*भारत की मौद्रिक नीति के सात युग**

शक्तिकांत दास

मेरी शैक्षणिक संस्था में लौटकर मुझे बेहद खुशी हो रही है। यहां, मेरी कई यादें ताजा हो गई हैं। आज, मैं भारतीय परिप्रेक्ष्य में केंद्रीय बैंकिंग के कुछ पहलुओं एवं वर्तमान स्थिति में आरबीआई की भूमिका पर प्रकाश डालना चाहूंगा। मैं, खास तौर पर भारत में मौद्रिक नीति की व्यवस्था के क्रमिक विकास पर ध्यान केंद्रित करना चाहूंगा और यदि मैं शेक्सपियर की काव्यात्मक प्रस्तुति का उपयोग कर रहा हूं तो क्या मैं इसे भारत की मौद्रिक नीति के सात युग कह सकता हूं?

केंद्रीय बैंकिंग का इतिहास सत्रहवीं शताब्दी में पाया जाता है जब 1668 में स्वीडन में पहला संस्थान 'रिकबैंक', केंद्रीय बैंक के रूप में स्थापित किया गया था। एक संयुक्त स्टॉक बैंक के रूप में स्थापना से, यह सरकार को धन उधार देने और व्यापार के लिए समाशोधन गृह के रूप में कार्य करने के लिए अधिकृत था। बाद में, रिक्सबैंक ने वाणिज्यिक उधार त्याग दिया और 1897 में उसे बैंक नोट जारी करने के लिए एकाधिकार प्रदान किया गया। इसके बाद, कई देशों ने केंद्रीय बैंकों के रूप में कार्य करने वाले संस्थानों की स्थापना की। शुरुआती केंद्रीय बैंक जैसे बैंक ऑफ इंग्लैंड और बैंके डी फ्रांस हालांकि निजी पूंजी के साथ स्थापित किए गए, उन्होंने सरकार को कर्ज के वित्तपोषण में मदद की और बैंकिंग विकास में शामिल रहे। तब से, देश भर के केंद्रीय बैंकों की भूमिका लगातार उनकी अर्थव्यवस्थाओं की बदलती जरूरतों और वित्तीय ढांचे के विकास के अनुरूप विकसित होती रही है। आज, आधुनिक केंद्रीय बैंकों के कार्य उनके शुरुआती समकक्षों से काफी भिन्न हैं।

मैं संक्षेप में बताना चाहता हूं कि स्वतंत्रता के बाद रिज़र्व बैंक की रूपरेखा हमारे देश के आर्थिक और वित्तीय विकास के साथ आंतरिक रूप से किस तरह से परस्पर जुड़ी हुई है।

रिज़र्व बैंक की स्थापना भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम 1934 के अंतर्गत की गई थी जिसमें मूल प्रस्तावना में रिज़र्व बैंक के व्यापक अधिदेश का वर्णन करता है:

"भारत में मौद्रिक स्थिरता प्राप्त करने की दृष्टि से बैंकनोटों के निर्गम को विनियमित करना तथा प्रारक्षित निधि को बनाएं रखना और सामान्य रूप से देश के हित में मुद्रा और ऋण प्रणाली संचालित करना, अत्यधिक जटिल अर्थव्यवस्था की चुनौती से निपटने के लिए आधुनिक मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क रखना, वृद्धि के उद्देश्य को ध्यान में रखते हुए मूल्य स्थिरता बनाए रखने के लिए भारतीय रिजर्व बैंक का गठन करना समीचीन है।"

बाद में, 1949 में भारतीय रिज़र्व बैंक का राष्ट्रीयकरण किया गया। रिज़र्व बैंक ने मुद्रा प्रबंधन, बैंकरों का बैंक और सरकार का बैंकर, जैसे अपने पारंपरिक कार्य करना जारी रखा है, लेकिन मौद्रिक नीति संचालन का कार्य विभिन्न पहलुओं में समय समय पर आकस्मिक पूर्ण परिवर्तन से गुजरा है।

जैसा कि हम जानते हैं, नीतिगत बदलाव आमतौर पर दो प्रमुख कारणों से प्रेरित होते है: पहला, जो उद्देश्य पहले उचित लगते हैं, वह समय के साथ बदलते व्यवहारों के कारण प्रासंगिकता खो देते है। उदाहरण के लिए, जब हमने पाया कि अतीत की तरह मुद्रा का सांकेतिक आय के साथ संबंध बहुत प्रत्याशित नहीं है, तो हमने 1998 में एकाधिक संकेतक दृष्टिकोण अपनाए। दूसरा, बेहतर नीतिगत परिणामों के लिए, नए सिद्धांतों और प्रमाणों के साथ अद्यतन ज्ञान लागू करने की आवश्यकता है। समय के साथ भारत में निश्चित रूप में इसी ने मौद्रिक नीति के संचालन को आकार दिया।

अर्थव्यवस्था के बदलते स्वरूप के अनुरूप मौद्रिक नीति का विकास

1935 से 1949: प्रारंभिक चरण

यह रोचक बात है कि रिज़र्व बैंक की स्थापना महामंदी से जूझती वैश्विक अर्थव्यवस्था की पृष्ठभूमि में हुई थी। अंतरराष्ट्रीय मौद्रिक प्रणालियों की अव्यवस्था के बीच आरबीआई अधिनियम, 1934 की प्रस्तावना ने मौद्रिक नीति ढांचे के विकास की आधारशिला प्रदान की। आजादी तक, खुले बाजार परिचालन (ओएमओ) के माध्यम से बाजार दर और आरक्षित नकदी निधि अनुपात (सीआरआर) जैसे अतिरिक्त मौद्रिक साधनों से चलनिधि विनियमित करके वास्तविक अनुरूपता बनाए रखने पर ध्यान केंद्रित किया गया था। दूसरे शब्दों में, मौद्रिक नीति के लिए विनिमय दर सांकेतिक साधन था। अर्थव्यवस्था की कृषि स्वरूप

* श्री शक्तिकांत दास, गवर्नर, भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा 24 जनवरी 2020 को सेंट स्टीफन कॉलेज, दिल्ली विश्वविद्यालय में दिया गया सम्बोधन।

के मद्देनजर, अक्सर आपूर्ति पक्ष के झटकों के कारण उत्पन्न मुद्रास्फीति एक चिंता का विषय बन गई। जबकि सरकार द्वारा मूल्य नियंत्रण के उपायों और आवश्यक वस्तुओं की राशनिंग की गई थी, रिजर्व बैंक ने भी बैंकों को सट्टा उद्देश्यों के लिए ऋण देने से रोकने हेतु चयनात्मक ऋण नियंत्रण और नैतिक दबाव का प्रयोग किया।

1949 से 1969: पंचवर्षीय योजनाओं के साथ मौद्रिक नीति का समन्वयन

1947 में भारत की स्वतंत्रता देश के आर्थिक इतिहास में एक महत्वपूर्ण मोड़ था। इसके बाद नियोजित आर्थिक विकास की नीति को अपनाया गया था। इन दो दशकों में न केवल राज्य की प्रमुख भूमिका यह विशेषता थी, बल्कि मौद्रिक नीति के संचालन में भी एक उल्लेखनीय बदलाव आया था। इसका व्यापक उद्देश्य आत्म-निर्भरता पर ध्यान देने के साथ आर्थिक विकास के माध्यम से समाज के समाजवादी पैटर्न को सुनिश्चित करना था। यह उद्देश्य, स्वदेशी क्षमता का निर्माण, छोटे और साथ ही बड़े पैमाने पर उद्योगों को प्रोत्साहित करना, आय असमानताओं को कम करना, संतुलित क्षेत्रीय विकास सुनिश्चित करना और आर्थिक शक्ति के केंद्रीकरण को रोकने के माध्यम से हासिल करना था। तदनुसार, सरकार ने सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रमों की स्थापना करके औद्योगिक क्षेत्र को विकसित करने के लिए उद्यमशीलता की भूमिका भी निभाई।

विकास की प्रक्रिया में नियोजित व्यय को महत्वपूर्ण भूमिका दी जाने के कारण , उत्पादक क्षेत्रों को ऋण आबंटन पर जोर दिया गया था। इसलिए नियोजित आर्थिक विकास के इस चरण के दौरान, मौद्रिक नीति की भूमिका, पंचवर्षीय योजनाओं की आवश्यकताओं के इर्द-गिर्द घूमती है। यदि कोई औपचारिक ढांचा नहीं भी होता , तब भी अर्थव्यवस्था में ऋण की आपूर्ति और मांग के प्रबंधन के लिए मौद्रिक नीति पर भरोसा किया गया था। ऋण उपलब्धता को विनियमित करने के लिए बैंक दर, आरक्षित अपेक्षाएं और खुले बाजार संचालन (ओएमओ) जैसे नीतिगत उपायों का प्रयोग किया गया था। 1949 में बैंकिंग विनियमन अधिनियम के लागू होने के साथ, बैंकों के लिए निर्धारित संवैधानिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) अपेक्षाएं सरकारी उधार के लिए एक सुरक्षित स्रोत के रूप में उभरी तथा मौद्रिक और चलनिधि प्रबंधन के लिए अतिरिक्त साधन के रूप में भी कार्य किया। स्वतंत्रता के बाद की अवधि में मुद्रास्फीति मध्यम रही लेकिन 1964-68 के दौरान एक चिंता का विषय बन गयी।

1969 से 1985: ऋण योजना

1969 में प्रमुख बैंकों का राष्ट्रीयकरण मौद्रिक नीति के विकास में और एक उल्लेखनीय चरण है। बैंकों के राष्ट्रीयकरण का मुख्य उद्देश्य जनता के हर तबके और विभिन्न गतिविधियों के लिए ऋण उपलब्ध करना था। बैंकों को क्रेडिट विस्तार करने का अधिकार मिलने के कारण, क्रेडिट विस्तार से धन आपूर्ति में तेज वृद्धि के मद्देनजर रिजर्व बैंक को आर्थिक वृद्धि का वित्तपोषण और मूल्य स्थिरता के बीच संतुलन बनाए रखने की चुनौती का सामना करना पड़ा। इसके अलावा, 1971 में भारत-पाक युद्ध, 1973 में सूखा, 1973 और 1979 में वैश्विक तेल की कीमतों में आघात और 1973 में ब्रेटन-वुड्स प्रणाली के पतन के भी स्फीतिकारी परिणाम थे। इसलिए, 1960 के दशक के दौरान घाटे के वित्तपोषण के कारण उच्च मुद्रास्फीति की चिंताओं ने 1970 के दशक के दौरान जोर पकड़ा। प्रसंगवश घरेलू अर्थव्यवस्था में उच्च मुद्रास्फीति, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में स्टैगफ्लेशन- मुद्रास्फीति और धीमी गति से वृद्धि के साथ-साथ हुई। इस तरह की परिस्थिति में, पारंपरिक मौद्रिक नीति साधन, अर्थात, बैंक दर और ओएमओ मूल्य स्थिरता के लिए धन आपूर्ति के प्रभाव को संबोधित करने के लिए अपर्याप्त पाए गए। चूंकि बैंक घाटे के वित्तपोषण के प्रभाव कारण उपलब्ध जमाराशि से उत्तेजित थे, इसलिए उन्हें धन के लिए आरबीआई से संपर्क करने की आवश्यकता नहीं थी। इससे मौद्रिक नीति साधन के रूप में बैंक दर की प्रभावकारिता को कम कर दिया। इसी तरह, अविकसित सरकारी प्रतिभूति बाजार के कारण, मौद्रिक नीति साधन के रूप में ओएमओ का उपयोग करने के लिए सीमित गुंजाइश थी। इस चरण में औसत विकास दर लगभग 4.0 प्रतिशत के आस-पास रहा, जबकि थोक मूल्य सूचकांक (डब्ल्यूपीआई) आधारित मुद्रास्फीति लगभग 8.8 प्रतिशत थी।

1985 से 1998: मौद्रिक लक्ष्य

1980 के दशक में, राजकोषीय प्रभुत्व तदर्थ ट्रेजरी बिल और 1985 तक एसएलआर में प्रगतिशील वृद्धि के माध्यम से बजट घाटे के स्वत: मुद्रीकरण के रूप में परिलक्षित हुआ। इसके परिणामस्वरूप, घाटे के वित्तपोषण के मुद्रास्फीति प्रभाव ने समन्वित रूप से मौद्रिक नीति को सख्त बनाने का प्रयास किया - सीआरआर और बैंक दर दोनों में काफी वृद्धि हुई। मुद्रास्फीति और वृद्धि को बढ़ावा देने के उद्देश्यों से निपटने में मौद्रिक नीति के

अनुभव ने अंततः चक्रवर्ती समिति की सिफारिशों पर 1985 में एक औपचारिक मौद्रिक नीति ढांचे के रूप में मौद्रिक लक्ष्य को अपनाया। इस ढांचे में, मौद्रिक विस्तार को सीमित करने के माध्यम से मुद्रास्फीति को नियंत्रित करने के उद्देश्य से, आरक्षित निधि का उपयोग परिचालन लक्ष्य और व्यापक मुद्रा का उपयोग मध्यवर्ती लक्ष्य के रूप में किया गया था। मुद्रा आपूर्ति में वृद्धि का लक्ष्य अपेक्षित वास्तविक जीडीपी वृद्धि और मुद्रास्फीति के सहनीय स्तर पर आधारित था। यह दृष्टिकोण आघात सहनीय था क्योंकि इसने प्रतिक्रिया मांगी थी। सीआरआर का उपयोग मौद्रिक नियंत्रण के लिए प्राथमिक साधन के रूप में किया गया था। बहरहाल, निरंतर राजकोषीय प्रभुत्व के कारण, एसएलआर और सीआरआर दोनों 1990 तक अपने चरम स्तर पर पहुंच गए।

प्रतिकूल वैश्विक आघातों - खाड़ी युद्ध और सोवियत संघ के विघटन की पृष्ठभूमि में 1980 के दशक के उत्तरार्ध में राजकोषीय स्थिति के बिगड़ने से बाहरी संतुलन की स्थिति में गिरावट और 1991-92 में घरेलू वृद्धि में गिरावट हुई। नतीजन भुगतान संकट के संतुलन ने बड़े पैमाने पर संरचनात्मक सुधारों, वित्तीय क्षेत्र उदारीकरण और मूल्य स्थिरता के साथ स्थायी वृद्धि प्राप्त करने के लिए अर्थव्यवस्था को खोलने की शुरुआत की। साथ-साथ 1993 में निर्धारित विनिमय दर प्रणाली के स्थान पर बाजार निर्धारित विनिमय दर प्रणाली शुरू हुई। व्यापार और वित्तीय क्षेत्र में सुधार और परिणाम स्वरूप विदेशी पूंजी प्रवाह और वित्तीय नवाचारों में वृद्धि के मद्देनजर, पैसे की मांग में स्थिरता की धारणा, साथ ही मध्यवर्ती लक्ष्य के रूप में व्यापक मुद्रा की प्रभावकारिता सवालों के घेरे में आ गई। इसी समय, सरकार और निजी क्षेत्र दोनों के लिए बाजार आधारित वित्तपोषण की दिशा में एक उल्लेखनीय बदलाव हुआ। वास्तव में, तदर्थ ट्रेजरी बिलों के माध्यम से स्वचालित विमुद्रीकरण को 1997 में समाप्त कर दिया गया था और इसके स्थान परअर्थोपाय अग्रिम (डब्ल्यूएमए) को लाया गया था। इस अवधि के दौरान, औसत घरेलू वृद्वि दर 5.6 प्रतिशत और औसत डब्ल्यूपीआई-आधारित मुद्रास्फीति 8.1 प्रतिशत थी।

1998 से 2015: एकाधिक संकेतक दृष्टिकोण

1990 के दशक की शुरुआत से ही अर्थव्यवस्था के उदारीकरण और वित्तीय नवाचारों ने प्रचलित मौद्रिक लक्ष्य ढांचे की प्रभावकारिता कमजोर होना शुरू हुआ, मौद्रिक नीति ढांचे की समीक्षा करने और इसकी संचालन प्रक्रियाओं को पुन: सुव्यवस्थित करने की आवश्यकता महसूस की गई। नतीजतन, भारतीय रिज़र्व बैंक ने अप्रैल 1998 में एकाधिक संकेतक दृष्टिकोण अपनाया। इस दृष्टिकोण के अंतर्गत, मौद्रिक नीति निर्माण के लिए संकलित मौद्रिक राशि के अलावा, क्रेडिट, आउटपुट, मुद्रास्फीति, व्यापार, पूंजी प्रवाह, विनिमय दर, अलग-अलग बाजारों के रिटर्न और राजकोषीय निष्पादन में सूचना के आधार जैसे प्रगतिशील संकेतकों के समूह का उपयोग किया। 2003 में राजवित्तीय उत्तरदायित्व और बजट प्रबंध अधिनियम (एफआरबीएम) लागू होने से अधिनियम ने राजकोषीय अनुशासन की शुरुआत करते हुए, मौद्रिक नीति को लचीलापन प्रदान किया। 1990 के दशक की शुरुआत से घरेलू अर्थव्यवस्था के बाजार उन्मुखीकरण में वृद्धि और ब्याज दरों में गिरावट ने भी मौद्रिक नीति के अप्रत्यक्ष साधनों को प्रत्यक्ष साधनों में परिवर्तित किया। इसलिए, मौद्रिक नीति निर्माण के लिए मात्रा साधनों के सापेक्ष दर चैनलों पर अधिक जोर दिया गया था। तदनुसार, अल्पकालिक ब्याज दरें आरबीआई के मौद्रिक नीति रुख दर्शाने का साधन बन गईं।

अल्पकालिक ब्याज दरों को स्थिर करने के लिए, रिजर्व बैंक ने अन्य बाजार खंडों के साथ मुद्रा बाजार के एकीकरण पर अधिक जोर दिया। इसने बाजार चलनिधि को नीतिगत साधनों के मिश्रण का उपयोग करके मौद्रिक स्थितियों को वांछित वृद्धि में परिवर्तित किया। आरक्षित आवश्यकताओं, स्थायी सुविधाओं और ओएमओ में परिवर्तन सहित इनमें से कुछ साधन सीमांत चलनिधि मात्रा को प्रभावित करने के लिए थे, जबकि नीतिगत दरों में परिवर्तन, जैसे बैंक दर और रिवर्स रेपो / रेपो दर चलनिधि की कीमत बदलने के साधन थे।

समष्टि आर्थिक परिणामों के आकलन से पता चलता है कि एकाधिक संकेतक दृष्टिकोण 1998-99 से 2008-09 तक काफी अच्छी तरह से काम करता है। इस अवधि के दौरान, घरेलू वृद्धि दर औसतन 6.4 प्रतिशत और डब्ल्यूपीआई आधारित मुद्रास्फीति 5.4 प्रतिशत तक मध्यम रही।

2013-2016: मुद्रास्फीति लक्ष्य की पूर्वशर्ते

वैश्विक वित्तीय संकट की अवधि (यानी, 2008 के बाद) के बाद, हालांकि, उच्च मुद्रास्फीति और कमजोर वृद्धि के कारण इस ढांचे की विश्वसनीयता निरंतर सवालों के घेरे में आ गई । 2012-13 में दोहरे अंकों की मुद्रास्फीति के सामने, मई / जून 2013 में यूएस फेड की टेंपर टॉक ने घरेलू मौद्रिक नीति के लिए महत्वपूर्ण चुनौतियों का सामना किया, जिसमें वृद्धि को बनाए रखने,

मुद्रास्फीति को नियंत्रित रखने और वित्तीय स्थिरता हासिल करने के बीच नाजुक संतुलन बनाए रखना था। मौजूदा एकाधिक संकेतकों के दृष्टिकोण की आलोचना इस आधार पर की गई थी कि संकेतकों का एक बड़ा समूह मौद्रिक नीति के लिए स्पष्ट रूप से परिभाषित सांकेतिक साधन नहीं देता है। आरबीआई द्वारा मौद्रिक नीति ढांचे को संशोधित और मजबूत करने और इसे और अधिक पारदर्शी और प्रत्याशित बनाने हेतु सुझाव के लिए एक विशेषज्ञ समिति का गठन किया गया था। समिति ने 2014 की अपनी रिपोर्ट में, एकाधिक संकेतकों के दृष्टिकोण की समीक्षा की और सिफारिश की कि भारत में मौद्रिक नीति ढांचे के लिए मुद्रास्फीति सांकेतिक साधन होनी चाहिए। इस पृष्ठभूमि में, रिज़र्व बैंक ने क्रमबद्ध तरीके से - नवंबर 2013 में अपने 11.5 प्रतिशत के स्तर से जनवरी 2015 तक 8 प्रतिशत; जनवरी 2016 तक 6 प्रतिशत और 2016-17 के ति4 में 5 प्रतिशत के स्तर तक मुद्रास्फीति को नीचे लाने का मार्ग अपनाया।

2016 के आगे: आघात सहनीय मुद्रास्फीति लक्ष्य

इसके अलावा, एक मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क समझौते (MPFA) पर 20 फरवरी, 2015 को भारत सरकार और रिजर्व बैंक के द्वारा हस्ताक्षर किए गए। तदनंतर, मई 2016 में आरबीआई अधिनियम में संशोधन के साथ आघात सहनीय मुद्रास्फीति लक्ष्य (एफआईटी) को औपचारिक रूप में अपनाया गया। मौद्रिक नीति के क्षेत्र में रिजर्व बैंक की भूमिका को संशोधित अधिनियम में निम्नलिखित रूप में बहाल की गई है:

> "मौद्रिक नीति का प्राथमिक उद्देश्य वृद्धि को ध्यान में रखते हुए मूल्य स्थिरता बनाए रखना है"।

इस अधिदेश से अधिकार प्राप्त, आरबीआई ने एक आघात सहनीय मुद्रास्फीति लक्ष्य (एफआईटी) ढांचा अपनाया जिसके अंतर्गत मूल्य स्थिरता को प्रधानता दी गयी, जिसे उपभोक्ता मूल्य हेडलाईन मुद्रास्फीति के लिए 4 प्रतिशत के लक्ष्य के साथ +/- 2 प्रतिशत के टोलरेंस बॅण्ड के साथ और साथ-साथ जब मुद्रास्फीति नियंत्रण में है वृद्धि पर ध्यान केंद्रित करना के रूप में संख्यात्मक रूप से परिभाषित किया गया है। मुद्रास्फीति और वृद्धि पर सापेक्ष जोर समष्टि आर्थिक परिदृश्य, मुद्रास्फीति और वृद्धि के दृष्टिकोण और आने वाले डेटा से उभरने वाले संकेतों पर निर्भर करता है। तब से आरबीआई एक दूरदर्शी तरीके से मौद्रिक नीति का संचालन कर रहा है और अपने लक्ष्य के आसपास मुद्रास्फीति को बनाए रखने के लिए अपने निर्णयों को प्रभावी ढंग से संप्रेषित कर रहा है और जिससे वृद्धि को समर्थन मिल रहा है। साथ ही, आरबीआई वित्तीय बाजारों में और इस तरह वास्तविक अर्थव्यवस्था पर प्रभावी नीति संचरण के लिए मौद्रिक नीति की अपनी संचालन प्रक्रियाओं को भी ठीक कर रहा है। नतीजतन, मुद्रास्फीति लगातार गिरती गई और 2017-18 के बाद से औसतन 4 प्रतिशत से नीचे आ गई है, भले ही खाद्य कीमतों से प्रेरित मुद्रास्फीति में हाल ही में कोई फर्क नहीं पड़ा है, खासकर सब्जी की कीमतों में तेज वृद्धि बेमौसम बारिश और चक्रवात के प्रतिकूल प्रभाव को दर्शाती है।

बदलता सैद्धांतिक विकास और अंतर्राष्ट्रीय सर्वोत्तम प्रथाओं के अनुरूप मौद्रिक नीति का विकास

भारत में मौद्रिक नीति ढांचा सिद्धांत और अंतर्राष्ट्रीय सर्वोत्तम प्रथाओं की विकास द्वारा निर्देशित है। उदाहरण के लिए, 1970 के दशक के दौरान कई उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में निर्धारित विनिमय दरों और उच्च मुद्रास्फीति की ब्रेटन-वुड्स प्रणाली के पतन की पृष्ठभूमि में मुद्रा आपूर्ति को सांकेतिक साधन के रूप में पसंद किया गया। 1980 के दशक के उत्तरार्ध से, हालांकि, मौद्रिक लक्ष्य और मुद्रास्फ़ीति जैसे लक्ष्य चरों के बीच बढ़ते डिस्कनेक्ट के कारण मौद्रिक लक्ष्य ढांचे वाले कई उन्नत देशों का अनुभव संतोषजनक नहीं था। 1990 के दशक में भारतीय संदर्भ में भी मनी डिमांड फंक्शन में इसी तरह की अस्थिरता सामने आई थी, जिसके कारण 1998 में मौद्रिक लक्ष्य से कई संकेतकों के दृष्टिकोण में बदलाव हुआ था।

1990 के दशक की शुरुआत में, न्यूजीलैंड से शुरू करते करते हुए 1990 में, कई उन्नत और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) ने मुद्रास्फीति लक्ष्य को पसंदीदा नीति ढांचे के रूप में अपनाया। हालांकि, भारत ने 2016 में औपचारिक रूप से रूपरेखा को अपनाया जिससे हमें विभिन्न देशों के लंबे समय से विविध अनुभवों से सीखने में मदद मिली। वास्तव में, वैश्विक वित्तीय संकट के बाद के अनुभव ने मौद्रिक नीति का एकमात्र उद्देश्य मूल्य स्थिरता पर कम ध्यान देने की प्रासंगिकता पर सवाल उठाया, जिसने मैक्रो-वित्तीय स्थिरता प्राप्त करने के लिए मुद्रास्फीति लक्ष्य के लिए एक लचीला दृष्टिकोण अपनाने का आह्वान किया। इस उपलब्धि में, मौद्रिक नीति के लिए वित्तीय स्थिरता एक और महत्वपूर्ण विचार के रूप में उभरा है, हालांकि अभी भी निर्णायकों को यह स्पष्ट नहीं है कि इसे उद्देश्य के रूप में जोड़ा जाना चाहिए या नहीं। यह दिलचस्प है कि

अंतिम ऋणदाता (एलओएलआर) के रूप में केंद्रीय बैंकिंग कार्य भारत सहित पूरे देशों में नीतिगत ढाँचों के विकास और परिशोधन के बावजूद बरकरार है।

वित्तीय बाजार विकास के अनुरूप मौद्रिक नीति का विकास

वित्तीय बाजार शेष अर्थव्यवस्था के लिए मौद्रिक नीति के प्रभावी संचरण में महत्वपूर्ण भूमिका निभाते हैं। मौद्रिक नीति संचरण के दो चरण हैं। पहले चरण में, मौद्रिक नीति परिवर्तन मुद्रा बाजार के माध्यम से अन्य बाजारों, अर्थात, बांड बाजार और बैंक ऋण बाजार में प्रसारित किए जाते हैं। दूसरे चरण में व्यक्तियों और फर्मों के निर्णय खर्च को प्रभावित करके वित्तीय बाजार से लेकर वास्तविक अर्थव्यवस्था तक मौद्रिक नीति का प्रचार किया जाता है। वित्तीय प्रणाली में, मुद्रा बाजार केंद्रीय बैंक द्वारा संचालित मौद्रिक परिचालन के केंद्र में है।

भारत के मामले में, 1980 के दशक से पहले मुद्रा बाजार की विशेषता थी साधनों का अभाव और गंभीरता की कमी। सीमित सहभागिता के कारण मुद्रा बाजार में चलनिधि की कमी थी, जिसकी विशेषता थी कुछ प्रमुख उधारदाता और बड़ी संख्या में पुराने आदतन उधारकर्ता। निर्धारित ब्याज दर वाले तदर्थ ट्रेजरी बिलों के साथ स्वचालित विमुद्रीकरण की उपस्थिति प्रणाली में, ट्रेजरी बिल अल्पकालिक मुद्रा बाजार साधन के रूप में उभर नहीं सकते थे। सरकारी प्रतिभूतियों के बाजार में निर्धारित ब्याज दरों और सीमित निवेशक आधार ने मौद्रिक नियंत्रण के प्रभावी साधन के रूप में खुले बाजार के संचालन को बाधित किया। सहभागिता पर प्रतिबंधों के साथ ब्याज दर विनियमों की व्यापकता ने विभिन्न बाजार क्षेत्रों के एकीकरण पर रोक लगा दी जो प्रभावी मौद्रिक नीति प्रसारण के लिए आवश्यक है। इस माहौल में, मौद्रिक नीति शुरू में मुख्य रूप से क्रेडिट योजना और चयनात्मक क्रेडिट नियंत्रण और अंततः मात्रात्मक साधनों के माध्यम से मौद्रिक लक्ष्य पर निर्भर थी।

1990 के दशक की शुरुआत से वित्तीय बाजारों में सुधार हुआ, इसलिए, वित्तीय बाजारों के एकीकरण को सुविधाजनक बनाने के लिए वित्तीय प्रणाली में विभिन्न मूल्य और गैर-मूल्य नियंत्रण को समाप्त करने पर ध्यान केंद्रित किया गया। सुधार के उपायों में संरचनात्मक अड़चनों को दूर करने, नए प्रतिभागियों / साधनों को पेश करने, वित्तीय आस्तियों के मुक्त मूल्य निर्धारण, मात्रात्मक प्रतिबंधों को छुट देने, संस्थानों को मजबूत करने, व्यापार में सुधार, क्लीयरिंग और निपटान प्रथाओं को बेहतर बनाने, अच्छे बाजार प्रथाओं को प्रोत्साहित करने और अधिक पारदर्शिता को बढ़ावा देने के उपायों को शामिल किया गया है। इन सुधारों के कारण धीरे-धीरे वित्तीय बाजारों में कीमत अनवेषण सरल बना और ब्याज दर एक सिग्नलिंग तंत्र के रूप में उभरा। 2000-01 में चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) की शुरूआत के प्रयोजन से जो चलनिधि प्रबंधन के साधन के रूप में और ओवरनाईट मुद्रा बाजार में ब्याज दरों के लिए सिग्नलिंग तंत्र दोनों के लिए यह मार्ग प्रशस्त किया गया। वैश्विक बाजारों के साथ घरेलू वित्तीय बाजारों के अधिक एकीकरण के बाद, आरबीआई ने भी घरेलू मौद्रिक नीति पर वैश्विक विकास के प्रभाव को पहचाना शुरू हुआ। वित्तीय बाजारों के विकास ने रिजर्व बैंक को मौद्रिक नीति के बाजार आधारित साधनों का उपयोग करने और एकाधिक संकेतक दृष्टिकोण के अंतर्गत मौद्रिक नीति के संचालन में वित्तीय बाजारों द्वारा प्रदान की जाने वाली सूचना का उपयोग करने में सक्षम बनाया।

हालांकि वित्तीय बाजारों के विभिन्न खंडों ने समय के साथ गहराई और परिपक्वता हासिल कर ली थी, लेकिन केवल मुद्रा बाजार क्षेत्रों में ही नहीं बल्कि व्यापक क्रेडिट बाजारों में नीतिगत दरों में बदलाव का तेजी से प्रसारण एक प्रमुख चुनौती रही। इन चुनौतियों से निपटने के लिए, रिज़र्व बैंक विभिन्न मॉडलों की कोशिश कर रहा है। उसी समय, नीतिगत लक्ष्य के करीब परिचालन लक्ष्य को बनाए रखने के उद्देश्य से चलनिधि प्रबंधन ढांचे को अप्रैल 2016 से ठीक किया गया था। इस ढांचे के अंतर्गत, रिज़र्व बैंक ने बाजार कोअल्पकालिक चलनिधि स्थितियों को नीतिगत रुख के अनुरूप बनाने के लिए अपने कार्यों को ठीक करते हुए अपनी टिकाऊ चलनिधि आवश्यकताओं को पूरा करने का आश्वासन दिया। यह विभिन्न परिपक्वताओं के निश्चित और परिवर्तनीय दर रेपो / रिवर्स रेपो, सीमांत स्थायी सुविधा (एमएसएफ) और एकमुश्त खुले बाजार परिचालन - नकदी प्रबंधन बिल और विदेशी मुद्रा स्वैप द्वारा कई बार पूरक सहित कई साधनों के माध्यम से प्राप्त किया गया था।

वर्तमान चुनौतियां

केंद्रीय बैंकों के लिए मौजूदा आर्थिक स्थिति का आकलन, प्रमुख चुनौतियों में से एक है। जैसा कि हम सभी जानते हैं, वास्तविक समय में संभावित आउटपुट और आउटपुट अंतराल

जैसे प्रमुख मापदंडों का सटीक अनुमान एक चुनौतीपूर्ण कार्य है, हालांकि वे मौद्रिक नीति के संचालन के लिए महत्वपूर्ण हैं। हाल के दिनों में, कई अर्थव्यवस्थाओं में बदलाव की प्रवृत्ति, वैश्विक स्पिलओवर प्रभाव तथा आपूर्ति झटकों के कारण वित्तीय चक्रों और व्यापार चक्रों के बीच अलगाव मोटे तौर पर समझाते हैं कि दुनिया भर में मौद्रिक नीति अस्थित स्थिति में क्यों है। बहरहाल, मुद्रास्फीति मे मांग में गिरावट और आपूर्ति पक्ष के आघात की वास्तविक प्रकृति पर विचार करना होगा ताकि प्रतिचक्रीय नीतियों का समय पर उपयोग किया जा सकें।

इसलिए, रिज़र्व बैंक में, हम नीति निर्धारण के लिए मॉडल आधारित अनुमानों के साथ आने वाली सूचनाओं को देखते हुए आने वाले आंकड़ों और सर्वेक्षणों के आधार पर अर्थव्यवस्था के हमारे आकलन को लगातार अद्यतन करते हैं। इस दृष्टिकोण से रिज़र्व बैंक को मुद्रास्फीति में अपेक्षित मॉडरेशन द्वारा खोले गए नीति स्थान का उपयोग करने में मदद मिली और बाद में डेटा द्वारा इसकी पुष्टि होने से पहले अपेक्षित मंदी को पहचानने और उसपर शीघ्र कार्रवाई करने में मदद मिली। तथापि मौद्रिक नीति की अपनी सीमाएँ हैं। संरचनात्मक सुधारों और राजकोषीय उपायों को जारी रखा जा सकता है और मांग प्रोत्साहना तथा वृद्धि को बढ़ावा देकर सक्रिय किया जा सकता है। मेरे पिछले भाषणों में, मैंने कुछ संभावित वृद्धि उत्प्रेरक को उजागर किया है, जो पिछे और आगे की ओर लिंकेज के माध्यम से, वृद्धि को महत्वपूर्ण प्रोत्साहन दे सकते हैं। इनमें से कुछ क्षेत्रों में खाद्य प्रसंस्करण उद्योग, पर्यटन, ई-कॉमर्स, स्टार्ट-अप और वैश्विक मूल्य श्रृंखला का हिस्सा बनने के प्रयास शामिल हैं। सरकार बुनियादी ढांचे के खर्च पर भी ध्यान केंद्रित कर रही है जो अर्थव्यवस्था की वृद्धि क्षमता को बढ़ाएगा। राज्यों को भी पूंजीगत व्यय को बढ़ाकर एक महत्वपूर्ण भूमिका निभानी चाहिए जिसका उच्च गुणक प्रभाव पडता है।

समापन टिप्पणी

भारत में मौद्रिक नीति ढांचा इस प्रकार सिद्धांत और देश प्रथाओं, अर्थव्यवस्था की बदलती प्रकृति और वित्तीय बाजारों के विकास के अनुरूप विकसित हुई है। व्यापक उद्देश्यों के भीतर, हालांकि, मुद्रास्फीति नीति, विकास और वित्तीय स्थिरता के सापेक्ष जोर मौद्रिक नीति व्यवस्थाओं में भिन्न है। यद्यपि एक अतिरिक्त नीतिगत उद्देश्य के रूप में वित्तीय स्थिरता के साथ वैश्विक अनुभव अभी भी अनसुलझा है, रिज़र्व बैंक हमेशा से ही आरबीआई अधिनियम की प्रस्तावना लागू होने के बाद से वित्तीय स्थिरता को उचित महत्व दे रहा है। बैंकों और गैर-बैंक वित्तीय मध्यस्थों के विनियमन और पर्यवेक्षण का कार्य रिजर्व बैंक के पास है और समय के साथ निर्धारित वैश्विक मानदंडों के अनुरूप है। हाल ही में, वित्तीय स्थिरता का ध्यान केवल विनियमन और पर्यवेक्षण तक ही सीमित नहीं रहा है, बल्कि बैंक रहित और सेवारहित आबादी के लिए औपचारिक वित्तीय प्रणाली की पहुंच बढ़ा रहा है।

वित्तीय समावेशन के अलावा, सुरक्षित, निर्बाध और वास्तविक समय में भुगतान और निपटान को बढ़ावा देने पर भी ध्यान केंद्रित है। नए सिरे से वित्तीय समावेशन और सुरक्षित भुगतान और निपटान पर ध्यान केंद्रित करने का उद्देश्य न केवल घरेलू वित्तीय प्रणाली में आम जनता के विश्वास को बढ़ावा देना है, बल्कि मूल्य स्थिरता, समावेशी विकास और वित्तीय स्थिरता के लिए मौद्रिक नीति की विश्वसनीयता में सुधार करना है।