

मौद्रिक नीति और केंद्रीय बैंक का संप्रेषण*

शक्तिकांत दास

राष्ट्रीय सुरक्षा और सामरिक अध्ययन पर 62वें एनडीसी पाठ्यक्रम के प्रतिभागियों के साथ अपने कुछ विचार साझा करने के लिए राष्ट्रीय रक्षा कॉलेज (एनडीसी) द्वारा आमंत्रित किए जाने पर मुझे खुशी हो रही है। एनडीसी ने राष्ट्रीय सुरक्षा और रणनीति के अध्ययन और अभ्यास में उत्कृष्ट केंद्र होने की प्रतिष्ठा अर्जित की है। भारत के साथ-साथ अन्य देशों के सशस्त्र बलों और सिविल सेवाओं के अधिकारियों के समूह को देखकर अच्छा लगा जो इस पाठ्यक्रम में भाग ले रहे हैं। मेरे अनुभव में, इस तरह के अंतर-अनुशासनात्मक और अंतर-क्षेत्रीय मेल-मिलाप, विचारों को जानने और विकसित करने का सर्वोत्तम अवसर प्रदान करते हैं।

केंद्रीय बैंक आधुनिक मौद्रिक और वित्तीय प्रणालियों के केंद्र में हैं। अपने व्यापक अधिदेश को पूरा करने के लिए उनके पास कई साधन हैं जिनमें समष्टि आर्थिक स्थिरता प्राप्त करने हेतु प्रमुख उपकरण के रूप में मौद्रिक नीति शामिल है। इस प्रक्रिया में, केंद्रीय बैंक अपने मौद्रिक नीति संचालन के माध्यम से लंबी अवधि के ब्याज दरों, समग्र आर्थिक गतिविधि और अंततः कीमतों को प्रभावित करते हैं। उनका लक्ष्य उत्पादन और रोजगार में उतार-चढ़ाव को कम करते हुए समय के साथ मूल्य स्थिरता (निम्न और स्थिर मुद्रास्फीति) प्राप्त करना है। समय के साथ, केंद्रीय बैंकों के कार्य और प्राथमिकताएं घरेलू और वैश्विक आर्थिक और वित्तीय विकास और प्रचलित राजनीतिक-आर्थिक विमर्श के अनुरूप विकसित हुई हैं। फिर भी, अर्थव्यवस्था में उत्पादन के अधिकतम टिकाऊ स्तर को प्राप्त करने की अपनी तलाश में मौद्रिक और वित्तीय स्थिरता को बढ़ावा देना हमेशा किसी केंद्रीय बैंक का सबसे महत्वपूर्ण नीतिगत पड़ाव रहा है। यह भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम, 1934 की प्रस्तावना में यह उपयुक्त रूप से परिलक्षित

होता है जो रिज़र्व बैंक के व्यापक अधिदेश का वर्णन इस प्रकार करता है:

“भारत में, बैंक नोटों के निर्गम को विनियमित करने और मौद्रिक स्थिरता हासिल करने के साथ-साथ आम तौर पर अपने लाभ के लिए देश की मुद्रा और ऋण प्रणाली को संचालित करने हेतु आरक्षित निधियों के रखरखाव के लिए एक रिज़र्व बैंक गठित करना समीचीन है”।

आज के अपने भाषण में, मैं उन विचारों के विकास पर ध्यान केन्द्रित करूंगा जिन्होंने भारतीय मौद्रिक नीति को आकार दिया। मौद्रिक नीति केवल एक विज्ञान नहीं है जहां हम किसी उद्देश्य को प्राप्त करने के लिए किसी साधन को बदल देते हैं। यह नए उपकरणों को बनाने और प्रत्याशित और विकसित चुनौतियों के जवाब में नीतिगत कॉल लेने और उन्हें विशेष रूप से संकट के समय में विवेक और स्पष्टता के साथ संप्रेषण करने की एक कला भी है। प्रभावी मौद्रिक नीति के लिए निर्णयता, समय और संप्रेषण महत्वपूर्ण हैं। आज अपने संबोधन में, मैं मौद्रिक नीति और केंद्रीय बैंक संप्रेषण के पहलुओं पर ध्यान देने का प्रस्ताव करता हूँ।

भारत में मौद्रिक नीति का विकास

प्रारंभिक चरण

रिज़र्व बैंक की मौद्रिक नीति ढांचे का विकास हमारे देश के आर्थिक और वित्तीय विकास के साथ-साथ हुआ है। स्वतंत्रता के बाद, भारत ने नियोजित आर्थिक विकास की नीति अपनाई। इसलिए, मौद्रिक नीति मुख्य रूप से अर्थव्यवस्था की विकास आवश्यकताओं के लिए ऋण की उपलब्धता और उस तक पहुंच का विस्तार करने पर केंद्रित थी। इसके बाद, 1960 और 1970 के दशक में घाटे के वित्तपोषण, कृषि क्षेत्र में लगातार आपूर्ति के झटके, 1973 और 1979 के वैश्विक तेल मूल्य झटके और 1973 में ब्रेटन वुड्स प्रणाली के पतन के कारण बढ़ती मुद्रास्फीति संबंधी चिंताएँ थीं।¹ इन अवधियों के दौरान, मुद्रास्फीति नियंत्रण मोटे

* श्री शक्तिकांत दास, गवर्नर, भारतीय रिज़र्व बैंक का भाषण - 4 मार्च 2022 - राष्ट्रीय रक्षा कॉलेज, रक्षा मंत्रालय, भारत सरकार, नई दिल्ली में दिया गया।

¹ ब्रेटन वुड्स प्रणाली - 1944 में न्यू हैम्पशायर, संयुक्त राज्य अमेरिका में संयुक्त राष्ट्र ब्रेटन वुड्स सम्मेलन के बाद - अर्ध-स्थिर विनिमय दरों और नियंत्रित पूंजी प्रवाह की प्रणाली को संदर्भित करता है जिसे अंतरराष्ट्रीय आर्थिक सहयोग को बढ़ावा देने और प्रतिस्पर्धी मुद्रा अवमूल्यन, जिसने 1930 के दशक की महामंदी में योगदान दिया, को दोहराने से बचने के लिए द्वितीय विश्व युद्ध के बाद देशों द्वारा अपनाया गया था।

तौर पर सरकार द्वारा मूल्य नियंत्रण और चुनिंदा क्रेडिट नियंत्रण और बैंक द्वारा सट्टा उद्देश्यों के लिए ऋण देने से रोकने के लिए रिजर्व बैंक के नैतिक दबाव पर आधारित था।

मौद्रिक लक्ष्यीकरण

बढ़ते राजकोषीय प्रभुत्व के बीच उच्च मुद्रास्फीति की पृष्ठभूमि में, सुखमोय चक्रवर्ती समिति (1985) की सिफारिशों पर एक नियम-आधारित मौद्रिक लक्ष्यीकरण ढांचा अपनाया गया था। इस ढांचे में, आरक्षित निधि का उपयोग परिचालन लक्ष्य के रूप में किया गया था, जबकि व्यापक निधि, मुद्रास्फीति और विकास उद्देश्यों के अनुरूप मौद्रिक विस्तार को विनियमित करके मुद्रास्फीति नियंत्रण के मध्यवर्ती लक्ष्य के रूप में कार्य करता था।² फिर भी, निरंतर विस्तारित राजकोषीय नीति के कारण, सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) और नकद आरक्षित अनुपात (सीआरआर) दोनों को 1980 के दशक में उत्तरोत्तर बढ़ाना पड़ा और वे 1990 के दशक की शुरुआत तक अपने चरम स्तर पर थे।³ सीआरआर और एसएलआर के माध्यम से संसाधनों की पूर्व-प्राप्ति ने अर्थव्यवस्था की ऋण आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए स्थान कम कर दिया। 1990 के दशक की शुरुआत में व्यापार और वित्तीय क्षेत्र के सुधारों और विदेशी पूंजी प्रवाह में परिणामी वृद्धि, वित्तीय नवाचारों और बाजार-आधारित वित्तपोषण की ओर एक उल्लेखनीय बदलाव के मद्देनजर, मौद्रिक लक्ष्यीकरण ढांचा जो मुद्रा के बीच एक स्थिर संबंध की धारणा पर टिका हुआ था, 1990 के दशक के उत्तरार्ध में उत्पादन और कीमतें जांच के दायरे में आईं।

² आरक्षित निधि रिजर्व बैंक द्वारा बनाई गई प्राथमिक तरलता को संदर्भित करता है, और यह देश में बैंकों द्वारा बाद में क्रेडिट निर्माण का आधार बनता है। आरक्षित निधि को प्रचलन में स्थित मुद्रा, आरबीआई के पास बैंक की शेष राशि और आरबीआई के पास अन्य जमा राशि (दूसरे शब्दों में, आरबीआई की देनदारियां) के योग के रूप में परिभाषित किया गया है। अर्थव्यवस्था में निधि की आपूर्ति बैंकिंग प्रणाली (वाणिज्यिक के साथ-साथ सहकारी बैंक और आरबीआई) की देनदारी है और इसे जनता के पास मुद्रा, उनकी मांग और बैंकों के पास जमा राशि और आरबीआई के पास अन्य जमा राशि के रूप में परिभाषित किया गया है।

³ जहाँ एसएलआर को, उच्च उधार आवश्यकताओं, सरकार के अनियंत्रित व्यय से उत्पन्न मुद्रास्फीति की चुनौतियों, जिन्हें सीआरआर में वृद्धि के माध्यम से प्रबंधित किया गया था, के वित्तपोषण के लिए अग्रसक्रिय संसाधन जुटाने के लिए बढ़ाया गया था।

बहुसंकेतक दृष्टिकोण

प्रचलित मौद्रिक लक्ष्यीकरण ढांचे की प्रभावकारिता पर प्रश्नों के साथ, भारतीय रिजर्व बैंक ने अप्रैल 1998 में बहुसंकेतक (एमआई) दृष्टिकोण अपनाया।⁴ एमआई दृष्टिकोण में, मौद्रिक नीति निर्माण के लिए मात्रा चैनलों (मुद्रा आपूर्ति) की तुलना में ब्याज दर पर अधिक जोर दिया गया था। नीतिगत दृष्टिकोणों को तैयार करने हेतु विभिन्न बाजारों (मुद्रा, पूंजी और सरकारी प्रतिभूति बाजारों) में ब्याज दरों के साथ-साथ मुद्रा पर उच्च आवृत्ति डेटा, बैंकों और वित्तीय संस्थानों द्वारा दिए गए ऋण, वित्तीय स्थिति, व्यापार, पूंजी प्रवाह, मुद्रास्फीति दर, विनिमय दर और अन्य के साथ आउटपुट डेटा को जोड़ा गया। दूसरे शब्दों में, नीतिगत बल क्रेडिट की मात्रा के बजाय क्रेडिट के मूल्य (यानी, ब्याज दर) पर स्थानांतरित हो गया। तदनुसार, अल्पकालिक ब्याज दरें आरबीआई के मौद्रिक नीति रुख को संकेत देने में महत्वपूर्ण साधन बन गईं। आरबीआई के चलनिधि संचालन को नीतिगत रुख के साथ बाजार दरों को संरेखित करने के लिए तैयार किया गया था। वैश्विक वित्तीय संकट से पहले कम मुद्रास्फीति और उच्च संवृद्धि प्रदान कर एमआई दृष्टिकोण ने अच्छा काम किया।

लचीला मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण

वैश्विक वित्तीय संकट (जीएफसी) के बाद की अवधि में और, विशेष रूप से, 2013 के टेपर टैंट्रम प्रकरण के बाद, एमआई ढांचे की विश्वसनीयता सवालों के घेरे में आ गई क्योंकि लगातार उच्च-मुद्रास्फीति और धीमी संवृद्धि सह-अस्तित्व में आने लगी थी। संकेतकों के एक बड़े समूह पर अपने ध्यान के साथ एमआई दृष्टिकोण ने मौद्रिक नीति के लिए स्पष्ट रूप से परिभाषित सांकेतिक अवलंब प्रदान नहीं किया। मौद्रिक नीति ढांचे को संशोधित और मजबूत करने के लिए आरबीआई द्वारा गठित एक विशेषज्ञ समिति ने जनवरी 2014 में प्रस्तुत अपनी रिपोर्ट में सिफारिश की थी कि हेडलाइन उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) मुद्रास्फीति के संदर्भ में परिभाषित मुद्रास्फीति-सह-

⁴ अधिक बाजारोन्मुखी मौद्रिक नीति ढांचे में बदलाव ने संस्थागत परिवर्तन भी लाए क्योंकि रिजर्व बैंक में मौद्रिक नीति को संभालने वाले विभाग को 1 जनवरी 1998 को तत्कालीन क्रेडिट प्लानिंग सेल से प्रभावी मौद्रिक नीति विभाग के रूप में नामित किया गया था।

सीपीआई, मौद्रिक नीति के लिए सांकेतिक अवलंब होना चाहिए। भारत ने जून 2016 में आरबीआई अधिनियम के संशोधन के साथ औपचारिक रूप से लचीला मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण (एफआईटी) अपनाया। संशोधित अधिनियम मौद्रिक नीति में आरबीआई की भूमिका को निम्नानुसार बताता है: "मौद्रिक नीति का प्राथमिक उद्देश्य मूल्य स्थिरता बनाए रखना है, जहाँ संवृद्धि के उद्देश्य को ध्यान में रखा जाए।"

संशोधित अधिनियम ने यह भी स्पष्ट रूप से स्वीकार किया कि एक तेजी से जटिल होती अर्थव्यवस्था की चुनौतियों का सामना करने के लिए एक मौद्रिक नीति ढांचा होना आवश्यक है और यह कि मौद्रिक नीति ढांचा भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा संचालित किया जाएगा। विधान के तहत मूल्य स्थिरता को संख्यात्मक रूप से हेडलाइन सीपीआई के लिए 4 प्रतिशत के लक्ष्य के साथ +/- 2 प्रतिशत की सहन सीमा के साथ परिभाषित किया गया है। एफआईटी व्यवस्था में लचीलापन, मुद्रास्फीति के लिए आपूर्ति-पक्ष के अस्थायी आघातों को समायोजित करने या उसके पार देखने संबंधी प्रावधानों से आता है। मौद्रिक नीति के उद्देश्य को पूरा करने में विफलता को औसत हेडलाइन सीपीआई मुद्रास्फीति के रूप में परिभाषित किया गया है, जो लगातार तीन तिमाहियों के लिए 2 से 6 प्रतिशत की सीमा से कम या अधिक है, न कि किसी भी उदाहरण के लिए जहां मुद्रास्फीति लक्ष्य से अधिक/नीचे आती है। यह मौद्रिक नीति को दर निर्धारण व्यवहार में अनुचित अस्थिरता से बचने में मदद करता है जो संवृद्धि पर प्रतिकूल प्रभाव डाल सकता है। रेपो दर को नीति दर के रूप में परिभाषित किया गया था और अनिवार्य मुद्रास्फीति लक्ष्य को प्राप्त करने के उद्देश्य से रेपो दर निर्धारित करने के लिए आंतरिक और बाहरी दोनों सदस्यों के साथ आरबीआई में एक मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) की स्थापना की गई थी। एमपीसी संकल्प जिसमें सदस्यों के वोटिंग पैटर्न के साथ एमपीसी बैठक के तुरंत बाद संख्यात्मक अनुमान, रेपो दर निर्णय और उसके औचित्य सहित विकास और मुद्रास्फीति पर समिति के मूल्यांकन और दृष्टिकोण शामिल हैं। व्यक्तिगत सदस्यों के अपने स्वयं के मूल्यांकन और उनके निर्णय के औचित्य को शामिल करने वाले विवरण बैठक के 14 दिनों के बाद कार्यवृत्त में जारी किए जाते हैं।

स्पष्ट रूप से परिभाषित मुद्रास्फीति लक्ष्य और सीमा, एमपीसी की स्थापना, लक्ष्य को पूरा करने में विफलता को परिभाषित करने के लिए स्पष्ट जवाबदेही तंत्र, विस्तृत समाधान और कार्यवृत्त में व्यक्तिगत आकलन के त्वरित खुलासे ने भारत में मौद्रिक नीति निर्माण की पारदर्शिता और विश्वसनीयता को मजबूत किया है। कुल मिलाकर, जीएफसी के बाद एक समग्र दृष्टिकोण के आसपास एक आम सहमति बन गई है जो मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण के साथ-साथ समष्टि-वित्तीय स्थिरता पर केंद्रित है। यह तथ्य दिलचस्प है कि भारत सहित सभी देशों में नीतिगत ढांचे में विकास और परिशोधन के बावजूद, अंतिम उधारदाता (एलओएलआर) के रूप में केंद्रीय बैंकों का कार्य बरकरार है। हालांकि, व्यापक उद्देश्यों के भीतर, मुद्रास्फीति, संवृद्धि और वित्तीय स्थिरता पर सापेक्ष जोर मौद्रिक नीति व्यवस्थाओं के साथ-साथ व्यापार चक्र के विभिन्न चरणों में भिन्न होता है। यद्यपि वैश्विक अनुभव - एक अतिरिक्त नीतिगत उद्देश्य के रूप में वित्तीय स्थिरता के साथ - अभी भी विकसित हो रहा है, रिजर्व बैंक हमेशा समष्टि-विवेकपूर्ण नीति उपकरण के सक्रिय उपयोग के माध्यम से वित्तीय स्थिरता जोखिमों को उचित महत्व देता रहा है।

2016 में अपनी स्थापना के बाद से एफआईटी ढांचे ने अच्छा कार्य किया है, भले ही इस अवधि में अर्थव्यवस्था को झटके का सामना करना पड़ा हो। पिछले कुछ वर्षों में ढांचे के लचीलेपन और प्रभावशीलता का महत्वपूर्ण परीक्षण किया गया था क्योंकि हम इस सदी के संकट- कोविड-19 महामारी से जूझ रहे हैं। लचीले ढांचे ने एमपीसी को संवृद्धि के समर्थन में उदार मौद्रिक नीति रुख जारी रखने की अनुमति दी, भले ही मुद्रास्फीति ने बड़े आपूर्ति झटके और अन्य बाधाओं के कारण मुद्रास्फीति सीमा के ऊपरी छोर को रुक-रुक कर छू लिया या उससे अधिक हो गया। इसे सटीक और भविष्यदर्शी संप्रेषण के माध्यम से सुगम बनाया गया था - क्योंकि एफआईटी अनिवार्य रूप से एक दूरदेशी ढांचा है। नीतिगत उपायों और निर्णयों के औचित्य को स्पष्टतापूर्वक संप्रेषित करने पर जोर दिया गया जो बदलती बाजार प्रत्याशाओं के लिए महत्वपूर्ण है।

संप्रेषण की भूमिका

वैश्विक संदर्भ

केवल कुछ दशक पहले, केंद्रीय बैंक गोपनीयता में डूबे हुए थे और उनके काम को गूढ़ और आम लोगों की पहुंच से बाहर देखा जाता था। केंद्रीय बैंकों ने इतने खुले या पारदर्शी तरीके से काम नहीं किया था और शायद यह मानते थे कि नीतिगत प्रभाव बाजार को आश्चर्यचकित करने से आते थे। उनका संप्रेषण अक्सर अस्पष्ट, रहस्यमय और अपारदर्शी होता था, जिसे अक्सर “रचनात्मक अस्पष्टता” का नाम दिया जाता है।⁵ यूएस फेड के पूर्व अध्यक्ष एलन ग्रीनस्पैन के प्रसिद्ध उद्धरण को कौन भूल सकता है: “जब से मैं एक केंद्रीय बैंकर बन गया हूँ, मैंने बड़ी असंगति के साथ बड़बड़ाना सीखा है। यदि मैं आपको अनावश्यक रूप से स्पष्ट प्रतीत होता हूँ, तो आपने मेरी कही हुई बात को गलत समझा होगा”⁶

इसके विपरीत, आज केंद्रीय बैंकों के संप्रेषण उनकी स्पष्टता, सटीकता, जवाबदेही और पारदर्शिता के लिए जाने जाते हैं। यह परिवर्तन मुख्यतः दो कारणों से हुआ है। पहला, जैसे-जैसे केंद्रीय बैंक अपने संचालन के क्षेत्रों में अधिक स्वतंत्र होते गए, उन्हें जनता का विश्वास हासिल करने के लिए एक लोकतांत्रिक व्यवस्था में अधिक पारदर्शी और जवाबदेह होने की भी आवश्यकता थी। दूसरा, केंद्रीय बैंकों ने बाजार की प्रत्याशाओं को पूरा करने के लिए मौद्रिक नीति के एक साधन के रूप में संप्रेषण का तेजी से उपयोग किया है जो कि मौद्रिक नीति संकेतों के कुशल और प्रभावी संचरण के लिए आवश्यक है।⁷ दूरदेशी आर्थिक कारकों - फर्मों और उपभोक्ताओं का व्यवहार - इन चरों में केवल वर्तमान परिवर्तनों के बजाय ब्याज दरों, कीमतों और आय की उनकी भविष्य की प्रत्याशाओं से अधिक प्रभावित होता है। तदनुसार, केंद्रीय बैंक अर्थव्यवस्था में प्रत्याशाओं को प्रबंधित करने के लिए - अप्रत्यक्ष और स्पष्ट दोनों - आगे मार्गदर्शन प्रदान करते हैं। इस

⁵ ग्रीनस्पैन, एलन। (2007) द एज ऑफ टर्बुलेंस: एडवेंचर्स इन ए न्यू वर्ल्ड। न्यूयॉर्क: पेंगुइन प्रेस।

⁶ नवंबर-दिसंबर 1987 में अमेरिकी कांग्रेस की एक उपसमिति से बात करते हुए

⁷ देखें, उदाहरण के लिए, बिलंडर और अन्य (2008), “सेंट्रल बैंक कम्युनिकेशन एंड मॉनेटरी पॉलिसी: ए सर्वे ऑफ थ्योरी एंड एविडेंस”, एनबीईआर वकिंग पेपर 13932

प्रकार, संप्रेषण आधुनिक केंद्रीय बैंकों के टूलकिट का एक अत्यंत शक्तिशाली घटक है।

हालाँकि, संप्रेषण भी एक दोधारी तलवार है। वैश्विक वित्तीय संकट के दौरान, प्रमुख केंद्रीय बैंकों की समन्वित प्रतिक्रिया ने संकट के सबसे बुरे प्रभाव को टालने में मदद की। श्री मारियो ड्रेगी की यूरोपीय सेंट्रल बैंक के अध्यक्ष के रूप में घोषणा ने जुलाई 2012 के यूरोजोन ऋण संकट के बीच यूरो को संरक्षित करने के लिए “जो कुछ भी आवश्यक है” करने के लिए बाजार की भावनाओं को बढ़ावा दिया। दूसरी ओर, मई 2013 के दौरान अपने भविष्य की मौद्रिक नीति पथ पर यूएस फेड के संप्रेषण ने वैश्विक वित्तीय बाजार में बढ़े हुए उतार-चढ़ाव के टेपर टेंट्रम प्रकरण को ट्रिगर किया क्योंकि घोषणा से बाजार सतर्क हो गए थे। इसलिए, अनपेक्षित परिणामों से बचने के लिए संप्रेषण को संतुलित और अच्छी तरह से टेलीग्राफ करने की आवश्यकता है।

वर्तमान वैश्विक परिस्थितियाँ, महामारी के माध्यम से लगभग दो वर्षों तक जीने के बाद, अब केंद्रीय बैंक संप्रेषण के लिए जटिल चुनौतियाँ प्रस्तुत कर रही हैं। प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं सहित कई अर्थव्यवस्थाएं आपूर्ति में व्यवधान, सख्त श्रम बाजार, समय पर इन्वेंट्री प्रबंधन की नाजुकता और भू-राजनीतिक गड़बड़ी के कारण बहु-दशकीय उच्च मुद्रास्फीति का सामना कर रही हैं। केंद्रीय बैंक एक बाध्यता में हैं - यदि वे मुद्रास्फीति, जो शायद सामान्य स्थिति बहाल होने पर कम हो सकती है, को नियंत्रित करने के लिए आक्रामक रूप से कार्य करते हैं तो वे “मंदी की शुरुआत” का जोखिम उठाते हैं; दूसरी ओर, यदि वे बहुत कम और बहुत देर से कार्य करते हैं, तो उन्हें “पिछड़ जाने” के लिए दोषी ठहराया जा सकता है और उन्हें बाद में बहुत कुछ करना पड़ सकता है, जो संवृद्धि के लिए हानिकारक होगा। इस बीच, दुनिया भर के वित्तीय बाजार बेहद अस्थिर हो गए हैं क्योंकि वे भविष्य की मौद्रिक नीति के सामान्यीकरण की गति को लेकर अनिश्चितता से जूझ रहे हैं। हाल के भू-राजनीतिक घटनाक्रम ने केंद्रीय बैंकों की चुनौतियों और दुविधाओं को और बढ़ा दिया है। इन अनिश्चितताओं के बीच, केंद्रीय बैंकों को आसन्न संप्रेषण चुनौतियों को देखते हुए इष्टतम आधार खोजना होगा।

हमारा हालिया दृष्टिकोण

रिज़र्व बैंक में, हम अपनी विविध जिम्मेदारियों और हमारे कार्यों के व्यापक प्रभावों को देखते हुए संप्रेषण के महत्व के प्रति सचेत हैं। हमने नीति निर्माण पर विभिन्न हितधारकों के साथ समय-समय पर बातचीत करके परामर्शी दृष्टिकोण का पालन किया है। इसने विशेष रूप से महामारी के दौरान उपयुक्त नीति प्रतिक्रियाओं के निर्माण में हमारी बहुत मदद की है। हम सूचनासंपन्न नीतिगत निर्णयों के लिए दोतरफा संप्रेषण में विश्वास करते हैं। इस उद्देश्य के साथ, हम विश्लेषकों, अर्थशास्त्रियों, शोधकर्ताओं, बैंकों, शैक्षणिक निकायों और अनुसंधान संस्थानों, व्यापार और उद्योग संघों, और कई अन्य लोगों के साथ विस्तृत बातचीत करते हैं। हमने न केवल बहुप्रचारित मौद्रिक नीति कार्रवाइयों के लिए बल्कि अन्य नीतियों के लिए भी इस दृष्टिकोण का पालन किया है। हम यह भी मानते हैं कि विश्वसनीयता बनाने और हमारी नीतियों में व्यापक विश्वास पैदा करने के लिए संप्रेषण को तदनुसंग कार्यों से समर्थित होने की आवश्यकता है। हम जवाबदेही और पारदर्शिता की सर्वोत्तम परंपराओं में अपने कार्यों के औचित्य का विश्लेषण करते हैं, जो मौद्रिक नीति निर्माण के लिए एक आधुनिक बाजार-आधारित दृष्टिकोण की पहचान है।

हमारी मौद्रिक नीति के हिस्से के रूप में, हमने विविध साधनों - एमपीसी संकल्प और कार्यवृत्त, मेरे विस्तृत उत्तर-नीति वक्तव्यों के साथ-साथ विकासात्मक और विनियामक उपायों पर वक्तव्य, प्रेस कॉन्फ्रेंस, मेरे और मेरे सहयोगियों के भाषण, और हमारे अन्य प्रकाशन, विशेष रूप से द्वि-वार्षिक मौद्रिक नीति रिपोर्ट (एमपीआर) - के माध्यम से प्रत्याशाओं को स्थिर करने के लिए संप्रेषण का सक्रिय रूप से उपयोग किया है। हमारी नीतियां, विशेष रूप से मुद्रास्फीति और संवृद्धि पर सापेक्ष जोर हमेशा सभी प्रासंगिक कारकों के वस्तुनिष्ठ मूल्यांकन पर आधारित होती हैं; और हम समझ में स्पष्टता को सुगम बनाने के लिए मीडिया के साथ बातचीत के माध्यम से अपने नीतिगत निर्णयों को संप्रेषित करने का एक बिंदु बनाते हैं। 2019 के दौरान जब हमने दरों में कटौती और रुख को 'सुविचारित' से 'तटस्थ' और फिर 'समायोजन' में बदलने का एक चक्र शुरू किया, तो साथ में संप्रेषण स्पष्ट था। विभिन्न अवसरों पर, हमने कहा था कि संवृद्धि का समर्थन करने के लिए "निर्णायक

और समयबद्ध तरीके से कार्य करना महत्वपूर्ण है"; "कुल मांग को बढ़ावा देने के लिए, और विशेष रूप से, निजी निवेश गतिविधि"; और बाजार मार्गदर्शन प्रदान करने के लिए इसी तरह की अन्य घोषणाएं।

मार्च 2020 में एक महामारी के रूप में कोविड-19 की घोषणा के साथ, संप्रेषण अधिक चुनौतीपूर्ण हो गया क्योंकि हमारे पास मीडिया और बाजार सहभागियों के साथ केवल डिजिटल इंटरफ़ेस था, जबकि साथ ही संकट के सामने आने पर हमें कई आपातकालीन पारंपरिक और अपरंपरागत उपाय करने पड़े। 27 मार्च 2020 के गवर्नर के वक्तव्य ने इस बात पर प्रकाश डाला कि महामारी के प्रकोप ने न केवल एमपीसी बैठक की तारीख को आगे बढ़ाया, बल्कि "नीतिगत रेपो दर में 75 आधार अंकों की एक बड़ी कमी" भी की, जिसका उद्देश्य था " (i) वायरस के नकारात्मक प्रभावों को कम करना; (ii) संवृद्धि को पुनर्जीवित करना; और सबसे बढ़कर, (iii) वित्तीय स्थिरता बनाए रखना"। "यह याद रखना सार्थक है कि कठिन समय कभी खत्म नहीं होता; केवल मजबूत लोग और मजबूत संस्थान ही कार्य करते हैं" - इस वक्तव्य ने महामारी का मुकाबला करने के लिए कई अन्य उपायों को उजागर किया। संदेश स्पष्ट था - हमें दृढ़ रहने, लचीलापन बनाए रखने और स्थिति से निपटने के लिए जो कुछ भी आवश्यक हो, करने की आवश्यकता है।

ये निर्णायक और समयबद्ध उपाय, जो बाजार को काफी हद तक स्थिर करते हुए वित्तीय स्थितियों को आसान बनाते हैं, मुद्रा और बॉण्ड बाजार इंस्ट्रूमेंट्स पर कम मूल्यांतर और कॉरपोरेट बॉण्ड में उच्च ट्रेडिंग वॉल्यूम में परिलक्षित होते हैं। आशावाद को दोहराते हुए, मेरे 17 अप्रैल 2020 के वक्तव्य में यह उल्लेख किया गया था कि "हालांकि सामाजिक भेद हमें अलग करता है, हम एकजुट और दृढ़ हैं। आखिरकार, हम उपाय करेंगे; और हम सहेंगे"। मई 2020 में, यह महसूस करते हुए कि "महामारी का व्यापक आर्थिक प्रभाव शुरू में अनुमान से अधिक गंभीर हो रहा है", एमपीसी ने नीति रेपो दर को 40 आधार अंकों से और कम करने का निर्णय लिया। गवर्नर के वक्तव्य का समापन "आज की परीक्षाएं पीड़ादायक हो सकती हैं, लेकिन साथ में हम जीतेंगे" शब्दों के साथ समाप्त हुआ।

महामारी की चरम सीमा पर रिज़र्व बैंक की प्रतिक्रिया शीघ्र और निर्णायक थी। मार्च 2020 से 100 से अधिक उपाय किए गए। इसके अलावा, दो अवसरों पर - मार्च और मई 2020 - एमपीसी की बैठकें निर्धारित समय से पहले आयोजित की गईं; जबकि दो अन्य एकल वक्तव्य गवर्नर द्वारा मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) चक्र के बाहर दिए गए थे - एक अप्रैल 2020 में कोविड-19 संकट के शुरुआती दिनों में और दूसरा मई 2021 में दूसरी लहर के चरम पर। चक्रेतर एमपीसी बैठकों और एकल वक्तव्य, अग्रसक्रिय कार्रवाई की दिशा में आरबीआई की तत्परता दर्शाती है। हम शायद दुनिया के एकमात्र केंद्रीय बैंक थे, जिसने बैंकिंग और वित्तीय बाजार संचालन और भुगतान प्रणालियों में व्यापार निरंतरता सुनिश्चित करने के लिए महत्वपूर्ण गतिविधियों में लगे लगभग 200 अधिकारियों, कर्मचारियों और सेवा प्रदाताओं के साथ एक विशेष संगरोध सुविधा स्थापित की थी।

अक्टूबर 2020 में, आपूर्ति-पक्ष के दबावों ने मुद्रास्फीति को 2 से 6 प्रतिशत की सहिष्णुता सीमा से ऊपर ले लिया था और मौद्रिक नीति के रुख को जारी रखने पर बाजार की चिंताएं थीं, यहां तक कि उत्पादन अपने पूर्व-महामारी स्तर से काफी नीचे था। इन परिस्थितियों को देखते हुए और "कम से कम चालू वित्तीय वर्ष और अगले वर्ष के दौरान जब तक जरूरी हो समायोजनकारी मौद्रिक नीति रुख ..." जारी रखने के अपने इरादे को बताते हुए एमपीसी ने समय-आधारित भावी-संकेत के साथ स्थिति-आधारित भावी-संकेत को पूरक करके अपने आगे के मार्गदर्शन को मजबूत किया। आपूर्ति पक्ष के दबाव में कमी के रूप में एमपीसी के आकलन के अनुरूप 2020-21 की दूसरी छमाही में मुद्रास्फीति में कमी आई। भावी-संकेत के समय-आधारित तत्व ने बाजार की प्रत्याशाओं और मौद्रिक नीति के रुख के संभावित उलटफेर के उस समय निर्मित होने वाली अनुचित प्रत्याशाओं को कम करने में मदद की।

स्पष्ट भावी-संकेत देने वाला संप्रेषण, जिसकी भूमिका और प्रकृति लगातार विकसित हो रही है, अप्रैल 2021 में संक्रमण की दूसरी लहर के समय सामने आई। एमपीसी ने स्थिति और समय-आधारित दोनों भावी-संकेतों से स्थिति-आधारित मार्गदर्शन को वापस ले लिया, यह महसूस करते हुए कि "महामारी के सातत्य

के बाद आर्थिक-बहाली की मजबूती को देखते हुए यह पूरी तरह से भविष्यवाणी करना मुश्किल है कि अर्थव्यवस्था कैसे विकसित होती है।" आरबीआई ने एक द्वितीयक बाजार सरकारी प्रतिभूति अधिग्रहण कार्यक्रम (जी-एसएपी) की शुरुआत की, जिसने 2021-22 में सरकारी उधार कार्यक्रम के आकार पर बाजार की चिंताओं और बॉण्ड बाजार में ब्याज दरों पर इसके प्रभाव को दूर करने के लिए सरकारी प्रतिभूतियों की खुले बाजार में खरीद की एक निश्चित राशि के लिए एक अग्रिम प्रतिबद्धता प्रदान की। इस उपाय ने जो इस स्पष्ट मान्यता के साथ जुड़ा है कि प्रतिफल वक्र एक सार्वजनिक वस्तु है और उसका व्यवस्थित संवर्धन बाजार के सहभागियों और रिज़र्व बैंक दोनों की साझा जिम्मेदारी है, सभी हितधारकों को लाभ की उम्मीदों के अनुरूप लाभान्वित किया और अन्य वित्तीय साधनों के मूल्य निर्धारण के लिए एक बेंचमार्क प्रदान किया।

संप्रेषण की चुनौतियों में महामारी अवधि के नीति पथ को, जब और जैसी स्थिति की मांग हो, फिर से संयोजित करने की भी अपनी भूमिका होती है। पूर्व-निर्दिष्ट समाप्ति तिथियों के साथ घोषित आरबीआई के संकटजन्य उपायों के लिए, बाजार की उम्मीदें स्थिर रहीं और जब संप्रेषण चुनौतियां न्यूनतम थीं तो इन उपायों को स्वतः वापस ले लिया गया। दूसरी ओर, जब और जैसे, निरंतर स्वरूप की नीतियों या उपायों की शुरुआत होती है तो सचेत, सूक्ष्म और सुविचारित संप्रेषण की आवश्यकता होती है क्योंकि ऐसे मामलों में, बाजार के कुछ क्षेत्रों की प्रत्याशाएँ इनके अनुरूप नहीं हो सकती हैं। केंद्रीय बैंक का आकलन - उदाहरण के तौर पर, फरवरी 2021 के गवर्नर के नीति वक्तव्य - ने वीआरआरआर को फिर से शुरू करने के औचित्य को और अधिक स्पष्ट रूप से समझाते हुए, मौद्रिक नीति के उलट होने की उन आशंकाओं को साफ किया किया, जो जनवरी 2021 में परिवर्तनीय दर रिवर्स रेपो (वीआरआरआर) परिचालन को फिर से शुरू करने के कारण बन रहे थे। इसी तरह, 14-दिवसीय मुख्य वीआरआरआर नीलामी के आवधिक उन्नयन के माध्यम से अगस्त 2021 में चलनिधि पुनर्संतुलन को चालू किया गया था ताकि यह सुनिश्चित की जा सके कि चलनिधि की स्थिति "वित्तीय स्थिरता को बनाए रखने के लिए समष्टि आर्थिक संवृद्धि के साथ तालमेल बिठाती है"। उसी भावना में, अक्टूबर 2021 में "चलनिधि

के मौजूदा प्रलम्बित प्रभाव, जीएसटी मुआवजे के लिए अतिरिक्त उधार की आवश्यकता न होने और प्रणाली में चलनिधि के अपेक्षित विस्तार ...” को देखते हुए जी-एसएपी परिचालन बंद कर दिया गया था।

जैसा कि मैं अपनी बात समाप्त करने जा रहा हूँ, मुझे संक्षेप में बता देना चाहिए कि हम अपनी महामारी के विरुद्ध कार्रवाई में अन्य केंद्रीय बैंकों से कैसे भिन्न हैं। पहला, हमने पारंपरिक नीतिगत विकल्प समाप्त होने से पहले ही यानी, ब्याज दरों की शून्य निचली सीमा तक पहुंचने से पहले ही अपरंपरागत उपाय किए हैं। दूसरा, हमारे परिचालन में शामिल प्रतिपक्ष केवल बैंक और अखिल भारतीय वित्तीय संस्थान (एआईएफआई) थे, क्योंकि लक्षित क्षेत्रों को प्रदान की गई चलनिधि उनके माध्यम से प्रसारित की गई थी। तीसरा, हमने अपने आस्ति खरीद कार्यक्रम को केंद्र और राज्य सरकार की प्रतिभूतियों तक सीमित कर दिया है और कई अन्य केंद्रीय बैंकों के विपरीत, हमारे उधार कार्यों में आरबीआई के संपार्श्विक मानकों को कम नहीं किया गया है। चौथा, हमारे अधिकांश उपायों की घोषणा निरंतर-स्वरूप के होने के बजाय पूर्व-निर्धारित समाप्ति तिथियों के साथ की गई थी। इससे हमारी घोषणाओं की विश्वसनीयता मजबूत हुई है। पांचवां, “सार्वजनिक वस्तु के रूप में प्रतिफल वक्र के संवर्धन” को बताते हुए और इसके लिए सुविधा प्रदान करते हुए, हमने मुद्रास्फीति को लक्ष्य करने वाले कुछ ईएमई केंद्रीय बैंकों के विपरीत पूरी तरह से द्वितीयक बाजार में परिचालन किया है, जिसने सरकार को सीधे वित्तपोषित करने के लिए प्राथमिक बाजार में परिचालन हेतु आपातकालीन प्रावधान किए हैं। छठा और अंत में, हमने दुनिया भर में केंद्रीय बैंकों की नीतिगत कार्रवाइयों में मौजूदा विचलन के बीच, अपने घरेलू संवृद्धि-मुद्रास्फीति की गतिशीलता के आधार पर अपने समायोजनकारी रुख को जारी रखा है। इस प्रकार, हमने मूल्य स्थिरता के अपने प्राथमिक अधिदेश से समझौता किए बिना, एफआईटी ढांचे में अंतर्निहित लचीलेपन का उपयोग किया है और अपनी मौद्रिक नीतियों को लागू किया है। जैसा कि मैंने पहले उल्लेख किया है, हमारे कार्यों का मकसद भाषणों, उत्तर-

नीति- प्रेस कॉन्फ्रेंस और मीडिया बातचीत के माध्यम से बताया गया था।

निष्कर्ष टिप्पणी

मैं यह कहकर अपनी बात समाप्त करता हूँ कि मौद्रिक नीति के सिद्धांत और व्यवहार में केवल ‘परिवर्तन’ ही स्थिर रहा है। मौद्रिक नीति के सर्वोत्तम अभ्यास के गठन से संबंधित अभी तक कोई अंतिम शब्द नहीं है। मौद्रिक नीति के परिचालन में भारत और दुनिया भर में उल्लेखनीय परिवर्तन हुए हैं क्योंकि अर्थव्यवस्थाएं और बाजार विकसित हुए हैं और नीति निर्माताओं ने एक जटिल आर्थिक प्रणाली में आर्थिक एजेंट कैसे संवाद करते हैं, इस बारे में अधिक जानकारी प्राप्त की है।

विश्व स्तर पर, मौद्रिक नीति का विकास नियमों और विवेक के व्यावहारिक मिश्रण के लिए वर्तमान आम सहमति से निपटने से पहले, अधिक निर्देशात्मक और विवेकाधीन होने से सख्त नियम-आधारित अभिशासन में बदल गया है। इस प्रक्रिया में, संप्रेषण को महत्व मिला है, हालांकि यह दोनों तरीकों से काम करता है – जहाँ बहुत अधिक संप्रेषण बाजार को भ्रमित कर सकते हैं वहीं बहुत कम संप्रेषण से बाजार, केंद्रीय बैंक की नीतिगत इरादे के बारे में केवल अनुमान लगा सकता है। इसलिए, केंद्रीय बैंकों को एक बहुत ही महीन रेखा पर चलना होगा। चूंकि मौद्रिक नीति प्रत्याशाओं⁸ को प्रबंधित करने की एक कला है, इसलिए केंद्रीय बैंकों को न केवल घोषणाओं और कार्यों के माध्यम से, बल्कि वांछित सामाजिक परिणामों को सुनिश्चित करने हेतु अपनी संप्रेषण रणनीतियों के निरंतर परिशोधन के माध्यम से, बाजार की प्रत्याशाओं को आकार देने और स्थिर करने के लिए निरंतर प्रयास करना पड़ता है। हालाँकि, यह एक पुनरावर्ती प्रक्रिया है और केंद्रीय बैंक केवल क्रमिक रूप से इसमें सुधार कर रहे हैं।

धन्यवाद । स्वस्थ रहें । नमस्कार !

⁸ माइकल डी. वुडफोर्ड(2003), इंटरसेट एंड प्राइसेस: फाउंडेशन ऑफ ए थियरी ऑफ मॉनेटरी पॉलिसी, प्रिंसटन यूनिवर्सिटी प्रेस।