

क्या वित्तीय स्थिरता मौद्रिक नीति का लक्ष्य होना चाहिए? भारत से साक्ष्य*

अनुभवजन्य साहित्य में इस बात को लेकर मतभेद है कि क्या एक स्पष्ट नीतिगत उद्देश्य के रूप में केंद्रीय बैंक को लक्षित मुद्रास्फीति द्वारा वित्तीय स्थिरता को अपनाया जाना चाहिए। जहां दोनों पक्षों के तर्क व्यापक हैं, वहीं बहु-देशीय साक्ष्य से पता चलता है कि केवल कुछ मुद्रास्फीति-लक्षित केंद्रीय बैंक ऐसे स्पष्ट लक्ष्य के लिए प्रतिबद्ध हैं, हालांकि वे सभी वित्तीय स्थिरता के लक्ष्य को प्राप्त करने का प्रयास करते हैं। भारतीय संदर्भ में, वेक्टर ऑटोरेग्रेसन (वीएआर) ढांचे का उपयोग करते हुए विश्लेषण से पता चलता है कि जहां मौद्रिक नीति मुद्रास्फीति जोखिमों को नियंत्रित करने में सबसे प्रभावी रही है, वहीं वित्तीय स्थिरता संबंधी चिंताओं को नियंत्रित करने के लिए समष्टि-विवेकपूर्ण नीतियों को प्रभावी ढंग से लागू किया गया था। वर्तमान आलेख में तर्क है कि भारत में 2000 के दशक की शुरुआत में इसके आरंभ के बाद से समष्टि-विवेकपूर्ण नीतियों ने आम तौर पर मौद्रिक नीति को पूरक बनाया है और उसी दृष्टिकोण के साथ जारी रखना महत्वपूर्ण है।

I. भूमिका

वैश्विक वित्तीय संकट (जीएफसी) से पूर्व की अवधि में मुख्यधारा के आर्थिक साहित्य में इस बात की सहमति व्यक्त की गयी है कि वित्तीय स्थिरता संबंधी चिंताओं को मौद्रिक नीति निर्णयों को प्रभावित नहीं करना चाहिए और इस तरह के सोच से निपटने के लिए समष्टि-विवेकपूर्ण नीतियां सर्वोत्तम साधन हैं। हालांकि, जीएफसी के बाद, कई तरह के दृष्टिकोण उभर कर सामने आए और साहित्य अब भी एकमत से दूर है कि क्या वित्तीय स्थिरता को मौद्रिक नीति के स्पष्ट अधिदेश के रूप में अपनाया जाना चाहिए। संशोधित जैक्सन होल सर्वसम्मति से वित्तीय असंतुलन को दूर करने के लिए मौद्रिक नीति साधनों की प्रभावशीलता पर सवाल उठाती है और इसके बजाय समष्टि-विवेकपूर्ण साधनों के उपयोग का सुझाव देती है। दूसरी ओर, 'लीन अगेन्स्ट द विंड' तर्क यह मानता है कि समष्टि-विवेकपूर्ण नीतियां

वित्तीय चक्रों को पूरी तरह से निपट नहीं सकता है और लचीली मुद्रास्फीति लक्ष्य (एफआईटी) के तहत वित्तीय स्थिरता के उद्देश्य को आगे बढ़ाना संभव है (बोरियो और लोव, 2002; वुडफोर्ड, 2011)। साथ ही, साहित्य के एक अन्य पहलू से पता चलता है कि वित्तीय स्थिरता कीमत स्थिरता के लिए अनिवार्य है क्योंकि दो उद्देश्य घनिष्ठ रूप से जुड़े हुए हैं (ब्रुनरमीयर और सैननिकोव, 2016)¹। वर्तमान आलेख अनुभवजन्य रूप से मूल्यांकन करता है कि क्या भारत में मौद्रिक और समष्टि-विवेकपूर्ण नीतियों ने स्पष्ट कीमत स्थिरता लक्ष्यों को प्राप्त करने के लिए मिलकर काम किया है, जबकि वित्तीय स्थिरता के मसलों से भी स्पष्ट रूप से निपटा है।

चुनिंदा नमूने के आधार पर बहु-देशीय साक्ष्य से पता चलता है कि लगभग सभी केंद्रीय बैंक वित्तीय स्थिरता सुनिश्चित करने के लिए नीतियों को लागू करते हैं, केवल कुछ एफआईटी केंद्रीय बैंक जैसे, बैंक ऑफ कोरिया, बैंक ऑफ थाईलैंड (बीओटी), बैंक ऑफ घाना और नेशनल बैंक ऑफ यूक्रेन मौद्रिक नीति के एक स्पष्ट अधिदेश के रूप में निर्दिष्ट करते हैं। भारतीय रिजर्व बैंक समष्टि-विवेकपूर्ण साधन का उपयोग करने वाले पहले केंद्रीय बैंकों में से एक था और पिछले कुछ वर्षों में इसने क्षेत्रीय ऋण आपूर्ति में चक्रीय उतार-चढ़ाव, वित्तीय संस्थानों और क्षेत्रों में इंटरलिंगेज से उत्पन्न जोखिमों के बढ़ती को लक्षित करने के साथ-साथ सीमा पार के प्रभाव-प्रसार के लिए भी सफलतापूर्वक उनका उपयोग किया है।

इस आलेख में, हम आवास, वाणिज्यिक अचल संपदा (सीआरई), उपभोक्ता ऋण और पूंजी बाजार, ऋण-मूल्य (एलटीवी) अनुपात एवं नकद आरक्षित अनुपात (सीआरआर) में जोखिम भार और प्रावधान का उपयोग करके एक समग्र मैक्रोप्रूडेंशियल पॉलिसी (एमपीपी) इंडेक्स का निर्माण करते हैं। जून 1997 से मार्च 2020 की अवधि के लिए समष्टि-आर्थिक चर का उपयोग करते हुए एक वेक्टर ऑटोरेग्रेसन (वीएआर) विश्लेषण से पता चलता है कि मौद्रिक नीति मुद्रास्फीति और व्यापार चक्रों पर प्रभाव डालती है, लेकिन साथ ही, वित्तीय चक्रों को तीव्रता से प्रभावित नहीं करती है। वित्तीय चक्र क्रेडिट चक्रों से प्रभावित होते हैं, जो बदले में समष्टि-विवेकपूर्ण नीतियों से प्रभावित होते हैं।

* यह आलेख सुप्रिया मजूमदार, स्नेहल एस. हेरवाडकर, जुगनू अंसारी, आरती सिन्हा, राधेश्याम वर्मा, जिबिन जोस, सयंतिका भौमिक, अर्पिता अग्रवाल और संभवी ढींगरा द्वारा तैयार किया गया है। आलेख में व्यक्त विचार लेखकों के हैं और जरूरी नहीं कि वे भारतीय रिजर्व बैंक के विचारों को व्यक्त करते हों।

¹ साहित्य में तीन पहलुओं से संबंधित विवरण खंड II में प्रस्तुत किया गया है।

एमपीपी इंडेक्स को रिपो रेट के साथ जोड़ने से पता चलता है कि भारत में समष्टि-विवेकपूर्ण नीतियां आम तौर पर मौद्रिक नीति के साथ तालमेल बिठाती हैं।

अनुभवजन्य विश्लेषण से, आलेख का निष्कर्ष है कि कीमत और वित्तीय स्थिरता के उद्देश्यों को एक साथ आगे बढ़ाने के उद्देश्य से एक समन्वित तरीके से मौद्रिक और मैक्रोप्रूडेंशियल समष्टि-विवेकपूर्ण नीतियों का उपयोग करने के दृष्टिकोण ने एफआईटी को अपनाने के बाद भी अर्थव्यवस्था की अच्छी सेवा की है। वित्तीय क्षेत्र में सुधार एक सतत प्रक्रिया है, जिसे भारत में क्रमिक रूप से लागू किया जाता है। समष्टि-विवेकपूर्ण साधन के प्रभावी उपयोग के साथ यह प्रक्रिया वित्तीय स्थिरता के लक्ष्य को मजबूत करने में मदद कर रही है।

इस क्षेत्र में व्यापक साहित्य उपलब्ध है और उसी का एक विहंगम दृश्य खंड II में प्रस्तुत किया गया है, जबकि खंड III में वित्तीय स्थिरता उद्देश्य के अनुसरण में एफआईटी केंद्रीय बैंकों द्वारा अपनाई जाने वाली बहु-देशीय प्रथाओं की समीक्षा की गयी है। खंड IV में इस बात की पड़ताल की गयी है कि क्या समष्टि-विवेकपूर्ण नीतियां भारत में मौद्रिक नीति संचालन की पूरक या विरोधाभासी रही हैं। खंड V में डेटा और अनुभवजन्य साक्ष्य प्रस्तुत किया गया है, जबकि खंड VI में निष्कर्ष दिया गया है।

II. साहित्य की समीक्षा

समष्टि-वित्त साहित्य में कीमत स्थिरता और वित्तीय स्थिरता के बीच पूरकता और संघर्ष एक अच्छी तरह से अनुसंधानरत क्षेत्र रहा है। जहां इन दो चरों के बीच बातचीत की तीव्रता पर कोई सहमति नहीं है, वहीं अक्सर यह बताया जाता है कि कीमत स्थिरता अनिश्चितता को कम करती है और वित्तीय बाजारों में कुशल मूल्य निर्धारण में मदद करती है (येलेन, 2014; बिली और वेर्डिन, 2014)। इसी तरह, वित्तीय स्थिरता की कमी मौद्रिक नीति के प्रभावी संचरण में बाधा उत्पन्न कर सकती है, जिससे कीमत स्थिरता प्रभावित हो सकती है (बोर्डो एवं अन्य, 2000)। इसके विपरीत, कई अनुभवजन्य और सैद्धांतिक अध्ययनों से पता चलता है कि जोखिम लेने पर मौद्रिक नीति के प्रभाव के कारण कम मुद्रास्फीति के माहौल में भी वित्तीय असंतुलन का निर्माण हो सकता है (ब्लिंडर, 1999; बोरियो और लोव, 2002; बोरियो, अंग्रेजी और फिलार्डो, 2003; और शिराकावा, 2012)।

इस प्रकार नीतिगत बहस छिड़ती है कि क्या केंद्रीय बैंकों को लक्षित मुद्रास्फीति में वित्तीय स्थिरता के उद्देश्यों को स्पष्ट रूप से शामिल करना चाहिए।

2008 के जीएफसी के बाद इस बहस के वर्णन में काफी बदलाव आया है। जीएफसी से पहले, मुख्यधारा का दृष्टिकोण यह था कि वित्तीय स्थिरता के विचारों को मौद्रिक नीति के संचालन में कोई महत्वपूर्ण भूमिका नहीं निभानी चाहिए। हालांकि, जीएफसी ने दिखाया कि अकेले कीमत स्थिरता वित्तीय स्थिरता सुनिश्चित नहीं करेगी और संकट के बाद 'मॉपिंग अप' एक उचित रणनीति नहीं है (इस्सिंग, 2017)।

तीन प्रमुख पहलुओं का उदय

जीएफसी के बाद मौद्रिक नीति के वित्तीय स्थिरता प्रेषण से संबंधित साहित्य के तीन प्रमुख पहलू सामने आए हैं (स्मेट्स, 2014)। पहला, जिसे संशोधित *जैक्सन होल* सर्वसम्मत कहा जाता है, ने कहा कि मौद्रिक नीति को कीमत स्थिरता पर अपना संकीर्ण ध्यान रखना चाहिए, जबकि समष्टि-विवेकपूर्ण माध्यम को वित्तीय स्थिरता का पालन करना चाहिए, जिसमें प्रत्येक के पास अलग-अलग साधन होंगे। यह आकलन पर आधारित है कि मौद्रिक नीति और समष्टि-विवेकपूर्ण साधनों के बीच अंतरसंबंध सीमित है, कि मौद्रिक नीति के रुख ने जीएफसी से पहले असंतुलन के निर्माण में महत्वपूर्ण योगदान नहीं दिया है, और जब समष्टि-विवेकपूर्ण नीतियों की तुलना की जाए तो अल्पावधिक ब्याज दर उन असंतुलनों से निपटने के लिए बहुत प्रभावी साधन नहीं है (कोलार्ड एवं अन्य, 2017; एड्रियन एवं अन्य, 2014)।

दूसरा, जिसे *स्ट्रेटजी ऑफ लीनिंग अगेन्स्ट द विंड* कहा जाता है, उसने स्वीकार किया कि वित्तीय चक्रों को समष्टि-विवेकपूर्ण नीतियों के माध्यम से पूरी तरह से नहीं निपटा जा सकता है और मौद्रिक नीति का रुख जोखिम लेने को प्रभावित कर सकता है। इसलिए, इसने सुझाव दिया कि केंद्रीय बैंकों को केवल अल्पावधिक मुद्रास्फीति दृष्टिकोण पर ध्यान केंद्रित करने के बजाय बढ़ते वित्तीय असंतुलन, यदि कोई हो, के विरुद्ध आक्रामक रूप से झुकना चाहिए। एक अन्य उद्देश्य के रूप में वित्तीय स्थिरता को ध्यान में रखते हुए मौद्रिक प्राधिकरणों के नीतिगत क्षितिज को लंबा करना होगा, क्योंकि वित्तीय चक्र आमतौर पर व्यापार चक्र से अधिक लंबा होता है (बोरियो और

लोव, 2002; आयडिन और वोल्कन, 2011)। साहित्य से यह भी पता चलता है कि विनियामकीय और पर्यवेक्षीय साधनों और सूक्ष्म एवं समष्टि-विवेकपूर्ण नीतियों को नियोजित करने के बाद, मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण ढांचे को जीएफसी के दौरान हुई तरह के आंतरायिक व्यवधानों का पता लगाने के लिए किया जा सकता है और किया जाना चाहिए (वूडफोर्ड, 2011)। इसी तरह, यह तर्क दिया जाता है कि मौद्रिक नीति द्वारा प्रबलित होने पर समष्टि-विवेकपूर्ण नीतियां अधिक प्रभावी होती हैं (कारुआना, 2011; ब्रूनोआ, शिंब और शिन, 2017; गैम्बकोर्टा और मर्सिया, 2017)।

तीसरा, जो तर्क देता है कि *वित्तीय स्थिरता ही कीमत स्थिरता* है, से मौद्रिक नीति के संचालन में भारी बदलाव का पता चलता है, यह दर्शाते हुए कि वित्तीय स्थिरता और कीमत स्थिरता बारीकी से जुड़े हुए हैं (ब्रुननरमीयर और सैननिकोव, 2016)। यह मौद्रिक नीति संचरण तंत्र के केंद्र में वित्तीय घर्षण को रख देता है।

तीनों दृष्टिकोणों की उपयुक्तता और इष्टतमता तीन व्यापक मुद्दों पर अनुभवजन्य साक्ष्य पर निर्भर करती हैं: समष्टि-विवेकपूर्ण नीतियों की प्रभावशीलता; किस हद तक मौद्रिक नीति जोखिम लेने की ओर ले जाती है; और वित्तीय स्थिरता की संभावना, कीमत स्थिरता के उद्देश्यों को कमजोर करने वाले अधिदेश (स्मेट्स, 2014)।

एफआईटी और वित्तीय स्थिरता के बीच अंतर्संबंध: भारतीय अनुभव

भारतीय संदर्भ में, जहां रिजर्व बैंक ने आस्ति कीमत चक्रों से वित्तीय स्थिरता के जोखिमों को सीमित करने के लिए सूक्ष्म और समष्टि-विवेकपूर्ण दोनों उपायों का उपयोग किया, वहीं इसने आस्ति की कीमतों को प्रभावित करने के विशिष्ट इरादे से नीतिगत

ब्याज दरों का उपयोग करने से परहेज किया। अनुभवजन्य साक्ष्य ने स्थापित किया कि मौद्रिक नीति (जो उस समय पहले से ही कई उद्देश्यों को पूरा करती थी) को आस्ति की कीमतों को स्थिर करने के लिए कोई स्पष्ट भूमिका नहीं सौंपी जानी चाहिए (सिंह और पटनायक, 2012)।

अनुसंधान से पता चलता है कि वित्तीय स्थिरता, वृद्धि और मुद्रास्फीति मध्यम से लंबी अवधि के संबंध साझा कर सकते हैं। वित्तीय स्थिरता कीमत स्थिरता के लिए बहुत अधिक खतरा पैदा किए बिना वृद्धि को बढ़ावा दे सकती है और मौद्रिक नीति संचरण की प्रभावशीलता को बढ़ा सकती है। इसके अलावा, वित्तीय स्थिरता के साथ, वृद्धि अधिक स्थिर और मुद्रास्फीति कम स्थिर हो सकती है। इसलिए, भारतीय संदर्भ में पारंपरिक उद्देश्यों के साथ वित्तीय स्थिरता के लक्ष्य का अनुसरण किया जा सकता है (ढल, कुमार और अंसारी, 2011)। हाल के साक्ष्यों से पता चला कि सकल अनर्जक आस्तियों (एनपीए) द्वारा मापी गई बैंकिंग प्रणाली की सेहत का निवल ब्याज मार्जिन (एनआईएम) और वाणिज्यिक बैंकों की ऋण वृद्धि पर महत्वपूर्ण प्रभाव पड़ा, जिसका अर्थ है कि आस्ति की गुणवत्ता में गिरावट ब्याज दर और क्रेडिट चैनल के माध्यम से मौद्रिक नीति संचरण को बाधित करती है (जॉन एवं अन्य, 2016; राज एवं अन्य, 2020)।

III. एफआईटी केंद्रीय बैंकों की वित्तीय स्थिरता अधिदेश

ऐतिहासिक रूप से, ऐसा करने के लिए विशेष रूप से अनिवार्य हो या न हो, अधिकांश केंद्रीय बैंक अपने अधिकार क्षेत्र में वित्तीय स्थिरता सुनिश्चित करने के उपायों को लागू करते हैं। एफआईटी केंद्रीय बैंकों में, बैंक ऑफ कोरिया और बीओटी के पास अपनी मौद्रिक नीतियों के स्पष्ट अधिदेश के रूप में वित्तीय स्थिरता है (सारणी 1)। दक्षिण कोरियाई कानून निर्दिष्ट करता है

सारणी 1: मौद्रिक नीति के स्पष्ट वित्तीय स्थिरता अधिदेश वाले प्रमुख एफआईटी देश

केंद्रीय बैंक	मौद्रिक नीति उद्देश्य	वित्तीय स्थिरता के लिए संस्थागत संरचना
बैंक ऑफ कोरिया	कीमत स्थिरता का अनुसरण करते समय वित्तीय स्थिरता बनाए रखना	मौद्रिक नीति बोर्ड वित्तीय स्थिरता बनाए रखने संबंधी निर्णय लेता है।
बैंक ऑफ थाईलैंड (बीओटी)	आर्थिक वृद्धि और वित्तीय स्थिरता को संरक्षित करने के साथ-साथ कीमत स्थिरता	गवर्नर की अध्यक्षता वाली फाइनेंशियल इंस्टिट्यूशन पॉलिसी कमेटी (एफआईपीसी) वित्तीय संस्थाओं की सुरक्षा और सुदृढ़ता सुनिश्चित करने के लिए विवेकपूर्ण नीति, विनियमों और पर्यवेक्षी प्रथाओं को स्थापित करने के लिए जिम्मेदार है। बीओटी विश्लेषणात्मक अध्ययन और उद्योग की बात सुनने के बाद नीतियां और विनियमन तैयार करता है। इसके अलावा, नीतियां भी एफआईपीसी द्वारा संवीक्षा के अधीन हैं। मौद्रिक स्थिरता के प्रभारी डिप्टी गवर्नर (मौद्रिक नीति समिति का हिस्सा) भी एफआईपीसी का हिस्सा हैं।

टिप्पणी: घाना और यूक्रेन दो और उदाहरण हैं जहां वित्तीय स्थिरता मौद्रिक नीति का एक स्पष्ट अधिदेश है। हालांकि, संक्षेप में रखने के लिए, इन दोनों को यहां कवर नहीं किया गया है।
स्रोत: संबंधित केंद्रीय बैंकों की वेबसाइटों से संकलित।

कि, राष्ट्रीय अर्थव्यवस्था को स्थिर वृद्धि हासिल करने के लिए, इसे न केवल कीमत स्थिरता द्वारा, बल्कि वित्तीय स्थिरता द्वारा भी समर्थित किया जाना चाहिए। बीओटी सदी के आरंभ से मुद्रास्फीति को लक्षित कर रहा है। हालांकि, केंद्रीय बैंक के उद्देश्य से संबंधित इसकी कानून को 2008 में पूर्व एशियाई वित्तीय संकट की नीतिगत प्रतिक्रिया के रूप में संशोधित किया गया था ताकि स्पष्ट अधिदेश के रूप में मौद्रिक स्थिरता के साथ-साथ वित्तीय प्रणाली और भुगतान प्रणाली की स्थिरता को निर्दिष्ट किया जा सके। इसके अतिरिक्त, वर्ष 2020 में, बीओटी ने एक टॉलरेंस बैंड (2.5+/- 1.5 प्रतिशत) के साथ अपने पहले के बिंदु लक्ष्य को बदलकर, एक लक्ष्य सीमा (1-3 प्रतिशत) को अपनाया। यह माना जाता है कि लक्ष्य सीमा (अर्थात्, मध्य बिंदु के बिना) को अपनाने से वृद्धि का समर्थन करने और अस्थिर और अनिश्चित परिस्थितियों में वित्तीय स्थिरता को अधिक प्रभावी ढंग से संरक्षित करने में मौद्रिक नीति के लचीलेपन को बढ़ाने में मदद मिलती है।

वित्तीय स्थिरता सुनिश्चित करने के लिए एफआईटी केंद्रीय बैंकों द्वारा अपनाई जाने वाली प्रथाओं के बीच कुछ समानताएं उभरती हैं। उन सभी के पास अच्छी तरह से विकसित दबाव परीक्षण ढांचे हैं और नियमित अंतराल पर वित्तीय स्थिरता रिपोर्ट या समीक्षा प्रकाशित करते हैं। समष्टि-विवेकपूर्ण विनियमन कई देशों के लिए टूलकिट का हिस्सा बन गया है, जबकि वित्तीय स्थितियों की निगरानी, अन्य नियामकों के साथ समन्वय, वित्तीय बुनियादी ढांचे की देखरेख ऐसे अन्य उपाय हैं। कुछ केंद्रीय बैंक, जैसे कि रिज़र्व बैंक ऑफ़ न्यूज़ीलैंड, भी वित्तीय स्थिरता बनाए रखने के लिए अपनी रणनीतियों में जलवायु परिवर्तन को शामिल करने पर विचार कर रहे हैं।

संकट के समय, ये केंद्रीय बैंक बेनकद को छोड़कर शोधकम बाजार प्रतिभागियों को उबार करके वित्तीय स्थिरता सुनिश्चित करते हैं, विफल वित्तीय संस्थानों का प्रबंधन करते हैं, स्पिलओवर प्रभावों से बचने के लिए समग्र चलनिधि को बढ़ाते हैं और प्रतिफल वक्र अस्थिरता को कम करते हैं।

हालांकि, वित्तीय स्थिरता सुनिश्चित करने के लिए कार्यान्वयन संरचना एफआईटी क्षेत्राधिकार में अलग-अलग है (अनुबंध ए)।

अधिकांश मामलों में, वित्तीय स्थिरता बनाए रखने के लिए एक अलग बोर्ड या समिति प्रचलित है, जिसकी अध्यक्षता ज्यादातर संबंधित केंद्रीय बैंकों के गवर्नर करते हैं। ये संस्थाएं वित्तीय प्रणाली की स्थिरता को बढ़ावा देने के उद्देश्य से निर्णय लेने में मदद करते हुए विनियामक एजेंसियों के लिए समन्वय निकायों के रूप में कार्य करते हैं। वैकल्पिक रूप से, जापान में, मौद्रिक नीति निर्धारित करने के लिए सौंपा गया प्राधिकरण आस्ति जोखिम प्रीमियम को प्रभावित करने के लिए आस्ति खरीद के संबंध में भी वित्त स्वीकृत करता है।

IV. भारत में समष्टि-विवेकपूर्ण नीति और मौद्रिक नीति

रिज़र्व बैंक ने उन्हें ऐसा को बिना नामकरण किए बगैर एक दशक से भी अधिक समय से समष्टि-विवेकपूर्ण साधन² का भरपूर उपयोग किया है, और इन उपायों को अपनाने वाले पहले केंद्रीय बैंकों में से एक था। समष्टि-विवेकपूर्ण साधन का उपयोग (i) ऋण आपूर्ति में चक्रीय उतार-चढ़ाव; (ii) वित्तीय संस्थाओं और क्षेत्रों में अन्योन्याश्रयता; और (iii) सीमा पार स्पिल-ओवर से उत्पन्न होने वाले जोखिमों के बढ़ती को लक्षित करने के लिए किया जाता है।

प्रतिचक्रीय उपायों जैसे पहले से अधिकृत प्रतिचक्रीय प्रावधान और विभिन्न क्षेत्रों में विभेदित जोखिम भार का उपयोग समष्टि-विवेकपूर्ण नीतियों की दिशा को मापने के लिए किया जा सकता है ताकि उनकी तुलना उस अवधि के मौद्रिक नीति रुख से की जा सके। जब वर्ष 2004 में समष्टि-विवेकपूर्ण उपायों को पहली बार पेश किया गया था और अगस्त 2008 तक रिपो दर में 300 आधार अंकों की वृद्धि की गई थी, तब मांग दबाव को नियंत्रित करने के लिए मौद्रिक नीति सख्ती के दौर में थी। इसी

² इनमें प्रति-चक्रीय उपाय जैसे ऋण-मूल्य सीमा, पूंजी संरक्षण बफर, प्रति-चक्रीय बफर, और, निवेश उतार-चढ़ाव आरक्षित निधि शामिल हैं। कुल अंतर-बैंक देनदारियों की सीमा, गैर-संपार्श्विक वित्त पोषण बाजार तक सीमित पहुंच, और बैंकों/वित्तीय संस्थानों के बीच पूंजी के क्रॉस होल्डिंग की सीमाएं सभी क्षेत्रों में वित्तीय अस्थिरता के प्रसार की जांच करने के लिए क्रॉस-सेक्शनल टूल के उदाहरण हैं। दूसरी ओर, पूंजी प्रवाह अस्थिरता के कारण वित्तीय स्थिरता जोखिमों को कम करने वाले उपाय, विशेष रूप से वे जो विदेशी मुद्रा जोखिम या चलनिधि बेमेल जोखिम को बढ़ाते हैं, जिसमें क्षेत्र-विशिष्ट की ऊपरी सीमा, घरेलू इकाई-विशिष्ट सीमा और बाहरी वाणिज्यिक उधार पर प्रतिबंध शामिल हैं, को पिछले कुछ वर्षों में धीरे-धीरे उदार बनाया गया है।

अवधि के दौरान, आवास ऋण और वाणिज्यिक स्थावर संपदा संबंधी मानक आस्ति पर प्रावधान क्रमशः 75 आधार अंक और 175 आधार अंक बढ़ाए गए थे (अनुबंध बी)। इसके अलावा, विभिन्न खंडों पर जोखिम भार भी बढ़ाए गए थे। इसके अलावा, अक्टूबर 2008 - अप्रैल 2009 के आसान चरण के दौरान, विभिन्न क्षेत्रों में नीतिगत दरों, जोखिम भार और प्रावधान मानदंडों को ढीला कर दिया गया था। अक्टूबर 2009 के बाद रुख बदल गया, जब मुद्रास्फीति के दबावों ने मौद्रिक सख्ती की मांग की, जबकि अर्थव्यवस्था के कुछ क्षेत्रों में ऋण वृद्धि में बढ़ोतरी के कारण समष्टि-विवेकपूर्ण सख्ती जरूरी हो गया। मौद्रिक नीति के बाद के अधिकांश सख्ती और ढीले चरण समष्टि-विवेकपूर्ण नीति के अनुरूप थे।

एफआईटी की शुरुआत के बाद से, कमजोर ऋण स्थितियों के कारण समष्टि-विवेकपूर्ण साधन का आक्रामक रूप से उपयोग नहीं किया गया है। जनवरी 2015 से मई 2018 तक मौद्रिक सहजता के चरण के बाद मौद्रिक सख्ती का एक छोटा चरण था। फरवरी 2019 से अब तक मौद्रिक सहजता के बाद के चरण में, जहां नीतिगत दर में 250 आधार अंकों की कमी की गई थी, वहीं कुछ क्षेत्रों के जोखिम भार को भी तदनुसार समायोजित किया गया था।

भारतीय मामले में, मौद्रिक नीति और समष्टि-विवेकपूर्ण नीति दोनों एक दूसरे के पूरक हैं। इसे एक साथ कीमत और वित्तीय स्थिरता को आगे बढ़ाने के उद्देश्य से मौद्रिक और समष्टि-विवेकपूर्ण नीतियों के संचालन के लिए एक समन्वित दृष्टिकोण द्वारा प्रदर्शित किया गया है। इस तरह की समन्वित प्रतिक्रियाओं को रिज़र्व बैंक के व्यापक विनियामकीय दायरे द्वारा सुगम बनाया गया था। सीआरई और आवास क्षेत्र के लिए उच्च प्रावधान जैसी नीतियां अन्य उत्पादक क्षेत्रों और प्राथमिकता-प्राप्त क्षेत्रों में ऋण के प्रवाह को खतरे में डाले या बाधित किए बिना क्षेत्रवार ऋण में अनुपातहीन वृद्धि को रोकने में सक्षम थीं। अब तक के भारतीय अनुभव ने वित्तीय स्थिरता और कीमत स्थिरता के बीच व्यापक सामंजस्य का प्रदर्शन किया है।

V. अनुभवजन्य विश्लेषण

आंकड़े और कार्यप्रणाली

वर्तमान खंड में, अन्य के साथ-साथ बर्नानके और ब्लाइंडर (1992), पीयर्समैन और स्मेट्स (2001) और मियाओ (2002) के कार्यों का अनुसरण करते हुए भारतीय प्रसंग में मौद्रिक नीति, व्यापार चक्र, वित्तीय चक्र/ क्रेडिट चक्र और समष्टि विवेकपूर्ण नीतियों के बीच पारस्परिक प्रभाव का विश्लेषण किया गया है। वीएआर सभी अंतर्जात चरों से युक्त इस प्रकार के अंतःक्रियाओं का अनुमान लगाने के लिए एक लोकप्रिय तकनीक है। इसमें प्रति चर एक समीकरण शामिल होता है जहां प्रत्येक समीकरण के दायें मान में एक स्थिरांक शामिल होता है और प्रणाली में अन्य सभी चरों के अंतराल होते हैं। दो कम किए गए फॉर्म वीएआर मॉडल का निर्माण सामान्य अंतराल-अवधि के साथ किया जाता है। पहला एक चार-चरों वाला मॉडल है जिसमें वास्तविक जीडीपी वृद्धि, सीपीआई मुद्रास्फीति, मांग मुद्रा दर, वित्तीय चक्र/ क्रेडिट चक्र शामिल है। दूसरे मॉडल में एमपीपी सूचकांक भी शामिल है³। जबकि पहले मॉडल का उद्देश्य मौद्रिक नीति संचारण तंत्र की जांच करना है, बाद वाले मॉडल का उद्देश्य नीतिगत बहस में अंतर्दृष्टि प्राप्त करने के लिए किया गया है कि क्या समष्टि विवेकपूर्ण नीतियां ऋण वृद्धि को प्रभावित करने में प्रभावी हैं।

विश्लेषण के लिए सुविचारित समयावधि जून 1997 से मार्च 2020 तक तिमाही आवृत्ति पर है, जिसमें दो मौद्रिक नीति पद्धतियां शामिल हैं, अर्थात्, एकाधिक संकेतक दृष्टिकोण (1997-2016) और लचीली मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण (2016-2020)। वास्तविक जीडीपी में वृद्धि, सीपीआई मुद्रास्फीति, मांग मुद्रा दर और अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों (एससीबी) (क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों को छोड़कर) की ऋण वृद्धि को व्यापार चक्र, कीमत चक्र, मौद्रिक नीति चक्र और क्रेडिट चक्र के लिए प्रॉक्सी बनाने के लिए असममित दायरे के पास फिल्टर के साथ माना जाता है। क्रमशः

³ क्रेडिट, क्रेडिट-जीडीपी अनुपात, टर्म स्प्रेड और मांग मुद्रा दर पर आंकड़े <https://dbie.rbi.org.in> से प्राप्त किए जाते हैं जबकि जीडीपी और सीपीआई मुद्रास्फीति सांख्यिकी और कार्यक्रम कार्यान्वयन मंत्रालय (www.mospi.gov.in)। एमपीपी सूचकांक अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक (बीआईएस) डेटा और भारतीय रिज़र्व बैंक के विभिन्न परिपत्रों पर आधारित है।

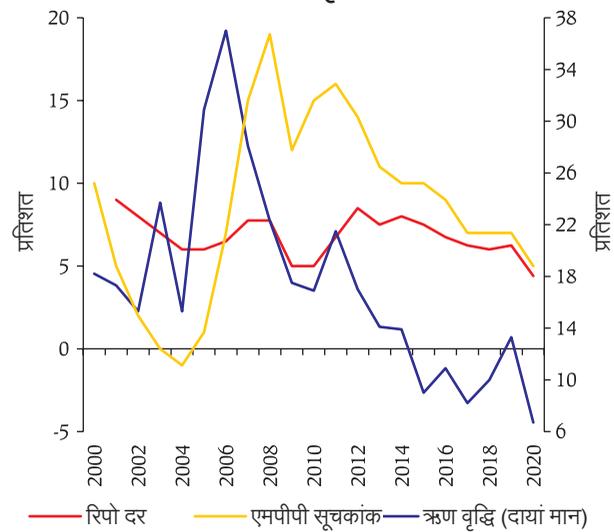
वित्तीय चक्र का निर्माण इस विश्लेषण के उद्देश्य के लिए टर्म स्प्रेड, क्रेडिट-जीडीपी अनुपात, कॉरपोरेट बॉन्ड स्प्रेड और इक्विटी प्रतिफल अस्थिरता के सामान्यीकृत मूल्यों के औसत के रूप में किया गया है।

समष्टि विवेकपूर्ण नीतियों में सामान्य प्रवृत्ति की जांच करने के लिए, आवास, सीआरई, उपभोक्ता ऋण, पूंजी बाजार, एलटीवी अनुपात और सीआरआर के लिए जोखिम भार और मानक आस्तियों के लिए प्रावधान का उपयोग करके त्रैमासिक आवृत्ति पर एक समग्र गुणात्मक एमपीपी सूचकांक का निर्माण किया गया था। एमपीपी सूचकांक के निर्माण की पद्धति अर्किंसी और ओल्मस्टेड-रम्से (2018) पर आधारित है। समग्र एमपीपी सूचकांक प्राप्त करने के लिए पहला कदम इन समष्टि विवेकपूर्ण उपायों में से प्रत्येक के लिए अलग-अलग सूचकांकों का निर्माण करना था। आधार वर्ष 1999-2000 में शून्य से शुरू (चार्ट 1 में 2000 के रूप में निर्दिष्ट), यदि कोई समष्टि विवेकपूर्ण उपाय पेश किया गया था या क्रेडिट या आस्ति कीमत वृद्धि को रोकने के लिए नियंत्रण किया गया था, तो एक का मान सूचकांक में जोड़ा गया था। इसी तरह, यदि एक का मान घटा दिया गया तो समष्टि विवेकपूर्ण उपायों में ढील दी गई थी। यदि समष्टि विवेकपूर्ण माप को वर्ष के दौरान कई बार नियंत्रित या शिथिल किया गया था, तो एक को कई बार जोड़ा या घटाया गया था। यदि एक वर्ष में कोई कार्रवाई नहीं की गई, तो सूचकांक के मान में कोई बदलाव नहीं आया। इस प्रकार, निर्माण द्वारा समष्टि विवेकपूर्ण उपायों को नियंत्रित करने से सूचकांक का उच्च मान और विलोमतः का संकेत मिलेगा⁴। अंतिम चरण में, इन व्यक्तिगत सूचकांकों को एमपीपी सूचकांक के निर्माण के लिए क्षैतिज रूप से एकत्रित किया गया था, जिसे ऋणात्मक मूल्यों को हटाने के लिए 10 तक बढ़ाया गया था।

एमपीपी सूचकांक के एक दृश्य विश्लेषण से पता चलता है कि समष्टि विवेकपूर्ण नीति आम तौर पर भारत में मौद्रिक नीति के साथ तालमेल बिठाती है। ऋण वृद्धि पर नियंत्रित समष्टि विवेकपूर्ण नीतियों का संकुचनकारी प्रभाव एक अंतराल के साथ दिखाई दे रहा है। हालांकि, मंदी के दौरान समष्टि विवेकपूर्ण नीतियों के माध्यम से ऋण वृद्धि को बढ़ाने की क्षमता सीमित कर दी गई है

⁴ एमपीपी सूचकांक के लिए उपयोग किए जाने वाले चर तीव्र रूप से समायोजित नहीं हैं। उदाहरण के लिए, अधिकतम एलटीवी अनुपात में 10 प्रतिशत अंक की कमी और अनुपात में 20 प्रतिशत की कमी को एमपीपी सूचकांक में समान माना जाता है।

चार्ट 1: मौद्रिक नीति, समष्टि विवेकपूर्ण नीति और ऋण वृद्धि



स्रोत: डीबीआईआई और लेखकों की गणना।

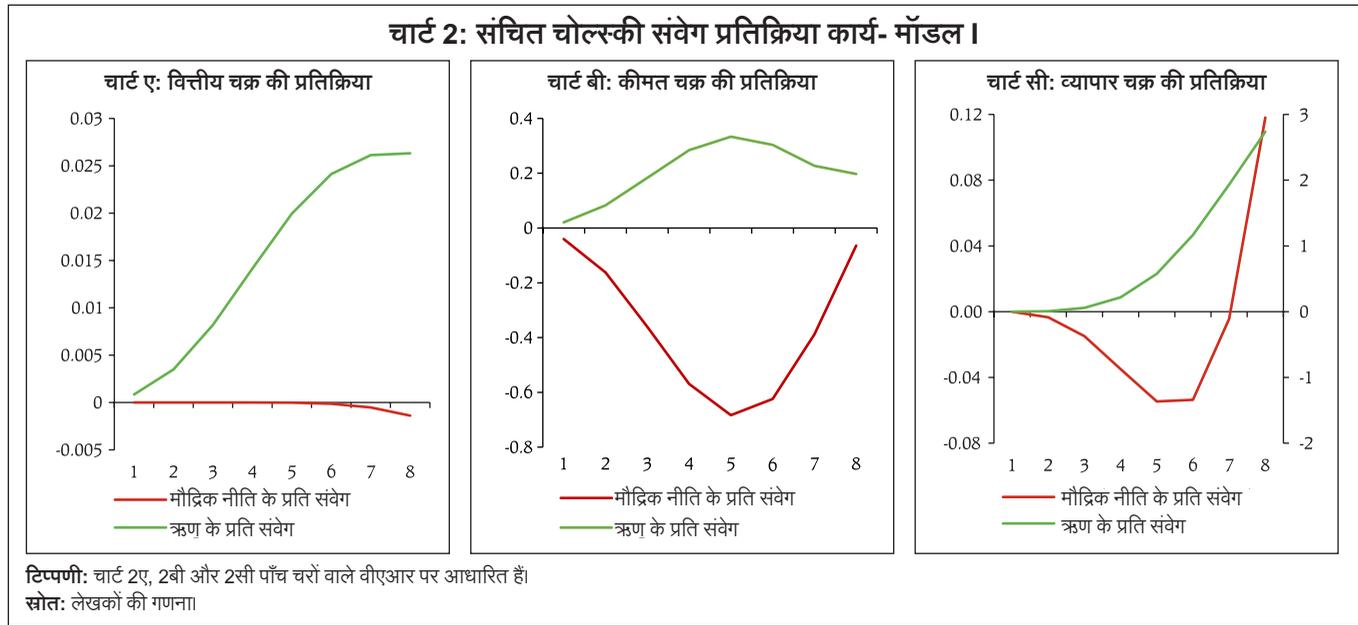
(चार्ट 1)। इस प्रकार, ऋण चक्र के विभिन्न चरणों में उनकी प्रभावशीलता असममित पायी गई है। इससे पता चलता है कि न्यून ऋण चक्र को पुनर्जीवित करने के लिए कुछ और नवीन नीतिगत साधनों की आवश्यकता है।

परिणाम और अनुमान

प्रारंभिक चरण के रूप में, हम संवर्धित डिकी फुलर परीक्षण का उपयोग करके चर में इकाई रूट्स की उपस्थिति की जांच करते हैं और वे स्थिर या तो स्तर पर या पहले अंतर में होते हैं। ग्रेंजर कॉज़ल्टी परीक्षण से पता चलता है कि बिना कॉज़ल्टी की शून्य परिकल्पना लगभग हमेशा केवल दो अपवादों के साथ खारिज कर दी जाती है (अनुबंध सी)। ऐसे द्वि-दिशात्मक कॉज़ल्टी की उपस्थिति विचाराधीन चरों के बीच अंतर्संबंधों की व्यापकता का सुझाव दे सकती है⁵।

वीएआर फ्रेमवर्क में, प्रणाली के झटके के लिए प्रणाली के चरों की प्रतिक्रियाओं का पता लगाने के लिए संवेग प्रतिक्रिया कार्यों का उपयोग किया जाता है। हम उपर्युक्त चर्चित दो वीएआर मॉडलों की संचित चोल्स्की संवेग प्रतिक्रियाओं का विश्लेषण

⁵ हालांकि, इन परिणामों का कुछ सावधानी के साथ विश्लेषण करने की आवश्यकता है क्योंकि ग्रेंजर कॉज़ल्टी परीक्षण, अपने सरलतम रूप में, तात्कालिक कार्य-कारण का पता नहीं लगा सकता है। यदि दोनों चर एक सामान्य आघात का जवाब देते हैं, तो परीक्षण नकली परिणाम भी दे सकता है, लेकिन उनकी प्रतिक्रियाएं सांतिरित हैं।



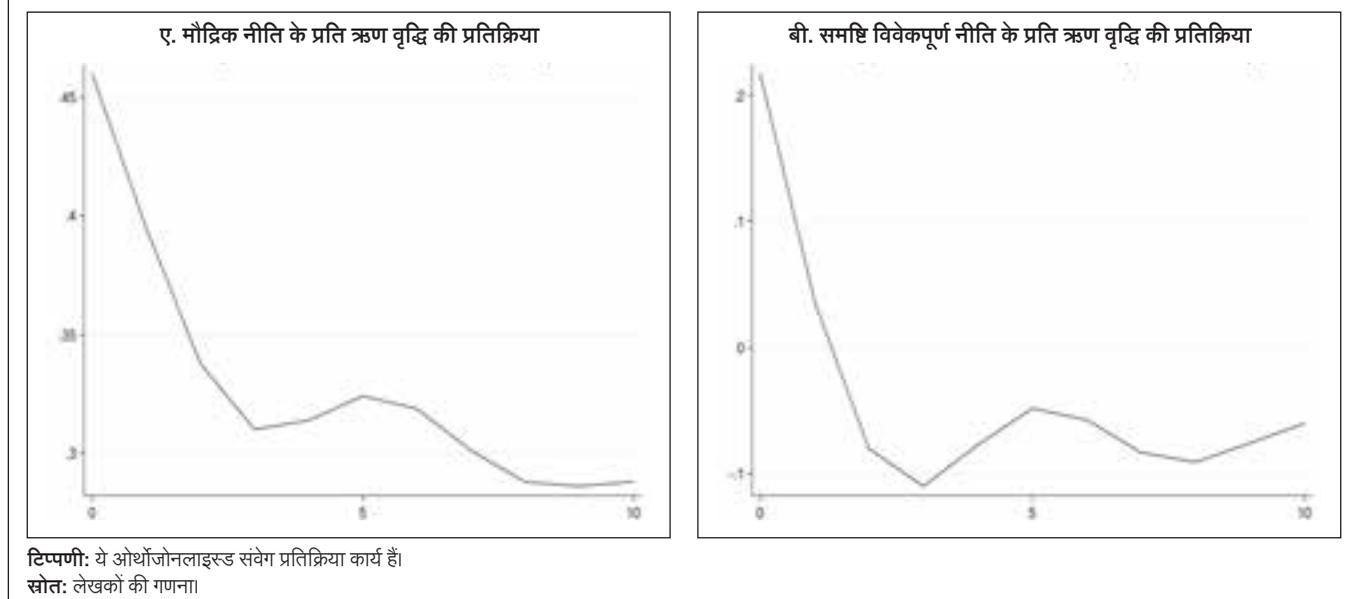
करते हैं, जो अन्य चरों पर मौद्रिक नीति और ऋण वृद्धि के प्रभाव का मूल्यांकन करते हैं, जैसे, उत्पादन, कीमतें और वित्तीय चक्र (मॉडल I) और लघु और मध्यम अवधि के होरिजन्स पर एमपीपी क्रेडिट वृद्धि (मॉडल II) का मूल्यांकन किया जाता है। संवेग प्रतिक्रियाओं से पता चलता है कि वित्तीय चक्र ऋण आघात के प्रति संवेदनशील है, जबकि यह मौद्रिक नीति से तुरंत प्रभावित नहीं हो सकता है। हालांकि लंबे समय में, वित्तीय चक्र मौद्रिक नीति के द्वारा ऋण चक्र माध्यम से प्रभावित हो सकता है (चार्ट 2ए)। मौद्रिक नीति में परिवर्तन मुद्रास्फीति को प्रभावित करता है, अर्थात्, मौद्रिक नीति के लिए एक इकाई सकारात्मक आघात सीपीआई मुद्रास्फीति में कमी लाता है और इसे संभलने में कुछ तिमाहियों का समय लगता है। इसके विपरीत, एक सकारात्मक ऋण आघात से मुद्रास्फीति में अपेक्षित वृद्धि होती है (चार्ट 2बी)। मौद्रिक नीति के लिए एक सकारात्मक आघात शुरू में वित्त की लागत को बढ़ाता है, जिससे व्यापार चक्र में ठीक होने से पहले अल्पावधि के लिए मंदी आती है। व्यापार चक्र (दायां मान) पर ऋण वृद्धि का प्रभाव क्रमिक वृद्धि का है (चार्ट 2सी)।

जैसा कि एमपीपी सूचकांक के लिए एक सकारात्मक आघात से संकेत मिलता है, नियंत्रित समष्टि विवेकपूर्ण उपायों के प्रति समग्र ऋण वृद्धि की संवेग प्रतिक्रिया तीन अवधियों तक ऋणात्मक

है। अत्यधिक ऋण वृद्धि को रोकने में इन नीतियों को मौद्रिक नीति की तुलना में अधिक प्रभावी पाया गया है, क्योंकि मौद्रिक नीति अप्रत्यक्ष रूप से ऋण प्रवाह के माध्यम से प्रभाव डालती है, जबकि समष्टि विवेकपूर्ण नीति प्रत्यक्ष रूप से ऋण प्रवाह को प्रभावित करती है (चार्ट 3ए और बी)।

उपरोक्त विश्लेषण से दो महत्वपूर्ण निष्कर्ष निकलते हैं। पहला, मौद्रिक नीति के लिए एक सकारात्मक आघात वित्तीय चक्र को नियंत्रित करने में प्रभावशाली नहीं रहा है। यह निष्कर्ष इस तर्क के अनुरूप है कि वित्तीय स्थिरता प्राप्त करने के लिए अल्पकालिक ब्याज दर शायद सबसे अच्छा साधन नहीं है (स्वेनसन, 2012; येलेन, 2014; इवांस, 2014; और एड्रियन और अन्य, 2018)। दूसरा, समष्टि विवेकपूर्ण नीतियां ऋण की अधिकता को रोकने में और उसके माध्यम से वित्तीय स्थिरता सुनिश्चित करने में सफल रही हैं। यह निष्कर्ष वर्मा (2018) की कथनी के अनुरूप है, जिन्होंने संवेदनशील क्षेत्रों में ऋण वृद्धि को कम करने में समष्टि विवेकपूर्ण नीतियों की प्रभावशीलता का दस्तावेजीकरण किया। संक्षेप में, अनुभवजन्य साक्ष्य मुख्य रूप से कीमत स्थिरता के लिए मौद्रिक नीति को नियोजित करने और वित्तीय स्थिरता के लिए समष्टि विवेकपूर्ण नीतियों के वर्तमान फ्रेमवर्क को सही ठहराते हैं। जैसा कि देखा गया है, ऐसा लगता है कि मौद्रिक नीति रुख और समष्टि विवेकपूर्ण नीतियों के बीच

चार्ट 3: संचित चोल्स्की संवेग प्रतिक्रिया कार्य- मॉडल ।



तालमेल ने समष्टि विवेकपूर्ण नीतियों द्वारा ऋण में तेजी को प्रभावी ढंग से नियंत्रित करने में मदद की है⁶।

VI. निष्कर्ष

भारत में वित्तीय स्थिरता केंद्रीय बैंक का एक निहित लक्ष्य है, जो एक एक स्थान पर संचालित मौद्रिक और समष्टि विवेकपूर्ण नीतियों के बीच अभिन्न पारस्परिक प्रभाव के लाभों का उपयोग करता है। भारत में मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण व्यवस्था की हालिया समीक्षा की पृष्ठभूमि में यह आलेख अनुभवजन्य रूप से स्थापित करता है कि यह सहयोगी दृष्टिकोण कारगर रहा है। समष्टि विवेकपूर्ण उपायों के एक सूचकांक का निर्माण करते हुए, इस आलेख में प्रस्तुत साक्ष्य बताते हैं कि रिजर्व बैंक द्वारा उठाए गए समष्टि विवेकपूर्ण उपाय 2004-2011 के दौरान अत्यधिक ऋण वृद्धि को रोकने में प्रभावी थे। साथ ही, इसने अब तक वित्तीय स्थिरता, कीमत स्थिरता और वृद्धि के उद्देश्य पर रुख के बीच कोई भी बड़ा संघर्ष नहीं किया है। बल्कि, अधिकांश समय मौद्रिक नीति और समष्टि विवेकपूर्ण साधन एक-दूसरे के पूरक पाए गए हैं।

⁶ इस विश्लेषण का एक दिलचस्प विस्तार यह परीक्षण करना हो सकता है कि क्या ये संबंध एफआईटी के बाद की अवधि में पहले की व्यवस्था की तुलना में परिवर्तित हो गए हैं। हालांकि, यह दो कारणों से नहीं किया जा सका: पहला, 2016 में एफआईटी को अपनाने के बाद से डेटा बिंदुओं की सीमा; दूसरा, जैसा कि पहले उल्लेख किया गया है, एफआईटी के बाद की अवधि में समष्टि विवेकपूर्ण नीतियों का आक्रामक रूप से उपयोग

भारत में वर्तमान एफआईटी व्यवस्था में कीमत स्थिरता सुनिश्चित करने के लिए 'वृद्धि के उद्देश्य को ध्यान में रखते हुए' नीतिगत कार्रवाई की परिकल्पना की गई है। अनुभवजन्य परिणाम बताते हैं कि मौद्रिक और समष्टि विवेकपूर्ण नीतियों के बीच उचित समन्वय के माध्यम से, वित्तीय स्थिरता लक्ष्यों को मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण उद्देश्य को कमजोर किए बिना एफआईटी व्यवस्था के तहत निहित रूप से पूरा किया जाता है। इसके अलावा, वित्तीय स्थिरता या उसके अभाव को संकीर्ण रूप से परिभाषित करना मुश्किल है। मौद्रिक नीति के लिए पहले से मौजूद कीमत और वृद्धि के विचारों के साथ-साथ एक वित्तीय स्थिरता उद्देश्य निर्धारित करना, पहले के कई संकेतक दृष्टिकोण पर वापस जाने के समान हो सकता है, जो कीमत स्थिरता उद्देश्य को गंभीरता से प्रभावित कर सकता है। इसलिए मौजूदा फ्रेमवर्क को जारी रखना महत्वपूर्ण है।

संदर्भ

Adrian, T., Covitz, D., & Liang, N. (2014). Financial Stability Monitoring. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, June.

Adrian, T., Dell'Ariccia, G., Haksar, V., & Mancini-Griffoli, T. (2018). Monetary Policy and Financial Stability. In *Advancing the frontiers of monetary policy* (pp. 69-82). Washington, D.C.: IMF.

- Akinci, O. & Olmstead-Rumsey, J. (2018). How effective are macroprudential policies? An empirical investigation. *Journal of Financial Intermediation*, 33(C), pp. 33-57
- Aydin, B., & Volkan, M. E. (2011). Incorporating financial stability in inflation targeting frameworks. *IMF working paper WP/11/224*. International Monetary Fund.
- Bernanke, B., & Blinder, A. (1992). The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission. *American Economic Review*, 82 (4) .
- Billi, R. M., & Vredin, A. (2014). Monetary policy and financial stability – a simple story. *Sveriges Riksbank Economic Review*, pp. 7-22.
- Blinder, A. (1999). General discussion: monetary policy and asset price volatility. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 4, pp. 139-140.
- Bordo, M. D., Dueker, M. J., & Wheelock, D. C. (2000). Inflation shocks and financial distress: an historical analysis. *Journal of Economic History*, 534-535.
- Borio, C., & Lowe, P. (2002). Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus. *BIS Working Papers*. BIS, July.
- Borio, C., English, W., & Filardo, A. (2003). A tale of two perspectives: old or new challenges for monetary policy? . *BIS Working Papers No 127*. BIS, February.
- Brunnermeier, M. K., & Sannikov, Y. (2016). The I Theory of Money. *NBER Working Paper Series*. NBER, August.
- Brunoa, V., Shimb, I., & Shin, H. S. (2017). Comparative assessment of macroprudential policies. *Journal of Financial Stability*, 183-202.
- Caruana, J. (2011). Monetary Policy in a World with Macroprudential Policy. *RBI Monthly Bulletin*, July.
- Collard, F., Dellas, H., Diba, B., & Loisel, O. (2017). Optimal Monetary and Prudential Policies. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 40–87.
- Dhal, S., Kumar, P., & Ansari, J. (2011). Financial Stability, Economic Growth, Inflation and Monetary Policy Linkages in India: An Empirical Reflection. *Reserve Bank of India Occasional Papers*.
- Evans, C. L. (2014). Thoughts on accommodative monetary policy, inflation and financial instability. *Speech in Hong Kong*. Federal Reserve Bank of Chicago, March 28.
- Gambacorta, L., & Murcia, A. (2017). The impact of macroprudential policies and their interaction with monetary policy: an empirical analysis using credit registry data. *BIS Working Papers*. BIS, May.
- Issing, O. (2017). Financial Stability and the ECB's monetary policy strategy . *ECB Legal Conference 2017* (pp. 340-348). European Central Bank.
- John, J., Mitra, A. K., Raj, J., & Rath, D. P. (2016). Asset Quality and Monetary Transmission in India. *Reserve Bank of India Occasional Papers*.
- Miyao, R. (2002). The effects of monetary policy in Japan. *Journal of Money, Credit and Banking*, 376-392.
- Peersman, G., & Smets, F. (2001). The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis. *ECB Working Paper, No. 91*. ECB, December.
- Raj, J., Rath, D. P., Mitra, P., & John, J. (2020). Asset Quality and Credit Channel of Monetary Policy Transmission in India: Some Evidence from Bank-level Data. *RBI Working Paper No. 14/2020*.
- Shirakawa, M. (2012). Retrieved from www.lse.ac.uk: https://www.lse.ac.uk/assets/richmedia/channels/publicLecturesAndEvents/transcripts/20120110_1830_deleveragingAndGrowth_tr.pdf, January 10
- Singh, B., & Pattanaik, S. (2012). Monetary Policy and Asset Price Interactions in India: Should Financial Stability Concerns from Asset Prices be Addressed Through Monetary Policy? *Journal of Economic Integration*, 167-194.

Sinha, A. (2011). Macroprudential policies: Indian experience. *Address delivered at Eleventh Annual International Seminar on Policy Challenges for the Financial Sector co-hosted by The Board of Governors of the Federal Reserve System, IMF and the World Bank*. Washington, DC, June 2.

Smets, F. (2014). Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked? *International Journal of Central Banking*, 263-300.

Svensson, L. E. (2012). The Relation between Monetary Policy and Financial Policy. *International Journal of Central Banking*, 293-295.

Verma, R. (2018). Effectiveness of Macroprudential Policies in India. In J. Ansari, *Macroprudential Policies in SEACEN Economies: An Integrative Report* (pp. 31-54). The SEACEN Centre.

Woodford, M. (2011). *Inflation Targeting and Financial Stability*, November 10. Retrieved from <http://www.columbia.edu/~mw2230/ITFinStab.pdf>

Yellen, J. L. (2014). <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20140702a.htm>, July 2. Retrieved from <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20140702a.htm>

अनुबंध ए: केंद्रीय बैंक के अधिदेश के रूप में वित्तीय स्थिरता वाले एफआईटी देश

केंद्रीय बैंक	केंद्रीय बैंक का अधिदेश	वित्तीय स्थिरता के लिए संस्थागत संरचना
रिज़र्व बैंक ऑफ ऑस्ट्रेलिया (आरबीए)	मुद्रा की स्थिरता सुनिश्चित करने, पूर्ण रोजगार, आर्थिक समृद्धि, वित्तीय स्थिरता बनाए रखने के लिए ब्याज दर निर्धारित करना	वित्तीय नियामक परिषद (सीएफआर) राज्यपाल की अध्यक्षता में आरबीए, ऑस्ट्रेलियाई प्रूडेंशियल नियामक प्राधिकरण (एपीआरए), ट्रेजरी और ऑस्ट्रेलियाई प्रतिभूति और निवेश आयोग (एएसआईसी) के बीच समन्वय सुनिश्चित करता है। आरबीए के सहायक गवर्नर भी सदस्य हैं। आरबीए के भीतर भुगतान प्रणाली बोर्ड के पास भुगतान प्रणाली की सुरक्षा और स्थिरता के लिए स्पष्ट अधिकार हैं।
बैंको सेंट्रल दो ब्राजील (बीसीबी)	घरेलू मुद्रा की क्रय शक्ति स्थिरता और राष्ट्रीय वित्तीय प्रणाली की सुदृढ़ता और दक्षता।	वित्तीय स्थिरता समिति (सीओएमईएफ) के सदस्य बीसीबी के निदेशक मंडल हैं, जो त्रैमासिक आधार पर मिलते हैं जब सीओएमईएफ प्रतिचक्रिय पूंजी बफर दर पर भी निर्णय लेता है।
साउथ अफ्रीकन रिज़र्व बैंक (एसएआरबी)	संतुलित और सतत आर्थिक वृद्धि के हित में कीमत स्थिरता। वित्तीय स्थिरता के लिए जिम्मेदारी को शामिल करने के लिए अधिदेश को संशोधित किया गया।	अध्यक्ष के रूप में गवर्नर की अध्यक्षता वाली आंतरिक वित्तीय स्थिरता समिति- में उप गवर्नर, मौद्रिक नीति समिति के सभी सदस्य और अधिकतम सात अन्य एसएआरबी अधिकारी शामिल हैं। समिति की बैठक हर दूसरे महीने होती है, जो एमपीसी की बैठकों के स्थान पर वैकल्पिक होती है।
बैंक ऑफ इंग्लैंड	स्थिर और निम्न मुद्रास्फीति, वित्तीय स्थिरता बनाए रखते हुए	वित्तीय नीतिगत समिति (एफपीसी) में 13 सदस्य हैं- 6 आंतरिक (गवर्नर सहित, 4 डीजी और ईडी वित्तीय स्थिरता के लिए जिम्मेदार) और बाह्य (शिक्षाविद और व्यवसायी), जिनकी वर्ष में चार बार बैठक होती है। यह समष्टि विवेकपूर्ण नीतियों के लिए जिम्मेदार है और वित्तीय स्थिरता के जोखिम को कम करने के लिए नियामकों को निर्देशित करने और किसी को भी अनुशंसा करने की शक्ति रखती है। विवेकपूर्ण विनियमन प्राधिकरण (पीआरए)- बैंकों, बिलिडिंग सोसाइटियों, क्रेडिट यूनियनों, निवेश फर्मों और बीमा कंपनियों के विवेकपूर्ण विनियमन और पर्यवेक्षण के लिए जिम्मेदार है।
बैंक ऑफ जापान	कीमत स्थिरता और वित्तीय प्रणाली स्थिरता में योगदान	नीतिगत बोर्ड, जिसमें गवर्नर, दो उप गवर्नर और छह अन्य सदस्य शामिल हैं, साइट पर परीक्षा नीति, संपत्ति की खरीद, आदि का निर्णय लेते हैं।

स्रोत: केंद्रीय बैंकों की वेबसाइटों से संकलित।

अनुबंध बी: भारतीय रिज़र्व बैंक की मौद्रिक नीति रुख और समष्टि विवेकपूर्ण नीतियां

(आधार बिंदुओं में परिवर्तन)

	मौद्रिक नियंत्रण	मौद्रिक शिथिलता	मौद्रिक नियंत्रण	मौद्रिक शिथिलता	मौद्रिक नियंत्रण	मौद्रिक शिथिलता	मौद्रिक नियंत्रण	मौद्रिक शिथिलता
	सितंबर 2004-अगस्त-2008	अक्टूबर 2008-अप्रैल 2009	अक्टूबर 2009-अक्टूबर 2011	जनवरी 2012-जून 2013	जुलाई 2013-जनवरी 2014	जनवरी 2015-मई 2018	जून 2018-जनवरी 2019	फरवरी 2019-सितंबर 2021
मौद्रिक उपाय								
रिपो दर	300	-425	375	-125	75	-200	50	-250
रिज़र्व रिपो दर	125	-275	425	-125	75	-125	50	-290
आरक्षित नकदी निधि अनुपात	450	-400	100	-150	0	0	0	-100
प्रावधान मानदंड								
पूंजी बाजार एक्सपोजर	175	-160	-	-	-	-	-	-
आवास ऋण	75	-60	160	-160	-	-15	-	-
अन्य खुदरा ऋण	175	-160	-	-	-	-	-	-
वाणिज्यिक अचल संपत्ति ऋण	175	-160	60	-25 (सीआरई-आरएच के लिए)	-	-	-	-
जमाराशियां न स्वीकार करने वाली प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण गैर-वित्तीय कंपनियां	175	-160	-	-	-	-	-	-
जोखिम भार								
पूंजी बाजार एक्सपोजर	25	-	-	-	-	-	-	-
आवास ऋण	-25 to 25	-	0-50	0 to -50	-	0 to -25	-	-
अन्य खुदरा ऋण	25	-	-	-	-	-	-	-25
वाणिज्यिक अचल संपत्ति ऋण	50	-50	-	-25 (सीआरई-आरएच के लिए)	-	-	-	-
जमाराशियां न स्वीकार करने वाली प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण गैर-वित्तीय कंपनियां	25	-25	-	-	-	-	-	रेटिंग एजेंसियों द्वारा दी गई रेटिंग के अनुसार

स्रोत: भारतीय रिज़र्व बैंक और सिन्हा (2011)।

अनुलग्नक सी: ग्रेंजर कॉज़ल्टी परीक्षण

नमूना (1997-98 ति1 से 2019-20 ति4)

शून्य परिकल्पना	एफ सांख्यिकी	पी मान
क्रेडिट वृद्धि से ग्रेंजर व्यवसाय चक्र का कारण नहीं बनता है	6.07	3×10^{-4}
व्यापार चक्र ग्रेंजर क्रेडिट वृद्धि का कारण नहीं बनता है	6.61	1×10^{-4}
वित्तीय चक्र ग्रेंजर व्यवसाय चक्र का कारण नहीं बनता है	2.51	0.06
व्यापार चक्र ग्रेंजर वित्तीय चक्र का कारण नहीं बनता है	6.83	9×10^{-5}
मौद्रिक चक्र ग्रेंजर व्यापार चक्र का कारण नहीं बनता है	0.65	0.03
व्यापार चक्र ग्रेंजर मौद्रिक चक्र का कारण नहीं बनता है	10.91	4×10^{-7}
मूल्य चक्र ग्रेंजर व्यापार चक्र का कारण नहीं बनता है	2.54	0.05
व्यापार चक्र ग्रेंजर मूल्य चक्र का कारण नहीं बनता है	2.01	0.10
वित्तीय चक्र ग्रेंजर क्रेडिट वृद्धि का कारण नहीं बनता है	4.31	3×10^{-3}
क्रेडिट वृद्धि से ग्रेंजर वित्तीय चक्र का कारण नहीं बनता है	7.36	4×10^{-5}
मौद्रिक चक्र ग्रेंजर क्रेडिट वृद्धि का कारण नहीं बनता है	7.71	3×10^{-5}
क्रेडिट वृद्धि से ग्रेंजर मौद्रिक चक्र का कारण नहीं बनता है	6.13	2×10^{-4}
मूल्य चक्र ग्रेंजर क्रेडिट वृद्धि का कारण नहीं बनता है	2.74	0.05
क्रेडिट वृद्धि से ग्रेंजर मूल्य चक्र का कारण नहीं बनता है	4.17	4×10^{-3}
मौद्रिक चक्र ग्रेंजर वित्तीय चक्र का कारण नहीं बनता है	3.17	0.04
वित्तीय चक्र ग्रेंजर मौद्रिक चक्र का कारण नहीं बनता है	4.08	2×10^{-4}
मूल्य चक्र ग्रेंजर वित्तीय चक्र का कारण नहीं बनता है	9.16	4×10^{-3}
वित्तीय चक्र ग्रेंजर मूल्य चक्र का कारण नहीं बनता है	6.10	2×10^{-3}
मूल्य चक्र ग्रेंजर मौद्रिक चक्र का कारण नहीं बनता है	7.59	3×10^{-5}
मौद्रिक चक्र ग्रेंजर मूल्य चक्र का कारण नहीं बनता है	3.48	0.01

टिप्पणी: एकाइके सूचना मानदंड के आधार पर चयनित 4 के अंतराल का दायरा।

स्रोत: लेखकों की गणना।