

भारत में मौद्रिक नीति की संरचना: बहुसंकेतक दृष्टिकोण के अनुभव *

दीपक मोहंती

मैं द्वितीय प्रो.वैद्यनाथ मिश्रा व्याख्यानमाला में अपना व्याख्यान देते हुए सम्मानित महसूस कर रहा हूँ। प्रो.मिश्रा एक बहुआयामी व्यक्तित्व हैं: एक अर्थशास्त्री, एक शिक्षाविद् और एक संस्था निर्माता। इन सबसे ऊपर, वे एक महान शिक्षक हैं जिन्होंने छात्रों की कई पीढ़ियों को प्रेरित किया। मैं उड़ीसा इकोनॉमिक एसोसिएशन को धन्यवाद देता हूँ कि उन्होंने मुझे यह अवसर दिया।

2. मैं यहाँ यह बताने की कोशिश करूँगा कि पिछले ढाई दशकों में मौद्रिक नीति किस तरह विकसित हुई है। प्रथमतः, मैं मौद्रिक नीति के उद्देश्यों पर चर्चा करूँगा और उसके बाद भारतीय अनुभव बताने के पहले इस बात पर संक्षिप्त बातचीत करूँगा कि वैश्विक स्तर पर मौद्रिक नीति की संरचना कैसे विकसित हुई है। मैं अपने व्याख्यान की समाप्ति भारत में मौद्रिक नीति की पद्धति के समग्र मूल्यांकन के साथ करूँगा।

I. मौद्रिक नीति के उद्देश्य

3. केंद्रीय बैंकों के उद्देश्य उनके संबंधित अधिदेशों से निर्धारित होते हैं। मौद्रिक नीति का या तो एकल उद्देश्य मूल्य स्थिरता हो सकता है या मूल्य स्थिरता के अलावा अनेक उद्देश्य हो सकते हैं। शास्त्र और प्रयोग दोनों में मूल्य स्थिरता को मौद्रिक नीति का एक प्रमुख उद्देश्य माना जाता है।

4. भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम 1934 के प्रस्तावना में बैंक के मूल कार्यों की रूपरेखा इस प्रकार प्रस्तुत की गई है “भारत में बैंक नोटों के निर्गम को विनियमित करना और मौद्रिक स्थिरता बनाए रखने की दृष्टि से आरक्षित निधियाँ रखना तथा देश के फायदे के लिए इसकी मुद्रा और ऋण प्रणाली का सामान्य रूप से संचालन करना”। मौद्रिक नीति के उद्देश्य मोटे तौर पर दिए गए जिस दिशानिर्देश से विकसित हुए हैं - वे हैं - मूल्य स्थिरता बनाए रखी जाए तथा अर्थव्यवस्था के उत्पादक क्षेत्रों के

* 21 फरवरी 2010 को बरीपाडा, उड़ीसा में उड़ीसा आर्थिक एसोसिएशन के सम्मेलन के अवसर भारतीय रिजर्व बैंक के कार्यपालक निदेशक श्री दीपक मोहंती द्वारा दिया गया भाषण। श्री विनोद बी. भोई ने इस कार्य में सहायता प्रदान की।

लिए पर्याप्त ऋण प्रवाह सुनिश्चित किया जाए। प्रयोग में, मौद्रिक नीति में आर्थिक संवृद्धि और मूल्य स्थिरता में एक विवेकपूर्ण संतुलन बनाए रखने का प्रयास किया जाता है।

5. प्रश्न यह है कि मूल्य स्थिरता को कैसे परिभाषित किया जाए? मूल्य स्थिरता का मतलब शून्य मुद्रास्फीति नहीं होता है। इसे मुद्रास्फीति के एक निम्न और स्थिर क्रम के रूप में माना जाता है। ऐसा इसलिए है क्योंकि उच्च मुद्रास्फीति और अवस्फीति दोनों उत्पादन की हानि और संसाधनों के त्रुटिपूर्ण आबंटन के रूप में अर्थव्यवस्था पर ऊपर से लागते थोपती हैं। विकसित अर्थव्यवस्थाओं के लिए लगभग 2 प्रतिशत की मुद्रास्फीति दर मूल्य स्थिरता के बराबर मानी जाती है। भारत जैसी किसी उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्था (ईएमई) के लिए, जो महत्वपूर्ण संरचनात्मक परिवर्तनों से गुजर रही है, थोड़ी सी उच्चतर मुद्रास्फीति दर जिससे सापेक्ष मूल्यों को आसानी से समायोजित करने में मदद मिल सके, को उपयुक्त समझा जा सकता है। चक्रवर्ती समिति (1985) ने भारत के लिए 4 प्रतिशत की मुद्रास्फीति दर को सहनीय माना है।

6. भारत एक मध्यम मुद्रास्फीति वाला देश है जहाँ 1970-71 से लगभग 7.5 प्रतिशत की एक अंकीय दीर्घावधि औसत मुद्रास्फीति दर रही है। फिर भी, 40 वर्षों की इस अवधि में, औसत मुद्रास्फीति दर 2000 के दशक में धीमा होकर 5.5 प्रतिशत के लगभग रही है। मध्यावधि मौद्रिक नीति का उद्देश्य औसत मुद्रास्फीति दर को वैश्विक अर्थव्यवस्था¹ के साथ भारत के एकीकरण के अनुकूल 3.0 प्रतिशत तक लाना है।

7. जबकि संवृद्धि का ऊंचा स्तर बनाए रखने के लिए मुद्रास्फीति की निम्न दर आवश्यक है, लेकिन वित्तीय

स्थिरता बनाए रखना ही पर्याप्त नहीं है, जैसा कि हाल ही में हुए वैश्विक आर्थिक संकट में दिखा है। परिणामस्वरूप मूल्य स्थिरता के अलावा, वित्तीय बाजार में सुव्यवस्थित स्थितियां सुनिश्चित करना नीति की प्रमुख चिंता बन गई है। इस संदर्भ में, यह उल्लेखनीय है कि वित्तीय संकट से बहुत पहले वित्तीय स्थिरता भारत में मौद्रिक नीति के एक अन्य महत्वपूर्ण उद्देश्य के रूप में सामने आई। इस प्रकार भारत में मौद्रिक नीति मूल्य स्थिरता, वित्तीय स्थिरता तथा संवृद्धि जैसे अनेक उद्देश्यों को लेकर विकसित हुई है। ये उद्देश्य अंतर्निहित तौर पर विरोधी न होकर एक दूसरे के समर्थक हैं। मूल्य और वित्तीय स्थिरता संवृद्धि के उच्च स्तर को बनाए रखने के लिए महत्वपूर्ण हैं जो सार्वजनिक नीति का परम लक्ष्य है।

II. मौद्रिक नीति संरचना का विकास

8. किसी नीति के उद्देश्यों को प्राप्त करने के लिए यह जरूरी है कि नीति की एक सुसंगत संरचना हो। सैद्धांतिक स्तर पर, मौद्रिक संरचना के विकास का संकेत उस अपेक्षा में मिलता है जो अर्थव्यवस्था में नीति निर्माण में 'नियम' बनाम 'विवेक' की व्यापक बहस तथा बहुत हाल में 'निरुद्ध विवेक' जो इस बात में विश्वास करता है कि 'नियम' और 'विवेक' के सिद्धांत परस्पर अलग-अलग नहीं हैं, के माध्यम से मुद्रास्फीति संबंधी पूर्वाग्रहों को कम करने के लिए है²। प्रयोग में, संरचना का स्वरूप दो महत्वपूर्ण विचारों पर निर्भर है। पहला, वित्तीय बाजारों और संस्थाओं के विकास का स्तर; और दूसरा, व्यापार और ऋण प्रवाह के लिए अर्थव्यवस्था के खुलेपन की मात्रा। बहुत सारे अन्य देशों की तरह, भारत में भी मौद्रिक नीति की संरचना वित्तीय गतिविधियों की अनुक्रिया

1 भारतीय रिजर्व बैंक (2010) 2009-10 के लिए मौद्रिक नीति की तीसरी तिमाही समीक्षा, भारतीय रिजर्व बैंक, 29 जनवरी 2010।

2 बन्कि बेन. एस. "कंसट्रेंड डिस्केशन और मॉनेटरी पॉलिसी" विषय पर 3 फरवरी 2003 को न्यूयार्क विश्वविद्यालय, न्यूयार्क के मनी मार्केटिंग्स के समक्ष व्यक्त किए गए विचार।

तथा उनके परिणामस्वरूप विकसित हुई है तथा अंतर्निहित प्रेषण कार्यविधि में परिवर्तित हो गई है।

मौद्रिक नीति की संरचना कैसे वैश्विक स्तर पर विकसित हुई?

9. मौद्रिक नीति, जो केंद्रीय बैंकों के प्रत्यक्ष नियंत्रण के अंतर्गत नहीं है, के उद्देश्यों की प्राप्ति के लिए मौद्रिक नीति के प्राधिकारी विशिष्ट रूप से 'मध्यवर्ती लक्ष्य' तय करते हैं जिनमें मौद्रिक नीति के समग्र उद्देश्यों के साथ एक स्थिर संबंध निहित होता है। मध्यवर्ती लक्ष्य का चयन भी मौद्रिक संरचना के माध्यमों - ऐसी प्रक्रिया जिसके माध्यम से नीति संबंधी कार्रवाइयां परम लक्ष्यों पर असर डालती हैं - की शर्तों के अधीन होता है। ऐतिहासिक रूप से, यद्यपि ऋण के लक्ष्य प्रचलित थे, एक औपचारिक मध्यवर्ती लक्ष्य की अवधारणा 1970 के दशक में मुद्रास्फीति के बदतर वातावरण में मुद्रा को लक्ष्य बनाने पर बल देने वाले मुद्रावादी दृष्टिकोण के साथ विकसित हुई और मुद्रा, उत्पादन तथा मूल्यों के बीच स्थिर संबंध देखा गया। अनेक केंद्रीय बैंक जैसे स्विट्जरलैंड, जर्मनी, जापान, यूके, यूएसए, फ्रांस, ऑस्ट्रेलिया तथा कनाडा ने 1970 के मध्य में मौद्रिक लक्ष्यों को अपनाया। 1980 के दशक में वित्तीय बाजार नवोन्मेषों ने बैंकिंग प्रणाली द्वारा वित्तीय मध्यस्थता की जरूरत को कम कर दिया और कुल मौद्रिक समुच्चयों के संव्यवहार में अस्थिरता लाना शुरू कर दिया। इसके परिणामस्वरूप मुद्रा, उत्पादन तथा मूल्यों के बीच स्थिर संबंध में आई कमजोरी से बहुत सारे विकसित देशों के केंद्रीय बैंकों को ब्याज दरों को तय करने के माध्यम से सिगनलिंग मौद्रिक नीति रुझान की तरफ कदम बढ़ाना पड़ा। फिर भी, जर्मनी, फ्रांस, स्विट्जरलैंड जैसी यूरोप की बहुत सारी बैंकिंग

3 फ्रीडमैन, बी (1990) "टार्गेट्स एंड इंस्ट्रूमेंट्स ऑफ मोनेटरी पॉलिसी", बी. फ्रीडमैन और एफ. हैस (संपा.) हैंडबुक ऑफ मोनेटरी इकॉनॉमिक एम्सटरडम, नार्थ हालैंड।

आधारित अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक लक्ष्य तय करना जारी रहा, जहाँ कुल मौद्रिक समुच्चयों को पुनर्परिभाषित किए जाने के साथ मुद्रा माँग की स्थिरता लाना संभव था।

10. मौद्रिक संरचना के परिमाण आधारित ऋण माध्यमों के साथ वित्तीय बाजारों के अल्प विकसित स्वरूप को देखते हुए, विकासशील देशों के मामले में मुद्रा लक्ष्य को उपयुक्त समझा गया। 1980 के दशक में ब्राजील, चीन, इंडोनेशिया, कोरिया, मलेशिया, पेरू, फिलीपींस, रूस तथा वेनेजुएला जैसे बहुत सारे विकासशील देशों में मोनेटरी टार्गेटिंग को अपनाया गया। जैसे ही, विकासशील देशों में वित्तीय नवोन्मेषों का प्रसार हुआ तथा उन्हें बाहरी पूँजी प्रवाहों के लिए और अधिक खोल दिया गया, मोनेटरी टार्गेटिंग कम प्रभावकारी सिद्ध हुई।

11. विकसित और विकासशील दोनों तरह के देशों में मोनेटरी टार्गेटिंग ढांचा कमजोर हुआ, जिसने एक वैकल्पिक मौद्रिक संरचना की खोज के लिए प्रेरित किया। चूँकि मोटे तौर पर यह भी मान्यता थी कि मौद्रिक नीति मूल्य स्थिरता को रखकर संवृद्धि को बरकरार रखने में योगदान दे सकती है, अनेक विकसित और विकासशील देशों ने 'मुद्रास्फीति टार्गेटिंग' की ओर कदम बढ़ाया, जिसकी शुरुआत 1989 में न्यूजीलैंड से हुई। इस दृष्टिकोण के अंतर्गत केंद्रीय बैंक किन्ही मध्यवर्ती परिवर्तियों के बजाय अंतिम उद्देश्य अर्थात् मुद्रास्फीति को लक्ष्य बनाते हैं। बड़े केंद्रीय बैंकों में से द बैंक ऑफ इंग्लैंड (बीओई) ने 1992 में औपचारिक तौर पर मुद्रास्फीति टारगेटिंग को अपनाया।

12. यूएस फेडरल रिजर्व (फेड) मूल्य स्थिरता और अधिकतम रोजगार के अपने इन दो उद्देश्यों के अनुसरण में और अधिक संकलक दृष्टिकोण अपनाता है, जिसे जोखिम प्रबंधन दृष्टिकोण के रूप में जाना जा सकता है। जोखिम प्रबंधन दृष्टिकोण के अंतर्गत फेडरल रिजर्व

मुद्रास्फीति और संवृद्धि के प्रति जोखिमों के संतुलन को ध्यान में रखते हुए ब्याज दर पर नीतिगत दृष्टि अपनाता है। यद्यपि यूरोपियन सेंट्रल बैंक (ईसीबी) के पास मूल्य स्थिरता का एकल अधिदेश है, लेकिन यह मुद्रास्फीति टारगेटिंग वाला केंद्रीय बैंक नहीं है। इसके नीतिगत निर्णय 'दो स्तंभ' वाली एक कार्यनीति पर आधारित होते हैं, जिनमें 'आर्थिक विश्लेषण' तथा 'मौद्रिक विश्लेषण' शामिल होता है। दूसरे स्तंभ के अंतर्गत, मुद्रा आपूर्ति विश्लेषण के इसके साधनों में एक महत्वपूर्ण परिवर्ती होता है, जो जर्मन बुनदेसबैंक - मोनेटरी टारगेटिंग वाला एक बड़ा बैंक - के स्थायी प्रभाव को दर्शाता है। केंद्रीय बैंकों के बीच दृष्टिकोण के अंतर के बावजूद, मूल्य स्थिरता को मौद्रिक नीति के प्रमुख उद्देश्य के रूप में स्वीकार किया जाता है।

मौद्रिक नीति की संरचना भारत में कैसे विकसित हुई?

13. भारत में भी, मौद्रिक नीति की संरचना में समय के साथ-साथ महत्वपूर्ण परिवर्तन आया है। 1960 के दशक में जब मुद्रास्फीति को संरचनात्मक माना गया था और मुद्रास्फीतिकारी अस्थिरता मुख्यतः कृषि की असफलताओं के कारण थी, चयनात्मक ऋण नियंत्रण पर अत्यधिक निर्भरता थी। उद्देश्य यह था कि एक ओर संवेदनशील वस्तुओं के लिए दिए जाने वाले बैंक अग्रिमों को उत्पादन परिव्यय को प्रभावित करके विनियमित किया जाए तो दूसरी ओर अनुमानों की संभावनाओं को सीमित किया जाए। 1970 के दशक में तेल की कीमतें बढ़ने के अलावा विस्तारवादी राजकोषीय नीतियों से प्रेरित मौद्रिक प्रसार के कारण मुद्रास्फीति में तेजी आई। 1980 दशक के आरंभ में मुद्रास्फीति के मुख्य कारणों के बारे में मोटे तौर पर एक सहमति थी। यह दलील दी गई कि कृषि मूल्यों में उतार-चढ़ाव और तेल की कीमतें बढ़ने से मूल्य प्रभावित हुए; 1960 के दशक के आरंभ से निरंतर मुद्रास्फीति तब तक नहीं हो सकती थी जब तक

राजकोषीय घाटे⁴ के बड़े स्तर पर मौद्रीकरण द्वारा उत्पन्न लगातार अत्यधिक मौद्रिक प्रसार से उसे समर्थन नहीं मिलता।

14. इस पृष्ठभूमि के विपरीत, भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा गठित मौद्रिक प्रणाली की कार्यप्रणाली पर बनी समीक्षा समिति (अध्यक्ष: प्रो.सुखमय चक्रवर्ती; 1985) ने एक मोनेटरी टारगेटिंग संरचना की सिफारिश की ताकि निहित उत्पादन संवृद्धि के अनुरूप मुद्रास्फीति को स्वीकृत स्थिति के लक्ष्य तक लाया जा सके। इसने भारतीय रिजर्व बैंक और सरकार⁵ के बीच एक करार के द्वारा राजकोषीय घाटे के मौद्रीकरण की प्रक्रिया के माध्यम से मौद्रिक प्रसार को सीमित करने की भी सिफारिश की। मुद्रा के लिए माँग कार्य में यथोचित स्थिरता का अनुभवजन्य साक्ष्यों से समर्थन करते हुए, व्यापक मुद्रा (M_3) औपचारिक तौर पर एक मध्यवर्ती लक्ष्य के रूप में सामने आई। इस दृष्टिकोण के अंतर्गत, प्रत्याशित वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद (जीडीपी) संवृद्धि तथा मुद्रास्फीति⁶ के सहनीय स्तर के सुसंगत एक मौद्रिक पूर्वानुमान लगाया गया है। फिर भी, यह संरचना लचीली है, जिसमें विभिन्न प्रतिसूचना प्रभावों को जगह दी गई है। इसके अलावा, सामान्य⁷ रूप से जनसाधारण को मुद्रा आपूर्ति का लक्ष्य सापेक्षतः अच्छी तरह ज्ञात था।

4 भारतीय रिजर्व बैंक (2005), मुद्रा और वित्त रिपोर्ट 2003-04, पेज 53-79।

5 लेकिन इसको फलित होने में लगभग बारह वर्ष लगे जब तदर्थ खजाना बिलों को माध्यम से स्वयमेव मौद्रीकरण को समाप्त किया गया और 1997 में अर्थोपाय अग्रिम प्रणाली की शुरुआत की गई।

6 तकनीकी तौर पर यदि प्रत्याशित वास्तविक जीडीपी वृद्धि 6 प्रतिशत है, मुद्रा के लिए माँग की आय लोच 1.5 है तथा मुद्रास्फीति का सहनीय स्तर 5 प्रतिशत है, तो व्यापक मुद्रा (M_3) विस्तार लक्ष्य 14 प्रतिशत (M_3 वृद्धि = $1.5 \times 6 + 5 = 14\%$) रखा जा सकता है।

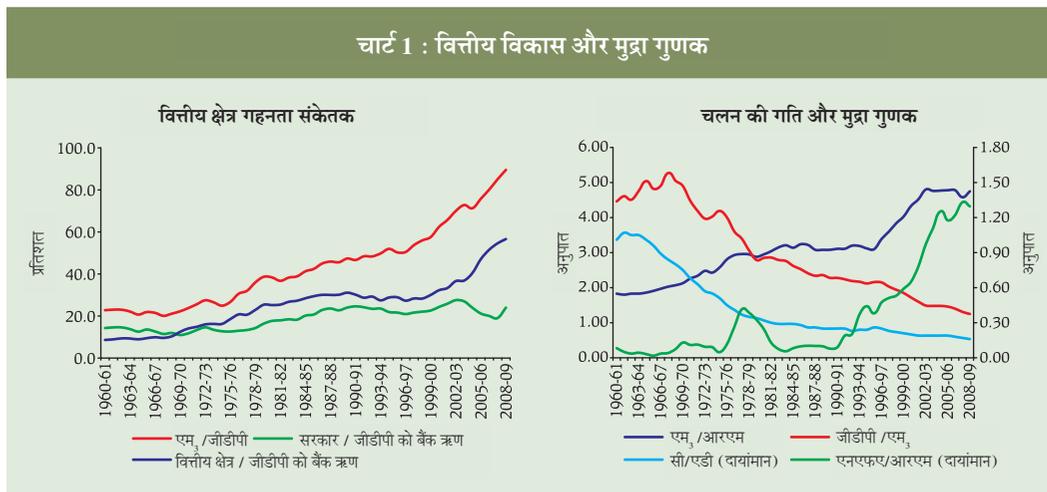
7 रंगराजन सी (1992) "मौद्रिक नीति की भूमिका" इकोनॉमिक एंड पॉलिटिकल वीकली, 27 दिसंबर।

15. 1990 दशक के आरंभ में संरचनागत सुधारों की शुरुआत तथा उसका अनुसरण करने के साथ व्यापार और वित्तीय उदारीकरण की गति में तेजी आते ही मौद्रिक नीति के मध्यवर्ती लक्ष्य के रूप में व्यापक मुद्रा की प्रभावोत्पादकता सवालियों के घेरे में आ गई। 1998-99 की पहली छमाही के लिए भारतीय रिजर्व बैंक की मौद्रिक और ऋण नीति में यह देखा गया कि अर्थव्यवस्था में उभरते हुए वित्तीय नवोन्मेषों से कुछ ऐसे साक्ष्य प्राप्त हुए कि अतीत की तरह निकट भविष्य में मुद्रा की माँग पर मुख्य प्रभाव वास्तविक आय का नहीं होगा।

16. 1990 दशक से, मौद्रिक नीति को सामान्य आपूर्ति में बढ़ोतरी से निपटने के अलावा पूँजी प्रवाहों में आए परिवर्तन, विदेशी मुद्रा दरों की अस्थिरता और वैश्विक कारोबार चक्रों से उत्पन्न बाहरी आघातों से भी निपटना पड़ा। बाद में, पूँजी प्रवाहों से उत्पन्न नकदी में वृद्धि ने आरक्षित मुद्रा की तुलना में निवल विदेशी आस्तियों (एनएफए) के अनुपात को बढ़ा दिया (सारणी 1)। इसने कुल मुद्रा राशियों के नियंत्रण को और कठिन बना दिया। परिणामस्वरूप, परिवर्तियों⁸ की मात्रा की तुलना में ब्याज दर तथा विनिमय

दर के बढ़ते हुए महत्व के साथ मौद्रिक नीति की अंतर्निहित प्रेषण कार्यविधि में परिवर्तन के बढ़ते साक्ष्य भी मिल रहे थे। सकल घरेलू उत्पाद के प्रतिशत के रूप में निजी क्षेत्र की ओर बैंक ऋण का बढ़ना भी शुरू हो गया, यद्यपि यह विकसित अर्थव्यवस्थाओं और बहुत सारी उभरती हुई अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में अभी भी कम है, जो और अधिक ऋण व्यापन की संभावनाओं को रेखांकित करता है (सारणी 1)। इन गतिविधियों से मौद्रिक नीति के संचालन में सुधारों की जरूरत सामने आई।

17. इस पृष्ठभूमि के विपरीत, रिजर्व बैंक ने अप्रैल 1998 में मौद्रिक नीति बनाये जाने में रेटिंग माध्यमों पर अधिक जोर देते हुए औपचारिक तौर पर एक 'बहुसंकेतक दृष्टिकोण' अपनाया। इस दृष्टिकोण के एक भाग के रूप में मौद्रिक नीति संबंधी परिप्रेक्ष्यों को जानने के लिए मात्रा परिवर्तियों जैसे, मुद्रा, ऋण, उत्पादन, व्यापार, पूँजी प्रवाह तथा राजकोषीय स्थिति और दर परिवर्तियों जैसे, विभिन्न बाजारों में प्रतिलाभ की दर, मुद्रास्फीति की दर तथा विनिमय दर आदि जैसी तमाम सूचनाओं का विश्लेषण किया जाता है। बहुसंकेतक दृष्टिकोण, जिसकी अवधारणा



8 भारतीय रिजर्व बैंक (1998); मुद्रा आपूर्ति पर कार्य समूह : समेकन का विश्लेषण और कार्य प्रणाली (अध्यक्ष: डा. वाइ.वी. रेड्डी)।

भाषण

भारत में मौद्रिक नीति की संरचना: बहुसंकेतक दृष्टिकोण के अनुभव

दीपक मोहंती

सारणी 1: निजी क्षेत्र को देशी ऋण-चुनिंदा अर्पव्यवस्थाएं

(जीडीपी के % के रूपमें)										
देश / क्षेत्र	1960	1970	1980	1990	1995	2000	2005	2006	2007	2008
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
विकासशील अर्थव्यवस्थाएं										
ब्राजील	20	31	43	42	46	33	31	40	49	56
चिली	22	8	47	51	62	74	80	82	89	85
चीन	..	..	53	87	85	112	114	113	111	108
भारत	8	13	24	25	23	29	41	45	47	50
इंडोनेशिया	..	..	9	48	54	20	26	25	26	27
इजरायल	14	30	71	58	64	78	90	88	90	91
कोरिया	12	40	51	63	61	87	95	95	100	109
मलेशिया	7	21	61	69	165	171	122	108	105	101
मैक्सिको	21	33	19	18	29	18	17	20	22	21
फिलीपाइंस	16	29	42	22	45	44	30	30	29	..
रूस	..	..	..	..	9	13	26	33	39	42
दक्षिण अफ्रीका	..	68	56	81	119	134	141	159	164	80
थाइलैंड	10	19	41	83	140	108	106	99	118	118
विकास अर्थव्यवस्थाएं										
आस्ट्रेलिया	..	24	28	62	71	90	112	117	128	133
कनाडा	18	34	72	91	92	96	178	195	136	138
यूरो क्षेत्र	35	59	76	78	83	98	109	115	121	126
जपान	56	113	133	197	205	222	183	179	172	164
अमरीका	18	21	28	115	115	132	162	174	190	213
संयुक्त राज्य	74	92	97	119	135	171	195	202	210	191

..: उपलब्ध नहीं

स्रोत : वर्ल्ड डेवलपमेंट इंडिकेटर्स ऑनलाइन, विश्व बैंक।

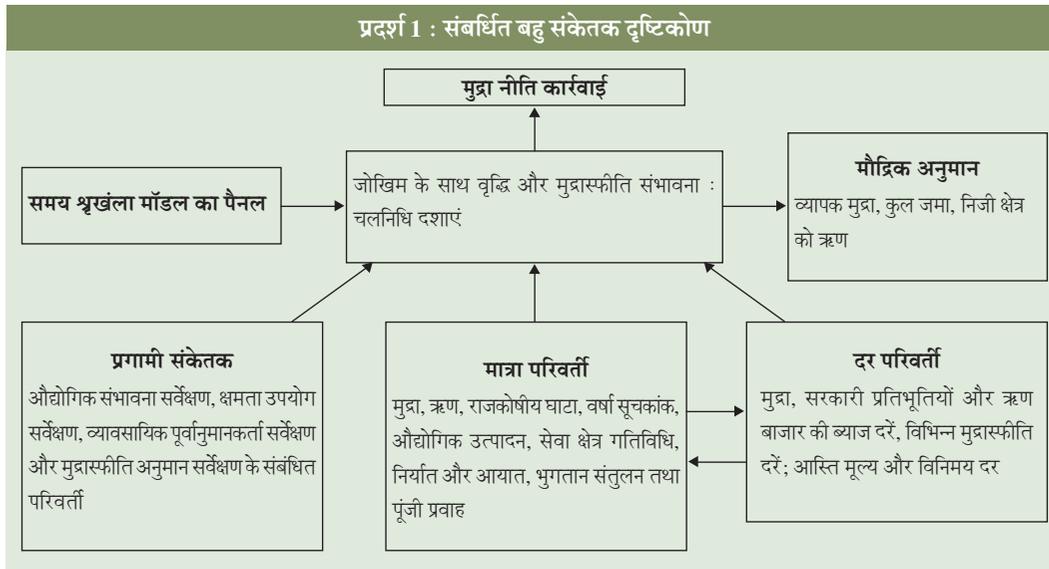
भूतपूर्व गवर्नर डॉ. विमल जालान के कार्यकाल में बनी, जो प्रगामी संकेतकों तथा किफायती समय श्रृंखला मॉडलों के एक पैल द्वारा विकसित तथा आगे बढ़ाया जाता रहा। प्रगामी संकेतकों को रिजर्व बैंक के औद्योगिक संभावना सर्वेक्षण, क्षमता उपयोग सर्वेक्षण, व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ता सर्वेक्षण तथा मुद्रास्फीति अनुमान सर्वेक्षण से ग्रहण किया गया है। इन संकेतकों तथा मॉडलों से किए गए आकलन संवृद्धि और मुद्रास्फीति के पूर्वानुमान की पुष्टि करते हैं। इसके साथ ही, रिजर्व बैंक भी व्यापक मुद्रा (M_3) के लिए पूर्वानुमान व्यक्त करता है, जो एक महत्वपूर्ण सूचना परिवर्ती की भूमिका निभाता है, ताकि सरकार और निजी क्षेत्र की ऋण आवश्यकताओं के अनुरूप अर्थव्यवस्था में संसाधन- संतुलन बनाए रखा जा सके।

9 रिजर्व बैंक के सर्वेक्षणों पर कार्य समूह (अध्यक्ष: दीपक मोहंती : 2009) की सिफारिशों के फलस्वरूप, व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ता सर्वेक्षण और औद्योगिक संभावना सर्वेक्षण जैसे कुछ सर्वेक्षणों के परिणाम पब्लिक डोमेन (www.rb.org.in) पर डाले गए हैं।

इस प्रकार, मौद्रिक नीति की वर्तमान संरचना को एक विकसित बहुसंकेतक दृष्टिकोण के रूप में परिभाषित किया जा सकता है जैसा कि नीचे व्याख्या दी गई है (प्रदर्श 1)।

18. कभी-कभी संकेतकों की लम्बी सूची की आलोचना इसे 'जाँच सूची' दृष्टिकोण कहकर की जाती है क्योंकि इससे मौद्रिक नीति के लिए स्पष्ट रूप से परिभाषित कोई सांकेतिक सहायता नहीं मिलती है। फिर भी, वित्तीय बाजार के विकास के स्तर को देखते हुए, मौद्रिक प्रेषण के विकासशील स्वरूप तथा सरकार और निजी क्षेत्र के बीच संसाधन - संतुलन बनाए रखने की जरूरत होने के कारण मौद्रिक नीति के अनुमान मूलतः जटिल हो जाते हैं।

19. वैश्विक रूप से, अब इसे मान लिया गया है कि मौद्रिक प्रबंध अधिक चुनौतीपूर्ण हो गया है। अर्थव्यवस्था और इसकी वर्तमान स्थिति तथा भावी गतिविधियों से संबंधित अधिक अनिश्चितता के वातावरण में काम कर रहे केंद्रीय बैंकों की दृष्टि से एक अकेला मॉडल अथवा संकेतकों का एक सीमित



सेट मौद्रिक नीति के लिए उपयुक्त मार्गदर्शक नहीं हो सकता। इसके बजाय, आँकड़ों के एक व्यापक और समन्वित सेट की जरूरत है। इससे मौद्रिक नीति के संचालन में अनेक समष्टि आर्थिक संकेतकों की निगरानी की उपयोगिता बढ़ती है। वर्तमान संकट के संदर्भ में यह दलील दी जाती है कि मुद्रा और ऋण की निगरानी से नीति निर्माताओं को आस्ति बाजार की गतिविधियों की व्याख्या करने तथा उनसे आर्थिक और वित्तीय संभावना के लिए एक आशय ग्रहण करने में मदद मिल सकती है¹⁰। केंद्रीय बैंकिंग समुदाय में मौद्रिक नीति के विश्लेषण तथा इसके निहितार्थ के महत्व के बारे में अर्थव्यवस्थाओं के लिए - व्यक्तिगत और वैश्विक दोनों स्तरों पर - जागरूकता बढ़ाये जाने की जरूरत है¹¹। इस प्रकार, अब मौद्रिक नीति के लिए एक व्यापक आधार वाले दृष्टिकोण के लिए समर्थन बढ़ रहा है।

10 गुडहार्ट, सी (2007) “व्हाट्सवर विकेम ऑफ दि मोनेटरी एग्रोग्रेट एलएसई?” फाइनेंसियल मार्केट्स ग्रुप स्पेशल पेपर सं.172।

11 टिचेट, जॉन-क्लाउड (2010) 9 फरवरी को रिजर्व बैंक ऑफ आस्ट्रेलिया, सिडनी की 50वीं वार्षिकी पर आयोजित संगोष्ठी में “फिफ्टी इयर्स ऑफ मोनेटरी पॉलिसी: व्हाट वी. लॉट? विषय पर पैनल दल के सदस्य के विचार।

III. भारत में मौद्रिक नीति संरचना के बारे में अनुभव

मॉनेटरी टार्गेटिंग दृष्टिकोण के बारे में अनुभव

20. पूर्व में एक आलेख¹² के माध्यम से मॉनेटरी टार्गेटिंग दृष्टिकोण से संबंधित अनुभव की पडताल की गई है। औपचारिक मॉनेटरी टार्गेटिंग अपनाने के बावजूद पिछले वर्ष (वर्षों) में व्यापक मुद्रा (M_3) की औसत संवृद्धि से जुड़ी एक उच्चतम सीमा निश्चित करने को छोड़कर 1985 से 1990 की अवधि के दौरान कोई भी विशिष्ट मौद्रिक लक्ष्य निश्चित नहीं किए गए। ऐसा प्राथमिक मुद्रा सृजन के कारण लगातार बड़े पैमाने पर अतिरिक्त चलनिधि आधिक्य बने रहने के कारण था। मॉनेटरी टार्गेटिंग सुनिश्चित करने में सबसे बड़ी बाधा यह थी कि रिजर्व बैंक का केंद्र सरकार को दिए जाने वाले अपने ऋण पर कोई नियंत्रण नहीं था, जिसका उपयोग बड़े पैमाने पर आरक्षित मुद्रा के सृजन के लिए किया गया था। रिजर्व बैंक आरक्षित नकदी

12 मोहंती और मित्रा (1999) एक्सपीरिंस विथ मानेटी टार्गेटिंग इन इंडिया, इकॉनॉमिक एवं पॉलिटिकल वीकली 16-23 जनवरी, पेज 123-132।

भाषण

भारत में मौद्रिक नीति की संरचना: बहुसंकेतिक दृष्टिकोण के अनुभव

दीपक मोहंती

निधि अनुपात (सीआरआर), सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) तथा चयनात्मक ऋण नियंत्रणों जैसे लिखतों के माध्यम से कम से कम द्वितीयक मुद्रा प्रसार पर सीमाएं तय कर सका। परिणामस्वरूप जुलाई 1989 में आरक्षित नकदी निधि अनुपात (सीआरआर) बैंकों की निवल मांग और मीयादी देयताओं (एनडीटीएल) के 15 प्रतिशत की अपनी निर्धारित उच्चतम सीमा तक पहुँच गया तथा सितम्बर

1990 में सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) 38.5 प्रतिशत के उच्च शिखर पर पहुँच गया। इन उपायों के बावजूद, मुद्रा आपूर्ति संवृद्धि ऊँचे स्तर पर बनी रही, जिसने मुद्रास्फीति में भूमिका निभाई। मॉनेटरी टार्गेटिंग अवधि के दौरान मौद्रिक लक्ष्यों के निर्धारण और वास्तविक उपलब्धियों को नीचे सारणी 2 में प्रस्तुत किया गया है। सारणी 2

सारणी 2: मोनेटरी टार्गेटिंग - लक्ष्य बनाम उपलब्धि

वर्ष	उद्देश्य / लक्ष्य			वास्तविक (प्रतिशत)		
	एम ₃	सकल घरेलू उत्पाद	मुद्रास्फीति	एम3	सकल घरेलू उत्पाद	मुद्रास्फीति
1	2	3	4	5	6	7
1985-86	1984-85 की तुलना में नकदी में कम वृद्धि	1984-85 के क्रम में उत्पादन वृद्धि	मुद्रास्फीति के पुनरुत्थान से बचें	16.0 लक्ष्य हासिल	4.1	4.8
1986-87	एम ₃ की वृद्धि पिछले चार सालों के वार्षिक औसत स्तर से नीचे रखी जाए अर्थात् 17.5 फीसदी	उत्पादन वृद्धि 1985-86 की तुलना में कुछ उच्च	मुद्रास्फीति की दर को नियंत्रित रखा जाना चाहिए	18.6	4.3	5.1
1987-88	एम ₃ वृद्धि 1986-87 में विस्तार से नीचे रही अर्थात् 18.6 प्रतिशत	5.0	मुद्रास्फीति के दबावों के पुनरागमन से बचें	16.0 लक्ष्य हासिल	4.3	10.7
1988-89	एम ₃ की वृद्धि पिछले तीन वर्षों के औसत से नीचे रखी जाए अर्थात् 16.9 फीसदी	-	-	17.8	10.0	5.7
1989-90	एम ₃ की वृद्धि अर्थात् पिछले चार सालों के औसत की तुलना में कम स्तर पर रखी जाए अर्थात् 17.1 प्रतिशत	4.5	-	19.4	6.9	9.1
1990-91	एम ₃ वृद्धि में तीव्र कमी को पिछले वर्ष के 4 प्रतिशत अंक के लगभग लाना अर्थात् 15.4 प्रतिशत	लगभग 5.0	-	15.1 लक्ष्य हासिल	5.4	12.1
1991-92 (अक्तूबर)	एम ₃ वृद्धि को 13.0 प्रतिशत पर रोकना	3.0	9.0 अधिकतम	19.3	0.8	13.6
1992-93	11.0 प्रतिशत (अधिकतम) एम ₃ वृद्धि		8.0	15.7	5.3	7.0
1993-94	एम ₃ वृद्धि लगभग 12.0 प्रतिशत	5.0	मुद्रास्फीति की दर में आगे कमी	18.4	6.2	10.8
1994-95 (अक्तूबर)	16.0 प्रतिशत (अधिकतम) एम ₃ वृद्धि	5.5	मुद्रास्फीति में लगभग 4 प्रतिशत की तीव्र कमी	22.3	7.8	10.4
1995-96	15.5 प्रतिशत (अधिकतम) एम ₃ वृद्धि	5.5	लगभग 8.0 अंक	13.7 लक्ष्य हासिल	7.2	5.0
1996-97	15.5-16.0 प्रतिशत एम ₃ वृद्धि	6.0	6.0	16.2	7.5	6.9
1997-98	15.0-15.5 प्रतिशत एम ₃ वृद्धि	6.5-7.0	5.0-6.0	17.6	5.1	5.3

जीडीपी : कारक लागत पर सकल घरेलू उत्पाद की कीमतें 1980-81 के स्तर पर : मुद्रास्फीति : थोक मूल्य सूचकांक (डब्ल्यूपीआइ) के आधार पर।

स्रोत: मोहंती और मित्र (1999), भारत में मौद्रिक टार्गेटिंग का अनुभव "इकोनॉमिक एंड पॉलिटिकल वीकली, 16-23 जनवरी।

बहुसंकेतिक दृष्टिकोण के बारे में अनुभव

21. 1990 दशक के आरंभ से शुरू हुए वित्तीय उदारीकरण और ब्याज दरों के अविनियमन की प्रक्रिया ने ब्याज दरों तथा विदेशी मुद्रा दरों के निर्धारण में बाजार की शक्तियों की भूमिका को बढ़ाया। तदनुसार, रिजर्व बैंक ने मौद्रिक नीति के संचालन और बाजार के अन्य घटकों के साथ इसके एकीकरण के लिए केंद्रबिंदु के रूप में मुद्रा बाजार पर ज्यादा जोर दिया। नरसिंहम समिति की सिफारिशों के अनुसरण में, रिजर्व बैंक ने बाजार की चलनिधि के दैनिक आधार पर प्रबंधन के लिए तथा बाजार तक ब्याज दर के संकेतों को पहुँचाने के लिए जून 2000 में चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) शुरू की। जनवरी 2003 में मुद्रा बाजार के नये लिखत के रूप में संपार्श्वीकृत उधार और ऋण परिचालन (सीबीएलओ) आरंभ किया गया। अगस्त 2005 तक माँग मुद्रा बाजार चरणबद्ध तरीके से एक शुद्ध अंतर - बैंक बाजार में परिणत हो गया।

22. परिणामस्वरूप, मुद्रा बाजार कुछ वर्षों में महत्वपूर्ण रूप से विकसित हुआ जिसकी झलक बाजार के विभिन्न खंडों के बढ़े हुए कारोबार में मिलती है (सारणी 3)। विकासशील मुद्रा बाजारों के साथ-साथ रिजर्व बैंक ने भी सरकारी प्रतिभूति और विदेशी मुद्रा बाजार के विकास के लिए वित्तीय बाजारों की गहनता को बढ़ाते हुए विभिन्न उपाय किए हैं (चार्ट 2)।

23. इन सभी सुधारों का प्रभाव रिजर्व बैंक द्वारा किए जाने वाले चलनिधि प्रबंध परिचालनों के सुधारों पर भी पड़ा जिसकी झलक यदा कदा अस्थिरता को छोड़कर माँग दरों के एलएएफ कॉरिडोर के भीतर सामान्य नियंत्रण में रहने से परिलक्षित होती है। माँग मुद्रा दरों में स्थिरता प्रदान करने के अलावा, इसका परिणाम बाजार के एकीकरण के रूप में भी सामने आया जिसकी झलक मुद्रा बाजार के खंडों में दरों के काफी अधिक साथ साथ

सारणी 3 : मुद्रा बाजार खंड में गतिविधियाँ

वर्ष	औसत दैनिक कारोबार #				बकाया राशि	
	माँग मुद्रा	बाजार रिपो (बाजार के बाहर एलएएफ)	सांपीश्वकी कृत उधार और ऋण बाध्यता (सीबीएलओ)	मीयादी मुद्रा	वाणिज्यिक पत्र	जमा प्रमाण पत्र
1	2	3	4	5	6	7
1997-98	22,709	-	-	-	2,806	9,349
1998-99	26,500	-	-	-	4,514	6,876
1999-00	23,161	6,895	-	-	7,014	1,908
2000-01	32,157	10,500	-	-	6,751	1,199
2001-02	35,144	30,161	-	195	7,927	949
2002-03	29,421	46,960	30	341	8,268	1,224
2003-04	17,191	10,435	515	519	7,835	3,212
2004-05	14,170	17,135	6,697	526	11,723	6,052
2005-06	17,979	21,183	20,039	833	17,285	27,298
2006-07	21,726	33,676	32,390	506	21,336	64,821
2007-08	21,394	54,736	55,626	352	33,813	117,186
2008-09	22,436	57,320	61,552	397	47,183	162,574

: उधार लेने और उधार देने दोनों के लिए माँग मुद्रा और सीबीएलओ के मामले में एकल चरण मात्रा के दो गुने के बराबर कारोबार।

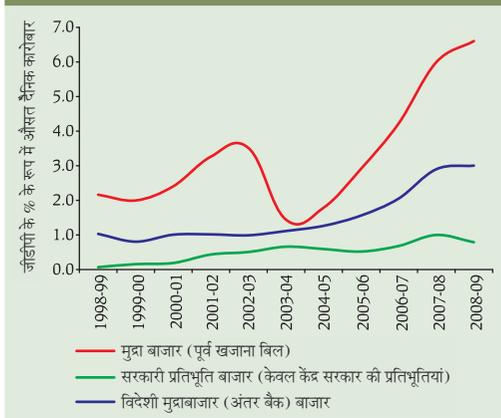
स्रोत : मुद्रा और वित्त रिपोर्ट 2005-06 तथा वार्षिक रिपोर्ट 2008-09, भारतीय रिजर्व बैंक।

भाषण

भारत में मौद्रिक नीति की संरचना: बहुसंकेतिक दृष्टिकोण के अनुभव

दीपक मोहंती

चार्ट 2: भारत में वित्तीय बाजार की गहनता



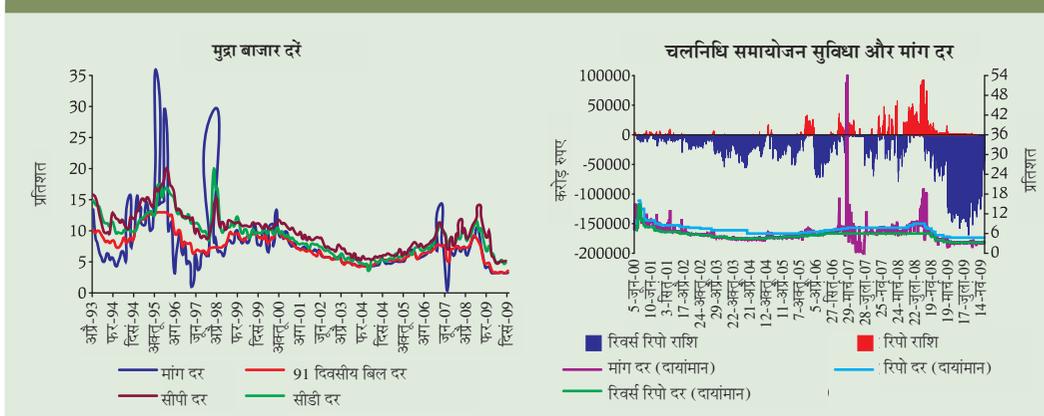
चलने में मिलती है। (चार्ट 3)। वित्तीय उत्तरदायित्व तथा बजट प्रबंधन (एफआरबीएम) अधिनियम के अंतर्गत राजकोषीय प्रभुत्व को कम करके नियम आधारित राजकोषीय नीति का अनुसरण किया गया, जिसने मौद्रिक प्रबंधन में समग्र सुधार में योगदान दिया।

24. हाल की अवधि के दौरान अर्थव्यवस्था की अवशोषण क्षमता से अधिक बड़ी मात्रा में तथा निरंतर पूँजी आगमन के प्रबंधन के मुद्दे ने चलनिधि प्रबंधन परिचालनों में एक अन्य आयाम जोड़ा। शुरू-शुरू में, बड़े स्तर पर पूँजी

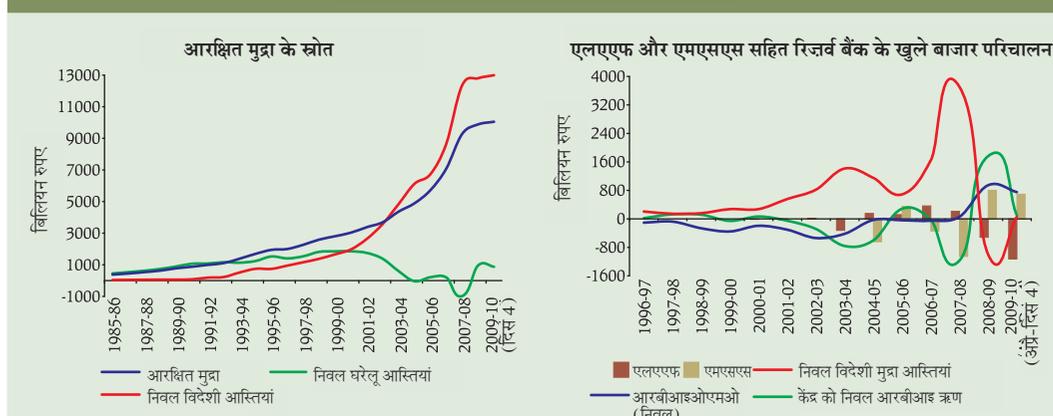
आगमन के चलनिधि प्रभाव को खुले बाजार के परिचालनों (ओएमएस) की बिक्री तथा चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) परिचालन के माध्यम से निष्प्रभावी कर दिया गया था। रिजर्व बैंक के पोर्टफोलियो में सरकारी प्रतिभूतियों के सीमित भंडार तथा इसके अपने पेपर जारी करने पर कानूनी प्रतिबंध लगाए जाने को देखते हुए अधिक स्थायी स्वरूप की चलनिधि रोकने के लिए एलएएफ के अलावा भी अतिरिक्त लिखतों की जरूरत थी। इसने अप्रैल 2004 में बाजार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) आरंभ किए जाने को प्रेरित किया। इस योजना के अंतर्गत अल्पावधि वाली सरकारी प्रतिभूतियाँ जारी की जाती थीं लेकिन निष्प्रभावीकरण के प्रयोजन से उसकी राशि रिजर्व बैंक के तुलन पत्र में अवरुद्ध रहा करती थी। मजे की बात तो यह है कि हाल के संकट के दौरान पूँजी प्रवाह के प्रतिगमन के बावजूद बाजार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) के अंतर्गत इस तरह की निधियों के मोचन से चलनिधि की स्थितियों को सामान्य करने में मदद मिली (चार्ट 4)।

25. मौद्रिक नीति के प्रभावी संचालन का मूल्यांकन अंततः वास्तविक आर्थिक कार्यकलाप और मुद्रास्फीति को स्थिर रखने की इसकी क्षमता तथा नीति के उद्देश्यों के अनुरूप वित्तीय स्थिरता भी सुनिश्चित करने के माध्यम से किया

चार्ट 3: मुद्रा बाजार एकीकरण और चलनिधि प्रबंधन



चार्ट 4: आरक्षित मुद्रा के स्रोत



जाता है। 1998-99 की अवधि के लिए बहुसंकेतक दृष्टिकोण के एक आकलन से यह बात सामने आई कि सकल घरेलू उत्पाद (जीडीपी) का वास्तविक परिणाम

मौद्रिक नीति वक्तव्य में दिए गए पूर्वानुमानों से सामान्यतः उच्चतर रहा है, जबकि मुद्रास्फीति के मामले में यह सामान्यतः निम्नतर रहा है (सारणी 4)।

सारणी 4 : बहुसंकेतक दृष्टिकोण : अनुमान बनाम उपलब्धियां

वर्ष	अनुमानों (प्रतिशत)*			वास्तविक (प्रतिशत)		
	सकल घरेलू उत्पाद	मुद्रास्फीति	एम ₃	सकल घरेलू उत्पाद	मुद्रास्फीति	एम ₃
1	2	3	4	5	6	7
1998-99	6.0 के क्षेत्र में	अधिक नहीं होना चाहिए 5.0-6.0	15.0-15.5	6.7	5.9	19.4
1999-00	6.0-6.5	पिछले साल से कम अर्थात् 4.8	15.5-16.0	6.4	3.3	14.6
2000-01	6.0-6.5	पिछले दो वर्षों के समीप अर्थात् 4.5	लगभग 15.0	4.4	7.2	16.8
2001-02	5.0-6.0	5.0 के भीतर	14.5 के बारे में	5.8	3.6	14.1
2002-03	5.0-5.5	लगभग 4.0	14.0	3.8	3.4	14.7
2003-04	6.5-7.0 उर्ध्वगामी झुकाव के साथ	4.0-4.5 निम्नगामी झुकाव के साथ	लगभग 14.0	8.5	4.6#	16.7
2004-05	6.0-6.5	लगभग 6.5	उच्च एम ₃ की संभावना खारिज नहीं की जा सकती है, प्रारंभिक अनुमान 14.0 था	7.5	5.1#	11.8
2005-06	7.5-8.0	5.0-5.5 पहले अनुमानित के रूप में	14.5 से काफी अधिक	9.5	4.1#	16.9
2006-07	8.5-9.0	5.0-5.5	15.0 से कुछ अधिक तक	9.7	5.9#	21.7
2007-08	लगभग 8.5	बंद 5.0 के समीप	जिसमें एम ₃ के 17.0-17.5 प्रतिशत रेंज में होते हुए नीतिगत प्रतिक्रिया की आवश्यकता	9.0	7.7#	21.4
2008-09	7.0	3.0 नीचे	19.0	6.7	0.8#	18.6
2009-10	7.5	8.5	16.5	7.2@	8.6^	17.0^

*: वर्ष के लिए अंतिम संशोधित अनुमानों के अनुसार

#: वर्ष-दर-वर्ष आधार पर

^: जनवरी 2010.

जीडीपी : कारक लागत पर सकल घरेलू उत्पाद 1999-2000 की कीमतों पर। @: आधार 2004-05 के साथ अग्रिम अनुमान

टिप्पणी : मुद्रास्फीति हेडलाइन थोक मूल्य सूचकांक (डब्ल्यूपीआई) पर आधारित है।

IV. समग्र मूल्यांकन

26. भारत में मौद्रिक नीति संरचना में महत्वपूर्ण अंतरण मोनेटरी टारगेटिंग से बहुसंकेतक दृष्टिकोण में हुआ है। इस प्रकार का परिवर्तन वित्तीय बाजारों के विकास, भारतीय अर्थव्यवस्था के वैश्विक अर्थव्यवस्था के साथ बढ़ते एकीकरण तथा मौद्रिक नीति के बदलते हुए प्रेषण के द्वारा हुआ है। 1998 में विकसित हुई बहुसंकेतक दृष्टिकोण की अवधारणा का संवर्द्धन सर्वेक्षणों के भावी संकेतकों तथा समय श्रृंखला मॉडलों के एक पैनल के द्वारा हुआ है। फिर भी, बहुसंकेतक दृष्टिकोण का विकास जारी रहा। यद्यपि बहुसंकेतक दृष्टिकोण स्पष्ट रूप से परिभाषित एक संबल की कमी के कारण आलोचना का विषय रहा है, फिर भी, हाल के विश्वव्यापी वित्तीय संकट के मद्देनजर मौद्रिक नीति के व्यापक संकेतक आधारित मूल्यांकन की उपयोगिता को मान्यता मिली है।

27. उपर्युक्त मूल्यांकन के आधार पर मैं तीन कालावधियों में मुख्य समष्टिगत परिवर्तियों की दृष्टि से मौद्रिक नीति कालों के सापेक्ष निष्पादन का तुलनात्मक अध्ययन प्रस्तुत करूँगा: (i) मोनेटरी टारगेटिंग काल (1976-85) का पूर्ववर्ती दशक (ii) मोनेटरी टारगेटिंग अवधि (1986-98) (iii) अब तक बहुसंकेतक काल (1999 - 2009) (सारणी 5)।

28. इस समग्र मूल्यांकन से मोटे तौर पर निम्नलिखित निष्कर्ष निकाले जा सकते हैं।

- पहला, मोनेटरी टारगेटिंग अवधि वाले दशक के पहले के समय से औसत तौर पर, सकल घरेलू उत्पाद की वास्तविक संवृद्धि क्रमिक रूप से 4.6 प्रतिशत से बढ़कर मोनेटरी टारगेटिंग अवधि में 5.5 प्रतिशत तक हो गई तथा उससे बाद की बहुसंकेतक दृष्टिकोण वाली अवधि में 7.1 प्रतिशत तक बढ़ गई। केवल संवृद्धि

सारणी 5 : भारत में विभिन्न मौद्रिक व्यवस्थाओं के अंतर्गत प्रमुख समष्टि आर्थिक संकेतक

सूचक	सकल घरेलू उत्पाद वृद्धि (%)	मुद्रास्फीति (%)		राजकोषीय घाटा (सकल घरेलू उत्पाद का %)	व्यापक मुद्रा वृद्धि (%)	मांग दर (%)	विनिमय दर		आरक्षित निधियां (अमरीकी बिलियन डॉलर)
		डब्ल्यू पीआई	सीपीआई-आइडब्ल्यू				रू./ अम. डॉलर#	रीर*	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
औसत									
1975-76 से 1984-85 (मौद्रिक टारगेटिंग के पूर्व)	4.6	7.0	6.4	5.1	18.1	9.0	9.1	164.3	5.4
1985-86 से 1997-98 (मौद्रिक टारगेटिंग)	5.5	8.1	9.1	6.6	17.4	11.7	23.9	117.1	13.5
1998-99 से 2008-09 (बहुसंकेतक दृष्टिकोण)	7.1	5.3	5.7	4.9	17.0	6.7	44.9	98.9	128.2
अस्थिरता (अर्थात् एसडी)									
1975-76 से 1984-85 (मौद्रिक टारगेटिंग के पूर्व)	4.2	6.5	5.7	1.1	3.1	1.2	6.6	5.1	-
1985-86 से 1997-98 (मौद्रिक टारगेटिंग)	2.2	3.0	2.1	1.2	2.4	4.0	7.8	6.3	-
1998-99 से 2008-09 (बहु संकेतक दृष्टिकोण)	2.0	1.6	3.0	1.3	3.1	1.5	7.1	5.0	-
एसडी : मानक विचलन # : औसत फेडरॉई दर * : आधार तक अर्थात् 1993-94 = 100 तक सामान्यीकृत हुए, वास्तविक प्रभावी विनिमय दर (रीर) के व्यापार भारत 36 देशीय संकेतक।									
टिप्पणी : विनिमय दर की अस्थिरता को श्रृंखला के मानक विपथन की वृद्धि हास के अनुसार परिगणित किया गया है।									

में ही बढ़ोत्तरी नहीं हुई बल्कि यह बहुसंकेतक दृष्टिकोण के अंतर्गत और अधिक स्थिर हुई।

- दूसरा, राजकोषीय घाटे में हुई महत्वपूर्ण वृद्धि के साथ मोनेटरी टार्गेटिंग अवधि के दौरान ही हेड लाइन थोक मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति में औसतन वृद्धि हुई, यद्यपि मुद्रास्फीति की अस्थिरता में कमी आई¹³। बहुसंकेतक दृष्टिकोण के अंतर्गत थोक मूल्य सूचकांक तथा उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति दोनों में काफी अधिक गिरावट हुई। मुद्रास्फीति में गिरावट के साथ ही राजकोषीय घाटे में काफी अधिक कमी हुई। इससे मूल्य स्थिरता के साथ संवृद्धि के उच्चतर स्तर को बनाए रखने के लिए राजकोषीय समेकन का महत्व रेखांकित होता है।
- तीसरा, जहाँ बहुसंकेतक दृष्टिकोण अवधि के दौरान थोक मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति की अस्थिरता में कमी हुई, वहीं खाद्य वस्तुओं की कीमतों में उच्चतर अस्थिरता को दर्शाते हुए उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति में वृद्धि हुई। यह आपूर्ति प्रबंधन के महत्व तथा खाद्य वस्तुओं की कीमतों की मुद्रास्फीति को रोकने के लिए कृषि के विकास पर अधिक ध्यान केंद्रित किए जाने के महत्व को रेखांकित करता है।
- चौथा, इन अवधियों के दौरान मुद्रा आपूर्ति (M_3) की वृद्धि में गिरावट आई, यद्यपि बहुसंकेतक दृष्टिकोण अवधि के दौरान M_3 की अस्थिरता थोड़ी बढ़ी जिससे मौद्रिक प्रेषण में ब्याज दर का बढ़ता महत्व व्यक्त

13 इस पर भी गौर किया जाए कि मोनेटरी टार्गेटिंग अवधि के पहले उच्चतर मुद्रास्फीति अस्थिरता में भी दो प्रमुख तेल आयातों ने काफी अधिक योगदान दिया।

होता है। एकदिवसीय ब्याज दर को स्थिर करने के लिए परिचालगत उद्देश्य में परिवर्तन, जिससे यह अवधि संरचना के माध्यम से संप्रेषित हो, निम्नतर अस्थिरता के साथ एकदिवसीय ब्याज दर में की गई स्पष्ट कटौती में देखने को मिलता है।

- पाचवां, विनिमय दर में सांकेतिक तथा वास्तविक दोनों दृष्टियों से औसतन, उत्तरोत्तर रूप से अवमूल्यन हुआ। फिर भी, यह मोनेटरी टार्गेटिंग अवधि की तुलना में बहुसंकेतक दृष्टिकोण अवधि के दौरान अधिक स्थिर हुआ। इससे आरक्षित निधियों के संग्रहण तथा अस्थिरता को रोकने के लिए विनिमय दर प्रबंधन को आंशिक रूप से उत्तरदायी माना जा सकता है।
- छठा, मौद्रिक नीति के बेहतर निष्पादन को सहायक राजकोषीय नीति - स्वतः मौद्रीकरण की प्रथा पर विराम तथा राजकोषीय उत्तरदायित्व और बजट प्रबंधन अधिनियम के अंतर्गत नियम पर आधारित घाटे में कमी करने के कार्यक्रम के माध्यम से सहायता मिली।
- अंततः, हाल ही में समष्टिगत निष्पादन में हुए समग्र सुधार के लिए केवल मौद्रिक नीति को श्रेय नहीं दिया जा सकता है। नियम आधारित राजकोषीय नीति के अलावा, उत्पादकता बढ़ाने वाले संरचनागत सुधार, बचत और निवेश में तीव्र वृद्धि, वैश्विक अर्थव्यवस्था के साथ बढ़ते एकीकरण, वैश्विक स्तर पर एक निम्न मुद्रास्फीति परिवेश तथा निजी क्षेत्र की उद्यमी भावना के विकास ने इसमें महत्वपूर्ण भूमिका निभायी।