

भाग दो - भारतीय रिज़र्व बैंक के  
कार्य और परिचालन

III

मौद्रिक नीति परिचालन

मौद्रिक नीति का रुझान वर्ष 2013-14 के दौरान तीन अलग-अलग चरणों में काफी तेजी से परिवर्तित हुआ है। मौद्रिक सहजता का दौर 2012-13 से प्रारंभ हुआ था और जुलाई 2013 के मध्य तक चलता रहा, जो इस परिवर्तन का पहला चरण था। दूसरा चरण जुलाई के मध्य से सितंबर 2013 तक था जो एक ऐसा समय था जिसमें विदेशी मुद्रा बाजार के दबावों को कम करने के लिए असाधारण मौद्रिक उपाय किए गए थे। हालांकि, वह नवंबर 2013 के अंत तक तेजी से सामान्य हो गया था। स्थिति के सामान्य होने के साथ-साथ तीसरे चरण में, जो सितंबर 2013 में प्रारंभ हुआ था, मौद्रिक नीति काफी अपस्फीतिकारी हो गई थी, जिसमें सीपीआई मुद्रास्फीति और मुद्रास्फीति की प्रत्याशाएं लगातार ऊंचे स्तर पर बनी हुई थीं। वर्ष के दौरान मौद्रिक नीति ढांचे में महत्वपूर्ण परिवर्तन हुए हैं जिससे यह पता चलता है कि मौद्रिक नीति ढांचे को संशोधित करने तथा सुदृढ़ बनाने के लिए विशेषज्ञ समिति की कुछ सिफारिशों को लागू किया गया है, खासतौर से सीपीआई (संयुक्त) को मौद्रिक नीति के परिचालन के लिए मुद्रास्फीति के प्रमुख मेट्रिक के रूप में इस्तेमाल करना, अपस्फीति के मार्ग पर सहजता से आगे बढ़ने का स्पष्ट संदेश देना, 2014-15 से प्रारंभ होने वाले द्वि-मासिक मौद्रिक नीति चक्र का परिवर्तन, एलएएफ के अंतर्गत नियत रेपो दर पर ओवरनाइट चलनिधि सुविधा लेने में क्रमिक रूप से कमी तथा तदनु रूप मीयादी रेपो के माध्यम से चलनिधि प्राप्त करने में वृद्धि और दीर्घ अवधि के रेपो प्रारंभ किया जाना।

**मौद्रिक नीति परिचालन : संदर्भ और औचित्य**

III.1 वर्ष 2013-14 में, विकास की गति धीमी होने के प्रति चिंता से मौद्रिक नीति पर काफी भार पड़ गया। अमरीका द्वारा अपरंपरागत मौद्रिक नीति में टेपरिंग की घोषणा करना एक तरह से अप्रत्याशित बाहरी आघात था, जिसकी वजह से मध्य अवधि में ही नीति के रुझान को समायोजित करना पड़ा तथा बाजार की अस्थिरता को रोकने के लिए असाधारण उपाय करने पड़े। यहां तक कि जैसे ही बाहरी दबाव कम हुए तथा विदेशी मुद्रा बाजार में स्थिरता बहाल हुई, उसने किए गए उपायों को सामान्य स्थिति में ला दिया, लगातार खाद्यान्न संबंधी मुद्रास्फीति ने मुद्रास्फीति के दबावों को नरम नहीं पड़ने दिया जिसकी वजह से नीतिगत रुझान को कठोर बनाना पड़ा जिसमें दूसरे चक्र के प्रभावों को नियंत्रित करने और मुद्रास्फीति की प्रत्याशाओं को स्थिर बनाने पर फोकस किया गया था।

III.2 3 मई, 2013 के मौद्रिक नीति वक्तव्य में, रिज़र्व बैंक ने प्रमुख नीति दर को 25 आधार अंक (बीपीएस) घटाते हुए। 7.25 प्रतिशत कर दिया था, और जनवरी 2012 में नीतिगत सहजता की जो प्रक्रिया लागू कर दी गई थी, उसे आगे बढ़ाया गया। किंतु, यह

नोट किया गया कि अर्थव्यवस्था में आपूर्ति की अड़चनों को दूर किए बिना मौद्रिक सहजता स्वतः विकास की गति को बहाल करने के लिए पर्याप्त नहीं होगी। जहां यह महसूस किया गया कि 2013-14 के दौरान विकास की गति मंद रहेगी, वहीं अनेक मोर्चों से मुद्रास्फीति में वृद्धि का जोखिम बढ़ता जा रहा है जबकि आगे और अधिक मौद्रिक सहजता की गुंजाइश बहुत कम है।

III.3 17 जून, 2013 की मध्यावधि समीक्षा तक बाहरी असुरक्षा की स्थिति मौद्रिक नीति के रुझान को तय करने का प्रमुख चर बन गई। बाहरी मोर्चे पर बढ़ती अनिश्चिततों और मुद्रास्फीति के मार्ग में बढ़ते जोखिमों को देखते हुए, रिज़र्व बैंक ने जुलाई 2013 की पहली तिमाही समीक्षा में प्रमुख नीतिगत दर को अपरिवर्तित बनाए रखा, लेकिन विनिमय बाजार के दबावों को दूर करने के लिए कई असाधारण उपाय किए (बॉक्स III.1 देखें)।

III.4 20 सितंबर, 2013 की मध्य-तिमाही समीक्षा ने मौद्रिक नीति के रुझान को उलट दिया क्योंकि ईंधन के मूल्यों में हुई वृद्धि से पड़ने वाले प्रभाव से मुद्रास्फीति के मार्ग पर जोखिमों का बढ़ते जाना तय हो चुका था, जिसका कुल मिलाकर प्रभाव यह पड़ा कि

रुपये के मूल्य में तेजी से हास हुआ और साथ ही अंतरराष्ट्रीय स्तर पर वस्तुओं की बढ़ती कीमतों ने खाद्यान्न संबंधी मुद्रास्फीति को अत्यधिक ऊंचा कर दिया। मुद्रास्फीति के मार्ग से यह संकेत प्राप्त हुआ कि मुद्रास्फीति के बारे में जो अनुमान प्रारंभ में किया गया था, वह वर्ष की शेष अवधि में उससे भी ऊपर की ओर बढ़ रही थी, इसलिए प्रमुख नीतिगत रेपो दर की 25 आधार अंक बढ़ते हुए 7.25 प्रतिशत से 7.5 प्रतिशत कर दिया गया था।

**III.5** 29 अक्टूबर, 2013 की दूसरी तिमाही समीक्षा में इस बात के कड़े संकेत मिल रहे थे कि आगामी महीनों में उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति ऊंची बनी रहने की संभावना है और खाद्यान्न मुद्रास्फीति में मौसमी कमी आजाने की गणना करने पर भी वह 9 प्रतिशत से अधिक रहने की उम्मीद थी। ऐसी स्थिति में, मौद्रिक नीति संबंधी कार्रवाई आवश्यक थी ताकि बढ़ते हुए मूल्यों का जो चक्र बन गया है उसे तोड़ा जा सके, वित्तीय बचत के क्षरण को रोका जा सके और विकास की नींव को मजबूत बनाया जा सके। प्रमुख नीतिगत रेपो दर को 25 आधार अंक बढ़ाते हुए 7.5 प्रतिशत से 7.75 प्रतिशत कर दिया गया था। मौद्रिक नीति के इस प्रकार के रुझान से यह उम्मीद की जाती है कि वह समष्टि आर्थिक और वित्तीय स्थिरता लाते हुए विकास के लिए वातावरण को सुदृढ़ बनाएगी।

**III.6** 18 दिसंबर, 2013 को मध्य-तिमाही समीक्षा में रिजर्व बैंक ने प्रमुख नीति दर को अपरिवर्तित बनाए रखा। हालांकि मुद्रास्फीति की दर रिजर्व बैंक के सहजता-स्तर से ऊपर थी, लेकिन तब भी, यह विराम लेना इस चिंता की वजह से था कि अत्यधिक प्रतिक्रिया वाली नीतिगत कार्रवाई से परहेज किया जाए और अधिक से अधिक डाटा प्राप्त होने की प्रतीक्षा की जाए ताकि मुद्रास्फीति के मार्ग की दिशा मापी जा सके।

**III.7** मौद्रिक नीति ढांचे को संशोधित करने और सुदृढ़ बनाने से संबंधित विशेषज्ञ समिति ने अपनी रिपोर्ट 21 जनवरी, 2014 को प्रस्तुत कर दी थी, जिसमें अपस्फीति के लिए 'ग्लाइड पथ' की सिफारिश की गई थी और जनवरी 2015 तक 8 प्रतिशत से कम की सीपीआई मुद्रास्फीति तथा जनवरी 2016 तक 6 प्रतिशत से कम की सीपीआई का लक्ष्य निर्धारित किया है। रिजर्व बैंक की आधारलाइन का अनुमान था कि जनवरी 2015 तक सीपीआई मुद्रास्फीति में 8 प्रतिशत तक बढ़ने का जोखिम है, इसलिए 28 जनवरी 2014 को तीसरी तिमाही समीक्षा में नीति दर को 25 आधार अंक बढ़ाकर 8 प्रतिशत करना जरूरी हो गया था, ताकि अर्थव्यवस्था को संस्तुत अपस्फीतिकारी पथ पर सुरक्षित रखा जा सके। समिति की

सिफारिशों के अनुसरण में यह घोषणा की गई कि इसके बाद मौद्रिक नीति समीक्षा दो-दो महीने पर की जाएगी।

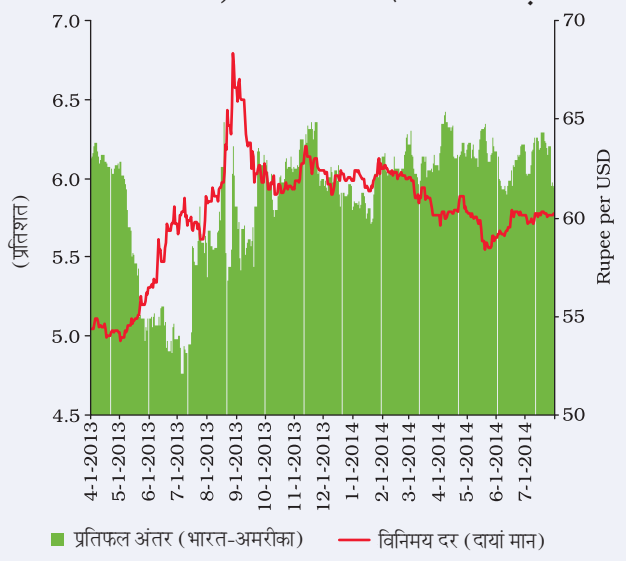
**III.8** प्रथम द्वि-मासिक मौद्रिक नीति वक्तव्य की घोषणा 1 अप्रैल, 2014 को की गई थी जिसमें इस बात की पुनः पुष्टि कर दी गई कि मौद्रिक नीति के रुझान का फोकस समिति द्वारा की गई सिफारिश के अनुसार अर्थव्यवस्था को अपस्फीतिकारी ग्लाइड-पथ पर रखना था। मुद्रास्फीति का पथ अभिप्रेत ग्लाइड-पथ के साथ चल रहा था इसलिए यह निर्णय लिया गया कि प्रमुख ब्याजदर को अपरिवर्तित रखा जाए, जबकि सितंबर 2013 के दौरान और जनवरी 2014 तक दर में वृद्धि की अनुमति इसलिए दी गई ताकि अर्थव्यवस्था में वह अपने हिसाब से कार्य कर सके। नीतिगत वक्तव्य में केंद्रीय पूर्वानुमान के प्रति कई जोखिमों को नोट किया गया है, जिसमें सबसे पहला जोखिम खाद्यान्न मुद्रास्फीति का है जो संभावित एल-नीनो प्रभावों के कारण सामान्य से कम मानसून के होने से होगी। नीतिगत वक्तव्य में यह भी आशा की गई है कि वर्ष 2014-15 में बेसलाइन वास्तविक जीडीपी वृद्धि 5 से 6 प्रतिशत रहने का अनुमान है जो 2013-14 के न्यून 5 प्रतिशत से थोड़ा अधिक है, जिसमें 5.5 प्रतिशत के केंद्रीय अनुमान में कमी आने का जोखिम कम है। 3 जून 2014 और 5 अगस्त, 2014 के द्वि-मासिक मौद्रिक नीति वक्तव्य में वही रुझान कायम रखा गया है। मध्यावधि राजकोषीय समेकन रोडमैप में सरकार की वित्तीय आवश्यकताओं को संतुलित करते हुए, बैंकों को गैर-सरकारी क्षेत्रों को ऋण अधिक देने की ज्यादा स्वतंत्रता देने के लिए 2014-15 की दूसरी और तीसरी द्वि-मासिक नीति समीक्षा में सांविधिक चलनिधि अनुपात को 50 आधार अंक कम कर दिया गया था।

### **फेडरल रिजर्व की टेपरिंग की चर्चा से फैलने वाले प्रभावों के प्रति मौद्रिक**

#### **नीति की प्रतिक्रिया**

**III.9** फेडरल रिजर्व द्वारा मई/जून 2013 में टेपरिंग की बात करने से विश्व की मौद्रिक और वित्तीय स्थितियों में ड्रामाई तबदीली आई है, जिससे फैलने वाले प्रभाव भारतीय बाजारों तक गए और भूमंडलीकृत विश्व में मौद्रिक नीति का संचालन एक बड़ी चुनौती बन गई। अप्रत्याशित रूप से अमरीका में दीर्घकालिक प्रतिफल काफी बढ़ जाने से प्रतिफल का अंतर (भारत और अमरीका में 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूति प्रतिफल के बीच) मई 2013 से पहले 6.2 प्रतिशत से भी अधिक नीचे चला गया और जून एवं जुलाई 2013 में 5 प्रतिशत से भी कम हो गया (चार्ट III.1)।

**चार्ट III.1 : प्रतिफल अंतर (10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूति : भारत - अमरीका) और विनिमय-दर में उतार-चढ़ाव**



III.10 भारत के बड़े चालू खाता घाटा (सीएडी को) देखते हुए तथा उम्मीद से पहले अमरीकी मौद्रिक नीति का सामान्य हो जाने की स्थिति में वित्तपोषण की भारत की चिंता, पूंजी-प्रवाहों का अचानक उलट जाना, जो ब्याज में अंतर के प्रति संवेदी ऋण प्रवाह के कारण था, से प्रत्याशा से एक ही दिशा में बढ़ती चली गई तथा विदेशी मुद्रा बाजार में भीड़ सी लग गई। बड़ी मात्रा में मूल्यहास से जोखिम बहुत बढ़ गया जिससे मूल्य और वित्तीय स्थिरता दोनों को खतरा पैदा हो गया। इसके प्रति नीतिगत प्रतिक्रिया बहुउद्देशीय थी: i) प्रशासनिक उपायों तथा मौद्रिक स्थिति को कठोर बनाते हुए विदेशी मुद्रा बाजार में सट्टा और अस्थिरता को रोकना ii) विदेशी मुद्रा भंडार के संचय को बढ़ाते हुए स्वतः ही बीमा की तरह सहारा देना और स्वैप लाइन उपलब्ध कराना ताकि प्रत्याशाओं का एक ही दिशा में जाना बदला जा सके और विश्वास पैदा किया जा सके। iii) चालू खाता घाटा को नियंत्रित रखना ताकि बाहरी वित्तपोषण को कम रखा जा सके। इस

### बॉक्स III.1

#### विदेशी मुद्रा बाजार के दबावों के प्रति मौद्रिक नीति की प्रतिक्रिया

विनिमय दर के प्रति मौद्रिक दृष्टिकोण, मुद्रा की भूमिका को विनिमय दर के प्रमुख निर्धारक के रूप में रेखांकित करता है। अर्थव्यवस्था में वहन योग्य गैर-स्फीतिकारी विकास के लिए जितनी मुद्रा की आपूर्ति आवश्यक है, उसकी तुलना में अधिक मुद्रा की आपूर्ति से या तो मुद्रास्फीति बढ़ जाती है (यदि मूल्य लचीले हैं) या ब्याज दर कम हो जाती है (यदि परिसंपत्ति बाजार लचीला है), फलस्वरूप ये दोनों स्थितियाँ विनिमय दर को कम करती हैं। अतः, विनिमय दर में हास, पूर्व में अपनाई गई सहज मौद्रिक नीति रुझान का परिणाम हो सकता है। तदनुसार, तीव्र विदेशी मुद्रा बाजार के दबावों को नियंत्रित करने के लिए कठोर मौद्रिक नीति की आवश्यकता होती है।

कवर न की गई ब्याज समतुल्यता (यूआइपी) की मान्यता है कि यदि किसी देश में ब्याज दर विश्व के अन्य देशों की तुलना में अधिक है, तो उस देश की विनिमय दर में हास होना अपेक्षित है। किंतु, व्यावहारिक रूप से, ऊंची ब्याज दर से करेंसी की मूल्यवृद्धि हो सकती है और इस प्रकार यूआइपी एक पहेली बन जाएगी। यूआइपी पहेली की अनेक व्याख्याएँ हैं, जैसे - अपूर्ण परिसंपत्ति प्रतिस्थापना, गैर-औचित्यपूर्ण अपेक्षाएँ, विभिन्न समय में जोखिम प्रीमियम और पेसो समस्या (अर्थात् जब बाजार मूल्यों से किसी बड़े परिवर्तन की संभावना कम हो)। इतना ही नहीं, यूआइपी में घरेलू और विदेशी बांड सही-सही स्थानापन्न होने के अलावा, पूंजी की पूर्ण गतिशीलता मानी गई है। फलस्वरूप, जोखिम प्रीमियम को भी शून्य माना गया है। किंतु, वास्तविकता में, जोखिम प्रीमियम गैर-शून्य और समय-समय पर भिन्न होता है, अर्थात् उभरते बाजार की अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) में विदेशी निवेशक जोखिम प्रीमियम की

उम्मीद करेगा, और उनके 'जोखिम होने - जोखिम न होने' के व्यवहार जोखिम प्रीमियम की अलग-अलग समय पर भिन्न बना सकते हैं, फलस्वरूप जिन्हें मौद्रिक नीति सेटिंग सहित घरेलू और बाहरी मैक्रो-वित्तीय घटनाओं दोनों से प्रभावित किया जा सकता है। फेडरल रिजर्व की मई 2013 में टेपरिंग की बातों ने उन्नत और उभरती अर्थव्यवस्थाओं दोनों में जोखिम प्रीमियम को बदल कर रख दिया है! फलस्वरूप, विनिमय-दर प्रत्याशाएँ और पूंजी के प्रवाह प्रभावित हुए हैं।

भारत में, विदेशी मुद्रा बाजार के दबावों के प्रति मौद्रिक नीति की प्रतिक्रिया यह दिखाई दी है कि केंद्रीय बैंक ने प्रभावी मुद्रा बाजार ब्याज दरों में 300 आधार अंक की वृद्धि की है और केंद्रीय बैंक से चलनिधि की उपलब्धता को कठोर बना दिया है। नीति को समर्थन प्रदान करने वाले जो अन्य उपाय किए गए उनमें शामिल हैं - विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप, विदेशी मुद्रा भंडार बढ़ाने के लिए दो स्वैप योजनाएँ, तेल का विपणन करने वाली कंपनियों के लिए विशेष स्वैप व्यवस्था और स्वर्ण के आयात के संबंध में संशोधित दिशा-निर्देशों ने मौद्रिक नीति के असाधारण उपायों को कारगर बनाने में मदद की है। 2013-14 में विदेशी मुद्रा बाजार के दबाव को नियंत्रित करने का अनुभव, विनिमय-दर को स्थिर करने के उपकरण के रूप में मौद्रिक नीति की प्रासंगिकता को रेखांकित करता है, हालांकि सामान्य समय में, मौद्रिक नीति किसी विनिमय दर का अनुवर्तन नहीं करती है और बाजार के आधार तत्व अर्थात् ब्याज दर विभेदकों तथा मुद्रास्फीति विभेदकों को विनिमय दर के पथ को अनुकूल बनाने की अनुमति देती है।

प्रकार की नपी-तुली नीतिगत प्रतिक्रिया मौद्रिक नीति के रुझान पर ही अवलंबित थी (बॉक्स III.1 और III.2)।

### विदेशी मुद्रा बाजार के दबावों को दूर करने के लिए भारतीय रिजर्व बैंक के असाधारण उपाय

III.11 22 मई 2013 को फेडरल सरकार की मात्रात्मक सहजता (क्यूई) को समाप्त करने की संभावित शुरुआत करने की घोषणा से तथा अमरीकी दीर्घकालिक खजाना प्रतिफल में वृद्धि आ जाने से, भारतीय रुपए की विनिमय दर अत्यधिक दबाव में आ गई क्योंकि पोर्टफोलियो ऋण निवेश की स्थिति सुरक्षित बनाए रखने की दृष्टि से उलट गई। फेड सरकार ने 19 जून, 2013 को इस बात

के आगे के दिशानिर्देश दिए कि वर्ष में बाद में नपे-तुले तरीके वे अपनी परिसंपत्ति खरीद को कम करना शुरू करेगी और क्यूई को 2014 के मध्य तक उदार बना देगी। रुपया, जो 21 मई, 2013 को 55.04 रुपये (रिजर्व बैंक संदर्भ दर) से 58.74 रुपये तक पहले ही कम हो चुका था, जुलाई के पहले सप्ताह में बाजार के मनोवैज्ञानिक वहन स्तर 60 रुपये प्रति डालर से भी कम हो गया था। चलनिधि की स्थिति को सख्त बनाने के लिए 15 जुलाई, 2013 को तीन विशेष मौद्रिक उपाय किए गए : (ए) मार्जिनल स्थायी सुविधा (एमएसएफ) दर को 100 आधार अंक के सामान्य स्प्रेड की तुलना में रेपोदर से 300 आधार अंक ऊपर निर्धारित किया गया; (बी) एलएएफ के अंतर्गत रेपो दर पर भारतीय रिजर्व बैंक से एक दिन

### बॉक्स-III.2

#### मौद्रिक नीति के परिचालन ढांचे में परिवर्तन

पिछले दो दशकों से केंद्रीय बैंक एक ही अल्पकालिक ब्याज दर के आसपास घूमते हुए, उसी को नीतिगत दर मानते हुए मौद्रिक नीति का संचालन करते रहे हैं और उसे वे खुला बाजार परिचालन (ओएमओ) के माध्यम से नियंत्रित करते हैं। इन ओएमओ का संचालन एक परिचालन-ढांचे के तहत किया जाता है जिसमें केंद्रीय बैंक और बाजार के सहभागियों के बीच पात्र प्रतिभूतियों का पुनर्खरीद करार (रेपो) करके अथवा सीधे लेन-देन के माध्यम से चलनिधि को बैंकिंग प्रणाली में डाला जाता है/सोख लिया जाता है। लेकिन इसके परिचालन का तरीका अलग-अलग देशों में, विशिष्ट समय में भिन्न-भिन्न होता है और विन्तीय बाजार के विकास, मैक्रो-आर्थिक तथा बाजार की स्थितियों के अनुसार बनता है।

मई 2011 से, भारतीय रिजर्व बैंक ने एकल संकेत नीति दर अर्थात् रेपो दर को अपना लिया है। इसके परिचालन ढांचे के तहत रिजर्व बैंक अपने परिचालन लक्ष्य अर्थात् मांग मुद्रा दर(कॉल मनी रेट) को अपनी नीतिगत दरों के अनुरूप लाने का प्रयास करता है। अपने इस उद्देश्य के लिए यह एलएएफ को मुख्य साधन के रूप में प्रयुक्त करता है। व्यवहारिक रूप में बैंकों के पास एलएएफ रेपो सुविधा के तहत असीमित चलनिधि तक पहुंच रही है बशर्ते कि उसके

लिए संपार्श्विक उपलब्ध हो। अन्य केंद्रीय बैंकों की भांति, रिजर्व बैंक का उद्देश्य यह रहता कि वह चलनिधि की उपलब्धता को आवश्यकता से कुछ कम रखे क्योंकि विभिन्न देशों के अनुभव दर्शाते हैं कि इससे अंतरण को मजबूती मिलती है। भारत के लिए मौजूद अनुभवजन्य साक्ष्य दर्शाते हैं कि एनडीटीएल के लगभग एक प्रतिशत से कम उपलब्ध चलनिधि सभी प्रकार की ब्याज दरों के स्पेक्ट्रम में नीतिगत अंतरणों को बेहतर बनाती है। 200 आधार अंकों की ब्याज दर व्याप्ति के बीच एकल नीति दर के रूप में रेपो को अपनाने के साथ ही एक नई मार्जिनल स्थायी सुविधा प्रारंभ की गई ताकि अनुसूचित वाणिज्यिक बैंक रेपो दर से 100 आधार अंक ऊपर एक दिवसीय उधार ले सकें। रिजर्व बैंक ने सीधे तौर पर भी ओएमओ का उपयोग किया ताकि चलनिधि में सुधार लाए जा सकें।

विशेष रूप से, 22 मई 2013 को फेड द्वारा की जाने वाली क्रमिक कटौती के बाद विनिमय दर में आए उतार-चढ़ाव को देखे हुए और जनवरी 2014 में मौद्रिक नीति ढांचे को संशोधित और सुदृढ़ करने से संबंधित विशेषज्ञ समिति द्वारा की गई सिफारिशों को ध्यान में रखते हुए 2013-14 से, समय-समय पर अन्य उपायों के साथ ही परिचालन प्रक्रियाओं में और भी परिवर्तन किए गए (घटनाओं के कालानुक्रम के लिए सारणी-1 देखें)।

#### सारणी-1: जुलाई-दिसंबर 2013 के दौरान रिजर्व बैंक द्वारा किए गए प्रमुख मौद्रिक उपाय

विनिमय दर में उतार-चढ़ाव से निपटने के लिए मौद्रिक नीति को कठोर बनाना	
15 जुलाई 2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>मार्जिनल स्थायी सुविधा दर (और बैंक दर) को पुनः संशोधित कर उसे रेपो दरों से 300 आधार अंक ऊपर 10.25 पर रखा गया।</li> <li>17 जुलाई, 2014 से एलएएफ के तहत निधियों का समग्र आवंटन बैंकिंग प्रणाली की निवल मांग और समय देयताओं (एनडीटीएल) के 1.0 प्रतिशत तक सीमित रखा जाएगा। प्रत्येक बैंक को आवंटन उनकी बोली के अनुपात में उच्चतम सीमा के अधीन किया जाएगा।</li> <li>120 बिलियन ₹ की ओएमओ बिक्री की घोषणा।</li> </ul>
17 जुलाई 2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>आपातकालीन उपाय के रूप में और म्यूचुअल फंडों पर मोचन के दबाव की संभावना को देखते हुए रिजर्व बैंक ने बैंक दर पर म्यूचुअल फंडों को चलनिधि सहायता देने हेतु रु.250 बिलियन की अधिसूचित राशि के लिए इसी कार्य के लिए विशिष्ट रेपो सुविधा प्रदान की।</li> </ul>
18 जुलाई 2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>खुले बाजार में रु.25 बिलियन की बिक्री।</li> </ul>
23 जुलाई 2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>अनुसूचित वाणिज्य बैंकों द्वारा रखे जाने वाले न्यूनतम दैनिक सीआरआर शेष की अपेक्षा को 27 जुलाई, 2013 से 70 प्रतिशत से बढ़ाकर 99 प्रतिशत कर दिया।</li> <li>एलएएफ तक प्राथमिक डीलरों की पहुंच को उनकी वैयक्तिक निवल स्वाधिकृत निधियों के 100 प्रतिशत तक सीमित कर दिया गया।</li> </ul>

(जारी...)

## मौद्रिक नीति परिचालन

24 जुलाई 2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>प्रत्येक विशेष बैंक द्वारा एलएएफ में भाग लेने की समग्र सीमा को उनकी अपनी बकाया एनडीटीएल के 0.5 प्रतिशत पर सीमित कर दिया गया और इसकी गणना दूसरे पूर्ववर्ती पखवाड़े के अंतिम शुक्रवार की स्थिति के अनुसार की गई।</li> </ul>
14 अगस्त 2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>अनिवासी (विदेशी) रुपया (एनआरई) जमा राशियों तथा साधारण अनिवासी (एनआरओ) खातों पर ब्याज दरों से विनियमन हटाया गया। इस प्रकार की जमा राशियों पर बैंक 28 फरवरी 2014 तक ब्याज दर निर्धारित करने के लिए स्वतंत्र थे।</li> <li>3-5 वर्ष की परिवक्वता अवधि वाले विदेशी मुद्रा अनिवासी (बैंक) खातों में जमा राशियों पर ब्याज दर की उच्चतम सीमा में 100 आधार अंकों की वृद्धि की गई जिससे यह लाइबोर/स्वैप से 400 आधार अंक अधिक हो गई। 28 फरवरी 2014 के बाद उच्चतम सीमा लाइबोर/स्वैप से 300 आधार अंक अधिक के स्तर पर वापस निर्धारित की गई।</li> <li>बैंकों को सूचित किया गया था कि 24 अगस्त 2013 से प्रारंभ होने वाले पखवाड़े से, जुलाई गई वृद्धिशील एफसीएनआर(बी) जमा राशियों के साथ ही एनआरई जमा राशियों, जिनकी संदर्भ आधार तिथि 26 जुलाई 2013 हो तथा जिनकी परिवक्वता अवधि तीन वर्ष या उससे अधिक हो, के संबंध में आरक्षित नगदी निधि अनुपात (सीआरआर) एवं सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) के न्यूनतम स्तर को बनाए रखने से छूट प्रदान की जाएगी। यह सुविधा 7 मार्च 2014 तक जुलाई गई जमा राशियों के लिए उपलब्ध थी।</li> </ul>
20 अगस्त 2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>विनियमों की यह अपेक्षा थी कि बैंकों द्वारा परिवक्वता तक धारित (एचटीएम) श्रेणी में रखी गई प्रतिभूतियों के संबंध में सांविधिक चलनिधि अनुपात को निर्धारित समय सीमा के अंदर उनकी निवल मांग और मीयादी देयताओं (एनडीटीएल) के 25 प्रतिशत से उत्तरोत्तर घटाकर 23 प्रतिशत करना चाहिए। जून 2013 के अंत में, यह अपेक्षा 24.5 प्रतिशत थी। बैंकों को उनके सांविधिक चलनिधि अनुपात संबंधी धारिताओं को, आगे निर्देश प्राप्त होने तक, परिवक्वता तक धारित श्रेणी में 24.5 प्रतिशत के स्तर पर बनाए रखने की अनुमति देकर इस अपेक्षा में छूट प्रदान करने का निर्णय लिया गया।</li> <li>इसके अलावा, बैंकों को बिक्री के लिए उपलब्ध (एएफएस)/व्यापार के लिए धारित (एचएफटी) श्रेणियों के तहत धारित प्रतिभूतियों के बाजार मूल्य पर (एमटीएम) मूल्यन के आधार पर निवल मूल्यहास, यदि कोई हो, वित्तीय वर्ष की शेष अवधि में बराबर किशतों में विस्तारित करने की अनुमति प्रदान की गई।</li> </ul>
23 अगस्त 2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>₹.62.3 बिलियन की ओएमओ खरीद</li> </ul>
28 अगस्त 2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>सरकारी क्षेत्र की तीन तेल विपणन कंपनियों (आईओसी, एचपीसीएल एवं बीपीसीएल) की डॉलर संबंधी दैनिक आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए विदेशी मुद्रा स्वैप विंडो की शुरुआत 28 अगस्त 2013 को की गई। स्वैप सुविधा के तहत, रिजर्व बैंक ने मनोनीत बैंकों के माध्यम से तेल विपणन कंपनियों के साथ निर्धारित अवधि के लिए विदेशी मुद्रा स्वैप के अंतर्गत अमरीकी डॉलर-भारतीय रुपया की बिक्री/खरीद किया।</li> </ul>
30 अगस्त 2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>₹.62.3 बिलियन की ओएमओ खरीद।</li> </ul>
जुलाई/अगस्त/सितंबर 2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>भारतीय रिजर्व बैंक ने भारत सरकार के नगद प्रबंध बिलों की नीलामी की।</li> </ul>
4 सितंबर 2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>भारतीय रिजर्व बैंक ने बैंकों को कम से कम तीन वर्षों की अवधि के लिए 3.5 प्रतिशत प्रति वर्ष की निर्धारित दर पर जुलाई गई नई एफसीएनआर(बी) डॉलर निधियों की अदला-बदली (स्वैप) करने के लिए एक विंडो उपलब्ध कराया। टियर I की अक्षत पूंजी के अंतर्गत विदेशी उधार लेने की 50 प्रतिशत की वर्तमान सीमा को भी बढ़ाकर 100 प्रतिशत कर दी गई तथा इस प्रावधान के तहत जुलाई गई उधार राशियों को भारतीय रिजर्व बैंक में वर्तमान स्वैप दर से 100 आधार अंक कम की रियायती दर पर बदला जा सकता है। योजनाएं 30 नवंबर 2013 तक चालू थीं।</li> </ul>
<b>मौद्रिक नीति को सामान्य बनाना</b>	
20 सितंबर 2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>एमएसएफ दरों में 75 आधार अंकों की कमी की गई और इसे 10.25 से कम कर 9.50 प्रतिशत कर दिया गया।</li> <li>न्यूनतम दैनिक नकद आरक्षित नकदी निधि अनुपात (सीआरआर) शेष की अपेक्षा को 99 प्रतिशत से कम करके 95 प्रतिशत कर दिया गया और इसे 21 सितंबर 2013 से प्रारंभ होने वाले पखवाड़े से प्रभावी बनाया गया।</li> <li>एलएएफ के तहत नीतिगत दरों में 25 आधार अंकों की वृद्धि की गई और इसे तत्काल प्रभाव से 7.25 प्रतिशत से बढ़ाकर 7.50 प्रतिशत कर दिया गया।</li> </ul>
7 अक्टूबर 2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>मार्जिनल स्थायी सुविधा (एमएसएफ) दर में 50 आधार अंकों की कटौती की गई और इसे 9.50 प्रतिशत से 9.0 प्रतिशत कर दिया गया।</li> <li>परिवर्तनीय दर नीलामी के जरिए बैंकिंग प्रणाली की एनडीटीएल के 0.25 प्रतिशत के समतुल्य अधिसूचित राशि के लिए 7 दिवसीय और 14 दिवसीय रेपो प्रक्रिया के जरिए अतिरिक्त चलनिधि मुहैया कराई गई और 11 अक्टूबर 2013 से शुरू कर इसे प्रत्येक शुक्रवार को उपलब्ध कराया गया।</li> <li>99.7 बिलियन ₹. की ओएमओ खरीद।</li> </ul>
29 अक्टूबर 2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>एमएसएफ दर में 25 आधार अंकों की कटौती की गई और इसे 9.0 प्रतिशत से 8.75 प्रतिशत कर दिया गया।</li> <li>एलएएफ के तहत नीतिगत दरों में 25 आधार अंकों की वृद्धि की गई और 7.5 प्रतिशत से बढ़ाकर 7.75 प्रतिशत कर दिया गया।</li> <li>परिणामस्वरूप, एमएसएफ और रिजर्व रेपो दरों के बीच रेपो दर से (+/-) 1 प्रतिशत के अंतर को पुनः प्राप्त किया जा सका।</li> <li>7-दिवसीय और 14-दिवसीय परिवक्ता अवधि के टर्म रेपो के जरिए प्रदान की जाने वाली चलनिधि को बैंकिंग प्रणाली के एनडीटीएल के 0.25 प्रतिशत से बढ़ाकर 0.5 प्रतिशत कर दिया गया।</li> </ul>
18 नवंबर 2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>₹. 80 बिलियन की ओएमओ खरीद।</li> <li>सूक्ष्म और लघु उद्यम (एमएसई) क्षेत्र जो रोजगार प्रदान करता है और निर्यात में काफी योगदान करता है, में चलनिधि समस्या का समाधान करने की आवश्यकता को ध्यान में रखकर भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम, 1934 की धारा 17 (4 एच) के प्रावधानों के अंतर्गत भारतीय लघु उद्योग विकास बैंक को ₹. 50 बिलियन राशि का पुनर्वित्त। यह पुनर्वित्त सुविधा प्रायों, साथ ही 14 नवंबर, 2013 से बकाया निर्यात प्रायों पर उपलब्ध है। यह सुविधा प्रचलित 14-दिवसीय रेपो दर पर 90 दिन के लिए है। पुनर्वित्त सुविधा एक वर्ष के लिए 13 नवंबर, 2014 तक उपलब्ध होगी।</li> <li>मध्यम क्षेत्र में ऋण वितरण बढ़ाने के लिए आरबीआई ने अनुसूचित वाणिज्य बैंकों (आरआरबी को छोड़कर) द्वारा मध्यम उद्यमों को 13 नवंबर 2013 की स्थिति के अनुसार दिए गए बकाया ऋण पर निर्यात ऋण सहित वृद्धिशील ऋण को पात्र प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र उधार के रूप में शामिल करने का निर्णय लिया। यह सुविधा समग्र लक्ष्य के 4.0 प्रतिशत के भीतर 31 मार्च, 2014 तक उपलब्ध थी।</li> </ul>
18 दिसंबर 2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>चलनिधि समायोजन सुविधा के तरह नीतिगत रेपो दर 7.75 प्रतिशत और सीआरआर एनडीटीएल के 4.0 प्रतिशत में कोई परिवर्तन नहीं किया गया।</li> </ul>
22 जनवरी, 2014	<ul style="list-style-type: none"> <li>94.8 बिलियन ₹. की ओएमओ खरीद।</li> </ul>

(जारी...)



**मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं को थामने के लिए मौद्रिक उपाय-मौद्रिक नीति ढांचे को संशोधित एवं सुदृढ़ बनाने हेतु विशेषज्ञ समिति की सिफारिशों का कार्यान्वयन।**

28 जनवरी 2014	<ul style="list-style-type: none"> <li>चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) के तहत नीतिगत रिपो में 25 आधार अंकों की वृद्धि करते हुए 7.75 प्रतिशत से बढ़ाकर 8.0 प्रतिशत कर दिया गया। परिणामस्वरूप, रिजर्व रिपो दर 7.0 प्रतिशत के स्तर पर समायोजित हुई एवं मार्जिनल स्थायी सुविधा (एमएसएफ) दर तथा बैंक दर 9.0 प्रतिशत के स्तर पर बनी रहीं। आरक्षित नगदी निधि अनुपात अपरिवर्तित रहा।</li> <li>उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) आधारित मुद्रास्फीति को जनवरी 2015 तक 8 प्रतिशत से कम तथा जनवरी 2016 तक 6 प्रतिशत से कम के स्तर पर रखने के उद्देश्य, जैसा कि डॉ. ऊर्जित पटेल समिति ने सूचित किया है, को प्राप्त करने की विशेषता वाले 'ग्लाहड पथ' का प्रस्ताव किया गया।</li> <li>आगे से, मौद्रिक नीति की समीक्षा प्रत्येक दो महीनों के अंतराल पर की जाएगी।</li> </ul>
1 अप्रैल, 2014	<ul style="list-style-type: none"> <li>7-दिवसीय और 14-दिवसीय मीयादी रेपो के अंतर्गत चलनिधि सुविधा को बैंकिंग प्रणाली की एनडीटीएल के 0.5 प्रतिशत से बढ़ाकर 0.75 प्रतिशत कर दिया गया, और एलएएफ के अंतर्गत ओवरनाइट रेपो सुविधा में चलनिधि को बैंकवार एनडीटीएल के 0.5 प्रतिशत से घटाकर 0.25 प्रतिशत कर दिया गया।</li> </ul>
3 जून, 2014	<ul style="list-style-type: none"> <li>ईसीआर के अंतर्गत उपलब्ध चलनिधि को पात्र निर्यात ऋण बकाया के 50 प्रतिशत से घटाकर 32 प्रतिशत कर दिया गया। आनुपालिक रूप से, बैंकों की एनडीटीएल के 0.25 प्रतिशत की एक विशेष मीयादी रेपो की गई।</li> <li>वाणिज्य बैंकों की एसएलआर 14 जून, 2014 से प्रारंभ होने वाले पखवाड़े से 50 आधार अंक घटाकर उनके एनडीटीएल के 23.0 प्रतिशत से घटाकर 22.5 प्रतिशत कर दी गई।</li> </ul>
5 अगस्त 2014	<ul style="list-style-type: none"> <li>अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के लिए सांविधिक चलनिधि अनुपात में 9 अगस्त 2014 से प्रारंभ होने वाले पखवाड़े से 50 आधार अंकों की कमी करते हुए उनकी निवल मांग और मीयादी देयताओं (एनडीटीएल) के 22.5 प्रतिशत से घटाकर 22.5 प्रतिशत कर दिया गया।</li> <li>वित्तीय बाजारों में बैंकों को और अधिक प्रतिभागिता करने के लिए सक्षम बनाने हेतु परिपक्वता तक धारित आस्तियों की उच्चतम सीमा को 9 अगस्त 2014 से प्रारंभ होने वाले पखवाड़े से निवल मांग और मीयादी देयताओं (एनडीटीएल) के 24 प्रतिशत तक कम कर दिया गया।</li> </ul>
<p>जनवरी 2014 से, 7-दिवसीय एवं 14-दिवसीय नियमित नीलामियों के अलावा चलनिधि के आकलन के आधार पर समय-समय पर विभिन्न अवधियों (1-दिवसीय, 3-दिवसीय, 5-दिवसीय, 7-दिवसीय, 9-दिवसीय, 21-दिवसीय तथा 28-दिवसीय) के लिए परिवर्तनशील दर आधारित मीयादी रिपो नीलामियों की गई हैं। जून 2014 से 4-दिवसीय मीयादी रिजर्व रिपो नीलामियां दो बार की गई हैं।</p>	

मीयादी रेपो पर निर्भरता को बढ़ाने के पीछे प्रमुख उद्देश्य है कि समग्र ब्याज दर के ढांचे पर नीति के प्रभाव को फैलाना। मीयादी रेपो अंतर्निहित चलनिधि की स्थिति के एक उपयोगी संकेतक के रूप में प्रकट हुआ है। यह बाजार के सहभागियों को दीर्घ अवधि के लिए चलनिधि को धारण करने हेतु प्रेरित करता है। इसके चलते बाजार में दीर्घ अवधि का प्रभाव पड़ता है और विभिन्न वित्तीय उत्पादों के

मूल्य निर्धारण के लिए बाजार-आधारित मानदंड स्थापित किया जा सकता है तथा नकदी/ ट्रेजरी प्रबंधन में कार्य-दक्षता को बढ़ाया जा सकता है। इससे क्षेत्र-विशेष वित्तीयन के स्थान पर किसी विशेष क्षेत्र या संस्था को तरजीही एक्सेस दिए बगैर समस्त प्रणाली के स्तर पर चलनिधि का अपेक्षाकृत सामान्यीकृत प्रावधान करने की ओर आगे बढ़ने हेतु सहायता मिली है।

के लिए चलनिधि प्राप्त करने की राशि बैंकिंग प्रणाली की निवल मांग और मीयादी देयताओं (एनडीटीएल) के 1 प्रतिशत पर सीमित कर दी गई, और (सी) 120 बिलियन रुपये की खुला बाजार बिक्री की घोषणा की गई (बॉक्स III.2)।

III.12 23 जुलाई, 2013 को घरेलू चलनिधि की स्थिति की समीक्षा से पता चला कि चलनिधि स्थिति इतनी कठोर नहीं थी कि वह विदेशी मुद्रा बाजार पर अपेक्षित प्रभाव डाल सके। तदनुसार, और भी कठोरता उपायों की घोषणा की गई : (ए) एलएएफ के अंतर्गत रेपो दर पर भारतीय रिजर्व बैंक से एक दिन के लिए चलनिधि प्राप्त करने की राशि प्रत्येक बैंक की एनडीटीएल का 0.5 प्रतिशत कर दी गई, और (बी) बैंकों से कहा गया कि वे सीआरआर अपेक्षा का न्यूनतम दैनिक शेष 99 प्रतिशत रखें, जिसे एक दिवस में औसतन सीआरआर की अपेक्षा को पूरा करते हुए पूर्व में किसी एक दिन में अपेक्षा से कम करके 70 प्रतिशत तक रखने की छूट थी। 8 अगस्त, 2013 को भारतीय रिजर्व बैंक ने, सरकार से परामर्श करके 220 बिलियन रुपये के नकदी प्रबंधन बिल (सीएमबी) प्रति

सप्ताह नीलाम किए जाने की घोषणा की, जिसका उद्देश्य बाजार से अल्पकाल में चलनिधि को हटा लेना था। इन उपायों ने मुद्रा बाजार की स्थिति तंग बनाए रखने में मदद की, जिसमें मुद्रा बाजार की दरें लगभग एमएसएफ दरें (अर्थात् रेपो दर से 300 आधार अंक अधिक) के समान बढ़ गईं। इस प्रकार से, इस अवधि में एमएसएफ दर, प्रभावी नीतिगत दर बन गई थी। असाधारण मौद्रिक उपायों के अलावा, विदेशी मुद्रा बाजार के दबावों को खत्म करने के लिए अन्य नीतिगत उपाय किए गए जैसे - एनआरआई जमाराशियां (बैंक) और तेल का विपणन करने वाली कंपनियों (ओएमसी) के लिए तीन स्वैप विंडोज खोलना, स्वर्ण के आयात पर पाबंदी तथा एनआरआई जमाराशियों पर ब्याज दरों की पुनः समीक्षा।

**असाधारण उपायों को सावधानीपूर्वक हटाया जाना**

III.13 अर्थव्यवस्था के उत्पादक क्षेत्रों को ऋण की उपलब्धता पर्याप्त रूप से करने के लिए यह आवश्यक हो गया था कि सरकारी प्रतिभूति के प्रतिफल पर बढ़ते दबावों को नियंत्रित किया जाए, जो 20 अगस्त, 2013 को घोषित 80 बिलियन रुपये की खुला बाजार

खरीद के माध्यम से अपनाए गए असाधारण उपायों से पैदा हुए थे। जैसे-जैसे विदेशी मुद्रा बाजार में स्थिरता वापस लौट रही थी, रिजर्व बैंक ने 20 सितंबर, 2013 की मध्य-तिमाही समीक्षा में असाधारण मौद्रिक उपायों को नपे-तुले अंदाज में सामान्य करना प्रारंभ कर दिया था। बाहरी जोखिम भी कुछ हद तक कम हो गए थे क्योंकि फेडरल रिजर्व ने 18 सितंबर, 2013 से टेपरिंग न करके बाजारों को आश्चर्य में डाल दिया था असाधारण उपायों को सामान्य बनाना अर्थात् सामान्य स्प्रेड को एमएसएफ की रेपो दर से 100 आधार अंक ऊपर रखना, इसे अक्टूबर 2013 के अंत तक प्राप्त कर लिया गया था, इसके लिए एमएसएफ दर में तीन चरणों में 150 आधार अंकों की कमी की गई, साथ ही रेपो दर में 25-25 आधार अंक की दो बार में कुल 50 आधार अंक की वृद्धि की गई ताकि मौद्रिक नीति का मुद्रास्फीति विरोधी रुझान बहाल हो सके।

### नया मौद्रिक नीति ढांचा और परिचालन प्रक्रिया

III.14 भारत में, मौद्रिक नीति का ढांचा, अर्थव्यवस्था की संरचना के हिसाब से एक लंबे समय में बनकर तैयार हुआ है। बहु-संकेतक दृष्टिकोण के अंतर्गत संकेतकों का एक बहुत बड़ा पैनाल बन गया है जो मौद्रिक नीति को एक स्पष्ट परिभाषित सामान्य अवलम्ब प्रदान करने में अपर्याप्त रहा है जो उन बातों के बारे में अनिश्चितता पैदा कर रहा है जिनसे रिजर्व बैंक के नीतिगत निर्णयों को मार्गदर्शन

मिलता है। इसे ध्यान में रखते हुए मौद्रिक नीति ढांचे को संशोधित करने और सुदृढ़ बनाने से संबंधित विशेषज्ञ समिति जिसे मौद्रिक नीति ढांचे को संशोधित करने और सुदृढ़ बनाने का अधिकार दिया गया था, और उसे पारदर्शी तथा अनुमान लगाने योग्य बनाना था, ने यह सिफारिश की है कि सीपीआई को भारत की मौद्रिक नीति में मुद्रास्फीति को मापने तथा सामान्य नियंत्रक (ऐंकर) के उपाय रूप में अपनाया जाए। वर्तमान परिचालन ढांचा, उधार भंडार के लिए तय लक्ष्य (बैंकों की एनडीटीएल की तुलना में) पर टिका हुआ है, और नीति दर के निकट की मांग दर को रिजर्व रेपो दर तथा एमएसएफ दर के बीच होना ही है। भंडार अनुरक्षण चक्र के साथ समकालिक हो जाने के नाते मीयादी रेपो की बाजार में स्वीकार्यता बढ़ रही है और अंतर्निहित चलनिधि स्थिति का उपयोगी संकेतक सिद्ध हो रहा है, क्योंकि विभिन्न दरों पर नीलामी करने से मीयादी प्रीमियम का मूल्य-निर्धारण करने में आसानी होती है।

### मौद्रिक नीति का प्रसारण

III.15 हालांकि नीतिगत दर में परिवर्तन से पड़ने वाले प्रभाव अभी तक पता नहीं लग पाए हैं, नीतिगत दर के प्रसारण से मुद्रा बाजार की दर की तुलना में बैंक की जमा और उधार दर पर अपेक्षाकृत कम प्रभाव पड़ता है, जिससे यह पता चलता है कि ऋण बाजार में संरचनागत कठोरताएं मौजूद हैं (बॉक्स III.3, सारणी III.1)।

### बॉक्स III.3

#### मौद्रिक नीति के सहज प्रसारण में रुकावट डालने वाले कारक

मौद्रिक नीति का प्रभाव, विकास के स्वरूप और बाजार के एकीकरण पर निर्भर करता है जो उसके प्रसारण को प्रभावित करते हैं। इसके प्रसारण में लंबे विलंब तो कई छोटे-छोटे विलंब होते हैं, नीति के आवेग के संबंध में प्रतिक्रियाएं असमान होती हैं, जो मौद्रिक नीति के प्रभाव के बारे में बता पाना मुश्किल बनाती हैं। विश्व में हुए संकट को देखते हुए मौद्रिक नीति ढांचे की प्रभावशालिता और विश्वसनीयता काफी हद तक प्रकाश में आ गई है, खासतौर से मुद्रास्फीति की दर ऊंची होने और विकास की दर कम रहने के कारण; मौद्रिक नीति के सहज प्रसारण में रुकावट डालने वाले कारकों से संबंधित मुद्दों की मौद्रिक नीति ढांचे को संशोधित करने और सुदृढ़ बनाने से संबंधित विशेषज्ञ समिति की रिपोर्ट में व्यापक विश्लेषण किया गया है।

जहां मौद्रिक नीति के प्रसारण चैनलों को मोटे तौर पर ब्याज दर, विनिमय दर और परिसंपत्ति मूल्य में बांटा जा सकता है, वहीं पर भारत में अनुभव जन्य साक्ष्य यह बताते हैं कि परिसंपत्ति मूल्य चैनल और विनिमय दर चैनल पर प्रभाव हलका होता है। जबकि ब्याज दर चैनल मौद्रिक नीति प्रसारण का प्रमुख स्रोत है, मध्य-अवधि से लेकर दीर्घ-अवधि की दरें जैसे बैंक की जमा और उधार दरों में विभिन्न बाजार स्थितियों में नीतिगत दरों में परिवर्तन से प्रतिक्रिया असमान रहती है, बेशी चलनिधि स्थिति की तुलना में चलनिधि की तंगी की हालत में प्रतिक्रिया अपेक्षाकृत बहुत ज्यादा और तेज होती है।

ऋण बाजार में मौद्रिक नीति के सहज प्रसारण में रुकावट डालने वाले कारक हैं - मीयादी जमा के मामले में मूल्यों का पुनः निर्धारण करने में अनमनापन, सरकार के उधार का बड़ा आकार, सरकारी प्रतिभूति-प्रतिफल से जुड़ी छोटी

बचतों पर ब्याज दर के वार्षिक निर्धारण की परंपरा, ब्याज-दर अनुदान जो मौद्रिक नीति और उधार दरों के बीच के संपर्क को तोड़ देती है, तदनुसंगी अवधि की परिपक्वता वाली मीयादी जमा राशियों की तुलना में एक वर्ष या अधिक की अवधि के ऋण म्युचुअल फंड की मीयादी परिपक्वता योजना पर वरीयता कर का लाभ, एनपीए का उच्च स्तर, अल्पाधिकार ऋण बाजार और अनौपचारिक वित्त की अत्यधिक मौजूदगी। ये कारक नीति दर के प्रसारण को अंतिम परिणाम प्राप्त होने तक बहुत अधिक मन्द कर देते हैं, और वैकल्पिक निवेश माध्यम को अधिक आकर्षक बना देते हैं, खासतौर से मौद्रिक सहजता के समय में।

इस संदर्भ में समिति की प्रमुख सिफारिशों में ये बातें शामिल हैं - एसएलआर में उस स्तर तक कमी की जाए जो बासेल III ढांचे के अंतर्गत उल्लिखित चलनिधि कवरेज अनुपात (एलसीआर) के अनुरूप हो, बैंकों को निदेश देने के बारे में सरकार की भूमिका को कम करना, बेंचमार्क सरकारी प्रतिभूति प्रतिफल के अनुसार छोटी बचत योजना की ब्याज दर में और अधिक बार परिवर्तन करना, बैंक से इतर उत्पादों और बैंक जमा राशियों के लिए समान कर-संरचना और ब्याज दर अनुदान न दिया जाना।

#### संदर्भ :

भारतीय रिजर्व बैंक (2014) 'मौद्रिक नीति ढांचे को संशोधित करने तथा सुदृढ़ बनाने के लिए विशेषज्ञ समिति की रिपोर्ट', (अध्यक्ष - डॉ. ऊर्जित पटेल) जनवरी।

**सारणी III.1 : मौद्रिक नीति चक्र के विभिन्न चरण में प्रसारण में असमानता (बैंकों की जमा और उधार दरों के प्रति)**

(प्रतिशत)

मंदे	मार्च 10	मार्च 12	मार्च 13	जून 13	सितं 13	दिसं 13	मार्च 14	जून 14	घट-बढ़ (प्रतिशत बिंदु)		
									कठोरता चरण (19 मार्च 2010 से 16 अप्रैल 2012)	सहजता चरण (17 अप्रैल 2012 से 15 जुलाई 2013)	कठोरता चरण ** (16 जुलाई 2013 से )
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
नीतिगत दर (रेपो दर)	5.00	8.50	7.50	7.25	7.50	7.75	8.00	8.00	3.75	-1.25	0.75
सीआरआर	5.75	4.75	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	-1.00 @	-0.75	0.00
मांग दर	3.83	9.02	7.58	7.10	11.41	7.51	7.64	7.43	4.98	-1.51	0.59
सीबीएलओ दर	3.01	8.12	7.51	6.34	8.67	7.38	7.75	7.51	5.43	-2.34	1.60
बाजार रेपो दर	2.65	7.63	7.75	6.75	10.03	7.85	8.22	8.18	6.12	-1.49	1.23
91-दिवसीय खजाना बिल	4.27	8.97	8.06	7.41	10.32	8.63	8.99	8.51	4.53	-1.29	1.05
3-माह कमर्शियल पेपर दर	6.10	11.61	9.61	8.50	10.85	9.10	10.01	8.88	4.24	-2.17	0.52
3-माह सीडी दर @	5.48	11.06	9.14	8.11	10.40	8.74	9.55	8.57	4.36	-2.08	0.65
5-वर्ष कापोरेट ऋण प्रतिफल	8.61	9.47	8.96	8.55	9.90	8.75	9.73	9.23	0.93	-0.71	0.38
10-वर्ष कापोरेट ऋण प्रतिफल	6.61	9.77	9.01	8.66	10.84	9.77	9.75	9.00	3.13	-1.02	0.22
2- वर्षीय सरकारी प्रतिभूति प्रतिफल	6.16	8.04	7.76	7.45	8.89	8.54	8.67	8.33	1.87	-0.35	0.64
3- वर्षीय सरकारी प्रतिभूति प्रतिफल	6.82	8.27	7.85	7.51	8.87	8.49	8.73	8.37	1.34	-0.57	0.72
5- वर्षीय सरकारी प्रतिभूति प्रतिफल	7.54	8.46	7.94	7.52	8.95	8.78	8.92	8.52	1.05	-0.84	0.74
10- वर्षीय सरकारी प्रतिभूति प्रतिफल	7.92	8.36	7.91	7.34	8.57	8.85	8.80	8.64	0.64	-1.10	1.13
मध्यमान जमा दर	5.15	7.46	7.42	7.48	7.78	7.75	7.74	7.74	2.31	0.00	0.28
मध्यमान आधार (बेस)	7.75	10.50	10.20	10.20	10.25	10.25	10.25	10.25	2.75	-0.35	0.25
डब्ल्यूएलआर (बकाया रुपया ऋण)	10.53	12.64	12.27	12.20	12.31	12.25	12.19	12.20	2.13	-0.44	0.00
डब्ल्यूएलआर (नये रुपया ऋण)	-	-	11.54	11.46	12.03	11.73	11.64	11.67	-	-	0.13

\* : आधार दर प्रणाली 1 जुलाई, 2010 से प्रारंभ की गई थी।

\*\* : डाटा जून 2014 के अंत तक के हैं (डब्ल्यूएलआर- भारत औसत उधार दर)

@ : अगले सहजता चरण में रेपो दर में कटौती के साथ-साथ सीआरआर में भी कटौती की गई ताकि अपेक्षित चलनिधि स्थिति पैदा की जा सके।

टिप्पणी : नीति दर, जमा और आधार दरें माह के अंत की हैं, जब कि मुद्रा और बाण्ड बाजार दरें मासिक औसत हैं।

स्रोत : ब्लूमबर्ग और भारतीय रिजर्व बैंक

III.16 ब्याज दर चक्र के नीचे की ओर जाने के समय में नियत दर की उच्च लागत वाली बकाया जमाराशियां, बैंकों द्वारा परिसंपत्ति पक्ष की ओर ब्याज दर को पुनः नियत करने की तुलना में प्रतिकूल होती हैं क्योंकि बैंकों को ऋण दरों को घटाने से रोकती हैं। यह बिलकुल उस स्थिति के विरुद्ध है जो ब्याज दर चक्र के ऊपर की ओर जाने के समय में अनुभव की जाती है जब बैंक अपनी उधार दरें बढ़ाने के लिए लालायित रहते हैं। मौजूदा कठोरता का चरण अपवाद है क्योंकि उसमें उधार दरों में एक शांत प्रकार की प्रतिक्रिया है, जिससे प्रतीत होता है कि आर्थिक गतिविधियों में तेजी से गिरावट हुई है और फलस्वरूप ऋण की मांग में कमी आ गई है। हालांकि, बैंकों द्वारा स्वीकृत नये रुपए ऋणों के संबंध में जनवरी 2013 को हासिल आंकड़ों के आधार पर यह कहा जा सकता है कि नीति के प्रसारण के सिग्नल काफी प्रभावी रहे हैं (सारणी III.1 और III.2)।

**सारणी III.2 : अनुमूचित वाणिज्य बैंकों की जमा और उधार दरें (क्ष.ग्रा.बैं.को छोड़कर)**

(प्रतिशत)

माह के अंत में	रेपो दर	मध्यमान मीयादी जमा दर	भारत औसत उधार दर (डब्ल्यूएलआर)	
			बकाया रुपया ऋण	नये रुपया ऋण
1	2	3	4	5
मार्च-13	7.50	7.42	12.27	11.54
जून-13	7.25	7.48	12.20	11.46
सितं-13	7.50	7.78	12.31	12.03
दिसं-13	7.75	7.75	12.25	11.73
मार्च-14	8.00	7.74	12.19	11.64
जून-14	8.00	7.74	12.20	11.67
<b>घट-बढ़ (प्रतिशतता अंक)</b>	<b>0.50</b>	<b>0.32</b>	<b>-0.08</b>	<b>0.10</b>
(मार्च 13 की तुलना में मार्च 14)				



**सारणी III.3 : अनुसूचित वाणिज्य बैंकों (क्षेत्रीय ग्रामिण बैंकों को छोड़कर) की क्षेत्रवार मध्यमान उधार दरें**  
(वे दरें जिनपर 60 प्रतिशत कारोबार की संविदा की जाती है)

(प्रतिशत)

माह का अंत	घरेलू	वाहन	कृषि	एसएमई	क्रेडिट कार्ड	शिक्षा
1	2	3	4	5	6	7
मार्च-13	11.25	12.71	11.63	12.99	27.07	13.00
जून-13	11.20	12.50	11.50	12.98	24.12	13.06
सितं-13	11.20	12.30	11.86	13.00	24.74	13.13
दिसं-13	11.24	12.25	11.81	12.90	25.24	13.13
मार्च-14	11.27	12.19	11.70	12.73	25.00	12.88
जून-14	11.13	12.13	11.63	12.71	27.34	12.88
<b>घट-बढ़ (प्रतिशतता बिंदु)</b> (मार्च 13 की तुलना में मार्च 14)	<b>0.02</b>	<b>-0.52</b>	<b>0.07</b>	<b>-0.26</b>	<b>-2.07</b>	<b>-0.12</b>

जमा और उधार दरें

III.17 वर्ष 2012-13 और 2013-14 की पहली तिमाही में मौद्रिक सहजता आने से अनुसूचित वाणिज्य बैंकों (क्षेत्रीय ग्रामिण बैंक को छोड़कर) द्वारा दिए गए बकाया रूपये ऋणों पर भारित औसत उधार दर वर्ष 2012-13 में 37 आधार अंक कम हुई और 2013-14 की पहली तिमाही में 7 आधार अंक और भी कम हो गई थी। बैंकों की मध्यमान मीयादी-जमा दर वर्ष 2012-13 में 4 आधार अंक घटकर 7.42 प्रतिशत हो गई थी जबकि 2013-14 की पहली तिमाही में उसमें 6 आधार अंक की वृद्धि हुई है। रिजर्व बैंक द्वारा 2013-14 की दूसरी तिमाही में असाधारण उपाय किए जाने से जमा और उधार दोनों दरें सितंबर 2013 तक स्थिर हो गई थीं (सारणी III.2)। विनिमय दर में दबाव कम होते ही, रिजर्व बैंक ने इन उपायों को सावधानीपूर्वक हटा लिया, जिससे उधार दर 2013-14 की दूसरी छमाही में नर्म पड़ गई थी। संतुलन के रूप में देखें तो, जहां उधार दर वर्ष के दौरान स्थिर रही थी, वहीं अनुसूचित वाणिज्य बैंकों की मध्यमान मीयादी-जमा दर पूरे वर्ष में 32 आधार अंक तक बढ़ गई, हालांकि वर्ष की दूसरी छमाही में कमोबेश अपरिवर्तित रही।

क्षेत्रवार उधार दर

III.18 मौद्रिक नीति चक्र के कठोरता चरण में मौद्रिक नीति संबंधी जो कार्रवाइयां की जाती हैं, कुल मिलाकर उनका अधिकांश प्रभाव चुनिंदा क्षेत्रों की उधार दरों पर बिल्कुल नहीं दिखाई देता है, जिससे

यह पता चलता है कि आर्थिक गतिविधियों के मंद होने के कारण बैंकों की मूल्य-निर्धारण शक्ति कमजोर हो गई है (सारणी III.3)।

**मौद्रिक नीति प्रसारण को बेहतर बनाना**

III.19 मौद्रिक नीति के प्रसारण में संरचनागत रुकावटों को दूर करने के लिए मौद्रिक नीति ढांचे को संशोधित करने और सुदृढ़ बनाने से संबंधित विशेषज्ञ समिति ने अन्य बातों के साथ-साथ अनेक उपाय सुझाये हैं, जो इस प्रकार हैं : एसएलआर को कम करके उस स्तर तक लाना जो बासेल III ढांचे के अंतर्गत चलनिधि कवरेज अनुपात (एलसीआर) की अपेक्षा के अनुरूप हो; सरकार, ब्याज दरों के संबंध में प्रत्यायन या निदेश जारी करने से परहेज करें; छोटी बचत को लिखतों जो बेंचमार्क सरकारी-प्रतिभूति प्रतिफल से निहित तौर पर आटोमैटिक तरीके से जुड़े हों, से संबंधित ब्याज दरों में वर्ष के भीतर और अधिक बार परिवर्तित किया जाए। कराधान और टीडीएस के प्रयोजन से सभी स्थिर आया वाले वित्तीय उत्पादों को बैंक जमा (डिपॉजिट्स) के समान माना जाए; कतिपय क्षेत्रों को दिए गए उधार पर ब्याज दर पर सरकारी रियायत कम करना; वित्तीय उत्पादों के मूल्य-निर्धारण के लिए ब्याज दर तय करने हेतु बाहरी बेंचमार्क स्थापित करने की संस्कृति विकसित करना; रिजर्व बैंक के चलनिधि प्रबंधन परिचालनों का मौद्रिक नीति के रुझान के साथ सामंजस्य होना जिसके संकेत नीतिगत दर में परिवर्तन के माध्यम से दिए जाते हैं; मौद्रिक नीति और मैक्रो-विवेकपूर्ण नीतियों के निर्धारण के बीच गहन समन्वय हो; और खुला बाजार परिचालन को केवल चलनिधि के प्रबंधन से जोड़ा जाए।