर अवधि आता है। यह जनरलाइज्ड ऑटोरेग्रेसिव कंडिशनल हेटरोस्केडेस्टिसिटी (जीएआरसीएच) [1,1] मॉडल या वेरिएंट के उपयोग की गारंटी देता है, जहां अनुमानित मापदंडों का योग एकरूपता के करीब है। डब्ल्यूएसीआर में निरंतर अस्थिरता को ध्यान में रखते हुए, एकीकृत- जीएआरसीएच (आई-जीएआरसीएच) मॉडल का उपयोग निम्नलिखित विनिर्देश के साथ अस्थिरता (एंगल और बोलर्सलेव, 1986) के आदर्श के लिए किया जाता है।

माध्य समीकरण

$$\Delta r_t = c + \rho (r - o)_{t-1} + \sum_i \beta_i \Delta r_{t-i} + \sum_j \gamma_{t-j} \Delta o_{t-j} + \theta liq_t + \omega DX_t + \varepsilon_t \quad \dots (1)$$

अंतर समीकरण

$$\sigma_t^2 = \mu + \alpha \varepsilon_{t-1}^2 + \delta \sigma_{t-1}^2 + \tau DX_t$$

$$\alpha > 0, \delta > 0 \text{ and } \alpha + \delta = 1 \quad \dots (2)$$

जहां r_t दैनिक डब्ल्यूसीआर है और o_t नीति रेपो दर है liq_t दैनिक एलएफ स्थिति है जो चलनिधि असंतुलन दर्शाती है और Δ संबंधित चर में दैनिक परिवर्तन दर्शाता है। डब्ल्यूएसीआर और नीति रेपो दर के बीच लैंग स्प्रेड के माध्यम से मापी गई त्रुटि सुधार अवधि को भी माध्य समीकरण में शामिल किया जाता है। विशिष्ट घटनाएं जैसे टेंपर टैटूम, विमुद्रीकरण, वर्ष के अंत में चलनिधि प्रभाव, और बैंकों के पाक्षिक आरक्षित निधि रखरखाव पैटर्न के प्रभाव को DX_t द्वारा दर्शाए गए डमी चर का उपयोग करके नियंत्रित किया जाता है। अंतर समीकरण से गुणांक की व्याख्या ऑटो सहसंयोजन कारक (α) और निरंतर अस्थिरता ($\alpha + \delta$) कारक के रूप में की जा सकती है। अवशेषों के निदानात्मक परीक्षण से पता चलता है कि (i) मॉडल सही ढंग से निर्दिष्ट है और (ii) स्वतः सहसंबंध से मुक्त है (सारणी 2)।

सारणी 1: डब्ल्यूएसीआर में दैनिक परिवर्तन कि अनुमानित सशर्त अस्थिरता

सारांश सांख्यिकी	पूर्व-एफआईटी\$	एफआईटी@
माध्य	0.050	0.003
माध्यिका	0.012	0.003
अधिकतम	2.028	0.004
न्यूनतम	0.000	0.002
मानक विचलन	0.146	0.000
स्क्व्यूनेस	7.308	0.676
कुटोसिस	69.882	2.669

\$: जनवरी 2009 से सितंबर 2016;

@: अक्टूबर 2016 से मार्च 2020

सारणी 2: डब्ल्यूएसीआर की अस्थिरता

आश्रित चर: Δ डब्ल्यूएसीआर		
चर	पूर्व-एफआईटी	एफआईटी
माध्य समीकरण		
निरंतर	-0.01***	-0.02***
डब्ल्यूएसीआर	-0.12***	-0.13***
रेपो दर	0.78***	0.49***
निवल चलनिधि	-0.00**	-0.01***
ईसीएम	-0.04***	-0.22***
डीयूएम_मार्च	3.12***	0.04
डीयूएम_अप्रैल	-3.08***	-0.60***
डीयूएम_टेपर	0.11***	
डी3	0.05***	
डी4	0.01***	
डी5	0.01***	
डी6	0.00**	
डी7	0.01***	
डी10	0.01***	
डी12	0.01***	
अस्थिरता समीकरण		
आरईएसआईडी (-1)^2	0.23***	0.00*
जीएआरसीएच (-1)^2	0.77***	0.99***
डीयूएम_मार्च	0.21***	0.00
डायग्नोस्टिक (पी-मूल्य)		
टी-डीआईएसटी.डीओएफ	0.00	0.00
क्यू (10)	0.57	0.31
क्यू (20)	0.51	0.69
एआरसीएच एलएम (5)	0.86	0.16

टिप्पणी: *, ** और *** क्रमशः 10%, 5% और 1% के महत्वपूर्ण स्तर दर्शाते हैं। एफआईटी अवधि के लिए माध्य और विचरण समीकरण दोनों में विमुद्रीकरण डमी महत्वहीन पाया गया।

नीति रेपो दर में एक प्रतिशत की वृद्धि से डब्ल्यूएसीआर में प्री-एफआईटी अवधि में एफआईटी के दौरान के 0.5 प्रतिशत अंक की तुलना में 0.8 प्रतिशत अंक की तत्काल वृद्धि हुई है। त्रुटि सुधार अवधि, नीति रेपो दर के साथ अपने दीर्घावधि संबंध से डब्ल्यूएसीआर के किसी भी प्रस्थान के लिए समायोजन की गति का संकेत है, एफआईटी अवधि के लिए लगभग पांच गुना अधिक है, जो संचरण में सुधार दर्शाता है। दोनों अवधियों के दौरान कैलेंडर प्रभाव सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण हैं; हालांकि, एफआईटी के दौरान उनका प्रभाव बहुत कम है, मार्च के अंत का प्रभाव नगण्य हो जाता है। प्री-एफआईटी अवधि में बैंकों के आरक्षित निधि रखरखाव व्यवहार के प्रभाव को पकड़ने वाले डमी चर सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण साबित हुए; हालांकि, एफआईटी के दौरान उनका प्रभाव नगण्य हो गया।

संदर्भ:

Engle, R.F. and T. Bollerslev, (1986), "Modelling the Persistence of Conditional Variance", *Econometric Reviews*, 5, 1-50.

IV.21 चलनिधि प्रबंधन उद्देश्यों के लिए एफआईटी के तहत ओएमओ - बिक्री से अधिक खरीद - भारत में पसंदीदा लिखत रहा है (सारणी IV.4)¹² मार्च 2019 से यूएसडी/आईएनआर स्वैप का उपयोग टिकाऊ चलनिधि को अंतर्वेशन करने/निकालने के लिए भी किया गया है। महामारी के मद्देनजर, गैर-पारंपरिक मौद्रिक नीति (यूएमपी) लिखत जैसे दीर्घावधिक रिपो परिचालन (एलटीआरओ) और लक्षित लंबी अवधि के रिपो परिचालन (टीएलटीआरओ) को विशिष्ट क्षेत्रों, संस्थानों और लिखतों तक पहुंचने के लिए पेश किया गया, जिससे बाजार के दबाव को कम करने और वित्तीय स्थिति में नरमी लाने में मदद मिली (आरबीआई, 2020)। कोविड से संबंधित असाधारण प्रतिक्रिया के रूप में, अखिल भारतीय वित्तीय संस्थानों¹³ [अर्थात्, राष्ट्रीय कृषि और ग्रामीण विकास बैंक (नाबार्ड); भारतीय लघु उद्योग विकास बैंक (सिडबी); राष्ट्रीय आवास बैंक (एनएचबी); और एक्जिम बैंक ऑफ इंडिया] को पुनर्वित्त / लाइन ऑफ क्रेडिट प्रदान किया

गया था ताकि क्षेत्र-विशिष्ट चलनिधि बाधाओं को कम किया जा सके।¹⁴

IV.22 वर्ष 2014-15 से शुरू हुए अप्रत्याशित चलनिधि आघातों से निपटने के लिए अलग-अलग परिपक्वताओं की परिवर्तनीय दर नीलामियों के माध्यम से परिष्करण परिचालन में तेजी लायी गयी। एफआईटी के दौरान, इन परिचालनों में मात्रा और परिचालन की संख्या दोनों मामले में वृद्धि हुई है (सारणी IV.5)। हालांकि इस तरह के अधिकांश लेन-देन छोटी परिपक्वता (1-3 दिन) में केंद्रित थे, लंबे समय तक अधिशेष चलनिधि के चरणों के कारण, दीर्घ परिपक्वता के रिवर्स रिपो लेनदेन पहले की तुलना में एफआईटी के दौरान उठाए गए थे। कोविड-19 की वजह से अव्यवस्थाओं के कारण होने वाली घर्षण चलनिधि आवश्यकताओं से निपटने के लिए एक प्राथमिक उपाय के रूप में, लंबी अवधि (16-दिन की परिपक्वता) परिष्करण परिवर्तनीय दर रिपो नीलामी मार्च 2020 में आयोजित की गई थी, बड़ी अधिशेष चलनिधि रहने के बावजूद।

सारणी IV.4: चलनिधि प्रबंधन लिखत

(₹ करोड़)

वित्तीय वर्ष नीलामी		निवल ओएमओ खरीद (+) / बिक्री (-)			निर्यात ऋण पुनर्वित्त	एलटीआरओ/ टीएलटीआरओ बिक्री/क्रय	यूएसडी/आईएनआर स्वैप नीलामी	
		नीलामी	एनडीएस- ओएम	कुल			क्रय/बिक्री	क्रय/बिक्री
प्री- एफआईटी	2011-12	1,24,724	9,361	1,34,085	23,640			
	2012-13	1,31,708	22,892	1,54,599	18,200			
	2013-14	52,003	0	52,002	28,500			
	2014-15	-29,268	-34,150	-63,418	-9,100			
	2015-16	63,139	-10,815	52,324	-			
	2016-17 (30 सितंबर 2016 तक)	1,00,014	490	1,00,504	-			
एफआईटी	2016-17 (01 अक्टूबर 2016 से आगे)	10,000	-10	9,990	-			
	2017-18	-90,000	1,225	-88,775	-			
	2018-19	2,98,502	730	2,99,232	-		34,561	
	2019-20	1,04,224	9,345	1,13,569	-	1,50,126	34,874	- 20,232

स्रोत: आरबीआई

12 चलनिधि उपायों के अलावा, नीतिगत दर समायोजन, जिनकी चर्चा सारणी IV.7 में की गई है, को भी बाद में प्रभावी किया गया है।

13 शुरुआत में अप्रैल 2020 में ₹50,000 करोड़ की राशि, इसके बाद मई में ₹65,000 करोड़ और अगस्त 2020 में ₹75,000 करोड़ तक बढ़ गई।

14 चूंकि क्षेत्र-विशिष्ट पुनर्वित्त सुविधाएं बाजार की ताकतों द्वारा निर्धारित दरों पर सुनिश्चित चलनिधि तक पहुंच प्रदान करती हैं, वे मौद्रिक संचरण प्रक्रिया को बाधित करते हैं। नतीजतन, मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क (आरबीआई, 2014) को संशोधित और मजबूत करने के लिए विशेषज्ञ समिति की सिफारिशों के आधार पर फरवरी 2015 में निर्यात ऋण पुनर्वित्त (ईसीआर) वापस ले लिया गया था।

सारणी IV.5 परिष्करण परिचालन

वर्ष	परिपक्वता काल (दिन)	औसत परिमाण (₹ करोड़)	
		रिपो	रिवर्स रिपो
प्री-एफआईटी			
2014-15	01-03	15,399 (50)	13,485 (56)
	04-12	12,143 (8)	11,144 (8)
	13-27	-	-
	28 एवं इससे ऊपर	9,125 (1)	-
2015-16	01-03	13,051 (57)	11,449 (104)
	04-12	14,915 (44)	13,418 (42)
	13-27	21,570 (6)	4,995 (6)
	28 एवं इससे ऊपर	19,803 (8)	-
2016-17 (30 सितंबर 2016 तक)	01-03	9,247 (8)	15,341 (47)
	04-12	11,438 (11)	11,969 (49)
	13-27	15,064 (2)	4489 (10)
	28 एवं इससे ऊपर	20,004 (1)	560 (3)
एफआईटी			
2016-17 (1 अक्टूबर 2016 से)	01-03	51,912 (15)	40,145 (164)
	04-12	6,850 (1)	21,469 (68)
	13-27	-	17,989 (53)
	28 एवं इससे ऊपर	-	10,626 (22)
2017-18	01-03	14,270 (6)	20,565 (37)
	04-12	21,016 (7)	15,603 (226)
	13-27	25,005 (1)	11,775 (180)
	28 एवं इससे ऊपर	23,631 (4)	3,141 (139)
2018-19	01-03	19,988 (11)	38,945 (65)
	04-12	22,441 (6)	14,092 (120)
	13-27	22,594 (4)	4,272 (14)
	28 एवं इससे ऊपर	24,377 (8)	-
2019-20	01-03	15,709 (3)	1,22,451 (222)
	04-12	11,772 (1)	26,747 (39)
	13-27	38,873 (2)	9,824 (3)
	28 एवं इससे ऊपर	-	16,482 (11)

टिप्पणी: कोष्ठक में दिए गए आंकड़े परिचालन की संख्या को दर्शाते हैं।

स्रोत: आरबीआई।

IV.23 सभी प्रमुख केंद्रीय बैंक सार्वजनिक क्षेत्र की प्रतिभूतियों को पात्र संपार्श्विक मानते हैं। जीएफसी के बाद से, पात्र संपार्श्विक की सूची कई देशों में विस्तारित हुई है जिसमें (i) वित्तीय इकाई

ऋण (जापान, मैक्सिको, स्वीडन और यूके) शामिल हैं; (ii) कवर बॉन्ड (ऑस्ट्रेलिया और यूके); (iii) अन्य आस्तित्व समर्थित प्रतिभूतियां (ऑस्ट्रेलिया, कनाडा, मैक्सिको और यूके); (iv) कॉर्पोरेट कर्ज एवं ऋण और अन्य ऋण दावे (कनाडा और यूके); और (v) बहुराष्ट्रीय संपार्श्विक (ऑस्ट्रेलिया, जापान और मैक्सिको) शामिल हैं। तदनुसार, देश संपार्श्विक के लिए मूल्य निर्धारण, मार्जिन और हेयरकट से संबंधित विभिन्न प्रथाओं का पालन करते हैं।

IV.24 आरबीआई अधिनियम के अनुसार, केवल सरकारी प्रतिभूतियां ही भारत में प्रतिपक्षकारों के लिए संपार्श्विक के रूप में पात्र हैं जो स्थायी सुविधाओं का लाभ उठा रही हैं और आरबीआई के चलनिधि परिचालन में भाग ले रही हैं। नतीजतन, केंद्र और राज्य सरकार की प्रतिभूतियों को गिरवी रखने के खिलाफ एमएसएफ और रिपो सुविधा के तहत धन का लाभ उठाया जाता है।

चलनिधि के संचालक और प्रबंधन¹⁵

IV.25 बारीक जांच से पता चलता है कि यद्यपि चलनिधि के प्रमुख स्वचालक पूर्ववर्ती वर्षों की तुलना में एफआईटी अवधि में अपरिवर्तित रहे हैं, उनके औसत आयाम बदल गए हैं (सारणी IV.6)। परिचालनगत मुद्रा (सीआईसी) के माध्यम से बैंकिंग प्रणाली से चलनिधि रिसाव औसतन एफआईटी अवधि में काफी बढ़ गया है। एफआईटी के दौरान आरबीआई द्वारा बाजार के हस्तक्षेप का आकार बढ़ा दिया गया है, जो पूंजी प्रवाह में वृद्धि से पड़ने वाले दबाव को दर्शाता है। विवेकाधीन उपायों में, ओएमओ की मात्रा में वृद्धि हुई है, जो एफआईटी के अंतर्गत बाजार आधारित लिखतों के प्रति अधिमानता को दर्शाता है। महामारी के प्रकोप के बाद शुरू किए गए यूएसडी/आईएनआर फॉरेक्स स्वैप और यूएमपी उपायों ने प्रणालीगत चलनिधि को संशोधित करने में अतिरिक्त छूट प्रदान की है।

15 अर्थव्यवस्था में विभिन्न कारकों के कार्यों के साथ-साथ केंद्रीय बैंक के विवेकाधीन बाजार परिचालन को प्रतिबिंबित करने वाले स्वायत्त कारकों दोनों के कारण चलनिधि की स्थिति बदल सकती है; आमतौर पर, स्वायत्त कारकों की भरपाई के लिए विवेकाधीन उपाय किए जाते हैं (भट्टाचार्य और साहू, 2011)।

मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रिया

सारणी IV.6: प्रमुख चलनिधि संकेतक (अवधि औसत)

(₹ करोड़)

	प्री- एफआईटी	एफआईटी
ए. चलनिधि के चालक		
1. अधिकृत डीलरों (एडी) से निवल खरीद	75,764	1,23,818
2. संचालन में मुद्रा (- रिसाव)	-1,47,465	-2,05,553
3. भारत सरकार नकद शेष (+ कमी)/- वृद्धि	-7,307	-2,460
4. बैंकों द्वारा अनुरक्षित अतिरिक्त सीआरआर (+ ड्रॉडाउन/- बिल्ड-अप)	12,055	-23,831
बी. चलनिधि का प्रबंधन		
5. निवल चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ)	-34,326	-50,322
6. खुले बाजार में खरीदारी	61,768	95,211
7. यूएमपी (एलटीआरओ और टीएलटीआरओ)	0	68,005
8. निवल विदेशी मुद्रा स्वैप	0	14,058

टिप्पणी: प्री-एफआईटी (अप्रैल 2011-सितंबर 2016); (अक्टूबर 2016-मार्च 2020)
स्रोत: आरबीआई

मौद्रिक नीति संचरण

IV.26 मुद्रा बाजार में प्रेषित मौद्रिक नीति आवेग वित्तीय बाजारों के माध्यम से वास्तविक अर्थव्यवस्था यानी परिचालन प्रक्रिया के दूसरे चरण में अपना काम करते हैं। चूंकि वित्तीय

बाजारों में आम तौर पर असममित जानकारी की विशेषता होती है, इसलिए नीतिगत संकेतन विषमता को पाटने और केंद्रीय बैंकों के नीतिगत रुख को अर्थव्यवस्था तक पहुंचाने का एक प्रभावी तंत्र है (अमाटो एवं अन्य, 2002)।

नीतिगत दर का डब्ल्यूएसीआर में संचरण

IV.27 प्री-एफआईटी अवधि में, नीतिगत रिपो दर को आठ (नौ) मौकों पर बढ़ाया (घटाया गया) था, जबकि यह तेईस मौकों पर अपरिवर्तित रहा (सारणी IV.7)। इसके विपरीत, इसे केवल दो बार बढ़ाया गया है, आठ मौकों पर घटाया गया है और एफआईटी के तहत बारह मामलों में अपरिवर्तित रखा गया है। जहां वर्ष 2011-20 के दौरान सीआरआर में वृद्धि नहीं की गई थी, वहीं इसे प्री-एफआईटी अवधि में पांच मौकों पर घटाया गया था। एफआईटी के अंतर्गत, एकमात्र कटौती (100 बीपीएस) मार्च 2020 में थी, जिसका उद्देश्य कोविड-19 के प्रतिक्रिया स्वरूप चलनिधि की कमी को दूर करना था।

IV.28 अनुभवजन्य निष्कर्ष से पता चलता है कि नीतिगत नवाचारों के लिए बाजार की प्रतिक्रियाएं प्रणालीगत चलनिधि बदलाव के लिए धन की वास्तविक लागत की प्रतिक्रिया की तुलना में अधिक मजबूत और तेज हैं (बॉक्स IV.3)।

सारणी IV.7: नीतिगत दर में परिवर्तन

(परिवर्तनों की संख्या)

वित्तीय वर्ष	रिपो रेट				नकद आरक्षित अनुपात				
	↑	↓	—	मात्रा (बीपीएस में)	↑	↓	मात्रा (बीपीएस में)	प्राथमिक चलनिधि अंतर्वेशित (₹ करोड़)	
प्री-एफआईटी	2011-12	5	-	3	175	-	2	-125	80,000
	2012-13	-	3	5	-100	-	3	-75	52,500
	2013-14	3	1	3	50	-	-	-	-
	2014-15	-	2	6	-50	-	-	-	-
	2015-16	-	2	4	-75	-	-	-	-
	2016-17 (30 सितंबर 2016 तक)	-	1	2	-25	-	-	-	-
एफआईटी	2016-17 (1 अक्टूबर से 31 मार्च 2017))	-	1	2	-25	-	-	-	-
	2017-18	-	1	5	-25	-	-	-	-
	2018-19	2	1	3	25	-	-	-	-
	2019-20	-	5	2	-185	-	1	-100	1,37,000

टिप्पणी: ↑: बढ़ा हुआ; ↓: घटा हुआ; —: अपरिवर्तित।
स्रोत: आरबीआई

बॉक्स IV.3

परिचालन लक्ष्य के लिए नीतिगत संचरण

मई 2011 से मार्च 2020 तक दैनिक आंकड़ों के आधार पर, डब्ल्यूएसीआर और नीति दर (पीआर) स्तरों पर अस्थिर पायी गयी लेकिन पहले अंतर पर स्थिर पायी गयी हैं (सारणी 1)।

सारणी 1: एडीएफ यूनिट रूट परीक्षण

चर	स्तर	अंतर
डब्ल्यूएसीआर	-2.018	-22.991*
नीति दर	0.986	-46.729*

टिप्पणी: *1% पर महत्व को दर्शाता। एडीएफ परीक्षण समीकरण में एसआईसी के आधार पर इष्टतम अंतराल क्रम का चयन किया जाता है।

बाउंड परीक्षण से पता चलता है कि लंबावधि संबंधों में दो श्रृंखलाएं सह-समन्वित हैं (सारणी 2)।

सारणी 2: पीआर और डब्ल्यूएसीआर का कॉइंटिग्रेशन

बाउंड परीक्षण	एफ = 28.188
5 प्रतिशत पर महत्वपूर्ण मूल्य	[3.62 4.16]
निष्कर्ष	कॉइंटिग्रेटेड

यह दो श्रृंखलाओं के बीच लंबे समय तक चलने वाले संबंधों की जांच के लिए ऑटोरेग्रेसिव डिस्ट्रिब्यूटेड लैग (एआरडीएल) मॉडल (पेसारन और अन्य, 2001) के अनुप्रयोग का समर्थन करता है, जैसा कि नीचे निर्दिष्ट है:

$$WACR_t = \alpha_0 + \theta * Policy_t + \eta_t \quad \dots(1)$$

शॉर्ट रन डायनेमिक्स, जो डब्ल्यूएसीआर के पीआर के साथ लंबे समय तक चलने वाले संबंध से विचलन का प्रतिनिधित्व करते हैं, को जीएआरसीएच (1, 1) फ्रेमवर्क (बोलर्सलेव, 1986) का उपयोग करके, माध्य और विचरण समीकरण के साथ नीचे दिया गया है:

$$\Delta WACR_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i \Delta WACR_{t-i} + \sum_{i=0}^n \delta_i \Delta Policy_{t-i} + \theta_1 ECT_{t-1} + \theta_2 Liquidity_t + \theta_3 Excess CRR_t + \theta_4 DTT_t + \theta_5 DQuarter_t + \theta_6 DDemo_t + \varepsilon_t \quad \dots(2)$$

$$\sigma_t^2 = \omega_0 + \omega_1 * \varepsilon_{t-1}^2 + \phi * \sigma_{t-1}^2 \quad \dots(3),$$

जहां समीकरण (1) से अनुमानित त्रुटि सुधार अवधि (ईसीटी) दीर्घावधि संबंध से विचलन दर्शाता है। i) बैंकिंग प्रणाली चलनिधि में परिवर्तनीयता (निवल एलएएफ स्थिति); (ii) बैंकों द्वारा अतिरिक्त सीआरआर रखरखाव; (iii) टेंपर टैंट्रम के प्रभाव को कैप्चर करने वाला एक डमी वैरिएबल; (iv) बिहेवियोरियल पैटर्न को पकड़ने वाले डमी, अर्थात्, बैंक प्रत्येक तिमाही के अंत में गैर जमानती कॉल बाजार में अपने उधार जोखिम को कम करते हैं; और (v) विमुद्रीकरण के प्रभाव को कैप्चर करने

के लिए एक नकली चर जैसे अल्पावधि गतिकी के कारण डब्ल्यूएसीआर पर पड़ने वाले प्रभाव को भी ध्यान में रखा जाता है।

नीति रेपो दर का दीर्घावधि गुणांक पूरे नमूने के साथ-साथ दो उप-अवधि में डब्ल्यूएसीआर को प्रभावी नीति दर उतार-चढ़ाव का संकेत देता है। चलनिधि परिचालनों का अनुमानित गुणांक (एनडीटीएल के अनुपात के रूप में निवल चलनिधि लगाने द्वारा मापा जाता है) चलनिधि स्थितियों और डब्ल्यूएसीआर के बीच अपेक्षित प्रतिलोम संबंध को दर्शाता है। तिमाही-अंत में डमी गुणांक (सकारात्मक और सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण) का उच्च मूल्य तिमाही के अंत में डब्ल्यूएसीआर पर महत्वपूर्ण दबाव का संकेत है, हालांकि एफआईटी अवधि के दौरान प्रभाव काफी कम होता है; इसी तरह, अतिरिक्त सीआरआर का गुणांक एफआईटी की तुलना में प्री-एफआईटी के दौरान बहुत छोटा होता है। ये दोनों निष्कर्ष अनिवार्य रूप से एफआईटी के दौरान बैंकों द्वारा अधिक कुशल चलनिधि प्रबंधन दर्शाते हैं। इसके अलावा, ईसीटी एफआईटी अवधि के दौरान डब्ल्यूएसीआर के किसी भी विचलन के तेजी से सुधार का सुझाव देता है, जो बाजार समाशोधन तंत्र में समायोजन की उच्च गति से दक्षता लाभ दर्शाता है। अंत में, अनुमानित अस्थिरता समीकरण से उच्च जीएआरसीएच गुणांक से पता चलता है कि अस्थिरता दोनों अवधियों के दौरान बनी रही है (सारणी 3)।¹⁶

पूर्व-एफआईटी और एफआईटी दोनों अवधि के लिए, कसने और सहज चरण के तहत उपरोक्त समीकरणों का अलग-अलग अनुमान लगाया गया है। दीर्घावधि अनुमान बताते हैं कि एफआईटी के दौरान प्री-एफआईटी अवधि की तुलना में दर में कटौती (दर वृद्धि की तुलना में) से नीति संचरण अधिक है (सारणी 3)।

इसी तरह, अधिक और घाटे की चलनिधि स्थितियों के तहत संचरण का अलग-अलग विश्लेषण किया जाता है, पूर्ण नमूने के साथ-साथ दो उप-अवधि के लिए उपरोक्त समीकरणों का पुनः अनुमान लगाया जाता है। लंबे समय तक चलने वाले अनुमानों से पता चलता है कि पूर्ण नमूने के लिए अधिक चलनिधि स्थितियों की तुलना में घाटे के तहत नीति संचरण अधिक है (सारणी 4)। जबकि पूर्व-एफआईटी अवधि में घाटे की चलनिधि स्थिति में संचरण अधिक होता है, यह एफआईटी के दौरान अधिशेष रूप में अधिक मजबूत होता है।

एफआईटी अवधि और इससे पहले के वर्षों के लिए समायोजन की गतिशीलता स्पष्ट रूप से भिन्न होती है, ईसीटी पूर्व-एफआईटी अवधि की तुलना में घाटे की तरलता की स्थिति के तहत एफआईटी अवधि में तीन गुना से अधिक तेज अभिसरण दर का संकेत देती है। पूर्ण अवधि नमूने के साथ-साथ खंडित अवधि नमूने के लिए, अतिरिक्त सीआरआर

(जारी)

16 एआरसीएच और जीएआरसीएच गुणांकों का योग एकांक से कम होना विचलन प्रक्रिया की स्थिरता को दर्शाता है।

सारणी 3: डब्ल्यूएसीआर में नीतिगत संचरण

चर	नीति दर परिवर्तन			दर वृद्धि की तुलना में दर में कटौती			
	पूर्ण नमूना	प्री-एफआईटी	एफआईटी	प्री-एफआईटी		एफआईटी	
				दर ↑	दर ↓	दर ↑	दर ↓
दीर्घावधि गुणांक							
पीआर	1.17***	1.08***	1.05***	1.03***	0.99***	1.03***	1.06***
अल्पावधि गुणांक							
ईसीटी (-1)	-0.17***	-0.19***	-0.29***	-0.10***	-0.73***	-0.43***	-0.22***
$\sum_{i=1}^n \Delta WACR_{t-i}$	-1.09***	-0.66***	-0.33***	-0.86***	-0.68***	-0.43	-0.11***
ΔPR	0.37***	0.25*	0.20***	-0.46	0.99	0.03	0.22***
$\Delta PR (-1)$	0.40***	0.38*	0.35***	-0.26	1.52***	0.22	0.39***
चलनिधि	-0.02***	-0.07***	-0.01***	-0.07***	-0.12***	-0.01**	-0.00*
अतिरिक्त	0.27***	0.39***	0.07***	0.22***	0.45***	0.09***	0.07***
सीआरआर							
डमी टीटी	0.39***	0.38***		0.11***			
डमी तिमाही	0.33***	0.64***	0.31***	0.41***	1.28***	0.02***	0.16***
विचलन समीकरण	0.01		-0.02***				
आरईएसआईडी(-1) ²	0.12***	0.11***	0.15***	0.12***	0.13***	0.15***	0.15***
जीएआरसीएच(-1)	0.57***	0.56***	0.60***	0.57***	0.56***	0.60***	0.60***
डायग्नोस्टिक पी-वैल्यू							
एआरसीएच-एलएम	0.9477	0.9911	0.7764	0.8687	0.1371	0.9397	0.9034

टिप्पणी: *, ** तथा *** क्रमशः 10%, 5%, 1% स्तर का महत्व दर्शाते हैं।

का डब्ल्यूएसीआर पर घाटे की स्थिति में महत्वपूर्ण प्रभाव पड़ता है। अंत में, डब्ल्यूएसीआर में स्पाइक्स के कारण तिमाही के अंत में घटना का प्रभाव घाटे की चलनिधि स्थिति के तहत, पूर्ण अवधि और खंडित अवधि नमूने दोनों के लिए मजबूत था।

उपरोक्त निष्कर्ष संस्थागत विशेषताओं, कैलेंडर प्रभावों और बाजार की गतिशीलता पर विचार करते हुए, एफआईटी अवधि के दौरान मौद्रिक अंकन हासिल करने के लिए अधिक सक्रिय चलनिधि प्रबंधन की आवश्यकता रेखांकित करते हैं। फिर भी, प्रणालीगत चलनिधि स्थितियों में बदलाव की तुलना में परिचालन लक्ष्य पर नीतिगत घोषणाओं का

सारणी 4: वैकल्पिक चलनिधि स्थितियों में संचरण

चर	पूर्ण नमूना		प्री-एफआईटी		एफआईटी	
	घाटा	अधिक	घाटा	अधिक	घाटा	अधिक
दीर्घावधि गुणांक						
पीआर	1.13***	1.01***	1.03***	0.97***	0.86***	0.95***
अल्पावधि गुणांक						
ईसीटी (-1)	-0.25***	-0.29***	-0.21***	-0.42***	-0.63***	-0.36***
$\sum_{i=1}^n \Delta WACR_{t-i}$	-0.08**	-0.41***	-0.95***	-0.36***	-0.48***	-0.54***
ΔPR	0.52**	0.58***	0.28	0.82***	0.51***	0.48***
$\Delta PR (-1)$	0.28	0.33***	0.30	0.14	-0.18	0.27***
चलनिधि	-0.10***	-0.01***	-0.13***	-0.06***	-0.10***	-0.01***
अतिरिक्त	0.34***	0.005	0.34***	-0.41	0.14***	0.05***
सीआरआर						
डमी टीटी	0.58***		0.37***			
डमी तिमाही	0.39***	0.05***	0.60***	0.06	0.54***	-0.09***
डमी डेमो	0.05	-0.02**			-0.01	-0.02***
विचलन समीकरण						
आरईएसआईडी(-1) ²	0.12***	0.14***	0.11***	0.24***	0.15***	0.15***
जीएआरसीएच(-1)	0.57***	0.59***	0.56***	0.42***	0.60***	0.60***
डायग्नोस्टिक पी-वैल्यू						
एआरसीएच-एलएम	0.9342	0.7905	0.9893	0.5309	0.5065	0.2460

टिप्पणी: *, ** तथा *** क्रमशः 10%, 5%, 1% स्तर का महत्व दर्शाते हैं।

अधिक प्रभाव बाजार माइक्रोस्ट्रक्चर मुद्दों की बारीकी से जांच करने योग्य है।

संदर्भ:

Bollerslev, T. (1986), "Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity", *Journal of Econometrics*, 31(3), 307-327.

Pesaran, M., Y. Shin & R. Smith (2001), "Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships", *Journal of Applied Econometrics*, 16, 289-326.

व्यापक बाजार खंडों में संचरण

IV.29 कोविड-19 प्रकोप (अक्टूबर 2016 से 10 मार्च, 2020) से पहले की एफआईटी अवधि के दौरान, मुद्रा बाजार, निजी कॉरपोरेट बॉन्ड बाजार और सरकारी प्रतिभूति बाजार में मौद्रिक संचरण पूर्ण और यथोचित रूप से तेज रहा है। मुद्रा बाजार में, 3 महीने के जमा प्रमाण पत्र (सीडी), 3 महीने के वाणिज्यिक पत्र (सीपी) और 91-दिवसीय ट्रेजरी बिल (टी-बिल) पर ब्याज दरें नीतिगत दर, कम फंडिंग और कार्यशील

पूंजी लागत के अनुरूप हैं। एफआईटी के दौरान नीतिगत दर में 135 बीपीएस की संचयी कमी के मुकाबले, 3 महीने के टी-बिल पर प्रतिफल में 165 बीपीएस की गिरावट आई, जबकि गैर-बैंकिंग वित्त कंपनियों (एनबीएफसी) द्वारा जारी 3 महीने के सीपी पर प्रतिफल में 117 बीपीएस की गिरावट आई (सारणी IV.8)। हालांकि, सरकारी प्रतिभूति बाजार और कॉरपोरेट बॉन्ड बाजार में संचरण पूर्ण से कम था। फरवरी 2019 से, आरबीआई द्वारा घोषित चलनिधि बढ़ाने के कई उपायों

सारणी IV.8: वित्तीय बाजार खंड में नीतिगत संचरण

	एफआईटी (प्रतिशत)				एफआईटी के दौरान घट-बढ़
	03-अक्टू 2016	06-जून 2018	06-फर 2019	10-मार्च 2020	
I. नीतिगत रिपो दर	6.50	6.25	6.50	5.15	-135
II. मुद्रा बाजार					
(i) डब्ल्यूएसीआर	6.39	5.88	6.42	4.96	-143
(ii) त्रि-पक्षीय रिपो	6.19	5.71	6.34	4.86	-133
(iii) मार्केट रिपो	6.38	5.78	6.33	4.86	-152
(iv) 3 महीने का टी-बिल	6.45	6.51	6.56	4.80	-165
(v) 3 महीने की सीडी	6.61	7.54	7.17	5.23	-138
(vi) 3 महीने का सीपी (एनबीएफसी)	7.00	8.18	7.78	5.83	-117
III. कॉर्पोरेट बॉन्ड बाजार					
(i) एएए – 5 वर्षीय	7.52	8.70	8.55	6.53	-99
(ii) एएए – 10 वर्षीय	7.62	8.74	8.67	7.13	-49
IV. जी-सेक बाजार					
(i) 5-वर्षीय जी-सेक	6.77	8.02	7.32	5.93	-84
(ii) 10-वर्षीय जी-सेक	6.77	7.92	7.36	6.07	-70

स्रोत: आरबीआई; ब्लूमबर्ग।

(पारंपरिक और अपरंपरागत दोनों) द्वारा बेहतर संचरण की सुविधा प्रदान की गई थी।

IV.30 अनुभवजन्य साक्ष्य विभिन्न बाजार खंडों पर मौद्रिक नीति घोषणाओं के अंतर प्रभाव के बारे में बताते हैं (बॉक्स IV.4)।

ऋण बाजार में संचरण

IV.31 अक्टूबर 1994 में अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों (एससीबी) की उधार दरों के अवविनियमन के बाद, रिज़र्व बैंक ने बैंकों द्वारा रुपये ऋण के कीमत निर्धारण की बेंचमार्किंग को अनिवार्य कर दिया, जिसकी शुरुआत मूल उधर दर (पीएलआर) व्यवस्था से हुई। पीएलआर व्यवस्था (अक्टूबर 1994 से मार्च 2003) के बाद बेंचमार्क पीएलआर (बीपीएलआर) व्यवस्था (अप्रैल 2003 से जून 2010) और आधार दर व्यवस्था (जुलाई 2010 से मार्च 2016)।¹⁷ ये बेंचमार्क बैंक-विशिष्ट थे, जो तुलन-पत्रों के आंतरिक मापदंडों पर आधारित निधियों की लागत और परिचालन लागत पर आधारित थे। यद्यपि, रिज़र्व बैंक ने

बॉक्स IV.4

अन्य बाजारों में संचरण

अक्टूबर 2016-मार्च 2020 के दैनिक आंकड़ों के आधार पर, मौद्रिक नीति के अप्रत्याशितता की गणना मौद्रिक नीति घोषणा के दिन एक महीने के ओवरनाइट इंडेक्स स्वेप (ओआईएस) में बदलाव के रूप में की जाती है (काम्बर और मोहंती 2018, माथुर और सेनगुप्ता 2019)। ओआईएस साधन प्रगामी पहल हैं और नीति घोषणा की तारीख तक सभी प्रत्याशित मौद्रिक नीति परिवर्तनों को ध्यान में रखते हैं। मौद्रिक नीति घोषणा दिन पर एक महीने की ओआईएस दर में कोई भी परिवर्तन मौद्रिक नीति के अप्रत्याशित घटक या आकस्मिक तत्व को दर्शाता है।¹⁸

मौद्रिक नीति के अप्रत्याशित संचरण और विभिन्न बाजारों पर इसके प्रभाव (10-वर्षीय जी-सेक प्रतिफल, 5-वर्षीय एएए कॉर्पोरेट बॉन्ड प्रतिफल, आईएनआरयूएसडी विनिमय दर और निफ्टी) की स्थानीय प्रक्षेपण पद्धति (जोर्डा, 2005) के माध्यम से जांच की जाती है, जो निम्नलिखित समीकरण के माध्यम से वित्तीय बाजारों पर मौद्रिक नीति के अप्रत्याशित परिमाण को मापता है:

$$\Delta y_{t+h} = \alpha + \beta_n s_t + \sum_{j=1}^2 \gamma_{j,h} \Delta y_{t-j} + \xi_t \quad \dots 1$$

जहां एच = 1, ..., 12 दिना गुणांक β_n आघात के बाद h दिनों के ब्याज के चर पर मौद्रिक नीति के अप्रत्याशित औसत प्रभाव का प्रतिनिधित्व करता है। Δy_{t+h} आश्रित चर (10-वर्ष जी-सेक प्रतिफल, 5-वर्ष एएए प्रतिफल, आईएनआरयूएसडी विनिमय दर रिटर्न और निफ्टी रिटर्न) में परिवर्तन है, जिसे h के विभिन्न क्षेत्रों के एक दिन की विंडो में मापा जाता है। प्रत्येक बाजार के लिए समीकरण 1 का अलग-अलग अनुमान लगाया जाता है क्योंकि आश्रित चर और मौद्रिक नीति अप्रत्याशित गुणांक को 90 प्रतिशत विश्वास अंतराल के साथ संचयी तीव्र प्रतिक्रिया कार्य के परिणामों के रूप में रिपोर्ट किया जाता है। सांख्यिकीय पहचान विधियों (रिगोबोन, 2003) के माध्यम से की गयी परिणामों की जांच निष्कर्षों की पुष्टि करती है।

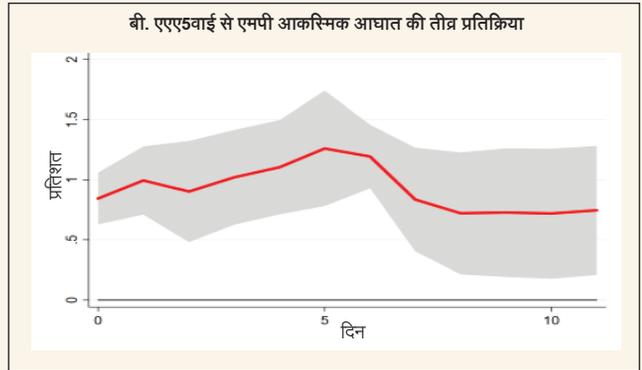
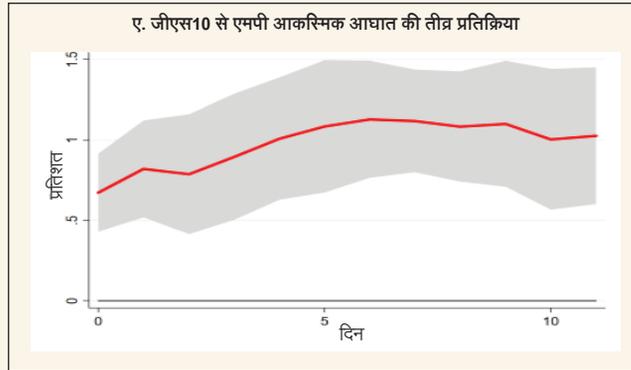
निरंतर प्रभाव के साथ मौद्रिक नीति अप्रत्याशित तुरंत सरकारी प्रतिभूति और कॉरपोरेट बॉन्ड प्रतिफल में संचरित की जाती है। संचयी तीव्र

(जारी)

17 विभिन्न उधार दर व्यवस्थाओं पर चर्चा के लिए आरबीआई (2017), "निधियों की सीमांत लागत आधारित उधार दर प्रणाली के कामकाज की समीक्षा के लिए आंतरिक अध्ययन समूह की रिपोर्ट" देखें।

18 मौद्रिक नीति की घोषणा की तारीख पर, बाजार को प्रभावित करने वाली प्रमुख खबरें मौद्रिक नीति पर समाचार हैं; इसलिए, घोषणा की तारीखों पर एक महीने की ओआईएस दर में बदलाव के लिए मौद्रिक नीति में बदलाव के आश्चर्यजनक तत्वों को जिम्मेदार ठहराया गया है।

चार्ट 1: वित्तीय बाजारों पर मौद्रिक नीति आघात का प्रभाव



प्रतिक्रिया कार्य का तात्पर्य है कि घोषणा के दिन एक प्रतिशत मौद्रिक नीति अप्रत्याशित (वृद्धि) 10-वर्षीय जी-सेक और एएए 5-वर्षीय कॉर्पोरेट बॉन्ड प्रतिफल, अगले 12 दिनों में संचयी रूप से औसतन क्रमशः 0.98 प्रतिशत और 0.9 प्रतिशत तक बढ़ जाता है, (चार्ट 1)। हालांकि, विदेशी मुद्रा और शेयर बाजार पर प्रभाव महत्वपूर्ण नहीं है।¹⁹

संदर्भ:

Jorda O. (2005), "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections", *American Economic Review*, 95, 161-182.

Kamber G., and M.S. Mohanty (2018), "Do Interest Rates Play a Major Role in Monetary Policy Transmission in

China?", *BIS Working Papers No. 714, Bank for International Settlements*.

Mathur A., and R. Sengupta (2019), "Analysing Monetary Policy Statements of the Reserve Bank of India," *IHEID Working Papers 08-2019*, Economics Section, The Graduate Institute of International Studies.

Prabu E. A., and P., Ray (2019), "Monetary Policy Transmission in Financial Markets", *Economic and Political Weekly* 54.13, pp. 68-74.

Rigobon R. (2003), "Identification Through Heteroskedasticity", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 85, pp. 777-792.

समानांतर में चलने के लिए वर्ष 2000 में बाह्य बेंचमार्क-आधारित उधार की शुरुआत की थी, तथापि बैंकों ने लगभग हमेशा आंतरिक बेंचमार्क के आधार पर ऋण की पेशकश की, यह तर्क देते हुए कि बाह्य बेंचमार्क फंड की लागत को प्रतिबिंबित नहीं करते हैं (आरबीआई, 2018ए)। फंड-आधारित उधार दर (एमसीएलआर) व्यवस्था की सीमांत लागत - अप्रैल 2016 में आरबीआई द्वारा नवीनतम आंतरिक बेंचमार्क पेश किया गया, जो लगभग एफआईटी को अपनाते के साथ मेल खाता है (सारणी IV.9)। ऋणों के आंतरिक बेंचमार्क-आधारित कीमत निर्धारण के

मामले में, नीतिगत दर से बैंक उधार दरों तक संचरण अप्रत्यक्ष है, क्योंकि उधार दरें लागत-जोड़ आधार पर निर्धारित की जाती हैं। यह मुद्रा बाजार दरों और बॉन्ड बाजार प्रतिफल के निर्धारण के विपरीत, जहां संचरण प्रत्यक्ष है, वहीं बैंक ऋण के कीमत निर्धारण में एक अवरोध पैदा करता है (कावेदिया और पटनायक, 2016)। इस विषमता को स्वीकार करते हुए, आरबीआई ने अक्टूबर 2019 में एफआईटी व्यवस्था में तीन साल हेतु चुनिंदा क्षेत्रों के लिए उधार दरों की एक बाह्य बेंचमार्क प्रणाली की शुरुआत अनिवार्य कर दी।²⁰

19 ये परिणाम हाल के निष्कर्षों के अनुरूप हैं (प्रभु और रे, 2019)।

20 1 अक्टूबर 2019 से प्रभावी, व्यक्तिगत/खुदरा (आवास, वाहन, शिक्षा, आदि) क्षेत्रों और बैंकों द्वारा विस्तारित एमएसई के लिए नए अस्थिर दर ऋणों पर लगाए गए ब्याज दरों को बाह्य बेंचमार्क से जोड़ा जाना अनिवार्य था, अर्थात् नीतिगत रिपो दर, 3 महीने और 6 महीने की टी-बिल दरें या फाइनेंशियल बेंचमार्क इंडिया प्राइवेट लिमिटेड (एफबीआईएल) द्वारा प्रकाशित कोई अन्य बेंचमार्क। 1 अप्रैल 2020 से प्रभावी, मध्यम उद्यमों को दिए गए ऋण भी उपरोक्त किसी भी बाह्य बेंचमार्क से जुड़े थे। इन क्षेत्रों के बकाया ऋणों पर ब्याज दरों को तीन महीने में एक बार पुनर्निर्धारित किया जाएगा। स्प्रेड को हर तीन साल में केवल एक बार बदला जा सकता है (बड़े क्रेडिट घटना को छोड़कर)।

सारणी IV.9: रिपो दर से बैंकों की जमाराशियों और उधार ब्याज दरों में संचरण

(आधार अंक)

	रिपो दर	माध्य सावधि जमा दर	डबल्यूएडीटीडीआर	डबल्यूएएलआर – बकाया रुपया ऋण	डबल्यूएएलआर – नया रुपया ऋण	
प्री-एफआईटी	अप्रैल 2004 - सितंबर 2008	300	229	253	-23	-
	अक्टूबर 2008 - फरवरी 2010	-425	-227	-174	-181	-
	मार्च 2010 - जून 2010	50	0	-	-	-
	जुलाई 2010 - मार्च 2012	325	226	222	203	-
	अप्रैल 2012 - जून 2013	-125	-4	-46	-44	-
	जुलाई 2013 - दिसंबर 2014	75	7	-9	-28	5
	जनवरी 2015 - सितंबर 2016	-150	-96	-123	-67	-110
एफआईटी	अक्टूबर 2016- मई 2018	-50	-62	-70	-92	-95
	जून 2018 - जनवरी 2019	50	16	20	2	57
	फरवरी 2019 - मार्च 2020	-135*	-48	-53	-27	-115

*: 27 मार्च 2020 को की गई 75-बीपीएस नीति दर में कटौती शामिल नहीं है।

डबल्यूएएलआर: भारत औसत उधार दर; डबल्यूएडीटीडीआर: भारत औसत घरेलू सावधि जमा दर।

स्रोत: आरबीआई।

एफआईटी के अंतर्गत संचरण

IV.32 अप्रैल 2016 में शुरू की गई एमसीएलआर प्रणाली केवल आठ महीने की सख्त मौद्रिक नीति (जून 2018-जनवरी 2019) की संक्षिप्त अवधि के लिए बनी रही, इससे पहले और बाद में नरमी चक्र रहा है। एफआईटी के शुरुआती महीनों के दौरान जमा और उधार ब्याज दरों में अंतरण गौण रहा, लेकिन विमुद्रीकरण के बाद (नवंबर 2016 से नवंबर 2017 तक) इसमें खिंचाव आया, जिसके परिणामस्वरूप कम लागत वाले चालू खाते और बचत खाते (सीएएसए) जमाराशियों का बैंकिंग प्रणाली में अभूतपूर्व प्रवाह हुआ, जिसने, बदले में, बैंकों को अपनी सावधि जमा दरों को कम करने के लिए प्रोत्साहित किया।²¹ अक्टूबर 2019 में खुदरा और सूक्ष्म एवं लघु उद्यमों (एमएसई) ऋणों के लिए उधार दरों की बाह्य बेंचमार्किंग की शुरुआत और वित्तीय

प्रणाली में चलनिधि का समन्वयन के रुख के साथ मौद्रिक नीति एफआईटी अवधि के दौरान संचरण के समर्थन में उल्लेखनीय सुधारात्मक उपाय थे।

IV.33 यह अनुमान लगाया गया है कि नीतिगत दर में बदलाव से वाणिज्यिक बैंकों द्वारा 2 महीने के अंतराल के साथ स्वीकृत नए रुपये ऋण पर भारत औसत उधार दर (डबल्यूएएलआर) प्रभावित होती है और प्रभाव 3 महीने में चरम पर होता है - प्री-एफआईटी अवधि में प्रभाव 4 महीने में चरम पर होता था²²

IV.34 नए रुपये ऋणों पर डबल्यूएएलआर को प्रभाव अंतरण नीतिगत दर में सख्ती होने के प्रतिक्रिया-स्वरूप एफआईटी अवधि में प्री-एफआईटी अवधि की तुलना में सुधार हुआ (सारणी IV.9)। तथापि, नीतिगत रिपो दर में कमी का दोनों व्यवस्थाओं के दौरान उधार दरों पर उल्लेखनीय प्रभाव पड़ा²³

21 कुल जमाराशियों में कासा का हिस्सा अक्टूबर 2016 में 35.2 प्रतिशत से बढ़कर मार्च 2017 में 40.6 प्रतिशत हो गया, जो नवंबर 2017 में घटकर 39.0 प्रतिशत हो गया। नई जमाराशियों पर औसत घरेलू रुपया सावधि जमा दर (कार्ड दरों) में 60 की गिरावट आई है। नतीजतन, इसी अवधि में बी.पी.एस. इस अवधि के दौरान औसत एमसीएलआर 9.28 प्रतिशत से घटकर 8.30 प्रतिशत हो गया। इससे नए रुपये के ऋण और बकाया रुपये के ऋण के डबल्यूएएलआर में क्रमशः 79 बीपीएस और 76 बीपीएस की कमी आई।

22 प्री-एफआईटी और एफआईटी अवधि के दौरान वाणिज्यिक बैंकों की उधार ब्याज दरों पर नीतिगत दर परिवर्तन के प्रभाव का पता लगाने के लिए, पांच अंतर्जात चर के एक सेट का उपयोग करके एक संरचनात्मक वीएआर (एसवीएआर) विश्लेषण - औद्योगिक उत्पादन सूचकांक (आईआईपी) वृद्धि; सीपीआई मुद्रास्फीति; भारत औसत मांग दर (डबल्यूएसीआर); बैंकों द्वारा स्वीकृत नए रुपया ऋण पर औसत घरेलू रुपया सावधि जमा दर और डबल्यूएएलआर - पर विचार किया गया था।

23 प्री-एफआईटी (जनवरी 2015 से सितंबर 2016) के दौरान 150 बीपीएस की रिपो दर में कटौती की प्रतिक्रिया में, नए रुपये के ऋण पर डबल्यूएएलआर 110 बीपीएस घट गया। एफआईटी अवधि (फरवरी 2019-मार्च 2020) के दौरान 135 बीपीएस रिपो दर में कटौती के जवाब में, नए रुपये के ऋण पर डबल्यूएएलआर में 115 बीपीएस की गिरावट आई।

IV.35 बैंकों की उधारी और सावधि जमा दरों में नीतिगत रिपो दर में परिवर्तन के प्रभाव अंतरण में विषमता का साक्ष्य है। बैंक समूहों के साथ-साथ मौद्रिक नीति चक्रों में संचरण असमान है (सिंह, 2011; दास, 2015; खुंद्रकपम, 2017), और आमतौर पर विभिन्न नीति चक्रों में बकाया रुपया ऋण (एलआर-ओ) पर डबल्यूएलआर की तुलना में नया रुपया ऋण (एलआर-एफ) भारत औसत बकाया घरेलू सावधि जमा दरों (डीआर) और भारत औसत उधार दरों (डबल्यूएलआर) के लिए अधिक है। (सारणी IV.10)।

मौद्रिक नीति के लिए उत्पादन और मुद्रास्फीति की संवेदनशीलता

IV.36 चूंकि मौद्रिक संचरण लंबे, परिवर्तनशील और अनिश्चित अंतराल के अधीन है, इसलिए अधिकांश आईटी केंद्रीय बैंकों ने अपनी नीतिगत सीमा (बैंक ऑफ इंग्लैंड, 1999; यूरोपीय सेंट्रल बैंक, 2010) के रूप में 12-24 महीनों की अवधि को अपनाया है। साहित्य में रिपोर्ट किए गए अनुभवजन्य कार्य के विश्लेषण से पता चलता है कि औसत संचरण अंतराल 29 महीने है, और कीमतों में अधिकतम कमी, नीतिगत दर में एक प्रतिशत की वृद्धि के बाद औसतन 0.9 प्रतिशत है (हवरनेकंद रसनाक, 2013)।²⁴ संचरण अंतराल विकसित अर्थव्यवस्थाओं (26 से 51 महीने) में संक्रमण के बाद की अर्थव्यवस्थाओं (11 से 20 महीने) की तुलना में अधिक लंबा

है। विकसित और संक्रमण के बाद की अर्थव्यवस्थाओं के बीच समायोजन की गति में अंतर को वित्तीय विकास की अवस्था के लिए जिम्मेदार ठहराया गया है: अधिक वित्तीय विकास धीमी संचरण के साथ जुड़ा हुआ है, क्योंकि विकसित वित्तीय संस्थानों के पास मौद्रिक नीति कार्यों में अप्रत्याशित तथ्यों से बचाव के अधिक अवसर हैं। हालांकि, विकासशील देशों में अविकसित वित्तीय बाजार संचरण में बाधा डालता है (मिश्रा एवं अन्य, 2012)। ऐसा प्रतीत होता है कि यह स्वयं वित्तीय बाजारों के विकास का दौर नहीं है, बल्कि यह एक उपयुक्त मौद्रिक व्यवस्था का चुनाव है जो मौद्रिक संचरण की ताकत का निर्धारण करने में अधिक महत्वपूर्ण है (मर्कुएस एवं अन्य, 2020)।

IV.37 देशों में अनुभवजन्य साहित्य के एक सर्वेक्षण से पता चलता है कि मौद्रिक नीति 12 महीने तक के अंतराल के साथ उत्पादन को प्रभावित करती है और मुद्रास्फीति 39 महीने तक के अंतराल के साथ और मौद्रिक नीति आवेग 60 महीने तक और यहां तक कि कुछ देशों के लिए भी जारी रहती है। लैंगड प्रभाव नमूना अवधि, धारणाओं और अनुभवजन्य विश्लेषण के लिए अपनाई गई कार्यप्रणाली के प्रति संवेदनशील है (अनुबंध IV.2)।

IV.38 भारत के लिए, डबल्यूपीआई द्वारा मापी गई मुद्रास्फीति के साथ नए कीनेसियन मॉडल के आकलन के अनुभवजन्य परिणाम बताते हैं कि नीतिगत सख्ती के

सारणी IV.10: बैंक समूहों में संचरण - नीति चक्रों को सख्ती और नरमी

(आधार अंक)

नीतिगत चक्र	रिपो दर	सरकारी बैंक			निजी क्षेत्र के बैंक			विदेशी बैंक			एससीबी		
		डीआर	एलआर-ओ	एलआर-एफ	डीआर	एलआर-ओ	एलआर-एफ	डीआर	एलआर-ओ	एलआर-एफ	डीआर	एलआर-ओ	एलआर-एफ
अक्टूबर 16- मई 18	-50	-77	-95	-107	-54	-91	-108	-58	-74	-59	-70	-92	-95
जून 18 - जनवरी 19	50	13	-32	37	29	53	78	60	35	75	20	2	57
फरवरी 19 - मार्च 20	-135	-42	-35	-83	-70	-11	-140	-139	-89	-135	-53	-27	-115

डीआर: भारत औसत घरेलू रुपया सावधि जमा दर; एलआर-ओ: बकाया रुपया ऋणों पर भारत औसत उधार दर; एलआर-एफ: बैंकों द्वारा स्वीकृत नए रुपये ऋण पर भारत औसत उधार दर।

स्रोत: आरबीआई।

24 हावरनेक और रुसनाक (2013) के मेटा-विश्लेषण में 30 देशों को कवर करने वाले 67 अध्ययन शामिल थे।

प्रतिक्रियास्वरूप उत्पादन तीन तिमाहियों के बाद सिकुड़ना शुरू हो जाता है और धीरे-धीरे अपनी आधार रेखा पर लौटने से पहले एक और तिमाही के बाद अपने न्यूनतम स्तर तक पहुंच जाता है। मुद्रास्फीति सात तिमाहियों के आघात के बाद प्रतिक्रिया करती है और अधिकतम प्रभाव 10 तिमाहियों के बाद महसूस किया जाता है (पात्रा और कपूर, 2012)²⁵ जब सीपीआई पर डेटा का उपयोग किया जाता है तो 4 साल के बाद सीपीआई मुद्रास्फीति के शीर्ष पर नीतिगत दर में वृद्धि का संचरण होता है (कपूर, 2018)। क्यूपीएम में, सीपीआई मुद्रास्फीति पर सख्त मौद्रिक नीति का चरम प्रभाव 10 तिमाहियों के बाद होता है (बेनेस एवं अन्य, 2016)। एक आम सहमति है कि ब्याज दर चैनल प्रसारण का सबसे मजबूत माध्यम है, इसके बाद क्रेडिट चैनल है।²⁶

3. परिचालन प्रक्रिया और संचरण चैनलों का परिष्करण

IV.39 समसामयिक देश के अनुभव के साथ जुड़े एफआईटी के तहत मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन से मिले सबक परिचालन फ्रेमवर्क और बाजार के इन्फ्रास्ट्रक्चर में कई सुधार की गुंजाइश की ओर इशारा करते हैं जो संभावित रूप से पूरे ब्याज दरों की सावधि संरचना और अर्थव्यवस्था में बाजारों के स्पेक्ट्रम में संकेतों के प्रसारण में मौद्रिक नीति की दक्षता में सुधार कर सकते हैं। हालांकि, यह परिभाषित करना महत्वपूर्ण है कि क्या काम करता है और इसलिए, इसे तय करने की आवश्यकता नहीं है।

परिचालन लक्ष्य के रूप में असंपार्श्विक बनाम संपार्श्विक दर

IV.40 डब्ल्यूएसीआर को मौद्रिक नीति के परिचालन लक्ष्य के रूप में जारी रखना चाहिए। कुल मुद्रा बाजार कारोबार में

मांग मुद्रा बाजार के हिस्से में क्रमिक कमी दुनिया भर के देशों के अनुभवों में दिखाई देती है और इसे अधिकांश केंद्रीय बैंकों द्वारा एक परिचालन लक्ष्य के रूप में मांग मुद्रा दर की अखंडता के लिए प्रतिकूल नहीं माना गया है, यद्यपि कुछ केंद्रीय बैंक जैसे, ब्राजील, कनाडा, मैक्सिको, स्विटजरलैंड, संपार्श्विक दर को परिचालन लक्ष्य के रूप में चुना है (अनुबंध IV.1)। इसके अलावा, मुद्रा बाजार के संपार्श्विक खंड भी गैर-बैंक और अविनियमित प्रतिभागियों से भरे हुए हैं, जिनके कार्य मौद्रिक नीति के रुख के अनुरूप नहीं हो सकते हैं या केंद्रीय बैंक के विनियामकीय नियंत्रण के लिए उत्तरदायी नहीं हो सकते हैं। तकनीकी रूप से, रिजर्व बैंक आरक्षित निधि सृजित करने की अपनी शक्ति से उन पर प्रतिकारी प्रभाव डाल सकता है, लेकिन यह चलनिधि की मात्रा के मामले में अक्षम और महंगा साबित हो सकता है जिसे अंतर्वेशित करना पड़ता है या वापस लेना पड़ता है और इंटरफेस में रिजर्व बैंक की संपार्श्विक नीति से टकराव का सामना करना पड़ता है।

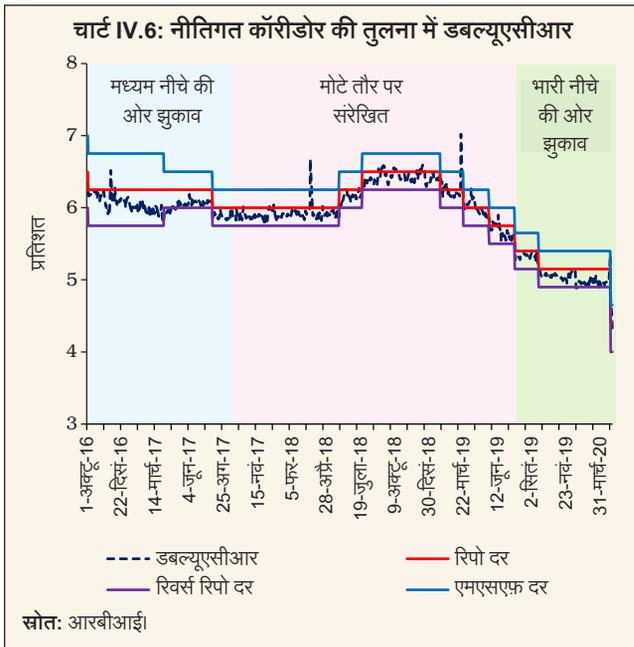
कॉरिडोर प्ले, दक्षता और एमपीसी का अधिदेश

IV.41 जैसा कि पहले कहा गया है, एफआईटी अवधि को डब्ल्यूएसीआर ट्रेडिंग द्वारा नीतिगत रिपो दर की तुलना में एक स्पष्ट गिरावट के साथ चिह्नित किया गया था। इसके अलावा, कॉरिडोर को 27 मार्च 2020 को रिपो और एमएसएफ दर में 75 बीपीएस की कमी के अलावा रिवर्स रिपो दर को अतिरिक्त 15 बीपीएस कम करके असममित बना दिया गया था।²⁷ संचयी रूप से, इन दो कारकों के परिणामस्वरूप डब्ल्यूएसीआर रिवर्स रिपो दर के साथ संरेखित निकट हो गया है (चार्ट IV.6)। इस संदर्भ में, मीडिया के कुछ वर्गों और कुछ विश्लेषकों द्वारा यह तर्क दिया गया है कि रिवर्स रिपो दर में एकतरफा कटौती

25 जहां वीएआर दृष्टिकोण का आमतौर पर उपयोग किया गया है (आरबीआई, 2005; पंडित एवं अन्य, 2006; अलीम, 2010; भट्टाचार्य एवं अन्य, 2011; खुद्रकपम, 2011; जैन और खुद्रकपम, 2012; मोहंती, 2012; सेनगुप्ता, 2014; मिश्रा) एवं अन्य, 2016; भोई एवं अन्य, 2017), कुछ अध्ययन (पात्रा और कपूर, 2012; कपूर और बेहरा, 2012) ने न्यू केनेसियन मॉडल लागू किए।

26 अलीम, 2010; भट्टाचार्य एवं अन्य, 2011; खुद्रकपम और जैन, 2012; सेनगुप्ता, 2014; भोई और अन्य, 2017 ने मौद्रिक संचरण तंत्र के विभिन्न चैनलों के सापेक्ष महत्व की जांच की है। एक अपवाद भट्टाचार्य एवं अन्य (2011) थे जिसने निष्कर्ष निकाला कि विनिमय दर चैनल का आउटपुट और मुद्रास्फीति पर सबसे अधिक प्रभाव पड़ता है जबकि ब्याज दर चैनल कमजोर है।

27 इसके बाद, 17 अप्रैल 2020 को रिपो और एमएसएफ दर में सहवर्ती परिवर्तनों के बिना रिवर्स रिपो दर को 25 बीपीएस से एकतरफा कम कर दिया गया, जिसने कॉरिडोर की गुंजाइश को बढ़ा दिया।



करके, जो रिपो दर के अनुपात में नहीं है, रिज़र्व बैंक ने मौद्रिक नीति निर्णय लेने के कार्य को पूरी तरह से अपने लिए विनियोजित कर लिया है।

IV.42 संशोधित आरबीआई अधिनियम में कहा गया है कि एमपीसी मुद्रास्फीति लक्ष्य को प्राप्त करने के लिए आवश्यक नीतिगत दर निर्धारित करेगा। यह एलएएफ के तहत नीतिगत दर को रिपो दर के रूप में भी परिभाषित करता है। मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रिया मौद्रिक नीति के परिचालन लक्ष्य - डबल्यूएसीआर - को सक्रिय चलनिधि प्रबंधन के माध्यम से रिपो दर में संरेखित करने के उद्देश्य से निर्देशित होती है, जो मौद्रिक नीति के रुख के अनुरूप है (आरबीआई, 2015)। दिन-प्रतिदिन के चलनिधि प्रबंधन कार्य पूरी तरह से रिज़र्व बैंक के अधिकार क्षेत्र में है। सामान्य समय के दौरान, रिवर्स रिपो दर और एमएसएफ दर रिपो दर में बदलाव के साथ तालमेल बिठाते हैं क्योंकि उन्हें एक सममित कॉरीडोर के तहत एक समान तरीके से रिपो दर से आंका जाता है। हालांकि, असाधारण समय में, कॉरीडोर ही चलनिधि की स्थिति के प्रबंधन के लिए एक लिखत बन जाता है। चूंकि सीमांत स्थायी

सुविधा और स्थिर दर रिवर्स रिपो विंडो अनिवार्य रूप से लिखत प्रबंधन के साधन हैं, वे रिज़र्व बैंक के विप्रेषण में हैं। एमपीसी द्वारा वोट की गई नीतिगत दर को प्राप्त करने के अपने प्रयास में, रिवर्स रिपो दर और एमएसएफ दर में बदलाव और उसकी घोषणाओं को शामिल करने वाले निर्णयों को एमपीसी संकल्प से हटा कर विकास और विनियामकीय नीतियों संबंधी रिज़र्व बैंक के वक्तव्य में रखा जा सकता है। आरबीआई प्रत्याशाओं पर खरा उतरने के उद्देश्य से भी स्पष्ट कर सकता है कि सामान्य समय में यह एमएसएफ दर और नीतिगत रिपो दर के साथ पूर्व-निर्दिष्ट संरेखण पर निश्चित दर रिवर्स रिपो दर के साथ एक सममित कॉरीडोर के साथ काम करेगा और इसके पास असाधारण समय में असममित एलएएफ कॉरीडोर के साथ संचालन का विकल्प सुरक्षित है।

IV.43 जब एमपीसी ने जून 2019 में नीति का एक उदार रुख अपनाने का फैसला किया, तो रिज़र्व बैंक ने, यह सुनिश्चित किया कि प्रणालीगत चलनिधि घाटे से अधिशेष में बदल गई, जिससे बड़ी मात्रा में टिकाऊ चलनिधि को बैंकिंग प्रणाली में विदेशी मुद्रा परिचालन और ओएमओ खरीद और बाद में एलटीआरओ और टीएलटीआरओ के माध्यम से अंतर्वेशित किया गया। निधियों के उत्पादक विनियोजन के लिए पर्याप्त अवसरों के अभाव में, बैंकों द्वारा रिवर्स रिपो विंडो के तहत आरबीआई के पास अधिशेष चलनिधि रखी गई थी। इस माहौल में, रिवर्स रिपो दर में कमी का उद्देश्य बैंकों को निष्क्रिय रूप से अतिरिक्त चलनिधि को पार्क करने से हतोत्साहित करना और राष्ट्रव्यापी लॉकडाउन के बीच ऋण देने के अवसरों का पता लगाना था। नकारात्मक जोखिम जो सामने आया वह यह था कि संपार्श्विक मुद्रा बाजार में औसतन 49-58 बीपीएस रिवर्स रिपो दर से कम कारोबार हुआ। ट्रेजरी बिल, सीपी और सीडी जैसे लिखतों पर टर्म प्रीमियम तेजी से कम हुआ - उनकी ब्याज दरें एकदिवसीय रिवर्स रिपो से नीचे कारोबार कर रही हैं - जो वित्तीय स्थिरता के लिए खतरा पैदा कर रही हैं। इस पृष्ठभूमि को देखते हुए, यह स्वीकार करने की आवश्यकता है कि

असममित कॉरीडोर एक अस्थायी उपाय है जिसे सामान्य स्थिति बहाल होने के बाद वापस आ जाएगा और यह कि एमपीसी को कमजोर करने के प्रयास के रूप में संकट-प्रेरित उपाय की व्याख्या करना भ्रामक होगा।

IV.44 उपरोक्त को ध्यान में रखते हुए, मौद्रिक नीति प्रक्रियाओं में जनता की विश्वसनीयता को बनाए रखने के लिए भूमिकाओं और जिम्मेदारियों की स्पष्टता साफ तौर पर जरूरी है ताकि प्रत्याशाएँ इस लक्ष्य और इरादे से जुड़ी हों। सार्वजनिक रूप से संप्रेषित रुख के साथ कार्यों की निरंतरता एफआईटी फ्रेमवर्क के तहत पारदर्शिता को बनाए रखेगी और बढ़ाएगी।

संकीर्ण बनाम व्यापक कॉरीडोर

IV.45 भारत में एफआईटी की शुरुआत में, रिजर्व बैंक ने डब्ल्यूएसीआर को नीतिगत रिपो दर के साथ निकटता से संरेखित करने में मौद्रिक कुशलता को बढ़ाने करने की दृष्टि से समकक्ष देश के अनुभवों को ध्यान में रखते हुए एलएएफ कॉरिडोर को कम करने के लिए अधिमानता का संकेत दिया (पात्र एवं अन्य, 2016; आरबीआई, 2016)। जहां एक संकीर्ण कॉरीडोर परिचालन लक्ष्य में अस्थिरता को कम करता है, वहीं यह अंतर-बैंक बाजार को हतोत्साहित करता है, जिसके परिणामस्वरूप केंद्रीय बैंक एकमात्र प्रतिपक्षकार के रूप में उभरता है। इसके विपरीत, एक व्यापक कॉरीडोर महंगे केंद्रीय बैंक चलनिधि सुविधाओं पर जोर देता है, लेकिन सक्रिय अंतर-बैंक व्यापार और बाजार खंडों, प्रतिभागियों और उत्पादों के विकास को प्रोत्साहित करता है जो लगातार विभिन्न प्रकार के जोखिमों की कीमत निर्धारण करते और अंतरण करते हैं, लेकिन उच्च अस्थिरता को सहन करने की कीमत पर (बिंदसील) और जाब्लेकी, 2011), जो उस बिंदु तक बढ़ सकता है जिस पर यह मौद्रिक संचरण को बाधित करता है। इसलिए, कॉरिडोर की उचित गुंजाइश पर निर्णय लेने से पहले कम अस्थिरता और बाजार की तेजी के बीच समझौताकारी समन्वय को गहराई से

आँका जाना चाहिए। यह ध्यान रखना उचित है कि अति निम्न अस्थिरता (एक बहुत ही स्थिर दर) बाजार बनाने के लिए विशेष रूप से सहायक नहीं है क्योंकि बाजार गतिविधि को बढ़ावा देने के लिए विपरीत विचार जरूरी है। जैसे-जैसे महामारी कम होती है, असाधारण उपाय बंद हो जाते हैं और सामान्य स्थिति बहाल हो जाती है, इसलिए यह परिकल्पना की गई है कि +/- 25 बीपीएस के महामारी-पूर्व एलएएफ कॉरिडोर को धीरे-धीरे बहाल किया जा सकता है। उस स्तर पर, फरवरी 2020 में निर्धारित संशोधित चलनिधि फ्रेमवर्क²⁸ (बॉक्स IV.1) को 14-दिवसीय रिपो/रिवर्स रिपो नीलामियों के साथ मुख्य चलनिधि परिचालन के रूप में पूरी तरह से फिर से शुरू करना उचित हो सकता है, जिसमें कुशलता हासिल करने के लिए कट-ऑफ को नीतिगत दर के साथ सूक्ष्मता से संरेखित किया गया है।

पूंजी प्रवाह और चलनिधि प्रबंधन

IV.46 पूंजी प्रवाह में बड़े उतार-चढ़ाव मौद्रिक नीति के रुख को कमजोर कर सकते हैं और चलनिधि प्रबंधन के लिए चुनौतियां पैदा कर सकते हैं, जैसा कि अध्याय V में विस्तार से बताया गया है। रिजर्व बैंक द्वारा विदेशी मुद्रा बाजार के हस्तक्षेप का उद्देश्य अत्यधिक अस्थिरता को रोकना और विदेशी मुद्रा बाजार में विघटनकारी सट्टा गतिविधियों को हतोत्साहित करना है: बड़े पैमाने पर पूंजी बहिर्वाह के लिए विदेशी मुद्रा बिक्री की आवश्यकता होती है ताकि नीचे की ओर घरेलू मुद्रा की उच्च अस्थिरता से बचा जा सके, जबकि अधिक मात्रा में अंतर्वाह के लिए विदेशी मुद्रा खरीद की जरूरत पड़ती है ताकि ऊपर की ओर अस्थिरता को रोका जा सके। इन हस्तक्षेपों के फलाफल चलनिधि परिणाम अधिक दबाव वाले हैं (राज एवं अन्य, 2018)। आगे के हस्तक्षेप चलनिधि तटस्थ हो सकते हैं लेकिन अल्पावधिक ब्याज दरों पर दबाव डालकर, वे नीतिगत रुख के उल्लंघन के समान परिणाम उत्पन्न कर सकते हैं। विदेशी मुद्रा खरीद, घरेलू चलनिधि का विस्तार करके, मुद्रा बाजार दरों पर नीचे की ओर दबाव डालती

28 कोविड-19 के प्रकोप को देखते हुए, संशोधित चलनिधि प्रबंधन फ्रेमवर्क को अस्थायी रूप से निलंबित कर दिया गया था और पूरे दिन स्थिर दर रिवर्स रिपो और एमएसएफ परिचालन के लिए विंडो उपलब्ध कराई गई थी। विकसित बढ़ती चलनिधि और वित्तीय स्थितियों की समीक्षा पर, चरणबद्ध तरीके से सामान्य चलनिधि प्रबंधन कार्यों को बहाल करने के लिए 8 जनवरी 2021 को निर्णय लिया गया था।

हैं जो कि नीतिगत रुख से भिन्न हो सकती है। इसके अलावा, असाधारण चलनिधि की अधिकता की स्थितियों में, पारंपरिक लिखत अर्थात् ओएमओ बिक्री की रिज़र्व बैंक के पोर्टफोलियो में पर्याप्त प्रतिभूतियों की उपलब्धता के मामले में सीमाएं हैं। इसके अलावा, रिवर्स रिपो विंडो, एक अल्पावधिक लिखत होने के नाते जिसका प्रभाव जल्दी से उलट जाता है, टिकाऊ चलनिधि प्रवाह के लिए एक प्रभावी निष्क्रियकरण साधन नहीं हो सकता है। अत्यधिक चलनिधि की तंगी के समय, बैंकों द्वारा रखी गई अतिरिक्त वैधानिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) प्रतिभूतियों के सीमित स्टॉक के रूप में एक समान बाधा उभरती है, जिसे एलएएफ के तहत संपार्श्विक के रूप में उपयोग किया जा सकता है। जहां अंतर्वेशन पक्ष पर एमएसएफ एक सुरक्षा वाल्व के रूप में कार्य करता है, वहीं अवशोषण पक्ष पर एक विशेष सुविधा प्रदान करके एलएएफ को समरूपता प्रदान करना आवश्यक है।

IV.47 इस संदर्भ में, केंद्रीय बजट 2018-19 में घोषित और अप्रैल 2018 में अधिसूचित स्थायी जमा सुविधा (एसडीएफ) को सक्रिय किया जा सकता है, जो प्रतिभूतियों की उपलब्धता के संबंध में बिना भार के और बिना किसी बाधा के सक्रिय किया जा सकता है। उपयुक्त ब्याज दर के संदर्भ में एसडीएफ का डिजाइन और जिन शर्तों के तहत इसे ट्रिगर किया गया है, उनकी बारीकी से जांच की जानी चाहिए क्योंकि यह मौजूदा रिवर्स रिपो दर के अलावा ब्याज दरों के लिए एक अतिरिक्त न्यूनतम दर के रूप में कार्य करेगा। यदि रिवर्स रिपो सुविधा को सक्रिय रखना है या चलनिधि प्रबंधन का एक सशक्त साधन है, तो एसडीएफ पर ब्याज दर रिवर्स रिपो दर से कम होनी चाहिए। इस प्रकार, एसडीएफ यह सुनिश्चित करेगा कि रिज़र्व बैंक के टूलकिट (जैसे, एमएसएस) के बाहर के लिखतों का सहारा लेने की आवश्यकता के बिना पूंजी प्रवाह की बाढ़ जैसी घटनाओं से वित्तीय स्थिरता को खतरा नहीं है। उस अर्थ में, एसडीएफ को चलनिधि प्रबंधन में अपनी भूमिका के अलावा वित्तीय स्थिरता सुनिश्चित करने के लिए एक साधन के रूप में माना जाना चाहिए (आरबीआई, 2018बी)।

चलनिधि मूल्यांकन में सुधार और संचार

IV.48 आरक्षित निधि के अनुरक्षण अवधि के साथ समन्वयित मुख्य चलनिधि प्रबंधन साधन के रूप में 14-दिवसीय परिवर्तनीय दर रिपो की शुरुआत के साथ, रिज़र्व बैंक और वाणिज्यिक बैंकों दोनों के लिए ऊर्ध्वाधर प्रणाली और अधरोर्ध्व दृष्टिकोण को मिलाकर चलनिधि का अधिक सटीक मूल्यांकन महत्वपूर्ण है। रिज़र्व बैंक के दृष्टिकोण से, संसाधनों को अधिक समवर्ती आधार पर सूचना की उपलब्धता में निवेश किया जाना चाहिए और आरक्षित निधि अनुरक्षण पखवाड़े के दौरान एक व्यवस्थित चलनिधि मूल्यांकन के लिए मुद्रा की मांग, सरकारी नकदी शेष और विदेशी मुद्रा प्रवाह जैसे स्वायत्त कारकों के अधिक सटीक पूर्वानुमानों में निवेश किया जाना चाहिए। उदाहरण के तौर पर, सरकारी नकदी शेष एक दिन के अंतराल के साथ चलनिधि पूर्वानुमानकर्ता के लिए उपलब्ध हैं और संचलनगत मुद्रा एक सप्ताह के अंतराल में हैं, जबकि वे घर्षणात्मक चलनिधि प्रबंधन कार्यों के लिए एक ही दिन और यहां तक कि इंट्रा-डे पर उपलब्ध होनी चाहिए। जैसा कि फरवरी 2020 में घोषित संशोधित चलनिधि प्रबंधन फ्रेमवर्क के लिए प्रतिबद्ध है, रिज़र्व बैंक के स्वायत्त चलनिधि के आकलन को समग्र रूप से सार्वजनिक डोमेन में प्रत्याशित दैनिक / पाक्षिक आधार पर उपलब्ध कराया जा सकता है, जो कि पूर्वानुमान की गुणवत्ता में सुधार के लिए एक प्रोत्साहन तंत्र के रूप में उपलब्ध है।

IV.49 वाणिज्यिक बैंकों के लिए, पखवाड़े के भीतर नकदी प्रवाह अनुमानों को परिष्कृत करना एक बड़ी चुनौती बनी हुई है। अधरोर्ध्व पूर्वानुमान की गुणवत्ता और सटीकता में सुधार के लिए वाणिज्यिक बैंकों के लिए प्रोत्साहन संरचना एक पूर्व-निर्धारित आवृत्ति पर एक रिपोर्टिंग आवश्यकता का रूप ले सकती है, जिसे रिज़र्व बैंक, अपने स्वयं के मूल्यांकन / पूर्वानुमानसाथ सार्वजनिक डोमेन में एकत्रित और जारी कर सकता है।

IV.50 सक्रिय चलनिधि प्रबंधन दो-तरफा ओएमओ (खरीद और बिक्री दोनों), विदेशी मुद्रा संचालन (स्पॉट और फॉरवर्ड दोनों) और विभिन्न अवधि के रिपो/रिवर्स रिपो के रूप में आवश्यकतानुसार परिचालन की आवश्यकता को भी निर्धारित करता है ताकि मात्रा मॉड्यूलन निर्बाध रूप से होता रहे और एफआईटी के तहत, निरंतर चलनिधि अंतराल/ओवरहैंग से बचा जा सके। इस तरह के अंतराल/ओवरहैंग अक्सर नीतिगत दर से परिचालन लक्ष्य के बड़े विचलन का कारण बनते हैं जिससे मुद्रा बाजार में केंद्रीय बैंक द्वारा हस्तक्षेप में वृद्धि की आवश्यकता होती है जिससे ठीकठाक कीमत निर्धारण और बाजार विकास में बाधा उत्पन्न होती है। साथ ही, परिष्करण परिचालन की आवृत्ति को कम से कम किया जाना चाहिए और छोटी अवधि तक सीमित होना चाहिए जो आसानी से प्रतिवर्ती हो ताकि टिकाऊ चलनिधि प्रबंधन को प्रभावित न किया जा सके। कुल मिलाकर, अपने उद्देश्यों के संदर्भ में चलनिधि प्रबंधन की सफलता केंद्रीय बैंक के इरादों के स्पष्ट और पारदर्शी संचार और उसके बाद की विश्वसनीय कार्रवाई पर निर्भर करती है, जिसके परिणामस्वरूप वांछनीय परिणाम सार्वजनिक रूप से संप्रेषित रुख के अनुरूप होते हैं।

बाजार के समय को समकालीन बनाना

IV.51 सभी उत्पादों और निधीयन बाजारों में बाजार के समय में समकालिकता यह सुनिश्चित करने के लिए आवश्यक है कि वे अप्रत्याशित घर्षण से बचकर एक दूसरे के पूरक हों। विभिन्न मुद्रा बाजार खंडों में अतुल्यकालिक बाजार बंद होने का समय, शुरुआती घंटों में उच्च व्यापारिक तीव्रता और बाजार समय जो निपटान समय के साथ तालमेल नहीं रखते हैं, अक्सर डब्ल्यूएसीआर व्यापार को दिन के अंत में असमान रूप से प्रभावित करते हैं। विशेष रूप से, मांग मुद्रा बाजार में कारोबार के पहले घंटे में आमतौर पर दिन के मात्रा का बड़ा हिस्सा होता है क्योंकि अधिकांश बाजार प्रतिभागी एक मजबूत चलनिधि पूर्वानुमान फ्रेमवर्क के अभाव में दिन के लिए अपने नकदी-प्रवाह की स्थिति का आकलन करने में असमर्थ होते हैं। नतीजतन, देर से घंटे की मांग आपूर्ति बेमेल अस्थिर मांग दरों में परिलक्षित होती है। इसके अलावा, सभी मुद्रा बाजार खंडों में एक समान बाजार अवधि का न होना (सारणी IV.11), जो वास्तविक तत्काल सकाल निपटान (आरटीजीएस) समय के साथ तालमेल नहीं रखते हैं, अक्सर डब्ल्यूएसीआर पर बाजार के बंद होने की दिशा में एक अस्थिर प्रभाव पड़ता है क्योंकि सहकारी बैंक

सारणी IV.11: बाजार समय

बाजार	ट्रेडिंग सिस्टम	निपटान प्रकार	संस्थाएं	बाजार समय	
				खुला	बंद
मांग मुद्रा बाजार	एनडीएस-कॉल	टी+0 टी+1 (सूचना/कालावधि)	सभी संस्थाएं	9.00 पूर्वा.	5.00 अप.
सरकारी प्रतिभूतियों में त्रि-पक्षीय रिपो	टीआरईपीएस	टी+0	भारतीय रिजर्व बैंक में निधियों का निपटान करने वाली संस्थाएं	9.00 पूर्वा.	3.00 अप.
			निपटान बैंक में निधियों का निपटान करने वाली संस्थाएं	9.00 पूर्वा.	2.30 अप.
सरकारी प्रतिभूतियों में त्रि-पक्षीय रिपो	टीआरईपीएस	टी+1	भारतीय रिजर्व बैंक में निधियों का निपटान करने वाली संस्थाएं	9.00 पूर्वा.	5.00 अप.
		टी+1	निपटान बैंक में निधियों का निपटान करने वाली संस्थाएं	9.00 पूर्वा.	5.00 अप.
सरकारी प्रतिभूतियों में मार्केट रिपो	सीआरओएमएस	टी+0	सभी संस्थाएं	9.00 पूर्वा.	2.30 अप.
सरकारी प्रतिभूतियों में मार्केट रिपो	सीआरओएमएस	टी+1	सभी संस्थाएं	9.00 पूर्वा.	5.00 अप.
कॉरपोरेट बॉन्ड में रिपो (रिपोटिंग)	एफ-टीआरएसी	टी+0	सभी संस्थाएं	9.00 पूर्वा.	6.00 अप.
कॉरपोरेट बॉन्ड में रिपो (रिपोटिंग)	एफ-टीआरएसी	टी+1	सभी संस्थाएं	9.00 पूर्वा.	6.00 अप.
सरकारी प्रतिभूतियां (केंद्र सरकार की प्रतिभूतियां, राज्य विकास ऋण और ट्रेजरी बिल)	एनडीएस-ओएम	टी+0	सभी संस्थाएं	9.00 पूर्वा.	2:30 अप.
सरकारी प्रतिभूतियां (केंद्र सरकार की प्रतिभूतियां, राज्य विकास ऋण और ट्रेजरी बिल)	एनडीएस-ओएम	टी+1	सभी संस्थाएं	9.00 पूर्वा.	5.00 अप.

टिप्पणी: कोविड-19 से संक्रमण के जोखिम को कम करने और कर्मियों की सुरक्षा सुनिश्चित करने के लिए, विभिन्न बाजारों के लिए ट्रेडिंग का समय 7 अप्रैल 2020 से प्रभावी हो गए थे।
स्रोत: आरबीआई

बाजार को सस्ती दरों पर कर्ज देने के लिए प्रवेश करते हैं। इसलिए, बाजार क्षेत्रों में परिचालन समय का मानकीकरण, परिचालन लक्ष्य के रूप में डब्ल्यूएसीआर के उद्देश्य को सुदृढ़ करेगा।

IV.52 एशियाई अर्थव्यवस्थाओं में, अंतर-बैंक मुद्रा बाजार इंडोनेशिया, मलेशिया, दक्षिण कोरिया और हांगकांग में लगभग 4-6:30 बजे (स्थानीय समय) तक खुले रहते हैं। ग्राहक लेनदेन से संबंधित भुगतान प्रणालियों का कट-ऑफ समय इनमें से कई क्षेत्रों में मुद्रा बाजारों को बंद करने से पहले है; हालांकि, चीन, थाईलैंड और वियतनाम में मुद्रा बाजारों के बंद होने के बाद खुदरा भुगतान प्रणाली खुली रहती है।

IV.53 मुद्रा बाजार में समकालिक परिचालन समय महत्वपूर्ण है ताकि प्रतिभागियों को उनकी आवश्यकताओं के अनुसार संपार्श्विक/असंपार्श्विक निधि तक पहुंच प्राप्त हो। यह किसी भी सेगमेंट पर दबाव को कम करता है जो अन्य सेगमेंट के बंद होने के बाद भी चालू रहता है, जैसा कि निधीयन बाजार में होता है। हालांकि, संपार्श्विक (बाजार रिपो और टीआरईपीएस) खंडों और गैर-संपार्श्विक (मांग) खंड के लिए अलग-अलग निपटान तंत्र के समय को संरेखित करने में चुनौतियों का सामना करना पड़ता है। बाजार रिपो और टीआरईपीएस में लेनदेन का निपटान प्रतिभूति खंड में द्वितीयक बाजार लेनदेन के साथ होता है। निधियों और प्रतिभूतियों के बहुपक्षीय नेटिंग के परिणामस्वरूप चलनिधि की आवश्यकता के संदर्भ में बाजार सहभागियों के लिए उच्च स्तर के निवल लाभ होते हैं। इसके अलावा, प्रतिभूतियों के निपटान के पूरा होने के बाद बैंकों से बाजार सहभागियों द्वारा प्राप्त इंटर-डे क्रेडिट लाइनों के पुनर्भुगतान की सुविधा के लिए भी पर्याप्त समय की आवश्यकता होती है। आरटीजीएस जैसे बड़े मूल्य भुगतान प्रणालियों की उपलब्धता, संपार्श्विक निधीयन बाजारों के कुशल कामकाज की सुविधा प्रदान करती है।

IV.54 अंत में, निपटानों के अनुक्रम के कारण इंटर-डे चलनिधि चुनौतियों का सामना करने के दृष्टिकोण से भी समकालिक समय आवश्यक है। उदाहरण के लिए, प्राथमिक नीलामियों और ओएमओ का निपटान लगभग मध्याह्न में होता है जबकि प्रतिभूतियों का निपटान दिन के अंत में होता है। निपटानों का यह क्रम प्रणाली की इंटर-डे चलनिधि आवश्यकताओं को बढ़ा सकता है क्योंकि कुछ बाजार सहभागियों के पास एक निपटान में देय स्थिति हो सकती है और दूसरे में प्राप्य हो सकती है। इसलिए, प्राथमिक नीलामी/ओएमओ निपटान दिन में बाद में आयोजित किया जा सकता है। यह न केवल निवल निर्धारण दक्षता में सुधार करेगा बल्कि समग्र चलनिधि आवश्यकता को कम करने में भी मदद करेगा (आरबीआई, 2019)।

संचरण में बाधाएं

IV.55 भारत में मौद्रिक संचरण विलंबित और अपूर्ण है। कई कारकों ने एफआईटी व्यवस्था के दौरान बैंकों की जमा और उधार ब्याज दरों में नीतिगत संचरण को बाधित किया (बॉक्स IV.5)।

ऋण बाजार में संचरण में सुधार के लिए किए गए नीतिगत उपाय

IV.56 संचरण में आने वाली बाधाओं को ध्यान में रखते हुए, एफआईटी अवधि में संचरण की सुविधा के लिए कुछ पहल की गई है। चूंकि एफआईटी फ्रेमवर्क के साथ मेल खाने वाली एमसीएलआर व्यवस्था की शुरुआत के साथ अनुभव संतोषजनक साबित नहीं हुआ, इसलिए रिजर्व बैंक ने अक्टूबर 2019 में खुदरा और एमएसई क्षेत्रों के लिए बाह्य बेंचमार्क से सम्बद्ध ऋणों की शुरुआत अनिवार्य कर दी; और मध्यम उद्यमों के लिए, 1 अप्रैल 2020 से प्रभावी कर दिया।

IV.57 विशेष रूप से, बैंकों द्वारा अपनाए गए ब्याज दर बेंचमार्क के बहुराष्ट्रीय सर्वेक्षण से पता चलता है कि बाह्य बेंचमार्क से

बॉक्स IV.5

एफआईटी के दौरान मौद्रिक नीति संचरण में बाधाएं

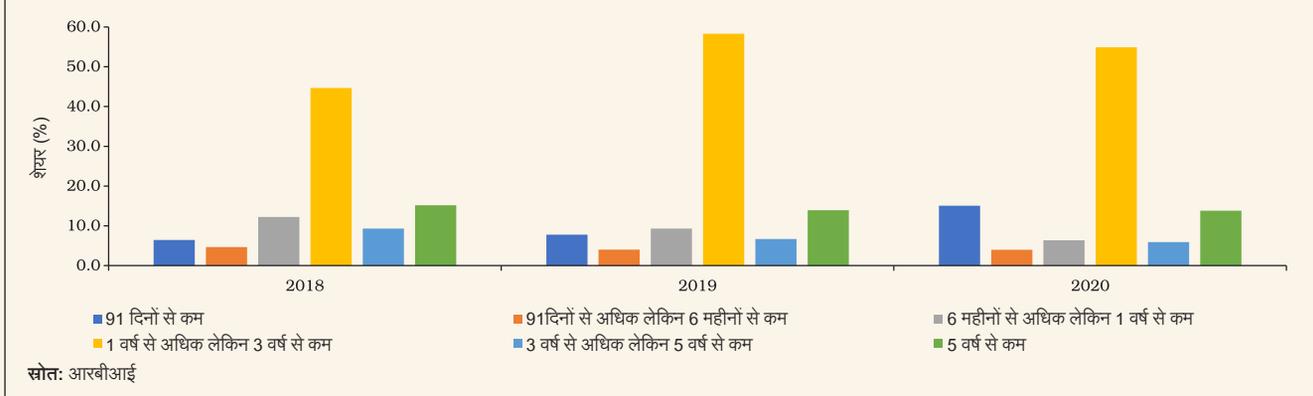
1990 के दशक की शुरुआत में ब्याज दरों के अविनियमन के बाद से, रिजर्व बैंक ने बैंकों द्वारा निर्धारित ब्याज दरों की प्रक्रिया को परिष्कृत करके मौद्रिक संचरण की प्रभावशीलता में सुधार करने के लिए ठोस प्रयास किए हैं। हालांकि, कई विशिष्ट कारक एफआईटी के दौरान क्रेडिट बाजार में मौद्रिक संचरण को बाधित करते हैं। इसमें बैंकों द्वारा ऋणों कीमतों के निर्धारण के लिए आंतरिक बेंचमार्क²⁹; अनुचित ब्याज दर सबवेंशन; बैंकों की आस्ति और देयताओं की परिपक्वता प्रोफाइल में असंतुलन; लंबी परिपक्वता वाली स्थिर दर खुदरा जमा राशियों पर निर्भर आस्तियों का वित्तपोषण; ऋण ज्यादातर अस्थायी दरों पर दिए जाते हैं लेकिन निश्चित ब्याज दरों पर जमा की लंबी परिपक्वता प्रोफाइल; बैंकों की बचत जमा राशियों पर ब्याज दरों में कठोरता; छोटी बचत योजनाओं और डेट म्यूचुअल फंड योजनाओं जैसे प्रतिस्पर्धी बचत साधनों द्वारा दी जाने वाली उच्च ब्याज दरें; और वाणिज्यिक बैंकों की आस्ति गुणवत्ता में गिरावट शामिल है। एनबीएफसी द्वारा ऋण कीमतों के निर्धारण में पारदर्शिता की कमी के कारण संचरण का आकलन करना मुश्किल हो जाता है, बाधाओं को दूर करना तो दूर की बात है।

1. अविनियमन के बाद की अवधि के दौरान ऋणों की कीमतों का निर्धारण मुख्य रूप से आंतरिक - और इसलिए, बैंक विशिष्ट - बेंचमार्क पर आधारित होता है जो ग्राहक जागरूकता और सुरक्षा के अनुकूल नहीं होते हैं। भारत में एफआईटी को अपना मोटे तौर पर अप्रैल 2016 में मार्जिनल कॉस्ट ऑफ फंड्स बेस्ड लेंडिंग रेट (एमसीएलआर) सिस्टम की शुरुआत के साथ हुआ। बैंकों ने मनमाने ढंग से अपने एमसीएलआर और प्रसार को समायोजित किया, जिससे उधारकर्ताओं को नीतिगत दरों में कटौती के प्रसारण में बाधा उत्पन्न हुई। इस संबंध में, एमसीएलआर प्रणाली के कामकाज की

समीक्षा के लिए आंतरिक अध्ययन समूह (अध्यक्ष: डॉ. जनक राज) के प्रमुख निष्कर्ष थे: (i) एमसीएलआर में बड़ी कमी को कुछ बैंकों द्वारा व्यापार कार्यनीति प्रीमियम के रूप में प्रसार में एक साथ वृद्धि द्वारा आंशिक रूप से ऑफसेट किया गया था जो पास-थ्रू को उधार दरों को कम करता है; (ii) कुछ बैंकों के पास स्प्रेड की गणना के लिए कोई पद्धति नहीं थी, जिसे वास्तविक प्रचलित उधार दर से एमसीएलआर घटाकर केवल एक अवशिष्ट के रूप में माना जाता था; और (iii) क्रेडिट जोखिम तत्व संबंधित उधारकर्ता की क्रेडिट रेटिंग के आधार पर लागू नहीं किया गया था, बल्कि संबंधित क्रेडिट पोर्टफोलियो/क्षेत्र के डिफॉल्ट (पीडी) और नुकसान दिए गए डिफॉल्ट (एलजीडी) की ऐतिहासिक रूप से देखी गई संभावना पर लागू किया गया था। इसके अलावा, आधार दर पर किसी निर्णायक खंड के अभाव में, बैंक अपने मौजूदा ग्राहकों को एमसीएलआर व्यवस्था में स्थानांतरित करने में धीमे थे। आधार दर से जुड़े ऋणों की हिस्सेदारी घटकर एकल अंक में आने में लगभग चार साल लग गए।

2. एक प्रमुख कारक जो बैंकों को संचरण के लाभों को पारित करने से रोकता है, वह है स्थायी दरों की मीयादी जमाओं की अपेक्षाकृत लंबी परिपक्वता प्रोफाइल (चार्ट 1), जबकि ऋण - हालांकि लंबी अवधि के हैं - और ज्यादातर अस्थायी ब्याज दरों पर होते हैं (जून 2020 के अंत में 72.8 प्रतिशत), जिसके परिणामस्वरूप बैंकों की आस्तियों और देयताओं की अवधि असंतुलित हो गई (चार्ट 2)।
3. कमजोर संचरण का एक अन्य कारण बैंकों की बचत जमा राशियों पर ब्याज दरों में कठोरता है जो कुल जमा राशि का लगभग एक तिहाई (नोटबंदी के बाद से लगभग 32 प्रतिशत) है। अक्टूबर

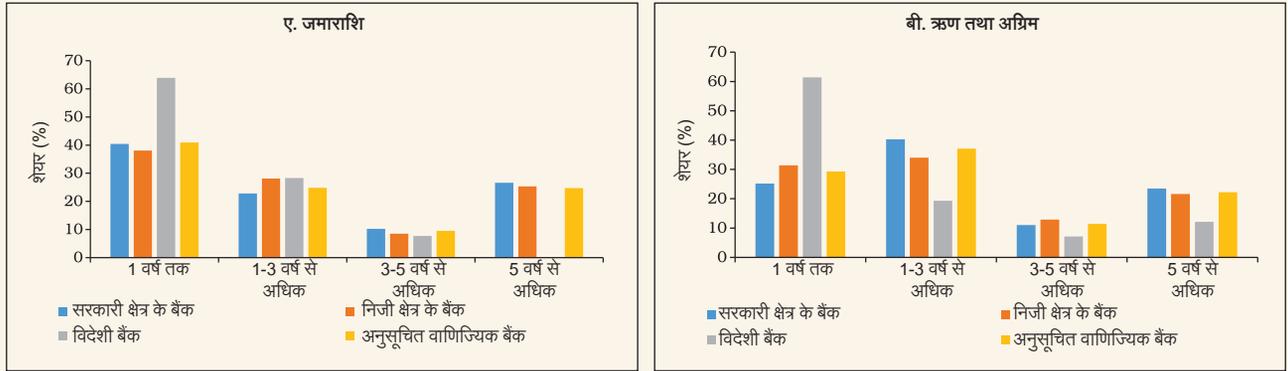
चार्ट 1: एमसीबी की जमा राशियों की परिपक्वता का प्रतिरूप



(जारी)

29 बाह्य बेंचमार्क से संबद्ध अस्थिर दर ऋणों को हाल ही में उन चुनिंदा क्षेत्रों के लिए अनिवार्य किया गया था, जो आमतौर पर नए ऋणों के 30 प्रतिशत से कम के लिए जिम्मेदार होते हैं (मार्च 2020 के अंत तक बकाया ऋण का लगभग 10 प्रतिशत)।

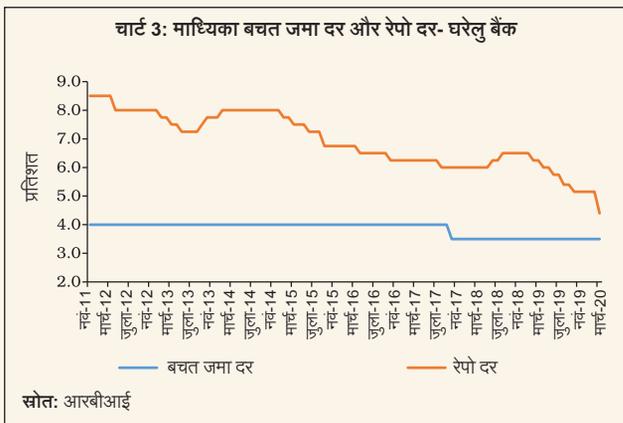
चार्ट 2: जमाराशि तथा ऋणों की परिपक्वता अवधि: मार्च 2020



स्रोत: आरबीआई

2011 में इसे अविनियमित करने के बाद से औसत बचत जमा दर लगभग छह वर्षों तक स्थिर रही, हालांकि नीति चक्र अन्य दिशा में चला गया (आरबीआई, 2017)। नोटबंदी के कारण बैंकिंग प्रणाली में बड़े पैमाने पर चालू खाते और बचत खाते (सीएसए) जमा की आमद के बाद ही - पूरी तरह से मौद्रिक नीति से हटकर - भारतीय स्टेट बैंक के नेतृत्व में प्रमुख सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों ने 31 जुलाई 2017 को बचत जमा ब्याज दर कम कर दी (चार्ट 3)।³⁰ चुनिंदा क्षेत्रों के लिए बाहरी बेंचमार्क लिंक्ड ऋणों की अनिवार्य शुरुआत ने बचत जमा दरों की कठोरता को समाप्त करते हुए बदकिस्मती को तोड़ दिया।

- छोटी बचत योजनाओं पर ब्याज दरें केंद्र सरकार द्वारा निर्देशित होती हैं और तदनुरूपी परिपक्वता के सरकारी प्रतिभूतियों पर



स्रोत: आरबीआई

द्वितीयक बाजार प्रतिफल से जुड़ी होती हैं। हालांकि, अप्रैल 2016 से इन ब्याज दरों को तिमाही आधार पर (4 महीने के अंतराल के साथ) ³¹ निर्धारित करने का निर्णय लिया गया था, मोटे तौर पर एफआईटी की शुरुआत से, कार्यान्वयन उदासीनता से किया गया था, विशेष रूप से बहाली चक्र के दौरान। इस प्रकार, विभिन्न लघु बचत साधनों की ब्याज की वास्तविक दरें ति2: 2017-18 से ति4: 2017-18 और ति1: 2019-20 से ति4: 2019-20 के दौरान फॉर्मूला-आधारित दरों से अधिक थीं। उदाहरण के लिए, छोटी बचत योजनाओं की निर्देशित ब्याज दरें ति4: 2019-20 में फॉर्मूला-आधारित दरों की तुलना में 81-160 बीपीएस अधिक थीं क्योंकि सरकार ने संदर्भ अवधि के दौरान जी-सेक प्रतिफल में गिरावट के बावजूद, ति3 और ति4: 2019-20 के लिए छोटी बचत ब्याज दरों को अपरिवर्तित छोड़ दिया था जिससे मौद्रिक संचरण बाधित हुआ। छोटी बचत योजनाओं और डेट म्यूचुअल फंड योजनाओं जैसे प्रतिस्पर्धी बचत साधनों द्वारा दी जाने वाली उच्च ब्याज दरों ने विशेष रूप से बहाली चक्र के दौरान संचरण को बाधित किया है, हालांकि स्थिर रिटर्न (म्यूचुअल फंड योजनाओं की तुलना में) के रूप में बैंक जमा और चलनिधि (छोटी बचत योजनाओं की तुलना में) के कुछ अलग फायदे हैं। इसके अलावा, छोटी बचतें सरकार की देयताएं हैं और क्रेडिट जोखिम से मुक्त हैं। इसलिए, बैंक अक्सर रिजर्व बैंक द्वारा नीतिगत दर में कमी के अनुरूप मीयादी जमा पर ब्याज दरों को कम करने के लिए अनिच्छुक दिखाई देते थे। ³² इन कारणों ने बैंकों की बैलेंस शीट की देयताओं को बढ़ाया है।

(जारी)

30 ₹1 लाख तक की जमा राशि के लिए।

31 उदाहरण के लिए, जुलाई से सितंबर 2019 की तिमाही के लिए ब्याज दरें मार्च से मई 2019 के लिए महीने के अंत जी-सेक प्रतिफल पर आधारित हैं।

32 फिर भी, बचत जमा दर को छह वर्षों (2011-17) के लिए डाक बचत जमा दर (4 प्रतिशत) के समान स्तर पर बनाए रखने के बाद, घरेलू बैंकों की औसत बचत जमा दर सितंबर 2020 में भी घटकर 3 प्रतिशत रह गई है, बावजूद इसके डाक बचत जमा पर ब्याज दर में कोई बदलाव नहीं किया गया है।

5. बैंकिंग क्षेत्र के स्वास्थ्य में गिरावट और क्रेडिट पोर्टफोलियो में अपेक्षित ऋण हानियों ने मौद्रिक संचरण को प्रभावित किया (जॉन और अन्य, 2018)। क्रेडिट जोखिम में वृद्धि [सकल अनर्जक आस्तियों (एनपीए) अनुपात और दबावग्रस्त आस्तियों के अनुपात (एनपीए प्लस पुनर्चित आस्ति) द्वारा अलग से अनुमानित] ने ब्याज दर चैनल के माध्यम से मौद्रिक संचरण को बाधित किया। हाल ही की अवधि के दौरान बैंक ऋण चैनल के माध्यम से संचरण में भी बाधा आई क्योंकि आस्ति गुणवत्ता में तेज गिरावट के कारण ऋण वृद्धि में कमी आई (राज और अन्य, 2020)।
6. वित्तीय प्रणाली में एनबीएफसी का सापेक्ष महत्व बढ़ रहा है। बैंकों और एनबीएफसी द्वारा दिए गए ऋण में एनबीएफसी की हिस्सेदारी मार्च 2008 के 9.5 प्रतिशत से बढ़कर मार्च 2020 में 18.6 प्रतिशत हो गई। तथापि, एनबीएफसी ऋणों की कीमत निर्धारण में एक समान पद्धति का पालन नहीं करती है। जबकि कुछ एनबीएफसी ब्याज दर बेंचमार्क के रूप में अपनी प्रमुख उधार दरों का उपयोग करते हैं, अन्य बैंकों की आधार दरों/एसएलआर को बाहरी बेंचमार्क के रूप में उपयोग करते हैं; कुछ के पास अपने ऋण कीमतों के निर्धारण के लिए कोई ब्याज दर बेंचमार्क नहीं है। पारदर्शिता की कमी के कारण वित्तीय बाजार के इस खंड में मौद्रिक नीति का कमजोर संचरण हुआ है।
7. नीति निर्माण में राजकोषीय प्रभुत्व भारत में मौद्रिक नीति की प्रभावकारिता पर लगातार प्रभाव डालता रहा है (मित्र और अन्य, 2017)। मुक्त बाजार के संचालन बड़े पैमाने पर सरकारी उधारी के संदर्भ में नियोजित होते हैं, जो बैंकों द्वारा दिए गए खाद्येतर ऋण को समाप्त कर देते हैं। एसएलआर प्रतिबंध सरकारी प्रतिभूतियों के लिए एक कैप्टिव मार्केट प्रदान करता है और सरकार के लिए उधार लेने की लागत को कृत्रिम रूप से दबाने में मदद करता है, जिससे टर्म स्ट्रक्चर में ब्याज दर में बदलाव का प्रसारण कम हो जाता है। हालांकि एसएलआर नियामक फ्लोर को एनडीटीएल के 18 प्रतिशत तक कम कर दिया गया है, बैंक निर्धारित सीमा से अधिक एसएलआर बनाए रखते हैं (मार्च 2020 के अंत तक 26.4 प्रतिशत)। अतिरिक्त एसएलआर एलएफ योग्य है, जो बैंकों को अतिरिक्त एसएलआर

बनाए रखने के लिए प्रोत्साहित करता है। इसके अलावा, बैंकों के बीच ऋण और जोखिम से बचने की कमजोर मांग ('लेजी बैंकिंग' सहित) बैंकों को उनकी वैधानिक आवश्यकताओं से अधिक सरकारी प्रतिभूतियों में निवेश करने के लिए प्रेरित करती है। कमजोर बैंकों के मामले में, विशेष रूप से आरबीआई के त्वरित सुधारात्मक कार्रवाई (पीसीए) फ्रेमवर्क के तहत, अपर्याप्त पूंजी भी बैंकों के ऋण संचालन को बाधित कर सकती है। सरकार नैतिक दबाव और कभी-कभी बैंकों को निर्देशों के माध्यम से मौद्रिक नीति संचरण चैनल को भी प्रभावित करती है। केंद्र और राज्य सरकारें कुछ क्षेत्रों को ब्याज दर सबवेंशन प्रदान करती हैं, जो मुक्त बाजार में ऋण के लिए प्रतिस्पर्धी कीमतों को बाधित करता है।

8. भारत में विशेष रूप से ग्रामीण क्षेत्रों में अनौपचारिक/अर्ध-औपचारिक उधार प्रणाली की महत्वपूर्ण उपस्थिति है। अनौपचारिक स्रोतों से उधार लेने की लागत बैंकों से उधार लेने की तुलना में काफी अधिक है। इस प्रकार, अनौपचारिक वित्त के साथ-साथ इसकी मध्यस्थता की लागत की समग्र मांग पर मौद्रिक नीति के प्रभाव को बाधित कर सकती है।

संदर्भ:

- John, J., A.K. Mitra, J. Raj and D.P. Rath (2018), "Asset Quality and Monetary Transmission", Reserve Bank of India Occasional Papers, Vol 37 (1&2), 35-62.
- Mitra, P., I. Bhattacharyya, J. John, I. Manna and A. T. George (2017), "Farm Loan Waivers, Fiscal Deficit and Inflation", *Mint Street Memo* No. 5, Reserve Bank of India.
- Raj, J., D.P. Rath, P. Mitra & J. John (2020), "Asset Quality and Credit Channel of Monetary Policy Transmission in India: Some Evidence from Bank-level Data", Reserve Bank of India Working Paper No. 14/2020.
- RBI (2017), Report of the Internal Study Group to Review the Working of the Marginal Cost of Funds-Based Lending Rate System (Chairman: Dr. Janak Raj), October.

सम्बद्ध ऋण कई देशों में बैंकों के तुला-पत्र का एक महत्वपूर्ण हिस्सा है (सारणी IV.12)।

IV.58 उधार और जमा दरों के निर्धारण संबंधी देश की प्रथाओं³³ का एक सिंहावलोकन से पता चलता है कि विकसित अर्थव्यवस्थाओं में आमतौर पर दो बेंचमार्क दरें होती हैं - एक खुदरा ऋण के लिए और दूसरी कॉर्पोरेट ऋण के लिए। उदाहरण के लिए, अमेरिका में, मूल दर - आम तौर पर संघीय

निधि दर से 3 प्रतिशत अंक अधिक - आमतौर पर उपभोक्ता और खुदरा ऋण के लिए बेंचमार्क दर होती है; और लंदन अंतर-बैंक प्रसत्त्वित दर (लाइबोर) कॉर्पोरेट ऋणों के लिए (और लंबी परिपक्वता वाली फ्लोटिंग रेट मॉर्गेज के लिए भी) संदर्भ दर है। इसी तरह, यूके में, बैंक ऑफ इंग्लैंड की आधार दर उपभोक्ता और खुदरा ऋणों के लिए एक प्रमुख बेंचमार्क दर है, जबकि वाणिज्यिक ऋणों के लिए बेंचमार्क लाइबोर है।

33 अनुबंध IV.3 देखें।

सारणी IV.12: आंतरिक और बाह्य बेंचमार्क से जुड़े ऋणों का अनुपात

(प्रतिशत)

देश	आंतरिक	बाह्य	कुल
थाईलैंड	95	5	100
इंडोनेशिया	90	10	100
स्विट्ज़रलैंड	80	20	100
तुर्की	55	45	100
मलेशिया	45	55	100
यूनाइटेड किंगडम	45	55	100
ताइवान	40	60	100
सिंगापुर	30	70	100
दक्षिण कोरिया	10	90	100
चीन	0	100	100

स्रोत: क्रेडिट सुइस रिसर्च, एचडीएफसी बैंक (आचार्य, 2020)।

यूएस और यूके जैसे देशों के मामले में, बाह्य बेंचमार्क दरें बाजार प्रथाओं से विकसित हुई हैं। हालांकि, चीन के मामले में, चीनी केंद्रीय बैंक यानी, पीपुल्स बैंक ऑफ चाइना (पीबीसी) वाणिज्यिक बैंकों को अपनी बेंचमार्क दर, जैसे उधार देने वाली मूल दर (एलपीआर) को जोड़ने के लिए प्रेरित करता है - 18 बैंकों द्वारा मासिक आधार पर पुनर्निर्धारित एक संदर्भ दर - बैंकिंग प्रणाली में दीर्घ अवधि की चलनिधि के प्रबंधन के लिए इसके मुख्य उपकरणों में से एक की ब्याज दर के लिए, जो एलपीआर के लिए एक गाइड के रूप में कार्य करता है (रायटर, 2020)।

IV.59 चुनिंदा क्षेत्रों के लिए बाह्य बेंचमार्क में बदलाव से उन क्षेत्रों के लिए बैंकों द्वारा ब्याज दर निर्धारण में पारदर्शिता आई है; सभी बैंकों में सुगम उत्पाद तुलना (जैसे, आवास ऋण पर उधार दर); सुनिश्चित ग्राहक संरक्षण; और बहुत सुगम संचरण में। नीतिगत दर से उधार दर में संचरण आंतरिक बेंचमार्क की तुलना में अधिक प्रत्यक्ष है (अधिकांश बैंकों ने नीतिगत रिपो दर को वांछित बेंचमार्क के रूप में अपनाया है)। बैंकों को मौजूदा उधारकर्ताओं के लिए तीन महीने में कम से कम एक बार उधार

दर को पुनर्निर्धारण करने की आवश्यकता होगी ताकि बेंचमार्क दर में 1-1 के आधार पर बदलाव को प्रतिबिंबित किया जा सके, एमसीएलआर व्यवस्था से संचरण को तेज किया जा सके, जहां ऋण आमतौर पर वार्षिक आवृत्ति पर रीसेट किए जाते हैं (मित्रा और चट्टोपाध्याय, 2020)।³⁴ इसके अलावा, बेंचमार्क होने के उद्देश्य को विफल करने के लिए समय-समय पर स्प्रेड को बार-बार/मनमाने ढंग से संशोधित नहीं किया जाएगा; इसके बजाय, यह 3 वर्षों में एक बार समीक्षा के अधीन होगा (जब तक कि कोई क्रेडिट घटना न हो)।

IV.60 क्या आरबीआई द्वारा बाहरी बेंचमार्क की अनुवार्थता पुनः विनियमन के समान है? वास्तव में, विनियमन का तत्व अस्थायी दर वाले ऋणों के संबंध में केवल एक बाह्य बेंचमार्क के निर्धारण की सीमा तक है, जैसा कि आंतरिक बेंचमार्क के विपरीत या कोई बेंचमार्क नहीं है। बाह्य बेंचमार्क निर्धारित करना इस तथ्य से आवश्यक था कि आंतरिक बेंचमार्क में पारदर्शिता का अभाव था और बैंकों द्वारा हेरफेर के लिए मौके थे (आरबीआई, 2017)। इसके अलावा, आंतरिक बेंचमार्किंग व्यवस्था के तहत, दोनों बेंचमार्क दर और इसके परिवर्तन की मात्रा एक बैंक से दूसरे बैंक में भिन्न होती है, जिससे संभावित उधारकर्ता के लिए बैंकों और समय के साथ ऋण उत्पाद की ब्याज दर की तुलना करना मुश्किल हो जाता है।³⁵ दूसरा, यहां तक कि बाह्य बेंचमार्क की सिफारिश करते समय, बैंकों को एफबीआईएल द्वारा प्रकाशित बेंचमार्क और नीतिगत रिपो दर में से किसी एक के चयन का विकल्प दिया गया था, भले ही अधिकांश बैंकों ने अपनी मर्जी से बाद वाले को चुनना पसंद किया हो। तीसरा और सबसे महत्वपूर्ण बात यह है कि बैंक अपने वाणिज्यिक निर्णय के आधार पर ऋण स्वीकृति के समय बाह्य बेंचमार्क पर प्रसार का निर्धारण करने के लिए पूरी तरह से स्वतंत्र हैं; और इसलिए, उधार दर बाजार की शक्तियों के

34 एमसीएलआर से जुड़े वाणिज्यिक बैंकों के अस्थिर दर वाले ऋण के 73.1 प्रतिशत को मई 2019 में वार्षिक आवृत्ति पर पुनर्निर्धारित किया गया था।

35 यह संभव है कि बैंक ए का एमसीएलआर समय t पर बैंक बी से अधिक हो; हालांकि, समय t+1 पर, स्थिति विपरीत हो सकती है। एक ही बेंचमार्क से जुड़े ऋणों के संबंध में बाह्य बेंचमार्किंग व्यवस्था के तहत यह संभव नहीं है क्योंकि बेंचमार्क दर में कोई भी बदलाव सभी बैंकों की उधार दरों में 1-1 के आधार पर परिलक्षित होगा।

संचालन द्वारा स्वतंत्र रूप से निर्धारित की जाती है।³⁶ बैंकों के पास ऋण की मंजूरी के समय विस्तार में परिचालन लागत जैसे वित्त पोषण की अतिरिक्त लागत या किसी अन्य लागत को लोड करने की स्वतंत्रता है। एक बार स्प्रेड (और इसलिए, उधार दर) तय करने के बाद, बैंकों को एक प्रमुख क्रेडिट घटना को छोड़कर तीन वर्षों में केवल एक बार स्प्रेड को संशोधित करने की अनुमति है। यदि स्प्रेड बेंचमार्क की तरह ही परिवर्तनशील रहता, तो बेंचमार्किंग का उद्देश्य विफल हो जाता, यानी कि बेंचमार्क बदलने पर ही उधार दर में बदलाव होना चाहिए। इस शर्त का उद्देश्य संपूर्ण ऋण चुकौती अवधि के दौरान उधारकर्ताओं के हितों की रक्षा करना है क्योंकि आंतरिक बेंचमार्क व्यवस्थाओं के साथ अनुभव यह रहा है कि बैंक हमेशा कम बेंचमार्क दर का पूरा लाभ अपने पुराने उधारकर्ताओं को पास नहीं करते हैं, यहां तक कि बाजार हिस्सेदारी हासिल करने के लिए संभावित ग्राहकों को कम ब्याज दर परिवेश का पूरा लाभ प्रदान करते समय भी। इस प्रकार, बाह्य बेंचमार्क व्यवस्था का उद्देश्य ऋणदाता के हितों को उधारकर्ता के साथ संतुलित करना है।

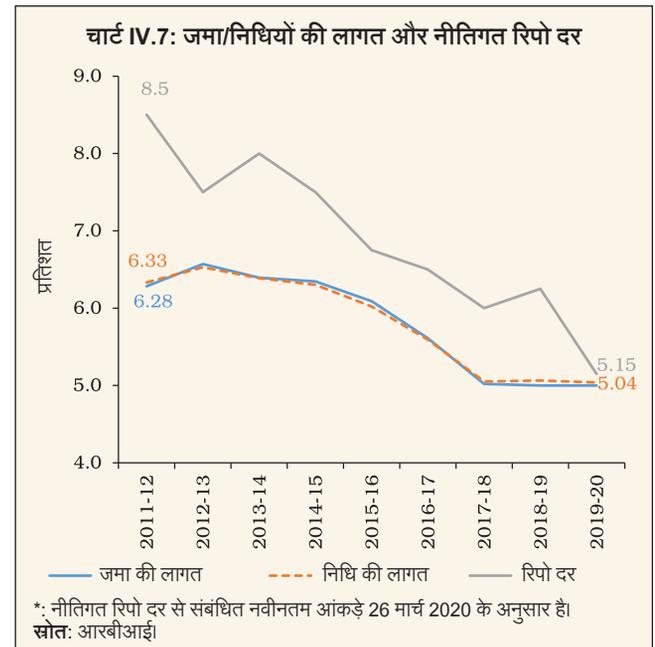
IV.61 एफआईटी व्यवस्था की पहचान पारदर्शिता है, जो बाह्य बेंचमार्किंग व्यवस्था पर भी लागू होती है। निस्संदेह, यह आदर्श होता अगर बाजार संचालित प्रक्रिया में कोई बाह्य बेंचमार्क अपने आप उभर आता। हालांकि, मुद्रा बाजारों की सीमित पहुँच को देखते हुए इसकी संभावना नहीं थी, जिससे बेंचमार्क के उद्भव की सुविधा के लिए रिज़र्व बैंक से हैंडहोल्डिंग की आवश्यकता थी, जैसा कि मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क को संशोधित करने और मजबूत करने के लिए विशेषज्ञ समिति (आरबीआई, 2014) और एमसीएलआर प्रणाली के कामकाज की समीक्षा के लिए आंतरिक अध्ययन समूह द्वारा परिकल्पित

किया गया था (आरबीआई, 2017); यह केंद्रीय बैंकों द्वारा निर्भाई गई विकासात्मक भूमिका के अनुरूप भी है, जिसमें उन्नत अर्थव्यवस्थाएं भी शामिल हैं, विशेष रूप से लाइबोर प्रकरण के बाद।

IV.62 ऋणों के मूल्य निर्धारण के लिए बाह्य बेंचमार्क की शुरुआत से बैंकों को असुविधा नहीं हुई क्योंकि निधि की लागत अब नीतिगत दर के साथ अधिक निकटता से जुड़ी हुई है, जिसमें मार्च 2012 में 217 बीपीएस से मार्च 2020 में स्प्रेड ओवर रिपो दर घटकर 11 बीपीएस हो गई है (चार्ट IV.7)।³⁷

ऋण बाजार में संचरण में सुधार

IV.63 बैंक-प्रभुत्व वाली वित्तीय प्रणाली में कुशल मौद्रिक संचरण का तात्पर्य है कि आरबीआई अधिनियम में निर्धारित मौद्रिक नीति उद्देश्य को पूरा करने के लिए जमा और उधार



36 यह विनियमित व्यवस्था से पूरी तरह भिन्न है, जहां विनियामक उधार दर निर्धारित करता है, या कम से कम, इसे उच्चतम सीमा के अधीन करता है। जहां बैंक उधार दरों को निर्धारित करने के लिए स्वतंत्र हैं, वहीं यह अपेक्षा की जाती है कि बैंक अन्य बैंकों और बाजार में अन्य भागीदारों, जैसे एनबीएफसी और एचएफसी या अन्य लिखत, जैसे सीपी और कॉरपोरेट बॉन्ड से प्रतिस्पर्धा के कारण असाधारण रूप से उच्च दरों पर शुल्क नहीं लेंगे। अंततः, प्रतिस्पर्धी बाजार शक्तियों से, विनियमन के बजाय, समान ऋण श्रेणी, परिपक्वता और जोखिम प्रोफाइल के लिए ब्याज दरों का अभिसरण लाने की उम्मीद की जाती है।

37 अक्टूबर 2019 से बाह्य बेंचमार्क प्रणाली की शुरुआत के साथ, डबल्यूएडीटीआर में 25 बीपीएस रिपो दर में कटौती की प्रतिक्रिया में 48 बीपीएस (मार्च 2020 तक) की गिरावट आई। 27 मार्च, 2020 को 75 बीपीएस नीतिगत रिपो दर में कटौती शामिल नहीं है।

दरों में नीतिगत दर के अनुरूप त्वरित समय में परिवर्तन होता है। संचरण में आने वाली बाधाओं को दूर करने से मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण फ्रेमवर्क का पालन करने में आसानी होगी।

IV.64 यदि बैंकिंग प्रणाली में ब्याज दरें - मुद्रा और बांड बाजार दरों के विपरीत - नीतिगत दर के अनुरूप नहीं बदलती हैं, तो बैंक-प्रभुत्व वाली वित्तीय प्रणाली के मौद्रिक प्राधिकरण को वृद्धि को अपनी क्षमता और मुद्रास्फीति को अपने लक्ष्य की मोड़ने के लिए या तो अधिक समय तक नीतिगत दर के साथ बने रहना होगा; या यदि ऋण बाजार में ब्याज दरें नीतिगत दर के साथ चलती हैं, तो स्थिति की तुलना में नीतिगत दर में बहुत अधिक परिवर्तन हो सकता है। जब एक ओर मुद्रा और बॉन्ड बाजार की ब्याज दरों और दूसरी ओर ऋण बाजार के बीच गति में व्यापक अंतर होता है, तो संसाधनों का उपेक्षित आबंटन अपूर्ण मूल्य संकेतों, वृद्धि और कीमत स्थिरता को प्रभावित करने के परिणामस्वरूप हो सकता है। यदि बाह्य बेंचमार्किंग व्यवस्था को संपूर्ण वाणिज्यिक बैंकिंग क्षेत्र पर लागू किया जाता है, तो यह न केवल मौद्रिक संचरण में सुधार करेगा, बल्कि अप्रत्यक्ष रूप से मौद्रिक और वित्तीय स्थिरता में भी योगदान देगा (आचार्य, 2020)।

ब्याज दर व्युत्पन्न बाजार का विस्तार करना और उसमें गहनता लाना

IV.65 वैश्विक स्तर पर, बैंकों की आस्तियों और देनदारियों के बीच बेमेल अवधि के प्रबंधन का एक प्रमुख साधन ब्याज दर डेरिवेटिव का सहारा लेना है। भारत में, ब्याज दर डेरिवेटिव बाजार बढ़े हैं, लेकिन एक उत्पाद - ओवरनाइट इंडेक्सेड स्वैप (ओआईएस) - और बाजार सहभागियों के एक छोटे समूह तक सीमित रहे हैं (दास, 2020ए)। भारत में, मांग और आपूर्ति पक्षों के बीच अनुत्तरित प्रश्न प्रतीत होती है, जो भागीदारी को प्रतिबंधित करती है और लेनदेन को सीमित करती है। रिजर्व बैंक की ओर से जरूरी जोर इस गतिरोध को तोड़ सकता है: ऋणों के मूल्य निर्धारण के लिए व्यक्तिगत और एमएसएमई ऋणों के लिए वर्तमान में निर्धारित बाह्य बेंचमार्क में से एक के लिए सभी क्षेत्रों

के लिए ऋणों को प्रगतिशील रूप से जोड़ने से मांग पक्ष को डेरिवेटिव बाजार के विकास को प्रोत्साहन मिलेगा। यह, बदले में, डेरिवेटिव उत्पादों की आपूर्ति के लिए आवश्यक प्रोत्साहन प्रदान करने की उम्मीद है, जिसके परिणामस्वरूप उन लोगों के बीच जोखिम का इष्टतम वितरण होता है जो समग्र रूप से वित्तीय प्रणाली में जोखिमों को जोड़े बिना प्रबंधन करने के इच्छुक और सक्षम हैं।

जमाराशियों को बाह्य बेंचमार्क से जोड़ना

IV.66 डेरिवेटिव उत्पादों का सहारा लेने के अलावा, बैंक स्वेच्छा से अपनी देनदारियों (जमा) को बाह्य बेंचमार्क दरों से जोड़ सकते हैं। सबसे पहले, उच्च मालियत वाले व्यक्तियों (एचएनआई) और कॉर्पोरेट्स की थोक जमाराशियों पर ब्याज दरों को, जो खुदरा जमाकर्ताओं की तुलना में ब्याज दर जोखिम को संभालने के लिए बेहतर रूप से सुसज्जित हैं, को बाह्य बेंचमार्क से जोड़ा जा सकता है। इससे बैंकों की निधियों की लागत को बाजार दरों के साथ संरेखित करने में और आसानी होगी।

पुराने ऋणों को बाह्य बेंचमार्क में अंतरण करना

IV.67 बेहतर मौद्रिक संचरण के लिए बैंकों द्वारा ब्याज दर निर्धारण में नई व्यवस्था की सफलता इस बात पर निर्भर करेगी कि बैंक अपने मौजूदा उधारकर्ताओं को पुरानी व्यवस्था से नई व्यवस्था में कितनी जल्दी और कुशलता से अंतरित करते हैं। उधारकर्ताओं, विशेष रूप से खुदरा उधारकर्ताओं के बीच, विभिन्न चैनलों के माध्यम से बाह्य बेंचमार्किंग प्रणाली की खूबियों के बारे में व्यापक प्रचार किया जा सकता है, जिसमें सामान्य भाषा में अक्सर पूछे जाने वाले प्रश्न शामिल हैं।

बैंकों की प्रकटीकरण प्रथाओं में सुधार

IV.68 बैंकों द्वारा ली जाने वाली उधार दरों के संबंध में प्रकटीकरण प्रथाओं में सुधार की गुंजाइश है। एमसीएलआर (आरबीआई, 2017) के कामकाज की समीक्षा करने के लिए

आंतरिक अध्ययन समूह की सिफारिशों की तर्ज पर, बैंक अपनी वेबसाइटों में आधार दर/एमसीएलआर (अवधि-वार), बाह्य बेंचमार्क के लिए चुने गए बेंचमार्क और आधार दर, एमसीएलआर और बाह्य बेंचमार्क से जुड़े ऋणों के लिए अलग-अलग प्रत्येक क्षेत्र के लिए ऋण पर न्यूनतम और अधिकतम प्रसार को प्रमुखता से प्रदर्शित कर सकते हैं। ऋण जोखिम प्रीमियम सहित उधारकर्ताओं की विभिन्न श्रेणियों के लिए लगाए गए प्रसार की जानकारी और ऋण जोखिम प्रीमियम लगाने के मानदंड संभावित उधारकर्ताओं सहित, उधारकर्ताओं के अनुरोध पर उपलब्ध कराए जाने चाहिए। भारतीय बैंक संघ (आईबीए) अपनी वेबसाइट पर समेकित बैंक-वार जानकारी प्रसारित कर सकता है ताकि ग्राहक विभिन्न क्षेत्रों के लिए बैंकों में उधार दरों की आसानी से तुलना कर सकें।

एनबीएफसी के साथ बैंकों की ब्याज दर निर्धारण प्रक्रियाओं को संरेखित करना

IV.69 वित्तीय मध्यस्थों और अंततः वास्तविक अर्थव्यवस्था के लिए प्रभावी मौद्रिक नीति संचरण के लिए, यह आवश्यक है कि एनबीएफसी की ब्याज दर निर्धारण प्रक्रियाओं को बैंकों के साथ संरेखित किया जाए (आचार्य, 2020)। एनबीएफसी के साथ-साथ आवास वित्त कंपनियों (एचएफसी) के लिए अपने ऋणों के मूल्य निर्धारण के लिए बाह्य बेंचमार्क प्रणाली अनिवार्य हो सकती है। बेंचमार्क के संदर्भ में बैंकों और एनबीएफसी में उधार दरों का सामंजस्य, प्रसार का निर्धारण और ब्याज दर निर्धारित करने की आवश्यकता वित्तीय मध्यस्थों के पूरे स्पेक्ट्रम में मौद्रिक नीति के प्रभावी प्रसारण की सुविधा प्रदान करेगी।

तिमाही अंतराल पर लघु बचत पर ब्याज दरों में संशोधन

IV.70 बेहतर संचरण की सुविधा के लिए, सरकार को 16 फरवरी 2016 की अपनी प्रेस विज्ञप्ति में सरकार द्वारा घोषित

सुपरिभाषित फॉर्मूले के अनुरूप हर तिमाही में विभिन्न लघु बचत योजनाओं पर ब्याज दरों में संशोधन करना चाहिए।

संचरण में सुधार के लिए फिनटेक का उपयोग

IV.71 नई वित्तीय प्रौद्योगिकियां (फिनटेक) वैश्विक स्तर पर वित्तीय क्षेत्र में अभूतपूर्व परिवर्तन ला रही हैं; भारत कोई अपवाद नहीं है। इलेक्ट्रॉनिक मनी (सेंट्रल बैंक डिजिटल करेंसी सहित), पीयर टू पीयर लेंडिंग, क्राउड फंडिंग प्लेटफॉर्म और डिस्ट्रीब्यूटेड लेजर टेक्नोलॉजी में निकट भविष्य में वित्तीय परिदृश्य को बदलने की क्षमता है (लियांग एंव सुंग, 2018)। फिनटेक प्रतिपक्षकारों के बीच लेनदेन लागत को कम करेगा; सरल उत्पादों के साथ पारदर्शिता प्रदान करेगा; और दक्षता में वृद्धि करेगा (कुर्रन, 2016)। फिनटेक उन ग्राहकों तक पहुंचने का माध्यम होगा जो वित्तीय प्रणाली के दायरे से बाहर हैं और इस तरह वित्तीय समावेशन को बढ़ावा देगा। भारत में, फिनटेक बड़े बैंकों के साथ-साथ; विशिष्ट बैंकों सहित मध्यम आकार के बैंक; और लघु वित्त बैंक, क्षेत्रीय ग्रामीण बैंक एवं सहकारी बैंक, भारतीय वित्तीय प्रणाली के चौथे खंड के रूप में कार्य कर सकते हैं (दास, 2020बी)।

IV.72 मौद्रिक संचरण में सुधार में फिनटेक की भूमिका को साहित्य में अच्छी तरह से मान्यता प्राप्त है (बर्नोथ एवं अन्य, 2017)। फिनटेक के हल्के विनियमन के परिणामस्वरूप बैंकों की तुलना में विनियामकीय अंतर-पणन हो सकता है, जिससे फिनटेक को बैंक पूंजी चैनल के माध्यम से पूंजी की कमी वाले बैंकों की तुलना में मौद्रिक नीति संकेतों को बेहतर ढंग से संचरित करने में सक्षम बनाता है।³⁸ उनके परिचालन की प्रकृति को देखते हुए, उधार चैनल के माध्यम से संचरण की सुविधा प्रदान कर फिनटेक के पास अपने ग्राहकों को दरों में वृद्धि का लाभ देने की अधिक संभावना है (बोल्टन एवं अन्य, 2016)। इसके अलावा, मौद्रिक नीति संचरण पर गैर-बैंक वित्त का समग्र

38 बैंक कैपिटल चैनल के लिए वैन डेन ह्यूवेल (2002) देखें।

सुदृढ़ीकरण प्रभाव है, विशेष रूप से जोखिम लेने वाले चैनल के माध्यम से (आईएमएफ, 2016)।

IV.73 भारत में, मौद्रिक संचरण में फिनटेक द्वारा निभाई गई भूमिका पर साहित्य बहुत कम है। फिनटेक फर्म एसएमई को ऋण जारी करती हैं। छोटे कारोबारों से लिए जाने वाले ब्याज की दर 16 से 27 प्रतिशत के बीच है (फरीदी, 2020)। यह बैंकों से फिनटेक द्वारा उधार लेने की उच्च लागत और फिनटेक द्वारा सौंपे गए उच्च जोखिम वाले प्रीमियम को दर्शाता है। भविष्य में, फिनटेक को डेरिवेटिव के उपयोग के माध्यम से जोखिम का बेहतर प्रबंधन करने और खुदरा उधारकर्ताओं को कम ब्याज दरों पर उधार लेने की अपनी लागत को कम करने की अपेक्षा हो सकती है।

IV.74 फिनटेक की ओर से जोर दिए जाने पर भारत में बैंक और एनबीएफसी वित्तीय प्रौद्योगिकी को अपनाने के लिए प्रेरित होंगे, जो मध्यस्थता की लागत को कम करके, अर्थव्यवस्था में व्यापक मौद्रिक सुविधा प्रदान करते समय अब तक बिना बैंक वाले परिवारों और फर्मों को औपचारिक वित्त के दायरे में ला सकता है। फिनटेक की संवृद्धि संभावित रूप से वित्तीय क्षेत्र की प्रतिस्पर्धा को तेज करेगी और नीतिगत दरों में बदलाव के प्रति अपनी प्रतिक्रिया में बाजार को और अधिक संवेदनशील बनने का कारण बनेगी, जिससे मौद्रिक नीति संचरण में सुधार होगा।

सीबीडीसी के साथ अवसर और चुनौतियाँ

IV.75 कई देश केंद्रीय बैंक डिजिटल मुद्रा (सीबीडीसी) को किसी न किसी रूप में लॉन्च करने के विचार के साथ काम कर रहे हैं³⁹ सीबीडीसी का आकर्षण इसकी डिजिटल विशेषता के साथ-साथ एक संप्रभु दायित्व होने से बढ़ा है। सीबीडीसी को व्यक्तिगत स्तर पर गैर-अनामिकता को बढ़ावा देने, लेनदेन की निगरानी करने, प्रत्यक्ष लाभ वित्तीय हस्तांतरण द्वारा वित्तीय

समावेशन को बढ़ावा देने, केंद्रीय बैंक के 'हेलीकॉप्टर मनी' को पंप करने और यहां तक कि सार्वजनिक खपत को वस्तुओं और सेवाओं के एक चुनिंदा समूह में कुल मांग और सामाजिक कल्याण बढ़ाने के लिए डिज़ाइन किया जा सकता है, इस प्रकार मौद्रिक संचरण के प्रत्यक्ष लिखत के रूप में कार्य करेगा। इसके अलावा, ब्याज वाली सीबीडीसी नीतिगत दर में बदलाव के लिए अर्थव्यवस्था की प्रतिक्रिया को बढ़ा सकती है। कम वृद्धि एवं मुद्रास्फीति के साथ-साथ "शून्य निचली सीमा" की बाधा का सामना कर रही उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में, सीबीडीसी देशों को अपने धारकों को ऋणात्मक नाममात्र ब्याज दरों की पेशकश करने वाले मौद्रिक प्राधिकरण के साथ बाधाओं को दूर करने में मदद कर सकता है।

IV.76 बड़े पैमाने पर पूंजी प्रवाह का सामना कर रहे उभरते बाजारों में, सीबीडीसी निष्क्रियण के एक लिखत के रूप में कार्य कर सकता है, जो केंद्रीय बैंक के तुला-पत्र में सरकारी प्रतिभूतियों के सीमित स्टॉक की बाधा को कम करता है। स्थायी जमा सुविधा (एसडीएफ) भी एक समान भूमिका निभा सकती है, लेकिन सीबीडीसी, अगर न केवल थोक संस्थानों, बल्कि खुदरा व्यक्तियों को भी पूरा करने के लिए डिज़ाइन किया गया है तो, सीधे सुधार और संचरण को तेज कर सकता है।

IV.77 हालांकि, सीबीडीसी, कोई अमिश्रित आशीर्वाद नहीं है - खासकर अगर वाणिज्यिक बैंकिंग प्रणाली को नाजुक माना जाए तो यह बैंकिंग प्रणाली के मध्यस्थता का जोखिम पैदा करता है। जनता अपने सीएसए जमाराशियों को बैंकों में सीबीडीसी में परिवर्तित कर सकती है, जिससे वृद्धि और वित्तीय स्थिरता के निहितार्थ के साथ बैंक-आधारित वित्तीय मध्यस्थता की लागत बढ़ जाती है। उल्लेखनीय ऋण बाजारों वाले देशों में, वाणिज्यिक बैंक मौद्रिक नीति संचरण के प्रमुख माध्यम के रूप में अपनी प्रधानता खो सकते हैं। मध्यस्थता को सीमित करने के लिए हाल ही में प्रस्तावित समाधान सीबीडीसी के लिए 2-स्तरीय

39 फेसबुक द्वारा अपनी लिब्रा पहल की घोषणा के साथ-साथ पीपुल्स बैंक ऑफ चाइना द्वारा सीबीडीसी के संभावित लॉन्च की रिपोर्ट ने सीबीडीसी को लॉन्च करने के लिए अनुसंधान करने और तकनीकी बुनियादी ढांचे को बनाने के लिए प्रोत्साहन प्रदान किया है। एड्रियन, टी. और टी.एम. ग्रिफोली (2019) देखें।

पारिश्रमिक प्रणाली की शुरुआत है, जिससे किसी व्यक्ति द्वारा धारित लेन-देन की शेष राशि ब्याज मुक्त रहती है और अधिकतम सीमा के अधीन होती है; जबकि अधिकतम सीमा से अधिक व्यक्ति के सीबीडीसी शेष पर दंडात्मक ऋणात्मक ब्याज दर के अधीन है (बिंदसील और पनेटा, 2020)। गुमनामी प्रदान करने वाले सीबीडीसी के मौजूदा कृत्यों के उल्लंघन में सीमा पार से भुगतान पर भी प्रभाव पड़ सकता है, इसलिए एएमएल/सीएफटी के खिलाफ उचित सुरक्षा उपायों को निर्धारित करने की आवश्यकता होगी।

4. निष्कर्ष

IV.78 पिछले दशक में मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रिया में महत्वपूर्ण बदलाव आया है। एफआईटी के दौरान अधिक बाजार-आधारित मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क में संचरण के साथ इस प्रक्रिया को और गति मिली। बाजार के कारोबार में वृद्धि, लिखतों और प्रतिभागियों के प्रसार, भुगतान और निपटान के इन्फ्रास्ट्रक्चर में सुधार और बाजार के नियमों के युक्तिकरण ने नीतिगत आवेगों के आसान और तेज संचरण की सुविधा प्रदान की है, विशेष रूप से परिपक्वता स्पेक्ट्रम के अल्पावधि में। मौद्रिक नीति के संचालन में बढ़ी पारदर्शिता - एफआईटी की सफलता के लिए एक पूर्वापेक्षा ने भी नीतिगत संचरण की सुविधा प्रदान की है और नीतिगत विश्वसनीयता को बढ़ाते हुए वांछनीय परिणाम प्राप्त किए हैं। हाल के पुराने दौर में, बाजार के रुख को प्रबंधित करने और मौद्रिक नीति रुख के अनुरूप सहकारी समाधान सुनिश्चित करने के लिए भावी मार्गदर्शन एक प्रभावी साधन रहा है (आरबीआई, 2020)। इन सभी कारकों ने वाणिज्यिक बैंकों के दैनिक नकदी प्रवाह मूल्यांकन में सुधार करने में योगदान दिया है।

IV.79 उपरोक्त लाभों के बावजूद, चलनिधि प्रबंधन फ्रेमवर्क को और बेहतर बनाने में कई कठिन चुनौतियाँ बनी हुई हैं। ये हैं: (i) मुद्रा बाजार के गैर-संपार्श्विक खंड का तेजी से सिकुड़ता आकार; (ii) चलनिधि पूर्वानुमान फ्रेमवर्क में सुधार; (iii) उपयुक्त परिचालन फ्रेमवर्क का चुनाव - कॉरीडोर बनाम आधार;

(iv) कॉरीडोर की उपयुक्त गुंजाइश; (v) सार्वजनिक रूप से संप्रेषित रुख के साथ मौद्रिक और चलनिधि परिचालन की निरंतरता; (vi) लिखतों के सही चुनाव के माध्यम से पूंजी प्रवाह का प्रबंधन करना; और (vii) सभी बाजार खंडों में परिचालन समय का सामंजस्य। इन मुद्दों पर प्रभावी समाधान नीतिगत संकेतों के निर्बाध संचरण और ब्याज दरों की अवधि संरचना में इसके प्रसार में आने वाली बाधाओं को दूर करेगा। इस उद्देश्य के लिए, बाजार सूक्ष्म-संरचना के मुद्दों और उसमें उत्पन्न चुनौतियों की बेहतर समझ विश्वसनीयता बनाए रखते हुए सुविज्ञ नीति बनाने में सक्षम बनाएगी।

IV.80 प्रमुख चलनिधि प्रबंधन साधन के रूप में 14-दिवसीय परिवर्तनीय दर टर्म रिपो/रिवर्स रिपो को अपनाने के साथ, बाजार-आधारित बेंचमार्क स्थापित करने के लिए एक टर्म मनी मार्केट का विकास बेहद जरूरी है, जो बदले में संचरण में सुधार करने में मदद करेगा, खासकर अगर बैंक जमा और ऋण की कीमत इन बेंचमार्क से कम हो। चूंकि एफआईटी फ्रेमवर्क मुद्रास्फीति की प्रत्याशाओं को प्रभावी ढंग से रोक सकता है, इसलिए यह बाजार सहभागियों को तत्काल अल्पावधि से परे ब्याज दर दृष्टिकोण विकसित करने के लिए प्रोत्साहित करता है, जो एक टर्म मनी मार्केट विकसित करने के लिए अनुकूल है।

IV.81 एफआईटी व्यवस्था के दौरान बैंकों की जमाराशियों और उधार ब्याज दरों में संचरण में सुधार हुआ है। चुनिंदा क्षेत्रों को ऋण के कीमत निर्धारण के लिए बाह्य बेंचमार्क अनिवार्य करना, ऋणों से संबद्ध बकाया बाह्य बेंचमार्क पर ब्याज दरों का तिमाही निर्धारण और लघु बचत योजनाओं पर ब्याज दरों का तिमाही निर्धारण गेम चेंजर साबित हुआ है। इन प्रारंभिक सकारात्मकताओं ने विभिन्न बाजार खंडों सहित बाह्य बेंचमार्क को व्यापक रूप से अपनाने के लिए प्रोत्साहन प्रदान किया है। जैसे-जैसे समय सीमा नजदीक आ रही है, लाइबोर से आसन्न संक्रमण इन दिशाओं में गतिविधियों को गति देगा। इस संबंध में, वित्तीय बेंचमार्क इंडिया प्रा. लिमिटेड (एफबीआईएल) एक ब्याज

दर बेंचमार्क विकसित करने में लगा हुआ है, जो लाइबोर की समाप्ति के बाद एफबीआईएल एमआईएफओआर वक्र (जो एफबीआईएल फॉरवर्ड प्रीमियम वक्र और यूएसडी लाइबोर वक्र से प्राप्त एक निहित रूपया ब्याज दर वक्र है) को प्रतिस्थापित करेगा। टॉप रेटेड बड़े कॉर्पोरेट्स द्वारा अपनी फंडिंग आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए धन और बॉन्ड बाजार लिखत का अधिक से अधिक सहारा वित्तीय बाजारों में समग्र संचरण को गति दे सकता है।

IV.82 फिनटेक से बैंकिंग क्षेत्र को नवाचारों और घातीय संवृद्धि से चुनौती मिलने की उम्मीद है, विशेष रूप से उन क्षेत्रों में अंतिम छोड़ तक पहुँच प्रदान करने में जहाँ बैंक जाने से डरते हैं। यह संचरण में सुधार करते हुए वित्तीय मध्यस्थता में संभवतः क्रांति ला सकता है।

IV.83 सीबीडीसी, एक बार पेश किए जाने के बाद, भुगतान लेनदेन में एक बड़ा बदलाव ला सकता है, जिससे संचरण में तेजी आएगी। यह मुद्रा के उपयोग (भौतिक) में अंततः गिरावट के साथ अधिक प्रासंगिक हो सकता है, जिसमें खिंचाव आ रहा है। रिज़र्व बैंक के लिए वैश्विक प्रगति की निगरानी करना, सीबीडीसी की शुरुआत की आवश्यकता की संभावना का पता लगाना और जब भी आवश्यक हो, सीबीडीसी को संचालित करने के लिए तैयार रहना जरूरी है।

संदर्भ:

Acharya, V.V. (2020), "Improving Monetary Transmission Through the Banking Channel: The Case for External Benchmarks in Bank Loans", *Vikalpa: The Journal for Decision Makers* 45(1), 32–41.

Adrian, T., and T.M. Griffoli (2019), "Central Bank Digital Currencies: 4 Questions and Answers", IMF, December 12. <https://blogs.imf.org/2019/12/12/central-bank-digital-currencies-4-questions-and-answers/>.

Aleem, A. (2010), "Transmission Mechanism of Monetary Policy in India", *Journal of Asian Economics*, 21(2), 186-197.

Amato, J. D., Morris S., and H.S. Shin (2002), "Communication and Monetary Policy," *Oxford Review of Economic Policy* 18, 495—503.

Angeloni, I., Anil K. Kashyap, B. Mojon and D. Terlizzes (2003), "Monetary Transmission in the EURO Area: Does the Interest Rate Channel Explain All?," *NBER Working Paper 9984*.

Anzuini, A., and A. Levy (2007), "Monetary Policy Shocks in the New EU Members: A VAR Approach." *Applied Economics* 39(7-9): pp. 1147 – 1161.

Arin, K. P. and S. P. Jolly (2005), "Trans-tasman Transmission of Monetary Shocks: Evidence from a VAR Approach", *Atlantic Economic Journal* 33(3): pp. 267 – 283.

Banco Central do Brasil (2007), 'Inflation Report'.

Bank of England (1999) "The Transmission Mechanism of Monetary Policy," Paper by the Monetary Policy Committee (April).

Bardsen, Gunnar, Ard den Reijer, Patrik Jonasson and Ragnar Nymoén (2011), "MOSES: Model of Swedish Economic Studies", *Working Paper Series No. 249, Sveriges Riksbank*.

Benes, J., K. Clinton, A. George, J. John, O. Kamenik, D. Laxton, P. Mitra, G.V. Nadhanael, H. Wang and F. Zhang (2016), "Inflation Forecast Targeting for India: An Outline of the Analytical Framework", *RBI WPS (DEPR): 07/2016*.

Bernanke, B. S., and A. Blinder (1992), "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission," *American Economic Review*, September, 82, pp.901–21.

- Bernanke, B. S., and M. Gertler (1995), "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9 (Fall), pp. 27-48.
- Bernoth, K., S. Gebauer and D. Schäfer (2017), "Monetary Policy Implications of Financial Innovation", *Monetary Dialogue*, May.
- Bhattacharya, Rudrani, Ila Patnaik and Ajay Shah (2011), "Monetary Policy Transmission in an Emerging Market Setting", *Working Paper WP/11/5*, *International Monetary Fund*.
- Bhattacharyya, I. and S. Sahoo, (2011), "Comparative Statics of Central Bank Liquidity Management: Some Insights", *Economics Research International*, vol. 2011.
- Bhattacharyya, I., S.R. Behera, and B. Talwar (2019), "Contours of Liquidity Management: Developments During 2018-19", *RBI Bulletin*, February.
- Bhoi, B.K, A.K. Mitra, J. B. Singh and S. Gangadaran (2017), "Effectiveness of Alternative Channels of Monetary Policy Transmission: Some Evidence for India", *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 10:1, 19-38.
- Bindseil, U. (2014), "Monetary Policy Operations and the Financial System", *Oxford University Press*.
- Bindseil, U, and J. Jablecki (2011), "The Optimal Width of the Central Bank Standing Facilities Corridor and Banks' Day-to- Day Liquidity Management", *ECB working paper No. 1350*.
- Bindseil, U., and F. Panetta (2020), "CBDC Remuneration in a World with Low or Negative Nominal Interest Rates", Published in *VOX EU*.
- Bolton, P., Freixas, X., Gambacorta, L., and Mistrulli, P.E. (2016), "Relationship and transaction lending in a crisis" *The Review of Financial Studies*, 29(10), 2643-2676.
- Carpenter, S. B., Demiralp, S., and Z. Senyuz, (2016), "Volatility in the Federal Funds Market and Money Market Spreads during the Financial Crisis", *Journal of Financial Stability*, pp.225-233.
- Cloyne, James and Patrick Hürtgen (2015), "The Macroeconomic Effects of Monetary Policy: A New Measure for the United Kingdom", *Working Paper 493*, *Bank of England*.
- Dakila, Francisco, G. and G. Digna Paraso (2005), "Monetary Transmission Mechanism in the Philippines: The Interest Rate Channel", *The Philippines Review of Economics*, Vol. XLII No. 1 June 2005.
- Das, S. (2015), "Monetary Policy in India: Transmission to Bank Interest Rates", *Working Paper No. WP/15/129*, *International Monetary Fund*.
- Das, Shaktikanta (2020a), "Accelerating Financial Market Reforms in India, 4th Annual Day of Foreign Exchange Dealers' Association of India (FEDAI)", November 26, *Reserve Bank of India*.
- Das, Shaktikanta (2020b), "Banking Landscape in the 21st Century", Address at the Mint's Annual Banking Conclave, 2020, February 24, *Reserve Bank of India*.
- European Central Bank (2010), "Monetary Policy Transmission in the Euro Area, A Decade After the Introduction of the Euro", *ECB Monthly Bulletin*, May.
- Faridi, O. (2020), "Indian Fintech Lenders are Concerned About Poor Monetary Transmission by Banks and Capping of Interest Rates: Report", *Crowdfund Insider*, <https://www.crowdfundinsider.com/2020/05/161609-indian-fintech-lenders-are-concerned-about-poor-monetary-transmission-by-banks-and-capping-of-interest-rates-report/> (May 18, 2020, as retrieved on 20.12.2020).

- Ghosh, S., and I. Bhattacharyya (2009), “Spread, Volatility and Monetary Policy: Empirical Evidence from the Indian Overnight Money Market”. *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 2(2), 257–277.
- Goodhart, C. (2010), “Liquidity Management”, in *Financial Stability and Macroeconomic Policy*, a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 157-168.
- Havranek, T. and M. Rusnak (2013), “Transmission Lags in Monetary Policy: A Meta- Analysis”, *Czech National Bank Working Paper Series No. 10*.
- IMF (2016), “Monetary Policy and the Rise of Nonbank Finance” in: *Global Financial Stability Report—Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era* (Washington, October 2016). Available at <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2016/02/pdf/text.pdf>
- Kapur, Muneesh and Behera, Harendra Kumar (2012), “Monetary Transmission Mechanism in India: A Quarterly Model”, *Reserve Bank of India Working Paper No. 09/2012*.
- Kapur, Muneesh (2018), “Macroeconomic Policies and Transmission Dynamics in India”, *MPRA Paper No. 88566*.
- Kavediya, R. and Pattanaik, S. (2016), “Operating Target Volatility: Its Implications for Monetary Policy Transmission”, *Reserve Bank of India Occasional Papers* Vol. 37, No. 1&2, 2016.
- Khundrakpam, Jeevan Kumar (2011), “Credit Channel of Monetary Transmission in India - How Effective and Long is the Lag?”, *Working Paper (DEPR) 20/2011, Reserve Bank of India*.
- Khundrakpam, Jeevan Kumar and Rajeev Jain (2012), “Monetary Policy Transmission in India: A Peep Inside the Black Box”, *MPRA Paper No. 51136*.
- Khundrakpam, J.K. (2017), “Examining the Asymmetric Impact of Monetary Policy in India”, *Margin—The Journal of Applied Economic Research* 11 : 3 (2017): 290–314.
- Kubo, A. (2007), “Macroeconomic Impact of Monetary Policy Shocks: Evidence from Recent Experience in Thailand”, *Journal of Asian Economics* 19(1): pp. 83 – 91.
- Leong, K. and A. Sung (2018), “FinTech (Financial Technology): What is It and How to Use Technologies to Create Business Value in Fintech Way?”, *International Journal of Innovation, Management and Technology*, Vol. 9, No. 2, pp. 74-78. Available at: <http://www.ijimt.org/index.php?m=content&c=index&a=show&catid=93&id=1138>
- Luis Brandao-Marques, Gaston Gelos, Thomas Harjes, Ratna Sahay, and Yi Xue (2020), “Monetary Policy Transmission in Emerging Markets and Developing Economies”, *IMF Working Paper No. 20/35*.
- Mæhle, N. (2020), “Monetary Policy Implementation: Operational Issues for Countries with Evolving Monetary Policy Frameworks”, *IMF Working Paper WP/20/26, February*.
- Mishra, Prachi, Peter Montiel, and Antonio Spilimbergo (2012), “Monetary Transmission in Low-Income Countries: Effectiveness and Policy Implications”, *IMF Economic Review*, Vol. 60, pp. 270-302.
- Mishra, P., P. Montiel, and R. Sengupta (2016), “Monetary Transmission in Developing Countries: Evidence from India”, *IGIDR Working Paper 2016-008*. <http://www.igidr.ac.in/pdf/publication/WP-2016-008.pdf>.
- Mitra, A.K. and S.K. Chattopadhyay (2020), “Monetary Policy Transmission in India – Recent Trends and Impediments”, *Reserve Bank of India Bulletin*, March.

- Mohanty, Deepak (2012), "Evidence on Interest Rate Channel of Monetary Policy Transmission in India", *Working Paper (DEPR) 6/2012, Reserve Bank of India*.
- Pandit, B.L, Ajit Mittal, Mohua Roy and Saibal Ghosh (2006), "Transmission of Monetary Policy and the Bank Lending Channel: Analysis and Evidence for India", *DRG Study No.25, Reserve Bank of India*.
- Patra, M.D. and Muneesh Kapur (2012), "A Monetary Policy Model for India", *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies, Vol. 5(1)*, March, pp. 16-39. <https://doi.org/10.1080/17520843.2011.576453>
- Patra M.D., M. Kapur, R. Kavediya, and S.M. Lokare (2016), "Liquidity Management and Monetary Policy: From Corridor Play to Marksmanship", in Ghate C., and Kletzer K. (eds) *Monetary Policy in India, Springer*, New Delhi, 257-296.
- Perryman M.R. (2012), "The Measurement of Monetary Policy", *Springer*.
- Raj, J., Pattanaik, S., I. Bhattacharyya and Abhilasha (2018), "Forex Market Operations and Liquidity Management", *RBI Bulletin, August*.
- Ramey, Valerie A. (2016), "Macroeconomic Shocks and their Propagation", *NBER Working Paper No. 21978*.
- Reserve Bank of India (2005), *Report on Currency and Finance 2003-04*.
- (2011), *Report of the Working Group on Operating Procedure of Monetary Policy (Chairman: Deepak Mohanty)*, March.
- (2014), *Report of the Expert Committee to Revise and Strengthen the Monetary Policy Framework (Chairman: Dr. Urjit R. Patel)*, January.
- (2015), *Monetary Policy Report, April*.
- (2016), "First Bi-monthly Monetary Policy Statement 2015-16", April 5.
- (2016), *Monetary Policy Report, April*.
- (2017), *Annual Report 2016-17, August 30*.
- (2017), *Report of the Internal Study Group to Review the Working of the Marginal Cost of Funds-Based Lending Rate System (Chairman: Dr. Janak Raj)*, October.
- (2018a), *Addendum to the report of the Internal Study Group to Review the Working of the Marginal Cost of Funds-Based Lending Rate System: Some Reflections on the Feedback Received*.
- (2018b), *Monetary Policy Report, April*.
- (2019), *Report of the Internal Working Group on Comprehensive Review of Market Timings, July*.
- (2020), *Monetary Policy Report, April*.
- (2020), *Monetary Policy Report, October*.
- (2020), *Statistical Tables Relating to Banks in India: 2019-20, December*.
- Reuters (2020), "China's Banks seen Keeping Benchmark Loan Rate Steady for 7th month", November 19. <https://www.reuters.com/article/china-economy-lpr/chinas-banks-seen-keeping-benchmark-loan-rate-steady-for-7th-month-idUSL1N2I50GL?edition-redirect=in>
- Sengupta, N. (2014), "Changes in Transmission Channels of Monetary Policy in India", *Economic and Political Weekly, Vol. 49*, 62-71.
- Shioji, Etsuro (1997), "Identifying Monetary Policy Shocks in Japan", *Economics Working Paper 216*, University Pompeu Fabra.

Singh, Bhupal (2011), "How Asymmetric is Monetary Policy Transmission to Financial Markets in India", *RBI Occasional Papers Volume 32, No, 2*.

Sveriges Riksbank (2014), "The Riksbank's Operational Framework for the Implementation of Monetary Policy – an Overview", *Riksbank Studies, March*.

Teresa Curran (2016). "Fintech: Balancing the Promises and Risks of Innovation," *Consumer Compliance Outlook* (third issue, 2016), <https://>

www.consumercomplianceoutlook.org/2016/third-issue/fintech-balancing-the-promise-and-risks-of-innovation/

Van den Heuvel, S. (2002), "Does Bank Capital Matter for Monetary Transmission?", *Economic Policy Review*, 8(1), 259–265.

Walsh, C., E., (2011), "Implementing Monetary Policy", *Seoul Journal of Economics*, Vol. 24, No. 4, pp. 427-470.

अनुबंध IV.1: मौद्रिक नीति परिचालन संरचना - मुख्य विशेषताएं

देश	मुख्य नीतिगत दर (परिपक्वता दिनों में)	परिचालन लक्ष्य (परिपक्वता दिनों में)	स्थायी सुविधाएं	कॉरीडोर गुंजाइश (आधार अंक)	आरक्षित निधि की अपेक्षाएँ (रखरखाव अवधि)	मुख्य परिचालन	
						परिपक्वता (दिनों में)	आवृत्ति
ऑस्ट्रेलिया	लक्ष्य नकद दर (1)	प्रतिभूति-रहित अंतर-बैंक नकद दर (1)	उधार, जमा	50	हां (दैनिक)	1-365	प्रति दिन 1
ब्राज़ील	लक्ष्य नकद दर (1)	संपार्श्विक एकदिवसीय लेन-देन (1)	उधार, जमा	160	हां (दो सप्ताह)	1-180	आवश्यकतानुसार
कनाडा	लक्ष्य एकदिवसीय दर (1)	संपार्श्विक एकदिवसीय लेन-देन (1)	उधार, जमा	50	शून्य (लागू नहीं)	1	आवश्यकतानुसार
चीन	बेंचमार्क ब्याज दरें	अतिरिक्त आरक्षित निधि और अल्पावधिक ब्याज दर	उधार	लागू नहीं	हां (दस दिन)	आम तौर पर, 7, अन्य परिपक्वता 1 वर्ष \leq	दैनिक
यूरोसिस्टम	मुख्य पुनर्वित्त परिचालन पर ब्याज दर (7)	अल्पावधिक ब्याज दरें (स्पष्ट नहीं)	उधार, जमा	65	हां (लगभग 6-7 सप्ताह)	7	प्रति सप्ताह 1
इंडोनेशिया	बीआई 7-दिवसीय रिपो दर (बीआई 7डीआरआर)	अंतर-बैंक रातोंरात (ओ/एन) दर	उधार, जमा	200	हाँ	1-दिन से 12 महीने	तय नहीं
जापान	(i) चालू खातों में नीतिगत-दर शेष राशि पर लागू ब्याज दर; (ii) जापान सरकार बॉन्ड प्रतिफल (10 वर्ष)	i) चालू खातों में नीतिगत-दर शेष राशि पर लागू ब्याज दर; (ii) जापान सरकार बॉन्ड प्रतिफल (10 वर्ष)	उधार, जमा	40	हां (1 महीने)	1-365	1-3 प्रति दिन
कोरिया	आधार दर- प्रतिगामी खरीद (आरपी) और प्रतिगामी आरपी दर (7)	एकदिवसीय मांग दर (1)	उधार, जमा	200	हां (1 महीने)	(i) एमएसबी (14 दिन-2 वर्ष); (ii) आरआरपी (1-91); (iii) एमएसए (1-91)	(i) प्रति सप्ताह 2; (ii) प्रति सप्ताह 1; (iii) प्रति सप्ताह 1
मलेशिया	एकदिवसीय नीतिगत दर (1)	औसत एकदिवसीय अंतर बैंक दर (1)	उधार, जमा	50	हाँ	1-180	दैनिक
मेक्सिको	मौद्रिक नीति दर (1)	संपार्श्विक एकदिवसीय अंतर-बैंक दर (1)	उधार, जमा	चर (जमा: एमपीआर 0%; ऋण: एमपीआर + 2)	नहीं (लागू नहीं)	≤ 25	दैनिक (प्रति दिन 1 से अधिक)

मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रिया

देश	मुख्य नीतिगत दर (परिपक्वता दिनों में)	परिचालन लक्ष्य (परिपक्वता दिनों में)	स्थायी सुविधाएं	कॉरीडोर गुंजाइश (आधार अंक)	आरक्षित निधि की अपेक्षाएँ (रखरखाव अवधि)	मुख्य परिचालन	
						परिपक्वता (दिनों में)	आवृत्ति
न्यूजीलैंड	सरकारी नकद दर	एकदिवसीय दरें	एकदिवसीय रिवर्स रिपो सुविधा (ओआरएफ); बॉन्ड लेंडिंग फैसिलिटी (बीएलएफ)	50	हाँ	एकदिवसीय	दैनिक
नॉर्वे	दृष्टि जमा दर (1)	अल्पावधि मुद्रा बाजार दर	उधार, जमा	200	नहीं	एकदिवसीय/ इंटर-डे	दैनिक
फिलिपींस	एकदिवसीय रिवर्स पुनर्खरीद (आरआरपी) दर (1)	अल्पावधिक बाजार दरें	उधार, जमा	100	हाँ	1 दिन	दैनिक
रूस	बैंक ऑफ रूस मुख्य दर	मुद्रा बाजार दर	एकदिवसीय ऋण; एफएक्स स्वैप; लोम्बार्ड ऋण; रिपो; गैर-विपणन योग्य आस्तियों द्वारा जमानती ऋण; जमा परिचालन	200	हाँ	एक सप्ताह	साप्ताहिक
दक्षिण अफ्रीका	रिपो रेट (7)	कोई विशिष्ट दर नहीं	एसएफ रिपो रेट, एसएफ रिवर्स रिपो रेट	200	हाँ	7 दिन	साप्ताहिक
स्वीडन	रिपो रेट (7)	कोई औपचारिक लक्ष्य नहीं	उधार, जमा	150	नहीं (लागू नहीं)	7	साप्ताहिक (मंगलवार)
स्विट्ज़रलैंड	एसएनबी नीतिगत दर (अगले एमपीए के लिए बाहर)	अल्पावधिक स्विस् फ्रैंक मुद्रा बाजार दर (1)	चलनिधि - कमी वित्तपोषण सुविधा	लागू नहीं	हां (1 महीने)	लागू नहीं	लागू नहीं
थाईलैंड	द्विपक्षीय पुनर्खरीद दर (1)	अल्पावधिक मुद्रा बाजार दरें	उधार, जमा	100	हां (पाक्षिक)	1-दिन से 6 महीने	दैनिक
यू.के.	बैंक दर (1)	अल्पावधिक मुद्रा बाजार दरें	संपार्श्विक ऋण, असुरक्षित जमा	50	नहीं (6-8 सप्ताह)	लागू नहीं	लागू नहीं
यूएस	फेडरल फंड्स दर के लिए लक्ष्य सीमा	फेडरल फंड्स दर	उधार, जमा		हां (2 सप्ताह)	1-दिन से 90-दिवसीय	दैनिक

स्रोत: सेंट्रल बैंक वेबसाइटें और अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक (बीआईएस)।

अनुबंध IV.2: उत्पादन और कीमतों के लिए संचरण में अंतराल: बहुराष्ट्रीय साक्ष्य

(महीनों में)

देश	आउटपुट			मुद्रास्फीति			स्रोत
	लैंग्ड इम्पैक्ट	पीक इम्पैक्ट	अवस्थिति	लैंग्ड इम्पैक्ट	पीक इम्पैक्ट	अवस्थिति	
ऑस्ट्रेलिया (1985-2003)	12	21		36	42		अरिन और जॉली (2005)
ब्राज़ील	3			6-9			बैंको सेंट्रल डो ब्रासिल (2007)
चेक गणराज्य (1997-2002)	4	12	18-19	5	16	23-24	अंजुनि और लेवी (2007)
ईडीएमई ⁴⁰ (1995-2007)		7-10		11			मर्कुएस एवं अन्य. (2020)
यूरो क्षेत्र (1970-98)	9	15	>60	39	60	>60	एंजेलोनी एवं अन्य. (2003)
फिनलैंड (1970-98)	9	15	36	13	54		एंजेलोनी एवं अन्य. (2003)
फ्रांस (1970-98)	3	9-15	>60	21-24	कोई पीक नहीं		एंजेलोनी एवं अन्य. (2003)
जर्मनी (1970-98)	3	9-12		21	48	>60	एंजेलोनी एवं अन्य. (2003)
हंगरी (1993-2003)	2-3	10	18	5	12-13	42	अंजुनि और लेवी (2007)
भारत	9	12		21	30-48		पात्रा और कपूर (2012); कपूर (2018)
आयरलैंड (1970-98)	महत्वहीन प्रभाव			13	3-6		एंजेलोनी एवं अन्य. (2003)
इटली (1970-98)	6	9-12	48	18	कोई पीक नहीं		एंजेलोनी एवं अन्य. (2003)
जापान (1977-95)	3-4	12	28	24	42		शिओजी (1997)

40 उत्पादन में संकुचन मौद्रिक नीति के आघात के बाद गिरावट आई है। मौद्रिक नीति के आघात के प्रति आउटपुट की प्रतिक्रिया सांख्यिकीय रूप से 1 प्रतिशत उल्लेखनीय स्तर पर महत्वपूर्ण है, लगभग 7 महीनों के बाद जब विनिमय दर चैनल सक्रिय होता है, और 10 महीनों में जब यह नहीं होता है। विनिमय दर के समसामयिक प्रभाव पर विचार करने पर ब्याज दरों में 100-आधार अंक की वृद्धि से उत्पादन में 1.15 प्रतिशत की कमी आती है और जब नहीं तो 1.05 प्रतिशत की कमी आती है। जब विनिमय दर चैनल पर विचार किया जाता है तो कीमतों पर मौद्रिक नीति के आघात का प्रभाव 10 प्रतिशत के स्तर पर महत्वपूर्ण होता है। कीमतों में गिरावट 11 महीने में अपने चरम पर पहुंच गई है। ब्याज दरों में 100-आधार अंक की वृद्धि से कीमतों में 0.33 प्रतिशत की कमी आती है (मर्कुएस एवं अन्य, 2020)।

मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रिया

देश	आउटपुट			मुद्रास्फीति			स्रोत
	लैंग्ड इम्पैक्ट	पीक इम्पैक्ट	अवस्थिति	लैंग्ड इम्पैक्ट	पीक इम्पैक्ट	अवस्थिति	
न्यूजीलैंड (1985-2003)	1	3-4		6	12		अरिन और जॉली (2005)
फिलीपींस (1984-2003)		12			36		डाकिला एवं अन्य. (2005)
पोलैंड (1993-2002)	3	8	20	3	14	40	अंजुनि और लेवी (2007)
स्पेन (1970-1998)	3	12	33-36	36	48	>60	एंजेलोनी एवं अन्य. (2003)
स्वीडन (2000-2012)	3	18		6	18		बार्डसेन एवं अन्य (2011)
थाईलैंड (2000-2006)	4	6		12	39		कुबो (2007)
यूके (1975-2007)		30			36		क्लॉइन और हुर्टजेन (2015)
अमेरिका (1965-95)	5	21	31	20	48	>50	रेमी (2016)

टिप्पणी: आईआईपी का प्रयोग फिलीपींस, थाईलैंड, ब्रिटेन और अमेरिका के लिए आर्थिक गतिविधि के संकेतक के रूप में किया जाता है।

मुद्रा और वित्त संबंधी रिपोर्ट

अनुबंध IV.3: ऋण पर ब्याज दरों के लिए बेंचमार्क

देश	बेंचमार्क दर	टिप्पणियां
ऑस्ट्रेलिया	बैंक बिल स्वैप (बीबीएसडबल्यू) दरें	<ul style="list-style-type: none"> ऑस्ट्रेलिया में, प्रमुख बैंकों के थोक ऋण और जमा लागत (या तो सीधे या हेजिंग के माध्यम से) बैंक बिल स्वैप (बीबीएसडबल्यू) दरों से जुड़े हुए हैं।
कनाडा	कनाडाई डॉलर प्रस्तावित दर (सीडीओआर)	<ul style="list-style-type: none"> सीडीओआर 1 वर्ष या उससे कम की परिपक्वता की अवधि के साथ बैंकों की स्वीकृतियों (बीए) के लिए कनाडा में मान्यता प्राप्त वित्तीय बेंचमार्क है। यह वह दर है जिस पर बैंक कंपनियों को कर्ज देने के इच्छुक हैं।
चीन	ऋण प्राइम दर	<ul style="list-style-type: none"> 18 वाणिज्यिक बैंकों द्वारा निर्धारित लोन प्राइम रेट (एलपीआर) - कॉर्पोरेट और आवास ऋण के लिए बेंचमार्क ऋण दर के रूप में कार्य करता है। पीएमबीओसी ने अगस्त 2019 में एलपीआर की कीमत निर्धारण की पद्धति को नया रूप दिया, इसे 1 साल की मध्यम अवधि की ऋण सुविधा (एमएलएफ) दर पर शिथिल रूप से पेगिंग किया, जिस पर पीबीओसी उधार देता है।
यूरोप	ईयूआरआईबीओआर	<ul style="list-style-type: none"> 3 महीने ईयूआरआईबीओआर फ्लोटिंग दर बैंक ऋण के अधिकांश के लिए लागू दर है। कॉर्पोरेट ग्राहकों से थोक जमा आम तौर पर ईयूआरआईबीओआर से जुड़े होते हैं।
जापान	प्राइम लेंडिंग रेट, टिबोर	<ul style="list-style-type: none"> सावधि ऋण के लिए 3-6 महीने टोक्यो इंटर-बैंक ऑफर्ड रेट (टीआईबीओआर) का इस्तेमाल किया जाता है। काफी संख्या में शहरी बैंकों द्वारा अल्पावधिक प्राइम लेंडिंग रेट अपनाया जाता है।
न्यूजीलैंड		<ul style="list-style-type: none"> न्यूजीलैंड में बैंक बिल रेट बेंचमार्क (बीकेबीएम) का उपयोग किया जाता है। बीकेबीएम वास्तविक लेनदेन पर आधारित है।
सिंगापुर	सिंगापुर इंटर-बैंक ऑफर रेट (एसआईबीओआर)/ स्वैप ऑफर रेट (एसओआर)	<ul style="list-style-type: none"> ऋण आम तौर पर सिंगापुर इंटर-बैंक ऑफर दर (एसआईबीओआर) /स्वैप प्रस्ताव दर (एसओआर) से जुड़े फ्लोटिंग रेट के आधार पर होते हैं।
दक्षिण अफ्रीका	जोहानसबर्ग इंटरबैंक एवरेज रेट (जेआईबीएआर)	<ul style="list-style-type: none"> जोहानसबर्ग इंटरबैंक औसत दर (जेआईबीएआर) दक्षिण अफ्रीका में अंतर-बैंक अल्पावधिक ब्याज दरों के लिए बेंचमार्क है। पीएलआर कई स्थानीय और अंतरराष्ट्रीय बैंकों द्वारा इंगित उधार और ऋण दरों के औसत के रूप में निर्धारित किया जाता है। आठ प्रमुख बैंकों से बोली और प्रस्ताव दरों से व्युत्पन्न, तीन महीने की दर सबसे अधिक इस्तेमाल संदर्भ के साथ जेआईबीएआर एक से 12 महीने के संदर्भ में आता है। जेआईबीएआर दरों (आमतौर पर, 3 महीने की परिपक्वता) का उपयोग जमा दरों, ऋण दरों और वायदा अनुबंध दरों के बैंक प्रमाण पत्र स्थापित करने में किया जाता है।
यू.के.	बेस रेट, लाइबोर	<ul style="list-style-type: none"> यूके में, बैंक ऑफ इंग्लैंड की बेस रेट उपभोक्ता और खुदरा ऋणों के लिए एक प्रमुख बेंचमार्क दर है। लाइबोर वाणिज्यिक ऋण, छात्र ऋण और क्रेडिट कार्ड के लिए बेंचमार्क है। बल्क कॉर्पोरेट टर्म डिपॉजिट आम तौर पर लाइबोर से जुड़े होते हैं।

(जारी..)

मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रिया

देश	बेंचमार्क दर	टिप्पणियां
यूएस	यूएस प्राइम रेट, लाइबोर	<ul style="list-style-type: none"> • प्राइम रेट का इस्तेमाल अक्सर कई प्रकार के लोन के लिए संदर्भ दर (आधार दर भी कहा जाता है) के तौर पर किया जाता है, जिसमें छोटे कारोबारियों को लोन और क्रेडिट कार्ड लोन शामिल हैं। प्राइम रेट वह है जो बैंकों को अपने सबसे क्रेडिट योग्य ग्राहकों को चार्ज करते हैं, और यह देश के 25 सबसे बड़े बैंकों के बहुमत से दिए गए कॉर्पोरेट ऋण पर आधार दर है, जो आम तौर पर फेडरल फंड रेट से 3 प्रतिशत अंक अधिक है और उपभोक्ता और खुदरा ऋण के लिए बेंचमार्क दर है। • लंदन इंटर-बैंक ऑफर्ड रेट (लाइबोर) आमतौर पर कॉर्पोरेट ऋण के लिए संदर्भ दर होता है। • कुछ बैंक अपने जमा प्रमाण पत्र (सीडी) संबंधी ब्याज दरों को अमेरिकी प्राइम रेट से जोड़ते हैं।

स्रोत: केंद्रीय बैंक की वेबसाइटें।