

## मौद्रिक नीति: महामारी की परीक्षण\*

### माइकल देवव्रत पात्र

श्री नीलेश शाह, अध्यक्ष, सीआईआई राष्ट्रीय वित्तीय बाजार समिति, श्री विशाल कम्पानी, सह-अध्यक्ष, सुश्री अनुराधा सलवान, प्रमुख, वित्तीय क्षेत्र, सीआईआई, सुश्री अमिता सरकार, उप महानिदेशक, सीआईआई और दोस्तों, मेरे लिए यह सम्मान की बात है कि भारतीय उद्योग परिसंघ (सीआईआई) द्वारा आयोजित 12वें वित्तीय बाजार शिखर सम्मेलन के इस पूर्ण अधिवेशन में आधार व्याख्यान के लिए मुझे आमंत्रित किया गया। इन वर्षों में, शिखर सम्मेलन भारत में वित्तीय बाजारों के विकास के आकलन और भावी विकास के अवसरों पर विचार करने वाले एक प्रमुख कार्यक्रम के रूप में उभरा है। एक नई दुनिया के भारत के निर्माण में वित्तीय बाजारों की भूमिका का इस वर्ष का विषय इससे अधिक समयोचित और प्रासंगिक नहीं हो सकता था, विशेष रूप से महामारी के दौर में वित्तीय बाजारों की महत्वपूर्ण भूमिका और एक महामारी के बाद की दुनिया की तैयारी को देखते हुए। 125 से अधिक वर्षों की अपनी यात्रा में, सीआईआई ने भारत की विकास रणनीति में वित्तीय बाजारों के महत्व के समर्थन और प्रायोजन में अग्रणी भूमिका निभाई है। बाजार के सभी क्षेत्रों को शामिल करने के लिए 2016 में शिखर सम्मेलन के एजेंडे का विस्तार इसे मुख्यधारा से जोड़ा है और हमारे वित्तीय बाजारों के पोषण और विकास के उद्देश्य से बाजार सहभागियों, उद्योग, विनियामक प्राधिकारियों और नागरिक समाज को एक साथ लाया है ताकि हमारे राष्ट्र के आकांक्षात्मक लक्ष्य को हासिल किया जा सके। मेरे पूरे व्याख्यान में यह विषय आज प्रतिध्वनित होगा, जिसकी मैं अभी शुरुआत करने वाला हूँ।

दुनिया भर में, मौद्रिक नीति का संचालन तलवार की धार पर है। आने वाले आंकड़ों से लगता है कि वैश्विक समुत्थान या तो डगमगा रहा है या इसकी गति तो धीमी पड़ ही रही है। इस बीच, महामारी के चलते कमोडिटी की कीमतों में वृद्धि और आपूर्ति

\* 16 सितंबर, 2021 को भारतीय उद्योग परिसंघ (सीआईआई), मुंबई के वित्तीय बाजार शिखर सम्मेलन (फाइनेंशियल मार्केट्स समिट) में भारतीय रिज़र्व बैंक के उप गवर्नर डॉ. माइकल देवव्रत पात्र का संबोधन। सीतीकांत पटनायक, इंद्रनील भट्टाचार्य, बिनोद बिहारी भोई और आशीष थॉमस जॉर्ज की बहुमूल्य टिप्पणियों, और विनीत कुमार श्रीवास्तव के संपादकीय सहयोग के प्रति आभार।

व्यवधान के कारण आई महंगाई, अभी भी बनी हुई है और अभी तक सपष्ट नहीं है कि यह थोड़े समय के लिए है या बनी रहेगी। बड़े और दीर्घकालिक मौद्रिक और राजकोषीय अवलंबों के कारण, वास्तविक अर्थव्यवस्था से विच्छिन्न होने की कगार पर पहुँच चुके वित्तीय बाजारों में अब घबराहट है और वे सामान्यीकरण की शुरुआत का अनुमान लगाने की कोशिश कर रहे हैं। इन परिस्थितियों में, मौद्रिक नीति के रुख और कार्रवाइयों में काफी अंतर आ रहा है और एक कठिन स्थिति में यह अपने आप में अनिश्चितता ला रहा है। नतीजतन, वित्तीय बाजार, जो अब तक विस्तारित निभाव के स्पष्ट केंद्रीय बैंक संप्रेषण के भरोसे कुछ बेफिक्र से थे, अब संदेशों में और उसके बाहर भी गूढ़ार्थों का पता लगाने का प्रयास कर रहे हैं ताकि तदनुसार टेपर के साथ ताल मेल बैठा सकें।

भारत में, अर्थव्यवस्था महामारी की दूसरी लहर से बाहर आ रही है, घाव के निशान लिए, पर पहली लहर की तुलना में सुदृढ़। रिकवरी व्यापक-आधारित प्रतीत होती है और धुरी है विनिर्माण, लेकिन उत्पादन अभी भी महामारी-पूर्व के स्तर से नीचे है, खासकर संपर्क-आधारित सेवाओं में। मुद्रास्फीति मई में लगे आघातीय उछाल से कम हो रही है, लेकिन मूल मुद्रास्फीति अभी भी ऊँचे स्तर पर बनी हुई है। वित्तीय बाजारों में, अलग-अलग व्यवहार स्पष्ट है - बाँण्डों का निराशावाद बनाम इक्विटी का उत्साह। नीतिगत दर को अब तक के सबसे निचले स्तर तक कम करने के बाद इस मामले में मौद्रिक नीति दीर्घ विराम पर है। 'जब तक आवश्यक हो' निभाव का रुख प्रणाली में पर्याप्त चलनिधि के रूप में परिलक्षित होता है, जिसमें लगभग ₹ 9 लाख करोड़ का शुद्ध अधिशेष दैनिक आधार पर आरबीआई द्वारा अवशोषित किया जा रहा है। हालांकि, बाजार आने वाले डेटा के साथ इस रुख का लगातार पुनर्मूल्यांकन कर रहे हैं और नीति के भविष्य के रुख पर निश्चित आश्वासन चाहते हैं।

इस चुनौतीपूर्ण माहौल में, मैं इस अवसर का उपयोग महामारी के साथ जीने के डेढ़ साल की समीक्षा करने और उससे सबक लेने के लिए करूँगा, अभी वे चाहे जितने भी प्रारंभिक स्तर पर हों। इसके बाद महामारी से ठीक पहले स्थापित किए गए संशोधित फ्रेमवर्क की तुलना में चलनिधि प्रबंधन के रूप में मौद्रिक नीति के परिचालनीय संचालन का आकलन किया जाएगा। अंत में,

महामारी मुक्त समय की आशा करते हुए भावी मार्ग का एक अनंतिम खाका खींचना चाहता हूँ।

## II. महामारी से सबक

महामारी विनम्र करने और सशक्त बनाने वाली दोनों रही है - विनम्रकारी क्योंकि इसने एक वायरस के सामने मानव अस्तित्व की कमजोरियों को उजागर किया; सशक्तकारी इसलिए कि इसने मानवीय साहस और प्रयास की अदम्यता को उजागर किया। यह ध्रुवता महामारी के अनुभव के सभी पक्षों में स्पष्ट है, और मौद्रिक नीति के संचालन ने भी इसे आत्मसात किया है। जीवन में एक आध बार घटित होने वाले इस संकट से निपटने के लिए, एक असाधारण प्रतिसाद की आवश्यकता थी और आरबीआई ने चुनौती का सामना किया। हालांकि, यह ध्यान देना महत्वपूर्ण है कि यह संस्थागत फ्रेमवर्क में अंतर्निहित उस आंतरिक लचीलेपन के कारण संभव हो पाया, जिसमें भारत में मौद्रिक नीति निहित है। मेरे विचार से, यह मौद्रिक नीति के संचालन के लिए महामारी के अनुभव से लिया जाने वाला सबसे महत्वपूर्ण सबक है।

पाँच साल पहले, भारत ने अपनी मौद्रिक नीति व्यवस्था के रूप में एक लचीली मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण (एफआईटी) फ्रेमवर्क की शुरुआत की। मुझे याद है कि उस समय सार्वजनिक चर्चा में और आरबीआई के भीतर व्यापक तौर पर आशंकाएं थीं। इसे एक एकांगी मौद्रिक प्राधिकरण द्वारा सब कुछ भूलकर और सामाजिक उद्देश्यों की कीमत पर एक संकीर्ण मुद्रास्फीति लक्ष्य का पीछा करने के रूप में देखा गया जब एक पूर्ण-सेवा वाला केंद्रीय बैंक राष्ट्र की आकांक्षाओं को प्रतिबिंबित करता था। भारत में एफआईटी के साथ वास्तविक अनुभव ने यह भूत तो भगा ही दिया है।

केंद्रीय बैंक कीमत स्थिरता का पर्याय हैं। जब मुद्रास्फीति बढ़ रही हो तो मूल्य स्थिरता प्राप्त करने और बनाए रखने में उत्पादन का बलिदान अंतर्निहित है क्योंकि ब्याज दरों में वृद्धि से कीमतों में कमी लाने का एकमात्र तरीका क्रेडिट की लागत बढ़ाना, खर्च को रोकना और मांग पर अंकुश लगाना है। एफआईटी का मूल तत्व है उत्पादन के त्याग को कम रखते हुए वृद्धि की रक्षा करना जो कीमत स्थिरता की 'कीमत' है। तद्विरुद्ध, एफआईटी एक धनात्मक - बजाय शून्य के - निचली सीमा को अपनाकर अर्थव्यवस्था को अवस्फीति से भी बचाता है। एफआईटी में 'एफ'

का यही अर्थ है। भारत में, यह पांच निर्दिष्ट विशेषताओं द्वारा प्राप्त किया जाता है: (ए) एक दोहरा अधिदेश - "मूल्य स्थिरता, वृद्धि के उद्देश्य को ध्यान में रखते हुए"; (बी) एक बिंदु के बजाय औसत में परिभाषित मुद्रास्फीति लक्ष्य; (सी) लक्ष्य की एक समयावधि में प्राप्ति न कि लगातार; (डी) माप के मुद्दों, पूर्वानुमान त्रुटियों, आपूर्ति के झटके और जैसा कि हाल ही में स्पष्ट रूप से प्रदर्शित किया गया है, महामारी जैसी अप्रत्याशित घटनाओं को समायोजित करने के लिए लक्ष्य के चारों ओर एक औचित्ययुक्त व्यापक सहिष्णुता दायरा; और (ई) विफलता को सहिष्णुता दायरे से मुद्रास्फीति के लगातार तीन तिमाहियों के विचलन रूप में परिभाषित किया जाना बजाय लक्ष्य से हर विचलन के रूप में।

2016-20 की अवधि में, मुद्रास्फीति औसतन 3.9 प्रतिशत रही, जिसे समष्टि-आर्थिक प्रबंधन की निर्णायक सफलता के रूप में देखा गया। 'सौभाग्य' और 'अच्छी नीति' के योग को इस परिणाम का श्रेय दिया जा सकता है। जैसा भी हो, मुद्रास्फीति अपेक्षाओं को बढ़ने से रोकने के कारण मौद्रिक नीति ने अधिक विश्वसनीयता अर्जित की, जबकि निवेशकों और व्यवसायों ने भारत की संभावनाओं में विश्वास व्यक्त किया, और हम पूँजी प्रवाहों के लिए एक पसंदीदा ठिकाना बन गए। हालांकि, महामारी से पहले, इन लाभों को इस दृष्टिकोण से कमतर करार दिया गया कि भारत की मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क की परीक्षा नहीं हुई। और फिर, महामारी आ गई।

2019-20 में, भारतीय अर्थव्यवस्था ढलान में थी, जिसमें पिछले कुछ वर्षों में परिपक्वता आ रही थी और वास्तविक जीडीपी वृद्धि को 2010 के दशक में सबसे कम 4 प्रतिशत तक ले गई थी। एमपीसी ने आर्थिक गतिविधियों को प्रोत्साहित करने के लिए फरवरी 2019 से एक सुगमकारी चक्र शुरू किया था - पहले दरों में कटौती के पूर्व, जून 2019 में मौद्रिक नीति के रुख में निभावकारी (एकोमोडेटिव) शब्द का पहली बार प्रयोग किया गया था। जैसे ही विश्व स्वास्थ्य संगठन (डब्ल्यूएचओ) ने कोविड-19 को मार्च 2020 में एक महामारी के रूप में घोषित किया, एमपीसी द्वारा ऑफ-साइकिल बैठकों में अग्रसोची पहल करते हुए नीतिगत दर को 115 आधार अंकों से घटाकर इसके सबसे निम्न स्तर पर लाया गया। इस ताल-मेल में, आरबीआई ने सकल घरेलू उत्पाद के 8.7 प्रतिशत की भारी मात्रा में चलनिधि डाली और विशिष्ट

क्षेत्रों, संस्थानों और बाजार खंडों की सहायता करने के लिए कई तथाकथित अपरंपरागत उपाय किए। 2019-20 में मुद्रास्फीति दर औसतन 4.8 फीसदी रही थी; हालांकि लक्ष्य से ऊपर होने के बावजूद यह सहनशीलता के दायरे में थी और इसकी उपज का कारण एक खाद्य मूल्य आघात था जिसका आधार संकीर्ण था। नए फ्रेमवर्क के तहत लचीलेपन का समय रहते यह पहला उपयोग था - एमपीसी ने निर्णय लिया कि मुद्रास्फीति सहनीय थी जिसमें वृद्धि के लिए अधिक आसन्न खतरे को दूर करने के लिए नीतिगत गुंजाइश थी।

जैसा कि स्मरण होगा, महामारी की पहली लहर से अर्थव्यवस्था में गतिरोध आ गया, तथा इसने गतिविधि के लगभग सभी पहलुओं और यहाँ तक कि गतिशीलता को भी पंगु बना दिया। इसकी एक चोट उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) मुद्रास्फीति के संकलन के लिए कीमत दरों (प्राइस कोटेशन्स) के संग्रह पर पड़ी, वह माप प्रणाली (मीट्रिक) जिसके द्वारा फ्रेमवर्क का मूल्यांकन किया जाता है। आरोग्य का सहारा लेना पड़ा और इसे सीपीआई श्रृंखला में एक विराम के रूप में माना गया। इस प्रक्रिया में, जून 2020 से आंकड़ों के संकलन व समेकन में एक ऊर्ध्वमुखी पूर्वाग्रह बना। जैसे-जैसे महामारी का असर बढ़ता गया, आपूर्ति और व्यवस्था में गंभीर व्यवधान हुए, खोई हुई आय को वापस पाने के लिए मूल्य में वृद्धि हुई और पेट्रोलियम उत्पादों पर करों में वृद्धि हुई। एक साथ प्रभाव डालने वाली दबावों के इस अभूतपूर्व भंवर से चालित होकर, मुद्रास्फीति ने 2020-21 की दूसरी और तीसरी तिमाही में 6.6 प्रतिशत के औसत से ऊपरी सहिष्णुता बैंड को तोड़ दिया। इस अनुभव ने एफआईटी में "एफ" के एक और पहलू को प्रदर्शित किया - पहली तिमाही में सकल घरेलू उत्पाद में 24.4 प्रतिशत और दूसरी में 7.4 प्रतिशत की कमी को देखते हुए, एमपीसी सहिष्णुता बैंड से लगातार दो तिमाहियों के विचलन के बावजूद अपना संयम बनाए रख सकी और एक ऐसे मुद्रास्फीति प्रकरण के पार देख पाई जो स्पष्टतः अस्थायी कारकों से संचालित थी। मैं एक काल्पनिक 'क्या-अगर' परिदृश्य पर ध्यान नहीं देना चाहता, जिसमें एमपीसी ने, दो तिमाहियों के विचलन और आसन्न जवाबदेही विफलता के बारे में चिंतित होकर नीतिगत दर को बढ़ाकर प्रतिक्रिया दी होती। वह भारत के लिए विनाशकारी हो जाता।

एमपीसी का निर्णय सही सिद्ध हुआ। 2020-21 की चौथी तिमाही में खाद्य कीमतों में सामान्यतः होने वाली मौसमी गिरावट आई और अर्थव्यवस्था के खुलने के कारण आपूर्ति की स्थितियों में कुछ सुधार के साथ मुद्रास्फीति नरम पड़कर 4.9 प्रतिशत के औसत तक आ गई। मौद्रिक नीति द्वारा उत्पन्न अनुकूल वित्तीय स्थितियों ने अर्थव्यवस्था को पुनर्जीवित करने में मदद की। तीसरी तिमाही में तकनीकी मंदी के बाद वृद्धि शुरू हुई और चौथी तिमाही में यह पुनः धनात्मक परिधि में आ गई। मुड़कर देखें, तो यह फ्रेमवर्क के लचीलेपन और सूझ-बूझ वाले निर्णय का संयोजन था जिसने अर्थव्यवस्था को संभाला और इसमें फिर से तेजी लाने में मदद की।

2021-22 की पहली तिमाही में महामारी की दूसरी लहर आई और इस बार, पहले मुद्रास्फीति को बढ़ाने वाले दबावों के दुष्चक्र को पण्य वस्तुओं की उच्च कीमतों, विशेष रूप से कच्चे और खाद्य तेल के रूप में बाहरी झटकों का बल भी प्राप्त हुआ। मई और जून में मुद्रास्फीति ऊपरी सहिष्णुता बैंड को पार कर गई। मूल मुद्रास्फीति और मुद्रास्फीति की प्रत्याशाओं पर लागत-जनित दबावों का असर पड़ने से, एमपीसी की दुविधा बढ़ गई क्योंकि फर्मों ने कीमत निर्धारण क्षमता में कुछ सुधार के प्रमाण दिखाए और मुद्रास्फीति के चालकों में परिवर्तन हो रहा था।

एमपीसी का मत नीतिगत दर को अपरिवर्तित रखने और रुख को पहले की तरह उदार/निभावी रखने का है। यह निर्णय सही है या नहीं, यह समय बताएगा। प्राप्त हो रहे आंकड़े एमपीसी के रुख की पुष्टि करते हैं, क्योंकि मुद्रास्फीति नरम पड़कर सहिष्णुता दायरे में आ गई है, और पहली तिमाही में वृद्धि लगभग पूरी तरह आरबीआई के पूर्वानुमान के अनुसार है। पुनः, नीतिगत ढांचे में एकल मासिक रीडिंग के बजाय त्रैमासिक औसत के संदर्भ में लक्ष्य को मापने के लचीलेपन ने अच्छा काम किया।

### III. चलनिधि प्रबंधन: व्यवस्था की परिचालन-वाहिका (द प्लम्बिंग इन द आर्किटेक्चर)

चलनिधि प्रबंधन मौद्रिक नीति को कार्य रूप देता है। मुद्रा, ऋण और विदेशी मुद्रा बाजारों में हमारे परिचालनों का लक्ष्य बाजार-आधारित विनिमय दर होता है, और हस्तक्षेप केवल अस्थिरता को कम करने के लिए किया जाता है, जो एक घटना के

बजाय ब्याज दरों के विकास में स्थिरता और एक पूँजी खाता उदारीकरण की ओर एक नपी-तुली प्रक्रिया है। वे हमें नियत विनिमय दर, खुले पूँजीगत खाते और स्वतंत्र मौद्रिक नीति के त्रिपाश के लिए मध्यवर्ती समाधान प्रदान करते हैं, न कि कोणीय समाधान (कॉर्नर सॉल्यूशन), जो इसे असंभव कर दें। मौद्रिक नीति में स्वतंत्रता का संबंध वृद्धि और मुद्रास्फीति की दर चुनने की स्वतंत्रता से है जो वैश्विक वृद्धि और मुद्रास्फीति से स्वतंत्र है लेकिन राष्ट्रीय हित में सही है।

आरबीआई अधिनियम और संबंधित विनियमों के प्रावधानों के तहत, नीतिगत दर पर निर्णय एमपीसी लेती है जिसे आरबीआई को प्राप्त करना है और इस प्रकार मौद्रिक नीति को कार्यान्वित करना है। कार्यान्वयन का मानदंड नीतिगत दर का संचरण परिचालन लक्ष्य यानी भारत औसत मांग मुद्रा दर में और आगे अर्थव्यवस्था में ब्याज दरों की विभिन्न अवधि वाली संरचनाओं में करना है।

इस संदर्भ में, आरबीआई द्वारा प्रतिवर्ती (रिवर्स) रिपो दर को आनुपातिकता से अधिक कम करने के बारे में एक दिलचस्प बहस छिड़ गई है, जिससे एक असममित चलनिधि गलियारा (कॉरिडोर) बन गया है। बहस के एक पक्ष का तर्क है कि यह रिपो दर के मोर्चे पर एमपीसी के निर्णय को प्रभावी ढंग से कमजोर करता है क्योंकि चलनिधि प्रचुरता की स्थिति में आरबीआई को अवशोषण पद्धति की ओर मुड़ना पड़ता है और प्रभावी नीतिगत दर प्रतिवर्ती (रिवर्स) रिपो दर बन जाती है। मैंने सोचा कि इस अवसर का उपयोग मैं इस मुद्दे अपनी बात ईमानदारी से रखने के लिए करूँ।

पहला, मुद्रा बाजार दरों के विकास को दिशा देने के लिए भारत ने परिचालन लक्ष्य के लिए एक बिंदु के स्थान पर एक कॉरिडोर प्रणाली अपनाई है। तदनुसार, सामान्य समय में प्रतिवर्ती (रिवर्स) रिपो रेट रिपो दर से यंत्रवत् एक निश्चित मार्जिन से जुड़ी होती है, जैसे सीमांत स्थायी सुविधा (एमएसएफ) दर जुड़ी होती है। इसलिए, जब भी एमपीसी नीतिगत रिपो रेट को समायोजित करती है, तो संपूर्ण कॉरिडोर उस निर्णय के साथ सममित तालमेल के लिए समायोजित हो जाता है। हालाँकि, महामारी का समय काफी भिन्न होता है और इसके लिए लीक-से-अलग प्रतिसादों की आवश्यकता होती है। इसे इस तथ्य से बल मिलता है कि मंद मांग और जोखिम विमुखता के कारण संचरण का ऋण चैनल

(क्रेडिट माध्यम) टूट गया और वित्त का जीवन प्रवाह बनाए रखने के लिए आरबीआई ने वित्तीय बाजारों के अन्य क्षेत्रों के माध्यम से परिचालन का निर्णय लिया। ऐसी स्थिति में, जहाँ फरवरी 2019 के बाद से रिपो रेट में कुल 250 आधार अंकों की कमी की गई है तथा आगे और कम करने में बढ़ी हुई मुद्रास्फीति बाधा बनी हुई है, प्रतिवर्ती रिपो रेट में कमी ने वित्तीय स्थितियों को इतना आसान बना दिया कि इसने प्रमुख कंपनियों और सरकारों द्वारा कम ब्याज दरों/ स्प्रेड पर वित्त के अभिगम को रिकॉर्ड स्तर पर पहुँचाया। यह चलनिधि प्रबंधन में लचीलेपन का एक उत्कृष्ट उदाहरण है, जो मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क में वैसे ही लचीलेपन का पूरक है। आरबीआई ने दरअसल कॉरिडोर को ही नीति के एक साधन के रूप में प्रयोग करते हुए इसको अवशोषण मुद्रा पद्धति में चलाया और परिचालन लक्ष्य मध्य में आने के बजाय कॉरिडोर की निचली सीमा के साथ संरेखित हुआ। महामारी के दौरान लगभग सभी केंद्रीय बैंकों ने यह उपाय किया। यह आरबीआई द्वारा 2013 के टेपर टैट्रम का प्रबंधन करने के लिए भी किया गया था, लेकिन कॉरिडोर के ऊपरी हिस्से पर।

दूसरा, रिपो दर के सापेक्ष रिवर्स रिपो दर को असममित रूप से समायोजित करने का सुझाव एमपीसी के एक बाह्य सदस्य द्वारा दिया गया था, जो कि इसकी बैठकों के प्रकाशित कार्यवृत्तों के अवलोकन से पता चल जाएगा। इसके अलावा, बाजार प्रतिभागियों ने भी हमें मौद्रिक नीति बैठक पूर्व परामर्श में इसी तरह का फीडबैक दिया। असल में, आरबीआई ने इस परामर्श और एमपीसी के लिखित संकल्पों का न सिर्फ अक्षरशः बल्कि भावना के अनुरूप भी पालन किया। असममित दायरा (कॉरिडोर) कोई पत्थर में खींची लकीर तो कतई नहीं है। जैसे ही स्थिति सामान्य होगी, बाजार नियमित समय पर लौट आएंगे। उन्हें सामान्य चलनिधि प्रबंध परिचालन और एक नियमित एवं सममित एलएएफ दायरे की आवश्यकता होगी जैसा कि फरवरी 2020 में घोषित चलनिधि प्रबंधन फ्रेमवर्क के अंतर्गत परिकल्पित है। तथापि अभी टिकाऊ आधार पर वृद्धि को बहाल करने, बनाए रखने व महामारी के प्रभाव को कम करने और साथ ही आगे चलकर मुद्रास्फीति को लक्ष्य के भीतर रखने के लिए जरूरी है कि पूरी प्रणाली में पर्याप्त चलनिधि हो और वित्तीय स्थितियां सुगम हों जैसा कि मौद्रिक नीति निभाव में प्रतिबिंबित है।

तीसरा, आरबीआई ने फरवरी 2020 के चलनिधि फ्रेमवर्क के तहत मुख्य परिचालन के रूप में परिवर्ती दर रिवर्स रिपो (वीआरआरआर) नीलामियों को बहाल करने की दृष्टि से इनके लिए एक क्रमिक अवधि मार्ग (ग्रेजुएटेड टाइम पाथ) की घोषणा की है। कुछ तिमाहियों में गलती से इसे चलनिधि कसाव की कार्रवाई समझा गया है। यह सच्चाई से कोसों दूर है। सितंबर के अंत तक, जब वीआरआरआर की नीलामी की घोषणा की गई है, चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) के अंतर्गत अवशोषित दैनिक अधिशेष फिर भी लगभग ₹9 लाख करोड़ होगा, जो कि यदि उच्चतर नहीं तो भी आज के स्तर के बराबर है, जिसमें से आधे से अधिक अभी भी फिक्स्ड रेट रिवर्स रिपो के तहत होगा। आरबीआई अधिशेष मुद्रा (मोड) में रहेगा और चलनिधि प्रबंधन संरचना अवशोषण मुद्रा में बनी रहेगी। हम आशा करते हैं कि ऋण की मांग में सुधार होगा और बैंक यथाशीघ्र वित्तीय मध्यस्थता के अपने मूल कार्य में लौट आएंगे। यह स्वाभाविक और आरबीआई का पसंदीदा तरीका है जिसमें एलएएफ में अधिशेष को कम किया जा सकता है।

कुछ कम दमदार बात यह है कि वीआरआरआर प्रभावी रूप से अतिरिक्त आरक्षित निधि की भरपाई करने का एक तरीका है, जिससे सिस्टम में अतिरिक्त चलनिधि डाली जाती है। ऐसा है नहीं, और मैं इस पर जोर देना चाहूँगा, यह न तो चलनिधि की निकासी का संकेत है और न ही ब्याज दरों में वृद्धि का। वृद्धि के संकेतों को एमपीसी द्वारा अपने आगामी संकल्पों में उल्लिखित रुख के माध्यम से अवगत कराया जाएगा। हमें आवेश (टैंट्रम) नहीं भाता; हम धीमा और पारदर्शी पथ पसंद करते हैं – विधिवत् सुगम मार्ग न कि क्रैश लैंडिंग।

#### IV. भावी पथ

परिदृश्य में महामारी के बादल छाए हुए हैं। महामारी की भविष्य की लहरों को हमें इस प्रकार संभालना होगा कि हमारी आगे की यात्रा ऐसी दुनिया में लेकर जाए जहाँ जीवन और आजीविका को कोई नुकसान न हो। इस यात्रा पर, वृद्धि और मुद्रास्फीति का परिदृश्य जिस प्रकार विकसित होगा, मौद्रिक नीति की दिशा उसके अनुसार तय होगी।

हमारे सर्वेक्षणों से पता चलता है कि विनिर्माण क्षेत्र में मौसमी रूप से समायोजित क्षमता उपयोग में, वर्ष की दूसरी छमाही में

सुधार की उम्मीद है, लेकिन प्रवृत्ति (ट्रेंड) तक पहुँचने में अधिक समय लग सकता है। कच्चे माल की सूची महामारी से पहले के स्तर से नीचे बनी हुई है और इसके और नीचे जाने की उम्मीद है। उत्पादन और ऑर्डर बुक में सुधार के साथ यह मांग में धीरे-धीरे सुधार का संकेत दे रहा है। समग्र रूप से अर्थव्यवस्था के लिए, आउटपुट गैप - जो अपनी प्रवृत्ति से जीडीपी के स्तर के विचलन को मापता है - ऋणात्मक और वर्ष 2019-20 की तुलना में अधिक बड़ा है। इन घटनाक्रमों और पहली तिमाही के लिए जीडीपी के परिणाम आरबीआई के पूर्वानुमान के ठीक नीचे आने को देखते हुए, पूरे वर्ष के लिए 9.5 प्रतिशत की वृद्धि का अनुमान सही दिशा में प्रतीत होता है। फिर भी, जैसा कि गवर्नर श्री शक्तिकांत दास ने हाल ही में एक साक्षात्कार में बताया कि अर्थव्यवस्था का आकार महामारी से पहले (2019-20) के स्तर से थोड़ा अधिक होगा<sup>1</sup>।

एमपीसी के मूल्यांकन में, मुद्रास्फीति के दबाव बड़े पैमाने पर आपूर्ति के झटके से चालित हैं। हालांकि इस प्रकार के झटके आमतौर पर क्षणिक होते हैं, झटके की बार-बार होने वाली घटनाएं मुद्रास्फीति को एक स्थिर स्वरूप दे रही हैं। मुद्रास्फीति में योगदान वस्तुओं का एक छोटा समूह दे रहा है - सीपीआई में शामिल लगभग 20 प्रतिशत वस्तुएं मुद्रास्फीति के 50 प्रतिशत से अधिक के लिए जिम्मेदार हैं। मुद्रास्फीति के समीकरण के विश्लेषण से संकेत मिलता है कि मौजूदा स्तरों से हेडलाइन मुद्रास्फीति में कमी अनिच्छुक और असमान होने की संभावना है। पहला, मुद्रास्फीति का वितरण उच्च भिन्नता के साथ दाईं ओर झुक गया है - बड़ी संख्या में वस्तुएं एक लंबी मोटी दाहिनी पूँछ (टेल) में जमा है, जो वितरण के मध्यमान (मीन) को माध्यिका (मीडियन) के दाईं ओर खींचती है। हमारे लिए, यह आपूर्ति झटकों के बने रहने का संकेत देता है। दूसरा, सरकार द्वारा किए गए आपूर्ति बढ़ाने के उपायों से आने वाले महीनों में, व्यवधानों और असंतुलनों में सुधार से लागत दबाव कुछ घटने चाहिए लेकिन आयातित कीमत दबावों का खुदरा कीमतों तक असर पूरी तरह नहीं पहुँचा होगा। तीसरा, दूसरे क्रम के प्रभावों की ओर देखें तो घर का किराया कम है और ग्रामीण मजदूरी में वृद्धि दबी हुई है, लेकिन कर्मचारी लागतों (स्टाफ कॉस्ट्स) की बढ़ने से पता चलता है कि कार्यस्थलों के भरने के साथ-साथ संगठित क्षेत्र में शुरुआती वेतन

<sup>1</sup> फाइनेंशियल एक्सप्रेस, 16 जुलाई, 2021।

दबाव बन रहे हैं। विनिर्माण, सेवा और इंफ्रास्ट्रक्चर फर्मों के हमारे सर्वे भी आगे की अवधि में बिक्री कीमतों में वृद्धि की ओर इशारा कर रहे हैं।

एमपीसी कीमत स्थिरता के अपने प्राथमिक अधिदेश के प्रति प्रतिबद्ध है, जिसे संख्यात्मक रूप से 4 प्रतिशत के रूप में परिभाषित किया गया है, जिसके चारों ओर +/- 2 प्रतिशत का सहिष्णुता दायरा (टॉलरेंस बैंड) है। वृद्धि और मुद्रास्फीति के परिदृश्य तथा अवस्फीति से जुड़े उत्पादन लागतों को ध्यान में रखते हुए, एक उड़ान मार्ग की परिकल्पना करना व्यावहारिक है जिस पर एमपीसी भविष्य में मुद्रास्फीति की यात्रा को आगे दिशा दे सके। मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं को 4 प्रतिशत के लक्ष्य के आसपास स्थिर (एंकर) करने की अपनी प्रतिबद्धता और क्षमता का प्रदर्शन एमपीसी ने वर्ष 2016-20 के दौरान किया है। सदी में एक बार की महामारी का सामना करने में, एमपीसी को वर्ष 2020-21 में 6.2 प्रतिशत की उच्च औसत मुद्रास्फीति को सहन करना पड़ा। उम्मीद है कि परिकल्पित उड़ान मार्ग मुद्रास्फीति को वर्ष 2021-22 में 5.7 प्रतिशत या उससे कम और इसके बाद वर्ष

2022-23 में 5 प्रतिशत से नीचे और वर्ष 2023-24 तक 4 प्रतिशत के लक्ष्य के करीब ले जाएगी। चलनिधि (लिक्विडिटी) की स्थितियों का पुनर्संतुलन इस उड़ान मार्ग के साथ तालमेल में आगे बढ़ेगा, लेकिन साधनों का चुनाव आरबीआई के निर्णय पर छोड़ देना बेहतर होगा जिसे इस तरह के घट-बढ़ (टैपरो) का लंबा अनुभव है।

## V. निष्कर्ष

मौद्रिक नीति मुख्यतः संभाव्यता के बारे में है। यह पक्ष वांछनीय के साथ सामंजस्य इसमें स्वाभाविक रूप से लागू कर देता है। व्यावहारिकता, क्रमिकता और अंशांकन/सुविचारित घट-बढ़ (कैलिब्रेशन) इसकी प्रमुख विशेषताएं हैं, सिवाय चुनौतीपूर्ण दौर के जब केंद्रीय बैंक प्रथम पंक्ति के रक्षक बन जाते हैं या फिर जैसा कि कहते हैं, एकमात्र संकटमोचक। हर संकट उनको पहले से अधिक समझदार बनाता है, उनके कौशल को निखारता है और टिकाऊ एवं समावेशी वृद्धि को बढ़ावा देने के लिए समष्टि-आर्थिक और वित्तीय स्थिरता के लक्ष्य के प्रति उनकी प्रतिबद्धता को सुदृढ़ करता है।