

## संचरण में हानि? वित्तीय बाजार और मौद्रिक नीति\*

### माइकल देब्रत पात्र

इस संगोष्ठी में आपकी बहुमूल्य भागीदारी के लिए मैं आप सभी को धन्यवाद देता हूँ। यह संगोष्ठी, मई 2016 में शुरू हुई शृंखला का तीसरा भाग है। इस संदर्भ में, मैं वित्तीय बाजार विनियमन विभाग में हमारी टीम को धन्यवाद देना चाहता हूँ कि इस संगोष्ठी को लंबे अंतराल के बाद भौतिक रूप में आयोजित किया गया। वित्तीय बाजारों में मेरी स्थायी रुचि को देखते हुए, मैं यह सुनिश्चित करने के लिए हमारी टीम का विशेष रूप से आभारी हूँ कि मुझे, ट्रेजरी प्रमुखों और वित्तीय बाजार विशेषज्ञों के साथ बातचीत का अवसर प्राप्त हुआ। हालाँकि, रिजर्व बैंक में हमारे लिए आप सभी के साथ सामूहिक और व्यक्तिगत रूप से बातचीत करने के अन्य अवसर हैं पर यह मंच विशेष है। यह मंच, हमारे लिए एक आधुनिक अर्थव्यवस्था की जरूरतों को पूरा करने में हमारे बाजारों को अधिक लचीला और जीवंत बनाने से जुड़े समकालीन और प्रासंगिक के मुद्दों पर आपको सुनने का अनूठा अवसर प्रदान करता है।

हम खुद का मूल्यांकन कैसे करते हैं और हम अपने संबंध में दूसरों का मूल्यांकन कैसे करते हैं, की नैतिकता के बीच एक अंतर किया जाता है। अपनी बाकी बातों में, मैं दो स्तरों पर नैतिक रहूँगा - एक दूसरे के साथ आपकी बातचीत; और, आप हमें, आपके प्रशंसकों को कैसे दिखाई देते हैं। मैं आपके अनुग्रह का अनुरोध करता हूँ, केवल दोपहर के भोजन तक का समय निकालने के लिए।

जनता की कल्पना में, अनौपचारिक आधार पर भी यहां एक-दूसरे के साथ आपकी बातचीत को गेम थ्योरिटिक अनुक्रम का पालन करने के लिए शैलीबद्ध किया जा सकता है। आम आदमी

\* रिजर्व बैंक द्वारा 12 नवंबर, 2022 को लोनावाला में आयोजित ट्रेजरी प्रमुखों की संगोष्ठी में भारतीय रिजर्व बैंक के डिप्टी गवर्नर माइकल देब्रत पात्र द्वारा दिया गया भाषण। सितिकांत पट्टनायक, के एम कुशवाहा, डिंपल भांडिया, आशीष सौरभ से प्राप्त मूल्यवान टिप्पणियों और विनीत कुमार श्रीवास्तव और समीर रंजन बेहरा से प्राप्त संपादकीय सहायता के लिए आभार व्यक्त किया जाता है।

की फंतासी में - कल्पना करें कि दो व्यक्तियों को गिरफ्तार किया गया है: चलिए उन्हें ए और बी कहते हैं। प्रत्येक को एकान्त कारावास में दूसरे के साथ संवाद करने का कोई साधन नहीं है। अभियोजकों के पास इस जोड़ी को दोषी ठहराने के लिए सबूत नहीं हैं। इसलिए, वे उनमें से प्रत्येक को दूसरे को धोखा देने का मौका देते हैं कि दूसरे ने अपराध किया है या चुप रहकर सहयोग किया है।

सवाल यह है कि नतीजा क्या होगा? आपके पास चार विकल्प हैं:

विकल्प 1: ए और बी दोनों एक दूसरे को धोखा देते हैं, और अभियोजकों की दलील यह होगी कि प्रत्येक पांच साल की जेल की सजा काटेगा।

विकल्प 2: ए, बी को धोखा देता है लेकिन बी चुप रहता है; इसलिए कैदी ए को रिहा कर दिया जाता है और कैदी बी 10 साल जेल में काटता है।

विकल्प 3: बी, ए को धोखा देता है लेकिन ए चुप रहता है; इसलिए कैदी बी को रिहा कर दिया जाता है और कैदी ए 10 साल जेल में काटता है।

विकल्प 4: प्रत्येक चुप रहता है, और इसलिए अभियोजकों की दलील यह होगी कि प्रत्येक जेल में केवल एक वर्ष की सेवा करता है।

उत्तर देने की आवश्यकता नहीं है - यह एक कठिन कार्य है। मैंने अभी आपको जो बताया वह प्रसिद्ध कैदी की दुविधा है। इसमें वह शामिल है जिसे 'नैश' संतुलन कहा जाता है जिसका उपयोग अक्सर वित्तीय बाजार परिणामों के निरूपण के लिए किया जाता है। हालांकि विकल्प 4 आसान लगता है, नैश संतुलन का जवाब है कि दोनों कैदियों को एक दूसरे को धोखा देना चाहिए। इसके बारे में सोचिए।

<sup>1</sup> जॉन फ़ोर्ब्स नैश जूनियर (13 जून, 1928 – 23 मई, 2015) एक अमेरिकी गणितज्ञ थे, जिन्होंने गेम सिद्धांत, ज्यामिति और आंशिक अंतर समीकरणों में मौलिक योगदान दिया। उन्हें अर्थशास्त्र में 1994 के नोबेल पुरस्कार से सम्मानित किया गया था। 1959 में, नैश में मानसिक बीमारी के स्पष्ट लक्षण दिखना शुरू हुए, और सिजोफ्रेनिया के इलाज में कई साल लगे। अपनी बीमारी के साथ उनका संघर्ष 1998 में सिल्विया नासर की जीवनी पुस्तक ए ब्यूटीफुल माइंड का आधार बना, साथ ही रॉन हावर्ड द्वारा निर्देशित इसी नाम की एक फिल्म, जिसमें नैश को अभिनेता रसेल क्रो द्वारा चित्रित किया गया था।

अब तक, मैंने यह वर्णन करने का प्रयास किया है कि बाजार सहभागी एक-दूसरे के साथ कैसे बातचीत कर सकते हैं। अब मैं इस बात पर आता हूँ कि दूसरे आपको कैसे देखते हैं। आम बेफिक्र जनता आपको एक निश्चित आभा, एक निश्चित कोण से देखती है। अब हम अपने विषय पर आते हैं।

प्रत्येक आधुनिक अर्थव्यवस्था के कामकाज के लिए वित्तीय बाजार महत्वपूर्ण हैं। समष्टि आर्थिक नीति के दृष्टिकोण से, कई वित्तीय संपत्तियों के लिए मूल्य खोज की महत्वपूर्ण भूमिका के अलावा, वे जोखिम और परिपक्वता परिवर्तन को संभव बनाते हैं, संसाधनों के कुशल आबंटन को प्रोत्साहित करते हैं, पूंजी के लिए प्रतिफल उत्पन्न करते हैं और उधारकर्ताओं और उधारदाताओं, बचतकर्ताओं और निवेशकों को एक साथ लाते हैं। वे विभिन्न वित्तीय आस्तियों का सौदा करने वाले विभिन्न बाजार खंडों में एक अन्तर्ग्रथनी निरंतरता का पोषण भी करते हैं। व्यापक रूप से, वित्तीय बाजारों की सूचना सामग्री रिज़र्व बैंक जैसे विनियामकों के लिए अमूल्य है।

इन सभी और अन्य कारणों से, मौद्रिक नीति प्राधिकरण वित्तीय बाजारों को अत्यधिक महत्व देते हैं। वे अर्थव्यवस्था के भावी संकेत के लिए उनकी जांच करते हैं। वे अंदाज़ा लगाते हैं कि कैसे बाजार दूसरे उनके भविष्य के कार्यों और उसके निहितार्थों का अनुमान लगाते हैं। सबसे महत्वपूर्ण बात यह है कि वे वित्तीय बाजारों को, नीतिगत गति को बाकी अर्थव्यवस्था में संचारित करने के लिए नियोजित करते हैं।

वास्तव में, वित्तीय बाजार ऐसे परिणाम उत्पन्न करते हैं जो सार्वजनिक वस्तुओं के समान होते हैं - इसमें बाह्यताएं शामिल होती हैं कि वे बिना किसी लागत के सभी को लाभान्वित करते हैं; और वे अपने उपभोग में गैर-प्रतिस्पर्धी हैं - वे अपने लाभों से किसी को बाहर नहीं करते हैं। हालांकि, मैं किसी भी बाजार के परिणाम को सार्वजनिक भलाई के रूप में वर्गीकृत करने में संकोच करूंगा। आखिरकार, 43 ईसा पूर्व में मार्कस ट्यूलियस सिसेरो के समय से लेकर 1776 में एडम स्मिथ से लेकर 1963 में मिल्टन फ्रीडमैन तक, डार्विनियन सिद्धांतों के लिए योग्यतम की उत्तरजीविता के सिद्धांतों के लिए बाजारों को प्रतिस्पर्धी स्व-हित के लिए वातावरण के रूप में बरकरार रखा गया है। वास्तव में,

मिल्टन फ्रीडमैन ने बाजार को आर्थिक मामलों में किसी भी सरकारी गतिविधियों की अनुपस्थिति के रूप में या अधिक व्यापक रूप से “लोगों की खुशहाली” में हस्तक्षेप न करने वाले कानून की अनुपस्थिति के रूप में परिभाषित किया। फ्रीडमैन की दुनिया में, निजी मांग और आपूर्ति के जवाब में बाजार बिना किसी राज्य के हस्तक्षेप के चलता है, जो व्यक्तियों, कंपनियों और शेयरधारकों की इच्छाओं और विकल्पों से प्रेरित होता है। फ्रीडमैन के अनुसार, इस तरह से बाजार को मुक्त करना, माल के कुशल उत्पादन और संचलन, धन सृजन और नवाचार को सुनिश्चित करता है।<sup>2</sup>

फिर भी, कई दशकों का अनुभव यह रहा है कि बाजार स्वभावगत परिणामों, ओवरशूट्स और विफलताओं के प्रति संवेदनशील होते हैं। इन परिस्थितियों में, स्थिर कामकाज को बहाल करने और प्रतिस्पर्धी परिणामों के लिए उनमें हस्तक्षेप की आवश्यकता है। यह विशेषता नीतिगत परिवेश के बाजार सहभागियों के इंटरफेस को सक्रिय करती है। पहले बताए गए सभी कारणों से बाजारों के कुशल कामकाज में रिज़र्व बैंक की बड़ी हिस्सेदारी है। लेकिन सीमाएं कहां खींची जानी चाहिए? आखिरकार, बाजार भी भविष्य के मार्गदर्शन के लिए, तरलता सुविधाओं के लिए, ब्याज दरों और विनिमय दरों जैसे वित्तीय कीमतों के भविष्य के संकेतों के लिए केंद्रीय बैंकों की ओर देखते हैं।

केंद्रीय बैंकों और वित्तीय बाजारों के बीच विशेष संबंध इस तथ्य से भी उपजा है कि मौद्रिक नीति के परिचालन संचालन में वित्तीय बाजारों में परिसंपत्तियों की खरीद और बिक्री शामिल है, हालांकि यह बाजार सहभागी के रूप में लाभ से संकीर्ण रूप से प्रेरित नहीं है। बाजारों के दृष्टिकोण से, केंद्रीय बैंक एक विशेषज्ञ भागीदार है जिसका कार्य मुद्रा बाजार बनाना है। उधार देने और जमाराशि स्वीकार करने के लिए केंद्रीय बैंक की स्थायी सुविधाएं बोली और प्रस्ताव के अंतराल से ज्यादा कुछ नहीं हैं, जिस पर वह पैसे में सौदा करने को तैयार है। यह व्यापक अंतराल बाजार की सबसे बाहरी सीमा स्थापित करता है। खुले बाजार में अधिकांश व्यापार बहुत कम अंतराल पर होता है। अनुपस्थित हस्तक्षेप, हम

<sup>2</sup> मिल्टन फ्रीडमैन, कैपिटलिज्म एंड फ्रीडम, तीसरा संस्करण (शिकागो: यूनिवर्सिटी ऑफ शिकागो प्रेस, 2002), 15; मिल्टन फ्रीडमैन, फ्री टू चूज: ए पर्सनल स्टेटमेंट, तीसरा संस्करण (न्यूयॉर्क: हरकोर्ट, 1990), 20, 145।

स्थायी सुविधाओं द्वारा निर्धारित व्यापक सीमाओं के भीतर बाजार दर में उतार-चढ़ाव देखने की उम्मीद करेंगे। यह वास्तव में संभावित अस्थिरता है जो लाभ चाहने वाले बाजार सहभागियों को प्रोत्साहन प्रदान करती है, जो केंद्रीय बैंक के अंतराल के अंदर एक संकीर्ण बोली और प्रस्ताव अंतराल की पेशकश करते हैं। यह इन लाभ चाहने वाली संस्थाओं (मुख्य रूप से बैंकों) की बैलेंस शीट है, न कि स्वयं केंद्रीय बैंक की बैलेंस शीट, जो एक आधुनिक प्रणाली में बेरोमीटर प्रदान करती है। यदि केंद्रीय बैंक अपने ब्याज दर नियम की घोषणा करता है - या तो स्पष्ट रूप से या अपने कार्यों और रुख के माध्यम से - और व्यापारी उस नियम का पालन करने की अपनी प्रतिबद्धता के प्रति आश्वस्त हैं, तो स्थायी सुविधाएं विकल्प हैं जो अच्छे हैं न केवल अगले हस्तक्षेप या अगली बैठक तक मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) की, लेकिन उससे कहीं अधिक समय के लिए। सच है, समय के साथ सटीक स्ट्राइक मूल्य बदल जाएगा, लेकिन हम जानते हैं कि यह कैसे बदलेगा क्योंकि केंद्रीय बैंक ने हमें अपनी मौद्रिक नीति के रुख के माध्यम से बताया है।

इसलिए, वित्तीय बाजारों और मौद्रिक नीति का संचालन करने वाले केंद्रीय बैंक के बीच संबंधों को कैदी की दुविधा जैसे नैश संतुलन परिदृश्यों में समाहित नहीं किया जा सकता है। मैं सुझाव दूंगा कि रिश्ते एक निष्पक्ष दुनिया में भावनात्मक अंतरंगता में से एक हैं, अज्ञात, शांत और सार्थक रिश्ते में आपसी आराम की तलाश है। ये भावनाएं 2003 की फिल्म के लिए अकादमी की प्रशंसा व्यक्त करने के लिए उपयोग की जाती हैं, जिसने सर्वश्रेष्ठ पटकथा के लिए ऑस्कर जीता था। इसका शीर्षक लॉस्ट इन ट्रांसलेशन था, जिससे मुझे आज के अपने भाषण के विषय की प्रेरणा मिली।

मौद्रिक नीति के बारे में एक लोकप्रिय कहावत है कि यह लंबे और परिवर्तनशील अंतराल के साथ काम करती है। सामान्य समय में, संवृद्धि पर इसके चरम प्रभाव के लिए दर परिवर्तन में एक वर्ष तक का समय लगता है और मुद्रास्फीति पर इसके चरम प्रभाव के लिए दो वर्ष तक का समय लगता है। यह 2022 में अर्थशास्त्र के लिए नोबेल पुरस्कार विजेता बेन बर्नानके द्वारा और साथ ही मुद्रा और वित्त पर रिपोर्ट, 2021-22 में रिजर्व बैंक के अर्थशास्त्रियों

द्वारा मान्य एक अनुभवजन्य परिणाम है। संचरण में ये अंतराल केंद्रीय बैंक के लिए एक अस्तित्वगत दुविधा पैदा करते हैं। उदाहरण के लिए, अपने पूर्वानुमानों में भविष्य में बढ़ती मुद्रास्फीति को देखते हुए, यह ब्याज दरों में वृद्धि करता है। कुछ महीने बाद, अर्थव्यवस्था मंदी के दौर से गुजरती है। संवृद्धि में सहयोग के लिए केंद्रीय बैंक पर सामाजिक दबाव बनता है और यह मुद्रास्फीति नियंत्रण को छोड़ देता है। मूल्य दबाव बना रहता है, ऊंचा हो जाता है और नियंत्रण से बाहर हो जाता है, अंततः संवृद्धि को मार देता है। यह समय की असंगति की क्लासिक समस्या है जो सभी केंद्रीय बैंकों को हर समय परेशान करती है। दो अर्थशास्त्रियों - फेन किडलैंड और एडवर्ड प्रेस्कॉट - जिन्होंने 2004 में नोबेल पुरस्कार जीता था, का मौलिक योगदान - एक रूढ़िवादी केंद्रीय बैंक की स्थिति सरकार की तुलना में मुद्रास्फीति के प्रति अधिक प्रतिकूल है (1985 में केनेथ रोगॉफ में), केंद्रीय बैंक के प्रमुख के साथ एक राज्य-आकस्मिक वेतन अनुबंध, प्राप्त की जाने वाली मुद्रास्फीति दर को निर्दिष्ट करना (1995 में कार्ल वॉल्श); केंद्रीय बैंक की स्वतंत्रता; और 1990 के दशक की शुरुआत से, मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण - ने दुनिया भर में खोज को प्रेरित किया है। आप मौद्रिक नीति के संचालन में देरी होने पर में समय के अनुरूप होने के लिए हम समय का अंदाजा लगा सकते हैं।

इनमें से अधिकांश देरी वित्तीय बाजारों से उत्पन्न होते हैं, विशेष रूप से सिनैप्स पर। मैं उन बाजार खंडों पर ध्यान केंद्रित करूंगा जिन पर रिजर्व बैंक विनियामक अधिकार क्षेत्र का प्रयोग करता है, अर्थात् मुद्रा, सरकारी प्रतिभूतियां, विदेशी मुद्रा और डेरिवेटिव बाजार। इस फोकल लंबाई के भीतर, मेरी रुचि मौद्रिक नीति संचरण की बाधाओं तक ही सीमित है, जो कि बाजार सूक्ष्म संरचना के साथ-साथ प्रत्येक खंड को सातत्य में एकीकृत करने के तरीके के कारण सामने आती हैं। मेरा उद्देश्य केवल ट्रांसमिशन और डिस्ट्रीब्यूशन लॉस के कुछ उदाहरणों को उजागर करना है जो मेरे काम को एड्रेनालाईन-चालित और प्रेशर-कूक बनाता है, न कि किसी नीति एजेंडे का प्रमाणीकरण।

## मुद्रा बाजार

मैं मुद्रा बाजार से शुरू करता हूँ, जो दुनिया भर के केंद्रीय बैंकों का अरण्य स्थल है।

तकनीकी रूप से, जहां तक केंद्रीय बैंकों का संबंध है, संचरण की जिम्मेदारी यह सुनिश्चित करना है कि मौद्रिक नीति का आवेग पूरी तरह से और निर्बाध रूप से मुद्रा बाजार में परिलक्षित हो। इसलिए, मुद्रा बाजार दर, अधिमानतः असंपार्श्विक दर जो तरलता के लिए अंतः सीमांत मांग की भावना प्रदान करती है, को आमतौर पर मौद्रिक नीति के परिचालन लक्ष्य के रूप में चुना जाता है। आरक्षित निधि के अंतिम आपूर्तिकर्ता होने के कारण, केंद्रीय बैंकों का मुद्रा बाजार पर प्रभाव पड़ता है।

भारत में, अनुभव यह रहा है कि मौद्रिक नीति का संचरण रातोंरात मुद्रा बाजार दरों में तात्कालिक और पूर्ण है। संपार्श्विक बाजार थोड़ी अलग प्रतिक्रिया दे सकते हैं और गैर-संपार्श्विक खंडों की तुलना में अधिक वॉल्यूम खींच सकते हैं, लेकिन साथ में वे पूरी तरह से नीतिगत रुख के अनुरूप हैं। निस्संदेह, गैर-संपार्श्विक मात्रा के कम होने से उत्पन्न एक मुद्रा ओवरनाइट मुंबई इंटर बैंक ऑफर रेट (माइबोर) की अखंडता, स्थिरता और संकेत प्रकार्य से संबंधित है, जो भारत में सबसे बड़े और सबसे अधिक तरल ब्याज डेरिवेटिव बाजार में बेंचमार्क है और महत्वपूर्ण रूप से, लेनदेन आधारित दर है।

मुद्रा बाजार गतिविधि का बड़ा हिस्सा ओवरनाइट सेगमेंट में केंद्रित है, जो मुद्रा केंद्रित बन गया है। नतीजतन, जैसे-जैसे हम सावधिक वक्र पर बाहर की ओर बढ़ते हैं, हम भारत के लुप्त बाजारों का सामना करते हैं - 3 दिन और तीन महीने के बीच का खंड। रिजर्व बैंक ने अंतर-बैंक देनदारियों पर वैधानिक पूर्व-क्रय को हटाकर और अलग-अलग परिपक्वताओं के मीयादी रेपो/रिवर्स रेपो आयोजित करके हस्तक्षेप किया, लेकिन कोई फायदा नहीं हुआ। नकद ऋण प्रणाली के अवशेषों और जमाराशियों की अघोषित समयपूर्व निकासी इन बाधाओं को बढ़ाते हैं। निस्संदेह, विकल्प रातोंरात अनुक्रमित स्वैप दरों के रूप में मौजूद हैं, अवशिष्ट परिपक्वता के ट्रेजरी बिलों पर उपज और मतदान अवधि माइबोर, लेकिन वास्तविक लेनदेन से उत्पन्न सावधिक वक्र के लिए कुछ भी विकल्प नहीं हो सकता है।

एक दिवसीय खंड में एक और मुद्रा व्यापार सौदों और रिपोर्ट किए गए सौदों का है, बाद में सहकारी बैंकों को दिन के उत्तरार्ध में अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों को व्यापारिक दरों से कम दरों पर उधार देना और एकत्रीकरण को कृत्रिम रूप से खींचना शामिल है। यह नीतिगत दर और भारित औसत कॉल मनी दर के बीच विभाजन पैदा करता है, जो परिचालन लक्ष्य है।

इस प्रकार, इससे पहले कि मौद्रिक नीति संकेत मुद्रा बाजार के रातोंरात और सावधि खंडों के माध्यम से प्रतिफल वक्र पर अगले संदर्भ बिंदु - 91-दिवसीय ट्रेजरी बिल (टी बिल) दर पर यात्रा करता है - कुछ हिस्सा पहले ही संचरण में लुप्त गया है।

91-दिवसीय टी बिलों पर प्राथमिक प्रतिफल काफी हद तक कट-ऑफ से प्रभावित होते हैं, जो मौद्रिक नीति के रुख में निहित नीतिगत दर के साथ-साथ इसके भविष्य के पाठ्यक्रम पर अपेक्षाओं को प्रभावित करता है। द्वितीयक बाजार में, व्यापार 91-दिवसीय टी बिलों में केंद्रित है, जिसमें 182-दिवसीय और 364-दिवसीय टी बिल अत्यधिक अतरल हैं। इस निरंतरता को देखते हुए, भारत में स्थिति उनमें से प्रत्येक में सक्रिय बाजार निर्माण की मांग करती है और शायद अन्य परिपक्वता के टी बिल भी जारी करती है ताकि एक निरंतर जोखिम मुक्त ग्राफ उभर सके।

वाणिज्यिक पत्र (सीपी) खंड में, जो आम तौर पर जोखिम-मुक्त दर प्राइस ऑफ करता है, निर्गमन तीन महीने तक की परिपक्वता अवधि में केंद्रित होते हैं, उच्चतम रेटिंग श्रेणी में सभी निर्गमन का 95 प्रतिशत। तीन महीने से अधिक की परिपक्वता वाले लिखतों पर सीपी दरें अत्यधिक अस्थिर हैं और अनुचित रूप से ऐसे विशेष कारकों से प्रभावित हैं जो प्रचलित मौद्रिक नीति के रुख के अनुरूप नहीं हो सकते हैं। इसके अलावा, सीपी के माध्यम से जुटाए गए संसाधनों का लगभग 40 प्रतिशत गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों या एनबीएफसी (हाउसिंग फाइनेंस कंपनियों या एचएफसी सहित) द्वारा होता है, जो मार्जिन और प्रीमियम जोड़कर धन उधार देते हैं, जिससे मौद्रिक नीति संचरण में बाधा आती है। सर्टिफिकेट ऑफ डिपॉजिट (सीडी) बाजार की अपनी विकृतियां हैं, जिन्हें मैं समय के हित में छोड़ दूंगा।

इस प्रकार, मौद्रिक नीति कार्रवाई और रुख के रातोंरात बाजार में निर्बाध रूप से संप्रेषित होने के बाद, संचरण धीरे-धीरे शक्ति और कभी-कभी दिशा खो देता है क्योंकि यह मुद्रा बाजार स्पेक्ट्रम के माध्यम से घूमता है। इन बाधाओं की पहचान में, केंद्रीय बैंकों को अक्सर पर्याप्त मात्रा में संचरण सुनिश्चित करने के लिए वांछित उद्देश्य के संबंध में अपने दर परिवर्तनों के आकार को असमान रूप से बढ़ाने के लिए राजी किया जाता है, लेकिन इससे उधार लेने की लागत में अत्यधिक वृद्धि हो सकती है और इसके परिणामस्वरूप आर्थिक गतिविधि की अधिकता हो सकती है।

### सरकारी प्रतिभूति बाजार

सरकारी प्रतिभूति (जी-सेक) बाजार सरकार के विभिन्न स्तरों की बजटीय वित्तपोषण आवश्यकताओं को बढ़ाने का अवसर है। एक मौद्रिक संचरण परिप्रेक्ष्य से, हालांकि, इसका महत्व अर्थव्यवस्था के अन्य सभी क्षेत्रों द्वारा जारी किए गए मूल्य निर्धारण उपकरणों के लिए जोखिम मुक्त अवधि संरचना प्रदान करने में निहित है - इसे सार्वजनिक वस्तु<sup>3</sup> के रूप में संदर्भित किया गया है। जिस हद तक प्रतिभागी नीतिगत कार्रवाइयों का अनुमान लगाते हैं, प्रतिफल वक्र दूरदेशी तरीके से विकसित होता है और यह मौद्रिक नीति संचरण के लिए अनुकूल है। भारतीय संदर्भ में रिजर्व बैंक में शोध से पता चलता है कि प्रतिफल वक्र के आकार को निर्धारित करने में समष्टि आर्थिक विकास की महत्वपूर्ण भूमिका होती है। उदाहरण के लिए, नीतिगत दर में वृद्धि का प्रतिफल वक्र के ढलान पर तत्काल नकारात्मक प्रभाव पड़ता है क्योंकि नीतिगत दर में परिवर्तन का प्रभाव तेजी से और पूरी तरह से अल्पकालिक परिपक्वताओं तक फैलता है, जिससे उपज वक्र सपाट हो जाता है। हालांकि, हमारे शोध में पाया गया कि उपज वक्र के स्तर और वक्रता को मौद्रिक नीति निर्माताओं द्वारा अधिक बारीकी से देखने की जरूरत है क्योंकि उनके पास ढलान की तुलना में भविष्य के मैक्रोइकॉनॉमिक परिणामों पर अधिक जानकारी सामग्री है।<sup>4</sup>

<sup>3</sup> "गवर्नर का वक्तव्य", 9 अक्टूबर 2020

<sup>4</sup> "प्रतिफल वक्र हमें अर्थव्यवस्था के बारे में क्या बता रहा है" (पात्रा, जॉन, कुशवाहा और भट्टाचार्य), आरबीआई बुलेटिन, जून 2022।

भारत में मौद्रिक नीति का शोक यह है कि जी-सेक बाजार में तरलता पूरे वक्र में एक समान नहीं है और केवल 5 वर्ष, 7 वर्ष, 10 वर्ष और 14 वर्ष की परिपक्वता वाली ऑन-द-रन प्रतिभूतियों में केंद्रित है। नतीजतन, मौद्रिक नीति संकेतों को अलग-अलग तरीके से वक्र में व्यक्त किया जाता है, जो समय-भिन्न चलनिधि प्रीमियम को दर्शाता है, और परिपक्वता बढ़ने के साथ घटती तीव्रता के साथ। जी-सेक बाजार भी वैश्विक और घरेलू संवृद्धि दोनों से स्पिलओवर के प्रति संवेदनशील है। यह कभी-कभी विशिष्ट परिणाम उत्पन्न कर सकता है, उदाहरण के लिए, सरकार के उधार कार्यक्रम की घोषणा की प्रतिक्रिया में या व्यवस्थित रूप से महत्वपूर्ण केंद्रीय बैंकों द्वारा ब्याज दर में परिवर्तन भी। यहां तक कि अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों में बदलाव भी उन्हें एक उन्माद में भेज देता है और इसके परिणामस्वरूप, घरेलू मौद्रिक नीति के लिए संचरण हानियों का जोखिम बढ़ जाता है। कॉर्पोरेट बॉन्ड बाजार में जो बेंचमार्क के रूप में जी-सेक प्रतिफल का उपयोग करता है, केवल उच्चतम गुणवत्ता वाले जारीकर्ता ही पक्ष लेते हैं और परिणामस्वरूप, कम रेटिंग वाले जारीकर्ता बैंकों पर निर्भर होते हैं। रेटिंग के पूरे स्पेक्ट्रम में कॉर्पोरेट्स को प्रसारण, इसलिए अधूरा और / या विलंबित रहता है।

जी-सेक बाजार की सूक्ष्म संरचना भी संचरण को कम करती है। बड़े हेल्ड-टू-मैच्योरिटी पोर्टफोलियो वाले "लॉन्ग ओनली" निवेशकों के वर्चस्व वाले जी-सेक के होल्डिंग पैटर्न के साथ, एक दुष्प्रभाव यह है कि लिक्विडिटी कर्व के साथ कमजोर हो जाती है और शॉर्ट सेल्स के ऐसे उदाहरण हैं जो संकुचन में बदल सकते हैं जो मुद्रा बाजार दर पर प्रभाव डाल सकते हैं। बढ़ते ब्याज दर परिदृश्य के दौरान ऐसे मौके आए हैं जब 'विशेष' बाजार रेपो दरें शून्य के करीब गिर गई हैं, मौद्रिक नीति के रुख के साथ पूरी तरह से बाहर हो गई हैं और अस्थिरता पैदा कर रही हैं जो कुशल मूल्य खोज को अस्पष्ट करती हैं।

ओवरनाइट इंडेक्स स्वैप (ओआईएस) बाजार में विषम उम्मीदों का प्रभाव भी स्पष्ट है, जो मुद्रा और जी-सेक बाजारों के संगम पर स्थित है। हमारा अनुभव यह रहा है कि ओआईएस बाजार ओवरशूट हो जाता है। चूंकि ओआईएस वक्र भारत में ब्याज दर जोखिम को कम करने के लिए प्राथमिक साधन के रूप

में कार्य करता है, इस तरह के फ्रंट-रनिंग ट्रांसमिशन को विकृत कर सकते हैं और उम्मीदों को अस्थिर कर सकते हैं। इसके अलावा, ओआईएस बाजार केवल चुनिंदा अवधियों में ही तरल है और यह तरलता 5 वर्षों से अधिक समाप्त हो जाती है। नतीजतन, लंबी अवधि के ब्याज दर जोखिम की हेजिंग मुश्किल हो जाती है। यह एक महत्वपूर्ण कारण है कि कॉरपोरेट बॉन्ड बाजार मुख्य रूप से एक निश्चित दर वाला बाजार है जिसकी अवधि 5 साल तक सीमित है।

### ऋण बाजार

भारत में बैंक ऋण बाजार अर्थव्यवस्था के वाणिज्यिक क्षेत्र में संसाधनों के कुल प्रवाह का लगभग आधा हिस्सा है। उधार दरों में बदलाव से पहले जमा दरों में बदलाव की प्रथा और दीर्घानुवर्ती मार्जिन मौद्रिक नीति संचरण के लिए प्रमुख बाधाएं रही हैं। एक ओर, सावधि जमा आमतौर पर निश्चित दरों पर अनुबंधित होते हैं। जब नीतिगत दर में परिवर्तन होता है, तो सावधि जमाओं का पुनर्मूल्यांकन मार्जिन पर किया जाता है - यानी, केवल उन जमाधारियों के संबंध में जो परिपक्व होती हैं और जिनका नवीकरण किया जाता है। दूसरी तरफ, व्यक्तिगत ऋणों और सूक्ष्म, लघु और मध्यम उद्यमों (एमएसएमई) ऋणों के लिए उधार दरों को सीधे बाहरी बेंचमार्क से जोड़ना अनिवार्य है, जो रेपो दर के साथ तालमेल बिठाते हैं, संचरण प्रक्रिया में इन रुकावटों का जवाब है। इसके परिणामस्वरूप, बैंकों के बीच ऋणों के बाहरी बेंचमार्क-लिंक्ड मूल्य निर्धारण के लिए वरीयता बढ़ रही है। इसने संचरण को काफी तेज कर दिया है और इसे नए ऋणों की कई श्रेणियों में पूर्ण कर दिया है। हालांकि निधि आधारित उधार दरों (एमसीएलआर) की सीमांत लागत से जुड़े नए ऋणों की हिस्सेदारी घट रही है, बकाया बैंक ऋण का लगभग आधा मूल्य अभी भी एमसीएलआर से कम है, केवल वार्षिक रीसेट के माध्यम से संचरण में देरी हो रही है, और व्यापक रूप से भिन्न प्रसार के साथ। संपत्ति की गुणवत्ता, क्रेडिट पोर्टफोलियो में संभावित ऋण हानि और छोटी बचत ब्याज दरें स्प्रेड में परिवर्तनशीलता के अतिरिक्त स्रोत हैं, जो सुचारू संचरण के लिए वित्तीय प्रणाली की मजबूती के महत्व पर प्रकाश डालती हैं।

बैंकों के विपरीत, गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियां (एनबीएफसी), जिनके पास बकाया बैंक ऋण के लगभग पांचवें हिस्से के बराबर क्रेडिट पोर्टफोलियो है, अपने ऋणों के मूल्य निर्धारण के लिए किसी भी समान पद्धति का पालन नहीं करते हैं। जबकि कुछ एनबीएफसी ब्याज दर बेंचमार्क के रूप में अपनी प्रमुख उधार दरों का उपयोग करते हैं, अन्य आधार दर या बैंकों के एमसीएलआर को बाहरी बेंचमार्क के रूप में उपयोग करते हैं। कुछ किसी भी ब्याज दर बेंचमार्क से नहीं जाते हैं। स्प्रेड का यह विवेकाधीन मूल्य निर्धारण मौद्रिक नीति संचरण को कमजोर करता है।

### विदेशी मुद्रा बाजार

विनिमय दर मौद्रिक नीति संचरण का एक महत्वपूर्ण माध्यम है। विनिमय दर में उतार-चढ़ाव मुद्रास्फीति और विकास के दृष्टिकोण के साथ-साथ विदेशी मुद्रा जोखिम वाले कॉरपोरेट्स की वित्तीय स्थितियों को प्रभावित करते हैं। विनिमय दर पास थ्रू (ईआरपीटी) या विनिमय दर में एक इकाई परिवर्तन के कारण मुद्रास्फीति में परिवर्तन से पता चलता है कि समय-भिन्न सीमा प्रभाव हैं - विनिमय दर में एक बढ़ा और अप्रत्याशित परिवर्तन पास-थ्रू बनने का कारण बन सकता है। समष्टि आर्थिक परिणामों के साथ उच्च, क्योंकि सीपीआई के एक तिहाई में आयातित मुद्रास्फीति शामिल है। इसी तरह, 5 प्रतिशत की विनिमय दर मूल्यहास निर्यात को लाभ पहुंचा सकती है और आयात को कम कर सकती है, जिससे सकल घरेलू उत्पाद में 15 आधार अंकों की वृद्धि हो सकती है। वर्तमान में, इस बात के प्रमाण बढ़ रहे हैं कि विनिमय दर में उतार-चढ़ाव के कारण इनपुट लागत और ऋण चुकौती प्रभावित होने के कारण कॉरपोरेट्स लाभ मार्जिन पर दबाव महसूस कर रहे हैं। इससे वित्तीय स्थिरता प्रभावित होती है जिसके कारण विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप की आवश्यकता होती है ताकि बाजार को बड़े प्रसार-प्रभाव से बचाया जा सके जो भू-राजनीतिक शत्रुता बढ़ने पर या जब प्रणालीगत केंद्रीय बैंक द्वारा अपने दर 75 बेसिस प्वांट बढ़ाने पर होते हैं।

विदेशी मुद्रा बाजार के विकास कई अन्य तरीकों से ब्याज दर संचरण को प्रभावित कर सकते हैं। वायदा बाजार निर्यातकों, आयातकों, एफआईआई, कॉरपोरेट्स और बाहरी देनदारियों वाले बैंकों को अपने जोखिमों को कम करने का अवसर प्रदान करता है,

लेकिन अक्सर वायदा प्रीमियम ब्याज दर के अंतर के अनुरूप नहीं हो सकता है। अलग-अलग अवधियों में मांग आपूर्ति बेमेल, और विदेशी मुद्रा पदों को खुला रखने के लिए संबद्ध प्रोत्साहन/हतोत्साहन, संबंधित संस्थाओं के निर्णयों को प्रभावित कर सकते हैं। भारतीय रुपये (आईएनआर) में अपतटीय बाजार की गतिविधि भी घरेलू बाजार में आईएनआर की अस्थिरता को बढ़ा सकती है, और अलग-अलग ओआईएस बाजार की अपेक्षाओं के साथ, यह घरेलू मौद्रिक नीति के संचरण को विकृत कर सकती है।

### निष्कर्ष

मुझे एहसास है कि मैंने आपके धैर्य को काफी बढ़ा दिया है। केंद्रीय बैंकों की वाक्पटुता के लिए यह सबसे अच्छा समय नहीं है। महामारी के दौरान चमकते हुए कवच में शूरवीर होने से, वे बहुत बदनाम हो गए हैं और धूमिल वैश्विक संभावनाओं के लिए जिम्मेदार माने जाते हैं। कहानी एक आर्थिक रूप से प्रमुख देश की राजधानी में ट्रेफिक जाम में फंसे एक व्यक्ति की बताई जाती है। वह एक पुलिसकर्मी से पूछता है कि क्या हो रहा है, और उसे बताया जाता है कि देश के केंद्रीय बैंक के गवर्नर अर्थव्यवस्था के बारे में इतने उदास हैं कि वह गैसोलीन से भिगोकर खुद को आग लगाना चाहता है। लिहाजा, सहानुभूति में भीड़ ने उनके लिए कलेक्शन जुटाने का फैसला किया है। “कितना एकत्र किया गया है?” आदमी से पूछा। उत्तर: “40 गैलन”।

ऐसे समय में जब केंद्रीय बैंकर आसन्न मंदी और नौकरी के नुकसान के प्रति स्थितप्रज्ञ प्रतीत होते हैं, क्योंकि वे अपनी तर्कसंगत और ठंडे दिमाग के साथ बड़ी दर वृद्धि करते हैं, एक प्रसिद्ध केंद्रीय बैंकर का पसंदीदा मजाक दिमाग में आता है। एक आदमी को हृदय प्रत्यारोपण की जरूरत है। डॉक्टर ने पांच साल के बच्चे का दिल पेश किया। “बहुत छोटा!” आदमी कहता है। “40 साल के ट्रेजरी हेड के दिल के बारे में क्या?” “उसके पास दिल नहीं है”। फिर 75 वर्षीय केंद्रीय बैंकर के दिल का क्या होगा?” “ये मैं लूंगा!” “लेकिन क्यों?” “इसका कभी उपयोग नहीं किया गया!” फिर भी, शायद एकमात्र विषय जिसके बारे में केंद्रीय बैंकर भावुक हो जाते हैं और अपनी तर्कसंगतता को त्याग देते हैं, वह है वित्तीय बाजार, मौद्रिक नीति के परिचालन ढांचे की प्लंबिंग। यही कारण

है कि आरबीआई न केवल उनके विनियमन में, बल्कि उनके विकास में भी संलग्न है। दोनों गतिविधियां मौद्रिक नीति संचरण को बढ़ावा देने के उद्देश्य से की जाती हैं। खुले बाजार के संचालन, विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप और चलनिधि प्रावधान के माध्यम से, आरबीआई इस उद्देश्य के लिए एक बाजार सहभागी बन जाता है। इन स्थितियों में, कभी-कभी, आरबीआई का दृष्टिकोण अन्य प्रतिभागियों से भिन्न हो सकता है। जबकि बाजार सहभागियों का विशुद्ध रूप से आर्थिक उद्देश्य हो सकता है, आरबीआई समष्टि आर्थिक और वित्तीय स्थिरता को सुरक्षित रखने के लिए नीतिगत प्राथमिकताओं को बनाए रखता है।

इस संदर्भ में, चलनिधि पर गवर्नर के हाल के आश्वासन पर ध्यान देना सार्थक है: “रिज़र्व बैंक चुस्त और सतर्क रहता है, चलनिधि की स्थिति की लगातार निगरानी करता है और दोनों तरफ चलनिधि संचालन करने के लिए तैयार है ताकि अर्थव्यवस्था की उत्पादक क्षेत्रों की आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए समग्र चलनिधि पर्याप्त बनी रहे। इसके अलावा, विदेशी मुद्रा बाजार पर, गवर्नर ने भविष्यदर्शी मार्गदर्शन प्रदान किया: “यूएस फेड जिस टर्मिनल ब्याज दर को लक्षित कर रहा है, वह किसी का अनुमान है, लेकिन ऐसा नहीं हो सकता है कि यह मौद्रिक नीति को अंतहीन रूप से सख्त बना देगा। जब सख्ती खत्म हो जाएगी, ज्वार निश्चित रूप से बदल जाएगा। भारत में पूंजी प्रवाह फिर से शुरू हो जाएगा और बाहरी वित्तपोषण की स्थिति आसान हो जाएगी। इस जटिल दुनिया में जहां बल और खिंचाव दोनों कारक का काम कर रहे हैं, आईएनआर, जो बाजार-निर्धारित है, को अपना स्तर खोजने की अनुमति दी जानी चाहिए और यही हम सुनिश्चित करने का प्रयास कर रहे हैं।”

सामान्य समय में, वित्तीय बाजार और केंद्रीय बैंक प्रत्येक अपने स्वयं के जोखिम प्रबंधन और लक्ष्य अनुकूलन रणनीतियों का अनुसरण कर सकते हैं। इस असाधारण समय में, जब दुनिया में संकट आसन्न है और कोई भी देश प्रतिरक्षा से युक्त नहीं है, यह दोनों के लिए सामान्य उम्मीदों को साझा करता है। आखिरकार, समष्टि आर्थिक और वित्तीय स्थिरता में साझा लाभ और दोनों के लिए उच्च साझेदारी शामिल हैं।

धन्यवाद।