

चलनिधि प्रबंधन का स्वरूप: 2018-19 के दौरान आए बदलाव*

मौद्रिक नीति की परिचालन पद्धति में मूलभूत बदलावों एवं पिछले दशक में बाज़ार को दुरुस्त करने के परिप्रेक्ष्य में, वर्ष 2018-19 में चलनिधि में आए बदलावों की समीक्षा दर्शाती है कि अंतर-बैंक कॉल मनी मार्केट में नीतिगत रिपो दर में किए गए परिवर्तनों को सुचारु रूप से अमल में लाया गया। प्रयोगसिद्ध निष्कर्ष, अल्पावधि वित्तीय बाज़ार स्पेक्ट्रम में नीति को अमल में लाने के लिए दर एवं मात्रा दोनों चैनलों की महत्ता पर प्रकाश डालते हैं।

परिचय

केंद्रीय बैंकों द्वारा चलनिधि प्रबंधन आम तौर पर मौद्रिक नीति के परिचालनात्मक फ्रेमवर्क को दर्शाता है जो अल्पावधि मार्केट स्पेक्ट्रम में प्रचलित ब्याज दर को - जो परिचालन लक्ष्य है - नीतिगत ब्याज दर के रूप में खड़ा करते हुए ट्रान्समिशन का पहला चरण सुनिश्चित करता है। इस फ्रेमवर्क में चलनिधि की स्थितियों का प्रगतिशील आकलन, बाज़ारों के साथ कुशल संप्रेषण, लिखत/तों का समुचित विकल्प और मौद्रिक नीति के रुझान के अनुरूप चलनिधि परिचालन को अंजाम देना शामिल हैं। यद्यपि चलनिधि प्रबंधन का वित्तीय बाज़ारों पर अल्पकालिक प्रभाव पड़ता है, लेकिन अर्थव्यवस्था में खपत, निवेश एवं पूंजी निर्माण पर उसके असर के संदर्भ में प्रभाव चिरस्थायी है। इस दृष्टिकोण से साफ़ है कि केंद्रीय बैंक की चलनिधि प्रबंधन कार्यनीति दैनिक मौद्रिक नीति परिचालनों को, परिचालन लक्ष्य के जरिए, ब्याज दरों की मीयादी संरचना को प्रभावित करते हुए संपूर्ण समष्टिआर्थिक गतिविधियों से जोड़ती है (बिंदसील, 2004)।

मौद्रिक नीति के परिचालन के लिए कुशल चलनिधि प्रबंधन अत्यंत महत्वपूर्ण है, “प्लम्बिंग इन इट्स आर्किटेक्चर” (पात्रा,

* यह आलेख मौद्रिक एवं चलनिधि विश्लेषण प्रभाग, मौद्रिक नीति विभाग, भारतीय रिज़र्व बैंक के इंद्रनील भट्टाचार्य, समीर रंजन बेहरा और भीमप्पा तलवार द्वारा तैयार किया गया है। इसमें व्यक्त विचार लेखकों के अपने विचार हैं और वह भारतीय रिज़र्व बैंक के विचारों को नहीं दर्शाता।

और अन्य, 2016)। चलनिधि प्रबंधन के समक्ष मुख्य चुनौती यह है कि नीतिगत लिखत में परिवर्तनों को त्वरित एवं सहज रूप से परिचालन लक्ष्य में सतत आधार पर स्थानांतरित करना सुनिश्चित किया जाए। तदनुसार, केंद्रीय बैंक अपने रिज़र्व के लिए, बाज़ार में, आम तौर पर अंतर-बैंक बाज़ार में आपूर्ति की स्थितियों को प्रभावित करते हुए चलनिधि की स्थितियों को साथ-साथ व्यवस्थित करता है। चलनिधि प्रबंधन परिचालन की क्षमता इस बात पर निर्भर करती है कि वह चलनिधि एवं बाज़ार की स्थितियों को आंकने और लिखतों को लाभकारी ढंग से प्रयोग करने में, अकेले एवं/या संयुक्त रूप से, कितनी भविष्यदर्शी है। परिणामस्वरूप, इन परिचालनों से रिज़र्व को नियंत्रण में रखा जाना, भुगतान और निपटान आर्किटेक्चर की अखंडता एवं सुचारु कार्यकरण तथा ब्याज दर संरचना का क्रमिक विकास सुनिश्चित किया जाता है।

भारतीय रिज़र्व बैंक (आरबीआई) का चलनिधि प्रबंधन फ्रेमवर्क 1999 से बदलती घरेलू एवं वैश्विक स्थितियों के प्रतिक्रियास्वरूप उत्तरोत्तर शोधन के जरिए विकसित हुआ है। 2011 से, चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) के अंतर्गत निर्धारित एकदिवसीय पुनः क्रय (रिपो) दर को औपचारिक रूप से एकल मौद्रिक नीति दर के रूप में तथा भारत औसत मांग मुद्रा दर (डब्ल्यूएसीआर) को मौद्रिक नीति के परिचालन लक्ष्य (आरबीआई, 2011) के रूप में घोषित किया गया है। चलनिधि प्रबंधन का लक्ष्य डब्ल्यूएसीआर को नीतिगत दर के साथ मिलाना है। इस फ्रेमवर्क की वैधता के साथ-साथ पूर्ण संस्थागत संरचना, जवाबदेही प्रक्रियाएं एवं संप्रेषण आवश्यकताओं को 2016 में संशोधित आरबीआई अधिनियम के प्रावधान के अंतर्गत आरबीआई और भारत सरकार (जीओआई) के बीच हुए मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क करार (एमपीएफए) में दर्शाया गया है, जो अन्य बातों के साथ-साथ फरवरी 2015 में आरबीआई के लिए मध्यमावधि में 4 प्रतिशत (दो प्रतिशत ऊपर या नीचे) का मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारित करता है (पात्रा, 2017)। एमपीएफए आरबीआई के साथ मिलकर चलनिधि प्रबंधन फ्रेमवर्क के संबंध में परिचालन पद्धति निर्दिष्ट करता है एवं उसमें समय-समय पर किए गए परिवर्तनों को पब्लिक डोमेन में प्रदर्शित करता है। इस आवश्यकता को मौद्रिक नीति रिपोर्ट (एमपीआर) के जरिए पूरा किया जाता है।

यह आलेख उन परीक्षाओं और मुसीबतों का समाधान करता है जिनका सामना आरबीआई को 2018-19 में करना पड़ा था और वह भी तब जब घरेलू चलनिधि स्थितियों को अधिशेष एवं घाटों के बीच बड़े एवं आकस्मिक उतार-चढ़ाव से गुजरना पड़ा था, जिसका कारण है, संयुक्त राज्य की मौद्रिक नीति का क्रमिक रूप से सामान्य होना, वैश्विक ब्याज दरों में दृढ़ता, भू-राजनीतिक गतिविधियों में अस्थिरता, व्यापार में तनाव की स्थिति एवं कच्चे तेल की अंतरराष्ट्रीय कीमतों में अस्थिरता। ऐसे में, चलनिधि प्रबंधन के उद्देश्यों को पूरा करने में आरबीआई के प्रदर्शन का एक विश्लेषणात्मक आकलन करने की जरूरत महसूस होती है। इस आकलन का एक महत्वपूर्ण पहलू है कि उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) में मुद्राओं में अत्यधिक अस्थिरता तथा घरेलू मुद्रा की मांग में असामान्य उछाल के संदर्भ में एक स्थायी चलनिधि का प्रबंध किया जाए जिसमें प्रचुर विदेशी मुद्रा के उपयोग पर जोर दिया जाए। आलेख के बाकी हिस्सों को चार भागों में विभाजित किया गया है। भाग 2 में वर्तमान चलनिधि प्रबंधन फ्रेमवर्क की समीक्षा की गई है। भाग 3 में वर्ष के दौरान के घटनाक्रम एवं अधिदेश की तुलना में नतीजों की चर्चा की गई है। भाग 4 में पालिसी इम्पल्स को परिचालन लक्ष्य में ट्रान्समिट करने के संबंध में प्रयोगसिद्ध मूल्यांकन किया गया है। अंतिम भाग में निष्कर्ष दिया गया है।

2. चलनिधि प्रबंधन फ्रेमवर्क का उद्भव

भारत में बदलते मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क के अनुरूप मौद्रिक नीति की परिचालन पद्धति में उल्लेखनीय सुधार हुआ है। अप्रैल 1999 में, अंतरिम चलनिधि समायोजन सुविधा (आईएलएएफ) शुरू की गई जिसके अंतर्गत भिन्न-भिन्न ब्याज दरों पर चलनिधि पेश की गई थी, लेकिन निर्धारित (रिवर्स) रिपो दर पर अवशोषित की गई थी। संपार्श्विक उधार सुविधा (सीएलएफ) के साथ-साथ एक अतिरिक्त संपार्श्विक उधार सुविधा (एसीएलएफ) की स्थापना की गई थी, जिसमें निर्यात ऋण पुनर्वित्त एवं प्राथमिक विक्रेताओं (पीडी) को चलनिधि समर्थन, सभी को बैंक दर के साथ जोड़ा गया है। जून 2000 में आईएलएएफ का एक संपूर्ण चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) में रूपांतरण हुआ।

एलएएफ शुरू करने के साथ ही चलनिधि प्रबंधन के दैनिक परिचालनों में एकदिवसीय मुद्रा बाज़ार दरों को संचालित करना एक महत्वपूर्ण चुनौती के रूप में उभरा है। एलएएफ का परिचालन कार्य अक्टूबर 2004 से एकदिवसीय निर्धारित दर रिपो (चलनिधि पहुंचाने की दर) एवं रिवर्स रिपो (चलनिधि अवशोषण दर) के जरिए किया गया था ताकि मौद्रिक नीति के उद्देश्यों के अनुरूप ब्याज दरों की मीयादी संरचना के विकास को राह दिखाई जा सके (पात्रा एवं कपूर, 2012)। एलएएफ चलनिधि प्रबंधन का एक मूल लिखत बन गया है जिसमें ब्याज दर का कॉरिडार (जिसमें रिपो दर अधिकतम सीमा है और रिवर्स रिपो दर न्यूनतम) इस प्रकार निर्धारित किया गया है कि वह 100 आधार अंक से 300 आधार अंक के बीच घटती-बढ़ती रहती है। अप्रैल 2004 में, एक अतिरिक्त लिखत के रूप में बाज़ार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) शुरू की गई थी ताकि एलएएफ को शुद्धिकरण कार्य के भार से मुक्त किया जा सके (मोहन, 2006)।

बाद के वर्षों में, सक्रिय नीति दर, रिपो एवं रिवर्स रिपो दरों के बीच बारी-बारी से बदलती रही जो मुद्रा बाज़ार में चलनिधि की स्थितियों - घाटा एवं अधिशेष पर निर्भर करती है और परिणामस्वरूप वह पूंजी अंतर्वाहों/ बहिर्वाहों में आकस्मिक उतार-चढ़ावों से प्रभावित थी। ऐसी उतार-चढ़ाव वाली चलनिधि स्थितियों से मांग मुद्रा दर के संचलनों में अत्यधिक अस्थिरता पैदा होती है, जो प्रायः, या तो उस दायरे की अधिकतम सीमा को पार कर जाती है या न्यूनतम सीमा के नीचे रह जाती है। तदनुसार, मई 2011 में परिचालन फ्रेमवर्क में संशोधन किया गया था। मौद्रिक नीति के संवेगों के कुशल ट्रान्समिशन के लिए प्रणाली को घाटे में रखने के आधार पर रिपो दर को एकल स्वतंत्र परिवर्तनीय नीति दर बनाया गया ताकि नीति के संकटों को ट्रान्समिट किया जा सके (आरबीआई 2011)।¹ सीमांत स्थायी सुविधा (एमएसएफ) शुरू की गई जिसके अंतर्गत बैंक अपने विवेक पर रिपो दर से 100 बेसिस प्वाइंट्स (बीपीएस) अधिक पर सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) में 1 प्रतिशत तक की कटौती करते हुए एकदिवसीय उधार ले सकते हैं ताकि चलनिधि संबंधी अप्रत्याशित सदमों के विरुद्ध एक सुरक्षा कवच की व्यवस्था की जा सके (पात्रा एवं अन्य, 2016)। कॉरिडार को पुनः परिभाषित करते हुए एक-सा किया गया जिसमें उसका दायरा 200बीपीएस निर्धारित किया गया। रिपो दर को कॉरिडार के मध्य में रखा गया जबकि रिवर्स रिपो दर एवं एमएसएफ को क्रमशः 100बीपीएस नीचे एवं 100 बीपीएस ऊपर रखा गया।

¹ तथापि, इसका नतीजा यह निकला कि नीति में उदारता बरतने के चरण में नीति दर में कटौती का ट्रान्समिशन अधूरा रह जाता है (पात्रा एवं अन्य, 2016)।

फिर भी, वैश्विक वित्तीय संकट के तुरंत पश्चात इस फ्रेमवर्क की कई कमियां सामने आईं और वह भी विशेष रूप से मई 2013 के टेपर टैन्ट्रम के दौरान। मौद्रिक नीति के फ्रेमवर्क में संशोधन करने एवं उसको सुदृढ़ बनाने को लेकर विशेषज्ञ समिति की रिपोर्ट में यह पाया गया है कि आरबीआई को मुद्रा बाजार के एकदिवसीय पहलू पर अत्यधिक निर्भरता से बचना चाहिए जिसके लिए एकदिवसीय रिपो पर जोर देने के बजाय भिन्न-भिन्न अवधि के मीयादी रिपो के जरिए चलनिधि प्रबंधन परिचालन किए जाने चाहिए। तदनुसार, समिति ने परिचालन फ्रेमवर्क में सुधार तथा उसके डिजाइन में परिवर्तन की सिफारिश की जो लिखतों के उपयोग के मामले में लचीला हो लेकिन मौद्रिक नीति के संपूर्ण उद्देश्यों के अनुकूल हो। संशोधित चलनिधि प्रबंधन फ्रेमवर्क के कुछ तत्वों को सितंबर 2014 में शामिल किया गया था।

इस फ्रेमवर्क में किया गया महत्वपूर्ण परिवर्तन था निर्धारित एलएएफ रिपो दर पर चलनिधि जरूरतों की असीमित सुविधा को समाप्त करना। संशोधित फ्रेमवर्क के अन्य महत्वपूर्ण पहलुओं में शामिल हैं: (i) मीयादी रिपो नीलामियों के जरिए केन्द्रीय बैंक की चलनिधि के प्रमुख भाग का प्रावधान; (ii) इन्ट्रा-डे से 28 दिनों की परिपक्वता वाली रिपो/ रिवर्स रिपो नीलामियों के जरिए परिचालनों को दुरुस्त करने की शुरुआत जिसमें सतत आधार पर चलनिधि का आकलन किया जाए; (iii) निर्यात ऋण पुनर्वित्त को समाप्त करना; और (iv) सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) में उत्तरोत्तर कटौती।

इस प्रकार, चलनिधि नियंत्रण, पूर्व के फ्रेमवर्क की अपेक्षा बहुत कुछ आरबीआई के विवेक पर रह गया। चलनिधि प्रावधान के मुख्य लिखत – 14-दिन के मीयादी रिपो – को रिजर्व को बनाए रखने की अवधि के समकाल किया गया है जिससे बाजार के प्रतिभागी केन्द्रीय बैंक की चलनिधि को अपेक्षाकृत रूप से अधिक अवधि के लिए धारण कर सकते हैं। इससे अंतरबैंक बाजार के मीयादी मुद्रा खंड में उधार देने में सुविधा होगी और मीयादी लेनदेनों के लिए बाजार खंड एवं बेंचमार्क विकसित होने का आसार है। अधिक महत्वपूर्ण बात यह है कि मीयादी रिपो, आरबीआई पर बाजार प्रतिभागियों की नकदी/ ट्रेजरी प्रबंधन संबंधी निष्क्रीय निर्भरता को दूर करता है।²

अप्रैल 2016 में मौद्रिक नीति के रुख में उदारता को देखते हुए चलनिधि प्रबंधन फ्रेमवर्क को और दुरुस्त किया गया। रिजर्व बैंक ने यह संकेत भी दिया कि वह आवश्यकतानुसार आरिस्ट क्रय व विक्रय के जरिए साल भर में स्थायी चलनिधि³ की आपूर्ति में सहजता लाएगा। 2017-18 के दौरान, चलनिधि प्रबंधन परिचालनों का मूल लक्ष्य, मौद्रिक नीति के रुख के अनुरूप, प्रणाली की चलनिधि में परिवर्तन करते हुए उसे अधिशेष की स्थिति से तटस्थता के करीब लाना था। चलनिधि में पूरे साल अधिशेष की स्थितियां बनी रहने की आशंका के मद्देनजर रिजर्व बैंक द्वारा अप्रैल 2017 में चलनिधि के संबंध में पहले से ही मार्गदर्शन दिया गया, जब उसके द्वारा यह संकेत दिया गया कि वह (i) रिवर्स रिपो की नीलामी परिवर्तनीय दर पर करेगा जिसमें दीर्घ परिपक्वता काल को प्राथमिकता दी जाएगी ताकि विमुद्रीकरण पश्चात की बची अधिशेष चलनिधि को खपाया जा सके; (ii) बाजार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) के अंतर्गत ट्रेजरी बिल (टी-बिल) एवं दिनांकित प्रतिभूति जारी करेगा जिससे अन्य स्रोतों से आने वाली चलनिधि को नियंत्रित किया जा सके; (iii) भारत सरकार (जीओआई) के साथ किए गए समझौता ज्ञापन (एमओयू) के अनुरूप समुचित परिपक्वता काल के नकदी प्रबंधन बिल (सीएमबी) जारी करेगा ताकि सरकारी परिचालनों की बंदौलत हुए चिरस्थायी अधिशेष को नियंत्रित किया जा सके; (iv) प्रणाली स्तर की चलनिधि को तटस्थता की ओर ले जाने की दृष्टि से खुला बाजार परिचालन (ओएमओ) करेगा ताकि स्थायी चलनिधि को नियंत्रित किया जा सके; और (v) परिवर्तनीय दर रिवर्स रिपो/ रिपो परिचालनों को दुरुस्त करेगा जिससे दैनंदिन चलनिधि को नियंत्रित किया जा सके (आरबीआई, 2018)। इसके अतिरिक्त, मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क में संशोधन और उसे सुदृढ़ करने के लिए गठित विशेषज्ञ समिति की सिफारिशों के अनुरूप नीतिगत दर के कॉरिडार की चौड़ाई को एक-समान तरीके से अप्रैल 2016 में 100बीपीएस से घटाते हुए अप्रैल 2017 में 50बीपीएस कर दिया था। तदनुसार, चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) के अंतर्गत रिवर्स रिपो दर को नीतिगत रिपो दर से 25बीपीएस कम रखा गया था, जबकि सीमांत स्थायी सुविधा (एमएसएफ) दर को नीतिगत रिपो दर से 25बीपीएस अधिक रखा गया था। परिणामस्वरूप, मांग मुद्रा बाजार में अस्थिरता (मानक विचलन) 2016-17 में 0.19 से घटकर 2017-18 में 0.10 रह गई, वहीं कुल एकदिवसीय बाजार की मात्रा लगभग अपरिवर्तित रही।

² मीयादी रिपो बाजार में अंतर्निहित चलनिधि स्थितियों के कुशल संकेतक भी हैं।

³ अर्थव्यवस्था में ऐसी चिरस्थायी चलनिधि जो मौद्रिक नीति के रुख में मददगार होते हुए वृद्धि में सहायक होगी (आरबीआई, 2016)।

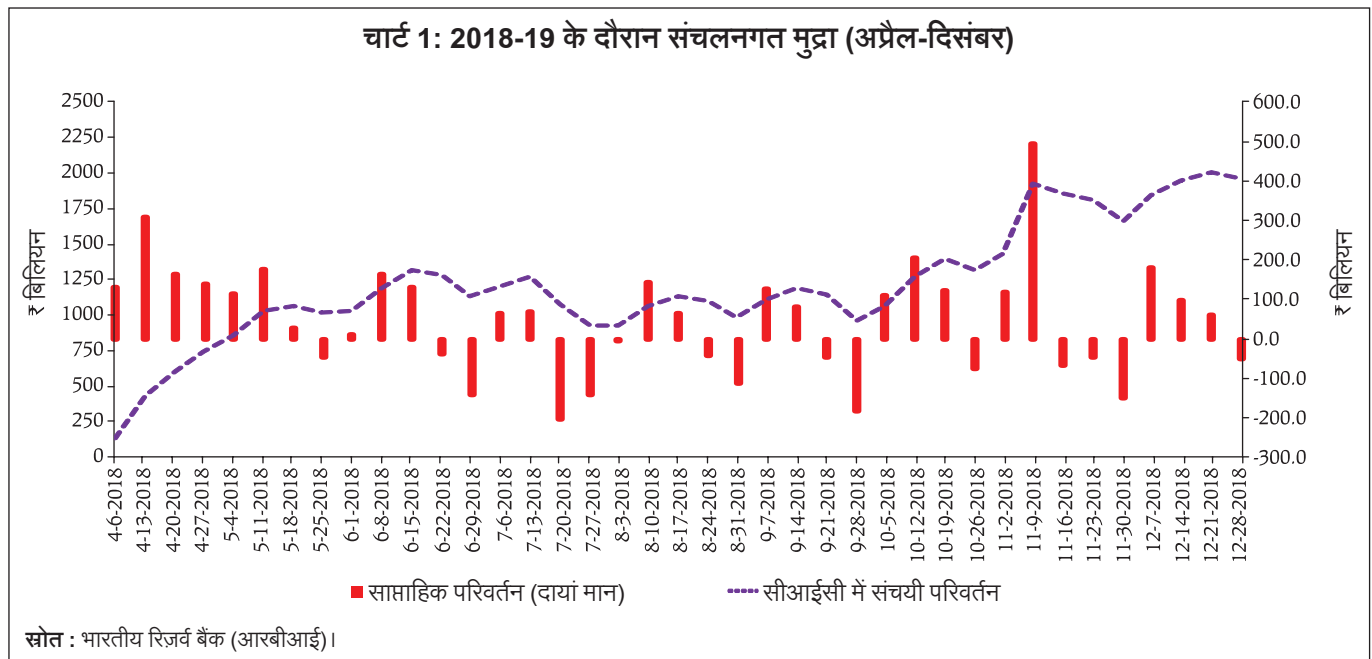
अनेक विनियामकीय परिवर्तनों की बदौलत 2018-19 के दौरान चलनिधि प्रबंधन परिचालनों में और सुविधा हुई। वित्तीय बाज़ार की स्थितियों के आकलन के आधार पर, आरबीआई ने चलनिधि कवरेज अनुपात के लिए चलनिधि प्राप्त करने की सुविधा को उत्तरोत्तर रूप से बढ़ाया (एफएएलएलसीआर) जिससे बैंकों को उनकी निवल मांग और मीयादी देयताओं (एनडीटीएल) के अनुसार उपलब्ध सांविधिक चलनिधि अनुपात (एलएलआर) दिसंबर 2018⁴ तक घटकर 15.5 प्रतिशत रह गया। एफएएलएलसीआर में वृद्धि से प्रत्येक बैंकों की रिपो बाज़ार से उच्च-गुणवत्ता वाले संपार्श्विक के बदले में चलनिधि, यदि आवश्यकता हो, प्राप्त करने की क्षमता बढ़ती है, जिससे, समय के साथ-साथ, वित्तीय प्रणाली में चलनिधि के संवितरण में सुधार आया। इसके अतिरिक्त एसएलआर को एलसीआर आवश्यकताओं के अनुरूप करने की दृष्टि से दिसंबर 2018 में यह प्रस्ताव रखा गया कि एसएलआर में प्रत्येक कैलन्डर तिमाही में 25बीपीएस की कटौती की जाए - इस प्रकार की पहली कटौती जनवरी 2019 से प्रारंभ होने वाली तिमाही में अमल में लाई गई - जब तक कि एसएलआर एनडीटीएल का 18 प्रतिशत नहीं हो जाता। इतना ही नहीं, ओएमओ नीलामियों के संबंध में किसी माह हेतु निर्धारित परिचालनों की मात्राओं का उल्लेख करते हुए अग्रिम समय-सारणी जारी करने के जरिए पूर्व मार्गदर्शन प्रदान करने से

बाज़ार की प्रत्याशाओं को अनुकूल बनाने में मदद मिलती है। चलनिधि प्रबंधन फ्रेमवर्क में इन महत्वपूर्ण परिवर्तनों की पृष्ठभूमि में यह आवश्यक है कि अगले भाग में 2018-19 (अप्रैल-दिसंबर) के दौरान आए बदलावों का विश्लेषण किया जाए।

3. 2018-19 के दौरान चलनिधि में आए बदलाव

ए. चलनिधि के संचालक एवं उसका प्रबंधन

2018-19 की पहली तीन तिमाहियों में प्रणालीगत चलनिधि में महत्वपूर्ण बदलाव आए जो वित्त बाज़ार की घरेलू एवं वैश्विक स्थितियों को दर्शाता है। वैश्विक व्यापार में तनाव की बढ़ती आशंका एवं संयुक्त राज्य की मौद्रिक नीति आशा से अधिक तेजी से सामान्य होने के परिणामस्वरूप वर्ष के प्रारंभ से पूंजी बहिर्वाह होने लगा जिसके कारण घरेलू मुद्रा पर मूल्यहास का दबाव आया। परिणामतः, आरबीआई को विदेशी आस्तियां बेचनी पड़ीं जिसके कारण घरेलू चलनिधि कम हो गई (अनुबंध सारणी 1)। मुद्रा में बड़ा विस्तार, जो वित्तीय प्रणाली से चलनिधि के रिसाव को दर्शाता है, 2018-19 के दौरान की विशेषता बनी रही जिससे प्रणाली स्तर की चलनिधि पर दबाव और तीव्र हो जाता है। उदाहरण के तौर पर, दीवाली के दौरान (7 नवंबर 2018), संचलनगत मुद्रा (सीआईसी) में साप्ताहिक विस्तार रुपये 494 बिलियन पर अप्रत्याशित था (चार्ट 1)।



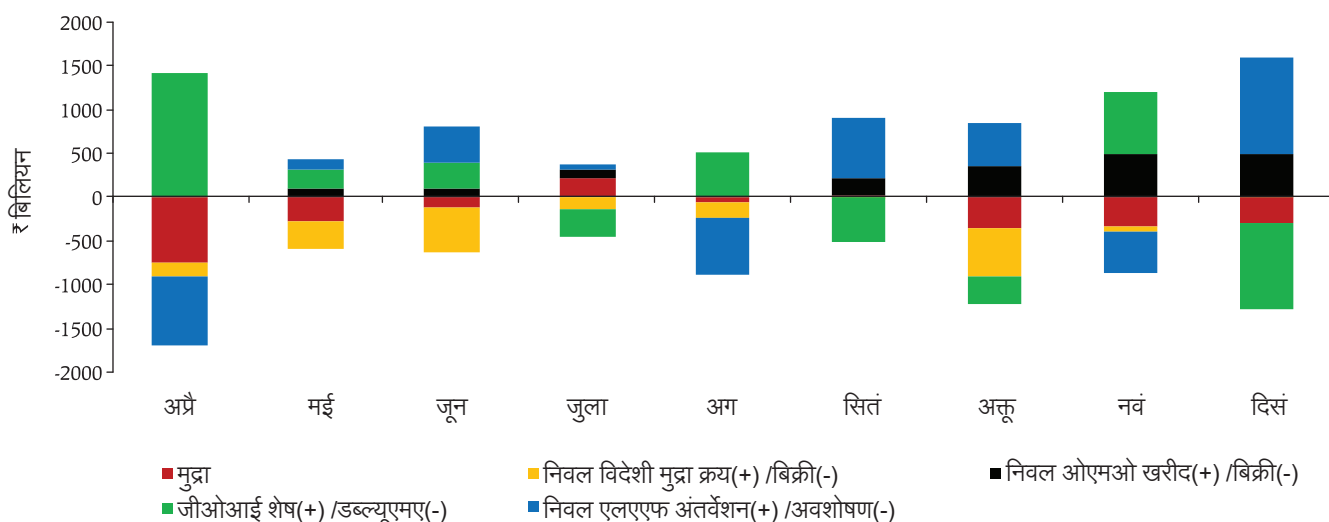
⁴ इसमें एफएएलएलसीआर (13 प्रतिशत), एमएसएफ (2 प्रतिशत) एवं बैंक द्वारा गैर-बैंक वित्तीय कंपनियों (एनबीएफसी) एवं आवास वित्त कंपनियों (एचएफसी) को प्रदान की जाने वाली वृद्धिशील बकाया ऋण राशि के समतुल्य धारित सरकारी प्रतिभूतियां शामिल हैं, जो एनबीएफसी एवं एचएफसी को प्रदान की जाने वाली ऋण राशि के अतिरिक्त है और जो 19 अक्टूबर 2018 को यथास्थिति उनकी बहियों में बकाया है तथा बैंक के एनडीटीएल के 0.5 प्रतिशत तक सीमित है।

2018-19 की पहली तीन तिमाहियों में प्रणालीगत चलनिधि में महत्वपूर्ण परिवर्तनों को देखते हुए यह उपयोगी होगा कि वर्ष के दौरान त्रैमासिक बदलावों को लेकर आत्मविश्लेषण किया जाए। 2018-19 की पहली तिमाही में, चलनिधि स्थितियां सामान्यतः अधिशेष में रहीं, जो अप्रैल में केंद्र द्वारा राज्यों को वस्तु एवं सेवा कर (जीएसटी) प्राप्तियों के अंतरण एवं जून 2018 तक अधिकाधिक खर्च करने के अधिकार को दर्शाता है। प्रणाली में परिणामी चलनिधि प्रवाह (अप्रैल में रु.1.4 ट्रिलियन) चलनिधि में दो स्वायत्त कारणों⁵ – माह के दौरान मुद्रा में रु.743 बिलियन विस्तार और रु.140 बिलियन की विदेशी मुद्रा बिक्रियों - से आई कमी की अच्छी खासी भरपाई करता है। मई और जून में विदेशी मुद्रा की बिक्रियों का अनुपात बढ़ा एवं मुद्रा में विस्तार सामान्य मौसमी उछाल की अपेक्षा अधिक रहा, परिणामस्वरूप प्रणाली में जून के मध्य से जुलाई 2018 की संक्षिप्त अवधि के लिए चलनिधि घाटे में रहा (जो अग्रिम कर बहिर्वाह की वजह से और बढ़ गया)। तदनुसार, आरबीआई ने चलनिधि में तंगी को काबू में करने के लिए नियमित 14-दिवसीय रिपो के अतिरिक्त विभिन्न परिपक्वता काल के परिवर्तनीय दर रिपो के जरिए प्रणाली में चलनिधि डाला। इसके अलावा, आरबीआई ने प्रणाली में टिकाऊ चलनिधि डालने के लिए मई और जून 2018 में प्रत्येक

रु.100 बिलियन के दो ओएमओ की खरीद की (चार्ट 2)। संपूर्ण रूप से, एलएएफ के अंतर्गत निवल चलनिधि अवशोषण अप्रैल में रु.496 बिलियन की औसत दैनिक निवल स्थिति से उत्तरोत्तर रूप से घटकर जून में रु.140 बिलियन रह गया।

2018-19 की दूसरी तिमाही में, चलनिधि में वृत्ताकार की स्थिति पाई गई। जुलाई में, सरकारी खर्चों में कमी (विशेषतः उत्तरार्ध में) एवं आरबीआई द्वारा विदेशी मुद्रा की बिक्रियों की वजह से एलएएफ के अंतर्गत रु.107 बिलियन की औसत दैनिक निवल चलनिधि डालना अनिवार्य हो गया; साथ ही माह के दौरान रु.100 बिलियन राशि की ओएमओ खरीद करनी पड़ी। केन्द्र का खर्चा बढ़ जाने से प्रणाली अगस्त में अवशोषण अवस्था में लौट गई जिसे आरबीआई से अर्थोपाय अग्रिमों (डब्ल्यूएमए) का भी सहारा लेना पडा, यद्यपि अप्रत्यक्ष कर भुगतान ने चलनिधि आधिक्य को संक्षिप्त अवधि के लिए कम कर दिया था। माह के दौरान आरबीआई ने औसत दैनिक निवल आधार पर रु.30 बिलियन का अवशोषण किया, वहीं प्रणालीगत चलनिधि अगस्त 20 से 30 के बीच घाटे में चली गई जिसके चलते प्रणाली में चलनिधि डालना अनिवार्य हो गया। 31 अगस्त से 10 सितंबर के दौरान प्रणाली अधिशेष की स्थिति में लौट गई थी क्योंकि माह के उत्तरार्ध में सरकारी खर्चें बढ़ गए थे, फिर भी, अग्रिम कर बहिर्वाहों

चार्ट 2: 2018-19 के दौरान चलनिधि के संचालक एवं उसका प्रबंधन



स्रोत : आरबीआई।

⁵ चलनिधि के स्वायत्त संचालक हैं – मुद्रा प्राधिकार एवं बैंकों और सरकार के बैंकर के रूप में केंद्रीय बैंक के नियमित कार्यों की बदौलत बैंकों को उपलब्ध प्राथमिक चलनिधि। विशिष्ट स्वायत्त कारक हैं - संचलन में बैंक नोट, विदेशी मुद्रा आस्तियां एवं सरकारी जमा राशियों की मात्रा। ये केंद्रीय बैंक के तुलन पत्र की मदद हैं जो किसी ऋण संस्थाओं की चालू खाता धारिताएं नहीं हैं।

की वजह से प्रणाली की चलनिधि घाटे में चली गई। आरबीआई ने टिकाऊ चलनिधि आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए सितंबर के उत्तरार्ध में रु.200 बिलियन की दो ओएमओ खरीद के साथ-साथ एलएएफ के अंतर्गत प्रणाली में रु.406 बिलियन की दैनिक निवल चलनिधि डाली। प्रणालीगत चलनिधि में दैनिक अधिशेष को काबू में करने के लिए आरबीआई द्वारा परिवर्तनीय दर रिवर्स रिपो नीलामी की जाती है और चलनिधि में कदाचित व अनित्य घाटों की पूर्ति के लिए नियमित 14-दिवसीय परिवर्तनीय दर मीयादी रिपो एवं अन्य परिपक्वता काल का सहारा लिया जाता है (चार्ट 3)।

2018-19 की तीसरी तिमाही में, चलनिधि स्थितियां आम तौर पर घाटे में रहीं। अक्तूबर के दूसरे सप्ताह से, त्योहार के चलते मुद्रा की अत्यधिक मांग एवं आरबीआई द्वारा विदेशी मुद्रा की बिक्रियों, दोनों के परिणामस्वरूप प्रणालीगत चलनिधि घाटे में चली गई जो उस माह में बाकी दिनों में भी जारी रहा। केंद्र द्वारा खर्च में वृद्धि करने की वजह से नवंबर की शुरुआत में घाटा कम हो गया, लेकिन वह बाद में बढ़ गया क्योंकि त्योहार के मौसम में मुद्रा विस्तार में स्थिरता आ गई थी और उसमें दिसंबर के उत्तरार्ध में वृद्धि हुई जो मुख्य रूप से अग्रिम कर बहिर्वाह के कारण था। चलनिधि आवश्यकताओं की पूर्ति के लिए, आरबीआई ने विभिन्न परिपक्वता काल की परिवर्तनीय दर रिपो नीलामी की जिसमें नियमित 14-दिवसीय रिपो के अतिरिक्त दीर्घावधि (28 दिन एवं 56 दिन) नीलामी शामिल

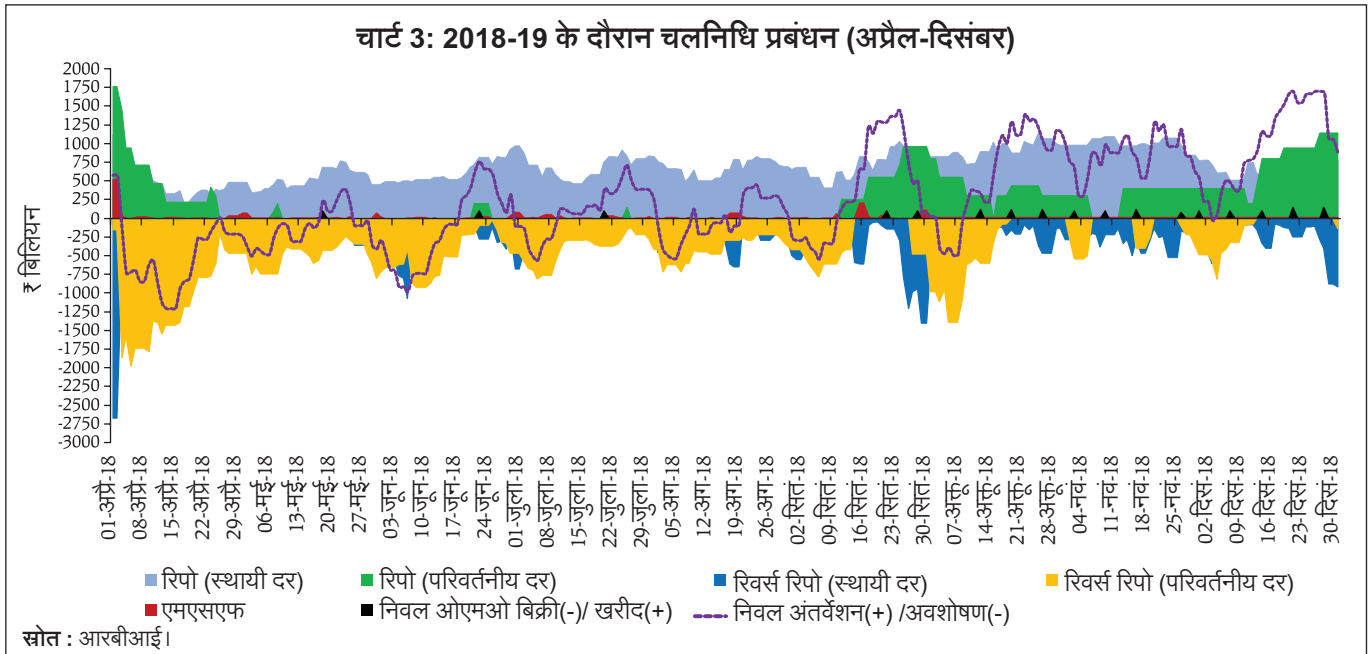
सारणी 1: 2018-19 के दौरान ओएमओ खरीद की नीलामियां
(अप्रैल-दिसंबर)

(₹ बिलियन)			
नीलामी की तारीख	राशि	माह-वार	तिमाही
मई 17, 2018	100	मई - 100	
जून 21, 2018	100	जून - 100	ति1 - 200
जुलाई 19, 2018	100	जुलाई - 100	
सितंबर 19, 2018	100	सितंबर - 200	ति2 - 300
सितंबर 27, 2018	100		
अक्तूबर 11, 2018	120		
अक्तूबर 17, 2018	120	अक्तूबर - 360	
अक्तूबर 25, 2018	120		
नवंबर 01, 2018	100		
नवंबर 06, 2018	100	नवंबर - 500	ति3 - 1,360
नवंबर 15, 2018	120		
नवंबर 22, 2018	80		
नवंबर 29, 2018	100		
दिसंबर 06, 2018	100		
दिसंबर 13, 2018	100	दिसंबर - 500	
दिसंबर 20, 2018	150		
दिसंबर 27, 2018	150		
कुल (17 नीलामियां)	1,860	1,860	1,860

स्रोत: आरबीआई।

हैं। इसके अतिरिक्त, अक्तूबर में ओएमओ के जरिए प्रणाली में रु.360 बिलियन की टिकाऊ चलनिधि डाली गई जिसे तत्पश्चात बढ़ाकर नवंबर और दिसंबर दोनों में रु.500 बिलियन कर दिया गया था। इस प्रकार तिमाही के दौरान प्रणाली में रु.1.36 ट्रिलियन कुल टिकाऊ चलनिधि डाली गई (सारणी 1)।

चार्ट 3: 2018-19 के दौरान चलनिधि प्रबंधन (अप्रैल-दिसंबर)



आरबीआई द्वारा परिवर्तनीय दर रिवर्स रिपो नीलामी भी की गई ताकि चलनिधि आधिक्य के छिटपुट उदाहरणों को समाप्त किया जा सके।

संक्षेप में कहें तो, 2018-19 में आरबीआई का विदेशी मुद्रा परिचालन एवं मुद्रा विस्तार बैंकिंग प्रणाली में टिकाऊ चलनिधि के मुख्य संचालक साबित हुए, जबकि सरकारी खर्चों में उतार-चढ़ाव चलनिधि के संचलनों में संघर्ष का मुख्य कारण था। परिणामस्वरूप, निवल एलएएफ स्थितियां वर्ष के दौरान सरकार के नकदी शेष में संचलन दर्शाती हैं (चार्ट 4)। जून माह से सरकार द्वारा अर्थोपाय अग्रिम (डब्ल्यूएमए) एवं ओवरड्राफ्ट (ओडी) के जरिए किए गए खर्चों का असामान्य स्तर एवं उसकी क्षतिपूर्ति के लिए निवल एलएएफ स्थितियों में उतार-चढ़ाव 2018-19 के दौरान चलनिधि के बदलते परिदृश्य को स्पष्ट करते हैं (सारणी 2)। सरकार की प्राप्तियां और भुगतान आपस में अस्थायी रूप से बेमेल होने के कारण उसे ठीक करने के लिए अप्रैल-दिसंबर के दौरान सीएमबी का छह बार सहारा लिया गया, जो कुल मिलाकर रु.1.3 ट्रिलियन होता है। प्रणाली में दीर्घ परिपक्वता काल (21, 28 और 56 दिनों) की अत्यधिक मात्रा में चलनिधि डालना 2018-19 में चलनिधि प्रबंधन की एक और निर्धारक विशेषता थी, जबकि उपयोग करने की बारंबारता के लिहाज से चलनिधि के अवशोषण के लिए 7 दिन के परिपक्वता वाले रिवर्स

सारणी 2: 2018-19 के दौरान महत्वपूर्ण चलनिधि संकेतक (दिनों की संख्या*)

माह	निवल एलएएफ		जीओआई नकदी शेष	
	घाटा	अधिशेष	डब्ल्यूएमए/ओडी	अधिशेष
अप्रैल	1	18	0	19
मई	5	17	4	18
जून	10	11	17	4
जुलाई	16	6	16	6
अगस्त	10	10	14	6
सितंबर	12	6	9	9
अक्तूबर	17	4	12	9
नवंबर	18	0	14	4
दिसंबर	19	1	7	13

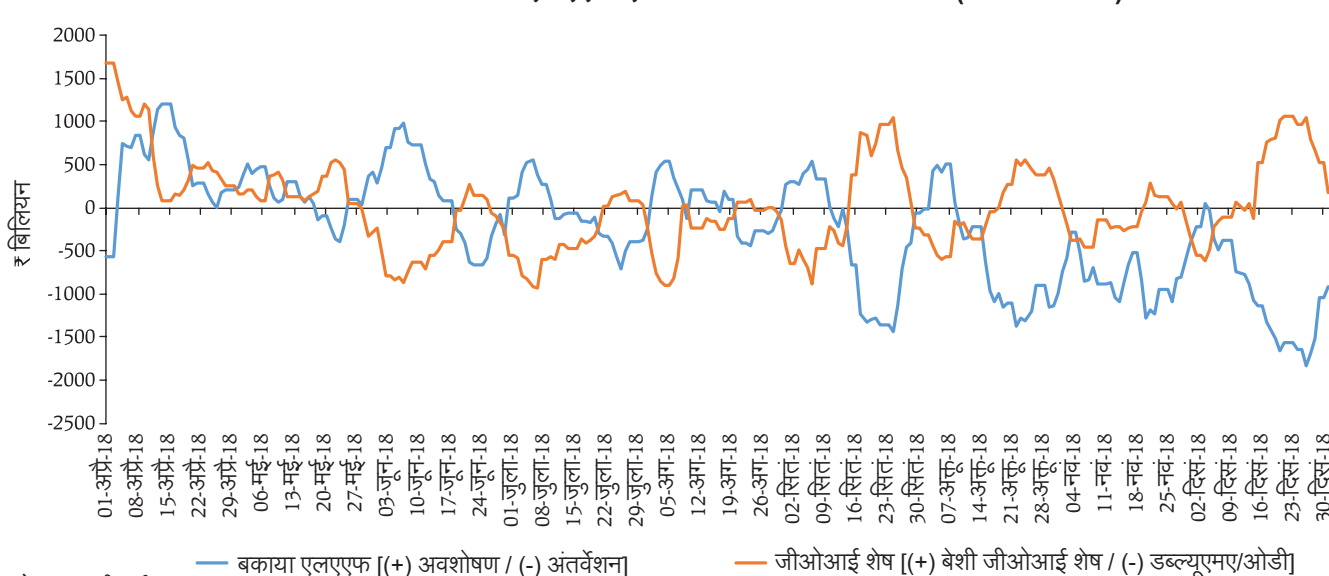
*: कार्य दिवस, शनिवार को छोड़कर।

स्रोत : मुद्रा बाजार परिचालनों के संबंध में दैनिक प्रेस विज्ञप्ति एवं आरबीआई अभिलेख।

रिपो लिखत को प्राथमिकता दी गई थी – अवशोषण के लिखतों के लिए अपेक्षाकृत रूप से कम परिपक्वता अवधि, हालांकि अधिशेष चलनिधि की उन घटनाओं के महत्व को दर्शाना विशेष नहीं था (सारणी 3)।

चलनिधि स्थितियों का उद्भव एवं आरबीआई द्वारा उसके प्रबंधन की जानकारी बैंक रिजर्व के संचलन से प्राप्त किया जा सकता है। बैंक रिजर्व के लिए बाजार का उद्भव मुख्य रूप से केन्द्रीय बैंक और निक्षेपागार संस्थाओं के बीच सक्रिय पारस्परिक क्रिया से होता है। यदि चलनिधि के स्वायत्त संचालकों की वजह से

चार्ट 4: 2018-19 में निवल एलएएफ एवं भारत सरकार के पास शेष (अप्रैल-दिसंबर)



स्रोत : आरबीआई।

सारणी 3: परिवर्तनीय दर नीलामियों के जरिए परिचालनों को दुरुस्त करना (अप्रैल-दिसंबर)

	रिपो (परिपक्वता)						रिवर्स रिपो (परिपक्वता)							
	7	8	14	21	28	56	2	3	4	6	7	11	13	14
बारंबारता (दिनों की संख्या)	3	1	1	2	3	2	3	7	5	2	95	1	1	13
औसत मात्रा (₹ बिलियन)	165	250	142	325	250	225	456	344	249	186	140	41	26	44

स्रोत : आरबीआई।

चलनिधि में आई कमी की आपूर्ति चलनिधि प्रबंधन उपायों के जरिए पूरी तरह से नहीं की जाती है तो वह या तो बैंक रिज़र्व में गिरावट या संचयन में दिखाई देता है। चलनिधि संचालकों की विश्लेषणात्मक संवीक्षा एवं 2018-19 (अप्रैल-दिसंबर) में उसका प्रबंधन रोचक जानकारी प्रस्तुत करते हैं। पहली तिमाही के दौरान (1 अप्रैल से 29 जून 2018), स्वायत्त संचालकों के कारण चलनिधि प्रबंधन परिचालनों के जरिए जितनी चलनिधि डाली गई थी उससे भी अधिक आहरित की गई, तदुपरांत घाटे की आपूर्ति के लिए बैंक रिज़र्व का एक बड़ा हिस्सा आहरित किया गया (सारणी 4)। एलएएफ के अंतर्गत रिपो एवं साथ ही ओएमओ खरीद के जरिए बड़ी राशि डालने की वजह से तीसरी तिमाही में बैंकिंग प्रणाली में अत्यधिक चलनिधि डाली गई, जो बैंक रिज़र्व के संचयन में दिखाई देता है। अतः,

बैंक रिज़र्व (अप्रैल-दिसंबर) की समग्र छवि वर्ष के दौरान चलनिधि संचालनों का रहस्य खोलने में कुछ-कुछ भ्रामक हो सकती है।

बी. परिचालन लक्ष्य एवं कुशलता

चलनिधि प्रबंधन की प्रभावशीलता इस यथार्थ में निहित है कि डब्ल्यूएसीआर – जो एक परिचालन लक्ष्य है –को एलएएफ कॉरिडार के अंतर्गत नीतिगत रिपो दर के साथ जोड़ा जा सके। 2018-19 के दौरान (अप्रैल-दिसंबर), डब्ल्यूएसीआर आम तौर पर रिपो दर से नीचे रहा जबकि चलनिधि की स्थितियां अधिशेष और घाटे की स्थितियों के बीच डोलती रहीं (चार्ट 5)।

डब्ल्यूएसीआर संचालनों की एक उल्लेखनीय विशेषता थी कि उसने 2018-19 की पहली तिमाही में अधिशेष की स्थितियां

सारणी 4: चलनिधि और बैंक रिज़र्व **

{(+) अंतर्वेशन/(-) बैंकिंग प्रणाली से चलनिधि का अवशोषण}

(₹ बिलियन)

	अप्रैल 1- जून 29	जून 29-सितं 28	सितं 28-दिसं 28	कुल
	(1)	(2)	(3)	4 = (1+2+3)
ए. चलनिधि के स्वायत्त संचालक (1+2+3+4)	-696	-113	-1915	-2725
1. प्राधिकृत विक्रेताओं (एडी) से निवल खरीद #	-976	-313	-591	-1881
2. संचलनगत मुद्रा	-1138	179	-997	-1956
3. भारत सरकार के पास नकदी शेष	1930	-319	-603	1007
4. अन्य*	-512	340	276	104
बी. चलनिधि प्रबंधन (5+6+7+8)	293	256	2195	2744
5. निवल चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) @	-259	90	1113	944
6. खुला बाज़ार क्रय	207	300	1360	1867
7. प्राथमिक विक्रेताओं (पीडी) के लिए स्थायी चलनिधि सुविधाएं	-1	-5	2	-4
8. सीआरआर शेष \$	347	-129	-280	-63
सी. बैंक रिज़र्व (ए + बी)	-403	142	280	18

** : गणना माह के अंतिम शुक्रवार से संबंधित आंकड़ों पर आधारित हैं; पहली तिमाही के उतार-चढ़ाव की गणना 31 मार्च 2018 की तुलना में की गई है।

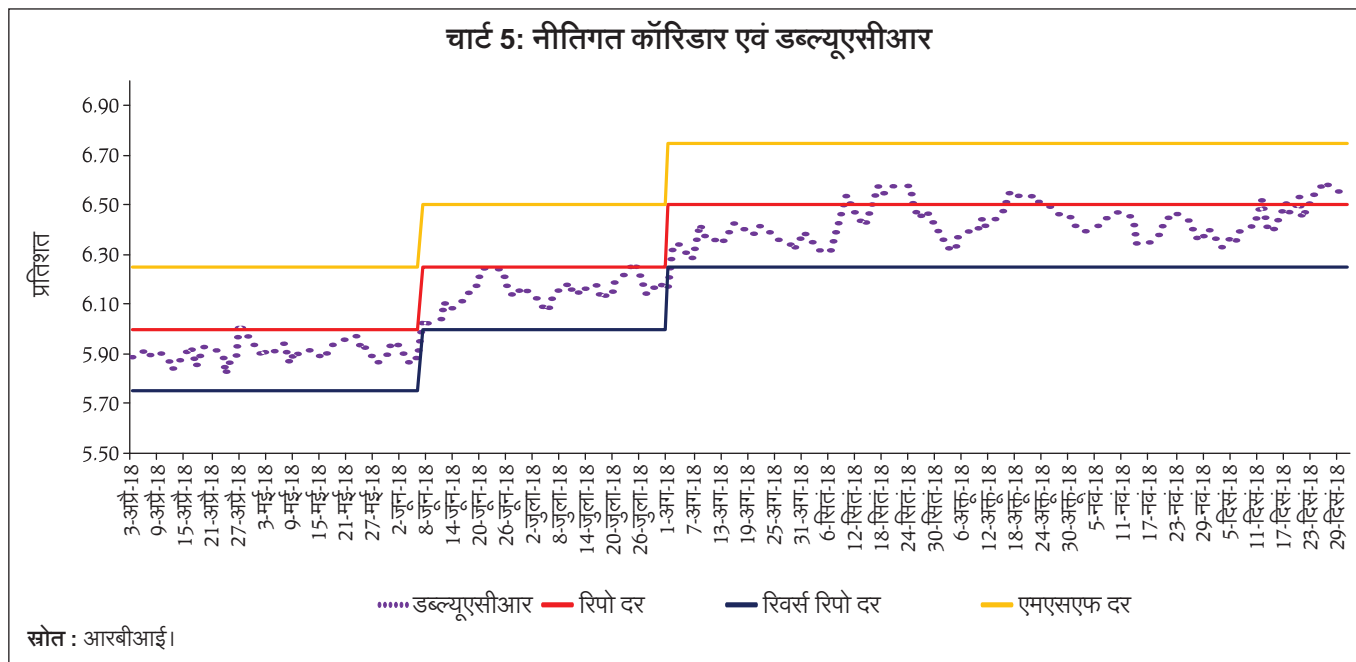
: ओएमओ खरीद में एकमुश्त के साथ-साथ एनडीएस-ओएम परिचालन भी शामिल हैं।

* : मूल्यांकन परिवर्तन, परिचालनों में हेयर कट इत्यादि शामिल हैं।

@ : निवल एलएएफ, रिवर्स रिपो परिचालनों से स्थायी दर एवं परिवर्तनीय दर रिपो तथा एमएसएफ को घटाने के उपरांत की चलनिधि स्थिति दर्शाती है।

\$: एनडीटीएल में वृद्धि के कारण (बैंक द्वारा बरकरार रखे गए सीआरआर आधिक्य में परिवर्तन के लिए समायोजित)।

स्रोत : आरबीआई एवं लेखकों की गणनाएं।



कमजोर पड़ने एवं प्रणालीगत चलनिधि में तंगी के बावजूद रिपो दर से कम में कारोबार किया, जिसके लिए रिपो के जरिए निवल अंतर्वेशन की दरकार है (सारणी 5 एवं चार्ट 6)।

इस अनोखे व्यवहार के कई कारण हैं:

- (i) अधिकांश सहकारी बैंक एनडीएस-कॉल ट्रेडिंग प्लैटफॉर्म में प्रतिभागी नहीं हैं। गैर-अधिसूचित सहकारी बैंक, जिला केन्द्रीय सहकारी बैंक एवं राज्य सहकारी बैंक कारोबार के समय – संपार्श्विकीकृत बाज़ार खंडों के बंद होने के बाद - अंतर-बैंक मांग मुद्रा बाज़ार में प्रवेश करते हैं और उनकी ऋण

गतिविधि दिन के उत्तरार्ध में बढ़ती है, अतएव दरें रिपो दर से कम हो जाती हैं;

- (ii) आम तौर पर अंतर-बैंक मांग मुद्रा बाज़ार में कारोबार के प्रथम घंटे में दिन के कारोबार का लगभग 75-80 प्रतिशत कारोबार किया जाता है क्योंकि अधिकांश बाज़ार प्रतिभागी एक मजबूत चलनिधि पूर्वानुमान फ्रेमवर्क के अभाव में अपने दिन भर के अंतर्वाहों/

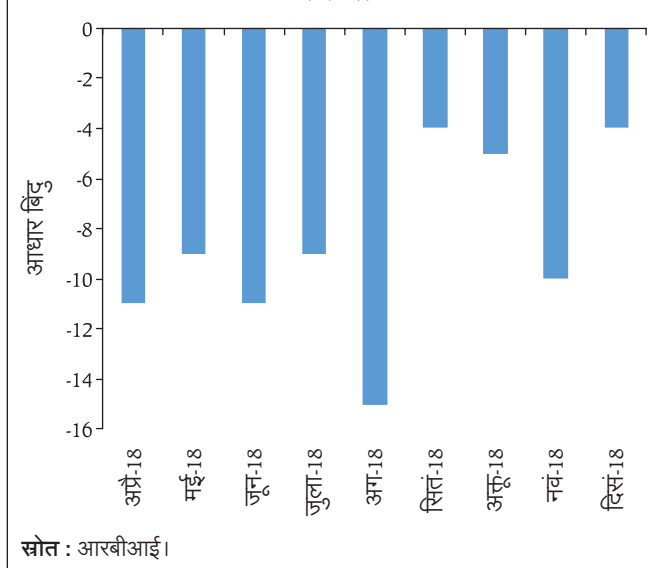
सारणी 5: डब्ल्यूएसीआर, रिपो एवं निवल एलएएफ

माह	डब्ल्यूएसीआर < रिपो दर	डब्ल्यूएसीआर > रिपो दर	औसत निवल एलएएफ घाटा (-) / अधिशेष (+)
	दिनों की संख्या*		(₹ बिलियन)
अप्रैल	18	1	496
मई	22	0	142
जून	20	1	140
जुलाई	22	0	-107
अगस्त	20	0	30
सितंबर	11	7	-406
अक्तूबर	15	6	-560
नवंबर	18	0	-806
दिसंबर	12	8	-996

*: कार्य दिवस, शनिवार को छोड़कर।

स्रोत : आरबीआई।

चार्ट 6: रिपो दर की तुलना में डब्ल्यूएसीआर का औसत स्प्रेड



बहिर्वाहों का आकलन नहीं कर पाते हैं और इसके परिणामस्वरूप निम्न मांग दरें देर-समय की मांग आपूर्ति में असंतुलन दर्शाती हैं;

- (iii) सभी मुद्रा बाज़ार खंडों (संपार्श्विकीकृत खंडों को शामिल करते हुए) में बाज़ार समय में असमानता होने की वजह से, जो तत्काल सकल निपटान (आरटीजीएस) के समय से मेल नहीं खाता है, प्रायः पाया गया है कि बाज़ार बंद होते समय डब्ल्यूएसीआर में अस्थिरता पैदा होती है।

4. नीति को अमल में लाना – प्रयोगसिद्ध मूल्यांकन

हम पात्रा एवं अन्य (2016) के प्रयोगसिद्ध फ्रेमवर्क में समुचित संशोधन के जरिए उसे बेहतर करते हुए डब्ल्यूएसीआर में संचलन निर्धारित करने वाले कारकों की जांच करते हैं। व्याख्यात्मक वेरिअबल अर्थात्, डब्ल्यूएसीआर में परिवर्तन को डब्ल्यूएसीआर, नीतिगत रिपो दर (आरआर), एवं अधिसूचित वाणिज्यिक बैंकों की निवल मांग और मीयादी देयता के अनुपात के रूप में निवल एलएएफ के अंतर्गत बकाया शेष (आरएनएलएएफ) के स्तर एवं अंतराल दोनों बदलावों के जरिए स्पष्ट किया गया है। जहां डब्ल्यूएसीआर पर आरआर का असर नीतिगत परिवर्तनों के घोषणा प्रभाव को दर्शाता है वहीं डब्ल्यूएसीआर पर आरएनएलएएफ का असर चलनिधि प्रभाव दर्शाता है (भट्टाचार्य और साहू, 2011)।

प्रयोगसिद्ध विश्लेषण 1 जनवरी 2014 से 31 दिसंबर 2018 के दौरान के दैनिक आंकड़ों पर आधारित है। यूनिट रूट टेस्ट बताते हैं कि डब्ल्यूएसीआर एवं आरआर के मामले में गैर-स्थिरता की शून्य परिकल्पना को खारिज नहीं किया जा सकता है। तथापि, आरएनएलएएफ के मामले में इसे खारिज किया गया है। बाउंड टेस्ट से पता चलता है कि ये तीनों वेरिअबल (डब्ल्यूएसीआर, आरआर एवं आरएनएलएएफ) एक-दूसरे से जुड़े हुए हैं। इसलिए, ये उचित है कि आंकड़ों को अलग करने एवं बहुमूल्य सिलेसिलेवार सूचना/आंकड़े के गुणों को खोने के बजाय आटोरिग्रेसिव डिस्ट्रीब्यूटेड लैंग (एआरडीएल) दृष्टिकोण को अपनाएं और वह भी तब जब उनके एकीकरण का प्रकार भिन्न-भिन्न हों। अल्पकालिक गतिशीलता दर्शाने के लिए आधार रेखा के विशेष लक्षण यहां प्रस्तुत हैं:

$$\Delta (WACR)_t = a * (WACR - b * RR - c * RNLF)_{t-1} + \sum d_i * \Delta (WACR_{t-i}) + \sum e_i * \Delta (RR_{t-i}) + \sum f_i * \Delta (RNLF_{t-i}) + \varepsilon_t \dots \dots \dots (Eq. 1)$$

अगले कदम में, हम बाज़ार के संबंध में विशेष प्रकृति के कारकों को दर्शाने के लिए डमी के सहारे समीकरण 1 को आगे रखते हैं। यह देखा गया है कि जब बैंक अपनी पूंजी पर्याप्तता संबंधी आवश्यकताओं की पूर्ति के लिए संपार्श्विक रहित खंड में उधार देने को लेकर उच्चतर जोखिम भार से बचने के उद्देश्य से मांग मुद्रा बाज़ार में सामान्य रूप से उधार देना कम कर देते हैं तब मांग मुद्रा दरें तिमाही के अंत में बढ़ने लगती हैं। इस घटना को तिमाही के अंत में डमी के जरिए दर्शाया गया है (डी_ तिमाही)। इतना ही नहीं, रिज़र्व आवश्यकताओं को बनाए रखना दिन की समाप्ति पर दैनिक न्यूनतम एवं पाक्षिक औसत का विषय है – अर्थात्, बैंक पाक्षिक रिज़र्व बनाए रखने की अवधि के प्रथम सप्ताह में अत्यधिक रिज़र्व धारण करता है जबकि दूसरे सप्ताह में आहरण के कारण धारिता घट जाती है। चलनिधि की कमी वाले बैंकों के पास पात्र संपार्श्विक की कमी होने की वजह से उन्हें रिज़र्व बनाए रखने की अवधि के कुछ-कुछ दिनों में आरबीआई की स्थायी सुविधाओं का लाभ उठाने में कठिनाइयों का सामना करना पड़ता है, परिणामस्वरूप दैनिक मांग दरों में उतार-चढ़ाव भी आ सकता है। तदनुसार, यह माना गया है कि इन प्रभावों को आधार रेखा के विशेष लक्षण में दैनिक डमी (डी_दैनिक – जिसे डी2 से डी10 डमी के जरिए दर्शाया गया है)⁶ के जरिए दर्शाया जा सकता है। अतः, विशेष लक्षण में इस प्रकार विस्तार किया गया है:

$$\Delta(WACR)_t = a * (WACR - b * RR - c * RNLF - \sum d * D_quarter - \sum e_j * D_daily)_{t-1} + \sum f_i * \Delta (WACR_{t-i}) + \sum g_i * \Delta (RR_{t-i}) + \sum h_i * \Delta (RNLF_{t-i}) + \sum j_i * \Delta (D_quarter_{t-i}) + \sum j_i * \Delta (Dum_daily_{t-i}) + \varepsilon_t \dots \dots \dots (Eq. 2)$$

आधार रेखा के आकलनों एवं वर्धित मॉडल को अनुबंध सारणी 2 में दर्शाया गया है। नतीजे गुणात्मक रूप से समान होने के कारण, हम इसका वर्णन करने के लिए वर्धित विशेष लक्षण (मॉडल 3) पर ध्यान केंद्रित करते हैं। नीतिगत रिपो दर का दीर्घकालिक गुणांक एकता का विषय है जो एक मजबूत घोषणा प्रभाव की ओर संकेत करता है, अर्थात्, औसतन, मांग दर चलनिधि नियंत्रण संबंधी परिचालनों से पहले करीब-करीब

⁶ डमी डी1, डी2, डी3, डी4 एवं डी5, 14-दिवसीय रिज़र्व बनाए रखने की अवधि के प्रथम सप्ताह के सोमवार, मंगलवार, बुधवार, गुरुवार एवं शुक्रवार को दर्शाता है, जबकि डी6, डी7, डी8, डी9 एवं डी10 रिज़र्व बनाए रखने की अवधि के दूसरे सप्ताह के सोमवार, मंगलवार, बुधवार, गुरुवार एवं शुक्रवार को दर्शाता है। मल्टीकोलीनिएरिटी से बचने के लिए, हम प्रथम सप्ताह के सोमवार के लिए अनुमानित समीकरण में डमी (डी1) को शामिल नहीं करते।

नीतिगत दर के समान हो जाती है। साथ ही चलनिधि प्रभाव विशेष करके कम हो जाता है (आरएनएलएफ में 100बीपीएस के बदलाव से डब्ल्यूएसीआर में विपरीत दिशा में 7बीपीएस का बदलाव आता है), अर्थात्, प्रणाली में चलनिधि अधिशेष (घाटा) से डब्ल्यूएसीआर में घाटा (वृद्धि) होता है। इतना ही नहीं, डी_तिमाही में उच्च गुणांक मूल्य (धनात्मक एवं सांख्यिकीय तौर पर महत्वपूर्ण) के अनुसार डब्ल्यूएसीआर पर प्रत्येक तिमाही के अंत में पर्याप्त दबाव पड़ता है। फिर भी, डी_दैनिक का गुणांक रिपोर्टिंग पखवाड़े के लिए सीमांत रूप से धनात्मक (साप्ताहिक रूप से पर्याप्त) निकला। अंततः, एरेर करेक्शन टर्म द्वारा प्रस्तुत अल्पकालिक गतिशीलता संकेत देती है कि किसी आघात के अनुरूप ढलने की गति पर्याप्त है – अर्थात्, लगभग 37 प्रतिशत विचलन का समायोजन अगले ट्रेडिंग दिन में हो जाता है।

चालू वर्ष के दौरान आए बदलावों के साथ दीर्घावधि सैम्पल (5 वर्ष) के लिए लगाए गए अनुमान के नतीजे भिन्न-भिन्न हैं। चलनिधि प्रभाव के लिहाज से, अनुमान के मुताबिक चलनिधि की स्थितियों और डब्ल्यूएसीआर के बीच ऋणात्मक संबंध है अर्थात्, चलनिधि में तंगी (उदारता) के परिणामस्वरूप डब्ल्यूएसीआर रिपो दर से अधिक (हास) होनी चाहिए। इसके ठीक विपरीत, चालू वर्ष के दौरान आए बदलाव दर्शाते हैं कि जब प्रणालीगत चलनिधि घाटे में था तब डब्ल्यूएसीआर रिपो दर से कम था। इससे बाज़ार की वर्तमान सूक्ष्म संरचना – पूरे क्षेत्रों में बाज़ार बंद होने के समय में असमानता; शुरू के घंटों में अधिकाधिक ट्रेडिंग करने एवं बाज़ार और निपटान दोनों के समय में असमानता - को लेकर हमने जिन मुद्दों की परिकल्पना की थी उसकी पुष्टि होती है। ट्रान्समिशन को बेहतर करने के लिए चल रहे प्रयासों में ये कारक अधिक ध्यान आकर्षित करते हैं।⁷

5. निष्कर्ष

2018-19 में जब वातावरण वैश्विक स्पिलओवर, पुनर्मुद्रीकरण में तीव्रता और बजट व्यय में अत्यधिक वृद्धि के कारण असामंजस्य से ग्रस्त था तब चलनिधि प्रबंधन को संघर्ष के दौर से गुजरना पड़ा था। इसके परिणामस्वरूप, प्रणाली में

⁷ 01 अगस्त 2018 को जारी तृतीय द्विमासिक मौद्रिक नीति वक्तव्य के विकासात्मक एवं विनियामकीय नीति संबंधी वक्तव्य में विभिन्न बाजारों के समय को लेकर व्यापक रूप से समीक्षा करने के लिए एक आंतरिक दल गठित करने एवं बाजार के समय में संस्तुत संशोधनों का समर्थन करने के लिए आवश्यक भुगतान इन्फ्रास्ट्रक्चर की घोषणा की गई है।

चलनिधि को अत्यंत संघर्ष करना पड़ा जिससे उसके हाल के स्वरूप को हानि पहुंची और आरबीआई के लिए आवश्यक हो गया कि वह मिश्रित लिखत चुनने एवं उसे प्रयोग में लाने के समय के लिहाज से असामान्य कदम उठाए – पहली बार, पूर्व-घोषित ओएमओ अधिसूचित राशियों ने आरबीआई के चलनिधि प्रबंधन लिखतों के संसाधनों में स्थान पाया। 2018-19 से प्राप्त अनुभव की एक और निर्धारक विशेषता है कि अल्प-कालिक (4-7 दिन) रिवर्स रिपो के जरिए चलनिधि अवशोषण किया गया जबकि चलनिधि अंतर्वेशन मुख्य रूप से दीर्घ-कालिक (28-56 दिन) रिपो के माध्यम से किया गया था, जो दर्शाता है कि प्रणाली में अधिशेष चलनिधि की घटनाएं अस्थायी हैं। इस हालत में, एक-पक्षीय ओएमओ (क्रय) एवं दीर्घ-कालिक रिपो ने संयुक्त रूप से डब्ल्यूएसीआर में गिरावट लाई जो साल भर नीतिगत दर से कम ही रही, इसलिए निशानेबाजी उद्देश्य, जिसे एलएएफ कॉरिडार को उत्तरोत्तर रूप से कम करने के लक्ष्य से अपनाया गया है, के लिहाज से फ्रेमवर्क के प्रदर्शन की सावधानीपूर्वक समीक्षा करना अनिवार्य बन जाता है।

प्रयोगसिद्ध नतीजे बताते हैं कि घोषणा प्रभाव चलनिधि प्रभावों पर भारी पड़ता है ताकि नीतिगत पहल के प्रति बाज़ार की प्रतिक्रियाएं नीतिगत परिवर्तनों से उत्पन्न प्रणालीगत चलनिधि में बदलावों के प्रति निधि की वास्तविक लागत की प्रतिक्रिया की अपेक्षा दृढ़ एवं तेज हों। परिणाम बाज़ार की सूक्ष्म संरचना में सुधार को प्राथमिकता देने की जरूरत पर भी बल देता है, यदि निशानेबाजी एवं ट्रान्समिशन की प्रभावशीलता के लिहाज से चलनिधि प्रबंधन रूपरेखा के कायापलट के पूरे प्रभाव का लाभ उठाया जाना हो। तथापि, डब्ल्यूएसीआर में उतार-चढ़ाव पर्याप्त रूप से घटा जिससे बाज़ार की प्रत्याशाओं में स्थिरता आई।

चलनिधि फ्रेमवर्क के उद्भव को लेकर एक कार्य अधूरा रह गया है। 14-दिवसीय रिपो, जिसके जरिए रिज़र्व की मांग को पूरी तरह से तृप्त करने के लिए प्राथमिक चलनिधि थोक में उपलब्ध कराई जाती है, एकमात्र नीतिगत दर के रूप में स्थायी दर एकदिवसीय रिपो का स्थान लेना चाहता है। बाज़ार-आधारित फ्रेमवर्क में दुतरफा ओएमओ की जरूरत है ताकि मात्रात्मक परिवर्तन घोषणा प्रभावों पर निर्भर होने के बजाय निर्बाध रूप से हो सके। 2018-19 के अनुभव यह भी बताते हैं कि परिचालनों को दुरुस्त करने का कार्य अल्प-कालिक और आसानी से रद्द करने योग्य होना चाहिए, न कि स्थायी चलनिधि परिचालनों को अत्यधिक तीव्र

बनाने वाला। चलनिधि जरूरतों का अधिक सटीक आकलन महत्वपूर्ण है, जिसके लिए टॉप-डाउन कार्यप्रणाली एवं बॉटम-अप दृष्टिकोण का संयुक्त रूप से प्रयोग किया जाना है। चलनिधि प्रबंधन में सुधार करने के लिए विस्तृत योजना निर्धारित की गई है (आरबीआई, 2014) एवं यह उचित है कि इसके कार्यान्वयन को आगे बढ़ाएं। चलनिधि प्रबंधन की सफलता उसके उद्देश्यों के संदर्भ में प्रयोजन, विषय-वस्तु, समय-सीमा तथा लक्ष्य(यों) के स्पष्ट एवं पारदर्शी संप्रेषण पर निर्भर करती है।

संदर्भ

- Bindseil, U. (2004), "The Operational Target of Monetary Policy and the Rise and Fall of Reserve Position Doctrine", *Working Paper No. 372, European Central Bank*.
- Bhattacharyya, I. and Sahoo, S. (2011) "Comparative Statics of Central Bank Liquidity Management: Some Insights," *Economics Research International*, vol. 2011, Article ID 930672, available at <https://doi.org/10.1155/2011/930672>.
- Mitra, A.K., and Abhilasha, (2012), "Determinants of Liquidity and the Relationship between Liquidity and Money: A Primer", *RBI Working Paper, WPS (DEPR):14/2012*.
- Mohan, R. (2006), "Coping with Liquidity Management in India: A Practitioner's View", *Reserve Bank of India Bulletin*, April.
- Patra, M. D., and Kapur, M. (2012), "A Monetary Policy Model for India", *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 5(1), 16–39.
- Patra M.D., Kapur M., Kavediya R., and Lokare S.M. (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.
- Patra M.D. (2017), "One Year in the Life of India's Monetary Policy Committee", *Reserve Bank of India Bulletin*, December.
- Pesaran, M., Shin, Y., & Smith, R. (2001), "Bounds testing approaches to the analysis of level Relationships", *Journal of Applied Econometrics*, 16, 289–326.
- Reserve Bank of India, (2011), "Report of the Working Group on Operating Procedure of Monetary Policy" (Chairman: Deepak Mohanty).
- Reserve Bank of India, (2014), "Expert Committee to Revise and Strengthen the Monetary Policy Framework" (Chairman: Dr. Urjit R Patel).
- Reserve Bank of India, (2016), "First Bi-monthly Monetary Policy Statement 2015-16", April 5.
- Reserve Bank of India, (2018), "Annual Report 2017-18", August.

अनुबंध
सारणी 1: प्रमुख चालकों में गतिविधियां और प्रणालीगत चलनिधि पर उसका प्रभाव

परिचालन / लिखत / चर	(1) में परिवर्तन	बैंकिंग प्रणाली की चलनिधि पर प्रभाव
(1)	(2)	(3)
स्वायत्त कारक		
संचलन में मुद्रा	बढ़ घट	↓ ↑
भारत सरकार के पास नकदी शेष	बढ़ाना घटाना	↓ ↑
भारिबैंक द्वारा विदेशी मुद्रा में हस्तक्षेप	क्रय विक्रय	↑ ↓
बैंकों द्वारा भारिबैंक के पास रखी अतिरिक्त आरक्षित निधि	बढ़ाना घटाना	↓ ↑
नीति चालित (विवेकाधीन) कारक		
भारिबैंक द्वारा खुला बाजार परिचालन	क्रय विक्रय	↑ ↓
नकदी आरक्षित निधि आवश्यकताएँ (सीआरआर)	बढ़ाना घटाना	↓ ↑
निवल एलएएफ स्थिति	अंतर्वेशन* अवशोषण#	↑ ↓

*: (रिपो + एमएसएफ – रिजर्व रिपो) > 0; #: (रिपो + एमएसएफ – रिजर्व रिपो) < 0; वृद्धि (↑); घट (↓)

स्रोत : मित्रा और अभिलाषा से लेखक का अनुरूपण, 2014.

सारणी 2: नीति दर, चलनिधि और डब्ल्यूएसीआर – वैकल्पिक विनिर्देश

चर	बेस लाइन - मॉडल 1	संवर्धित – मॉडल 2 (तिमाही डमी के साथ)	संवर्धित – मॉडल 3 (तिमाही और दैनिक दोनों डमी के साथ)
चुनिंदा मॉडल ^a	एआरडीएल(5, 1, 1)	एआरडीएल(5, 1, 1)	एआरडीएल(5, 1, 1)
<i>दीर्घकालिक समीकरण : निर्भर चर: डब्ल्यूएसीआर</i>			
आरआर	1.05 (0.00)	1.06 (0.00)	1.06 (0.00)
आरएनएलएएफ	-0.08 (0.00)	-0.07 (0.00)	-0.07 (0.00)
डी_तिमाही	-	1.33 (0.00)	1.32 (0.00)
डी_दैनिक10	-	-	0.03 (0.08)
त्रुटि संशोधन (-1)	-0.34 (0.00)	-0.37 (0.00)	-0.37 (0.00)
समायोजित आर ^b	0.94	0.95	0.95
एफ-सांख्यिकी	37.75	50.51	50.81
निम्नतर और उच्चतर बाउंड क्रिटिकल मूल्य	1% [4.13, 5.00]	1% [4.13, 5.00]	1% [4.13, 5.00]
क्यू- सांख्यिकी	5.52 (0.85)	21.99 (0.15)	21.71 (0.17)

टिप्पणी : कोष्ठक के आंकड़े पी-मूल्य को दर्शाते हैं। एकाइक सूचना मानदंड (ए आई सी) का प्रयोग करते हुए लैंग लेख का चयन किया गया है।

स्रोत : लेखक का अनुमान।