

भारत में मौद्रिक नीति नियमों की प्रभावोत्पादकता*

दीपक मोहंती

प्रोफेसर्स तथा युवा स्कालर्स की इस प्रतिष्ठित सभा के साथ चर्चा करने का मौका देने के लिए मैं प्रोफेसर पामीदुआ का धन्यवाद करता हूँ। दिल्ली स्कूल ऑफ इकोनोमिक्स की, अर्थशास्त्र के शिक्षण और अनुसंधान में, पूरे विश्व में अजेय ख्याति है। मैं मौद्रिक नीति नियमों पर केवल इसलिए नहीं बोलूंगा क्यों कि यह मेरा कार्य-क्षेत्र है बल्कि इसलिए क्योंकि यह शोध के लिए काफी स्कोप प्रस्तुत करता है।

मैं अपनी प्रस्तुति इस प्रकार करूंगा। सबसे पहले मैं भारत में मौद्रिक ढाँचे के विकास का आशुचित्र प्रस्तुत करूंगा, यह बताने के लिए कि अल्पावधि ब्याज दर, मौद्रिक नीति का प्रमुख परिचालनगत उद्देश्य बन कर सामने आई है। दूसरे, मैं मौद्रिक नीतिके संचालन में, नियम बनाम विवेक की चर्चा पर आपका ध्यान संक्षेप में आकर्षित करूंगा। तीसरे, मैं भारत के लिए साधारण टेलर नियम अनुमान प्रस्तुत करूंगा, जिसमें 2001-2013 की हाल की अवधि शामिल होगी जिसमें मौद्रिक नीति के हथियार के रूप में ब्याज दर का अधिकाधिक प्रयोग परिलक्षित होगा। भविष्य के बारे में अपने कुछ विचार रखकर मैं अपना निष्कर्ष प्रस्तुत करूंगा।

मौद्रिक नीति परिचालन

अब मैं भारत में मौद्रिक नीति परिचालन ढाँचे के विकास का संक्षेप में उल्लेख करूंगा ताकि ब्याज दर नियमों के परिप्रेक्ष्य में हमारी चर्चा प्रारंभ हो सके। अन्य देशों की भांति भारत में भी मौद्रिक नीति ढाँचे का उदय, वित्तीय घटनाक्रमों के प्रत्युत्तर और इनके परिणामस्वरूप वित्तीय तथा आधुनिक ट्रांसमिशन तंत्र के खुलेपन और उसमें शिफ्ट की वजह से हुआ। भारत में मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क का विकास चरणों में देखा जा सकता है। 1935-50 के दौरान के निर्माण

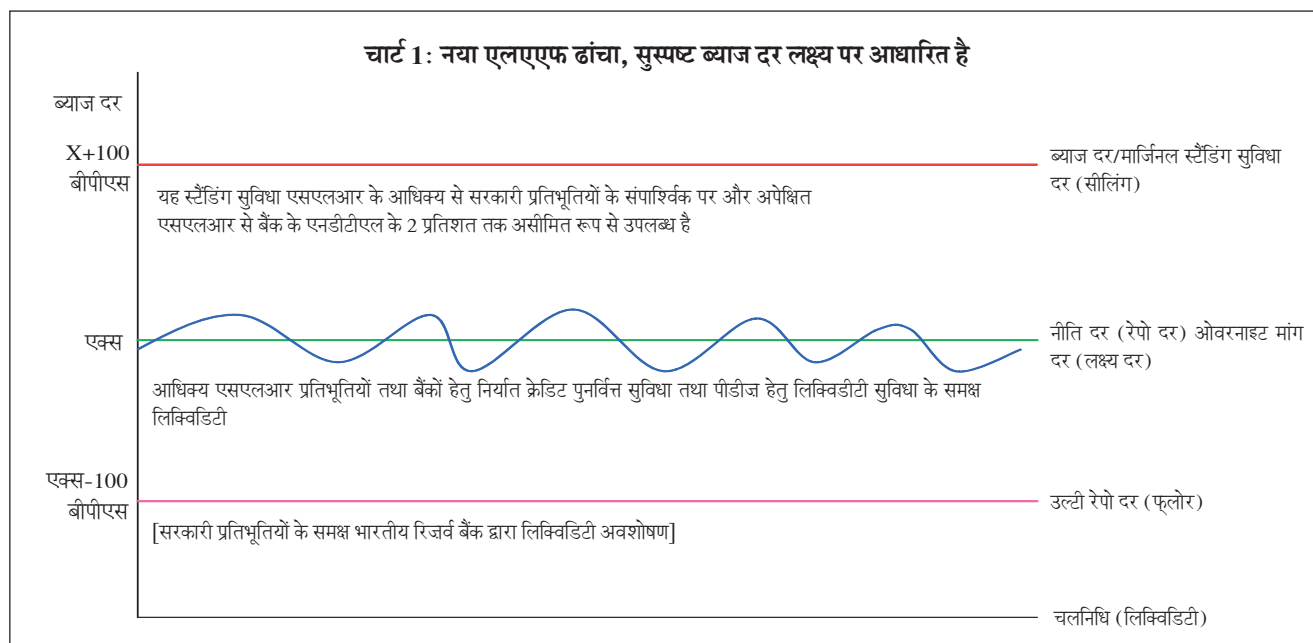
वर्षों में, मौद्रिक नीतिका ध्यान, बैंक दर आरक्षित निधि आवश्यकताओं तथा खुले बाजार परिचालनों (ओएमओ) के माध्यम से, अर्थव्यवस्था में, क्रेडिट की आपूर्ति और उसकी माँग को विनयमित करने पर था। 1951-1970 के विकास चरण में मौद्रिक नीति का प्रयोग, आयोजना वित्त पोषण की सहायता के लिए किया गया। इसके लिए बाद के मुद्रास्फीति दबावों को सीमित रखने के लिए कई मात्रात्मक नियंत्रण उपायों की शुरुआत की गई। अधिमानता प्राप्त सेक्टरों को ऋण सुनिश्चित करने के लिए बैंक दर को प्रायः मौद्रिक नीति लिखत के रूप में प्रयोग किया गया। 1971-90 के दौरान मौद्रिक नीति का केन्द्र ऋण आयोजना रहा। सरकारी वित्तपोषण और उसके परिणामकारी मुद्रास्फीति दबावों के संतुलन के लिए सांविधिक नकदी अनुपात (एसएलआर) तथा नकद प्रारक्षित निधि अनुपात (सीआरआर) दोनों का प्रयोग किया गया।

इसके उपरांत 1990 के दशक में हुए संरचनात्मक सुधारों और वित्तीय उदारीकरण ने, वित्तीय प्रतिमान को, सरकारी और वाणिज्य क्षेत्रों की ओर मोड़ दिया और बाजार निर्धारित ब्याज दरों तथा विनिमय दरों का प्रयोग बढ़ गया। 1990 के दशक के उत्तरार्ध में, अपने नकदी प्रबंधन परिचालनों में, रिजर्व बैंक, प्रत्यक्ष लिखतों से, बाजार आधारित अप्रत्यक्ष लिखतों की ओर मुड़ने में समर्थ हुआ। जून 2000 से प्रारंभ हो कर, रिजर्व बैंक ने एक संपूर्ण नकदी समायोजन सुविधा (एलएएफ) शुरू की। नवंबर 2004 से इसे 'ओवरनाइट नियत दर रेपो' तथा 'रिवर्स रेपो' के माध्यम से परिचालित करना शुरू किया गया। इस प्रक्रिया ने ब्याज दर को मौद्रिक ट्रांसमिशन के एक लिखत के रूप में विकसित करने में मदद की। मई 2011 में इस फ्रेमवर्क को पुनर्बलित किया गया जब 'भारित औसत - ओवरनाइट - मांग मुद्रा-दर' को सुस्पष्टतः मौद्रिक नीति के 'ऑपरेटिंग टारगेट' के रूप में मान्यता दी गई और रेपोरेट को केवल एक 'स्वतंत्र रूप से परिवर्तनीय नीति दर' बनाया गया (मोहंती, 2011)¹।

परिवर्द्धित एलएएफ के साथ चार्ट-1 में निदर्शित नया परिचालन - फ्रेमवर्क, मौद्रिक ट्रांसमिशन के ब्याज दर चैनल

* 25 मार्च 2013 को दिल्ली स्कूल ऑफ इकोनोमिक्स, दिल्ली में भारतीय रिजर्व बैंक के कार्यपालक निदेशक श्री दीपक मोहंती का अभिभाषण। डा. अभिमान दास तथा श्री विनोद भुई द्वारा इस अभिभाषण की तैयारी में दिए गए योगदान के लिए उनका हार्दिक आभार।

¹ दीपक मोहंती (2011): "भारतीय रिजर्व बैंक अपनी मौद्रिक नीति का संचालन कैसे करता है?" भारतीय रिजर्व बैंक बुलेटिन, सितंबर।

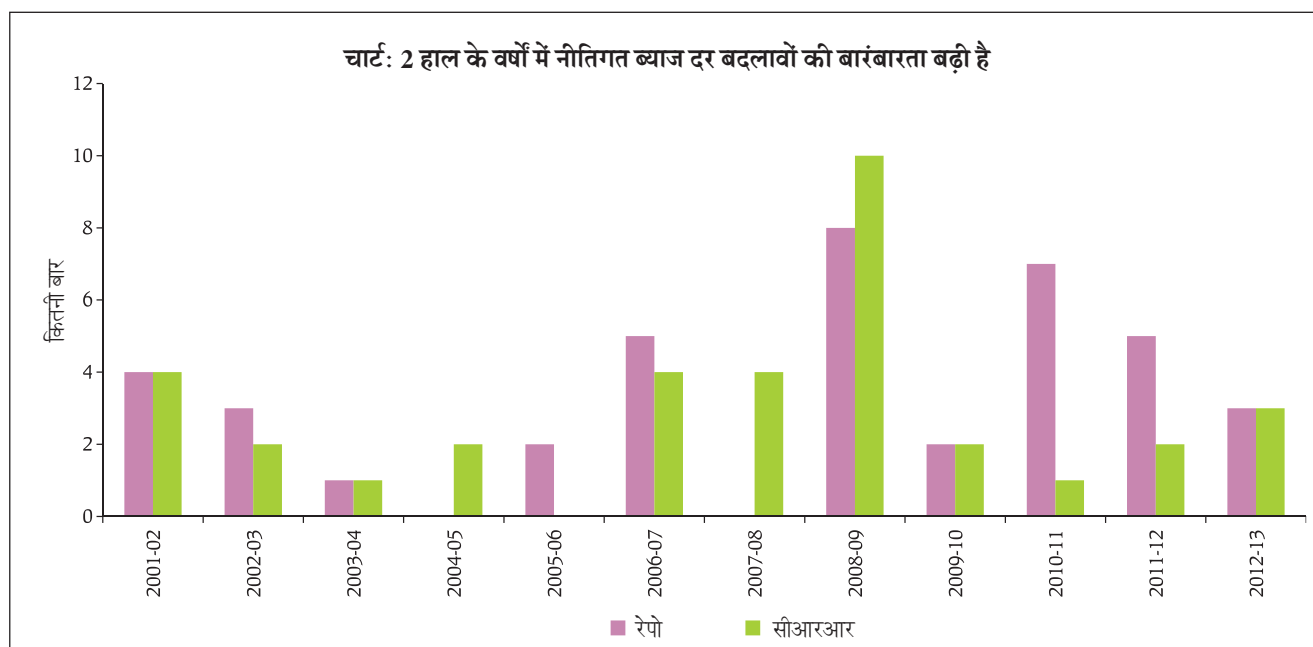


को अधिक भार समनुदेशित करता है। इसका अर्थ यह है कि रिजर्व बैंक जब एक बार, नीतिगत रेपोरेट में परिवर्तन करता है तो इसे तुरंत ओवरनाइट ब्याज दर को प्रभावित करना चाहिए जो कि परिचालन दर है और फिर इसे ब्याज दरों की सावधि संरचना तथा साथ ही बैंक ऋण वितरण दरों में भी ट्रांसमिट होना चाहिए। नीतिगत कार्रवाइयों की लिखतों के मिक्स से भी इस चैनल का महत्त्व साक्ष्यित होता है।

इन वर्षों में सीआरआर की तुलना में, रिजर्व बैंक द्वारा, रेपो रेट जैसी ब्याज दर लिखतों के प्रयोग की बारंबारता बढ़ी है, केवल वर्ष 2008-09 को छोड़कर, जोकि वैश्वीय वित्तीय संकट का शीर्ष वर्ष था (चार्ट-2)।

नियम बनाम विवेक

क्योंकि रिजर्व बैंक ने नीतिगत रेपो दर के इन्स्ट्रुमेंट के साथ परिचालन उद्देश्य के रूप में ओवरनाइट ब्याज दर को सुस्पष्टतः लक्ष्यित करना प्रारंभ किया है अतः इस संबंध में कुछ प्रश्न उठने स्वाभाविक हैं। उस ब्याज दर का निर्धारण



कैसे किया जाएगा? क्या ये किसी नियम का पालन करेगा अथवा केंद्रीय बैंक के विवेक पर आधारित होगा? नियम बनाम विवेक की बहस उतनी ही पुरानी है जितना मौद्रिक अर्थशास्त्र। जैसे-जैसे मौद्रिक प्रणाली स्वर्ण से कागजी मुद्रा की ओर आई, वैसे-वैसे इस मुद्दे ने और बल पकड़ा। जब किडलैंड तथा प्रैस्कॉट² (1977) ने अपने प्रारंभिक लेख में नियमों के पक्ष में समय असंगति का तर्क रखा, तब बहस और भी तेज हो गई। बाद में टेलर (1993) ने दिखाया कि मौद्रिक नीति निर्माण के व्यावहारिक संसार में भी कैसे मौद्रिक नीति प्रतिक्रिया कार्य को, श्रेष्ठतर नीति परिणाम के साथ, पूर्वनिर्धारित नियमों में ढाला जा सकता है³। टेलर नियमों के फार्मूले पर आने से पहले मैं नियम आधारित मौद्रिक नीति के फायदे और नुकसान पर संक्षेप में आऊंगा।

साहित्य में इस बात के बहुत से कारण वर्णित किए गए हैं कि नियम आधारित मौद्रिक नीति क्यों प्रभावी हो सकती है। प्रथमतः, मूल्य स्थिरता बनाए रखने के लिए केंद्रीय बैंक द्वारा एक साखयुक्त प्रतिबद्धता से बनाया गया कोई नियम, मौद्रिक नीति से, मुद्रास्फीति के झुकाव को कम कर सकता है। दूसरे, भविष्य की नीति के बारे में अनिश्चितता को कम करके, नियम, आर्थिक क्षमता को बढ़ाते हैं। तीसरे, नियम, विशेष हित समूहों से आने वाले दबावों को दूर रखने में नीति निर्माताओं की मदद करते हैं, तथा ऐसी कार्यवाही स्वयं बनाते हैं जो दीर्घगामी लक्ष्यों के अनुरूप हो। चौथे, नियम संचार को सुगम बनाते हैं, पारदर्शिता को प्रोत्साहित करते हैं, उत्तरदायित्व को बढ़ाते हैं।

इसी प्रकार नियमों को लागू करने के खिलाफ भी अनेक तर्क हैं। पहला, आर्थिक प्रणाली इतनी जटिल है कि यह किसी नियम द्वारा विशेषीकृत नहीं की जा सकती। दूसरा, वही नियम कारोबारी चक्र पर भी लागू नहीं हो सकता। तीसरा, नियम आधारित नीति बहिर्जात आघातों के प्रत्युत्तर की लोचनीयता को कम करती है। चौथे, नियम, नीतिगत आश्चर्यों की अनुमति नहीं देते, जो कि कुछ स्थितियों

² किडलैंड फिन तथा ई प्रैस्कॉट (1977): 'रुलज रादर दैन डिस्कशन: द इन्कन्सिस्टेंसी ऑफ ऑप्टीमल प्लैन्स' जरनल ऑफ पॉलिटिकल इकोनोमी, 85(3) 473-492।

³ टेलर, जे.बी. (1993) 'डिस्कशन विसिज पॉलिसी रुलज इन प्रैक्टिस' कार्नेगी वरौकेस्टर, क्रान्फ्रैस सीरिज ऑन पब्लिक पॉलिसी, 39, 195-214

में नीतिगत प्रभावोत्पादकता के लिए वांछनीय हो सकते हैं। पांचवें, नियम, अविकसित वित्तीय बाजारों तथा तेज संरचनागत रूपांतरणों वाली विकासशील अर्थव्यवस्थाओं के लिए उपयुक्त नहीं होते।

व्यावहारिक रूप में ऐसे केंद्रीय बैंकों का मिलना कठिन है जो स्पष्टतः अपने नीतिगत नियम निर्धारित करते हों। तथापि टेलर के प्रभावशील पेपर के पश्चात् आधुनिक केंद्रीय बैंकों के लिए अनुभवजन्य आकलन और नीतिगत मूल्यांकन अधिकाधिक रूप से नियमों पर ही आधारित किए जा रहे हैं। अनुभवाधीन कार्य में मौलिक टेलर नियम को, कई प्रकार से परिवर्द्धित और विस्तारित किया जाता है, ताकि उसे देश विशिष्ट के सैट अप, और विकसित हो रहे मौद्रिक ढांचे के अनुरूप, ढाला जा सके। इनमें शामिल हैं, अग्रदृष्टि वाला टेलर नियम, टेलर - मेकल्लम प्रकार का नियम, मौद्रिक नीति के विषम व्यवहार तथा इसके पैरामीटरों की समय विभिन्न प्रकृति का सामना करने के लिए अरैखिक फ्रेमवर्क।

टेलर नियम

टेलर नियम उतरती चढ़ती आर्थिक स्थितियों में अर्थव्यवस्था को स्थिर करने तथा मूल्य स्थिरता लाने के, इसके दोनों उद्देश्यों को प्राप्त करने हेतु, अल्पावधि ब्याज दरें निर्धारित करने के लिए केंद्रीय बैंक के लिए एक 'ब्याज-दर-फीड-बैक-नियम' है, इसे इस प्रकार अभिव्यक्त किया जा सकता है:

$$i_t^* = r_t^* + \pi_t + \beta(\pi_t - \pi_t^*) + \gamma(y_t - y_t^*) \dots \dots \dots (1)$$

जहां i_t^* = अल्पावधि (लक्ष्य) नॉमिनल ब्याज दर π_t मुद्रास्फीति ब्याज दरें, π_t^* मुद्रास्फीति की वांछित ब्याज दर r_t^* वास्तविक (रीयल) इक्विलिब्रियम ब्याज दर, y_t रीयल जीडीपी वृद्धि दर तथा y_t^* संभाव्य वास्तविक जीडीपी वृद्धि दर है। टेलर नियम के विनिर्देशन से 'तटस्थ' ब्याज दर i_t^* की परिभाषा इस प्रकार हो सकती है: अल्पावधि ब्याज दर जिसके लिए अर्थव्यवस्था अपने संभावित (पोटेन्शियल) स्तर पर विकसित हो रही है तथा मुद्रास्फीति अपने वांछित स्तर पर है। अतः 'तटस्थ' ब्याज दर है $i_t^* = r_t^* + \pi_t^*$ ।

नियम सिफारिश करता है कि अल्पावधि ब्याज दर अपने पूर्वनिर्धारित लक्ष्य से मुद्रास्फीति के विचलन तथा संभावित स्तर से आउटपुट के अनुसार परिवर्तित की जानी

चाहिए। अनिवार्यतः मुद्रास्फीति तथा आउटपुट के मिश्रण को यह निर्धारित करना चाहिए कि ऐसी उपयुक्त नीति दर क्या हो जो मुद्रास्फीति किए बिना अर्थव्यवस्था को उसके संभावित स्तर तक वापस पहुंचा दे। यदि ये लक्ष्य इस दृष्टि से संघर्ष में है कि मुद्रास्फीति अपने लक्ष्य से ऊपर है और अर्थव्यवस्था अपनी क्षमता से कहीं नीचे पर विकसित हो रही है, या इससे उलट हो रहा है, तो नियम इस बारे में दिशा निर्देश प्रदान करता है कि नीति ब्याज दर हेतु उपयुक्त स्तर निर्धारित करने के लिए, इन प्रतिस्पर्द्धात्मक विचारों में संतुलन कैसे लाया जाय।

जहां 'β' और 'γ' का अनुमान आंकड़ों (डाटा) से लगाया जा सकता है वहीं टेलर प्रत्येक को 0.5 अनुमानित करते हैं। एक दृष्टि से यह मुद्रास्फीति तथा वृद्धिगत उद्देश्यों, दोनों को समान भार (वेट) समनुदेशित करता है। यह काफी समुचित अवधारणा है क्योंकि अधिकांश केन्द्रीय बैंक, मुद्रास्फीति तथा विकास, दोनों से संबंधित हैं। ये दुहरे उद्देश्य, कई केन्द्रीय बैंकों की संविधियों में अंतर्निर्मित हैं और एक प्रकार से यूएस में भी उसने एक तरह से यह भी परिकल्पित किया कि यूएस के लिए वांछित मुद्रास्फीति दर 2 प्रतिशत प्रतिवर्ष थी। तथा इक्विलिब्रियम रीयल नीति दर भी 2 प्रतिशत प्रतिवर्ष थी। टेलर (1993) ने दिखाया कि कैसे एक साधारण मौद्रिक नीति नियम, जहां यदि मुद्रास्फीति दर 2 प्रतिशत अव्यक्त लक्ष्य से बढ़ती है या फिर यदि वास्तविक जीडीपी वृद्धि अपनी क्षमता से अधिक है तो अमरीकी फेड ब्याज दर बढ़ा देता है। यह 1987 से 1992 के बीच की 'फेड फंड्स दर' के वास्तविक पथ को अच्छी तरह व्याख्यायित करता है।

तथापि, टेलर नियम के लीनियर (रैखिक) फ्रेमवर्क की कई लोग इस आधार पर आलोचना करते हैं कि केन्द्रीय बैंक, अपने मौद्रिक नीति स्वरूप की दिशा के आधार पर, ब्याज दर स्मूदिंग के लिए, विषम अधिमानताएं रखते हैं। विवेकीय तथा नियम आधारित नीति व्यवस्थाओं के बीच बदलावों के अतिरिक्त, आर्थिक थ्योरी (सिद्धांत), कभी-कभी 'सम तथा रैखिक नीति नियम फ्रेमवर्क' से विचलन के कई कारण प्रदान करती है (गेलार्क 2000)⁴। साहित्य

⁴ गेलार्क, एस. (2000) : विषय नीति प्रक्रियाएं तथा मुद्रास्फीति' वर्किंग पेपर, अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक।

में इस प्रकार के व्यवहार का प्रतिनिधित्व करने वाली एक स्वीकृत राह यह परिकल्पित करना है कि वास्तविक ब्याज दर i_t , शनैः/शनैः वांछित दर के साथ समायोजन कर लेती है, जैसे: $i_t = \rho i_{t-1} + (1-\rho) i_t^*$ जहां $0 \leq \rho \leq 1$ केन्द्रीय बैंक द्वारा की गई नीति दर की 'ऑब्जर्व्ड स्मूदिंग' को पकड़ता है, अर्थात् स्मूदिंग पैरामीटर। मूल टेलर नियम फार्मूले में (1) में, इसे सब्स्टिट्यूट करने से, स्मूदिंग (समकारी) के साथ, संशोधित टेलर नियम, निम्न स्वरूप ले लेता है

$$i_t = \rho i_{t-1} + (1-\rho)[\alpha + \beta(\pi_t - \pi_t^*) + \gamma(y_t - y_t^*)] \dots (2)$$

यहां यह उल्लेखनीय है कि समीकरण (2), पैरामीटरों में रैखिक नहीं है अतः पैरामीटर्स ρ , α , β तथा γ अ-रैखिक लीस्ट-स्क्वेयर-विधि द्वारा, अवलोकित आंकड़ों से अनुमानित किये जाते हैं।

भारत के लिए अनुमान

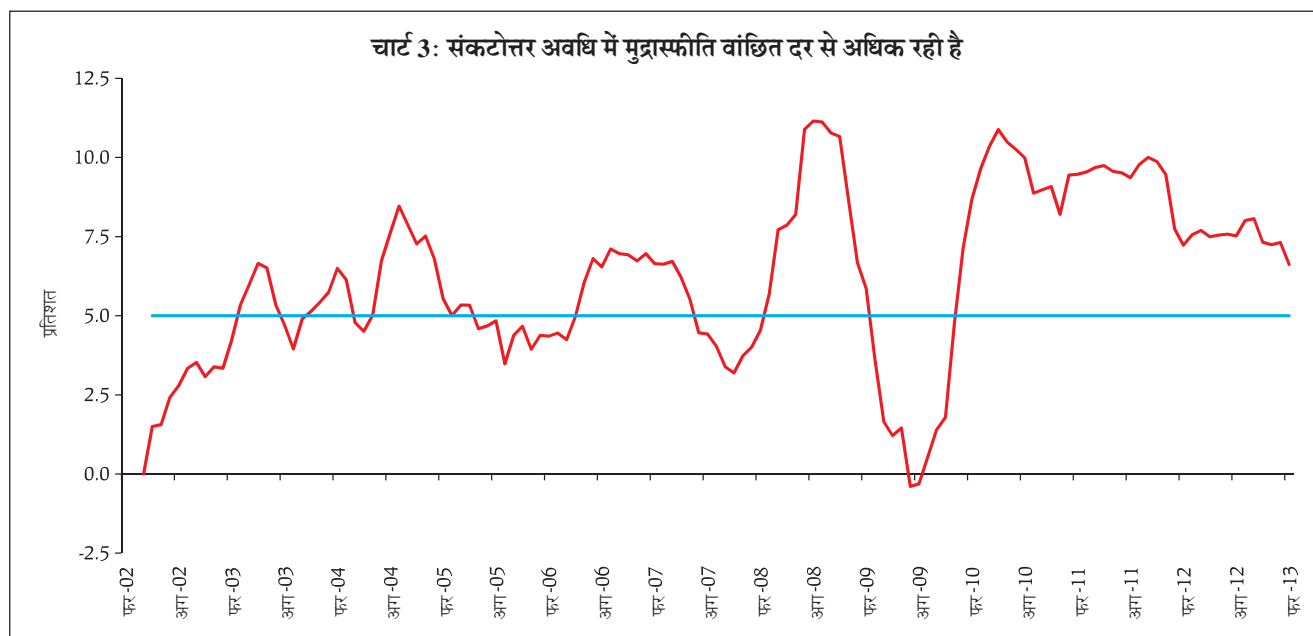
भारत में मौद्रिक नीति नियमों के बारे में अधिक अनुसंधान नहीं हुआ है, अंशतः इसलिए क्योंकि आधार (अंडरलाइंग) मौद्रिक ढांचा अधिकांशतः प्रत्यक्ष (सीधे) और मात्राधारित इन्स्ट्रुमेन्ट्स पर ही भरोसा करता था / निर्भर था। इसके अलावा, अभी हाल तक वाणिज्यिक ब्याज दर संरचना, बहुत अधिक विनियमित थी। भारतीय परिप्रेक्ष्य में, सिंह (2010) ने 1950-2009 की अवधि के वार्षिक आंकड़ों का प्रयोग, टेलर नियम में अनुमानित कर के पाया, कि 1990 के दशक से मुद्रास्फीति गैप के प्रति, नीतिगत प्रतिक्रिया में शिफ्ट हुआ है⁵। पात्रा तथा कपूर (2012) ने एक अग्र-दृष्टि विनिमय दर, वृद्धित टेलर नियम को ऐस्टीमेट किया और पाया कि काफी उच्च दर्जे की 'ब्याज-दर-स्मूदिंग' हुई है⁶। टेलर नियम के अनुभवजन्य

⁵ भूपाल सिंह (2010): भारत में मौद्रिक नीति व्यवहार: टेलर प्रकार के नीति फ्रेमवर्क से साक्ष्य। भारतीय रिजर्व बैंक, स्टाफ स्टडी, एसएस(डीईएजी): 2/2010।

⁶ एम.डी. पात्रा तथा एम. कपूर (2012): 'भारत के लिए वैकल्पिक मौद्रिक नीति नियम' आइएमएफ वर्किंग पेपर, सं.118 आइएमएफ।

⁷ भारतीय रिजर्व बैंक (1985): मौद्रिक प्रणाली के कार्य की समीक्षा हेतु गठित समिति की रिपोर्ट (चेयरमैन सुखमय चक्रवर्ती)

⁸ डी. सुब्बाराव (2013): 'क्या मुद्रास्फीति के लिए कोई नया नॉर्मल है'? 8 मार्च 2013 को बैंकर्स क्लब, नई दिल्ली में दिया गया भाषण।



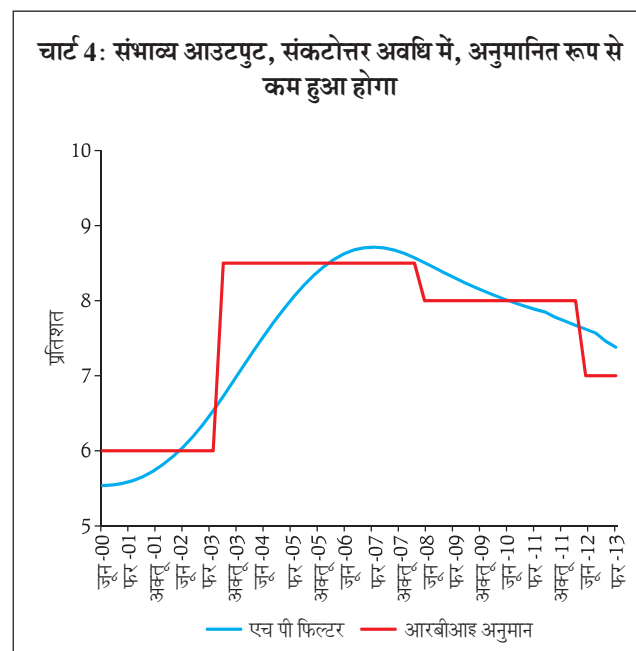
अनुमानन को तीन पैरामीटरों के “कार्य-कारण-न्याय-विनिर्धारण-(प्रायोरी डिटर्मिनेशन)” की जरूरत पड़ेगी मुद्रास्फीति का वांछित स्तर, पोटेन्शियल आउटपुट तथा इक्विलिब्रियम रीयल नीति। चूंकि ये पैरामीटर देश-विशिष्ट होते हैं, इसलिए इन्हें एस्टीमेट करने की जरूरत है।

प्रथम तो 1980 के दशक के मध्य में, चक्रवर्ती समिति (1985) ने मुद्रास्फीति के 4.0 प्रतिशत प्रति वर्ष के सहनीय स्तर का सुझाव दिया ताकि वृद्धि के सेक्टरों के लिए संसाधन आकर्षित करने के लिए जरूरी संगत कीमतों में बदलावों को सुगम बनाया जा सके। रिजर्व बैंक का चालू निर्धारण सुझाता है कि भारत में मुद्रास्फीति का ‘दहलीज-स्तर’ (थ्रेशोल्ड लेवल) 4.4-5.7 प्रतिशत है, जिसका आशय, मध्य बिंदु दर, 5.0 प्रतिशत होने से है (सुब्बाराव 2013)⁸। रिजर्व बैंक में हुए अनुसंधान के आधार पर, थोक मूल्य सूचकांक (डब्ल्यूपीआइ) में साल-दर-साल होने वाले परिवर्तनों के संदर्भ में मुद्रास्फीति का वांछित स्तर 5.0 प्रतिशत परिकल्पित किया गया है, तथापि, संकटोत्तर अवधि में, वास्तविक मुद्रास्फीति दर, दहलीज स्तर से अधिक रही है (चार्ट 3)।

दूसरे, संभाव्य आउटपुट वृद्धि, हॉट्रिक प्रेस्कॉट (एचपी) फिल्टर के प्रयोग द्वारा भी आकलित की जा सकती है। अनुमानित संभाव्य आउटपुट प्रमुखतः रिजर्व बैंक के इस निर्धारण के साथ तुलनीय है कि भारत का संभाव्य आउटपुट 2003 से 2008 के उच्च वृद्धि चरण के दौरान के

8.5 प्रतिशत से गिरकर संकटोत्तर अवधि में 8.0 प्रतिशत पर आ गया हो और 2012-13 में और गिरकर 7.00 पर आया हो (चार्ट 4)।

तीसरे, ‘तटस्थ रीयल नीति दर’ का निर्धारण एक जटिल मुद्दा है क्योंकि यह रीयल टाइम (उसी समय) में अवलोकित नहीं होता है। इसका एक रास्ता है। इसे भारतीय अर्थव्यवस्था के व्यापक जनरल-इक्वीलिब्रियम-मॉडल से आकलित करना। दूसरा एक अन्य रास्ता, जो आसान तो है मगर अधिक संतोषजनक नहीं है। उसे स्वयं टेलर नियम



तालिका 1 : संकटोत्तर अवधि में जहां वृद्धि गिरी वहां मुद्रास्फीति फिर भी ऊँची रही

संकेतक	(प्रतिशत)						
	2003-08 औसत	2008- 09	2009- 10	2010- 11	2011- 12	2012- 13	2008-13 औसत
जीडीपी वृद्धि	8.6 (1.1)	6.7	8.6	9.3	6.2	5.0*	7.0 (1.8)
थोक मूल्य सूचकांक	5.6 (1.0)	8.1	3.8	9.6	8.9	7.4^	7.2 (2.2)
रेपो दर	6.7 (0.7)	7.4	4.8	5.9	8.1	7.9	6.7 (1.4)
रीयल रेपो दर	1.1 (1.3)	-0.7	1.0	-3.6	-0.8	0.5	-0.5 (1.8)

* अग्रिम अनुमान

^अग्रि-फर। कोष्ठकों में दिए गए आंकड़े विचलन मान (स्टैंडर्ड डेविएशन) हैं।

एस्टीमेट से आकलित करना है। हमारे द्वारा अनुमानित टेलर नियम के दो विकल्पों से अनुभवजन्य एस्टीमेट सुझाता है कि यह 0.5-0.9 की रेंज में होना चाहिए जिसमें कि 2000-01:ति.1 से 2012-13: ति.3 की लंबी अवधि शामिल है जिसमें कि उच्च मुद्रास्फीति की हाल की अवधि भी शामिल है। 2003-08 की उच्च वृद्धि और कम मुद्रास्फीति चरण में अव्यक्त रूप से आकलित संख्या 1.1 प्रतिशत प्रतिवर्ष निकलती है (तालिका 1)। इस एक्सरसाइज के प्रयोजन से हमने इसे 1 प्रतिशत माना है। 5.00 प्रतिशत की वांछित मुद्रास्फीति स्तर की हमारी पहली अवधारणा से जोड़कर अर्थ यह निकलेगा कि तटस्थ-नॉमिनल-नीति दर, लगभग 6.0 प्रतिशत प्रति वर्ष परिकल्पित की जा सकती है।

इन तीन प्रमुख धारणाओं का अनुसरण करते हुए, अनुभवजन्य विश्लेषण दो चरणों में किया जाता है। पहले चरण में हमने अवलोकित आंकड़ों (डाटा) से टेलर नियम का अनुमानन ब्याज-दर-स्मूदिंग के साथ तथा उसके बिना किया है। दूसरे चरण में हमने केवल मूल टेलर नियम का ही प्रयोग किया है, इस धारणा के साथ कि, मुद्रास्फीति तथा

आउटपुट गैप-कोएफिशिएन्ट्स, 0.5 प्रत्येक हैं। हमारा अनुभवजन्य विश्लेषण 2000-01 ति.1 से 2012-13 ति.3 तक के तिमाही अवलोकनों पर आधारित है और अल्पावधि ब्याज दर का माप, औसत ओवरनाइट मांग मुद्रा दर है। इसके परिणाम मुद्रास्फीति पर और दबाव को सुझाते हैं जो स्टैंडर्ड फार्मूले में, पैरामीटरों के साइन की सत्यता और सांख्यिकीय महत्त्व के स्तर से साक्ष्यित होता है, परंतु मुद्रास्फीति पर एक काफी भार के साथ। वैकल्पिक फार्मूले में ब्याज स्मूदिंग प्रबल होती है। इस फार्मूले में यद्यपि आउटपुट गैप में अपेक्षित चिह्न है मगर यह सांख्यिकीय दृष्टि से अमहत्त्वपूर्ण है। तथापि, समीकरण की व्याख्यात्मक शक्ति, स्टैंडर्ड फार्मूले की तुलना में, काफी हद तक सुधारती है (तालिका 2)।

अनुमानित तटस्थ ब्याज दर, वांछनीय मुद्रास्फीति दर तथा संभाव्य आउटपुट वृद्धि के आधार पर हमने मुद्रास्फीति तथा आउटपुट गैप, दोनों के लिए, 0.5 के समान भार के साथ स्टैंडर्ड टेलर नियम द्वारा विवक्षित (इंप्लाइड) ब्याज दर के स्तर की गणना की है। टेलर नियम द्वारा विवक्षित, अनुमानित ब्याज दर की प्रवृत्ति ने 'वास्तविक मांग मुद्रा दर प्रक्षेप-पथ से महत्त्वपूर्ण विचलन (डिपार्चर) की अवधियाँ दिखाई हैं परंतु यह विचलन संकटोत्तर अवधि में अधिक मुखर था जो कि 2012-13 आते-आते अब कम हो गया है। दिलचस्प बात यह है कि 2003-08 के उच्च वृद्धि चरण के दौरान विवक्षित टेलर नियम, ब्याज दर तथा 'वास्तविक ओवरनाइट मांग मुद्रा दर के बीच निकट कोरेस्पोन्डेन्स था (चार्ट 5)।

हम गैप (अंतराल) के दूसरे माप की भी तुलना करते हैं, तिमाही औसत ओवरनाइट मांगदर तथा टेलर नियम द्वारा प्राप्त ब्याज दर के बीच अंतर के रूप में 'ब्याज दर

तालिका 2 : टेलर नियम के पैरामीटर अनुमान

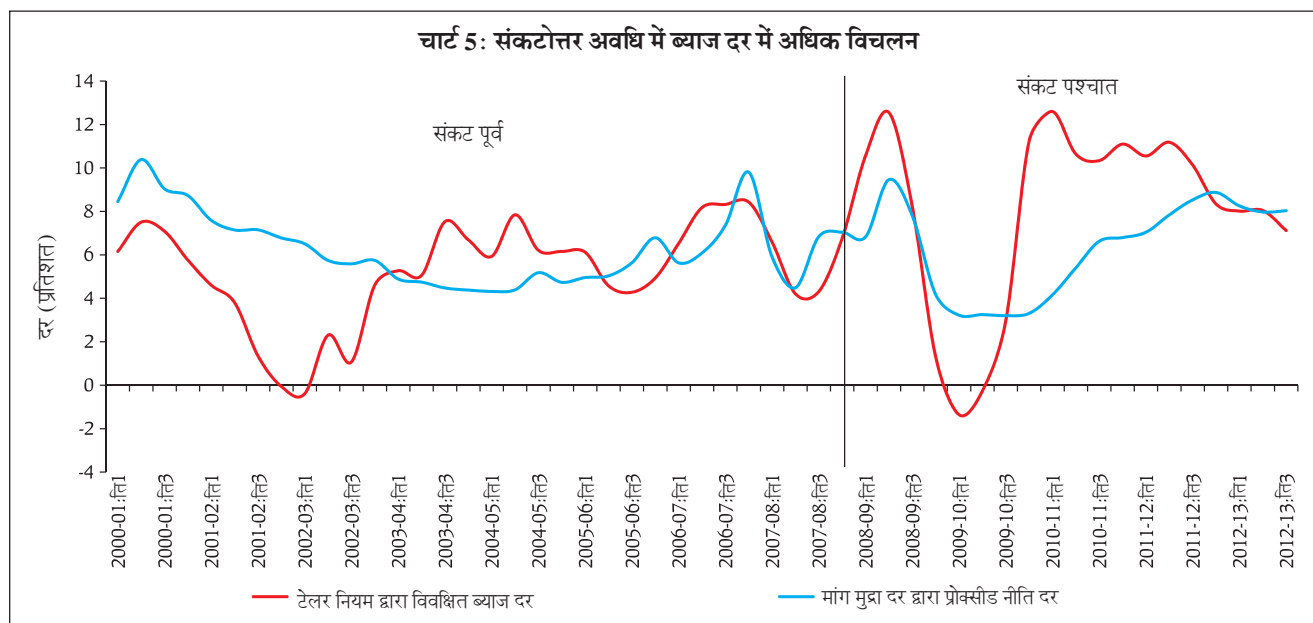
समीकरण	ρ	α	r^*	β	γ	R^2
1. अनुमानित स्टैंडर्ड टेलर नियम	--	4.68 (0.00)	0.93	0.25 (0.02)	-0.26 (0.05)	0.21
2. स्मूदिंग के साथ अनुमानित टेलर नियम	0.75 (0.00)	1.92 (0.34)	0.52	0.72 (0.06)	0.23 (0.67)	0.66

धारणाएं:

(i) अवलोकन अवधि : वयू 1 : 2000-01 से वयू₄ : 2012-13(ii) वांछित मुद्रास्फीति दर (π^*) = 5%.

(iii) एचपी फिल्टर द्वारा अनुमानित संभाव्य आउटपुट

(iv) $r^* = \alpha + (\beta-1) \pi_t^*$ पर मुद्रास्फीति की वांछित दर के लिए दिए गए वैल्यूज के लिए।टिप्पणी : कोष्ठकों में दिए गए आंकड़े ρ वैल्यूज दर्शाते हैं



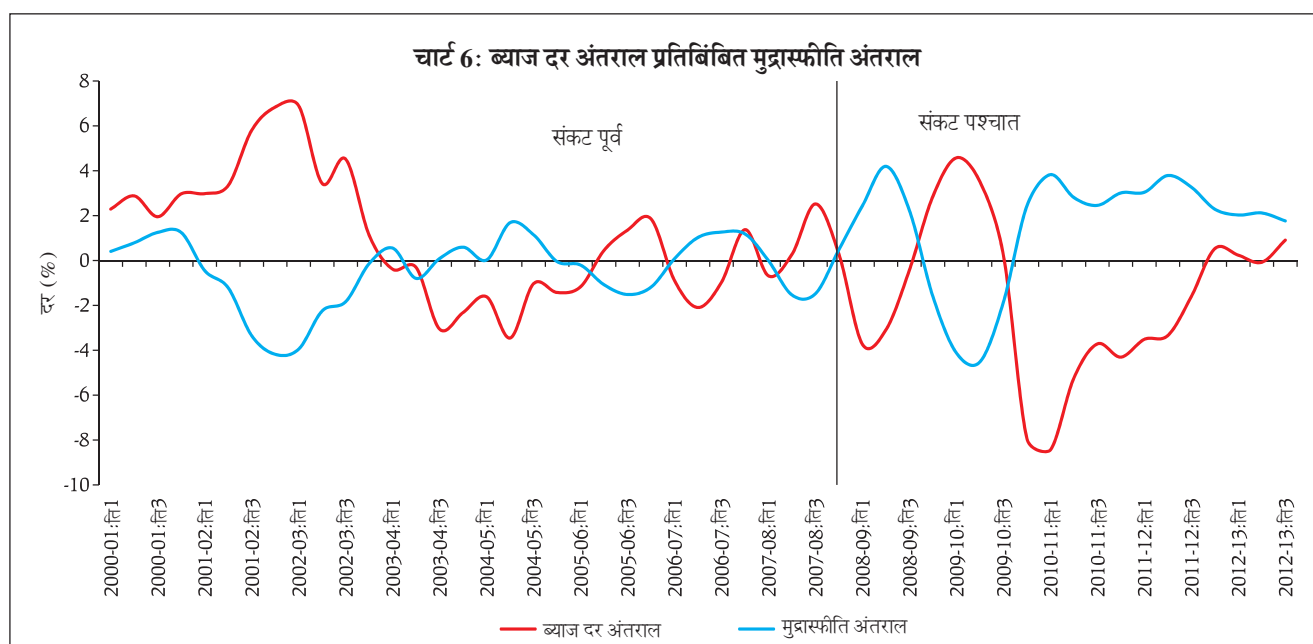
- अंतराल तथा तिमाही औसत मुद्रास्फीति दर और लक्ष्य मुद्रास्फीति के बीच अंतर के रूप में 'मुद्रास्फीति गैप (चार्ट 6)। इसने सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण विपरीत समवाय प्रदर्शित किया जिसका आशय है कि साधारण टेलर नियम द्वारा इंप्लाइड से जितना नीति दर विचलन अधिक होगा इसके वांछित स्तर से मुद्रास्फीति का विचलन भी उतना ही अधिक होगा।⁹

इसके अतिरिक्त संकट की अवधि में यह अंतराल चौड़ा हो गया था जो अब 2012-13 में कम हो गया है। अतिरिक्त जांच पड़ताल से पता चला कि ब्याज दर अंतराल

तथा मुद्रास्फीति अंतराल के बीच द्वि-दिशा कारणता है। यह उल्लेखनीय है कि 2003-08 के उच्च वृद्धि चरण के दौरान यह अंतराल कम था।

निष्कर्ष

अब मैं समापन की ओर आता हूँ। समूचे विश्व में केंद्रीय बैंकों के ब्याज दर निर्धारण व्यवहार को समझने के लिए, टेलर नियम का व्यापक रूप से प्रयोग किया जाता है। हाल के अनुभवजन्य कार्य, जिसमें यहां प्रस्तुत साधारण कैरेक्टराइजेशन I भी शामिल है, सुझाता है कि, जैसे-जैसे



मौद्रिक ट्रांसमिशन का ब्याजदर चैनल मजबूत होगा, टेलर टाइप नियम वृद्धि मुद्रास्फीति तथा नीतिगत ब्याज दर के आपसी संबंध को समझने में काफी लाभदायक अतिरिक्त उपकरण साबित हो सकता है। इसी के साथ इस बात पर भी बल दिया जाना चाहिए कि टेलर नियम की अपनी सीमाएं हैं और यदि केवल ब्याज दरों पर ही बल दिया गया और अन्य परिवर्तनीय कारकों की अनदेखी की गई तो यह भारत

जैसी उभरती अर्थव्यवस्था के लिए इष्टतम नहीं होगा। मेरी प्रस्तुति में यदि मैंने प्रश्न अधिक पूछे हैं और उत्तर कम दिए हैं तो मैं अपने आशय में सफल हुआ हूँ। उपयुक्त ब्याजदर संरचना की हमारी समझ को बढ़ाने के लिए अभी और अनुसंधान की जरूरत है क्योंकि यह, संरचना की मध्यम से दीर्घावधि में मूल्य-स्थिरता के लिए सहायक / प्रेरक है।