

मुद्रा और वित्त संबंधी रिपोर्ट 2020-21

मौद्रिक नीति संरचना की समीक्षा



भारतीय रिज़र्व बैंक

मुद्रा और वित्त संबंधी रिपोर्ट 2020-21

मौद्रिक नीति संरचना की समीक्षा



भारतीय रिज़र्व बैंक

“इस रिपोर्ट में व्यक्त विष्कर्ष परिणाम, विचार और निष्कर्ष पूरी तरह से आर्थिक और नीति अनुसंधान विभाग (डीईपीआर), मौद्रिक नीति विभाग (एमपीडी) और सांख्यिकी एवं सूचना प्रबंध विभाग (डीएसआईएम) के योगदानकर्ताओं के हैं और भारतीय रिज़र्व बैंक के विचारों को व्यक्त नहीं करते हैं”।

© भारतीय रिज़र्व बैंक 2021

सर्वाधिकार सुरक्षित। सामग्री के पुनः प्रयोग की अनुमति है, बशर्ते स्रोत का उल्लेख किया जाए।

ISSN 0972-8759

शशिधर एम. लोकरे द्वारा भारतीय रिज़र्व बैंक, मुंबई – 400 001 की ओर से प्रकाशित तथा ऐक्मे फैक्स एंड प्रिंट्स (इं) प्रा. लिमि., ए-विंग, गाला नं. 73, विरवानी इंडस्ट्रियल एस्टेट, गोरेगांव (पूर्व), मुंबई – 400 063 में उनके द्वारा डिजाइन किया गया एवं मुद्रित।

प्राक्कथन

मुद्रा और वित्त संबंधी रिपोर्ट (आरसीएफ) का एक सुदीर्घ और विविधतापूर्ण इतिहास है, जो स्वयं भारतीय रिज़र्व बैंक और भारतीय अर्थव्यवस्था के साथ जुड़ा हुआ है। पहली बार इसका प्रकाशन 1937 में हुआ था, जिसमें 1935-36 और 1936-37 के वर्ष लिए गए थे।

2. एक संस्था के रूप में आरबीआई के लिए वे प्रारंभिक वर्ष थे, जिनमें इतिहास लिखा नहीं बल्कि बनाया जा रहा था। 1 अप्रैल 1935 को आरबीआई अस्तित्व में आया। पहली बार बैंक दर की आधिकारिक तौर पर घोषणा 4 जुलाई को की गई थी जो 3.5 प्रतिशत थी। इसके बाद अगले दिन आधिकारिक तौर पर तथाकथित अनुसूचित बैंकों [भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम, 1934 की धारा 42(6)(ए) के तहत निर्धारित मानदंड को पूरा करने पर अधिनियम की दूसरी अनुसूची में शामिल] से संपर्क किया गया जो आरबीआई से बैंक दर पर ऋण/कर्ज और समाशोधन गृह (क्लीयरिंग हाउस) की सदस्यता के पात्र हुए। उस वर्ष, आरबीआई ने 9 महीने की अवधि को कवर करते हुए अपनी पहली वार्षिक रिपोर्ट प्रकाशित की और ₹ 56.055 लाख रुपये के शुद्ध लाभ के साथ 3.5 प्रतिशत प्रति वर्ष का लाभांश घोषित किया। 1 अप्रैल, 1935 को 92,047 शेयरधारक थे लेकिन 31 दिसंबर, 1936 तक यह संख्या गिरकर 66,273 हो गई थी।

3. जब अप्रैल 1935 में निर्गम विभाग ने भारत सरकार से मुद्रा का प्रबंधन अपने हाथ में लिया तो मुद्रा नियंत्रक (कंट्रोलर ऑफ़ करेंसी) द्वारा तैयार की जा रही वार्षिक मुद्रा रिपोर्ट बंद कर दी गई। फलस्वरूप इसे फिर से शुरू करने के लिए उठ रही आवाजों को देखते हुए, 'सांख्यिकीय निरंतरता'¹ के हित में आरबीआई इसके लिए तैयार हुआ। यह देखते हुए कि एक वार्षिक रिपोर्ट प्रकाशित की जा रही थी और एक मासिक और वार्षिक सांख्यिकीय सारांश भी था, आरबीआई ने निर्णय लिया कि एक वार्षिक समीक्षा प्रकाशित की जाए जो अलग हो: सामान्यतः यह पिछली मुद्रा रिपोर्टों के ढाँचे पर आधारित हो, लेकिन भारतीय रिज़र्व बैंक के निर्माण के कारण परिस्थितियों में परिवर्तन सहित उस समय का विवरण देने वाले घटनाक्रम और आंकड़ों पर एक टिप्पणी के साथ। यह निर्णय लिया गया कि यह रिपोर्ट 'प्रत्येक वित्तीय वर्ष की समाप्ति के बाद जितनी जल्दी हो सके वार्षिक रूप में प्रकाशित की जाए' (आरबीआई, 2005)²।

4 उपलब्ध आँकड़ों के आधार पर समष्टि आर्थिक स्थिति पर टिप्पणी द्वारा पहली रिपोर्ट (1937) ने एक रुख तय कर दिया। पण्य उत्पादक देश महामंदी से बुरी तरह प्रभावित हुए। भारत में, कच्चे माल की बढ़ती मांग के चलते, सामान्य कीमतें बढ़ीं जो उस समय कलकत्ता थोक मूल्य सूचकांक द्वारा मापी जाती थीं। कपास और जूट विनिर्माणों, लोहा और इस्पात, और चीनी के उत्पादन से औद्योगिक उत्पादन में सुधार हुआ। गैर-अटकलिया (नॉन स्पेक्यूलेटिव) शेयरों की कीमतों में तेजी से वृद्धि हुई, और अटकलिया (स्पेक्यूलेटिव) शेयर हल्की गति से उनके पीछे रहे। वाणिज्य वस्तु व्यापार के संतुलन ने उल्लेखनीय सुधार दिखाते हुए 'विदेशी मुद्रा' ('एक्सचेंज') को मजबूत रखा, जिससे आरबीआई ने सरकार को £16,858,000 की राशि वाले 5.5 प्रतिशत इंडिया बॉण्ड्स 1936-38 को चुकाने की स्थिति में ला दिया। आसान मुद्रा बाजार स्थितियां बनी रहीं और बैंक दर के 0.5 प्रतिशत घटकर 3 प्रतिशत होने में परिलक्षित हुई। बजट अधिशेष दर्ज हुआ और रिकॉर्ड निम्न ब्याज दरों पर रिकॉर्ड उधारियां हुईं। बर्मा भारत से अलग हुआ (1937) और सिंध और उड़ीसा के नए प्रांत बनाए गए (1936)। चुपचाप और बिना किसी तड़क-भड़क के, आरबीआई में एक तीसरी आवाज का जन्म हुआ - संस्था के पेशेवर अनुसंधान की आवाज।

1,2 मुद्रा और वित्त संबंधी रिपोर्ट, 1937, भूमिका (पैरा 1)।

5. स्वतंत्रता के बाद, आरसीएफ की विषयवस्तु को मोटे तौर पर दो भागों में वर्गीकृत किया गया था - अंतरराष्ट्रीय आर्थिक घटनाक्रम; और भारतीय मुद्रा और वित्त। 1960 के दशक के शुरुआती वर्षों में इसकी विषयवस्तु में परिवर्तन देखा गया। उन दिनों राष्ट्रीय आख्यान पर हावी बदलते राजनीतिक-सामाजिक समीकरण के कारण, अंतरराष्ट्रीय घटनाक्रम से ध्यान घटा और आरसीएफ का ध्यान उत्तरोत्तर अंदर की ओर मुड़ा। इसकी विषयवस्तु तीन भागों में बँटी - भारत का समष्टि आर्थिक घटनाक्रम; उत्पादन और कीमत के रुझान; और सांख्यिकीय विवरण। 1974-75 से 1997-98 तक, आरसीएफ के दो खंड प्रकाशित हुए - खंड I में एक आर्थिक समीक्षा कवर की जाती थी और खंड II में सांख्यिकीय विवरण होते थे।

6. वर्ष 1998-99 आरसीएफ के इतिहास में एक नए मोड़ और इसके आख्यान में एक महत्वपूर्ण अध्याय के रूप में सामने आया। अपने सामान्य वर्णनात्मक क्रमागत अभिलेखीकरण से महत्वपूर्ण रूप से हटते हुए, आरसीएफ ने एक विषय-आधारित दृष्टिकोण अपनाया और भारतीय अर्थव्यवस्था के संरचनात्मक परिवर्तन को हाथ में लिया। उस समय की घटनाओं ने इस उल्लेखनीय परिवर्तन के लिए एकदम सही संदर्भ प्रदान किया। भारतीय अर्थव्यवस्था एक चक्रीय मंदी से उभर रही थी और परिवर्तन के साथ-साथ आपूर्ति के आघात भी लगे जिससे मुद्रास्फीति का दबाव बढ़ गया। बाह्य परिवेश एशियाई वित्तीय संकट के परिणामी आघातों से ग्रस्त था तथा यह संक्रमण रूस और लैटिन अमेरिका के कई हिस्सों में फैल गया। अपने परमाणु परीक्षण के चलते भारत को कई देशों के प्रतिबंधों और रेटिंग में गिरावटों का सामना करना पड़ा, जिसे देखते हुए विदेशों में रिसर्जेंट इंडिया बॉण्ड जारी किए गए।

7. लेकिन इतिहास करवट ले रहा था। 1950 के दशक की शुरुआत से केंद्रीकृत योजना के परिणाम अक्षमताओं, विकृतियों और नीतियों व परिस्थितियों के दुरुपयोग वाली गतिविधियों के रूप में सामने आए। 1990 के दशक की शुरुआत में, भारत को भुगतान संतुलन के गंभीर संकट का सामना करना पड़ा। यद्यपि इसकी शुरुआत तो खाड़ी युद्ध, तत्कालीन यूएसएसआर के विघटन, कच्चे तेल की कीमतों में वृद्धि और आवक धन-प्रेषणों के सूखने जैसे बाहरी कारणों के चलते हुई, भारतीय अर्थव्यवस्था के तत्संबंधी आधारभूत पक्षों की अव्यवहार्यता एकदम साफ़ थी। 1990 के दशक के बाकी हिस्सों में सुधारों की एक विस्तृत श्रृंखला और बाजारोन्मुखता और खुलेपन की दिशा में विकास रणनीति में परिवर्तन द्वारा संरचनात्मक सामंजस्य किया गया। जैसा कि आरसीएफ ने उल्लेख किया है, अर्थव्यवस्था ने नई सहस्राब्दी की दहलीज पर अत्यंत सुदृढ़ता और गतिशीलता दर्शाई और इसने आरसीएफ के विषय हेतु आधार दिया। परिणाम यह हुआ कि, इस नए मोड़ के बाद आने वाले आरसीएफ के अंकों ने परिवर्तन के मूलतत्त्व को आत्मसात किया। अगले दशक में, अन्य विकासपरक विषय भी लिए गए: वित्तीय क्षेत्र और बाजार एकीकरण; वृद्धि को पुनर्जीवन; सुधार प्रक्रिया और उसके परिणामों का आकलन; एक खुली अर्थव्यवस्था वाली संरचना में बाह्य क्षेत्र का प्रबंधन; मौद्रिक नीति का विकास; भारत में केंद्रीय बैंकिंग का विकास; वित्तीय बाजारों का विकास और केंद्रीय बैंक की भूमिका; भारत में बैंकिंग क्षेत्र के सामने उभरते मुद्दे और चुनौतियां; और वैश्विक वित्तीय संकट और भारतीय अर्थव्यवस्था। अंतिम प्रकाशित आरसीएफ वर्ष 2013 में था और इसने वित्तीय-मौद्रिक समन्वय के विषय को संबोधित किया। तब से, एक विराम चल रहा है।

8. आरसीएफ को विषय और दिशा देने के लिए कड़ी मेहनत करने वाले और बाद में मेरे साथ काम करने वालों में से कइयों ने कहा कि उनके अंदर एक प्रबल इच्छा प्रसुप्त है कि इसे पुनर्जीवित करें और इस प्रकार एक ऐसी परंपरा को पुनर्प्रतिष्ठित करें जो रिजर्व बैंक जितनी ही पुरानी है। वे अक्सर मुझसे कहते कि जॉन मेनार्ड कीन्स द्वारा लिखी गई इंडियन करेंसी एंड फाइनेंस नामक

पुस्तक से वे प्रेरणा लेते हैं जो उन्होंने 1908 में ब्रिटिश सिविल सेवा छोड़ने के बाद लिखी और जो लंदन स्कूल ऑफ इकोनॉमिक्स और कैम्ब्रिज यूनिवर्सिटी में भारतीय मौद्रिक मुद्दों पर व्याख्यान देते थे। यह 1913 में उनकी पहली प्रकाशित पुस्तक थी, इसके प्रकाशन में इस कारण से कुछ जल्दी की गई कि उन्हें उस वर्ष रॉयल कमीशन ऑन इंडियन करेंसी एंड फाइनेंस में एक पद की पेशकश की गई थी, जो उनके लिए नीति को प्रभावित करने का एक बड़ा अवसर था। यह पुस्तक उस समय की भारतीय मुद्रा और बैंकिंग प्रणाली की अपनी समीक्षा के लिए अलग पहचान रखती है। इसके कुछ अमूल्य रत्न इस प्रकार हैं: इस परिकल्पना को ध्वस्त करना कि देश के विदेशी व्यापार के लिए एक मूल्यहास वाली मुद्रा फायदेमंद है, और इसके बजाय इसके मुद्रास्फीतीय परिणामों पर ध्यान ले जाना; स्वर्ण मान (गोल्ड स्टैंडर्ड) के बजाय उस समय भारत के स्वर्ण विनिमय मान की उपयुक्तता; किसी धातु मानक की तुलना में एक कागजी मुद्रा प्रणाली में लोच का लाभ; और ब्याज दरों को उन वर्षों के प्रचलित स्तर की तुलना में और अधिक उचित स्तर तक कम करने की आवश्यकता।

9. जिस बात ने मुझे प्रभावित किया, वह थी भारत के लिए एक केंद्रीय बैंक (उन्होंने इसे स्टेट बैंक कहा) के लिए उनकी वकालत: "ऐसा बैंक, जो अपने लेनदेन को बैंकिंग सिद्धांतों और व्यवसाय तक ही सीमित रखता हो, और संसद के अधिनियम द्वारा स्थापित हो और पर्याप्त पूंजी के साथ, विवेकपूर्ण प्रबंधन और नियंत्रण के तहत, भारतीय वाणिज्य के समग्र उन्नयन के लिए इस देश की अतिरिक्त पूंजी के एक हिस्से के नियोजन में सहायता देकर, भारत की मौद्रिक प्रणाली को स्थिरता देकर, और उन सामयिक उतार-चढ़ावों को रोककर, जो इसे अभी झेलने पड़ रहे हैं, यह सार्वजनिक कल्याण का एक माध्यम बने..."। पुस्तक के अंत में उन्होंने अपने अनुभवों से भारतीय बैंकिंग और वित्तीय प्रणाली का स्पष्ट विश्लेषण किया जो शायद आज भी उतना ही प्रासंगिक है: भारतीय प्रणाली अत्यधिक सुसंगत है। प्रणाली (सिस्टम) का हर हिस्सा किसी न किसी हिस्से में फिट बैठता है ... लेकिन प्रणाली की जटिलता और सुसंगतता को ऐसे किसी के लगातार ध्यान की आवश्यकता होती है जो उसके अंगों के गुण-दोषों को बताता रहे। यह भारतीय वित्त का अनूठापन नहीं है। यह सभी मौद्रिक समस्याओं की विशेषता है ... मैं यह जोर देकर कहना चाहूंगा कि, अपने स्वर्ण-विनिमय मान में, और जिस तंत्र का इसे सहयोग प्राप्त है, भारत, असंगति से बहुत दूर, मौद्रिक प्रगति में अग्रणी है। लेकिन अपनी बैंकिंग व्यवस्थाओं में, अपने नोट निर्गम के प्रबंधन में, और अपनी सरकार के मुद्रा बाजार के संबंधों में, उसकी स्थिति असंगत है; और अन्यत्र जो कुछ किया जाता है, उससे उसे बहुत कुछ सीखना है।" रिजर्व बैंक में पेशेवर अनुसंधान पर कीन्स की पहली पुस्तक का प्रभाव वाकई इतना गहरा था कि स्वतंत्रता के बाद के प्रारंभिक दशक में, मुद्रा और वित्त पर रिपोर्ट (रिपोर्ट ऑन करेंसी एंड फाइनेंस) के एक खंड को भारतीय मुद्रा और वित्त (इंडियन करेंसी एंड फाइनेंस) कहा जाता था।

10. मुद्रा और वित्त पर रिपोर्ट को फिर से शुरू करने की प्रेरणा अंदर से आई। हमारी अनुसंधान टीम उत्साहपूर्ण युक्तियों के साथ मेरे पास आती और इतिहास व परंपरा दोनों का समान रूप से आवाहन करते हुए आंतरिक अनुसंधान और विचारों के विकास को अभिव्यक्ति देने की बात कही जाती जिसे कई बार मैंने अपने आस-पास के परिवेश के समकालीन घटनाक्रम को पूर्वसूचित करता हुआ पाया। और जब रिजर्व बैंक को लंबे समय से देख रहे एक प्रमुख विचारक का एक मृदु प्रोत्साहन मिला, तो मैं सहमत हो गया³। हमने एक विषय की खोज की और भारत के मुद्रास्फीति लक्ष्य के अनिवार्य पुनर्मूल्यांकन के क्रम में मौद्रिक नीति संरचना की व्यापक समीक्षा से बेहतर और क्या हो सकता था! यह एक उपयुक्त विषय है। इस प्रमुख संरचनात्मक सुधार के

3 बिजनेस स्टैंडर्ड में 3 टी सी ए श्रीनिवास राघवन, 18 जनवरी, 2020

लगभग पाँच वर्षों के अनुभव के साथ, मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण अब रिज़र्व बैंक की एक उपलब्धि है, बावजूद इसके कि इसको लेकर प्रारंभ में काफ़ी संशय और हिचकिचाहट थी, जो कि मुझे लगता है, अभी भी है। हालाँकि, कोविड-19 के आने तक, घरेलू और बाहरी दोनों पक्षों से इसे अंतरराष्ट्रीय निवेशकों, विश्लेषकों और बहुपक्षीय संस्थानों की अच्छी स्वीकार्यता और यहाँ तक कि सराहना भी मिली थी। पारदर्शिता, उत्तरदायित्व और संप्रेषण की स्पष्टता के पक्ष में एक औपचारिक संरचना होने के नाते, व्यावहारिक दैनिक केंद्रीय बैंकिंग के कार्य में हम इसकी बारीकियों और उनके परस्पर आदान-प्रदान के साथ जूझते आ रहे हैं। कुछ जोरदार बहस इस बात पर भी हुई है कि इस संरचना द्वारा मूल्य स्थिरता को दी गई प्रधानता तथा मजबूत व निरंतर विकास, जो कि किसी उदीयमान अर्थव्यवस्था के लिए बहुत आवश्यक है, की साथ चलने वाली और प्रायः हावी हो जाने वाली चिंताओं के बीच भारतीय रिज़र्व बैंक कैसे सामंजस्य स्थापित करेगा। लगभग इसी समय कई प्रमुख केंद्रीय बैंक भी संरचनाओं की समीक्षा कर रहे थे।

11. कोविड-19 महामारी के प्रकोप ने जीवन और आजीविका को अस्त-व्यस्त कर दुनिया के लोगों को भीषण तनाव में ला दिया, जिससे बाध्य होकर राजकोषीय, मौद्रिक और वित्तीय नीतियों को अपनी मानक संचालन प्रक्रियाओं से बाहर जाकर अभूतपूर्व कार्रवाईयां करनी पड़ीं। हम में से कुछ संक्रमित थे, कुछ अस्पताल में भर्ती थे और हम सभी खतरे में जी रहे थे। फिर भी, हम बच गए और इसकी कहानी सुना रहे हैं।

12. देश के अनुभव पर आधारित, 1998-99 में शुरू हुई थीम-आधारित संस्करणों में इस 12वीं रिपोर्ट के विचार का विषय है 2016 में भारत के लिए मौद्रिक नीति संरचना के रूप में अधिनियमित लचीली मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण (एफआईटी) संरचना, भारतीय संदर्भ में इसकी प्रासंगिकता और आगे का रास्ता। रिपोर्ट निम्नलिखित का मूल्यांकन कर रही है : मुद्रास्फीति लक्ष्य का स्तर और उभरती समष्टि-आर्थिक और वित्तीय स्थितियों में इसकी उपयुक्तता की दृष्टि से इसके आस-पास का सह्य दायरा, वृद्धि का उद्देश्य और एफआईटी के साथ दोहरे अनिवार्यताओं की परंपरा में इसकी संगति, परिचालन प्रक्रिया और संचरण के मुद्दे, प्रक्रियात्मक और संस्थागत प्रक्रियाओं से जुड़े विषय और वैश्वीकृत वातावरण में मौद्रिक नीति के संचालन को प्रभावित करने वाले मुद्दे। यह सब एक ऐतिहासिक परिप्रेक्ष्य में रखा गया है जो उन परिस्थितियों को दर्शाता है जिनके तहत मौद्रिक नीति संरचना एक अनिवार्यता बन गई, कुछ पूर्व-शर्तों और विधायी प्रक्रियाओं की क्रमिक और नपी-तुली स्थापना जो इसके परिचालन और उत्तरदायित्व के लिए कानूनी संस्थागत व्यवस्थाओं को लागू करती है, और नई संरचना के अनुभव का आकलन। आख्यान में उन कठिन चुनौतियों का स्पष्ट चित्रण है, जो इन प्रारंभिक वर्षों में, विशेष रूप से वैश्विक वातावरण में हमें पेश आई, साथ ही साथ इसे अपनाने से हुए अप्रत्याशित लाभों का भी। पर एक महत्वपूर्ण सतर्कता जो ध्यान में यहाँ रखनी है, वह यह है कि डेटा संग्रह, सुसंगति, कवरेज और गुणवत्ता में समस्याओं के कारण इन विश्लेषणों और आख्यानो में कोविड-19 महामारी वाली अवधि शामिल नहीं है।

13. अंत में, पेशेवर अनुसंधान कर्मियों की टीम पर कुछ शब्द कहना उचित होगा जिन्होंने महामारी के समय में अथक प्रयास से विचारों के विकास को एक साकार रिपोर्ट में बदला। विषय (थीम)-आधारित रिपोर्टों का उद्देश्य विश्लेषणात्मक जाँच और आँकड़ा-आधारित प्रमाणीकरण वाली नीति-उन्मुख अनुसंधान ऊर्जा को राष्ट्रीय स्तर पर ध्यान आकर्षित करने वाले सामयिक मुद्दों के रूप में लाना है। इसका उद्देश्य प्रत्येक परीक्षण योग्य परिकल्पना का सत्यापन तथ्यों से करना और निष्कर्षों को सार्वजनिक क्षेत्र में रखना है ताकि सार्वजनिक पाठकों को समसामयिक घटनाक्रमों की पृष्ठभूमि में विषय का अपनी संपूर्णता में एक व्यापक, संतुलित और गहन मूल्यांकन प्रदान किया जा सके। दैनिक आधार पर जनता का ध्यान खींचने वाले मौद्रिक नीति के मुद्दे और एक नई मौद्रिक नीति संरचना के अंतर्गत पहले के कुछ वर्ष अनुसंधान ऊर्जाओं को एक उपयोगी सार्वजनिक जुड़ाव की ओर मोड़ने का एक समृद्ध अवसर इस आरसीएफ को प्रदान करते हैं।

14. आरबीआई की टीम ने लगातार मेहनत की, महामारी के चलते आई हर बाधा व हर कठिनाई को चुनौती दी, और साथ ही बड़ी कर्मठता से अन्य प्रमुख रिपोर्टों, सांख्यिकी व सर्वेक्षणों, और मौद्रिक नीति समिति को दी जाने वाली प्रस्तुतियों सहित दूसरे सभी कार्यों की समबद्धता का ध्यान रखा। थीम के लिए प्रासंगिक विभिन्न मुद्दों पर दृष्टिकोणों की विविधता और मतभेदों के साथ टीम के सदस्यों ने एक-दूसरे को भी चुनौती दी। वरिष्ठों ने अपने युवा सहकर्मियों का मार्गदर्शन किया और इससे न केवल विविधता बल्कि निरंतरता और अतिरिक्त लोगों को तैयार करने में भी मदद मिली। उधर से हमारे युवा पेशेवर अनुसंधानकर्ता नए विचार लेकर आए और पारंपरिक धारणाओं को चुनौती दी। विचारों के इस प्रतिस्पर्धी विकास ने मुझे मुग्ध किया और मेरी सराहना भी अर्जित की।

15. हर संकट उपयोगी सीख देता है। कोविड-19 महामारी ने पारंपरिक और अपरंपरागत दोनों नीतियों की हदें परख ली हैं। खास तौर पर, मौद्रिक नीति प्राधिकारी, दुनिया भर में निर्णायक मोड़ पर हैं। ऋणात्मक ब्याज दरें, मात्रात्मक और ऋण सुलभता जैसी घटनाएं, और दीर्घावधि भावी मार्गदर्शन मानक मॉडलों की परीक्षा ले रही हैं। इसके अलावा, उनके कंधों पर अभूतपूर्व प्रतिसादों का भारी बोझ तथा कुआं और खाई वाली कठिन दुविधा है, अवलंबों को क्रमशः समेटें या नहीं और अगर उन्हें अधिक समय तक नीतिगत अवलंब को जारी रखना पड़े तो आदत-ग्रस्तता के प्रभावों (रैंप इफेक्ट्स) का नैतिक खतरा। इस बीच, एक ही साथ मांग और उत्पादन में कमी, लोगों की जीवन शैली और प्राथमिकताओं में मूलभूत परिवर्तन और उनके आस-पास के परिवेश में विशाल परिवर्तन उनके नीतिगत संरचनाओं को चुनौती दे रहे हैं। इस परिवेश में, मौद्रिक नीति प्राधिकारियों के लिए प्रभावी और प्रासंगिक बने रहने का प्रयास आवश्यक है। यह रिपोर्ट इस अस्तित्ववादी विमर्श में शामिल हो गई है और आशा है कि यह प्रकाश डालेगी न कि उलझाएगी। मैं रिजर्व बैंक की इस टीम के प्रयासों की सराहना करता हूँ और यह रिपोर्ट पाठकों को प्रस्तुत करता हूँ।

शक्तिकांत दास

गवर्नर

26 फरवरी 2021

विषय सूची

	पृष्ठ संख्या
भारत में लचीला मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण (एफआईटी).....	1-40
1 भूमिका	1
2 प्रारंभिक शर्तें	7
3 पूर्व शर्तें	17
4 एफआईटी के साथ अनुभव.....	22
5 निष्कर्ष	38
 अध्याय II: मौद्रिक नीति के लक्ष्य.....	 41-84
1 भूमिका	41
2 देश का अनुभव	43
3 मुद्रास्फीति लक्ष्य	47
4 सहनशीलता स्तर	51
5 भारत की मुद्रास्फीति प्रक्रिया की अन्य विशेषताएं.....	59
6 वृद्धि का उद्देश्य	67
7 निष्कर्ष	71
 अध्याय III: मौद्रिक नीति के निर्णय लेने की प्रक्रिया.....	 85-121
1 भूमिका	85
2 एमपीसी के साथ अनुभव: मतदान का स्वरूप (2016-2020)	88
3 पूर्वानुमान कार्य-निष्पादन, संचार और पारदर्शिता का मूल्यांकन	93
4 भारत में एमपीसी के लिए क्या कारगर है	99
5 क्या बदलने की आवश्यकता है	103
6 निष्कर्ष	111
 अध्याय IV: मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रिया.....	 122-165
1 भूमिका	122
2 कुछ शोधपरक तथ्य	123
3 परिचालन प्रक्रिया और संचरण चैनलों का परिष्करण	140
4 निष्कर्ष	154

	पृष्ठ संख्या
अध्याय V: मुक्त अर्थव्यवस्था लचीली मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण	166-186
1 भूमिका	166
2 उदारता : कुछ शोधपरक तथ्य.....	167
3 विनिमय दर का गति सिद्धांत और एफआईटी	169
4 मुक्त अर्थव्यवस्था टेलर नियम.....	176
5 निष्कर्ष	181

बॉक्स की सूची

क्रम संख्या	विवरण	पृष्ठ संख्या
I.1	देश की संरचना समीक्षा से अंतर्दृष्टि	2
I.2	भारत में मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण पर विचारों का विकास	5
II.1	भारत में रुझान मुद्रास्फीति	50
II.2	भारत के लिए सीमा मुद्रास्फीति का अनुमान	52
II.3	भारत में एफआईटी के दौरान मुद्रास्फीति अपेक्षाओं का स्थिरीकरण.....	65
III.1	मौद्रिक नीति समिति की मौद्रिक नीति प्रक्रिया.....	86
III.2	मुद्रास्फीति और वृद्धि पूर्वानुमान की प्रक्रिया.....	87
III.3	खाद्य और ईंधन के झटकों का मूल मुद्रास्फीति में संचरण	109
IV.1	चलनिधि प्रबंधन फ्रेमवर्क	124
IV.2	डब्ल्यूएसीआर की अस्थिरता- प्रमुख निर्धारक	130
IV.3	परिचालन लक्ष्य के लिए नीति संचरण.....	134
IV.4	अन्य बाजारों में संचरण	136
IV.5	एफआईटी के दौरान मौद्रिक नीति संचरण में बाधाएं.....	146
V.1	आईएनआर अस्थिरता के प्रेरक	170
V.2	जोखिम प्रीमियम के लिए आईएनआर की संवेदनशीलता	173
V.3	एफआईटी के दौरान खरीद/बिक्री की प्रभावशीलता	174
V.4	एफआईटी के दौरान प्रभावी विनिमय दर.....	177
V.5	भारत के लिए मुक्त अर्थव्यवस्था टेलर नियम अनुमान	179

सारणियों की सूची

क्रम संख्या	विवरण	पृष्ठ संख्या
I.1	मौद्रिक नीति प्रतिक्रिया कार्य (2000-01 से 2010-11).....	12
I.2	भारत में एफआईटी में संक्रमण.....	23
I.3	हेडलाइन मुद्रास्फीति - मुख्य सारांश सांख्यिकी	24
I.4	सीपीआई-सी मुद्रास्फीति घटक, कृषि विकास और अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतें - स्तर और अस्थिरता	26
I.5	मुख्य और मुख्येतर मुद्रास्फीति गतिशीलता.....	27
I.6	एफआईटी के अंतर्गत प्रमुख समष्टिआर्थिक संकेतक - स्तर और अस्थिरता	35
I.7	मौद्रिक नीति प्रतिक्रिया कार्य (प्रथम एमपीसी का कार्यकाल)#	37
II.1	मुद्रास्फीति लक्ष्य और ईएमई के लिए सहनशीलता बैंड	46
II.2	भारत का रुझान मुद्रास्फीति अनुमान	48
II.3	भारत की सीमा मुद्रास्फीति अनुमान	54
II.4	एफआईटी के पहले और बाद के दौरान विभिन्न खाद्य उप-समूहों का प्रदर्शन.....	55
II.5	मुद्रास्फीति पूर्वानुमान और पूर्वानुमान क्षितिज की सटीकता, निष्पक्षता, दक्षता और स्वतः सहसंबंध	59
II.6	मुद्रास्फीति की निरंतरता का अनुमान	60
II.7	मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं (आईई) और वास्तविक मुद्रास्फीति के बीच सहसंबंध.....	65
II.8	औसत सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि और संबंधित संकेतक	71
III.1	नीतिगत दर पर एमपीसी सदस्यों के मतदान रिकॉर्ड	88
III.2	मौद्रिक नीति रुख पर एमपीसी सदस्यों के मतदान रिकॉर्ड	89
III.3	एमपीसी मतदान सारांश.....	89
III.4	आरबीआई प्री-एफआईटी और एफआईटी के लिए ईजी सूचकांक	98
III.5	मौद्रिक नीति निर्णायक समितियों की संरचना.....	100
III.6	एमपीसी की निर्णय लेने की प्रक्रिया	100
III.7	केंद्रीय बैंकों में मौद्रिक नीति पारदर्शिता और संचार	101
III.8	जवाबदेही तंत्र.....	102
III.9	कामबंदी अवधि कार्यप्रणाली: प्रमुख केंद्रीय बैंक.....	104
III.10	मौद्रिक नीति निर्णय लेने के लिए समितियों का कार्यकाल.....	104
III.11	संचार नीति दस्तावेज़ की सामग्री	105

क्रम संख्या	विवरण	पृष्ठ संख्या
III.12	नीति घोषणा का समय.....	106
III.13	नीति दर पथ पर मार्गदर्शन प्रदान करने वाले केंद्रीय बैंक.....	107
III.14	विफलता की परिभाषा.....	107
III.15	उच्च खाद्य कीमत मुद्रास्फीति के प्रकरण.....	108
III.16	कम खाद्य मूल्य मुद्रास्फीति की घटनाएँ.....	109
IV.1	परिचालन संरचना में सुधार.....	124
IV.2	एकदिवसीय मुद्रा बाजार खंड में हिस्सेदारी.....	125
IV.3	परिचालन लक्ष्य और मौद्रिक कुशलता.....	126
IV.4	चलनिधि प्रबंधन लिखत.....	131
IV.5	परिष्करण परिचालन.....	132
IV.6	प्रमुख चलनिधि संकेतक (अवधि औसत).....	133
IV.7	नीतिगत दर में परिवर्तन.....	133
IV.8	वित्तीय बाजार खंड में नीतिगत संचरण.....	136
IV.9	रिपो दर से बैंकों की जमाराशियों और उधार ब्याज दरों में संचरण.....	138
IV.10	बैंक समूहों में संचरण - नीति चक्रों को सख्ती और नरमी.....	139
IV.11	बाजार समय.....	144
IV.12	आंतरिक और बाह्य बेंचमार्क से जुड़े ऋणों का अनुपात.....	149
V.1	भारत के बाहरी अति संवेदनशील संकेतक.....	168
V.2	अतिरिक्त पूंजी प्रवाह की घटनाएं.....	169
V.3	आरक्षित मुद्रा तथा स्थिर चलनिधि के प्रेरक.....	174
V.4	भारतीय संदर्भ में चुनिंदा अध्ययनों से ईआरपीटी अनुमान.....	176

चार्ट की सूची

क्रम संख्या	विवरण	पृष्ठ संख्या
I.1	चुनिन्दा अर्थव्यवस्थाओं में मुख्य नीतिगत दर	1
I.2	वैश्विक पण्य मूल्य, घरेलू मुद्रास्फीति और वृद्धि	4
I.3	मुद्रास्फीति और वृद्धि – भारत बनाम वैश्विक	8
I.4	चलनिधि, आस्ति मूल्य और मुद्रास्फीति	9
I.5	आईआईपी में वृद्धि : पुरावी और संशोधित शृंखला	9
I.6	डबल्यूपीआई मुद्रास्फीति , सीपीआई मुद्रास्फीति और मुद्रास्फीति अपेक्षाएँ.....	10
I.7	डबल्यूपीआई खाद्येतर गैर -ईंधन मुद्रास्फीति का ऐतिहासिक अपघटन	11
I.8	नीतिगत दर, सीआरआर और एसएलआर	11
I.9	अनुमानित नीतिगत दर (डबल्यूपीआई और सीपीआई के साथ)	12
I.10	विलंबित नीति प्रतिक्रिया के निहितार्थ (विलंब के साथ प्रतिक्रिया और बिना देरी के अंतर)	14
I.11	डबल्यूपीआई और जीडीपी डीप्लेटर.....	15
I.12	आस्ति और हाउसहोल्ड बचतों पर रिटर्न	15
I.13	जीएफडी , सार्वजनिक निवेश, सीएडी और सोने का आयात	16
I.14	विनिमय दर और फोरेक्स रिजर्व में गतिविधि	16
I.15	रिपो दर, एमएसएफ दर और डबल्यूएसीआर	17
I.16	परिदृश्य – सामयिक और सतत खाद्य मूल्य आघात	19
I.17	ग्लाइड पाथ / मुद्रास्फीति लक्ष्य की तुलना में हेडलाइन मुद्रास्फीति.....	20
I.18	केंद्र सरकार सकल राजकोषीय घाटा	20
I.19	क्यूपीएम – फीडबैक तंत्र और प्रसार.....	21
I.20	सीपीआई हेडलाइन की केरनेल डेनसिटी और उप समूह मुद्रास्फीति.....	25
I.21	घरेलू सीपीआई और वैश्विक पण्य मूल्य मुद्रास्फीति.....	26
I.22	घरेलू सीपीआई मुख्य और वैश्विक गैर -खाद्य पण्य मूल्य मुद्रास्फीति.....	27
I.23	संगत खाद्य मूल्य	28
I.24	राज्य -वार मुद्रास्फीति अंतर और इसके केरनेल डेंसिटी कार्य	29
I.25	सीपीआई मुद्रास्फीति : ग्रामीण बनाम शहरी	30
I.26	जीडीपी वृद्धि और बचत -निवेश दर की प्रवृत्ति	31
I.27	बैंक जमा, धन और ऋण में वृद्धि	32

क्रम संख्या	विवरण	पृष्ठ संख्या
I.28	रोजगार और पूंजी स्टॉक और जीवीए में उनका योगदान.....	32
I.29	श्रम बल सहभागिता और भारत में श्रम उत्पादकता.....	33
I.30	वृद्धिशील पूंजी उत्पादन अनुपात (आईसीओआर).....	33
I.31	जनसांख्यिकीय विकास.....	34
I.32	विकास पर बाहरी दबाव.....	34
I.33	हेडलाइन मुद्रास्फीति की गतिविधियां.....	35
I.34	एमपीसी वेटिंग पैटर्न में असहमति की डिग्री.....	36
I.35	नीतिगत दर विचलनों की तुलना में मुद्रास्फीति गैप और सामान्यीकरण उत्पादन गैप का योगदान.....	37
II.1	आईटी देशों में मुद्रास्फीति लक्ष्य.....	43
II.2	मुद्रास्फीति लक्ष्यों का उद्भव.....	44
II.3	मुद्रास्फीति लक्ष्य और सहनशीलता बैंड में परिवर्तन.....	45
II.4	मुद्रास्फीति लक्ष्य का पुनर्निर्माण.....	47
II.5	रुझान मुद्रास्फीति का आंकलन.....	48
II.6	सीपीआई मुद्रास्फीति में संरचनात्मक अंतराल.....	49
II.7	भारत में सीपीआई मुद्रास्फीति के प्रमुख संघटकों का वितरण.....	55
II.8	हेडलाइन मुद्रास्फीति में योगदान.....	56
II.9	हेडलाइन मुद्रास्फीति में अस्थिरता में योगदान.....	56
II.10	ईंधन की कीमतों में उच्च अस्थिरता और असममित प्रभाव अंतरण.....	57
II.11	आपूर्ति आघात और मुद्रास्फीति पर उनका प्रभाव.....	58
II.12	मुद्रास्फीति के चक्रीय संघटक का वितरण.....	58
II.13	मुद्रास्फीति रुझान, दृढ़ता और अस्थिरता.....	61
II.14	चुनिंदा उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) में मुद्रास्फीति की अपेक्षाएं.....	62
II.15	चुनिंदा उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (एई) में मुद्रास्फीति की उम्मीदें.....	63
II.16	हाउसहोल्ड मुद्रास्फीति धारणा बनाम वास्तविक मुद्रास्फीति.....	64
II.17	मुद्रास्फीति अपेक्षाएं : अन्य घटकों की तुलना में हाउसहोल्ड.....	64
II.18	एफआईटी अवधि के पहले और बाद की अवधि के दौरान सीपीआई मुद्रास्फीति और मुद्रास्फीति की अपेक्षाएं.....	65
II.19	उत्पादन-अंतराल और वास्तविक नीतिगत दर.....	69
II.20	मुद्रास्फीति की निष्क्रिय सहनशीलता (आघात: एक प्रतिशत बिंदु).....	70

क्रम संख्या	विवरण	पृष्ठ संख्या
III.1	एमपीसी सदस्यों के वक्तव्यों में मुद्रास्फीति और वृद्धि की चर्चाओं का अंश.....	91
III.2	मौद्रिक नीति के रुख/ निभाव पर वर्ड क्लाउड्स, अक्तूबर 2016 - मार्च 2020.....	91
III.3	एमपीसी नीति के रुख/ निभाव पर वर्ड काउंट, अक्तूबर 2016 - मार्च 2020	92
III.4	नीतिगत बैठकें और एमपीसी असहमति मत.....	93
III.5	एफआईटी के दौरान वास्तविक बनाम पूर्वानुमानित मुद्रास्फीति	94
III.6	प्रॉजेक्शन होरीज़ोन में एफआईटी के दौरान मुद्रास्फीति पूर्वानुमान त्रुटियाँ	95
III.7	जीडीपी वृद्धि में संशोधन.....	95
III.8	एफआईटी के दौरान वास्तविक बनाम पूर्वानुमानित जीडीपी वृद्धि.....	96
III.9	प्रॉजेक्शन होरीज़ोन में जीडीपी वृद्धि पूर्वानुमान त्रुटियाँ.....	96
III.10	केंद्रीय बैंकों का ईजी पारदर्शिता सूचकांक.....	97
III.11	1-महीने और 3-महीने की ओआईएस दर: प्री-एफआईटी और एफआईटी.....	98
III.12	रेपो दर: एसपीएफ पूर्वानुमान बनाम वास्तविक	98
III.13	नीतिगत दिवस से एक दिन पूर्व मीडिया का मनोभाव.....	99
IV.1	कॉरीडोर कुशलता	126
IV.2	कॉरीडोर चौड़ाई और डबल्यूएसीआर अस्थिरता	127
IV.3	कॉरीडोर चौड़ाई का विकास.....	128
IV.4	आरक्षित निधि अनुरक्षण	128
IV.5	डबल्यूएसीआर की अनुमानित अस्थिरता (आईजीएआरसीएच).....	129
IV.6	नीतिगत कॉरीडोर की तुलना में डबल्यूएसीआर.....	141
IV.7	जमा/निधियों की लागत और नीतिगत रिपो दर.....	150
V.1	भारत का उदारता संकेतक	167
V.2	ईएमई के लिए निवल पूंजी प्रवाह.....	168
V.3	एफआईटी के दौरान भारत का विदेशी व्यापार.....	168
V.4	भारत में पूंजी प्रवाह में अस्थिरता.....	169
V.5	विनिमय दर अस्थिरता	170
V.6	अल्पावधि ब्याज दर (भारत – अमेरिका) और आईएनआर विनिमय दर में विभेदक	172
V.7	डॉलर / रुपए पर ब्याज दर विभेदक और फॉरवर्ड प्रीमिया.....	172
V.8	कुल आस्तियों में विदेशी मुद्रा आस्तियों का हिस्सा (जून को समाप्त).....	173
V.9	एमसीआई में गति.....	179

अनुबंध

क्रम संख्या	विवरण	पृष्ठ संख्या
II.1	अनुभवजन्य साहित्य में भारत के लिए सीमा मुद्रास्फीति अनुमान	76
II.2	एक समष्टिआर्थिक संरचना में इष्टतम मुद्रास्फीति	77
II.3	आपूर्ति आघात निम्नतर सहनशीलता बैंड	79
II.4	मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण देशों के लिए मौद्रिक नीति के उद्देश्य	80
II.5	मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण व्यवस्था के दौरान संरचनात्मक सुधार	83
III.1	मौद्रिक नीति समिति - प्रक्रियाओं पर संवैधानिक प्रावधान	114
III.2	एमपीसी के मतदान स्वरूप (अक्टूबर 2016-मार्च 2020).....	117
III.3	केंद्रीय बैंक पारदर्शिता सूचकांक	118
III.4	मॉडल एमपीसी संचार दस्तावेज़	120
IV.1	मौद्रिक नीति परिचालन संरचना - मुख्य विशेषताएं	160
IV.2	उत्पादन और कीमतों के लिए संचरण में अंतराल: बहुराष्ट्रीय साक्ष्य.....	162
IV.3	ऋण पर ब्याज दरों के लिए बेंचमार्क.....	164
V.1	भारत के रिज़र्व पर्याप्तता संकेतक - बेंचमार्क के साथ तुलना	186

संक्षेपाक्षर की सूची

एबीएम	एजेंट आधारित मॉडल	सीएफएम	पूंजी प्रवाह प्रबंधन उपाय
एडीबी	एशियाई विकास बैंक	सीएफटी	आतंकवाद वित्तपोषण का मुकाबला करना
एई	उन्नत अर्थव्यवस्थायें	सीआईसी	संचलन में मुद्रा
एआईसी	अकाइके सूचना मानदंड	सीपीआई	उपभोक्ता मूल्य सूचकांक
एएमएल	धन-शोधन निवारण	सीपीआई-सी	उपभोक्ता मूल्य सूचकांक - संयुक्त
एआरसीएच	ऑटोरेग्रेसिव कंडीशनल हेट्रोस्केडेस्टिसिटी	सीपीआई-आईडब्ल्यू	औद्योगिक कामगारों के लिए उपभोक्ता मूल्य सूचकांक
एआरसीएच -एलएम	ऑटोरेग्रेसिव कंडीशनल हेट्रोस्केडेस्टिसिटी – लंग्रेज मल्टीप्लायर	सीपी	वाणिज्यिक पत्र
एआरडीएल	स्वतः प्रतिगामी वितरित अंतराल	सीआरओएमएस	क्लियरकॉर्प रिपो ऑर्डर मैचिंग सिस्टम
एआरईईआर	विनिमय व्यवस्था और विनिमय प्रतिबंध संबंधी वार्षिक रिपोर्ट	सीआरआर	आरक्षित नकदी निधि अनुपात
एआरएमए	ऑटो-रिग्रेसिव मूविंग एवरेज	सीआरएस	कॉन्सटेंट रिटर्न टू स्केल
एक्यूआर	आस्ति गुणवत्ता समीक्षा	सीएसओ	केंद्रीय सांख्यिकीय कार्यालय
बीआईएस	अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक	डीईपीआर	आर्थिक और नीति अनुसंधान विभाग
बीओई	बैंक ऑफ इंग्लैंड	डीएफएम	गतिशील कारक मॉडल
बीओजे	बैंक ऑफ जापान	डीआई	विविधता सूचकांक
बीओके	बैंक ऑफ कोरिया	डीएसजीई	डायनेमिक स्टोचस्टिक जनरल इक्वीलिब्रियम
बीओपी	भुगतान संतुलन	डीएसआईएम	सांख्यिकी और सूचना प्रबंध विभाग
बीपीएलआर	बेंचमार्क मूल उधार दर	डीडब्ल्यू	डर्बिन-वाटसन
बीपीएस	आधार अंक	डीएक्सवाई	यूएस डॉलर सूचकांक
बीएसपी	बैंको सेंट्रल इंग पिलिपिनास	ईसी	त्रुटि में सुधार
सीएबीजीडीपी	जीडीपी अनुपात की तुलना में चालू खाता शेष	ईसीबी	यूरोपीय केंद्रीय बैंक
सीएडी	चालू खाता घाटा	ईसीटी	त्रुटि सुधार अवधि
सीएसए	चालू खाता और बचत खाता	ईएलबी	विस्तारित निचली सीमा
सीबीडीसी	केंद्रीय बैंक की डिजिटल मुद्रा	ईएमडीई	उभरती बाजार और विकासशील अर्थव्यवस्थाएं
सीबीएलओ	संपार्श्विकीकृत उधार लेन-देन संबंधित दायित्व	ईएमई	उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएं
सीडी	जमा - प्रमाणपत्र	ईआरएम	विनिमय दर प्रक्रिया
		ईआरपीटी	विनिमय दर के प्रभाव का अंतरण
		ईआरवी	विनिमय दर की अस्थिरता

ईडब्ल्यूएमए	एक्सपोनेंशियल वेटेड मूविंग एवरेज	आई-जीएआरसीएच	एकीकृत – जीआरसीएच
एफएक्यू	अक्सर पूछे जाने वाले प्रश्न	आईबीए	भारतीय बैंक संघ
एफबीआईएल	भारतीय वित्तीय बेंचमार्क प्राइवेट लिमिटेड	आईबीसी	दिवाला और शोधन अक्षमता संहिता
एफडीआई	प्रत्यक्ष विदेशी निवेश	आईसीओआर	वृद्धिशील पूंजी उत्पाद अनुपात
फिनटेक	वित्तीय प्रौद्योगिकी	आईडीजी	अंतर-विभागीय समूह
एफआईटी	लचीला मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारण	आईई	मुद्रास्फीति प्रत्याशा
एफएमओएलएस	पूर्णतया संशोधित साधारण न्यूनतम वर्ग	आईईएसएच	परिवारों का मुद्रास्फीति प्रत्याशा संबंधी सर्वेक्षण
एफओएमसी	संघीय खुला बाजार समिति	आईआईपी	औद्योगिक उत्पादन सूचकांक
एफपीएस	पूर्वानुमान और नीति विश्लेषण प्रणाली	आईएमएफ	अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष
एफपीआई	विदेशी संविभाग निवेश	आईएनआर	भारतीय रुपया
एफआरबीएम	राजकोषीय उत्तरदायित्व और बजट प्रबंधन	आईआरएफ	इमपल्स रिस्पॉंस फंक्शन
एफएसआई	वित्तीय दबाव सूचकांक	आईटी	मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारण
जीएआरसीएच	जनरलाइज्ड ऑटोरेग्रेसिव कंडीशनल हेट्रोस्केडेस्टिसिटी	केएलईएमएस	पूंजी, श्रम, ऊर्जा, सामग्री और सेवाएं
जीडीपी	सकल देशी उत्पाद	एलएएफ	चलनिधि समायोजन सुविधा
जीएफसी	वैश्विक वित्तीय संकट	एलजीडी	चूक पर हानि
जीएफडी	सकल राजकोषीय घाटा	एलआईबीओआर	लंदन अंतर-बैंक प्रस्तावित दर
जीएमएम	जेनेरलाइज्ड मेथड ऑफ मोमेंट्स	एलपीजी	तरलीकृत पेट्रोलियम गैस
जीएनपीए	सकल अनर्जक आस्तियां	एलपीआर	मूल उधार दर
जीओआई	भारत सरकार	एलएसटीआर	सुप्रचालित सुचारु पारगमन प्रतिगमन
जीएसडीपी	सकल राज्य देशी उत्पाद	एलटीआरओ	दीर्घावधि रिपो परिचालन
जी-सेक	सरकारी प्रतिभूतियां	एमआई	मध्यवर्ती निरपेक्ष त्रुटि
जीएसआई	वैश्विक स्पिलओवर इंडेक्स	एमसीआई	मौद्रिक स्थिति सूचकांक
जीएसटी	माल और सेवा कर	एमसीएलआर	निधियों की सीमांत लागत पर आधारित उधार दर
जीवीए	योजित सकल मूल्य	एमसीएमसी	मार्कोव चेन मॉटे कार्लो
एचएफसी	आवास वित्त कंपनी	एमई	मध्यवर्ती त्रुटि
एचएनआई	उच्च मालियत वाले व्यक्ति	एमईएफएस	मध्यम अवधि के व्यय की रूपरेखा का विवरण
एचपी	हॉड्रिक-प्रेसकॉट	एमएफ	पारस्परिक निधि (म्यूचुअल फंड्स)
एचक्यूसी	हन्नान-क्विन मानदंड		

एमआईएफओआर	मुंबई अंतर-बैंक वायदा एकमुश्त दर	ओएमओ	खुले बाजार के परिचालन
एमएम	मुद्रा गुणक	ओटीसी	काउंटर पर
एमओएसपीआई	सांख्यिकी और कार्यक्रम कार्यान्वयन मंत्रालय	पीबीसी	पीपल्स बैंक ऑफ वाइना
एमपीसी	मौद्रिक नीति समिति	पीसीए	त्वरित सुधारात्मक कार्रवाई
एमपीडी	मौद्रिक नीति विभाग	पीडी	चूक की संभाव्यता
एमपीआर	मौद्रिक नीति रिपोर्ट	पीएलआर	मूल उधार दर
एमपीएस	मौद्रिक नीति कार्यनीति	पीओएल	पेट्रोलियम, तेल और चिकनाई के पदार्थ
एमएसई	सूक्ष्म और लघु उद्यम	पीआर	नीतिगत दर
एमएसएफ	सीमांत स्थायी सुविधा	पीएसबी	सार्वजनिक क्षेत्र के बैंक
एमएसएमई	सूक्ष्म, लघु और मध्यम उद्यम	पीएसई	सार्वजनिक क्षेत्र का उद्यम
एमएसपी	न्यूनतम समर्थन मूल्य	ति1	पहली तिमाही
एमएसएस	बाजार स्थिरीकरण योजना	ति2	दूसरी छमाही
एमयूसीएसवी	बहुचर अनदेखे घटक मॉडल	ति3	तीसरी तिमाही
एनबीएआरडी	राष्ट्रीय कृषि और ग्रामीण विकास बैंक	ति4	चौथी तिमाही
एनएवी	निवल आस्ति मूल्य	क्यूपीएम	तिमाही अनुमान मॉडल
एनबीएफसी	गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियां	क्यूक्यूई	मात्रात्मक और गुणात्मक मौद्रिक सुलभता
एनडीए	निवल देशी आस्तियां	आरबीआई	भारतीय रिज़र्व बैंक
एनडीएस	तयशुदा लेनदेन प्रणाली	आरईआईआर	वास्तविक प्रभावी विनिमय दर
एनडीटीएल	निवल मांग और मीयादी देयता	आरएमएसई	मूल औसत सम-स्थिति त्रुटि
एनईईआर	सांकेतिक प्रभावी विनिमय दर	आरपीआई	खुदरा कीमत सूचकांक
एनएफए	निवल विदेशी मुद्रा आस्तियां	आरटीजीएस	तत्काल सकल निपटान
एनएचबी	राष्ट्रीय आवास बैंक	एसएएआर	मौसमी रूप से समायोजित वार्षिकीकृत दर
एनकेपीसी	न्यू केनेसियन फिलिप्स कर्व	एससी	श्वार्ज मानदंड
एनएलएलएस	अरैखिक न्यूनतम वर्ग	एससीबी	अनुसूचित वाणिज्यिक बैंक
एनपीए	अनर्जक आस्तियां	एसडी	मानक विचलन
एनएसओ	राष्ट्रीय सांख्यिकीय कार्यालय	एसडीएफ	स्थायी जमा सुविधा
ओईसीडी	आर्थिक सहयोग और विकास संगठन	एसईबीआई	भारतीय प्रतिभूति और विनिमय बोर्ड
ओआईएस	एकदिवसीय सूचकांकित स्वैप	एसआईडीबीआई	भारतीय लघु उद्योग विकास बैंक
		एसएलआर	सांविधिक चलनिधि अनुपात
		एसएमई	छोटे और मध्यम उद्यम

एसपीडी	एकल प्राथमिक डीलर	यूआईपी	अरक्षित ब्याज दर समता
एसपीएफ	पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं के सर्वेक्षण	यूके	यूनाइटेड किंगडम
एसवीएआर	स्ट्रक्चरल वेक्टर ऑटोरिग्रेशन	यूएमपी	गैर-पारंपरिक मौद्रिक नीति
टीए	तकनीकी सहायता	यूएस	संयुक्त राज्य अमरीका
टी-बिल्स	राजकोष बिल	यूएसडी	यूएस डॉलर
टीएफपी	कुल कारक उत्पादकता	वीएआर	वेक्टर ऑटो रिग्रेशन
टीएलटीआरओ	लक्षित दीर्घावधि रिपो परिचालन	वीएटी	मूल्य वर्धित कर
टीओटी	व्यापार की शर्तें	वीआईएक्स	अस्थिरता सूचकांक
टीआरईपीएस	त्रिपक्षीय रिपो लेन-देन प्रणाली	डबल्यूएसीआर	भारित औसत मांग मुद्रा दर
टीवीएआर	श्रेसहोल्ड वेक्टर ऑटोरिग्रेशन	डबल्यूएडीटीडीआर	भारित औसत देशी मीयादी जमा दर
टीवीपी-वीएआर	समय भिन्न मापदंड- वेक्टर स्वसमाश्रयण	डबल्यूएएलआर	भारित औसत उधार दर
यूसीएसवी	अनदेखे घटक प्रसंभाव्य अस्थिरता	डब्ल्यूपीआई	थोक मूल्य सूचकांक
		डब्ल्यूपीएस	वर्किंग पेपर सीरीज़

इस रिपोर्ट को इंटरनेट पर भी देखा जा सकता है

यूआरएल: www.rbi.org.in

"... और जबकि मौद्रिक नीति का प्राथमिक उद्देश्य विकास के उद्देश्य को ध्यान में रखते हुए मूल्य स्थिरता बनाए रखना है; और जबकि भारत में मौद्रिक नीति ढांचा भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा संचालित किया जाएगा।"

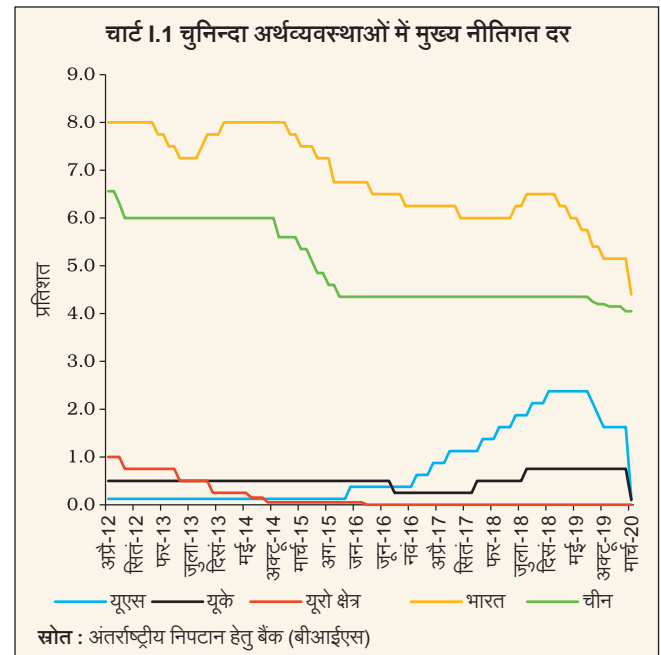
[भारतीय रिजर्व बैंक (आरबीआई) अधिनियम, 1934 की प्रस्तावना से अंश
(वित्त अधिनियम, 2016 द्वारा संशोधित)]

1 परिचय

1.1 केंद्रीय बैंक स्थिरता के लिए मौजूद हैं - मूल्य स्थिरता; विनिमय दर स्थिरता; वित्तीय स्थिरता; शासन स्थिरता। स्थिरता की ये बारीकियां उनके विजन और मिशन स्टेटमेंट के शब्दकोष को भर देती हैं। वे स्थिरता के संरक्षण के लिए इतने प्रतिबद्ध हैं कि उनका दिन-प्रतिदिन का कामकाज कठिन हो जाता है। उदाहरण के तौर पर, केंद्रीय बैंक के भाग्य में ही है रोज किसी चकित कर देने वाली घटना को झेलना लेकिन मौद्रिक नीति के परिचालन में 'अप्रिय मौद्रिक आश्चर्य' देने से बचें, ब्याज दर को सुचारू करने या अपनी नीतिगत कार्रवाइयों और रुखों में 'बेबी-स्टेपिंग' में शामिल होने के लिए कर्तव्यनिष्ठा से प्रेरित (चार्ट 1.1)।

1.2 सबसे ऊपर, यह शासन परिवर्तन है जो उनके सबसे कड़े प्रतिरोध को आगे बढ़ाता है। आखिरकार, मौद्रिक नीति ढांचे लंबे और परिवर्तनशील अंतरालों के सामने लक्ष्यों और उपकरणों को संरेखित करने की चुनौतियों के साथ लंबे और अक्सर दर्दनाक टकराव के बाद क्रिस्टलीकृत हो जाते हैं, समय की असंगति से बचते हैं, दूरदेशी और जवाबदेह रहते हैं, और महत्वपूर्ण रूप से, राजकोषीय प्रभुत्व से मुक्त होते हैं। नतीजतन, यह केवल एक विवर्तनिक परिवर्तन है - उनके बिना उनके वातावरण में, या उनके दर्शन में - जो उन्हें एक नए शासन के लिए अंधेरे में एक कदम उठाने के लिए मजबूर कर सकता है। आमतौर पर, उन्हें उपकरणों या संचालन प्रक्रियाओं पर नियंत्रण खोने के डर से छलांग लगाने के लिए प्रेरित किया जाता है। उदाहरण के

लिए, 1980 और 1990 के दशक में परिचालन और/या मध्यवर्ती लक्ष्यों के रूप में मौद्रिक समुच्चय के साथ नीति व्यवस्थाओं के साथ प्रयास और परित्याग, बैंक ऑफ कनाडा के पूर्व गवर्नर जॉन क्रो द्वारा स्पष्ट रूप से वर्णित किया गया था: "हमने मौद्रिक समुच्चय को नहीं छोड़ा ; उन्होंने हमें छोड़ दिया।" 1990 के दशक की शुरुआत में मुद्रास्फीति लक्ष्य को अपनाना भी अंधेरे में तीर चलाना हे था। आलोचकों का विचार था कि, ऑरोरा ऑस्ट्रेलिया की तरह, यह एक एकजोटिका था जो केवल अंडर (न्यूजीलैंड) के नीचे (ऑस्ट्रेलिया) में ही हो सकता है। इस रिपोर्ट



इस अध्याय को माइकल देब्रत पात्र, बिनोद बी. भोई, जॉइस जॉन और कुणाल प्रियदर्शी ने तैयार किया है।

को जारी करते समय, 40¹ देशों और काउंटिंगहैव ने इसे² अपनाया है। इस समय, हालांकि, दुनिया भर में मुद्रास्फीति

लक्ष्यीकरण ढांचे की समीक्षा की जा रही है और समय बताएगा कि भविष्य में एफआईटी कहाँ जाता है (बॉक्स I.1)।

बॉक्स I.1

देश की संरचना समीक्षा से अंतर्दृष्टि

एक मौद्रिक नीति ढांचे के रूप में मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण (आईटी) अलग-अलग देशों के अनुभवों के आधार पर विकसित हो रहा है। हालांकि औपचारिक ढांचे में व्यापक रूप से देशों में भिन्नता है, लक्ष्य निर्धारण में उल्लेखनीय परिचालन समानताएँ हैं; नीति संचार; और प्रदर्शन मूल्यांकन। साथ ही, इसके अपनाने के शुरुआती वर्षों की तुलना में अधिक परिवर्तनशीलता भी है, विशेष रूप से आईटी ढांचे की समीक्षा कैसे की जाती है और मौद्रिक नीति (वड्सवर्थ, 2017) की स्थापना में वित्तीय स्थिरता के विचारों का हिसाब कैसे दिया जाता है। फ्रेमवर्क समीक्षाएँ एक 'प्रयोगशाला' सेटिंग और आत्मनिरीक्षण और सीखने के लिए देश-विशिष्ट विशेषताओं के साथ बातचीत से उत्पन्न अनुभवों की एक समृद्ध विविधता दोनों प्रदान करती हैं। दिलचस्प बात यह है कि इस तरह की कई समीक्षाएँ मिल रही हैं, जो आईटी के भविष्य में और उसके आसपास की झलक पेश करती हैं।

15 दिसंबर, 1989 को संसद द्वारा 1989 के रिज़र्व बैंक ऑफ़ न्यूजीलैंड अधिनियम के पारित होने के साथ न्यूजीलैंड द्वारा आईटी को औपचारिक रूप से अपनाया गया और फरवरी 1990 में प्रभावी हुआ। पहली बार, मूल्य स्थिरता को 0 और 2 प्रतिशत के बीच मुद्रास्फीति दर के रूप में परिभाषित किया गया था जिसे दिसंबर 1992 तक हासिल किया जाना था। गवर्नर को निर्धारित लक्ष्य के भीतर मुद्रास्फीति को प्राप्त करने और बनाए रखने के लिए कानूनी जिम्मेदारी सौंपी गई थी। बाद में कई पुनरावृत्तियों और एक रूपरेखा समीक्षा के बाद, मौद्रिक नीति के उद्देश्य को दोहरे आदेश के साथ फिर से परिभाषित किया गया - मूल्य स्थिरता और अधिकतम टिकाऊ रोजगार का समर्थन - और 1 अप्रैल 2019 से प्रभावी मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) को सौंपा गया। एक परिचालन दृष्टिकोण से, मूल्य स्थिरता को मध्यम अवधि में 1-3 प्रतिशत मुद्रास्फीति के संदर्भ में परिभाषित किया गया है, जिसमें 2 प्रतिशत लक्ष्य मध्य बिंदु³ पर ध्यान केंद्रित किया गया है। अधिकतम स्थायी रोजगार के उद्देश्य के लिए, एमपीसी को श्रम बाजार संकेतकों की एक विस्तृत श्रृंखला पर विचार करना चाहिए ताकि यह देखा जा सके कि रोजगार अपने स्थायी स्तर के सापेक्ष कहाँ है, यह देखते हुए कि यह गैर-मौद्रिक कारकों द्वारा निर्धारित किया जाता है और सीधे मापने योग्य नहीं है।

कनाडा, 1991 में आईटी को अपनाने वाला दूसरा देश, अपने मौद्रिक नीति ढांचे की पंचवर्षीय समीक्षा करता है। सरकार के साथ समझौते के

2021 के नवीनीकरण से पहले अगली समीक्षा पूरी होने की अपेक्षा है। मुद्रास्फीति लक्ष्य 2 प्रतिशत रहा है, 1995 के अंत के बाद से 1 से 3 प्रतिशत लक्ष्य सीमा का मध्य बिंदु। आगामी समीक्षा प्रमुख चुनौतियों का समाधान करेगी: (i) पहले की तुलना में कम तटस्थ ब्याज दर पर कम पारंपरिक नीति मारक क्षमता; और (ii) परिवारों और निवेशकों द्वारा अत्यधिक जोखिम उठाना, अर्थव्यवस्था को बूम-बस्ट वाले वित्तीय चक्रों के संपर्क में छोड़ना। यह निम्नलिखित पर भी विचार करेगा (ए) मुद्रास्फीति के लिए एक उच्च लक्ष्य; (बी) कुल कीमतों या नाममात्र आय के स्तर के लिए एक लक्षित पथ; और (सी) एक दोहरा मैनडेट। समीक्षा के लिए कार्ययोजना में अपरंपरागत उपकरणों के स्लेट को मजबूत करने के विकल्प, और वितरण प्रभावों और वित्तीय स्थिरता पर उचित विचार शामिल हैं।

यूरोपीय मुद्रा प्रणाली के विनिमय दर तंत्र (ईआरएम) से बाहर निकलने के बाद यूके ने 1992 में मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण अपनाया। 1997 तक साधन स्वतंत्रता के बिना भी, बैंक ऑफ़ इंग्लैंड (बीओई) जनता के साथ पारदर्शिता और संचार पर अपने ध्यान के माध्यम से मुद्रास्फीति को नियंत्रित करने में सफल रहा। मई 1997 में, सरकार ने बीओई को परिचालन स्वतंत्रता और इसके नव निर्मित एमपीसी को मौद्रिक नीति की परिचालन जिम्मेदारी दी। 2003 में उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) के संदर्भ में खुदरा मूल्य सूचकांक (आरपीआई) के संदर्भ में मापा गया मुद्रास्फीति लक्ष्य 2.5 प्रतिशत से बदलकर 2 प्रतिशत कर दिया गया था। बैंक ऑफ़ इंग्लैंड के मौद्रिक नीति ढांचे की पिछली समीक्षा 2013 में की गई थी। हालांकि अब तक किसी औपचारिक समीक्षा की घोषणा नहीं की गई है, एक महत्वपूर्ण मूल्यांकन के लाभों को हाल ही में सार्वजनिक रूप से मान्यता दी गई है: "मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण सभी मौसमों के लिए ढांचा साबित हो सकता है, लेकिन क्या होगा यदि जलवायु बदल रही है?" (कार्नी, 2020)।

अमेरिका में, फेडरल रिज़र्व ने नवंबर 2018 में घोषणा की कि वह अपने मौद्रिक नीति ढांचे की व्यापक समीक्षा करेगा। समीक्षा के लिए एक प्रमुख चालक यह है कि अमेरिकी अर्थव्यवस्था, कई अन्य उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की तरह, कम मुद्रास्फीति और कम ब्याज दर (गिरती तटस्थ दर) के माहौल में फंस गई है, जो भविष्य में मंदी का जवाब देने के

(जारी)

1 अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष (आईएमएफ) की विनिमय व्यवस्थाओं और विनिमय प्रतिबंधों (एरियाईआर), 2019 पर वार्षिक रिपोर्ट में 41 देशों को रिकॉर्ड किया गया है, जिन्होंने 2018 में अपनी मौद्रिक नीति ढांचे के रूप में 'मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण' किया था।

2 एआरईईआर डेटाबेस के अनुसार, अर्जेंटीना 2018 में बाहर हो गया।

3 मौद्रिक नीति समिति, न्यूजीलैंड के रिज़र्व बैंक के लिए प्रेषण, 14 फरवरी 2019।

लिए मौद्रिक नीति की प्रभावकारिता को बाधित करती हैं - विस्तारित निचली सीमा (ईएलबी) एपिसोड अप्रीतिकर ढंग से उच्च बेरोजगारी और धीमी वृद्धि या मंदी से जुड़ा हो सकता है (पॉवेल, 2019)। फेडरल ओपन मार्केट कमेटी (एफओएमसी) ने 27 अगस्त, 2020⁴ को लंबे समय तक चलने वाले लक्ष्यों और मौद्रिक नीति रणनीति पर वक्तव्य जारी किया, जिसमें मूल्य स्थिरता को बढ़ावा देने और अधिकतम रोजगार को बढ़ावा देने के लिए अपने वैधानिक मैनडेट के साथ लंबे समय तक चलने के लिए 2 प्रतिशत मुद्रास्फीति की पुष्टि की गई थी। इस स्तर पर लंबी अवधि की मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं को आश्रय प्रदान करने के लिए, तथापि, "समिति समय के साथ औसत 2 प्रतिशत मुद्रास्फीति हासिल करना चाहती है, और इसलिए निर्णय लेती है कि, निम्नलिखित अवधि में जब मुद्रास्फीति लगातार 2 प्रतिशत से नीचे चल रही है, ऐसे समय में उपयुक्त मौद्रिक नीति यह होगी कि कुछ समय के लिए मुद्रास्फीति को मामूली रूप से 2 प्रतिशत से ऊपर हासिल करने का लक्ष्य रखा जाए।" इसे लोकप्रिय रूप से 'मेक अप' रणनीति के रूप में जाना जाता है।

2003 के बाद से, यूरोपीय सेंट्रल बैंक (ईसीबी) का प्राथमिक मौद्रिक नीति उद्देश्य मूल्य स्थिरता बनाए रखना है, जिसे नीचे की मुद्रास्फीति दरों के रूप में परिभाषित किया गया है, लेकिन यह मध्यम अवधि में करीब 2 प्रतिशत है। ईसीबी ने जनवरी 2020 में एक रणनीति समीक्षा शुरू की जिसे 2021 के मध्य तक पूरा किया जाना था, जिसमें मूल्य स्थिरता, मौद्रिक नीति टूलकिट, आर्थिक और मौद्रिक विश्लेषण और संचार प्रथाओं के मात्रात्मक निर्माण को शामिल किया गया था। समीक्षा यूरो क्षेत्र और विश्व अर्थव्यवस्था में गहन संरचनात्मक परिवर्तनों से प्रेरित है - धीमी उत्पादकता और बढ़ती आबादी के कारण घटती हुई ट्रेड ग्रोथ; नकारात्मक ब्याज दरें; वैश्वीकरण; डिजिटलीकरण; जलवायु परिवर्तन और विकसित हो रही वित्तीय संरचनाएं - जिसने उस माहौल को बदल दिया है जिसमें मुद्रास्फीति की गतिशीलता सहित मौद्रिक नीति संचालित होती है।

18 दिसंबर, 2020 को, बैंक ऑफ जापान (बीओजे) ने घोषणा की कि वह अपने वर्तमान मौद्रिक नीति ढांचे [यील्ड कर्व कंट्रोल के साथ मात्रात्मक और गुणात्मक मौद्रिक सुगमता (क्यूक्यूई)] के तहत विभिन्न उपायों का आकलन करेगा और मार्च 2021 तक परिणाम उपलब्ध कराएगा।

इस प्रकार, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के बीच एक सामान्य चिंता तटस्थ ब्याज दर में गिरावट और अगली चक्रीय मंदी में पारंपरिक नीति साधनों के कर्षण खोने का जोखिम रहा है। गिरती प्रवृत्ति उत्पादन वृद्धि के साथ सह-अस्तित्व में कम मुद्रास्फीति को बनाए रखना एक महत्वपूर्ण लक्षण है जो पुनर्मूल्यांकन की गारंटी देता है। दूसरी ओर, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएं (ईएमई), आईटी को पूरे दिल से अपना रही हैं और

नवाचार ला रही हैं, जिसमें आईटी ढांचे (बीआईएस, 2019) के साथ विदेशी मुद्रा हस्तक्षेपों का एक साथ आना शामिल है।

उनमें से कई ने हाल ही में अपने मौद्रिक नीति ढांचे की समीक्षा की है। दिसंबर 2019 में, थाईलैंड ने अपने मुद्रास्फीति लक्ष्य को 2.5 ± 1.5 प्रतिशत के बिंदु लक्ष्य से 2020 के लिए $1.0-3.0$ प्रतिशत की सीमा तक कम कर दिया। ब्राजील ने अपने मुद्रास्फीति लक्ष्य को 2018 में 4.5 प्रतिशत से घटाकर 2019 में 4.25 प्रतिशत और 2020 में 4.0 प्रतिशत कर दिया और लक्ष्य को अगले दो वर्षों में 25 आधार अंकों से घटाकर 2022 तक 3.5 प्रतिशत कर दिया जाएगा। 2017 से मुद्रास्फीति लक्ष्य 2 प्रतिशत से 1.5 प्रतिशत तक सीमित कर दिया गया है। इंडोनेशिया भी अपने मुद्रास्फीति लक्ष्य (बैंक इंडोनेशिया के लिए सरकार द्वारा निर्धारित) को कम करता रहा है 2015-17 के दौरान 4 ± 1 प्रतिशत से घटाकर 2018-19 के दौरान 3.5 ± 1 प्रतिशत और 2020 के दौरान 3 ± 1 प्रतिशत तक। ईएमई के बीच इस बात पर ध्यान दिया जा रहा है कि मुद्रास्फीति अपेक्षाओं को लक्ष्य पर मजबूती से टिकाए रखने के लिए अवस्फीति की सफलता पर निर्माण करना है और मौद्रिक नीति को आघात सहने की क्षमता प्रदान करना और साथ ही साथ धीरे-धीरे उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के साथ आना।

भारत में मार्च 2021 में मुद्रास्फीति लक्ष्य की समीक्षा कई अपेक्षित अन्य परिवर्तनों के साथ होगी - सीपीआई आधार परिवर्तन; घरेलू उपभोक्ता व्यय सर्वेक्षण; और जनगणना। भारत के एफआईटी ढांचे में ± 2 प्रतिशत के टोलरेंस बैंड के साथ, पहले से ही "मेक अप" रणनीति की अंतर्निहित विशेषताएं हैं। संरचनात्मक परिवर्तन - वैश्वीकरण; ई-कॉमर्स; जलवायु परिवर्तन - इस अंतर्निहित लचीलेपन का परीक्षण कर सकता है। इसलिए, साधियों द्वारा फ्रेमवर्क समीक्षाओं से सीखे गए सबक अमूल्य होंगे।

संदर्भ:

Bank for International Settlements (2019), "Monetary Policy Frameworks in EMEs: Inflation Targeting, the Exchange Rate and Financial Stability" Chapter 2 in the BIS Annual Economic Report 2019.

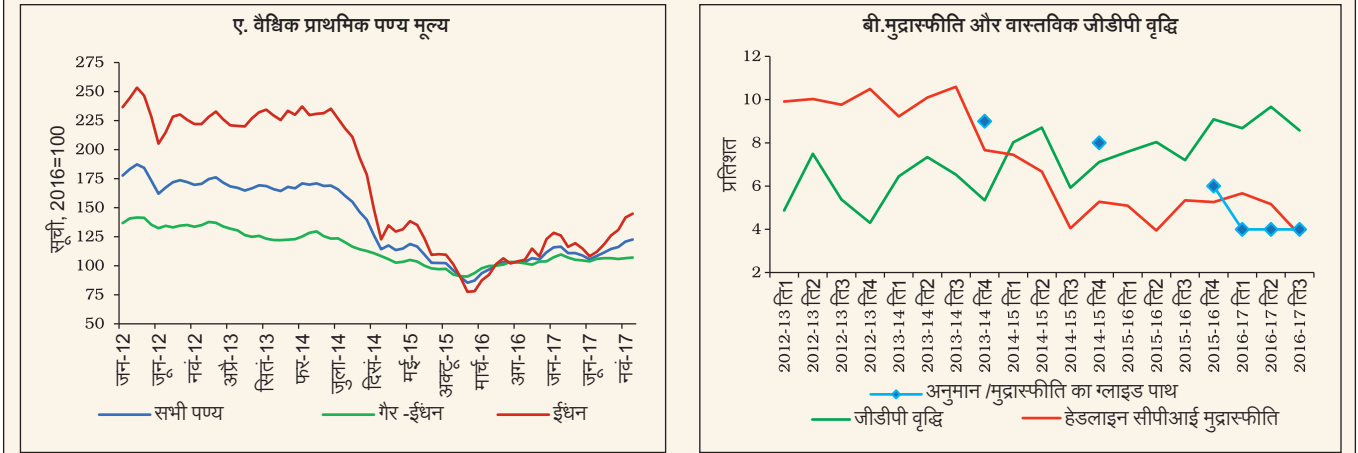
Carney, Mark (2020), "A Framework for All Seasons?", Speech given at the Bank of England Research Workshop on *The Future of Inflation Targeting*, January 9.

Powell, Jerome H. (2019), "Opening Remarks" at the "Conference on Monetary Policy Strategy, Tools, and Communications Practices" sponsored by the Federal Reserve, June 4.

Wadsworth, Amber (2017), "An International Comparison of Inflation Targeting Frameworks", *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, Vol.80, No.8, August.

4 "दीर्घकालिक लक्ष्यों और मौद्रिक नीति रणनीति पर वक्तव्य" जैसा कि 27 अगस्त, 2020 से प्रभावी यथा संशोधित किया गया है।

चार्ट 1.2 : वैश्विक पण्य मूल्य, घरेलू मुद्रास्फीति और वृद्धि



स्रोत: अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष प्राथमिक पण्य मूल्य डेटाबेस। राष्ट्रीय सांख्यिकी कार्यालय (एनएसओ)। भारत सरकार (जीओआई) और लेखक के आंकलन।

1.3 भारत की गणना का क्षण भी कम प्रलयकारी नहीं था। यह तब नहीं आया, जब इसे 2016 में विधायी जनादेश प्राप्त हुआ, बल्कि 2013 की भीषण गर्मी में जैसे कि अगला खंड निकलेगा। अगले तीन वर्षों में, आरबीआई ने शासन में बदलाव के लिए पूर्व-शर्तें तैयार करना आरंभ कर दिया जिसमें जिसमें उसने देश के अनुभव से सीखना और सर्वोत्तम प्रथाओं को चुनने का कार्य आरंभ किया जो यथोचित स्थानों पार काम आती हैं। यात्रा कठिन थी, बौद्धिक संदेह के नुकसान से भरी हुई थी, जिसमें प्रेक्टिशनर्स (रेड्डी, 2008; गोकर्ण, 2010; मोहन, 2011; अहलूवालिया, 2014; सुब्बाराव, 2016; जालान, 2017) शामिल थे। फिर भी असंभव रूप से, देवताओं ने मुस्कुराया और उन शुरुआती वर्षों में मदद करने के लिए अंतरराष्ट्रीय कमोडिटी की कीमतों में गिरावट के रूप में प्रोत्साहन की बौछार की (चार्ट 1.2ए): आखिरकार, भाग्य बहादुर का साथ देता है! रूढ़िवादिता के पूर्वाभास विचारों के खिलाफ आगे बढ़ते हुए, एफआईटी में संक्रमण आउटपुट के नुकसान को कम करके हासिल किया गया था जो आम तौर पर इन शासन परिवर्तनों में अपना टोल लेते हैं (चार्ट 1.2बी)।

1.4 2016 में, यह हाल के समय की भारत के सबसे सफल संरचनात्मक सुधार के रूप में की गई शुरुआत थी⁵ और बाद में अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष (बायर, 2018) ने इसका समर्थन किया था। शिक्षाविदों और चिकित्सकों से समान रूप से अनुमोदन की प्रभावशाली आवाजों के साथ, मूक क्रांति पूरी हो गई है (बॉक्स 1.2)।

1.5 एफआईटी की अवधि में लक्ष्य के साथ संरेखित मुद्रास्फीति के साथ, अर्थात् 2016-17 से 2019-20 (कोविड -19 की अवधि को छोड़कर जिसमें गंभीर रूप से विकृत व्यापक आर्थिक परिणाम देखे गए) और उभरते बाजार से नीचे और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं (ईएमडीई) के औसत और विकास के बाद के प्रदर्शन को बेहतर बनाने के लिए, भारत वैश्विक अर्थव्यवस्था के साथ मूल्य स्थिरता के विश्वास के साथ जुड़ा हुआ है (चार्ट 1.3)। फिट ब्लॉक में नया आगमन हुआ है। फिर भी, अच्छी किस्मत और सक्रिय तैयारी के बावजूद, सितंबर 2016 में एफआईटी का औपचारिक शुभारंभ वह निकला जिसे 'आग से बपतिस्मा' (पात्रा, 2017) के रूप में स्पष्ट रूप से वर्णित किया गया है।

5 70 वें स्वतंत्रता दिवस, 15 अगस्त, 2016 को लाल किले की प्राचीर से राष्ट्र के नाम अपने संबोधन में भारत के माननीय प्रधान मंत्री श्री नरेंद्र मोदी की 'टिप्पणियां और <https://www.pmindia.gov.in/en/> पर उपलब्ध हैं। टैग/स्वतंत्रता दिवस/ .

बॉक्स 1.2

भारत में मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण पर विचारों का विकास

फ्लेक्सिबल इन्फ्लेशन टारगेटिंग (एफआईटी) भारत में पांच साल की उम्र की ओर बढ़ रहा है। पहली मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) ने सितंबर 2020 में अपना कार्यकाल पूरा किया और 5 अक्टूबर, 2020 को भारत के राजपत्र में एक नई समिति को अधिसूचित किया गया। अपनी पहली बैठक में, नए एमपीसी ने नीति दर पर यथास्थिति बनाए रखने के लिए सर्वसम्मति से मतदान किया और पिछली समिति द्वारा निर्धारित रुख, इस प्रकार निरंतरता को प्राथमिकता देते हैं।

'लॉन्च करने में विफलता' के बारे में शुरुआती गलतफहमी – एफआईटी नया होने के कारण, निष्पादन में मुश्किल और अस्थिर है – जिसके कारण एक उदार बहस आरंभ हो गई है, इसके प्रदर्शन को देखने के बाद, समाचार मीडिया और अकादमिक पत्रों के माध्यम से यह आगे बढ़ी है, जिसने इसकी संभावनाओं के बारे में एक समृद्ध विविधता को प्रदर्शित किया है।

निवल रूप से, एमपीसी डोविश निकला, मीडिया में पसंद किए जाने वाले पक्षीविज्ञान के शब्द का उपयोग किया जाए तो। इसने दरों में कटौती के 250 आधार अंक दिए। इसका रुख 10 बैठकों में उदार, 12 में तटस्थ और केवल 2 बैठकें थीं जिनमें इसने 'कैलिब्रेटेड टाइटेनिंग' का रुख अपनाया। फिर भी, प्रारंभिक विचार यह था कि भारत की अल्प-रोजगार और ऋणग्रस्त फर्मों जिनकी बैलेंस शीट उच्च ब्याज दरों के प्रति संवेदनशील थी, ऐसे समय में कम वास्तविक दरों की आवश्यकता थी, जब वैश्विक स्तर पर, प्राकृतिक दरें शून्य पर थीं या चल रही थीं। तर्क की इस पंक्ति में, यह माना गया था कि एमपीसी ने मुद्रास्फीति और भविष्य के विकास दोनों को 'गंभीर रूप से' कम करके आंका था, और फरवरी 2018 की बैठक तक यह नहीं था कि एफआईटी में लचीलेपन का उपयोग विकास को पोषित करने के लिए किया गया था। इसने अर्थव्यवस्था पर आवश्यकता से अधिक आउटपुट सेक्रीफाइस लगाया (गोयल, 2018; मोहन और रे, 2019)। तदनुसार, जवाबदेही बढ़ाने के लिए संसद को औपचारिक रिपोर्टिंग की संस्था के साथ-साथ बाजार विश्लेषकों, शिक्षाविदों और सरकारी एजेंसियों द्वारा पिछले सर्वश्रेष्ठ प्रदर्शन के साथ पांच पूर्वानुमानों के भारित औसत की सिफारिश की गई थी। 4 प्रतिशत लक्ष्य के आसपास +3 और -1 प्रतिशत का एक असममित बैंड - जिसे मूल मुद्रास्फीति के रूप में परिभाषित किया गया था - को मुद्रास्फीति और विकास के समान भार के साथ बुलाया गया था, यदि पूर्व बैंड के भीतर है (गोयल, ओप. सिट)।

भारत में एफआईटी का सामना करने वाली चुनौतियां मुद्रास्फीति की गतिशीलता पर खाद्य कीमतों के बड़े प्रभाव की संरचनात्मक उपस्थिति के कारण संचरण में खोई हुई मौद्रिक नीति आवेगों को अस्थिर कीमतों के एक लंबे इतिहास और विशिष्ट रूप में मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं के बहाव की पृष्ठभूमि के खिलाफ चिह्नित किया गया था (अल-मशत, एट अला, 2018)। दूसरी ओर, एक गतिशील स्टोकेस्टिक सामान्य संतुलन मॉडल के अनुमानों ने मौद्रिक नीति के एक मजबूत संचरण का संकेत दिया - विशेष रूप से बड़े ब्याज दर परिवर्तनों से - अमेरिका की तुलना में उत्पादन, मुद्रास्फीति और ब्याज दरों में, आपूर्ति के आघातों के जवाब

में नरम मौद्रिक नीति कार्रवाई की गारंटी दी (गोयल और कुमार, 2019)। हालांकि, यह माना जाता था कि मुद्रास्फीति पूर्वानुमान लक्ष्य लंबी अवधि की अपेक्षाओं को स्थिर करके आपूर्ति के आघातों के दूसरे दौर के प्रभावों को कम करने के लिए एक प्रभावी रणनीति प्रदान कर सकता है क्योंकि केंद्रीय बैंक ने मुद्रास्फीति के लिए घोषित लक्ष्य को प्राप्त करके समय के साथ विश्वसनीयता अर्जित की है। विश्वसनीयता बोनस को मजबूत करने के लिए, मुद्रास्फीति के एक सशर्त मध्यम अवधि के पथ को लक्ष्य पर वापस आने के पूर्वानुमान के प्रकाशन के साथ-साथ इस वांछित परिणाम में नीतिगत कार्रवाइयों को कैसे योगदान देना चाहिए, इसकी वकालत की गई थी (अल-मशत, एट अल, ओप. सीआईटी)। वास्तव में, इस सुझाव को बड़ी लगन से अपनाया गया था और एमपीसी के प्रस्ताव में 12 महीने आगे के पूर्वानुमान और मौद्रिक नीति रिपोर्ट में 18-24 महीने आगे के पूर्वानुमान के साथ, मुद्रास्फीति और विकास दोनों के परिणामों के विचलन को उजागर करने के लिए काफी ध्यान दिया गया था। पूर्वानुमान; हालांकि, भविष्य में लक्ष्य के साथ वास्तविक लाभ को संरेखित करने के लिए संभावित नीतिगत कार्रवाइयों स्पष्ट रूप से प्रदान नहीं की गई थीं और इसके बजाय प्रत्येक बैठक में एमपीसी के घोषित रुख में अंतर्निहित थीं। एफआईटी के कामकाज के इर्द-गिर्द की कहानी में यह माना गया कि प्रत्येक मूल्य घटना के संभावित आकार और अवधि के आकलन ने एक मौद्रिक नीति संचार चुनौती प्रस्तुत की (अल-मशत, एट अल, ओप सिट)। फिर भी, आपूर्ति के झटकों का जवाब देने में देरी उत्पादन हानि और मुद्रास्फीति के संदर्भ में महंगा हो सकता है, और इसलिए मुखर नीति प्रतिक्रियाओं की वकालत की गई थी, इस तर्क के विपरीत कि भारत में कुल मांग चैनल मजबूत था और उत्पादन हानियों की शर्तों के मद्देनजर बहुत अधिक दबाव के परिणामस्वरूप ओवररिक्शन और ओवरशूटिंग हो सकती है (गोयल, एट अल.ओप.सीआईटी)।

2019-20 तक, पहले एमपीसी के अंतिम वर्ष, हालांकि, सौभाग्य और अच्छी नीति के संयोजन ने मुद्रास्फीति को लक्ष्य के साथ संरेखित रखा था, जो बैंड से परे विचलन के दुर्लभ अवसरों के साथ था, और इसने राय का रुख बदल दिया। पारंपरिक ज्ञान के विपरीत, यह पाया गया कि खाद्य मुद्रास्फीति अपेक्षाओं को मुक्त कर सकती है, मूल मुद्रास्फीति में फैल सकती है और इसलिए मंद 'लुकिंग थ्रू' के बजाय एक उपयुक्त मौद्रिक नीति प्रतिक्रिया की आवश्यकता है। इस परिणाम ने भारत के लिए उपयुक्त मुद्रास्फीति मीट्रिक के रूप में हेडलाइन मुद्रास्फीति की पसंद को मजबूत किया। इसके अलावा पहले की मुख्यधारा के विपरीत, यह पाया गया कि आउटपुट में उतार-चढ़ाव की उपेक्षा करने के बजाय, आरबीआई ने एफआईटी को परिश्रम से अपनाया था और प्री-एफआईटी अवधि (ईचेनग्रीन एट अल, 2020) की तरह आउटपुट में उतार-चढ़ाव के लिए उत्तरदायी था। मानक टेलर नियम की तुलना में आउटपुट गैप पर भार के अनुपात के साथ मुद्रास्फीति के अंतर के अनुपात के साथ एक इष्टतम नीति नियम और एक लचीली मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण ढांचा भारत के लिए कल्याण को बढ़ावा देने वाला साबित होता है (पात्रा एट अल, 2017)।

(जारी)

एफआईटी के तहत आरबीआई के दृष्टिकोण में नवीनता मुद्रास्फीति में वास्तविक गतिविधियों की तुलना में पहले की तुलना में कम प्रतिक्रियात्मकता थी, जो आगे की ओर देखने वाले व्यवहार का सुझाव देती है जिसने नीतिगत विश्वसनीयता को बढ़ाया - नीति दर में छोटे बदलावों को अब केंद्रीय बैंक के इरादे का संकेत देने की आवश्यकता है (ईचैनग्रीन, ओप सिट)। इससे अनुभवजन्य निष्कर्ष निकलता है कि मुद्रास्फीति की अपेक्षाएँ विशेष रूप से पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं की⁶, स्थिति भारत में स्थिर हो गई हैं और मुद्रास्फीति के परिणाम विनिमय दर और अल्पकालिक ब्याज दरों में कम अस्थिरता के साथ अधिक स्थिर हो गए हैं। इसने कोविड-19 जैसे असाधारण आघात का जवाब देने के लिए आरबीआई की क्षमता को बढ़ाया है जो कि अधिकारियों के स्वयं के द्वारा नहीं बनाया गया है। इसने इस विचार को जन्म दिया कि नीतिगत विश्वसनीयता और पैतरेबाजी के लिए जगह के संदर्भ में मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण और इसकी संस्थागत व्यवस्थाओं का भुगतान किया गया था।

भारत में एफआईटी के परिपक्व होते ही संस्थागत संरचना की ओर भी ध्यान गया। एमपीसी (दुआ, 2020) द्वारा निर्णयों के लिए औचित्य को भी प्रस्तुत किया गया है। मौद्रिक नीति के संचालन के प्रति समिति के दृष्टिकोण की बढ़ती प्रमुखता के कई फायदे हैं, जिसमें विषय क्षेत्र पर विशेष ज्ञान और विशेषज्ञता का संगम, विभिन्न हितधारकों और विविध विचारों को एक साथ लाना, प्रतिनिधित्व और सामूहिक ज्ञान में सुधार करना शामिल है। ऐसा लगता है कि मुद्रास्फीति लक्ष्य (माथुर और सेनगुप्ता, 2020) के आगमन के साथ आरबीआई की मौद्रिक नीति संचार में काफी सुधार हुआ है।

वित्त मंत्रालय के कुछ अधिकारियों द्वारा मीडिया में मौद्रिक नीति पर टिप्पणियों को समन्वय की कमी की सार्वजनिक धारणा बनाने के रूप में देखा गया। एक सरकारी सदस्य जिसे मतदान नहीं करना होता है वह समन्वय का एक तरीका हो सकता है, लेकिन इस बात पर जोर दिया गया था कि सरकार को केंद्रीय बैंक (पटनायक और पांडे, 2020) की स्वतंत्रता में हस्तक्षेप न करने और इसकी स्वतंत्रता से समझौता न करने के संबंध में सतर्क रहने की आवश्यकता है। वास्तव में, यह उस स्थिति में महत्वपूर्ण है जहां एमपीसी के दो आंतरिक सदस्य और तीनों बाहरी सदस्य पहले से ही सरकार द्वारा नियुक्त किए जाते हैं। पारदर्शिता में सुधार के लिए पर्याप्त समय अंतराल के साथ मौद्रिक नीति बैठक के प्रतिलेखों के प्रकाशन के लिए एमपीसी सदस्यों के लिए अल्पकालिक राजनीतिक प्रभावों से बचाव और विचारों के नवीनीकरण को बढ़ावा देने के लिए शर्तों के साथ बुलाया गया था।

यह सार्वजनिक चर्चा हाल ही में उस गहन प्रश्न के संबंध में पूर्ण हो चुकी है जो वास्तव में भारत में एफआईटी के भविष्य का डीएनए है: क्या मुद्रास्फीति पर ध्यान दिए जाने का आशय जाना अन्य उद्देश्यों जैसे कि विकास और वित्तीय स्थिरता की उपेक्षा है? (रंगराजन, 2020)।

सही ढंग से, इस प्रभावशाली दृष्टिकोण का तर्क है कि जब मुद्रास्फीति सुविधा क्षेत्र से परे जाती है, तो मौद्रिक नीति की विशेष चिंता इसे लक्ष्य पर वापस लाने की होनी चाहिए। जब मुद्रास्फीति सुविधा क्षेत्र के भीतर होती है, तो अधिकारी अन्य उद्देश्यों को देख सकते हैं। यह एफआईटी का सार है - मुद्रास्फीति के नियंत्रण का उद्देश्य विकास के उद्देश्य से स्वतंत्र नहीं है, और यह संशोधित आरबीआई अधिनियम में निहित है। इसलिए मुद्रास्फीति मैनडेट को समायोजन के लिए एक सीमा और एक समय सीमा प्रदान करनी चाहिए। जबकि मौद्रिक नीति को चाहे जो भी मुद्रास्फीति को ट्रिगर करता है, कार्य करना चाहिए, आपूर्ति के आघात की स्थिति में आपूर्ति पक्ष प्रबंधन सरकार की जिम्मेदारी होनी चाहिए। एफआईटी कोई नियम नहीं बल्कि एक ढांचा है (बर्नाके और मिशकिन, 1997)। परिचालन प्रक्रिया के संदर्भ में, केंद्रीय बैंक मुद्रास्फीति और विकास के उद्देश्यों को प्राप्त करने के साधन के रूप में अल्पकालिक ब्याज दर का उपयोग करते हैं जो चलनिधि पर कार्य करते हैं ताकि प्रस्तावित नीति दर में परिवर्तन 'स्थिर' रहे। जबकि आरबीआई को चलनिधि का एक उपयुक्त उपाय चुनना चाहिए, इस विचार में यह माना गया कि रिजर्व मनी (रंगराजन और सामंतराय, 2017) में परिलक्षित टिकाऊ चलनिधि पर भी ध्यान केंद्रित किया जाना चाहिए। मुद्रास्फीति मीट्रिक के संदर्भ में, यह बेहतर होता है कि हेडलाइन मुद्रास्फीति को एक रेंज में निपटा जाए न कि कुछ मर्दों को छोड़कर (रंगराजन, 2020 ओप सीआईटी.)।

मौद्रिक नीति अंततः व्यवहार्य की कला या विज्ञान है (पात्रा, 2017)। निर्णय लेना हमेशा जटिल और परीक्षण वाला होता है। एमपीसी का प्रयास एक संतुलित मूल्यांकन करना और इसे जनता के सामने रखना है ताकि भारत में मौद्रिक नीति पारदर्शी और अनुमान करने योग्य हो।

सन्दर्भ:

Al-Mashat, R, K. Clinton, D. Laxton, H. Wang (2018), "India: Stabilizing Inflation" published in the book *Advancing the Frontier of Monetary Policy* edited by T. Adrain, D. Laxton and M. Obstfeld, IMF eLibrary, April.

Bernanke, Ben S. and Frederic S. Mishkin (1997), "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", *NBER Working Paper* 5893, January.

Dua, P. (2020), "Monetary Policy Framework in India", *Indian Economic Review* (2020) 55:117–154, June.

Eichengreen. Barry, Poonam Gupta and Rishabh Choudhary (2020), "Inflation Targeting in India: An Interim Assessment", *NCAER India Policy Forum* 2020, July.

Goyal, A. (2018), "Demand-led Growth Slowdown and Inflation Targeting in India", *Economic and Political Weekly*, Vol LIII No. 13, March 31.

(जारी)

6 इसके विपरीत, यह पाया गया कि परिवारों की मुद्रास्फीति की अपेक्षाएँ वास्तविक मुद्रास्फीति से लगातार अधिक हैं और विचलन में गिरावट नहीं आई है (ईचैनग्रीन, एट अला, ओप सिट)।

Goyal, A. and A. Kumar (2019), "Overreaction in Indian Monetary Policy", *Economic and Political Weekly*, Vol. LIV No. 12, March 23.

Mathur, A. and R. Sengupta (2020), "Analysing Monetary Policy Statements of the Reserve Bank of India", *IGIDR WP-2019-012*, April.

Mohan, Rakesh and Partha Ray (2019), "Indian Monetary Policy in the Time of Inflation Targeting and Demonetization", *Asian Economic Policy Review*, Volume 14, Issue 1, January.

Patnaik, I. and R. Pandey (2020), "Moving to Inflation Targeting", *NIPFP Working Paper Series* No. 316, 11 August.

Patra, M. D., J.K. Khundrakpam and S. Gangadaran (2017), "The Quest for Optimal Monetary Policy Rules in India",

Journal of Policy Modelling, Volume 39, Issue 2, March-April.

Patra, Michael D. (2017), "One Year in the Life of India's Monetary Policy Committee", Speech at the Jaipur Regional Office of the Reserve Bank of India, Jaipur, 27 October, published as BIS central bankers' speeches at <https://www.bis.org/review/r171123e.pdf>.

Rangarajan, C. (2020), "The New Monetary Policy Framework: What it Means", *Journal of Quantitative Economics*, Springer, The Indian Econometric Society (TIES), Vol. 18(2), June.

Rangarajan, C. and A. Samantaraya (2017), "RBI's Interest Rate Policy and Durable Liquidity Question", *Economic and Political Weekly*, Vol. 52, Issue No. 22, 3 June.

1.6 यह अध्याय मौद्रिक नीति ढांचे की समीक्षा के लिए प्रयोगशाला स्थापित करने के लिए एफआईटी के साथ भारत के प्रारंभिक अनुभव का वर्णन करता है, जो इस वर्ष की रिपोर्ट का विषय है। निम्नलिखित में, प्रारंभिक स्थितियों का एक सिंहावलोकन और परिवर्तन के लिए प्रेरणा खंड 2 में निर्धारित की गई है, इसके बाद खंड 3 में भारत में एफआईटी की शुरुआत के लिए पूर्व-शर्तों को स्थापित करने के अनुभव के बारे में बताया गया है। 2016 से विधिवत एफआईटी के साथ अनुभव का मूल्यांकन खंड 4 में किया गया है। पारित होने के इन संस्कारों में, अस्तित्व संबंधी प्रश्न उभरे, जिनमें से प्रत्येक समर्पित अध्यायों की विषय वस्तु का पालन करते हैं। यह अध्याय योजना खंड 5 में प्रस्तुत की गई है, जो इस अध्याय का समापन करती है।

2. प्रारंभिक शर्तें

1.7 भारत में मौद्रिक नीति व्यवस्था के एफआईटी में परिवर्तन की कहानी वैश्विक वित्तीय संकट (जीएफसी) के अशांत दिनों में वापस जाती है। 2018-20 (पूर्व-कोविड) की याद ताजा करती है, जीएफसी के आने से पहले अर्थव्यवस्था

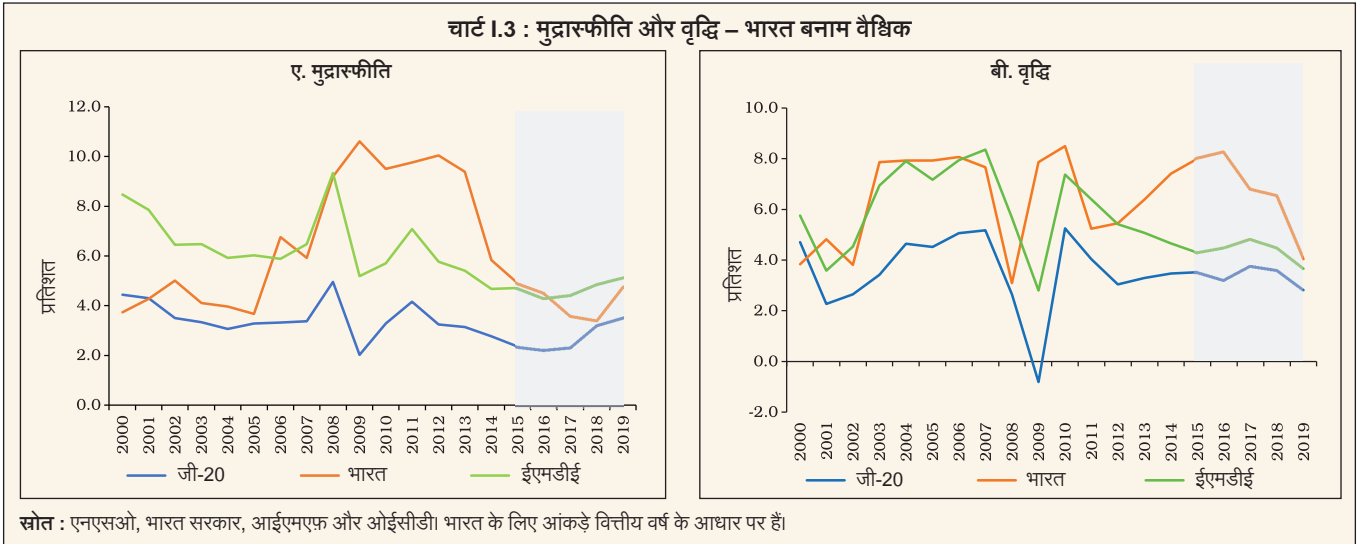
तीन-चौथाई चक्रीय मंदी में थी। ग्रेट मॉडरेशन के ज्वार ने सदी के अंत में दुनिया भर की सभी नावों को उठा लिया था। भारत में, वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि 2003-08 के दौरान औसतन 7.9 प्रतिशत रही, जो 2006-07 में 8.1 प्रतिशत थी। ति. 4: 2007-08 से, हालांकि, आसन्न मंदी के संकेत दिखने लगे, और 2008-09 की पहली छमाही में, विकास दर घटकर 7.4 प्रतिशत (2004-05 के आधार पर) हो गई। इस ढलान पर, लेहमैन ब्रदर्स का क्षण आ गया और दुनिया जीएफसी द्वारा भस्म हो गई, जिसने 1930 के महामंदी के समानांतर खींचा - वास्तव में, इसे महान मंदी (वेरिक और इस्लाम, 2010) कहा गया है। भारत एक दर्शक रहा - 2008-09 की दूसरी छमाही में, मंदी अधिक स्पष्ट हो गई और पूरे वर्ष के लिए विकास 3.1 प्रतिशत तक गिर गया।

1.8 कट टू सर्का 2009। भारत जीडीपी ⁷ के 3.5 प्रतिशत के राजकोषीय प्रोत्साहन, 425 आधार अंक ⁸ की संचयी नीति दर में कमी और जीडीपी के 10 प्रतिशत की सुनिश्चित चलनिधि के पंखों पर जीएफसी से वापस उछालने वाले पहले देशों में से एक था। रीबाउंड ने 2009-10 में एक स्तर (7.9 प्रतिशत) की

7 केंद्र सरकार का राजकोषीय घाटा 2007-08 में सकल घरेलू उत्पाद के 2.6 प्रतिशत से बढ़कर 2008-09 में सकल घरेलू उत्पाद का 6.1 प्रतिशत हो गया।

8 परिचालन नीति दर रेपो दर से रिवर्स रेपो दर पर स्विच करने के साथ, प्रभावी नीति दर में कमी 575 आधार अंकों पर और भी अधिक थी।

चार्ट 1.3 : मुद्रास्फीति और वृद्धि – भारत बनाम वैश्विक



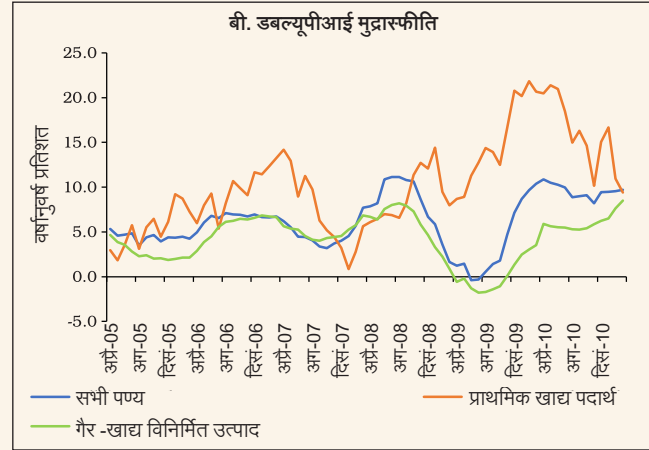
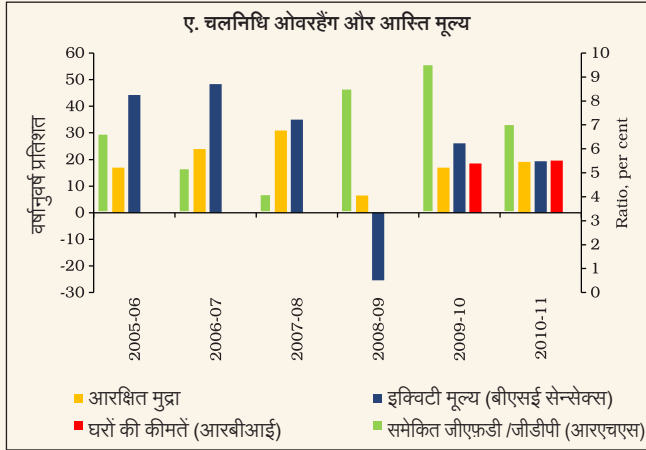
वृद्धि की, जो 2007-08 के पूर्व-जीएफसी वर्ष (7.7 प्रतिशत) की तुलना में अधिक है, जबकि 2009 में वैश्विक अर्थव्यवस्था सिकुड़ गई थी (चार्ट 1.3b)। अभूतपूर्व प्रोत्साहन उपायों द्वारा प्रदान की गई गति ने 2010-11 (8.5 प्रतिशत) में विकास को और भी अधिक बढ़ा दिया। भारत की अंतर्निहित क्षमता की आकांक्षाएं पहुंच के भीतर लग रही थीं, 2011-12 में 9 प्रतिशत की वृद्धि दर की आधिकारिक अपेक्षाओं में एक उदाहरण प्रस्तुत किया ⁹। विश्व स्तर के बुनियादी ढांचे के निर्माण के लिए बड़े पैमाने पर जोर दिये जाने के परिप्रेक्ष्य में 12वीं पंचवर्षीय योजना में 2012-17 की अवधि के लिए 8 प्रतिशत की औसत वृद्धि की परिकल्पना की गई थी, जिसमें बैंकिंग क्षेत्र इसकी वित्तीय आवश्यकताओं को पूरा करेगा।

1.9 इतिहास, हालांकि, अन्यथा निर्धारित करेगा - 2009-10 भारत में मौद्रिक नीति के संचालन के हाल के इतिहास में एक घातक वर्ष साबित होगा। सबसे पहले, बड़ा मौद्रिक प्रोत्साहन समय पर नहीं हुआ था। वर्ष के लिए आरबीआई की वार्षिक रिपोर्ट ने स्वीकार किया कि घरेलू मुद्रास्फीति के दबाव और मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं के उत्पन्न होने के आलोक में एक्जिट

पर बहस हुई थी। स्पष्ट रूप से, यह नोट किया गया कि जिस अंतराल के साथ मौद्रिक नीति संचालित होती है, वह जल्द से जल्द कम होने की ओर इशारा करती है क्योंकि चलनिधि का बड़ा ओवरहैंग मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं को बढ़ा सकता है और एक अस्थिर संपत्ति मूल्य निर्माण, विशेष रूप से पूंजी अंतर्वाह फिर से शुरू हो गया था (आरबीआई, 2010) (चार्ट 1.4ए)। अंततः, हालांकि, नए विकास आवेगों को पोषित करने के आधार पर अनवाईडिंग को स्थगित करने के लिए तर्क ही जीते और यह भी स्पष्ट है कि मुद्रास्फीति के दबाव आपूर्ति-पक्ष की बाधाओं, विशेष रूप से खाद्य कीमतों से प्रेरित थे, जो मौद्रिक नीति के दायरे से बाहर हैं (चार्ट 1.4बी)। निकास अक्टूबर 2009 में शुरू हुआ था, लेकिन इसमें कुछ क्षेत्र-विशिष्ट चलनिधि सुविधाओं को समाप्त करना शामिल था जो काफी हद तक अप्रयुक्त थीं, वैधानिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) को अपने संकट-पूर्व स्तर पर बहाल करना [शुद्ध मांग और समय देयताएँ (एनडीटीएल) का 25 प्रतिशत]], और वाणिज्यिक अचल संपत्ति क्षेत्र को अग्रिमों के लिए प्रावधानीकरण आवश्यकताओं को बहाल करना। पर्याप्त चलनिधि निकासी जनवरी 2010 से शुरू हुई जब नकद आरक्षित अनुपात (सीआरआर) में 75 आधार अंकों की वृद्धि की

9 आर्थिक सर्वेक्षण, 2010-11

चार्ट 1.4 : चलनिधि, आरिस्त मूल्य और मुद्रास्फीति



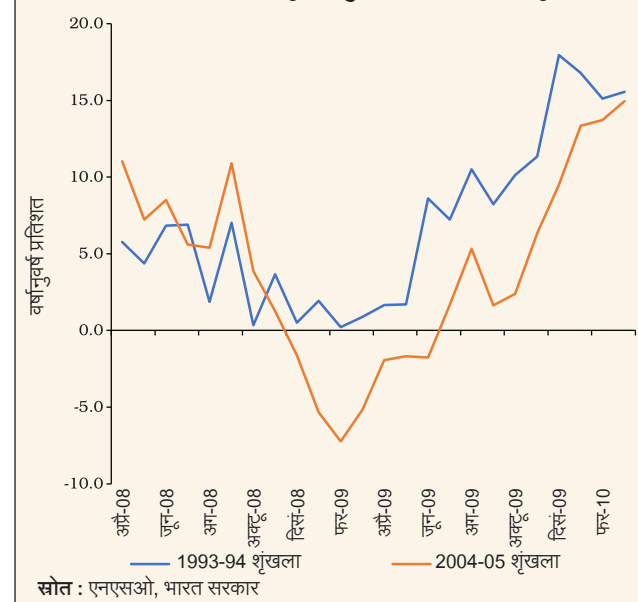
स्रोत : डीबीआईई, आरबीआई और आर्थिक सलाहकार का कार्यालय , भारत सरकार

गई, लेकिन तब तक मुद्रास्फीति दो अंकों में टूटने वाली थी और नियंत्रण से बाहर हो गई थी।

1.10 दूसरा, अपने कई उद्देश्यों के बीच संघर्ष का सामना करते हुए, आरबीआई ने मुद्रास्फीति को समायोजित करने की कीमत पर भी विकास का समर्थन करने की ओर झुकाव किया - "अर्थव्यवस्था के पूर्व-जीएफसी विकास प्रक्षेपवक्र में वापस लौटने के निश्चित संकेत थे" (आरबीआई, 2010)। विकास अनुमान उच्च आवृत्ति संकेतकों, विशेष रूप से 1993-94 पर आधारित औद्योगिक उत्पादन सूचकांक (आईआईपी) से काफी प्रभावित थे। इस सूचकांक के संदर्भ में, वृद्धि दूसरी तिमाही से बढ़ी और वर्ष की दूसरी छमाही में दो अंकों में तेजी से बढ़ी। इसके विपरीत, नई आईआईपी श्रृंखला 2004-05 पर आधारित थी, जो नवंबर 2011 में उपलब्ध हुई, यह दर्शाता है कि ति.1: 2009-10 में संकुचन से एक कमजोर वसूली ति. 2 और ति. 3 में हुई, और ति.4 तक एक मजबूत विस्तार शुरू नहीं हुआ था (चार्ट 1.5)। अंत में, आरबीआई को विकास की आकांक्षाओं के बारे में राष्ट्रव्यापी मजबूत आशावाद से दूर किया गया था, जो उन हाल के दिनों की विशेषता थी और प्रति-चक्रीय रूप से कार्य करने से परहेज करती थी। यह समय की असंगति के संदर्भ में एक महंगी नीतिगत त्रुटि साबित होगी, जैसा कि बाद में मुद्रास्फीति के घटनाक्रम से पता चलता है।

1.11 तीसरा, एम्फीथिएटर मुद्रास्फीति में बदल जाता है और कई सबक सामने आते हैं। तत्कालीन आरबीआई के मीट्रिक - थोक मूल्य सूचकांक (डब्ल्यूपीआई) द्वारा मापा गया - कीमतें अगस्त 2009 में अपस्फीति से बाहर निकलीं, लेकिन दिसंबर तक, इसने ऊंचाई और दृढ़ता हासिल कर ली। 2009 के अनुभव से पता चला है कि आपूर्ति पक्ष के विकास को सहन करने पर निर्णय लेने से पहले मुद्रास्फीति के स्रोतों का सावधानीपूर्वक विश्लेषण करना महत्वपूर्ण है। प्राथमिक खाद्य कीमतें अक्टूबर

चार्ट 1.5 आईआईपी में वृद्धि : पुरावी और संशोधित श्रृंखला



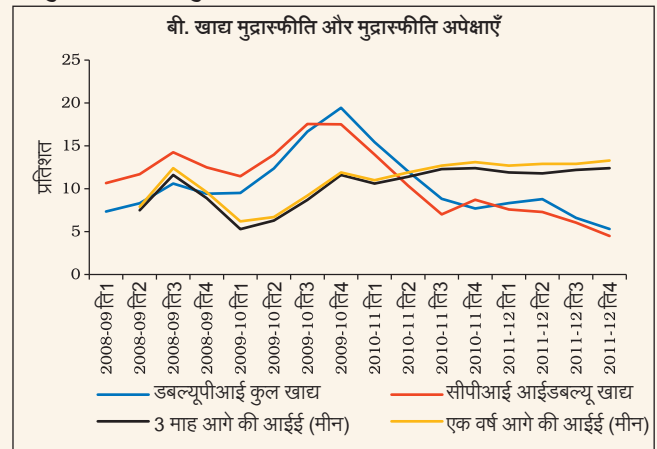
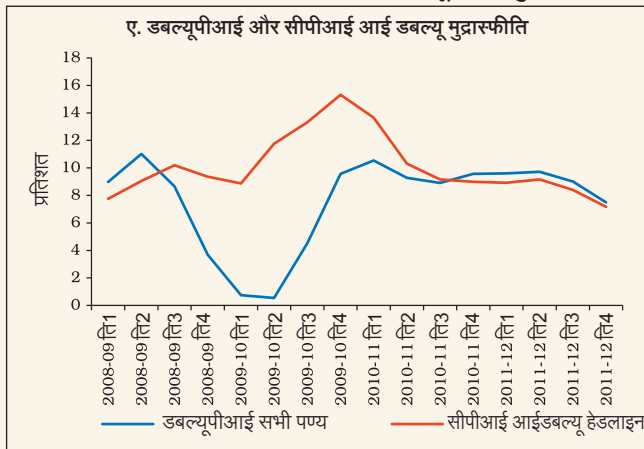
स्रोत : एनएसओ, भारत सरकार

2008 की शुरुआत से दोहरे अंकों में शासन कर रही थीं और 2009 के असफल मानसून ने केवल इन दबावों को बढ़ाया, जिससे दिसंबर 2009 तक खाद्य मुद्रास्फीति 20 प्रतिशत तक पहुंच गई। खाद्य कीमतों द्वारा प्रेषित संकेतों को डिजाइन द्वारा अलग रखा गया था। भारत में, यह खाद्य (प्राथमिक और निर्मित संयुक्त) मुद्रास्फीति है जो वास्तविक मूल के गुणों को ग्रहण करती है जब यह बनी रहती है, जो पुराने डबल्यूपीआई सूचकांक (1993-94 = 100) का 27 प्रतिशत और 2004-05 आधारित सूचकांक का एक चौथाई है। जो सितंबर 2010 में जारी किया गया था। उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) में, जो अब मुद्रास्फीति मीट्रिक है, इसकी हिस्सेदारी 45.9 प्रतिशत है। वास्तव में, सीपीआई से प्रदर्शित होने वाले चेतावनी संकेतों की उपेक्षा मौद्रिक नीति की महंगी त्रुटि साबित हुई। औद्योगिक श्रमिकों के लिए सीपीआई (सीपीआई-आईडब्ल्यू) के संदर्भ में, खाद्य मुद्रास्फीति ति. 1: 2008-09 तक दोहरे अंकों को पार कर गई थी और ति. 3: 2008-09 तक यह सामान्यीकृत हो गई थी और हेडलाइन लेते हुए गैर-खाद्य घटकों में फैल गई थी। उस तिमाही में मुद्रास्फीति 10.2 प्रतिशत थी। इस प्रकार, हालांकि भारतीय रिजर्व बैंक को डबल्यूपीआई और सीपीआई दोनों के संकेत उपलब्ध थे, फिर भी उन्हें देखा गया (चार्ट 1.6a)। इसके

अलावा, खाद्य मुद्रास्फीति का मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं पर एक प्रमुख प्रभाव है - 2009-10 की तीसरी तिमाही में, परिवारों की औसत मुद्रास्फीति प्रत्याशा (आईई) एक वर्ष आगे 500 आधार अंक बढ़कर 13.5 प्रतिशत हो गई (चार्ट 1.6बी)। खाद्य मुद्रास्फीति भी मूल के अन्य बहिष्करण-आधारित उपायों की तुलना में अंतर्निहित मांग के साथ घनिष्ठ संबंध प्रदर्शित करती है। कोर - गैर-खाद्य विनिर्मित उत्पादों की मुद्रास्फीति का 'आधिकारिक' उपाय अप्रैल 2009 और अक्टूबर 2009 के बीच अपस्फीति में था, लेकिन यह मुख्य रूप से मांग की कमी के बजाय अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों में कमजोरी को दर्शाता है क्योंकि वास्तविक जीडीपी विकास ने दूसरी तिमाही : 2009-10 तक मोजो हासिल कर लिया था।

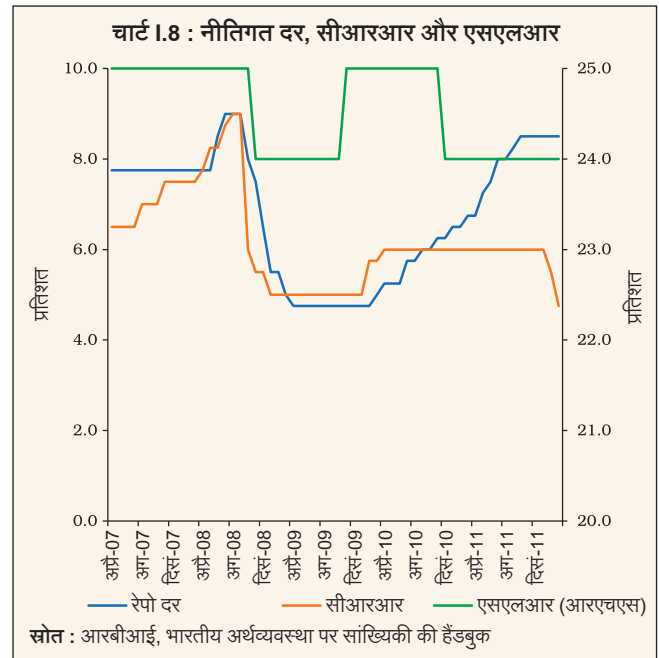
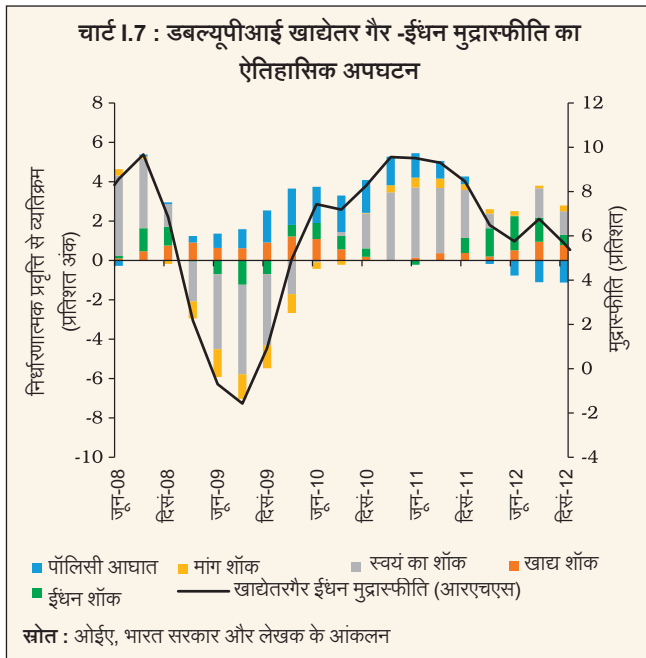
1.12 डबल्यूपीआई में खाद्य और ईंधन की कीमतों के गैर-खाद्य गैर-ईंधन मुद्रास्फीति के फैलाव को गैर-खाद्य गैर-ईंधन डबल्यूपीआई मुद्रास्फीति के ऐतिहासिक अपघटन द्वारा स्पष्ट रूप से चित्रित किया जा सकता है, जो 2009-10 के दौरान गैर-ईंधन मुद्रास्फीति गैर-खाद्य के लिए उच्च खाद्य मुद्रास्फीति के स्पिलओवर को प्रकट करता है (चार्ट 1.7)¹⁰। इसके परिणामस्वरूप 2011-13 के दौरान सामान्यीकृत मुद्रास्फीति हुई। इस प्रकार, एक कम ब्याज दर व्यवस्था में खाद्य मूल्य स्पिलओवर ने

चार्ट 1.6 : डबल्यूपीआई मुद्रास्फीति , सीपीआई मुद्रास्फीति और मुद्रास्फीति अपेक्षाएँ



स्रोत : आरबीआई और ओईए और एनएसओ भारत सरकार

10 10 वर्ष 2001 -2002 से 2019 -20 तह मौसमी रूप से समायोजित वार्षिकीकृत दर (एसएएआर) से तिमाही आंकड़ों पर वेक्टर आटो रिग्रेसन (वीएआर)में परिवर्तन ईंधन के मूल्यों, खाद्य मूल्यों, गैर -खाद्य गैर -ईंधन मूल्यों, आउटपुट गैप और पॉलिसी रेपो रेट निम्नलिखित का रूप ले लेता है $Y_t = \Phi_0 + \Phi_1 Y_{t-1} + \dots + \Phi_p Y_{t-p} + \varepsilon_t$ जहां वाई { π^{fuel} , π^{food} , $\pi^{non-food, non-fuel}$, आउटपुट गैप, पॉलिसी रेपो रेट} वेक्टर है।



मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं को 'बहु-सिर वाले हाइड्रा की तरह परिवर्तनशील' बना दिया (पात्रा, 2017 ओपी सीआईटी)। 2010-13 की अवधि में, डबल्यूपीआई हेडलाइन मुद्रास्फीति औसतन 8.6 प्रतिशत रही। थोक मूल्य सूचकांक से पहले क्षेत्रीय सीपीआई लाल रंग में चमक रहा था। 2009-10 में, सीपीआई-डबल्यूपीआई द्वारा मापी गई मुद्रास्फीति बढ़कर 12.4 प्रतिशत हो गई थी और 2010-13 के दौरान औसतन 9.7 प्रतिशत हो गई थी।

1.13 मार्च 2010 और अक्टूबर 2011 के बीच, आरबीआई ने लगातार 13 कार्रवाइयों में अपनी नीति दर में 375 आधार अंकों की वृद्धि की, अप्रैल 2010 में एक और सीआरआर वृद्धि और 2010 में सभी असाधारण जीएफसी चलनिधि उपायों को आरंभ कर दिया था (चार्ट 1.8)। लेकिन मंहगाई आ गई थी और वह रुकने वाली थी, 'राजा के सभी आदमी और राजा के सभी घोड़ों'¹¹ के बावजूद। और अब, एक और भयावह नाटक सामने आने वाला था।

1.14 क्या होगा यदि आरबीआई ने अलग व्यवहार किया होता और नीति के लिए सीपीआई मुद्रास्फीति मीट्रिक का उपयोग किया गया होता? इस प्रतितथ्य का आकलन करने के लिए, यह माना जाता है कि आरबीआई एक नियम-आधारित नीतिगत वातावरण में काम कर रहा था, जिसका उद्देश्य निम्न और स्थिर मुद्रास्फीति प्राप्त करना और उत्पादन को स्थिर करना था। इस परिदृश्य को अनुकरण करने के लिए, 2000-01 से 2010-11 के तिमाही आंकड़ों पर टेलर-टाइप पॉलिसी नियम¹² का अनुमान निम्नलिखित बेहतर मान्यताओं के तहत लगाया गया है: i) मुद्रास्फीति लक्ष्य 5 प्रतिशत पर निर्धारित किया गया है; ii) आरबीआई अन्य केंद्रीय बैंकों की तरह ब्याज दर को सुचारु करता है ताकि मौद्रिक नीति के आघात देने से बचा जा सके, और त्रैमासिक नीति बैठकों के साथ पूर्व-घोषित त्रैमासिक आवृत्ति पर अपनी नीति दर को समायोजित किया जा सके; और iii) भारित औसत कॉल मनी रेट (डबल्यूएसीआर) का उपयोग प्रभावी नीति दर के रूप में किया जाता है क्योंकि आरबीआई ने

11 कैरोल, लुईस (1872), थू द लुकिंग ग्लास और व्हाट ऐलिस फाउंड देयर से अनुकूलित। फिलाडेल्फिया: हेनरी अल्टेमस कंपनी।

12 $i_t = \rho * i_{t-1} + (1 - \rho) * (rr + \pi^T + a_1 * (\pi_t - \pi^T) + a_2 * OG_t + \varepsilon_t$; जहां ρ डबल्यूएसीआर है, π_t डबल्यूपीआई मुद्रास्फीति है i_t वास्तविक जीडीपी लॉगारिदम पर होडरिक-प्रोसकोट का उपयोग करते हुए आउटपुट गैप है; P स्मूदिंग पैरामीटर है; rr वर्ष 2001-2011 की अवधि के लिए मानी गई 1.0 प्राकृतिक दर है; π^T मुद्रास्फीति लक्ष्य है जिसे 5.0 प्रतिशत माना गया है। आंकलन नॉन-लीनियर लीस्ट स्क्वायर का उपयोग करते हुए किया गया है।

उस अवधि के दौरान एक भी मौद्रिक नीति साधन का उपयोग नहीं किया था।

1.15 मुद्रास्फीति अंतर सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण हो गया है। मुद्रास्फीति पर गुणांक की तुलना में आउटपुट गैप गुणांक और इसके बड़े आकार का महत्व बताता है कि आरबीआई मुद्रास्फीति¹³ (सारणी 1.1) के सापेक्ष विकास के उद्देश्य के प्रति अधिक जागरूक था। वास्तव में, कहा गया दृष्टिकोण यह था कि विकास, मूल्य स्थिरता और वित्तीय स्थिरता ने नीतिगत उद्देश्यों का एक पदानुक्रम बनाया है जिसमें अंतर्निहित मैक्रोइकॉनॉमिक और वित्तीय स्थितियों (रेड्डी, 2005) के आधार पर एक या दूसरे आरोही पदानुक्रम है।

1.16 उस अवधि के दौरान डबल्यूपीआई और सीपीआई मुद्रास्फीति के बीच बड़े अंतर को देखते हुए, यह आकलन करने के लिए एक प्रतितथ्यात्मक विश्लेषण किया जाता है कि क्या सीपीआई को मुद्रास्फीति मीट्रिक के रूप में उपयोग करने से एक अलग नीति प्रतिक्रिया उत्पन्न होती। टेलर-प्रकार के नियम से पता चलता है कि यदि 2009-2011 के दौरान सीपीआई-आईडबल्यू को प्राथमिक मुद्रास्फीति मीट्रिक के रूप में इस्तेमाल किया गया था, तो जीएफसी द्वारा प्रेरित मौद्रिक नीति समायोजन के बाद यह एक तेज़ नीति को सख्त बनाता (चार्ट 1.9)।

1.17 पीछे मुड़कर देखने पर ज्ञात होता है कि, नीति प्रतिक्रिया में देरी हुई। एक विश्वसनीय मौद्रिक नीति के लिए लगातार आपूर्ति

सारणी 1.1: मौद्रिक नीति प्रतिक्रिया कार्य (2000-01 से 2010-11)

स्मूदिंग पैरामीटर	मुद्रास्फीति गैप [§]	आउटपुट गैप [^]
0.78***	0.41*	0.75**

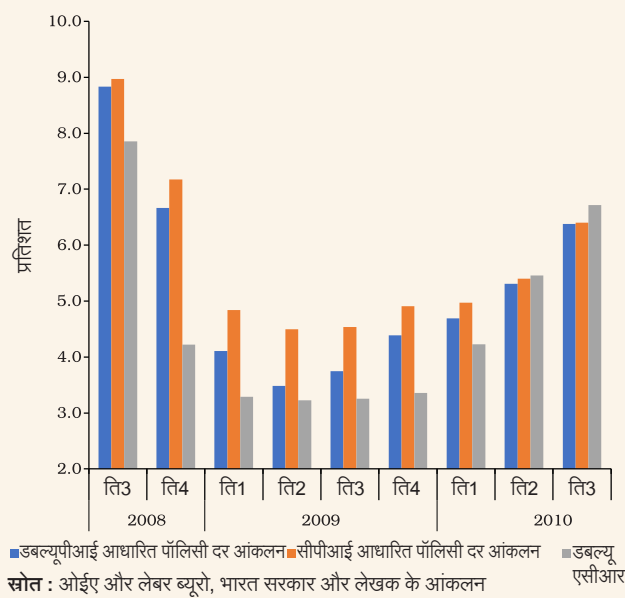
[§] डबल्यूपीआई मुद्रास्फीति का 5 प्रतिशत से विचलन।

[^] हॉड्रिक-प्रेसकॉट (एचपी) फिल्टर का अनुमानित उपयोग।

***, ** और * क्रमशः 1 प्रतिशत, 5 प्रतिशत और 10 प्रतिशत पर महत्व दर्शाते हैं।

स्रोत: लेखक का अनुमान।

चार्ट 1.9 : अनुमानित नीतिगत दर (डबल्यूपीआई और सीपीआई के साथ)



के आघात के लिए समय पर प्रतिक्रिया आवश्यक है। देरी जितनी अधिक होगी, अर्थव्यवस्था के लिए उतना ही महंगा होगा। समय पर नीतिगत कार्रवाई के महत्व को त्रैमासिक प्रक्षेपण मॉडल (क्यूपीएम)¹⁴ का उपयोग करते हुए एक नीति प्रयोग के साथ दिखाया जा सकता है जो पूर्वानुमान और नीति विश्लेषण प्रणाली (बेन्स एट अल, 2016ए) का हिस्सा है, जिसे इस कदम की पूर्व शर्त के रूप में विकसित किया गया है। भारत में फिट करने के लिए प्रमुख मैक्रोइकॉनॉमिक मापदंडों की स्टीडी स्टेट वैल्यू को 5 प्रतिशत मुद्रास्फीति लक्ष्य और 1.0 प्रतिशत को वास्तविक तटस्थ दर के रूप में परिभाषित करना (यह 2001-2011 के दौरान प्रचलित व्यापक आर्थिक स्थितियों के आधार पर माना जाता है), सिमुलेशन से पता चलता है कि नीतिगत कार्रवाई में चार से छह तिमाहियों तक की देरी हुई थी, जिसने नीति दर को अपने चरम पर 1 प्रतिशत अंक तक कम रखा, अर्थात्, ति. 3: 2009 (चार्ट 1.9)। इससे केंद्रीय बैंक की साख का हास हुआ,

13 यदि IIP का उपयोग आउटपुट गैप निकालने के लिए प्रॉक्सी के रूप में किया जाता है, तो इसका गुणांक महत्वहीन हो जाता है। इससे पता चलता है कि नीति व्यापक रूप से सकल घरेलू उत्पाद द्वारा समग्र आर्थिक गतिविधि के एक संकेतक के रूप में निर्देशित थी, जबकि आईआईपी केवल अपनी प्रमुख जानकारी के संदर्भ में भूमिका निभा रहा था।

14 क्यूपीएम एक अर्ध-संरचनात्मक, दूरदेशी, खुली अर्थव्यवस्था, एक नए कीनेसियन ढांचे में अंतर मॉडल है, जिसे भारत की विशिष्ट विशेषताओं को शामिल करके अंशांकित किया गया है और विभिन्न प्रतिक्रिया तंत्रों का आंतरिक रूप से सुसंगत विश्लेषण प्रदान करता है (बेन्स एट अला, 2016ए, बी)।

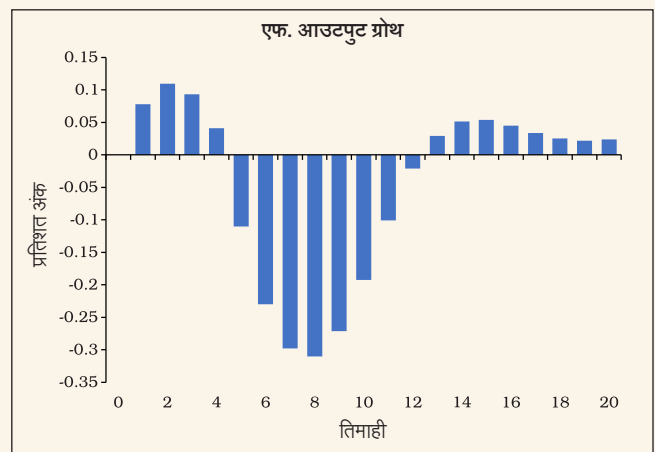
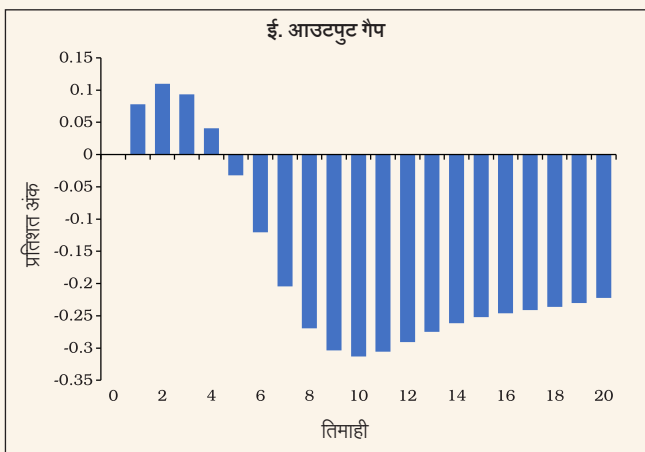
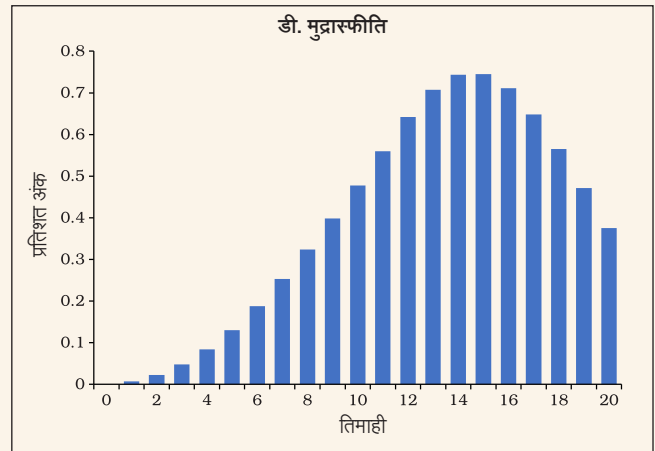
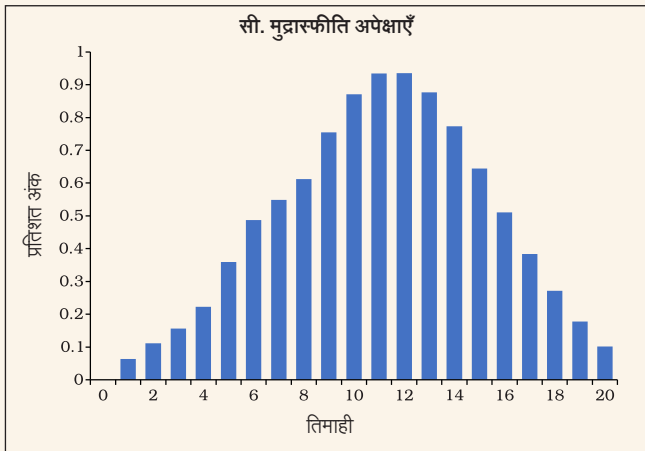
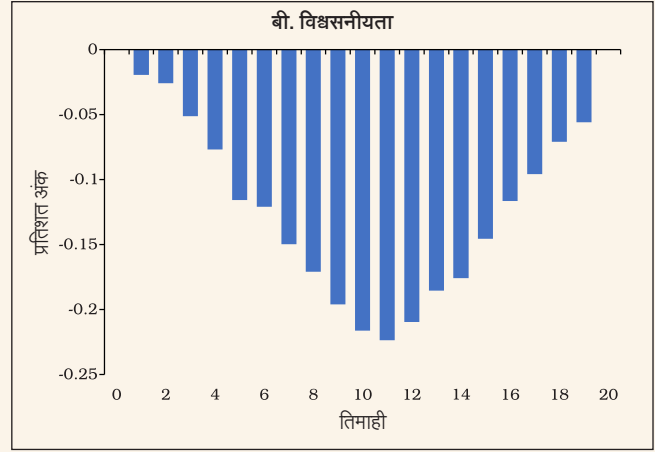
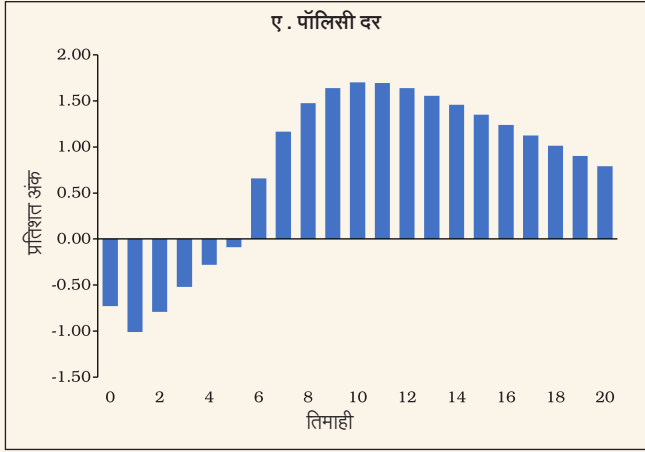
जिससे मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं में कोई कमी नहीं आई। परिणामस्वरूप, अगर कोई देरी नहीं हुई होती, तो मुद्रास्फीति 0.8 प्रतिशत से अधिक बढ़ जाती। आखिरकार, आरबीआई को समय पर प्रतिक्रिया के मामले में जरूरत से ज्यादा नीतिगत दर में 1.5 प्रतिशत अंक की वृद्धि करने के लिए मजबूर होना पड़ा। इसके अलावा, देरी ने आरबीआई को नो डिले मामले में अपेक्षित अवधि से अधिक लंबे समय तक नीति दर को ऊंचा रखने के लिए मजबूर किया। देरी के कारण इस उच्च और अधिक लगातार नीतिगत प्रतिक्रिया के कारण आउटपुट हानियाँ बड़ी हो गईं (चार्ट 1.10)। इस प्रकार, नीति प्रतिक्रिया में देरी के कारण उत्पादन में प्रारंभिक लाभ बाद में आवश्यक नीति प्रतिक्रिया की तुलना में अधिक हो गया, जिसके परिणामस्वरूप अंततः मध्यम अवधि के आउटपुट-मुद्रास्फीति ट्रेड-ऑफ में पर्याप्त गिरावट आई।

1.18 मौद्रिक नीति आंतरिक रूप से लोगों और संप्रभु के बीच एक अनुबंध है। लोग अपने द्वारा उत्पादित वस्तुओं और सेवाओं में सन्निहित मूल्य पर संप्रभु (या उसके एजेंट, केंद्रीय बैंक) को छोड़ देते हैं। बदले में, संप्रभु लोगों को एक पैसा देने का वचन देता है जिस पर वे भरोसा कर सकते हैं, एक पैसा जो समय के साथ क्रय शक्ति के आदेश के अनुसार मूल्य नहीं खोता है। मुद्रास्फीति वह मीट्रिक है जिसके द्वारा इस अनुबंध का मूल्यांकन किया जा सकता है। बढ़ती मुद्रास्फीति घरेलू और बाह्य रूप से मुद्रा की क्रय शक्ति को नष्ट कर देती है, जिससे विनिमय दर अन्य देशों की मुद्राओं के मुकाबले मूल्यहास हो जाती है जो मुद्रास्फीति की अपेक्षाकृत कम दर बनाए रखती है। दूसरी ओर, मुद्रास्फीति की दर भी वस्तुओं और सेवाओं के उत्पादन पर वापसी की दर है। बहुत कम दर लोगों को वस्तुओं और सेवाओं के उत्पादन से हतोत्साहित करेगी, जिससे विश्वास का अनुबंध कमजोर होगा। संप्रभु के सामने चुनौती लोगों को एक उचित मुद्रास्फीति दर देने की है जो इन परस्पर विरोधी खिंचावों को संतुलित करती है और सामाजिक कल्याण को अधिकतम करती है। इतिहास ने प्रदर्शित किया है कि इस अनुबंध के टूटने के गंभीर परिणाम

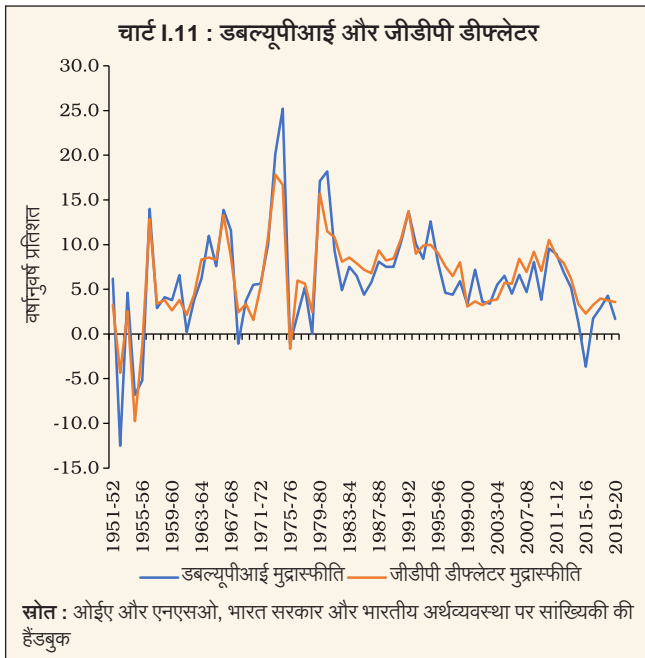
होते हैं, जिसमें संप्रभुओं को उखाड़ फेंकना और मुद्राओं की दुर्बलता शामिल है, जो उनके फिएट द्वारा प्रसारित होती हैं। भारत में, उच्च पहुंच में मुद्रास्फीति के लिए एक सामाजिक असहिष्णुता और निश्चित रूप से दो अंकों की सीमा पर खुद को स्पष्ट रूप से प्रकट किया है - जीडीपी डिफ्लेटर और डब्ल्यूपीआई द्वारा मापी गई मुद्रास्फीति का औसत 1951-52 के बाद से क्रमशः 6.4 प्रतिशत और 6.1 प्रतिशत रहा है चार्ट 1.11)। इस सामाजिक सहिष्णुता सीमा से परे मुद्रास्फीति के छोटे एपिसोड भी अस्वीकार्य हैं, जैसा कि भारत में चुनाव परिणामों ने बार-बार दिखाया है। इस मौलिक अर्थ में, मुद्रास्फीति शासन का एक सूचकांक है (पात्रा, 2017 ओपी सीआईटी)।

1.19 जीएफसी के तुरंत बाद के वर्षों के मुद्रास्फीति के अनुभव ने अर्थव्यवस्था पर गहरे निशान छोड़े। जब मुद्रास्फीति 2009-10 में 3.8 प्रतिशत से बढ़कर 2010-11 में 9.6 प्रतिशत हो गई और इसे एक साल पहले मौद्रिक नीति द्वारा समायोजित किया गया, तो सामाजिक अनुबंध की विश्वसनीयता जांच के दायरे में आ गई। मुद्रास्फीति के लिए समायोजित बैंक जमा पर रिटर्न की दरें नकारात्मक ((-) 1 प्रतिशत) हो गईं। इस बीच, आवास (लगभग 10 प्रतिशत), इक्विटी (लगभग 10 प्रतिशत) और सोना (12.5 प्रतिशत) जैसी वैकल्पिक संपत्तियों पर रिटर्न की वास्तविक दरें आकर्षक लग रही थीं और इसके चलते वित्तीय परिसंपत्तियों से भौतिक संपत्ति की ओर पोर्टफोलियो परिवर्तन हुआ (चार्ट 1.12ए)। परिवारों की वित्तीय बचत 2009-10 में सकल घरेलू उत्पाद के 10.9 प्रतिशत के हालिया शिखर से घटकर 2011-12 तक 7.4 प्रतिशत हो गई, साथ ही उनकी भौतिक संपत्ति में 14.0 प्रतिशत से 16.3 प्रतिशत की संगत वृद्धि हुई (चार्ट 1.12बी)। भारत की सकल घरेलू बचत की दर जिसमें परिवार प्रमुख हैं (60 प्रतिशत से अधिक के लिए लेखांकन) 2010-11 में सकल घरेलू उत्पाद का 36.9 प्रतिशत था, लेकिन इसमें लंबे समय तक गिरावट आई जो इसे 2019-20 में तेजी दिखाने से पहले 2018-19 तक 30.6 प्रतिशत तक ले गई।

चार्ट 1.10 : विलंबित पॉलिसी प्रतिसाद के परिणाम (विलंब और बिना विलंब के प्रतिसाद के बीच अंतर)



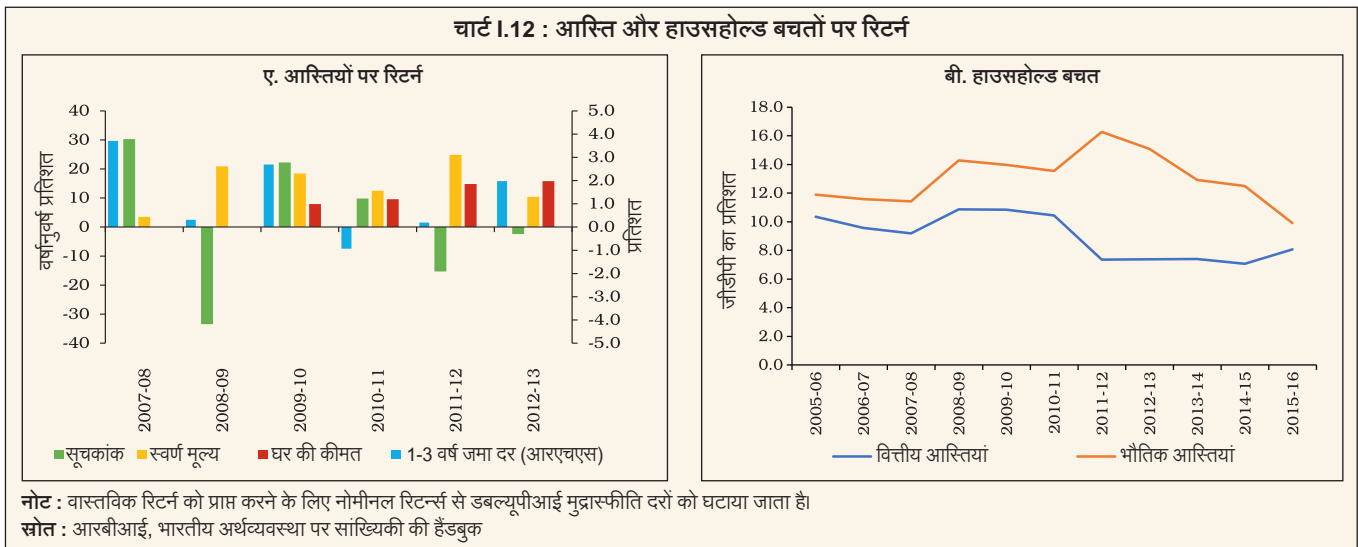
स्रोत : लेखकों के अनुमान



1.20 फेल्डस्टीन-होरियोका पहेली के एक स्पष्ट विरोधाभास में, जो घरेलू बचत और निवेश के बीच घनिष्ठ संबंध का सुझाव देता है, भारत की सकल घरेलू निवेश दर इस संकटपूर्ण समय के दौरान सकल घरेलू उत्पाद के लगभग 39 प्रतिशत पर बनी रही। सार्वजनिक निवेश 2008-09 में सकल घरेलू उत्पाद के

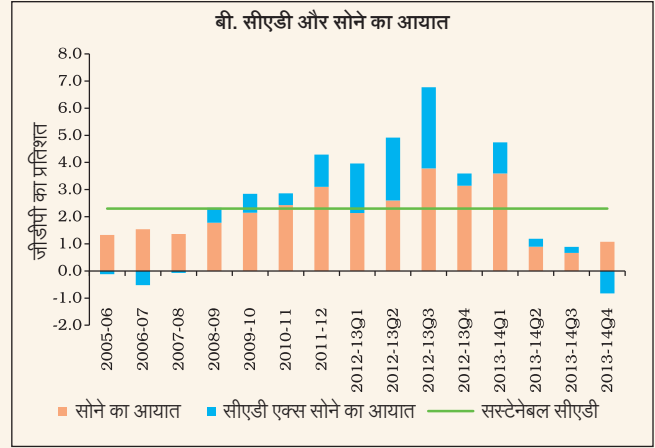
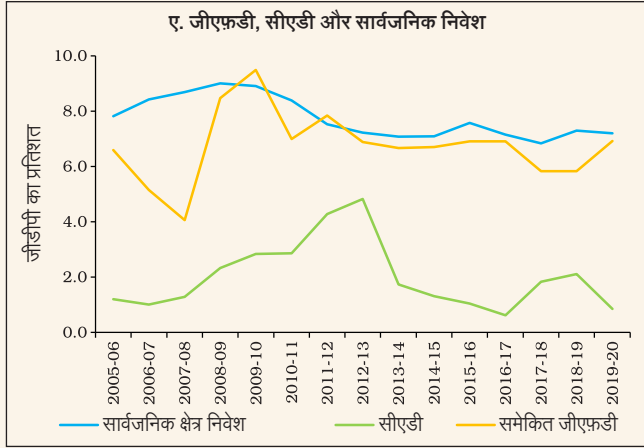
9.0 प्रतिशत से घटकर 2012-13 में 7.2 प्रतिशत हो गया क्योंकि जीएफसी राजकोषीय प्रोत्साहन खुला था, निवेश को बनाए रखने का बोझ पूरी तरह से विदेशी बचत द्वारा वित्तपोषित था जैसा कि चालू खाता घाटे में परिलक्षित होता है (सीएडी) उन वर्षों में 2008-09 की चौथी तिमाही में 0.1 प्रतिशत से बढ़कर 2012-13 की तीसरी तिमाही में जीडीपी के 6.8 प्रतिशत के शिखर पर पहुंच गया (चार्ट 1.13a)। यह अनिवार्य रूप से एक खराब परिणाम को दर्शा रहा था। जैसे-जैसे लोगों ने बैंकों से जमा राशि निकाली और सोना खरीदा, यह पूंजीगत उड़ान को दर्शाता है क्योंकि भारत अपने सोने की खपत का लगभग एक प्रतिशत घरेलू स्तर पर खनन करता है। 750-850 टन के सोने के आयात का वार्षिक स्तर 2011-12 में बढ़कर 1000 टन से अधिक हो गया (चार्ट 13बी)। सीएडी (आरबीआई, 2012) पर आरबीआई की चेतावनियों को बड़े पूंजी प्रवाह के प्रवाह में अनसुना कर दिया गया, जिसने बाहरी वित्तपोषण आवश्यकता के अस्थिर स्तरों को वित्तपोषित किया।

1.21 गणना के क्षण ने 2013 की गर्मियों में टेपर टैंट्रम¹⁵ के साथ भारत को अभिभूत कर दिया। जैसे-जैसे वित्तीय बाजार उच्च उथल-पुथल के दौर से गुजर रहे थे और रिस्क-ऑफ



15 द न्यूयॉर्क टाइम्स, 17 जून, 2013 ने पहली बार श्री बर्नानके की टिप्पणियों का वर्णन करने के लिए इस शब्द को जोड़ा कि अमेरिकी अर्थव्यवस्था फेड के लिए वर्ष के अंत से पहले अपनी मासिक खरीद को कम करना शुरू करने के लिए पर्याप्त मजबूत थी।

चार्ट I.13 : जीएफडी, सार्वजनिक निवेश, सीएडी और सोने का आयात

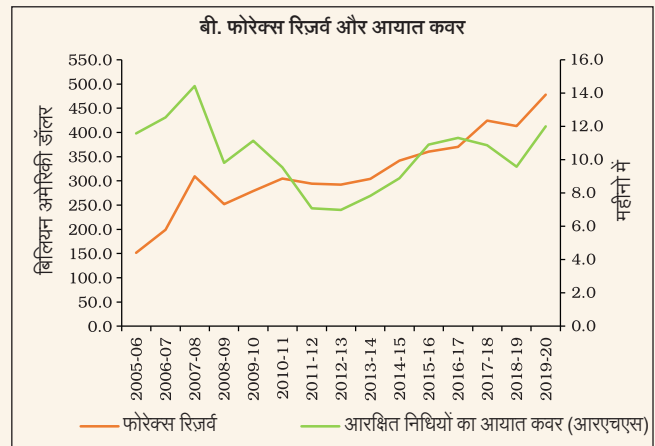
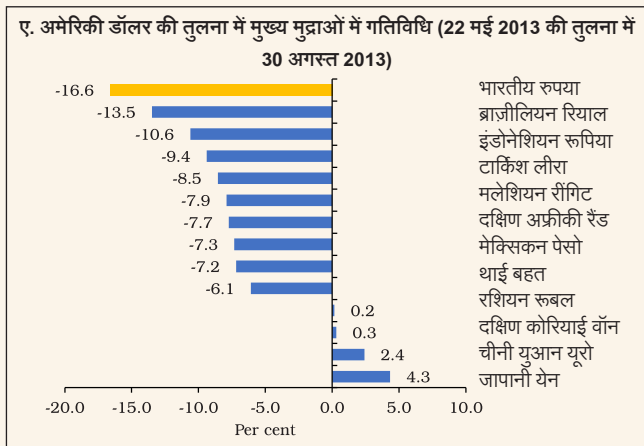


स्रोत : आरबीआई, भारतीय अर्थव्यवस्था पर सांख्यिकी की हैंडबुक

भावना व्यापक हो गई थी, पूंजी प्रवाह सुरक्षित आश्रय के लिए मुद्रांकित हो गया, ईएमई से एक परिसंपत्ति वर्ग के रूप में बाहर निकल गया। 22 मई - 30 अगस्त 2013 (चार्ट I.14a) के दौरान अन्य मुद्राओं बीच रुपये में सबसे अधिक गिरावट के साथ भारत सबसे बुरी तरह प्रभावित था। उस समय, विदेशी मुद्रा भंडार 300 बिलियन अमेरिकी डॉलर के करीब था, लेकिन बाजारों ने इसे पूरी तरह से छूट दी (चार्ट I.14b)। भारत

ब्राजील, इंडोनेशिया, दक्षिण अफ्रीका और तुर्की के साथ शामिल हो गया जिसे 'नाजुक पांच'¹⁶ कहा गया था। एक अपरंपरागत संकट से रक्षा की जानी थी। चलनिधि परिचालन ने सुनिश्चित किया कि मुद्रा बाजार दरों को कड़ा किया गया; विदेशी मुद्रा भंडार में विदेशी उधारी और स्वैप से वृद्धि हुई; और सोने के आयात शुल्क में दोनों के माध्यम से अंतिम उपयोग की कमी प्रतिबंधित¹⁷ की गई। हालांकि संकट दूर हो

चार्ट I.14 : विनिमय दर और फोरेक्स रिजर्व में गतिविधि



स्रोत : आईएमएफ, आरबीआई, थॉमसन रायटर्स और लेखक के आकलन

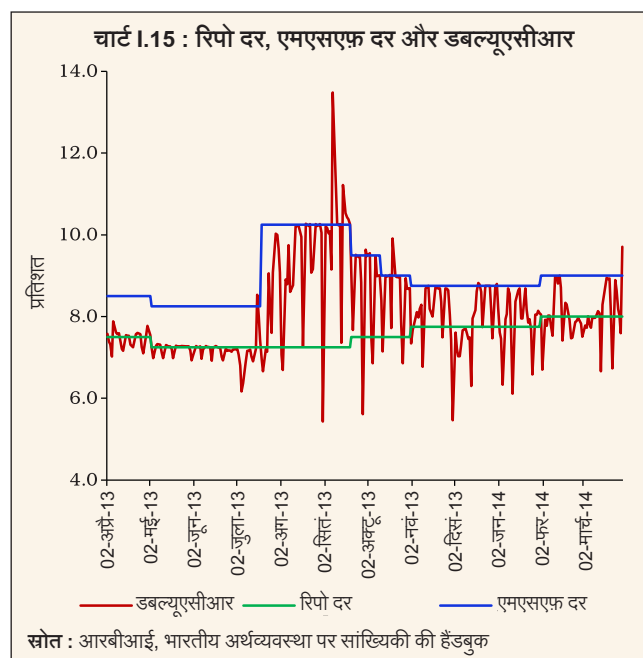
16 मॉर्गन स्टेनली रिसर्च, ग्लोबल ईएम इन्वेस्टर, 5 अगस्त 2013।

17 आरबीआई, वार्षिक रिपोर्ट 2013-14।

गया था और उसके बाद स्थिति स्थिर हो गई थी, मुद्रास्फीति ने व्यापक आर्थिक स्थितियों पर भारी असर डाला था। मौद्रिक नीति में जनता की विश्वसनीयता कम होने के साथ, शासन में बदलाव का समय आरबीआई और भारत के ऊपर था।

3. पूर्व शर्तें

1.22 जुलाई 2013 में, एक दुर्लभ डेटा बिंदु का गठन किया गया था - मौद्रिक नीति को हाल के इतिहास में दूसरी बार विनिमय दर की रक्षा में नियोजित किया गया था, पहली बार जीएफसी में। टेंपर टेंट्रम के कारण मुद्रा में उथल-पुथल के जोखिम का सामना करते हुए, आरबीआई ने फैसला किया कि स्पिलओवर वित्तीय स्थिरता और विकास को खतरे में डाल सकता है और मौद्रिक नीति (आरबीआई, 2014) के संचालन में रुपये के स्थिरीकरण को प्राथमिकता देता है। मुद्रास्फीति से लड़ने के लिए 2010-2011 के दौरान देरी से सख्त होने के बाद, वृद्धि में आई मंदी के जवाब में अप्रैल 2012 में शुरू हुई मौद्रिक नीति के रुख में सहजता का चरण बाधित हो गया था। सीमांत स्थायी सुविधा (एमएसएफ) दर में 200 बीपीएस की बढ़ोतरी को प्रभावित किया गया था और इसके एनडीटीएल के 0.5 प्रतिशत पर चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) तक व्यक्तिगत बैंक की पहुंच को सीमित करके, औसत दैनिक सीआरआर रखरखाव आवश्यकता (शुरुआत में) को बढ़ाया गया था। 70 प्रतिशत से 99 प्रतिशत और उसके बाद 95 प्रतिशत), और चलनिधि को और सख्त करने के लिए खुले बाजार में बिक्री का संचालन करना ताकि एमएसएफ दर प्रभावी नीति दर बन जाए, जो वैध नीति रेपो दर से 300 आधार अंक अधिक है (चार्ट 1.15)। हालांकि आगामी महीनों में विनिमय दर स्थिर हो गई, मुद्रास्फीति दबाव बना रहा, सितंबर और अक्टूबर 2013 में नीतिगत दर में वृद्धि के रूप में एक अधिक पारंपरिक मौद्रिक नीति प्रतिक्रिया की गारंटी दी गई, भले ही अपरंपरागत उपायों को बंद करना शुरू हो गया। इस समय के आसपास, आरबीआई ने एक नई मौद्रिक नीति व्यवस्था के लिए पूर्व शर्त निर्धारित करना शुरू किया।



1.23 सबसे पहले, सितंबर 2013 में, मौद्रिक नीति ढांचे को संशोधित करने के लिए मौद्रिक नीति ढांचे को संशोधित करने के लिए एक विशेषज्ञ समिति नियुक्त की गई थी, जिसमें मौद्रिक नीति ढांचे को स्पष्ट और मजबूत करना, बैंकिंग संरचना को मजबूत करना, वित्तीय बाजारों को व्यापक और गहरा करना, वित्तीय समावेशन को बढ़ावा देना और वित्तीय तनाव से निपटने के लिए प्रणाली की क्षमता में सुधार (आरबीआई, 2014) शामिल था। मौद्रिक नीति, निर्णय लेने, उपकरण और संचालन प्रक्रिया, पारिषद के लिए नोमिनल एंकर के चयन के संबंध में इस समिति की सिफारिशों और खुली अर्थव्यवस्था मौद्रिक नीति ने नई व्यवस्था को गढ़ने के लिए बौद्धिक ढांचा प्रदान किया। इसका विवरण अध्याय 4 में दिया गया है।

1.24 दूसरा, जनवरी 2014 में भारत में मौद्रिक नीति के लिए मुद्रास्फीति को नाममात्र एंकर के रूप में चुना गया था, जो समिति की सिफारिशों और व्यापक देश के अनुभव पर आधारित था। औपचारिक रूप से अपनाते से बहुत पहले, आरबीआई ने नाममात्र एंकर के लिए मीट्रिक की पसंद के बारे में जनता को जागरूक करना शुरू कर दिया क्योंकि इसमें डबल्यूपीआई से

सीपीआई¹⁸ में बदलाव शामिल होगा। अक्टूबर 2013 की मौद्रिक नीति समीक्षा से, नए सीपीआई द्वारा मापी गई खुदरा मुद्रास्फीति का विश्लेषण किया गया था और पहली बार फैन चार्ट के रूप में अनुमानों को प्रभावी ढंग से संक्रमण की शुरुआत को चिह्नित करते हुए प्रदान किया गया था। दो चुनौतियों ने खुद को प्रस्तुत किया। पहला, सीपीआई मुद्रास्फीति के साथ किसी भी पूर्व अनुभव के अभाव में, आरबीआई की नीति प्रतिक्रिया कार्य अनिश्चित था। दूसरा, नए सूचकांक के 46 प्रतिशत में खाद्य और पेय पदार्थ शामिल थे - 2004-05 के आधार पर डब्ल्यूपीआई के 24 प्रतिशत के मुकाबले - मुद्रास्फीति प्रक्रिया को अस्थिर और आपूर्ति के झटके के रूप में प्रस्तुत करना, जिस पर मौद्रिक नीति का कोई नियंत्रण नहीं था। दूसरी ओर, सीपीआई का उपयोग अंतरराष्ट्रीय स्तर पर मुद्रास्फीति को व्यक्त करने के लिए किया जाता है; यह आसानी से संप्रेषित और समझ में आता है, खुदरा स्तर पर परिवारों के सामने कीमतों का एक उपाय है और इसलिए उनकी अपेक्षाओं के गठन को चला रहा है। खाद्य और ईंधन की कीमतों में बदलाव के संदर्भ में, मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं को स्थिर करने के लिए दूसरे दौर के प्रभावों से जोखिमों के लिए समय पर और यहां तक कि प्रथम नीति प्रतिक्रियाओं द्वारा नाममात्र आधार के प्रति प्रतिबद्धता को प्रदर्शित करने की आवश्यकता होगी।

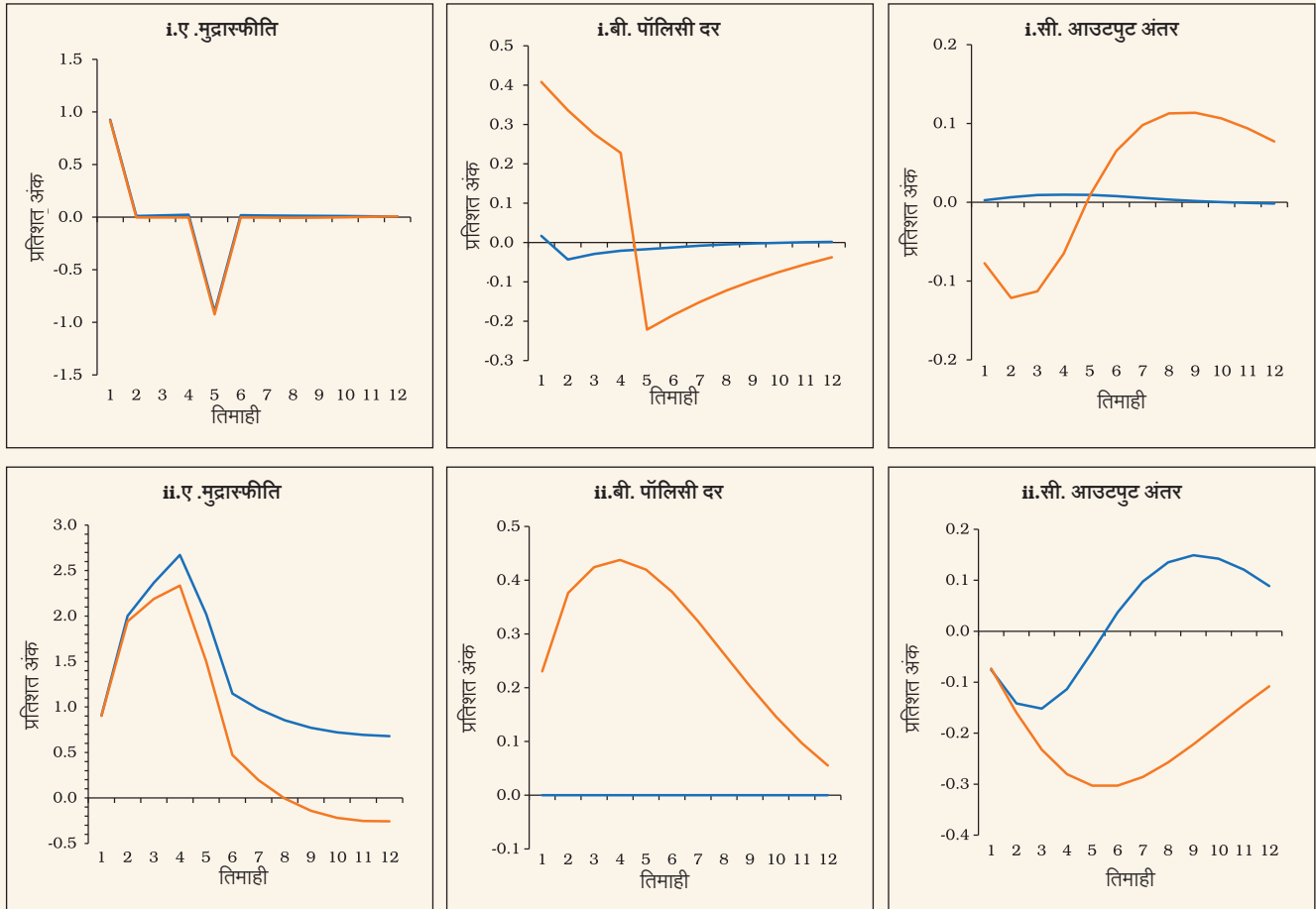
1.25 मौद्रिक नीति कार्यों को कैलिब्रेट करने के लिए आपूर्ति आघातों की प्रकृति और प्रकार को समझना महत्वपूर्ण है। भले ही मौद्रिक नीति इन आघातों को नियंत्रित नहीं कर सकती है, लेकिन यह आघात से मुद्रास्फीति के दबावों के सामान्यीकरण से बचने में महत्वपूर्ण भूमिका निभा सकती है। खाद्य कीमतों के आघातों पर प्रतितथ्यात्मक प्रयोग, अर्थात्, (i) सब्जियों की कीमतों से क्षणिक आघात; और ii) क्यूपीएम - आरबीआई के वर्कहॉर्स मॉडल (चार्ट 1.16) को नियोजित करके मानसून की अनिश्चितताओं के कारण लगातार आघात लगाए जा सकते हैं।

एक अस्थायी खाद्य मूल्य आघात के मामले में, प्रारंभिक मूल्य स्पाइक उलट जाता है, मुद्रास्फीति गिरती है, और मौद्रिक नीति, नीति दर में बदलाव न करके आघात को देखती है [चार्ट 1.16 (i) ए, बी, सी)]। दूसरी ओर, यदि मौद्रिक नीति, नीति दर में वृद्धि करके क्षणिक आघात पर प्रतिक्रिया करने का विकल्प चुनती है, तो यह मुद्रास्फीति पथ पर स्पष्ट प्रभाव डाले बिना उत्पादन अंतराल में अस्थिरता उत्पन्न करेगा। मुद्रास्फीति की प्रत्याशाओं और स्पिलओवर प्रभावों को रोकने के लिए एक सतत खाद्य मूल्य आघात एक मौद्रिक नीति कार्रवाई की गारंटी देता है [चार्ट 1.16 (ii) ए, बी, सी)]। यदि मौद्रिक नीति इस आघात को देखने का फैसला करती है, तो मुद्रास्फीति की उम्मीदें अनियंत्रित हो जाती हैं, जिससे मुद्रास्फीति में लगातार ऊपर की ओर बहाव होता है, जो प्रारंभिक आघात के पूरी तरह से समाप्त होने के बाद भी सदमे से पूर्व के स्तर पर वापस नहीं आता है।

1.26 तीसरा, सीपीआई द्वारा मापी गई मुद्रास्फीति नवंबर 2013 में 11.5 प्रतिशत के शिखर पर पहुंच गई थी। इसे और अधिक सहनीय स्तर तक नीचे लाना एक कठिन कार्य था, यह देखते हुए कि देश-विदेश में अवस्फीति की लागत पर्याप्त है। एक क्रॉस-कंट्री सेटिंग में, प्रवृत्ति मुद्रास्फीति में प्रत्येक प्रतिशत बिंदु की गिरावट एक वर्ष के उत्पादन (बॉल, 1994) के लगभग 1.4 प्रतिशत अंक की लागत होती है, जिसे अक्सर सेक्रीफाइस अनुपात कहा जाता है। इसलिए, नीति निर्माता अक्सर धीरे-धीरे दृष्टिकोण अपनाते हैं क्योंकि उन्हें डर है कि एक गहरी मंदी 'कोल्ड टर्की' दृष्टिकोण या मौद्रिक नीति के तेजी से सख्त होने का परिणाम हो सकती है। आरबीआई ने भी, 'बिग बैंग' को टाला और एक बहु-वर्ष की समय सीमा में फैलाकर संबंधित आउटपुट नुकसान को कम करने के लिए अवस्फीति की मध्यम अवधि को प्राथमिकता दी। एक ग्लाइड पथ स्थापित किया गया था जो जनवरी 2015 तक मुद्रास्फीति को 8 प्रतिशत और जनवरी 2016 तक 6 प्रतिशत (आरबीआई, 2014) तक नीचे लाएगा।

18 जनवरी 2012 से, केंद्रीय सांख्यिकी कार्यालय, सांख्यिकी और कार्यक्रम कार्यान्वयन मंत्रालय ने पहली बार अखिल भारतीय उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (2010=100) जारी किया। जनवरी 2015 में सूचकांक 2012 पर आधारित था। 2011 तक, उपभोक्ता मूल्य सूचकांक अखिल भारतीय थोक मूल्य सूचकांक के अलावा, क्षेत्रीय आधार पर उपलब्ध थे, अर्थात् औद्योगिक श्रमिकों, खेतिहर मजदूरों, ग्रामीण मजदूरों और शहरी गैर-मैनुअल कर्मचारियों के लिए।

चार्ट 1.16 : परिवृश्य – सामयिक और सतत खाद्य मूल्य आघात



नोट: नारंगी रेखा, मौद्रिक नीति कार्रवाई के साथ इम्पल्स रिसपॉस फंक्शन (आईआरएफ) को दर्शाती है और नीली रेखा अपरिवर्तित मौद्रिक नीति के साथ आईआरएफ को दर्शाती है। प्रथम पंक्ति (चार्ट i. ए-सी) ट्रांजिटरी खाद्य मूल्य आघात के मामले को दर्शाती है और दूसरी पंक्ति (चार्ट ii. ए-सी) सतत खाद्य मूल्य आघात के मामले को दर्शाती है

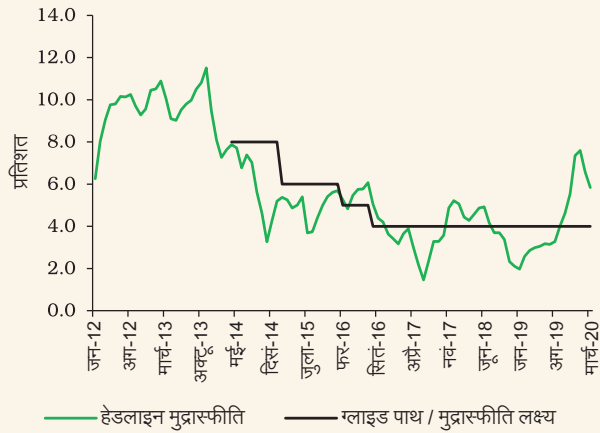
स्रोत: लेखक के आंकलन

उस स्थिति में जब कमोडिटी की कीमतों में गिरावट से टेलविंड, मापी गई सीपीआई मुद्रास्फीति को जनवरी 2015 में 5.2 प्रतिशत और जनवरी 2016 में 5.7 प्रतिशत तक कम करने में सक्षम बनाती है (चार्ट 1.17)।

1.27 चौथा, चार वर्षों के अंतराल के बाद, राजकोषीय विवेक के प्रति प्रतिबद्धता का नवीनीकरण किया गया। 2012-13 के केंद्रीय बजट ने 2012-13 से शुरू होने वाले सकल राजकोषीय घाटे (जीएफडी) में जीडीपी अनुपात में कमी करके और अगले दो वर्षों के लिए रोलिंग लक्ष्यों के तहत आगे सुधार के माध्यम से

प्रक्रिया को जारी रखते हुए राजकोषीय समेकन के लिए एक रोडमैप तैयार किया। इसे राजस्व बढ़ाने (विशेषकर अप्रत्यक्ष कर उपायों और स्पेक्ट्रम नीलामी प्राप्ति के माध्यम से गैर-कर राजस्व) और व्यय नियंत्रण उपायों के माध्यम से प्राप्त करने की मांग की गई थी, अर्थात् सब्सिडी पर व्यय को सकल घरेलू उत्पाद के 2 प्रतिशत से कम तक सीमित करना। सेवा कर आधार का विस्तार और विभिन्न अप्रत्यक्ष कर दरों में संकट से संबंधित कटौती के आंशिक रोलबैक ने भी केंद्र सरकार की कर प्राप्ति में योगदान दिया।

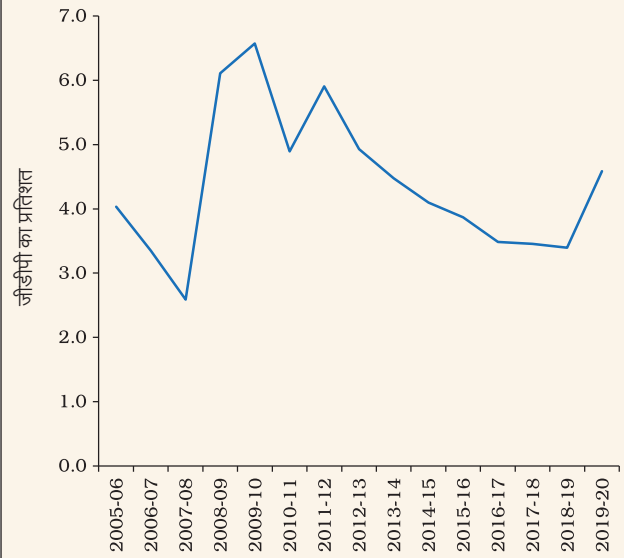
चार्ट 1.17 : ग्लाइड पाथ / मुद्रास्फीति लक्ष्य की तुलना में हेडलाइन मुद्रास्फीति



नोट : ग्लाइड पाथ ने इस ओर इंगित किया था कि वर्ष 2016 के अंत तक मुद्रास्फीति 5.0 प्रतिशत कम हो जाएगी किन्तु उसके पहले सरकार ने अगस्त 2016 में 4 ± का मुद्रास्फीति लक्ष्य अधिसूचित किया था कि

स्रोत : एनएसओ और आरबीआई

चार्ट 1.18 : केंद्र सरकार सकल राजकोषीय घाटा



स्रोत : आरबीआई, भारतीय अर्थव्यवस्था पर सांख्यिकी की हैंडबुक

1.28 वर्ष 2012 में राजकोषीय उत्तरदायित्व और बजट प्रबंधन (एफआरबीएम) अधिनियम, 2003 के संशोधन में एक मध्यम अवधि व्यय ढांचा विवरण (एमईएफएस) शामिल किया गया, जो राजकोषीय समेकन की दिशा में एक महत्वपूर्ण पहल थी। संशोधित एफआरबीएम अधिनियम के तहत, सरकार ने 2014-15 तक पूंजीगत संपत्ति के निर्माण के लिए अनुदान को छोड़कर राजस्व घाटे को समाप्त करने की मांग की, जिससे राजस्व खाते में घाटे के संरचनात्मक घटक के संबंध में सुधार का लक्ष्य रखा गया। एमईएफएस ने सार्वजनिक व्यय प्रबंधन की गुणवत्ता में सुधार की रणनीति के हिस्से के रूप में व्यय संकेतकों के लिए तीन साल के रोलिंग लक्ष्य निर्धारित किए। इसके जवाब में, केंद्र का जीएफडी 2009-10 में 6.6 प्रतिशत से घटकर 2014-15 तक 4.1 प्रतिशत हो गया (चार्ट 1.18)।

1.29 पांचवां, बाहरी क्षेत्र ने लचीलापन और ताकत हासिल की। अंतरराष्ट्रीय कमोडिटी कीमतों में गिरावट से व्यापार लाभ के संदर्भ में समर्थित, चालू खाता घाटा 2012-13 में सकल घरेलू उत्पाद के 4.8 प्रतिशत के वार्षिक शिखर से घटकर 2016-17 में 0.6 प्रतिशत हो गया। 2016-17 के अंत तक, पूंजी प्रवाह के पुनरुत्थान और एक मामूली बाहरी वित्तपोषण आवश्यकता ने भंडार के स्तर को 11.3 महीने के आयात के

बराबर 370 बिलियन अमेरिकी डॉलर तक बढ़ाने में सक्षम बनाया। विदेशी ऋण के लिए भंडार का अनुपात मार्च 2013 के अंत में 71.3 प्रतिशत से बढ़कर 2016-17 के अंत तक 78.4 प्रतिशत हो गया और सकल घरेलू उत्पाद के लिए शुद्ध अंतरराष्ट्रीय निवेश की स्थिति का अनुपात 17.8 प्रतिशत से गिरकर 16.8 प्रतिशत हो गया।

1.30 छठा, एफआईटी का मूल मुद्रास्फीति पूर्वानुमान लक्ष्यीकरण है। निरंतर और विश्वसनीय पूर्वानुमान भविष्योन्मुखी मौद्रिक नीति के संचालन के लिए पूर्वापेक्षाएँ हैं जिसके तहत पूर्वानुमान मौद्रिक नीति के लिए मध्यवर्ती लक्ष्य के रूप में कार्य करते हैं, जो कि पहले के शासन में एक मौद्रिक समुच्चय है। इसलिए, भारतीय अर्थव्यवस्था की विशिष्ट विशेषताओं को ध्यान में रखते हुए सैद्धांतिक रूप से सुसंगत और अनुभवजन्य रूप से स्थापित मॉडल को विकसित करने की आवश्यकता थी, विशेष रूप से मुद्रास्फीति पूर्वानुमानों के बाहरी संचार के संदर्भ में। वास्तव में, आरबीआई अधिनियम की धारा 45जेडएम में आरबीआई को 6-18 महीनों के लिए मुद्रास्फीति के पूर्वानुमान सहित अर्ध-वार्षिक मौद्रिक नीति रिपोर्ट (एमपीआर) प्रकाशित करने का आदेश दिया गया है। यह इस आवश्यकता के अनुसरण में है कि आरबीआई ने मध्यम अवधि के अनुमान और नीति

1.33 वर्ष 2013-15 के दौरान निर्धारित और प्राप्त किए गए किए गए लक्ष्य की पृष्ठभूमि को ध्यान में रखते हुए, वर्ष 2016-17 के दौरान औपचारिक एफआईटी अपने कानूनी प्रारूप में शुरू किया गया था। आरबीआई अधिनियम में संशोधन 27 जून, 2016 को लागू हुआ। अपने इतिहास में पहली बार, आरबीआई को देश की मौद्रिक नीति ढांचे को संचालित करने के लिए स्पष्ट रूप से विधायी मैनडेट प्रदान किया गया था। मौद्रिक नीति का प्राथमिक उद्देश्य भी पहली बार स्पष्ट रूप से परिभाषित किया गया था - "विकास के उद्देश्य को ध्यान में रखते हुए मूल्य स्थिरता बनाए रखना।" संशोधनों में एक एमपीसी के गठन के लिए भी प्रावधान किया गया है जो मुद्रास्फीति लक्ष्य को प्राप्त करने के लिए आवश्यक नीति दर निर्धारित करेगा, जो भारत के मौद्रिक इतिहास में एक और मील का पत्थर है। एमपीसी की संरचना, नियुक्ति की शर्तें, सूचना प्रवाह और अन्य प्रक्रियात्मक आवश्यकताएं जैसे कि इसके निर्णयों का कार्यान्वयन और प्रकाशन, और मुद्रास्फीति लक्ष्य को बनाए रखने में विफलता के साथ-साथ उपचारात्मक कार्रवाइयां निर्दिष्ट की गईं और बाद में मई-अगस्त 2016 के दौरान राजपत्रित की गईं। 5 अगस्त 2016 को सरकार ने 31 मार्च 2021 तक पांच वर्षों की अवधि के लिए मुद्रास्फीति लक्ष्य को चार प्रतिशत के रूप में ऊपरी और निचले टोलरेंस स्तरों के साथ क्रमशः छह प्रतिशत और दो प्रतिशत के रूप में निर्धारित किया। 29 सितंबर 2016 को भारत सरकार की एक प्रेस विज्ञप्ति में एमपीसी के बाहरी सदस्यों की नियुक्ति की जानकारी दी गई। एक कार्य दिवस के बाद, एमपीसी ने अपनी पहली बैठक शुरू की और 4 अक्टूबर, 2016 को अपना पहला सर्वसम्मति से मतदान प्रस्ताव जारी किया (सारणी 1.2)। भारत में एफआईटी की स्थापना के आसपास की विशिष्ट तिथियों और घटनाओं से पता चलता है कि इसका उद्देश्य आउटपुट नुकसान को कम करने के लिए एक सहज संक्रमण की सुविधा प्रदान करना था।

4. एफआईटी के साथ अनुभव

1.34 सितंबर 2016 में एफआईटी की औपचारिक संस्था के साथ, भारत मुद्रास्फीति उन्मुखी मौद्रिक नीति व्यवस्था (जहां, 2017) को अपनाने वाला 36वां देश बन गया - दि न्यू किड ऑन दि ब्लॉक - और जैसा कि पहले कहा गया है इसे कई 'फर्स्ट' का श्रेय मिला है। एफआईटी और भारत के पहले एमपीसी की किस्मत किसी भी हिसाब से उथल-पुथल भरे दौर में आपस में जुड़ी हुई थी। एमपीसी ने कुल मिलाकर 24 बैठकें कीं, जिनमें दो ऑफ-साइकिल शामिल हैं।

1.35 अपनी पहली बैठक से पहले, सीपीआई मुद्रास्फीति हाल ही के शिखर बिन्दु की तुलना में गिरावट पर थी, जिससे एमपीसी ने 25 आधार अंकों की सर्वसम्मति दर में कमी और एक उदार रुख के साथ अपनी पारी की शुरुआत की। हालांकि, अपनी अगली बैठक में, एफआईटी/एमपीसी को अपने पहले अप्रत्याशित आघात से निपटना पड़ा जो कि घरेलू था - विमुद्रीकरण। अपस्फीतिकारी ताकतों ने जोर पकड़ लिया, जून 2017 में हेडलाइन मुद्रास्फीति को अब तक के सबसे निचले स्तर 1.5 प्रतिशत पर ला दिया, जो निम्न सहनीयता स्तर से नीचे है। इस बीच वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि क्रमिक रूप से कम होकर 2017-18 की पहली तिमाही में 5.8 प्रतिशत पर आ गई। एमपीसी के कार्यकाल के करीब, अर्थात् मार्च 2020 से, एफआईटी को एक अभूतपूर्व और समान रूप से अप्रत्याशित आघात से फिर से परीक्षण किया गया, लेकिन इस बार वैश्विक रूप में - कोविड-19। प्रथमतया एमपीसी ऑफ-साइकिल हुई और इसने अपने जीवनकाल में सबसे बड़ी दरों में कटौती किया - मार्च-मई के दौरान संचयी रूप से 115 आधार अंक - और "अर्थव्यवस्था पर कोविड-19 के प्रभाव को कम करने" (आरबीआई, 2020) के संकल्प को शामिल करने के लिए अपने समायोजन के रुख को दिसंबर 2019-फरवरी 2020 के दौरान मुद्रास्फीति के ऊपरी टोलरेंस स्तर को पार करने के बावजूद सूक्ष्म किया।

भारत में लचीला मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण (एफआईटी)

सारणी I.2: भारत में एफआईटी में संक्रमण

दिनांक	आयोजन	परिणाम
जनवरी 2014	आरबीआई ने जनवरी 2015 तक सीपीआई मुद्रास्फीति को 8 प्रतिशत और जनवरी 2016 तक 6 प्रतिशत तक लाने के लिए एक अवस्फीतिकारी ग्लाइड पथ की घोषणा की।	मुद्रास्फीति जनवरी 2015 में ग्लाइड पथ के अनुरूप गिरकर 5.2 प्रतिशत और जनवरी 2016 में 5.7 प्रतिशत हो गई।
20 फरवरी 2015	भारत सरकार और रिजर्व बैंक के बीच एक मौद्रिक नीति ढांचा समझौते (एमपीएफए) पर हस्ताक्षर किए गए।	एफआईटी को औपचारिक रूप से भारत में अपनाया गया था, जिसमें आरबीआई ने जनवरी 2016 तक मुद्रास्फीति को 6 प्रतिशत तक लाने का काम किया था और 2016-17 के लिए लक्ष्य रखा था और बाद के सभी वर्षों में 4 + 2 प्रतिशत होगा।
29 फरवरी 2016	वित्त मंत्री ने 2016-17 के अपने बजट भाषण में मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) के लिए एक वैधानिक और संस्थागत ढांचा प्रदान करने के लिए आरबीआई अधिनियम, 1934 में संशोधन करने की सरकार की मंशा की घोषणा की।	वित्त विधेयक 2016 के माध्यम से एक मौद्रिक नीति ढांचे और एक मौद्रिक नीति समिति के लिए वैधानिक आधार प्रदान करने के लिए आरबीआई अधिनियम 1934 में संशोधन किया गया था।
14 मई 2016	आरबीआई अधिनियम में संशोधन भारत के राजपत्र में अधिसूचित किया गया था।	एफआईटी ढांचे के लिए वैधानिक आधार।
27 जून 2016	संशोधित आरबीआई अधिनियम 27 जून 2016 को लागू हुआ। एमपीसी के सदस्यों के चयन की प्रक्रिया को नियंत्रित करने वाले नियम और उनकी नियुक्ति के नियम और शर्तें और अधिसूचित एमपीसी फ्रेमवर्क के तहत मुद्रास्फीति लक्ष्य को पूरा करने में विफलता के कारक।	स्वतंत्रता और जवाबदेही सुनिश्चित करने के लिए, एमपीसी को नीति दर निर्धारित करने की जिम्मेदारी सौंपी गई।
5 अगस्त 2016	आरबीआई अधिनियम, 1934 की धारा 45जेडए के तहत, केंद्र सरकार ने, आरबीआई के परामर्श से, 5 अगस्त 2016 से 31 मार्च 2021 तक की अवधि के लिए मुद्रास्फीति लक्ष्य को 4 प्रतिशत, ऊपरी सहनीयता स्तर 6 प्रतिशत के साथ निर्धारित किया और कम सहनीयता का स्तर 2 प्रतिशत।	एक तेजी से जटिल अर्थव्यवस्था के विकास और चुनौतियों के उद्देश्य पर उचित जोर देते हुए मुद्रास्फीति लक्ष्य का निर्धारण आवश्यक वैधानिक बैंक-अप के साथ एक महत्वपूर्ण मौद्रिक नीति सुधार है।
29 सितंबर 2016	आरबीआई अधिनियम, 1934 की धारा 45जेडबी के तहत एमपीसी का गठन अधिसूचित किया गया।	सरकार ने पहली बार छह सदस्यीय एमपीसी का गठन किया जिसमें (ए) बैंक के गवर्नर अध्यक्ष, पदेन के रूप में; (बी) बैंक के डिप्टी गवर्नर, मौद्रिक नीति के प्रभारी - सदस्य, पदेन; (सी) केंद्रीय बोर्ड द्वारा नामित बैंक का एक अधिकारी - सदस्य, पदेन; और (डी) तीन बाहरी सदस्य - प्रोफेसर चेतन घाटे, प्रोफेसर पामी दुआ और प्रोफेसर रवींद्र एच. ढोलकिया।
3-4 अक्टूबर, 2016	एमपीसी की पहली बैठक हुई।	समझौतापरक नीति के रुख के अनुरूप नीतिगत दर में 25 आधार अंकों की कमी करने का सर्वसम्मत निर्णय।
5 अक्टूबर, 2020	सरकार ने तीन बाहरी सदस्यों के साथ पहली एमपीसी की अवधि समाप्त होने पर एक नए एमपीसी का गठन किया: डॉ. शशांक भिड़े; डॉ. आशिमा गोयल; और प्रो. जयंत आर वर्मा।	एमपीसी की 25वीं बैठक 7 से 9 अक्टूबर, 2020 तक आयोजित की गई थी और सदस्यों ने नीतिगत दर को 4.0 प्रतिशत पर अपरिवर्तित रखने के लिए सर्वसम्मति से मतदान किया, और जब तक आवश्यक हो तब तक समायोजन के रुख को जारी रखने का निर्णय लिया।

स्रोत: आरबीआई वार्षिक रिपोर्ट; पीआईबी, भारत सरकार; आरबीआई अधिनियम, 1934 (संशोधित)।

1.36 इस प्रकार, एमपीसी/एफआईटी को बड़े आकार की मुद्रास्फीति परिवर्तनशीलता और चक्र के मंदी के चरण में विकास की एक यूनिडायरेक्शनल धीमी गति से निपटना पड़ा। स्थितियों और प्रतिक्रियाओं में ये सूक्ष्म बदलाव एफआईटी के 'एफ' को रेखांकित करने का काम करते हैं, अर्थात् तीव्र नीतिगत ट्रेड-ऑफ के संदर्भ में लचीलापन।

1.37 तेजी से फैलते साहित्य में एक स्थायी विषय विभिन्न प्रकार के मेट्रिक्स (बॉल और शेरिडन, 2005; फ्रैगा एट अल. 2003; गोंकाल्वेस एंड सैलेस, 2008; मिशिकन और शिम्ट-हेबेल, 2007) के खिलाफ एफआईटी के प्रदर्शन का मूल्यांकन करना है। किसी भी नीति व्यवस्था के मूल्यांकन के लिए मुख्य मानदंड उसे सौंपे गए विशिष्ट उद्देश्य हैं।

मैक्रोइकॉनॉमिक प्रदर्शन ²⁰

1.38 पहला, अक्टूबर 2016 से मार्च 2020 की अवधि में - अधिनियम द्वारा निर्धारित प्रमुख मीट्रिक, अर्थात् हेडलाइन मुद्रास्फीति औसतन 3.9 प्रतिशत रही, यहां तक कि दो जीवन बदलने वाले आघातों के साथ भी। दूसरा, मुद्रास्फीति को लक्ष्य के साथ संरेखित करने के अलावा, एफआईटी की सफलता लोगों को भविष्य की मुद्रास्फीति के दौरान इसके उतार-चढ़ाव को कम करके निश्चितता प्रदान करने में निहित है। यह मूल्य स्थिरता का मूलमंत्र है। इसे माध्य के बारे में दूसरे क्षण से मापा जाता है, अर्थात्, इसके मानक विचलन द्वारा मापी गई मुद्रास्फीति अस्थिरता, 2012-16 में 2.4 से अक्टूबर 2016-मार्च 2020 के दौरान घटकर 1.4 हो गई (सारणी 1.3)।

1.39 तीसरा, लोगों की उम्मीदें इस बात से भी प्रभावित होती हैं कि मुद्रास्फीति के परिणाम कैसे वितरित किए जाते हैं, जो कि माध्य के बारे में तीसरा क्षण है। यदि वे नीचे की तुलना में माध्य से अधिक ऊपर हैं, तो एक नकारात्मक या लेफ्ट-टेल्ड वाला तिरछा है, जिसका अर्थ है कि ज्यादातर समय, लोगों को औसत मुद्रास्फीति से अधिक का सामना करना पड़ सकता है। दूसरी ओर, जब मुद्रास्फीति का वितरण सकारात्मक रूप से विषम या

दाहिनी ओर होता है, तो लोग आम तौर पर औसत मुद्रास्फीति से कम की अपेक्षा करते हैं। एफआईटी और पहली एमपीसी की अवधि के दौरान, तिरछापन 0.9 था, जो दर्शाता है कि इस अवधि के अधिकांश समय में, मुद्रास्फीति औसत से कम थी। चौथा, कर्टोसिस, माध्य के बारे में चौथा क्षण, मुद्रास्फीति के परिणामों के अनुपात का वर्णन करता है जो औसत से बहुत दूर हैं। एफआईटी के मामले में, यह 0.9 था, जिसका अर्थ है कि माध्य से बड़े विचलन के बहुत कम उदाहरण थे। उदाहरण के लिए 2012-16 के दौरान, यह (-)1.5 था। कुल मिलाकर, एफआईटी के दौरान मुद्रास्फीति वितरण के तिरछापन और कर्टोसिस से पता चलता है कि हेडलाइन मुद्रास्फीति के अधिकांश परिणाम 3.9 प्रतिशत के औसत के आसपास केंद्रित थे। यह 2012-16 के दौरान देखे गए बाई-मोडल वितरण के विपरीत है (चार्ट 1.20.ए)।

1.40 एफआईटी अवधि के दौरान, उप-समूहों में मुद्रास्फीति का वितरण भी 4 प्रतिशत के मुद्रास्फीति लक्ष्य के आसपास केंद्रित था, जैसा कि पूर्व-एफआईटी अवधि में परिणामों की एक विस्तृत श्रृंखला के विपरीत था, जैसा कि 2012-16 के दौरान वितरण लंबी टेल में परिलक्षित होता है (चार्ट 1.20.बी)।

सारणी 1.3: हेडलाइन मुद्रास्फीति - मुख्य सारांश सांख्यिकी

(प्रतिशत)

	2012-13	2013-14	2014-15	2015-16	2012-16 (अप्रैल-12 से सितंबर-16)	2016-17	2017-18	2018-19	2019-20	2016-20 (अक्टूबर-16 से मार्च-20)
मध्यमान	10.0	9.4	5.8	4.9	7.3	4.5	3.6	3.4	4.8	3.9
मानक विचलन	0.5	1.3	1.5	0.7	2.4	1.0	1.2	1.1	1.8	1.4
वैषम्य	0.2	-0.2	-0.1	-0.9	0.1	0.2	-0.2	0.1	0.5	0.9
कर्टोसिस	-0.2	-0.5	-1.0	-0.1	-1.5	-1.6	-1.0	-1.5	-1.4	0.9
मध्य मूल्य	10.1	9.5	5.5	5.0	7.1	4.3	3.4	3.5	4.3	3.6
अधिकतम	10.9	11.5	7.9	5.7	11.5	6.1	5.2	4.9	7.6	7.6
न्यूनतम	9.3	7.3	3.3	3.7	3.3	3.2	1.5	2.0	3.0	1.5

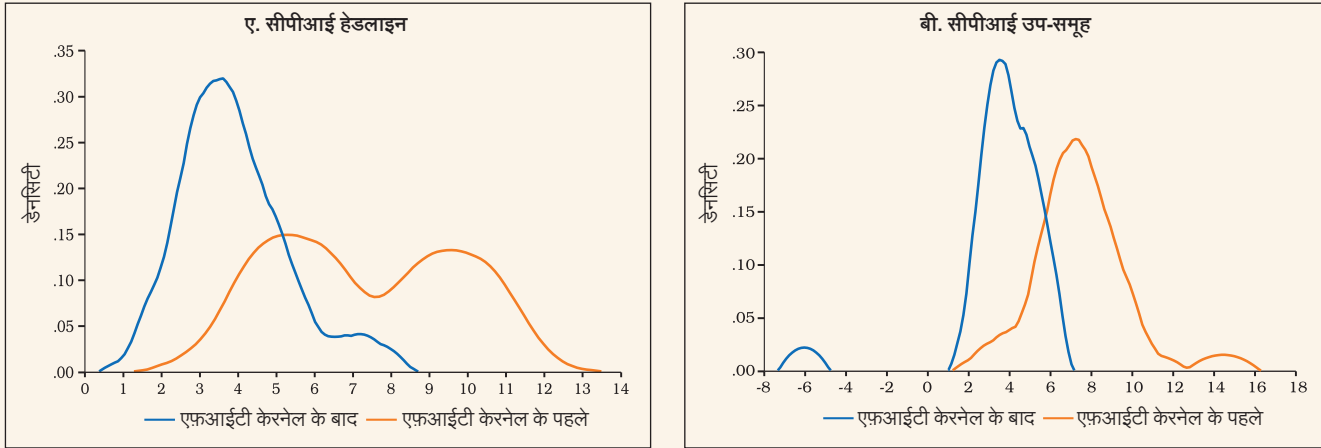
नोट: वैषम्य और कर्टोसिस इकाई मुक्त हैं।

स्रोत: एनएसओ और लेखकों की गणना।

19 वयुपीएम को आईएमएफ की तकनीकी सहायता (टीए) के साथ विकसित किया गया था।

20 अप्रैल-मई 2020 में डेटा की गैर-रिपोर्टिंग (जो बाद में प्रतिरूपण के माध्यम से भरे गए थे) और प्रतिनिधित्व की कमी के कारण सीपीआई मुद्रास्फीति श्रृंखला में ब्रेक के कारण मैक्रोइकॉनॉमिक प्रदर्शन का आकलन पूर्व-सीओवीआईडी -19 अवधि तक सीमित है, जबकि जीडीपी लॉकडाउन और सोशल डिस्टेंसिंग के मानदंडों से प्रभावित थी।

चार्ट I. 20 : सीपीआई हेडलाइन की केरनेल डेनसिटी और उप समूह मुद्रास्फीति



मुद्रास्फीति की गतिशीलता

1.41 अंतर्निहित मुद्रास्फीति की गतिशीलता को कम करना - मुद्रास्फीति के स्रोत; सापेक्ष मूल्य गतिविधियों; मुद्रास्फीति की दृढ़ता; और मुद्रास्फीति की अपेक्षाएँ – एफआईटी अनुभव के मूल्यांकन के लिए महत्वपूर्ण हैं। इस अभ्यास में क्षेत्रीय या स्थानिक मुद्रास्फीति की गतिशीलता को समझना महत्वपूर्ण है।

(ए) मुद्रास्फीति के स्रोत

1.42 मुद्रास्फीति के स्रोतों से शुरू होकर, एफआईटी से आगे की अवस्फीति व्यापक-आधारित थी, लेकिन ज्यादातर खाद्य समूह (सारणी I.4) द्वारा संचालित थी। एफआईटी के दौरान, लक्ष्य के साथ मुद्रास्फीति के स्थायी संरेखण को रिकॉर्ड खाद्यान्न और बागवानी उत्पादन के प्रभाव के तहत खाद्य मुद्रास्फीति में तेज गिरावट से सक्षम किया गया था। खाद्य आयात पर निर्भरता में गिरावट आई (ताड़ के तेल और कुछ दालों को छोड़कर) और इसके परिणामस्वरूप, घरेलू सीपीआई खाद्य मुद्रास्फीति के साथ वैश्विक खाद्य मुद्रास्फीति का सहसंबंध चार वर्षों में एफआईटी तक गिर गया (चार्ट I.21.ए)। सड़क नेटवर्क में सुधार, टेली-घनत्व, बाजार में पैठ और सिंचाई सुविधाओं ने भारत में खाद्य आपूर्ति शृंखला पर बहु-स्तरीय मार्क-अप को कम करने में मदद की (भोई, एट अल, 2019)।

1.43 कृषि और गैर-कृषि मजदूरी की वृद्धि में निरंतर कमी ने एफआईटी अवधि के दौरान खाद्य मूल्य मुद्रास्फीति को नियंत्रित करने में एक भूमिका निभाई, और कम मुद्रास्फीति ने भी कम मजदूरी वृद्धि में योगदान दिया (चार्ट I.21.बी)। एफआईटी अवधि के दौरान खाद्य मुद्रास्फीति में उतार-चढ़ाव उच्च बना रहा, हालांकि, मानसून की अनिश्चितता और प्री-मानसून उतार-चढ़ाव के रूप में अज्ञात कीमतों के आघात जैसे आपूर्ति आघात के लिए निरंतर भेद्यता का सुझाव दे रहा है।

1.44 दूसरी ओर, मुख्य मुद्रास्फीति की अस्थिरता - खाद्य और ईंधन की कीमतों को शीर्षक से हटाकर प्राप्त की गई - एफआईटी अवधि के दौरान आधी से अधिक। खाद्य मुद्रास्फीति में तेज कमी, अपेक्षाकृत स्थिर विनिमय दर और मुद्रास्फीति लक्ष्य पर ध्यान केंद्रित करने के कारण मौद्रिक नीति के लिए अर्जित विश्वसनीयता बोनस से सकारात्मक स्पिलओवर ने इस परिणाम में योगदान दिया। इसके विपरीत, अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों में तेज कमी और उनकी अस्थिरता पूरी तरह से घरेलू पेट्रोलियम, तेल और लुब्रीकेंट्स (पीओएल) की कीमतों के माध्यम से खपत में कमी के बजाय अवसरवादी राजकोषीय राजस्व वृद्धि के कारण पारित नहीं हुई। वास्तव में, वैश्विक गैर-खाद्य प्राथमिक वस्तु मूल्य मुद्रास्फीति (ईंधन, धातु,

मुद्रा और वित्त संबंधी रिपोर्ट

सारणी I.4: सीपीआई-सी मुद्रास्फीति घटक, कृषि विकास और अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतें - स्तर और अस्थिरता

	औसत					अस्थिरता				
	खाद्य और पेय पदार्थ (45.9)	ईंधन और प्रकाश (6.8)	पूर्व-खाद्य और ईंधन (कोर) (47.3)	कृषि जीवीए विकास	अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतें (यूएसडी/ बैरल)	खाद्य और पेय	ईंधन और प्रकाश	पूर्व-खाद्य और ईंधन (कोर)	कृषि जीवीए विकास	अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतें (यूएसडी/ बैरल)
प्री-फिट										
2012-13	11.2	9.7	9.0	1.5	103.2	1.2	1.0	0.4	0.4	5.7
2013-14	11.9	7.7	7.2	5.6	103.7	2.5	1.2	0.4	1.1	3.3
2014-15	6.5	4.2	5.4	-0.2	83.3	2.2	0.7	1.1	3.1	23.6
2015-16	5.1	5.3	4.6	0.6	46.1	1.2	0.7	0.3	2.2	11.1
अवधि औसत	8.7	6.7	6.5	1.9	84.0	3.4	2.3	1.8	2.7	27.0
फिट										
2016-17	4.4	3.3	4.8	6.8	47.9	2.4	0.8	0.2	1.4	4.3
2017-18	2.2	6.2	4.6	6.6	55.7	1.9	1.3	0.5	0.9	7.0
2018-19	0.7	5.7	5.8	2.6	67.3	1.8	2.7	0.4	1.0	7.6
2019-20	6.0	1.3	4.0	4.3	58.6	3.9	3.1	0.4	1.3	9.3
अवधि औसत	3.3	4.1	4.8	5.1	57.4	3.3	2.9	0.7	2.0	9.9

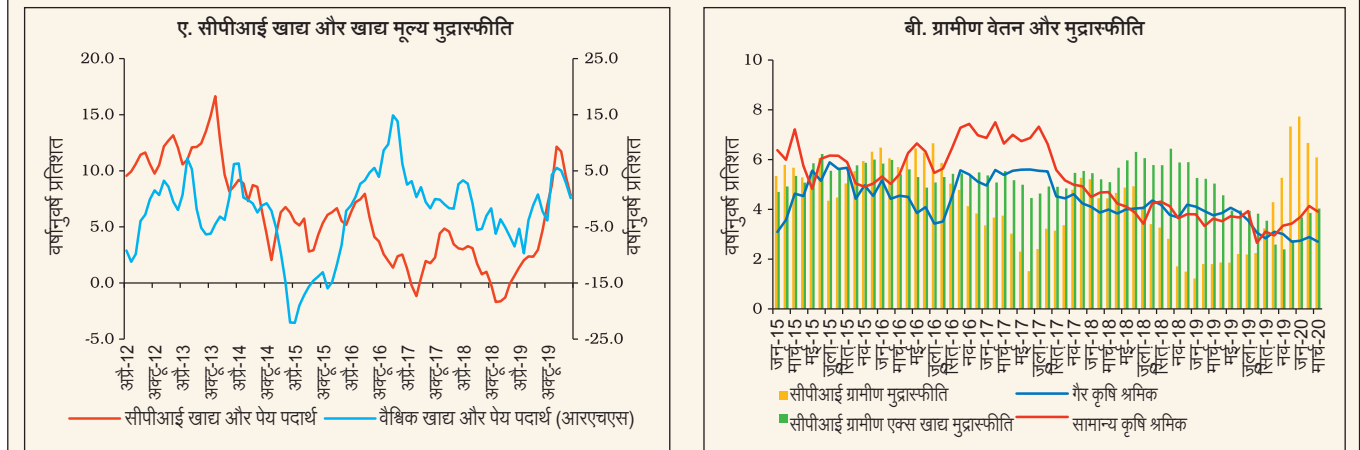
नोट: अस्थिरता को सीपीआई-सी घटकों की मासिक वर्ष-दर-वर्ष मुद्रास्फीति के मानक विचलन, त्रैमासिक कृषि जीवीए वृद्धि और मासिक औसत अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों द्वारा मापा जाता है। पेट्रोल और डीजल मुख्य मुद्रास्फीति के तहत परिवहन और संचार उप-समूह का हिस्सा हैं। कोष्ठकों में अंक सीपीआई -सी में प्रतिशत में भार का प्रतिनिधित्व करते हैं। औसत अस्थिरता प्रासंगिक पूर्ण अवधि के लिए चर के मानक विचलन को इंगित करती है।

स्रोत: एनएसओ, आईएमएफ प्राथमिक कमोडिटी मूल्य डेटाबेस और लेखकों की गणना।

उर्वरक और कृषि कच्चे माल से मिलकर) ने प्री-एफआईटी और एफआईटी अवधि के दौरान घरेलू सीपीआई-कोर

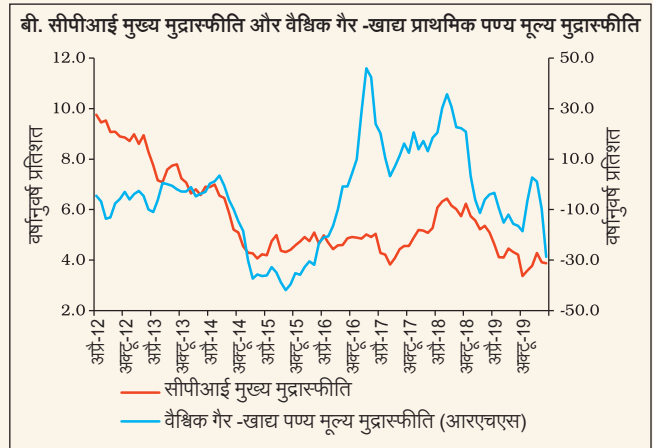
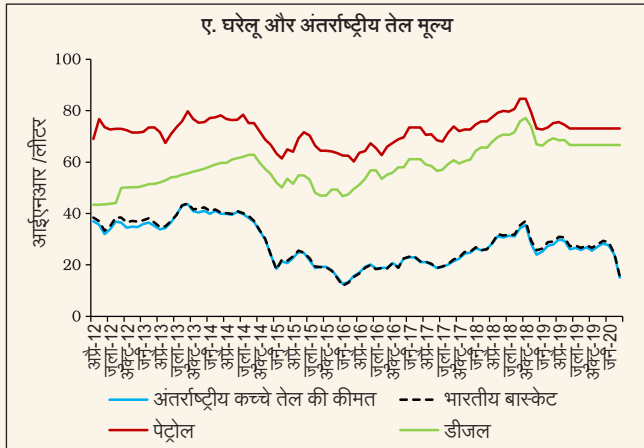
मुद्रास्फीति के साथ उच्च सकारात्मक समसामयिक सहसंबंध प्रदर्शित किया (चार्ट I.22) .

चार्ट I.21: घरेलू सीपीआई और वैश्विक पण्य मूल्य मुद्रास्फीति



स्रोत : एनएसओ, आईएमएफ प्राथमिक पण्य मूल्य डेटाबेस और श्रम ब्यूरो, श्रम और रोजगार मंत्रालय, भारत सरकार

चार्ट 1.22: घरेलू सीपीआई मुख्य और वैश्विक गैर-खाद्य पण्य मूल्य मुद्रास्फीति



स्रोत : विश्व बैंक पिक शीट डेटाबेस, इंडियन ऑयल कार्पोरेशन लिमिटेड (आईओसीएल), पेट्रोलियम प्लानिंग एंड एनालिसिस सेल (पीपीएसी), एनएसओ और आईएमएफ प्राथमिक पण्य मूल्य डेटाबेस

1.45 सीपीआई के कोर (खाद्य, ईंधन, पेट्रोल और डीजल को छोड़कर) और गैर-कोर घटकों के बीच संबंधों के विश्लेषण से पता चलता है कि गैर-कोर मुद्रास्फीति कोर मुद्रास्फीति में परिवर्तित हो जाती है और संतुलन से विचलन लगभग एक वर्ष में ठीक हो जाता है (सारणी 1.5)²¹। गैर-कोर मुद्रास्फीति (कोर मुद्रास्फीति की तुलना में) की बड़ी अवशिष्ट अस्थिरता गैर-कोर मुद्रास्फीति संबंधी आघातों की अस्थायी प्रकृति को इंगित

करती है। दूसरी ओर, अल्पावधि में, गैर-प्रमुख मुद्रास्फीति और मूल मुद्रास्फीति के बीच एक सकारात्मक संबंध सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण पाया जाता है, यह दर्शाता है कि गैर-कोर मुद्रास्फीति से लेकर बढ़ी हुई लागत के साथ-साथ गैर-मुद्रास्फीति अपेक्षाओं के माध्यम से मुख्य मुद्रास्फीति में स्पिलओवर भी होता है।

सारणी 1.5: मुख्य और मुख्येतर मुद्रास्फीति गतिशीलता

	Δमुख्येतर	Δमुख्य
त्रुटि सुधार अवधि	-0.069***	0.005
ΣΔमुख्य	-0.637	0.231**
ΣΔमुख्येतर	0.353***	0.075***
अवशिष्ट एसडी [§]	0.607	0.164
संयोग परीक्षण (एफ-सांख्यिकी)	4.073*	4.773*
अवशिष्ट सफेद शोर परीक्षण (पी-मूल्य)	0.481	0.634

***, ** और * क्रमशः 1 प्रतिशत, 5 प्रतिशत और 10 प्रतिशत पर महत्व का प्रतिनिधित्व करते हैं।

[§] मानक विचलन (एसडी) गैर-वार्षिक एम-ओ-एम परिवर्तनों से मेल खाता है।

नोट: इसके अलावा, नमूना प्रक्रिया में परिवर्तन के कारण जनवरी 2017 से जून 2017 के दौरान आवास मुद्रास्फीति में वृद्धि को नियंत्रित करने के लिए एक डमी चर का उपयोग किया गया था।

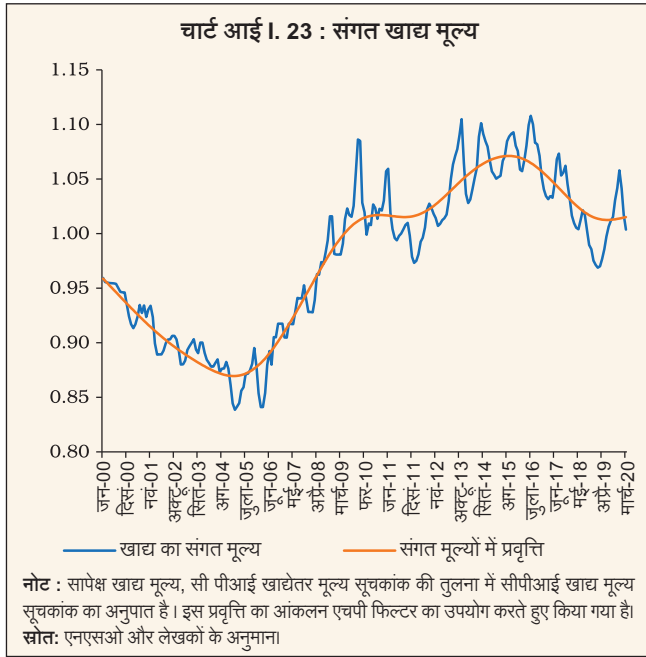
स्रोत: लेखकों का अनुमान।

(बी) सापेक्ष मूल्य गतिविधियां

1.46 मौद्रिक नीति कीमतों के निरपेक्ष स्तर में परिवर्तन से संबंधित है जैसा कि हेडलाइन मुद्रास्फीति में परिलक्षित होता है; सापेक्ष कीमतों से कोई फर्क नहीं पड़ता क्योंकि उन्हें बजट की सीमा के भीतर संतुलित होना चाहिए। यदि सापेक्ष कीमतें बड़ी हैं, लगातार हैं और ऑफसेट नहीं हैं, हालांकि, वे मौद्रिक नीति की स्थापना पर असर डालते हैं क्योंकि वे दूसरे दौर के प्रभावों के माध्यम से मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं को स्थायी रूप से प्रभावित कर सकते हैं।

1.47 सापेक्ष खाद्य मूल्य, अर्थात्, खाद्य और गैर-खाद्य मूल्य सूचकांकों का अनुपात, 2005 से 2014 की अवधि के

21 जनवरी 2011 से मार्च 2020 तक मौसमी रूप से समायोजित मासिक डेटा के साथ ऑटोरेग्रेसिव डिस्ट्रिब्यूटेड लैग (एआरडीएल) फ्रेमवर्क (पेसरन एट अला, 2001) पर आधारित अनुमान बताते हैं कि सीपीआई मुद्रास्फीति के मुख्य और गैर-कोर घटक एक साथ हैं। त्रुटि सुधार शब्द गैर-प्रमुख घटक के लिए नकारात्मक और सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण है, जबकि मूल मुद्रास्फीति के मामले में यह महत्वपूर्ण नहीं है।



दौरान बढ़ रहा था। 2014 से एफआईटी की वास्तविक अधिसूचना के साथ, सापेक्ष खाद्य कीमतों में नरमी के संकेत दिखाई देने लगे। (चार्ट 1.23)। लगातार रिकॉर्ड फसल के संयोजन, आपूर्ति प्रबंधन में सुधार और एमएसपी में मध्यम वृद्धि ने एफआईटी के तहत अवस्फीति में योगदान दिया। यह एफआईटी को इष्टतम रूप से प्राप्त करने के लिए केंद्रीय बैंक और आपूर्ति प्रबंधन प्राधिकरणों के बीच घनिष्ठ समन्वय की आवश्यकता को रेखांकित करता है।

(सी) मुद्रास्फीति की अपेक्षाएँ

1.48 एफआईटी के तहत, दूरदेशी मौद्रिक नीति लक्ष्य के लिए परिवारों और व्यवसायों की मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं को स्थिर करने का प्रयास करती है ताकि वे उचित निश्चितता के साथ खर्च और निवेश निर्णय ले सकें। तदनुसार, वे अपने वेतन और मूल्य-निर्धारण व्यवहार में मुद्रास्फीति के लक्ष्य स्तर को शामिल करते हैं, जो बदले में, भविष्य में लक्ष्य प्राप्त करने की संभावना को पुष्ट करता है और इसलिए, मौद्रिक नीति की प्रभावशीलता। इस संदर्भ में मुद्रास्फीति प्रत्याशाएँ केंद्रीय बैंकों के नीतिगत ढांचे (शॉ, 2019) में एक अनिवार्य इनपुट हैं। भारत में, एक वर्ष आगे की स्थिति के अनुसार शहरी परिवारों की औसत

मुद्रास्फीति की अपेक्षाएँ एफआईटी अवधि के दौरान औसतन 8.7 प्रतिशत हो गई, जो कि पूर्व-एफआईटी अवधि के दौरान 12.5 प्रतिशत थी। भारत में मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं के कई अन्य उपाय जैसे कि उपभोक्ता विश्वास, औद्योगिक दृष्टिकोण और पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं के सर्वेक्षणों से पता चलता है कि विभिन्न आर्थिक एजेंटों की मुद्रास्फीति की अपेक्षाएँ व्यापक रूप से संरेखित हैं (कृपया विवरण के लिए अध्याय 2 देखें)। अर्थव्यवस्था में निजी एजेंटों की मुद्रास्फीति की अपेक्षाएँ हालांकि, आम तौर पर पीछे-देखने वाली हैं, अर्थात् उनके उपभोग की मुख्य वस्तुओं की कीमतों से प्रभावित होने की संभावना है - जैसे कि भोजन और ईंधन - आज या एक या दो महीने पहले। नतीजतन, मौद्रिक नीति को ऐसे आघातों के प्रति संवेदनशील होना चाहिए जो घरों की उपभोग की वस्तुओं की कीमतों के प्रति संवेदनशील हों ताकि वे अन्य वस्तुओं की कीमतों में शामिल न हों और सामान्यीकृत हो जाएं। इसलिए, मौद्रिक नीति का उद्देश्य मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं के उच्च स्तर के आसपास जड़ता विकसित करने से रोकना, समग्र मांग और आपूर्ति प्रबंधन नीतियों के बीच पूरकता को रेखांकित करना होना चाहिए।

(डी) मुद्रास्फीति दृढ़ता

1.49 दृढ़ता की तुलना शायद भौतिकी में जड़ता से की जा सकती है - किसी पदार्थ द्वारा अपने वेग को तब तक न बदलना जब तक कि उसपर कोई बाहरी बल न लगाया जाए (फ्यूहरर, 2010)। मुद्रास्फीति की दृढ़ता की एक अधिक औपचारिक परिभाषा है "मुद्रास्फीति की प्रवृत्ति एक आघात के बाद धीरे-धीरे अपने दीर्घकालिक मूल्य में परिवर्तित हो जाती है" (एल्टिसीमो एट अल, 2006)। गति और तरीके को समझना जिसमें मुद्रास्फीति अलग-अलग प्रकृति के आघातों को समायोजित करती है और मुद्रास्फीति की स्थिरता के पैटर्न और निर्धारकों को मापना, मुद्रास्फीति में उतार-चढ़ाव के लिए मौद्रिक नीति की प्रतिक्रिया को तैयार करने के लिए महत्वपूर्ण है - अल्पकालिक एपिसोड के लिए भारी-भरकम प्रतिक्रिया करने से आर्थिक गतिविधि का ओवरकिल हो सकता है; इसके विपरीत, लंबे समय तक चलने वाली मुद्रास्फीति की घटनाओं

की प्रतिक्रिया में बहुत देरी या बहुत कमजोर मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं को सख्त करने और हानिकारक प्रभावों के साथ ऊंचे स्तर पर उन्हें फंसाने का जोखिम होता है जो संभावित विकास को भी प्रभावित कर सकता है (आईएमएफ, 2011)। जबकि मौद्रिक नीति प्रतिक्रियाओं का आकार और समय अंततः जजमेंट कॉल है, मुद्रास्फीति की दृढ़ता का अनुभवजन्य माप निर्णय प्रक्रिया पर प्रकाश डाल सकता है। इसके अलावा, यह देश-विशिष्ट होना चाहिए क्योंकि प्रश्रुगत अर्थव्यवस्था की विशेषताएं मुद्रास्फीति की गतिशीलता में एक निर्धारित भूमिका निभाती हैं (पात्रा एट अल, 2014)। भारत में एफआईटी अवधि के दौरान मुद्रास्फीति की निरंतरता कम पाई गई (कृपया विवरण के लिए अध्याय 2 देखें)। इस प्रकार, मौद्रिक नीति कार्रवाई द्वारा लक्ष्य से मुद्रास्फीति के विचलन को ठीक करने की लागत आगे चलकर कम हो जाती है।

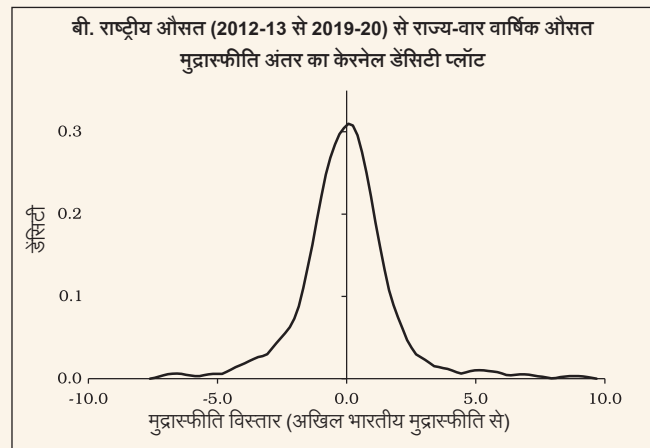
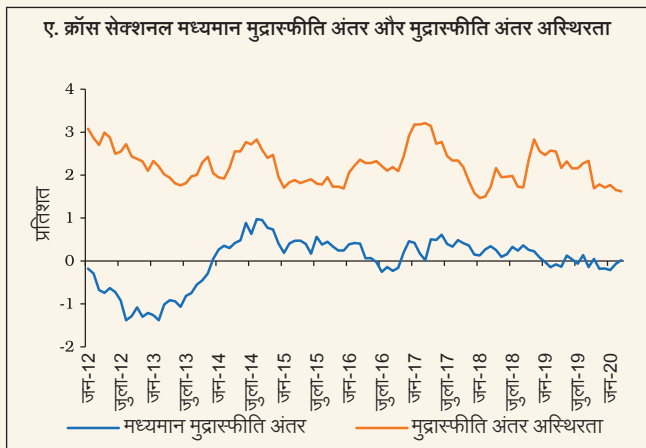
(ई) क्षेत्रीय मुद्रास्फीति गतिशीलता

1.50 हालांकि भारत में मुद्रास्फीति लक्ष्य को हेडलाइन मुद्रास्फीति के संदर्भ में परिभाषित किया गया है, क्षेत्रीय

मुद्रास्फीति की गतिशीलता को नजरअंदाज नहीं किया जा सकता है, क्योंकि यह सभी क्षेत्रों की जरूरतों को पर्याप्त रूप से संतुष्ट करने में राष्ट्रीय स्तर पर निर्धारित मौद्रिक नीति को बाधित कर सकता है (बेक एंड वेबर, 2005; वीयरस्ट्रेस एट अल, 2011)। जबकि डेटा बड़े पैमाने पर खाद्य कीमतों द्वारा संचालित राज्यों में मुद्रास्फीति में व्यापक फैलाव को प्रकट करता है, राज्य स्तर की मुद्रास्फीति भारत में राष्ट्रीय मुद्रास्फीति (कुंडू एट अल, 2018) की ओर अभिसरण करती है - औसत मुद्रास्फीति अंतर और मुद्रास्फीति अंतर अस्थिरता दोनों में हालिया स्थिरता इस अभिसरण की पुष्टि करता है (चार्ट 1.24ए)। इसके अलावा, 2012-13 से 2019-20 के दौरान राष्ट्रीय मुद्रास्फीति से राज्य स्तरीय मुद्रास्फीति के विचलन का अनुमानित कर्नेल घनत्व प्लॉट कमोबेश सममित है, जो अभिसरण (चार्ट 1.24बी) ²² पर साक्ष्य को मजबूत करता है।

1.51 चूंकि भारत में आय के स्तर, कृषि-जलवायु परिस्थितियों, जनसंख्या विशेषताओं और औद्योगीकरण और

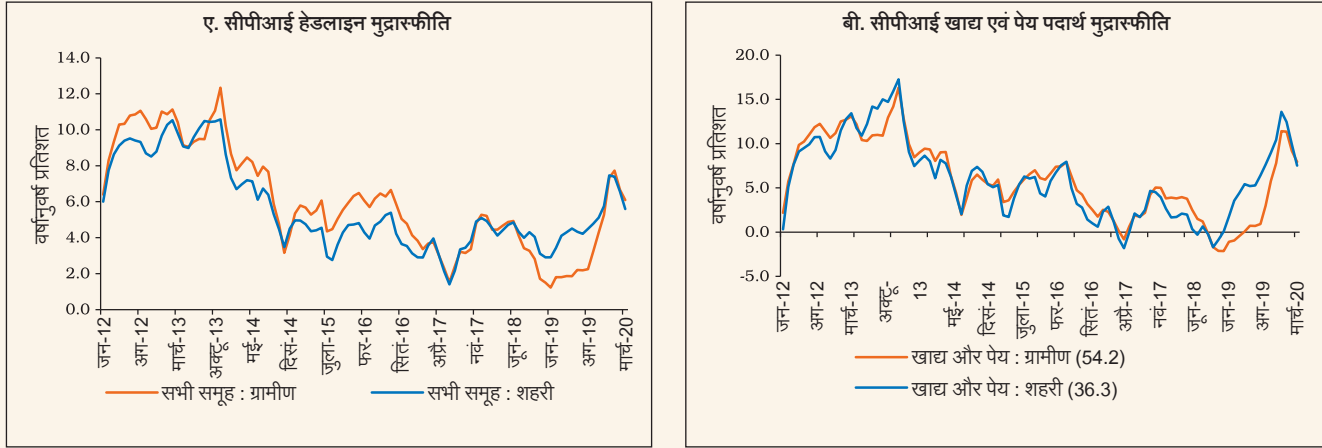
चार्ट 1. 24 : राज्य -वार मुद्रास्फीति अंतर और इसके कर्नेल डेंसिटी कार्य



स्रोत: एनएसओ और लेखकों के अनुमान।

22 मुद्रास्फीति अभिसरण का परीक्षण एक यादृच्छिक प्रभाव पैनल प्रतिगमन मॉडल (बेक एंड वेबर, 2005) में किया जाता है। 2012-13 से 2019-20 की अवधि के लिए 36 राज्यों और केंद्र शासित प्रदेशों के डेटा का उपयोग करते हुए, अभिसरण पैरामीटर ($\beta = -0.73$) का सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण नकारात्मक मूल्य मुद्रास्फीति अभिसरण की पुष्टि करता है।

चार्ट I. 25 : सीपीआई मुद्रास्फीति : ग्रामीण बनाम शहरी



नोट: कोष्ठकों में दिये गए आंकड़े संबन्धित सीपीआई में दिये गए भार हैं।
 स्रोत: एनएसओ और लेखकों के अनुमान।

शहरीकरण के स्तरों में बड़े अंतर की विशेषता है, इसलिए ग्रामीण और शहरी मुद्रास्फीति के बीच दीर्घकालिक संतुलन संबंध के अस्तित्व के लिए परीक्षण करना भी महत्वपूर्ण है। यह देखा गया है कि ग्रामीण मुद्रास्फीति बढ़ने से पहले 2018-19 तक कम हो गई, जबकि शहरी मुद्रास्फीति एक साल पहले कम हुई और उसके बाद बढ़ी (चार्ट I.25ए)। अलग-अलग स्तर पर, हाल के वर्षों में ग्रामीण और शहरी मुद्रास्फीति के बीच का अंतर मोटे तौर पर खाद्य मुद्रास्फीति के व्यवहार में भिन्नता को दर्शाता है, शहरी ग्रामीण से अधिक है (चार्ट I.25.बी)। अनुभवजन्य साक्ष्य शहरी और ग्रामीण मुद्रास्फीति के बीच एक लंबे समय तक चलने वाले सह-एकीकृत संबंध का सुझाव देते हैं, जिसमें विचलन 2-3 तिमाहियों²³ के भीतर लंबे समय तक संतुलन को समायोजित करते हैं।

1.52 संक्षेप में, इन निष्कर्षों से पता चलता है कि अल्पकालिक विचलन के बावजूद, मौद्रिक नीति अखिल

भारतीय स्तर की हेडलाइन मुद्रास्फीति (भोई एट अल, 2020) पर निर्भर हो सकती है। यह भारत में एफआईटी शासन के तहत मौद्रिक नीति के लिए नाममात्र आधार के रूप में राष्ट्रीय स्तर की सीपीआई (शीर्षक) मुद्रास्फीति की पसंद को मान्य करता है।

विकास की गतिशीलता

1.53 एफआईटी ने अपने द्वितीयक उद्देश्य: "विकास के उद्देश्य को ध्यान में रखते हुए" के संदर्भ में कैसे मापा है? एफआईटी अवधि (ति. 3:2016-17 से ति. 4:2019-20) के दौरान 6.0 प्रतिशत की औसत वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि पूर्व-एफआईटी अवधि (ति. 1:2012-13 से ति. 2:2016-17) की तुलना में 1.1 प्रतिशत अंक कम थी। प्री-एफआईटी अवधि स्वतंत्रता के बाद के युग में सबसे लंबे चक्रीय उतार-चढ़ाव की अवधि थी, जिसमें वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि ति. 2: 2016-17 में 9.7 प्रतिशत थी। लगातार

23 जनवरी 2012 से मासिक डेटा पर पूरी तरह से संशोधित साधारण न्यूनतम वर्ग (एफएमओएलएस) ढांचे (फिलिप्स और हैनसेन, 1990) में एंगल-ग्रेंजर (1987) दो-चरणीय दृष्टिकोण का उपयोग करके एक अनुभवजन्य अभ्यास (भोई एट अल, 2020) आयोजित किया गया। मार्च 2020 तक अखिल भारतीय स्तर पर ग्रामीण (ग्रामीण) और शहरी (शहरी) मुद्रास्फीति के बीच महत्वपूर्ण (5 प्रतिशत के स्तर पर) के साथ एक सह-एकीकरण संबंध (एंगल-ग्रेंजर ताऊ-सांख्यिकी और जेड-सांख्यिकी पर आधारित) की पुष्टि करता है) दोनों अल्पावधि समीकरणों में त्रुटि सुधार (ईसी) शब्द: शहरी टी = - 0.01 - 0.13 ईसीएमटी -1 + 0.74 ग्रामीण टी - 0.24 ग्रामीण टी -1 + 0.30 शहरी टी -1 + ε1 टी ग्रामीण टी = 0.00 + 0.17 ईसीएम - 1 + 1.02Δπशहरी t - 0.11Δπशहरी t-1 + 0.19Δπग्रामीण t-1 - 0.22Δπशहरी t-2 + 0.21Δπग्रामीण t-2 + ε2 t निदान: Adj R2 = 0.79; सीरियल ऑटोसहसंबंध के लिए ब्रूस-गॉडफ्रे एलएम परीक्षण और हेट्रोस्केडैस्टिसिटी के लिए ब्रेउश-पैगन-गॉडफ्रे परीक्षण संतोषजनक हैं।

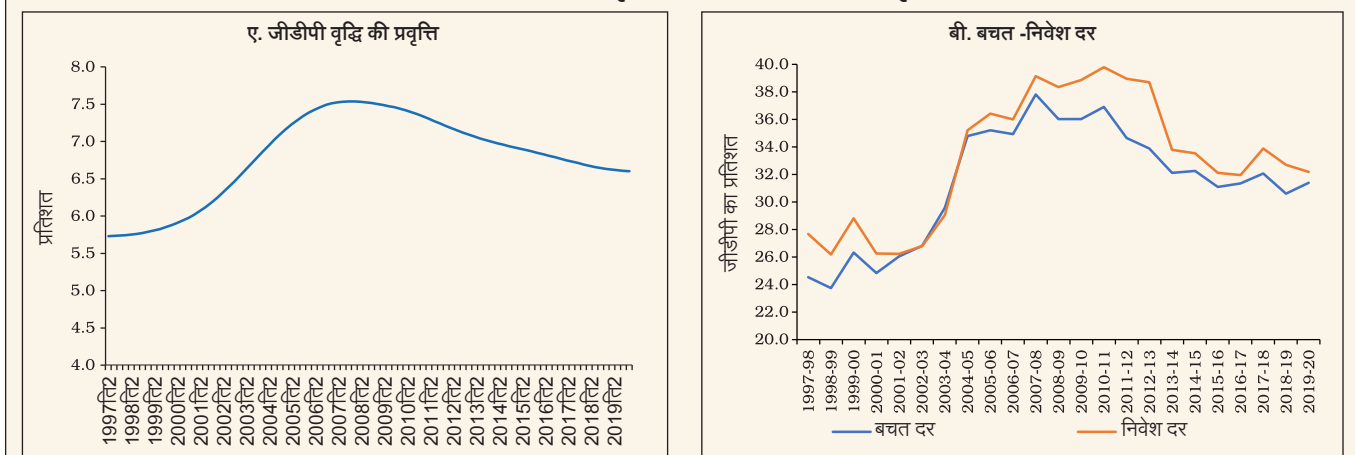
दो वर्षों के सूखे के बाद औद्योगिक और सेवा क्षेत्रों में मजबूत विकास को कृषि में एक पलटाव का समर्थन मिला। 2017-18 से, एक चक्रीय मंदी की शुरुआत हुई, जो अनुकूल आधार प्रभावों के कारण वर्ष की दूसरी छमाही में विलंबित हुई। 2018-19 की शुरुआत से, वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि वैश्विक मंदी के साथ लगातार आठ तिमाहियों के लिए क्रमिक रूप से कम हुई। तेजी से, उन्नत और उभरती दुनिया के देश समकालिक वैश्विक मंदी में शामिल हो गए, जो कि भू-राजनीतिक विकास, व्यापार युद्धों और उत्सर्जन मानदंडों जैसे विशिष्ट कारकों से जुड़ा हुआ है। कॉर्पोरेट्स और वित्तीय संस्थानों की बैलेंस शीट में तनाव, रियल एस्टेट क्षेत्र में इन्वेंट्री ओवरहैंग और व्यापार की प्रतिकूल शर्तों जैसे घरेलू कारकों ने भारत में वास्तविक जीडीपी वृद्धि को प्रभावित किया, इसे 2019-20 की चौथी तिमाही में 3.1 प्रतिशत तक ले जाया गया - सबसे कम 2011-12 श्रृंखला में।

1.54 एफआईटी की अवधि के दौरान भारत की विकास मंदी भी प्रवृत्ति वृद्धि की गति में कमजोर होने से जुड़ी थी ²⁴

(चार्ट 1.26 ए)। यह बचत और निवेश दरों में गिरावट, विनिर्माण क्षेत्र में लंबे समय तक मंदी, खुलेपन में गिरावट और जनसांख्यिकीय लाभांश के घटते प्रतिफल के साथ सह-संचालित हुआ। ये सभी कारक मौद्रिक और ऋण समुच्चय के कमजोर होने में परिलक्षित हो रहे थे। इस प्रकार, एफआईटी के दौरान भारत में कम और स्थिर मुद्रास्फीति के उच्च विकास से जुड़े नहीं होने के सवाल को भारतीय अर्थव्यवस्था में चल रहे संरचनात्मक परिवर्तनों की जांच करके संबोधित किया जाना है।

1.55 भारत की प्रवृत्ति वृद्धि में गिरावट 2008-09 में जीएफसी के बाद शुरू हुई, जो कि बचत और निवेश दरों में वृद्धि को रोकने वाले बड़े पैमाने पर (राजकोषीय और मौद्रिक) नीति प्रोत्साहन से छिपी हुई थी (चार्ट 1.26 बी)। यह 2003-04 से घरेलू बचत में उल्लेखनीय वृद्धि के विपरीत था, जिससे 2007-08 तक निवेश दर में वृद्धि हुई। इस वृद्धि के दौरान, हालांकि, घरेलू बचत का व्यवहार असामान्य था - वित्तीय नवाचारों में तेज गति के बावजूद, भौतिक संपत्ति में बचत के

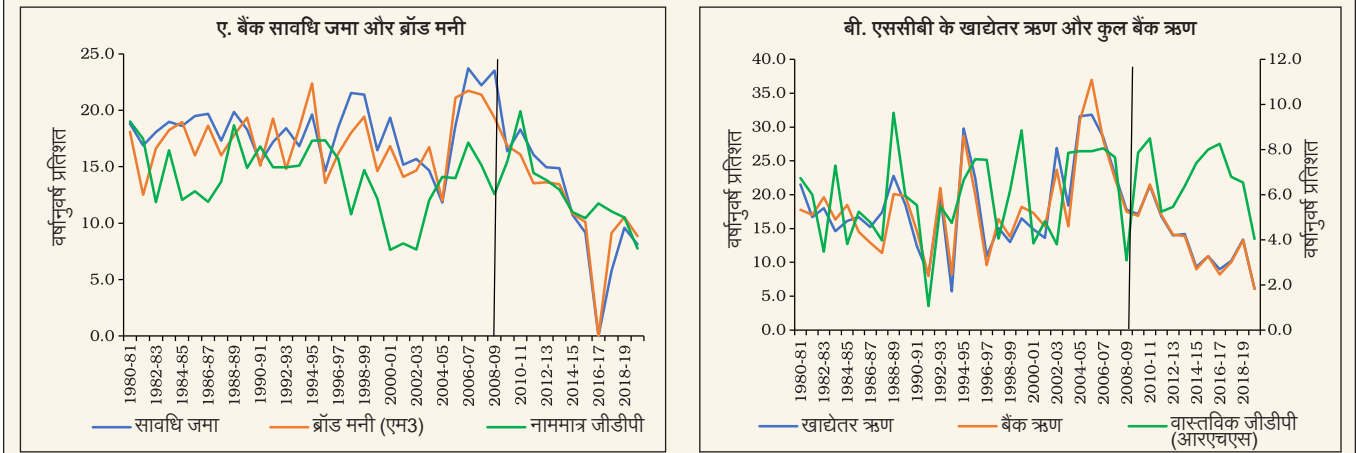
चार्ट 1. 26 : जीडीपी वृद्धि और बचत -निवेश दर की प्रवृत्ति



नोट: प्रवृत्ति वृद्धि को पहले एचपी फिल्टर का उपयोग करते हुए मौसम के आधार पर समायोजित वास्तविक जीडीपी 1996-97 से 2019-20 तक तिमाही आंकड़ों का उपयोग करते हुए प्रत्याशित आउटपुट का आंकलन करते हुए प्राप्त किया जाता है।
स्रोत: एनएसओ और लेखकों के अनुमान।

24 उत्पादन के रुझान स्तर का अनुमान सांख्यिकीय फिल्टरिंग तकनीकों का उपयोग करके लगाया जाता है, जो पूर्ण रोजगार पर अधिकतम संभव वृद्धि से भिन्न हो सकता है।

चार्ट I. 27: बैंक जमा, धन और ऋण में वृद्धि

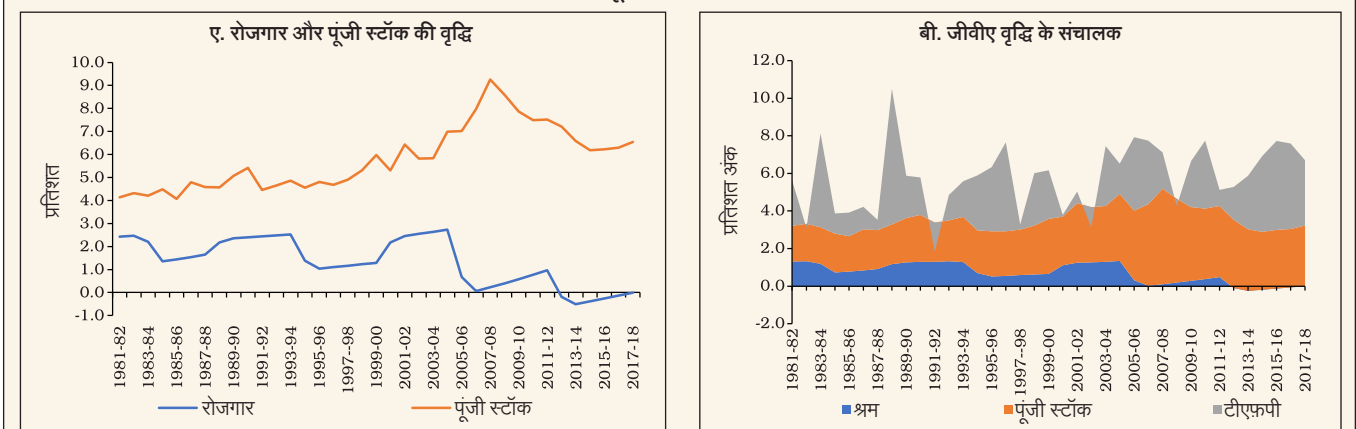


स्रोत: एनएसओ, आरबीआई और लेखकों के अनुमान।

लिए एक निरंतर प्राथमिकता थी, जो 2011-12 तक चली। परिवारों द्वारा वित्तीय बचत दर (विशेष रूप से बैंक जमा में) में परिणामी गिरावट के परिणामस्वरूप धन वृद्धि, बैंक ऋण वृद्धि और जीडीपी वृद्धि में गिरावट आई (चार्ट I.27ए और बी)। जाहिर है, मुद्रा और ऋण वृद्धि के व्यवहार में आसन्न आर्थिक मंदी के बारे में प्रमुख जानकारी थी, जो कि प्रमुख मौद्रिक और क्रेडिट समुच्चय की बारीकी से निगरानी की आवश्यकता को उचित ठहराती है जैसा कि आरबीआई द्वारा अभ्यास किया जा रहा है।

1.56 आखिरकार, जैसे-जैसे नीतिगत प्रोत्साहन समाप्त हुए, निवेश 2010-11 से कम होने लगा, जिससे अर्थव्यवस्था की वृद्धि की गति कमजोर हो गई। वास्तव में, पूंजीगत स्टॉक का संचय 2007-08 में अपने चरम से पहले ही पीछे हटने लगा था (चार्ट I.28ए)। 2004-05 से रोजगार की वृद्धि में गिरावट की गति को देखते हुए, पूंजी संचय की गति में गिरावट ने सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि को प्रभावित किया। घटना में, यह मुख्य रूप से उत्पादकता वृद्धि थी जिसने सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि को बनाए रखा (चार्ट I.28बी)।

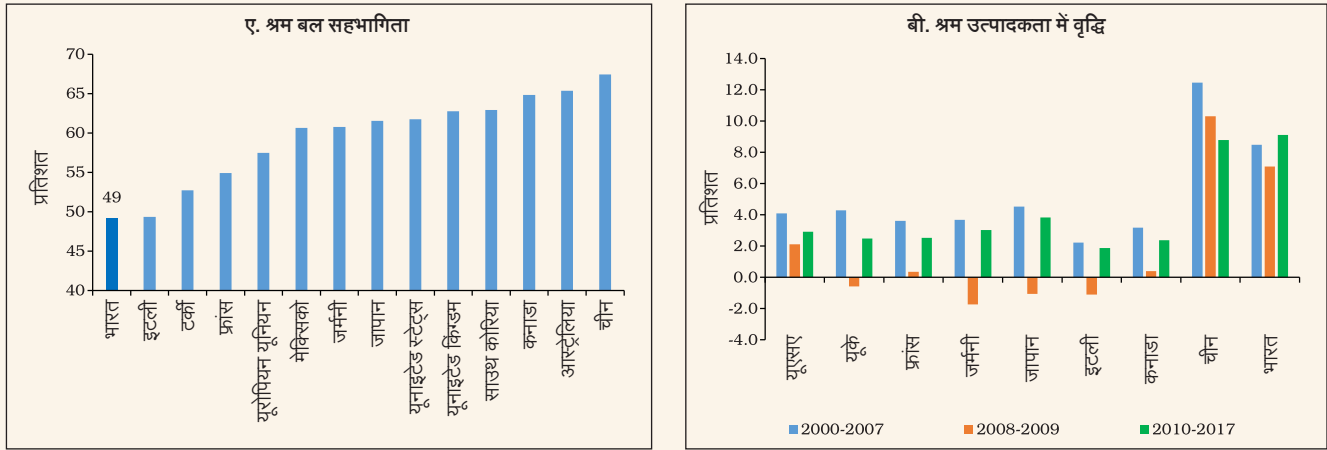
चार्ट I. 28: रोजगार और पूंजी स्टॉक और जीवीए में उनका योगदान



नोट: टीएफपी : कुल कारक उत्पादकता

स्रोत: इंडिया केएलईएमएस आंकड़ों के आधार पर लेखकों के अनुमान।

चार्ट 1. 29: श्रम बल सहभागिता और भारत में श्रम उत्पादकता



नोट: क्रय शक्ति समता (अंतर्राष्ट्रीय डॉलर) के संबंध में जीडीपी को श्रम उत्पादकता के आंकलन के लिए उपयोग किया गया है।
स्रोत: विश्व के केएलईएमएस, इंडिया केएलईएमएस, आईएमएफ एयूआर आईएलओ आंकड़ों के आधार पर लेखकों के अनुमान।

1.57 उस अवधि में अर्थव्यवस्था को पुनर्जीवित करने के लिए रोजगार गहन विनिर्माण को बढ़ावा देने की रणनीति के साथ-साथ कारक और उत्पाद बाजारों में संरचनात्मक सुधारों की आवश्यकता थी। वास्तव में, भारत श्रम उत्पादकता (श्रम की प्रति यूनिट उत्पादन) में महत्वपूर्ण सुधार का अनुभव कर रहा था - कई उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में अधिक - हालांकि भारत की श्रम शक्ति भागीदारी दर जी -20 देशों (चार्ट 1.29ए और बी) की तुलना में कम थी।

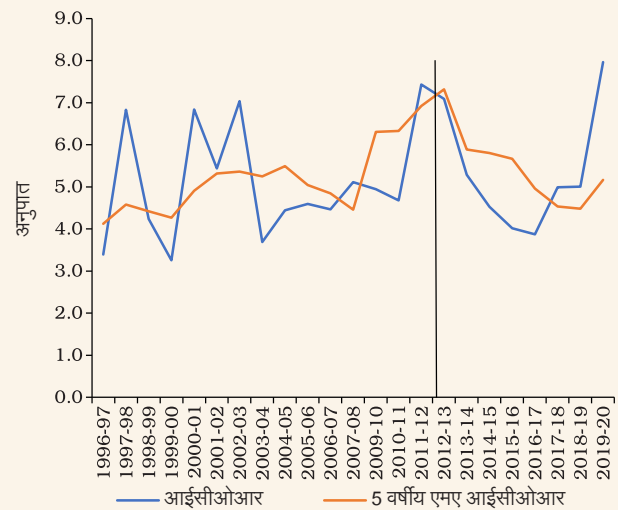
1.58 पूंजी उत्पादकता, जैसा कि वृद्धिशील पूंजी उत्पादन अनुपात (आईसीओआर) द्वारा मापा जाता है, 2012-13 तक गिर गया (चार्ट 1.30)। इसके बाद, पूंजीगत उपयोग की उत्पादकता में सुधार निवेश में देखी गई मंदी की भरपाई नहीं कर सका।

1.59 इस माहौल में, जनसांख्यिकीय लाभांश कमजोर होने के संकेत दिखाना शुरू कर दिया, जैसा कि जन्म के समय बढ़ती जीवन प्रत्याशा और घटती आयु निर्भरता अनुपात में उलटफेर (चार्ट 1.31ए और बी) में परिलक्षित होता है। वास्तव में, आयु निर्भरता में वर्ष-दर-वर्ष वृद्धि का गिरावट का चरण 2015 से उलट गया, जिससे यह चिंता बढ़ गई कि क्या भारत

जनसांख्यिकीय लाभांश का पूर्ण लाभ प्राप्त करने में सक्षम होगा।

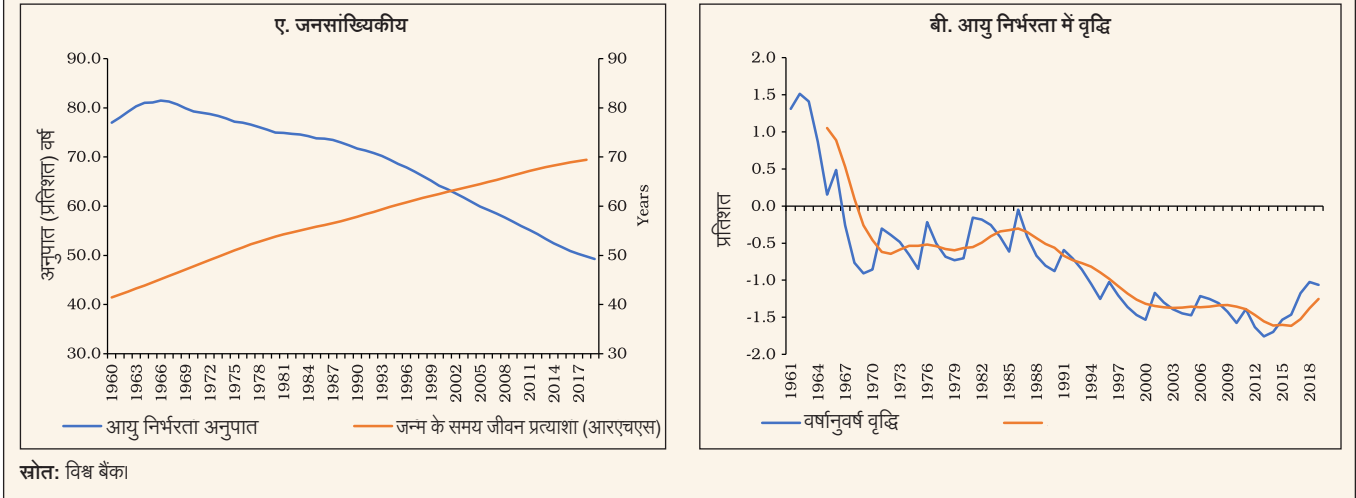
1.60 साथ ही, व्यापार संरक्षणवाद में वृद्धि, जलवायु परिवर्तन की मजबूरियों और बढ़ी हुई भू-राजनीतिक अनिश्चितताओं सहित, संचालन में विभिन्न ड्रैग के साथ बाहरी वातावरण भी

चार्ट 1. 30 : वृद्धिशील पूंजी उत्पादन अनुपात (आईसीओआर)



नोट : बेहतर प्रदर्शन के लिए वर्ष 2008-09 की जीएफसी अवधि के लिए शामिल नहीं किया गया है।
स्रोत : एनएसओ और लेखक के आंकलन।

चार्ट I. 31: जनसांख्यिकीय विकास



कम अनुकूल हो गया। नतीजतन, भारत के निर्यात प्रदर्शन ने वैश्विक निर्यात स्थितियों को बारीकी से दिखाया, जो जीएफसी (चार्ट I.32ए) के बाद से बिगड़ रही थी। मध्यवर्ती और पूंजीगत वस्तुओं के बड़े हिस्से के कारण भारत का आयात भी इसके निर्यात से निकटता से संबंधित है (चार्ट I.32बी)। अवशोषण क्षमता से अधिक पूंजी प्रवाह में वृद्धि के साथ, भारत एफआईटी के दौरान पूंजी का शुद्ध निर्यातक बन गया।

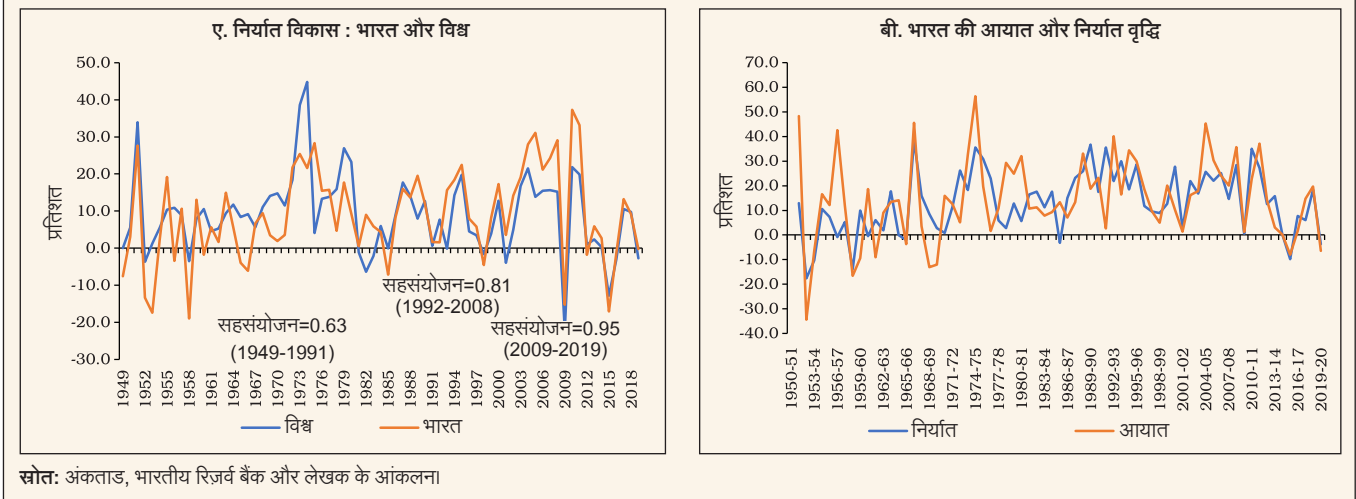
1.61 इस प्रकार, एफआईटी के तहत समष्टि आर्थिक प्रदर्शन को घरेलू और वैश्विक कारकों (सारणी 1.6) के संयोजन के

कारण विकास की अस्थिरता में वृद्धि द्वारा चिह्नित किया गया था।

संस्थागत वास्तुकला का मूल्यांकन

1.62 मैक्रोइकॉनॉमिक परिणामों के संदर्भ में मानक मूल्यांकन के अलावा, एफआईटी आर्किटेक्चर की संस्थागत पाइपलाइन का मूल्यांकन करना सार्थक है। विफलता को औसत हेडलाइन मुद्रास्फीति की लगातार तीन तिमाहियों के रूप में परिभाषित किया गया है जो लक्ष्य के आसपास ऊपरी और निचले टोलरेंस स्तरों को ओवरशूटिंग / अंडरशूटिंग करती

चार्ट I. 32: विकास पर बाहरी दबाव



भारत में लचीला मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण (एफआईटी)

सारणी 1.6: एफआईटी के अंतर्गत प्रमुख समष्टि आर्थिक संकेतक - स्तर और अस्थिरता

(प्रतिशत)

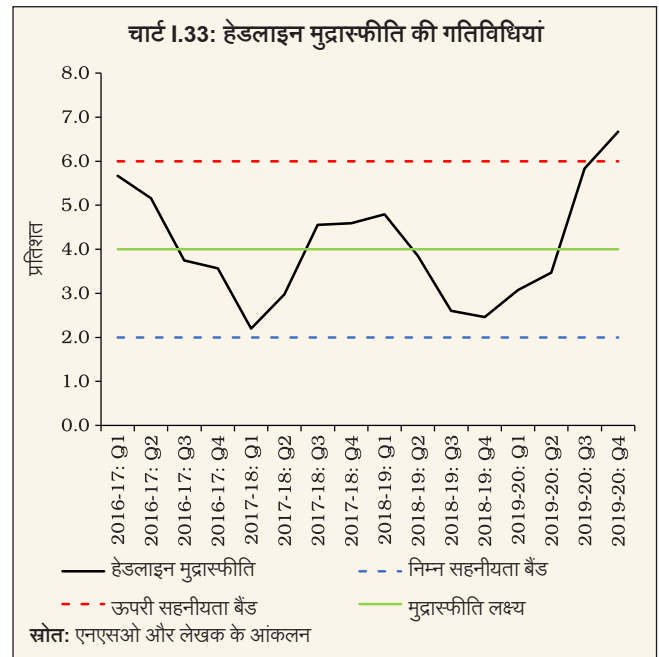
	स्तर					अस्थिरता				
	सीपीआई-सी मुद्रास्फीति	वास्तविक जीडीपी विकास	ब्याज दर (डब्ल्यूएसीआर)	ऐप (+)/डिप (-) विनिमय दर (आरईआर-36)	संयुक्त जीएफडी/जीडीपी	सीपीआई-सी मुद्रास्फीति	वास्तविक जीडीपी विकास	ब्याज दर (डब्ल्यूएसीआर)	विनिमय दर (आरईआर-36)	राजकोषीय स्लिपेज (केंद्र के बजटीय जीएफडी/जीडीपी से विचलन)
प्री-फिट										
2012-13	10.0	5.5	8.1	-4.3	6.9	0.5	1.4	0.2	2.0	-0.2
2013-14	9.4	6.4	8.3	-2.2	6.7	1.3	0.8	0.9	2.2	-0.3
2014-15	5.8	7.4	8.0	5.5	6.7	1.5	1.2	0.2	0.9	0.0
2015-16	4.9	8.0	7.0	2.9	6.9	0.7	0.8	0.3	1.3	0.0
औसत	7.5	6.8	7.8	0.5	6.8	2.4	1.4	0.7	1.6	-0.1
फिट										
2016-17	4.5	8.3	6.2	2.2	6.9	1.0	1.4	0.2	0.7	0.0
2017-18	3.6	6.8	5.9	4.5	5.8	1.2	1.1	0.1	1.3	0.3
2018-19	3.4	6.5	6.3	-4.8	5.8	1.1	0.7	0.2	1.9	0.1
2019-20	4.8	4.0	5.4	2.4	6.9	1.8	0.9	0.4	1.2	1.3
औसत	4.1	6.4	6.0	1.1	6.4	1.4	1.8	0.4	1.3	0.4

नोट: अस्थिरता को मासिक वर्ष-दर-वर्ष मुद्रास्फीति के मानक विचलन, तिमाही-दर-वर्ष जीडीपी, मासिक डब्ल्यूएसीआर और विनिमय दर के मासिक मूल्यहास/मूल्यहास द्वारा मापा जाता है। राजकोषीय स्लिपेज को बजट स्तरों से केंद्र सरकार के वास्तविक जीएफडी/जीडीपी अनुपात के विचलन के रूप में परिभाषित किया गया है। औसत अस्थिरता प्रासंगिक पूर्ण अवधि के लिए चर के मानक विचलन को इंगित करती है।

स्रोत: भारतीय अर्थव्यवस्था पर सांख्यिकी की पुस्तिका, भारतीय रिजर्व बैंक; भारत सरकार के बजट दस्तावेज और लेखकों की गणना।

है। एफआईटी को अपनाने के बाद से, पूर्व-कोविड अवधि तक, केवल एक अवसर (अर्थात्, ति. 4: 2019-20) था जब मुद्रास्फीति ऊपरी टोलरेंस स्तर (चार्ट 1.33)²⁵ से अधिक हो गई थी। यह उल्लंघन खाद्य मुद्रास्फीति में तेज वृद्धि (2019-20 की चौथी तिमाही में 9.7 प्रतिशत) के कारण था, जो प्रतिकूल घटनाओं के संयोजन पर था, अर्थात्, मानसून की देर से वापसी, बेमौसम बारिश और संबंधित आपूर्ति व्यवधान (आरबीआई 2020)।

1.63 मौद्रिक नीति निर्णय लेने के लिए समिति के दृष्टिकोण को व्यापक रूप से सूचना की कुशल पूलिंग, सामूहिक ज्ञान और राय की विविधता से समय की असंगति पर काबू पाने के साधन के रूप में माना जाता है, जो समिति-आधारित दृष्टिकोणों के संभावित नुकसान को दूर करने में मदद करता है, अर्थात्,



²⁵ हेडलाइन मुद्रास्फीति का केवल एक उदाहरण निम्न सहनशीलता के स्तर से नीचे चला गया है जब जून 2017 में यह 1.5 प्रतिशत तक गिर गया था; समग्र रूप से उस तिमाही के लिए, तथापि, मुद्रास्फीति औसतन 2.2 प्रतिशत रही, अर्थात् यह सहनशीलता के दायरे में रही।

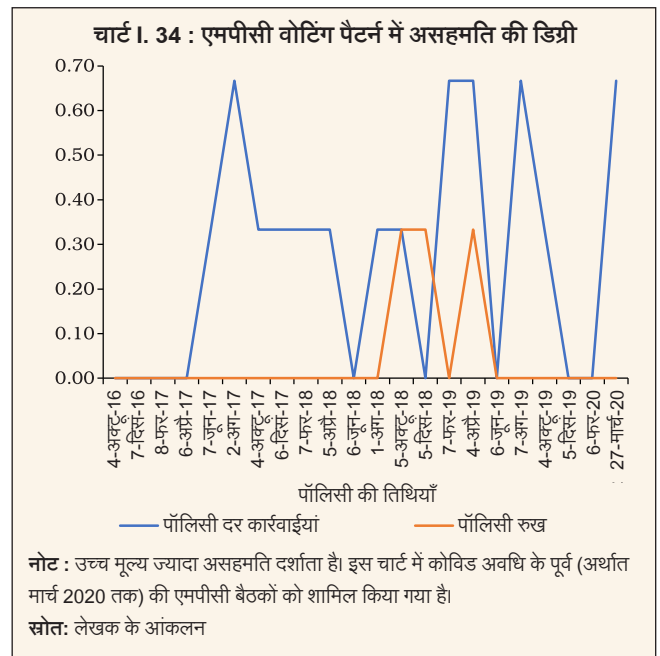
ग्रुपथिंक और फ्री-राइडिंग के खतरे (साइबर्ट, 2006)। एमपीसी बैठकों के कार्यवृत्त के विश्लेषण से नीति दर, रुख और वृहद आर्थिक स्थिति के व्यक्तिगत सदस्य के आकलन दोनों पर मतदान पैटर्न में महत्वपूर्ण अंतर का पता चलता है। पहली एमपीसी (पूर्व-कोविड अवधि के दौरान) की 22 बैठकों के परिप्रेक्ष्य में मौद्रिक नीति के रुख की तुलना में नीतिगत दरों में बदलाव पर कम आम सहमति रही है - केवल नौ मौकों पर नीति दर में बदलाव पर आम सहमति थी (6-0), जबकि 19 मौकों पर नीतिगत रुख (6-0) पर आम सहमति बनी। रुख पर मतभेद काफी हद तक नीतिगत रुख में बदलाव के समय पर थे। 'बहुमत दृष्टिकोण' के साथ मतभेद बाहरी एमपीसी सदस्यों तक सीमित नहीं थे; यहां तक कि आंतरिक सदस्यों के भी आकार और नीतिगत दरों में बदलाव की दिशा में मतभेद थे। यह साहित्य में इस दृष्टिकोण के विपरीत है कि केवल बाहरी सदस्य ही "ग्रुपथिंक" से बचने में मदद करते हैं (साइबर्ट, 2006, ओप. सिट)। अपने कार्यकाल के दौरान, एमपीसी ने सर्वसम्मत कॉलों की तुलना में अधिक विभाजित निर्णय लिए, कार्यवृत्त अधिक विस्तृत हो गए, और जब सदस्य सहमत हुए, तब भी उनके तर्क अक्सर भिन्न होते थे (दुग्गल, 2020)। वास्तव में, एमपीसी ने यह सब देखा है - बढ़ोतरी और कटौती; सर्वसम्मत कॉल और विभाजित विचार; और आपातकालीन बैठकें (अध्याय 3 इन अनुभवों की पड़ताल करता है और इनसे सबक लेता है)।

1.64 स्वतंत्र मूल्यांकन में पाया गया कि मौद्रिक नीति वक्तव्यों की लंबाई में नाटकीय रूप से गिरावट आई है, भाषाई जटिलता में सुधार हुआ है, और शासन परिवर्तन के बाद से सामग्री मुद्रास्फीति विषयों पर अधिक केंद्रित है। इसके अलावा, प्रभावी संचार (माथुर और सेनगुप्ता, 2020) के वास्तविक प्रभावों को उजागर करते हुए, बयानों की लंबाई और शेयर बाजार की अस्थिरता के बीच एक मजबूत संबंध है। एक और दिलचस्प अवलोकन यह है कि 2016-18 की अवधि के दौरान मुद्रास्फीति पर चर्चा प्रमुख थी, जबकि विकास पर चर्चा ने

अगस्त 2019 (आरबीआई, 2020) से नीतिगत चर्चाओं में अधिक स्थान लिया है।

1.65 एमपीसी के मतदान पैटर्न का औपचारिक रूप से विश्लेषण करने के लिए, एक विविधता सूचकांक (डीआई) का निर्माण व्यक्तिगत सदस्यों द्वारा नीतिगत दरों में बदलाव और नीतिगत रुख पर मतदान के आधार पर किया जाता है। डीआई की गणना सूत्र द्वारा की जाती है [1 - {(निर्णय का समर्थन करने वाले एमपीसी सदस्यों की संख्या घटाकर निर्णय का विरोध करने वाले एमपीसी सदस्यों की संख्या) को एमपीसी के कुल आकार (इस मामले में 6) से विभाजित किया जाता है}]। डीआई की सीमा 0 से 1: 0 तक होती है जिसका अर्थ है पूर्ण सहमति (6:0) और 1 मतदान में समान विभाजन (अर्थात् , 3:3)। डीआई नीति दर कार्रवाइयों पर बड़ी असहमति की भी पुष्टि करता है, लेकिन नीतिगत रुख पर एकमत के करीब (चार्ट 1.34)।

1.66 मुद्रास्फीति और आउटपुट उद्देश्यों के लिए एमपीसी द्वारा सौंपे गए निहित भार का मूल्यांकन अक्टूबर 2016 से मार्च 2020 तक की अवधि के लिए टेलर नियम का अनुमान लगाकर किया जा सकता है, अर्थात्, सभी द्वि-मासिक मौद्रिक



नीति विवरणों को ध्यान में रखते हुए (टेलर, 1993)) केंद्रीय बैंक धीरे-धीरे नीतिगत दर में बदलाव करके किसी आघात का सावधानी से जवाब देना पसंद करते हैं। इसलिए, टेलर नियम (वुडफोर्ड, 2003) में ब्याज दर में कमी की अवधि को शामिल किया गया है। इस प्रकार, अनुमानित टेलर नियम के तीन पैरामीटर हैं: ब्याज दर में कमी पर भार; मुद्रास्फीति अंतर पर भार; और आउटपुट गैप पर भार। एक अन्य लोकप्रिय तरीका यह है कि मौजूदा मुद्रास्फीति की संख्या को पूर्वानुमानों (टेलर-प्रकार के नियम) (क्लेरिडा एट अल, 2000; ऑफेंनाइड्स, 2003) के साथ बदलकर टेलर के क्लासिक फॉर्मूलेशन को संशोधित किया जाए। एफआईटी में जैसा कि पहले कहा गया है, मुद्रास्फीति का पूर्वानुमान मौद्रिक नीति के लिए मध्यवर्ती लक्ष्य बन जाता है, जो एमपीसी को उसके निर्णय के समय उपलब्ध संपूर्ण जानकारी के समेकन का प्रतिनिधित्व करता है। मौद्रिक नीति संचरण में अंतराल को ध्यान में रखते हुए, मुद्रास्फीति अंतराल ²⁶ को मापने के लिए तीन-चौथाई आगे मुद्रास्फीति पूर्वानुमान का उपयोग किया जाता है।

1.67 अनुमानित टेलर नियम बताता है कि एमपीसी ने अपने मैनडेट के अनुरूप मुद्रास्फीति को अधिक महत्व दिया। कुल मिलाकर, लक्ष्य के साथ मुद्रास्फीति को संरेखित करने में एमपीसी का दृष्टिकोण क्रमिक था, जो आकस्मिक उत्पादन प्रभावों के प्रति इसकी संवेदनशीलता को दर्शाता है। यह स्मूदिंग पैरामीटर के आकार में परिलक्षित होता है (सारणी 1.7)।

1.68 मुद्रास्फीति पूर्वानुमान (समय टी+3) के बजाय वास्तविक मुद्रास्फीति (समय टी पर) का उपयोग करके किया गया एक और अनुमान मुद्रास्फीति अंतराल पर एक महत्वहीन गुणांक उत्पन्न करता है, यह दर्शाता है कि एमपीसी आगे की ओर देख रहा था और मुद्रास्फीति (समय टी पर) नीति दर तय

सारणी 1.7: मौद्रिक नीति प्रतिक्रिया कार्य (प्रथम एमपीसी का कार्यकाल)#

स्मूदिंग पैरामीटर	मुद्रास्फीति पूर्वानुमान गैप (+3)	उत्पादन गैप
0.60***	0.70***	0.26**

*** और ** क्रमशः 1 प्रतिशत और 5 प्रतिशत पर महत्व का प्रतिनिधित्व करते हैं।

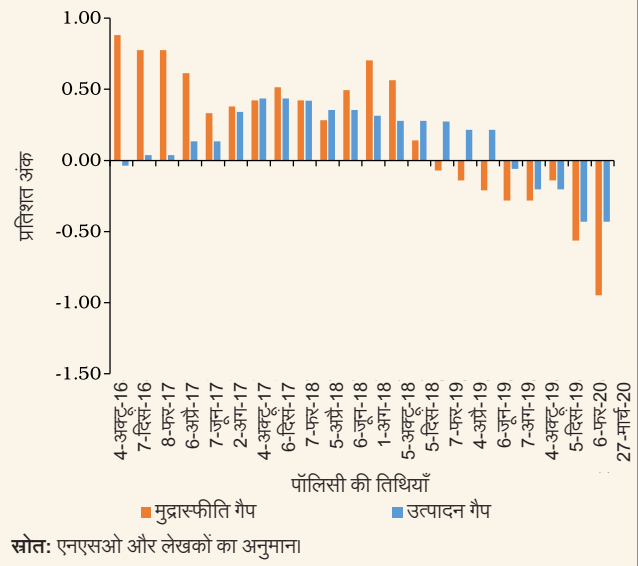
#: केवल कोविड अवधि के पूर्व की बैठकों को शामिल करता है।

स्रोत: लेखकों का अनुमान।

करते समय ²⁷ पिछली रीडिंग द्वारा संचालित नहीं था; हालांकि, मांग की स्थिति के कमजोर होने ने हाल के दिनों में नीति दर निर्धारण में अधिक सक्रिय भूमिका निभाई (चार्ट 1.35)।

1.69 मुद्रास्फीति और विकास उद्देश्यों के लिए व्यक्तिगत एमपीसी सदस्यों की प्रासंगिक प्राथमिकताओं का आकलन करने के लिए नीति दर निर्णयों पर असहमति का भी उपयोग

चार्ट 1.35: नीतिगत दर विचलनों की तुलना में मुद्रास्फीति गैप और सामान्यीकरण उत्पादन गैप का योगदान



स्रोत: एनएसओ और लेखकों का अनुमान।

26 अनुमानित ब्याज दर सुगम टेलर-प्रकार का नियम इस प्रकार है: पॉलिसी दर = * पॉलिसी दर (-1) + (1-ρ) * (π* + r* + α1 * (मुद्रास्फीति पूर्वानुमान (+3) - π*) + α2 * OG) + ε ... (1)

WP स्मूदिंग पैरामीटर कहां है, π* मुद्रास्फीति लक्ष्य (4 प्रतिशत) है और r* ब्याज की प्राकृतिक दर है, OG आउटपुट गैप है (वास्तविक आउटपुट का विचलन वास्तविक आउटपुट पर एचपी फिल्टर का उपयोग करके मापा गया संभावित आउटपुट अनुमान की अपेक्षाकृत कम नमूना अवधि को ध्यान में रखते हुए, गुणांक r* को अनुमान लगाने के बजाय लगाया गया है। समीकरण (1) का अनुमान गैर-रैखिक कम से कम वर्ग (एनएलएलएस) विधि द्वारा किया जाता है अक्टूबर 2016 से मार्च 2020 तक द्विमासिक डेटा का उपयोग करना।

27 यह ईचेनग्रीन, एट अला, सेशन के निष्कर्षों की व्याख्या करता है। सीआईटी कि भारत में आईटी अवधि के दौरान टेलर शासन में वास्तविक मुद्रास्फीति पर गुणांक में गिरावट आई है और आईटी को अपनाने के बाद यह संबंध कमजोर है।

किया जा सकता है। तदनुसार, विभिन्न एमपीसी सदस्यों द्वारा पसंद किए गए नीति दर पथ के लिए टेलर नियम का अलग से अनुमान लगाया गया है जैसा कि उनके मतदान पैटर्न में दर्शाया गया है। एमपीसी सदस्यों द्वारा मुद्रास्फीति और आउटपुट उद्देश्यों पर भार क्रमशः 0.63 से 0.74 और 0.24 से 0.31 के बीच पाया गया। अलग-अलग एमपीसी सदस्यों के लिए स्मूदिंग पैरामीटर भी अलग था (0.58 से 0.68 की सीमा में भिन्न)। सभी एमपीसी सदस्यों के पास वोट डालने के दौरान उपलब्ध पूर्ण सूचना मैट्रिक्स के समान सेट के साथ, वेटिंग पैटर्न में भिन्नता व्यक्तिगत एमपीसी सदस्यों के विचारों और आकलन में अंतर को दर्शाती है, जो समूह विचार के बजाय व्यक्तिवादी व्यवहार का संकेत है।

5. निष्कर्ष

1.70 संक्षेप में, यह अध्याय मौद्रिक नीति ढांचे की समीक्षा के लिए प्रयोगशाला स्थापित करने के लिए एफआईटी के साथ भारत के प्रारंभिक अनुभव का वर्णन करता है। यह प्रारंभिक स्थितियों का एक सिंहावलोकन प्रदान करता है जिसमें नीतिगत ढांचे में बदलाव की आवश्यकता होती है, इसके बाद भारत में एफआईटी की शुरुआत के लिए पूर्व-शर्तों की स्थापना और 2016 से वैध एफआईटी के साथ अनुभव होता है। पारित होने के इन संस्कारों में, अस्तित्वगत प्रश्न सामने आए, जिनमें से प्रत्येक एक अग्रगामी तरीके से समर्पित अध्यायों की विषय-वस्तु का निर्माण करता है।

1.71 अध्याय 2 मुद्रास्फीति लक्ष्य और +/- 2 प्रतिशत टोलरेंस बैंड की उपयुक्तता का मूल्यांकन मुद्रास्फीति प्रक्रिया में परिवर्तन को ध्यान में रखते हुए करता है - मुद्रास्फीति दृढ़ता; प्रवृत्ति मुद्रास्फीति; भोजन और ईंधन के आघात; मुद्रास्फीति की सीमा का स्तर; विभिन्न समय के संबंध में प्रक्षेपण त्रुटियां; और मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं के स्थिरीकरण की डिग्री। यह एफआईटी ढांचे के तहत विकास के उद्देश्य का भी मूल्यांकन करता है।

1.72 अध्याय 3 भारत में एफआईटी के तहत मौद्रिक नीति निर्णय लेने की प्रक्रिया, इसके वैधानिक प्रावधानों, पूर्व-नीति

प्रक्रियाओं, नियमों और सदस्यों के लिए व्यक्तिगत और सामूहिक रूप से एक समिति, संचार, जवाबदेही और मूल्यांकन के रूप में जिम्मेदारियों का अभ्यास करता है। अध्याय का फोकस यह पहचानना है कि क्या काम करता है और क्या तय करने की जरूरत है।

1.73 अध्याय 4 परिचालन ढांचे और मौद्रिक नीति संचरण के बारे में है। यह चलनिधि प्रबंधन सुविधा और परिचालन लक्ष्य में गहन शोध करता है, जिसमें परिचालन दर पर नीतिगत परिवर्तनों के घोषणा प्रभावों की प्रतिक्रिया भी शामिल है। वित्तीय बाजारों के विभिन्न खंडों में परिचालन प्रक्रिया और संचरण के कुछ शैलीगत तथ्य प्रस्तुत किए गए हैं। अध्याय इस विश्लेषण पर सिफारिशें करने के लिए आकर्षित करता है जो मौद्रिक नीति आवेगों को अपने अंतिम लक्ष्यों को पूर्ण और समय पर प्रसारित करने में मदद करता चाहिए।

1.74 अध्याय 5 एक खुली अर्थव्यवस्था के ढांचे में मौद्रिक नीति की चुनौतियों से संबंधित है, विशेष रूप से त्रिलम्मा जो इसके घरेलू अभिविन्यास को सीमित करता है। इस अध्याय में पूंजी प्रवाह और विनिमय दर में उतार-चढ़ाव का प्रबंधन महत्वपूर्ण विचार हैं क्योंकि यह वैश्विक अर्थव्यवस्था में भारत के लिए एक आसन्न बड़ी भूमिका से परे है।

संदर्भ

Ahluwalia, M.S. (2014), "Central Banks Should not Look Only at Inflation Target", *The Economic Times*, Available at https://economictimes.indiatimes.com/news/economy/policy/central-banks-shouldnot-look-only-at-inflation-target-monteksingh-ahluwalia/articleshow/28749582.cms?utm_source=contentofinterest&utm_medium=text&utm_campaign=cppst.

Altissimo, F., M. Ehrmann and F. Smets (2006), "Inflation Persistence and Price-setting Behaviour in the Euro Area - A Summary of the IPN evidence", *ECB Occasional Paper*, No.46.

- Ball, L. (1994), "What Determines the Sacrifice Ratio?." *Monetary Policy*. The University of Chicago Press, 155-193, Available at <https://www.nber.org/system/files/chapters/c8332/c8332.pdf>
- Ball, L. and N. Sheridan (2005), "Does Inflation Targeting Matter?", In: Bernanke, B. S. and Woodford, M. (Eds.), *The Inflation-targeting Debate*, University of Chicago Press.
- Bauer, A. (2018), "Lowering Inflation is a Major Structural Reform in India: IMF Official", *The Hindu BusinessLine*, 2018, Available at <https://www.thehindubusinessline.com/economy/lowering-inflation-is-a-major-structural-reform-in-india-imf-official/article24979922>.
- Beck, G. W. and A. A. Weber (2005), "Price Stability, Inflation Convergence and Diversity in EMU: Does One Size Fit All?", *Centre for Financial Studies Working Paper No. 2005/30*, November.
- Benes, J., K. Clinton, A. George, P. Gupta, J. John, O. Kamenik, D. Laxton, P. Mitra, G. Nadhanael, R. Portillo, H. Wang, and F. Zhang (2016a), "Quarterly Projection Model for India: Key Elements and Properties", *RBI Working Paper Series No. 08*.
- Benes, M.J., K. Clinton, A. George, J. John, O. Kamenik, D. Laxton, P. Mitra, G.V. Nadhanael and H. Wang (2016b), "Inflation-Forecast Targeting for India: An Outline of the Analytical Framework", *RBI Working Paper Series No. 07*.
- Bhoi, B. B., S. Kundu, V. Kishore, and D. Suganthi (2019), "Supply Chain Dynamics and Food Inflation in India", *RBI Monthly Bulletin*, October.
- Bhoi, B. B., H. Shekhar and I. Padhi (2020), "Rural-Urban Inflation Dynamics in India", *RBI Monthly Bulletin*, December.
- Clarida, R., J. Gali and M. Gertler (2000), "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.115(1), 147- 180.
- Duggal, I. (2020), "In Charts: The Life and Times of India's First Monetary Policy Committee", *Bloomberg Quint*, Available at <https://www.bloombergquint.com/business/in-charts-the-life-and-times-of-indias-first-monetary-policy-committee>.
- Eichengreen. B., P. Gupta and R. Choudhary (2020), "Inflation Targeting in India: An Interim Assessment", NCAER India Policy Forum, July.
- Engle, R. F., and C. W. J. Granger (1987), "Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing", *Econometrica*, Vol.55(2).
- Fraga, A., I. Goldfajn and A. Minella (2003), "Inflation Targeting in Emerging Market Economies", *NBER Macroeconomics Annual 2003*, Vol. 18, 365-400.
- Fuhrer, J. C. (2010), "Inflation Persistence", In *Handbook of Monetary Economics*, Vol.3, 423-486.
- Gokarn, S. (2010), "Monetary Policy Considerations after the Crisis: Practitioners' Perspectives", Plenary Lecture at the *Conference on Economic Policies for Inclusive Development*, Ministry of Finance, Government of India and National Institute of Public Finance and Policy at New Delhi.
- Goncalves, C. E. S. and J. M. Salles (2008), "Inflation Targeting in Emerging Economies: What do the Data Say?", *Journal of Development Economics*, Vol.85, 312–318.
- Jahan, S. (2017), "Inflation Targeting: Holding the Line", *IMF Finance and Development*, November.
- Jalan, B. (2017). "Inflation Targeting' Can't Work in India: Former RBI governor Bimal Jalan", *The Economic Times*, Available at <https://economictimes.indiatimes.com/news/economy/indicators/inflation-targeting-cant-work-in-india-former-rbi-governor-bimal-jalan/articleshow/59341674.cms?from=mdr>.

- Kundu, S., V. Kishore and B. B. Bhoi (2018), "Regional Inflation Dynamics in India", *RBI Monthly Bulletin*, November.
- Mathur, A. and R. Sengupta (2020), "Analysing Monetary Policy Statements of the Reserve Bank of India", *IGIDR Working Paper* WP-2019-012, April.
- Mishkin, F. S. and K. Schmidt-Hebbel (2007), "Does Inflation Targeting make a Difference", *NBER Working Paper* 12876, January.
- Mohan, R. (2011), *Growth with Financial Stability*. Oxford University Press. New Delhi.
- Orphanides, A. (2003), "Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule", *Journal of Monetary Economics*, Vol.50(5), 983-1022.
- Patra, M. D., J. K. Khundrakpam and A. T. George (2014), "Post-Global Crisis Inflation Dynamics in India: What has Changed?", In *NBER India Policy Forum, 2013–14*, Vol.10(1), 117-203.
- Patra, M. D. (2017), "One Year in the Life of India's Monetary Policy Committee", Remarks at the *Regional Office of the Reserve Bank of India*, Jaipur, 27 October 2017, Published as Bank for International Settlements Central Bankers' Speeches, Available at <https://www.bis.org/review/r171123e.pdf>.
- Pesaran, M. H., Y. Shin and R. J. Smith (2001), "Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships", *Journal of Applied Econometrics*, Vol.16(3), 289-326.
- Phillips, P. C. B. and B. E. Hansen (1990), "Estimation and Inference in Models of Cointegration: A Simulation Study", *Advances in Econometrics*, Vol. 8, 225-248.
- Reserve Bank of India (2010), *Annual Report*, 2009-10.
- Reserve Bank of India (2012), *Annual Report*, 2011-12.
- Reserve Bank of India (2014), *Annual Report*, 2013-14.
- Reserve Bank of India (2020), *Annual Report*, 2019-20.
- Reddy, Y. V. (2005), "Monetary Policy: An Outline", *RBI Monthly Bulletin*, March.
- Reddy, Y.V. (2008), "The Virtues and Vices of Talking About Monetary Policy – Some Comments", Remarks at the *7th BIS Annual Conference*, Luzern, Switzerland.
- Shaw, P. (2019), "Using Rational Expectations to Predict Inflation", *RBI Occasional Papers*, Vol. 40(1).
- Sibert, A. (2006), "Central Banking by Committee." *International Finance*, 145-168.
- Subbarao, D. (2016), *Who Moved My Interest Rate?: Leading the Reserve Bank of India Through Five Turbulent Years*, Penguin Random House India Private Limited.
- Taylor, J. B. (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", In *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol.39, 195-214, North-Holland.
- Verick, S. and I. Islam (2010), "The Great Recession of 2008-2009: Causes, Consequences and Policy Responses", *The Institute for the Study of Labor (IZA) Discussion Papers* No. 4934, May.
- Weyerstrass, K., B. Aarle, M. Kappler and A. Seymen (2011), "Business Cycle Synchronisation within the Euro Area: In Search of a 'Euro Effect'", *Open Economies Review*, 22(3), 427–446.
- Woodford, M. (2003), "Optimal Interest-rate Smoothing", *The Review of Economic Studies*, Vol.70(4), 861-886.

"... मौद्रिक नीति का प्राथमिक उद्देश्य वृद्धि के उद्देश्य को ध्यान में रखते हुए मूल्य स्थिरता बनाए रखना है।"

[भारतीय रिज़र्व बैंक (आरबीआई) अधिनियम, 1934 की प्रस्तावना से उद्धृत]
(वित्तीय अधिनियम 2016 द्वारा संशोधित)]

1. भूमिका

II.1 भारत में एफआईटी के तहत, मौद्रिक नीति को वृद्धि के उद्देश्य पर उचित विचार के साथ, मूल्य स्थिरता के लक्ष्य को प्राथमिकता देनी होगी। देश का अनुभव दोहरे जनादेश के साथ मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण फ्रेमवर्क के कई उदाहरण देता है। यह प्रदर्शन रिकॉर्ड परीक्षण चुनौतियों और इन उद्देश्यों के बीच संतुलन में निहित परस्पर विरोधी खींचतान से भरा है। कुछ केंद्रीय प्रवृत्तियां भी हैं। मुद्रास्फीति लक्ष्य के विपरीत, मौद्रिक नीति के उद्देश्य के रूप में वृद्धि को कभी भी परिमाणित नहीं किया गया है। इसे कभी भी मौद्रिक नीति के अधिदेश में प्राथमिक लक्ष्य के रूप में निर्धारित नहीं किया गया है। दूसरी ओर, मुद्रास्फीति लक्ष्य और उनके आस-पास सहनशीलता बैंड, मात्रात्मक शब्दों में स्पष्ट रूप से परिभाषित हैं। देश का अनुभव एक और प्रवृत्ति को भी प्रकट करता है जो समय के साथ विकसित हुई है - लक्ष्य / बैंड ज्यादातर समय के साथ सिमट / कम हो गए हैं,¹ हेडलाइन मुद्रास्फीति और मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं को स्थिर करने में प्राप्त सफलता और वर्ग में सर्वश्रेष्ठ बनने की होड़ से इसे और प्रोत्साहन मिला।

II.2 भारत में, एफआईटी (अक्टूबर 2016 - मार्च 2020) की अवधि के दौरान सीपीआई-सी मुद्रास्फीति औसतन 3.9 प्रतिशत थी।² इस अवधि के दौरान, सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि 2016-17 में 8.3 प्रतिशत से 2019-20 में 4.0 प्रतिशत तक निरंतर गिरावट आई, जिसमें जनवरी-मार्च 2020 के दौरान 44-तिमाहियों में 3.1 प्रतिशत का निम्नतम स्तर शामिल है। इन परिणामों के संदर्भ में, 'त्याग अनुपात' की ओर ध्यान आकर्षित किया गया है, अर्थात्, मूल्य स्थिरता को परिभाषित करने वाले संख्यात्मक लक्ष्य की ओर मुद्रास्फीति के अनुभव के कुछ उच्च स्तर से विघटन के लिए आवश्यक उत्पादन का त्याग। भारत में, एफआईटी अवधि के दौरान असामान्य रूप से उच्च वास्तविक ब्याज दरों के लिए आरबीआई की आलोचना की गई है (भारत सरकार, 2018; भल्ला, 2017); एफआईटी विकास के प्रतिकूल है (भट्टाचार्य एवं अन्य 2020); निरर्थक मौद्रिक हठधर्मिता, जिसे टाला जा सकता था यदि मुद्रास्फीति लक्ष्य के साथ एक स्पष्ट वृद्धि लक्ष्य भी रखा गया होता (जगन्नाथन, 2019); और, यदि 5 ट्रिलियन अमेरिकी डॉलर की अर्थव्यवस्था के मध्यम अवधि के लक्ष्य को प्राप्त करने के लिए एक संभावित बाधा लागू नहीं होती (अग्रवाला, 2020)। उस समय के आसपास भी जब एक

यह आलेख सीतीकांत पटनायक, हरेंद्र बेहरा, अत्रि मुखर्जी, सत्यानंद साहू, अवधेश शुक्ला, सुप्रिया मजूमदार, प्रतीक मित्रा, ईप्शिता पाटी, रंजॉय गुहा नियोगी, सौरभ शर्मा, सार्थक गुलाटी, पूर्णिमा शॉ, डी. सुगंधी, भानु प्रताप, हिमानी शेखर, रोशिन पॉल, आदित्य मिश्रा, अभिलाषा, बरखा गुप्ता, साधन कुमार चट्टोपाध्याय, धन्या वी., सिद्धार्थ नाथ, बिचित्रानंद सेठ, रिगजेन येंगडॉल और विमल किशोर के द्वारा तैयार किया गया है।

1 जैसा कि खंड II.2 में बताया गया है, दक्षिण कोरिया और थाईलैंड द्वारा सहनशीलता बैंड के अस्थायी विस्तार और फिलीपींस, हंगरी और ब्राजील द्वारा लक्ष्य में वृद्धि के देश के अनुभव में केवल कुछ उदाहरण हैं, जिन्हें कुछ वर्षों के भीतर उलट दिया गया था।

2 अवधि के चुनाव को अध्याय I में समझाया गया है और यह पूरी रिपोर्ट में समान रूप से लागू होता है।

स्पष्ट मुद्रास्फीति लक्ष्य अपनाया गया था, युवा आबादी वाले देश के लिए इसकी प्रासंगिकता के बारे में चिंता व्यक्त की गई थी (सिंह, 2014); कि सीपीआई आधारित मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण की व्यक्ति-आर्थिक नींव को अपनाने से पहले अनुभवपूर्वक परीक्षण नहीं किया गया था (श्रीनिवासन, 2014); और यह कि भारत में मुद्रास्फीति की संरचनात्मक प्रकृति को देखते हुए विशेष रूप से निम्नतर बैंड का लक्ष्य अधिक होना चाहिए (पनगड़िया, 2015)। भारत में एफआईटी के साथ वास्तविक अनुभव ने हाल ही में पेंडुलम को घुमाया है। इस बात पर प्रकाश डाला गया है कि न तो आरबीआई ने उत्पादन अंतराल में बदलाव की उपेक्षा की और न ही मौद्रिक नीति एफआईटी को अपनाने के बाद तेज हुई (ईचेनग्रीन एवं अन्य 2020)।

11.3 मुद्रास्फीति लक्ष्य की अगली समीक्षा, जो कि एफआईटी का एक मुख्य तत्व है, 31 मार्च, 2021 से पहले होनी है। मुद्रास्फीति लक्ष्य और सहनशीलता बैंड का पुनर्मूल्यांकन, इस अध्याय की सबसे महत्वपूर्ण प्रेरणा है। 20 फरवरी, 2015 को आरबीआई और भारत सरकार (जीओआई) द्वारा हस्ताक्षरित मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क पर समझौते के तहत, यह निर्दिष्ट किया गया था कि: (ए) रिजर्व बैंक जनवरी 2016 तक मुद्रास्फीति को 6 प्रतिशत से नीचे लाने का लक्ष्य रखेगा; और (बी) कि 2016-17 और बाद के सभी वर्षों के लिए भारत के लिए मुद्रास्फीति लक्ष्य 4 प्रतिशत (+/-) 2 प्रतिशत के बैंड के साथ होगा। आरबीआई अधिनियम के बाद के संशोधन में, इस संस्थागत फ्रेमवर्क का समर्थन किया गया था। अधिनियम की धारा 45जेडए स्पष्ट रूप से निर्दिष्ट करती है कि "केंद्र सरकार, बैंक के परामर्श से, उपभोक्ता मूल्य सूचकांक के संदर्भ में हर पांच साल में एक बार मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारित करेगी। केंद्र सरकार, इस तरह के निर्णय पश्चात, आधिकारिक राजपत्र में मुद्रास्फीति लक्ष्य को अधिसूचित करेगी।" संशोधित आरबीआई अधिनियम के प्रावधानों को 27 जून, 2016 को भारत के राजपत्र में एक अधिसूचना के माध्यम से लागू किया गया था। अधिसूचना के प्रकाशन की तारीख से शुरू होने वाली और 31 मार्च, 2021 को समाप्त होने वाली अवधि के लिए वैध 5 अगस्त, 2016 को एक

राजपत्र अधिसूचना में मुद्रास्फीति लक्ष्य 4 प्रतिशत और निम्नतर और उच्चतर सहनशीलता बैंड क्रमशः 2 प्रतिशत और 6 प्रतिशत पर निर्धारित किए गए, इस प्रकार, मुद्रास्फीति लक्ष्य की समीक्षा इस राजपत्र अधिसूचना में अंतर्निहित है।

11.4 यह पहचानना महत्वपूर्ण है कि अगले पांच वर्षों के लिए एकल लक्ष्य/सहनशीलता बैंड निर्धारित करते समय, संरचनात्मक परिवर्तन जो भौतिक हो सकते हैं या अर्थव्यवस्था को प्रभावित करने वाले झटके के प्रकार का पूरी तरह से अनुमान लगाना मुश्किल है। इसलिए, मुद्रास्फीति लक्ष्य की व्यवस्था में बदलाव किए बिना, फ्रेमवर्क में लचीलापन बनाया जाना चाहिए, जिसे यह सुनिश्चित करना होगा कि भविष्य में आगे निवेश, बचत और खपत पर निर्णय लेने की सुविधा के लिए मुद्रास्फीति अपेक्षाएं मध्यम अवधि में मजबूती से टिकी हुई हैं। समय-समय पर लक्ष्य पर फिर से विचार करना महत्वपूर्ण है, भले ही कानून द्वारा समीक्षा की आवश्यकता न हो, क्योंकि अर्थव्यवस्था की अंतर्निहित संरचनात्मक विशेषताओं और मुद्रास्फीति की गतिकी को बदलने से लक्ष्य उपानुकूलतम हो सकता है।

11.5 इस अध्याय की एक अन्य प्रेरणा एफआईटी के दौरान वृद्धि में मंदी से उपजी है, जो कई पेचीदा अनुभवजन्य प्रश्न प्रस्तुत करती है। हमारे विचार में, भविष्य के लिए फ्रेमवर्क की उपयुक्तता को उचित ठहराने के लिए उन पर स्पष्टता आवश्यक है: (ए) क्या एफआईटी ने वृद्धि में मंदी में योगदान दिया? (बी) क्या भारत की वृद्धि गतिकी के लिए शुरू से ही एक उच्च मुद्रास्फीति लक्ष्य अधिक उपयुक्त होगा? और (ग) क्या वर्तमान मुद्रास्फीति लक्ष्य 5 ट्रिलियन अमेरिकी डॉलर की अर्थव्यवस्था प्राप्त करने के लक्ष्य के अनुरूप है?

11.6 तदनुसार, इस अध्याय को सात खंडों में व्यवस्थित किया गया है। खंड 2 आईटी देशों के अनुभवों और मौद्रिक नीति को तेजी से बदलती समष्टि-आर्थिक स्थितियों में प्रासंगिक बनाए रखने के लिए उनकी कार्यनीतियों की समीक्षा करता है। खंड 3 रुझान मुद्रास्फीति की अवधारणा का उपयोग करते हुए उपयुक्त मुद्रास्फीति लक्ष्य के निर्धारण पर केंद्रित है। खंड 4 तीन

अनुकूलन पहलुओं के आधार पर सहनशीलता बैंड का मूल्यांकन करता है: (ए) मुद्रास्फीति के रास्ते में पर खाद्य और ईंधन के आघात; (बी) मुद्रास्फीति प्रक्रिया का संरचनात्मक और सांख्यिकीय विश्लेषण; और (सी) विभिन्न समय क्षितिज पर प्रक्षेपण त्रुटियां। खंड 5 मुद्रास्फीति प्रक्रिया की अन्य विशेषताओं पर आधारित है - दृढ़ता और अपेक्षाएं। वृद्धि के उद्देश्य के साथ मुद्रास्फीति लक्ष्य की निरंतरता की जांच खंड 6 में की गई है। समापन खंड नीतिगत दृष्टिकोण निर्धारित करता है और मुद्रास्फीति लक्ष्य और अगले पांच वर्षों के लिए सहनशीलता बैंड की सिफारिश करता है।

2. देश का अनुभव

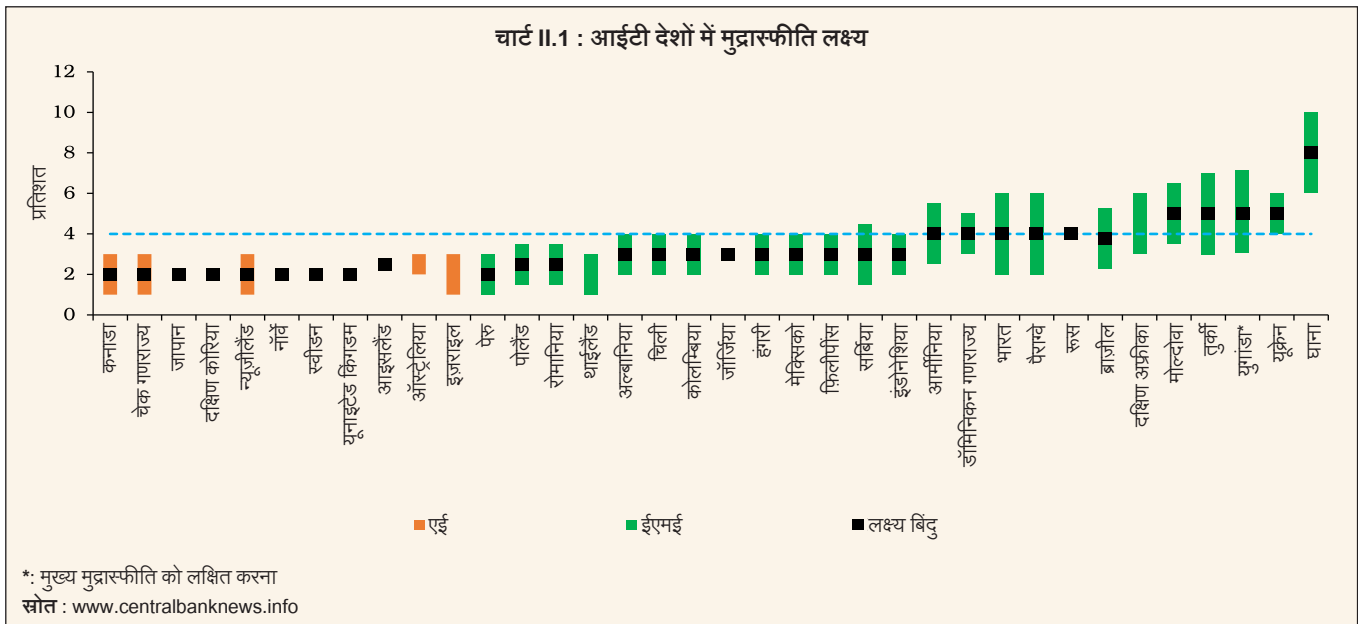
2.1 मुद्रास्फीति लक्ष्य

11.7 व्यवहार में आईटी पिछले तीन दशकों में कई परिवर्तनों से गुजरा है, जो अक्सर समय-समय पर समीक्षा द्वारा संचालित होता है, लेकिन 'करके सीखने' से अधिक होता है। इन परिवर्तनों को मुद्रास्फीति लक्ष्यों में संशोधन और नीति लिखतों की श्रेणी को कवर करने वाले परिचालन फ्रेमवर्क, विशिष्ट समष्टि-वित्तीय परिस्थितियों में उनकी विनियोजन और निर्णय लेने की प्रक्रिया में परिलक्षित किया गया है।

11.8 देश-विशिष्ट मुद्रास्फीति लक्ष्य समय के साथ स्थानीय परिस्थितियों की अत्यावश्यकताओं के जवाब में विकसित हुए हैं और वैश्विक समष्टि आर्थिक विकास के साथ बातचीत द्वारा अनुकूलित हैं। जबकि आई ने आम तौर पर 1-3 प्रतिशत की सीमा में मुद्रास्फीति लक्ष्य स्थापित किए हैं, ईएमई ने उच्च लक्ष्यों को अपनाया है, आमतौर पर उच्च मुद्रास्फीति इतिहास की पृष्ठभूमि के खिलाफ। ईएमई ने भी समय के साथ-साथ अपने मुद्रास्फीति लक्ष्यों को धीरे-धीरे कम किया है, जो हेडलाइन मुद्रास्फीति और अपेक्षाओं को स्थिर करने में प्राप्त सफलता पर आधारित है। कई ईएमई ने विदेशी मुद्रा हस्तक्षेपों के साथ मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण फ्रेमवर्क से सफलतापूर्वक संबंध बनाया है, जिससे आईटी परंपरा के भीतर असंभव त्रिमूर्ति के मध्यवर्ती समाधान की तलाश में नवाचार किया जा रहा है।

11.9 मोटे तौर पर, देशों ने तीन प्रकार के लक्ष्य अपनाए हैं, अर्थात् बिंदु लक्ष्य; सहनशीलता बैंड के साथ बिंदु लक्ष्य; और सीमा लक्ष्य (चार्ट 11.1)। कई केंद्रीय बैंकों ने मुद्रास्फीति की बदलती गतिकी के जवाब में लक्ष्य के प्रकार को भी बदल दिया है, और विशेष रूप से मुद्रास्फीति प्रक्षेपवक्र के झटके की प्रकृति और आकार के जवाब में। अधिकांश आईटी-प्रेक्टिसिंग ईएमई ने

चार्ट 11.1 : आईटी देशों में मुद्रास्फीति लक्ष्य

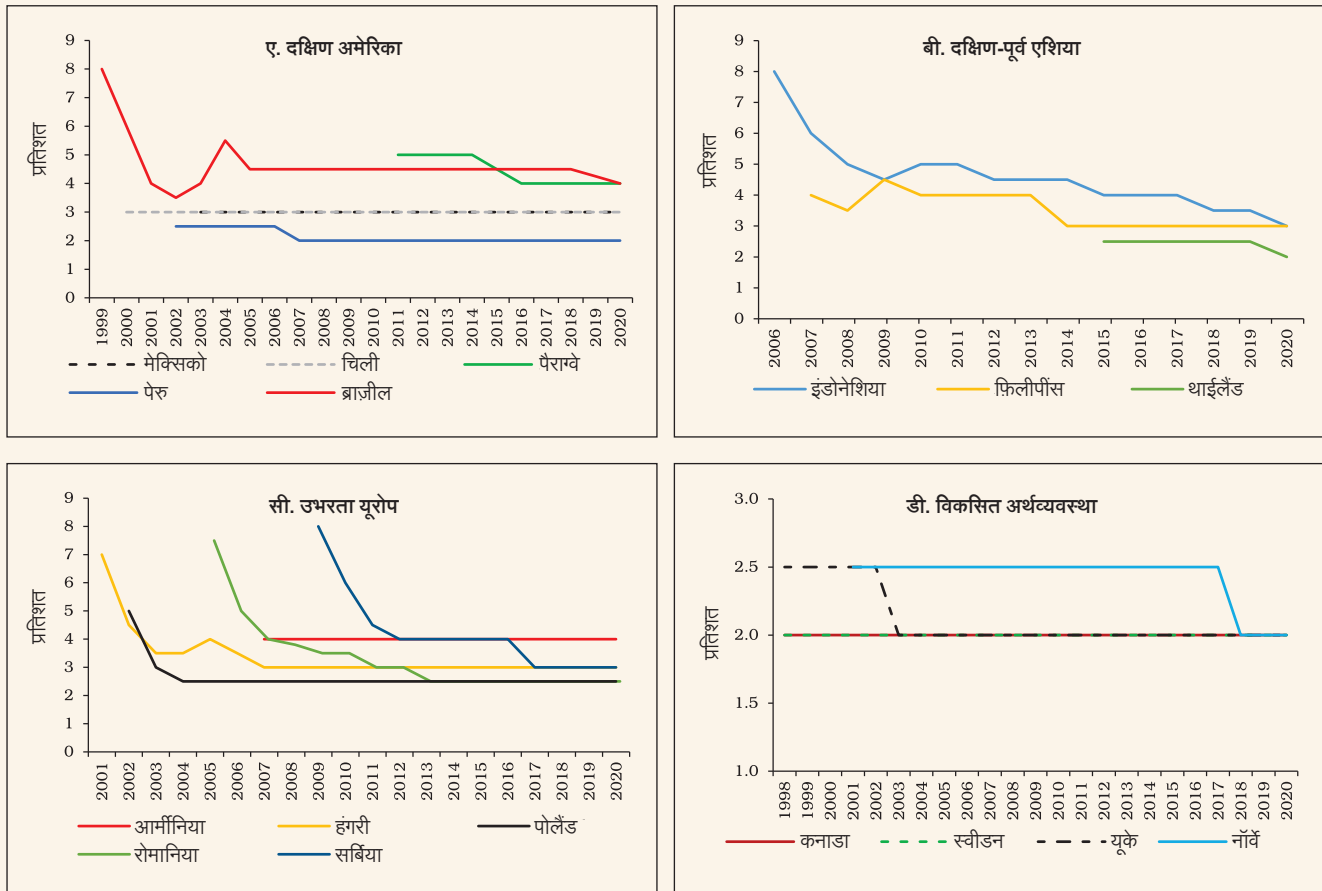


सहनशीलता बैंड के साथ लक्ष्य बिन्दु को अपनाया है, अधिकांश एई के विपरीत जिन्होंने संकीर्ण/नहीं सहनशीलता बैंड के साथ 2 प्रतिशत के मुद्रास्फीति लक्ष्य को प्राथमिकता दी है।

II.10 जैसा कि पहले कहा गया है, उभरती अर्थव्यवस्थाओं ने धीरे-धीरे दक्षिण अमेरिका और दक्षिण-पूर्व एशिया में अपने मुद्रास्फीति लक्ष्यों को 2-4 प्रतिशत की सीमा तक कम कर दिया है (चार्ट II.2ए और बी)। केवल ब्राजील में, घरेलू अशांति और 9/11 के झटके के जवाब में तेज विनिमय दर मूल्यहास को कम करने के लिए 2003 में मुद्रास्फीति लक्ष्य बढ़ाया गया था। लक्ष्य में यह वृद्धि अल्पकालिक थी और 2004 के बाद इसे फिर से घटा दिया गया।

II.11 पूर्वी यूरोपीय देशों ने भी 2.5-4.0 प्रतिशत की सीमा में अभिसरण करने के लिए अपने लक्ष्यों को उत्तरोत्तर कम किया है (चार्ट II.2सी)। जबकि एई में मुद्रास्फीति लक्ष्य पिछले दो दशकों में अपेक्षाकृत स्थिर रहे हैं (चार्ट II.2डी), नॉर्वे ने जानबूझकर 2001 में अन्य प्रमुख यूरोपीय अर्थव्यवस्थाओं से ऊपर अपना लक्ष्य निर्धारित किया, जब उसे एक ऐसी अवधि का सामना करना पड़ा जिसके दौरान अर्थव्यवस्था में पर्याप्त तेल राजस्व को चरणबद्ध किया जाना था। नॉर्वे ने 2018 में अपने मुद्रास्फीति लक्ष्य को 2.5 प्रतिशत से घटाकर 2.0 प्रतिशत कर दिया, क्योंकि तेल राजस्व से देश का उदार खर्च निहित था, जिससे कीमतों पर दबाव कम हो गया था।

चार्ट II.2 : मुद्रास्फीति लक्ष्यों का उद्भव



टिप्पणी : मुद्रास्फीति लक्ष्य सीमा वाले देशों के लिए मध्य-बिंदु लिए गए हैं।
 स्रोत : सीईआईसी डाटाबेस; संबंधित केंद्रीय बैंकों की वेबसाइट।

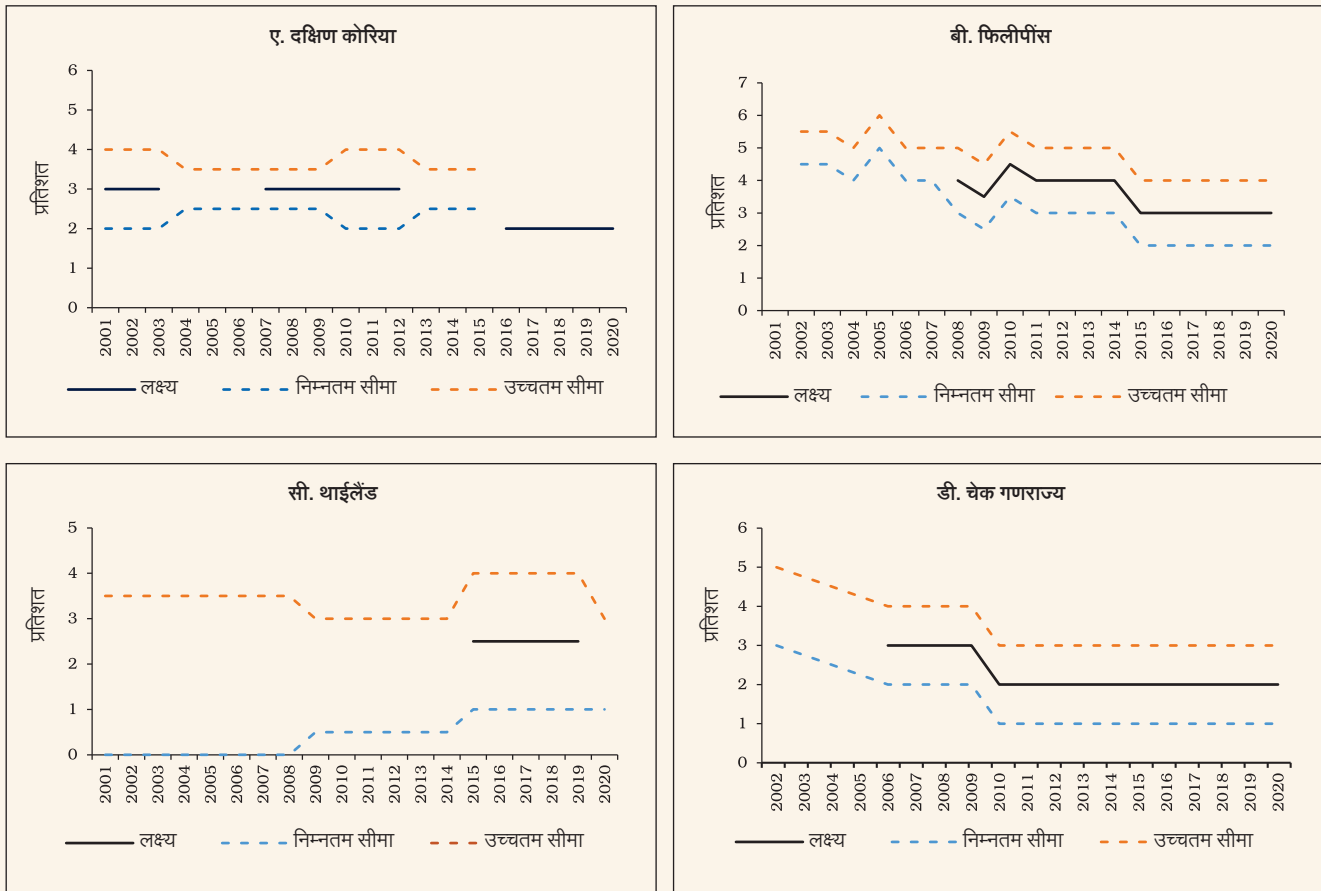
II.12 कई देशों ने काफी नियमित रूप से समीक्षा की है और लक्ष्य के दोनों स्तरों और उनके सहनशीलता बैंड की चौड़ाई को बदल दिया है। उदाहरण के तौर पर, दक्षिण कोरिया, जिसने 1998 में आईटी को अपनाया था, 2004 में एक सहनशीलता बैंड के साथ एक बिंदु लक्ष्य से एक संकीर्ण सीमा लक्ष्य में स्थानांतरित हो गया (चार्ट II.3ए)। 2007 में, बैंक ऑफ कोरिया (बीओके) मुख्य मुद्रास्फीति को लक्षित करने से हेडलाइन मुद्रास्फीति तक चला गया, और उतार-चढ़ाव बैंड (3.0 +/- 0.5 प्रतिशत अंक) के साथ एक बिंदु लक्ष्य भी अपनाया। 2010-12 की अवधि के लिए 3.0 प्रतिशत के लक्ष्य को बनाए रखते हुए, उच्च मुद्रास्फीति अस्थिरता के बीच सहनशीलता बैंड को +/- 1 प्रतिशत अंक तक बढ़ा दिया गया था। इसके बाद, यह एक संकीर्ण लक्ष्य बैंड में वापस स्थानांतरित हो गया और 2016 में, इसने बिना किसी सहशीलता बैंड के मुद्रास्फीति लक्ष्य को 2.0

प्रतिशत तक कम कर दिया (सिज़कोविक- पेकटा एवं अन्य 2019)।

II.13 दक्षिण-पूर्व एशियाई देशों में, एक व्यापक लक्ष्य बैंड का उद्देश्य परिचालक मुद्रास्फीति को नियंत्रित करने में लचीलापन प्रदान करना है। बैंगको सेंट्रल एनजी पिलिपिनास (बीएसपी) 2008 से शुरू होने वाले ± 1 प्रतिशत बिंदु के सहनशीलता अंतराल के साथ एक सीमा लक्ष्य से एक बिंदु लक्ष्य में स्थानांतरित हो गया (चार्ट II.3 बी), जिसने लक्ष्य बैंड (बीएसपी, 2019) को प्रभावी ढंग से चौड़ा किया।

II.14 थाईलैंड ने वर्ष 2000 में लक्ष्य के रूप में मुख्य मुद्रास्फीति के साथ आईटी को अपनाया। थाईलैंड ने 2009 में मूल मुद्रास्फीति के लक्ष्य सीमा को 0-3.5 प्रतिशत से घटाकर 0.5-3.0 प्रतिशत कर दिया (चार्ट II.3सी)। अवस्फीति की संभावना

चार्ट II.3 : मुद्रास्फीति लक्ष्य और सहनशीलता बैंड में परिवर्तन



स्रोत : संबंधित केंद्रीय बैंकों की वेबसाइटें।

को कम करने के लिए लक्ष्य सीमा के निचले स्तर को 0.5 प्रतिशत अंक ऊपर की ओर समायोजित किया गया था। 2015 में, लक्ष्य को ± 1.5 प्रतिशत के सहनशीलता बैंड के साथ 2.5 प्रतिशत की हेडलाइन मुद्रास्फीति में स्थानांतरित कर दिया गया था, जिसे बाद में 2020 के लिए 1.0-3.0 प्रतिशत की सीमा में बदल दिया गया था, जो कि हेडलाइन मुद्रास्फीति से प्रमुख मुद्रास्फीति के विचलन की लंबी अवधि से प्रेरित था। अनुवर्ती की पसंद को इस तथ्य से भी अनुकूलित किया गया था कि यह बेहतर जीवन यापन की लागत में परिवर्तन को दर्शाता है और इसका उपयोग घरों द्वारा खपत और बचत निर्णयों के लिए और व्यवसायों द्वारा निवेश और मूल्य निर्धारण निर्णयों के लिए एक संदर्भ के रूप में किया जाता था। एक सीमा से एक बिंदु लक्ष्य पर आने का उद्देश्य जनता को मूल्य स्थिरता बनाए रखने के लिए मौद्रिक नीति की प्रतिबद्धता के बारे में एक स्पष्ट संकेत देना था, जिससे जनता की दीर्घकालिक मुद्रास्फीति अपेक्षाओं को मजबूत करने में इसकी प्रभावशीलता बढ़ाने में मदद मिलनी चाहिए। अस्थिर और अनिश्चित वैश्विक आर्थिक स्थितियों के बीच अधिक मौद्रिक नीति लचीलापन प्रदान करने के उद्देश्य से 2020 में सीमा लक्ष्य को फिर से अपनाया गया। चेक गणराज्य एक सीमा लक्ष्य से एक बिंदु लक्ष्य में स्थानांतरित हो गया, और धीरे-धीरे अपने लक्ष्य को कम कर दिया (चार्ट II.3डी)।

2.2 सहनशीलता बैंड

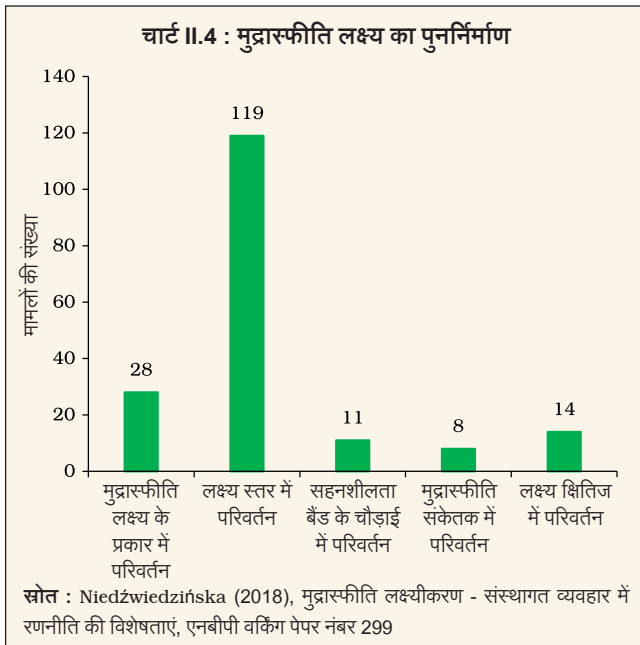
II.15 अधिकांश उभरती अर्थव्यवस्थाओं के पास उनके अनिवार्य मुद्रास्फीति लक्ष्यों के आसपास एक सहनशीलता बैंड है, उनकी प्रेरणा औपचारिक रूप से उनके नीतिगत फ्रेमवर्क में लचीलेपन को शामिल करने की है (सारणी II.1)। अत्यधिक, वरीयता सममित सहनशीलता बैंड के लिए है - लक्ष्य से दोनों दिशाओं के लिए विचलन में एक ही तरह से व्यवहार किया जाता है। बैंड की चौड़ाई पर, ± 1 प्रतिशत हावी है, हालांकि कुछ देशों में व्यापक बैंड भी हैं। मुख्य बिन्दु से अलग रहने वाले भी कुछ हैं- जबकि जॉर्जिया और रूस के पास बिना किसी सहनशीलता बैंड के बिंदु लक्ष्य हैं, जमैका, दक्षिण अफ्रीका, थाईलैंड और उरुग्वे के पास लक्ष्य के रूप में बैंड है।

II.16 कई ईएमई में, खाद्य सीपीआई का एक बड़ा घटक है - औसतन लगभग 32 प्रतिशत - ईई औसत की तुलना में लगभग 19 प्रतिशत (सारणी II.1)। यह पूर्ववर्ती को झटके की आपूर्ति के लिए प्रवण करता है। उनका अनुभव यह भी बताता है कि सीपीआई में उच्च खाद्य हिस्सेदारी अपेक्षाकृत उच्च मुद्रास्फीति लक्ष्यों और व्यापक सहनशीलता बैंड से जुड़ी है। मुद्रास्फीति

सारणी II.1: मुद्रास्फीति लक्ष्य और ईएमई के लिए सहनशीलता बैंड

सीपीआई में खाद्य के अधिक हिस्से के साथ ईएमई					सीपीआई में खाद्य के कम हिस्से के साथ ईएमई				
क्र. सं.	ईएमई	सीपीआई में खाद्य का हिस्सा (प्रतिशत)	मुद्रास्फीति लक्ष्य (प्रतिशत)	सहनशीलता बैंड (प्रतिशत)	क्र. सं.	ईएमई	सीपीआई में खाद्य का हिस्सा (प्रतिशत)	मुद्रास्फीति लक्ष्य (प्रतिशत)	सहनशीलता बैंड (प्रतिशत)
1	भारत	45.9	4.0	± 2.0	13	युगांडा	28.5	5.0	± 2.0
2	यूक्रेन	45.0	5.0	± 1.0	14	पैराग्वे	26.9	4.0	± 2.0
3	घाना	43.9	8.0	± 2.0	15	उरुग्वे	26.0	3.0 - 7.0	
4	फिलिपींस	38.3	3.0	± 1.0	16	मेक्सिको	25.8	3.0	± 1.0
5	जमैका	37.5	4.0-6.0		17	पोलैंड	25.2	2.5	± 1.0
6	अल्बानिया	37.3	3.0	± 1.0	18	पेरू	25.1	2.0	± 1.0
7	थाईलैंड	36.1	1.0 - 3.0		19	इंडोनेशिया	25.0	3.0	± 1.0
8	मिस्र	32.7	7.0	± 2.0	20	डॉमिनिकन गणराज्य	23.8	4.0	± 1.0
9	सर्बिया	31.2	3.0	± 1.5	21	तुर्कस्तान	22.8	5.0	± 2.0
10	जॉर्जिया	31.0	3.0		22	हंगरी	21.5	3.0	± 1.0
11	रूस	31.0	4.0		23	चिली	19.3	3.0	± 1.0
12	ब्राजील	31.0	3.75	± 1.5	24	दक्षिण अफ्रीका	17.2	3.0 - 6.0	
					25	कोलंबिया	15.1	3.0	± 1.0

स्रोत: www.centralbanknews.info और आईएमएफ।



लक्ष्य के विपरीत, देशों के लिए अपने सहनशीलता बैंड को बदलना या संशोधित करना बहुत आसान नहीं है (चार्ट II.4)।

II.17 वर्तमान में, सहनशीलता बैंड के अलावा, केवल दो देशों, चेक गणराज्य और रोमानिया के पास उनके मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण फ्रेमवर्क में मोचन खंड शामिल हैं। संयोग से, दोनों देशों के पास उनके वित्तीय उत्तरदायित्व और बजट प्रबंधन (एफआरबीएम) फ्रेमवर्क में मोचन खंड भी शामिल है।

3. मुद्रास्फीति लक्ष्य

II.18 रुझान मुद्रास्फीति स्थायी या अंतर्निहित घटक है मुद्रास्फीति की, जिसमें वास्तविक मुद्रास्फीति एक आघात के बाद परिवर्तित हो जाती है। वैकल्पिक रूप से स्थिर अवस्था वाली मुद्रास्फीति (अस्करी और सोरडोन, 2014) के रूप में जाना जाता है, यह उत्पादन के संभावित स्तर, बेरोजगारी की मूल दर और ब्याज की मूल दर के अनुरूप है। नतीजतन, यह मुद्रास्फीति लक्ष्य के उचित स्तर का आकलन करने में मौद्रिक नीति प्राधिकरणों के लिए एक मूल्यवान मार्गदर्शक के रूप में कार्य करता है। रुझान से बहुत नीचे निर्धारित लक्ष्य अर्थव्यवस्था में एक अवस्फीति पूर्वाग्रह पैदा कर सकता है, जबकि रुझान स्तर से ऊपर निर्धारित लक्ष्य मौद्रिक नीति को बहुत अधिक विस्तार

और मुद्रास्फीति के आघात के लिए प्रवण करता है (बेहरा और पात्र, 2020)। दरअसल, एक प्रभावशाली दृष्टिकोण है कि रुझान से ऊपर लक्ष्य निर्धारित करने से मुद्रास्फीति और इसकी अस्थिरता बढ़ सकती है, लंबी अवधि की योजनाओं को शुरू करने और निष्पादित करने के लिए फर्मों और हाउसहोल्ड के विश्वास को कम कर सकता है, केंद्रीय बैंक की विश्वसनीयता को बर्बाद कर सकता है, मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं को अस्थिर कर सकता है और आस्त बाजारों में जोखिम के प्रीमियम को बढ़ा सकता है (बर्नाके, 2010)। परिणामस्वरूप, समष्टिआर्थिक चरों पर आघातों का प्रभाव अधिक स्थायी हो सकता है (अस्करी और सोर्डोन, 2014)। इष्टतम दृष्टिकोण मुद्रास्फीति लक्ष्य को रुझान मुद्रास्फीति के साथ निकट संरेखण में निर्धारित करना है (तुलसी एवं अन्य 2021)।

II.19 रुझान मुद्रास्फीति, तथापि, अवलोकनीय नहीं है और इसलिए एक अनुभवजन्य मुद्दा है, सटीकता को सुरक्षित करने के लिए पद्धति और नमूना अवधि के सावधानीपूर्वक चयन के लिए सावधान है यदि इसे मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारित करने के लिए मात्रिक के रूप में काम करना है, विशेष रूप से बहुत अधिक मूल्य की नीतिगत त्रुटियों से बचने के लिए। इन विकल्पों को व्यवस्था परिवर्तन और मुद्रास्फीति प्रक्रिया के अंतर्गत आने वाले संरचनात्मक बदलावों के प्रति संवेदनशील होना होगा। पहला, मुद्रास्फीति और आर्थिक वृद्धि के बीच संबंध गैर-रैखिक है (फिलिप्स, 1958; ओकुन, 1962); इसलिए, रुझान मुद्रास्फीति को मापने के लिए किसी भी रैखिक दृष्टिकोण का उपयोग सटीक अनुमान दे सकता है। दूसरा, छिटपुट आपूर्ति आघातों की घटना ने कोलाहल करके रुझान मुद्रास्फीति के मापन को और जटिल बना दिया है। मुद्रास्फीति रुझान का अनुमान लगाने में मुद्रास्फीति के आंकड़ों में विरूपणयोग्य प्रभाव को हटा दिया जाता है लेकिन विरूपणयोग्य प्रभाव के कई स्रोत हैं और इस प्रभाव की प्रकृति समय के साथ बदल सकती है। इस प्रकार, यह एक संकेत निष्कर्षण समस्या का प्रतीक है (स्टॉक और वाटसन, 2016)। तीसरा, रुझान की समय के साथ बदलती प्रकृति अनुमान को

और भी चुनौतीपूर्ण बनाती है क्योंकि मुद्रास्फीति के स्रोतों को अलग करना मुश्किल है जो अस्थायी हैं³

11.20 रुझान मुद्रास्फीति के आकलन का सबसे लोकप्रिय तरीका अनदेखे घटक प्रसंभाव्य अस्थिरता (यूसीएसवी) मॉडल है (स्टॉक एंड वॉटसन, 2007)⁴। हेडलाइन सीपीआई (वर्ष-दर-वर्ष) पर मासिक डेटा पर अनदेखे घटकों के मॉडल के विभिन्न प्रकारों का उपयोग करते हुए⁵, एफआईटी अवधि के लिए रुझान मुद्रास्फीति अनुमान 3.8 - 4.3 प्रतिशत की सीमा में प्राप्त किए जाते हैं (चार्ट 11.5 और सारणी 11.2)।

11.21 रुझान मुद्रास्फीति का अनुमान बहुचर दृष्टिकोणों के माध्यम से भी लगाया जा सकता है जो भारतीय मामले में विभिन्न मुद्रास्फीति उपायों जैसे कि हेडलाइन सीपीआई मुद्रास्फीति, डब्ल्यूपीआई मुद्रास्फीति और जीडीपी अस्फीतिकारक के अनुप्रस्थ काट और समय श्रृंखला गुणों को जोड़ती है लेकिन

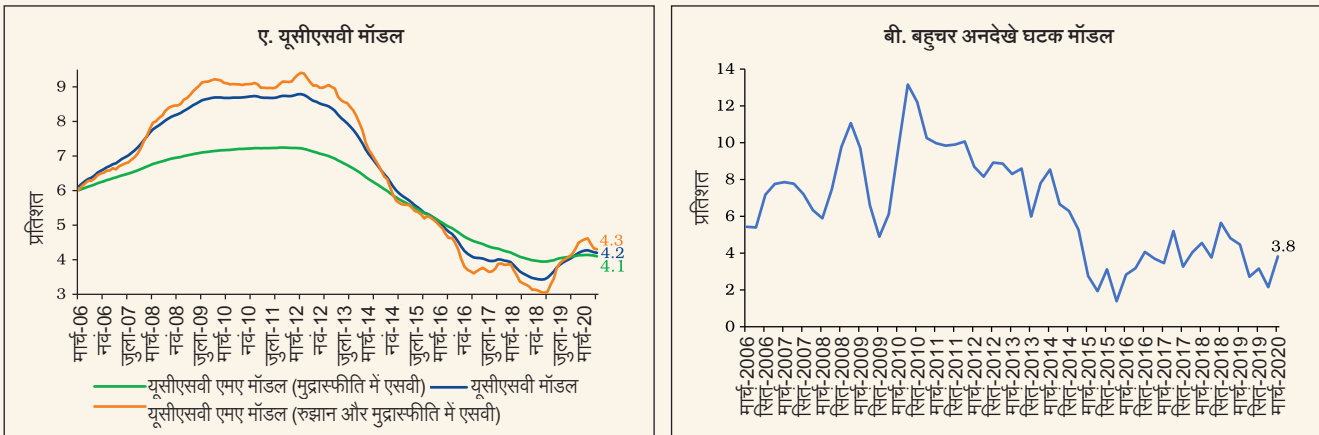
सारणी 11.2: भारत का रुझान मुद्रास्फीति अनुमान

मॉडल	2020 के लिए अनुमान: ति1
यूसीएसवी	4.2
यूसीएसवी-एमए (मुद्रास्फीति में प्रसंभाव्य अस्थिरता)	4.1
यूसीएसवी-एमए (मुद्रास्फीति और रुझान में प्रसंभाव्य अस्थिरता)	4.3
बहुचर अनदेखे घटक मॉडल	3.8
प्रवृत्ति स्विचिंग (केवल मुद्रास्फीति के साथ)	4.2
प्रवृत्ति स्विचिंग (एनकेपीसी के साथ)	4.1 - 4.3

स्रोत: आरबीआई स्टाफ का अनुमान।

यूसीएसवी मॉडल के अद्वितीय गुणों को संरक्षित करती है। अंतर्निहित धारणा यह है कि विभिन्न संकेतकों द्वारा मापी गई मुद्रास्फीति एक ही रुझान में परिवर्तित हो जाती है। बहुचर दृष्टिकोण जिन प्रश्नों को संबोधित करना चाहते हैं वे हैं: क्या विभिन्न मुद्रास्फीति उपायों का उपयोग करके सुधार होगा? क्या

चार्ट 11.5 : रुझान मुद्रास्फीति का आकलन



यूसीएसवी: अनदेखे घटक प्रसंभाव्य अस्थिरता
 यूसीएसवी एमए: अनदेखे घटक प्रसंभाव्य अस्थिरता गति औसत
 स्रोत: आरबीआई स्टाफ का अनुमान।

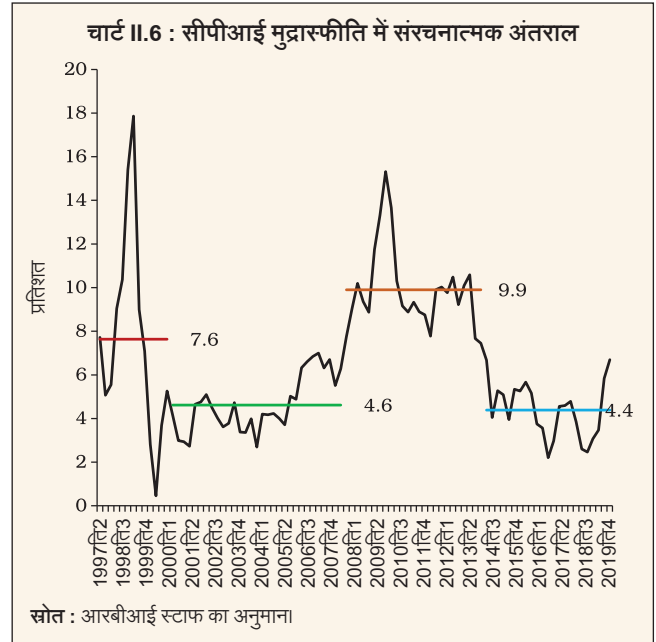
- साहित्य में रुझान मुद्रास्फीति को मापने के लिए कई तरीके अपनाए जा रहे हैं, जिन्हें चार व्यापक श्रेणियों में बांटा जा सकता है, जैसे: (ए) दृष्टिकोण जो रुझान मुद्रास्फीति को आर्थिक कारकों के लंबे समय तक चलने वाले पूर्वानुमान के रूप में परिभाषित करते हैं और सर्वेक्षण से प्राप्त अपेक्षाओं का उपयोग करके रुझान का अनुमान और वित्तीय आस्तिकी की कीमतों का पता लगाते हैं; (बी) गैर-रैखिक या समय-भिन्न विनिर्देशों (उदा., यूसीएसवी) सहित एकचर मॉडल; (सी) मुद्रास्फीति और अन्य समष्टि आर्थिक चर (जैसे टीवीपी-वीएआर) के बीच संबंधों पर आधारित बहुचर मॉडल और रुझान के रूप में सामान्य घटक निकालने के लिए मुद्रास्फीति के विभिन्न उपायों को अपनाने वाले दृष्टिकोण (उदाहरण के लिए, बहुचर अनदेखे घटक प्रसंभाव्य अस्थिरता मॉडल; और (डी) फिलिप्स वक्र का उपयोग करने वाले मॉडल। मुद्रास्फीति के रुझान का अनुमान लगाने के लिए विभिन्न तरीकों के सर्वेक्षण के लिए बेहरा और पात्र (2020) और क्लार्क और दोह (2014) देखें।
- यूसीएसवी मॉडल राज्य क्षेत्र मॉडल के प्रकार हैं जो एक साथ समय-भिन्न माध्य, अस्थिरता समूहीकरण, उच्च क्षण स्वसहसंबंध, और भारी घनत्व जैसी सुविधाओं का पता लगा सकते हैं।
- मार्च 1981 से मार्च 2020 तक की समय श्रृंखला।

निहित भार समय के साथ विकसित होते हैं, या वे स्थिर हैं? क्या इन रुझान मुद्रास्फीति उपायों से यूसीएसवी अनुमानों में सुधार होता है? यहां अनुमानित बहुचर अनदेखे घटक मॉडल सामान्य और सूचकांक विशिष्ट घटकों में सामान्य लगातार और अस्थायी कारकों और समय-भिन्न कारक भरण की अनुमति देता है। समय-भिन्न कारक भरण उपायों में सह-गतिविधि में बदलाव की अनुमति देता है, जैसे ऊर्जा मूल्य में कमी का प्रभाव अंतरण अन्य कीमतों में भी होता है। पद्धति की एक ताकत यह है कि परिणामी अनुमान घटक श्रृंखला की दृढ़ता में बदलाव के लिए समायोजित होते हैं (स्टॉक और वाटसन, 2016)। 1981:ति2 से 2020:ति2 की अवधि के लिए डेटा का उपयोग करते हुए इस बहुचर दृष्टिकोण से प्राप्त अनुमानित औसत रुझान मुद्रास्फीति एफआईटी अवधि के दौरान 3.9 प्रतिशत तक काम करती है (चार्ट II.5)।

II.22 विभिन्न मुद्रास्फीति उपायों से जानकारी लाकर बहुचर मॉडल यूसीएसवी मॉडल में सुधार करता है। जैसा कि साहित्य में उल्लेख किया गया है, हालांकि, अनुमान की सटीकता में सुधार, विशेष रूप से पूर्वानुमान में गणना के बोझ के सापेक्ष छोटे हैं।

II.23 बाई-पेरॉन स्ट्रक्चरल ब्रेक टेस्ट⁶ भारत की मुद्रास्फीति श्रृंखला में चार संरचनात्मक ब्रेक⁷ की पहचान करता है, 2014 की तीसरी तिमाही में अंतिम संरचनात्मक ब्रेक बिंदु के साथ भारत में एफआईटी को वास्तविक रूप से अपनाने के साथ मेल खाता है (चार्ट II.6)।

II.24 अनुभवजन्य साहित्य में हाल ही में एक पहलू ने फिलिप्स वक्र में सन्निहित बाहरी समष्टिआर्थिक स्थितियों से प्रभावित होकर इसे प्रतिरूपण करके रुझान मुद्रास्फीति का अनुमान



लगाने की मांग की है। सैद्धांतिक साहित्य में विशुद्ध रूप से अग्रगामी एनकेपीसी की वकालत करने के बजाय, एक हाइब्रिड फिलिप्स वक्र को प्राथमिकता दी जाती है। हाल के एक प्रयास में, मौद्रिक नीति में व्यवस्था परिवर्तन को मार्कोव चेन मॉटे कार्लो (एमसीएमसी) प्रक्रिया (बेहरा और पात्र, 2020) के माध्यम से फिलिप्स वक्र में पेश किया गया है। इस मॉडल से अनुमान है कि भारत में मुद्रास्फीति का रुझान 4.1-4.3 प्रतिशत है (बॉक्स II.1)।

II.25 इन वैकल्पिक अनुमानों के आधार पर, 2014 के बाद से रुझान मुद्रास्फीति में गिरावट और खंड 5 में दिखाए गए मुद्रास्फीति की स्थिरता में गिरावट से संकेत मिलता है कि भारत

6 बाई-पेरॉन परीक्षण में शून्य परिकल्पना कोई संरचनात्मक विराम बनाम अनेक अज्ञात संख्या में विराम बिंदु नहीं है।
7

बाई-पेरॉन स्ट्रक्चरल ब्रेक टेस्ट		
अवधि	अवरोधन गुणांक	टी-स्टैट
1997:ति2 - 2000:ति2	7.64***	12.11
2000:ति3 - 2008:ति1	4.62***	11.31
2008:ति2 - 2014:ति2	9.90***	21.77
2014:ति3 - 2020:ति1	4.39***	9.25
आर ²	0.53	

***: 1 प्रतिशत से कम के स्तर पर महत्वपूर्ण।

बॉक्स II.1 भारत में रुझान मुद्रास्फीति

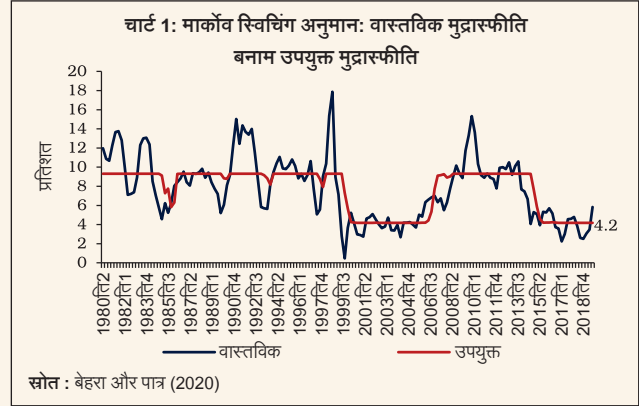
रुझान मुद्रास्फीति को नए कीनेसियन मॉडल का एक प्रमुख मूलभूत खंड माना जाता है जो दुनिया भर में आधुनिक केंद्रीय बैंकों के मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क के मूल में है। रुझान मुद्रास्फीति को मापना अनिवार्य रूप से एक अनुभवजन्य मुद्दा है, जिसमें संरचनात्मक बदलाव सहित रुझान मुद्रास्फीति की समय-भिन्न गतिकी की मॉडलिंग में सटीकता पर ध्यान दिया जा रहा है। सैद्धांतिक साहित्य में, मानक दृष्टिकोण स्थिर अवस्था में शून्य रुझान मुद्रास्फीति को मानने का रहा है। अनुभवजन्य साहित्य में, हालांकि, एक गैर-शून्य रुझान मुद्रास्फीति को प्राथमिकता दी जाती है और डेटा से रुझान मुद्रास्फीति का अनुमान लगाने के लिए विभिन्न प्रकार के मॉडल उपलब्ध हैं। मुद्रास्फीति अपेक्षाओं पर सर्वेक्षण-आधारित डेटा का उपयोग किया गया है, लेकिन मुद्रास्फीति के रुझान के अनुमान सर्वेक्षण प्रतिक्रियाओं में विभिन्न पूर्वाग्रहों से ग्रस्त हैं। सर्वेक्षण-आधारित दृष्टिकोणों में एक मॉडल की कई सकारात्मक विशेषताओं का भी अभाव होता है जैसे कि रुझान मुद्रास्फीति के निर्धारकों का पता लगाना और जरूरत पड़ने पर पूर्वानुमान प्राप्त करना। रुझान मुद्रास्फीति को पिछली अवधि की मुद्रास्फीति दर से भी मापा गया है; एक रैन्डम वॉक के रूप में; सीमा के अधीन एक रैन्डम वॉक; और एक चरघातांकी रूप से सुचारु रुझान के रूप में। रुझान मुद्रास्फीति का आकलन करने के लिए वर्कहॉर्स मॉडल, और यकीनन सबसे लोकप्रिय, अनदेखे घटक प्रसंभाव्य अस्थिरता (यूसीएसवी) मॉडल के साथ अनदेखे घटक रहे हैं। रुझान को एक रैन्डम वॉक⁸ प्रक्रिया के रूप में परिभाषित किया जाता है, जबकि मुद्रास्फीति अंतराल प्रसंभाव्य अस्थिरता की एक अलग प्रक्रिया द्वारा नियंत्रित होती है, यानी, इसमें कोई दृढ़ता नहीं होती है।

यूसीएसवी मॉडल के विस्तार में एक तथाकथित 'बहुचर' दृष्टिकोण शामिल है जिसे बहुचर प्रसंभाव्य अस्थिरता मॉडल के रूप में नामित किया गया है, जिसमें भारत के लिए पूर्वगामी अनुमान लगाया गया है।

मुद्रास्फीति की गतिकी में बदलाव की उपस्थिति में भारत में रुझान मुद्रास्फीति को मापने के उद्देश्य से, एक हाइब्रिड न्यू केनेसियन फिलिप्स कर्व (एनकेपीसी) का अनुमान 1981: ति 2 से 2020: ति 1 की अवधि के तिमाही आंकड़ों पर लगाया गया है जिसमें वर्तमान मुद्रास्फीति पिछड़ी मुद्रास्फीति पर निर्भर करती है मुद्रास्फीति प्रक्रिया के ऐतिहासिक आंतरिक व्यवहार का पता लगाने के लिए, रुझान मुद्रास्फीति अपेक्षाओं में दृढ़ता को दर्शाने के लिए समसामयिक उत्पादन अंतराल मौद्रिक नीति की स्थापना के लिए प्रासंगिक बाहरी समष्टिआर्थिक स्थितियों को दर्शाने के लिए। हाइब्रिड एनकेपीसी निम्नानुसार निर्दिष्ट है:

$$\pi_t = \sum_{i=1}^m \alpha_i \pi_{t-i} + \left(1 - \sum_{i=1}^m \alpha_i\right) \mu_t + \beta_t x_t + \varepsilon_t$$

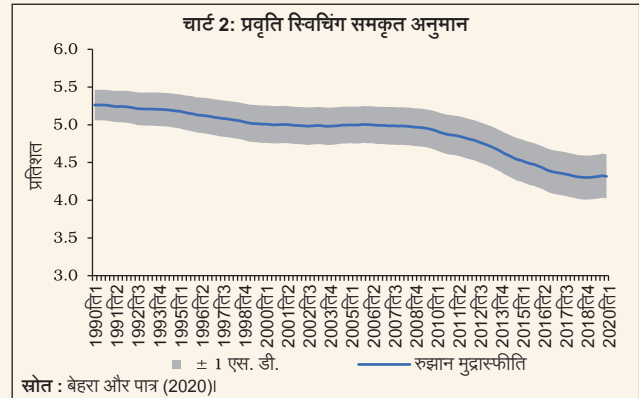
जबकि $\varepsilon_t \sim N(0, \sigma_\varepsilon^2)$; $t = 1, 2, \dots, T$; π_t मुद्रास्फीति की दर है; μ_t रुझान मुद्रास्फीति है; x_t उत्पादन अंतराल है; β_t उत्पादन अंतराल पर गुणांक है और फिलिप्स वक्र को दर्शाता है जो समय-भिन्न है; और ε_t



वृष्टि शब्द है। मुद्रास्फीति की शर्तों पर सभी गुणांक का योग $\sum_{i=1}^m \alpha_i \leq 1$ जो दर्शाता है। स्थिर अवस्था जिसमें फिलिप्स वक्र लंबे समय में ऊर्ध्वाधर होता है और उत्पादन अंतराल शून्य है।

प्रवृत्ति के पूर्व-विनिर्देश के साथ एनकेपीसी मॉडल का अनुमान लगाने से पहले, एक अज्ञात प्रवृत्ति के साथ मार्कोव स्वचिंग प्रतिगमन का अनुमान लगाया जाता है वर्तमान मुद्रास्फीति प्रवृत्ति को समझने के लिए। परिणाम भारत के हाल के दो मुद्रास्फीति इतिहास की प्रवृत्ति का संकेत देते हैं—2007-2014 के दौरान 9.4 प्रतिशत की उच्च मुद्रास्फीति प्रवृत्ति और 2015 से 4.0 प्रतिशत की निम्न मुद्रास्फीति प्रवृत्ति (चार्ट 1)। मौजूदा प्रवृत्ति में रुझान मुद्रास्फीति के संभाव्यता भारित अनुमान 4.2 प्रतिशत हैं। 2020 की पहली तिमाही में रुझान मुद्रास्फीति का वास्तविक समय अनुमान 4.1 प्रतिशत है।

रुझान मुद्रास्फीति का समकृत संभाव्यता भारित अनुमान 2009 से लगातार कम होकर 2020 की पहली तिमाही में 4.3 प्रतिशत पर पहुँच गया (चार्ट 2)।



(जारी)

8 रैंडम वॉक किसी भी प्रक्रिया को संदर्भित करता है जिसमें कोई प्रेक्षण योग्य पैटर्न या प्रवृत्ति नहीं होती है, अर्थात्, जहां किसी वस्तु की गति, या एक निश्चित चर द्वारा लिए गए मान पूरी तरह से रैंडम होते हैं। एक रैंडम वॉक का सबसे अच्छा उदाहरण एक शराबी व्यक्ति का है जो शनिवार की रात को मधुशाला से घर जा रहा है।

इसलिए, भारत के लिए रुझान मुद्रास्फीति का अनुमान 4.1-4.3 प्रतिशत है।

2014 के बाद से रुझान मुद्रास्फीति में गिरावट फिलिप्स वक्र के कम होने के साथ संयोग है। इसका आधार है(ए) मुद्रास्फीति की निरंतरता में गिरावट, यह दर्शाता है कि भारत में हाउसहोल्ड और व्यवसाय पहले की तुलना में आगे की ओर देखने वाले होते जा रहे हैं जैसे जैसे मौद्रिक नीति में विश्वसनीयता बढ़ रही है; और (बी) त्याग अनुपात में वृद्धि - और अधिक अवस्फीति महंगी हो जाएगी पूर्व निश्चित उत्पादन के संदर्भ में।

में हाउसहोल्ड और व्यवसाय पहले की तुलना में अधिक दूरदर्शी होते जा रहे हैं क्योंकि मौद्रिक नीति से जुड़ी विश्वसनीयता बढ़ रही है - मध्यम अवधि में मुद्रास्फीति लक्ष्य को 4 प्रतिशत पर बनाए रखना उचित है।

4. सहनशीलता बैंड

11.26 मुद्रास्फीति के लिए लक्ष्य के उपयुक्त स्तर की पहचान करने के बाद, अब हम लक्ष्य के आस-पास सहनशीलता बैंड की ओर मुड़ते हैं जिसके भीतर वास्तविक मुद्रास्फीति परिणामों को लक्ष्य से विचलित होने की अनुमति दी जाएगी जबकि उत्पादन के नुकसान को कम किया जाएगा। सहनशीलता बैंड को परिभाषित करने की आवश्यकता मुख्य रूप से तीन बातों पर आधारित है। सबसे पहले, बैंड आपूर्ति के झटके के कारण होने वाले अस्थायी उतार-चढ़ाव को देखने के लिए केंद्रीय बैंक को लचीलेपन की अनुमति देता है। दूसरा, बैंड को केंद्रीय बैंक की विश्वसनीयता को कम किए बिना अधिकांश समय अपने भीतर वास्तविक मुद्रास्फीति को समायोजित करना चाहिए। तीसरा, मुद्रास्फीति पूर्वानुमान एक एफआईटी व्यवस्था में मध्यवर्ती लक्ष्य के रूप में कार्य करते हैं (स्वेनसन, 1997)। नतीजतन, वास्तविक मुद्रास्फीति से पूर्वानुमानों का विचलन - पूर्वानुमान त्रुटियां - न केवल मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण के प्रदर्शन का आकलन करने का एक कारक है बल्कि सहनशीलता बैंड को प्रभावित करके फ्रेमवर्क को भी सूचित करता है। इसलिए सहनशीलता बैंड को "विश्वास अंतराल"⁹ के रूप में माना जा

साथ ही, मौद्रिक नीति के लिए अर्जित विश्वसनीयता लक्ष्य को प्राप्त करने के लिए छोटी नीतिगत कार्रवाइयों को उचित बताता है। यह मध्यावधि में मुद्रास्फीति लक्ष्य को 4 प्रतिशत पर बनाए रखने की ओर इशारा करता है।

संदर्भ:

Behera, H.K. and Patra, M.D. (2020), "Measuring Trend Inflation in India", *RBI Working Paper Series*, No. 15, December.

सकता है। नतीजतन, बैंड की चौड़ाई लचीलेपन और विश्वसनीयता के बीच एक सचेत और विवेकपूर्ण संतुलन को दर्शाती है।

4.1 उच्चतर सहनशीलता स्तर

11.27 मुद्रास्फीति और आर्थिक वृद्धि के बीच संबंध गैर-रैखिक है - मुद्रास्फीति के कुछ निम्न स्तर तक, यह सकारात्मक है, यानी, मूल्य वृद्धि की कुछ अनुकूल दर उचित प्रतिफल के साथ उत्पादन के पहियों को तेज करके वृद्धि के लिए फायदेमंद है। प्रति विपरीत, मुद्रास्फीति की कुछ उच्च दर पर, और अगर मुद्रास्फीति और भी बढ़ जाती है तो वृद्धि धीमी हो जाती है और नकारात्मक भी हो सकती है - कीमतों में बड़े बदलाव अनिश्चितता पैदा करते हैं जो खपत और निवेश निर्णयों में बाधा डालते हैं। इसलिए, स्थिर अवस्था की मुद्रास्फीति के साथ संरेखण में लक्ष्य निर्धारित करने के बाद भी, ऊपरी सीमा तय करना महत्वपूर्ण है जिसमें बढ़ती मुद्रास्फीति वृद्धि में थोड़ी सी बढ़ोतरी के साथ जुड़ी हुई है जब तक कि यह अपने अधिकतम तक नहीं पहुंच जाती है, जिसके बाद मुद्रास्फीति वृद्धि को मंद करने वाली हो जाती है। यह वृद्धि-मुद्रास्फीति दुविधा उस सीमा का पता लगाने के लिए प्रेरणा प्रदान करती है, यानी, ऐसी गुत्थी जिसके आगे मुद्रास्फीति स्पष्ट रूप से विकास के लिए प्रतिकूल है। मुद्रास्फीति लक्ष्य से विचलन के लिए ऊपरी सीमा को संख्यात्मक रूप से निर्धारित करने के लिए सीमा का अनुमान लगाने में सटीकता महत्वपूर्ण है।

9 यह मुद्रास्फीति के शर्तहित मानक विचलन, मुद्रास्फीति की सशर्त अपेक्षा के विचरण के योग का वर्गमूल और मुद्रास्फीति पूर्वानुमान त्रुटियों के विचरण के समानुपाती होता है (स्वेनसन, 1997)।

II.28 भारत के लिए मुद्रास्फीति सीमा के अनुभवजन्य अनुमान जो साहित्य में उपलब्ध हैं, विभिन्न समय अवधि में 4 से 7 प्रतिशत के बीच हैं (अनुबंध II.1)। वैकल्पिक पद्धतियों का

उपयोग करते हुए मुद्रास्फीति सीमा के अद्यतन अनुमानों ने पाया कि यह नमूना अवधि 2002: ति2 से 2020: ति1 के लिए 4-5 प्रतिशत, और 1997: ति2 से 2020: ति1 की लंबी अवधि के लिए

बॉक्स II.2

भारत के लिए मुद्रास्फीति सीमा का अनुमान

साहित्य पर चित्रण (रंगराजन, 1998; 2020), भारत के लिए मुद्रास्फीति सीमा निर्धारण करने के लिए कई सारे दृष्टिकोण अपनाए जाते हैं। वे सुदृढ़ता की जांच करने का कार्य भी करते हैं।

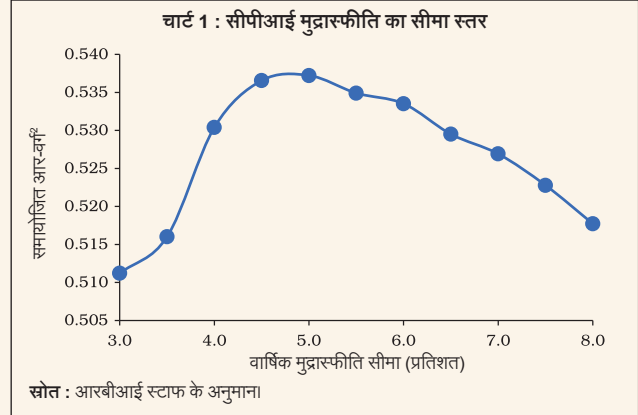
(ए) विभाजन

प्रतिगमन सीमा का अनुमान लगाने के लिए नियोजित पद्धतियों में, विभाजन में अधिकतम आर-वर्ग या न्यूनतम मूल माध्य वर्ग त्रुटि पर आधारित मुद्रास्फीति की सीमा मूल्य निर्धारण के लिए प्रतिगमन समीकरण की एक श्रृंखला शामिल है (आरएमएसई) (सरल, 1996)।

खान और सेन्हादजी (2001) के आधार पर निम्नलिखित समीकरण का अनुमान लगाया गया है:

$$GDPg_t = \alpha_0 + \alpha_1 GDPg_{t-1} + \alpha_2 \Delta cred_gdp_{t-1} + \alpha_3 \pi_{t-1} + \alpha_4 D * (\pi_{t-1} - \pi^*) + \varepsilon_t$$

जहां सकल घरेलू उत्पाद में वर्ष-दर-वर्ष वृद्धि (जीडीपीजी) इसके अंतराल प्रतिगमित हुई, जीडीपी अनुपात में पश्चायित ऋण में परिवर्तन ($\Delta cred_gdp_t$) वृद्धि पर वित्तीय विकास के प्रभाव की व्याख्या करने के लिए, पश्चायित मुद्रास्फीति स्तर (π_t) और एक डमी चर परस्पर क्रिया कर रहा है पूर्व-निर्दिष्ट सीमा स्तर (π^*) से मुद्रास्फीति के विचलन के साथ खोज प्रक्रिया के भाग के रूप में। डमी यदि वास्तविक मुद्रास्फीति सीमा स्तर से ऊपर है तो चर 1 का मान लेता है और अन्यथा 0। सीमा का मान 3 - 8 प्रतिशत स्तरों में पूर्व-निर्दिष्ट और किसी भी सीमा मान के लिए अधिकतम समायोजित आर-वर्ग इष्टतम माना जाता है। परिणाम, नमूना अवधि ति2:2002 से ति1:2020 के लिए डेटा के



आधार पर 5 प्रतिशत पर मुद्रास्फीति का एक बिंदु दर्शाते हैं (चार्ट 1 और सारणी1)।

(बी) सुप्रचालित सुचारु पारगमन प्रतिगमन (एलएसटीआर)

सुप्रचालित सुचारु पारगमन प्रतिगमन (एलएसटीआर) मॉडल (तेरसविर्ता, 1994; एड्रहेम और टेरास्विर्टा, 1996) मुद्रास्फीति के सीमा स्तर और साथ ही पारगमन की गति का एक प्रवृत्ति से (वृद्धि पर मुद्रास्फीति का कम प्रभाव) से दूसरी प्रवृत्ति में (विकास पर मुद्रास्फीति का उच्च प्रभाव) अनुमान लगाता है। विभाजन (स्प्लीन) मॉडल से बुनियादी अंतर यह है कि प्रवृत्तियों को अलग करने के लिए डमी चर का उपयोग करने के बजाय, एक सुप्रचालित प्रक्रिया के आधार पर यह भार

सारणी 1: मापदंड अनुमान

सीमा स्तर	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0	5.5	6.0	6.5	7.0	7.5	8.0
स्थिर	-0.18	0.28	-0.17	0.3	0.85	1.32	1.64*	1.96*	2.18**	2.37**	2.58**
जीडीपी _{t-1}	0.53***	0.52***	0.52***	0.53***	0.53***	0.53***	0.53***	0.53***	0.53***	0.53***	0.54***
$\Delta cred_gdp_{t-1}$	0.14	0.14	0.13	0.14	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.16	0.16
सीपीआई _{t-1}	1.20	0.93	0.99	0.80*	0.62**	0.48**	0.39*	0.31*	0.25	0.19	0.14
आईएनएफ(-1)	-1.21	-0.96	-1.07*	-0.92*	-0.77**	-0.67**	-0.62*	-0.56*	-0.53*	-0.49	-0.43
डी2002ति3	-3.32***	-3.38***	-3.53***	-3.66***	-3.79***	-3.89***	-3.74***	-3.61***	-3.51***	-3.41***	-3.33***
डी2003ति3	3.19***	3.13***	2.97***	2.83***	2.70***	2.71***	2.85***	2.96***	3.03***	3.08***	3.13***
डी2009ति1	-3.97***	-3.94***	-3.84***	-3.74***	-3.67***	-3.63***	-3.60***	-3.59***	-3.56***	-3.54***	-3.57***
डी2010ति1	5.70***	5.76***	5.89***	6.00***	6.07***	6.12***	6.18***	6.19***	6.21***	6.20***	6.14***
समायोजित आर वर्ग ²	0.511	0.516	0.530	0.536	0.537	0.535	0.533	0.529	0.527	0.523	0.518

***, **, *: क्रमशः 1 प्रतिशत, 5 प्रतिशत और 10 प्रतिशत के स्तर पर महत्वपूर्ण।

बाहरी प्रभावों को शामिल करने के लिए विभिन्न डमी चर का भी उपयोग किया जाता है।

स्रोत: आरबीआई कर्मचारियों का अनुमान।

(जारी)

को सौंपा गया है जो मापदंड को सभी प्रवृत्ति में भिन्न होने की अनुमति देता है, सीमा की पहचान करवाता है। मॉडल के कार्यात्मक रूप को इस प्रकार निर्दिष्ट किया जा सकता है:

$$y_t = \alpha + \beta_1 \pi_{t-1} + \beta_2 \pi_{t-1} \varphi(s_t; \pi^*, \gamma) + \delta X_t + \varepsilon_t$$

जबकि $\varphi(s_t; \pi^*, \gamma) = [1 + \exp(-\gamma(s_t - \pi^*))]^{-1}$

s_t एक प्रतिगमन चर है, जो प्रवृत्ति स्विचिंग की निगरानी करता है; π^* एक अज्ञात सीमा मापदंड है; और δ दलान मापदंड दर्शाता है ($\gamma > 0$)। पारगमन प्रक्रिया $\varphi(s_t; \pi^*, \gamma)$ एक निरंतर प्रक्रिया है जो π^* पर निर्भर करता है। इसे 0 और 1 के बीच सीमित करने के लिए सामान्यीकृत किया जाता है, और ये चरम मूल्य प्रतिगमन गुणांक से जुड़े हैं और β_1 and $(\beta_1 + \beta_2)$ ।

परिणाम का अर्थ है कि एक गैर-रैखिक संबंध मौजूद है मुद्रास्फीति और वृद्धि के बीच क्योंकि रैखिकता के शून्य परिकल्पना को 5 प्रतिशत महत्व स्तर पर खारिज कर दिया गया है (सारणी 2)। वृद्धि-मुद्रास्फीति संबंध में गैर-रैखिकता की मापदंड दलान के सांख्यिकीय महत्व से भी पुष्टि की जाती है। इस प्रतिगमन से मुद्रास्फीति की अनुमानित सीमा 5.0 प्रतिशत तक जाती है।

(सी) सीमा वीएआर (टीवीएआर)

सीमा वीएआर (टीवीएआर) जैसे बहुचर फ्रेमवर्क में, सीमा मुद्रास्फीति की गणना अनुमानित अरैखिक आवेग प्रतिक्रियाओं से की जाती है जो प्रत्येक अवधि में सशर्त पूर्वानुमान के रूप में प्राप्त होती हैं। इसलिए, आघात की प्रतिक्रिया के तौर पर समय भिन्नता का अध्ययन केवल

प्रवृत्ति के चारों ओर नहीं बल्कि उसके अंदर भी संभव है। इसके अलावा, यह संभव है यह जाँचने के लिए कि क्या अरैखिकताएँ सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण हैं। टीवीएआर कार्यप्रणाली का एक अन्य लाभ यह है कि चर जिसके द्वारा विभिन्न प्रवृत्तियों को परिभाषित किया जाता है, वह स्वयं वीएआर में शामिल एक अंतर्जात चर हो सकता है। इसलिए, प्रत्येक चर के आघात के बाद प्रवृत्ति में स्विच हो सकता है।

टीवीएआर को इस प्रकार निर्दिष्ट किया जा सकता है:

$$Y_t = A_1 Y_t + B_1(L) Y_{t-1} + (A_2 Y_t + B_2(L) Y_{t-1}) I [s_{t-d} > \gamma] + \varepsilon_t$$

जबकि, Y_t व्यापक चर के संवाहक को दर्शाता है (मुद्रास्फीति; जीडीपी वृद्धि; भारत औसत मांग मुद्रा दर); s_t सीमा चर है; सीमा का स्तर है; और I संकेतक कार्य को दर्शाता है, $I = 0$, जब $s_{t-d} < \gamma$ और $I = 1$ अन्यथा और d जो है विलंब का मापदंड है।

बायेसियन पद्धतियों का उपयोग करने और सीमा चर के रूप में मुद्रास्फीति का उपचारण करना, अनुमानित सीमा स्तर 4.5 प्रतिशत तक जाता है (चार्ट 2)। मुद्रास्फीति के लिए एक बहिर्जात आघात उच्च मुद्रास्फीति प्रवृत्ति के तहत सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि में गिरावट का कारण बनता है (अर्थात् जब मुद्रास्फीति 4.5 प्रतिशत से ऊपर हो)। इसके विपरीत, जब मुद्रास्फीति 4.5 प्रतिशत से नीचे होती है तो वृद्धि का प्रभाव सकारात्मक होता है। जीडीपी वृद्धि पर मुद्रास्फीति में एक प्रतिशत बिंदु की बढ़ोतरी का है: कम मुद्रास्फीति प्रवृत्ति के तहत (+)37 बीपीएस उच्च मुद्रास्फीति प्रवृत्ति के तहत (-)46 बीपीएस। जबकि सकारात्मक प्रभाव सांख्यिकीय रूप से महत्वहीन हैं, अधिकांश अंतराल के लिए नकारात्मक प्रभाव महत्वपूर्ण हैं।

(डी) पैनेल सीमा प्रतिगमन

भारतीय राज्यों के मुद्रास्फीति और वृद्धि अनुभवों में बहुत अधिक विषमता ने उप-राष्ट्रीय स्तर पर सीमा मुद्रास्फीति अनुमान को प्रोत्साहित किया है

उप-राष्ट्रीय स्तर पर दहलीज मुद्रास्फीति (मोहदेस) और रायसी, 2014)। एक पैनेल फ्रेमवर्क में, जीएसडीपी वृद्धि पर डेटा और सीपीआई मुद्रास्फीति पर डेटा का उपयोग करना प्रमुख भारतीय राज्यों में 2011-

सारणी 2: एलएसटीआर मॉडल में अनुमानित मापदंड

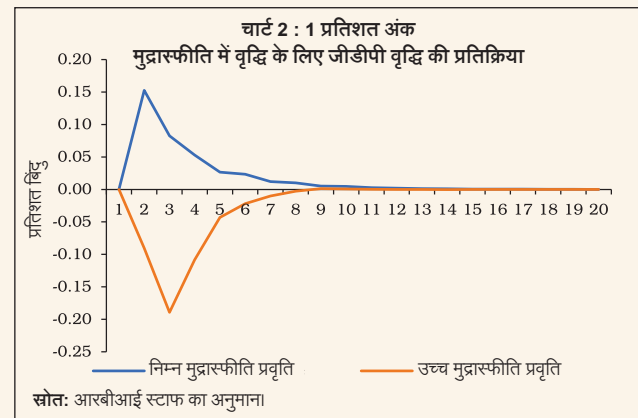
	गुणांक	टी-सांख्यिकीय
सीमा: π^*	4.97***	2.75
दलान: γ	0.37	1.80
चर		
मुद्रास्फीति(π_{t-1}) (< सीमा)	1.62**	2.63
मुद्रास्फीति(π_{t-1}) (>सीमा)	-1.19*	-2.05
जीडीपी वृद्धि (y_{t-1})	0.25*	1.68
जीडीपी वृद्धि (y_{t-1})	0.55***	2.79
ओईसीडी जीडीपी वृद्धि	-1.15***	-3.05
डीसंरचनात्मक	4.97***	2.75
आर वर्ग ²	0.54	
डीडबल्यू	1.77	
एलएम (4) पी-मान	0.30	
एआरसीएच (4) पी-मान	0.25	

रैखिकता और अरैखिकता का परीक्षण

	रैखिकता की परीक्षण (पी-मान)	अरैखिकता की परीक्षण (पी-मान)
टेरास्विट्ट अनुक्रमिक परीक्षण	0.02	0.42
एस्क्रिबानो-जोर्ड टेस्ट	0.05	0.13

एच₀: $\beta_2 = 0$ या $\gamma = 0$

स्रोत: आरबीआई स्टाफ का अनुमान।



स्रोत: आरबीआई स्टाफ का अनुमान।

(जारी)

12 से 2018-19 की अवधि के लिए, निम्नलिखित समीकरण अनुमानित है:

$$G_{it} = \beta_0 + \beta_1\pi_{it} + \beta_2D_{it}(\pi_{it} - \pi^*) + \beta_3X_{it} + s_i + s_t + s_{it} + \epsilon_{it}$$

जहां G_{it} राज्य i की जीडीपी वृद्धि है समय अवधि t पर, π_{it} राज्य i के लिए समय t पर मुद्रास्फीति दर है, π^* सीमा मुद्रास्फीति दर है; और X_{it} नियंत्रण चर के वाहक हैं (राज्य स्तर पर राजकोषीय घाटा और भारत औसत मांग दर)। राज्य और समय डमी का उपयोग क्रमशः समय अपरिवर्तनीय और राज्य अपरिवर्तनीय अनदेखे कारकों को नियंत्रित करने के लिए किया जाता है। परस्पर क्रिया करने वाले राज्य और समय डमी को भी शामिल किया गया है अन्य कारकों का नियंत्रण करने के लिए जो मॉडल में स्पष्ट रूप से शामिल नहीं हैं। अतिरिक्त मुद्रास्फीति ($\pi_{it} - \pi^*$) के साथ एक डमी चर के साथ परस्परिक क्रिया को वृद्धि समीकरण में समाविष्ट किया गया है (सरल, 1996)। जब सीमा स्तर से मुद्रास्फीति ज्यादा होती है तो D_{it} का मान 1 होता है अन्यथा 0। जब मुद्रास्फीति सीमा से कम होती है ($D_{it} = 0$), तब मुद्रास्फीति से यह अपेक्षा की जाती है कि इसका प्रभाव वृद्धि पर सकारात्मक होगा ($\beta_1 > 0$)।

सारणी 3: पैनेल प्रतिगमन अनुमान
(निर्भर चर : जीडीपी वृद्धि)

	($\pi^*=3$)	($\pi^*=3.5$)	($\pi^*=4$)	($\pi^*=4.5$)	($\pi^*=5$)	($\pi^*=6$)
π	2.295 (1.655)	1.876* (1.036)	1.428* (0.754)	1.069* (0.639)	0.676 (0.557)	0.277 (0.484)
$D \times (\pi - \pi^*)$	-2.628 (1.688)	-2.240** (1.085)	-1.818** (0.831)	-1.475* (0.758)	-1.103 (0.723)	-0.753 (0.771)
स्थिर	-0.593 (5.950)	-0.331 (4.455)	0.452 (3.699)	1.262 (3.383)	2.812 (3.136)	4.660 (2.974)
आर वर्ग ² (समस्त)	0.3009	0.3086	0.3115	0.3111	0.3036	0.2951
एन	154	154	154	154	154	154

कोष्ठक में मानक त्रुटियाँ; * पी < 0.10, ** पी < 0.05, *** पी < 0.01;
नमूना: 22 राज्यों के लिए 2011-12 से 2018-19 तक।
स्रोत: आरबीआई कर्मचारियों का अनुमान।

5-6 प्रतिशत है (बॉक्स II.2 और अनुबंध II.2)। चूंकि मुद्रास्फीति सीमा की अवधारणा लंबे समय तक लागू होती है और जब मुद्रास्फीति 6 प्रतिशत से अधिक हो जाती है तो वृद्धि स्पष्ट रूप से प्रभावित होती है, यह अनुशांसा की जाती है कि भारत के मुद्रास्फीति लक्ष्य को विश्वसनीय बनाए रखने के लिए उपयुक्त ऊपरी सहनशीलता सीमा के रूप में 6 प्रतिशत को बनाए रखा जाए (सारणी II.3)।

II.29 भारत के लिए, मुद्रास्फीति के लिए ऊपरी सहनशीलता के स्तर के मॉडल-आधारित अनुमानों को मौसम की प्रतिकूलताओं और/या अंतरराष्ट्रीय पण्य कीमतों में अस्थिरता जैसे आवर्ती आपूर्ति झटकों के लिए अर्थव्यवस्था की संवेदनशीलता के अनुकूल होने की आवश्यकता है। कृषि क्षेत्र

जब मुद्रास्फीति सीमा से आगे बढ़ जाती है ($D_{it} = 0$), तो ऐसी अपेक्षा की जाती है कि यह वृद्धि पर प्रतिकूल प्रभाव डालेगा ($\beta_2 < 0$)। π^* के भिन्न मान से इस समीकरण का अनुमान लगाया जाता है। π^* का मान जो सही से चिन्हित और सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण गुणांक ($\beta_1 > 0$, $\beta_2 < 0$) साथ ही आर वर्ग के उच्च मान देता है उसे सीमा मुद्रास्फीति दर के लिए लिया जाता है। इस अभ्यास से मुद्रास्फीति 4 प्रतिशत के करीब आ जाती है (सारणी 3)।

संदर्भ

Eitrheim, Ø., and Teräsvirta, T. (1996), "Testing the Adequacy of Smooth Transition Autoregressive Models", *Journal of Econometrics*, Vol. 74(1), 59-75.

Khan, M. S., and Senhadji, A. S. (2001), "Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth", *IMF Staff Papers*, Vol. 48(1), 1-21.

Mohaddes, M. K., and Raissi, M. M. (2014), "Does Inflation Slow Long-Run Growth in India? (No. 14-222)", *International Monetary Fund*.

Rangarajan, C. (1998), "Development, Inflation and Monetary Policy", in I. Ahluwalia, and I. Little, *India's Economic Reforms and Development: Essays for Manmohan Singh*, New Delhi: OUP.

Rangarajan, C. (2020), "The New Monetary Policy Framework-What it Means". *Journal of Quantitative Economics*, Vol. 18, No.2, May 2020, pp. 457-470.

Sarel, M. (1996), "Nonlinear effects of inflation on economic growth". *IMF Staff Papers*, Vol. 43(1), 199-215.

Teräsvirta, T. (1994), "Specification, Estimation, and Evaluation of Smooth Transition Autoregressive Models", *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 89(425), 208-218.

अभी भी वर्षा पर बहुत अधिक निर्भर है क्योंकि सकल फसली क्षेत्र का केवल 49 प्रतिशत सिंचित है। खाद्य आपूर्ति श्रृंखला में

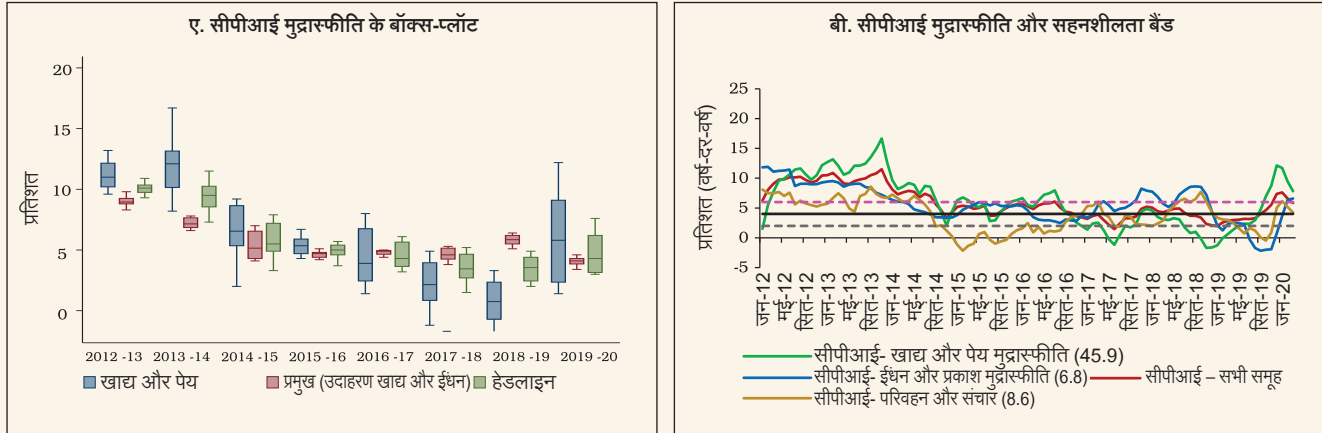
सारणी II.3: भारत की सीमा मुद्रास्फीति

अनुमान

पद्धति	विशेषज्ञ समिति की रिपोर्ट		सीपीआई मुद्रास्फीति का उपयोग करके वर्तमान अनुमान	
	थोक मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति	सीपीआई मुद्रास्फीति	हाल की अवधि (2002:ति2 से 2020:ति1)	पूर्ण नमूना (1997:ति2 से 2020:ति1)
एलएसटीआर	5.8	6.7	5.0	5.6
श्रेसहोल्ड वीएआर	4.6	6.2	4.5	5.5
स्प्लीन प्रतिगमन			5.0	6.0
पैनेल श्रेसहोल्ड मॉडल			4.0	5.0

स्रोत: आरबीआई स्टाफ अनुमान और विशेषज्ञ समिति की रिपोर्ट।

चार्ट II.7 : भारत में सीपीआई मुद्रास्फीति के प्रमुख संघटकों का वितरण



कोष्ठकों में दिए गए आंकड़े सीपीआई बास्केट में भार दर्शाते हैं।
 स्रोत: राष्ट्रीय सांख्यिकी कार्यालय (एनएसओ)

अक्षमता - थोक / फार्म गेट कीमतों पर उच्च और अस्थिर खुदरा मूल्य बढ़ोतरी और खाद्य प्रसंस्करण उद्योग के विकास के सीमित स्तर - भी खाद्य मुद्रास्फीति को प्रभावित करते हैं (भोई एवं अन्य, 2019; धन्या एवं अन्य, 2020)। दुनिया में खपत बास्केट में खाद्य के उच्चतम हिस्से (45.9 प्रतिशत) और खाद्य मुद्रास्फीति में उच्च अस्थिरता के साथ - एफआईटी अवधि के दौरान हेडलाइन मुद्रास्फीति के लिए 1.4 के मुकाबले 3.2 (चार्ट

II.7) - देश के अनुभव के सापेक्ष भारत के लिए व्यापक सहनशीलता बैंड के लिए एक मजबूत मामला है।

II.30 एफआईटी अवधि में खाद्य मुद्रास्फीति केवल 43 प्रतिशत समय ही सहनशीलता बैंड के भीतर रही - दालों, सब्जियों और चीनी के संबंध में मुद्रास्फीति 20 प्रतिशत से कम सहनशीलता बैंड के भीतर रही। वास्तव में, एफआईटी अवधि में मुख्य रूप से मौसम में अत्यधिक बदलाव में वृद्धि के कारण सब्जियों और

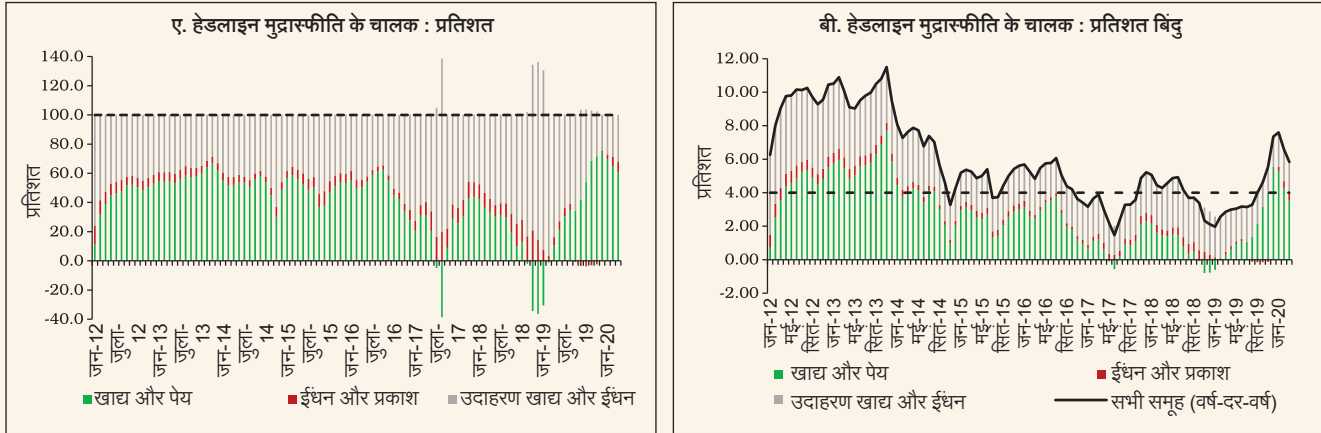
सारणी II.4: एफआईटी के पहले और बाद के दौरान विभिन्न खाद्य उप-समूहों का प्रदर्शन

मद	वजन	6 प्रतिशत से ऊपर मुद्रास्फीति (महीनों के प्रतिशत में)		मुद्रास्फीति 2 प्रतिशत से नीचे (महीनों के प्रतिशत में)		मुद्रास्फीति 2 से 6 प्रतिशत के भीतर (महीनों के प्रतिशत में)	
		एफआईटी के पहले	एफआईटी के बाद	एफआईटी के पहले	एफआईटी के बाद	एफआईटी के पहले	एफआईटी के बाद
सीपीआई सभी समूह	100	57.9	7.1	0.0	4.8	42.1	88.1
खाद्य और पेय पदार्थ	45.86	71.9	14.3	1.8	42.9	26.3	42.9
अनाज और उत्पाद	9.67	45.6	0.0	10.5	26.2	43.9	73.8
मांस और मछली	3.61	78.9	33.3	0.0	4.8	21.1	61.9
अंडा	0.43	57.9	38.1	19.3	40.5	22.8	21.4
दूध और उत्पाद	6.61	75.4	4.8	0.0	28.6	24.6	66.7
तेल और वसा	3.56	33.3	7.1	19.3	50.0	47.4	42.9
फल	2.89	63.2	21.4	15.8	35.7	21.1	42.9
सब्जियाँ	6.04	61.4	40.5	22.8	45.2	15.8	14.3
दालें और उत्पाद	2.38	71.9	21.4	7.0	71.4	21.1	7.1
चीनी और मिष्ठान	1.36	31.6	35.7	56.1	50.0	12.3	14.3
मसाले	2.50	73.7	14.3	15.8	47.6	10.5	38.1
गैर मादक पेय पदार्थ	1.26	47.4	0.0	0.0	26.2	52.6	73.8
तैयार भोजन, नाश्ता, मिठाई आदि	5.55	89.5	2.4	0.0	2.4	10.5	95.2

टिप्पणी : एफआईटी के पहले की अवधि जनवरी 2012 - सितंबर 2016 को कवर करती है।

स्रोत: एनएसओ; आरबीआई स्टाफ का अनुमान।

चार्ट II.8 : हेडलाइन मुद्रास्फीति में योगदान



स्रोत : एनएसओ; आरबीआई स्टाफ के अनुमान

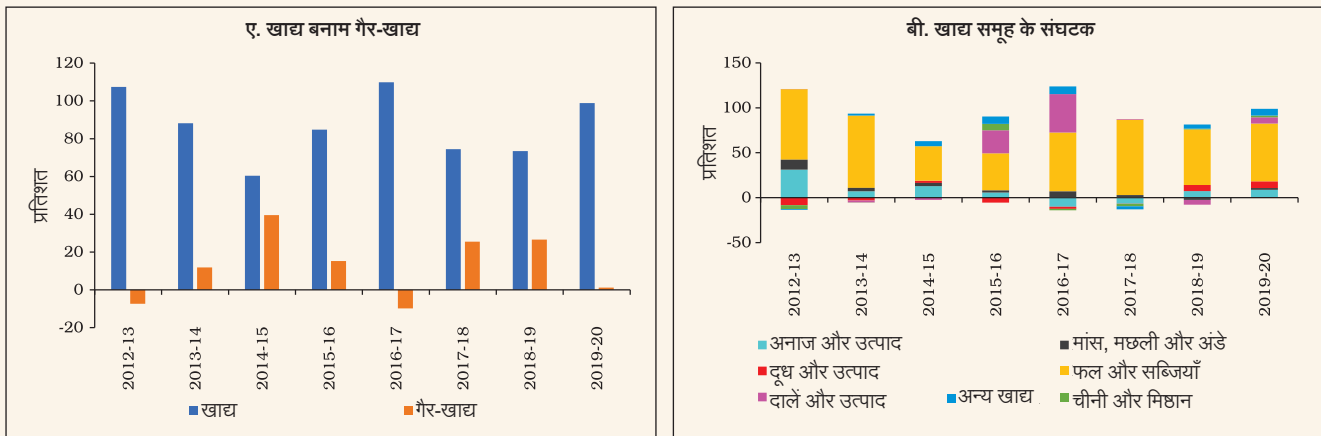
दालों की कीमतों में अस्थिरता बढ़ी है, (सारणी II.4 और चार्ट II.8)।

II.31 अस्थिरता¹⁰ जो हेडलाइन मुद्रास्फीति¹¹ में है उसमें खाद्य और विशेष रूप से सब्जियों का योगदान गैर-खाद्य वस्तुओं की तुलना में काफी अधिक है, जो फसल की खराब होने वाली प्रकृति, लघु फसल चक्र, पर्याप्त भंडारण की कमी और पूर्ववर्ती और परवर्ती फसल पद्धतियों के अच्छे न होने को दर्शाता है (चार्ट

II.9)। यहां तक कि गैर-नाशयोग्य जैसे दालों और अनाजों ने भी काफी अस्थिरता प्रदर्शित की है।

II.32 खाद्य के अलावा, भारत में मुद्रास्फीति के लिए आपूर्ति आघात का एक अन्य प्रमुख स्रोत ईंधन की कीमतें हैं, घरेलू तेल की खपत का 80 प्रतिशत से अधिक आयात के माध्यम से पूरा किया जाता है। भारत में पेट्रोलियम उत्पाद की कीमतों में उतार-चढ़ाव न केवल वैश्विक कच्चे तेल की कीमतों में उतार-चढ़ाव को

चार्ट II.9 : हेडलाइन मुद्रास्फीति में अस्थिरता में योगदान



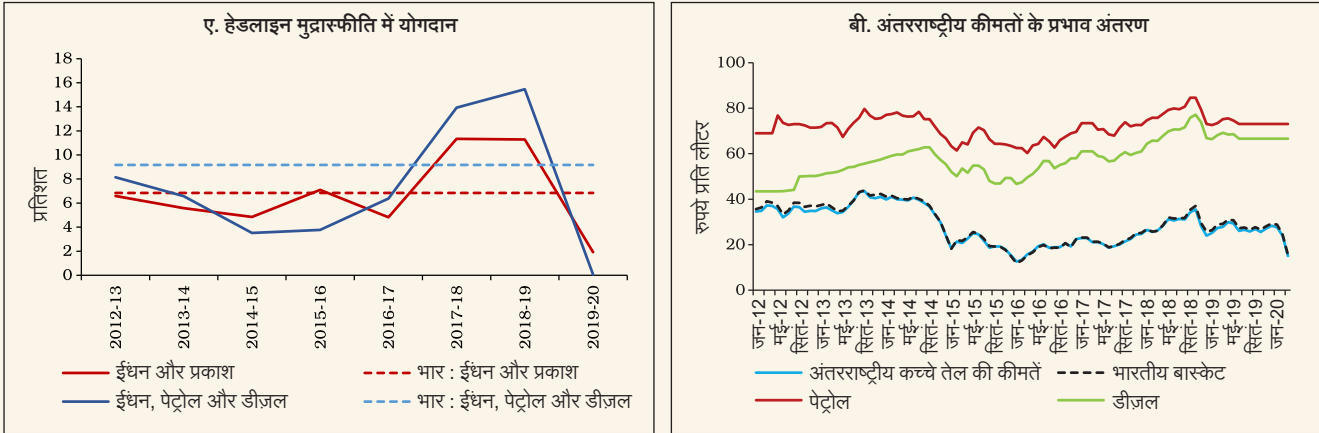
स्रोत : एनएसओ; आरबीआई स्टाफ के अनुमान

10 वार्षिक अस्थिरता को उस वर्ष में 12 महीने की मुद्रास्फीति के विचरण के रूप में परिभाषित किया गया है।

11 उपसमूह (जैसे ए) के कुल योग (ए + बी + सी) में भिन्नता के योगदान की गणना निम्न सूत्र का उपयोग करके की जाती है:

योगदान (ए) = डब्ल्यू (ए) डब्ल्यू (ए) सहप्रसरण (ए, ए) + डब्ल्यू (ए) डब्ल्यू (बी) सहप्रसरण (ए, बी) + डब्ल्यू (ए) डब्ल्यू (सी) सहप्रसरण (ए, सी), जहां डब्ल्यू उपसमूह का भार है।

चार्ट II.10 : ईंधन की कीमतों में उच्च अस्थिरता और असममित प्रभाव अंतरण



टिप्पणी : अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमत डब्ल्यूटीआई, ब्रेंट और दुबई फतेह की औसत कीमत का प्रतिनिधित्व करती है।
स्रोत : विश्व बैंक; इंडियन ऑयल कॉर्पोरेशन लिमिटेड; पेट्रोलियम योजना और विश्लेषण प्रकोष्ठ।

दर्शाता है, बल्कि उत्पाद शुल्क और मूल्य वर्धित कर (वैट) के साथ-साथ रुपये की विनिमय दर में भी बदलाव को दर्शाता है। सीपीआई बास्केट में ईंधन और प्रकाश समूह का भार लगभग 7 प्रतिशत है, जिसमें मुख्य रूप से बिजली, जलाऊ लकड़ी और चिप्स, एलपीजी और मिट्टी के तेल शामिल हैं (चार्ट II.10)। यह सीपीआई में परिवहन और संचार उपसमूह है जो पेट्रोलियम उत्पादों की कीमतों में बदलाव से सीधे प्रभावित होता है क्योंकि इसमें पेट्रोल और डीजल होता है।

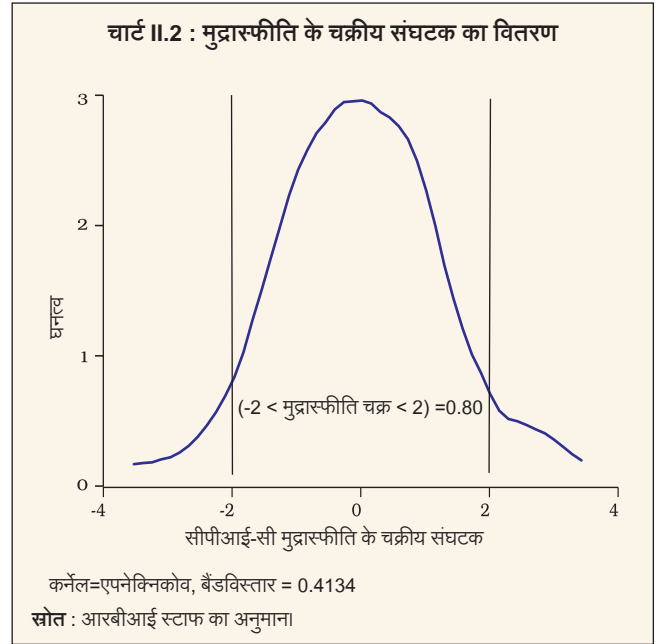
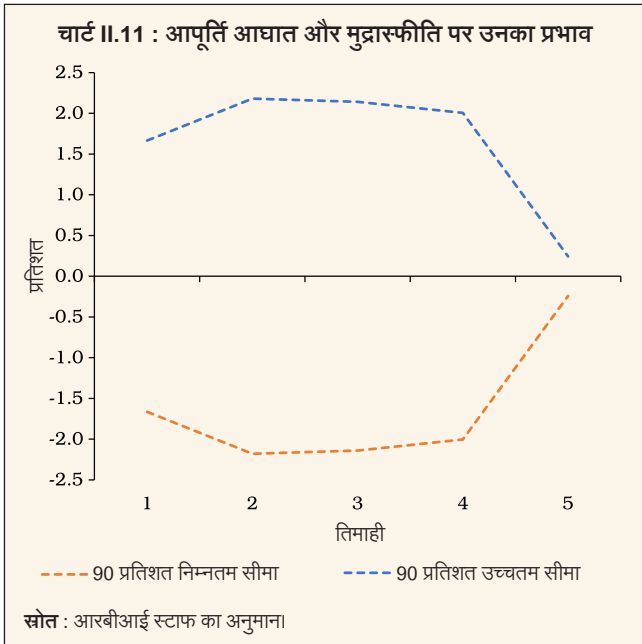
4.2 निम्न सहनशीलता स्तर

II.33 कम सहनशीलता सीमा के निर्धारण के लिए, संरचनात्मक आघात के अवस्फीति प्रभाव के तहत मुद्रास्फीति प्रक्रिया के सांख्यिकीय गुणों की जांच करना आवश्यक है।

II.34 एक संरचनात्मक गतिशील प्रसंभाव्य सामान्य संतुलन मॉडल के फ्रेमवर्क के भीतर व्यापार चक्रों में आघात और घर्षण पर मौलिक कार्य की परंपरा से अनुकूलन (स्मेट्स एंड वाउटर्स, 2007), भारत में उत्पादन लागत और मूल्य निर्धारण पर आपूर्ति आघातों के प्रभाव का आकलन करके मुद्रास्फीति के लिए निम्न सहनशीलता स्तर का अनुमान लगाया जा सकता है। ऐसा प्रतीत होता है कि मुद्रास्फीति का एक न्यूनतम स्तर है जिसके नीचे

उत्पादक उत्पादन लागत में परिवर्तन को बिक्री मूल्य पर स्थानांतरित करने में असमर्थ हैं। 1996:ति2 से 2019:ति2 की अवधि के लिए भारत के अनुमान इंगित करते हैं कि आपूर्ति के झटके का परिमाण¹² (+) 1.56 से (-) 1.56 प्रतिशत तक भिन्न होता है, जहां पहला वाला ऊपरी सीमा को दर्शाता है और बाद वाला निचली सीमा को दर्शाता है। आवेग प्रतिक्रिया परिणाम का अर्थ है कि मुद्रास्फीति पर आपूर्ति के झटके का प्रभाव मुख्य रूप से चार तिमाहियों के लिए रहता है, लक्ष्य के आसपास (+/-) 2.18 प्रतिशत के बैंड के साथ 90 प्रतिशत समय आपूर्ति झटके को समायोजित करता है (चार्ट II.11)। यह आपूर्ति-पक्ष कारकों (जैसे तेल की कीमतों में अप्रत्याशित परिवर्तन, कच्चे माल, आयातित मध्यवर्ती और इसी तरह) के कारण मुद्रास्फीति का स्तर है जो मौद्रिक नीति से प्रभावित नहीं हो सकता। संकुचनकारी मौद्रिक नीति का उपयोग करके मुद्रास्फीति को इस स्तर से नीचे लाने का कोई भी प्रयास उत्पादन गतिविधि को हतोत्साहित करेगा क्योंकि फर्म अंतिम उपभोक्ताओं को बढ़ी हुई लागत को पारित करने में सक्षम नहीं होंगी। 2 प्रतिशत से ऊपर की निचली सीमा वास्तविक मुद्रास्फीति को बार-बार सहनशीलता बैंड से नीचे ले जाएगी (जैसा कि अगले भाग में बताया गया है), जबकि 2 प्रतिशत से नीचे की निचली सीमा से उत्पादन/वृद्धि में बाधा

12 उच्चतर और निम्नतर सीमा क्रमशः (+)1.645*0.95 और (-)1.645*0.95 से मेल खाती है।



उत्पन्न होगी।¹³ सीपीआई (आधार 2012=100) के इतिहास में मुद्रास्फीति किसी भी तिमाही में 2 प्रतिशत से नीचे नहीं आई है।¹⁴

II.35 सहनशीलता बैंड की समरूपता या अन्यथा का मूल्यांकन करके इन अनुमानों की प्रतितथ्यात्मक रूप से पुष्टि की जा सकती है। सीपीआई श्रृंखला के इतिहास के माध्यम से मासिक डेटा पर चित्रण करते हुए, यह देखा गया है कि मुद्रास्फीति के अस्थायी घटक का वितरण - वास्तविक वर्ष-दर-वर्ष मुद्रास्फीति के रुझान से विचलन को लेकर अनुमान लगाया गया है¹⁵ -2 और +2 प्रतिशत के बीच की मुद्रास्फीति के लिए 0.8 की संभाव्यता के साथ शून्य के आसपास केंद्रित पाया गया है (चार्ट II.12)। सामान्यता के लिए तिरछापन और कुर्टोसिस परीक्षण पुष्टि करते हैं कि मुद्रास्फीति के चक्रीय घटकों का वितरण शून्य के आसपास सममित है और सामान्य रूप से वितरित किया जाता है। यह मुद्रास्फीति लक्ष्य के आसपास +/- 2 प्रतिशत अंक पर निर्धारित

एक सममित सहनशीलता बैंड का समर्थन करता है ताकि वास्तविक मुद्रास्फीति 80 प्रतिशत समय निचली सीमा से ऊपर और ऊपरी सीमा से नीचे रहे। इन परिणामों से यह भी पता चलता है कि 4 प्रतिशत के रुझान मुद्रास्फीति के अनुमान को देखते हुए, ऊपरी सहनशीलता स्तर के मॉडल व्युत्पन्न अनुमान में एक नकारात्मक पूर्वाग्रह है और इसे वास्तविक परिणामों के साथ जोड़कर फिर से देखने की जरूरत है।

II.36 अंत में, अध्याय III में किए गए पूर्वानुमान प्रदर्शन का मूल्यांकन, सहनशीलता बैंड की चौड़ाई की पसंद को सूचित कर सकता है, जो पूर्वानुमान त्रुटियों का एक कार्य है। इन त्रुटियों की देखी गई घटनाएं मौजूदा +/- 2 प्रतिशत सहनशीलता बैंड को कम करने के लिए बहुत कम जगह छोड़ती हैं। एफआईटी के दौरान किए गए मुद्रास्फीति पूर्वानुमानों की सटीकता और दक्षता के अनुभवजन्य मूल्यांकन से पता चलता है कि 1.88 प्रतिशत तक पूर्वानुमान त्रुटियां प्रक्षेपण प्रक्रियाओं में निहित हैं, जो +/- 2

13 मॉडल का विवरण अनुबंध II.3 में प्रस्तुत किया गया है।

14 सीपीआई मुद्रास्फीति जून 2017 और जनवरी 2019 के महीनों में क्रमशः 1.5 प्रतिशत और 2.0 प्रतिशत थी।

15 2011-12 से 2019-20 के लिए वास्तविक मुद्रास्फीति श्रृंखला के हॉड्रिक-प्रेसकॉट फिल्टर का उपयोग करके रुझान मुद्रास्फीति उत्पन्न होती है।

सारणी II.5 : मुद्रास्फीति पूर्वानुमान और पूर्वानुमान क्षितिज की सटीकता, निष्पक्षता, दक्षता और स्वतः सहसंबंध

	वर्तमान तिमाही	एक तिमाही आगे	दो तिमाही आगे	तीन तिमाही आगे
एन	14	15	13	11
नकारात्मक त्रुटि (अधिकतम, निम्नतम)	(-0.75, -0.10)	(-2.23, -0.13)	(-2.34, -0.73)	(-2.24, -0.55)
सकारात्मक त्रुटि (अधिकतम, निम्नतम)	(0.07, 0.73)	(0.11, 2.33)	(0.05, 2.97)	(0.12, 2.97)
सटीकता				
एमई	-0.10	-0.28	-0.21	-0.22
एमएई	0.34	1.11	1.54	1.66
आरएमएसई	0.41	1.36	1.79	1.88
निष्पक्षता	$e_{t+q,t} = \alpha_q + u_{t+q,t}$			
अल्फा निष्पक्ष	-0.10	-0.27	-0.21	-0.22
दक्षता	Y	Y	Y	Y
बीटा निष्पक्ष	$e_{t+q,t} = \alpha_q + \beta_q \pi_{t-1} + u_{t+q,t}$			
बीटा	-0.14	-0.49	-1.19***	-1.73***
सक्षम	Y	Y	N	N
स्वसहसंबंध	$e_{t+q,t} = \alpha_q + \beta_q e_{t+q,t-1} + u_{t+q,t}$			
बीटा	0.37	0.68***	0.77***	0.82***
त्रुटियां स्वतः सहसंबद्ध नहीं हैं	Y	N	N	N

एमई: मध्यवर्ती त्रुटि; एमएई: मध्यवर्ती निरपेक्ष त्रुटि; आरएमएसई: मध्यवर्ती वर्गमूल त्रुटि
 ***: टी- ऑकड़ा 1 प्रतिशत के स्तर पर महत्वपूर्ण है।

स्रोत: आरबीआई स्टाफ का अनुमान।

प्रतिशत सहनशीलता बैंड को अपनाने की पुष्टि करती हैं (सारणी II.5)।

5. भारत की मुद्रास्फीति प्रक्रिया की अन्य विशेषताएं

II.37 रुझान मुद्रास्फीति और उच्चतर और निम्नतर सीमाओं के अनुमान भारत में एफआईटी के लिए प्राथमिक जनादेश को परिभाषित करने और इसे प्राप्त करने में सफलता या अन्यथा का आकलन करने में मदद करते हैं। इस संबंध में, मुद्रास्फीति प्रक्रिया के दो अन्य पहलुओं पर विचार किया जाना चाहिए; पहला, लक्ष्य से मुद्रास्फीति के विचलन को सही करने में या मुद्रास्फीति की दृढ़ता के लिए लगने वाला समय, और दूसरा, मुद्रास्फीति के बारे में लोग क्या विश्वास/अपेक्षा रखते हैं और इसे कम और स्थिर रखने में केंद्रीय बैंक/सरकार की क्षमता क्या है।

5.1 मुद्रास्फीति की निरंतरता

II.38 मुद्रास्फीति की निरंतरता आंतरिक कारकों (अर्थात्, पिछले मुद्रास्फीति व्यवहार) के साथ-साथ बाहरी कारकों (मुद्रास्फीति लक्ष्य को प्राप्त करने में मौद्रिक नीति की

विश्वसनीयता) द्वारा निर्धारित की जाती है। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में, मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण को अपनाने के बाद मुद्रास्फीति की दृढ़ता को कम/समाप्त कर दिया गया था (ब्राटियोटिस एवं अन्य, 2002)। एशिया प्रशांत क्षेत्र में उभरती अर्थव्यवस्थाओं में, मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण वाले देशों में मुद्रास्फीति की निरंतरता में महत्वपूर्ण गिरावट देखी गई, उन देशों के विपरीत जिन्होंने मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण को नहीं अपनाया (गेरलाच और टिलमैन, 2011)। इसलिए, भारत में एफआईटी की भूमिका का मूल्यांकन करने के लिए मुद्रास्फीति की दृढ़ता की प्रकृति को समझना महत्वपूर्ण है।

II.39 तकनीकी शब्दों में, मुद्रास्फीति की निरंतरता चार स्रोतों से उत्पन्न होती है। सबसे पहले, मजदूरी और मूल्य निर्धारण में पिछड़ापन है - मजदूरी वार्ता आम तौर पर कम ही हाल के दिनों की मुद्रास्फीति को ध्यान में रखती है; कीमतों में हाल के बड़े बदलावों के जवाब में कंपनियां कम ही अपनी कीमतों में बार-बार संशोधन करती हैं। इसे "आंतरिक" दृढ़ता कहा जाता है। दूसरा, बाहरी मुद्रास्फीति की निरंतरता लागतों पर बढ़ोतरी से संबंधित

है। तीसरा, "अपेक्षा-आधारित" दृढ़ता अर्थव्यवस्था में निजी एजेंटों के कारण है जो मुद्रास्फीति को केंद्रीय बैंक के लक्ष्य से अलग मानते हैं। चौथा, आपूर्ति के झटके के कारण दृढ़ता पैदा हो सकती है (एंजेलोनी एवं अन्य, 2006)। ब्याज दर में कमी या मौद्रिक नीति के इरादे को सुदृढ़ करने के लिए एक दिशा में छोटे और क्रमिक ब्याज दर में परिवर्तन दृढ़ता का एक और आयाम स्वयं मौद्रिक नीति से ही उत्पन्न हो सकता है (पात्र एवं अन्य, 2014)¹⁶।

11.40 अनुभवजन्य परिणाम बताते हैं कि भारत¹⁷ में, जब एफआईटी अवधि को पूर्ववर्ती एफआईटी नमूना अवधि में जोड़ा गया तो आंतरिक दृढ़ता में गिरावट आई है, जबकि अपेक्षाओं की भूमिका बढ़ गई है (सारणी 11.6)।¹⁸ ऐसा प्रतीत होता है कि ब्याज दर में कमी लाने वाले मानदंड की निम्नतर कीमत ने मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं के स्थिरीकरण में योगदान दिया है और इस प्रकार एफआईटी व्यवस्था की विश्वसनीयता में योगदान दिया है।

11.41 स्वतंत्रता की डिग्री को सीमित करने वाली एफआईटी के तहत कवर की गई अल्प अवधि के मद्देनजर, यूसीएसवी परंपरा के भीतर रुझान मुद्रास्फीति के अनुमान प्रसंभाव्य अस्थिरता (टीवीपी-एसवी)¹⁹ के साथ एक समय-भिन्न मानदंड प्रतिगमन फ्रेमवर्क में एक संवर्धित फिलिप्स वक्र से उत्पन्न हो सकते हैं। (स्टॉक और वॉटसन, 2007; कॉगली, प्रिमिसेरी और सार्जेंट, 2010)। अनुमान बताते हैं कि आंतरिक दृढ़ता में गिरावट आई है, जिससे मुद्रास्फीति रुझान में कमी आई है (चार्ट 11.13ए)।

सारणी 11.6 : मुद्रास्फीति की निरंतरता का अनुमान

$\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma\pi_{t+1}^e + \omega y_t^{gap} + \varepsilon_t$				
	एफआईटी अवधि के पहले (ति1: 1996-97 से ति2: 2016-17)		एफआईटी अवधि सहित (ति1: 1996-97 से ति4: 2019-20)	
	गुणांक	टी- सांख्यिकीय	गुणांक	टी- सांख्यिकीय
स्थिर	0.74***	3.48	0.33'	1.64
π_{t-1} (आंतरिक)	0.68***	12.89	0.64***	16.59
π_{t+1}^e (अपेक्षाएँ)	0.19**	2.26	0.28***	4.31
y_t^{gap} (बाह्य)	0.08**	2.32	0.06'	1.64
ब्याज दर समरेखण	0.86		0.75	
वालड टेस्ट χ^2 $H_0: \beta + \gamma = 1$	16.62***	0.00	1021.53***	0.00

***, **, *: क्रमशः 1 प्रतिशत, 5 प्रतिशत और 10 प्रतिशत के स्तर पर महत्वपूर्ण।
स्रोत: आरबीआई स्टाफ का अनुमान।

11.42 बाहरी दृढ़ता में गिरावट मूल्य निर्धारण में नाममात्र की कठोरता के नरम होने की ओर इशारा करती है (चार्ट 11.13बी)। हाल के दिनों में प्रतिकूल आपूर्ति झटकों की कम घटनाओं के कारण एफआईटी से बहुत पहले मुद्रास्फीति में प्रसंभाव्य अस्थिरता में गिरावट शुरू हो गई थी (चार्ट 11.13सी)।

5.2 मुद्रास्फीति की उम्मीदें

11.43 हाउसहोल्ड, फर्म और वित्तीय बाजार के खिलाड़ी वित्तीय बाजार की स्थिति का उपभोग करने, निवेश करने और बदलने के अपने निर्णयों में अपनी मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं को शामिल

16 मुद्रास्फीति दृढ़ता के पहले चार कारकों का अनुमान एक संवर्धित फिलिप्स वक्र का उपयोग करके लगाया जा सकता है, जबकि पांचवां कारक - "नीति-संचालित" दृढ़ता - समय क्षितिज पर चार कारकों की गति से, और टेलर प्रकार नियम से अनुमान लगाया जा सकता है।

17 परिणाम पात्र एवं अन्य (2014) में प्रस्तावित पद्धति साथ ही ति1:1996-97 से ति4:2019-20 के डेटा का उपयोग कर पाये जाते हैं।

18 मुद्रास्फीति अपेक्षाओं को तब स्थिर कहा जाता है जब हाउसहोल्ड और फर्म आघात या आने वाले डेटा (बल्कि उनकी दीर्घकालिक अपेक्षाओं से अधिक जुड़ा हुआ) की आपूर्ति के लिए अपेक्षाकृत असंवेदनशील होते हैं। जब फिलिप्स वक्र में मुद्रास्फीति अपेक्षाओं का गुणांक एक के करीब होता है तो अपेक्षाएँ पूरी तरह से टिकी होती हैं और गुणांक के मूल्य में वृद्धि का मतलब मुद्रास्फीति अपेक्षाओं का बेहतर स्थिरीकरण है।

19 मुद्रास्फीति : $\pi_t = \rho_t + (1 - \rho_t) * \pi_t^T + \alpha_t * ygap_t + \varepsilon_t^T$

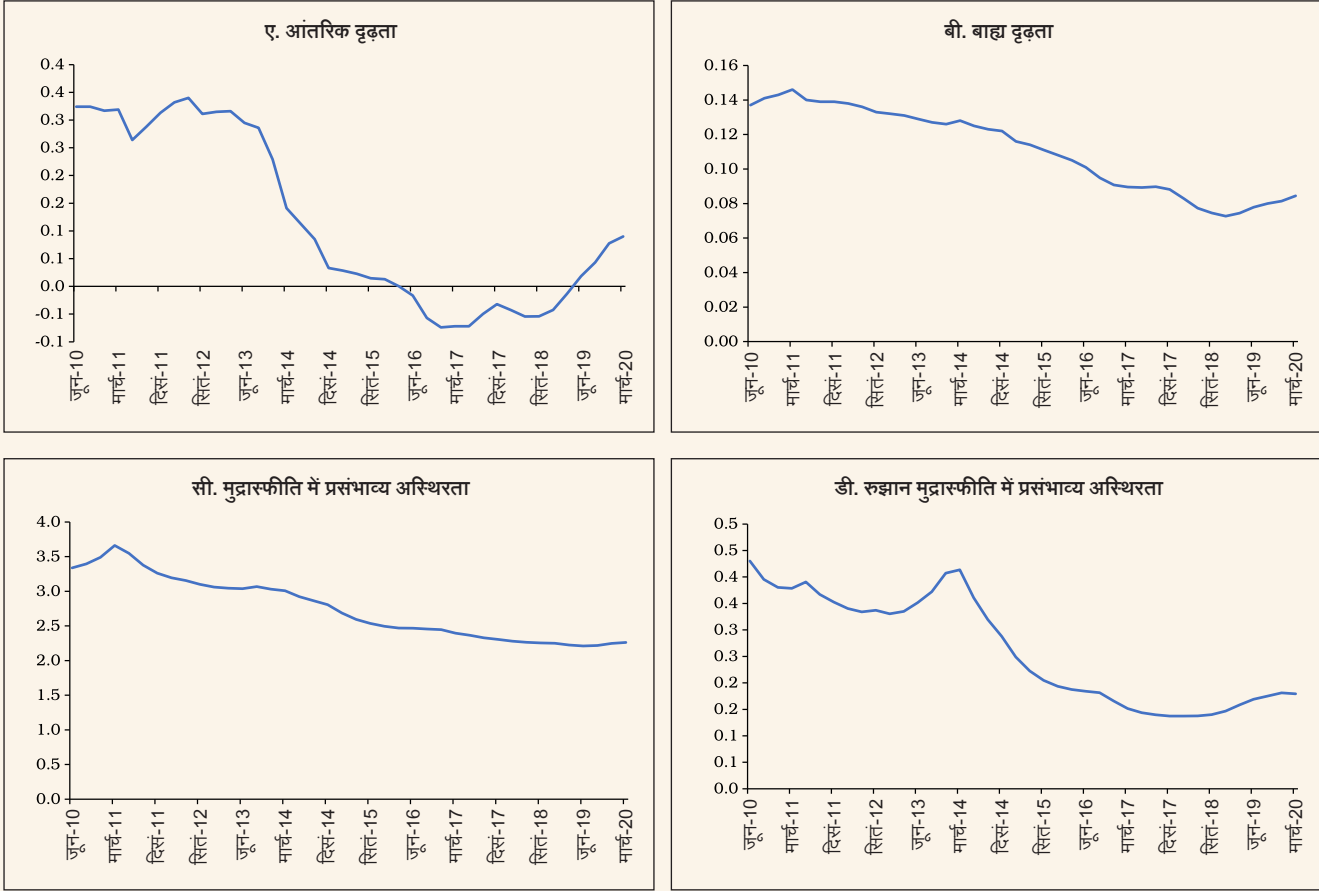
मुद्रास्फीति रुझान : $\pi_t^T = \pi_{t-1}^T + \varepsilon_t^T$

प्रसंभाव्य अस्थिरता : $\varepsilon_t^T \sim N(0, \sigma_{\varepsilon_t^T}^2)$; $\varepsilon_t^T \sim N(0, \sigma_{\varepsilon_t^T}^2)$

$ygap$: वाई अंतराल उत्पादन अंतराल है।

नकाजिमा के कोड (2011) का इस्तेमाल करके बायेसियन मार्कोव चेन मॉटे कार्लो (एमसीएमसी) पद्धति द्वारा समय भिन्न मापदंड का अनुमान लगाया जाता है।

चार्ट II.13 : मुद्रास्फीति रुझान, वृद्धता और अस्थिरता



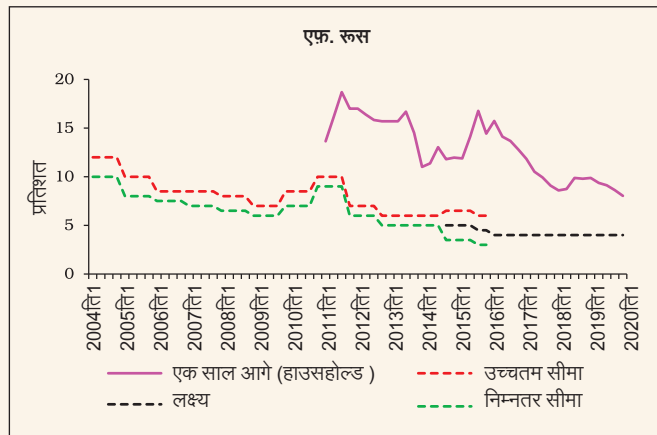
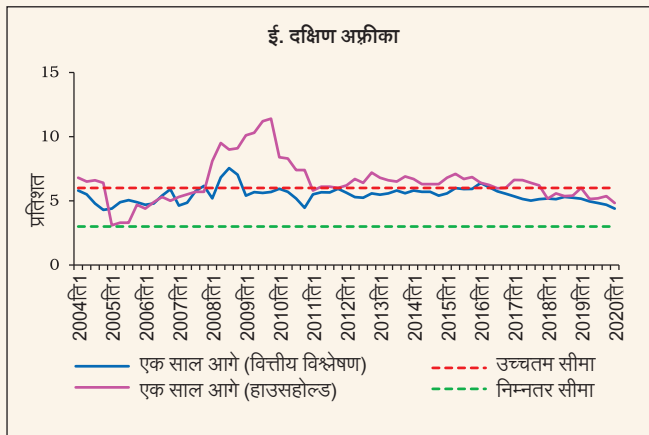
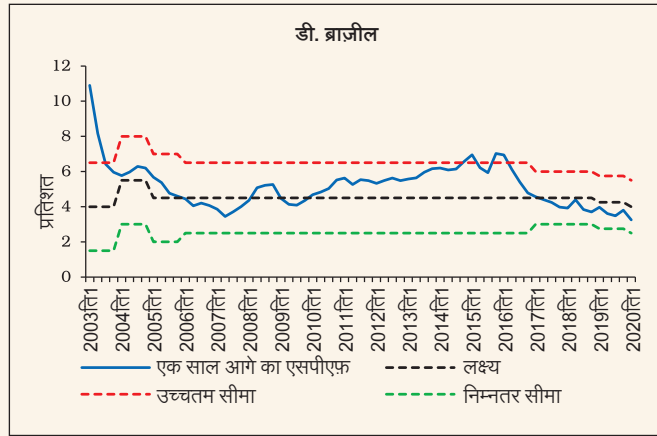
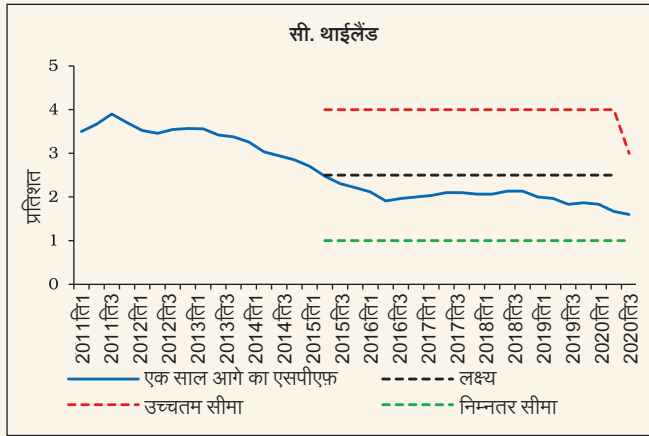
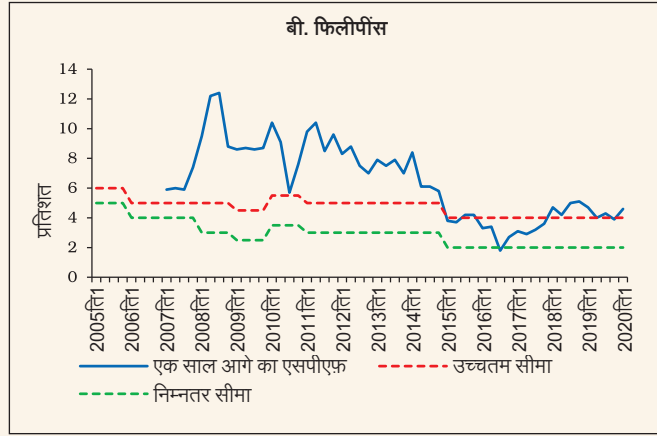
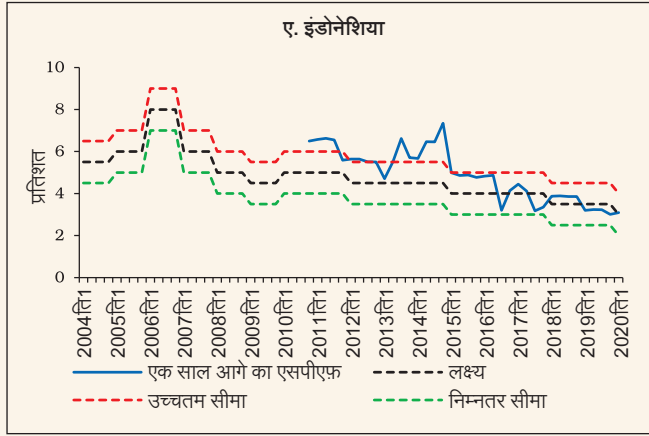
स्रोत : आरबीआई स्टाफ का अनुमान।

करते हैं। एफआईटी सार्वजनिक रूप से घोषित मुद्रास्फीति लक्ष्य के प्रति एक विश्वसनीय प्रतिबद्धता के माध्यम से जनता की मुद्रास्फीति अपेक्षाओं को स्थिर करने पर केंद्रित है। इससे टिकाऊ आधार पर मूल्य स्थिरता बनाए रखने की संभावना बढ़ जाती है। कई लाभ प्राप्त हो सकते हैं: मजदूरी-मूल्य सर्पिल को टाला जा सकता है; विशिष्ट आपूर्ति आघातों को समायोजित किया जा सकता है, और परिणामस्वरूप मूल्य स्थिरता प्राप्त करने के लिए वृद्धि के बलिदान के जोखिम को कम किया जा सकता है; और वित्तीय बाजारों की स्थिरता उत्पन्न की जा सकती है, जिससे अर्थव्यवस्था में संसाधनों के कुशल आबंटन को सुगम बनाया जा सकता है (मियाजिमा और येटमैन, 2018)।

देशांतर अनुभव

II.44 उन्नत और उभरती दोनों अर्थव्यवस्थाओं ने मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण फ्रेमवर्क को अपनाने से पहले और बाद में मुद्रास्फीति अपेक्षाओं के निर्धारण में कुछ हद तक समान प्रदर्शन दिखाया। पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं की अपेक्षाएं आम तौर पर मुद्रास्फीति लक्ष्य के आसपास अपेक्षाकृत जल्दी स्थिर हो जाती हैं, जबकी हाउसहोल्ड की अपेक्षाएं आम तौर पर मुद्रास्फीति लक्ष्य/ऊपरी सहनशीलता बैंड से अधिक हो जाती हैं, अक्सर मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण को औपचारिक रूप से अपनाने के बाद मध्यम होने में कई साल लग जाते हैं (चार्ट II.14 और II.15)। एई के बीच, यह केवल न्यूजीलैंड में है कि हाल के वर्षों में हाउसहोल्ड की

चार्ट II.14 : चुनिंदा उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) में मुद्रास्फीति की अपेक्षाएं



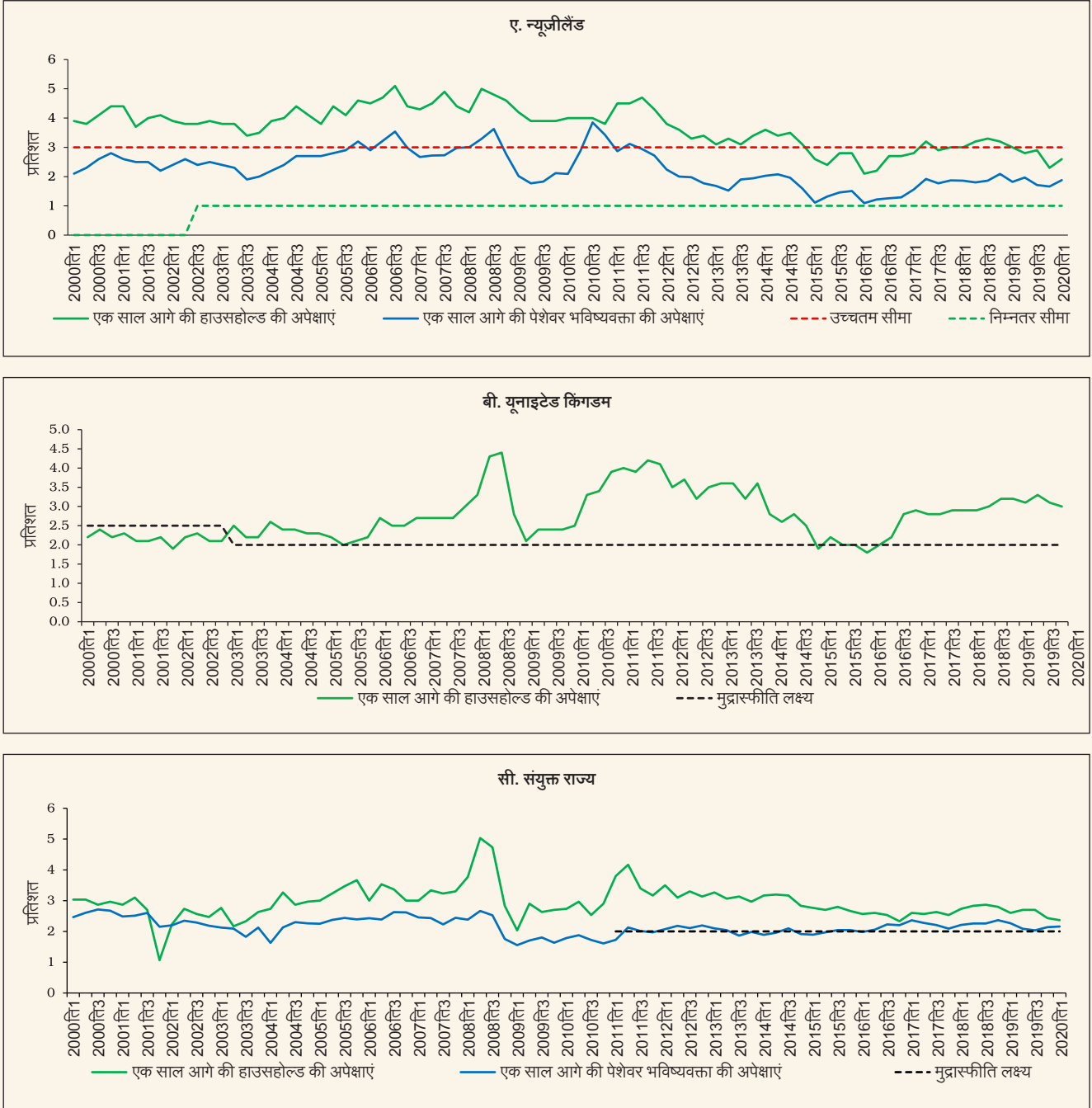
स्रोत : सीईआईसी डेटाबेस।

मुद्रास्फीति अपेक्षाएं लक्ष्य बैंड के स्तर तक कम हो गई हैं। इसी तरह का पैटर्न दक्षिण अफ्रीका में देखा जाता है जबकि रूस में, हाउसहोल्ड अपेक्षाएं मुद्रास्फीति लक्ष्य से ऊपर मंडराती रहती

हैं। कुछ देशों में, मुद्रास्फीति अपेक्षाएं अक्सर वास्तविक मुद्रास्फीति और मुद्रास्फीति लक्ष्य दोनों से अधिक रहने की प्रवृत्ति रखती हैं।

मौद्रिक नीति के लक्ष्य

चार्ट II.15: चुनिंदा उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (ईई) में मुद्रास्फीति की उम्मीदें



स्रोत : सीईआईसी डेटाबेस।

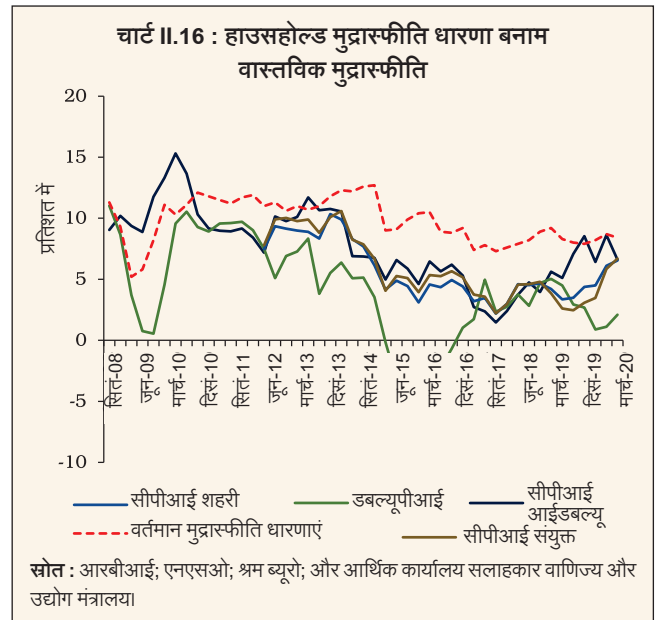
II.45 कुल मिलाकर, यह देखा गया है कि ईई और ईएमई में, हाउसहोल्ड में पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं और वित्तीय विश्लेषकों की तुलना में उच्च पूर्वाग्रह और कम स्तर का स्थिरण होता है।

भारत में एफआईटी के दौरान मुद्रास्फीति अपेक्षाएं

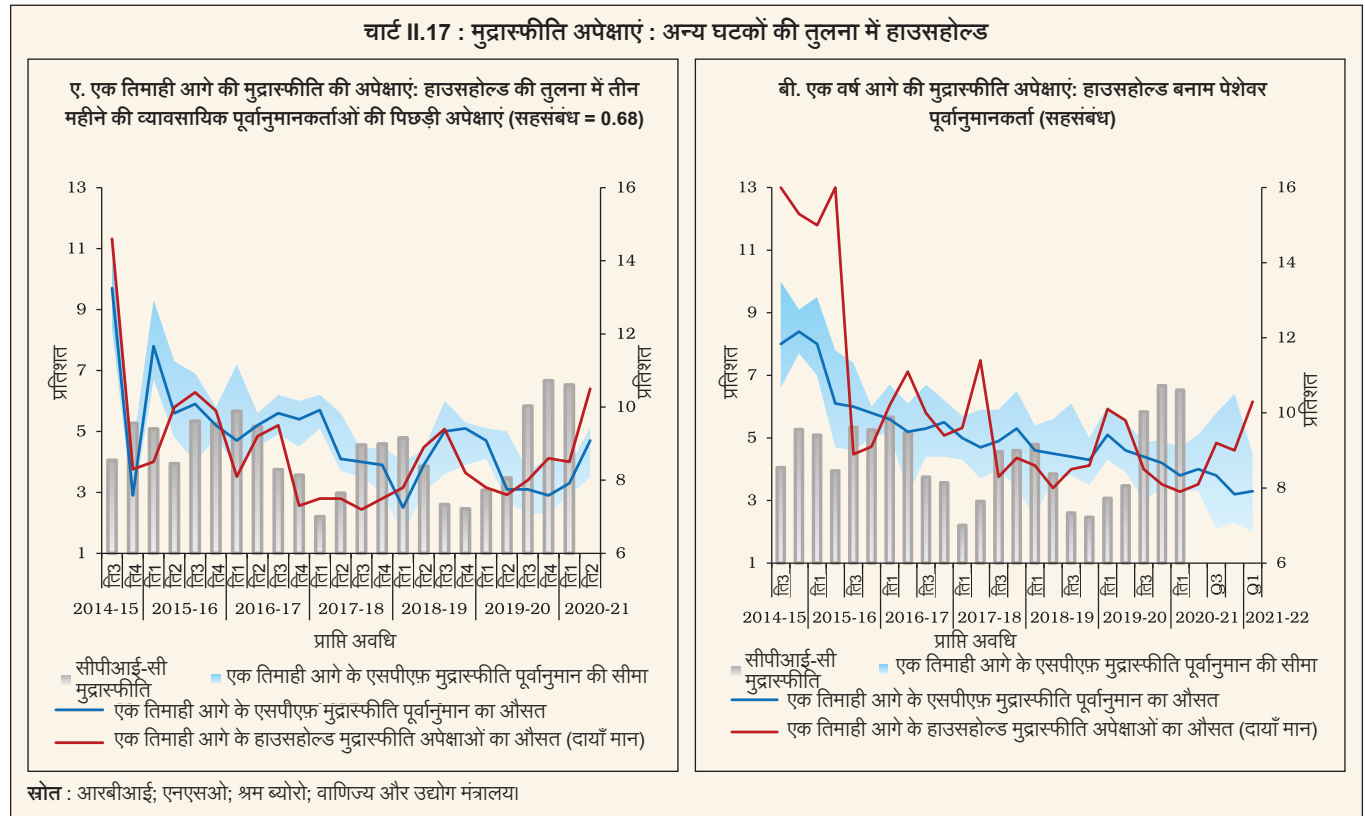
II.46 रिजर्व बैंक हाउसहोल्ड मुद्रास्फीति अपेक्षाओं (आईईएसएच) और पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं (एसएफपी) की

मुद्रास्फीति अपेक्षाओं पर जानकारी एकत्र करने के लिए द्विमासिक सर्वेक्षण करता है²⁰। एफआईटी अवधि के दौरान, हाउसहोल्ड की वर्तमान मुद्रास्फीति की धारणा मुद्रास्फीति के सभी आधिकारिक उपायों से ऊपर बनी हुई है, जो कि मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं को तेजी देती हैं (यानी, तीन महीने आगे और एक साल आगे के लिए मुद्रास्फीति की अपेक्षाएं आधिकारिक मुद्रास्फीति डेटा के अनुसार अनुभव की गई वास्तविक मुद्रास्फीति के बजाय वर्तमान धारणाओं के आधार पर बनती हैं) (चार्ट II.16)। दूसरी ओर, पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं की अपेक्षाएं वास्तविक मुद्रास्फीति प्रक्षेपवक्र (चार्ट II.17) के आसपास मँडरा रही हैं। एक साल आगे की मुद्रास्फीति पर हाउसहोल्ड और पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं की भावनाएं 0.79 के उच्च और महत्वपूर्ण सहसंबंध के साथ दृढ़ता से संबंधित हैं।

II.47 2014 के बाद से, मुद्रास्फीति अपेक्षाओं में गिरावट भी हेडलाइन मुद्रास्फीति में गिरावट के पीछे पीछे ही रही है (चार्ट

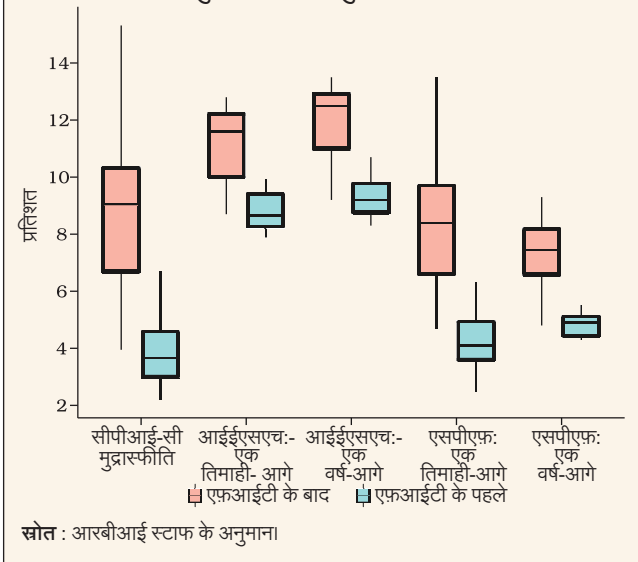


II.18 और सारणी II.7)। सांख्यिकीय रूप से, मुद्रास्फीति की धारणा और मुद्रास्फीति की अपेक्षाएँ सीपीआई-सी हेडलाइन



20 सितंबर 2007 से द्विमासिक आधार पर व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं का सर्वेक्षण (एसपीएफ) किया जा रहा है। एसपीएफ के तहत बाज़ार विश्लेषकों और पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं के एक पैनल का सर्वेक्षण किया जाता है। पैनल के लोग अन्य बातों के साथ-साथ, हेडलाइन सीपीआई, कोर सीपीआई, हेडलाइन डब्ल्यूपीआई और डब्ल्यूपीआई गैर-खाद्य विनिर्मित उत्पादों के लिए तीन महीने से एक वर्ष आगे की सीमा के लिए पूर्वानुमान प्रस्तुत करते हैं।

चार्ट II.18 : एफआईटी अवधि के पहले और बाद की अवधि के दौरान सीपीआई मुद्रास्फीति और मुद्रास्फीति की अपेक्षाएं



मुद्रास्फीति के साथ उच्च स्तर का सहसंबंध दर्शाती हैं (सारणी II.7)।

II.48 एफआईटी अवधि के दौरान पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं और हाउसहोल्ड में एक वर्ष आगे की मुद्रास्फीति अपेक्षाओं की

सारणी II.7: मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं (आईई) और वास्तविक मुद्रास्फीति के बीच सहसंबंध

सहसंबंध	सीपीआई-सी हेडलाइन	सीपीआई-सी खाद्य	सीपीआई-सी ईंधन	सीपीआई-सी प्रमुख	सीपीआई-आईडब्ल्यू	डब्ल्यूपीआई
आईईएसएच वर्तमान धारणा	0.83	0.77	0.47	0.68	0.44	0.47
आईईएसएच एक तिमाही आगे	0.87	0.78	0.53	0.75	0.45	0.50
आईईएसएच एक साल आगे आईई	0.90	0.83	0.57	0.75	0.43	0.51
एसपीएफ एक तिमाही आगे आईई	0.78	0.59	0.27	*	*	0.91
एसपीएफ एक साल आगे आईई	0.26	0.29	0.01	*	*	0.42

*एसपीएफ में दिसंबर 2013 तक सीपीआई-आईडब्ल्यू का पूर्वानुमान शामिल किया गया था। बाद में सीपीआई-आईडब्ल्यू के स्थान पर सीपीआई-सी हेडलाइन और सीपीआई-सी प्रमुख के पूर्वानुमान का अनुरोध किया गया।
स्रोत: आरबीआई; एनएसओ; वाणिज्य और उद्योग मंत्रालय में आर्थिक सलाहकार का कार्यालय और श्रम ब्योरो।

पकड़ ने मौद्रिक नीति की प्रभावकारिता को बढ़ाया है (बॉक्स II.3)।

बॉक्स II.3

भारत में एफआईटी के दौरान मुद्रास्फीति अपेक्षाओं का स्थिरीकरण

यह आकलन करने के लिए कि क्या एफआईटी ने मुद्रास्फीति अपेक्षाओं को स्थिर करने में मदद की है, निम्नलिखित प्रतिगमन विनिर्देश उपयोग किया गया है:

$$\pi_{t+h|t}^e = c + \alpha \cdot \pi_{t+h|t-1}^e + \beta \cdot \pi_{t-1} + \epsilon_t$$

यह देखते हुए कि प्रवृत्ति परिवर्तन अक्सर क्रमिक होते हैं, मॉडल मापदंड के समय के साथ बदलने के लिए लिए उपरोक्त समीकरण का अनुमान लगाया गया है। हाउसहोल्ड और पेशेवर भविष्यवक्ता की एक तिमाही आगे और एक साल आगे की मुद्रास्फीति अपेक्षाओं दोनों के लिए मॉडल अनुमानित है। समय-भिन्न मापदंड अनुमान दर्शाते हैं कि बीटा (β) मापदंड- मुद्रास्फीति अपेक्षाओं (आईई) पर वास्तविक मुद्रास्फीति के प्रभाव को दर्शाता है- जिसमें 2010-2014 से उल्लेखनीय ढंग से गिरावट आई है, एक साल आगे के लिए दोनों घरेलू और पेशेवर भविष्यवक्ताओं

की मुद्रास्फीति अपेक्षाएं (चार्ट 1सी और डी)। 2014 के मध्य से, बीटा (β) पैरामीटर में धीरे-धीरे गिरावट आई है और 2017 के मध्य तक सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण बना रहा। इसलिए, एफआईटी को अपनाने से मौद्रिक नीति पारदर्शिता में वृद्धि हुई है जो भारत में मुद्रास्फीति अपेक्षाओं को थामे रखने की डिग्री में बेहतरी से जुड़ा है (सामंता और कुमारी, 2021)।

एफआईटी के बाद उस वर्ष के मुद्रास्फीति स्तर का पता लगाने जिससे एक वर्ष पहले अपेक्षाओं में स्थिरता आ गई थी, उसके लिए निम्नलिखित मॉडल का उपयोग किया जाता है:

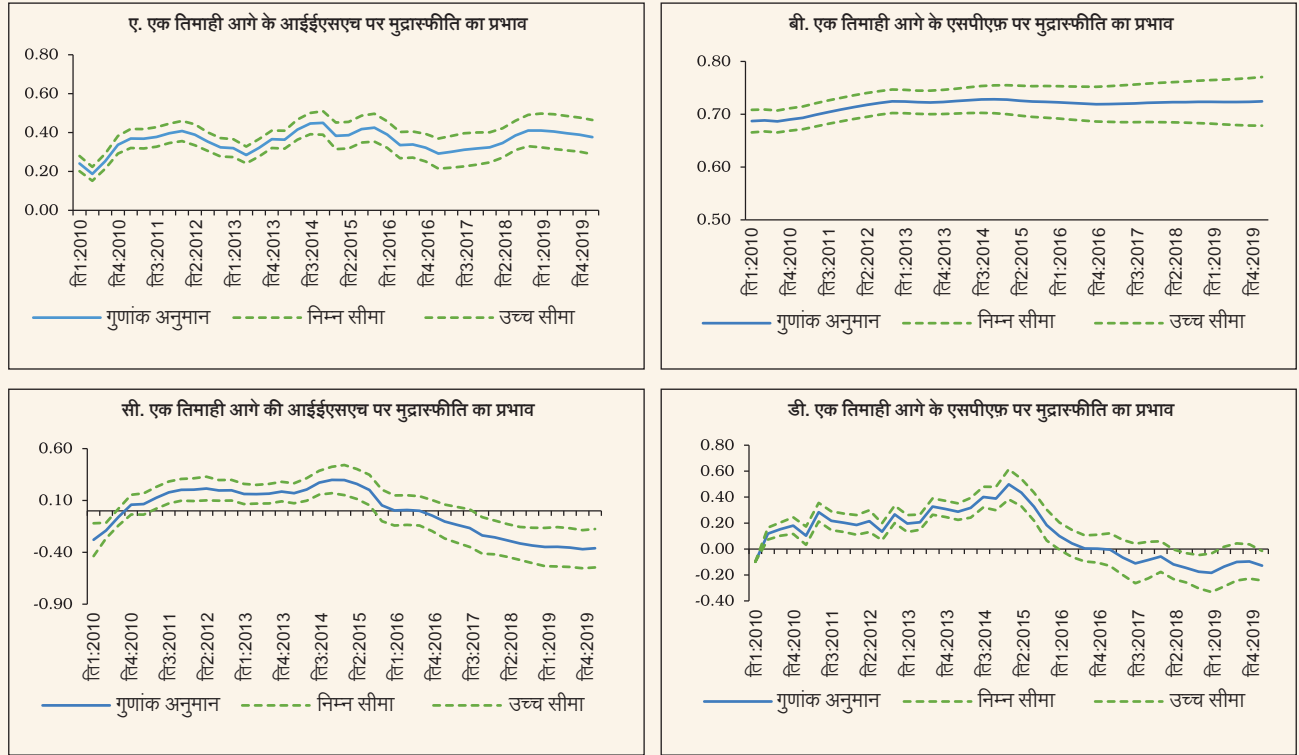
$$\pi_t^e = \alpha_t + \beta_t \cdot (\pi_t) + \epsilon_t$$

जहां, अपेक्षाओं का समय भिन्न प्रवृत्ति स्तर दर्शाता है। यह धीमी गति से चलने वाली प्रवृत्ति लंबी अवधि के स्तर को इंगित करती है जिसने

(जारी)

मुद्रा और वित्त संबंधी रिपोर्ट

चार्ट 1: विगत मुद्रास्फीति के प्रति मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं की संवेदनशीलता

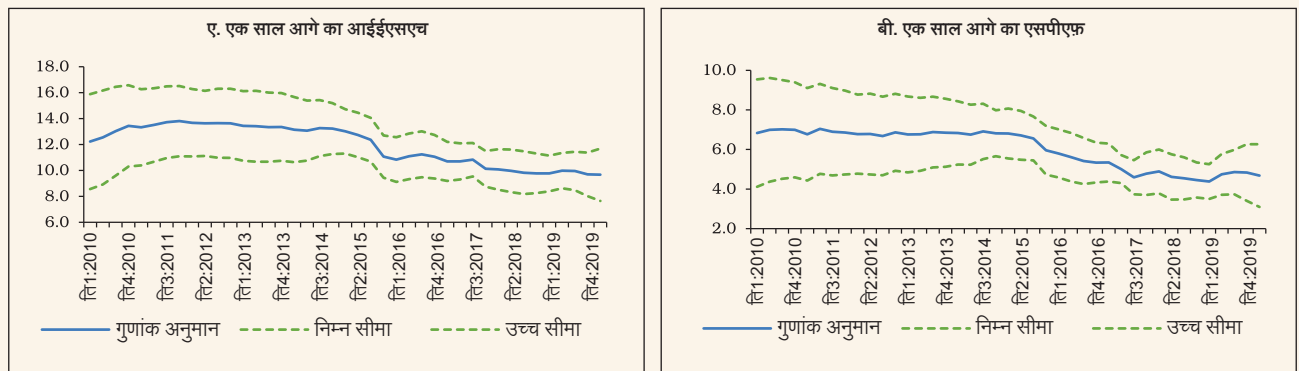


टिप्पणी: उपरोक्त अनुमानों की गणना स्टेट-स्पेस मॉडल फ्रेमवर्क और कलमन-फ़िल्टरिंग दृष्टिकोण का उपयोग करके की जाती है; डेटा नमूना - 2008:ति3-2020:ति1; वास्तविक मुद्रास्फीति सीपीआई-संयुक्त सूचकांक पर आधारित है; इसी तरह के परिणाम तब प्राप्त होते हैं जब समसामयिक मुद्रास्फीति का उपयोग पश्चात्त मुद्रास्फीति के स्थान पर किया जाता है;
स्रोत: आरबीआई कर्मचारियों का अनुमान।

अपेक्षाओं को स्थिर कर दिया गया है। परिणामस्वरूप अल्फा (α) मापदंड के लिए समय-भिन्न अनुमान हाउसहोल्ड के लिए 9-10 प्रतिशत

और पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं के लिए 4-5 प्रतिशत की सीमा के आसपास आईई के स्थिरीकरण की पुष्टि करता है (चार्ट 2)।

चार्ट 2: मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं की समय बदलती प्रवृत्ति



(जारी)

सारणी 1ए: हाउसहोल्ड के 'आघात निबंधित' मुद्रास्फीति अपेक्षाओं के लिए परीक्षण

$$\text{आईई1वाईएच} = \text{सी} + \beta_1 \text{सीपीआईआईडबल्यूईएक्स} + \beta_2 \text{सीपीआईआईडबल्यूएफ} + \beta_3 \text{सीपीआईआईडबल्यूटी} + \varepsilon_t$$

अवधि	सी	सीपीआईआईडबल्यूईएक्स	सीपीआईआईडबल्यूएफ	सीपीआईआईडबल्यूटी	समायोजित आर वर्ग ²
ति2:2009-10 to ति2:2016-17	10.357 [0.000]	-0.179 [0.377]	0.123 [0.147]	0.363 [0.003]	0.417
ति3:2016-17 to ति4:2019-20	7.601 [0.000]	-0.055 [0.536]	0.192 [0.092]	0.224 [0.044]	0.213

आईई1वाईएच : एक साल आगे की हाउसहोल्ड मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं का औसत

सीपीआईआईडबल्यूईएक्स: 'खाद्य', 'ईंधन और प्रकाश' और 'परिवहन और संचार' को छोड़कर चार तिमाही पश्चायित सीपीआई-आईडबल्यू मुद्रास्फीति

सीपीआईआईडबल्यूएफ: पिछले महीने के लिए उपसमूह 'खाद्य' की सीपीआई-आईडबल्यू मुद्रास्फीति

सीपीआईआईडबल्यूटी: पिछले महीने के लिए उपसमूह 'परिवहन और संचार' की सीपीआई-आईडबल्यू मुद्रास्फीति

कोष्ठक में दिए गए अंक पी-मान हैं।

स्रोत: आरबीआई कर्मचारियों का अनुमान।

अंत में, निबंधित मुद्रास्फीति अपेक्षाएं दोनों हो सकती हैं 'आघात निबंधित' और 'स्तर निबंधित' (बॉल और मजूमदार, 2011; चैन, 2019)। इस परिकल्पना का परीक्षण करते हुए, पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं का मुद्रास्फीति दृष्टिकोण दोनों ही आघात निबंधित और स्तर निबंधित पाया गया है। जबकि हाल के अनुभवों के आधार पर हाउसहोल्ड की अपेक्षाएं ईंधन की कीमतों के आघातों के प्रति संवेदनशील थीं (सारणी 1ए और बी)।

सारणी 1बी: पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं के 'आघात निबंधित' मुद्रास्फीति अपेक्षाओं के लिए परीक्षण

$$\text{आईई1वाईएच} = \text{सी} + \beta_1 \text{सीपीआईआईडबल्यूईएक्स} + \beta_2 \text{सीपीआईआईडबल्यूएफ} + \beta_3 \text{सीपीआईआईडबल्यूटी} + \varepsilon_t$$

अवधि	सी	सीपीआईआईडबल्यूईएक्स	सीपीआईआईडबल्यूएफ	सीपीआईआईडबल्यूटी	सीपीआईआईडबल्यूएफआई	समायोजित आर वर्ग ²
ति2:2009-10 to ति2:2016-17	3.471 [0.000]	-0.059 [0.295]	0.223 [0.000]	-0.000 [0.993]	0.233 [0.000]	0.810
ति3:2016-17 to ति4:2019-20	5.000 [0.000]	-0.125 [0.001]	0.101 [0.083]	0.023 [0.696]	-0.043 [0.316]	0.693

आईई1वाईएच : पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं की मुद्रास्फीति अपेक्षाओं का एक वर्ष आगे का औसत।

आईई1वाईएच : उपसमूह 'खाद्य' की दो तिमाही पश्चायित सीपीआई-आईडबल्यू मुद्रास्फीति।

सीपीआईआईडबल्यूटी : उपसमूह 'परिवहन और संचार' की सीपीआई-आईडबल्यू मुद्रास्फीति दो तिमाही पश्चायित।

सीपीआईआईडबल्यूएफआई : पिछले महीने के उपसमूह 'परिवहन और संचार' की सीपीआई-आईडबल्यू मुद्रास्फीति।

कोष्ठक में दिए गए अंक पी-मान हैं।

स्रोत: आरबीआई कर्मचारियों का अनुमान।

सन्दर्भ:

Ball, L. and Mazumder, S. (2011), "Inflation Dynamics and the Great Recession", *Brookings Papers on Economic Activity* 42 (Spring), 337–405.

Chen, Y.G. (2019), "Inflation, Inflation Expectations and the Phillips Curve", *Congress Budget Office, Washington, D.C., Working Paper Series* 2019-07.

Samanta, G. P., and Kumari, S., (2021), "Monetary Policy Transparency and Anchoring of Inflation Expectations in India", *Reserve Bank of India Working Papers No 03/2021*.

6. वृद्धि का उद्देश्य

II.49 एफआईटी के दोहरे अधिदेश को देखते हुए, इस बात पर काफी बहस हुई है कि क्या मूल्य स्थिरता को दी गई प्रधानता ने वृद्धि में मंदी में योगदान दिया है। मुद्रास्फीति के विपरीत, वृद्धि के लिए मात्रात्मक लक्ष्य की अनुपस्थिति, बहस के उद्देश्य मूल्यांकन

में बाधा डालती है। इसलिए, यह खंड ऊपर उल्लिखित बहस के केंद्रीय मुद्दे का मूल्यांकन करने के लिए मुद्रास्फीति को लक्षित करने वाले देशों के अनुभवों की समीक्षा की ओर मुड़ता है ताकि उनसे सबक लेने की संभावना का पता लगाया जा सके।

6.1 देश का अनुभव

II.50 कई मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण करने वाले देशों में, वृद्धि को मौद्रिक नीति के उद्देश्य के रूप में स्पष्ट रूप से नहीं बताया गया है। कुछ अन्य में, उनके उद्देश्यों में स्पष्ट रूप से वृद्धि शामिल है (अनुबंध II.4)। चाहे स्पष्ट रूप से या परोक्ष रूप से कहा गया हो, हालांकि, मुद्रास्फीति लक्ष्य के विपरीत, इसे कभी भी परिमाणित या संख्यात्मक लक्ष्य के रूप में निर्धारित नहीं किया गया है। इसके अलावा, वृद्धि को कभी भी मौद्रिक नीति के प्राथमिक उद्देश्य के रूप में कभी नहीं बताया गया है। नीति संचार में, अधिकांश केंद्रीय बैंक इस बात पर जोर देते हैं कि मुद्रास्फीति को कम, स्थिर और अनुमानित रखकर, मौद्रिक नीति निवेश को प्रोत्साहित करने और दीर्घकालिक टिकाऊ आर्थिक वृद्धि प्राप्त करने के लिए एक उपयुक्त वातावरण बना सकती है।

II.51 ऑस्ट्रेलिया में, मौद्रिक नीति का उद्देश्य ब्याज दर को इस तरह से निर्धारित करना है जो मुद्रा की स्थिरता (मूल्य स्थिरता), पूर्ण रोजगार, और आर्थिक समृद्धि और ऑस्ट्रेलिया के लोगों के कल्याण में सर्वोत्तम योगदान देता है। न्यूजीलैंड में, मूल्य स्थिरता के अलावा, अधिकतम स्थायी रोजगार का समर्थन करने के लिए मौद्रिक नीति अनिवार्य है। परिचालन उद्देश्यों के तहत, यह स्पष्ट रूप से एमपीसी को श्रम बाजार संकेतकों की एक विस्तृत श्रृंखला पर विचार करने की आवश्यकता है, इस अहसास के साथ कि अधिकतम स्थायी रोजगार सीधे मापने योग्य नहीं है। यूएस फेडरल रिज़र्व की मौद्रिक नीति के स्पष्ट लक्ष्य अधिकतम रोजगार, स्थिर कीमतों और मध्यम दीर्घकालिक ब्याज दरों को बढ़ावा देना है। यूके में, मौद्रिक नीति का मुख्य उद्देश्य मजबूत, स्थायी और संतुलित वृद्धि हासिल करने के सरकार के मुख्य उद्देश्य का समर्थन करने के लिए निम्न और स्थिर मुद्रास्फीति को बनाए रखना है। जीएफसी के बाद के कम मुद्रास्फीति के माहौल में, नीति का ध्यान उन्नत और उभरती अर्थव्यवस्थाओं में समान रूप से वृद्धि की ओर गया है, जो अत्यंत-समायोज्य

मौद्रिक नीति के उपयोग को सही ठहराता है। फिर भी, न तो वृद्धि को मौद्रिक नीति के प्राथमिक उद्देश्य के रूप में निर्धारित किया गया है और न ही वृद्धि के उद्देश्य की मात्रा निर्धारित की गयी है।

II.52 इस बात पर भारी सहमति है कि मौद्रिक नीति दीर्घकालिक (या संभावित) वृद्धि नहीं बढ़ा सकती (पापाडेमोस, 2003)। यह केवल क्षमता के आसपास उत्पादन की परिवर्तनशीलता को कम कर सकता है (मेयर, 2001)। वृद्धि में मौद्रिक नीति का सबसे अच्छा योगदान निम्न और स्थिर मुद्रास्फीति (लैकर, 2014) के माध्यम से है। एक वैकल्पिक दृष्टिकोण यह भी है कि मांग में एक अस्थायी कमी, जब तक कि समय पर ढंग से स्थिर न हो, हिस्टैरिसिस प्रभाव²¹ के माध्यम से उत्पादन का स्थायी नुकसान हो सकता है (गर्ग और सिंह, 2021)। मौद्रिक नीति के झटके कुल कारक उत्पादकता, पूंजी संचय और अर्थव्यवस्था की समग्र उत्पादक क्षमता पर दीर्घकालिक प्रभाव डाल सकते हैं (जोर्ड एवं अन्य, 2020)। एफआईटी के तहत मौद्रिक नीति असममित होती है - मंदी के दौरान बहुत तंग और विस्तार के दौरान इतनी ढीली नहीं - जो कुल मांग के लिए एक अधोमुखी आवेग उत्पन्न करती है और परिणामी उत्पादन वृद्धि पर परिणामी नकारात्मक वास्तविक प्रभाव डालती है (लिबानियो, 2010)।

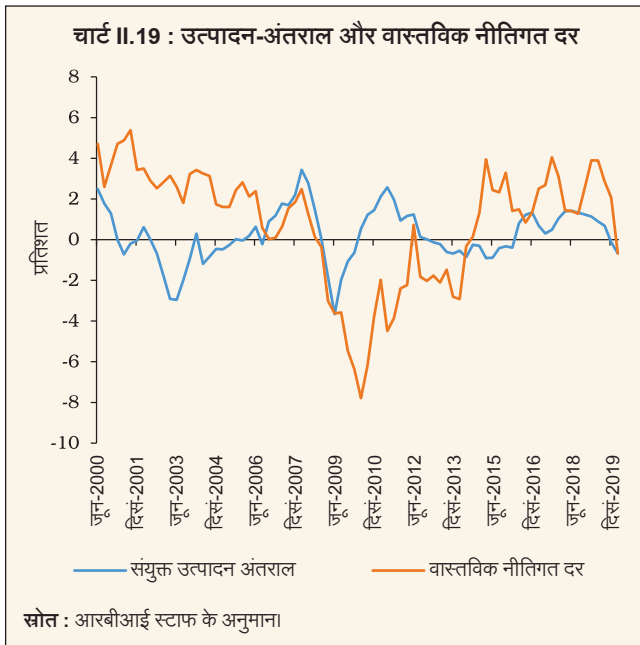
II.53 भारत में, एफआईटी अवधि के दौरान सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि में निरंतर गिरावट के लिए मौद्रिक नीति की भूमिका की अनुभवजन्य परीक्षा की आवश्यकता है। एफआईटी के दौरान और उससे पहले वास्तविक नीतिगत ब्याज दर का स्तर एक विशिष्ट संकेतक है जो इस आकलन में मदद कर सकता है।

6.2 वास्तविक नीतिगत ब्याज दर

II.54 वास्तविक नीतिगत दर एफआईटी अवधि (पिछली दो तिमाहियों को छोड़कर) के दौरान लगातार सकारात्मक बनी रही, जबकि एफआईटी पूर्व अवधि में, वास्तविक नीतिगत दर लंबी अवधि के लिए नकारात्मक थी (चार्ट II.19)²²। क्या

21 हिस्टैरिसिस अर्थव्यवस्था में किसी घटना के प्रभाव को संदर्भित करता है जो मूल आघात के पूरी तरह से समाप्त होने के बाद भी भविष्य में बना रहता है।

22 समसामयिक त्रैमासिक सीपीआई-सी औसत मुद्रास्फीति का उपयोग औसत वास्तविक नीतिगत रिपो दर पर पहुंचने के लिए अवस्फीतिकर्ता के रूप में किया गया है। इस खंड में बाद में अनुभवजन्य मूल्यांकन के लिए, वास्तविक नीतिगत दर प्राप्त करने के लिए मुद्रास्फीति अपेक्षाओं (पिछले वाले) का उपयोग किया जाता है। उत्पादन अंतराल विभिन्न अनुमानित मॉडलों से प्राप्त अंतराल का औसत है।



II.55 अनुभवजन्य अनुमान बताते हैं कि वास्तविक नीतिगत ब्याज दर में एक प्रतिशत की कमी के लिए, निवेश दर अल्पावधि में लगभग 9 बीपीएस और लंबी अवधि में 109 बीपीएस बढ़ सकती है²³। हालांकि, वास्तविक नीतिगत दर को कम करने में लक्ष्य से 1 प्रतिशत अधिक मुद्रास्फीति की सहनशीलता शामिल है जो अल्पावधि में लगभग 6 बीपीएस और लंबे समय में 69 बीपीएस तक निवेश को कम कर सकती है। वास्तविक नीतिगत दर में एक प्रतिशत की कमी से अल्पावधि में 40 बीपीएस और लंबी अवधि में 52 बीपीएस की वृद्धि होती है²⁴। हालांकि, उच्च मुद्रास्फीति को सहन करने में अल्पावधि में लगभग 30 बीपीएस और लंबी अवधि में 40 बीपीएस की वृद्धि का त्याग शामिल है। निवल आधार पर (दो तुलनीय मानकीकृत मापदंडों का उपयोग करते हुए), सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि लंबे समय में लगभग 12 बीपीएस तक बढ़ सकती है, लेकिन यह मुद्रास्फीति से मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं और फिर निवेश और वृद्धि की प्रतिक्रिया को ध्यान में नहीं रखता है।

एफआईटी के दौरान कम निवेश और जीडीपी वृद्धि सकारात्मक वास्तविक नीतिगत दर के कारण है?

23 निम्नलिखित प्रतिगमन समीकरण का अनुमान लगाया जाता है:

$$Inv_t = \alpha + \beta Int_t + \gamma X_t + \varepsilon_t$$

जहां आईएनवी निवेश दर को संदर्भित करता है, आईएनटी वास्तविक नीतिगत ब्याज दर है (प्रभावी नीतिगत दर और एक चौथाई पीछे साल-दर-साल मुद्रास्फीति को लेकर अपेक्षित मुद्रास्फीति के बीच अंतर के रूप में परिभाषित) और एक्स निवेश निर्णय के लिए प्रासंगिक अन्य चर के प्रभाव का पता लगाता है। चूंकि निवेशक बड़े पैमाने पर भविष्य की वृद्धि के दृष्टिकोण से प्रेरित होते हैं, उत्पादन रुझान के बेवरीज नेल्सन अपघटन से प्राप्त दीर्घकालिक वृद्धि पूर्वानुमान का उपयोग निवेश व्यवहार को चलाने वाले त्वरण सिद्धांत का पता लगाने के लिए जाता है। इसी तरह, बड़ा वित्तीय विकास निवेश के दायरे को बढ़ा सकता है जो कि ऋण के लिए जीडीपी अनुपात द्वारा अनुमानित है। एक डमी चर (डिस्ट्रक्ट), 2018:ति3 से 2020:ति1 तक की अवधि के लिए मान 1 लेते हुए और शेष अवधि के लिए शून्य का उपयोग मंदी के लिए किया जाता है।

निवेश दर के निर्धारकों के जीएमएम अनुमान नीचे दिए गए हैं:

$$Inv_t = 1.69 + 0.92Inv_{t-1} + 0.14trendg_t - 0.09Int_{t-1} + 0.09\Delta NFGDP_{t-2} - 0.06\pi_{t-1}^{TH4} - 1.16Dstruct$$

(8.73)*** (123.44)*** (8.73)*** (-7.40)*** (5.20)*** (-3.40)*** (-1.78)*

दीर्घकालिक अनुमान:

$$20.23 \quad 1.66 \quad -1.09 \quad 0.37 \quad -0.69$$

$R^2 = 0.96$; क्रैग-डोनाल्ड एफ-स्टेट = 0.72; स्टॉक-योगो टीएसएलएस 5 प्रतिशत महत्वपूर्ण मूल्य (सापेक्ष पूर्वाग्रह): 21.01

***, *: क्रमशः 1 प्रतिशत और 10 प्रतिशत के स्तर पर महत्वपूर्ण।

एच₀: उपकरण कमजोर हैं (क्रैग-डोनाल्ड परीक्षण में कमजोर उपकरणों के परीक्षण के लिए)।

24 सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि (वर्ष-दर-वर्ष) स्थिर, एक अवधि में पिछड़ी हुई वृद्धि, मुद्रास्फीति 4 प्रतिशत लक्ष्य स्तर () से अधिक होने पर, विश्व जीडीपी जीडीपी वृद्धि (जीडीपीजी) पर सीधे कम वास्तविक नीतिगत दर के प्रभाव की जांच करने के लिए वृद्धि (डब्ल्यूजीडीपीजी) और वास्तविक नीतिगत ब्याज दर। सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि के वाहकों पर जीएमएम अनुमान नीचे दिए गए हैं:

$$GDPg_t = 3.40 + 0.24GDPg_{t-1} - 0.40Int_{t-1} + 0.82WGDp_t - 0.30\pi_{t-2}^{TH4} - 0.01\Delta EPU_{t-1}$$

(6.15)*** (2.69)*** (-3.79)*** (6.16)*** (-3.14)*** (-2.44)**

दीर्घ-कालिक अनुमान:

$$4.50 \quad -0.52 \quad 1.08 \quad -0.40 \quad -0.01$$

$R^2 = 0.67$; क्रैग-डोनाल्ड एफ-स्टेट = 9.96; स्टॉक-योगो टीएसएलएस 5 प्रतिशत महत्वपूर्ण मूल्य (सापेक्ष पूर्वाग्रह): 20.91

***, **: क्रमशः 1 प्रतिशत और 5 प्रतिशत के स्तर पर महत्वपूर्ण।

एच₀: उपकरण कमजोर हैं (क्रैग-डोनाल्ड परीक्षण में कमजोर उपकरणों के परीक्षण के लिए)।

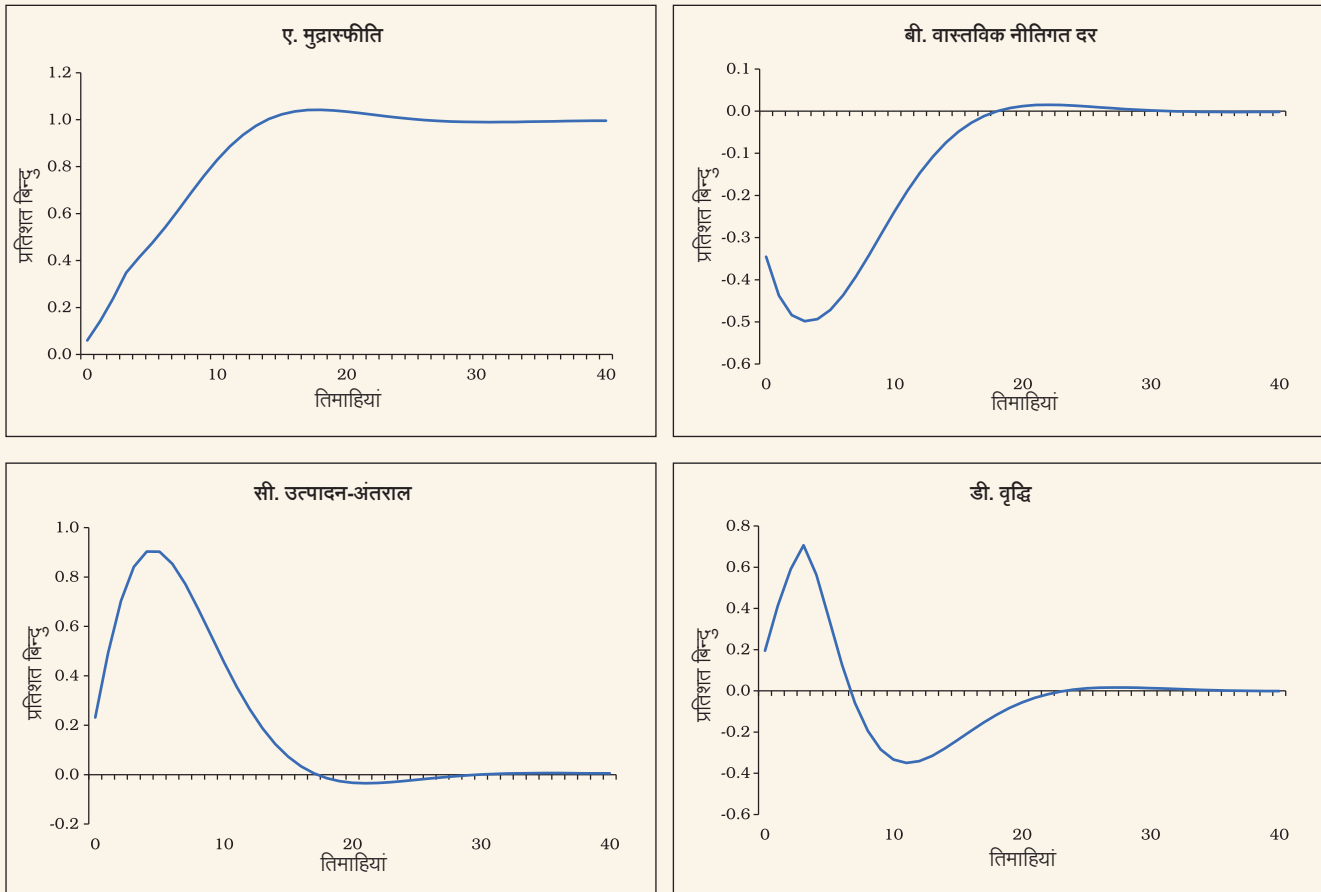
ये परिणाम भारत के लिए हाल के अनुभवजन्य शोध के निष्कर्षों के अनुरूप हैं (पटनायक एवं अन्य, 2020)।

11.56 इस फीडबैक लूप को शामिल करने के लिए, क्यूपीएम को नियोजित किया गया है²⁵ परिणाम बताते हैं कि एक प्रतिशत बिंदु तक उच्च मुद्रास्फीति की निष्क्रिय सहनशीलता एक समान परिमाण से मुद्रास्फीति की अपेक्षाएं अपरिवर्तित करती है। इससे अल्पावधि में वास्तविक ब्याज दर में गिरावट आती है, जिससे सकारात्मक उत्पादन अंतराल खुल जाता है। मुद्रास्फीति अपेक्षाएं समय के साथ ऊंचे स्तर पर चली जाती हैं, जिससे नीतिगत ब्याज दर सहित सभी नाममात्र चर बढ़ जाते हैं। नीतिगत दर में यह वृद्धि बाद में वास्तविक ब्याज दर में वृद्धि की ओर ले

जाती है। उत्पादन अंतराल शून्य के करीब पहुंच जाता है और वास्तविक उत्पादन वापस संतुलन में आ जाता है जिससे जीडीपी वृद्धि पर उच्च मुद्रास्फीति सहनशीलता का कोई दीर्घकालिक उत्तेजक प्रभाव नहीं पड़ता है (चार्ट 11.20)।

11.57 एफआईटी अवधि (पूर्व-कोविड) के दौरान जीडीपी वृद्धि का रुझान 6.5 प्रतिशत था²⁶ जब सीपीआई हेडलाइन मुद्रास्फीति औसत 3.9 प्रतिशत थी। जुलाई 2019 में 2019-20 के लिए केंद्रीय बजट पेश करते हुए, माननीय केंद्रीय वित्त मंत्री ने 2024-25 तक 5 ट्रिलियन अमेरिकी डॉलर की अर्थव्यवस्था के

चार्ट 11.20 : मुद्रास्फीति की निष्क्रिय सहनशीलता (आघात: एक प्रतिशत बिंदु)



स्रोत : बेन्स एवं अन्य 2016

25 बेन्स एवं अन्य (2016), "भारत के लिए त्रैमासिक प्रस्तुतीकरण मॉडल: प्रमुख तत्व और गुण", आरबीआई वर्किंग पेपर सीरीज नंबर 08।

26 एफआईटी अवधि के दौरान अनुमानित मानदंड और चर के औसत मूल्य (समीकरण में जीडीपी वृद्धि के निर्धारक) का उपयोग 4 प्रतिशत मुद्रास्फीति लक्ष्य के अनुरूप कार्यान्वित होने योग्य सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि का अनुमान लगाने के लिए किया जाता है।

माननीय प्रधान मंत्री के दृष्टिकोण को प्राप्त करने के लिए नीतिगत प्राथमिकता को निर्देशित करने की आवश्यकता पर बल दिया। इस दृष्टिकोण को प्राप्त करना संभव है, क्योंकि भारत ने अतीत में 2003-04 से 2010-11 और 2014-15 से 2018-19 के दौरान 7.4 प्रतिशत की वास्तविक जीडीपी वृद्धि देने की अपनी क्षमता का प्रदर्शन किया है (सारणी 11.8)। हालाँकि, इसके लिए अर्थव्यवस्था में निवेश दर बढ़ाने की आवश्यकता होगी ताकि यह औसत सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि में 60 प्रतिशत का योगदान दे, जो पूंजी निर्माण (10.6 प्रतिशत प्रति वर्ष) में मजबूत वृद्धि और निर्यात को बढ़ावा देने (प्रति वर्ष 22 प्रतिशत की वृद्धि) द्वारा समर्थित हो।, जैसा कि 2003-04 से 2010-11 के दौरान हुआ था। संरचनात्मक सुधारों द्वारा समर्थित 2014-15 से 2018-19 के अनुभव के समान कुल कारक उत्पादकता को वृद्धि में लगभग 50 प्रतिशत का योगदान देना है (अनुबंध 11.5)।

सारणी 11.8: औसत सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि और संबंधित संकेतक

	2003-04 से 2010-11 तक (प्रतिशत)	2014-15 से 2018-19 (प्रतिशत)
वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि योगदान:	7.4	7.4
श्रम	7.2	-1.3
पूंजी	60.1	43.5
श्रम गुणवत्ता	4.6	2.0
पूंजीगत गुणवत्ता	4.0	5.0
कुल कारक उत्पादकता	24.2	50.9
नाममात्र सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि	15.0	11.0
अमेरिकी डॉलर मूल्ययुक्त सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि	15.9	7.9
सकल घरेलू उत्पाद में सकल पूंजी निर्माण का शेर	36.6	32.8
जीडीपी में सकल स्थिर पूंजी निर्माण में वृद्धि	10.6	7.1
वस्तुओं और सेवाओं के निर्यात में वृद्धि	22.3	6.0
बैंक ऋण वृद्धि	25.0	7.4
एनपीए का हिस्सा (अग्रिमों के अनुपात के रूप में)	3.5	8.4
जीडीपी अवस्फीतिकारक मुद्रास्फीति #	7.2	3.3
थोक मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति	6.2	1.3
सीपीआई-सी मुद्रास्फीति *	7.1	4.5

#: पूरी अवधि के लिए समस्त वार्षिक वृद्धि दर।

* 2003-11 अवधि के लिए सीपीआई-आईडब्ल्यू।

स्रोत : केएलईएमएस, आरबीआई और एनएसओ

7. निष्कर्ष

11.58 अंतर्राष्ट्रीय अनुभव बताता है कि मुद्रास्फीति को लक्षित करने वाले ईएमई ने या तो अपने मुद्रास्फीति लक्ष्यों को कम कर दिया है या समय के साथ अपने लक्ष्यों को अपरिवर्तित रखा है। भारत में, हालांकि, आपूर्ति झटकों की बार-बार होने वाली घटनाओं, अभी भी बढ़ी हुई मुद्रास्फीति अपेक्षाओं और प्रक्षेपण त्रुटियों के लिए अगले पांच वर्षों में मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण और सहनशीलता बैंड के लिए मौजूदा संख्यात्मक फ्रेमवर्क के साथ बने रहने की आवश्यकता है।

11.59 उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के अनुभव से पता चला है कि शून्य स्तर की निम्नतर सीमा विशेष रूप से बाध्यकारी नहीं है और मौद्रिक नीति के एक लिखत के रूप में ब्याज दर के परिणामी नुकसान ने केंद्रीय बैंकों की तुलना पत्र नीतियों पर निर्भरता को प्रमुख बनाया है जो कि वास्तविक अर्थव्यवस्था पर किसी भी प्रत्यक्ष प्रभाव के बिना वित्तीय आस्ति की कीमतों को बढ़ाते हैं। इस बीच, अर्थव्यवस्था में संरचनात्मक परिवर्तन, विशेष रूप से जनसांख्यिकी, आय वितरण और गिरती हुई वृद्धि प्रवृत्ति मौद्रिक नीति की प्रासंगिकता को स्थिरीकरण के एक साधन के रूप में चुनौती दे रही है, जबकि बढ़ते संरक्षणवाद, डिजिटलीकरण और जलवायु परिवर्तन ने नए जोखिम पैदा किए हैं। महामारी ने वैश्विक अर्थव्यवस्था पर स्थायी निशान छोड़े हैं, अंतर्निहित संरचनात्मक परिवर्तनों के प्रभावों को बढ़ाना और मुद्रास्फीति की वृद्धि और असमानता में वृद्धि के रूप में अल्पकालिक असमानता का जोखिम पैदा करना। यह इस संदर्भ में है कि दुनिया भर के कई केंद्रीय बैंक अपने मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क की आत्मविश्लेषी समीक्षा कर रहे हैं और भारत इन विवर्तनिक बदलावों से सुरक्षित नहीं हो सकता है। मौद्रिक नीति एक दुविधा की अवस्था में प्रवेश कर गई है और जब तक भविष्य में यह क्या आकार लेगी स्पष्टता नहीं आती तब तक इसकी डोर को मजबूती से पकड़ना महत्वपूर्ण है ताकि यह अपनी स्थिर भूमिका निभा सके।

II.60 मुद्रास्फीति लक्ष्य के लिए कम सहनशीलता सीमा पर, मापन त्रुटियों में सावधानी बरती जाती है। चूंकि एई में मुद्रास्फीति लक्ष्य लगभग 2 प्रतिशत पर अपरिवर्तित रहते हैं, लगातार अवस्फीति की स्थिति के बावजूद, भारत में निम्न सहनशीलता बैंड 2 प्रतिशत से कम नहीं होना चाहिए। यह अध्याय में प्रस्तुत आपूर्ति झटकों के अनुमानों के अनुरूप भी है। ऊपरी सहनशीलता सीमा पर, अंतर्राष्ट्रीय अनुभव बताता है कि जिन देशों में सीपीआई बास्केट में खाद्य का एक बड़ा हिस्सा होता है, उनके पास उच्च मुद्रास्फीति लक्ष्य और व्यापक सहनशीलता बैंड होते हैं। एक लंबी नमूना अवधि में सीमा का अनुमान 6 प्रतिशत तक होता है, जिसके आगे मुद्रास्फीति की सहनशीलता विकास के लिए हानिकारक हो सकती है। इसलिए, समय के साथ लक्ष्य कम करने और बैंड को कम करने के देश के अनुभव से उभरने वाली केंद्रीय प्रवृत्ति के बावजूद +/- 2 प्रतिशत के वर्तमान सहनशीलता बैंड को बनाए रखा जा सकता है।

संदर्भ

- Agarwala, R. (2020), "India's Inflation Targeting Framework Needs a Relook". *Business Line*. Retrieved from <https://www.thehindubusinessline.com/opinion/indias-inflation-targeting-provisions-need-a-relook/article32886547.ece>
- Angeloni, I., Aucremanne, L., Ehrmann, M., Gali, J., Levin, A., and Smets, F. (2006), "New Evidence on Inflation Persistence and Price Stickiness in the Euro Area: Implications for Macro Modeling", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 4(2-3), 562-574.
- Ascari, G., and Sbordone, A. M. (2014), "The Macroeconomics of Trend Inflation", *Journal of Economic Literature*, Vol. 52(3), 679-739.
- Bangko Sentral ng Pilipinas (2019), "Inflation Report", *BSP, Manila, Philippines*.
- Behera, J., and Mishra, A. K. (2017), "The Recent Inflation Crisis and Long-run Economic Growth in India: An Empirical Survey of Threshold Level of Inflation", *South Asian Journal of Macroeconomics and Public Finance*, Vol. 6(1), 105-132.
- Behera, H. K., and Patra, M. D. (2020), "Measuring Trend Inflation in India", *RBI Working Paper Series No. 15*.
- Benes, J., K. Clinton, A. George, P. Gupta, J. John, O. Kamenik, D. Laxton, P. Mitra, G. Nadhanael, R. Portillo, H. Wang, and F. Zhang (2016), "Quarterly Projection Model for India: Key Elements and Properties", *RBI Working Paper Series No. 08*.
- Bernanke, B. S. (2010), "Monetary Policy and the Housing Bubble", *A speech at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, January 3, 2010*.
- Bhalla, S.S. (2017), "What ails GDP Growth in India – Demonetization or High Interest Rates?", *In Lensink, R., S. Sjögren and C. Wihlborg, Paths for Sustainable Economic Development, L, SandW, Gothenburg, Sweden, 265-272*.
- Bhanumurthy, N. R., and Alex, D. (2008), "Threshold Level of Inflation for India", *Institute of Economic Growth Discussion Paper Series No. 124/2008*, New Delhi: University Enclave.
- Bhattacharya, P., Kwatra, N., and Devulapalli, S. (2020), "Did Inflation-targeting Kill India's Growth Story?", *The Livemint*. Retrieved from <https://www.livemint.com/news/india/did-inflation-targeting-kill-india-s-growth-story-11599461227389.html>
- Bhoi, B.B., Kundu, S., Kishore, V., and Suganthi, D. (2019), "Supply Chain Dynamics and Food Inflation in India", *RBI Bulletin*, Vol. 73(10), 95-112.
- Bratsiotis, G. J., Madsen, J., and Martin, C. (2002), "Inflation Targeting and Inflation Persistence", *Centre for Growth and Business Cycle Research Discussion Paper Series 211*, Economics, The University of Manchester.

- Ciżkowicz-Pękała, M., Grostal, W., Niedźwiedzińska, J., Skrzyszewska-Paczek, E., Stawasz-Grabowska, E., Wesołowski, G., and Żuk, P. (2019), “Three Decades of Inflation Targeting”, *NBP Working Paper No. 314*, Narodowy Bank Polski.
- Clark, T. E., and Doh, T. (2014), “Evaluating Alternative Models of Trend Inflation”, *International Journal of Forecasting*, Vol. 30(3), 426–448.
- Cogley, T., Primiceri, G. E., and Sargent, T. J. (2010), “Inflation-gap Persistence in the US”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2(1), 43–69.
- Dhanya, V., Shukla, A. K. , and Kumar, R. (2020), “Food Processing Industry in India: Challenges and Potential”, *RBI Bulletin*, Vol. 74(3), 27–41.
- Dholakia, R.H. (2020), “A Theory of Growth and Threshold Inflation with Estimates”, *Journal of Quantitative Economics*, Vol. 18(3), 471-493.
- Eichengreen, B., Gupta, P., and Choudhary, R. (2020), “Inflation Targeting in India: An Interim Assessment”, *Policy Research Working Papers, The World Bank*.
- Garga, V., and Singh, S. R. (2021), “Output Hysteresis and Optimal Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 117, 871-886.
- Gerlach, S., and Tillmann, P. (2011), “Inflation Targeting and Inflation Persistence in Asia-Pacific”, *Diambil Dari Hong Kong Institute for Monetary Research*.
- Government of India (2018), “Economic Survey 2018-19”.
- IMF. (2013), “IMF Country Report No. 13/37: India Article IV Consultation”, *International Monetary Fund*, Washington D.C., USA.
- Jagannathan, R. (2019), “Scrap RBI’s Monetary Policy Panel or Give It A Dual Mandate”, *The Livemint*. Retrieved from: <https://www.livemint.com/opinion/columns/opinion-the-mpc-should-be-scrapped-or-else-given-a-dual-mandate-1560852518727.html>
- Jordà, Ò., Singh, S. R., and Taylor, A. M. (2020), “The Long-run Effects of Monetary Policy”, *NBER Working Paper No.26666*.
- Kannan, R., and Joshi, H. (1998), “Growth-inflation Trade-off: Empirical Estimation of Threshold Rate of Inflation for India”, *Economic and Political Weekly*, 2724-2728.
- Khan, M. S., Senhadji, A., and Smith, B. D. (2001), “Inflation and Financial Depth”, *IMF Working Paper – 01/44*.
- Lacker, J. (2014), “Can Monetary Policy Affect Economic Growth”, *Speech at Johns Hopkins Carey Business School*, Baltimore, Maryland.
- Libanio, G. (2010), “A Note on Inflation Targeting and Economic Growth in Brazil”, *Brazilian Journal of Political Economy*. Vol. 30, 73-88.
- Mallick, A., and Sethi, N. (2018), “What Causes India’s High Inflation? A Threshold Structural Vector Autoregression Analysis”, *Institutions and Economics*, 23-43.
- Meyer, L. H. (2001), “Inflation Targets and Inflation Targeting”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 83(2001).
- Miyajima, K., and Yetman, J. (2018), “Assessing Inflation Expectations Anchoring for Heterogeneous Agents: Analysts, Businesses and Trade Unions”, *BIS Working Papers 759*, Bank for International Settlements.

- Mohaddes, M. K., and Raissi, M. M. (2014), “Does Inflation Slow Long-Run Growth in India?”, *IMF Working Paper 14/222*.
- Mohanty, D., Chakraborty, A. B., Das, A., and John, J. (2011), “Inflation Threshold in India: An Empirical Investigation”, *Reserve Bank of India Working Paper Series, (18/2011)*.
- Nakajima, J. (2011), “Time-varying Parameter VAR Model with Stochastic Volatility: An Overview of Methodology and Empirical Applications”, *Monetary and Economic Studies*, November, 107-142.
- Okun, A. M. (1962), “Potential GNP: Its Measurement and Significance”, *Yale University, Cowles Foundation for Research in Economics New Haven*.
- Panagariya, A. (2015), “Retail Inflation Target Under MPF Could Be Revisited”, *The Financial Express*, Retrieved from <https://www.financialexpress.com/economy/retail-inflation-target-under-mpf-could-be-revisited-arvind-panagariya/180520/>
- Papademos, L. (2003), “The Contribution of Monetary Policy to Economic Growth”, *31st Economic Conference*. Vienna, 12.
- Patra, M. D., Khundrakpam, J. K., and George, A. T. (2014), “Post-global Crisis Inflation Dynamics in India: What Has Changed”, *India Policy Forum*, Vol. 10(1), 117–203.
- Pattanaik, S., and Nadhanael, G. V. (2013), “Why Persistent High Inflation Impedes Growth? An Empirical Assessment of Threshold Level of Inflation for India”, *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, Vol. 6(2), 204-220.
- Pattanaik, S., Behera, H. K., Kavediya, R., and Shrivastava, A. (2020), “Investment Slowdown in India: An Assessment”, *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, DOI: 10.1080/17520843.2020.1865650.
- Phillips, A. W. (1958), “The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957”, *Economica*, Vol. 25(100), 283–299.
- Rangarajan, C. (1997), “Role of Monetary Policy”, *Economic and Political Weekly*, 3325–3328.
- Rangarajan, C. (1998), “Development, Inflation and Monetary Policy”, in I. Ahluwalia, and I. Little, *India’s Economic Reforms and Development: Essays for Manmohan Singh*, New Delhi: OUP.
- Rangarajan, C. (2020), “The New Monetary Policy Framework-What it Means”, *Journal of Quantitative Economics*, Vol. 18 (2), 457-470.
- RBI. (1985), “Report of the Committee to Review the Working of the Monetary System (Chairman: Sukhamoy Chakravarty)”, *Reserve Bank of India*.
- RBI (2002), “Report on Currency and Finance, 2001-02”, *Reserve Bank of India*, Mumbai.
- RBI (2011), “Annual Report, 2010-11”, *Reserve Bank of India*, Mumbai.
- RBI. (2014), “Report of the Expert Committee to Revise and Strengthen the Monetary Policy Framework (Chairman: Urjit R. Patel)”, *Reserve Bank of India*.
- Samantaraya, A., and Prasad, A. (2001), “Growth and Inflation in India: Detecting the Threshold Level”, *Asian Economic Review*, Vol. 43(3), 414-20.
- Sarel, M. (1996), “Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth”, *Staff Papers*, Vol. 43(1), 199–215.
- Singh, K., and Kalirajan, K. (2003), “The Inflation-growth Nexus in India: An Empirical Analysis”, *Journal of Policy Modeling*, Vol. 25(4), 377-396.
- Singh, P. (2010), “Searching Threshold Inflation for India”, *Economics Bulletin*, Vol. 30(4), 3209-3220.

Singh, C. (2014), "Inflation Targeting in India: Select Issues", *IIM Bangalore Research Paper No. 475*.

Smets, F., and Wouters, R. (2007), "Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach", *American Economic Review*, Vol. 97(3), 586-606.

Srinivasan, T. N. (2014), "Inflation Targeting Irrelevant in Indian Context", *The Economic Times*. Retrieved from <https://m.economictimes.com/news/economy/policy/inflation-targeting-irrelevant-in-indian-context-economist-t-n-srinivasan/article-show/32437231.cms>

Stock, J. H., and Watson, M. W. (2007), "Why Has US Inflation Become Harder to Forecast?", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 39, 3–33.

Stock, J. H., and Watson, M. W. (2016), "Core Inflation and Trend Inflation", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 98(4), 770–784.

Svensson, L. E. O. (1997), "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", *European Economic Review*, Vol. 41(6), 1111–1146.

Tulasi, G., Samantaraya, A., Rajeshwar, T., and Chaubey, A. (2021), "Understanding Inflation Dynamics in India: A Revisit", *Economic & Political Weekly*, Vol. 56 (2) pp. 42-50.

Vasudevan, A., Bhoi, B. K., and Dhal, S. C. (1998), "Inflation Rate and Optimal Growth: Is There A Gateway to Nirvana", *Fifty Years of Developmental Economics: Essays in Honour of Prof. Brahmananda*, 50-67.

मुद्रा और वित्त संबंधी रिपोर्ट

अनुबंध II.1: अनुभवजन्य साहित्य में भारत के लिए थ्रेसहोल्ड मुद्रास्फीति अनुमान

अध्ययन	अवधि	मुद्रास्फीति की सीमा (प्रतिशत)
चक्रवर्ती समिति की रिपोर्ट (1985)		4
रंगराजन (1998)		6
कन्नन और जोशी (1998)	1981-1995	6
वासुदेवन, भोई और धल (1998)	1961-1998	5-7
सामंतराय और प्रसाद (2001)	1970-1999	6.5
मुद्रा और वित्त पर रिपोर्ट (2002)	1971-2000	5
सिंह और कालीराजन (2003)	1971-1998	सीमा रहित (वृद्धि और मुद्रास्फीति के बीच नकारात्मक संबंध)
भानुमूर्ति और एलेक्स (2010)	1976-2004/1997ति1-2005ति4/जन2000-अप्रैल 2007	4-4.5
सिंह (2010)	1970-2009	6
आरबीआई की वार्षिक रिपोर्ट 2010-11		4-6
पटनायक और नधनेल (2013)	1972-2011	6
मोहंती एवं अन्य (2011)	1996-2011	4-5.5
आईएमएफ (2013)	1996-2011 (त्रैमासिक)	5-6
आरबीआई (2014)	1997-2013	(सीपीआई-सी) (डबल्यूपीआई)
मोहदेस और रायसी (2014)	1989-2013	5.5
बेहरा और मिश्रा (2017)	1990-2013	4
मल्लिक और सेठी (2018)	अप्रैल, 2006 से मई, 2015	4.8
ढोलकिया (2020)	1995-96 से 2018-19	5.4 - 6
रंगराजन (2020)	1982-2009 / 1992-2018	6-7

अनुबंध II.2: एक समष्टि आर्थिक संरचना में इष्टतम मुद्रास्फीति

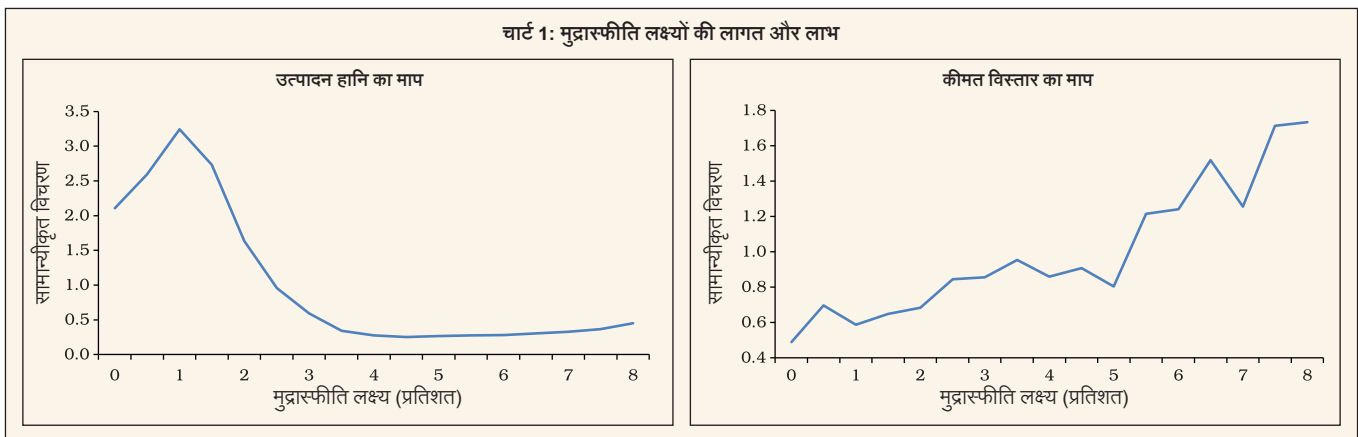
व्यापक सैद्धांतिक दृष्टिकोण का उपयोग करते हुए भारत की मुद्रास्फीति के इष्टतम स्तर का आकलन करने के लिए, “एजेंट-आधारित मॉडल (एबीएम)” के एक नए वर्ग का उपयोग किया जाता है, जहां विषम आर्थिक एजेंटों (जैसे, घरों, फर्मों, केंद्रीय बैंक और सरकार) में पारस्परिक क्रिया होती है जो विभिन्न व्यापक आर्थिक परिणामों को जन्म देते हैं और उनके निर्णय पूरी तरह से तर्कसंगतता द्वारा नियंत्रित नहीं होते हैं। एबीएम आपूर्ति-मांग असमान्यता को शामिल कर सकता है और इसलिए संतुलन की दिशा में समायोजन तंत्र का अध्ययन करने के लिए इसका उपयोग किया जा सकता है। मॉडल में (गुआल्डी एवं अन्य, 2017), हाउसहोल्ड, उपभोग व्यय जो उनकी संचित आय और उपभोज्य उत्पादों की कीमतों पर निर्भर करता है, अर्थव्यवस्था के मांग पक्ष की स्थिति है। आपूर्ति पक्ष पर, फर्म अपने उत्पादन, कीमत (उत्पाद की) और मजदूरी (श्रमिक को दी जाने वाली) में कई कारकों के आधार पर समायोजन करती हैं जिनमें लाभ, मांग, ऋण और श्रम बाजार की स्थितियां शामिल हैं। अर्थव्यवस्था के वित्तीय पक्ष को वाणिज्यिक बैंकों और बचतकर्ताओं (घरों) और उधारकर्ताओं (फर्मों) के बीच मध्यस्थता में उनकी भूमिका के माध्यम से पता किया जाता है। मुद्रास्फीति को लक्ष्य की ओर ले जाने के लिए केंद्रीय बैंक टेलर-प्रकार के नियम के अनुसार नीतिगत दर निर्धारित करता है। मुद्रास्फीति लक्ष्य मुद्रास्फीति की उम्मीदों को प्रभावित करता है, जो बदले में मामूली कीमतों और मजदूरी, फर्मों द्वारा सामना की जाने वाली ऋण की वास्तविक

लागत और घरेलू बचत पर प्रतिफल आदि को प्रभावित करता है। मुद्रास्फीति लक्ष्य किस हद तक आर्थिक एजेंटों की मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं को प्रभावित करता है यह केंद्रीय बैंक की विश्वसनीयता द्वारा नियंत्रित किया जाता है।

मुद्रास्फीति के इष्टतम स्तर को निर्धारित करने के लिए, मॉडल को कई बार मुद्रास्फीति लक्ष्य के विभिन्न मूल्यों के साथ शून्य से आठ प्रतिशत तक चलाया जाता है। मुद्रास्फीति लक्ष्य का प्रत्येक स्तर कुछ लाभों और लागतों से जुड़ा होता है, जिसे उत्पादन हानि और मूल्य विस्तार (चार्ट 1) के रूप में संक्षेपित किया जाता है। परिणाम मुद्रास्फीति के लिए उत्पादन हानि में 3.5 प्रतिशत से नीचे और 4.5 प्रतिशत से अधिक की वृद्धि का संकेत देते हैं और 3 प्रतिशत से नीचे मुद्रास्फीति के लिए नुकसान काफी अधिक है। मुद्रास्फीति के स्तर के साथ मूल्य विस्तार बढ़ता हुआ पाया जाता है, और वृद्धि 5 प्रतिशत से ऊपर मुद्रास्फीति के लिए तेज़ है।

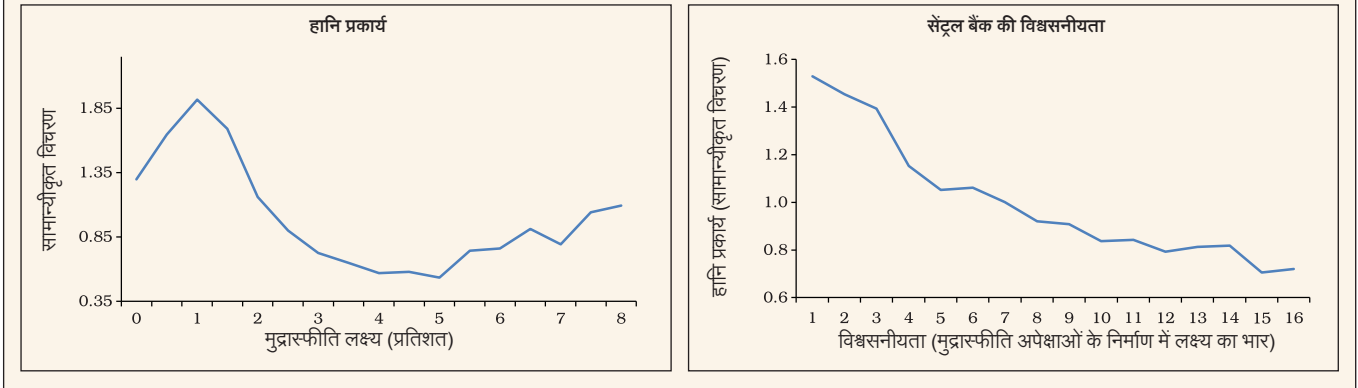
मुद्रास्फीति अपने इष्टतम स्तर पर पहुंच जाती है जब उत्पादन हानि और मूल्य स्तर दोनों निम्नतम स्तर पर होते हैं। इसलिए, शुद्ध लागत/लाभ का एक भारत माप, उत्पादन हानि और मूल्य विस्तार दोनों को मिलाकर एक हानि प्रकार्य के माध्यम से अनुमान लगाया जाता है जहां उत्पादन परिवर्तनशीलता और मूल्य विस्तार के लिए समान भार निर्दिष्ट किए जाते हैं। इष्टतम मुद्रास्फीति मुद्रास्फीति का वह स्तर है जिस पर यह हानि कार्य न्यूनतम होता है। परिणाम बताते हैं कि नुकसान अपने न्यूनतम

चार्ट 1: मुद्रास्फीति लक्ष्यों की लागत और लाभ



(Contd...)

चार्ट 2: कल्याण हानि और सेंट्रल बैंक की विश्वसनीयता



स्तर पर है जब मुद्रास्फीति लगभग 5 प्रतिशत है (चार्ट 2)। इसके अलावा, केंद्रीय बैंक की विश्वसनीयता की अलग-अलग डिग्री के लिए एक विशेष लक्ष्य स्तर पर हानि कार्य की प्रतिक्रिया का आकलन किया जाता है। व्यापक विचार यह है कि अर्थव्यवस्था में एजेंट वास्तविक मुद्रास्फीति और लक्ष्य के आधार पर मुद्रास्फीति अपेक्षाएं बनाते हैं। यदि केंद्रीय बैंक अधिक विश्वसनीय है, तो एजेंट लक्ष्य पर अधिक भार डालते हैं और ऐसा ही इसके विपरीत। परिणाम का अर्थ है कि केंद्रीय बैंक की विश्वसनीयता में

सुधार लक्ष्य के एक निश्चित स्तर से जुड़े नुकसान को कम करता है।

संदर्भ

Gualdi, S., Tarzia, M., Zamponi, F., and Bouchaud, J. P. (2017), "Monetary Policy and Dark corners in a Stylized Agent-based Model", *Journal of Economic Interaction and Coordination*, 12(3), 507-537.

अनुबंध II.3: आपूर्ति आघात निम्नतर सहनशीलता बैंड

एक मानक मध्यम पैमाने का डीएसजीई मॉडल (स्मेट्स और वुटर, 2007) का उपयोग मुद्रास्फीति पर आपूर्ति आघात के प्रभाव का आकलन करने के लिए किया जाता है। मॉडल में तीन खंड समूह हैं: हाउसहोल्ड, फर्म और सरकार। सरकारी खंड समूह में राजकोषीय और मौद्रिक प्राधिकरण शामिल हैं।

हाउसहोल्ड अंतर-अस्थायी उपयोगिता को बढ़ाने वाले हैं। वे फर्म क्षेत्र को मजदूरी और किराए के बदले श्रम और पूंजी की आपूर्ति करते हैं। वे बचत कर सकते हैं या तो जोखिम मुक्त एक अवधि के सरकारी बांड में या पूंजी में। वे यह भी चुनते हैं कि पूंजी का कितनी गहनता से उत्पादन प्रक्रिया में उपयोग किया जाता है। उनका निर्णय पूंजी में कितना बचत करना है यह अर्थव्यवस्था में निवेश का स्तर निर्धारित करता है।

फर्म क्षेत्र में दो प्रकार की फर्म शामिल हैं, अर्थात् एक अंतिम-माल उत्पादक फर्म और एक निरंतरता मध्यवर्ती माल उत्पादक फर्म। कॉन्स्टेंट रिटर्न टू स्केल (सीआरएस) तकनीक के अनुसार मध्यवर्ती-वस्तु उत्पादक फर्मों का उत्पादन कार्य श्रम और पूंजी को मिलाता है। दीक्षित-स्टिगलिट्ज़ एकत्रीकरण के अनुसार अंतिम-माल फर्म मध्यवर्ती-फर्म के उत्पाद को सम्मिलित करता है, जो बाद में हाउसहोल्ड को बेच दिया जाता है।

राजकोषीय प्राधिकरण बांड जारी करता है और माल और सेवाओं पर खर्च को पूरा करने के लिए एकमुश्त कर बढ़ाता है। मौद्रिक प्राधिकरण टेलर-प्रकार के नियम के बाद नाममात्र ब्याज दर निर्धारित करता है। ब्याज दर अर्थव्यवस्था को प्रभावित करता है हाउसहोल्ड को मोटे तौर पर दो भागों में अनुकूलित करके: सबसे पहले, यह अंतर-अस्थायी प्रतिस्थापन को प्रभावित करता है खपत और बचत के बीच और, दूसरा, यह अंतःअस्थायी

प्रतिस्थापन को भी प्रभावित करता है बांड और पूंजी निवेश के बीच।

आपूर्ति आघातों की पहचान

मध्यवर्ती फर्म एकाधिकार प्रतिस्पर्धी माहौल में काम करती हैं और इसलिए उनके पास मूल्य निर्धारण की शक्ति होती है। हालांकि, उन्हें कैल्वो (1983) प्रकार की कीमत कठोरता का सामना करने के लिए माना जाता है, जिसके परिणामस्वरूप निम्नलिखित न्यू कीनेसियन हाइब्रिड फिलिप्स वक्र विनिर्देशन होता है,

$$\pi_t = a. \pi_{t-1} + b. E_t \pi_{t+1} + c. mc_t + shock_t$$

यहाँ ए, बी, और सी वास्तविक मुद्रास्फीति पर क्रमशः पश्चायित मुद्रास्फीति, दूरदेशी मुद्रास्फीति अपेक्षाओं और वास्तविक सीमांत लागत के प्रभाव का पता करने वाले उपयुक्त कम किए हुए गुणांक हैं। आघात अवधि हाउसहोल्ड और सरकार से उत्पन्न होने वाले मांग प्रभावों को छोड़कर मुद्रास्फीति पर अवशिष्ट प्रभाव को दर्शाता है। यह मुद्रास्फीति पर आपूर्ति-पक्ष के आघातों के प्रभाव को पता करने वाले घटे हुए प्रतिरूपी के रूप में कार्य करता है।

सन्दर्भ:

Calvo, G. A. (1983), "Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12(3), 383-398.

Smets, F., and Wouters, R. (2007), "Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach", *American Economic Review*, Vol. 97(3), 586-606.

मुद्रा और वित्त संबंधी रिपोर्ट

अनुबंध II.4: मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण करने वाले देशों के लिए मौद्रिक नीति के उद्देश्य

क्र. सं.	देश	आईटी को अपनाने का वर्ष	प्रमुख मौद्रिक नीति का उद्देश्य
मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण के एकल जनादेश वाले देश			
1	ब्राज़ील	1999	"लक्ष्य के आसपास मुद्रास्फीति रखना बैंको सेंट्रल डो ब्राज़ील (बीसीबी) का एक मौलिक उद्देश्य है."
2	जापान	2013	बैंक ऑफ जापान अधिनियम में कहा गया है कि बैंक की मौद्रिक नीति "मूल्य स्थिरता प्राप्त करने के उद्देश्य से" होनी चाहिए।
3	स्विट्ज़रलैंड	2000	"... मूल्य स्थिरता सुनिश्चित करना।
4	चिली	1999	"... मौद्रिक नीति का मुख्य उद्देश्य मूल्य स्थिरता है।
5	चेक गणराज्य	1997	"... प्राथमिक उद्देश्य मूल्य स्थिरता बनाए रखना है।
6	स्वीडन	1993	"... मूल्य स्थिरता बनाए रखना।
7	मेक्सिको	2001	"... इसका प्राथमिक उद्देश्य उक्त मुद्रा की क्रय शक्ति की स्थिरता को सुनिश्चित करना होगा।
8	रूस	2015	"मौद्रिक नीति का उद्देश्य मूल्य स्थिरता सुनिश्चित करना है, यानी स्थायी रूप से कम मुद्रास्फीति।
9	मिस्र	2005	"... मूल्य स्थिरता प्राथमिक और अधिभावी उद्देश्य है।
10	आइसलैंड	2001	"आइसलैंड के केंद्रीय बैंक का प्रमुख उद्देश्य मूल्य स्थिरता को बढ़ावा देना है."
11	आर्मीनिया	2006	"सीबीए का प्राथमिक लक्ष्य कीमतों में स्थिरता है."
12	कनाडा	1991	"मुद्रास्फीति को कम, स्थिर और उम्मीद के मुताबिक रखकर मुद्रा के मूल्य को संरक्षित करने के लिए."
13	पोलैंड	1998	"एनबीपी की गतिविधि का मूल उद्देश्य सरकार की आर्थिक नीति का समर्थन करते हुए मूल्य स्थिरता बनाए रखना होगा, सरकार की आर्थिक नीति का समर्थन करते हुए जहां तक यह एनबीपी के मूल उद्देश्य की खोज को बाधित नहीं करता है।
14	कजाखस्तान	2015	"... कजाखस्तान गणराज्य में मूल्य स्थिरता सुनिश्चित करना।

(जारी)

मौद्रिक नीति के लक्ष्य

क्र. सं.	देश	आईटी को अपनाने का वर्ष	प्रमुख मौद्रिक नीति का उद्देश्य
दोहरे/कई जनादेश वाले देश			
1	ऑस्ट्रेलिया	1993	"... रिज़र्व बैंक बोर्ड ऑस्ट्रेलिया की मुद्रा की स्थिरता, पूर्ण रोजगार के रखरखाव और ऑस्ट्रेलिया के लोगों की आर्थिक समृद्धि और कल्याण में सबसे अच्छा योगदान देगा।
2	न्यूजीलैंड	1990	"मौद्रिक नीति का उद्देश्य "मूल्य स्थिरता के आर्थिक उद्देश्यों" को प्राप्त करना और " अधिकतम के मूल्य रोजगार " का समर्थन करना है।
3	संयुक्त राज्य अमेरिका	2012	"... ताकि अधिकतम रोजगार , स्थिर कीमतों और मध्यम दीर्घकालिक ब्याज दरों के लक्ष्यों को प्रभावी ढंग से बढ़ावा दिया जा सके।
4	यू.के.	1992	"मूल्य स्थिरता बनाए रखने के लिए और उसके अधीन, सरकार की आर्थिक नीति का समर्थन करने के लिए, वृद्धि और रोजगार के लिए अपने उद्देश्यों सहित."
5	तुर्कस्तान	2006	"बैंक, बशर्ते कि वह मूल्य स्थिरता को प्राप्त करने और बनाए रखने, सरकार की वृद्धि और रोजगार नीतियों का समर्थन करने के उद्देश्य का विरोध नहीं करेगा।
6	कोलंबिया	1999	"कोलंबिया में मौद्रिक नीति का उद्देश्य मुद्रास्फीति को कम और स्थिर रखना और उत्पादन और रोजगार के उच्चतम स्थायी स्तर को प्राप्त करना है।
7	इजराइल	1997	"... मूल्य स्थिरता को अपने केंद्रीय लक्ष्य के रूप में बनाए रखने के लिए। ... सरकार की आर्थिक नीति, विशेष रूप से वृद्धि, रोजगार और सामाजिक अंतराल को कम करने के अन्य उद्देश्यों का समर्थन करने के लिए यह समर्थन समय के दौरान मूल्य स्थिरता की प्राप्ति पर प्रतिकूल प्रभाव नहीं डालेगा।
8	थाईलैंड	2000	"एक लचीली मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण फ्रेमवर्क के तहत मौद्रिक नीति का आयोजन करता है, जिसमें जोर आर्थिक वृद्धि और वित्तीय स्थिरता के संरक्षण के साथ मूल्य स्थिरता प्राप्त करने पर रहता है।"
9	दक्षिण कोरिया	2001	"... कुशल मौद्रिक और ऋण नीतियों के निर्माण और कार्यान्वयन के माध्यम से मूल्य स्थिर करना... कोरिया बैंक अपनी मौद्रिक और ऋण नीतियों को अंजाम देने में वित्तीय स्थिरता पर ध्यान देगा।
10	इंडोनेशिया	2005	"मूल्यस्थिरता के साथ विनिमय दर स्थिरता "
11	ईसीबी	2003	"मूल्य स्थिरता बनाए रखना यूरोसिस्टम का प्राथमिक उद्देश्य है।" मूल्य स्थिरता के उद्देश्य के लिए पूर्वाग्रह के बिना... संघ के उद्देश्यों को पाना। इनमें अन्य बातों के साथ " पूर्ण रोजगार " और " संतुलित आर्थिक वृद्धि " शामिल हैं।
12	नॉर्वे	2001	"मौद्रिक नीति का प्राथमिक उद्देश्य कम और स्थिर मुद्रास्फीति है।" मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण आगे की ओर देखने वाला और लचीला होगा ताकि यह उच्च और स्थिर उत्पादन और रोजगार में योगदान दे सके, और वित्तीय असंतुलन का प्रतिकार कर सके।

(जारी)

मुद्रा और वित्त संबंधी रिपोर्ट

क्र. सं.	देश	आईटी को अपनाने का वर्ष	प्रमुख मौद्रिक नीति का उद्देश्य
13	घाना	2007	"मूल्य स्थिरता के अलावा, सरकार की सामान्य आर्थिक नीति का समर्थन करने, आर्थिक वृद्धि और विकास को बढ़ावा देने और बैंकिंग और ऋण प्रणाली के प्रभावी और कुशल संचालन को सुनिश्चित करने के लिए बैंक भी आगे आए हैं ; और वित्तीय स्थिरता को बढ़ावा देने और रखरखाव में योगदान देते हैं ।
14	फिलीपींस	2002	"बीएसपी की मौद्रिक नीति का मुख्य उद्देश्य संतुलित और धारणीय आर्थिक वृद्धि के लिए अनुकूल कम और स्थिर मुद्रास्फीति को बढ़ावा देना है । यह मौद्रिक स्थिरता और पैसे की परिवर्तनीयता को भी बढ़ावा देगा और बनाए रखेगा।
15	यूक्रेन	2016	यूक्रेन के राष्ट्रीय बैंक पर यूक्रेन के कानून निम्नलिखित क्रम में एनबीयू के लिए उद्देश्यों की एक प्राथमिकता सूची की पहचान करते हैं: 1. "... एनबीयू का प्राथमिक उद्देश्य यूक्रेन की मौद्रिक इकाई की स्थिरता सुनिश्चित करना है । 2. "... मूल्य स्थिरता को पाना और बनाए रखना। 3. "... दूसरे भाग में निर्धारित उद्देश्य के पूर्वाग्रह के बिना, बैंकिंग प्रणाली की स्थिरता सहित ... वित्तीय स्थिरता को बढ़ावा देगा।" 4. "... आर्थिक वृद्धि की धरणीयता को भी बढ़ावा देगा और यूक्रेन के मंत्रियों के मंत्रिमंडल की आर्थिक नीति का समर्थन करेगा बशर्ते कि यह एनबीयू को इस लेख के दूसरे और तीसरे भाग में निर्धारित लक्ष्यों को प्राप्त करने से नहीं रोकता है।"

मौद्रिक नीति के लक्ष्य

अनुलग्नक II.5: मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण व्यवस्था के दौरान संरचनात्मक सुधार

सुधार के उपाय	वास्तविक/संभावित परिणाम
दिवाला और दिवालियापन कोड (आईबीसी), 2016	तनावग्रस्त आस्तियों का समयबद्ध समाधान। वर्ल्ड बैंक डूइंग बिजनेस रिपोर्ट, 2020 के अनुसार, तनावग्रस्त ऋण का समाधान करने में लगने वाला समय 4.3 साल से घटकर 1.6 साल हो गया, जबकि रिकवरी दर 26 फीसदी से बढ़कर 72 फीसदी हो गयी, आईबीसी में चार साल।
वस्तु एवं सेवा कर अधिनियम, 2017	अप्रत्यक्ष कर व्यवस्था को सरल बनाने के लिए, केंद्रीय और राज्य करों की अनगिनत संख्या को मिलाकर एक साझा राष्ट्रीय बाजार का निर्माण करें, और कर-पर-कर की घटनाओं को कम करें। भारत में 2019 में भारत औसत प्रभावी जीएसटी दर 14.4 प्रतिशत से घटकर 11.6 प्रतिशत हो गई।
अचल संपत्ति (विनियमन और विकास) अधिनियम, 2016	पारदर्शिता प्रदान की और घर खरीदारों की भावनाओं को बढ़ाया।
श्रम सुधार	व्यापार करने में आसानी बढ़ाने और सामाजिक सुरक्षा तक पहुंच को बढ़ाने के साथ-साथ लचीले श्रम बाजार को बढ़ावा देकर रोजगार के अवसरों में सुधार के लिए श्रम कानूनों का युक्तिकरण।
एमएसएमई: एक अतिरिक्त मापदंड के रूप में कारोबार	जीएसटी डेटा के साथ नई परिभाषा की अनुकूलता बढ़ने से उधारदाताओं के लिए जानकारी तक पहुंच को कारगर बनाने में मदद मिलेगी।
कोयले का वाणिज्यिक खनन का निजी क्षेत्र की भागीदारी के लिए खुलना।	जिसका उद्देश्य कोयले के आयात को कम करना और कोयला उत्पादन में आत्मनिर्भरता बढ़ाना है।
सार्वजनिक क्षेत्र के उद्यम का निजीकरण	सरकार द्वारा अधिसूचित किए गए कुछ कार्यनीतिक क्षेत्रों को छोड़कर सार्वजनिक क्षेत्रों का निजीकरण करना है। कार्यनीतिक क्षेत्रों में न्यूनतम स्तर के सार्वजनिक क्षेत्र रहेंगे, लेकिन निजी क्षेत्र को भी अनुमति दी जाएगी।
मॉडल कृषि और भूमि पट्टे अधिनियम 2016	भूमिहीन किसानों के लिए भूमि उपयोग दक्षता और आय में वृद्धि।
आवश्यक वस्तु अधिनियम, 1955 संशोधित (जून 2020)	नए निवेश को आकर्षित करना और कृषि उपज के लिए एक निर्बाध बाजार और बेहतर मूल्य निर्धारित करना।
मूल्य आश्वासन और कृषि सेवा अधिनियम, 2020 पर किसान (सशक्तिकरण और संरक्षण) समझौता	किसानों के लिए सुनिश्चित बाजार और उद्योग के लिए गुणवत्ता वाले कच्चे माल का निर्माण करें।
किसानों का उत्पादन व्यापार और वाणिज्य (संवर्धन और सुविधा) अध्यादेश 2020	निजी क्षेत्र के लिए निजी बाजार, वैकल्पिक विपणन चैनल और ऑनलाइन बाजार प्लेटफार्म स्थानित करने का अवसर।
शीघ्र मान्यता, पर्याप्त प्रावधान और तनावग्रस्त आस्तियों का समय पर समाधान	आस्तित्व गुणवत्ता समीक्षा (एक्यूआर) ने एससीबी की परिसंपत्ति गुणवत्ता का यथार्थवादी आकलन सुनिश्चित किया। बैंकों का प्रावधान कवरेज अनुपात (बिना बड़े समायोजित) मार्च 2015 के अंत में 41.7 प्रतिशत से बढ़कर मार्च 2020 के अंत में 66.2 प्रतिशत हो गया। 7 जून, 2019 का आरबीआई परिपत्र - समाधान प्रक्रिया शुरू करने में देरी के लिए अतिरिक्त प्रावधानों के माध्यम से मजबूत हतोत्साहन।
बैंकों और बीमा कंपनियों का विलय और निजीकरण	अगली पीढ़ी के बैंक बनाने के लिए सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों (पीएसबी) का विलय, जिनकी स्थानीय और साथ ही वैश्विक उपस्थिति मजबूत है। जून 2020 में, मार्च 2019 के अंत में 27 पीएसबी के मुकाबले 12 पीएसबी थे। केंद्रीय बजट में 2021-22 में दो सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों और एक सामान्य बीमा कंपनी के निजीकरण का प्रस्ताव किया गया है।
बैंकिंग शासन सुधार	बैंक बोर्ड ब्यूरो का गठन; निजी क्षेत्र के बैंकों में शीर्ष प्रबंधन के प्रोत्साहन ढांचे पर दिशानिर्देश जारी।
कराधान कानून (संशोधन) अधिनियम, 2019	यदि अन्य कर छूट का लाभ नहीं उठाया जाता है तो घरेलू कॉर्पोरेट्स के लिए प्रभावी कर की दर, अधिभार सहित, 34.94 प्रतिशत से घटकर 25.17 प्रतिशत हो जाएगी। 1 अक्टूबर, 2019 के बाद स्थापित और 31 मार्च, 2023 तक परिचालन शुरू करने वाली नई विनिर्माण फर्मों के लिए, प्रभावी कर दर 29.1 प्रतिशत से गिरकर 17 प्रतिशत हो जाएगी। निवेश को बढ़ावा देने और अर्थव्यवस्था की उत्पादक क्षमता बढ़ाने के लिए उपाय शुरू किए गए।

(जारी)

मुद्रा और वित्त संबंधी रिपोर्ट

सुधार के उपाय	वास्तविक/संभावित परिणाम
उत्पादन संबंधित प्रोत्साहन (पीएलआई) योजना	विनिर्माण वैश्विक चैंपियन बनाने के उद्देश्य से 13 प्रमुख क्षेत्रों के लिए 1.97 लाख करोड़ रुपये की योजना। इस पहल से प्रमुख क्षेत्रों में पैमाने और आकार में बढ़ोतरी लाने, वैश्विक चैंपियनों का सृजन और पोषण करने और हमारे युवाओं को नौकरियां प्रदान करने में मदद मिलेगी।
गांवों अबादी का सर्वेक्षण और ग्राम क्षेत्रों (स्वामित्व) योजना में तात्कालिक प्रौद्योगिकी के साथ मानचित्रण	भूमि स्वामित्व में स्पष्टता लाकर संपत्ति के मुकदमों और लेन-देन की लागत को कम करना और व्यापार करने में आसानी और सुधार करना है।
राष्ट्रीय मुद्रीकरण पाइपलाइन	नए इन्फ्रास्ट्रक्चर के निर्माण के लिए परिचालित सार्वजनिक इन्फ्रास्ट्रक्चर की संपत्ति का मुद्रीकरण एक बहुत ही महत्वपूर्ण वित्तपोषण विकल्प है। एक समर्पित डैशबोर्ड निवेशकों के बीच सुदृश्यता पैदा करेगा।

"प्रक्रिया, आचरण, गोपनीयता की संहिता और मौद्रिक नीति समिति के कामकाज के लिए कोई अन्य प्रासंगिक मामला ऐसा होगा जिसे केंद्रीय बोर्ड द्वारा बनाए गए नियमों द्वारा विनिर्दिष्ट किया जा सकता है।"

[भारतीय रिज़र्व बैंक (आरबीआई) अधिनियम, 1934 की धारा 45जेडआई (12)
(वित्त अधिनियम, 2016 द्वारा संशोधित)]

1. भूमिका

III.1 भारत में मौद्रिक नीति निर्णय लेने की प्रक्रिया में 2016 में लचीले मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारण (एफआईटी) को अपनाने के साथ एक परिवर्तन आया है। गवर्नर-केंद्रित निर्णय लेने से लेकर एक साझा मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) के साथ इस जिम्मेदारी को निहित करने तक, भारत ऐसे परिवर्तन में शामिल हुआ है जो 1990 के दशक के उत्तरार्ध से बहुत-से देशों को प्रभावित कर रहा है।¹ भारत के एमपीसी में तीन आंतरिक सदस्य होते हैं - अध्यक्ष के रूप में गवर्नर महोदय, पदेन; सदस्य, पदेन के रूप में मौद्रिक नीति के प्रभारी उप गवर्नर; और केंद्रीय बोर्ड द्वारा बैंक के एक अधिकारी को पदेन सदस्य के रूप में नामित किया जाएगा - और केंद्र सरकार द्वारा नियुक्त तीन बाहरी विशेषज्ञ।²

III.2 इस प्रक्रिया के विधित विनिर्देश 2016 में संशोधित आरबीआई अधिनियम और एमपीसी और मौद्रिक नीति प्रक्रिया विनियम, 2016 (अनुबंध III.1) में निर्धारित किए गए थे। इसकी प्रमुख विशेषताएं इस प्रकार हैं:

- एमपीसी को मुद्रास्फीति लक्ष्य को प्राप्त करने के लिए आवश्यक नीतिगत रेपो दर पर निर्णय लेने का जिम्मा सौंपा गया है।
- वर्तमान में, एमपीसी की बैठक एक वित्तीय वर्ष में छह बार होती है, अर्थात् हर दो महीने में; पूरे वित्तीय वर्ष के लिए बैठकों का कार्यक्रम पहले से ही घोषित किया जाता है।³
- एमपीसी के निर्णय उपस्थित और मतदान करने वाले सदस्यों द्वारा बहुमत से तय किए जाते हैं, और वोटों की समानता की स्थिति में, गवर्नर के पास दूसरा या निर्णायक वोट होता है।
- प्रत्येक एमपीसी बैठक के समापन के बाद, आरबीआई समिति द्वारा अपनाए गए संकल्प को प्रकाशित करता है, जिसमें एक समष्टि-आर्थिक मूल्यांकन और दृष्टिकोण एवं नीतिगत रेपो दर पर निर्णय शामिल होता है।
- प्रत्येक एमपीसी बैठक का कार्यवृत्त एमपीसी बैठक के 14वें दिन प्रकाशित किया जाता है, जिसमें (ए) एमपीसी द्वारा

इस अध्याय को प्रज्ञा दास, आशीष थॉमस जॉर्ज, आस्था, दीपक कुमार, दीर्घायु के. राउत और प्रियंका बजाज ने तैयार किया है। लेखकगण डॉ. राजीव रंजन को उनके प्रोत्साहन के लिए और श्री मुनीश कपूर को उनके बहुमूल्य सुझावों और पहले के मसौदों पर टिप्पणियों के लिए कृतज्ञतापूर्वक आभार प्रकट करते हैं। लेखक सांविधिक पहलुओं पर टिप्पणियों के लिए श्री सी.वी. जोशी और तकनीकी जानकारी के लिए डॉ. जुगनू अंसारी और श्री कश्यप गुप्ता का आभार व्यक्त करते हैं।

- 1 अध्याय। उन देशों को सूचीबद्ध करता है जिन्हें औपचारिक रूप से अपने मौद्रिक नीति ढांचे के तहत मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारण अभ्यास के रूप में मान्यता प्राप्त है।
- 2 केंद्र सरकार एक खोज-सह-चयन समिति द्वारा की गई अनुशंसाओं के आधार पर ऐसे बाहरी सदस्यों (भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम की धारा 45जेडबी (2) की उपधारा (डी) के तहत) की नियुक्ति करती है, जिनमें "योग्यता, ईमानदारी और प्रतिष्ठा हो और जिन्हें अर्थशास्त्र या बैंकिंग या वित्त या मौद्रिक नीति के क्षेत्र में ज्ञान और अनुभव हो"। नियुक्ति के समय इन सदस्यों की आयु 70 वर्ष से कम होनी चाहिए। बाहरी सदस्य चार साल की अवधि के लिए पद धारण करते हैं और पुनर्नियुक्ति के लिए पात्र नहीं होते हैं।
- 3 संशोधित आरबीआई अधिनियम की धारा 45जेडआई के अनुसार, आरबीआई द्वारा एक वर्ष में गवर्नर की अध्यक्षता में मौद्रिक नीति समिति की कम-से-कम चार बैठकें आयोजित की जाएंगी, और उनकी अनुपस्थिति में उप गवर्नर द्वारा, जो मौद्रिक नीति समिति के सदस्य हैं। आरबीआई अधिनियम की धारा 45जेडआई की उपधारा 3(बी) और आरबीआई एमपीसी के विनियमन 5(i)(बी) और मौद्रिक नीति प्रक्रिया विनियम, 2016 में 24 घंटे के नोटिस पर एक बैठक को फिर से निर्धारित करने या एक आपातकालीन बैठक की व्यवस्था करने का प्रावधान है। प्रौद्योगिकी समर्थित व्यवस्था के साथ, बैठकें और भी कम सूचना अवधि पर आयोजित की जा सकती हैं।

अपनाया गया संकल्प; (बी) प्रत्येक सदस्य का मत; और (सी) प्रत्येक सदस्य का वक्तव्य शामिल होता है।

- आरबीआई को हर छह महीने में एक बार, एक मौद्रिक नीति रिपोर्ट (एमपीआर) प्रकाशित करने की आवश्यकता होती है जिसमें (ए) पिछले छह महीनों में मुद्रास्फीति की गतिकी और निकट अवधि में मुद्रास्फीति दृष्टिकोण का स्पष्टीकरण शामिल है; (बी) मुद्रास्फीति और वृद्धि के पूर्वानुमान (दस्तावेज के प्रकाशन की तारीख से छह से अठारह महीने के बीच की अवधि के लिए) और जोखिम संतुलन; (सी) वास्तविक अर्थव्यवस्था, वित्तीय बाजारों और स्थिरता, राजकोषीय स्थिति और बाहरी क्षेत्र को कवर करते हुए अर्थव्यवस्था की स्थिति का आंकलन, जो मौद्रिक नीति निर्णयों को प्रभावित कर सकता है; (डी) मौद्रिक नीति की परिचालनगत प्रक्रिया

की एक अद्यतन समीक्षा; और (ई) पूर्वानुमान कार्य-निष्पादन का आंकलन।

- एमपीसी सदस्यों द्वारा मतदान/ निर्णय के दिन से सात दिन पहले शुरू होने और दिन की नीति की घोषणा के सात दिन बाद समाप्त होने के बाद एक मौन या ब्लैकआउट अवधि का पालन किया जाता है, जिसके दौरान एमपीसी सदस्य एमपीसी संकल्प और गवर्नर का प्रेस वक्तव्य के अलावा मौद्रिक नीति से संबंधित मुद्दों पर प्रत्येक बैठक के समापन के बाद सार्वजनिक टिप्पणी से बचते हैं।

III.3 एमपीसी की द्वैमासिक बैठकों की तैयारी एमपीसी की बैठक से एक महीने से अधिक समय पहले शुरू हो जाती है, जिसमें आरबीआई ने मौद्रिक नीति सर्वेक्षणों की शुरुआत की गति निर्धारित की है, इसके बाद मुद्रास्फीति और वृद्धि पूर्वानुमान

बॉक्स III.1

मौद्रिक नीति समिति की मौद्रिक नीति प्रक्रिया

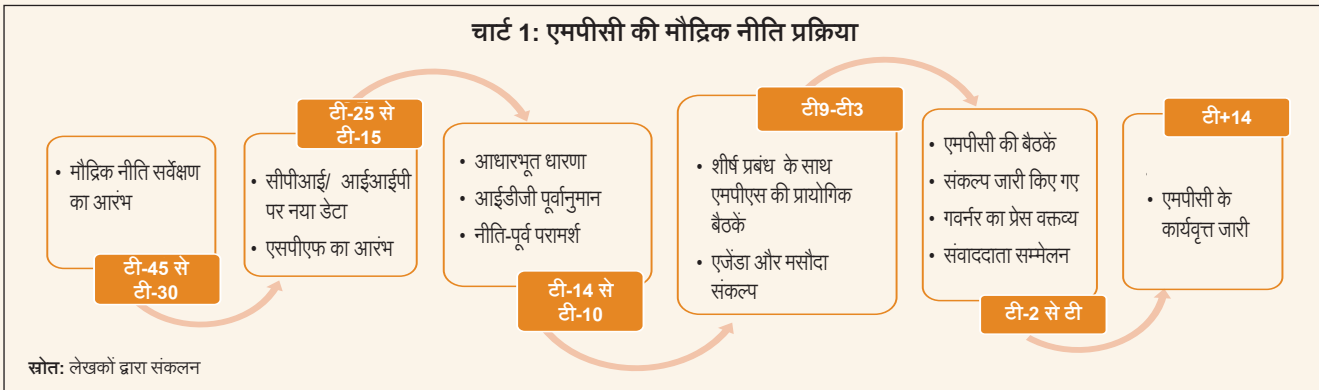
मौद्रिक नीति घोषणा (डे टी) तक एमपीसी की बैठक की तैयारी में निम्नलिखित व्यापक समय-सीमा को अपनाया गया है (चार्ट 1):

- नीति की घोषणा से टी-45 से टी-30 दिन पहले: प्रमुख मौद्रिक नीति सर्वेक्षणों का शुभारंभ जिसमें औद्योगिक दृष्टिकोण सर्वेक्षण, सेवाएं और इंफ्रास्ट्रक्चर दृष्टिकोण सर्वेक्षण, ऑर्डर बुक और क्षमता उपयोग सर्वेक्षण, बैंक उधार सर्वेक्षण, परिवारों की मुद्रास्फीति अपेक्षाओं का सर्वेक्षण और उपभोक्ता विश्वास सर्वेक्षण शामिल हैं।⁴
- नीति घोषणा से टी-25 से टी-15 दिन पहले: राष्ट्रीय सांख्यिकीय कार्यालय (एनएसओ) द्वारा औद्योगिक उत्पादन सूचकांक (आईआईपी) और उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) के मासिक

प्रकाशन के बाद, मुद्रास्फीति और वृद्धि पर एक अंतर-विभागीय समूह (आईडीजी) हालिया घटनाक्रमों का विस्तृत विश्लेषण तैयार करना शुरू करता है। पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं का सर्वेक्षण (एसपीएफ) भी शुरू किया गया है।

- नीति घोषणा से टी-14 से टी-10 दिन पहले: एमपीसी सचिवालय मुद्रास्फीति और वृद्धि के पूर्वानुमानों के लिए एक सामान्य धारणा पर पहुंचता है। इन आधारभूत मान्यताओं के आधार पर आईडीजी द्वारा मुद्रास्फीति और वृद्धि पूर्वानुमानों के पहले दौर का निर्धारण होता है। आधारभूत पूर्वानुमानों के जोखिमों के आधार पर परिदृश्य विश्लेषण भी तैयार किया जाता है। गवर्नर महोदय की अध्यक्षता में नीति-पूर्व

चार्ट 1: एमपीसी की मौद्रिक नीति प्रक्रिया



(जारी)

4 त्रैमासिक उद्यम सर्वेक्षण कई बार नीति तुल्यकालन को ध्यान में रखते हुए पहले भी शुरू किए जाते हैं।

परामर्श, जिसमें अर्थशास्त्रियों, व्यापार निकायों और वित्तीय बाजार सहभागियों के साथ बैठकें शामिल हैं, आयोजित की जाती हैं।

- नीति घोषणा से टी-9 से टी-3 दिन पहले: मौद्रिक नीति कार्यनीति (एमपीएस) शीर्ष प्रबंधन के लिए पूर्वाभ्यास प्रस्तुतियों को दूरदर्शी सर्वेक्षणों और मुद्रास्फीति और वृद्धि पर गहन विश्लेषण के परिणामों पर बनाया जाता है।
- टी-2 से टी: एमपीसी की बैठकें शुरू होती हैं, जो मौद्रिक नीति सर्वेक्षण, मुद्रास्फीति और वृद्धि पर गहन विश्लेषण पर प्रस्तुतियों के

साथ शुरू होती हैं, जिसमें मुद्रास्फीति और वृद्धि मूल्यांकन, दृष्टिकोण और परिदृश्य विश्लेषण शामिल हैं। प्रस्तुतियों के बाद, एमपीसी सदस्यों द्वारा मौद्रिक नीति निर्णय लेने और एमपीसी संकल्प को अंतिम रूप देने के लिए गोपनीय तरीके से विचार-विमर्श होते हैं।

- नीति घोषणा का दिन (टी): गवर्नर प्रेस को वक्तव्य देते हैं; एक प्रेस कॉन्फ्रेंस के बाद एमपीसी संकल्प जारी किया जाता है।
- टी+14: एमपीसी बैठक के कार्यवृत्त जारी करना।

प्रक्रिया की शुरुआत और प्रमुख हितधारकों के साथ परामर्श, और एमपीसी संकल्प का मसौदा तैयार किया जाता है (बॉक्स III.1)।

III.4 भारतीय रिज़र्व बैंक के स्टाफ द्वारा पूर्वानुमान तैयार करने की प्रक्रिया को तात्कालिक, अल्पकालिक और मध्यम अवधि के पूर्वानुमान में संरचित किया गया है (बॉक्स III.2)।

बॉक्स III.2

मुद्रास्फीति और वृद्धि पूर्वानुमान की प्रक्रिया

प्रत्येक द्वि-मासिक एमपीसी नीति बैठक के साथ एफआईटी के तहत पूर्वानुमान प्रक्रिया में पूर्वानुमान हॉरीजॉन और नियोजित विधियों के आधार पर तीन व्यापक घटक होते हैं (राज और अन्य, 2019)। पहला घटक, आईडीजी⁶ द्वारा प्रमुख समष्टि-आर्थिक चरों की तात्कालिक⁷ उच्च आवृत्ति संकेतकों का उपयोग करता है जो वर्तमान तिमाही/ माह के लिए मुद्रास्फीति और वृद्धि पर आधिकारिक डेटा रिलीज से पहले उपलब्ध हो जाते हैं और विषय विशेषज्ञ, दूरदेशी सर्वेक्षण और बाजार आसूचना के साथ व्यापक चर्चा के आधार पर सुविज्ञ निर्णय लेते हैं।

दूसरे घटक में प्रमुख मान्यताओं के एक सामान्य समूह के आधार पर आईडीजी द्वारा आगे तीन तिमाहियों तक के लिए अल्पकालिक पूर्वानुमान शामिल हैं। लघु अवधि के पूर्वानुमान पूर्ण सूचना आधारित पूर्वानुमान प्रणाली का उपयोग करते हुए हेडलाइन सीपीआई मुद्रास्फीति और जीडीपी वृद्धि अनुमानों पर पहुंचने के लिए ऊर्ध्वगामी दृष्टिकोण का अनुसरण करते हैं जो प्रतिस्पर्धी मॉडल (संरचनात्मक समय-श्रृंखला विश्लेषण; बहुभिन्नरूपी प्रतिगमन विश्लेषण; दूरदेशी सर्वेक्षण और प्रमुख संकेतक) को नियोजित करते हैं (चार्ट 1)।

पिछले वैयक्तिक पूर्वानुमानों की सापेक्ष सटीकता के साथ मानक पद्धतियों का उपयोग करके वैयक्तिक पूर्वानुमानों को सम्मिलित किया जाता है। आम तौर पर संयोजन पूर्वानुमान का प्रदर्शन वैयक्तिक पूर्वानुमानों से बेहतर होता है (जॉन, सिंह और कपूर, 2020)।

तीसरे घटक में अध्याय I में इंगित किये गए त्रैमासिक पूर्वानुमान मॉडल (क्यूपीएम) का उपयोग करके मध्यम अवधि के पूर्वानुमान और जोखिम परिदृश्य तैयार करना शामिल है, जो कि एक पूर्वानुमान और नीति

चार्ट 1: सीपीआई पूर्वानुमान: प्रमुख घटक

I. तात्कालिक

II. अल्पकालिक पूर्वानुमान

III. मध्यम अवधि पूर्वानुमान

स्रोत: राज और अन्य (2019) से रूपांतरित

विश्लेषण प्रणाली (एफपीएस) के भीतर एक सुविचारित न्यू-कीनेसियन गैप मॉडल है (बेन्स और अन्य, 2016)।

संदर्भ:

Benes *et al.* (2016), "Quarterly Projection Model for India: Key Elements and Properties", Reserve Bank of India, WPS (DEPR): 08/2016.

John J., Singh S. and Kapur M. (2020), "Inflation Forecast Combinations - The Indian Experience. Reserve Bank of India", WPS (DEPR): 11/2020.

Raj, *et al.* (2019), "Inflation Forecasts: Recent Experience in India and a Cross-Country Assessment", Reserve Bank of India, Mint Street Memo No. 19.

5 चूंकि डेटा रिलीज अक्सर एक अंतराल के साथ होता है, वर्तमान तिमाही और कभी-कभी पिछली तिमाही के वास्तविक आंकड़े भी नीति निर्माताओं को निर्णय लेने के समय उपलब्ध नहीं होते हैं। इसलिए, उन्हें 'नाउकास्ट' पर निर्भर रहना पड़ता है – जो कि अनुकूल संकेतकों के एक समूह के आधार पर वर्तमान तिमाही के अनुमान होते हैं।

6 अंतर-विभागीय समूह (आईडीजी) में आरबीआई के तीन केंद्रीय कार्यालय विभाग शामिल हैं, अर्थात् आर्थिक और नीति अनुसंधान विभाग (डीईपीआर), सांख्यिकी और सूचना प्रबंध विभाग (डीएसआईएम) और मौद्रिक नीति विभाग (एमपीडी)।

III.5 शेष अध्याय में, अपने मौद्रिक नीति निर्णयों पर पहुंचने के लिए धारा 2 एमपीसी मतदान के स्वरूप, वैयक्तिक वक्तव्य, एमपीसी विचार-विमर्श में विविधता और एमपीसी सदस्यों द्वारा मुद्रास्फीति और वृद्धि के मौद्रिक नीति उद्देश्यों के लिए सौंपे गए कार्य पर एक विश्लेषणात्मक दस्तावेज निर्धारित करती है। धारा 3 संचार और पारदर्शिता पर एफआईटी के तहत एमपीसी के प्रभाव मूल्यांकन के साथ-साथ वृद्धि और मुद्रास्फीति पूर्वानुमान प्रक्रियाओं का मूल्यांकन प्रस्तुत करती है। धारा 4 और 5 एमपीसी की संरचना और प्रक्रियाओं का मूल्यांकन प्रस्तुत करते हैं, जो अब तक के अनुभवों पर और एक बहुराष्ट्रीय परिप्रेक्ष्य से, उन कुशल पहलुओं पर केंद्रित हैं और उन पर जिनकी एमपीसी प्रक्रियाओं के और परिशोधन के लिए समीक्षा की जा सकती है। धारा 6 अध्याय का समापन करती है।

2. एमपीसी के साथ अनुभव: मतदान का स्वरूप (2016-2020)

III.6 एमपीसी की अक्टूबर 2016 में पहली बैठक के बाद से और मार्च 2020 तक की अवधि के दौरान 22 बैठकों में से, मार्च 2020 की बैठक को छोड़कर सभी बैठकें पूर्व-घोषित द्वैमासिक कार्यक्रम के अनुसार आयोजित की गईं और सभी बैठकें पूर्ण उपस्थिति के साथ आयोजित की गईं⁷

III.7 एमपीसी में इस अवधि में 11 अलग-अलग सदस्य जुड़े थे। जबकि तीन बाहरी सदस्य स्थायी बने रहे, आंतरिक सदस्य, जो एमपीसी के पदेन सदस्य थे, पद धारण करने वाले व्यक्तियों में परिवर्तन के कारण बदल गए। समिति में कुल आठ आंतरिक सदस्य थे⁸ सरकार ने 29 सितंबर, 2016 को डॉ. चेतन घाटे, प्रोफेसर, भारतीय सांख्यिकीय संस्थान,

सारणी III.1: नीतिगत दर पर एमपीसी सदस्यों के मतदान रिकॉर्ड

नीतिगत रेपो दर पर मतदान													
घोषणा/ मतदान का स्वरूप				मार्च 2020 की स्थिति में सदस्य						पुराने सदस्य			
घोषणा की तिथि	रेपो दर (प्रतिशत)	मतदान निर्णय (आधार अंक)	मतदान का स्वरूप	श्री शक्तिकांत दास	डॉ. माइकल देबब्रत पात्र	डॉ. जनक राज	प्रो. चेतन घाटे	प्रो. पामी दुआ	प्रो. रवींद्र एच. डोलकिया	श्री बिभु प्रसाद कानूनगो	डॉ. विरल वी. आचार्य	डॉ. उर्जित आर. पटेल	श्री आर. गांधी
4-अक्टू-16	6.50	(-)25	6:0		(-)25		(-)25	(-)25	(-)25			(-)25	(-)25
7-दिस-16	6.25	कोई परिवर्तन नहीं	6:0		कोई परिवर्तन नहीं		कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं			कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं
8-फर-17	6.25	कोई परिवर्तन नहीं	6:0		कोई परिवर्तन नहीं		कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं		कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं
6-अप्रै-17	6.25	कोई परिवर्तन नहीं	6:0		कोई परिवर्तन नहीं		कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं		कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं
7-जून-17	6.25	कोई परिवर्तन नहीं	5:1		कोई परिवर्तन नहीं		कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	(-)50		कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं
2-अग-17	6.00	(-)25	4:2		कोई परिवर्तन नहीं		(-)25	(-)25	(-)50		(-)25	(-)25	
4-अक्टू-17	6.00	कोई परिवर्तन नहीं	5:1		कोई परिवर्तन नहीं		कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	(-)25		कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं
6-दिस-17	6.00	कोई परिवर्तन नहीं	5:1		कोई परिवर्तन नहीं		कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	(-)25		कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं
7-फर-18	6.00	कोई परिवर्तन नहीं	5:1		(+)25		कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं		कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं
5-अप्रै-18	6.00	कोई परिवर्तन नहीं	5:1		(+)25		कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं		कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं
6-जून-18	6.25	(+)25	6:0		(+)25		(+)25	(+)25	(+)25		(+)25	(+)25	
1-अग-18	6.50	(+)25	5:1		(+)25		(+)25	(+)25	कोई परिवर्तन नहीं		(+)25	(+)25	
5-अक्टू-18	6.50	कोई परिवर्तन नहीं	5:1		कोई परिवर्तन नहीं		(+)25	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं		कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं
5-दिस-18	6.50	कोई परिवर्तन नहीं	6:0		कोई परिवर्तन नहीं		कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं		कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं
7-फर-19	6.25	(-)25	4:2	(-)25	(-)25		कोई परिवर्तन नहीं	(-)25	(-)25		कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं
4-अप्रै-19	6.00	(-)25	4:2	(-)25	(-)25		कोई परिवर्तन नहीं	(-)25	(-)25		कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं
6-जून-19	5.75	(-)25	6:0	(-)25	(-)25		कोई परिवर्तन नहीं	(-)25	(-)25		कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं
7-अग-19	5.40	(-)35	6:0*	(-)35	(-)35		(-)25	(-)25	(-)35	(-)35	(-)25		
4-अक्टू-19	5.15	(-)25	6:0*	(-)25	(-)25		(-)25	(-)25	(-)40	(-)25			
5-दिस-19	5.15	कोई परिवर्तन नहीं	6:0	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं		कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं			
6-फर-20	5.15	कोई परिवर्तन नहीं	6:0	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं	कोई परिवर्तन नहीं			
27-मार्च-20	4.40	(-)75	6:0*	(-)75	(-)75	(-)75	(-)50	(-)50	(-)75				

* दर परिवर्तन की दिशा सर्व सम्मत है लेकिन दर परिवर्तन के परिमाण में अंतर है।

स्रोत: मौद्रिक नीति वक्तव्य, आरबीआई और लेखकों के संकलन।

7 जैसा कि अध्याय I में बताया गया है, यूनिवर्स पहले एमपीसी की बाईस बैठकों तक सीमित है।

8 डॉ. माइकल देबब्रत पात्र ने अक्टूबर 2016 से दिसंबर 2019 तक आरबीआई अधिनियम की धारा 45जेडबी(2)(c) के तहत एमपीसी (i) 'केंद्रीय बोर्ड द्वारा नामित एक अधिकारी' के रूप में और (ii) उसके बाद धारा 45जेडबी(2)(b) के तहत 'मौद्रिक नीति के प्रभारी उप गवर्नर' के रूप में दो पदों पर कार्य किया।

मौद्रिक नीति के निर्णय लेने की प्रक्रिया

सारणी III.2: मौद्रिक नीति रुख पर एमपीसी सदस्यों के मतदान रिकॉर्ड

घोषणा/ मतदान का स्वरूप		नीतिगत रुख पर मतदान मार्च 2020 तक सदस्यों की स्थिति							पुराने सदस्य			
घोषणा की तिथि	मतदान निर्णय	मतदान का स्वरूप	श्री शक्तिकांत दास	डॉ. माइकल देबब्रत पात्र	डॉ. जनक राज	प्रो. चेतन घाटे	प्रो. पामी दुआ	प्रो. रवींद्र एच. ढोलकिया	श्री बिभु प्रसाद कानूनगो	डॉ. विरल वी. आचार्य	डॉ. उर्जित आर. पटेल	श्री आर. गांधी
4-अक्टू-16	उदार	6:0		ए		ए	ए	ए			ए	ए
7-दिस-16	उदार	6:0		ए		ए	ए	ए			ए	ए
8-फर-17	तटस्थ	6:0		एन		एन	एन	एन		एन	एन	
6-अप्रै-17	तटस्थ	6:0		एन		एन	एन	एन		एन	एन	
7-जून-17	तटस्थ	6:0		एन		एन	एन	एन		एन	एन	
2-अग-17	तटस्थ	6:0		एन		एन	एन	एन		एन	एन	
4-अक्टू-17	तटस्थ	6:0		एन		एन	एन	एन		एन	एन	
6-दिस-17	तटस्थ	6:0		एन		एन	एन	एन		एन	एन	
7-फर-18	तटस्थ	6:0		एन		एन	एन	एन		एन	एन	
5-अप्रै-18	तटस्थ	6:0		एन		एन	एन	एन		एन	एन	
6-जून-18	तटस्थ	6:0		एन		एन	एन	एन		एन	एन	
1-अग-18	तटस्थ	6:0		एन		एन	एन	एन		एन	एन	
5-अक्टू-18	सुविचारित नियंत्रण	5:1		सीटी		सीटी	सीटी	एन		सीटी	सीटी	
5-दिस-18	सुविचारित नियंत्रण	5:1		सीटी		सीटी	सीटी	एन		सीटी	सीटी	
7-फर-19	तटस्थ	6:0	एन	एन		एन	एन	एन		एन	एन	
4-अप्रै-19	तटस्थ	5:1	एन	एन		एन	एन	ए		एन	एन	
6-जून-19	उदार	6:0	ए	ए		ए	ए	ए		ए	ए	
7-अग-19	उदार	6:0	ए	ए		ए	ए	ए	ए		ए	
4-अक्टू-19	उदार	6:0	ए	ए		ए	ए	ए	ए		ए	
5-दिस-19	उदार	6:0	ए	ए		ए	ए	ए	ए		ए	
6-फर-20	उदार	6:0	ए	ए	ए	ए	ए	ए			ए	
27-मार्च-20	उदार	6:0	ए	ए	ए	ए	ए	ए			ए	

संक्षिप्ताक्षर: ए: उदार; एन: तटस्थ; सीटी: सुविचारित नियंत्रण

स्रोत: मौद्रिक नीति वक्तव्य, आरबीआई और लेखकों के संकलन

प्रोफेसर पामी दुआ, निदेशक, दिल्ली स्कूल ऑफ इकोनॉमिक्स, और डॉ. रवींद्र एच. ढोलकिया, प्रोफेसर, भारतीय प्रबंध संस्थान, अहमदाबाद को तीन बाहरी सदस्यों के रूप में नामित किया।

III.8 नीतिगत दर पर अलग-अलग सदस्यों के मतदान रिकॉर्ड ने विविधता दर्शायी। हालांकि, यह आम तौर पर अति-महत्वपूर्ण नीतिगत रुख का विरोध करने के बजाय नीतिगत दर में बदलाव से संबंधित था (पात्र, 2017)। आंतरिक और बाहरी दोनों सदस्यों के लिए मतदान में विचलन देखा गया, जिसमें आंतरिक सदस्य दर और रुख, दोनों निर्णयों पर अपने बाहरी समकक्षों की तुलना में अपने मतदान के स्वरूप में अपेक्षाकृत अधिक एकजुट थे (सारणी III.1 और III.2)।

III.9 रेपो दर पर एमपीसी के 22 निर्णयों में से बारह नीतिगत दर परिवर्तन की दिशा के संबंध में एकमत थे। हालांकि, इन 12 निर्णयों में से तीन निर्णय ऐसे थे, जहां एमपीसी में ब्याज दर में

कटौती की मात्रा पर एकमत नहीं था (सारणी III.3 और अनुबंध III.2)।

सारणी III.3: एमपीसी मतदान सारांश (अक्टूबर 2016 से मार्च 2020)

कुल बैठकें	निम्न निर्णयों के संबंध में बैठकें:			परिवर्तन की दिशा/ यथास्थिति के संबंध में सर्व सम्मति से बैठकें
	दर बढ़ाएं	दर में कमी	दर बनाए रखें	
22	जून-18	अक्टू-16	दिस-16	अक्टू-16
	अग-18	अग-17	फर-17	दिस-16
		फर-19	अप्रै-17	फर-17
		अप्रै-19	जून-17	अप्रै-17
		जून-19	अक्टू-17	जून-18
		अग-19*	दिस-17	दिस-18
		अक्टू-19*	फर-18	जून-19
		मार्च-20*	अप्रै-18	अग-19*
			अक्टू-18	अक्टू-19*
			दिस-18	दिस-19
			दिस-19	फर-20
			फर-20	मार्च-20*
2	8	12	12	

* दर परिवर्तन के परिमाण पर सर्व सम्मति के बिना हुई बैठकें।

स्रोत: डीयूए (2020) और वार्षिक रिपोर्ट (2019-20), आरबीआई

III.10 एमपीसी ने कभी भी मौद्रिक नीति निर्णयों में ड्रा नहीं देखा है और इसलिए एमपीसी के अध्यक्ष के रूप में गवर्नर द्वारा एक निर्णायक वोट का कोई आश्रय नहीं था।

एमपीसी वक्तव्य: वर्ड काउंट और टेक्स्ट माइनिंग विश्लेषण

III.11 एक एफआईटी ढांचे में, यह प्रत्येक एमपीसी सदस्य द्वारा समय के विभिन्न बिंदुओं पर वृद्धि और मुद्रास्फीति पर दिया गया सापेक्ष महत्व है जो अंततः समग्र मौद्रिक नीति रुख और प्रमुख नीतिगत दर की दिशा पर निर्णय निर्धारण करता है। जैसा कि अध्याय I में उल्लेख किया गया है, एमपीसी को अक्टूबर 2016 में अपनी स्थापना के बाद से कई विकट चुनौतियों से जूझना पड़ा - विमुद्रीकरण; अस्थिर खाद्य और कच्चे तेल की कीमतों से मुद्रास्फीति को आघात; बाधित वृद्धि; आवर्ती बाहरी झटके; और कोविड-19 महामारी। एमपीसी के सदस्यों के वक्तव्यों में मुद्रास्फीति और वृद्धि की एक शब्द गणना के आधार पर एमपीसी कार्यवृत्तों का विश्लेषण, जिसे टेक्स्ट माइनिंग द्वारा समर्थित किया गया था - इसके परिणामों को एक वर्ड क्लाउड के रूप में प्रस्तुत किया गया है - जो एमपीसी के वक्तव्यों पर हावी रहे प्रमुख शब्दों और वाक्यांशों के सापेक्ष महत्व को दर्शाता है।

शब्द गणना विश्लेषण

III.12 अक्टूबर से दिसंबर 2016 तक प्रारंभिक उदार रुख की अवधि के दौरान, मुद्रास्फीति का वृद्धि-मुद्रास्फीति चर्चाओं में 60 प्रतिशत से अधिक हिस्सा बना रहा रहा। हालांकि, कुल वृद्धि-मुद्रास्फीति विचार-विमर्श का 80 प्रतिशत हिस्से की चर्चा मुद्रास्फीति पर होने से और मौद्रिक नीति के रुख के समायोजनकारी से तटस्थ होने के संयोगात्मक मेल के साथ फरवरी 2017 तक मुद्रास्फीति ने एमपीसी कार्यवृत्तों में आधिपत्य जमा लिया। इसके बाद, जून और अक्टूबर 2017 के दौरान, एमपीसी वक्तव्यों में वृद्धि पर सापेक्ष महत्व बढ़ गया और अक्टूबर 2017 तक चर्चा में 50 प्रतिशत से अधिक स्थान के लिए जिम्मेदार था। दिसंबर 2017 से, एमपीसी वक्तव्यों में

मुद्रास्फीति चर्चाओं को अधिक महत्व मिलना शुरू हो गया। अगस्त से अक्टूबर 2018 के दौरान, एमपीसी सदस्यों की चर्चा के 75 प्रतिशत से अधिक स्थान पर मुद्रास्फीति की चिंताएं काबिज थीं और रुख में सुविचारित नियंत्रण के रूप में बदलाव आया।

III.13 फरवरी 2019 से मुद्रास्फीति में तेज गिरावट दर्ज करने और वृद्धि आवेगों के कमजोर होने के साथ, एमपीसी सदस्यों के बयानों में मुद्रास्फीति पर महत्व कम हो गया और वृद्धि का महत्व बढ़ गया। मौद्रिक नीति के रुख के बाद में तटस्थ से उदार होने और नीतिगत दरों में कटौती की निरंतरता के साथ, फरवरी 2020 तक 50 प्रतिशत से अधिक चर्चा स्थान पर कब्जा करने वाले सदस्यों के मौद्रिक नीति वक्तव्यों में वृद्धि चर्चा को मुख्य रूप से चित्रित किया गया। कोविड-19 महामारी के कारण एमपीसी को नीतिगत दर में तीव्र कमी लानी पड़ी - मार्च 2020 में 75 आधार अंक - और वृद्धि संबंधी चिंताएं केंद्र-बिंदु थीं, जो लगभग 75 प्रतिशत चर्चाओं का हिस्सा रही थीं (चार्ट III.1)।

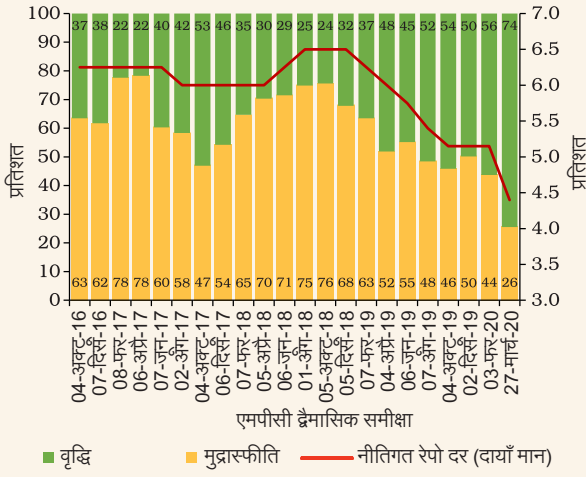
टेक्स्ट माइनिंग और वर्ड क्लाउड

III.14 टेक्स्ट माइनिंग तकनीकों में निहित केंद्र-बिन्दु चर को उजागर करने के लिए टेक्स्ट को मापने के लिए अभिकलनात्मक साधन और सांख्यिकीय तकनीक शामिल हैं। जबकि टेक्स्ट माइनिंग की तकनीक राजनीति विज्ञान और विपणन जैसे क्षेत्रों में व्यापक रूप से लागू होती है, अर्थशास्त्र में इसका उपयोग विशेष रूप से केंद्रीय बैंक अनुसंधान में, अपेक्षाकृत शैशवास्था में है (डेविड भोलाट, 2015; पॉल ह्यूबर्ट और अन्य, 2018; बैलियू और अन्य, 2021)।

III.15 टेक्स्ट माइनिंग विश्लेषण के प्रयोजन के लिए, एमपीसी सदस्यों द्वारा दिए गए वक्तव्यों को तीन अलग-अलग रुखों में पर इकट्ठा कर संसाधित⁹ किया गया था - तटस्थ; सुविचारित नियंत्रण; और समायोजनकारी। एमपीसी सदस्यों के वक्तव्यों के

9 इसमें एमपीसी वक्तव्यों के संयोजित दस्तावेज़ से रिक्त स्थान, विराम चिह्न और अन्य विशिष्ट चिह्न, संख्याएं, और जानकारी रहित शब्दों को हटाना शामिल है।

चार्ट III.1: एमपीसी सदस्यों के वक्तव्यों में मुद्रास्फीति और वृद्धि की चर्चाओं का अंश



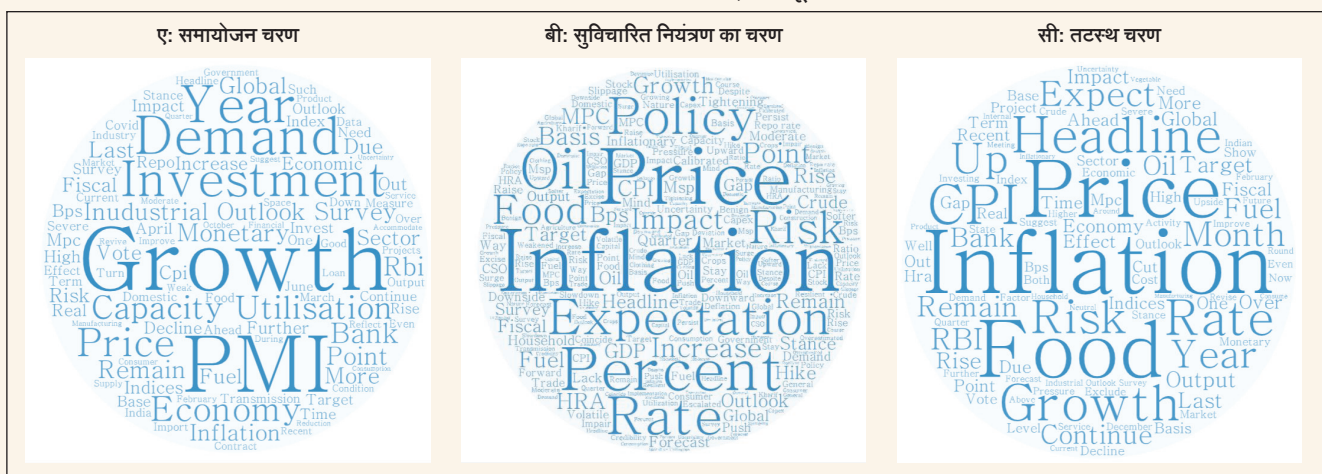
टिप्पणी: उपरोक्त वितरण एमपीसी सदस्यों के वक्तव्यों में वृद्धि और मुद्रास्फीति से संबंधित कुल शब्द गणना का हिस्सा है।
 स्रोत: मौद्रिक नीति वक्तव्य, आरबीआई और लेखकों के अनुमान।

इस तरह के एक समूह से पता चलता है कि समायोजन और सुविचारित नियंत्रण के चरणों के दौरान, 'मुद्रास्फीति' और 'वृद्धि' शब्दों द्वारा लिया गया चर्चा स्थान स्पष्ट रूप से एमपीसी के रुख को सही ठहराता है। समायोजनकारी चरणों के दौरान, वृद्धि से संबंधित शब्दों की आवृत्ति अधिक थी, जबकि सुविचारित नियंत्रण रुख की अवधि में एक स्पष्ट बदलाव देखा गया, जिसमें

मुद्रास्फीति पर चर्चा ने वृद्धि पर चर्चा को निस्तेज कर दिया। तटस्थ रुख के चरण में, चर्चाओं ने मुद्रास्फीति संबंधी चिंताओं को प्रधानता दी, हालांकि वृद्धि भी सुविचारित नियंत्रण की अवधि से अधिक केंद्र में थी (चार्ट III.2)।

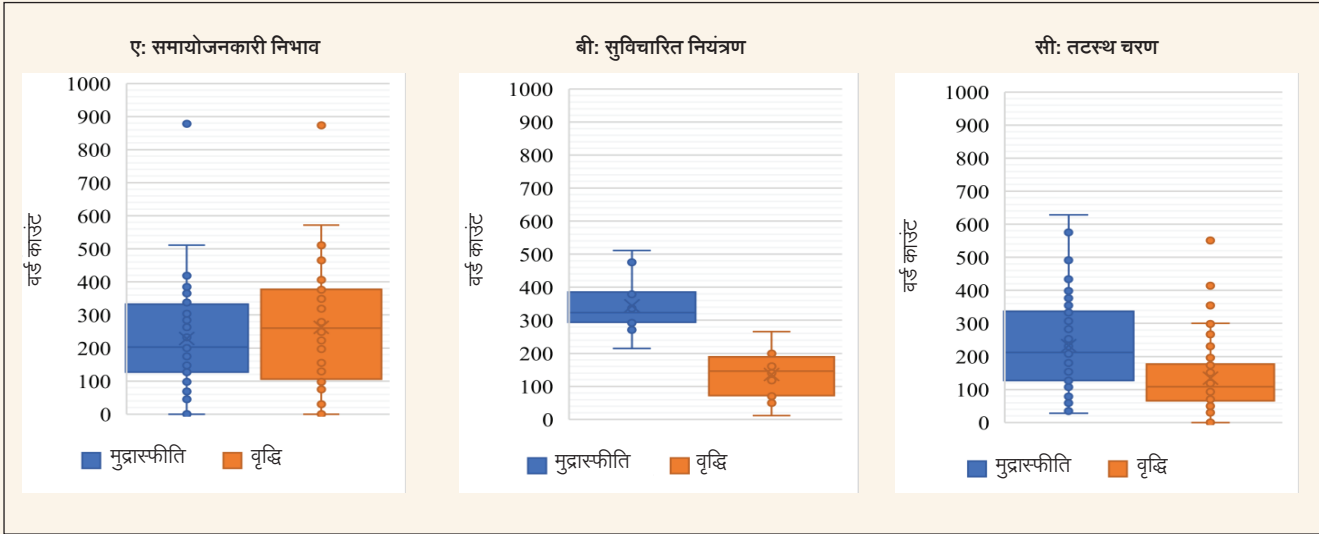
III.16 शब्द गणना के बॉक्स प्लॉट एमपीसी सदस्यों के बीच सामंजस्य और विविधता की सीमा को सामने लाने में मदद करते हैं। बॉक्स प्लॉट में प्रत्येक डेटा बिंदु नीतिगत रुख के अनुसार समूहीकृत 22 द्वैमासिक वक्तव्यों में प्रत्येक एमपीसी सदस्य द्वारा विकास और मुद्रास्फीति (इन चर्चाओं पर प्रयोग में लाये गए शब्दों की संख्या) को दिए गए सापेक्ष महत्व को दर्शाता है। सुविचारित नियंत्रण के रुख के दौरान, मुद्रास्फीति पर शब्द गणना का औसत निम्नतम अंतश्चतुर्थक सीमा के साथ उच्चतम था। इसी तरह, समायोजनकारी चरण के दौरान, वृद्धि पर शब्द गणना ने मुद्रास्फीति की तुलना में एक उच्च औसत मूल्य दर्ज किया। हालांकि, इस चरण के दौरान वृद्धि के आसपास अपेक्षाकृत व्यापक अंतश्चतुर्थक सीमा भी एमपीसी सदस्यों के बीच वृद्धि को दिये जा रहे महत्व पर काफी भिन्नता की ओर इशारा करती है। तटस्थ रुख चरण में, एमपीसी सदस्यों द्वारा वृद्धि और मुद्रास्फीति को दिए गए सापेक्ष महत्व में व्यापक रूप से भिन्नता है, जो कि वृद्धि और मुद्रास्फीति शब्द गणना के बॉक्स प्लॉट में

चार्ट III.2: मौद्रिक नीति के रुख पर वर्ड क्लाउड्स, अक्तूबर 2016 - मार्च 2020



स्रोत: मौद्रिक नीति वक्तव्य, आरबीआई और लेखकों के अनुमान।

चार्ट III.3: एमपीसी नीति के रुख पर वर्ड क्लाउड्स, अक्टूबर 2016 - मार्च 2020



स्रोत: मौद्रिक नीति वक्तव्य, आरबीआई और लेखकों के अनुमाना

उच्च धनात्मक ढलाव दर्शाता है। यह अंततः उनकी मतदान वरीयता में दिखाई दिया (चार्ट III.3)।

विविधता और असहमति

III.17 वैश्विक स्तर पर एमपीसी संरचनाओं में विविधता ने वरीयताओं, सदस्यों के विचारों और कौशल और पृष्ठभूमि में अंतर को दर्शाया है, इन सभी ने मतदान में विविधता प्रदान की है। यह समिति को एक असंकीर्ण दृष्टिकोण अपनाने के लिए प्रेरित करता है जो जोखिम को सीमित करने के लिए कार्य करता है कि एक एकल दृष्टिकोण या विश्लेषणात्मक ढांचा अनुचित रूप से प्रभावी हो सकता है (बर्नाक, 2007)। ये मतदान रिकॉर्ड समझौते और असहमति के बारे में बहुमूल्य जानकारी भी प्रदान करते हैं (होर्वाथ, स्मिडकोवा और ज़ापल, 2010)।

III.18 फरवरी 2017 से अगस्त 2018 की तटस्थ रुख अवधि में तेजी से बदलते वृद्धि मुद्रास्फीति की गतिकी के कारण सबसे अधिक संख्या में असहमति मत देखे गए। जून 2017 में पहला असंतोष मत एक बाहरी एमपीसी सदस्य द्वारा नीतिगत दरों में ढील के लिए दिया गया था, जब एमपीसी बहुमत का यथास्थिति का निर्णय था। अगस्त 2017 में,

आंतरिक और बाहरी दोनों सदस्यों की असहमति हुई। बाहरी सदस्य ने नीतिगत दर में अधिक कमी के लिए मतदान किया, जबकि एमपीसी बहुमत ने नीतिगत दर को कम करने पर एक आंतरिक सदस्य ने यथास्थिति बनाए रखने के पक्ष में असहमति जताई। एमपीसी के 22-बैठकों के मतदान इतिहास में यह एकमात्र समय था जब एमपीसी बहुमत के फैसले की तुलना में दो अलग-अलग नीतिगत विकल्पों के लिए असंतोष मत दर्ज किए गए थे। इसके अलावा, अक्टूबर और दिसंबर 2017 की नीतियों में, एक बाहरी सदस्य एमपीसी के यथास्थिति निर्णय के खिलाफ नीतिगत दर में कमी के पक्ष में था। इसके विपरीत, फरवरी और अप्रैल 2018 में अगली दो नीतियों में जब एमपीसी ने दरों को यथास्थिति बनाए रखा, एक आंतरिक सदस्य ने असहमति जताई और नीतिगत दरों में वृद्धि के लिए मतदान किया। इसके बाद अगस्त 2018 में, जब एमपीसी ने दूसरी बार दरें बढ़ाईं, तो एक बाहरी सदस्य ने यथास्थिति के लिए मतदान किया।

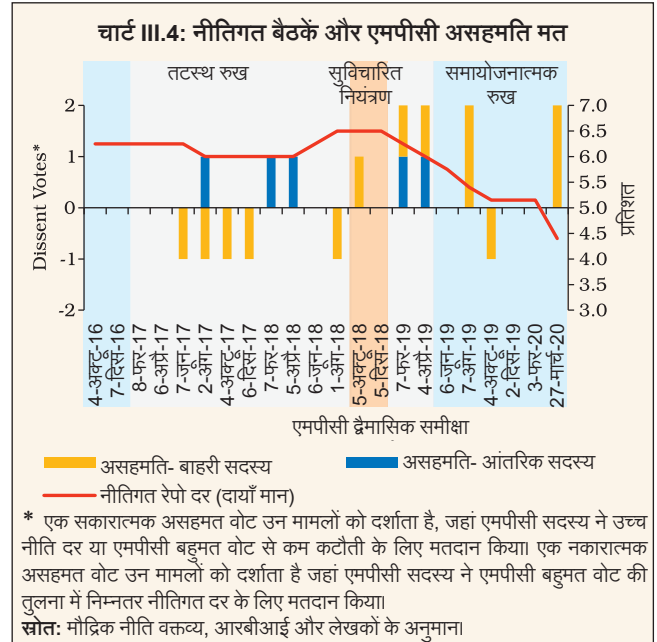
III.19 सुविचारित नियंत्रण के चरण (अक्टूबर से दिसंबर 2018) के दौरान, एमपीसी द्वारा दरों को बनाए रखने के फैसले के खिलाफ दरों में वृद्धि के कारण अक्टूबर नीति में एक बाहरी

सदस्य द्वारा एक असंतोष मत था। सुविचारित नियंत्रण के चरण में मौद्रिक नीति के रुख पर असंतोष भी देखा गया - इन दोनों बैठकों में एक बाहरी सदस्य ने तटस्थ रुख के लिए मतदान किया।

III.20 दूसरा तटस्थ रुख चरण जो केवल दो एमपीसी बैठकों - फरवरी और अप्रैल 2019 तक चला - नीतिगत दर कार्रवाई और नीतिगत रुख दोनों पर काफी असंतोष देखा गया। एमपीसी ने *यथास्थिति* बनाए रखने का समर्थन करने वाले आंतरिक और बाहरी दोनों सदस्यों के असंतोष के बीच दरों में कमी लायी। अप्रैल 2019 की नीति में, एक बाहरी एमपीसी सदस्य का तटस्थ रुख जारी रखने पर एक भिन्न दृष्टिकोण था और इसे उदार रुख में बदलने के लिए मतदान किया।

III.21 समायोजनकारी चरण (जून 2019 से मार्च 2020) में असहमति के सभी तीन उदाहरण बाहरी सदस्यों द्वारा देखने को मिले। अगस्त 2019 में, जब नीतिगत दर में 35 आधार अंकों की कमी की गई, तो दो बाहरी सदस्यों ने दर परिवर्तन की दिशा से सहमत होते हुए, 25 आधार अंकों की कम कटौती का समर्थन किया। अक्टूबर 2019 में, एक बाहरी सदस्य ने 25 आधार अंकों की एमपीसी सर्वसम्मति के खिलाफ नीतिगत दर में 40 आधार अंकों की भारी कमी के लिए मतदान किया। मार्च 2020 के सामान्य चक्र से इतर नीति में, एमपीसी ने 75 आधार अंकों की भारी कटौती की, जिसमें दो बाहरी सदस्य 50 बीपीएस की कमी के पक्ष में थे।

III.22 एमपीसी की 22 बैठकों में सभी बाहरी सदस्यों ने किसी न किसी बैठक में असहमति व्यक्त की- प्रत्येक सदस्य ने दो से छह मौकों की सीमा में असहमति व्यक्त की। दो आंतरिक सदस्यों ने भी एक-एक करके दो मौकों पर बहुमत से भिन्न मत दिया। तीन बैठकों में नीतिगत रुख के मामले में असहमति मत केवल बाहरी सदस्यों द्वारा थे (चार्ट III.4, सारणी III.2 और अनुबंध III.2)।



III.23 कुल मिलाकर, अध्याय I में विविधता सूचकांक और ऊपर प्रस्तुत आंतरिक-बाहरी सदस्य मतभेदों ने काफी स्वतंत्रता दिखाई और आरबीआई के एमपीसी में समूह के विचार की अनुपस्थिति की पुष्टि की।

3. पूर्वानुमान कार्य-निष्पादन, संचार और पारदर्शिता का मूल्यांकन

III.24 एक एफआईटी ढांचे में पूर्वानुमानों की विश्वसनीयता, संचार की प्रभावशीलता और प्रक्रियाओं की पारदर्शिता इसके सफल कार्यान्वयन में महत्वपूर्ण भूमिका निभाती है। निम्नलिखित चर्चाएं इन पहलुओं पर एमपीसी के कार्य-निष्पादन का परिमाण निर्धारित करती हैं।

पूर्वानुमान कार्य-निष्पादन का मूल्यांकन

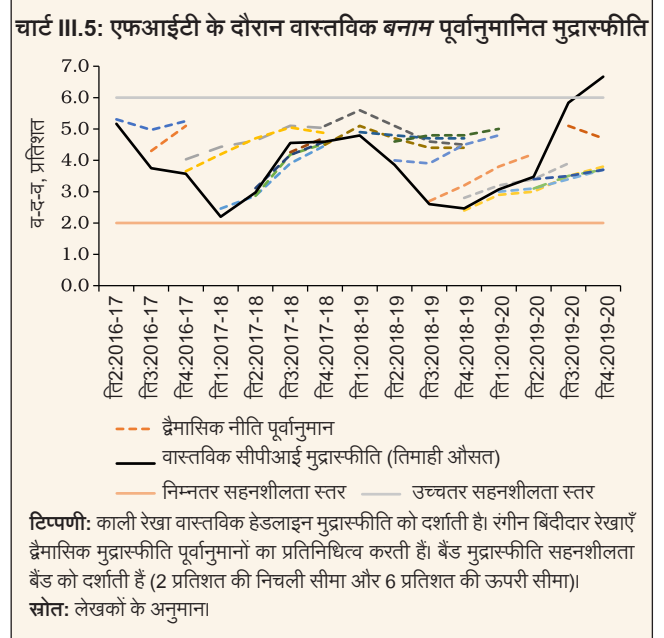
III.25 भारतीय रिज़र्व बैंक में मुद्रास्फीति और वृद्धि पूर्वानुमान कार्य-निष्पादन की नियमित आधार पर समीक्षा की जाती है और इसके परिणाम प्रकाशनों के माध्यम से सार्वजनिक कार्यक्षेत्र में रखे जाते हैं। द्वि-वार्षिक मौद्रिक नीति रिपोर्ट (एमपीआर), जैसा

कि कानून द्वारा अनिवार्य है, पूर्वानुमान त्रुटियों के आकार और ऐसी त्रुटियों में योगदान करने वाले कारकों को प्रस्तुत करता है। एमपीसी की प्रत्येक द्विमासिक बैठक में पूर्वानुमान त्रुटियों का विस्तृत विश्लेषण प्रस्तुत किया जाता है।

III.26 पूर्वानुमान कार्य-निष्पादन का मूल्यांकन सटीकता, निष्पक्षता, दक्षता और स्वतः सहसंबंधन (राज और अन्य, 2019) के आधार पर किया जा सकता है। सटीकता को वास्तविक मूल्यों से पूर्वानुमानों के विचलन के रूप में मापा जाता है, जिसे माध्य त्रुटि, माध्य निरपेक्ष त्रुटि और रूट मीन स्क्वायर्ड एरर (आरएमएसई) के रूप में मापा जाता है।¹⁰ सटीकता को औपचारिक रूप से निष्पक्षता के परीक्षणों द्वारा सत्यापित किया जाता है, जो एक स्थिर अवधि पर पूर्वानुमान त्रुटियों के प्रतिगमन द्वारा किसी भी व्यवस्थित कम या अधिक अनुमान के लिए जाँच करता है (होल्डन एंड पील, 1990)। पूर्वानुमान दक्षता इस बात का मूल्यांकन है कि पूर्वानुमान के समय उपलब्ध सभी सूचनाओं का उपयोग किया गया है या नहीं। पूर्वानुमानित चर के सबसे हाल ही में देखे गए मूल्य पर पूर्वानुमान त्रुटियों को पुनः प्राप्त करके इसका परीक्षण किया जाता है।¹¹ पूर्वानुमान त्रुटियों में स्वतः सहसंबंधन के महत्वपूर्ण स्तर वर्तमान पूर्वानुमान में पिछली पूर्वानुमान त्रुटियों पर जानकारी के अक्षम उपयोग का संकेत देंगे। यह विश्लेषण मुद्रास्फीति और वृद्धि के लिए अलग-अलग समय हॉरीजॉन के पूर्वानुमानों के लिए अलग-अलग किया जाता है, यानी, एक तिमाही, दो तिमाहियों और तीन तिमाहियों के लिए तात्कालिक अनुमान और पूर्वानुमान।

मुद्रास्फीति

III.27 एफआईटी दौर के दौरान, मुद्रास्फीति को अधिक आंकने और कम आंकने, दोनों की घटनाएँ हुई हैं। 2016-17 की दूसरी तिमाही से 2019-20 की दूसरी तिमाही (आगे की तीन तिमाहियों की मुद्रास्फीति के लिए) के दौरान मुद्रास्फीति को कभी-कभी अधिक आंका गया था और बाद की तिमाहियों में ही



कुछ कम करके आंका गया था। बड़ी पूर्वानुमान त्रुटियों के बावजूद, मुद्रास्फीति का पूर्वानुमानित पथ 2 से 6 प्रतिशत के सहिष्णुता बैंड तक रहा (चार्ट III.5)।

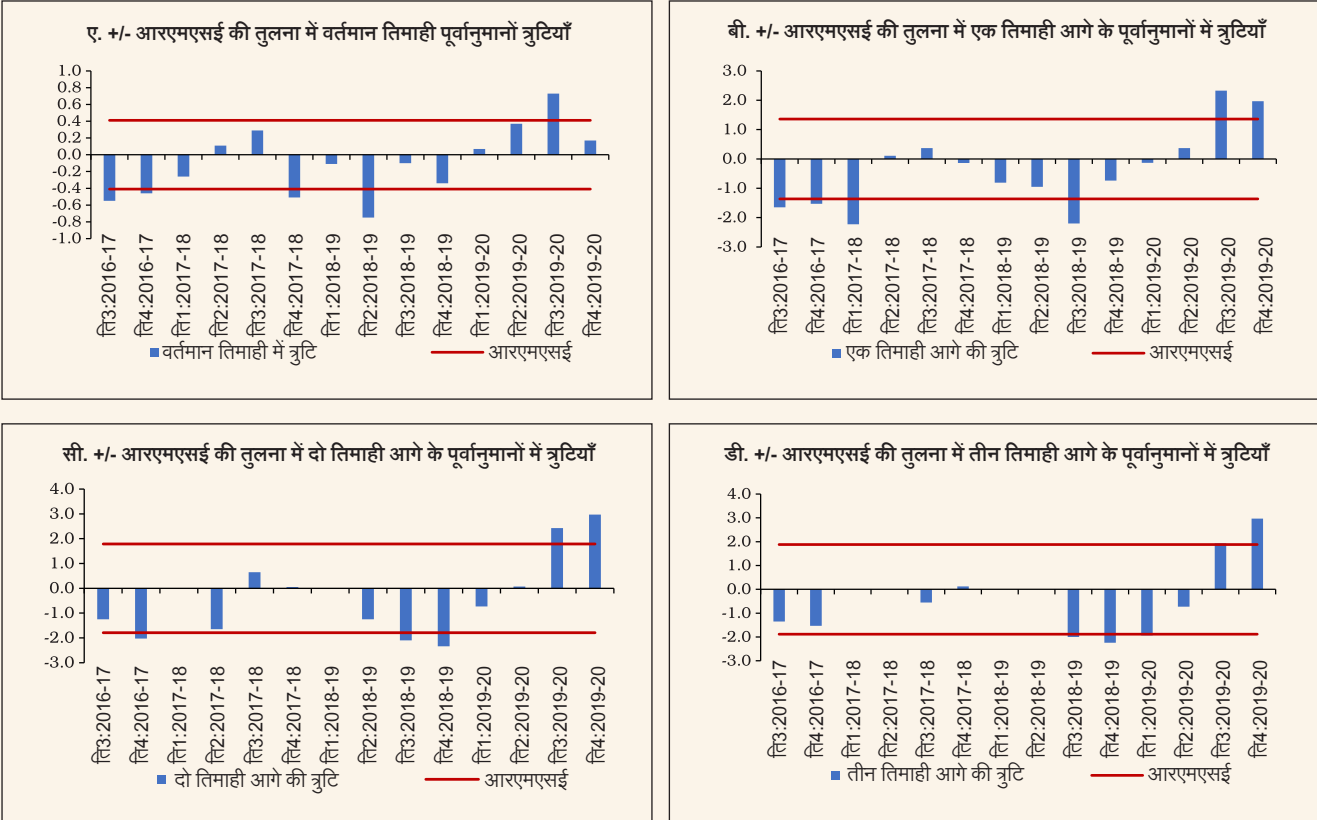
III.28 हॉरीजॉन की तीन तिमाहियों तक बढ़ने के साथ नाउकास्ट के लिए शुरू में संकीर्ण आरएमएसई बैंड का विस्तार हो गया (चार्ट III.6)।

III.29 औपचारिक सांख्यिकीय परीक्षण सभी पूर्वानुमान हॉरीजॉन में मुद्रास्फीति पूर्वानुमानों में कोई व्यवस्थित पूर्वाग्रह नहीं दर्शाते हैं। पूर्वानुमानों की दक्षता के लिए परीक्षण से पता चलता है कि तात्कालिक और एक-चौथाई आगे के पूर्वानुमान फलोत्पादक हैं, यानी पूर्वानुमान के समय सभी उपलब्ध जानकारी का उपयोग किया जाता है। हालांकि, दूसरी और तीसरी तिमाही के पूर्वानुमान सांख्यिकीय रूप से अक्षम पाए गए हैं। जबकि तात्कालिक त्रुटियाँ स्वतः सहसंबद्ध नहीं होती हैं, लंबे पूर्वानुमान हॉरीजॉन के लिए स्वतः सहसंबद्ध त्रुटियाँ पायी जाती हैं।

10 इन उपायों का व्यापक रूप से साहित्य में सटीकता का अनुमान लगाने के लिए उपयोग किया जाता है (ऑलर और बरोट, 2000; पॉन्स, 2000; रीड, 2016)।

11 एक ही तकनीक की विविधताओं के लिए, होल्डन और पील (1990), बैरिओन्यूवो (1993), और फिल्डेस एंड स्टेकलर (2002) देखें।

चार्ट III.6: प्रॉजेक्शन होरीजोन में एफआईटी के दौरान मुद्रास्फीति पूर्वानुमान त्रुटियाँ



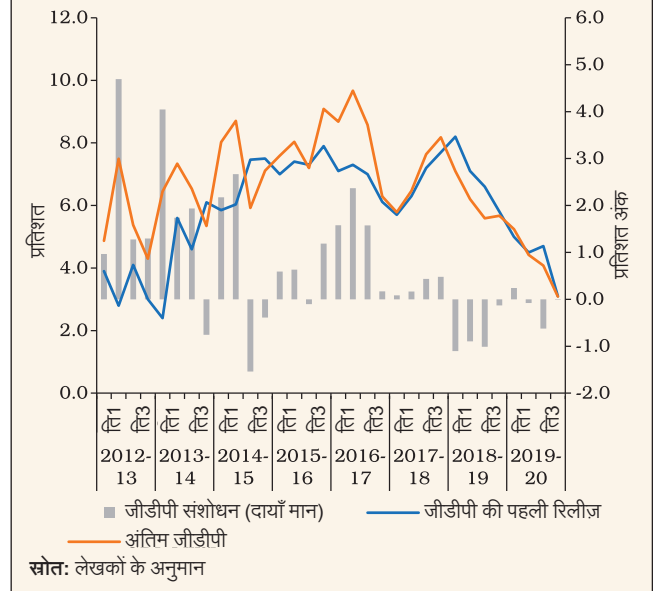
टिप्पणी: आरएमएसई संबंधित तिमाहियों के लिए उपलब्ध नवीनतम पूर्वानुमानों पर आधारित हैं।
स्रोत: लेखकों के अनुमान।

जीडीपी वृद्धि

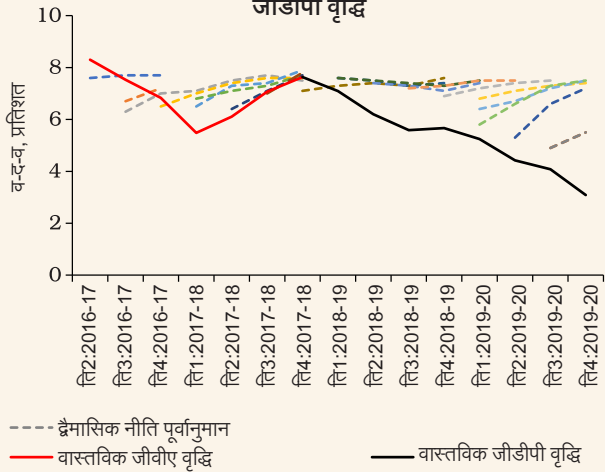
III.30 भारत के अनुभव से पता चलता है कि जीडीपी डेटा को अक्सर संशोधित किया जाता है और समय के साथ संशोधन की दिशा और परिमाण में परिवर्तन होता है (चार्ट III.7)। यह भी पाया गया है कि ऐसे समय में जब अर्थव्यवस्था में वृद्धि दर्ज की जा रही है, संशोधन की प्रवृत्ति अधिक है। जबकि अर्थव्यवस्था में सुधार के दौर में संशोधन अधिक नकारात्मक है (प्रकाश और अन्य, 2018)।

III.31 एफआईटी अवधि के दौरान आरबीआई के सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि पूर्वानुमान कार्य-निष्पादन, विचाराधीन सभी पूर्वानुमान हॉरीजोन के लिए 2017-18 की चौथी तिमाही के बाद से सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि के लगातार अधिक अनुमान को दर्शाता है (चार्ट III.8)।

चार्ट III.7 जीडीपी वृद्धि में संशोधन



चार्ट III.8: एफआईटी के दौरान वास्तविक बनाम पूर्वानुमानित जीडीपी वृद्धि



--- द्वैमासिक नीति पूर्वानुमान
— वास्तविक जीडीपी वृद्धि

टिप्पणी: वृद्धि पूर्वानुमान ति4: 2017-18 तक जीवीए और उसके बाद जीडीपी से संबंधित हैं। रंगीन बिंदीदार रेखाएँ द्वैमासिक वृद्धि पूर्वानुमानों को दर्शाती हैं।

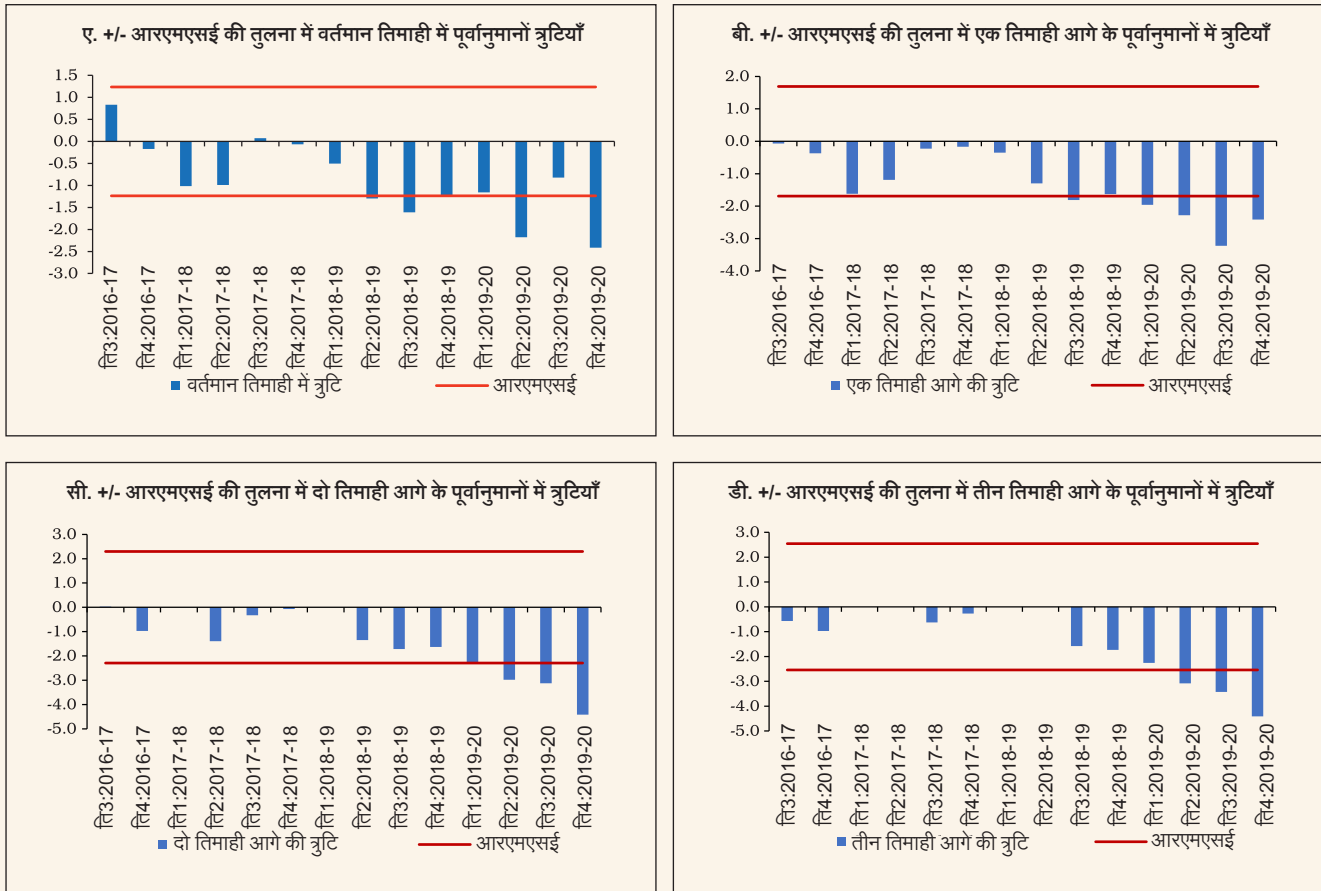
स्रोत: लेखकों के अनुमान

III.32 हालिया अवधि में आरएमएसई बैंड के संदर्भ में अधिक आकलन की स्थिति उच्च रही है (चार्ट III.9)।

पारदर्शिता प्रक्रिया को मापना

III.33 मौद्रिक नीति निर्माण में अधिक पारदर्शिता अतीत से आज की केंद्रीय बैंकिंग को अलग करने वाली सबसे उल्लेखनीय विशेषताओं में से एक है (इजफिंगर और गेराट्स, 2006; डिन्सर और आइचेनग्रीन, 2007; 2014; और गेराट्स, 2006)। केंद्रीय बैंक की स्वतंत्रता के युग में पारदर्शिता को जवाबदेही के एक प्रमुख तत्व के रूप में देखा जाता है। केंद्रीय बैंक की पारदर्शिता को बाजारों को नीतिगत निर्णयों पर अधिक सुचारू रूप से प्रतिक्रिया करने में सक्षम बनाने के तरीके के रूप में भी देखा

चार्ट III.9: प्रॉजेक्शन होरीजोन में जीडीपी वृद्धि पूर्वानुमान त्रुटियाँ

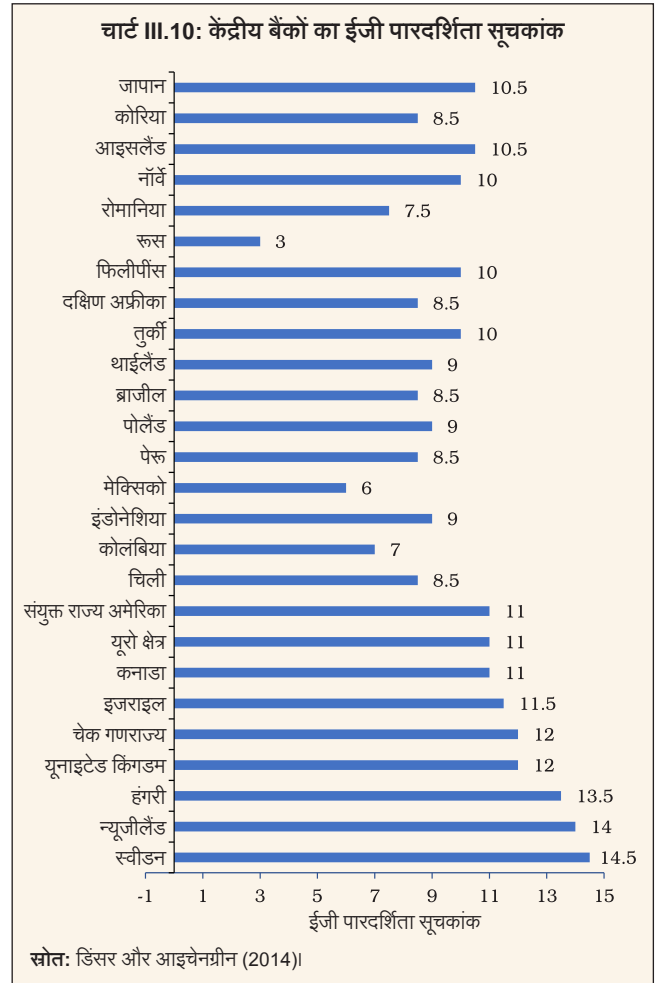


टिप्पणी: आरएमएसई संबंधित तिमाहियों के लिए उपलब्ध नवीनतम पूर्वानुमानों पर आधारित हैं।
स्रोत: लेखकों के अनुमान।

जाता है। ईजफिंगर और गेराट्स सूचकांक या ईजी सूचकांक मौद्रिक नीति पारदर्शिता के पांच पहलुओं के अंतर बताता है (ईजफिंगर और गेराट्स, 2006):

- **राजनीतिक पारदर्शिता:** यह मौद्रिक नीति के उद्देश्यों के बारे में खुलेपन को दर्शाता है, जिसमें उद्देश्यों का एक औपचारिक विवरण शामिल है, जिसमें अनेक लक्ष्यों के मामले में एक स्पष्ट प्राथमिकता, प्राथमिक उद्देश्य(यों) का परिमाणीकरण और स्पष्ट संस्थागत व्यवस्था सम्मिलित है।
- **आर्थिक पारदर्शिता:** मौद्रिक नीति के लिए उपयोग की जाने वाली आर्थिक जानकारी के संबंध में पारदर्शिता, यानी, आर्थिक डेटा की सार्वजनिक उपलब्धता, नीति विश्लेषण में उपयोग किए जाने वाले मॉडल, और आंतरिक पूर्वानुमान (मॉडल आधारित या निर्णयात्मक) जिन पर केंद्रीय बैंक निर्भर करता है।
- **प्रक्रियात्मक पारदर्शिता:** मौद्रिक नीति निर्णय लेने के तरीके के बारे में पारदर्शिता - एक स्पष्ट मौद्रिक नीति नियम का अस्तित्व, नीतिगत विचार-विमर्श का लेखा-जोखा, और नीतिगत निर्णय कैसे लिए जाते हैं।
- **नीति पारदर्शिता:** नीति की घोषणा के संबंध में पारदर्शिता; निर्णयों की व्याख्या; और भविष्य की नीतिगत कार्रवाइयों पर संकेत।
- **परिचालन पारदर्शिता:** परिचालनगत लक्ष्यों को प्राप्त करने में पारदर्शिता; मौद्रिक नीति के संचारण में बाधाएं; और मौद्रिक नीति के उद्देश्यों पर विचार करते हुए इसके समष्टि-आर्थिक परिणामों का मूल्यांकन (अनुबंध III.3)।

III.34 डिनसर और आइचेनग्रीन (2014) के अनुसार पारदर्शी मौद्रिक नीति के लिए रिक्सबैंक, स्वीडन, दि रिज़र्व बैंक ऑफ न्यूजीलैंड, दि सेंट्रल बैंक ऑफ हंगरी, दि बैंक ऑफ इंग्लैंड और दि चेक नेशनल बैंक उच्चतम अंक वाले पांच केंद्रीय बैंक थे (चार्ट III.10)।



III.35 भारत के लिए एक ईजी पारदर्शिता सूचकांक दर्शाता है कि एफआईटी के साथ मौद्रिक नीति प्रक्रिया की पारदर्शिता में उल्लेखनीय वृद्धि हुई है। ईजी सूचकांक 6 से बढ़कर 12 हो गया, जो कि उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के स्तर के करीब है (सारणी III.4)।

III.36 भारत में मौद्रिक नीति पारदर्शिता के लिए अलग-अलग अनुमान भी एफआईटी (सामंत और कुमारी, 2020) को अपनाने के बाद उल्लेखनीय सुधार दिखाते हैं। इन अनुमानों में, ईजी पारदर्शिता सूचकांक अक्टूबर-दिसंबर 2013 के दौरान 6 से 8.5 के निचले स्तर से अक्टूबर-दिसंबर 2019 में 12 से 13 तक पहुंच गया।

सारणी III.4: आरबीआई एफआईटी-पूर्व और एफआईटी के लिए ईजी सूचकांक

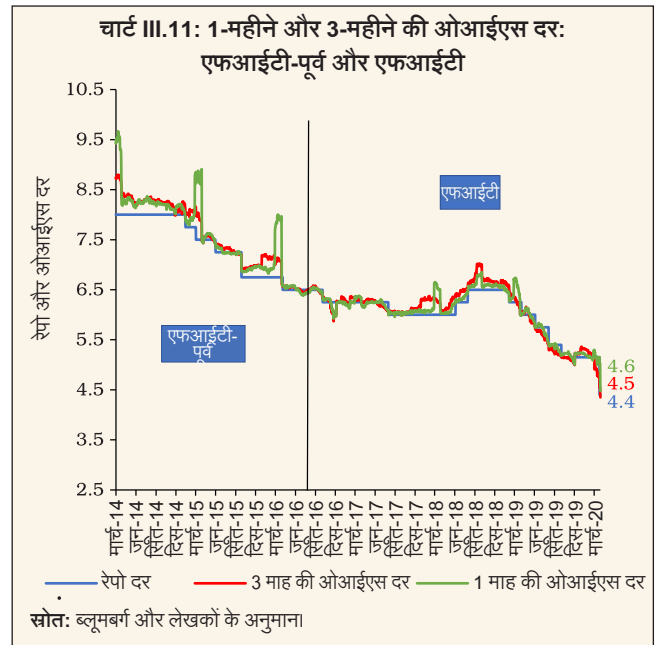
पारदर्शिता का उपाय	एफआईटी-पूर्व	एफआईटी
राजनीतिक	0.5	2.5
आर्थिक	1	2
प्रक्रियात्मक	1	2
नीतिगत	2	3
परिचालनात्मक	1.5	2.5
कुल प्राप्तांक	6	12

स्रोत: लेखकों के अनुमाना

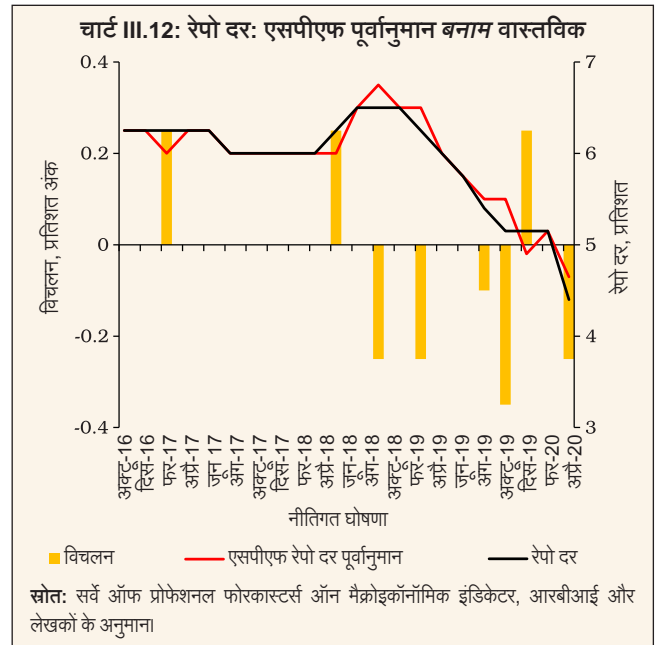
आरबीआई एमपीसी द्वारा संचार: क्या यह प्रभावी रहा है?

III.37 केंद्रीय बैंक की मौद्रिक नीति के आवश्यक साधनों में संचार एक महत्वपूर्ण तत्व है। संचार में पारदर्शिता का औचित्य आर्थिक एजेंटों को एमपीसी के वर्तमान और भविष्य के आर्थिक दृष्टिकोण का आकलन करने में मदद करना है ताकि वे अपनी प्रत्याशाएं बना सकें। वित्तीय बाजार लिखतों पर ब्याज दरें आरबीआई के रेपो दर के वर्तमान स्तर और भविष्य की अपेक्षाओं से निकटता से संबंधित हैं। मौद्रिक नीति की अपेक्षाओं का एक तरीका एकदिवसीय सूचकांकित स्वैप (ओआईएस) दर है। एक से 24 महीने की यूएस, यूरो-क्षेत्र और जापानी ओआईएस दरें और एक से 18 महीने की यूके ओआईएस दरें भविष्य की अल्पकालिक ब्याज दरों की अपेक्षाओं को सटीक रूप से मापती हैं (लॉयड, 2018)। भारत के मामले में, 1 महीने और 3 महीने की ओआईएस दरें दर्शाती हैं कि एफआईटी के दौरान ब्याज दर की अपेक्षाएं एफआईटी-पूर्व अवधि की तुलना में बेहतर हैं (चार्ट III.11)।¹²

III.38 समष्टि-आर्थिक संकेतकों पर आरबीआई के सर्वे ऑफ प्रोफेशनल फोरकास्टर्स (एसपीएफ) में नीतिगत दर में बदलाव की अपेक्षाओं को भी शामिल किया गया है। कुल मिलाकर, इसने नीति की दिशा को सही ढंग से पेश किया, हालांकि 22 नीति



बैठकों के दौरान ऊर्ध्वगामी आश्चर्यों की तुलना में अधिक अधोमुखी आश्चर्य थे (चार्ट III.12)।



12 मुद्रास्फीति लक्ष्य को औपचारिक रूप से अपनाने के बाद रेपो दर से 1 महीने और 3 महीने के ओआईएस का वर्ग माध्य मूल विचलन क्रमशः 0.46 और 0.34 प्रतिशत अंक से घटकर क्रमशः 0.13 और 0.16 प्रतिशत अंक हो गया।

III.39 नीतिगत घोषणा से एक दिन पहले मीडिया की अपेक्षाओं को भांपने के लिए गिद्धी और कुमारी (2020) द्वारा आरबीआई की नीतिगत रेपो दर पर मीडिया से ऐतिहासिक न्यूज़फ़ीड के विश्लेषण से पता चलता है कि अधिकांश अवधि के लिए, मीडिया की भावनाएँ प्रत्यक्ष रूप से वास्तविक नीतिगत दर निर्णयों के अनुरूप थीं (चार्ट III.13)।

4. भारत में एमपीसी के लिए क्या कारगर है

III.40 एमपीसी के साथ काम करने का व्यावहारिक अनुभव कई विशेषताओं को प्रकट करता है जो समय की कसौटी पर खरे उतरे हैं और जिन्हें बनाए रखने की आवश्यकता है।

संस्थागत संरचना

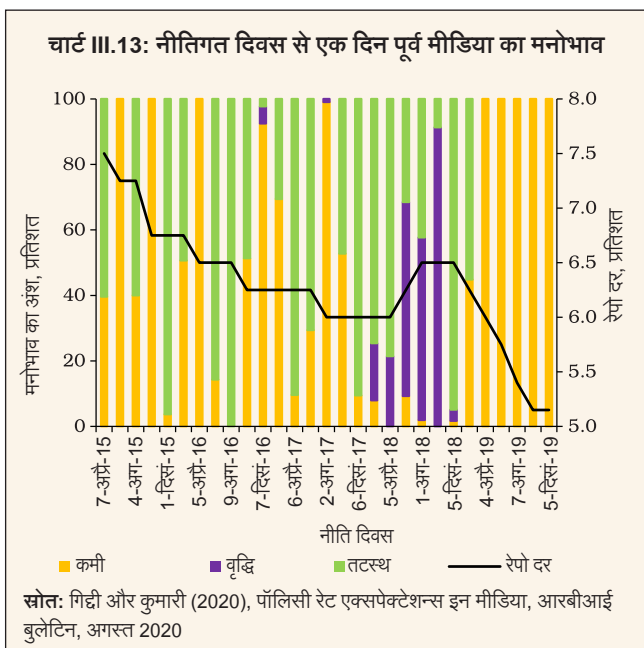
III.41 भारत में मौद्रिक नीति निर्णय लेने के लिए एक मौद्रिक नीति समिति की स्थापना वैश्विक सम्मति के अनुरूप है। 1990 के दशक के उत्तरार्ध से, एक समिति संरचना के लिए एक निर्णायक प्राथमिकता रही है, एमपीसी इस अवधि के दौरान एफआईटी को अपनाने वाले सभी देशों के लिए आदर्श है। अतीत में कई समितियों ने भारत में मौद्रिक

नीति निर्णय लेने के लिए एमपीसी की अनुशंसा की है (आरबीआई, 2014)।

III.42 1960 से 2006 तक 30 से अधिक देशों में एमपीसी पर डेटा एमपीसी आकार (कानूनी तौर पर और वस्तुतः दोनों) और मुद्रास्फीति के मध्य एक यू-आकार के संबंध को प्रकट करता है, जिसमें बहुत छोटे या बहुत बड़े समूह मुद्रास्फीति और मुद्रास्फीति परिवर्तनशीलता की आवश्यक दरों से अधिक होते हैं। लगभग पांच से नौ सदस्यों वाली मध्यम आकार की एमपीसी को सर्वोत्कृष्ट माना गया था (बर्जर और निट्सच, 2011 और मायर, 2007)। सबसे बड़ी एमपीसी नेशनल बैंक ऑफ पोलैंड की है, जिसमें 10 सदस्य हैं। चिली, आइसलैंड और नॉर्वे में सबसे छोटी एमपीसी पांच सदस्यीय है। अध्ययन के तहत सभी देशों के लिए, मॉडल समिति का आकार सात सदस्यों का है। आंतरिक और बाहरी सदस्यों के बीच संरचना मिश्रण के संदर्भ में, औसतन 48 प्रतिशत सदस्य बाहरी थे और बाहरी सदस्यों की संख्या शून्य से नौ तक थी (सारणी III.5)। उपरोक्त बहुराष्ट्रीय परिप्रेक्ष्य से, भारत में एमपीसी का समिति आकार और संरचना वैश्विक सर्वोत्तम प्रथाओं के अनुरूप प्रतीत होती है।

निर्णय लेने की प्रक्रिया

III.43 वैश्विक स्तर पर, एमपीसी के बीच महत्वपूर्ण अंतर उनकी निर्णय लेने की प्रक्रिया के संदर्भ में है अर्थात् या तो मतदान द्वारा या सर्वसम्मति से। एक समिति संरचना में निर्णय लेने की प्रक्रियाओं की रूपरेखा एक 'व्यक्तिपरक एमपीसी' मॉडल से होता है - जहां प्रत्येक सदस्य स्वतंत्र रूप से अपनी राय व्यक्त करता है और बहुमत मतदान के आधार पर निर्णय लिए जाते हैं - और पूरी तरह से 'सहमति-आधारित एमपीसी' के लिए, जहां समूह के निर्णय समग्र रूप से उत्तरदायी होते हैं और प्रत्येक एमपीसी सदस्य द्वारा स्वीकृत होते हैं, भले ही सदस्य अपने-अपने दृष्टिकोण के लिए बंद दरवाजों के पीछे बहस कर सकते हैं। सर्व सहमति आधारित एमपीसी का एक अन्य रूप स्वेच्छाचारी ढंग से कॉलेजियल एमपीसी हो सकता है, जहां अध्यक्ष कमोबेश समूह की 'सहमति' का निर्धारण करते हैं और समूह का निर्णय वास्तव में अध्यक्ष का निर्णय होता है,



सारणी III.5: मौद्रिक नीति निर्णायक समितियों की संरचना

देश	एमपीसी / केंद्रीय बैंक बोर्ड	जिस वर्ष बोर्ड/ एमपीसी को अपनाया गया	सदस्यों की संख्या	बाहरी सदस्य
ऑस्ट्रेलिया	बोर्ड	1959	9	6
कनाडा	बोर्ड	1934	6	0
चिली	बोर्ड	1925	5	0
कोलंबिया	बोर्ड	1922	7	1
चेक गणराज्य	बोर्ड	1992	7	0
ईसीबी	बोर्ड	1998	25	0
हंगरी	बोर्ड	1924	5-9	4-6
इंडोनेशिया	बोर्ड	1999	6-9	0
मेक्सिको	बोर्ड	2001	5	0
पेरू	बोर्ड	1992	7	0
फिलीपींस	बोर्ड	1993	7	6
रूसी संघ	बोर्ड	1991	15	0
रोमानिया	बोर्ड	2007	9	5
स्वीडन	बोर्ड	1897	6	0
दक्षिण कोरिया	बोर्ड	1950	7	5
जापान	बोर्ड	1942	9	6
संयुक्त राज्य अमेरिका	एफओएमसी	1933	12	0
ब्राजील	सीओपीओएम	1996	9	0
यूनाइटेड किंगडम	एमपीसी	1997	9	4
आइसलैंड	एमपीसी	2009	5	2
इजराइल	एमपीसी	2010	6	3
भारत	एमपीसी	2016	6	3
न्यूजीलैंड	एमपीसी	2019	7	3
नॉर्वे	एमपीसी	1999	8	5
पोलैंड	एमपीसी	2011	10	9
दक्षिण अफ्रीका	एमपीसी	1999	7	0
थाईलैंड	एमपीसी	2008	7	4
तुर्की	एमपीसी	2006	7	1

टिप्पणी: लाल फ्रॉन्ट में जो देश हैं, वे समिति संरचना वाले केंद्रीय बैंकों को दर्शाते हैं।

स्रोत: केंद्रीय बैंकों की वेबसाइटें, हैमंड (2012) और सिस्कोविकज़-पेकाला और अन्य (2019)।

जो अन्य समिति के सदस्यों के विचारों से प्रभावित होता है (ब्लिंडर और वायप्लोस, 2004)। 28 केंद्रीय बैंकों के विश्लेषण से पता चलता है कि मतदान को अत्यधिक प्राथमिकता दी जाती है, जिसमें 24 केंद्रीय बैंक मतदान आधारित मौद्रिक नीति निर्णय लेने की प्रक्रिया का पालन करते हैं। भारत में एमपीसी भी मतदान द्वारा निर्णय लेने की श्रेणी में आती है (सारणी III.6)।

सारणी III.6: एमपीसी की निर्णय लेने की प्रक्रिया

देश	एमपीसी/ केंद्रीय बैंक बोर्ड	निर्णय लेने की प्रक्रिया
ऑस्ट्रेलिया	बोर्ड	मत
कनाडा	बोर्ड	सर्व सम्मति
चिली	बोर्ड	मत
कोलंबिया	बोर्ड	मत
चेक गणराज्य	बोर्ड	मत
ईसीबी	बोर्ड	सर्व सम्मति
हंगरी	बोर्ड	मत
इंडोनेशिया	बोर्ड	सर्व सम्मति
मेक्सिको	बोर्ड	मत
पेरू	बोर्ड	मत
फिलीपींस	बोर्ड	मत
रूसी संघ	बोर्ड	मत
रोमानिया	बोर्ड	मत
स्वीडन	बोर्ड	मत
दक्षिण कोरिया	बोर्ड	मत
जापान	बोर्ड	मत
संयुक्त राज्य अमेरिका	एफओएमसी	मत
ब्राजील	सीओपीओएम	मत
यूनाइटेड किंगडम	एमपीसी	मत
आइसलैंड	एमपीसी	मत
इजराइल	एमपीसी	मत
भारत	एमपीसी	मत
न्यूजीलैंड	एमपीसी	सर्व सम्मति
नॉर्वे	एमपीसी	मत
पोलैंड	एमपीसी	मत
दक्षिण अफ्रीका	एमपीसी	मत
थाईलैंड	एमपीसी	मत
तुर्की	एमपीसी	मत

टिप्पणी: लाल फ्रॉन्ट में जो देश हैं, वे समिति संरचना वाले केंद्रीय बैंकों को दर्शाते हैं।

स्रोत: केंद्रीय बैंकों की वेबसाइटें, हैमंड (2012) और सिस्कोविकज़-पेकाला और अन्य (2019)।

संचार

III.44 भारत में मौद्रिक नीति संचार प्रथाएं वैश्विक अनुभवों को दर्शाती हैं। इनमें अधिकांश केंद्रीय बैंक आर्थिक स्थितियों के अपने विश्लेषण को प्रकाशित करते हैं, जिसमें केंद्रीय बैंक प्रेस कॉन्फ्रेंस के माध्यम से अपने नीतिगत निर्णय के कारणों की व्याख्या करते हुए वृद्धि और मुद्रास्फीति के दृष्टिकोण शामिल करते हैं। आरबीआई द्वारा नीति के दो सप्ताह बाद एमपीसी कार्यवृत्त जारी करना भी अंतरराष्ट्रीय सर्वोत्तम प्रथाओं के अनुरूप है (सारणी III.7)। हालांकि, भारत की विशिष्ट

मौद्रिक नीति के निर्णय लेने की प्रक्रिया

सारणी III.7: केंद्रीय बैंकों में मौद्रिक नीति पारदर्शिता और संचार

देश	पूर्वानुमानों और मौद्रिक नीति निर्णयों के आसपास संवाददाता सम्मेलन	पूर्वानुमान			कार्यवृत्त		
		जीडीपी फैन चार्ट	मुद्रास्फीति फैन चार्ट	कितनी बार (आमतौर पर त्रैमासिक)	प्रकाशित करना	प्रकाशन अंतराल	वोटों की पहचान
ऑस्ट्रेलिया	नहीं	हां#	हां#	4x वर्ष	हां	दो सप्ताह	नहीं
कनाडा	हां	हां	हां	4x वर्ष	नहीं	-	नहीं
चिली	हां	हां#	हां#	4x वर्ष	हां	दो सप्ताह	हां
चेक गणराज्य	हां	हां	हां	4x वर्ष	हां	आठ दिन	हां
ईसीबी	हां	हां	हां	4x वर्ष	हां	आठ दिन	नहीं
हंगरी	हां	हां	हां	4x वर्ष	हां	दो सप्ताह	हां
इंडोनेशिया	नहीं	हां	हां	4x वर्ष	नहीं	-	नहीं
पेरू	हां	हां	हां	4x वर्ष	नहीं	-	नहीं
फिलीपींस	हां	नहीं	हां	4x वर्ष	हां	चार सप्ताह	नहीं
स्वीडन	हां	हां	हां	6x वर्ष	हां	दो सप्ताह	हां
दक्षिण कोरिया	हां	हां#	हां#	4x वर्ष	हां	दो सप्ताह	हां
संयुक्त राज्य अमेरिका	हां	हां	हां	4x वर्ष	हां	तीन सप्ताह	हां
ब्राजील	हां	हां	हां	4x वर्ष	हां	छह दिन	हां
यूनाइटेड किंगडम	हां	हां	हां	4x वर्ष	हां	एक दिन	हां
आइसलैंड	हां	हां	हां	4x वर्ष	हां	दो सप्ताह	हां
भारत	हां	हां	हां	6x वर्ष	हां	दो सप्ताह	हां
इजराइल	हां	हां#	हां#	4x वर्ष	हां	दो सप्ताह	नहीं
न्यूजीलैंड	हां	हां	हां	4x वर्ष	नहीं	-	नहीं
नॉर्वे	हां	हां*	हां	4x वर्ष	नहीं	-	नहीं
दक्षिण अफ्रीका	हां	हां	हां	2x वर्ष	नहीं	-	नहीं
थाईलैंड	हां	हां	हां	4x वर्ष	हां	दो सप्ताह	नहीं
तुर्की	हां	हां*	हां	4x वर्ष	हां	एक हफ्ता	नहीं

* उत्पादन अंतर, # अंक पूर्वानुमान

टिप्पणी: लाल फ्रॉन्ट में जो देश हैं, वे समिति संरचना वाले केंद्रीय बैंकों को दर्शाते हैं।

स्रोत: केंद्रीय बैंकों की वेबसाइटें, हैमंड (2012) और सिस्कोविकज़-पेकाला और अन्य (2019), एवं बीआईएस (2019)।

परिस्थितियों में, एमपीसी बैठक होने के बाद नए डेटा रिलीज की सार्वजनिक धारणा के कारण इसके कार्यवृत्तों के प्रभावित होने का जोखिम है। तदनुसार, अधिनियम की "... नीतिगत दिवस की तारीख से 14वें दिन शाम 5 बजे ..." को जारी करने की आवश्यकता को "... नीतिगत दिवस की तारीख से सात दिनों के भीतर शाम 5 बजे ..." के रूप में सुधार किया जा सकता है। इसके लिए आरबीआई अधिनियम में संशोधन की आवश्यकता होगी।

एमपीसी का उत्तरदायित्व

III.45 आरबीआई अधिनियम की धारा 45जेडएन केंद्र सरकार को मुद्रास्फीति लक्ष्य को पूरा करने में विफलता की

परिभाषा के साथ-साथ विफलता के मामले में जवाबदेही उपायों को निर्धारित करने में सक्षम बनाती है। आरबीआई अधिनियम की धारा 45जेडएन की उप-धाराओं (ए), (बी) और (सी) के अनुसार, जब बैंक मुद्रास्फीति लक्ष्य को पूरा करने में विफल रहता है, तो केंद्र सरकार को एक रिपोर्ट में यह निर्धारित करना आवश्यक है - (ए) मुद्रास्फीति लक्ष्य को प्राप्त करने में विफलता के कारण; (बी) बैंक द्वारा उठाए जाने के लिए प्रस्तावित सुधारात्मक कार्रवाई; और (सी) उस समय अवधि का एक अनुमान, जिसके भीतर प्रस्तावित सुधारात्मक कार्रवाइयों के समय पर कार्यान्वयन होने के अनुसार मुद्रास्फीति लक्ष्य प्राप्त किया जाएगा। मुद्रास्फीति लक्ष्य को पूरा करने में आरबीआई की विफलता की स्थिति में, आरबीआई एमपीसी और मौद्रिक नीति

प्रक्रिया विनियमन, 2016 के विनियमन 7 के अनुसार, केंद्र सरकार को भेजी जाने वाली रिपोर्ट पर चर्चा और मसौदा तैयार करने के लिए सामान्य नीति प्रक्रिया के भाग के रूप में समिति के सचिव द्वारा एक अलग बैठक निर्धारित करने की आवश्यकता है। जिस तारीख को बैंक मुद्रास्फीति लक्ष्य को पूरा करने में विफल रहा, उस तारीख से एक महीने के भीतर केंद्र सरकार को रिपोर्ट भेजना आवश्यक है।

III.46 वैश्विक स्तर पर, भारत के मामले की भांति, मौद्रिक नीति के लिए जवाबदेही तंत्र आमतौर पर केंद्रीय बैंक अधिनियमों में निहित होते हैं। वे मौद्रिक नीति पर संसद को संरचित रिपोर्टिंग में (ए) 'संसदीय सुनवाई'; या (बी) सरकार को गवर्नर/ बैंक/ एमपीसी द्वारा संबोधित 'खुले पत्र' का रूप लेते हैं। खुला पत्र, जिसमें मुद्रास्फीति लक्ष्य को प्राप्त करने में मौद्रिक नीति के विफल होने के कारणों, प्रस्तावित सुधारात्मक कार्रवाई और लक्ष्य तक पुनः प्राप्त करने की समय-सीमा की व्याख्या होती है, को संचार और जवाबदेही प्रक्रिया के हिस्से के रूप में देखा जाता है, न कि केंद्रीय बैंक के 'आक्षेप' के रूप में (हैमंड, 2012)। आरबीआई अधिनियम के अनुसार, लक्ष्य को प्राप्त करने में विफलता की स्थिति में, आरबीआई द्वारा केंद्र सरकार को एक रिपोर्ट लिखना अनिवार्य है। सर्वेक्षण किए गए देशों में, एमपीसी संरचनाओं वाले केंद्रीय बैंकों में खुले पत्र अधिक प्रचलित हैं। खुले पत्रों के अलावा, कुछ केंद्रीय बैंकों में संसदीय सुनवाई भी होती है (सारणी III.8)। भारत में, आरबीआई केंद्र सरकार को रिपोर्ट करता है, इसलिए केंद्र सरकार को एक रिपोर्ट के माध्यम से विफलता के लिए जवाबदेही उचित प्रक्रिया है।

एमपीसी सदस्यों की आचार संहिता

III.47 आरबीआई एमपीसी और मौद्रिक नीति प्रक्रिया विनियम के विनियमन 5(ii) एमपीसी के सदस्यों को उनके नैतिक आचरण पर व्यापक मार्गदर्शन प्रदान करते हैं ताकि आरबीआई और इसकी नीतियों में जनता का भरोसा और आत्मविश्वास को बढ़ाने में मदद मिल सके। सदस्यों से, अन्य बातों के साथ-साथ, अधिनियम में निर्धारित मौद्रिक नीति के उद्देश्यों और केंद्र सरकार द्वारा निर्धारित मुद्रास्फीति लक्ष्य द्वारा

सारणी III.8: जवाबदेही तंत्र

देश	जवाबदेही उपाय
ऑस्ट्रेलिया	संसद की सुनवाई
कनाडा	संसद की सुनवाई
चिली	संसद की सुनवाई
चेक गणराज्य	संसद की सुनवाई
हंगरी	संसद की सुनवाई
इंडोनेशिया	खुला पत्र और संसद की सुनवाई
पेरू	संसद की सुनवाई
फिलीपींस	खुला पत्र और संसद की सुनवाई
स्वीडन	संसद की सुनवाई
दक्षिण कोरिया	खुला पत्र और संसद की सुनवाई
ब्राजील	खुला पत्र और संसद की सुनवाई
यूनाइटेड किंगडम	खुला पत्र और संसद की सुनवाई
आइसलैंड	सरकार के लिए खुला पत्र और सार्वजनिक रिपोर्ट और संसद की सुनवाई
भारत	केंद्र सरकार को रिपोर्ट
इजराइल	संसद की सुनवाई
न्यूजीलैंड	खुला पत्र और संसद की सुनवाई
नॉर्वे	खुला पत्र और संसद की सुनवाई
दक्षिण अफ्रीका	संसद की सुनवाई
थाईलैंड	खुला पत्र और संसद की सुनवाई
तुर्की	खुला पत्र और संसद की सुनवाई

टिप्पणी: लाल फॉन्ट में जो देश हैं, वे समिति संरचना वाले केंद्रीय बैंकों को दर्शाते हैं।
स्रोत: केंद्रीय बैंकों की वेबसाइटें, हैमंड (2012) और सिस्कोविकज़-पेकाला और अन्य (2019)।

निर्देशित होने की अपेक्षा की जाती है; और मतदान से पहले एमपीसी की बैठकों में स्वतंत्र रूप से और खुलकर अपने विचार व्यक्त करते हैं। सदस्यों से यह भी अपेक्षा की जाती है कि वे एमपीसी के नीतिगत निर्णय को सार्वजनिक किए जाने से पहले उसकी अत्यधिक गोपनीयता सुनिश्चित करने के लिए पर्याप्त सावधानी बरतें, निर्णय लेने की प्रक्रिया के बारे में गोपनीयता बनाए रखें और सार्वजनिक कार्यालय के अनुरूप सत्यनिष्ठा के उच्चतम मानकों को बनाए रखें। लाभ कमाने वाले संगठनों के साथ बातचीत करते समय या व्यक्तिगत वित्तीय निर्णय लेते समय, वे वैयक्तिक हित और सार्वजनिक हित के बीच द्वंद्व की किसी भी गुंजाइश को सावधानीपूर्वक मापेंगे।

III.48 अंतरराष्ट्रीय केंद्रीय बैंक नीतियां दर्शाती हैं कि हितों के टकराव से बचने और स्वतंत्रता बनाए रखने के लिए, मौद्रिक नीति समिति में बाहरी सदस्यों को केंद्रीय बैंक के बाहर कुछ गतिविधियों या संबंध से प्रतिबंधित किया जाता है। आम तौर पर, उनमें वित्तीय संस्थानों, राजनीतिक गतिविधियों और सरकारी सेवा में शामिल होने पर प्रतिबंध शामिल है (पात्र और सामंतराय, 2007)।

III.49 आरबीआई अधिनियम के अनुसार, एमपीसी पर बाहरी सदस्य लोक सेवक, या संसद सदस्य या कोई राज्य विधानमंडल नहीं हो सकता है। केंद्र सरकार कुछ शर्तों पर एमपीसी सदस्य को पद से हटा सकती है, उदाहरण के लिए यदि सदस्य को दिवालिया घोषित किया जाता है; शारीरिक और मानसिक रूप से अक्षम है; नियुक्ति के समय हितों के किसी भी महत्वपूर्ण टकराव का पर्याप्त रूप से खुलासा करने में विफल रहता है; एमपीसी की लगातार तीन बैठकों में भाग लेने में सक्षम नहीं है; एक ऐसे अपराध के लिए दोषी ठहराया जाता है, जिसमें केंद्र सरकार की राय में नैतिक अधमता शामिल है; या ऐसे वित्तीय या अन्य हित हैं जिनसे सदस्य के रूप में उनके कार्यों पर प्रतिकूल प्रभाव पड़ने की संभावना है। एमपीसी सदस्यों के लिए आचार संहिता पर ये दिशानिर्देश एमपीसी के लिए अन्य देशों द्वारा निर्धारित नैतिक मानकों के अनुरूप हैं।

5. क्या बदलने की आवश्यकता है

III.50 भारत में अब तक के अनुभव और बहुराष्ट्रीय सर्वोत्तम प्रथाओं के आधार पर, पारदर्शिता, जवाबदेही और परिचालनगत निपुणता में सुधार के लिए एमपीसी की निर्णय लेने की प्रक्रिया में कुछ सुधार की गुंजाइश है।

कामबंदी अवधि

III.51 भारतीय रिज़र्व बैंक की एमपीसी के सदस्य के लिए मतदान/ निर्णय के दिन से सात दिन पहले शुरू होने और दिन की नीति की घोषणा के सात दिन बाद समाप्त होने वाली मौन या

ब्लैकआउट अवधि होती है। इस अवधि के दौरान, एमपीसी के सदस्य एमपीसी के संचार ढांचे के अलावा बाजार की अस्थिरता और नीतिगत संकेतों के संचरण को कमजोर होने से बचाने के लिए मौद्रिक नीति से संबंधित मुद्दों पर सार्वजनिक टिप्पणियों से बचते हैं।

III.52 सर्वेक्षण में शामिल केंद्रीय बैंकों में, बोर्ड/ एमपीसी के सभी सदस्यों के लिए मौद्रिक नीति निर्णय की तारीख से लगभग एक सप्ताह से 10 दिन पहले की कामबंदी अवधि है। बैंक ऑफ जापान के मामले में, बैठक से पहले केवल दो दिनों के लिए कामबंदी अवधि है। ज्यादातर मामलों में कामबंदी अवधि मौद्रिक नीति निर्णय की घोषणा के बाद समाप्त होती है (सारणी III.9)।

III.53 एमपीसी संकल्प जारी होने के बाद 7 दिनों की कामबंदी अवधि की भारत में वर्तमान प्रथा वैश्विक सर्वोत्तम अभ्यास के अनुरूप नहीं है। इसलिए, एक अधिक लोचदार दृष्टिकोण, नीति घोषणा से सात दिन पहले एमपीसी के लिए कामबंदी अवधि के साथ और नीति की घोषणा के तीन दिन बाद समाप्त होने पर विचार किया जा सकता है। नीति की घोषणा के बाद तीन दिनों के लिए एक कामबंदी अवधि जारी रखने से गवर्नर द्वारा मौद्रिक नीति निर्णयों का स्पष्ट और प्रभावी संचार सुसाध्य होगा।

सदस्यों की सांतरित ऑनबोर्डिंग

III.54 वर्तमान संवैधानिक रूपरेखा के अनुसार, आरबीआई के 6 सदस्यीय एमपीसी में हर चार वर्षों में एक बड़ा बदलाव होता है क्योंकि चार साल की निश्चित अवधि के लिए नियुक्त होने वाले तीन बाहरी सदस्य अपना कार्यकाल पूरा करने के बाद पुनर्नियुक्ति के लिए पात्र नहीं होते हैं।

III.55 बहुराष्ट्रीय अनुभव दर्शाता है कि कार्यालय की सांतरित शर्तों के साथ एक समिति संरचना नियंत्रण और संतुलन बनाती है, जो मौद्रिक नीति पर राजनीतिक प्रभाव डालती है (ब्लिंडर 2006)। समिति के सदस्यों के कार्यकाल के सांतरण से भी अधिक विश्वसनीयता प्राप्त करने में मदद मिलती है (वेंडेनबुश, 2006)।

सारणी III.9: कामबंदी अवधि कार्यप्रणाली: प्रमुख केंद्रीय बैंक

देश	बैठक से पहले कामबंदी अवधि (दिनों में)	बैठक के बाद कामबंदी अवधि (दिनों में)	इन पर लागू
ईसीबी	7	-	शासी परिषद के सभी सदस्य
स्वीडन	1 सप्ताह	नीतिगत घोषणा के बाद समाप्त होता है	गवर्नर सहित कार्यकारी बोर्ड के सभी सदस्य
जापान	नीतिगत बैठक के प्रथम दिन से 2 दिन पहले	नीति के बाद या आउटलुक रिपोर्ट (यदि देय हो) जारी होने के बाद दिन की समाप्ति पर	नीतिगत बोर्ड के सभी सदस्य
संयुक्त राज्य अमेरिका	10	1	एफओएमसी के सभी सदस्य; हालांकि, एफईडी अध्यक्ष एफओएमसी की बैठक के बाद प्रेस वार्ता करते हैं
ब्राजील	6	6	सीओपीओएम के सभी सदस्य
यूनाइटेड किंगडम	8 से 9	केवल निर्णय के प्रकाशित होने तक	एमपीसी के सभी सदस्य
भारत	7	7	एमपीसी के सभी सदस्य

टिप्पणी: लाल फ्रॉन्ट में जो देश हैं, वे समिति संरचना वाले केंद्रीय बैंकों को दर्शाते हैं।

स्रोत: केंद्रीय बैंकों की वेबसाइटें।

III.56 सर्वेक्षण में शामिल 28 देशों में से अधिकांश केंद्रीय बैंक या तो एमपीसी या बोर्ड संरचना के साथ सदस्यों की सांतरित ऑनबोर्डिंग का पालन करते हैं (सारणी III.10)। यह आमतौर पर सांतरित ऑनबोर्डिंग प्रक्रिया की शुरुआत में विभिन्न कार्यकालों को स्थापित करके प्राप्त किया जाता है। ईसीबी ने 1998 में पहले बोर्ड के लिए अपनी नियुक्ति में अलग-अलग कार्यकाल वाले सदस्यों को शामिल किया। दक्षिण कोरिया एक ऐसा केंद्रीय बैंक है जिसने हाल ही में बाहरी सदस्यों की सांतरित नियुक्ति की है। हालांकि मौद्रिक नीति बोर्ड में बाहरी सदस्यों का कार्यकाल चार साल का होता है, लेकिन सांतरण होने से अप्रैल 2020 में नियुक्त चार सदस्यों में से दो को तीन साल के लिए और अन्य दो को चार साल के कार्यकाल के लिए नियुक्त किया गया

था। न्यूजीलैंड के मामले में, 2019 में गठित पहले एमपीसी में, तीन बाहरी सदस्यों को अलग-अलग कार्यकाल के लिए ऑनबोर्ड किया गया था। दो सदस्यों को तीन साल के कार्यकाल के लिए और एक सदस्य को चार साल के कार्यकाल के लिए नियुक्त किया गया था।

सारणी III.10: मौद्रिक नीति निर्णय लेने के लिए समितियों का कार्यकाल

देश	एमपीसी / केंद्रीय बैंक बोर्ड	बोर्ड के सदस्यों/ बाहरी सदस्यों का कार्यकाल (वर्षों में)	सांतरित नियुक्ति
ऑस्ट्रेलिया	बोर्ड	5 तक	हां
कनाडा	बोर्ड	7	हां
चिली	बोर्ड	10	हां
कोलंबिया	बोर्ड	4	हां
चेक गणराज्य	बोर्ड	6	हां
ईसीबी	बोर्ड	8	हां
हंगरी	बोर्ड	6	हां
इंडोनेशिया	बोर्ड	5	हां
मेक्सिको	बोर्ड	6-8	हां
पेरू	बोर्ड	5	हां
फिलीपींस	बोर्ड	6	हां
रूसी संघ	बोर्ड	5	हां
रोमानिया	बोर्ड	5	नहीं
स्वीडन	बोर्ड	5-6	हां
दक्षिण कोरिया	बोर्ड	3-4	हां
जापान	बोर्ड	5	हां
संयुक्त राज्य अमेरिका	एफओएमसी	आवर्तन के आधार पर	हां
ब्राजील	सीओपीओएम	8	नियुक्ति की कोई निश्चित अवधि नहीं
यूनाइटेड किंगडम	सीओपीओएम	3	हां
आइसलैंड	एमपीसी	5	नहीं
इजराइल	एमपीसी	5	हां
भारत	एमपीसी	4	नहीं
न्यूजीलैंड	एमपीसी	3-4	हां
नॉर्वे	एमपीसी	2-4	हां
पोलैंड	एमपीसी	6	हां
दक्षिण अफ्रीका	एमपीसी	5	हां
थाईलैंड	एमपीसी	3	हां
तुर्की	एमपीसी	5	हां

टिप्पणी: लाल फ्रॉन्ट में जो देश हैं, वे समिति संरचना वाले केंद्रीय बैंकों को दर्शाते हैं।

स्रोत: केंद्रीय बैंकों की वेबसाइटें, हैमंड (2012) और सिस्कोविकज़-पेकाला और अन्य (2019)।

III.57 जबकि 2020 में आरबीआई की एमपीसी में नए बाहरी सदस्यों की नियुक्ति ने निर्णय लेने की प्रक्रिया में कोई बाधा उत्पन्न नहीं की है, वैश्विक परिपाटी एकतरफा रूप से एमपीसी सदस्यों के लिए अलग-अलग कार्यकाल के लिए नियुक्त बाहरी सदस्यों के लिए सांतरित ऑनबोर्डिंग प्रक्रिया की शुरुआत से ही सांतरण का सुझाव देती है। इसके लिए आरबीआई अधिनियम में संशोधन की आवश्यकता होगी।

एमपीसी बैठकों की प्रतिलिपि

III.58 आरबीआई अधिनियम के अनुसार, एमपीसी बैठक की कार्यवाही गोपनीय होगी। एमपीसी की बैठकों के दौरान, मौजूदा प्रथा के अनुसार बैठक की कोई प्रतिलिपि दर्ज नहीं की जाती है।

III.59 वैश्विक अभ्यास से पता चलता है कि कई केंद्रीय बैंक मौद्रिक नीति बैठकों में विचार-विमर्श की प्रतिलिपि रिकॉर्ड करते हैं। हालाँकि, इन प्रतिलिपियों को जारी करने पर अलग-अलग प्रथाएँ हैं। बैंक ऑफ इंग्लैंड बैठकों के अगले दिन कार्यवृत्त जारी करता है लेकिन 7-8 वर्षों के लिए प्रतिलिपियों को रोक लेता है। यूएस फेडरल रिज़र्व, फेडरल ओपन मार्केट कमेटी (एफओएमसी) की बैठकों के कार्यवृत्त और प्रतिलिपियों को क्रमशः 3 सप्ताह और 5 साल के अंतराल के बाद जारी करता है। जवाबदेही और विश्वसनीयता बढ़ाने की दृष्टि से और ऐतिहासिक विश्लेषण के लिए, एमपीसी बैठकों के प्रतिलिपियों भविष्य की तारीख में दर्ज किए जा सकते हैं क्योंकि एमपीसी की प्रक्रिया और संरचना समय के साथ परिपक्व होती है। ये प्रतिलिपि सार्वजनिक डोमेन में 5-7 वर्षों के अंतराल के साथ जारी किए जा सकते हैं।

एमपीसी संचार नीति दस्तावेज़

III.60 मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण को निर्णय लेने और संप्रेषित करने के लिए एक रूपरेखा के रूप में देखा गया है (किंग, 2005)। केंद्रीय बैंक द्वारा लिए गए किसी भी निर्णय को संचार द्वारा समर्थित होना चाहिए (दास, 2019)। आरबीआई के मौद्रिक नीति संचार का केंद्र-बिन्दु मौद्रिक नीति निर्णयों को

प्रभावित करने वाले कारकों पर अधिक स्पष्टता देने और यथासंभव पारदर्शी होने पर रहा है। मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण ढांचे के तहत, मौद्रिक नीति संचार का प्राथमिक साधन एमपीसी बैठक के समापन के तुरंत बाद जारी किया जाने वाला मौद्रिक नीति संकल्प और बैठक के 14वें दिन जारी किया जाने वाले एमपीसी के कार्यवृत्त है।

III.61 लिखित संचार के उपरोक्त रूपों के अलावा, गवर्नर के प्रेस वक्तव्य; मीडिया, शोधकर्ताओं और विश्लेषकों के साथ बातचीत; और भाषण भी औपचारिक संचार के रूप हैं।

III.62 जबकि एमपीसी द्वारा संचार के संरचित रूप हैं, ऐसे कोई औपचारिक संचार नीति दस्तावेज नहीं हैं जो एमपीसी के लिए संचार नीति निर्धारित करते हों। विश्व स्तर पर, अधिकांश प्रमुख केंद्रीय बैंक एमपीसी संचार नीति दस्तावेज प्रकाशित करते हैं (सारणी III.11)।

III.63 वैश्विक सर्वोत्तम प्रथाओं से प्रेरित होकर, एमपीसी के लिए एक मॉडल संचार नीति दस्तावेज तैयार किया गया है, जो एमपीसी के लिए संचार नीति के क्या करें और क्या न करें का विवरण देता है और इसमें अन्य बातों के साथ-साथ एमपीसी

सारणी III.11: संचार नीति दस्तावेज की सामग्री

दस्तावेज में निम्न नीतियाँ शामिल हैं	बैंक ऑफ इंग्लैंड	रिज़र्व बैंक ऑफ न्यूजीलैंड	रिक्सबैंक
1. गवर्नर के वक्तव्य	हां	हां	---
2. एमपीसी सदस्यों द्वारा भाषण और अन्य मीडिया संचार	हां	---	हां
3. एमपीसी सदस्यों के लिए कामबंदी अवधि	हां	---	हां
4. एमपीसी सदस्यों द्वारा मुद्रास्फीति लक्ष्य और राजकोषीय नीति पर टिप्पणियाँ	हां	---	---
5. बैंक के गोपनीय डेटा की गुप्तता	हां	---	हां
6. सार्वजनिक व्याख्यान और आर्थिक पत्रिकाओं के माध्यम से संचार	हां	हां	हां

स्रोत: केंद्रीय बैंकों की वेबसाइटें।

द्वारा संचार के अन्य रूप पर लिखित रूप और व्यापक मार्गदर्शन शामिल हैं (अनुबंध III.4)। इसी तर्ज पर, आरबीआई की एमपीसी के लिए एक संचार नीति दस्तावेज पर विचार किया जा सकता है।

एमपीसी संकल्प जारी करने का समय

III.64 अधिकांश एफआईटी युक्त देशों द्वारा मौद्रिक नीति की घोषणाएं पूर्व-घोषित कैलेंडर पर की जाती हैं जिसमें नीति की घोषणा और प्रेस कॉन्फ्रेंस की तिथि और समय शामिल होता है (सारणी III.12)। भारत के मामले में, एफआईटी दौर के तहत, वित्तीय वर्ष की पहली बैठक से पहले वार्षिक कैलेंडर की घोषणा की जाती है, जबकि नीतिगत संकल्प और प्रेस कॉन्फ्रेंस जारी करने का समय पूर्वाह्न 10 बजे से अपराह्न 2:30 बजे तक बदलता रहा है। बाजारों को निश्चितता प्रदान करने के लिए, नीति की घोषणा एक निश्चित समय (असाधारण परिस्थितियों को छोड़कर) और पूर्व-घोषित समय पर हो सकती है।

ब्याज दर कार्यप्रणाली का प्रकाशन

III.65 मौद्रिक नीति संचार कार्यनीति और पारदर्शिता उपायों के हिस्से के रूप में, मुद्रास्फीति और वृद्धि पूर्वानुमान, आमतौर पर फैन चार्ट के रूप में, सभी प्रमुख एफआईटी केंद्रीय बैंकों द्वारा

प्रकाशित किए जाते हैं। इसके अलावा, एफआईटी केंद्रीय बैंक के बड़ी संख्या में ब्याज दर कार्यप्रणाली के भविष्य के लिए मार्गदर्शन और पूर्वानुमानों को प्रकाशित कर रहे हैं। नियमबद्ध ब्याज दर कार्यप्रणाली को प्रकाशित करने हेतु मौद्रिक नीति संचारण को मजबूत करने में ब्याज दर प्रत्याशाओं द्वारा निभाई गई केंद्रीय भूमिका प्रमुख विचारों में से एक है। यह बड़े आपूर्ति झटकों के प्रकरण की स्थिति में मौद्रिक नीति की विश्वसनीयता को बनाए रखने के लिए फायदेमंद होगा, यह दिखाने के लिए कि मध्यम अवधि में मुद्रास्फीति लक्ष्य को बनाए रखने के लिए ब्याज दरों में अचानक बदलाव की आवश्यकता नहीं है। ब्याज दर मार्गदर्शन की प्रकृति वर्णनात्मक हो सकती है या ब्याज दर कार्यप्रणाली के फैन चार्ट के रूप में हो सकता है। इस तरह के ब्याज दर मार्गदर्शन, नियमबद्ध ब्याज दर कार्यप्रणाली हैं यानी, नीतिगत समीक्षा के समय उपलब्ध जानकारी पर नियमबद्ध होना और नई जानकारी उपलब्ध होने पर बदल जाएगी। सर्वेक्षण किए गए प्रमुख केंद्रीय बैंकों में, चार केंद्रीय बैंक फैन चार्ट के रूप में स्पष्ट ब्याज दर कार्यप्रणाली प्रदान करते हैं और छह केंद्रीय बैंक वर्णनात्मक ब्याज दर कार्यप्रणाली दृष्टिकोण प्रदान करते हैं (सारणी III.13)। अधिकांश केंद्रीय बैंकों में, एफआईटी के अच्छी तरह से स्थापित होने के बाद ब्याज दर कार्यप्रणाली का प्रकाशन हुआ है।

सारणी III.12: नीति घोषणा का समय

देश	संकल्प जारी करने का समय
ऑस्ट्रेलिया	मीडिया के साथ 11:30 बजे नीतिगत निर्णय की तत्काल घोषणा और 14:30 बजे प्रेस विज्ञप्ति जारी करना
कनाडा	प्रेस विज्ञप्ति के साथ 10:00 बजे नीतिगत निर्णय की तत्काल घोषणा
चेक गणराज्य	प्रेस कॉन्फ्रेंस (15:45 बजे) और प्रेस विज्ञप्ति के साथ 14:30 बजे नीतिगत निर्णय की तत्काल घोषणा
हंगरी	प्रेस कॉन्फ्रेंस और प्रेस विज्ञप्ति के साथ नीतिगत निर्णय की तत्काल घोषणा (14:00 बजे)
स्वीडन	प्रेस विज्ञप्ति प्रत्येक मौद्रिक नीति बैठक के अगले दिन 9:30 बजे प्रकाशित की जाती है
संयुक्त राज्य अमेरिका	सुबह 11:30 बजे प्रेस विज्ञप्ति और दोपहर 2:00 बजे प्रेस वार्ता
ब्राजील	मुद्रास्फीति रिपोर्ट के प्रकाशन के बाद 18:00 बजे निर्णय और प्रेस विज्ञप्ति की तत्काल घोषणा
यूनाइटेड किंगडम	बैठक के अगले दिन, 12:00 बजे नीतिगत निर्णय और बैठक के कार्यवृत्त की घोषणा
भारत	नीति घोषणा के दिन ही नीतिगत संकल्प जारी किया जाता है
न्यूजीलैंड	मुद्रास्फीति रिपोर्ट (वर्ष में चार बार) के लिए 14:00 बजे प्रेस नोटिस और प्रेस कॉन्फ्रेंस के साथ नीतिगत निर्णय की तत्काल घोषणा

टिप्पणी: लाल फ्रॉन्ट में जो देश हैं, वे समिति संरचना वाले केंद्रीय बैंकों को दर्शाते हैं।

स्रोत: केंद्रीय बैंकों की वेबसाइटें, हैमंड (2012) और सिस्कोविकज़-पेकाला और अन्य (2019), एवं बीआईएस (2019)।

मौद्रिक नीति के निर्णय लेने की प्रक्रिया

सारणी III.13: नीतिगत दर पथ पर मार्गदर्शन प्रदान करने वाले केंद्रीय बैंक

देश	एमपीसी/ केंद्रीय बैंक बोर्ड	फैन चार्ट	ब्याज दर पर वर्णनात्मक मार्गदर्शन
ऑस्ट्रेलिया	बोर्ड	नहीं	हां
कनाडा	बोर्ड	नहीं	हां
कोलंबिया	बोर्ड	नहीं	हां
चेक गणतंत्र	बोर्ड	हां	नहीं
ईसीबी	बोर्ड	नहीं	हां
स्वीडन	बोर्ड	हां	नहीं
यूनाइटेड किंगडम	एमपीसी	नहीं	हां
इजराइल	एमपीसी	हां	नहीं
भारत	एमपीसी	नहीं	नहीं*
नॉर्वे	एमपीसी	हां	नहीं
दक्षिण अफ्रीका	एमपीसी	नहीं	हां

टिप्पणी: लाल फ्रॉन्ट में जो देश हैं, वे समिति संरचना वाले केंद्रीय बैंकों को दर्शाते हैं। जो देश नीतिगत दर पथ पर फैन चार्ट प्रकाशित नहीं करते हैं, वे नीतिगत दर पर वर्णनात्मक मार्गदर्शन प्रदान करते हैं।

* अक्टूबर 2020 से, एमपीसी ने मौद्रिक नीति के रुख पर समय आकस्मिक आगे का मार्गदर्शन प्रदान करना शुरू कर दिया है।

स्रोत: केंद्रीय बैंकों की वेबसाइटें।

III.66 आरबीआई की एमपीसी भविष्य में ब्याज दर कार्यप्रणाली पर भविष्य के लिए अधिक स्पष्ट मार्गदर्शन प्रदान करने पर विचार कर सकती है, क्योंकि पूर्वानुमान प्रक्रिया समय के साथ और मजबूत हुई है।

एमपीसी की विफलता की परिभाषा

III.67 जवाबदेही उपायों के हिस्से के रूप में अपने उद्देश्य को पूरा करने में एमपीसी की विफलता को आम तौर पर तब परिभाषित किया जाता है जब मुद्रास्फीति एक विनिर्दिष्ट अवधि के लिए लक्ष्य दर या सहनशीलता बैंड से विचलित हो जाती है। बहुराष्ट्रीय अनुभव दर्शाता है कि विफलता को आमतौर पर लक्ष्य दर या सहनशीलता सीमा से मुद्रास्फीति दर के विचलन के संदर्भ में परिभाषित किया जाता है। हालांकि, कई केंद्रीय बैंकों में, विशेष रूप से ईएमई में, जो अक्सर खाद्य और ईंधन की कीमतों में बढ़ोतरी का सामना करते हैं और सीपीआई समूह में खाद्य और ईंधन का एक उच्च हिस्सा होता है, विफलता भी एक विनिर्दिष्ट अवधि के दौरान तुरंत होने की तुलना में सहनशीलता सीमा से अधिक मुद्रास्फीति पर नियमबद्ध होती है (सारणी III.14)।

सारणी III.14: विफलता की परिभाषा

देश	मुद्रास्फीति लक्ष्य / सीमा	विफलता की परिभाषा
ऑस्ट्रेलिया	2-3%	औसत मुद्रास्फीति समय के साथ लक्ष्य सीमा के भीतर होनी चाहिए
कनाडा	2%: 1-3% की मध्यबिंदु लक्ष्य सीमा	लक्ष्य सीमा से मुद्रास्फीति का विचलन
चिली	3 +/- 1%	सहिष्णुता बैंड से मुद्रास्फीति का विचलन
चेक गणराज्य	2 ± 1%	लक्ष्य सीमा से मुद्रास्फीति का विचलन
हंगरी	3 +/- 1%	लक्ष्य सीमा से मुद्रास्फीति का विचलन
इंडोनेशिया	3.5 +/- 1%	किसी भी वर्ष में मुद्रास्फीति लक्ष्य बैंड से मुद्रास्फीति का विचलन
पेरू	2 +/- 1%	मुद्रास्फीति सहिष्णुता बैंड से मुद्रास्फीति का विचलन
फिलीपींस	3 +/- 1%	मुद्रास्फीति लक्ष्य से मुद्रास्फीति का विचलन
स्वीडन	2%	लक्ष्य से महंगाई का विचलन
दक्षिण कोरिया	2%	लगातार छह महीनों तक किसी भी दिशा में लक्ष्य से 0.5 प्रतिशत से अधिक का विचलन
ब्राजील	4 +/- 1.5%	ऊपरी और निचले सहिष्णुता स्तर से मुद्रास्फीति का विचलन
यूनाइटेड किंगडम	2%	मुद्रास्फीति लक्ष्य किसी भी दिशा में 1 प्रतिशत अंक से विचलन
आइसलैंड	2.5%	किसी भी दिशा में लक्ष्य से 1.5 प्रतिशत का विचलन
इजराइल	1-3%	यदि मुद्रास्फीति लक्ष्य छह महीने से अधिक समय तक चूक जाए
भारत	4 +/- 2%	औसत मुद्रास्फीति लगातार तीन तिमाहियों के लिए ऊपरी (निचले) सहनशीलता स्तर से अधिक (कम) है
न्यूजीलैंड	1-3%	लक्ष्य सीमा से मुद्रास्फीति का विचलन
नॉर्वे	2%	लक्ष्य से महंगाई का विचलन
दक्षिण अफ्रीका	3-6%	लक्ष्य दर से मुद्रास्फीति का विचलन
थाईलैंड	1-3%	पिछले 12 महीनों में औसत हेडलाइन मुद्रास्फीति या अगले 12 महीनों में औसत मुद्रास्फीति का पूर्वानुमान लक्ष्य सीमा से अधिक है
तुर्की	5 +/- 2%	लक्ष्य सीमा से मुद्रास्फीति का विचलन

टिप्पणी: लाल फ्रॉन्ट में जो देश हैं, वे समिति संरचना वाले केंद्रीय बैंकों को दर्शाते हैं।
स्रोत: केंद्रीय बैंकों की वेबसाइटें, हैमंड (2012) और सिस्कोविकज़-पेकाला और अन्य (2019)।

III.68 भारत में आरबीआई अधिनियम के अनुसार, केंद्र सरकार ने विफलता की परिभाषा को लगातार तीन तिमाहियों के लिए औसत हेडलाइन सीपीआई मुद्रास्फीति ऊपरी सहिष्णुता स्तर से अधिक या निम्न सहनशीलता स्तर से कम के रूप में अधिसूचित किया है। एफआईटी को अपनाने के बाद से, अक्टूबर 2016 और मार्च 2020 के बीच इस परिभाषा के अनुसार एमपीसी द्वारा कोई विफलता नहीं देखी गई है। हालांकि, एफआईटी अवधि के दौरान खाद्य मुद्रास्फीति में तीव्र अस्थिरता उत्पन्न करने वाले आपूर्ति पक्ष के झटके की लगातार घटनाएं अब तक की अवधि में एक आवर्ती रुकावट रही हैं और इसे हेडलाइन सीपीआई मुद्रास्फीति पूर्वानुमान त्रुटियों के एक प्रमुख कारण माना गया है (राज और अन्य, 2019)। कई खाद्य पदार्थों के संबंध में, मुद्रास्फीति लगातार तीन तिमाहियों से अधिक के लिए ऊपरी सहिष्णुता बैंड (6 प्रतिशत) से विचलित हुई है (सारणी III.15)। अक्सर क्रमिक तरीके से अस्थायी खाद्य कीमतों के झटकों की एक श्रृंखला की घटना के कारण खाद्य कीमतों में उछाल को सामान्य होने में समय लगता है। उदाहरण के लिए, सब्जियों की कीमतों के मामले में मुद्रास्फीति को सहनशीलता बैंड पर वापस आने में ठीक नौ महीने (अक्टूबर 2017 से जून 2018) लगे।

III.69 दूसरी ओर, एफआईटी अवधि में कई खाद्य पदार्थों खासकर अनाज, दाल और चीनी की कीमतों में लगातार गिरावट आई है, जिसमें लक्ष्य के दायरे में वापस आने में कई महीने लग गए। दलहन और चीनी मुद्रास्फीति क्रमशः 30 महीने और 21 महीने तक लगातार 2 फीसदी से नीचे रही। सब्जियों और फलों जैसे अन्य उपसमूहों के अधोगामी होने के साथ-साथ जुलाई 2018 और अप्रैल 2019 के बीच लगातार 10

सारणी III.15: उच्च खाद्य कीमत मुद्रास्फीति के प्रकरण

पण्य	उच्च मुद्रास्फीति प्रकरण (>6%)	चरम मुद्रास्फीति दर (%)	क्रमानुगत महीनों की संख्या जब मुद्रास्फीति 6% से अधिक रही
सभी खाद्य समूह	अक्टू 2019-मार्च 2020	12.2	6
मांस और मछली	मार्च 2019-मार्च 2020	10.6	13
अंडा	अक्टू 2016-दिसं 2016	9.5	3
	नवं 2017-अप्रै 2018	9.3	6
	जुला 2018-अग 2018	7.4	2
	अक्टू 2019-फर 2020	10.5	5
दूध और दुग्ध उत्पाद	फर 2020-मार्च 2020	6.5	2
तेल और वसा	जन 2020-मार्च 2020	7.7	3
फल	फर 2017-मार्च 2017	9.6	2
	नवं 2017-जन 2018	6.6	3
	अप्रै 2018-जुला 2018	12.1	4
सब्जियां	अक्टू 2017-जून 2018	29.1	9
	अग 2019-मार्च 2020	60.5	8
दाल	जुला 2019-मार्च 2020	16.7	9
चीनी और कन्फेक्शनरी	अक्टू 2016-दिसं 2017	23.6	15
मसाले	अक्टू 2016-दिसं 2016	7.4	3
	जन 2020-मार्च 2020	9.8	3
तैयार भोजन, नाश्ता, मिठाई आदि	अक्टूबर 2016	6.1	1

स्रोत: एनएसओ; और लेखकों के अनुमान।

महीनों के लिए खाद्य मुद्रास्फीति 2 प्रतिशत से कम बनी रही (सारणी III.16)।

सारणी III.16: कम खाद्य मूल्य मुद्रास्फीति की घटनाएँ

पण्य	निम्न मुद्रास्फीति प्रकरण (<2%)	न्यूनतम मुद्रास्फीति दर (%)	क्रमानुगत महीनों की संख्या जब मुद्रास्फीति 2% से कम रही
सभी खाद्य समूह	दिसं 2016-जन 2017	1.4	2
	अप्रै 2017-सितं 2017	-1.2	6
	जुला 2018-अप्रै 2019	-1.7	10
अनाज और उत्पाद	नवं 2018-सितं 2019	0.8	11
मांस और मछली	अप्रै 2017-मई 2017	1.8	2
अंडा	फर 2017	0.5	1
	मई 2017-अक्टू 2017	-2.0	6
	नवं 2018-अग 2019	-4.4	10
दूध और दुग्ध उत्पाद	अक्टू 2018-सितं 2019	0.3	12
तेल और वसा	जुला 2017-मार्च 2018	1.0	9
	नवं 2018-अक्टू 2019	0.6	12
फल	मई 2017-जून 2017	1.4	2
	सितं 2018-सितं 2019	-5.9	13
सब्जियां	अक्टू 2016-जुला 2017	-16.5	10
	जुला 2018-मार्च 2019	-16.4	9
दाल	नवं 2016-अप्रै 2019	-24.7	30
चीनी और कन्फेक्शनरी	फर 2018-अक्टू 2019	-9.2	21
मसाले	अप्रै 2017-मई 2018	-2.3	14
	जन 2019-जून 2019	0.8	6
गैर-अल्कोहल पेय पदार्थ	दिसं 2017-मई 2018	1.3	6
	जुला 2018-सितं 2018	1.4	3
	नवं 2019-दिसं 2019	1.3	2
तैयार भोजन, नाश्ता, मिठाई आदि	नवं 2019	1.9	1

स्रोत: एनएसओ; और लेखकों के अनुमान

III.70 अस्थायी कारकों के कारण खाद्य मुद्रास्फीति में देखी गई अस्थिरता का असर मुख्य मुद्रास्फीति तक सीमित था (बॉक्स III.3)। हालांकि लगातार और स्थायी खाद्य और ईंधन की कीमतों में झटकों के कारण दूसरे दौर के प्रभावों और मुद्रास्फीति की प्रत्याशाओं से जोखिम को कम करने के लिए समय पर मौद्रिक नीति प्रतिक्रिया की आवश्यकता होती है। इन सभी के लिए मौद्रिक नीति में अधिक लचीलेपन की आवश्यकता है और एमपीसी को खाद्य कीमतों में तीव्र उतार-चढ़ाव के माध्यम से अस्थायी कारकों के कारण, साथ ही, सापेक्ष मूल्य झटकों से अवगत होना चाहिए जो मूल मुद्रास्फीति के पथ पर असर डालते हैं। विफलता की एक परिभाषा जो इन दो उद्देश्यों को संतुलित करती है, खाद्य कीमतों में लगातार वृद्धि के लिए नीतिगत प्रतिक्रियाओं द्वारा लाई गई उत्पादन वृद्धि में अस्थिरता को रोकने में मदद करेगी। यह इस तथ्य को ध्यान में रखते हुए भी महत्वपूर्ण है कि भले ही मौद्रिक नीति मुद्रास्फीति को सहनशीलता बैंड में वापस लाने के लिए गैर-क्षणिक आपूर्ति झटकों पर तुरंत प्रतिक्रिया करती है, मुद्रास्फीति के परिणामों के लिए नीतिगत आवेगों के पूर्ण संचरण के लिए 10 तिमाहियों तक का समय लगता है (अधिक विवरण के लिए अध्याय IV देखें)।

III.71 इन भारत-विशिष्ट अनुभवों और चिंताओं को देखते हुए, वर्तमान तीन-तिमाही हॉरीजॉन से विफलता की परिभाषा को संशोधित करना उचित हो सकता है। विफलता को लगातार चार तिमाहियों के लिए लक्ष्य के आस-पास ऊपरी और निचले सहिष्णुता बैंड की अतिलंघन/ प्रत्याशा से कम मुद्रास्फीति के रूप में परिभाषित किया जा सकता है।

बॉक्स III.3

खाद्य और ईंधन के झटकों का मूल मुद्रास्फीति में संचरण

जबकि खाद्य और ऊर्जा की कीमतों को अक्सर अस्थायी आपूर्ति झटकों के स्रोत के रूप में देखा जाता है, यह महत्वपूर्ण है कि खाद्य और ईंधन की कीमतों के झटकों के मूल मुद्रास्फीति में संचरण और मुद्रास्फीति के परिणामी सामान्यीकरण के जोखिम का आंकलन किया जाए।

हेडलाइन और मूल मुद्रास्फीति के बीच गतिशील अंतःक्रिया की जांच एक 'मुद्रास्फीति-अंतर' मॉडल के माध्यम से की जाती है ताकि निम्नलिखित प्रतिगमन विनिर्देशों का उपयोग करके हेडलाइन और मूल मुद्रास्फीति पर खाद्य और ईंधन के झटकों के दूसरे दौर के प्रभावों के जोखिम का आंकलन किया जा सके:

$$\pi_t - \pi_{t-h} = a_1 + b_1(\pi_{t-h} - \pi_{t-h}^{core}) + \epsilon_{1t} \dots (1)$$

$$\pi_t^{core} - \pi_{t-h}^{core} = a_2 + b_2(\pi_{t-h} - \pi_{t-h}^{core}) + \epsilon_{2t} \dots (2)$$

पहला समीकरण दर्शाता है कि किसी भी अवधि में हेडलाइन और मूल मुद्रास्फीति के बीच का अंतर हेडलाइन मुद्रास्फीति एच-अवधि में बदलाव को कैसे प्रभावित करता है। एक ऋणात्मक गुणांक (बी₁) इंगित करता है कि जब हेडलाइन मुद्रास्फीति मूल से अधिक होती है, तो हेडलाइन मुद्रास्फीति नीचे आती है, यानी हेडलाइन मूल मुद्रास्फीति की ओर अभिसरित हो जाती है और मूल से हेडलाइन का कोई भी विचलन अस्थायी होता है। दूसरा समीकरण मूल मुद्रास्फीति में बदलाव को हेडलाइन और मूल मुद्रास्फीति के बीच के अंतर से संबंधित है। एक धनात्मक गुणांक (बी₂) से तात्पर्य है कि जब भी हेडलाइन मुद्रास्फीति मूल से अधिक होती है, तो मूल मुद्रास्फीति बाद में बढ़ जाती है, यानी

(जारी)

सारणी 1: खाद्य और ईंधन मुद्रास्फीति से इतर मूल मुद्रास्फीति

	बी ₁	बी ₂
एच = 3	-0.31***	0.02
एच = 6	-0.54***	0.00
एच = 9	-0.76***	-0.06
एच = 12	-1.21***	-0.19**

टिप्पणी: * पी <0.10, ** पी <0.05, *** पी <0.01

मूल मुद्रास्फीति हेडलाइन में अभिसरित हो जाती है, जिसका अर्थ है कि हेडलाइन मुद्रास्फीति के गैर-मूल घटक में मुद्रास्फीति दबाव मूल मुद्रास्फीति तक फैल जाता है, जिससे मूल मुद्रास्फीति का हेडलाइन मुद्रास्फीति में अभिसरण होता है।

अभिसरण विश्लेषण एच = 3, 6, 9 और 12 के लिए जनवरी 2012 से मार्च 2020 तक के डेटा का उपयोग करता है। जब मूल मुद्रास्फीति को खाद्य और ईंधन को छोड़कर हेडलाइन के रूप में परिभाषित किया जाता है, तो हेडलाइन मुद्रास्फीति के मूल मुद्रास्फीति में अभिसरित होने का प्रमाण है और मूल मुद्रास्फीति से हेडलाइन की ओर अभिसरण के लिए कोई सबूत नहीं है (सारणी 1.1)। यह दर्शाता है कि खाद्य और ईंधन मुद्रास्फीति के झटके मूल मुद्रास्फीति से हेडलाइन मुद्रास्फीति के अस्थायी विचलन की ओर ले जाते हैं, जिसे सामान्यीकरण जोखिम का प्रमाण नहीं होने के रूप में देखा जा सकता है।

सारणी 2: खाद्य, ईंधन, पेट्रोल, डीजल मुद्रास्फीति से इतर मूल मुद्रास्फीति

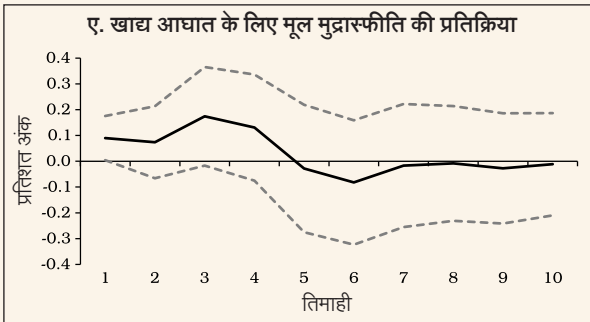
	बी ₁	बी ₂
एच = 3	-0.22	0.09*
एच = 6	-0.72***	0.14*
एच = 9	-1.07***	0.14
एच = 12	-1.68***	0.10

टिप्पणी: * पी <0.10, ** पी <0.05, *** पी <0.01

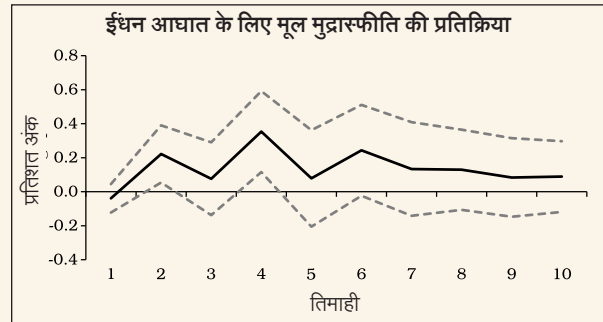
हालाँकि, जब मूल मुद्रास्फीति को खाद्य, ईंधन, पेट्रोल और डीजल से इतर मापा जाता है, तो अभिसरण विश्लेषण कुछ प्रमाण प्रदान करता है कि मूल मुद्रास्फीति भी हेडलाइन की ओर आ सकता है, जिसे सामान्यीकरण के प्रमाण के रूप में देखा जा सकता है (सारणी 1.2)।

ति3:2009 से ति1:2020 तक के डेटा को कवर करने वाले संरचनात्मक वीएआर ढांचे का उपयोग करके हेडलाइन और मूल मुद्रास्फीति के बीच संबंधों की आगे और जांच की जाती है। खाद्य और ईंधन से इतर मुद्रास्फीति, मुद्रास्फीति प्रत्याशाएं और उत्पादन अंतराल को अंतर्जात चर के रूप में शामिल किया गया है, जबकि खाद्य और ईंधन मुद्रास्फीति को बहिर्जात झटके के रूप में माना जाता है।¹³ अनुभवजन्य निष्कर्ष बताते हैं कि कोविड-पूर्व अवधि में खाद्य और ईंधन मुद्रास्फीति प्रक्षेप वक्रों के लिए अप्रत्याशित चढ़ाव प्रकृति में ज्यादातर अस्थायी रहे हैं (चार्ट 1)।

चार्ट 1: आवेग प्रतिक्रिया कार्य (एक मानक विचलन आघात)



स्रोत: लेखकों के अनुमान



संदर्भ:

Anand, R., Ding, D., Tulin, V. (2014), "Food Inflation in India: The Role for Monetary Policy", *IMF Working Paper, WP/14/178, International Monetary Fund, Washington D.C., USA*.

Cecchetti, S. G., Moessner, R. (2008), "Commodity Prices and Inflation Dynamics", *BIS Quarterly Review, December, Bank for International Settlements, Basel, Switzerland*

Dholakia, R and V.S. Kadiyala (2018), "Changing Dynamics of Inflation in India", *Economic & Political Weekly, Vol 53(9), pp 65-73*.

RBI (2014), Report of the Expert Committee to Revise and Strengthen the Monetary Policy Framework (Chairman: Dr. Urjit Patel).

RBI (2019), Monetary Policy Report, October.

13 सभी चरों में तिमाही-दर-तिमाही परिवर्तनों पर सुविचार किया गया है।

6. निष्कर्ष

III.72 1990 के दशक से एक एफआईटी ढांचे में मौद्रिक नीति निर्माण का अभ्यास करने वाले देशों के समूह में देर से प्रवेश करने के कारण, भारत ने निर्णय लेने की प्रक्रिया के लिए सर्वोत्तम प्रथाओं और प्रक्रियाओं को अपनाया।

III.73 भारतीय रिज़र्व बैंक की व्यक्तिवादी एमपीसी (जहां निर्णय बहुमत के मतदान पर आधारित होते हैं) का प्रयास अक्टूबर 2016 के बाद से अपनी पहली 22 बैठकों में बौद्धिक गहराई और व्यक्तिगत विशेषज्ञता को शामिल कर विविध और कभी-कभी विपरीत विचारों पर तर्क और विचार-विमर्श करके नीति निर्माण को समृद्ध करने के लिए किया गया है। अक्टूबर 2016 से एमपीसी ने यह सब देखा है - विभिन्न रुखों के माध्यम से संक्रमण - तटस्थ से उदार से सुविचारित नियंत्रण तक; दरों में वृद्धि से कटौती और ठहराव की ओर परिवर्तन; सर्वसम्मति निर्णयों से विभाजित विचारों की ओर बढ़ना; और बाहरी और आंतरिक, दोनों सदस्यों द्वारा सर्वसम्मति के दृष्टिकोण से असहमति। हालाँकि, गवर्नर द्वारा निर्णायक मत देने के प्रयोग की कभी आवश्यकता नहीं पड़ी। सभी मेट्रिक्स के अनुसार, सामूहिक विचार का अभाव रहा है और कोई निःशुल्क लाभभागी (फ्री राइडर्स) नहीं थे। आरबीआई अधिनियम में संशोधन के बाद मौद्रिक नीति के संचालन के लिए संस्थागत ढांचे में बदलाव के साथ, मौद्रिक नीति प्रक्रिया की पारदर्शिता में उल्लेखनीय वृद्धि हुई है।

III.74 एफआईटी के पहले चार वर्षों के ज्ञान और वैश्विक प्रथाओं की समीक्षा के आधार पर, इस अध्याय ने इसे और अधिक प्रासंगिक और परिचालन के दृष्टिकोण से कुशल बनाने के लिए ढांचे में परिशोधन की सिफारिश की है। इनमें एमपीसी के लिए कामबंदी अवधि को नीति की घोषणा से सात दिन पहले शुरू होने और नीति की घोषणा के तीन दिन बाद समाप्त होने को सीमित करना शामिल है; एमपीसी में बाहरी सदस्यों की सांठरित ऑनबोर्डिंग; एमपीसी के लिए एक आधिकारिक संचार नीति

दस्तावेज होना; नीति की घोषणा के एक सप्ताह के भीतर कार्यवृत्त जारी करना; पूर्व-निर्धारित और पूर्व-घोषित समय पर नीति को जारी करना; एमपीसी की बैठकों के प्रतिलिपियों को बनाए रखना और भविष्य में 5-7 साल के अंतराल के साथ इसे जारी करना; समय के साथ पूर्वानुमान प्रक्रिया को और मजबूत करने के साथ भविष्य में ब्याज दर कार्यप्रणाली पर अधिक स्पष्ट अग्र मार्गदर्शन प्रदान करना, और विफलता की वर्तमान परिभाषा जो कि लगातार तीन तिमाहियों में सहिष्णुता बैंड से बाहर रहने वाली मुद्रास्फीति है, के मानदंड को लगातार चार तिमाहियों में संशोधित करना।

संदर्भ:

Aldridge, T., and Wood, A., (2014), "Monetary Policy Decision-making and Accountability Structures: Some Cross-country Comparison", *Reserve Bank of New Zealand: Bulletin*, Vol. 77 (1), 15–30.

Bailliu, J., Han, X., Sadaba, B., and Kruger, M., (2021), "Chinese Monetary Policy and Text Analytics: Connecting Words and Deeds", Bank of Canada, *Staff Working Paper*, No. 3.

Bank for International Settlements (2019), "Monetary Policy Frameworks and Central Bank Market Operations", MC Compendium, October.

Barrionuevo, J., (1993), "How Accurate are the World Economic Outlook Projections?" *Staff Studies for the World Economic Outlook*. Washington D.C.

Berger, H., and Nitsch, V. (2011), "Too Many Cooks? Committees in Monetary Policy", *Southern Economic Journal*, 78(2), 452–475.

Bernanke, B., (2007), "Federal Reserve Communications", Speech at the Cato Institute 25th Annual Monetary Conference, Washington DC, November 14.

- Bholat, D., Hansen, S., Santos, P., and Schonhardt-Bailey, C., (2015), "Text Mining for Central Banks: Handbook", *Centre for Central Banking Studies* (33), pp. 1-19. ISSN, Bank of England.
- Blinder, A., (2006), "Monetary Policy by Committee: Why and How?" *DNB Working Paper*, No. 92.
- Blinder, Alan S., and Wyplosz C. (2004), "Central Bank Talk: Committee Structure and Communication Policy", Paper presented at the January 2005 meetings of the American Economic Association (December).
- Das, S., (2019), "\$ 5 Trillion Economy: Aspiration to Action", Keynote address delivered at the India Economic Conclave.
- Dincer, N., and Eichengreen, B., (2007), "Central Bank Transparency: Where, Why and with What Effects?", *National Bureau of Economic Research*, WP No. 13003.
- Dincer, N., and Eichengreen, B., (2014), "Central Bank Transparency and Independency: Updates and New Measures", *International Journal of Central Banking*.
- Dua, P., (2020), "Monetary Policy Framework in India", *Indian Economic Review*, Vol. 55, 117-154.
- Eijffinger, S., and Geraats, P., (2006), "How Transparent are Central Banks?" *European Journal of Political Economy*, Vol. 22, 1-21.
- Fildes, R., and Stekler, H., (2002), "The State of Macroeconomic Forecasting", *Journal of Macroeconomics*, Volume 24, Issue 4, 435-468.
- Geraats, P., (2006), "Transparency of Monetary Policy: Theory and Practice", *CESifo Economic Studies*, Vol. 52(1), March 2006, 111-152.
- Giddi, G., and Kumari, S., (2020), "Policy Rate Expectations in Media", *Reserve Bank of India Bulletin*, August 2020.
- Government of India (1934), *The Reserve Bank of India Act*.
- Guillermo, O., (2009), "Issues in the Governance of Central Banks: A Report from Central Bank Governance Group", *Bank for International Settlement (BIS)*.
- Hammond, G., (2012), "State of Art of Inflation Targeting", Centre of Central Banking Studies, Bank of England.
- Holden, K., and Peel, D. A., (1990), "On Testing for Unbiasedness and Efficiency of Forecasts", *The Manchester School*, Vol. 58, 2.
- Horváth, R., Smidková, K., and Zápál, J., (2010), "Dissent Voting Behaviour of Central bankers: What do We Really Know?" Munich Personal RePEc Archive.
- Hubert, P., and Labondance, F., (2018), "Central Bank Sentiment", <https://ssl.nbp.pl/badania/seminaria/14xi2018.pdf>.
- Khan, A., (2017), "Central Bank Legal Frameworks in the Aftermath of the Global Financial Crisis", *IMF Working Paper*, No. 101.
- King, M., (2005), "Monetary Policy: Practice Ahead of Theory", Lecture delivered on 17 May 2005 at the Cass Business School, City University, London.
- Ciżkowicz-Pękała, M., Grostal, W., Niedźwiedzińska, J., Skrzyszewska-Paczek, E., Stawasz-Grabowska E., Wesołowski, G., Żuk, P., (2019), "Three Decades of Inflation Targeting", *NBP Working Paper*, No. 314.
- Maier, P., (2007), "Monetary Policy Committees in Action: Is There Room for Improvement?", *Bank of Canada Working Paper*, No. 06.
- Maurin, Vincent, Vidal and Jean-Pierre, (2012), "Monetary Policy Deliberations: Committee Size and Voting Rules", *ECB Working Paper*, No. 1434.

Oller, L., and Barot, B., (2000), “The Accuracy of European Growth and Inflation Forecasts”, *International Journal of Forecasting*, Vol. 16 (3), 293-315.

Patnaik, I., and Pandey, R., (2020), “Four Years of the Inflation Targeting Framework”, *NIPFP Working Paper Series*, No. 325.

Patra, M.D., (2017), “One Year in the Life of India’s Monetary Policy Committee”, *Reserve Bank of India Bulletin*, December 2017.

Patra, M.D., and Samantaraya, A., (2007), “Monetary Policy Committee: What Works and Where”, *Reserve Bank of India Occasional Papers*, Vol. 28(2).

Pons, J., (2000), “The Accuracy of IMF and OECD Forecasts for G7 Countries”, *Journal of Forecasting*, J. Forecast. Vol.19, 53-63.

Prakash, A., Shukla, A., Ekka, A., Priyadarshi, K., (2018), “Examining Gross Domestic Product Data Revisions in India”, *Reserve Bank of India Mint Street Memo*, No. 12.

Price, G., and Wadsworth, A., (2019), “Effective Monetary Policy Committee Deliberation in New Zealand”, *The Reserve Bank of New Zealand: Bulletin*, April 2019.

Raj, J., Kapur, M., Das, P., George, A., Wahi, G., Kumar, P., (2019), “Inflation Forecasts: Recent Experience in India and a Cross-Country Assessment”, *Reserve Bank of India Mint Street Memo*, No. 19.

Reid, G., (2016), “Evaluating the Reserve Bank’s Forecasting Performance”, Reserve Bank of New Zealand, *Reserve Bank Bulletin*, Vol. 79(13).

Reserve Bank of India (2014), *Report of the Expert Committee to Revise and Strengthen the Monetary Policy Framework* (Chairman: Dr. Urjit Patel).

Reserve Bank of India (October 2016 – March 2020), *Monetary Policy Statements*, various issues.

Reserve Bank of India (2016), *The Monetary Policy Committee and Monetary Policy Process Regulations*.

Reserve Bank of India (2020), *Annual Report (2019-20)*.

Reserve Bank of New Zealand (2013), *Monetary Policy Decision-making Framework Information Release*, www.treasury.govt.nz/publications/informationreleases/monetarypolicy/framework

Samanta, G. P., and Kumari, S., (2020), “Monetary Policy Transparency and Anchoring of Inflation Expectations in India”, *Reserve Bank of India Working Paper Series*, No. 3.

Simon, P., (2018), “Overnight Index Swap Market-Based Measures of Monetary Policy Expectations”, *Bank of England Staff Working Paper*, No. 709.

Vandenbussche, J., (2006), “Elements of Optimal Monetary Policy Committee Design”, *IMF Working Paper*, No. 277.

अनुबंध III.1: मौद्रिक नीति समिति - प्रक्रियाओं पर संवैधानिक प्रावधान

संशोधित आरबीआई अधिनियम, 1934 और एमपीसी और मौद्रिक नीति प्रक्रिया विनियम, 2016 द्वारा परिकल्पित मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) प्रक्रियाओं की प्रमुख विशेषताएं इस प्रकार हैं:

विनियामक ढांचा

संस्थागत संरचना

एमपीसी की संरचना और आकार

केंद्र सरकार छह सदस्यीय एमपीसी का गठन करती है; जिसमें अध्यक्ष, पदेन के रूप में गवर्नर के साथ सदस्य, पदेन के रूप में मौद्रिक नीति के प्रभारी उप गवर्नर; केंद्रीय बोर्ड द्वारा नामित किया जाने वाला बैंक का एक अधिकारी, पदेन सदस्य; और केंद्र सरकार द्वारा तीन व्यक्तियों को सदस्य के रूप में नियुक्त किया जाता है। केंद्र सरकार एक खोज-सह-चयन समिति द्वारा की गई अनुशंसाओं के आधार पर "अर्थशास्त्र या बैंकिंग या वित्त या मौद्रिक नीति के क्षेत्र में ज्ञान और अनुभव रखने वाले योग्य, ईमानदार और प्रतिष्ठित व्यक्तियों में से" बाहरी सदस्यों की नियुक्ति करती है। नियुक्ति के समय इन सदस्यों की आयु 70 वर्ष से कम होनी चाहिए। बाहरी सदस्य चार साल की अवधि के लिए पद धारण करते हैं और पुनर्नियुक्ति के लिए पात्र नहीं होते हैं।

[धारा 45जेडबी और धारा 45जेडबी (2) की उपधारा (डी)]

एमपीसी के सचिव

आरबीआई अधिनियम, 1934, एमपीसी को सचिवालय सहायता प्रदान करने के लिए बैंक को एमपीसी में एक सचिव नियुक्त करने का प्रावधान करता है। मौद्रिक नीति विभाग (एमपीडी) के प्रमुख को समिति के सचिव के रूप में नियुक्त किया जाता है। उसकी अनुपस्थिति में, उसके द्वारा नामित प्रतिनिधि, जो एमपीडी में वरिष्ठ अधिकारी के पद से नीचे का न हो, सचिव के रूप में कार्य करता है। एमपीडी बैठकों के लिए विश्लेषणात्मक और डेटा आवश्यकताओं के रूप में एमपीसी का सहयोग करता है; और एमपीसी सदस्यों द्वारा जारी किए जाने वाले संकल्प और वक्तव्य तैयार करता है।

[धारा 45जेडजी और विनियमन 4(i)]

एमपीसी के कार्य

आरबीआई अधिनियम में इस बात का वर्णन किया गया है कि मौद्रिक नीति समिति मुद्रास्फीति लक्ष्य को प्राप्त करने के लिए आवश्यक नीतिगत दर निर्धारित करेगी और मौद्रिक नीति समिति का निर्णय बैंक पर बाध्यकारी होगा।

[धारा 45जेडबी की उपधारा 3 और 4]

एमपीसी की निर्णय लेने की प्रक्रिया

योजना बैठकें

अनुसूचित बैठकें: बैंक एक वर्ष में मौद्रिक नीति समिति की कम-से-कम चार बैठकें आयोजित करेगा। एमपीसी सदस्यों को बैठकों की योजना बनाने और बाजारों की जानकारी के लिए, पूरे वित्तीय वर्ष के लिए मौद्रिक नीति मतदान/ निर्णय बैठकों की समय-सारणी अग्रिम रूप से घोषित की जाती है।

[धारा 45जेडआई और विनियमन 5(i)(a)]

आपातकालीन बैठकें: समिति की बैठकों के लिए सदस्यों को सामान्यतः कम-से-कम पंद्रह दिन का नोटिस दिया जाएगा। तथापि, अत्यावश्यकता के मामले में, प्रत्येक सदस्य को उपस्थित होने के लिए 24 घंटे की सूचना पर एक आपातकालीन बैठक की व्यवस्था करने का प्रावधान है। प्रौद्योगिकी-सक्षम व्यवस्थाओं के साथ, बैठकों को और भी कम अवधि की सूचना पर आयोजित किया जा सकता है।

[धारा 45जेडआई की उपधारा 3(बी) और विनियमन 5(i)(बी)]

बैठकों की बारंबारता: एमपीसी को एक वर्ष में कम-से-कम चार बैठकें अवश्य करनी चाहिए। असल व्यवहार में, एमपीसी द्विमासिक आवृत्ति पर एक वर्ष में छह बैठकें आयोजित करता है।

[धारा 45जेडआई (1)]

बैठक संरचना

गणपूर्ति और अध्यक्ष: एमपीसी की बैठक करने के लिए कोरम चार सदस्यों का होता है, जिनमें से कम-से-कम एक गवर्नर होते हैं और उनकी अनुपस्थिति में, उप गवर्नर जो मौद्रिक नीति समिति के सदस्य होते हैं। मौद्रिक नीति समिति की बैठकों की अध्यक्षता गवर्नर करेंगे, और उनकी अनुपस्थिति में उप गवर्नर जो मौद्रिक नीति समिति के सदस्य हैं।

[धारा 45जेडआई की उपधारा 5 और 6]

वोटिंग: एमपीसी की किसी भी बैठक से पहले आने वाले सभी प्रश्नों का निर्णय उपस्थित और मतदान करने वाले सदस्यों द्वारा बहुमत से लिया जाता है, और वोटों की समानता की स्थिति में, गवर्नर के पास दूसरा या निर्णायक वोट होता है।

[धारा 45जेडआई की उपधारा 8]

एमपीसी संचार

निर्णय का प्रकाशन: प्रत्येक एमपीसी बैठक के समापन के बाद, बैंक उक्त समिति द्वारा अपनाए गए संकल्प का प्रकाशन करता है। संकल्प में समष्टि-आर्थिक मूल्यांकन और एमपीसी का दृष्टिकोण और नीतिगत रेपो दर पर इसके निर्णय शामिल होते हैं।

[धारा 45जेडके]

एमपीसी के कार्यवृत्त: प्रत्येक एमपीसी बैठक के कार्यवृत्त एमपीसी बैठक होने के 14वें दिन प्रकाशित किए जाते हैं। बैठक की कार्यवाही के कार्यवृत्त में निम्न मद्दे सम्मिलित होनी चाहिए: (ए) एमपीसी द्वारा अपनाया गया संकल्प; (बी) मौद्रिक नीति समिति के प्रत्येक सदस्य का उक्त बैठक में अपनाए गए संकल्पों पर संबंधित वोट; और (सी) उक्त बैठक में अपनाए गए संकल्पों पर मौद्रिक नीति समिति के प्रत्येक सदस्य का वक्तव्य।

[धारा 45जेडएल और धारा 45जेडआई की उपधारा 11]

मौद्रिक नीति रिपोर्ट: रिज़र्व बैंक को हर छह महीने में एक बार मौद्रिक नीति रिपोर्ट (एमपीआर) शीर्षक से एक दस्तावेज प्रकाशित करना होता है जिसमें मुद्रास्फीति के स्रोतों और मुद्रास्फीति के पूर्वानुमान की तारीख से छह से अठारह महीने के बीच की अवधि के लिए मुद्रास्फीति के पूर्वानुमान की व्याख्या की जाती है। दस्तावेज का प्रकाशन एमपीआर में (ए) पिछले छह महीनों में मुद्रास्फीति की गतिशीलता और निकट अवधि के मुद्रास्फीति दृष्टिकोण की व्याख्या शामिल होगी; (बी) मुद्रास्फीति और विकास के अनुमान और जोखिम संतुलन; (सी) वास्तविक अर्थव्यवस्था, वित्तीय बाजारों और स्थिरता, राजकोषीय स्थिति और बाहरी क्षेत्र को कवर करने वाली अर्थव्यवस्था की स्थिति का आकलन, जो मौद्रिक नीति निर्णयों पर असर डाल सकता है; (डी) मौद्रिक नीति की संचालन प्रक्रिया की एक अद्यतन समीक्षा; और (ई) पूर्वानुमान कार्य-प्रदर्शन का आंकलन। प्रासंगिक नीति वक्तव्य के जारी होने के 24 घंटों के भीतर बैंक की वेबसाइट पर एमपीआर जारी किया जाता है।

[धारा 45जेडएम और विनियमन 6(ii)]

मौन अवधि: एमपीसी के लिए बाहरी संचार नीति, एमपीसी सदस्यों के लिए एक मौन या ब्लैकआउट अवधि का अधिदेश देती है, जो मतदान/ निर्णय के दिन से सात दिन पहले शुरू होती है, और दिवस की नीति की घोषणा के सात दिन बाद समाप्त होती है। इस अवधि के दौरान, एमपीसी के सदस्यों को एमपीसी के संचार ढांचे के अलावा मौद्रिक नीति से संबंधित मुद्दों पर सार्वजनिक टिप्पणी से बचने की आवश्यकता है।

[विनियमन 5(i)]

एमपीसी की जवाबदेही-

आरबीआई अधिनियम की धारा 45जेडएन केंद्र सरकार को मुद्रास्फीति लक्ष्य को पूरा करने में विफलता की परिभाषा के साथ-साथ विफलता के मामले में जवाबदेही उपायों को निर्धारित करने में सक्षम बनाती है। आरबीआई अधिनियम की धारा 45जेडएन की उप-धाराओं (ए), (बी) और (सी) के अनुसार, जब बैंक मुद्रास्फीति लक्ष्य को पूरा करने में विफल रहता है, तो केंद्र सरकार को एक रिपोर्ट में यह निर्धारित करना आवश्यक है - (ए)

मुद्रास्फीति लक्ष्य को प्राप्त करने में विफलता के कारण; (बी) बैंक द्वारा उठाए जाने के लिए प्रस्तावित सुधारात्मक कार्रवाई; और (सी) उस समय अवधि का एक अनुमान, जिसके भीतर प्रस्तावित सुधारात्मक कार्रवाइयों के समय पर कार्यान्वयन होने के अनुसार मुद्रास्फीति लक्ष्य प्राप्त किया जाएगा। मुद्रास्फीति लक्ष्य को पूरा करने में आरबीआई की विफलता की स्थिति में, अधिनियम के प्रावधानों के अनुसार केंद्र सरकार को भेजी जाने वाली रिपोर्ट पर चर्चा और मसौदा तैयार करने के लिए सामान्य नीति प्रक्रिया के भाग के रूप में समिति के सचिव द्वारा एक अलग बैठक निर्धारित करने की आवश्यकता है। जिस तारीख को बैंक मुद्रास्फीति लक्ष्य को पूरा करने में विफल रहा, उस तारीख से एक महीने के भीतर केंद्र सरकार को रिपोर्ट भेजना आवश्यक है।

[धारा 45जेडएन और विनियमन 7 की उप-धाराएं (ए), (बी) और (सी)]

एमपीसी सदस्यों की आचार संहिता: आरबीआई एमपीसी और मौद्रिक नीति प्रक्रिया विनियमनों के विनियमन 5(ii) एमपीसी के

सदस्यों को उनके नैतिक आचरण पर व्यापक मार्गदर्शन प्रदान करते हैं ताकि आरबीआई और इसकी नीतियों में जनता के भरोसे और विश्वास को बढ़ाने में मदद मिल सके। सदस्यों से, *अन्य बातों के साथ-साथ*, अधिनियम में निर्धारित मौद्रिक नीति के उद्देश्यों और केंद्र सरकार द्वारा निर्धारित मुद्रास्फीति लक्ष्य द्वारा निर्देशित होने की अपेक्षा की जाती है; और मतदान से पहले एमपीसी की बैठकों में स्वतंत्र रूप से और खुलकर अपने विचार व्यक्त करते हैं। सदस्यों से यह भी अपेक्षा की जाती है कि वे एमपीसी के नीतिगत निर्णय को सार्वजनिक किए जाने से पहले उसकी अत्यधिक गोपनीयता सुनिश्चित करने के लिए पर्याप्त सावधानी बरतें, निर्णय लेने की प्रक्रिया के बारे में गोपनीयता बनाए रखें और सार्वजनिक कार्यालय के अनुरूप ईमानदारी के उच्चतम मानकों को बनाए रखें। लाभ कमाने वाले संगठनों के साथ बातचीत करते समय या व्यक्तिगत वित्तीय निर्णय लेते समय, वे व्यक्तिगत हित और सार्वजनिक हित के बीच संघर्ष की किसी भी गुंजाइश को सावधानीपूर्वक मापेंगे।

[धारा 45 जेडई और विनियमन 5(ii)]

मौद्रिक नीति के निर्णय लेने की प्रक्रिया

अनुबंध III.2: एमपीसी के मतदान स्वरूप (अक्टूबर 2016-मार्च 2020)

बैठक संख्या	बैठक की तारीख	रेपो दर (प्रतिशत)	रुख	मतदान स्वरूप		नीतिगत दर में परिवर्तन (आधार अंकों में)	
				नीतिगत दर	रुख	नीति	अंतर (आधार अंक/ सं.)
1	अक्टू-16	6.25	समायोजनकारी	6-0	6-0	-25	
2	दिस 16	6.25	समायोजनकारी	6-0	6-0	0	
3	फर-17	6.25	तटस्थ	6-0	6-0	0	
4	अप्रै-17	6.25	तटस्थ	6-0	6-0	0	
5	जून 17	6.25	तटस्थ	5-1	6-0	0	-50:1
6	अग-17	6.00	तटस्थ	4-2	6-0	-25	0:1; -50:1
7	अक्टू-17	6.00	तटस्थ	5-1	6-0	0	-25:1
8	दिस-17	6.00	तटस्थ	5-1	6-0	0	-25:1
9	फर-18	6.00	तटस्थ	5-1	6-0	0	25:1
10	अप्रै-18	6.00	तटस्थ	5-1	6-0	0	25:1
11	जून 18	6.25	तटस्थ	6-0	6-0	25	
12	अग-18	6.50	तटस्थ	5-1	6-0	25	0:1
13	अक्टू-18	6.50	सुविचारित नियंत्रण	5-1	5-1 (तटस्थ: 1)	0	25:1
14	दिस-18	6.50	सुविचारित नियंत्रण	6-0	5-1 (तटस्थ: 1)	0	
15	फर-19	6.25	तटस्थ	4-2	6-0	-25	0:2
16	अप्रै-19	6.00	तटस्थ	4-2	5-1 (समायोजनकारी: 1)	-25	0:2
17	जून 19	5.75	समायोजनकारी	6-0	6-0	-25	
18	अग-19	5.40	समायोजनकारी	4-2	6-0	-35	-25:2
19	अक्टू 19	5.15	समायोजनकारी	5-1	6-0	-25	-40:1
20	दिस-19	5.15	समायोजनकारी	6-0	6-0	0	
21	फर-20	5.15	समायोजनकारी	6-0	6-0	0	
22	मार्च-20	4.40	समायोजनकारी	4-2	6-0	-75	-50:2

स्रोत: मौद्रिक नीति वक्तव्य, आरबीआई और लेखकों द्वारा संकलना

अनुबंध III.3: केंद्रीय बैंक पारदर्शिता सूचकांक

क्रम	विशेषता	मानदंड
1	राजनीतिक पारदर्शिता	
ए	क्या एकाधिक उद्देश्यों के मामले में स्पष्ट प्राथमिकता के साथ मौद्रिक नीति के उद्देश्यों का औपचारिक विवरण है?	कोई औपचारिक उद्देश्य नहीं = 0 प्राथमिकता के बिना एकाधिक उद्देश्य = 1/2 एक प्राथमिक उद्देश्य, या स्पष्ट प्राथमिकता वाले कई उद्देश्य = 1।
बी	क्या प्राथमिक उद्देश्य(यों) के लिए कोई परिमाणीकरण है?	नहीं = 0 हाँ = 1
सी	क्या मौद्रिक प्राधिकारियों और सरकार के बीच स्पष्ट संस्थागत व्यवस्था या संविदाएं हैं?	कोई केंद्रीय बैंक, संविदा या अन्य संस्थागत व्यवस्था नहीं = 0 स्पष्ट लिखत स्वतंत्रता या अनुबंध के बिना केंद्रीय बैंक = 1/2 स्पष्ट लिखत स्वतंत्रता या केंद्रीय बैंक संविदा के साथ केंद्रीय बैंक (हालांकि संभवतः एक स्पष्ट ओवरराइड प्रक्रिया के अधीन) = 1
2	आर्थिक पारदर्शिता	
ए	क्या मौद्रिक नीति के संचालन के लिए प्रासंगिक आधारभूत आर्थिक डेटा सार्वजनिक रूप से उपलब्ध है? निम्नलिखित पांच चरों के लिए डेटा जारी करने पर ध्यान केंद्रित किया गया है: मुद्रा आपूर्ति, मुद्रास्फीति, जीडीपी, बेरोजगारी दर और क्षमता उपयोग।	पांच में से अधिकतम दो चरों के लिए त्रैमासिक समय श्रृंखला=0 पांच चरों में से तीन या चार के लिए त्रैमासिक समय श्रृंखला = 1/2 सभी पांच चरों के लिए त्रैमासिक समय श्रृंखला = 1
बी	क्या केंद्रीय बैंक नीति विश्लेषण के लिए उपयोग किए जाने वाले औपचारिक समष्टि-आर्थिक मॉडल(लों) को प्रकट करता है?	नहीं = 0 हाँ = 1
सी	क्या केंद्रीय बैंक नियमित रूप से अपने स्वयं के समष्टि-आर्थिक पूर्वानुमानों को प्रकाशित करता है?	मुद्रास्फीति और उत्पादन = 0 के लिए केंद्रीय बैंक द्वारा कोई संख्यात्मक पूर्वानुमान नहीं मुद्रास्फीति और/ या उत्पादन के लिए केंद्रीय बैंक द्वारा संख्यात्मक पूर्वानुमान 1/2 की त्रैमासिक आवृत्ति पर प्रकाशित हुए मुद्रास्फीति और मध्यम अवधि (एक से दो साल आगे) के लिए त्रैमासिक संख्यात्मक केंद्रीय बैंक पूर्वानुमान, नीति साधन (सशर्त या बिना शर्त पूर्वानुमान) के बारे में मान्यताओं को निर्दिष्ट करते हुए = 1
3	प्रक्रियात्मक पारदर्शिता	
ए	क्या केंद्रीय बैंक एक स्पष्ट नीतिगत नियम या कार्यनीति प्रदान करता है, जो इसके विकास (कम से कम त्रैमासिक) का वर्णन करता हो? = 1/2	नहीं = 0 हाँ = 1

(जारी)

मौद्रिक नीति के निर्णय लेने की प्रक्रिया

क्रम	विशेषता	मानदंड
बी	क्या केंद्रीय बैंक उचित समय-सीमा के अंदर नीतिगत विचार-विमर्श (या एक एकल केंद्रीय बैंकर के मामले में स्पष्टीकरण) का एक विस्तृत खाता प्रदान करता है?	नहीं, या केवल एक पर्याप्त अंतराल (8 सप्ताह से अधिक) के बाद = 0 हां, विस्तृत कार्यवृत्त (हालांकि आक्षरिक या उत्तरदायी होना जरूरी नहीं) या स्पष्टीकरण (एक एकल केंद्रीय बैंकर के मामले में), जिसमें पूर्व के और प्रगामी मौद्रिक नीति संबंधी तर्कों की चर्चा शामिल है = 1
सी	क्या केंद्रीय बैंक इस बात को प्रकट करता है कि उसके मुख्य परिचालनगत साधन या लक्ष्य के स्तर पर प्रत्येक निर्णय कैसे प्राप्त किया गया?	कोई मतदान रिकॉर्ड नहीं, या केवल पर्याप्त अंतराल (आठ सप्ताह से अधिक) के बाद = 0 गैर-जिम्मेदार मतदान रिकॉर्ड = 1/2 व्यक्तिगत मतदान रिकॉर्ड, या एकल केंद्रीय बैंकर द्वारा निर्णय = 1
4	नीतिगत पारदर्शिता	
ए	क्या मुख्य परिचालनगत लिखत या लक्ष्य में समायोजन के बारे में निर्णय तुरंत घोषित किए जाते हैं?	नहीं, या एक महत्वपूर्ण अंतराल के बाद = 0 हां, कार्यान्वयन के दिन नवीनतम = 1
बी	क्या केंद्रीय बैंक नीतिगत निर्णयों की घोषणा करते समय स्पष्टीकरण प्रदान करता है?	नहीं = 0 हां, जब नीतिगत निर्णय बदलते हैं, या केवल सतही तौर पर = 1/2 हां, हमेशा और आगे के आंकलन सहित = 1
सी	क्या केंद्रीय बैंक प्रत्येक नीतिगत बैठक के बाद स्पष्ट नीतिगत झुकाव को प्रकट करता है या भविष्य की संभावित नीतिगत कार्रवाइयों (कम से कम त्रैमासिक) का स्पष्ट संकेत देता है?	नहीं = 0 हाँ = 1
5	परिचालनगत पारदर्शिता	
ए	क्या केंद्रीय बैंक नियमित रूप से मूल्यांकन करता है कि उसके मुख्य नीतिगत परिचालन लक्ष्यों (यदि कोई हो) को किस सीमा तक प्राप्त किया गया है?	नहीं, या बहुत बार नहीं (वार्षिक आवृत्ति से कम पर) = 0 हां, लेकिन महत्वपूर्ण विचलन के लिए स्पष्टीकरण प्रदान किए बिना = 1/2 हां, लक्ष्य से महत्वपूर्ण विचलन (यदि कोई हो) के लिए लेखांकन; या, (लगभग) मुख्य परिचालनगत लिखत/ लक्ष्य पर पूर्ण नियंत्रण = 1
बी	क्या केंद्रीय बैंक नियमित रूप से (अप्रत्याशित) व्यापक आर्थिक गड़बड़ी के बारे में जानकारी प्रदान करता है जो नीति संचरण प्रक्रिया को प्रभावित करता है?	नहीं, या बहुत बार नहीं = 0 हाँ, लेकिन केवल अल्पकालिक पूर्वानुमानों या वर्तमान समष्टि-आर्थिक विकासों के विश्लेषण के माध्यम से (कम-से-कम त्रैमासिक) = 1/2 हां, पिछली पूर्वानुमान त्रुटियों की चर्चा सहित (कम-से-कम वार्षिक) = 1
सी	क्या केंद्रीय बैंक नियमित रूप से अपने व्यापक आर्थिक उद्देश्यों के आलोक में नीतिगत परिणामों का मूल्यांकन प्रदान करता है?	नहीं, या बहुत बार नहीं (वार्षिक आवृत्ति से कम पर) = 0 हाँ, लेकिन सतही तौर पर = 1/2 हाँ, उद्देश्यों को पूरा करने में मौद्रिक नीति के योगदान के स्पष्ट विवरण के साथ = 1

स्रोत: ईजफिंगर और गेराट्स (2006)

अनुबंध III.4: मॉडल एमपीसी संचार दस्तावेज़

आरबीआई अधिनियम, 1934 की धारा 45जेडबी, आधिकारिक राजपत्र में अधिसूचना द्वारा केंद्र सरकार द्वारा गठित की जाने वाली छह सदस्यीय मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) का अधिकार प्रदान करती है। एमपीसी अधिनियम में निर्धारित मौद्रिक नीति के उद्देश्यों और केंद्र सरकार द्वारा निर्धारित मुद्रास्फीति लक्ष्य द्वारा निर्देशित है।

प्रत्येक मौद्रिक नीति निर्णय से पहले कठोर विश्लेषण और गहन विचार-विमर्श के अलावा, मौद्रिक नीति के वांछित परिणाम तक पहुंचने में सफलता संचार की प्रभावशीलता पर भी निर्भर करती है। मौद्रिक नीति के संचालन में संचार एक महत्वपूर्ण उपकरण है। तदनुसार, यह दस्तावेज़ एमपीसी सदस्यों के लिए संचार मार्गदर्शन प्रदान करता है।

लिखित संचार पर मार्गदर्शन

एमपीसी संकल्प नीतिगत बैठक के अंतिम दिन प्रकाशित किया जाता है। यह समष्टि-आर्थिक विकास के एमपीसी के सामूहिक मूल्यांकन; जोखिम के संतुलन के साथ आगामी एक वर्ष के लिए एमपीसी के वृद्धि और मुद्रास्फीति के पूर्वानुमान; और ऐसे सदस्यों को दिए गए प्रत्येक सदस्य के मत को दर्शाता है। संकल्प प्रकाशित होने के चौदहवें दिन जारी किए गए एमपीसी के कार्यवृत्त में संकल्प के अलावा, बैठक में स्वीकृत संकल्प पर एमपीसी के प्रत्येक सदस्य का वक्तव्य शामिल है। एमपीसी सदस्य मतदान से पहले बैठकों में स्वतंत्र रूप से और स्पष्ट रूप से अपने विचार व्यक्त करेंगे। एमपीसी के नीतिगत निर्णय को सार्वजनिक किए जाने से पहले उसकी अत्यधिक गोपनीयता सुनिश्चित करने और निर्णय लेने की प्रक्रिया के बारे में गोपनीयता बनाए रखने के लिए सदस्यों को पर्याप्त सावधानी बरतनी चाहिए।

भाषणों और अन्य संचार पर मार्गदर्शन

चूंकि मौद्रिक नीति संचार बाजार संवेदनशील है, यह सुनिश्चित करने के लिए कि मौद्रिक नीति कार्यों के पीछे तर्क सही ढंग से

समझा जाए, एमपीसी के अध्यक्ष, गवर्नर, प्रत्येक बैठक के समापन के बाद एक प्रेस वक्तव्य देंगे। वह मीडिया और शोधकर्ताओं और विश्लेषकों को उनके प्रश्नों को संबोधित करने एवं नीतिगत रुख और मंशा को स्पष्ट करने के लिए भी संबोधित करेंगे। ताकि गलतफहमी और भ्रम से बचा जा सके, और प्रत्याशाओं का एक सामान्य समूह सभी द्वारा साझा किया जा सके। यह मौद्रिक नीति की दक्षता और विश्वसनीयता को काफी बढ़ा सकता है।

एमपीसी के अन्य सदस्य यह सुनिश्चित करेंगे कि भाषणों और संचार के अन्य रूपों के माध्यम से व्यक्त किए गए व्यक्तिगत विचार केवल स्वयं के लिए जिम्मेदार हों। वे एमपीसी के सामूहिक निर्णय के प्रति संवेदनशील भी हो सकते हैं और सार्वजनिक मंचों पर मौद्रिक नीति के बारे में चर्चा करते समय अपने कार्यालय और भारतीय रिज़र्व बैंक की अखंडता, गरिमा और प्रतिष्ठा के अनुरूप कार्य कर सकते हैं। एमपीसी के सदस्यों को रिज़र्व बैंक को मौद्रिक नीति से संबंधित मामलों पर अपने सार्वजनिक व्याख्यानों और शोध प्रकाशनों के बारे में सूचित करना चाहिए।

आपातकालीन बैठकों के दौरान संचार पर मार्गदर्शन

यदि नियमित/ अनुसूचित नीतिगत बैठकों के अलावा मौद्रिक नीति की बैठकें आयोजित करने की आवश्यकता होती है, तो ऐसी आपातकालीन बैठकों में मौद्रिक नीति के निर्णयों की सूचना एमपीसी के अध्यक्ष के रूप केवल गवर्नर द्वारा प्रदान दी जाएगी।

मौन अवधि

सदस्यों को मौद्रिक नीति के मुद्दों से संबंधित एक मौन या ब्लैकआउट अवधि का पालन करना चाहिए, जो मतदान/ निर्णय के दिन से सात दिन पहले शुरू होता है और मौद्रिक नीति की घोषणा के सात दिन बाद समाप्त होता है। इस अवधि के दौरान, सदस्यों को एमपीसी के संचार ढांचे के अलावा, मौद्रिक नीति से

संबंधित मामलों पर सार्वजनिक बयान देने से बचना चाहिए। सदस्यों को अटकलों से बचने के लिए मीडिया या अन्य समूहों के साथ निजी बातचीत से बचना चाहिए।

नीति की घोषणा के बाद की मौन अवधि एमपीसी के अध्यक्ष के रूप में गवर्नर के मामले में लागू नहीं होगी। मौद्रिक नीति की प्रभावकारिता को बढ़ाने में मदद करने के लिए गवर्नर को

मौद्रिक नीति चर्चा में विभिन्न हितधारकों के साथ बातचीत करनी होती है।

नीति की घोषणा के बाद मौन अवधि के दौरान किसी भी सार्वजनिक संचार के लिए, एमपीसी के अध्यक्ष के अलावा एमपीसी के सदस्य, एमपीसी सचिव से परामर्श लेंगे और अग्रिम रूप से सूचित करेंगे।

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

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

1. भूमिका

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2. कुछ शोधपरक तथ्य

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

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

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

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

सारणी IV.1: परिचालन संरचना में सुधार

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

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

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

बॉक्स IV.1

चलनिधि प्रबंधन संरचना

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

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

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

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

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

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

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

परिचालन संरचना और बाजार की सूक्ष्म-संरचना

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

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

सारणी IV.2: एकदिवसीय मुद्रा बाजार खंड में हिरसेदारी

(प्रतिशत)

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

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

स्रोत: भारतीय रिज़र्व बैंक (आरबीआई)।

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

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

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

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

नीतिगत कॉरिडोर

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

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

सारणी IV.3: परिचालन लक्ष्य और मौद्रिक कुशलता

(दिन)

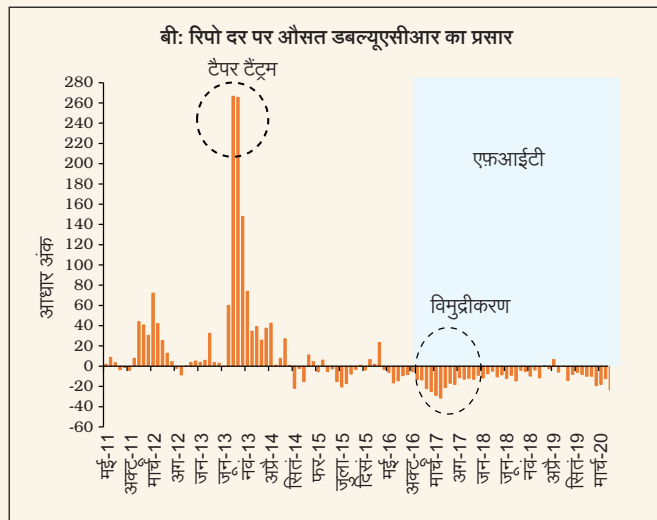
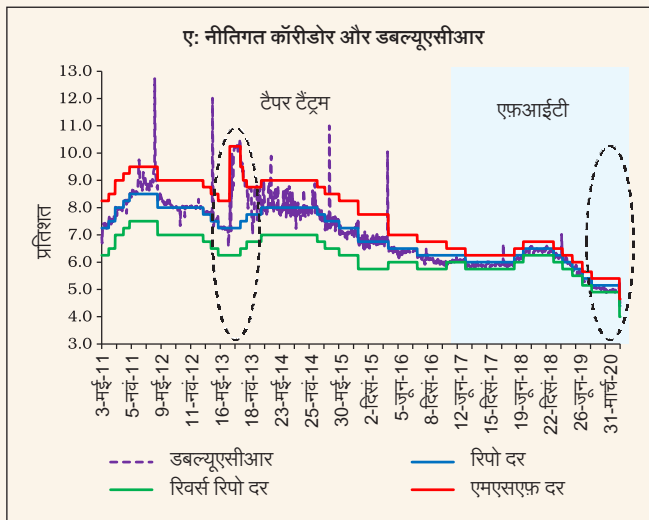
कालावधि	कॉरिडोर के बाहर		कॉरिडोर के भीतर			कुल
	> एमएसएफ	< रिवर्स रिपो	< रिपो	= रिपो	> रिपो	
प्री-एफआईटी	31	0	556	7	710	1,304
एफआईटी समग्र	4	23	742	2	74	845
	35	23	1,298	9	784	2,149

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

स्रोत: आरबीआई

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

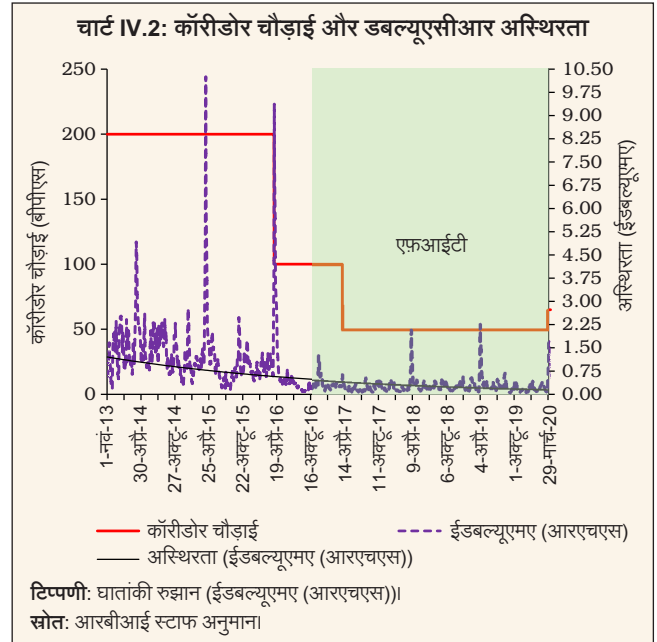
चार्ट IV.1: कॉरिडोर कुशलता



स्रोत: आरबीआई

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

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



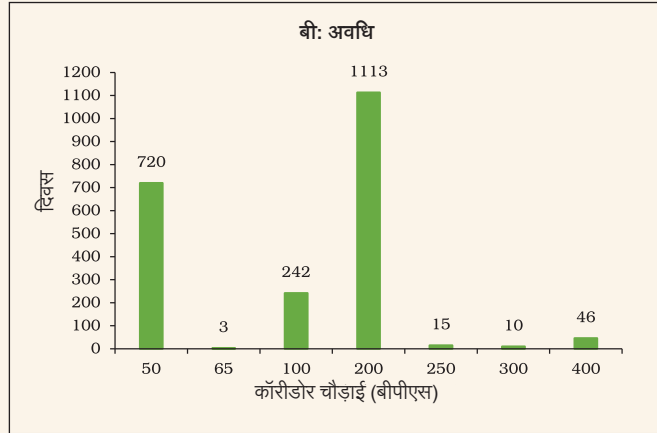
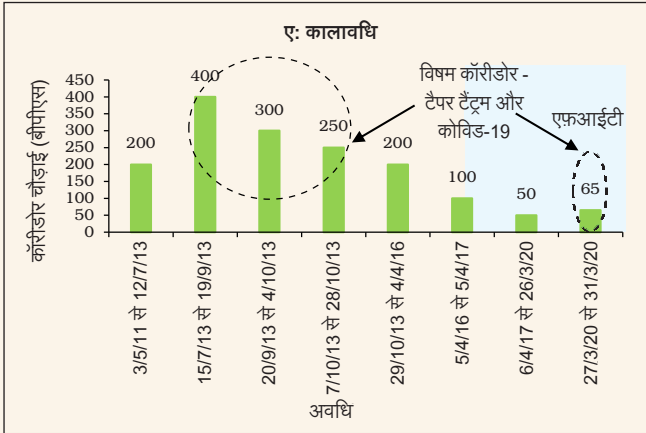
में चलनिधि की बाढ़ आ गई और वित्तीय स्थितियों को महामारी का मुकाबला करने के लिए बेहद आसान बना दिया।

आरक्षित निधि अनुरक्षण और औसतीकरण

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

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

चार्ट IV.3: कॉरीडोर चौड़ाई का विकास

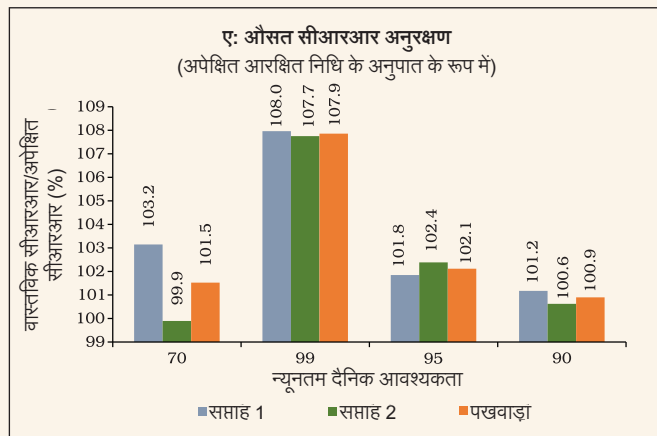
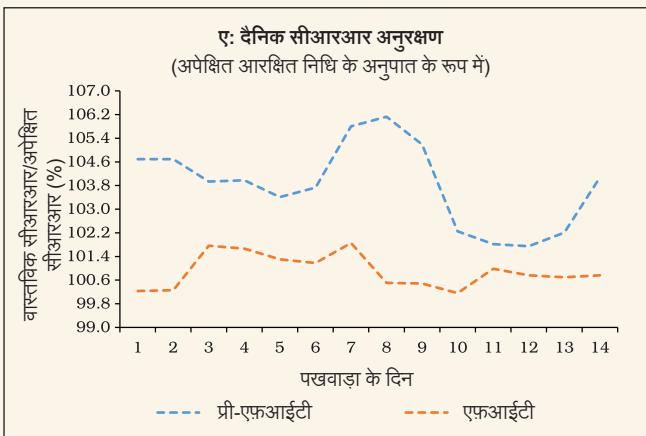


स्रोत: आरबीआई

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

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

चार्ट IV.4: आरक्षित निधि अनुरक्षण



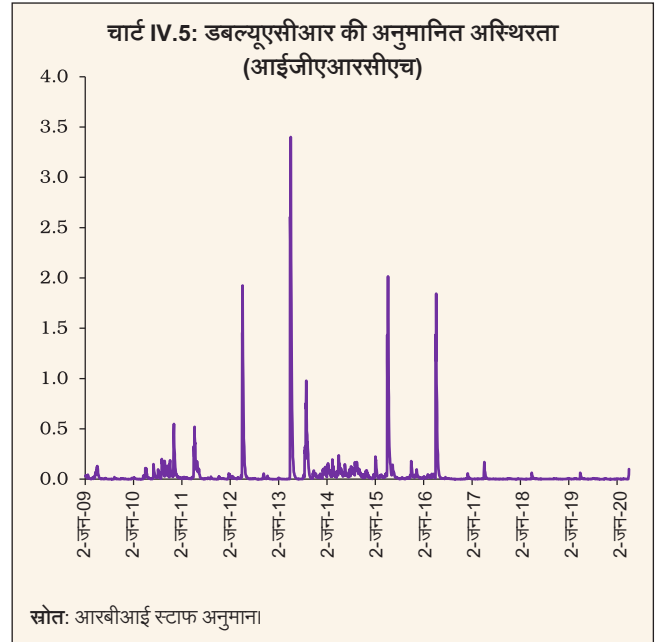
स्रोत: आरबीआई

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

डब्ल्यूएसीआर की अस्थिरता

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

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



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

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

लिखत और संपार्थिक

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

बॉक्स IV.2

डब्ल्यूएसीआर की अस्थिरता - प्रमुख निर्धारक

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

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

माध्य समीकरण

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

अंतर समीकरण

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

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

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

सारणी 1: डब्ल्यूएसीआर में दैनिक परिवर्तन कि अनुमानित सशर्त अस्थिरता

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

\$: जनवरी 2009 से सितंबर 2016;

@: अक्टूबर 2016 से मार्च 2020

सारणी 2: डब्ल्यूएसीआर की अस्थिरता

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

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

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

संदर्भ:

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

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

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

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

सारणी IV.4: चलनिधि प्रबंधन लिखत

(₹ करोड़)

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

स्रोत: आरबीआई

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

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

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

सारणी IV.5 परिष्करण परिचालन

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

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

स्रोत: आरबीआई।

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

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

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

चलनिधि के संचालक और प्रबंधन¹⁵

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

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

मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रिया

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

(₹ करोड़)

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

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

स्रोत: आरबीआई

मौद्रिक नीति संचरण

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

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

नीतिगत दर का डब्ल्यूएसीआर में संचरण

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

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

सारणी IV.7: नीतिगत दर में परिवर्तन

(परिवर्तनों की संख्या)

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

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

बॉक्स IV.3

परिचालन लक्ष्य के लिए नीतिगत संचरण

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

सारणी 1: एडीएफ यूनिट रूट परीक्षण

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

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

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

सारणी 2: पीआर और डब्ल्यूएसीआर का कॉइंटिग्रेशन

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

(जारी)

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

सारणी 3: डब्ल्यूएसीआर में नीतिगत संचरण

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

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

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

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

सारणी 4: वैकल्पिक चलनिधि स्थितियों में संचरण

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

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

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

संदर्भ:

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

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

व्यापक बाजार खंडों में संचरण

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

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

सारणी IV.8: वित्तीय बाजार खंड में
नीतिगत संचरण

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

स्रोत: आरबीआई; ब्लूमबर्ग।

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

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

ऋण बाजार में संचरण

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

बॉक्स IV.4

अन्य बाजारों में संचरण

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

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

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

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

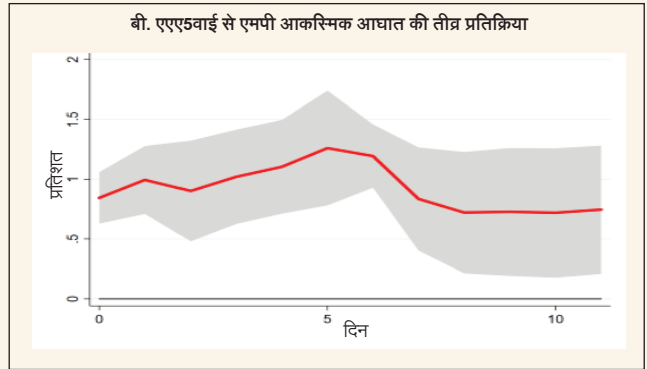
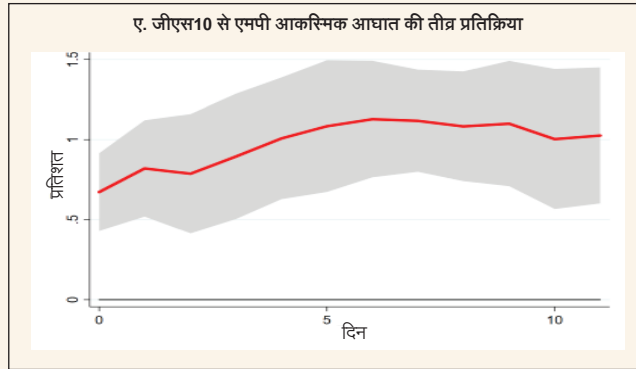
निरंतर प्रभाव के साथ मौद्रिक नीति अप्रत्याशित तुरंत सरकारी प्रतिभूति और कॉरपोरेट बॉन्ड प्रतिफल में संचरित की जाती है। संचयी तीव्र

(जारी)

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

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

चार्ट 1: वित्तीय बाजारों पर मौद्रिक नीति आघात का प्रभाव



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

संदर्भ:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

(आधार अंक)

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

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

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

स्रोत: आरबीआई।

एफआईटी के अंतर्गत संचरण

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

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

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

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

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

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

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

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

मौद्रिक नीति के लिए उत्पादन और मुद्रास्फीति की संवेदनशीलता

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

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

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

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

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

(आधार अंक)

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

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

स्रोत: आरबीआई।

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

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

3. परिचालन प्रक्रिया और संचरण चैनलों का परिष्करण

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

परिचालन लक्ष्य के रूप में असंपार्श्विक बनाम संपार्श्विक दर

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

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

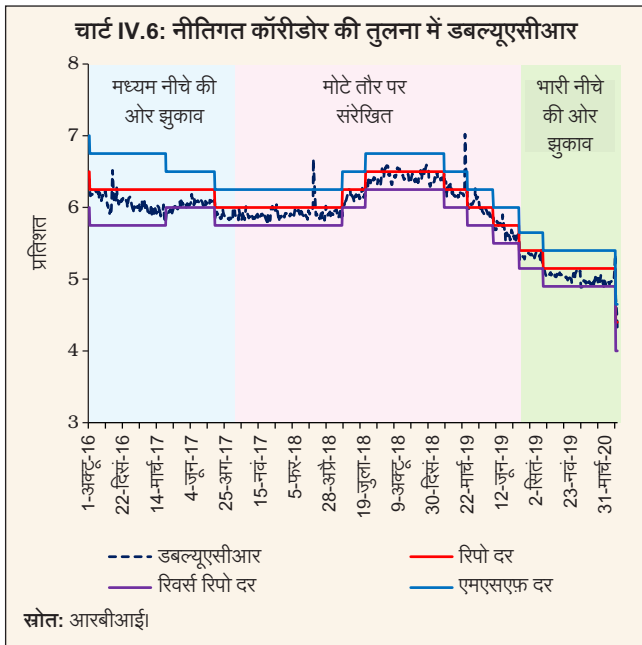
कॉरिडोर प्ले, दक्षता और एमपीसी का अधिदेश

IV.41 जैसा कि पहले कहा गया है, एफआईटी अवधि को डब्ल्यूएसीआर ट्रेडिंग द्वारा नीतिगत रिपो दर की तुलना में एक स्पष्ट गिरावट के साथ चिह्नित किया गया था। इसके अलावा, कॉरिडोर को 27 मार्च 2020 को रिपो और एमएसएफ दर में 75 बीपीएस की कमी के अलावा रिवर्स रिपो दर को अतिरिक्त 15 बीपीएस कम करके असममित बना दिया गया था²⁷ संचयी रूप से, इन दो कारकों के परिणामस्वरूप डब्ल्यूएसीआर रिवर्स रिपो दर के साथ संरेखित निकट हो गया है (चार्ट IV.6)। इस संदर्भ में, मीडिया के कुछ वर्गों और कुछ विश्लेषकों द्वारा यह तर्क दिया गया है कि रिवर्स रिपो दर में एकतरफा कटौती

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

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

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



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

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

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

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

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

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

संकीर्ण बनाम व्यापक कॉरीडोर

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

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

पूंजी प्रवाह और चलनिधि प्रबंधन

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

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

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

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

चलनिधि मूल्यांकन में सुधार और संचार

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

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

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

बाजार के समय को समकालीन बनाना

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

सारणी IV.11: बाजार समय

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

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

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

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

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

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

संचरण में बाधाएं

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

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

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

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

बॉक्स IV.5

एफआईटी के दौरान मौद्रिक नीति संचरण में बाधाएं

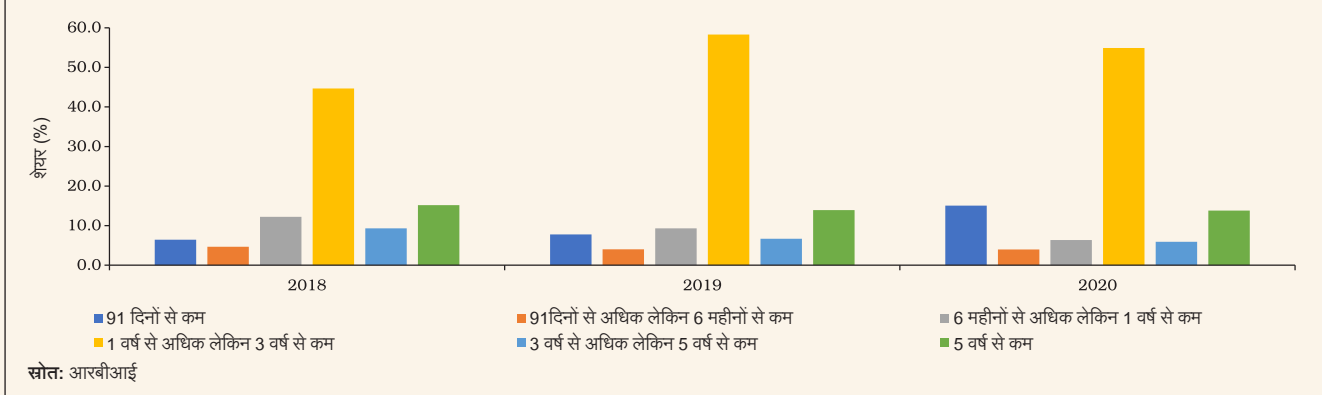
1990 के दशक की शुरुआत में ब्याज दरों के अविनियमन के बाद से, रिजर्व बैंक ने बैंकों द्वारा निर्धारित ब्याज दरों की प्रक्रिया को परिष्कृत करके मौद्रिक संचरण की प्रभावशीलता में सुधार करने के लिए ठोस प्रयास किए हैं। हालांकि, कई विशिष्ट कारक एफआईटी के दौरान क्रेडिट बाजार में मौद्रिक संचरण को बाधित करते हैं।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

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

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

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

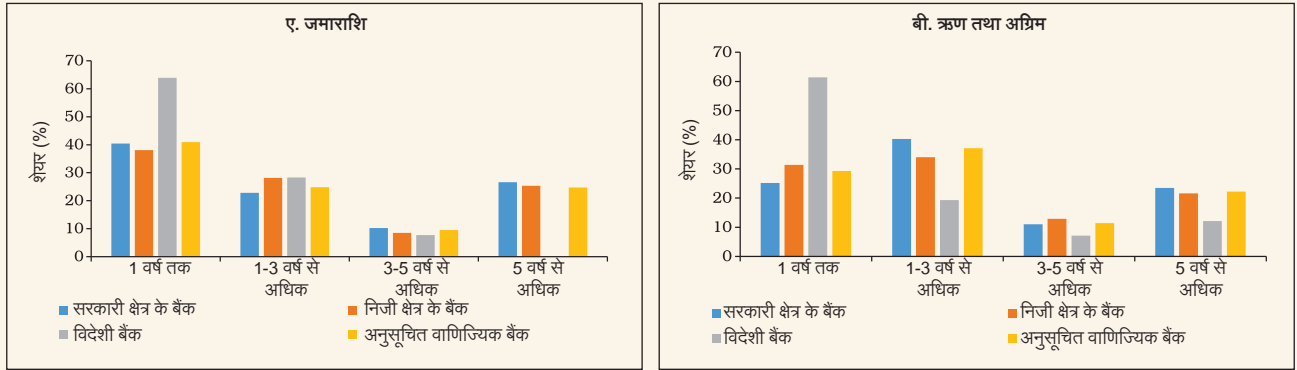
चार्ट 1: एमसीबी की जमा राशियों की परिपक्वता का प्रतिरूप



(जारी)

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

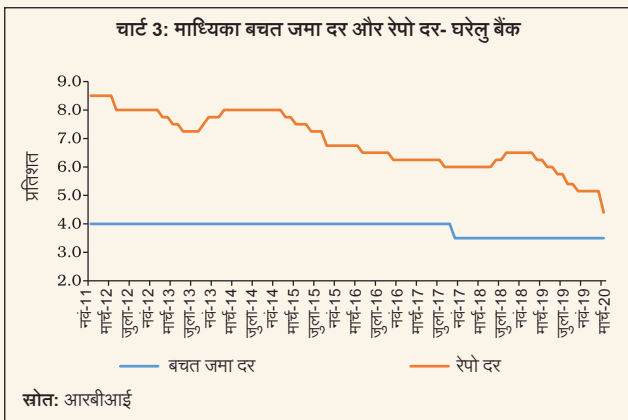
चार्ट 2: जमाराशि तथा ऋणों की परिपक्वता अवधि: मार्च 2020



स्रोत: आरबीआई

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

4. छोटी बचत योजनाओं पर ब्याज दरें केंद्र सरकार द्वारा निर्देशित होती हैं और तदनरूपी परिपक्वता के सरकारी प्रतिभूतियों पर



स्रोत: आरबीआई

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

(जारी)

30 ₹1 लाख तक की जमा राशि के लिए।

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

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

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

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

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

संदर्भ:

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

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

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

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

33 अनुबंध IV.3 देखें।

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

(प्रतिशत)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

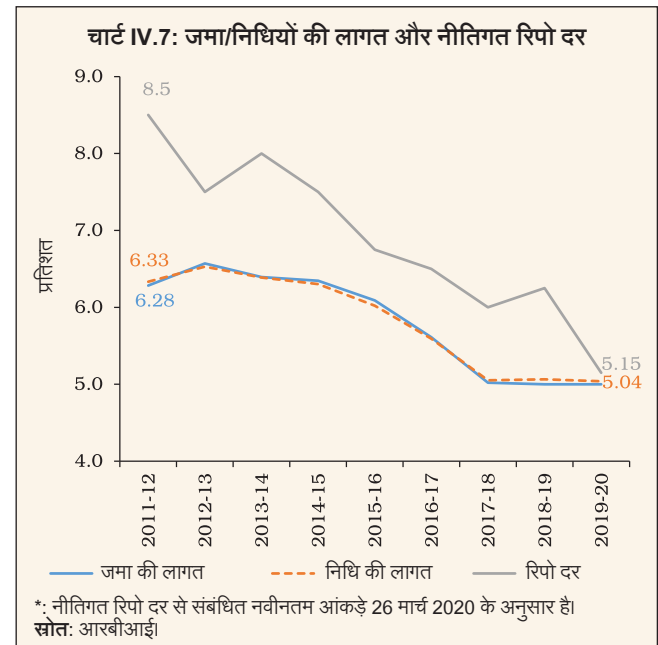
IV.61 एफआईटी व्यवस्था की पहचान पारदर्शिता है, जो बाह्य बेंचमार्किंग व्यवस्था पर भी लागू होती है। निस्संदेह, यह आदर्श होता अगर बाजार संचालित प्रक्रिया में कोई बाह्य बेंचमार्क अपने आप उभर आता। हालांकि, मुद्रा बाजारों की सीमित पहुँच को देखते हुए इसकी संभावना नहीं थी, जिससे बेंचमार्क के उद्भव की सुविधा के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

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

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

ऋण बाजार में संचरण में सुधार

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



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

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

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

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

ब्याज दर व्युत्पन्न बाजार का विस्तार करना और उसमें गहनता लाना

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

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

जमाराशियों को बाह्य बेंचमार्क से जोड़ना

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

पुराने ऋणों को बाह्य बेंचमार्क में अंतरण करना

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

बैंकों की प्रकटीकरण प्रथाओं में सुधार

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

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

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

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

तिमाही अंतराल पर लघु बचत पर ब्याज दरों में संशोधन

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

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

संचरण में सुधार के लिए फिनटेक का उपयोग

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

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

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

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

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

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

सीबीडीसी के साथ अवसर और चुनौतियाँ

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

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

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

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

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

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

4. निष्कर्ष

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

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

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

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

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

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

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

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

संदर्भ:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रिया

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

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

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

(महीनों में)

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

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

मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रिया

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

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

मुद्रा और वित्त संबंधी रिपोर्ट

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

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

(जारी..)

मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रिया

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

स्रोत: केंद्रीय बैंक की वेबसाइटें।

“.. जबकि अत्यधिक जटिल अर्थव्यवस्था की चुनौती से निपटने के लिए आधुनिक मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क रखना”

[भारतीय रिज़र्व बैंक (आरबीआई) अधिनियम, 1934 की प्रस्तावना से उद्धृत]
(वित्त अधिनियम, 2016 द्वारा संशोधित)]

1. भूमिका

V.1 जैसा कि लचीली मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण (एफआईटी) के लिए संस्था के नेतृत्व में भारत के अनुभव से यह स्पष्ट हुआ है कि, लगातार उच्च मुद्रास्फीति जो 2013 की गर्मियों में टेंपर टैंट्रम के दौरान चरम पर पहुंच गई के कारण बाहरी प्रतिकूल वातावरण बन सकता है। उच्च मुद्रास्फीति भुगतान संतुलन संकट में बदल गई, जो मौद्रिक नीति की विश्वसनीयता के लिए एक गंभीर चुनौती बन गई (पात्र, 2017)। एक मुक्त उभरती बाजार अर्थव्यवस्था के लिए, पूंजी प्रवाह में उछाल, अचानक रुकना और प्रत्यावर्तन तथा संबंधित अस्थिर विनिमय दर की गतिविधियां अल्पावधि में मौद्रिक नीति के संचालन को जटिल बनाती हैं। घरेलू कीमतों के प्रभावी विनिमय दर (ईआरपीटी) की डिग्री और निष्क्रियण परिचालन की प्रभावशीलता के आधार पर घरेलू तरलता और मौद्रिक स्थितियों को प्रभावित करके, वे घरेलू मुद्रास्फीति पर असर डालते हैं। आगे चलते हुए, मुद्रास्फीति का लगातार उच्च स्तर निर्यात प्रतिस्पर्धात्मकता को कम करता है और आयातित मुद्रास्फीति के साथ-साथ व्यापार की शर्तों और चालू खाता शेष को बिगाड़ सकता है।

V.2 इसलिए, एक मुक्त अर्थव्यवस्था में, नीति प्राधिकारियों को 'असंभव' समझौताकारी समन्वयन का सामना करना पड़ता है, जिसके लिए उन्हें तीन नीति विकल्पों में से एक का त्याग करने की आवश्यकता होती है: मौद्रिक नीति स्वतंत्रता; विनिमय दर स्थिरता; और एक खुला पूंजी खाता (मुंडेल, 1963;

फ्लेमिंग, 1962)। अर्थव्यवस्थाओं के तेजी से वैश्वीकरण और घरेलू वित्तीय बाजारों के सीमापार एकीकरण ने इन चुनौतियों को बढ़ा दिया है। वास्तव में, विनिमय दर व्यवस्था के बावजूद, वित्तीय उदारता ने मौद्रिक नीति के स्वतंत्र संचालन के लिए जटिलताओं को जन्म दिया है, पूंजी गतिशीलता और स्वतंत्र मौद्रिक नीति के बीच एक विकल्प (रे, 2013) के ट्राइलेमा को दुविधा में बदल दिया है। वैश्विक वित्तीय संकट (जीएफसी) के बाद, प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण केंद्रीय बैंकों की गैरपारंपारिक मौद्रिक नीतियों (यूएमपी) के वैश्विक स्पिलओवर ने मुक्त अर्थव्यवस्था नीति ट्रेड-ऑफ में एक नया आयाम जोड़ा, यानी घरेलू वित्तीय स्थिति ब्याज दर से काफी प्रभावित हुई। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (एई) में सेटिंग्स और वैश्विक तरलता की सुस्ती जिसने क्रेडिट स्प्रेड, जोखिम प्रीमियम, क्रेडिट प्रवाह और लीवरेज को प्रभावित किया, घरेलू मौद्रिक नीति के उद्देश्यों की खोज को और भी चुनौतीपूर्ण बना दिया। स्थिर/प्रबंधित विनिमय दर व्यवस्था वाले देशों ने पाया कि लचीली व्यवस्था वाले देशों की तुलना में वे अपेक्षाकृत वित्तीय असुरक्षितता - तेज घरेलू ऋण और आवास मूल्य वृद्धि, और बैंक लीवरेज में वृद्धि का अनुभव करने की अधिक संभावना रखते हैं (ऑब्सटफेल्ड और अन्य 2017)। इस जटिल अंतरराष्ट्रीय वातावरण में, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) ने मुक्त अर्थव्यवस्था मौद्रिक नीति के संचालन में कई नवाचार किए हैं। उन्होंने विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप और ब्याज दर सुरक्षा के संयोजन के साथ मूल्यहास

इस अध्याय को राजीव जैन, अमरेंद्र आचार्य, सौमश्री तिवारी, मनु शर्मा, सुजाता कुंडू, सिलू मुदुली, शोभित गोयल और रोहन बंसल की टीम ने तैयार किया है।

का विरोध किया है; उन्होंने निष्क्रियण हस्तक्षेपों, पूंजी प्रवाह प्रबंधन उपायों (सीएफएम) और मैक्रो-प्रूडेंशियल नीतियों के संयोजन का उपयोग करके समय के साथ मूल्यवृद्धि दबावों को बेहतर ढंग से प्रबंधित करना सीख लिया है। परिणामस्वरूप, ईएमई ने दुविधा को एक विषम 2.5 लेम्मा (चेंग और राजन, 2019) कार्यप्रणाली में बदल दिया है। ईएमई द्वारा लाया गया सबसे महत्वपूर्ण नवाचार एफआईटी और विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप के बीच सुखी मिलाप रहा है। इसे मौद्रिक नीति के संचालन में दो 'असंभव' कॉर्नर समाधानों के बीच एक मध्यवर्ती दृष्टिकोण के रूप में वर्णित किया जा सकता है - स्थिर विनिमय दर बनाम पूरी तरह से खुला पूंजी खाता। परिणामस्वरूप, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति का अभ्यास सिद्धांत से आगे बढ़ गया है (बीआईएस, 2019)। आज की वैश्विक कथा एक एकीकृत नीति फ्रेमवर्क पर आम सहमति विकसित करने के बारे में है (आईएमएफ, 2019; एड्रियन और गोपीनाथ, 2020)।

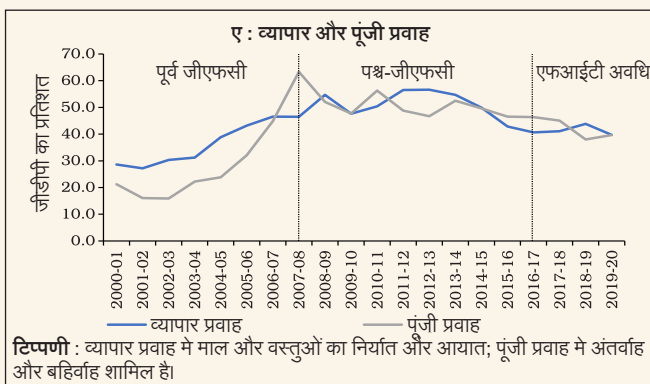
V.3 भारत में जून 2016 में एफआईटी को अपनाने के बाद से, भारत ने वैश्विक स्पिलओवर से निपटने के लिए, आदर्श फ्रेमवर्क पर किसी भी बहुपक्षीय सहमति के अभाव में अपने स्वयं के मध्यवर्ती दृष्टिकोण को अपनाया है। इस अध्याय में एफआईटी के तहत मुक्त अर्थव्यवस्था की चुनौतियों और ट्रेड-ऑफ के प्रबंधन से संबंधित भारत-विशिष्ट मुद्दों को शामिल किया गया है। खंड 2 भारत के उदारता पर शोधपरक तथ्य प्रदान करता है, जिसमें एफआईटी के अनुभव की तुलना एफआईटी से पहले की

अवधि के साथ की गयी है। खंड 3 में भारत में मौद्रिक नीति संचालन के लचीलेपन को बढ़ाने के लिए निष्क्रियण हस्तक्षेपों की प्रभावशीलता और घरेलू मुद्रास्फीति के लिए प्रभावी विनिमय दर की बारीकियों सहित अंतर्निहित विनिमय दर गतिशीलता की जांच की गयी है। खंड 4 में चालू खाता स्थिरता और प्रतिस्पर्धात्मकता के लिए निहितार्थों को ध्यान में रखते हुए, यूएमपी और वैश्विक स्पिलओवर के बीच मौद्रिक नीति की स्थापना का मार्गदर्शन करने के लिए एक मुक्त अर्थव्यवस्था टेलर प्रकार के नियम की सहायता से नीति प्रतिक्रियाओं को सारांशित करती है। खंड 5 निष्कर्ष देता है और प्रमुख निष्कर्षों और नीतिगत अनुमानों के साथ समाप्त होता है।

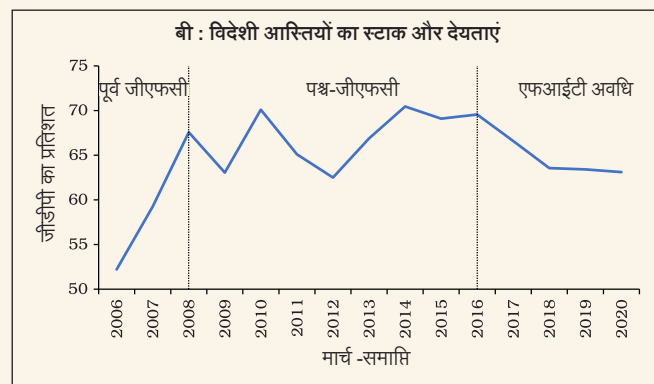
2. उदारता: कुछ शोधपरक तथ्य

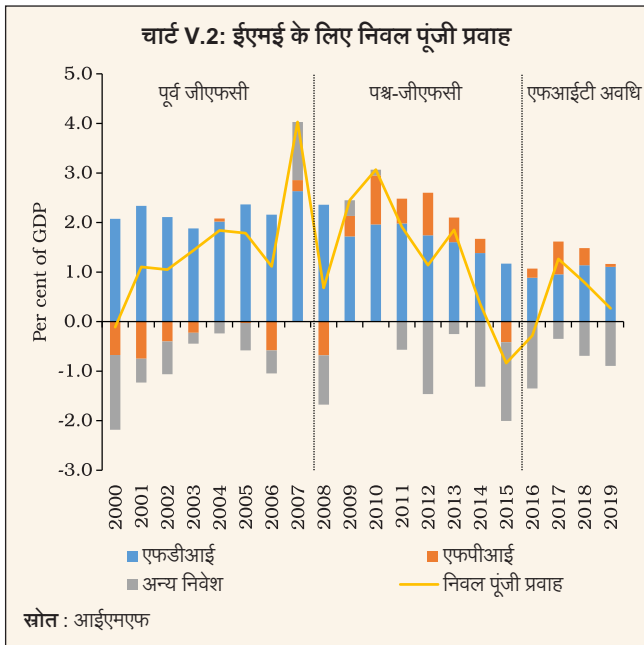
V.4 भारत में पूंजी खाते के प्रगतिशील उदारीकरण को कायम रखने वाली विभिन्न कानूनी नीतियों के बावजूद, जीडीपी के अनुपात के रूप में सीमा पार पूंजी प्रवाह एफआईटी अवधि के दौरान कम हुआ है (चार्ट V.1)। यह ईएमई के वैश्विक पैटर्न को दर्शाता है (चार्ट V.2)। वैश्विक स्तर पर, बढ़ते व्यापार संरक्षणवाद और बैंकिंग क्षेत्र के प्रवाह में कटौती जीएफसी के बाद की अवधि में व्यापार से संबंधित और पूंजी प्रवाह के मध्यम स्तर का प्रतिपादन करता है। भारत के मामले में, घरेलू पूंजी निर्माण की दर में गिरावट ने भी विदेशी पूंजी के उत्पादक अवशोषण को बाधित किया है।

चार्ट V.1 : भारत का उदारता संकेतक



स्रोत : आरबीआई





V.5 दूसरी ओर, भारत के बाहरी अति संवेदनशीलता संकेतकों में नाटकीय रूप से सुधार हुआ है, जिससे वैश्विक विकास से मौद्रिक नीति की अधिक स्वतंत्रता मिली है (सारणी V.1)। विशेष रूप से, चालू खाता शेष, देश के बाहरी इंटरफेस में व्यापार और प्रेषण की ऐतिहासिक प्रबलता को देखते हुए भारत की बाहरी व्यवहार्यता का सूचक संकेतक, मजबूत हुआ है, जो 2019-20 में एफआईटी अवधि के दौरान तेल की कम कीमतों और व्यापार की शुद्ध शर्तों (टीओटी) से लाभान्वित हुआ है (चार्ट V.3)।

सारणी V.1: भारत के बाहरी अति संवेदनशील संकेतक

(प्रतिशत, जब तक कि अन्यथा दर्शाया नहीं है)

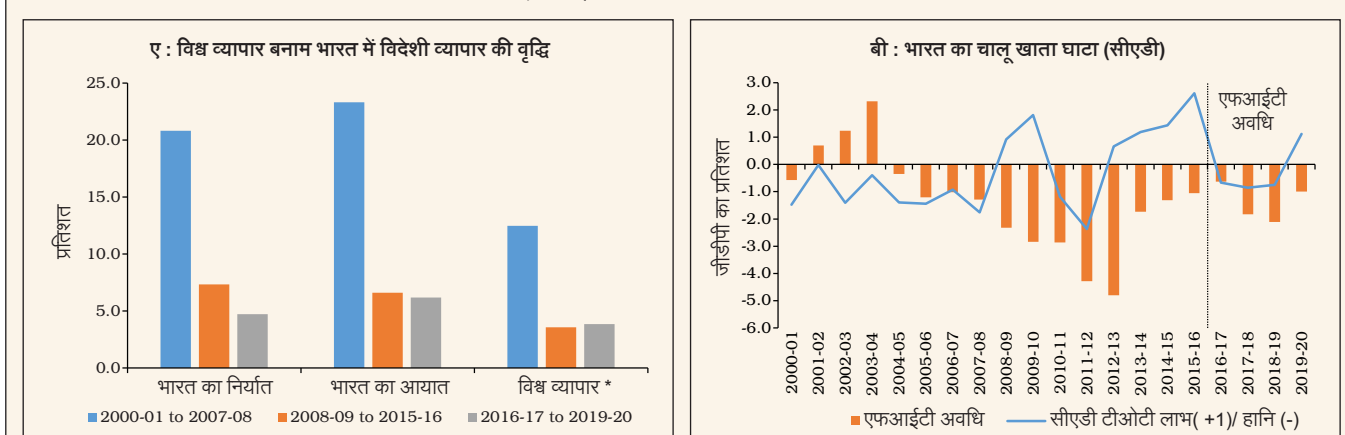
संकेतक	2013 मार्च के अंत में	2016 सितंबर के अंत में	2020 मार्च के अंत में
1. चालू खाता शेष से जीडीपी अनुपात*	-4.8	-0.5	-0.9
2. बाहरी कर्ज से जीडीपी अनुपात	22.4	22.2	20.6
3. अल्पवधि कर्ज (अवशिष्ट परिपक्वता) से आरक्षित अनुपात	59.0	54.7	49.6
4. अल्पवधि कर्ज (मूल परिपक्वता) से आरक्षित अनुपात	33.1	21.9	22.4
5. कुल बाह्य कर्ज अनुपात में आरक्षित निधि	71.3	76.8	85.6
6. आयात का आरक्षित कवर (महीनों में)	7.0	12.0	12.0
7. कर्ज चुकोती अनुपात (वर्तमान प्राप्ति के लिए कर्ज चुकोती)	5.9	8.2	6.5
8. जीडीपी अनुपात में निवल अंतर्राष्ट्रीय निवेश की स्थिति	-17.8	-16.9	-13.9

* चार तिमाहियों का औसत

स्रोत: आरबीआई

V.6 एफआईटी अवधि के दौरान शुद्ध पूंजी प्रवाह सीएडी फंडिंग आवश्यकताओं से अधिक हो गया। इस प्रकार, भारतीय अर्थव्यवस्था ने विदेशों से बचत के खराब अवशोषण की समस्या का अनुभव किया, जो घरेलू बचत का पूरक हो सकता था और प्रचुर वैश्विक तरलता और अति-निम्न ब्याज दरों के समय में विकास की गति को बढ़ाने के लिए एक लीवर के रूप में काम

चार्ट V.3: एफआईटी के दौरान भारत का विदेशी व्यापार



टिप्पणी: * वैश्विक वित्त संकट के बाद 2009-10 को छोड़कर विश्व व्यापार में तेजी से गिरावट हुई

स्रोत : आरबीआई और आईएमएफ

सारणी V.2: अतिरिक्त पूंजी प्रवाह की घटनाएं

अवधि	निवल पूंजी प्रवाह		अतिरिक्त पूंजी प्रवाह (बीओपी आधार)	
	> सीएडी	< सीएडी	(अमेरिकी \$ बिलियन)	जीडीपी का प्रतिशत
	तिमाहियों की संख्या			
जीएफसी के पहले (2000-01 से 2007-08)	28	4	236.0	4.1
जीएफसी के बाद (2008-09 से 2015-16)	21	11	92.2	0.7
एफआईटी अवधि (2016-17 से 2019-20)	12	4	121.3	1.1

स्रोत: आरबीआई

करता था। फलस्वरूप समग्र भुगतान संतुलन में अधिशेष और भारत के आधिकारिक आरक्षित का एक अभूतपूर्व संचय था (सारणी V.2)। यह पूर्व-जीएफसी अवधि की तुलना में प्रासंगिक है जब 2000-01 से 2007-08 के दौरान पूंजी प्रवाह का औसत जीडीपी का लगभग 4.1 प्रतिशत प्रति वर्ष था, जो उच्च घरेलू निवेश दरों के एक चरण के अनुरूप था जो 2007-08 में जीडीपी के 37.7 प्रतिशत था।

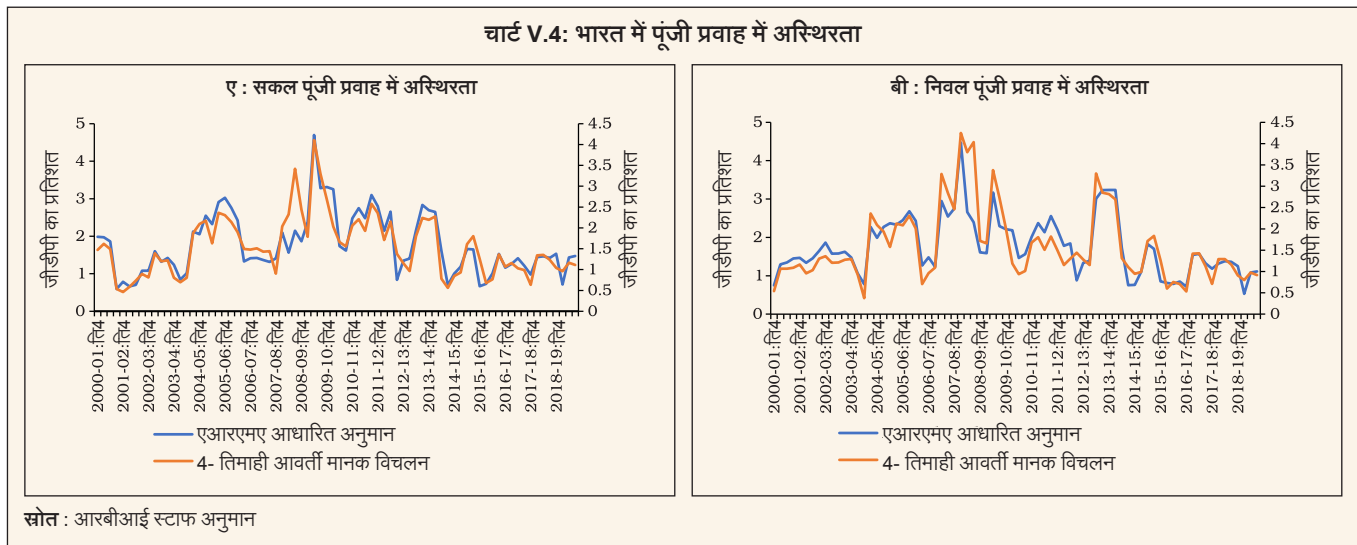
V.7 पूंजी प्रवाह में अस्थिरता - सकल और निवल दोनों में- चार तिमाहियों (एंगल और अन्य, 2008; ब्रोटो और अन्य.,

2011; आइचेनग्रीन और अन्य., 2017; और पगलियारी और हन्नान 2017) की एक रोलिंग विंडो पर दोनों के संदर्भ में मानक विचलन में एफआईटी अवधि के दौरान गिरावट आई और किसी भी एआरसीएच प्रभाव¹ (वैल और लिबनियो, 2009; पगलियारी और हन्नान, 2017) की उपस्थिति की जांच करने के लिए ऑटो-रिग्रेसिव मूविंग एवरेज (एआरएमए (1, 2)) मॉडल से प्राप्त अवशिष्टों का मानक विचलन (चार्ट वी.4).²

3. विनिमय दर का गति सिद्धांत और एफआईटी

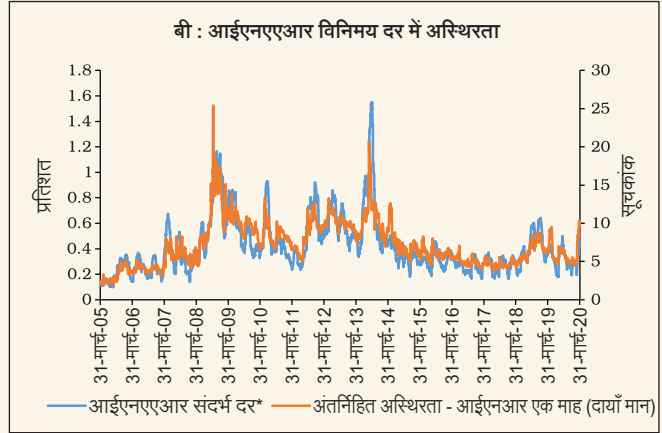
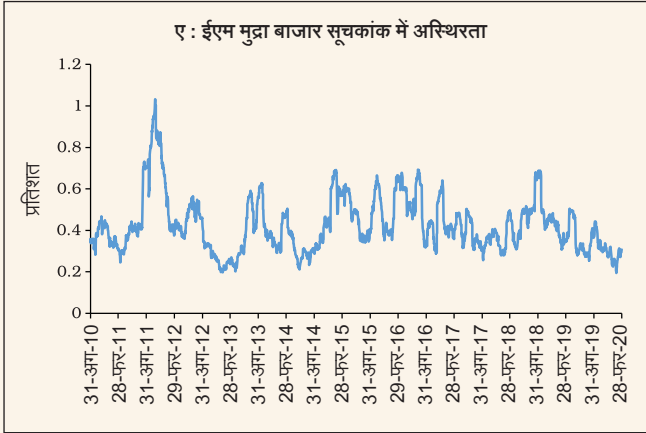
V.8 ईएमई ने 'फियर ऑफ फ्लोटिंग' (कैल्वो और रेनहार्ट, 2002) और 'फियर ऑफ एप्रिसिएशन' के सन्निहित मुद्रास्फिति और मूल्य प्रतिस्पर्धात्मकता पर विनिमय दर अस्थिरता के बड़े बहिर्जात प्रभावों को देखते हुए एफआईटी को देर से अपनाने में देर से अपनाया (लेवी-येयाती और स्टर्जनेगर, 2007)। यह वस्तुओं और सेवाओं के व्यापार और कम विकसित वित्तीय बाजारों (कैवोली, 2009) के अस्तित्व पर उनकी बड़ी निर्भरता को भी दर्शाता है। व्यवहार में, अधिकांश ईएमई और कुछ एई ने अत्यधिक पूंजी प्रवाह और विनिमय दर अस्थिरता पर संबंधित

चार्ट V.4: भारत में पूंजी प्रवाह में अस्थिरता



- 1 एआरसीएच प्रभाव अस्थिरता या विचरण क्लस्टरिंग की घटना को दर्शाता है, जहां उच्च अस्थिरता की अवधि के बाद उच्च अस्थिरता की अवधि और कम अस्थिरता की अवधि के बाद कम अस्थिरता की अवधि होती है।
- 2 वर्ष 2000-01 की पहली तिमाही से 2019-20 की तीसरी तिमाही (जीडीपी के प्रतिशत के रूप में) तक के तिमाही डेटा का उपयोग किया गया है।

चार्ट V.5 विनिमय दर अस्थिरता



* 30 दिन मानक विचलन

स्रोत : जे पी मॉर्गन ईएम मुद्रा बाजार सूचकांक और आईएनआर संदर्भ दर के आधार पर गणना

प्रभाव से उत्पन्न चुनौतियों से निपटने के लिए विदेशी मुद्रा बाजार में लगातार और बड़े हस्तक्षेप का सहारा लिया है (बीआईएस, 2005; आईएमएफ, 2011; बर्गजा और ब्रोटे, 2012)।

V.9 भारत में, विनिमय दर नीति का उद्देश्य भारतीय रुपये (INR) के लिए किसी पूर्व-निर्दिष्ट लक्ष्य या बैंड के बिना अत्यधिक

अस्थिरता को नियंत्रित करना है। पूंजी प्रवाह की अस्थिरता में गिरावट के साथ (जैसा कि पिछले अनुभाग और चार्ट V.4 में हाइलाइट किया गया है) आईएनआर ने भी एफआईटी अवधि के दौरान स्थिरता प्रदर्शित की है (चार्ट V.5)। भारत में, पूंजी प्रवाह में परिवर्तन आईएनआर अस्थिरता को प्रभावित करने वाली प्रमुख कारकों में से एक है (बॉक्स V.1)।

बॉक्स V.1

आईएनआर अस्थिरता के प्रेरक

देखी गयी अस्थिरता के संदर्भ में पूंजी प्रवाह के विभिन्न साधनों में काफी भिन्नता है, निवल पोर्टफोलियो प्रवाह सबसे अधिक अस्थिर है (सारणी 1)।

1996: ति 2 से 2019: ति 4 तक के तिमाही डेटा का उपयोग करते हुए एक छह-चर वेक्टर ऑटोरेग्रेसन (वीएआर) मॉडल का अनुमान किया गया है। विनिमय दर अस्थिरता (ईआरवी) को एआरएमए आधारित अवशिष्ट (यूएस डॉलर प्रति आईएनआर) द्वारा दर्शाया जाता है। अन्य

सारणी 1: निवल पूंजी प्रवाह में घटक-वार अस्थिरता (विचरण का गुणांक)

अवधि	एफडीआई	एफपीआई	अन्य निवेश	निवल पूंजी प्रवाह
2000-01 to 2007-08	106	118	95	75
2008-09 to 2015-16	48	153	155	63
2016-17 to 2019-20	43	222	138	46

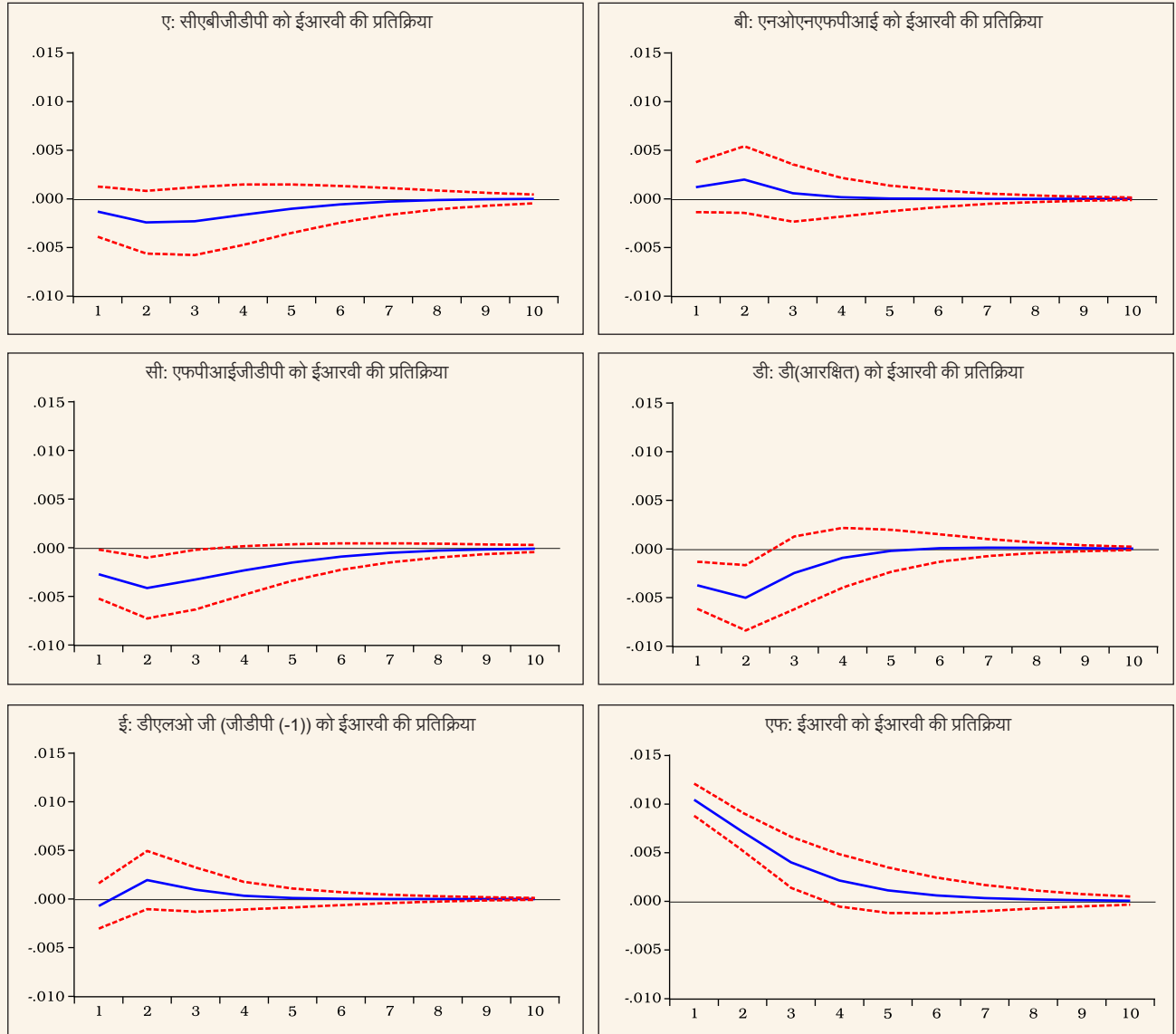
स्रोत: आरबीआई स्टाफ की गणना

चर, जैसे चालू खाता शेष (सीएबीजीडीपी) और निवल पूंजी प्रवाह (एफपीआई (एफपीआईजीडीपी) और गैर-एफपीआई (एनओएनएफपीआई) प्रवाह) जीडीपी के अनुपात, विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों में परिवर्तन (डी (आरक्षित)) के रूप में व्यक्त है और जीडीपी वृद्धि का भी वीएआर में उपयोग किया जाता है। सभी चर स्थिर पाए जाते हैं। आवेग प्रतिक्रिया कार्यप्रणाली दर्शाते हैं कि गैर-एफपीआई प्रवाह की तुलना में निवल एफपीआई प्रवाह में वृद्धि के कारण आईएनआर अस्थिरता में गिरावट आई है (चार्ट 1)।

पूर्वानुमान त्रुटि भिन्नता अपघटन से पता चलता है कि विनिमय दर अस्थिरता (15.1 प्रतिशत) में भिन्नता आरक्षित निधियों में परिवर्तन का प्रमुख कारक है। इसके के बाद विदेशी पोर्टफोलियो निवेश प्रवाह (13.1 प्रतिशत), चालू खाता (4.8 प्रतिशत), और गैर-एफपीआई प्रवाह और जीडीपी वृद्धि (प्रत्येक 2 प्रतिशत से कम) का स्थान आता है। ये परिणाम रिजर्व बैंक के विदेशी मुद्रा हस्तक्षेपों की अस्थिरता को कम करने की भूमिका और घरेलू मौद्रिक नीति के संचालन के लिए हस्तक्षेपों की स्वतंत्रता की स्तर का समर्थन करते हैं।

(जारी)

चार्ट 1: आईएनआर विनिमय दर अस्थिरता के प्रतिक्रिया कार्यप्रणाली
चोल्स्की वन एस.डी इनोवेशन ± 2 एसई पर प्रतिक्रिया



स्रोत : आरबीआई स्टाफ अनुमान

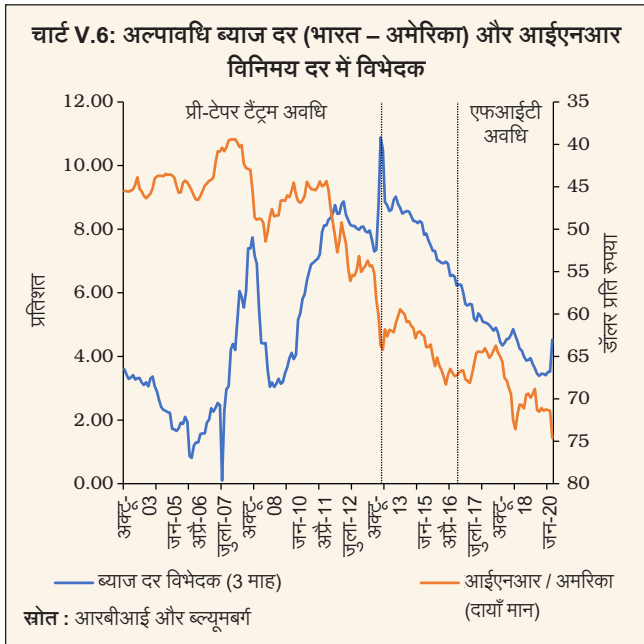
संदर्भ:

Dua, Pami and Partha Sen (2006), "Capital Flow Volatility and Exchange Rates: The Case of India", *CDE Working Paper No.144*.

Kohli, R (2015), "Capital Flows and Exchange Rate Volatility in India: How Crucial Are Reserves?", *Review of Development Economics*, Vol.19, No.3, pp.577–591.

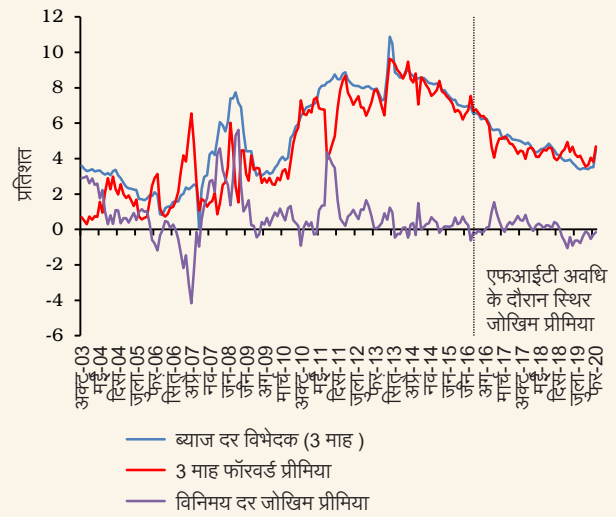
Rafi, O. P. C. Muhammed and M. Ramachandran (2018), "Capital Flows and Exchange Rate Volatility: Experience of Emerging Economies", *Indian Economic Review*, Vol.53, pp.183-205.

V.10 भारत और विदेशों में (अमेरिका में एक प्रतिनिधि संख्या के रूप में) मौद्रिक नीति में बदलाव के प्रति भारतीय रुपये की संवेदनशीलता की जांच रक्षित और अरक्षित ब्याज दर अनुरूप शर्तों के माध्यम से की जा सकती है। हालांकि, इस विषय पर अनुभवजन्य साहित्य विभाजित रहा है, कुछ विचार विदेशी पूंजी को आकर्षित करने में उच्च ब्याज दरों की भूमिका पर बल देते हैं, जो घरेलू मुद्रा की मूल्यवृद्धि करता है (डोर्नबश 1976, फ्रेंकल 1979 तथा क्रिस्टियानो और अन्य 1998), और अन्य ब्याज दर भिन्नता की बढ़ती मुद्रास्फीति के संकेतक के रूप में व्याख्या करते हैं, जो कि नियत समय में घरेलू मुद्रा के मूल्यहास में प्रतिबिंबित होनी चाहिए (मूसा 1979 और बिलसन 1978, 1979)। भारत में, ब्याज दर भिन्नता (भारत और अमेरिका में तीन महीने के ट्रेजरी बिल दरों के आधार पर) और आईएनआर (चार्ट वी. 6) के बीच सह-आंदोलन अरक्षित ब्याज दर अनुरूपता के लिए अनुभवजन्य समर्थन प्रदान नहीं करता है (यूआईपी)।³ रक्षित ब्याज दर अनुरूपता प्रत्यक्ष रूप से अधिक सत्यापन योग्य है और फॉरवर्ड प्रीमियम के व्यवहार में ईएनआर के लिए है (चार्ट V.7)। आईएनआर के निर्धारकों के अनुभवजन्य



3 यूआईपी सिद्धांत कहता है कि दो अर्थव्यवस्थाओं के बीच ब्याज दरों का विभेदक विनिमय दर में अपेक्षित परिवर्तन (विनिमय दर में देखे गए परिवर्तन के बजाय) के बराबर होना चाहिए ताकि आर्बिट्रज लाभ के किसी भी अवसर को समाप्त किया जा सके।

चार्ट V.7: डॉलर / रुपए पर ब्याज दर विभेदक और फॉरवर्ड प्रीमिया



स्रोत : आरबीआई, एफबीआईएल और ब्ल्यूमबर्ग

अनुमान ब्याज दर भिन्नता की किसी भी भूमिका के कमजोर प्रमाण प्राप्त हैं; इसके विपरीत वैश्विक VIX, वैश्विक जोखिम से बचने का एक संकेतक, सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण निर्धारक के रूप में उभरता है (बॉक्स V.2)।

V.11 भारत में विनिमय दर की अस्थिरता में पूंजी प्रवाह की प्रमुख भूमिका और आरक्षित संचय द्वारा प्रदान की गई ऑफसेट को देखते हुए, यह अपरिहार्य है कि मौद्रिक नीति डिजाइन गैर-निष्क्रियण हस्तक्षेपों (और घरेलू चलनिधि की स्थिति से संबद्ध प्रभाव) बनाम निष्क्रियण हस्तक्षेप (प्रतिफल और फॉरवर्ड प्रीमियम के लिए संबद्ध प्रभाव के साथ) के बीच के चयन से बहुत प्रभावित होता है। जबकि निष्क्रियण से इतर हस्तक्षेप अधिक चलनिधि उपलब्ध कर सकते हैं जो अल्पावधि ब्याज दरों को नीति ब्याज दर से कम स्तर तक कम कर सकते हैं, खुले बाजार परिचालन (ओएमओ) के माध्यम से अधिक चलनिधि की निष्क्रियण दीर्घावधि प्रतिफल को प्रभावित कर सकती है जबकि चलनिधि में देरी के लिए स्वेप का उपयोग हस्तक्षेप का प्रभाव फॉरवर्ड प्रीमियम को बदल सकता है। विनिमय दर में अस्थिरता

बॉक्स V.2

जोखिम प्रीमियम के लिए आईएनआर की संवेदनशीलता

आईएनआर की गतिविधियों में निहित जोखिम प्रीमियम को प्रभावित करने में ब्याज दर विभेदक की भूमिका का विश्लेषण करने के लिए, निम्नलिखित समीकरण का अनुमान लगाया गया है:

$$ERR_{t-3} = \beta_1 + \beta_2 * INTD3M_{t-3} + \beta_3 * ETD_t + \beta_4 * LOG(CPI_t) + \beta_5 * GVIX + \beta_6 * DUM * LOG(CPI) + \epsilon_t$$

(Interest parity variable) (Risk premia variables)

जहां ईआरआर 3 महीने की अवधि में आईएनआर में परिवर्तन है; आईएनटीडी3एम भारत और अमेरिका के बीच तीन महीने की ब्याज दर के अंतर का प्रतिनिधि है; और ETD भारत का अतिरिक्त व्यापार घाटा है (अर्थात्, पिछले 12 महीनों में औसत घाटे/अधिशेष से अधिक व्यापार घाटा), सीपीआई भारत का उपभोक्ता मूल्य सूचकांक है और जीवीआईएक्स वैश्विक वीआईएक्स का प्रतिनिधित्व करता है। एफआईटी अवधि से संबंधित सीपीआई के लिए एक डमी के साथ एक अन्योन्यता पद का उपयोग एफआईटी के बाद मुद्रास्फीति की गतिशीलता में बदलाव के कारण ईआरआर पर किसी भी संभावित अप्रत्यक्ष प्रभाव की जांच के लिए किया गया है। अनुभवजन्य परिणाम आईएनआर की गतिविधियों को प्रभावित करने वाले ब्याज दर विभेदक का कोई मजबूत सबूत नहीं देते हैं, जबकि जोखिम प्रीमियम (जीवीआईएक्स) और अतिरिक्त व्यापार घाटे का प्रभाव सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण पाया जाता है (तालिका 1)। यह संभव है कि अमेरिकी मौद्रिक नीति जोखिम प्रीमियम चैनल के माध्यम से आईएनआर को प्रभावित करती है, लेकिन सीधे ब्याज दर विभेदक के माध्यम से नहीं।

सारणी 1: आश्रित चर - विनिमय दर में परिवर्तन

एन=195				
चर	गुणांक	मानक त्रुटि	टी-सांख्यिकी	संभावना
सी	1.87	4.99	0.38	0.71
आईएनटीडी3एम(-3)	-0.19	0.11	-1.64	0.10
जीवीआईएक्स	-0.07	0.02	-3.88	0.00
ईटीडी(-1)	-0.10	0.05	-1.92	0.06
एलओजी (सीपीआई)	0.04	1.08	0.03	0.97
डीयूएम*एलओजी(सीपीआई)	-0.05	0.13	-0.43	0.67
ईआरआर(-1)	1.07	0.06	17.58	0.00
ईआरआर(-2)	-0.52	0.06	-8.63	0.00
आर-वर्ग	0.72	एफ- सांख्यिकी	68.67	
समायोजित आर-वर्ग	0.71	डीडब्ल्यू सांख्यिकी	1.93	

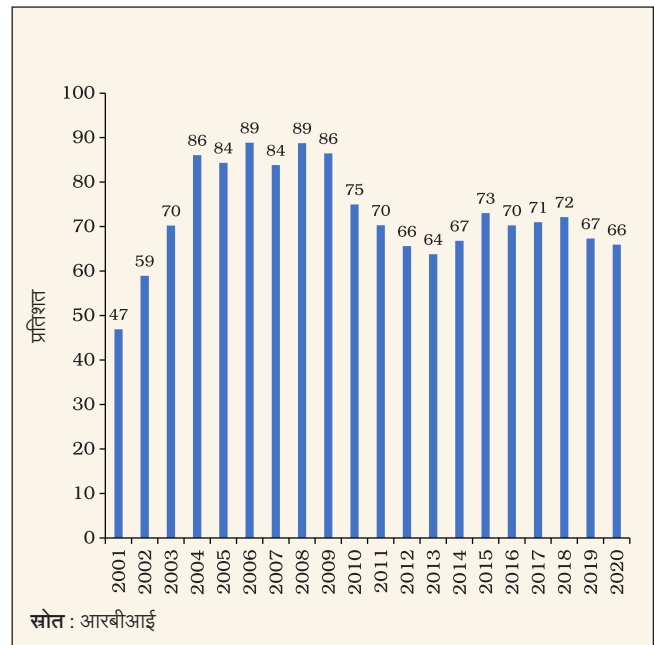
संदर्भ:

Engle, Charles (2016), "Exchange Rates, Interest Rates and Risk Premium", *American Economic Review*, Vol. 106 (2), pp. 436-474.

का प्रबंधन करने के लिए हस्तक्षेप परिचालन इस प्रकार ब्याज दरों की अवधि संरचना को प्रभावित करके मौद्रिक नीति स्वतंत्रता के लिए चुनौतियों का सामना कर सकता है।

V.12 हस्तक्षेप परिचालन रिजर्व बैंक की बैलेंस शीट के आकार और संरचना को बदल देता है। निष्क्रियण, अधिक चलनिधि को अवशोषित करने हेतु ओएमओ परिचालन के लिए रिजर्व बैंक के पास उपलब्ध घरेलू प्रतिभूतियों की होल्डिंग्स के आकार के अनुकूल है। एफआईटी अवधि के दौरान, वैश्विक वित्तीय संकट से पहले रिजर्व बैंक की बैलेंस शीट के लगभग 85 प्रतिशत के स्तर से निवल विदेशी संपत्ति (एनएफए) की हिस्सेदारी कम होकर 75 प्रतिशत हो गई है, जिससे हस्तक्षेपों के चलनिधि प्रभाव को प्रबंधित करने के लिए निष्क्रियण के लिए जगह बन गई है (चार्ट V.8)। इसके अलावा, एनएफए के उच्च हिस्से ने रिजर्व बैंक को निष्क्रियण उद्देश्यों के लिए खुले बाजार बिक्री परिचालन के अलावा बाजार स्थिरीकरण योजना और

आरक्षित निधि अनुपात जैसे कई उपकरणों का उपयोग करने के लिए प्रेरित किया।



सारणी V.3: आरक्षित मुद्रा तथा स्थिर चलनिधि के प्रेरक

(₹ करोड़)

वर्ष	आरक्षित मुद्रा में परिवर्तन	आरबीआई द्वारा निवल विदेशी मुद्रा खरीद	निवल ओएमओ खरीद
2013-14	2,17,856	58,619	52,324
2014-15	1,95,721	3,43,069	(-) 64,014
2015-16	2,52,277	63,087	53,285
2016-17	(-) 2,80,255	78,493	1,11,609
2017-18	5,18,295	2,22,827	(-)87,816
2018-19	3,51,702	(-) 1,11,945	2,99,232
2019-20	2,59,225	3,12,005	1,11,671

स्रोत: आरबीआई

V.13 कुछ वर्षों में, जैसे 2017-18 में, अधिक चलनिधि परिशोधित करने के लिए शुद्ध खुले बाजार में बिक्री की गई थी (सारणी V.3)। 2018-19 में, हालांकि, एनएफए में गिरावट के कारण घरेलू चलनिधि में संकुचन हुआ और इसलिए, रिज़र्व बैंक ने चलनिधि पर कमजोर एनएफए के प्रभाव का मुकाबला करने के लिए और अर्थव्यवस्था में प्राथमिक चलनिधि की सामान्य वृद्धिशील मांग को पूरा करने के लिए बड़े खुले बाजार में खरीद परिचालन किया। 2019-20 में, विदेशी मुद्रा परिचालन से

उत्पन्न रुपये की तरलता के अनुरूप खुले बाजार की खरीद की गई थी ताकि पहले मंदी का और वर्ष के अंत में महामारी के संदर्भ में मुकाबला करने के लिए आसान वित्तीय स्थितियों को सुनिश्चित किया जा सके।

V.14 निष्क्रियण के प्रयोजन से खुले बाजार में बिक्री से प्रतिफल कम हो सकता है, जो बदले में, अधिक प्रतिफल-विभेदक संवेदनशील पूंजी प्रवाह को आकर्षित कर सकता है और चलनिधि को और बढ़ा सकता है, अंततः निष्क्रियण को प्रभावहीन बना सकता है। तदनुसार, निष्क्रियण गुणांक और ऑफसेट गुणांक के अद्यतन अनुमान नीतिगत उद्देश्यों के लिए उपयोगी होते हैं (बॉक्स V.3)। निष्क्रियण गुणांक रिज़र्व बैंक के तुलन पत्र में निवल घरेलू आस्तियों (एनडीए) में परिवर्तन की सीमा दर्शाते हैं जिसके परिणामस्वरूप एनएफए में परिवर्तन होता है। ऑफसेट गुणांक एनडीए द्वारा प्रेरित प्रतिफल में बदलाव के जवाब में एनएफए में बदलाव को दर्शाता है। दोनों गुणांक 0 और -1 के बीच भिन्न होते हैं। निष्क्रियण गुणांक -1 के करीब पहुंचना विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप से प्राप्त चलनिधि के पूर्ण परिशोधन की स्थिति को दर्शाता है,

बॉक्स V.3

एफआईटी के दौरान निष्क्रियण गुणांक

निष्क्रियण गुणांक का अनुमान मानक मॉडल विनिर्देश का उपयोग करके लगाया जाता है जो केंद्रीय बैंक (गुप्ता और सेन गुप्ता, 2013) की बैलेंस शीट में एनएफए और एनडीए के बीच के अन्योन्यक्रिया को ग्रहण करता है। निष्क्रियण (एनडीए) समीकरण में, एनएफए में परिवर्तन पर एनडीए में फिर से बदलाव होता है। एनडीए पर उनके अपेक्षित प्रभाव के आधार पर अन्य नियंत्रण चर का उपयोग किया जाता है। यह आकलन दो उप-अवधि अर्थात् जनवरी 2006 से जून 2016 और जुलाई 2016 से दिसंबर 2019 के लिए किया गया है।

ऑफसेट (एनएफए) समीकरण में, एनडीए में परिवर्तन पर एनएफए में परिवर्तन होता है। अतिरिक्त नियंत्रण चर जैसे औद्योगिक उत्पादन सूचकांक (आईआईपी), मनी मल्टीप्लायर (एमएम), और भारत में यूएस फेडरल फंड रेट और कॉल मनी रेट के बीच ब्याज दर विभेदक का उपयोग किया जाता है, इसके अलावा वैश्विक वित्तीय संकट के लिए एक डमी वैरिएबल का उपयोग किया जाता है। (सारणी 1 और सारणी 2)।

एनएफए और एनडीए समीकरणों में, आईआईपी पूंजी प्रवाह और एनडीए पर आर्थिक गतिविधि के प्रभाव को दर्शाता है। ब्याज दर विभेदक प्रतिफल की तलाश में विदेशी निवेशकों के लिए घरेलू प्रतिभूतियों के आकर्षण का प्रतिनिधित्व करता है जबकि सकारात्मक गुणक आरक्षित मुद्रा के सृजन या निकासी के समग्र प्रभाव को ग्रहण करने के लिए एक प्रॉक्सी के रूप में कार्य करता है। एनडीए समीकरण में, रेपो दर और कॉल दर के बीच का फैलाव मौद्रिक नीति के रुख को दर्शाता है जैसा कि चलनिधि की स्थिति में परिलक्षित होता है।

अनुमानित परिणाम बताते हैं कि एफआईटी अवधि के दौरान निष्क्रियण और ऑफसेट गुणांक दोनों में वृद्धि हुई है। -0.42 पर निष्क्रियण गुणांक बताता है कि आरबीआई के एनएफए में वृद्धि के परिणामस्वरूप चलनिधि में औसतन लगभग 42 प्रतिशत वृद्धि परिशोधित है। भारत में मौद्रिक नीति की स्वतंत्रता काफी हद तक संरक्षित है, हालांकि इस संबंध में निष्क्रियण की भूमिका कम होती जा रही है।

(जारी)

सारणी 1: ऑफसेट गुणांक
(आश्रित चर: एनएफए)

चर	जनवरी 2006 से जून 2016		जुलाई 2016 से दिसंबर 2019	
	गुणांक	वर्तमान मूल्य	गुणांक	वर्तमान मूल्य
एनडीए	-0.21	0.00	-0.31	0.00
आईआईपी(-1)	-9.8	0.47	-81.5	0.05
एमएम	-386	0.21	-1105	0.00
स्प्रेड (कॉल दर-फेड फंड दर)	-22	0.43	-278	0.07
जीएफसी डमी	-183	0.50		
कॉनस्टंट	589	0.01	2183	0.00
एनएफए(-1)	0.81	0.00	0.76	0.00
समायोजित आर ²	0.87		0.84	
डीडब्ल्यू सांख्यिकी	1.70		1.88	

टिप्पणी: (i) सभी चर पहले विभेदक रूप (12 महीने के विचलन) में लिए गए हैं। हालांकि, आईआईपी का ग्रोथ फॉर्म में उपयोग किया गया है। पहले विभेदक के बिना स्प्रेड का उपयोग किया गया है; (ii) न्यूवे-वेस्ट अनुमानक-आधारित प्रतिगमन का उपयोग त्रुटि के संदर्भ में विषमविचलितता और स्वतः सहसंबंध को दूर करने के लिए किया गया है। (iii) प्रयुक्त चर स्थिर पाए गए हैं।

स्रोत: आरबीआई स्टाफ का अनुमान।

-0.31 का ऑफसेट गुणांक स्टरलाइजेशन ऑपरेशनों की आंशिक प्रभावशीलता को दर्शाता है। भारत में मौद्रिक नीति की स्वतंत्रता काफी

सारणी 2: निष्क्रियण गुणांक
(आश्रित चर: एनडीए)

चर	जनवरी 2006 से जून 2016		जुलाई 2016 से दिसंबर 2019	
	गुणांक	वर्तमान मूल्य	गुणांक	वर्तमान मूल्य
एनएफए	-0.04	0.09	-0.42	0.00
आईआईपी(-1)	-15.8	0.02	-36.5	0.21
एमएम	-798	0.00	-2219	0.00
स्प्रेड (रिपो दर-कॉल दर)	-39.9	0.07	-4485	0.05
जीएफसी डमी	414	0.00		
कॉनस्टंट	212	0.01	1659	0.00
एनडीए(-1)	0.95	0.00	0.36	0.00
समायोजित आर ²	0.92		0.94	
डीडब्ल्यू सांख्यिकी	1.87		1.25	

हद तक संरक्षित है, हालांकि इस संबंध में स्टरलाइजेशन की भूमिका कम होती जा रही है।

संदर्भ:

Gupta, A. Sen and R. Sengupta (2013), "Management of Capital Flows in India", *ADB South Asia Working Paper Series*, No. 17, Asian Development Bank.

जिससे आरक्षित मुद्रा स्तर अपरिवर्तित रहता है। निष्क्रियण गुणांक, हालांकि, निष्क्रियण की प्रभावशीलता पर कुछ भी नहीं बताता है। यह ऑफसेट गुणांक द्वारा दिया जाता है - -1 के करीब का मान पूर्ण पूंजी गतिशीलता दर्शाता है, जिससे निष्क्रियण परिचालन पूरी तरह से प्रभावहीन हो जाता है। दूसरी ओर, शून्य के करीब एक ऑफसेट गुणांक निष्फल हस्तक्षेपों के माध्यम से मौद्रिक नीति की स्वतंत्रता को बनाए रखने में मदद करता है। भारत में, अनुमानित ऑफसेट गुणांक का आकार एफआईटी अवधि के दौरान -0.3 पूर्व-एफआईटी अवधि में लगभग -0.2 से बढ़कर -0.3 हो गया है, लेकिन -1 से काफी नीचे है, जिससे यह सिद्ध होता है कि मौद्रिक नीति स्वतंत्रता को सुरक्षित करने के लिए निष्क्रियण हस्तक्षेप एक प्रभावी साधन है।

मुद्रास्फीति के लिए प्रभावी विनिमय दर परिवर्तन

V.15 विनिमय दर के आघातों के प्रति मुद्रास्फीति की संवेदनशीलता का मौद्रिक नीति की प्रभावशीलता पर अधिक

प्रत्यक्ष प्रभाव पड़ता है। चूंकि विनिमय दर न तो नीति का एक साधन है और न ही एफआईटी के तहत एक मध्यवर्ती लक्ष्य है, घरेलू मुद्रास्फीति के लिए प्रभावी विनिमय दर का एक सटीक मूल्यांकन मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन को निर्देशित करने के लिए एक दूरदेशी आयाम प्रदान करता है। कई आईटी अभ्यास करने वाले देशों में, विनिमय दर में उच्च अस्थिरता और बड़े प्रभावों की विशेषता वाले अनुभवों को एफआईटी फ्रेमवर्क के भीतर लचीलेपन के अतिरिक्त निर्धारक के रूप में विनिमय दर के आघात को स्पष्ट रूप से शामिल करने की आवश्यकता हो सकती है, चाहे वह मुद्रास्फीति लक्ष्य प्राप्ति का टोलेरेंस बैंड हो या समय के संदर्भ में हो।

V.16 भारत के लिए ईआरपीटी के उपलब्ध अनुमान ज्यादातर डब्ल्यूपीआई/सीपीआई-आईडब्ल्यू मुद्रास्फीति से संबंधित हैं (सारणी V.4)। सीपीआई-सी मुद्रास्फीति से संबंधित दो अनुमान पांच महीनों में 0.15 के ईआरपीटी गुणांक का सुझाव देते हैं (पात्र और अन्य, 2018) और चार महीनों में 0.10 (कुंडू,

सारणी V.4: भारतीय संदर्भ में चुनिंदा अध्ययनों से ईआरपीटी अनुमान

अध्ययन	नमूना अवधि	कीमत सूचकांक	ईआरपीटी गुणांक
खुद्रक्पम (2007)	अगस्त 1991 - मार्च 2005	डब्ल्यूपीआई	विनिमय दर में 10 प्रतिशत परिवर्तन से अंतिम कीमतों में अल्पावधि में 60 आधार अंक (बीपीएस) और दीर्घावधि में 90 बीपीएस की वृद्धि होती है।
पात्र और कपूर (2010)	ति2: 1996 – ति3 2009	डब्ल्यूपीआई	अमेरिकी डालर की तुलना में भारतीय रुपये की 10 प्रतिशत मूल्यवृद्धि (मूल्यहास) उसी तिमाही में मुद्रास्फीति को 50 आधार अंक और सात तिमाहियों के बाद 150 आधार अंक कम करती है।
कपूर (2012); कपूर और बेहरा (2012)	ति2: 1996 – ति1: 2011	डब्ल्यूपीआई	यूएसडी की तुलना में भारतीय रुपये की 10 प्रतिशत मूल्यवृद्धि (मूल्यहास) उसी तिमाही में मुद्रास्फीति में 60 बीपीएस की कमी (वृद्धि) करती है, जबकि लंबे समय तक चलने वाला ईआरपीटी 120 बीपीएस है।
पात्र और अन्य (2013-14)	ति2: 1996 – ति1: 2013	डब्ल्यूपीआई	विनिमय दर में 10 प्रतिशत परिवर्तन के परिणामस्वरूप वैश्विक संकट से पहले कीमतों में 1.5 प्रतिशत परिवर्तन होता है और संकट के बाद की अवधि सहित में 1.0 प्रतिशत परिवर्तन होता है।
घोष और राजन (2007)	ति1: 1980 – ति4: 2006	सीपीआई-आईडब्ल्यू	आईएनआर-यूएसडी से सीपीआई की ईआरपीटी सहनीयता 45 प्रतिशत से 50 प्रतिशत के बीच है और नमूना अवधि में स्थिर है।
भट्टाचार्य और अन्य (2008)	सितंबर1997 - अक्टूबर 2007	सीपीआई-आईडब्ल्यू	विनिमय दर में 1 प्रतिशत की वृद्धि से सीपीआई अल्पावधि में 0.10-0.11 प्रतिशत और दीर्घावधि में 0.04-0.17 प्रतिशत बढ़ जाती है।
पात्र और अन्य (2018)	अप्रैल 2005 – मार्च 2016	सीपीआईसी	विनिमय दर परिवर्तनों का लगभग 15 प्रतिशत संचयी रूप से 5 महीने की समय-सीमा में सीपीआई मुद्रास्फीति के माध्यम से पारित किया जाता है, समय के साथ-साथ अलग-अलग पैरामीटर 2013-14 तक बढ़कर 15 प्रतिशत से ऊपर हो गए हैं और तब से घटते जा रहे हैं।
कुंडू (2019)	अप्रैल 2004 - सितंबर 2018	सीपीआईसी	विनिमय दर में लगभग 10 प्रतिशत परिवर्तन संचयी रूप से 4 महीनों में सीपीआई-सी में परिवर्तन के माध्यम से पारित किए जाते हैं।
नमूने के रूप में भारत के साथ बहुराष्ट्रीय अध्ययन			
जिमनेज़, रोड्रिज़ और मोरालेस, जुमाक्वेरो (2020)	ति1:1995-ति2:2017	सीपीआई-आईडब्ल्यू	अल्पवधि ईआरपीटी 13 प्रतिशत है जबकि दीर्घावधि ईआरपीटी सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण नहीं है।
चौधरी और हकुरा (2006)	1979-2000	सीपीआई-आईडब्ल्यू	एनईईआर में 1 प्रतिशत की वृद्धि के कारण 1-4 तिमाहियों में सीपीआई में 0.06-0.10 प्रतिशत की वृद्धि हुई।

2019)। वैकल्पिक दृष्टिकोणों का उपयोग करते हुए भारत के लिए ईआरपीटी के अद्यतन अनुमान एफआईटी अवधि के दौरान ईआरपीटी में क्रमिक गिरावट के साथ 0.10 से 0.13 की सीमा का सुझाव देते हैं (बॉक्स V.4)।

4. मुक्त अर्थव्यवस्था टेलर नियम

V.17 भाग 2 के शोधपरक तथ्यों और भाग 3 की मुक्त अर्थव्यवस्था में अंतर्निहित मुद्रास्फीति की गतिशीलता की विशेषताओं को ध्यान में रखते हुए, यह भाग एक मुक्त अर्थव्यवस्था में नियम-आधारित मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण के कार्यान्वयन की ओर मुड़ता है जो कि मौलिक कार्य पर आधारित है (स्वेनसन, 1997; बॉल, 1997)। एक मुक्त अर्थव्यवस्था में, मौद्रिक नीति

ब्याज दर और विनिमय दर दोनों के माध्यम से प्रसारित होती है। तदनुसार, किसी भी मौद्रिक नीति नियम को ध्यान में रखना चाहिए: (i) आउटपुट (शुद्ध निर्यात के माध्यम से) और मुद्रास्फीति (घरेलू कीमतों और मुद्रास्फीति की उम्मीदों के लिए आयात कीमतों के प्रभाव के माध्यम से) को समझाने में वास्तविक विनिमय दर में परिवर्तन की भूमिका और (ii) विनिमय दर में उतार-चढ़ाव को प्रभावित करने में ब्याज दर की भूमिका।

V.18 एक मुक्त अर्थव्यवस्था मौद्रिक नीति नियम, जिसने सहज व्यवसायी अपील को आकर्षित किया है, को मौद्रिक स्थिति सूचकांक (एमसीआई) के रूप में परिभाषित किया जा सकता है (बॉल, 1999):

बॉक्स V.4

एफआईटी के दौरान प्रभावी विनिमय दर

घरेलू कीमतों में विनिमय दर परिवर्तन का संचरण दो चरणों में होता है। पहले चरण में, विनिमय दर में एक इकाई परिवर्तन से आयात कीमतों में परिवर्तन होता है। दूसरे चरण में, आयात की कीमतें घरेलू उत्पादक कीमतों में परिवर्तन का कारण बनती हैं, जो बदले में, उपभोक्ता कीमतों तक पहुंच सकती हैं (भट्टाचार्य और अन्य, 2008; एरोन और अन्य, 2014)। सीपीआई-सी मुद्रास्फीति के लिए प्रभावी विनिमय दर (ईआरपीटी) का अनुमान अप्रैल 2004 से मार्च 2020 तक 16 वर्षों के डेटा को कवर करने वाले दो चरण समान दृष्टिकोण का उपयोग करके लगाया गया है (सारणी 1)।

परिणाम दर्शाते हैं कि 4 महीने की अवधि में संचित ईआरपीटी लगभग 0.10-0.11 आता है, अर्थात्, विनिमय दर में लगभग 10-11 प्रतिशत परिवर्तन संचयी रूप से 4 महीनों में सीपीआई-सी को हस्तांतरित होते हैं।⁴ समीकरण 2 पर आधारित परिणाम दर्शाते हैं कि मूल्यहास के मामले में ईआरपीटी अधिक है क्योंकि क्वॉड्रटिक टर्म पर गुणांक सकारात्मक है। इसके अलावा, क्यूबिक टर्म पर भी गुणांक सकारात्मक है, जो दर्शाता है कि विनिमय दर में बड़े परिवर्तनों से जुड़ा ईआरपीटी छोटे परिवर्तनों की तुलना में कम है।

एकल समीकरण रैखिक ईआरपीटी अनुमानों का एक प्रमुख दोष यह है कि मॉडल विनिर्देश चरों के गतिशील समायोजन को ध्यान में नहीं रखता है। इसलिए, पहले से प्राप्त ईआरपीटी अनुमानों को मान्यता देने के लिए Δy_{it} , Δe_{it} , Δp_{it} , $wacm_{it}$ के रूप में चर के क्रम के साथ एक चार-चर संरचनात्मक वेक्टर ऑटोरेग्रेसन (एसवीएआर) मॉडल किया गया था। क्रम मानता है कि घरेलू उत्पादन वृद्धि विनिमय दर और उपभोक्ता कीमतों में बदलाव के लिए तुरंत प्रतिक्रिया नहीं देती है, लेकिन उत्पादन वृद्धि और विनिमय दर में परिवर्तन कीमतों को तुरंत प्रभावित करता है। इसके अलावा, भारत औसत कॉल मनी रेट (डब्ल्यूएसीआर) द्वारा अनुमानित एक मौद्रिक नीति चर, इस धारणा के साथ शामिल किया गया था कि मौद्रिक नीति आउटपुट वृद्धि, उपभोक्ता कीमतों और विनिमय दर परिवर्तनों से प्रभावित होती है।

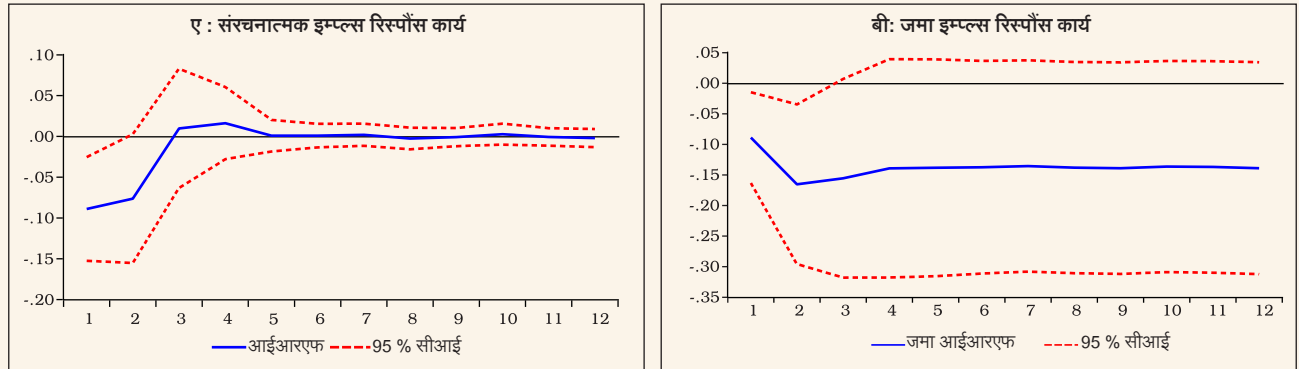
सारणी 1: औसत ईआरपीटी अनुमान- आश्रित चर $\Delta (\log CPI-C)$

चर	समीकरण 1	समीकरण 2
कॉन्स्टेंट	0.001*** (2.75)	0.001** (2.37)
$\sum_{i=0}^{-4} \Delta NEER_{t-i}$	-0.10*** (-4.28)	-0.11*** (-4.65)
$\sum_{i=0}^{-1} C_i^f$	0.21 (1.10)	0.21 (1.11)
$\sum_{i=0}^{-2} \Delta IPOECD_{t-i}$	0.08*** (2.97)	0.09*** (3.20)
$\Delta Foodprice_t$	0.39*** (18.81)	0.39*** (19.14)
$\Delta Foodprice_{t-1}$	0.08*** (2.84)	0.08*** (2.83)
$\Delta Crudeoilprice_{t-1}$	0.004** (2.07)	0.004** (2.16)
ΔGDP_{t-2}	0.01* (1.65)	0.01* (1.66)
$Dummy_{IHOECD_t}$	0.001** (2.38)	0.001** (2.35)
$Dummy_{GDP_t}$	0.02*** (10.05)	0.02*** (10.45)
Δe^2_{t-i}	-	1.30*** (2.65)
Δe^3_{t-i}	-	34.60*** (2.46)
Adj. R ²	0.77	0.77
डीडब्ल्यू स्टैटिस्टिक	2.03	2.03
एफ स्टैटिस्टिक	679.22*** [0.000]	572.08*** [0.000]
ब्रुश गॉडफ्रे एलएम टेस्ट	Prob [chi ² (2)]=0.35	Prob [chi ² (2)]=0.30
ब्रुश पगन गॉडफ्रे टेस्ट	Prob [chi ² (9)]=0.00	Prob [chi ² (11)]=0.00
निष्कर्षों की संख्या	190	190

(जारी)

4 अध्ययन में एमओएसपीआई, भारत सरकार के तहत सीएसओ द्वारा प्रकाशित सीपीआई-सी द्वारा मापे गए पीडी का उपयोग किया गया है। आरबीआई द्वारा प्रकाशित NEER (व्यापार-आधारित भार पर आधारित) द्वारा e का प्रतिनिधित्व करता है। विदेशी कीमत/लागत स्थितियों के संकेतक का निर्माण इस प्रकार किया गया है: $cf = NEER * CPI-C / REER$ । सीएसओ तिमाही वास्तविक जीडीपी श्रृंखला द्वारा yd अनुमान लगाया है। CSO (औसत IIP को संकेतक के रूप में लेते हुए) के औद्योगिक उत्पादन के मौसमी समायोजित सूचकांक (IIP) पर डेंटन पद्धति का उपयोग करते हुए बाजार कीमतों पर तिमाही वास्तविक जीडीपी श्रृंखला को मासिक श्रृंखला में परिवर्तित कर दिया गया था। ओईसीडी आँकड़ों से उपलब्ध ओईसीडी देशों के आईआईपी का उपयोग yf को शामिल करने के लिए किया जाता है। pc विश्व बैंक कमोडिटी प्राइस डेटा (द पिक शीट) से उपलब्ध वैश्विक औसत कच्चे तेल की कीमतों से अनुमानित है। औसत कच्चे तेल की कीमतों को घरेलू लागत स्थितियों के लिए एक प्रॉक्सी के रूप में भी माना जाता है। CPI-IW खाद्य का उपयोग खाद्य कीमतों के लिए किया जाता है। चरों को उनके प्राकृतिक लॉगरेटिड में बदल दिया गया और अमेरिकी जनगणना ब्यूरो X-13 ARIMA कार्यक्रम द्वारा मौसमी रूप से समायोजित किया गया। अंतराल चयन श्वार्ज मानदंड (एससी), अकाइके सूचना मानदंड (एआईसी), और हन्मन-क्विन मानदंड (एचक्यूसी) के माध्यम से किया गया था। सभी चर पहले विभेदक पर स्थिर थे। वैश्विक वित्तीय संकट (2008-09 से 2010-11) के प्रभाव को ध्यान में रखकर आईआईपीओईसीडी और जीडीपी के लिए डमी चर का उपयोग किया गया था।

चार्ट 1: $\Delta(\log \text{NEER})$ का आईआरएफ $\Delta(\log \text{CPI-C})$ से $a \pm 2$ मानक त्रुटियां आघात

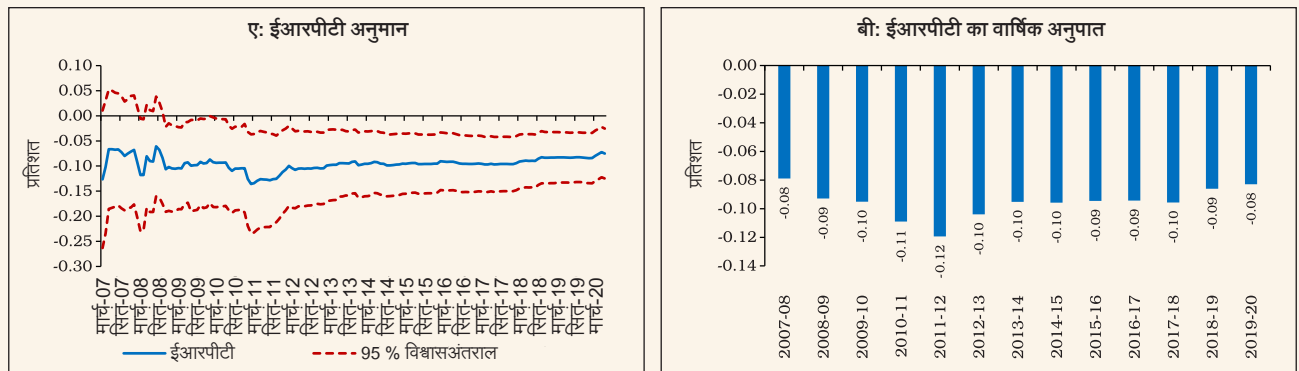


स्रोत : आरबीआई स्टाफ अनुमान

परिणाम बताते हैं कि विनिमय दर में परिवर्तन से पहले 2 महीनों के दौरान विनिमय दर में परिवर्तन से 16 प्रतिशत से मुद्रास्फीति बढ़ जाती है (चार्ट 1), जो धीरे-धीरे 12 महीने के अंत में 13 प्रतिशत तक कम हो जाती है। इसके अतिरिक्त, ईआरपीटी की समय-भिन्न प्रकृति की जांच के लिए 36 महीनों की पुनरावर्ती विंडो पर रोलिंग रिग्रेशन का उपयोग किया जाता है।

नियंत्रण चर एसवीएआर मॉडल के समान ही रहते हैं, जबकि चार अंतरालों के साथ सीपीआई-सी की ऑटोरेग्रेसिव शर्तों को मुद्रास्फीति की आंतरिक दृढ़ता को ध्यान में रखते हुए शामिल किया गया है (पात्र और अन्य, 2014)। परिणाम बताते हैं कि ईआरपीटी 2011-12 में 12 प्रतिशत से गिरकर 2019-20 में 8 प्रतिशत हो गया है (चार्ट 2)।

चार्ट 2: रोलिंग रिग्रेशन फ्रेमवर्क में ईआरपीटी का समय-विभेदक स्वरूप – आश्रित चर⁵ (लॉग (सी पीआई -सी))



स्रोत : आरबीआई स्टाफ अनुमान

संदर्भ:

Patra, M. D.; J. K. Khundrakpam and A. T. George (2014), "Post-Global Crisis Inflation Dynamics in India: What has Changed," *India Policy Forum*, Vol. 10, pp.117-191.

$$wr + (1 - w)e = ay + b\pi^* 5$$

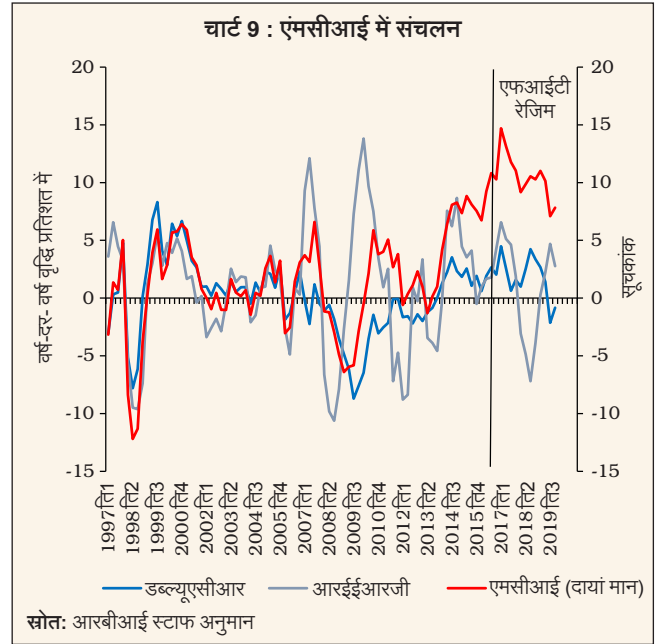
एमसीआई को आधार अवधि के सापेक्ष अल्पावधि वास्तविक ब्याज दर में परिवर्तन (प्रतिशत) के भारित योग के रूप में मापा जाता है और आधार अवधि के सापेक्ष वास्तविक प्रभावी विनिमय

दर सूचकांक में परिवर्तन होता है। एमसीआई का उपयोग कुछ मुद्रास्फीति लक्षित केंद्रीय बैंकों जैसे कि बैंक ऑफ कनाडा और रिज़र्व बैंक ऑफ न्यूजीलैंड द्वारा अल्पावधि परिचालन संदर्भ चर के रूप में किया गया है। बैंक ऑफ कनाडा तिमाही मुद्रास्फीति

5 बॉल (1999) के अनुसार, * का अर्थ $(\pi + ye - 1)$ है, जहां मुद्रास्फीति है, e वास्तविक विनिमय दर का लॉग है, y वास्तविक आउटपुट का लॉग है और r वास्तविक ब्याज दर है।

कार्यप्रणाली के अनुरूप वांछित एमसीआई मूल्यों के लिए अल्पावधि तिमाही कार्यप्रणाली तैयार करता है। स्वीडन, नॉर्वे, फिनलैंड और आइसलैंड जैसे कुछ अन्य देशों में, एमसीआई को नीतिगत रुख बनाने के लिए कई संकेतकों में से एक के रूप में उपयोग किया गया था (गेरलाच और स्मेट्स 2000)। भारत के लिए अनुमानित एमसीआई दर्शाता है कि पूर्व-एफआईटी अवधि की तुलना में एफआईटी अवधि के दौरान मौद्रिक स्थितियां धीमी रही (चार्ट V.9)।⁶

V.19 एमसीआई एक सांख्यिकीय संरचना है और अवलोकनीय नहीं है। इसके अलावा, यह मौद्रिक स्थितियों तक ही सीमित है जैसा कि ब्याज दर और विनिमय दर में संयुक्त बदलाव द्वारा संकीर्ण रूप से परिभाषित किया गया है। हालांकि, मौद्रिक नीति निर्धारित करने के लिए, समष्टि आर्थिक और वित्तीय स्थितियों का मूल्यांकन करने की आवश्यकता है ताकि नीति के साधनों का मार्ग निर्धारित किया जा सके। भारत



के लिए, एक मुक्त अर्थव्यवस्था टेलर नियम का अनुमान एक वैश्विक स्पिलओवर इंडेक्स (जीएसआई) के साथ लगाया गया

बॉक्स V.5

भारत के लिए मुक्त अर्थव्यवस्था टेलर नियम अनुमान

एक संवर्धित मुक्त अर्थव्यवस्था टेलर नियम यह जांचने का एक सुविधाजनक तरीका प्रदान करता है कि क्या घरेलू मौद्रिक नीति केवल घरेलू लक्ष्य चर के प्रति प्रतिक्रिया देती है या यह घरेलू लक्ष्य चर पर उनके प्रभाव को कम करने के लिए वैश्विक स्पिलओवर पर सीधे प्रतिक्रिया देती है। जब मौद्रिक नीति विनिमय दर के दबाव का विरोध करने के लिए सीधे प्रतिक्रिया देती है, या उसी दिशा में नीतिगत परिवर्तनों के साथ फेड की कार्रवाइयों का अनुसरण करती है, या प्रतिकूल वैश्विक स्पिलओवर का प्रत्यक्ष मुकाबला करती है, तो इसे मौद्रिक नीति स्वतंत्रता के नुकसान के प्रमाण के रूप में देखा जा सकता है।

यहां स्मेट्स एंड वाउटर्स (2007) द्वारा प्रस्तावित मॉडल का उपयोग भारत के लिए टेलर-टाइप ब्याज दर नियम का अनुमान लगाने के लिए किया गया है:

$$r_t = \rho r_{t-1} + (1 - \rho)[\phi_\pi \pi_t + \phi_y \tilde{y}_t] + \psi \Delta \tilde{y}_t + \epsilon_t$$

जहां r_t नीतिगत दर है, π_t मुद्रास्फीति दर है \tilde{y}_t समय अवधि में आउटपुट गैप है। यह सूत्रीकरण नीति दर में निरंतरता या ब्याज दर में

नरमी को कैप्चर करता है। आउटपुट गैप का पहला अंतर लेकर मैक्रोइकॉनॉमिक अनिश्चितताओं को शामिल किया गया है। अर्थमितीय रूप से,

$$r_t = \theta_1 r_{t-1} + \theta_2 \pi_t + \theta_3 \tilde{y}_t + \theta_4 \tilde{y}_{t-1} + \epsilon_t$$

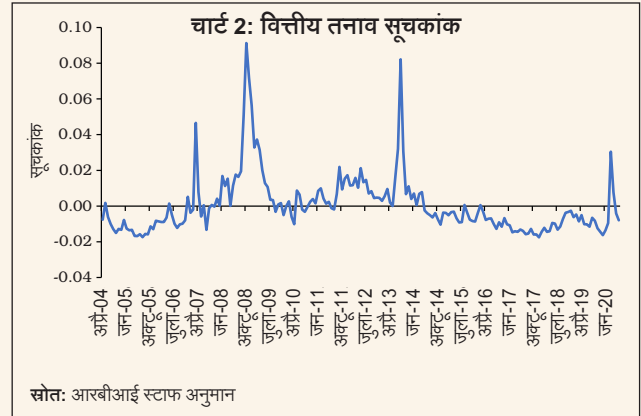
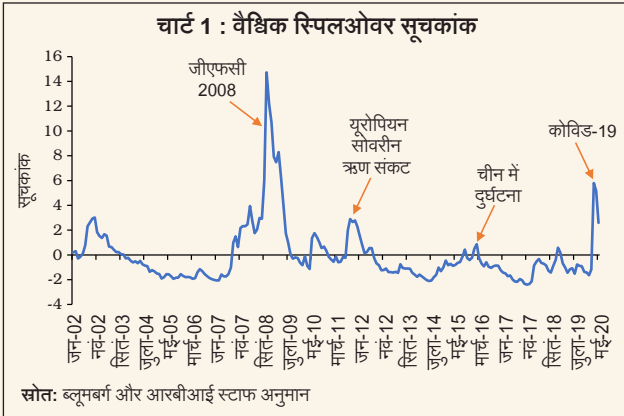
जहां

$$\theta_1 = \rho, \theta_2 = (1 - \rho)\phi_\pi, \theta_3 = (1 - \rho)\phi_y + \psi, \theta_4 = -\psi$$

एक नॉन-लिनिअर टेलर नियम का अनुमान लगाया गया है (कौस्टास और लैमार्च, 2012)। जहां मुद्रास्फीति के एक अंतराल में मौद्रिक नीति उदार होती है, और नीति दर अपरिवर्तित रहती है। अंतराल के बाहर, मानक टेलर नियम विराम अंतराल के ऊपर और नीचे के लिए विभिन्न गुणांकों के साथ कार्य करता है। कुल मांग और फिलिप्स वक्र समीकरण से उत्पन्न होने वाली अंतर्जातता को ठीक करने के लिए एक इंस्ट्रूमेंट वेरिएबल पद्धति का उपयोग किया जाता है।

(जारी)

6 एमसीआई में भारत और सेंट्रल बैंक दर और वास्तविक प्रभावी विनिमय दर के लिए भार डब्ल्यू और 1-डब्ल्यू क्रमशः 0.65 और 0.35 होने का अनुमान है, और समग्र एमसीआई अनुपात 1.83 है। वास्तविक ब्याज दर में 1 प्रतिशत अंक का परिवर्तन वास्तविक कुल मांग पर समय के साथ वास्तविक प्रभावी विनिमय दर में 1.83 प्रतिशत बिंदु परिवर्तन के समान प्रभाव डालता है।



2004: ति2 से 2019: ति4 तक के तिमाही डेटा और एक इंस्ट्रूमेंट वेरिएबल जीएएम कार्यप्रणाली का उपयोग किया गया है, जिसमें लैंग्स एंडोजेनिटी को नियंत्रित करने के लिए इंस्ट्रूमेंट के रूप में काम कर रहे हैं। मुद्रास्फीति और वास्तविक जीडीपी विभेदक के साथ, मानक टेलर नियम समीकरण को नाममात्र प्रभावी विनिमय दर, फेड निधि दर, वैश्विक स्पिलओवर इंडेक्स (जीएसआई) (चार्ट 1), और वैकल्पिक विनिर्देशों में भारत के वित्तीय दबाव सूचकांक (एफएसआई) (चार्ट 2) के साथ संबंधित किया गया है।⁷

यह पाया गया है कि भारत में मौद्रिक नीति मुख्य रूप से मुद्रास्फीति और आउटपुट अंतराल पर प्रतिक्रिया देती है। घरेलू मौद्रिक नीति वैश्विक मौद्रिक नीति और आईएनआर विनिमय दर गतिविधियों पर सीधे प्रतिक्रिया नहीं देती है, क्योंकि प्रासंगिक गुणांक सांख्यिकीय रूप से महत्वहीन पाए जाते हैं। हालांकि, घरेलू मौद्रिक नीति प्रतिक्रियाओं को प्रभावित करने में वैश्विक स्पिलओवर और घरेलू वित्तीय दबाव एक महत्वपूर्ण भूमिका निभाते प्रतीत होते हैं (सारणी 1)।

संदर्भ:

Koustaş, Z. and J-F. Lamarche (2012), "Instrumental variable estimation of a nonlinear Taylor rule", *Empirical Economics*, Vol. 42(1), pp.1–20.

Smets, F. and R. Wouters (2007), "Shocks and frictions in US business cycles: A Bayesian DSGE approach", *American Economic Review*, Vol. 97(3), pp.586–606.

Taylor, J. B. (1993), "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 39, pp.195–214.

सारणी 1: वैश्विक और वित्तीय तनाव चर के साथ टेलर-टाईप नियम

चर	नीति दर	नीति दर	नीति दर	नीति दर
सीपीआई मुद्रास्फीति गैप	0.175*** (0.0397)	0.206*** (0.0559)	0.118*** (0.0212)	0.0753*** (0.0192)
उत्पादन गैप	0.225*** (0.0928)	0.158 (0.106)	0.226*** (0.0457)	0.188*** (0.0473)
एल. नीति दर	0.915*** (0.0589)	0.910*** (0.0632)	0.887*** (0.0348)	0.906*** (0.0400)
एल. नीर	0.00214 (0.00565)	-0.00149 (0.00985)	-0.00566 (0.00365)	0.00483 (0.00684)
एल.एफएसआई	-31.26*** (6.150)	-33.10*** (7.034)		
एल. फेडरल फंड्स रेट		0.0360 (0.0720)		-0.0476 (0.0299)
एल.जीएसआई			-0.112*** (0.0260)	-0.132*** (0.0339)
कॉन्सटेंट	-0.00830 (0.359)	-0.0680 (0.411)	0.218 (0.206)	0.414 (0.350)
अवलोकन समायोजित आर ²	61	61	55	53
	0.840	0.835	0.826	0.837
लंबे समय तक चलने वाले गुणांक				
मुद्रास्फीति विभेदक	2.25	2.33	1.09	0.89
उत्पादन गैप	2.75	1.78	2.09	2.11

Patra, M. D., S. Pattanaik, J. John and H. Behera (2016), "Global Spillovers and Monetary Policy Transmission in India", *RBI Working Paper Series*, No. 3.

Stock, J.H. and Mark W. Watson (2016), *Handbook of Macroeconomics*, Volume 2A, Elsevier.

7 वैश्विक स्पिलओवर की पहचान करने के लिए, पात्र और अन्य (2016) के बाद मानकीकृत रूप में निम्नलिखित पांच वैश्विक स्पिलओवर चर के साथ एक समग्र वैश्विक स्पिलओवर इंडेक्स (जीएसआई) का निर्माण किया गया है। (i) VIX, विदेशी निवेशकों के जोखिम से बचने का एक संकेतक; (ii) LIBOR-OIS स्प्रेड, विदेशी बाजार में चलनिधि दबाव और अल्पावधि उधार में चूक के जोखिम का एक संकेतक; (iii) डीएक्सवाई- डॉलर इंडेक्स, वैश्विक स्पिलओवर के विनिमय दर चैनल को कैप्चर करना; (iv) टर्म-स्प्रेड, या 90-वर्षीय यूएस ट्रेजरी बिल यील्ड और 3 महीने के यूएस ट्रेजरी बिल यील्ड के बीच का अंतर; और (v) रिस्क-स्प्रेड, जो 10-वर्षीय यूएस ट्रेजरी बिल प्रतिफल है, 10-वर्षीय यूएस कॉरपोरेट बॉन्ड प्रतिफल से घटाया जाता है। भारत के लिए जीएसआई का अनुमान लगाने के लिए एक गतिशील कारक मॉडल (डीएफएम) का उपयोग किया जाता है (स्टॉक और वाटसन, 2016)। भारत के लिए निर्मित जीएसआई वैश्विक वित्तीय बाजारों में तनाव के विभिन्न चरणों और भारतीय बाजारों में उनके फैलाव को उचित रूप से ग्रहण कर लेता है (चार्ट 1)। जीएसआई का उच्च मूल्य वैश्विक वित्तीय बाजारों में अशांति का संकेत देता है। वित्तीय तनाव सूचकांक (एफएसआई), जिसका उपयोग टेलर नियम में भी किया जाता है, किसी भी समय विभिन्न घरेलू वित्तीय बाजार खंडों में तनाव के एक समग्र माप को दर्शाता है (चार्ट 2)। एफएसआई का निर्माण दबाव के दोनों स्रोतों, यानी बाहरी बनाम घरेलू दोनों को ध्यान में रखकर किया

हैं जो घरेलू वित्तीय बाजारों की वैश्विक वित्तीय तनाव/स्पिलओवर (बॉक्स वी.5), नाममात्र/वास्तविक प्रभावी विनिमय के प्रति संवेदनशीलता के आधार पर बनाया गया है। दर, फेडरल फंड दर और घरेलू वित्तीय तनाव का एक समग्र संकेतक जो एक गतिशील कारक मॉडल का उपयोग करके - इक्विटी, बॉन्ड, विदेशी मुद्रा और मुद्रा जैसे चार बाजारों में दबावों को जोड़ता है। अनुभवजन्य अनुमान बताते हैं कि जहां मुद्रास्फीति अंतराल और उत्पादन अंतराल दोनों नीतिगत ब्याज दर के मार्ग को निर्धारित करने में सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण भूमिका निभाते हैं, ऐसा लगता है कि न तो विनिमय दर और न ही फेडरल फंड दर का भारत में मौद्रिक नीति दर निर्णयों पर कोई सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण प्रभाव है। हालाँकि, मौद्रिक नीति वैश्विक स्पिलओवर और घरेलू वित्तीय तनाव दोनों के प्रति संवेदनशील पाई गई है।

5. निष्कर्ष

V.20 एफआईटी अवधि के दौरान पूंजी प्रवाह में जीडीपी अनुपात में भारत का पैटर्न ईएमई के लिए पूंजी प्रवाह में सामान्यीकृत मॉडरेशन को दर्शाता है। ब्याज दर विभेदक की तुलना में, समय-भिन्न जोखिम प्रीमियम - जो वैश्विक और साथ ही घरेलू कारकों का एक कार्य है - आईएनआर अस्थिरता का एक प्रमुख उत्प्रेरक प्रतीत होता है। मौद्रिक नीति दर सीधे विनिमय दर गतिविधि या फेडरल निधि दर पर प्रतिक्रिया नहीं देती है, हालांकि मौद्रिक नीति का संचालन वैश्विक और घरेलू दोनों वित्तीय आघातों के प्रति संवेदनशील है। ईआरपीटी के अनुमान एफआईटी अवधि के दौरान कुछ मॉडरेशन का संकेत देते हैं, लेकिन मुद्रास्फीति अभी भी विनिमय दर में परिवर्तन के 10-13 प्रतिशत तक बदल सकती है, जो यह चेतावनी देता है कि मौद्रिक नीति के संचालन के लिए एक प्रमुख सूचना चर के रूप में विनिमय दर की बारीकी से निगरानी की जानी चाहिए।

V.21 भारत में ट्रिलेमा के प्रबंधन के लिए निष्क्रियण हस्तक्षेप एक प्रभावी समाधान है। भविष्य में पूंजी प्रवाह में संभावित उछाल से निपटने के लिए निष्क्रियण क्षमता में वृद्धि आवश्यक हो सकती

है। स्थायी जमा सुविधा (एसडीएफ) को सक्रिय करने से निष्क्रियण परिचालन करने के लिए आरबीआई की सुरक्षा उपलब्धता की कमी को दूर किया जा सकता है, लेकिन पॉलिसी रेपो दर के सापेक्ष परिचालन लक्ष्य के गलत संरेखण से बचने के लिए बाजार आधारित निष्क्रियण साधनों की आवश्यकता होती है। आरबीआई के मौद्रिक संचालन को मजबूत करने के लिए हर साल केंद्रीय बजट में बाजार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) प्रतिभूतियों के लिए पर्याप्त प्रावधान आवश्यक हैं, जो अंतरराष्ट्रीय आरक्षित निधियों के स्तर के अनुरूप है जिसे विनिमय दर अस्थिरता के प्रबंधन के लिए अनुकूल माना जाता है। वैश्विक स्पिलओवर के खिलाफ पर्याप्त बफर बनाने के लिए एहतियाती आवश्यकताएं एक सार्वजनिक नीति उद्देश्य है, और केवल मौद्रिक नीति के दायरे तक ही सीमित नहीं है।

V.22 मुक्त अर्थव्यवस्था के संदर्भ में मौद्रिक नीति के संचालन के लिए विपणन योग्य प्रतिभूतियों के बजटीय आवंटन के अभाव में, कई केंद्रीय बैंकों के अभ्यास से सबक लिया जा सकता है जो पूंजी प्रवाह के कारण अधिक चलनिधि में बड़ी स्वायत्त वृद्धि की स्थिति में मौद्रिक नीति के लिए निर्धारित लक्ष्यों को प्रभावी ढंग से आगे बढ़ाने के लिए अपनी प्रतिभूतियां जारी करते हैं। विश्व स्तर पर, कई उन्नत देश के केंद्रीय बैंकों, जैसे कि स्विट्जरलैंड, जापान और स्वीडन ने जीएफसी के बाद अधिक चलनिधि को अवशोषित करने के लिए अपनी प्रतिभूतियां जारी कीं। जिन ईएमई ने लक्षित मुद्रास्फीति फ्रेमवर्क को अपनाया है, उनमें बैंक ऑफ इंडोनेशिया ने सबसे पहले 1997 के एशियाई वित्तीय संकट से पहले भी केंद्रीय बैंक प्रतिभूतियों के उपयोग किया है। थाईलैंड, मैक्सिको, इजराइल, पेरू और चिली के केंद्रीय बैंक ने लक्षित मुद्रास्फीति फ्रेमवर्क अपनाया है। अधिकांश केंद्रीय बैंकों के लिए, उनके संबंधित कानून उन्हें अपनी प्रतिभूतियां जारी करने की अनुमति देते हैं।

V.23 हाल के वर्षों में विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों में निरंतर वृद्धि ने पारंपरिक मैट्रिक्स जैसे आयात और अल्पवधि कर्ज के लिए आरक्षित पर्याप्तता में सुधार किया है। आयात के लिए रिजर्व

कवर अभी भी अन्य प्रमुख रिजर्व होल्डिंग अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में कम है। इसके अलावा, एक अत्यंत तनावग्रस्त वातावरण में, जिसमें बाहरी दायित्व प्रतिदेय हो जाते हैं, लगभग आधे आरक्षित निधियां को अवशिष्ट परिपक्वता द्वारा अल्पावधि कर्ज की चुकौती के लिए संभावित रूप से भारित किया जा सकता है (अर्थात्, अगले बारह महीनों में देय होने) (अनुलग्नक V.1)। टेंपर के बाद के टेंट्रम अनुभव, यानी पर्याप्तता के बाजार मूल्यांकन में अचानक बदलाव और विनिमय बाजार में स्व-पूर्ति कई संतुलन को देखते हुए, विदेशी मुद्रा आरक्षित बफर को और मजबूत करने की आवश्यकता है।

V.24 आगे चलते हुए, एक अंतरराष्ट्रीय मुद्रा के रूप में आईएनआर का उदय अपरिहार्य प्रतीत होता है। जबकि आईएनआर का अधिक से अधिक अंतरराष्ट्रीयकरण विनिमय दर जोखिम को कम करके सीमा पार व्यापार और निवेश परिचालन की लेनदेन लागत को कम कर सकता है, यह मौद्रिक नीति के संचालन को भी जटिल बना सकता है। जब तक कि बड़े और गहरे घरेलू वित्तीय बाजारों द्वारा समर्थित न हो जो बाहरी आघातों को प्रभावी ढंग से अवशोषित कर सकें, मुद्रा का अंतरराष्ट्रीयकरण विनिमय दर स्थिरता और घरेलू रूप से उन्मुख मौद्रिक नीति का एक साथ अनुसरण और अधिक चुनौतीपूर्ण बना देता है। घरेलू मुद्रा मूल्यवर्ग के वित्तीय साधनों को खरीदने और बेचने के लिए निवासियों और गैर-निवासियों दोनों के लिए अवसर बढ़ाकर, अंतरराष्ट्रीयकरण घरेलू मुद्रा आपूर्ति को नियंत्रित करने और घरेलू मैक्रोइकॉनॉमिक स्थितियों के अनुसार ब्याज दरों को प्रभावित करने की केंद्रीय बैंक की क्षमता को सीमित कर सकता है।

V.25 गहन और परिष्कृत वित्तीय बाजारों के अलावा, किसी मुद्रा के अंतरराष्ट्रीयकरण के लिए सबसे महत्वपूर्ण पूर्वापेक्षा मूल्य स्थिरता है। विश्व औसत से अधिक मुद्रास्फीति, विनिमय के एक अंतरराष्ट्रीय माध्यम और मूल्य के आरक्षित निधियों के रूप में मुद्रा के उपयोग को कमजोर करती है और वैश्विक मूल्य श्रृंखला

में ऐसी अर्थव्यवस्था की भूमिका को प्रतिबंधित कर सकती है। जबकि उच्च मुद्रास्फीति मूल्य निर्धारण के लिए जानकारी प्राप्त करने की लागत को बढ़ाकर सीमा पार व्यापार और निवेश को हतोत्साहित करती है, स्थिर कीमतें घरेलू मुद्रा में अंतरराष्ट्रीय निवेशकों का विश्वास उत्पन्न करती हैं। भारत में, एफआईटी का मूल्य स्थिरता पर विशेष ध्यान होना पूंजी खाते के उदारीकरण और आईएनआर के अंतरराष्ट्रीयकरण के लिए शुभ संकेत है।

संदर्भ:

Aizenman, J., Chinn, M., and Ito, H. (2010a), "The Financial Crisis, Rethinking of the Global Financial Architecture, and the Trilemma," *Asian Development Bank Institute Working Paper No. 213* (April).

Aizenman, J., Chinn, M., and Ito, H. (2010b). "The Emerging Global Financial Architecture: Tracing and Evaluating the New Patterns of the Trilemma's Configurations", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 29, No. 4, pp. 615–641.

Aizenman, J., Chinn, M.D., Ito, H. (2013), "The "Impossible Trinity" Hypothesis in an Era of Global Imbalances: Measurement and Testing," *Review of International Economics*, Wiley Blackwell, Vol. 21(3), pp.447-458, August.

Aizenman, J., Chinn, M.D., Ito, H. (2008), "Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations over Time", NBER Working Paper Series No. 14533.

Aron, J., R. Macdonald and J. Muellbauer (2014), "Exchange Rate Pass-Through in Developing and Emerging Markets: A Survey of Conceptual, Methodological and Policy Issues, and Selected Empirical Findings," *The Journal of Development Studies*, Vol. 50, No. 1, pp.101-143.

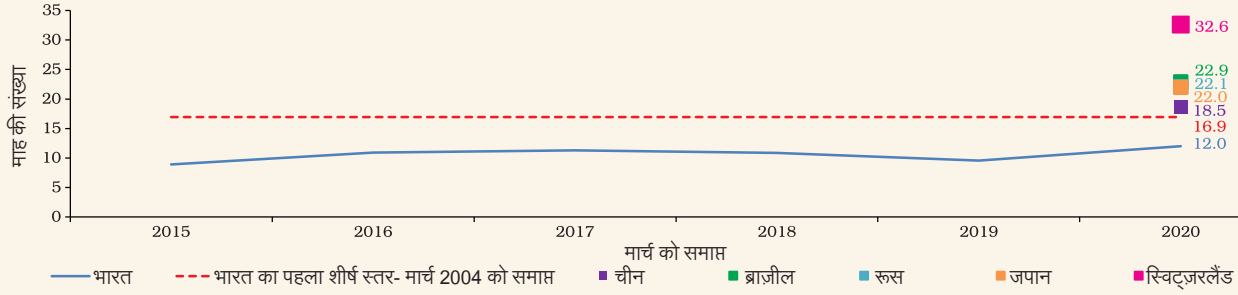
- Tobias Adrian and Gita Gopinath (2020), "Toward an Integrated Policy Framework for Open Economies", <https://blogs.imf.org/2020/07/13/toward-an-integrated-policy-framework-for-open-economies/>.
- Ball, Laurence (1997), "Efficient Rules for Monetary Policy", *National Bureau of Economic Research Working Paper No. 5952*.
- Ball, Laurence (1999), "Policy Rules for Open Economies", available at <http://www.nber.org/chapters/c7415.pdf>
- Bank for International Settlements (2005), "Foreign Exchange Market Interventions in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications." *BIS Papers No. 24*.
- Bank for International Settlements (2014), "Emerging economies respond to market pressure", *BIS Quarterly Review*, March.
- Bank for International Settlements (2019), "Monetary policy frameworks in EMEs: inflation targeting, the exchange rate and financial stability" *Annual Economic Report 2019*.
- Berganza, Juan Carlos and Carmen Broto (2012), "Flexible inflation targets, forex interventions and exchange rate volatility in emerging countries", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 31 (2012), pp. 428–444.
- Bhattacharya, R., I. Patnaik and A. Shah (2008), "Exchange Rate Pass-through in India," Macro/ Finance Group at NIPFP, Available at: <https://macrofinance.nipfp.org.in/PDF/BPS2008_erpt.pdf>
- Bilson, John F. O. (1978), "The Monetary Approach to the Exchange Rate: Some Empirical Evidence", *IMF Staff Papers*, Vol. 25(1), pp 48-75.
- Bilson, John F. O. (1979), "The deutsche mark/ dollar rate : A monetary analysis," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 11(1), pp. 59-101.
- Broto, C.; Díaz-Cassou, J. and Erce, A. (2011), "Measuring and explaining the volatility of capital flows to emerging countries", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 35(8), pp.1941-1953.
- Calvo, G., Reinhart, C. (2002), "Fear of floating", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, pp.379–408.
- Cavoli, T. (2009), "Is fear of floating justified? The East Asia experience", *Journal of Policy Modeling*, Vol. 31, pp.1–16.
- Cheng, Ruijie and Ramkishen S. Rajan (2019), "Monetary trilemma, dilemma, or something in between?", *International Finance*, Vol.23, pp.257–276.
- Choudhri, E. U. and D. Hakura., (2006), "Exchange Rate Pass-through to Domestic Prices: Does the Inflationary Environment Matter?" *Journal of International Money and Finance*, Vol. 25, No. 4.
- Christiano, L. J., M. Eichenbaum, and C. L. Evans (1998), "Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End?" *Working Paper No. 6400*, National Bureau of Economic Research.
- Dornbusch, R. (1976), "Expectations and exchange rate dynamics", *Journal of Political Economy*, Vol. 84, pp.1161–1176.
- Dua, Pami and Partha Sen (2006), "Capital Flow Volatility and Exchange Rates: The Case of India", CDE Working Paper No.144.
- Eichengreen, B; P Gupta, and O Masetti (2017), "Are Capital Flows Fickle? Increasingly? And Does the Answer Still Depend on Type?", *World Bank Policy Research Paper No. 7972*.
- Engel, Charles (2016), "Exchange Rates, Interest Rates, and the Risk Premium", *American Economic Review*, 106 (2), pp.436-74.

- Engle, R. F. and Rangel, J. G. (2008), "The Spline-GARCH Model for Low-Frequency Volatility and Its Global Macroeconomic Causes", *Review of Financial Studies*, Vol. 21(3), pp.1187-1222.
- Fleming, J.M. (1962), "Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates," *Staff Papers, International Monetary Fund*, Vol. 9 (November), pp.369–79.
- Frankel, J.A. (1979), "On the mark: a theory of floating exchange rates based on real interest differentials", *American Economic Review*, Vol. 69, pp.610–622.
- Gerlach, Stefan, and Franks Smets (2000), "MCIs and monetary policy in small open economies under floating exchange rates" *European Economic Review*, Vol. 44, pp. 1677-1700.
- Ghosh, A. and R. S. Rajan., (2007), "How High is Exchange Rate Pass-through in India? Has it Changed over Time?" *The Journal of International Trade and Economic Development*, Vol. 16, No. 3, pp.373-382.
- International Monetary Fund (2011), *World Economic Outlook*, April, IMF Washington, D.C.
- International Monetary Fund (2019), Statement by the Managing Director on the Work Program of the Executive Board Executive Board Meeting, June 3.
- Jiménez-Rodríguez, R., and A. Morales-Zumaquero (2020), "BRICS: How important is the exchange rate pass-through?", *The World Economy*, Vol. 43, No. 3, pp.781-793.
- Kapur, M. (2012), "Inflation Forecasting: Issues and Challenges in India," *RBI Working Paper Series*, No. 01.
- Kapur, M. and H. Behera (2012), "Monetary Transmission Mechanism in India: A Quarterly Model," *RBI Working Paper Series*, No. 9.
- Khundrakpam, J. K. (2007), "Economic Reforms and Exchange Rate Pass-through to Domestic Prices in India," *BIS Working Papers*, No. 225.
- Kohli, R. (2015), "Capital Flows and Exchange Rate Volatility in India: How Crucial Are Reserves?," *Review of Development Economics*, Vol.19, No.3, pp.577–591.
- Kousta, Z., and Lamarche, J.-F. (2012), "Instrumental variable estimation of a nonlinear Taylor rule", *Empirical Economics*, Vol. 42(1), pp.1–20.
- Kundu, S. (2019), "The Impact of Exchange Rate Changes on Consumer Prices: Evidence from India". In D. Finck and P. Tillmann (Eds.), *Price-setting Behaviour and Inflation Dynamics in SEACEN Member Economies and their Implications for Inflation* (The SEACEN Centre, pp. 87-125).
- Levy-Yeyati, E., Sturzenegger, F. (2007), "Fear of appreciation", *KSG Working Paper 07-047*, Harvard University.
- Mundell, R.A. (1963), "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates", *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 29, No. 4 (Nov., 1963), pp. 475-485.
- Mussa, Michael (1979), "Empirical regularities in the behavior of exchange rates and theories of the foreign exchange market", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 11, pp.9-57.
- Obstfeld, M., Ostry, J., Qureshi, M. (2017), "A Tie That Binds; Revisiting the Trilemma in Emerging Market Economies", *IMF Working Paper 17/130*.
- Pagliari, Maria Sole and Swarnali Ahmed Hannan (2017), "The Volatility of Capital Flows in Emerging Markets: Measures and Determinants", *IMF Working Paper No.17/41*.

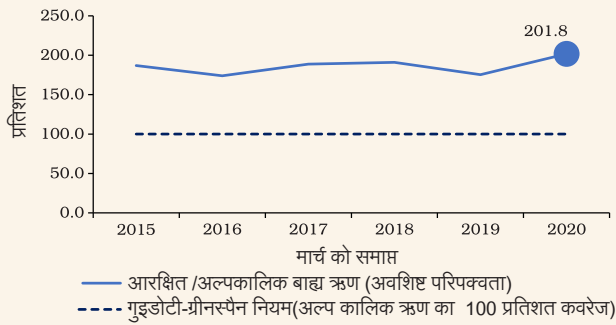
- Patra, M. D. and M. Kapur, (2010), "A Monetary Policy Model without Money for India," *IMF Working Paper No.10/183*.
- Patra, M. D.; J. K. Khundrakpam and A. T. George, (2014), "Post-Global Crisis Inflation Dynamics in India: What has Changed," *India Policy Forum* (2013-14), NCAER, pp.117-191.
- Patra, M. D.; S. Pattanaik; J.J and H. K.Behera (2016), "Global Spillovers and Monetary Policy Transmission in India", *RBI Working Paper Series*, No. 03/2016.
- Patra, M. D., (2017), "One Year in the Life of India's Monetary Policy Committee," *Reserve Bank of India – Speech*, October 27.
- Patra, M.D.; J.K. Khundrakpam and J.John (2018), "Non-Linear, Asymmetric and Time Varying Exchange Rate Pass-Through:Recent Evidence from India", *RBI Working Papers Series, No.2*.
- Rafi, O. P. C. Muhammed and M. Ramachandran (2018), "Capital Flows and Exchange Rate Volatility: Experience of Emerging Economies", *Indian Economic Review*, Vol.53, pp.183-205.
- Rey, H (2013), "Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence", proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole symposium, August 2013.
- Sen Gupta, A. and R. Sengupta (2013), "Management of Capital Flows in India", *ADB South Asia Working Paper Series*, No. 17, Asian Development Bank.
- Smets, F., and Wouters, R. (2007), "Shocks and frictions in US business cycles: A Bayesian DSGE approach", *American Economic Review*, Vol. 97(3), pp.586–606.
- Stock, J.H. and Mark W. Watson (2016), *Handbook of Macroeconomics*, Volume 2A, Elsevier.
- Svensson, L. E. O (1997), "Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets", *European Economic Review*, Vol. 41, pp.1111-46.
- Taylor, John B (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice," *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 39, pp.195-214.
- Val, Vanessa da Costa and Gilberto Libanio (2009), "Capital Flight or Volatile Financial Flows: which one is the best indicator to measure Brazilian External Vulnerability?", paper presented at AHE Annual Conference 2009.

अनुबंध V.1: भारत के रिज़र्व पर्याप्तता संकेतक - बेंचमार्क के साथ तुलना

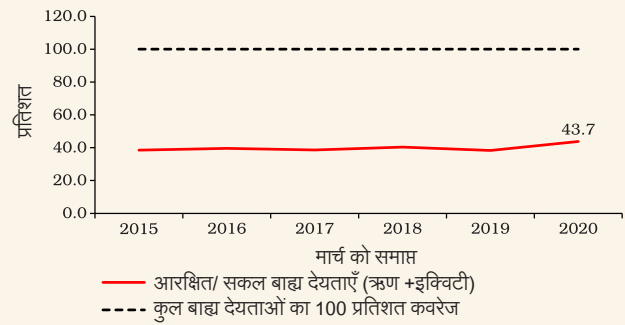
ए: आयात के लिए आरक्षित कवर



बी : अल्पकालिक बाह्य ऋण के लिए आरक्षित कवर



सी : कुल बाह्य देयताओं के लिए आरक्षित कवर



स्रोत : आरबीआई और सीईआई सी