

भारत में मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण: अतीत, वर्तमान और भविष्य*

- डॉ. पूनम गुप्ता

एनसीईआर में भारत की वर्तमान मौद्रिक नीति ढांचे पर बोलना मेरे लिए हर्ष का विषय है। मेरे विचार इस बात पर केंद्रित हैं कि कैसे मौजूदा ढांचे ने पिछले एक दशक के दौरान विकास किया है, आज यह किस स्थिति में है, और वे मुद्दे क्या हैं जो पांच वर्ष बाद इसके अगले संस्करण को आकार दे सकते हैं।

जैसा कि आप जानते हैं, भारत सरकार ने 25 मार्च, 2026 को एक राजपत्र अधिसूचना जारी की है, जिसमें मौजूदा मुद्रास्फीति लक्ष्य अर्थात् 4 प्रतिशत को ± 2 प्रतिशत की सहनशीलता सीमा के साथ पांच वर्षों के लिए नवीनीकृत किया गया है, जिससे वर्तमान मुद्रास्फीति लक्ष्य (आईटी) के अधिदेश को मार्च 2031 तक बढ़ा दिया गया है। यह नवीनीकरण, जिसमें ढांचे की सभी विशेषताओं को बरकरार रखा गया है, केवल निरंतरता पर ही नहीं, बल्कि इस बात पर भी विचार करने के लिए आमंत्रित करता है कि एक दशक के अनुभव ने हमें क्या सिखाया है और भविष्य में किन सुधारों, यदि किसी की, की आवश्यकता हो सकती है।

मेरे विचार निम्नलिखित क्रम में व्यवस्थित हैं। मैं फ्रेमवर्क की संरचना और मौद्रिक नीति के निर्णयों एवं परिणामों के एक दशक का संक्षिप्त विवरण देते हुए प्रारंभ करती हूँ। इसके उपरांत, मैं नवीनतम समीक्षा में अपनाई गई जन परामर्श प्रक्रिया की ओर बढ़ती हूँ, जिसमें उन चार प्रश्नों पर केंद्रित रहते हुए, जिनके आधार पर इसे संरचित किया गया था, प्रत्येक के लिए राष्ट्रीय और अंतर्राष्ट्रीय साक्ष्यों तथा प्राप्त प्रतिपुष्टि को प्रस्तुत किया गया है। अंत में, मैं उन कुछ मुद्दों पर स्पर्श करूँगी जिन पर विचार किए जाने की आवश्यकता हो सकती है, जब वर्ष 2031 में इस फ्रेमवर्क की अगली समीक्षा होगी।

1. फ्रेमवर्क की संरचना और मौद्रिक नीति के निर्णयों एवं परिणामों का एक दशक

भारत का मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क पिछले दशकों के दौरान घरेलू समष्टि आर्थिक वास्तविकताओं के साथ-साथ वैश्विक सर्वोत्तम

*भारतीय रिज़र्व बैंक की उप-गवर्नर डॉ. पूनम गुप्ता द्वारा 5 मई, 2026 को नई दिल्ली स्थित एनसीईआर में आयोजित संयुक्त संगोष्ठी और चर्चा—“भारत का मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण फ्रेमवर्क” और ‘एशिया और प्रशांत के लिए क्षेत्रीय आर्थिक आउटलुक’—में दिया गया भाषण। संगीता मिश्रा, सोमनाथ शर्मा और अन्य सहयोगियों से प्राप्त इनपुट के लिए उनका आभार व्यक्त किया जाता है।

पद्धतियों¹ में हुई प्रगति के अनुरूप निरंतर विकसित होता रहा है। एक अधिक मौलिक पुनर्विचार के लिए प्रेरणा 2010 के दशक की शुरुआत में उस समय उभरने लगी, जब भारत में मुद्रास्फीति ऐतिहासिक औसत और अन्य समकक्ष अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में कहीं अधिक थी, जो मौद्रिक नीति² के लिए एक मजबूत और स्पष्ट सांकेतिक आधार की आवश्यकता को रेखांकित करती थी। इस समय तक, कई देशों ने मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण को सफलतापूर्वक लागू कर लिया था और इसके प्रभावों को व्यापक रूप से अनुकूल आंका गया था। भारत ने भी इसे अपनाने के लिए उपयुक्त फ्रेमवर्क³ के रूप में देखना शुरू कर दिया।

मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण को मई 2016 में भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम, 1934 में संशोधन के द्वारा औपचारिक रूप से संस्थागत स्वरूप प्रदान किया गया। भारतीय रिज़र्व बैंक को भारत में मौद्रिक नीति संचालन की जिम्मेदारी सौंपी गई, जिसका प्राथमिक उद्देश्य “संवृद्धि के उद्देश्य को ध्यान में रखते हुए मूल्य स्थिरता बनाए रखना” है।

रिज़र्व बैंक अधिनियम, 1934 की धारा 45जेडए यह अनिवार्य करती है कि “केंद्रीय सरकार, बैंक के परामर्श से, प्रत्येक पांच वर्ष में एक बार उपभोक्ता मूल्य सूचकांक के संदर्भ में मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारित करेगी”। सरकार ने प्रारंभ में वर्ष 2016 से 2021 की अवधि के लिए 4 प्रतिशत की मुद्रास्फीति लक्ष्य को ± 2 प्रतिशत की सहनशीलता सीमा के साथ अधिसूचित किया था। मार्च 2021 में समीक्षा के पश्चात, इस लक्ष्य को वर्ष 2021 से 2026 तक की अगली पांच वर्षीय अवधि के लिए बनाए रखा गया। दूसरी

¹ मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण से पूर्व डेढ़ दशक तक भारत ने ‘बहु-संकेतक दृष्टिकोण’ अपनाया था, जब मौद्रिक नीति के उद्देश्यों को मूल्य स्थिरता, संवृद्धि और वित्तीय स्थिरता के रूप में निर्धारित किया गया था। देखें: राकेश मोहन और पार्थ रे (2018), “मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण और विमुद्रीकरण के समय भारतीय मौद्रिक नीति”, ब्रुकिंग्स इंडिया, डबल्यूपी 4; पूनम गुप्ता (2016), ‘पूँजी प्रवाह और केंद्रीय बैंकिंग: भारतीय अनुभव’, नीति अनुसंधान कार्य पत्र, विश्व बैंक, फरवरी; दास एस (2020), ‘भारत की मौद्रिक नीति के सात युग’, RBI बुलेटिन, फरवरी; दुआ पी (2020), “भारत में मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क”, इंडियन इकोनॉमिक रिव्यू, स्प्रिंग, खंड. 55(1), पृष्ठ 117-154, जून।

² विशेष रूप से वैश्विक वित्तीय संकट के बाद की अवधि में, जब हेडलाइन मुद्रास्फीति कई वर्षों तक दोहरे अंकों के निकट बनी रही।

³ सितंबर 2013 में तत्कालीन गवर्नर डॉ. रघुराम राजन द्वारा मौद्रिक नीति के उप-गवर्नर डॉ. उर्जित पटेल की अध्यक्षता में एक विशेषज्ञ समिति का गठन किया गया था। समिति ने अपनी रिपोर्ट जनवरी 2014 में प्रस्तुत की। दो अंकीय मुद्रास्फीति की पृष्ठभूमि के मद्देनजर, समिति ने मुद्रास्फीति में कमी के लिए एक ग्लाइड पथ की सिफारिश की – जिसके तहत जनवरी 2015 तक मुद्रास्फीति को घटाकर 8 प्रतिशत और जनवरी 2016 तक 6 प्रतिशत किया जाना था। सरकार और रिज़र्व बैंक के बीच वार्ता के विभिन्न चरणों के बाद, फरवरी 2015 में आईटी फ्रेमवर्क को अपनाने पर अंतिम समझौते पर हस्ताक्षर किए गए।

वैधानिक समीक्षा में, 25 मार्च, 2026 की राजपत्र अधिसूचना के माध्यम से, इस फ्रेमवर्क को पुनः मार्च 2031⁴ तक की पांच वर्षीय अवधि के लिए नवीनीकृत किया गया है।

मौद्रिक नीति संबंधी निर्णय लेने का दायित्व मौद्रिक नीति समिति के पास निहित है, जिसे विशेष रूप से मुद्रास्फीति लक्ष्य को प्राप्त करने के लिए आवश्यक नीतिगत रेपो दर निर्धारित करने का कार्य सौंपा गया था। एमपीसी के निर्णय बहुमत से लिए जाने हैं, जिसमें मतों के बराबर आने की स्थिति में गवर्नर के पास निर्णायक मत का प्रावधान है - उल्लेखनीय रूप से, पिछले दशक के दौरान इस प्रावधान को कभी लागू करने की आवश्यकता नहीं पड़ी।

स्पष्ट संचार और पारदर्शिता को प्रभावी मुद्रास्फीति-लक्ष्यी शासन की परिभाषित विशेषताओं के रूप में मान्यता प्राप्त है। भारत का मुद्रास्फीति-लक्ष्यी (आईटी) ढांचा इस जोर को दर्शाता है: भारतीय रिज़र्व बैंक प्रत्येक बैठक के बाद मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) द्वारा अपनाए गए संकल्प को प्रकाशित करता है; इसके 14वें दिन बाद एमपीसी के व्यक्तिगत सदस्यों की कार्यवाही मिनट्स जारी करता है; गवर्नर के बयान और प्रेस ब्रीफिंग का उपयोग नीति संचार के प्रभावी माध्यमों के रूप में किया जाता है; और आरबीआई हर छह महीने में एक बार मौद्रिक नीति रिपोर्ट (एमपीआर) प्रकाशित करता है, जो घरेलू और वैश्विक समष्टि आर्थिक और वित्तीय स्थितियों का मध्यमकालिक आकलन और मुद्रास्फीति की गतिशीलता और पूर्वानुमान का विश्लेषण प्रदान करता है।

मुद्रास्फीति-लक्ष्यीकरण का वैश्विक स्तर पर तीन दशकों से अधिक का इतिहास रहा है, जबकि इस दिशा में भारत का अनुभव अपेक्षाकृत हालिया है। न्यूजीलैंड द्वारा 1990 के दशक की शुरुआत में इसको पहली बार अपनाए जाने के बाद से, यह विकसित अर्थव्यवस्थाओं (ईई) और उभरते बाजार और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं (ईएमडीई) में मौद्रिक नीति के लिए एक मानक फ्रेमवर्क के रूप में स्थापित हो गया है। वर्तमान में, 48 देश (जिनमें 14 विकसित अर्थव्यवस्थाएं और 34 उभरते बाजार और विकासशील अर्थव्यवस्थाएं शामिल हैं) मुद्रास्फीति-लक्ष्यी फ्रेमवर्क के तहत कार्य कर रहे हैं। भारत ने जब औपचारिक रूप से 2016 में इस फ्रेमवर्क को संस्थागत रूप दिया, तब इसे अपनाने वाले देशों में काफी बाद में शामिल हुआ। मुद्रास्फीति-लक्ष्यीकरण को अपनाने के बाद अब तक किसी भी देश ने इसे त्यागा नहीं

है, हालांकि देशों ने अपनी विकसित होती आर्थिक संरचनाओं के अनुरूप समय-समय पर अपने फ्रेमवर्क में संशोधन किया है। ये तथ्य मुद्रास्फीति-लक्ष्यी फ्रेमवर्क की दोनों विशेषताओं—टिकाऊपन और लचीलेपन—की ओर संकेत करते हैं।

अंतरराष्ट्रीय साक्ष्य मोटे तौर पर मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण को तीन परिणामों से जोड़ते हैं। पहला, मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण के तहत कार्यरत देशों में मुद्रास्फीति मापनीय रूप से कम और अधिक स्थिर रही है। दूसरा, इन देशों में मौद्रिक नीति की विश्वसनीयता में सुधार हुआ है और मुद्रास्फीति संबंधी अपेक्षाएं बताए गए लक्ष्य के साथ बेहतर ढंग से स्थिर हो गई हैं। तीसरा, इन देशों में राजकोषीय प्रभुत्व कम हुआ है तथा मौद्रिक और राजकोषीय नीतियों के बीच समन्वय मजबूत⁵ हुआ है।

भारत में भी वृहद तौर पर एक समान प्रवृत्ति देखी गई है। मुद्रास्फीति में गिरावट आई है और यह स्थिर हुई है। औसत शीर्षक उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) मुद्रास्फीति, मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण से पूर्व के दशक (2006-16) में 8.1 प्रतिशत से घटकर मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण अवधि (2016-26) में 4.6 प्रतिशत रह गई है, जो कि 3.5 प्रतिशत बिंदुओं की गिरावट है। इससे भी अधिक महत्वपूर्ण यह है कि मुद्रास्फीति में उतार-चढ़ाव कम हुआ है, क्योंकि परिवर्तन की सीमा आईटी से पूर्व के दशक में 3.3-13.4 प्रतिशत से घटकर आईटी अवधि के दौरान 0.3-7.8 प्रतिशत रह गई है (चार्ट 1)⁶। इसी बीच, संवृद्धि बनी रही है और यह अधिक स्थिर हो गई है।

मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण को लेकर कभी-कभी जो चिंता व्यक्त की जाती है, वह यह है कि मूल्य स्थिरता की एकाग्र अनुसरण नीति वृद्धि की कीमत पर हो सकती है। भारत का अनुभव इसका समर्थन नहीं करता। वास्तव में, सकल घरेलू उत्पाद (जीडीपी) की औसत वार्षिक संवृद्धि दर मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण (आईटी)

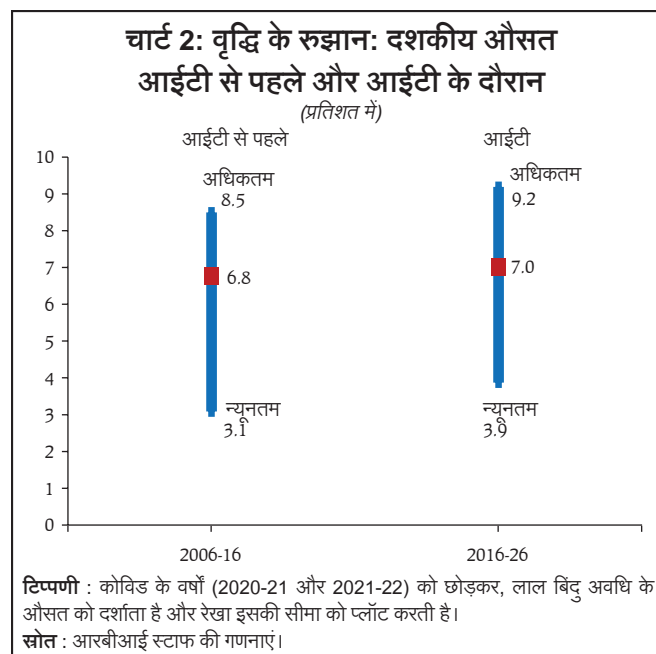
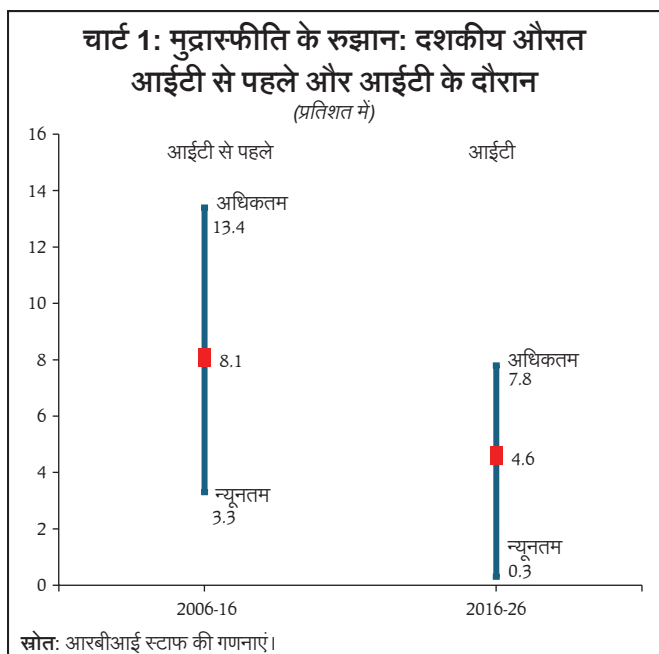
⁵ बोरियो, सी. ई. (2024). 'वैश्विक मौद्रिक मानक के रूप में मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण का भविष्य क्या है? बीआईएस वकिंग पेपर संख्या 1230.

⁶ एहस्मैन, एम. (2021)। लक्ष्य बिंदु, सहनशीलता बैंड या लक्ष्य सीमाएँ? मुद्रास्फीति लक्ष्य के प्रकार और मुद्रास्फीति अपेक्षाओं का स्थिरीकरण। जर्नल ऑफ इंटरनेशनल इकोनॉमिक्स, 132, 103514।

⁷ मिशकिन, एफ. एस., और काइली, एम. (2025)। 1990 के दशक से 2020 के दशक तक मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण का विकास: विकास और चुनौतियाँ (क्रमांक w33585)। नेशनल ब्यूरो ऑफ इकोनॉमिक रिसर्च।

⁸ उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई - 2012=100) श्रृंखला के आधार पर, मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण (आईटी) के बाद की अवधि में, अप्रैल 2012 से अगस्त 2016 के दौरान हैडलाइन मुद्रास्फीति का औसत 7.4 प्रतिशत से घटकर सितंबर 2016 से दिसंबर 2025 की अवधि में 4.7 प्रतिशत हो गया।

⁴ दिनांक 25 मार्च, 2026 की राजपत्र अधिसूचना का.आ. 1580 (अ).



से पूर्व के दशक में 6.8 प्रतिशत से बढ़कर आईटी दशक में 7.0 प्रतिशत हो गई—इसमें कोविड से प्रभावित वर्ष 2020-21 और 2021-22 को छोड़कर (चार्ट 2)। उतना ही महत्वपूर्ण स्थिरता में सुधार है: वार्षिक संवृद्धि के परिणामों की सीमा आईटी से पूर्व 3.1–8.5 प्रतिशत से संकुचित होकर आईटी के पश्चात 3.9–9.2 प्रतिशत रह गई, जिसमें न्यूनतम स्तर (फ्लोर) लगभग एक पूर्ण प्रतिशत बिंदु तक बढ़ गया। इस प्रकार, भारतीय फ्रेमवर्क के तहत मूल्य स्थिरता और संवृद्धि एक-दूसरे के विरोधी नहीं बल्कि पूरक उद्देश्य सिद्ध हुए हैं।

भारत ने अनेक अन्य अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में मुद्रास्फीति में अधिक मजबूत कमी हासिल की है। मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण (आईटी) को अपनाने से पूर्व, भारत में मुद्रास्फीति लगातार विश्व औसत और यहां तक कि उभरते बाजार और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं (ईएमडीई) के औसत से भी ऊपर थी। आईटी अवधि के दौरान, एक निर्णायक उलटफेर देखा गया: भारत में मुद्रास्फीति घटकर ईएमडीई के औसत से नीचे आ गई है और विश्व औसत की ओर अभिसरण (converged) कर गई

सारणी 1: भारत, ईएमडीईएस और विश्व में औसत दशकीय मुद्रास्फीति

	1996-2005	2006-15	2016-25	2025
भारत	5.8	8.1	4.4	2.2
ईएमडीईएस	10.4	6.0	6.1	5.2
विश्व	5.4	3.9	4.7	4.1

स्रोत: डबल्यूईओ डेटाबेस।

है (तालिका 1)। वर्ष 2025 में, भारत में समग्र मुद्रास्फीति 2.2 प्रतिशत रही, जो ईएमडीई के 5.2 प्रतिशत के औसत और विश्व के 4.1 प्रतिशत के औसत से काफी नीचे थी।

मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण की शुरुआत के बाद से मुद्रास्फीति संबंधी अपेक्षाएं अधिक स्थिर हो गई हैं। यह इस तथ्य का स्पष्ट प्रतिबिंब है कि मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण ने देशों को न केवल महामारी और यूक्रेन युद्ध के दौरान जैसे लगातार चल रहे आपूर्ति झटकों का सामना करने में सहायता की है, बिना अपेक्षाओं को पटरी से उतारे, बल्कि इन झटकों के बाद मुद्रास्फीति को लक्ष्य की ओर तेजी से अभिसरण सुनिश्चित किया है। यह भारत का भी अनुभव रहा है। अन्य लाभों में, इसे मौद्रिक और राजकोषीय नीतियों के बीच बेहतर समन्वय का परिणाम भी देखा गया है; तथा मौद्रिक नीति में अधिक पारदर्शिता और विश्वसनीयता आई है।

2. मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण के फ्रेमवर्क की पाँच वर्षीय समीक्षा

भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम के प्रावधानों के अनुरूप, मुद्रास्फीति लक्ष्य की पहली वैधानिक समीक्षा मार्च 2021 में संपन्न हुई। इस प्रक्रिया के भाग के रूप में, रिज़र्व बैंक ने 'मुद्रा

⁹ देखें: आइवेंग्रीन, गुप्ता और चौधरी (2021), आइवेंग्रीन और गुप्ता (2024), और आरबीआई (2025)।

¹⁰ बेन एस. बर्नान्के और फ्रेडरिक एस. मिशकिन (1997)। मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण: मौद्रिक नीति के लिए एक नया फ्रेमवर्क? जर्नल ऑफ़ इकोनॉमिक पर्सपेक्टिव्स, 11(2), 97–116; मिशकिन, एफ. एस., और काइली, एम. (2025)। 1990 के दशक से 2020 के दशक तक मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण का विकास: विकास और चुनौतियाँ (क्रमांक w33585)। नेशनल ब्यूरो ऑफ़ इकोनॉमिक रिसर्च।

नीति फ्रेमवर्क की समीक्षा' शीर्षक से एक रिपोर्ट प्रकाशित की, जिसमें वर्ष 2016-2021¹¹ के दौरान मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण की प्रथा और परिणामों की समीक्षा की गई। इसके पश्चात, भारत सरकार ने 31 मार्च, 2021 की राजपत्र अधिसूचना के माध्यम से मौजूदा लक्ष्य को मार्च 2026 तक के अगले पाँच वर्षों की अवधि के लिए बनाए रखा।

आरबीआई ने दूसरी समीक्षा में एक भिन्न और अधिक परामर्शात्मक दृष्टिकोण अपनाया। इसने 21 अगस्त, 2025¹² को एक चर्चा-पत्र प्रकाशित किया, जिसमें स्थापित मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण फ्रेमवर्क वाली अर्थव्यवस्थाओं में प्रचलित प्रथाओं, संस्थागत डिजाइनों और उभरते साहित्य का सर्वेक्षण किया गया तथा भारतीय संदर्भ में साक्ष्य प्रस्तुत किए गए। इस पत्र में फ्रेमवर्क से जुड़े निम्नलिखित चार केंद्रीय पहलुओं पर टिप्पणियों और सुझावों का आह्वान किया गया: (i) खाद्य और कोर मुद्रास्फीति की बदलती गतिशीलता और उपभोक्ता मूल्य सूचकांक बास्केट में खाद्य के भार को देखते हुए, क्या मुद्रा नीति के लिए संचालन मार्गदर्शक के रूप में हैडलाइन सीपीआई मुद्रास्फीति बेहतर रहेगी या कोर मुद्रास्फीति? (ii) क्या मूल्य स्थिरता और संवृद्धि के उद्देश्यों के बीच संतुलन बनाए रखते हुए, 4 प्रतिशत का मुद्रास्फीति लक्ष्य भारतीय अर्थव्यवस्था के लिए इष्टतम बना हुआ है? (iii) क्या लक्ष्य के चारों ओर ± 2 प्रतिशत की स्वीकार्य सीमा में संकीर्णकरण, विस्तार या समाप्ति के माध्यम से संशोधन की आवश्यकता है? (iv) क्या फ्रेमवर्क की विश्वसनीयता को प्रभावित किए बिना संचालनात्मक लचीलेपन को बनाए रखने के लिए, स्वीकार्य सीमा वाले बिंदु लक्ष्य को एक सीमा द्वारा प्रतिस्थापित किया जाना चाहिए?

इस चर्चा-पत्र ने गोष्ठियों तथा प्रिंट और इलेक्ट्रॉनिक मीडिया में कवरेज के माध्यम से व्यापक चर्चाओं को प्रेरित किया।

आरबीआई को चारों प्रश्नों में से एक या अधिक पर 75 प्रत्यक्ष उत्तर प्राप्त हुए, हालाँकि प्रत्येक उत्तरदाता ने सभी प्रश्नों का उत्तर नहीं दिया (सारणी 2)।

अब मैं इनमें से प्रत्येक प्रश्न पर चर्चा करती हूँ।

प्रश्न 1: क्या नीतिगत लक्ष्य समग्र मुद्रास्फीति होनी चाहिए या कोर मुद्रास्फीति?

हैडलाइन उपभोक्ता मूल्य सूचकांक को बनाए रखने का काल्पनिक पक्ष निम्नलिखित आधारों पर टिका है: सर्वप्रथम, खाद्य और ईंधन मुद्रास्फीति, जो हैडलाइन में शामिल है लेकिन कोर में नहीं, उसे क्षणिक आपूर्ति-पक्षीय व्यवधान नहीं माना जा सकता है। उदाहरण के लिए, लगातार बनी रहने वाली उच्च खाद्य मुद्रास्फीति द्वितीय-चरण के प्रभावों के माध्यम से कोर मुद्रास्फीति में समाहित हो सकती है, विशेष रूप से मजदूरी और लागत सूचकांकीकरण के जरिए, और यह जड़ जमा सकती है (सुदृढ़ हो सकती है)। द्वितीय, एक सामान्य नागरिक कीमतों का अनुभव और बोध समग्रता में वैसा ही करता है जैसा कि हैडलाइन में होता है।¹³ तृतीय, हैडलाइन संस्थागत निरंतरता का प्रतीक है, और इससे विचलन के लिए पर्याप्त रूप से उच्च स्तर का औचित्य आवश्यक होगा।¹⁴

कोर मुद्रास्फीति के मामले में, यह निम्नलिखित आधारों पर टिका होता है। खाद्य और ईंधन की कीमतें अंतर्निहित रूप से अस्थिर होती हैं और मुख्य रूप से आपूर्ति-पक्षीय कारकों, जैसे कि मानसून में परिवर्तनशीलता और वैश्विक जिंस चक्रों, द्वारा संचालित होती हैं, जिन पर मौद्रिक नीति की पकड़ सीमित होती है।¹⁵ विशेष रूप से भारत में, उपभोक्ता मूल्य सूचकांक टोकरी में खाद्य का भारांक काफी अधिक होता है, जिसका अर्थ यह है कि क्षणिक आपूर्ति आघात हैडलाइन मुद्रास्फीति में तेज उतार-चढ़ाव पैदा कर सकते हैं, जो आवश्यक रूप से मौद्रिक नीति प्रतिक्रिया की मांग नहीं करते हैं।

सारणी 2: चर्चा पत्र में दिए गए चार प्रश्नों के उत्तर

प्रश्न	1. हैडलाइन बनाम कोर	2. लक्ष्य 4% हो या कुछ और	3. सहनशीलता बैंड $\pm 1-2\%$ हो या कोई अन्य	4. सहनशीलता बैंड के साथ बिंदु लक्ष्य या कोई सीमा
उत्तरों की संख्या	72	71	60	56

स्रोत: मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क की समीक्षा पर चर्चा पत्र पर प्राप्त प्रतिक्रियाओं पर आधारित।

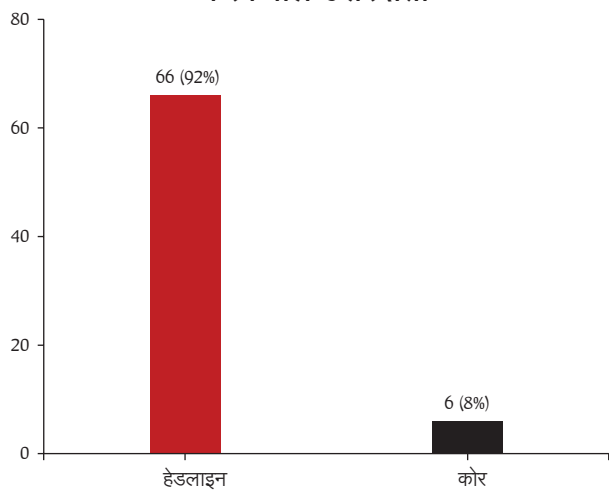
¹¹ यह रिपोर्ट 'मुद्रा और वित्त पर रिपोर्ट, 2020-21 के एक संस्करण के रूप में प्रकाशित की गई थी।

¹² https://www.rbi.in/scripts/BS_PressReleaseDisplay.aspx?prid=61067

¹³ दास, एस. (2024)। 25 अक्टूबर, 2024 को वाशिंगटन डी.सी. में पीटरसन इंस्टीट्यूट फॉर इंटरनेशनल इकोनॉमिक्स में आयोजित एक मंच पर।

¹⁴ आरबीआई (2014)। मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क की समीक्षा और सुदृढ़ीकरण हेतु विशेषज्ञ समिति की रिपोर्ट (अध्यक्ष: उर्जित आर. पटेल), जनवरी।

¹⁵ डेटा से संकेत मिलता है कि भारत में कोर मुद्रास्फीति जरूरी नहीं कि हैडलाइन मुद्रास्फीति से कम हो; हालाँकि, औसतन यह हैडलाइन मुद्रास्फीति की तुलना में कम अस्थिर (volatile) है।

चार्ट 3: हेडलाइन बनाम कोर मुद्रास्फीति का समर्थन करने वाले उत्तरदाता

स्रोत: मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क की समीक्षा से संबंधित चर्चा पत्र पर प्राप्त प्रतिक्रिया पर आधारित।

प्रतिक्रियाओं के संदर्भ में, 90 प्रतिशत से अधिक (72 में से 66) उत्तरदाताओं ने लक्ष्य के रूप में हेडलाइन उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) मुद्रास्फीति को बनाए रखने का पक्ष लिया (चार्ट 3)।

उन 66 उत्तरदाताओं का विखंडित विवरण, जिन्होंने हेडलाइन सीपीआई का समर्थन किया, व्यापक सहमति के भीतर कुछ बारीकियों को उजागर करता है (सारणी 3)। यद्यपि उनमें से 41 ने हेडलाइन का समर्थन एकमात्र और पर्याप्त लक्ष्य के रूप में किया, वहीं 25 का एक महत्वपूर्ण अल्पमत यह महसूस करता है कि कोर मुद्रास्फीति को एक पूरक भूमिका निभानी चाहिए—इनमें से 21 ने नीतिगत विचार-विमर्श के लिए परिचालन मार्गदर्शक के रूप में कोर के साथ हेडलाइन को औपचारिक लक्ष्य के रूप में पक्ष में रखा; जबकि 4 ने हेडलाइन के साथ-साथ कोर को एक स्पष्ट अतिरिक्त लक्ष्य का दर्जा दिए जाने की वकालत की।

सारणी 3: हेडलाइन सीपीआई समर्थकों के विचार

	व्यक्तियों की संख्या	कुल का प्रतिशत
लक्ष्य के रूप में हेडलाइन	41	63%
लक्ष्य के रूप में हेडलाइन और परिचालन मार्गदर्शक के रूप में कोर	21	31%
हेडलाइन को मुख्य लक्ष्य और कोर को स्पष्ट अतिरिक्त लक्ष्य के रूप में उपयोग करना	4	6%
कुल	66	100%

स्रोत: मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क की समीक्षा पर चर्चा पत्र पर प्राप्त प्रतिक्रिया के आधार पर।

दिलचस्प बात यह है कि हेडलाइन और कोर मुद्रास्फीति के बीच चयन के संबंध में अंतरराष्ट्रीय अनुभव काफी स्पष्ट है। वर्तमान में मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण फ्रेमवर्क के तहत कार्य करने वाले 48 देशों में से 47 देश हेडलाइन मुद्रास्फीति को लक्ष्य बनाते हैं। युगांडा कोर मुद्रास्फीति को लक्ष्य बनाने वाला एकमात्र अपवाद है। उल्लेखनीय है कि कई देशों, जिनमें थाईलैंड और नॉर्वे शामिल हैं, जिन्होंने शुरू में कोर मुद्रास्फीति को अपना लक्ष्य अपनाया था, बाद में हेडलाइन उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) पर शिफ्ट कर गए (सारणी 4)। इस प्रकार, देश-दर-देश का साक्ष्य हेडलाइन के पक्ष में तर्क को मजबूत करता है।

भविष्य की ओर देखें, तो हेडललाइन और कोर मुद्रास्फीति की गतिशीलता के बीच का संरचनात्मक अंतर कम स्पष्ट होता जा रहा है। कुछ साक्ष्य दर्शाते हैं कि भारतीय कृषि वर्षा संबंधी आघातों के प्रति अधिक आघातसहनीय हो गई है; और बेहतर प्रबंधन तथा सरकार द्वारा मांग-आपूर्ति के अंतर को कम करने के कारण खाद्य मूल्यों में अस्थिरता मध्यम हो गई है। इसके अतिरिक्त, सांख्यिकी और कार्यक्रम कार्यान्वयन मंत्रालय द्वारा सीपीआई बास्केट में हाल ही में किए गए संशोधन के साथ, समग्र सीपीआई में खाद्य का भार भारांक कम हो गया है, जिसका अर्थ है कि भविष्य में हेडललाइन और कोर मुद्रास्फीति एक-दूसरे का अधिक निकटता से अनुसरण करने की संभावना है।

अतः, प्राप्त सुझाव, पिछले दस वर्षों का अनुभव, और अंतरराष्ट्रीय साक्ष्य सभी हेडललाइन मुद्रास्फीति को लक्ष्य के रूप में बनाए रखने के पक्ष में प्रतीत होते हैं।

प्रश्न 2: क्या 4 प्रतिशत की मुद्रास्फीति लक्ष्य दर अभी भी इष्टतम है?

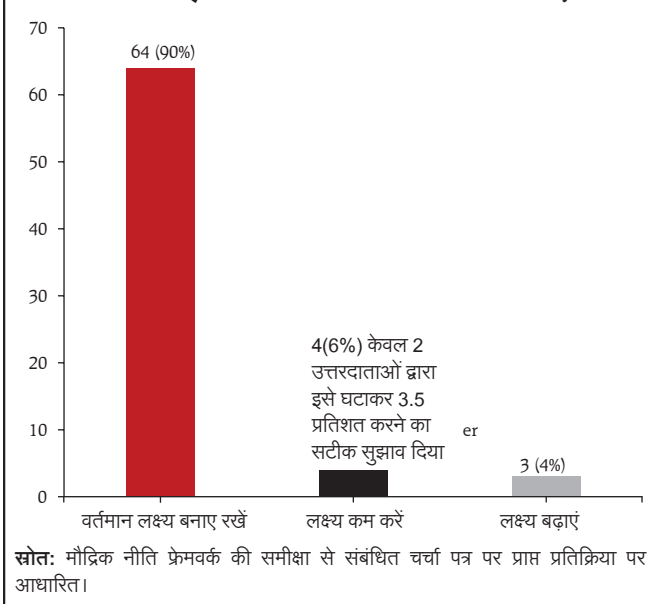
मुद्रास्फीति की लक्ष्य दर पर दूसरे प्रश्न के संबंध में, सार्वजनिक परामर्श से प्राप्त प्रतिक्रियाओं में 4 प्रतिशत की लक्ष्य दर को बनाए रखने के लिए मजबूत समर्थन देखा गया (सारणी 4)।

सारणी 4: आईटी देशों में मुद्रास्फीति लक्ष्य की प्रकृति

लक्ष्य की प्रकृति	देशों की संख्या
हेडलाइन को लक्ष्य बनाना	47 (ईयू सहित)
कोर को लक्ष्य बनाना	एक (युगांडा)
कोर से हेडलाइन में परिवर्तन	कुछ* (थाईलैंड, नॉर्वे)

स्रोत: आईएमएफ एआरईएआर, केंद्रीय बैंक की वेबसाइटें।

टिप्पणी: * सूची संपूर्ण नहीं है।

चार्ट 4: इष्टतम लक्ष्य के संबंध में प्रतिक्रियाएं

4 प्रतिशत की लक्ष्य दर को बनाए रखने का पक्ष कई पारस्परिक रूप से सुदृढ़ करने वाले कारकों पर टिका है। सर्वप्रथम, 4 प्रतिशत की लक्ष्य दर रिजर्व बैंक की विशेषज्ञ समिति (2014) के मूल्यांकन के अनुरूप थी। समिति ने इसे उस दर के रूप में स्थापित किया था जिस पर समष्टि आर्थिक स्थितियों को शून्य-उत्पादन अंतर के साथ इष्टतम माना गया था। भारत में प्रवृत्ति मुद्रास्फीति के बाद के पुनः-आकलनों ने भी इस मूल्यांकन की पुष्टि की है।¹⁶

दूसरा, अन्य मुद्रास्फीति-लक्ष्यीकरण अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में, वर्तमान 4 प्रतिशत की लक्ष्य दर को आर्थिक विकास के इसके चरण के लिए उपयुक्त माना जाता है। उन्नत अर्थव्यवस्थाएं (ईई), जैसे कि अमेरिका, यूके, यूरो क्षेत्र, जापान, कनाडा और अन्य, 2 प्रतिशत की लक्ष्य दर के आसपास समूहित हैं, जो उनकी विकसित और निम्न-वृद्धि अर्थव्यवस्थाओं से जुड़ी निम्न संतुलन मुद्रास्फीति दरों को दर्शाती हैं। उभरते बाजार और विकासशील अर्थव्यवस्थाएं (ईएमडीई) 2.5 से 4 प्रतिशत की उच्च सीमा में स्थित हैं (सारणी 5)। भारत की 4 प्रतिशत की लक्ष्य दर इसे ईएमडीई के उच्चतम छोर पर रखती है।

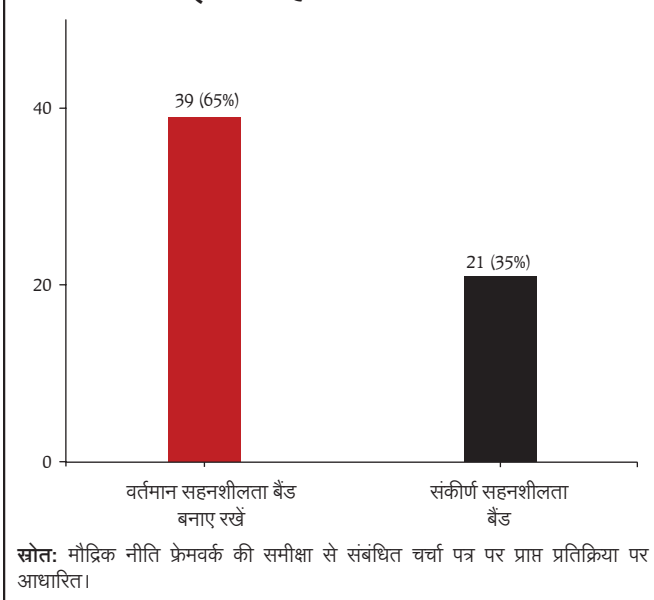
इस प्रकार, विश्लेषणात्मक तर्क; प्राप्त सुझाव; और अंतरराष्ट्रीय अनुभव 4 प्रतिशत की लक्ष्य दर को भारत के लिए इष्टतम होने के पक्ष में प्रतीत होते हैं।

प्रश्न 3: क्या स्वीकार्य सीमा को बनाए रखा जाना चाहिए, संकीर्ण किया जाना चाहिए, या इसे पुनः डिज़ाइन किया जाना चाहिए?

उत्तरदाताओं में से दो-तिहाई ने ± 2 प्रतिशत के मौजूदा स्वीकार्य सीमा को बनाए रखने का पक्ष लिया (सारणी 6)। शेष 21 उत्तरदाताओं ने एक संकीर्ण बैंड का समर्थन किया, यह तर्क देते हुए कि किसी हुई सीमाएं नीतिगत प्रतिबद्धता को मजबूत करेंगी, लक्ष्य की संकेतन सामग्री को तीखा करेंगी, और मुद्रास्फीति अपेक्षाओं को और अधिक स्थिर करेंगी।

चार्ट 5: सभी मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण केंद्रीय बैंकों के मुद्रास्फीति लक्ष्य का स्तर (प्रतिशत में), सीमा और उपाय

16 आरबीआई चर्चा पत्र, अगस्त 2025, अनुलम्बक 9।

चार्ट 6: इष्टतम सहनशीलता बैंड पर विचार


जिन उत्तरदाताओं ने बैंड को संकीर्ण करने का समर्थन किया, उनके प्रस्ताव विशिष्टता और डिजाइन के मामले में भिन्न-भिन्न थे (सारणी 5)। सर्वाधिक सामान्य रूप से अनुशंसित विकल्प ± 1.5 प्रतिशत का एक सममित बैंड था, जिसका 9 उत्तरदाताओं ने समर्थन किया। इसके अतिरिक्त, 4 उत्तरदाताओं ने ± 1 प्रतिशत के और भी कड़े बैंड की वकालत की, जबकि 6 ने कोई सटीक चौड़ाई निर्दिष्ट नहीं की। एक अल्पसंख्यक रूप में 02 उत्तरदाताओं ने एक असममित बैंड का प्रस्ताव रखा, जिसमें सहनशीलता बैंड ऊपरी पक्ष पर अधिक और निचले पक्ष पर कम हो; उदाहरण के लिए, 4 प्रतिशत की लक्ष्य दर के आसपास 3-6 प्रतिशत का बैंड, जो निचली सीमा को मजबूत बनाए रखते हुए ऊपरी पक्ष पर आपूर्ति-पक्ष के आघातों को समायोजित करने की अधिक गुंजाइश प्रदान कर सके।

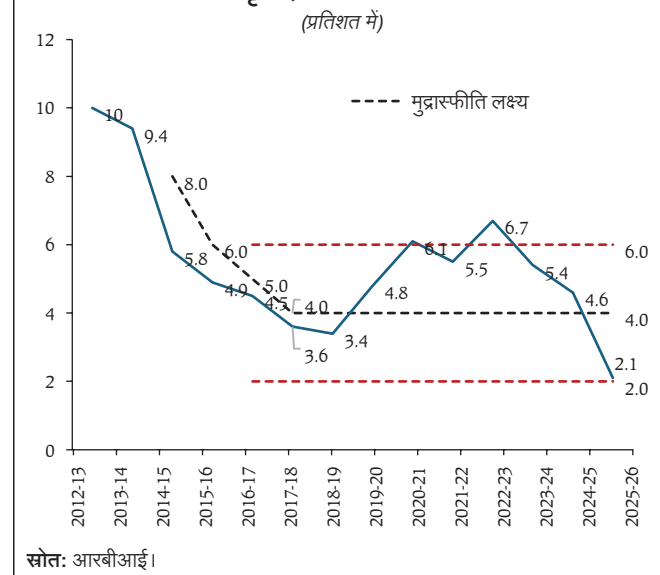
सारणी 5: वर्तमान सहनशीलता बैंड के लिए सुझाई गई वैकल्पिक व्यवस्था

	व्यक्तियों की संख्या	कुल का प्रतिशत
+/- 1.5% तक कम करें	9	43%
+/- 1% तक कम करें	4	19%
कम करें (कोई सटीक बैंड निर्दिष्ट नहीं)	6	29%
असममित बैंड	2	10%
कुल	21	100%

स्रोत: मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क की समीक्षा से संबंधित चर्चा पत्र पर प्राप्त प्रतिक्रिया पर आधारित।

भारत का स्वयं का मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण अनुभव सहनशीलता बैंड की उपयोगिता को प्रदर्शित करता है। मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण अवधि के वार्षिक मुद्रास्फीति आंकड़ों में, कोविड-19 महामारी के कारण 2020-21 में और फिर 2022-23 में रूस-यूक्रेन युद्ध के दौरान मुद्रास्फीति 6 प्रतिशत की ऊपरी सहनशीलता सीमा से अधिक हो गई (सारणी 7)। वार्षिक औसत के आधार पर निचली सहनशीलता सीमा का उल्लंघन नहीं हुआ, हालांकि अत्यंत सुगम खाद्य वस्तुओं की कीमतों में मुद्रास्फीति के कारण 2025-26 के दौरान एक संक्षिप्त अवधि के लिए मुद्रास्फीति 2 प्रतिशत से नीचे बनी रही।

अंतरराष्ट्रीय स्तर पर, विकसित अर्थव्यवस्थाएँ सामान्यतः निश्चित लक्ष्यों की ओर बढ़ी हैं, जबकि उभरते बाजार और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं में सहनशीलता बैंड अधिक प्रचलित और व्यापक हैं। देशों के बीच के साक्ष्य बताते हैं कि लक्ष्य सीमाएँ या बैंड वाले लक्ष्य आघातों से निपटने के लिए लचीलापन प्रदान करने में अधिक सफल रहे हैं, जबकि साथ ही विश्वसनीयता बनाए रखने और मुद्रास्फीति को स्थिर करने में सहायक सिद्ध हुए हैं (एहरमैन, 2021)। अधिकांश बड़ी उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएँ मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण के साथ अपनी संचित सफलता का लाभ उठाते हुए 1 से 1.5 प्रतिशत के बैंड के साथ 3 से 4 प्रतिशत के लक्ष्य की ओर बढ़ी हैं (आइचेंग्रीन और गुप्ता, 2024)।

चार्ट 7: आईटी के वर्षों में मुद्रास्फीति की प्रवृत्ति, वार्षिक औसत


17 उल्लंघन तिमाही डेटा में अधिक स्पष्ट है। 38 तिमाहियों में से, 11 तिमाहियों में मुद्रास्फीति 6 प्रतिशत से अधिक रही और 2 तिमाहियों में यह 2 प्रतिशत से नीचे गिर गई।

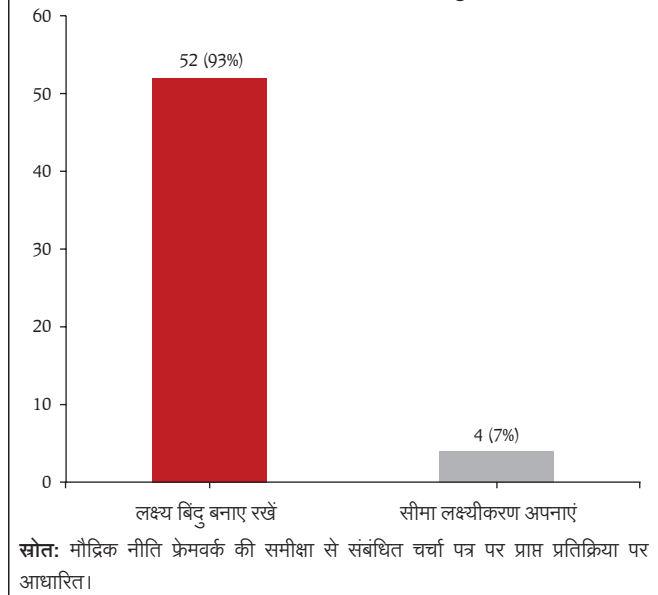
समग्र रूप से, परामर्श प्रतिक्रियाएँ और भारत का स्वयं का मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण अनुभव एक ही निष्कर्ष पर सहमत होते हैं: ± 2 प्रतिशत की सहनशीलता बैंड के लिए बहुत उपयोगी साबित हुआ है, जिसने लक्ष्य की विश्वसनीयता का त्याग किए बिना बड़े बाहरी आघातों को अवशोषित करने के लिए आवश्यक लचीलापन प्रदान किया है।

प्रश्न 4: सहनशीलता सीमा के साथ बिंदु लक्ष्य, अथवा केवल रेंज लक्ष्यीकरण (Pure range targeting)?

अंतिम प्रश्न पर सबसे कम प्रतिक्रियाएँ प्राप्त हुईं, जिसके उत्तर में केवल 56 प्रतिभागियों ने अपना मत व्यक्त किया। यद्यपि सहनशीलता बैंड वाले बिंदु लक्ष्य के स्थान पर एक शुद्ध रेंज उतनी ही लोचनीयता प्रदान कर सकता है, तथापि रेंज लक्ष्यीकरण के विरुद्ध तर्क समान रूप से प्रबल प्रतीत होते हैं। सर्वप्रथम, किसी भी रेंज का मध्य-बिंदु, केंद्रीय बैंक द्वारा व्यक्त इरादों की परवाह किए बिना, वास्तविक केंद्रीय लक्ष्य के रूप में व्याख्यायित होने की प्रवृत्ति रखता है। द्वितीय, एक बिंदु लक्ष्य के अंतर्गत, यदि मौद्रिक नीति समिति के सदस्यों की ब्याज दर कार्रवाई के संबंध में वरीयताएँ भिन्न होती हैं, तो इसे सीधे तौर पर अर्थव्यवस्था के संबंध में उनके आकलन में अंतर के रूप में देखा जा सकता है। रेंज लक्ष्यीकरण एक अतिरिक्त स्तर की अस्पष्टता जोड़ता है, क्योंकि यह भी माना जा सकता है कि ये अंतर लक्ष्य स्वयं की उनकी धारणा से उत्पन्न होते हैं। यह बाजारों और निवेशकों जैसे अन्य हितधारकों के लिए भी सत्य हो सकता है, जिससे अपेक्षाओं का स्थिरीकरण कमजोर पड़ सकता है। तृतीय, ऐसा संक्रमण वैश्विक प्रवृत्ति के विपरीत होगा और इसे विचाराधीन बनाने के लिए अत्यंत प्रबल तर्क की आवश्यकता होगी। अंततः, कोई प्रबल औचित्य न होने की स्थिति में, ऐसे बदलाव को प्रतिबद्धता में कमी के रूप में व्याख्यायित किया जा सकता है, जिससे विद्यमान फ्रेमवर्क की कठिन परिश्रम से अर्जित विश्वसनीयता को ठेस पहुंच सकती है।

सार्वजनिक परामर्श में इन विचारों का प्रतिबिंब देखा गया। 56 प्रतिभागियों में से 52 ने सहनशीलता बैंड वाले वर्तमान लक्ष्य बिन्दु को बनाए रखने का पक्ष लिया। केवल 4 प्रतिभागियों ने केवल रेंज लक्ष्य की ओर बढ़ने का समर्थन किया (सारणी 8)। मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण करने वाले केंद्रीय बैंकों में, रेंज लक्ष्यीकरण एक लोकप्रिय विकल्प नहीं है। चेक गणराज्य, न्यूजीलैंड, दक्षिण

चार्ट 8: सीमा लक्ष्यीकरण पर दृष्टिकोण



कोरिया और दक्षिण अफ्रीका जैसे देशों ने शुरू में संक्रमणकालीन व्यवस्था के रूप में परिसर लक्ष्यों को अपनाया, लेकिन बाद में सहनशीलता बैंड वाले बिंदु लक्ष्यों की ओर स्थानांतरित हो गए। वर्तमान में, केवल ऑस्ट्रेलिया, इजराइल और थाईलैंड क्रमशः 1 से 3 प्रतिशत, 1 से 3 प्रतिशत और 2 से 3 प्रतिशत के केवल रेंज के साथ कार्य कर रहे हैं। मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण अपनाने वाले देशों की दिशा रेंज लक्ष्यीकरण से दूर रही है, न कि उसकी ओर।

3. भविष्य की राह

मार्च 2031 तक भारत के मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण ढांचे फ्रेमवर्क का नवीनीकरण एक ऐसे समय में हुआ है जब वैश्विक स्तर पर काफी अनिश्चितता बनी हुई है। भू-राजनीतिक तनाव, आपूर्ति श्रृंखला में व्यवधान, ऊर्जा की कीमतों में उतार-चढ़ाव और वैश्विक संवृद्धि के असमान परिदृश्य ने समष्टि आर्थिक वातावरण को अधिक जटिल और कम अनुमाननीय बना दिया है। इस संदर्भ में, फ्रेमवर्क की मूल वास्तुकला, जिसमें 4 प्रतिशत की हेडलाइन मुद्रास्फीति (सीपीआई) का लक्ष्य और ± 2 प्रतिशत की सहनशीलता बैंड शामिल है, को बनाए रखने का निर्णय एक महत्वपूर्ण नीतिगत पसंद है। यह समीक्षा फ्रेमवर्क को ठीक उसी समय मजबूत करती है जब इसकी सबसे अधिक आवश्यकता है।

यह कहा जा सकता है कि मौजूदा फ्रेमवर्क को जारी रखने के निर्णय को परिवर्तन के प्रति जड़त्व के रूप में नहीं देखा जाना

चाहिए; बल्कि पिछले एक दशक में फ्रेमवर्क के टिकाऊपन अनुभवों से सीखने की इच्छाशक्ति को दर्शाता है।

यह प्रश्न उठता है कि भविष्य की समीक्षा कैसी दिख सकती है? क्या पांच वर्ष बाद भी वही प्रश्न प्रासंगिक रहेंगे? उस समय कौन से नए मुद्दे सामने आ सकते हैं? यह काफी हद तक इस बात पर निर्भर करेगा कि अगले पांच वर्षों के दौरान मुद्रास्फीति और संवृद्धि के परिणाम कैसे विकसित होते हैं; और इस बीच अर्थव्यवस्था को किन आघातों, विशेष रूप से वैश्विक आघातों, का सामना करना पड़ सकता है। यदि मुद्रास्फीति-संवृद्धि का मिश्रण उसी प्रकार विकसित होता है जैसा कि पिछले दस वर्षों में रहा है: मजबूत संवृद्धि और निम्न तथा अधिक स्थिर मुद्रास्फीति, तो शायद मुद्रास्फीति के स्तर और सहनशीलता बैंड में थोड़ा बदलाव करने पर विचार किया जा सकता है (अंतरराष्ट्रीय अनुभवों को ध्यान में रखते हुए, यह थोड़ी कम मुद्रास्फीति और थोड़े संकरे बैंड की ओर संकेत करेगा)।

किंतु यदि वैश्विक वातावरण पिछले छह वर्षों की भांति चुनौतीपूर्ण बना रहता है, तो यह वर्तमान फ्रेमवर्क में निहित पूर्वानुमेयता और लचीलेपन दोनों को आवश्यक बनाएगा।

निरंतर आधार पर, रिज़र्व बैंक भी अपनी ओर से कुछ और परिष्करणों पर विचार कर सकता है, विशेष रूप से अपनी मुद्रास्फीति मापों पर अधिक संलग्नता के संबंध में। अधिक बेहतर और समय पर संचार एक प्रगति पर कार्य रहा है और भविष्य में भी बना रहेगा।

निष्कर्षतः, वर्तमान मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क में वे सभी निहित विशेषताएं हैं जिनका उचित रूप से लाभ उठाकर अर्थव्यवस्था को और बेहतर समष्टि आर्थिक परिणामों की ओर अग्रसर किया जा सकता है। यदि कोई हो, तो संरचनात्मक परिवर्तनों द्वारा समर्थित अंशांकित परिष्करण, आने वाले वर्षों में फ्रेमवर्क की प्रासंगिकता और औचित्य को बनाए रख सकते हैं।