

"... 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।"

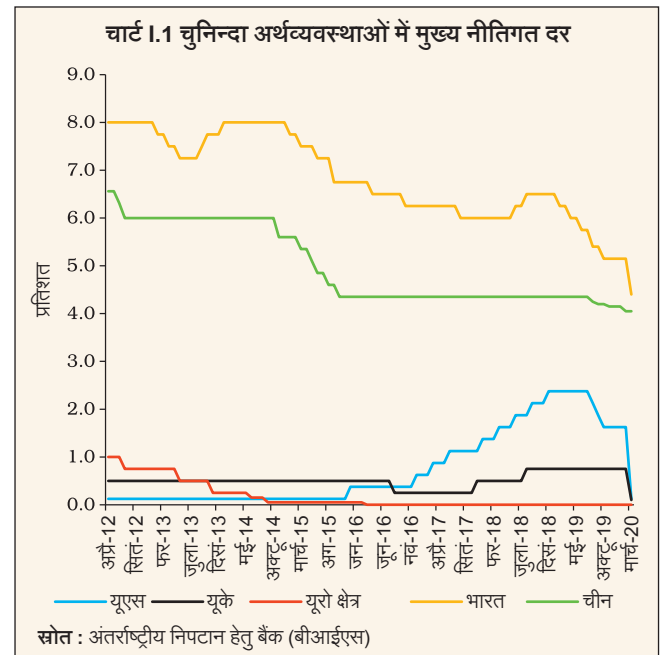
[भारतीय रिजर्व बैंक (आरबीआई) अधिनियम, 1934 की प्रस्तावना से अंश  
(वित्त अधिनियम, 2016 द्वारा संशोधित)]

## 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, 40<sup>1</sup> देशों और काउंटिंगहैव ने इसे<sup>2</sup> 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 बिंदु<sup>3</sup> 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, 2020<sup>4</sup> 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  $2.5 \pm 1.5$  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  $4 \pm 1$  प्रतिशत से घटाकर 2018-19 के दौरान  $3.5 \pm 1$  प्रतिशत और 2020 के दौरान  $3 \pm 1$  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  $\pm 2$  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.

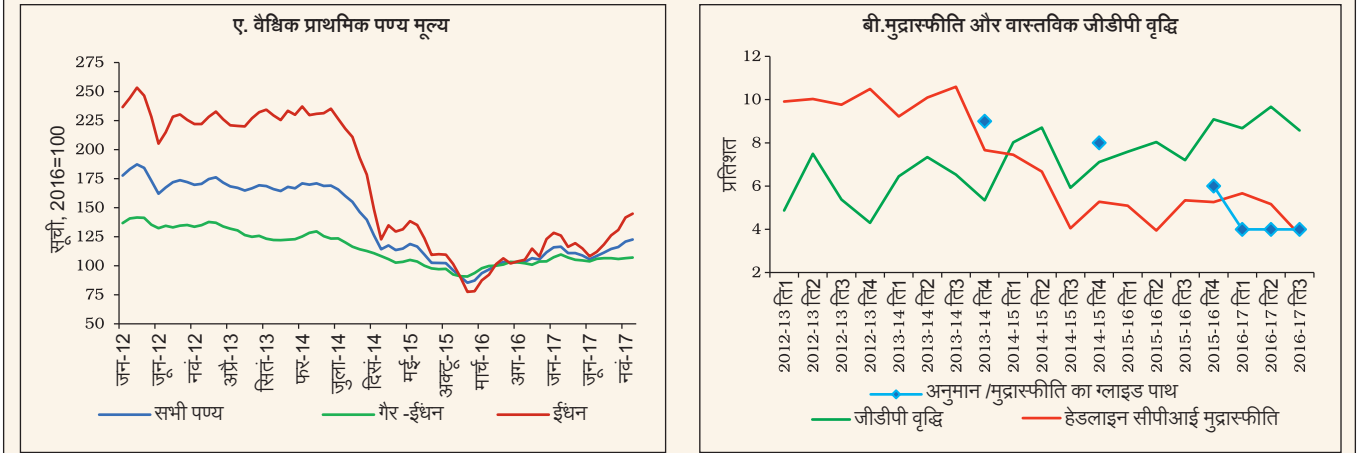
Carney, Mark (2020), "A Framework for All Seasons?", Speech given at the Bank of England Research Workshop on *The Future of Inflation Targeting*, January 9.

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 थी<sup>5</sup> 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 की<sup>6</sup>, 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 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

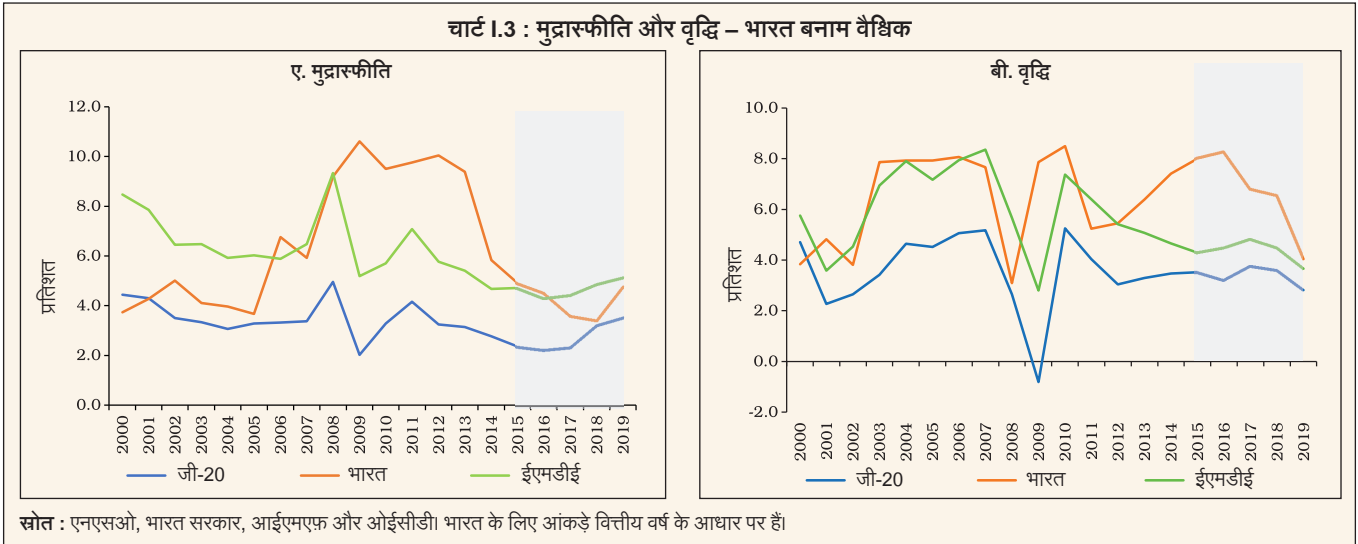
तीन-चौथाई चक्रीय मंदी में थी। ग्रेट मॉडरेशन के ज्वार ने सदी के अंत में दुनिया भर की सभी नावों को उठा लिया था। भारत में, वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि 2003-08 के दौरान औसतन 7.9 प्रतिशत रही, जो 2006-07 में 8.1 प्रतिशत थी। ति. 4: 2007-08 से, हालांकि, आसन्न मंदी के संकेत दिखने लगे, और 2008-09 की पहली 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 <sup>7</sup> के 3.5 प्रतिशत के राजकोषीय प्रोत्साहन, 425 आधार अंक <sup>8</sup> 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 <sup>9</sup>। 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।

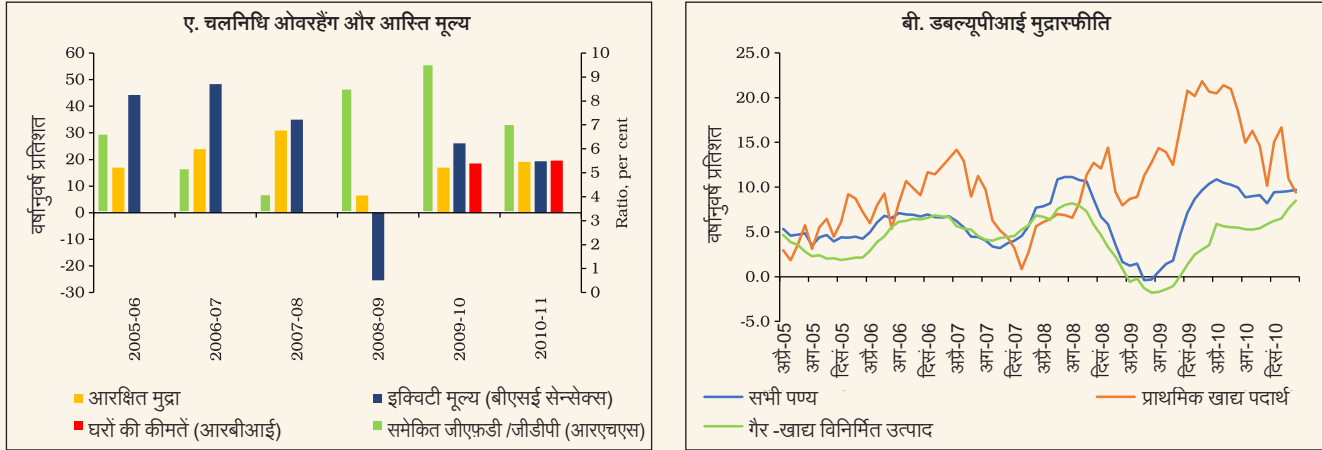
1.9 इतिहास, हालांकि, अन्यथा निर्धारित करेगा - 2009-10 भारत में मौद्रिक नीति के संचालन के हाल के इतिहास में एक घातक वर्ष साबित होगा। सबसे पहले, बड़ा मौद्रिक प्रोत्साहन समय पर नहीं हुआ था। वर्ष के लिए आरबीआई की वार्षिक रिपोर्ट ने स्वीकार किया कि घरेलू मुद्रास्फीति के दबाव और मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं के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



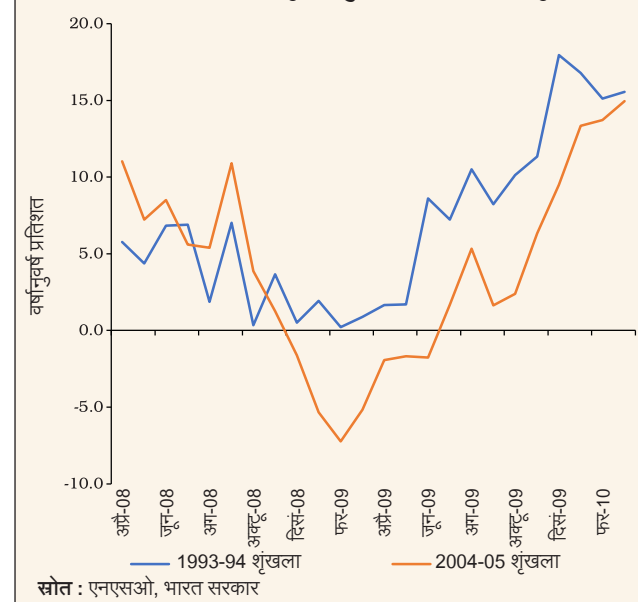
स्रोत : डीबीआईई, आरबीआई और आर्थिक सलाहकार का कार्यालय, भारत सरकार

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 उंचाई 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



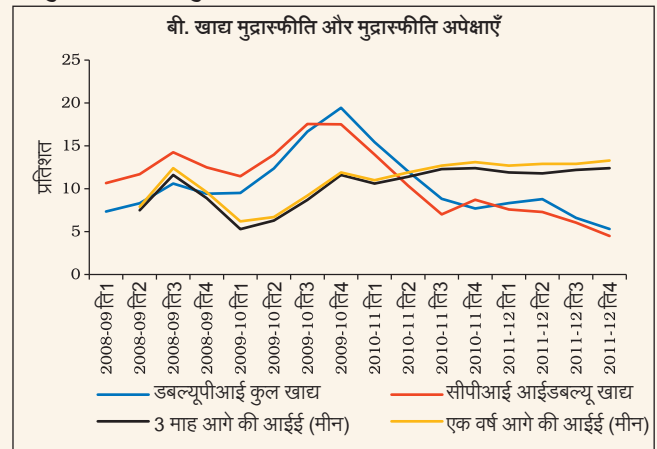
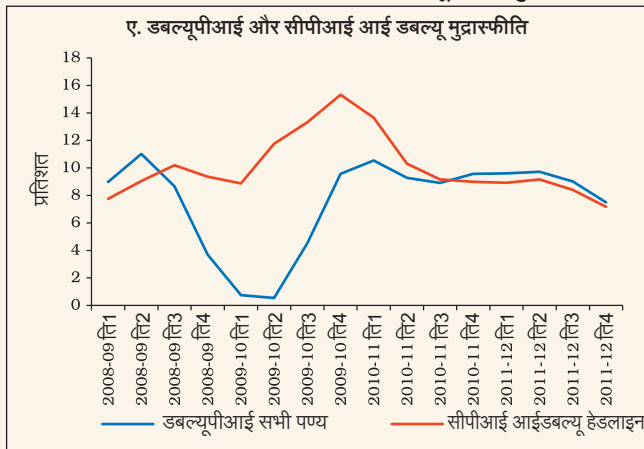
स्रोत : एनएसओ, भारत सरकार

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।

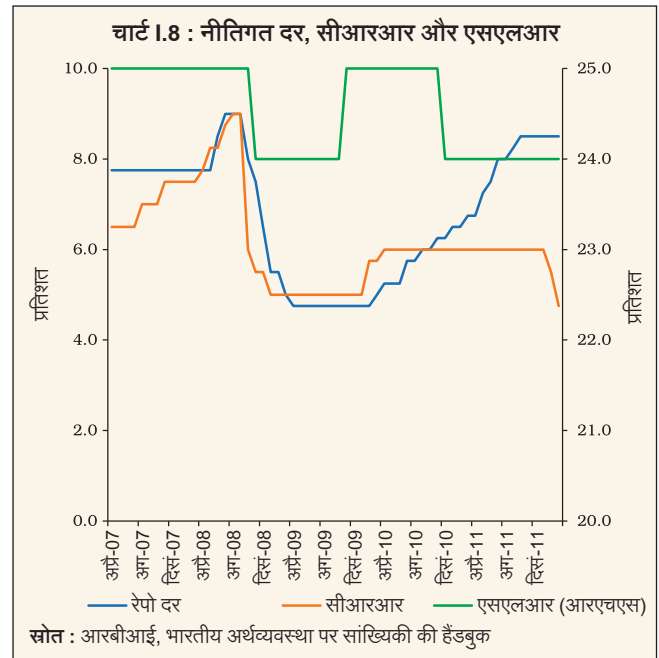
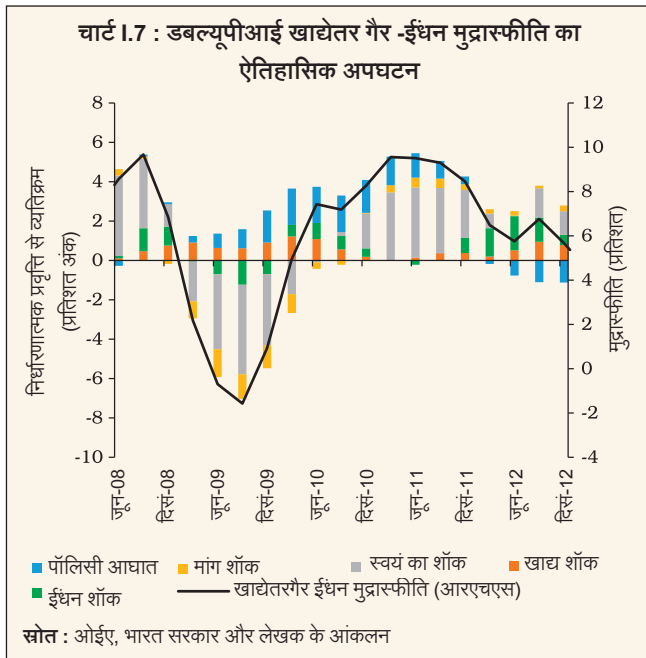
1.12 डबल्यूपीआई में खाद्य और ईंधन की कीमतों के गैर-खाद्य गैर-ईंधन मुद्रास्फीति के फैलाव को गैर-खाद्य गैर-ईंधन डबल्यूपीआई मुद्रास्फीति के ऐतिहासिक अपघटन द्वारा स्पष्ट रूप से चित्रित किया जा सकता है, जो 2009-10 के दौरान गैर-ईंधन मुद्रास्फीति गैर-खाद्य के लिए उच्च खाद्य मुद्रास्फीति के स्पिलओवर को प्रकट करता है (चार्ट 1.7)<sup>10</sup>। 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 {  $\pi^{fuel}$ ,  $\pi^{food}$ ,  $\pi^{non-food, non-fuel}$ , 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'<sup>11</sup> 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 नियम<sup>12</sup> 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 ---डबल्यूएसीआर है,  $\pi_t$  डबल्यूपीआई मुद्रास्फीति है  $i_t$  वास्तविक जीडीपी लॉगरिदम पर होडरिक-प्रोसकोट का उपयोग करते हुए आउटपुट गैप है;  $\rho$  स्मूदिंग पैरामीटर है;  $rr$  वर्ष 2001-2011 की अवधि के लिए मानी गई 1.0 प्राकृतिक दर है;  $\pi^T$  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 मुद्रास्फीति<sup>13</sup> (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 <sup>§</sup>	आउटपुट गैप <sup>^</sup>
0.78***	0.41*	0.75**

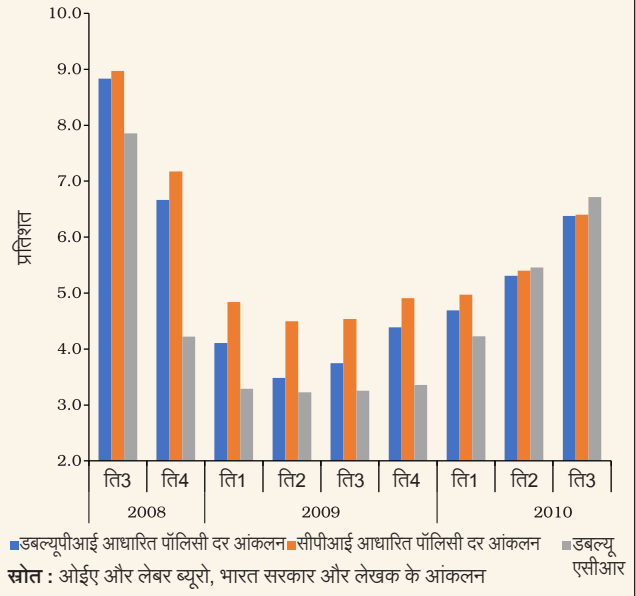
<sup>§</sup> डबल्यूपीआई मुद्रास्फीति का 5 प्रतिशत से विचलना।

<sup>^</sup> 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)<sup>14</sup> 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।

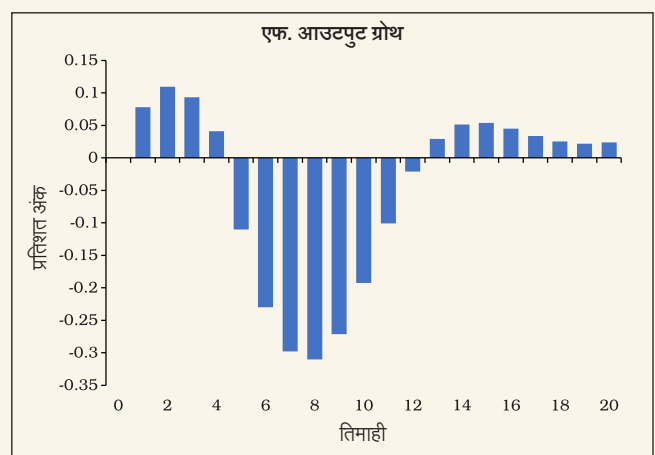
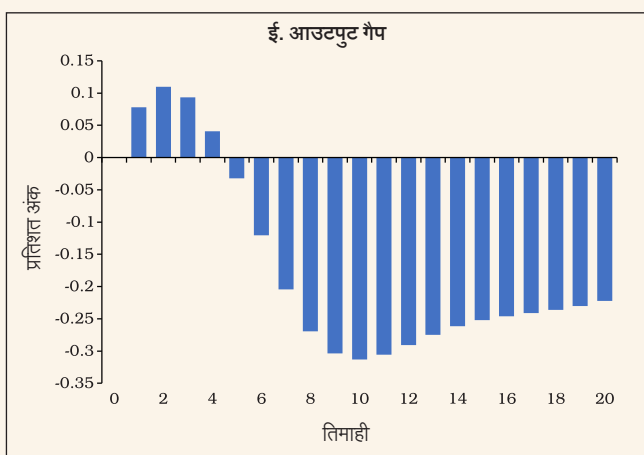
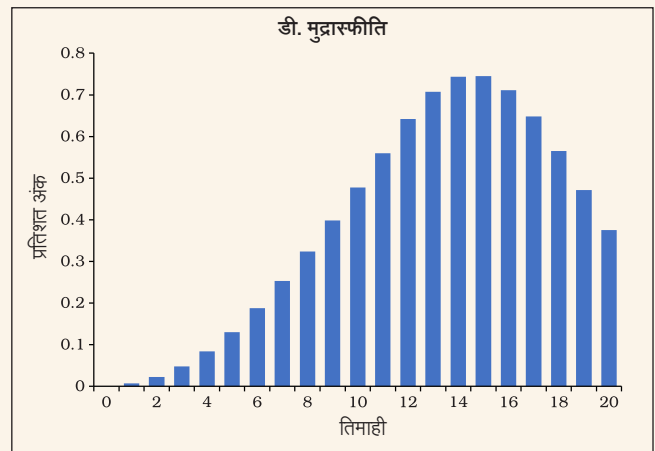
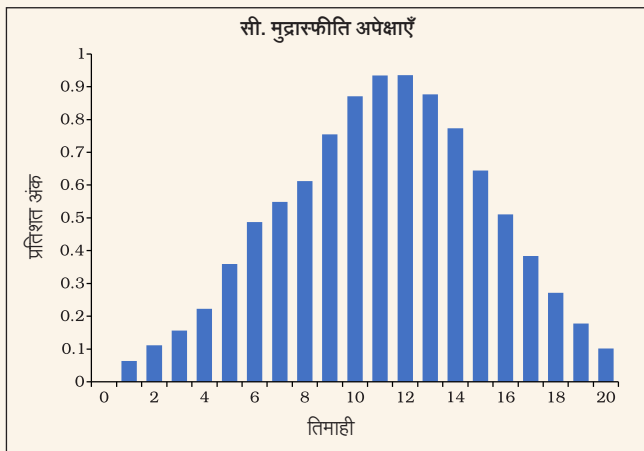
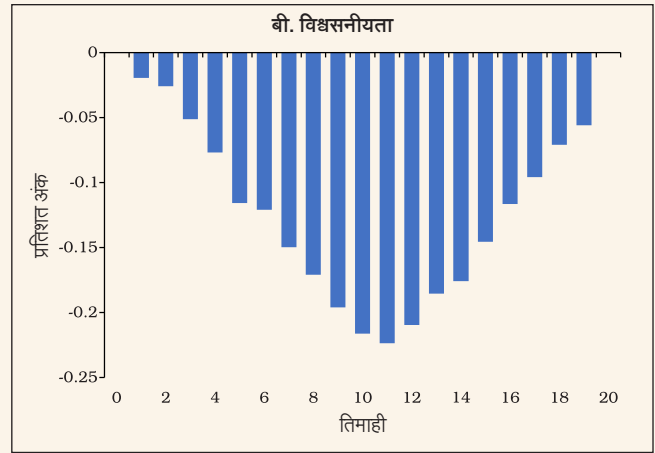
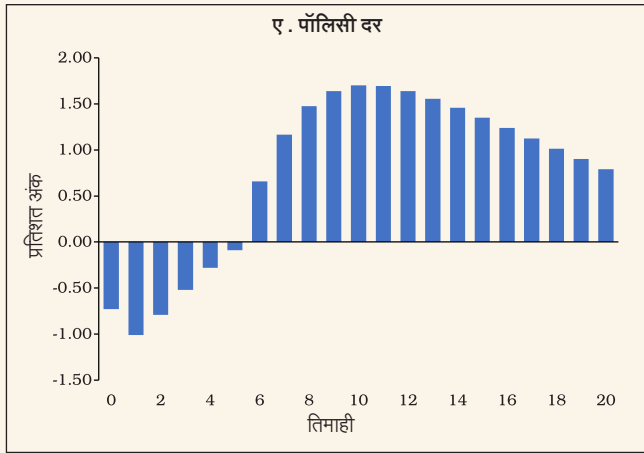
1.18 मौद्रिक नीति आंतरिक रूप से लोगों और संप्रभु के बीच एक अनुबंध है। लोग अपने द्वारा उत्पादित वस्तुओं और सेवाओं में सन्निहित मूल्य पर संप्रभु (या उसके एजेंट, केंद्रीय बैंक) को छोड़ देते हैं। बदले में, संप्रभु लोगों को एक पैसा देने का वचन देता है जिस पर वे भरोसा कर सकते हैं, एक पैसा जो समय के साथ क्रय 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)।

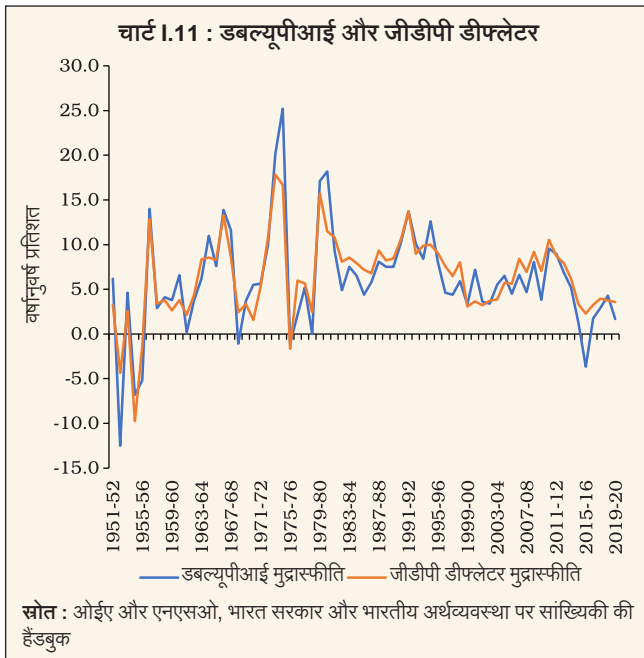
1.19 जीएफसी के तुरंत बाद के वर्षों के मुद्रास्फीति के अनुभव ने अर्थव्यवस्था पर गहरे निशान छोड़े। जब मुद्रास्फीति 2009-10 में 3.8 प्रतिशत से बढ़कर 2010-11 में 9.6 प्रतिशत हो गई और इसे एक साल पहले मौद्रिक नीति द्वारा समायोजित किया गया, तो सामाजिक अनुबंध की विश्वसनीयता जांच के दायरे में आ गई। मुद्रास्फीति 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)



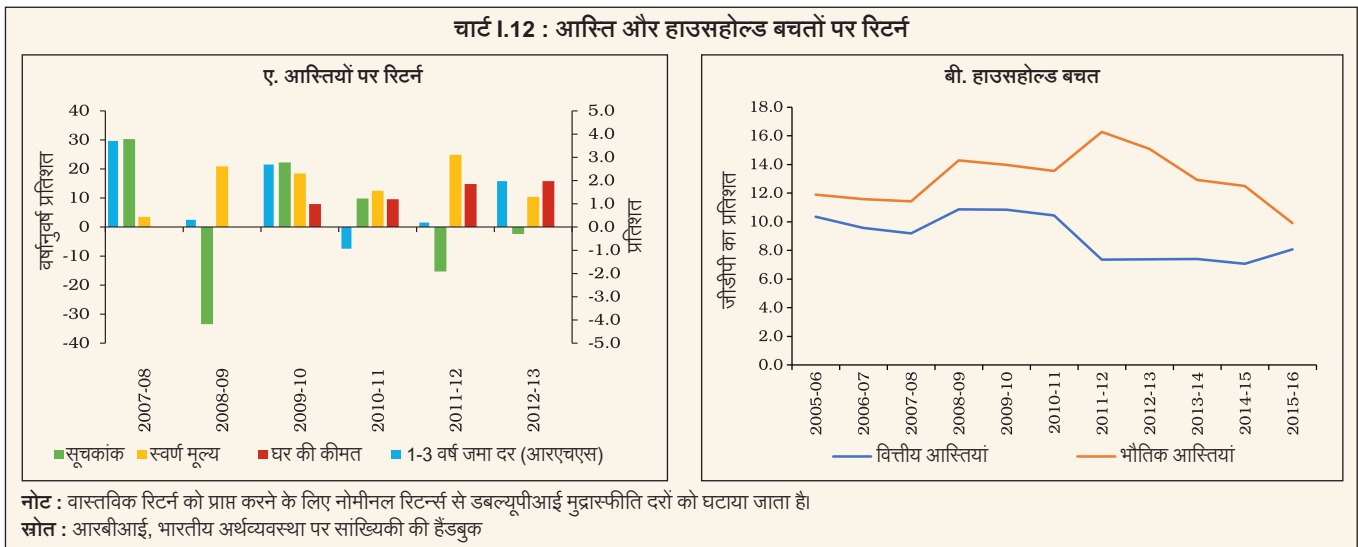
स्रोत : लेखकों के अनुमान



1.20 फेल्टस्टीन-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

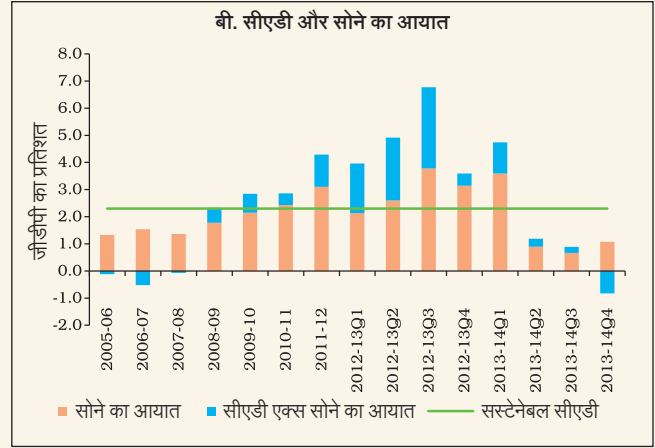
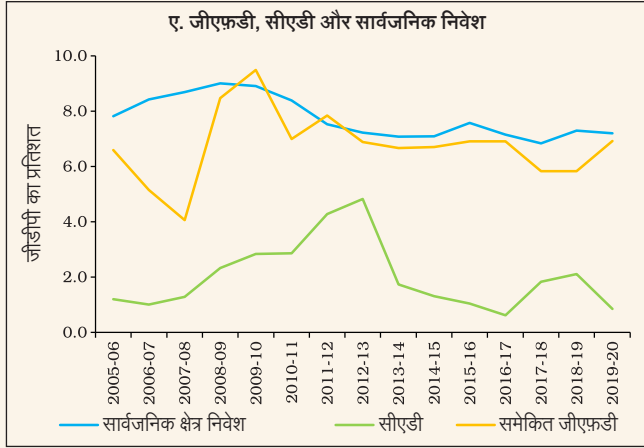
9.0 प्रतिशत से घटकर 2012-13 में 7.2 प्रतिशत हो गया क्योंकि जीएफसी राजकोषीय प्रोत्साहन खुला था, निवेश को बनाए रखने का बोझ पूरी तरह से विदेशी बचत द्वारा वित्तपोषित था जैसा कि चालू खाता घाटे में परिलक्षित होता है (सीएडी) उन वर्षों में 2008-09 की चौथी तिमाही में 0.1 प्रतिशत से बढ़कर 2012-13 की तीसरी तिमाही 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 टैंट्रम<sup>15</sup> 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

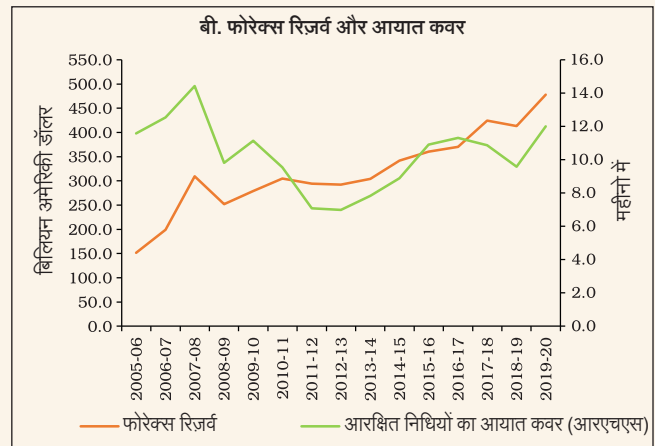
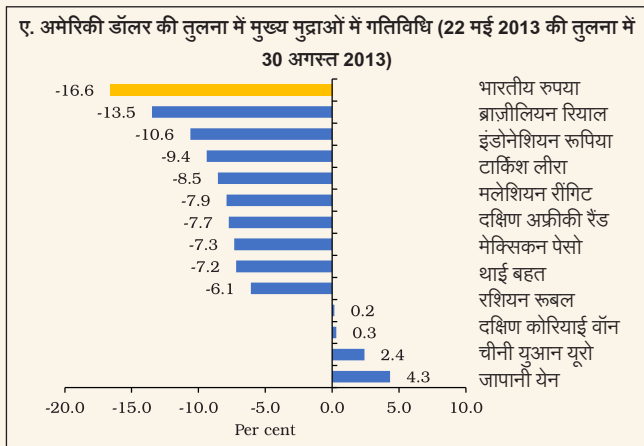


स्रोत : आरबीआई, भारतीय अर्थव्यवस्था पर सांख्यिकी की हैडबुक

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'<sup>16</sup> 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 प्रतिबंधित<sup>17</sup> 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

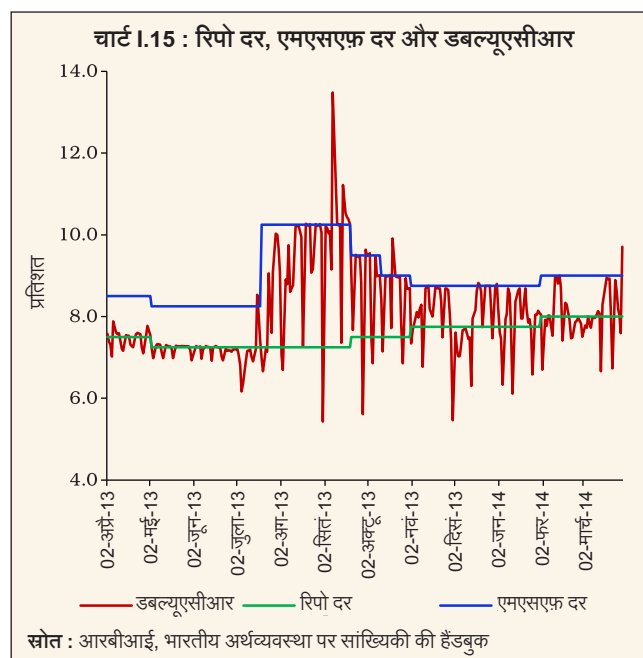
16 मॉर्गन स्टेनली रिसर्च, ग्लोबल ईएम इन्वेस्टर, 5 अगस्त 2013।

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

सीपीआई<sup>18</sup> 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।

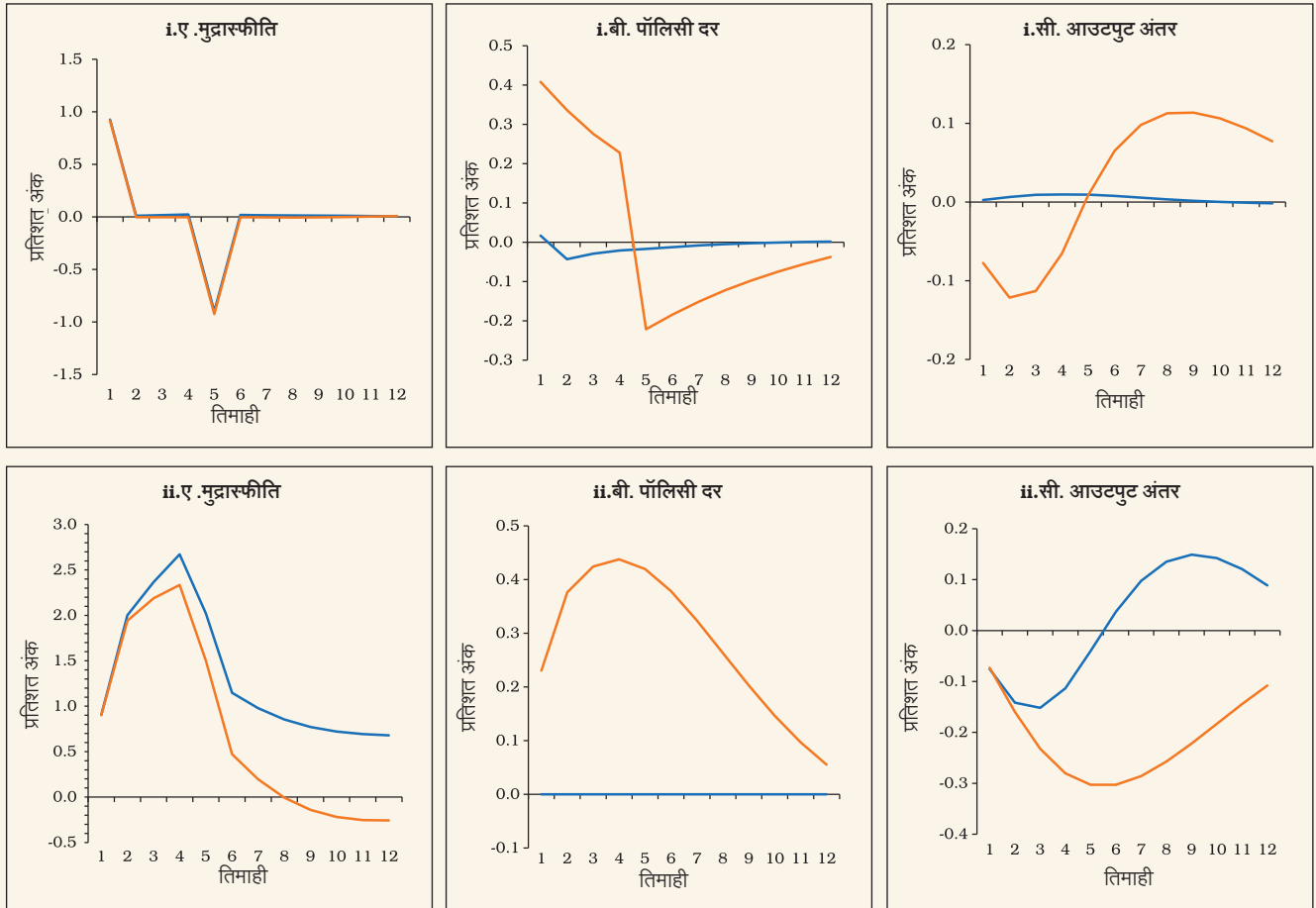
एक अस्थायी खाद्य मूल्य आघात के मामले में, प्रारंभिक मूल्य स्पाइक उलट जाता है, मुद्रास्फीति गिरती है, और मौद्रिक नीति, नीति दर में बदलाव न करके आघात को देखती है [ चार्ट 1.16 (i) ए, बी, सी) ]। दूसरी ओर, यदि मौद्रिक नीति, नीति दर में वृद्धि करके क्षणिक आघात पर प्रतिक्रिया करने का विकल्प चुनती है, तो यह 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

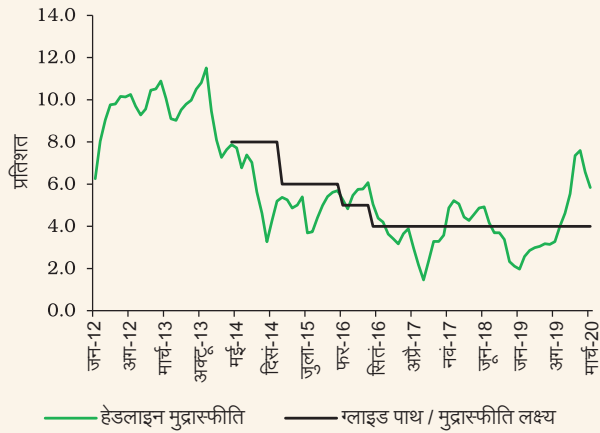
**स्रोत:** लेखक के आंकलन

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।

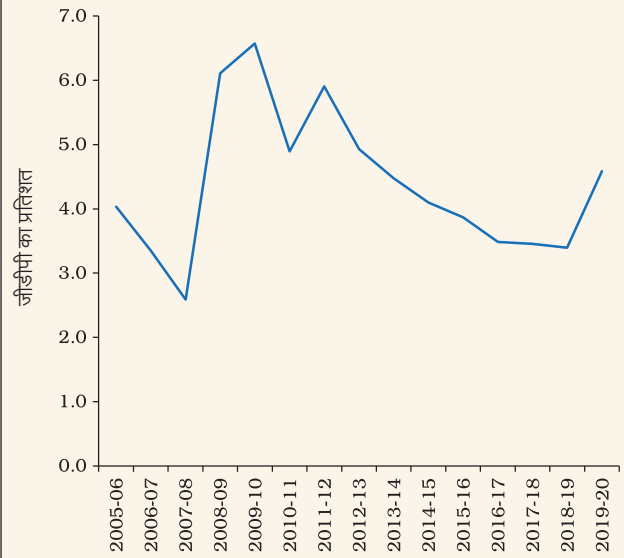
चार्ट 1.17 : ग्लाइड पाथ / मुद्रास्फीति लक्ष्य की तुलना में हेडलाइन मुद्रास्फीति



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 - 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।

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 शिमट-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 <sup>20</sup>**

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	<b>7.3</b>	4.5	3.6	3.4	4.8	<b>3.9</b>
मानक विचलन	0.5	1.3	1.5	0.7	<b>2.4</b>	1.0	1.2	1.1	1.8	<b>1.4</b>
वैषम्य	0.2	-0.2	-0.1	-0.9	<b>0.1</b>	0.2	-0.2	0.1	0.5	<b>0.9</b>
कर्टोसिस	-0.2	-0.5	-1.0	-0.1	<b>-1.5</b>	-1.6	-1.0	-1.5	-1.4	<b>0.9</b>
मध्य मूल्य	10.1	9.5	5.5	5.0	<b>7.1</b>	4.3	3.4	3.5	4.3	<b>3.6</b>
अधिकतम	10.9	11.5	7.9	5.7	<b>11.5</b>	6.1	5.2	4.9	7.6	<b>7.6</b>
न्यूनतम	9.3	7.3	3.3	3.7	<b>3.3</b>	3.2	1.5	2.0	3.0	<b>1.5</b>

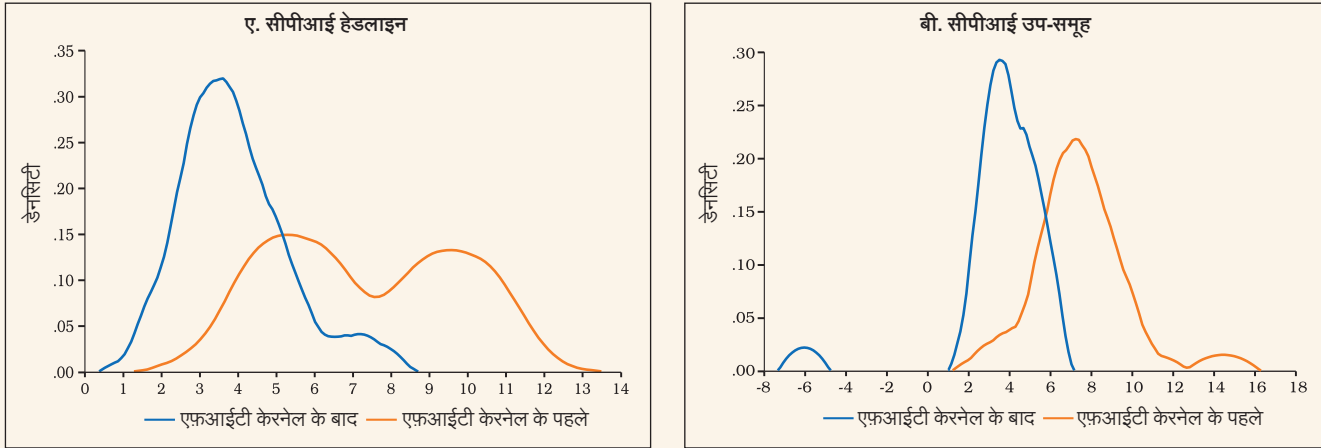
नोट: वैषम्य और कर्टोसिस इकाई मुक्त हैं।

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	<b>8.7</b>	<b>6.7</b>	<b>6.5</b>	<b>1.9</b>	<b>84.0</b>	<b>3.4</b>	<b>2.3</b>	<b>1.8</b>	<b>2.7</b>	<b>27.0</b>
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	<b>3.3</b>	<b>4.1</b>	<b>4.8</b>	<b>5.1</b>	<b>57.4</b>	<b>3.3</b>	<b>2.9</b>	<b>0.7</b>	<b>2.0</b>	<b>9.9</b>

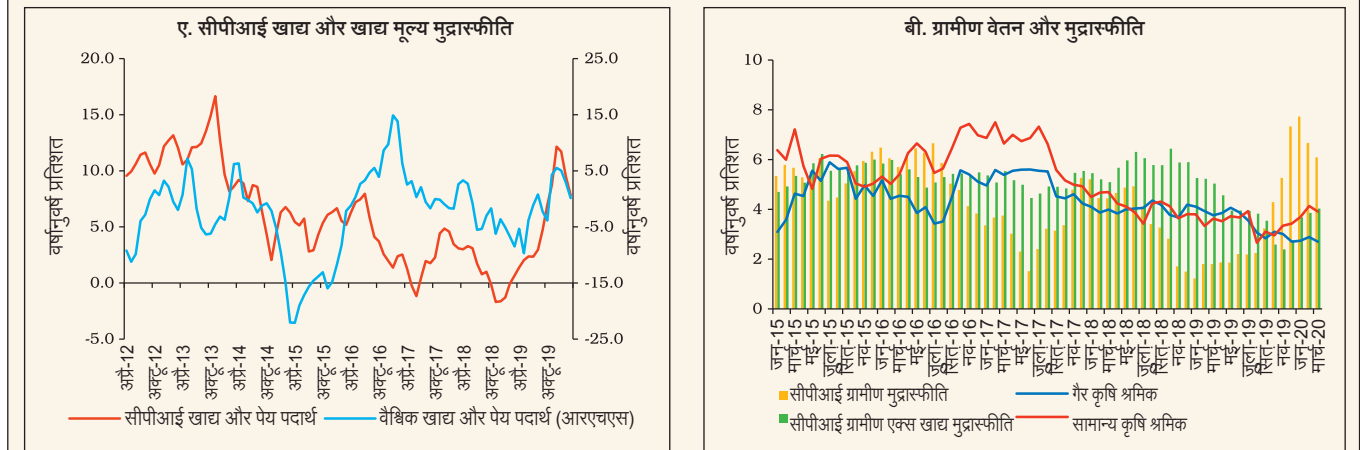
**नोट:** अस्थिरता को सीपीआई-सी घटकों की मासिक वर्ष-दर-वर्ष मुद्रास्फीति के मानक विचलन, त्रैमासिक कृषि जीवीए वृद्धि और मासिक औसत अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों द्वारा मापा जाता है। पेट्रोल और डीजल मुख्य मुद्रास्फीति के तहत परिवहन और संचार उप-समूह का हिस्सा हैं। कोष्ठकों में अंक सीपीआई -सी में प्रतिशत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

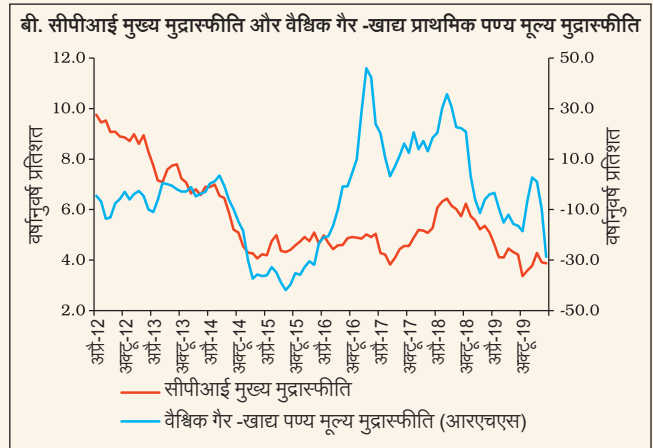
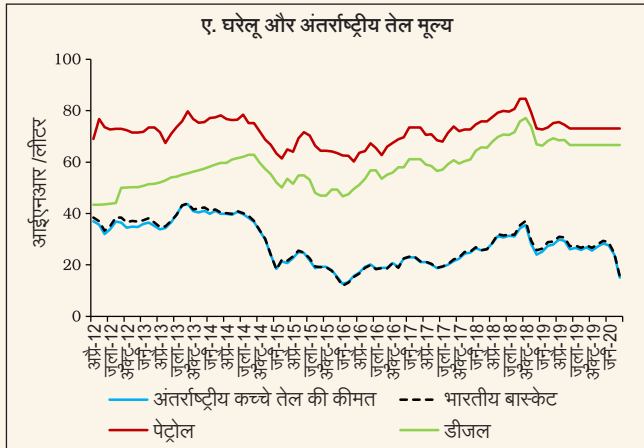
मुद्रास्फीति के साथ उच्च सकारात्मक समसामयिक सहसंबंध प्रदर्शित किया (चार्ट I.22) .

**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)<sup>21</sup>। गैर-कोर मुद्रास्फीति (कोर मुद्रास्फीति की तुलना में) की बड़ी अवशिष्ट अस्थिरता गैर-कोर मुद्रास्फीति संबंधी आघातों की अस्थायी प्रकृति को इंगित

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 <sup>§</sup>	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।

<sup>§</sup> 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।

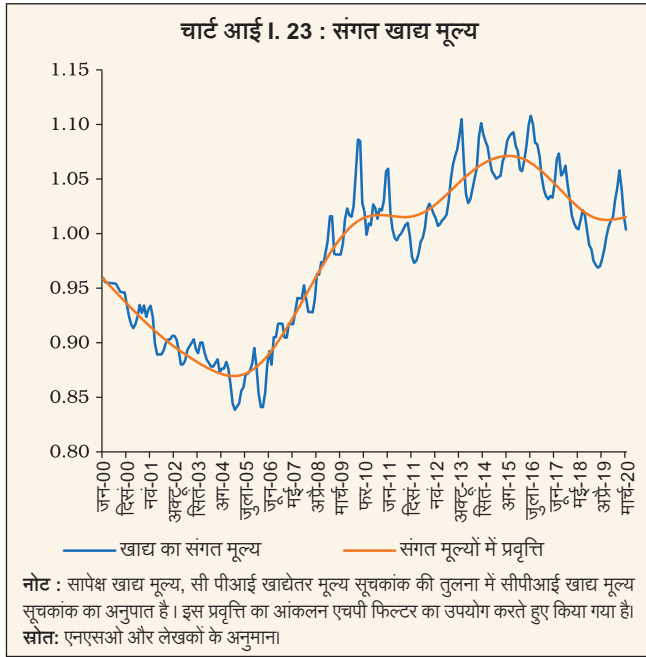
करती है। दूसरी ओर, अल्पावधि में, गैर-प्रमुख मुद्रास्फीति और मूल मुद्रास्फीति के बीच एक सकारात्मक संबंध सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण पाया जाता है, यह दर्शाता है कि गैर-कोर मुद्रास्फीति से लेकर बढ़ी हुई लागत के साथ-साथ गैर-मुद्रास्फीति अपेक्षाओं के माध्यम से मुख्य मुद्रास्फीति में स्पिलओवर भी होता है।

(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।

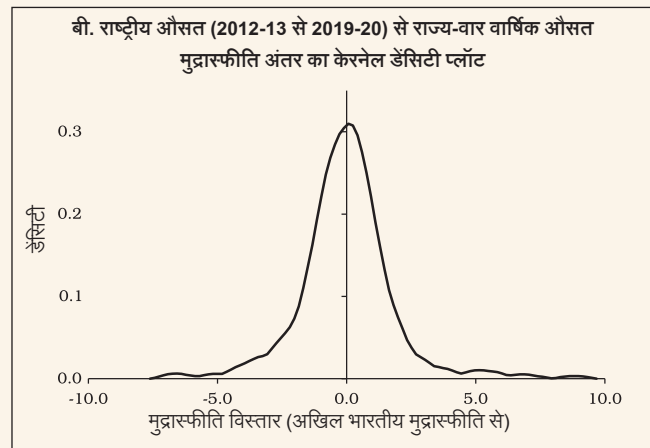
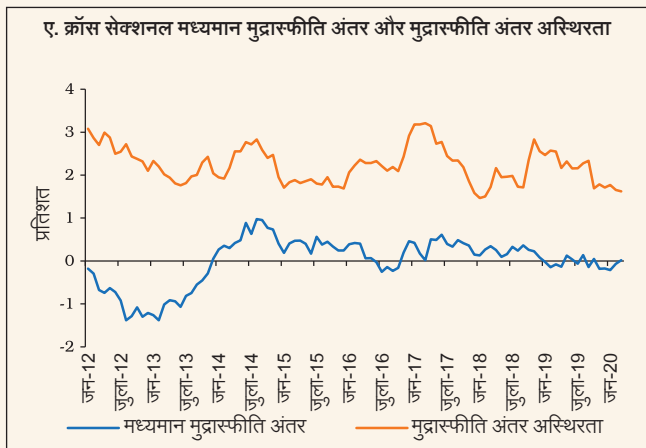
(ई) क्षेत्रीय मुद्रास्फीति गतिशीलता

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) <sup>22</sup> पर साक्ष्य को मजबूत करता है।

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

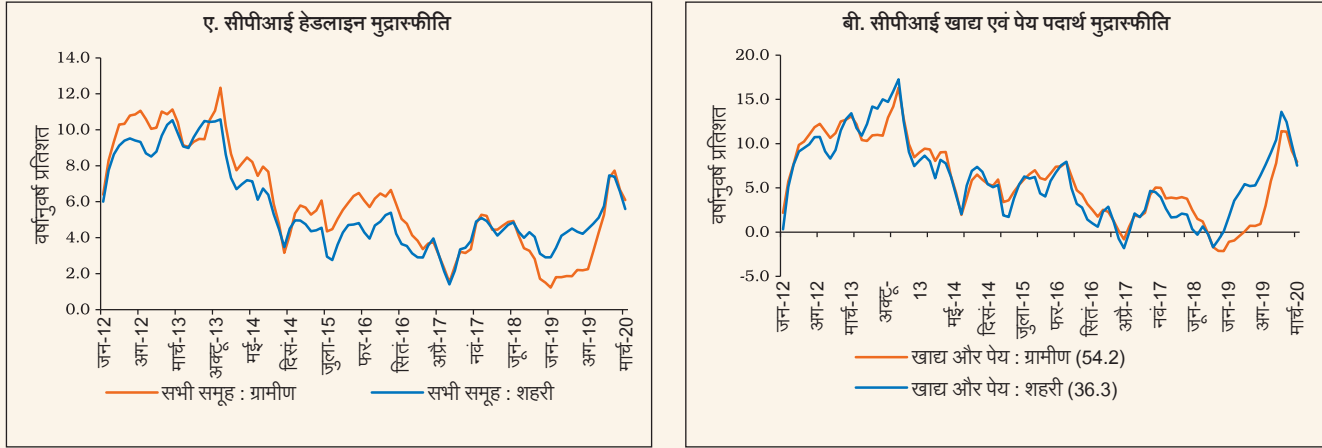
चार्ट 1.24 : राज्य-वार मुद्रास्फीति अंतर और इसके कर्नेल डेंसिटी कार्य



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 तिमाहियों<sup>23</sup> 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 + 1.02Δπ शहरी t - 0.11Δπ शहरी t-1 + 0.19Δπ ग्रामीण t-1 - 0.22Δπ शहरी t-2 + 0.21Δπ ग्रामीण t-2 + ε2 t निदान: Adj R2 = 0.79; सौरियल ऑटोसहसंबंध के लिए ब्रूस-गॉडफ्रे एलएम परीक्षण और हेट्रोस्केडैस्टिसिटी के लिए ब्रेडश-पैगन-गॉडफ्रे परीक्षण संतोषजनक हैं।

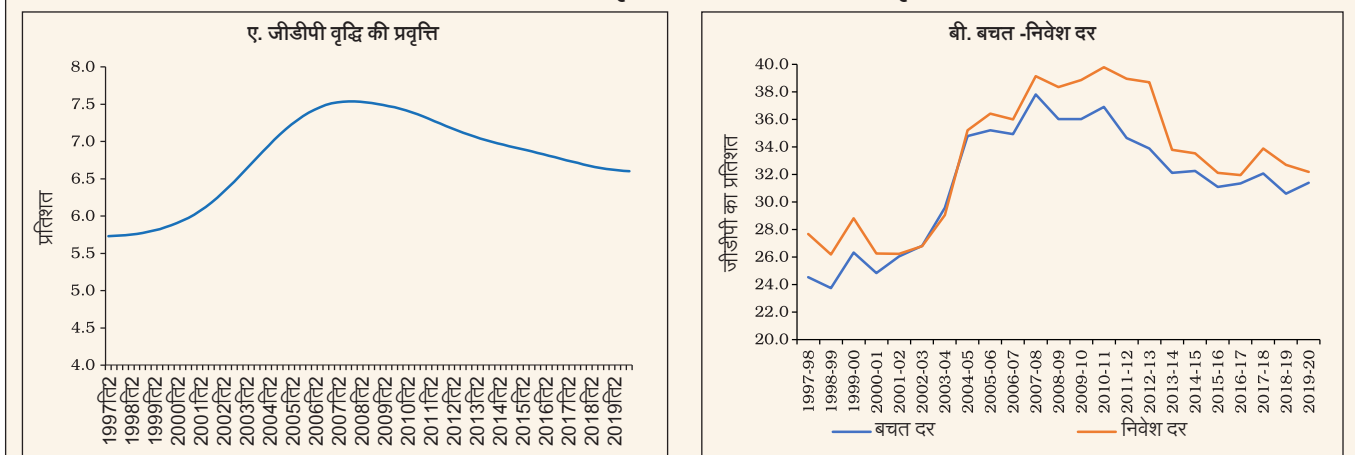
दो वर्षों के सूखे के बाद औद्योगिक और सेवा क्षेत्रों में मजबूत विकास को कृषि में एक पलटाव का समर्थन मिला। 2017-18 से, एक चक्रीय मंदी की शुरुआत हुई, जो अनुकूल आधार प्रभावों के कारण वर्ष की दूसरी छमाही में विलंबित हुई। 2018-19 की शुरुआत से, वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि वैश्विक मंदी के साथ लगातार 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<sup>24</sup>

(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

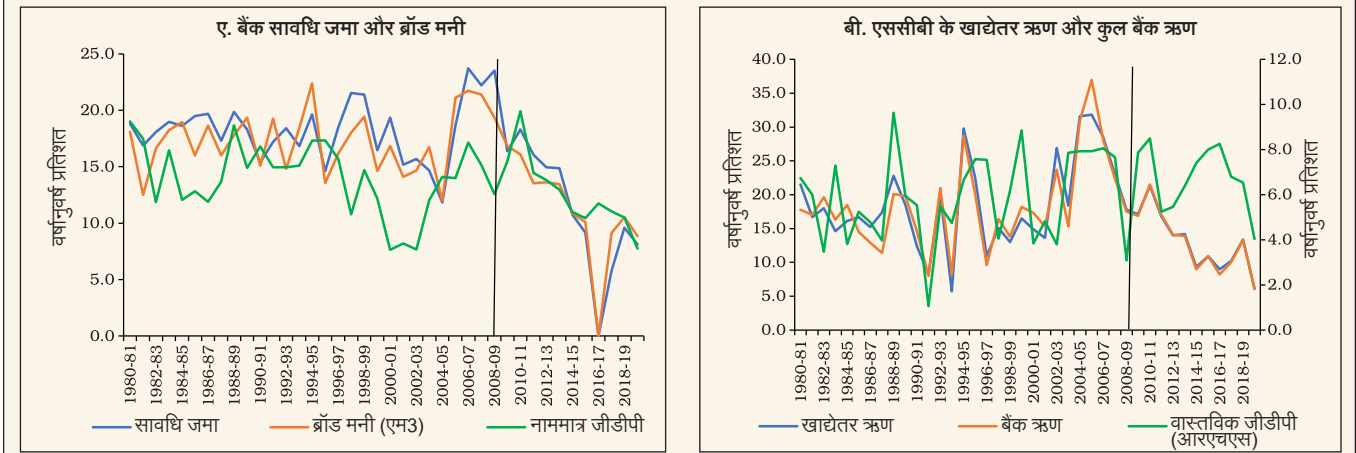
चार्ट 1. 26 : जीडीपी वृद्धि और बचत -निवेश दर की प्रवृत्ति



**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

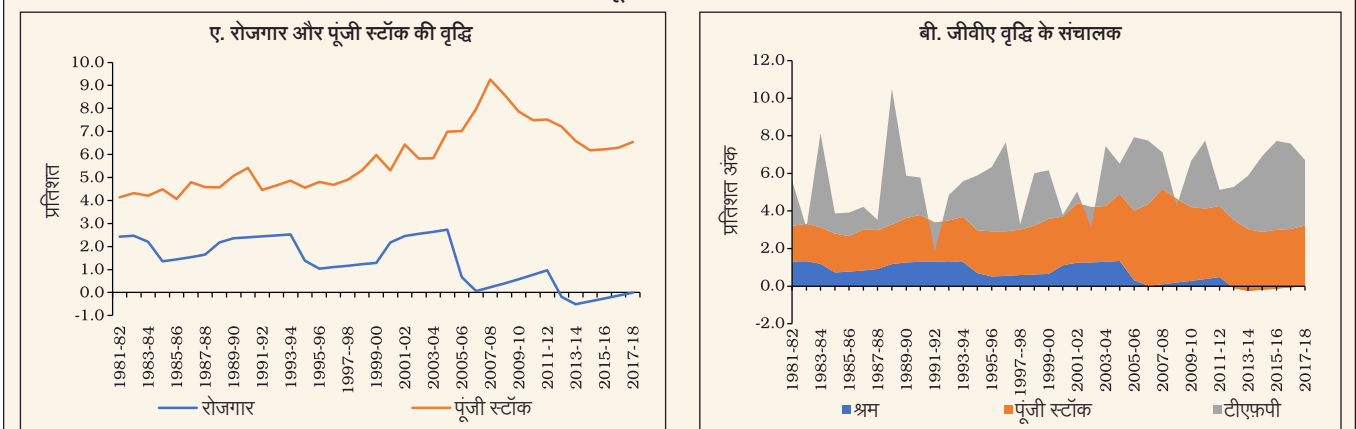


स्रोत: एनएसओ, आरबीआई और लेखकों के अनुमान।

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।

I.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)।

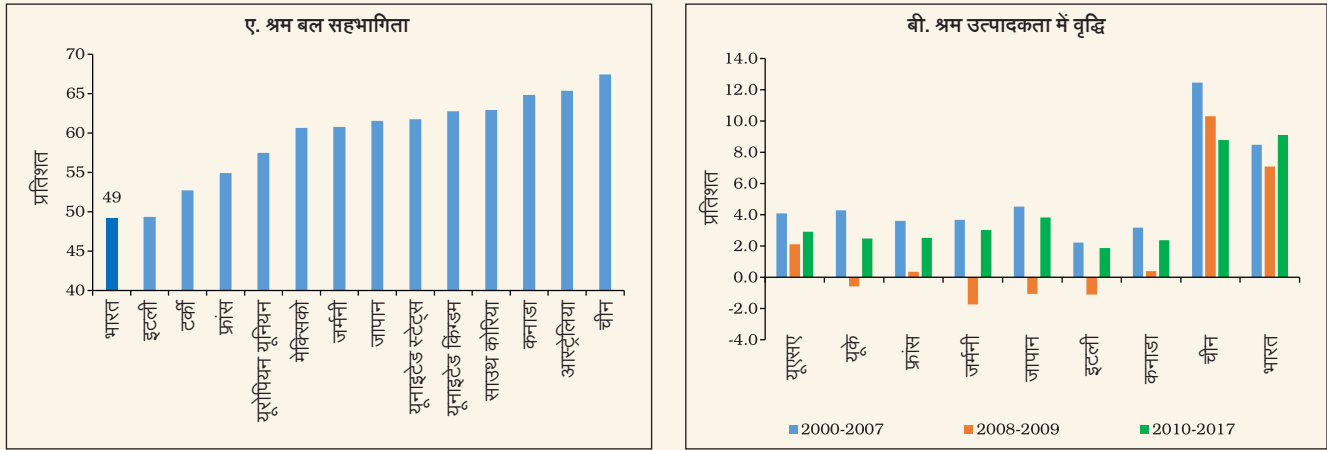
चार्ट I. 28: रोजगार और पूंजी स्टॉक और जीवीए में उनका योगदान



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।

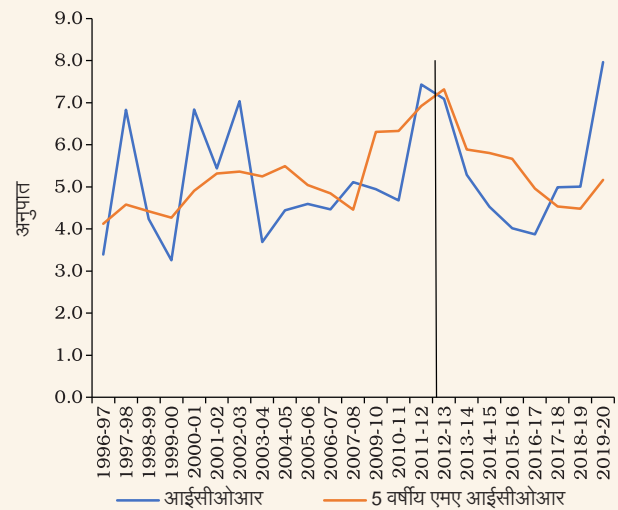
1.58 पूंजी उत्पादकता, जैसा कि वृद्धिशील पूंजी उत्पादन अनुपात (आईसीओआर) द्वारा मापा जाता है, 2012-13 तक गिर गया (चार्ट 1.30)। इसके बाद, पूंजीगत उपयोग की उत्पादकता में सुधार निवेश में देखी गई मंदी की भरपाई नहीं कर सका।

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।

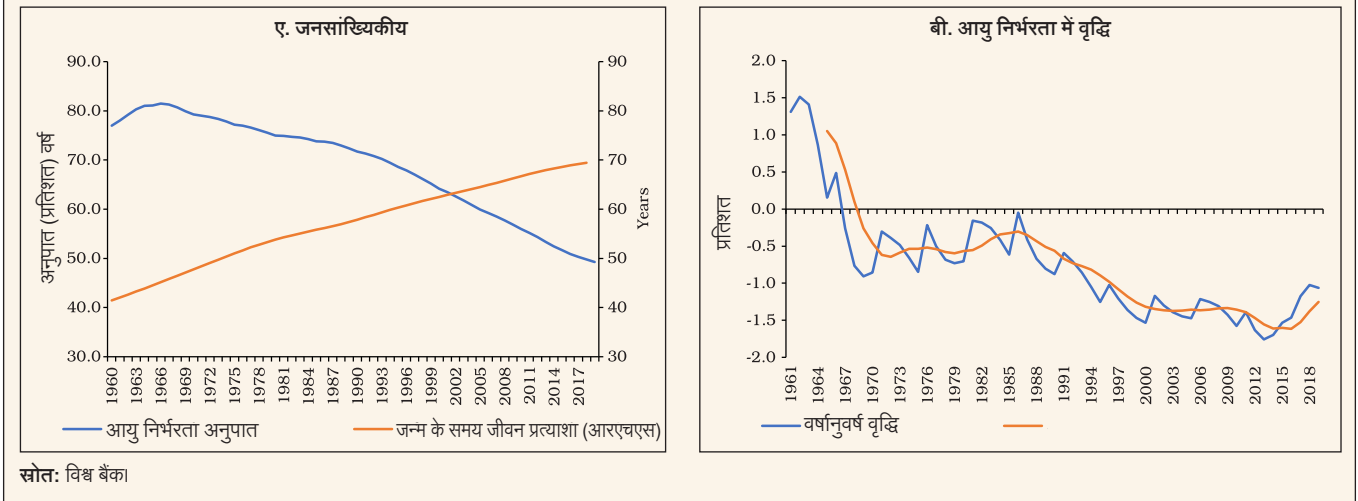
1.60 साथ ही, व्यापार संरक्षणवाद में वृद्धि, जलवायु परिवर्तन की मजबूरियों और बढ़ी हुई भू-राजनीतिक अनिश्चितताओं सहित, संचालन में विभिन्न ड्रैग के साथ बाहरी वातावरण भी

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।

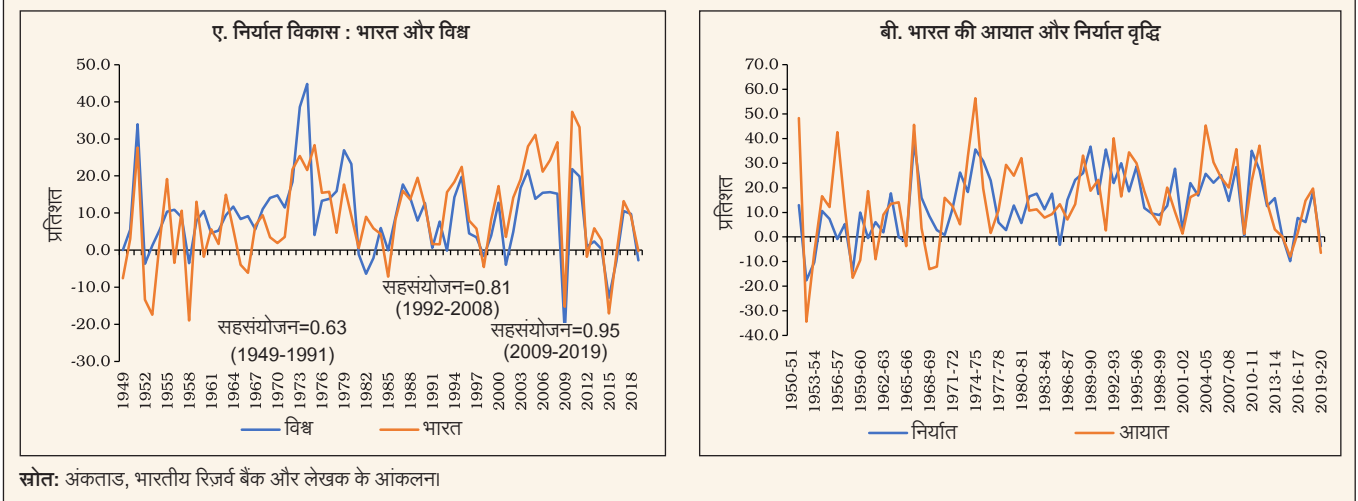
1.61 इस प्रकार, एफआईटी के तहत समष्टि आर्थिक प्रदर्शन को घरेलू और वैश्विक कारकों (सारणी 1.6) के संयोजन के

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)

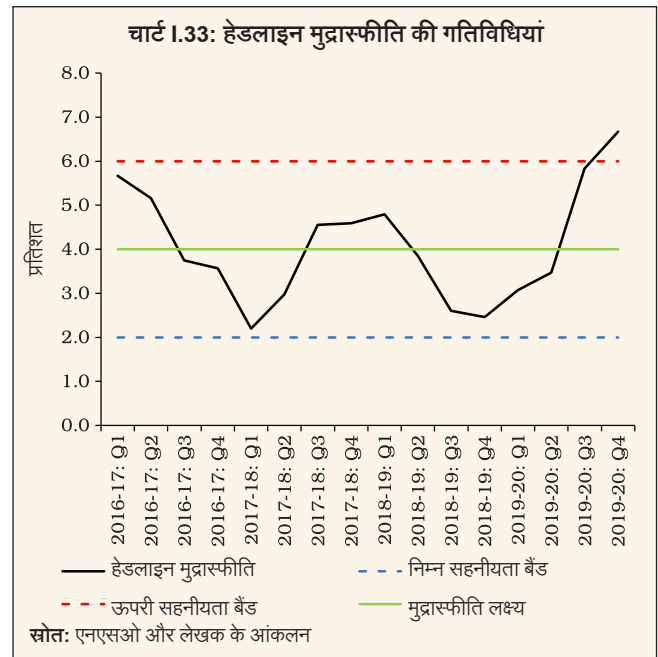
	स्तर					अस्थिरता				
	सीपीआई-सी मुद्रास्फीति	वास्तविक जीडीपी विकास	ब्याज दर (डब्ल्यूएसीआर)	ऐप (+)/डिप (-) विनिमय दर (आरईआर-36)	संयुक्त जीएफडी/जीडीपी	सीपीआई-सी मुद्रास्फीति	वास्तविक जीडीपी विकास	ब्याज दर (डब्ल्यूएसीआर)	विनिमय दर (आरईआर-36)	राजकोषीय स्लिपेज (केंद्र के बजटीय जीएफडी/जीडीपी से विचलन)
प्री-फिट										
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 (अर्थात , ति. 4: 2019-20) था जब मुद्रास्फीति ऊपरी टोलरेंस स्तर (चार्ट 1.33)<sup>25</sup> 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, अर्थात , 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, अर्थात,



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, अर्थात यह सहनशीलता के दायरे में रही।

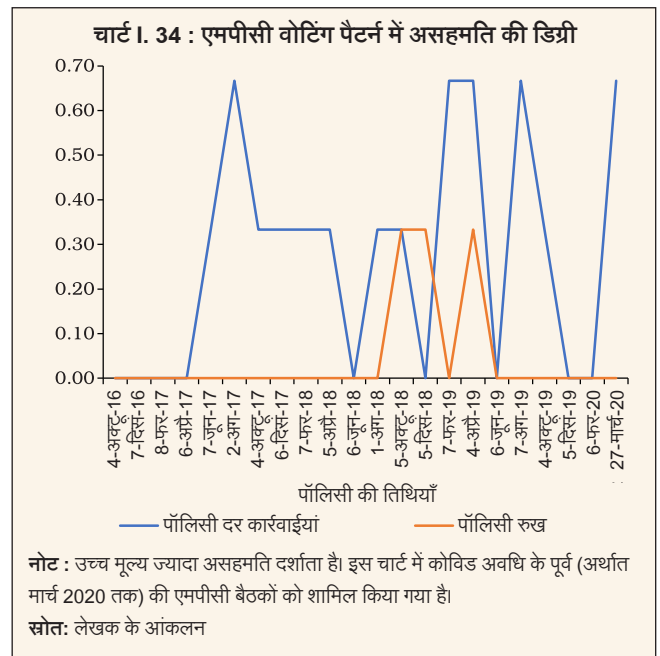
ग्रुपथिंक और फ्री-राइडिंग के खतरे (साइबर्ट, 2006)। एमपीसी बैठकों के कार्यवृत्त के विश्लेषण से नीति दर, रुख और वृहद आर्थिक स्थिति के व्यक्तिगत सदस्य के आकलन दोनों पर मतदान पैटर्न में महत्वपूर्ण अंतर का पता चलता है। पहली एमपीसी (पूर्व-कोविड अवधि के दौरान) की 22 बैठकों के परिप्रेक्ष्य में मौद्रिक नीति के 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 <sup>26</sup> 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।

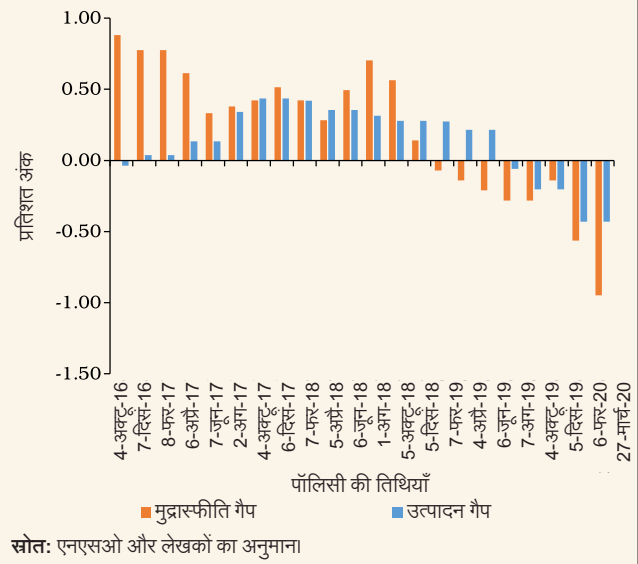
#: केवल कोविड अवधि के पूर्व की बैठकों को शामिल करता है।

स्रोत: लेखकों का अनुमान।

करते समय <sup>27</sup> 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



26 अनुमानित ब्याज दर सुगम टेलर-प्रकार का नियम इस प्रकार है: पॉलिसे दर = \* पॉलिसे 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 अपेक्षित 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](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.bloomberquint.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.