

## मुद्रास्फीति का वैश्वीकरण और मौद्रिक नीति का संचालन\*

शक्तिकांत दास

मुझे कौटिल्य आर्थिक सम्मेलन के उद्घाटन में भाग लेकर प्रसन्नता हो रही है। मैं आशा करता हूँ कि यह मंच के समकालीन आर्थिक और नीतिगत मुद्दों पर विचारपरक चर्चा का अग्रणी मंच के रूप में उभरेगा। सम्मेलन में भारत और विदेशों के कई गणमान्य व्यक्ति भाग ले रहे हैं, और मुझे यकीन है कि इस विशाल कैम्पस वाले विषय पर उनकी अंतर्दृष्टि वर्तमान और भविष्य के मुद्दों की हमारी समझ को बढ़ाएगी। आज के अपने संबोधन में, मैं एक ऐसे मामले पर ध्यान केंद्रित करना चाहता हूँ जो अब भारत और दुनिया भर में आम जनता से लेकर नीति निर्माताओं तक, सभी के जेहन में है, यानी, मुद्रास्फीति।

वैश्विक अर्थव्यवस्था विभिन्न प्रतिकूल परिस्थितियों मसलन लंबे समय तक चलने वाला युद्ध और स्थायी बन चुका कोविड; ऊर्जा और अन्य पण्य वस्तुओं की कीमतों में तेज वृद्धि; वैश्विक आपूर्ति श्रृंखलाओं में तनाव; और बिगड़ती खाद्य सुरक्षा के साथ-साथ परस्पर क्रिया के बीच अत्यंत अनिश्चित काल से गुजर रही है। कई अर्थव्यवस्थाओं में, मुद्रास्फीति हाल की पीढ़ियों द्वारा नहीं देखे गए स्तरों पर चली गई है। 1970 के दशक के मुद्रास्फीति दौर के साथ तुलना की जा रही है। मुद्रास्फीति दीर्घावधि लक्ष्य से काफी ऊपर चल रही है और मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं को बिगाड़ने के लिए खतरा बन गई है। केंद्रीय बैंकों ने कीमत स्थिरता को बहाल करने के लिए बड़ी और तेज नीतिगत दरों में बढ़ोतरी करना शुरू कर दिया है, यहां तक कि वैश्विक अर्थव्यवस्था कोविड-19 महामारी से पूरी तरह से उबरने के लिए संघर्ष कर रही है। एक ओर चल रही मौद्रिक नीति के सामान्यीकरण और दूसरी ओर निरंतर भू-राजनीतिक तनावों के कारण तीव्र रूप से सख्त वित्तीय स्थितियाँ निकट-अवधि की वैश्विक आर्थिक संभावनाओं के लिए उल्लेखनीय रूप से नकारात्मक जोखिम उत्पन्न कर रही हैं। वे

\* श्री शक्तिकांत दास, गवर्नर, भारतीय रिज़र्व बैंक का भाषण - 9 जुलाई 2022 - नई दिल्ली में इंस्टीट्यूट ऑफ इकोनॉमिक ग्रोथ द्वारा आयोजित कौटिल्य आर्थिक सम्मेलन में यह भाषण दिया गया।

दुनिया भर में मंदी की चिंताओं को भी बढ़ा रहे हैं, यहां तक कि दुनिया के कुछ हिस्सों में मंदी की बात भी कर रहे हैं।

### वैश्वीकरण और मुद्रास्फीति

वर्षों से, व्यापार और पूंजी प्रवाह के वैश्वीकरण ने उत्पादकता में वृद्धि और व्यापार योग्य वस्तुओं और सेवाओं की कम लागत की सुविधा प्रदान की है। सूचना, संचार और परिवहन प्रौद्योगिकी तक पहुंच और बहुराष्ट्रीय कंपनियों के आगमन से कई स्थानों पर उत्पादन केंद्रों का प्रसार हुआ, जिससे वैश्विक कीमत श्रृंखलाओं का उदय हुआ। वैश्वीकरण ने प्रतिस्पर्धा, दक्षता और नवाचार को भी बढ़ावा दिया। व्यापार के प्रवाह में वृद्धि, जानकारी, लोगों और विचारों ने प्रौद्योगिकी अंतर को पाट दिया, संस्थागत क्षमता में सुधार किया और उभरते बाजारों में भौतिक और मानव पूंजी के संचय को तेज किया। इसका परिणाम उच्च वृद्धि और लाखों लोगों को गरीबी से बाहर निकालना था।

इससे भी महत्वपूर्ण बात यह है कि वैश्वीकरण के नेतृत्व वाले उत्पादकता लाभ ने देशों में मुद्रास्फीति की प्रवृत्ति में गिरावट में योगदान दिया। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) सहित अधिक से अधिक देशों ने अपने मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क को मजबूत किया, जिनमें से कई ने मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण को अपनाया। वैश्वीकरण की चर्चा बढ़ रही थी जिसके कारण निरंतर अवस्फीतिकारी ताकतें, प्रौद्योगिकी प्रसार और प्रतिस्पर्धा हुईं। हमने 1990 के दशक की शुरुआत और नई सहस्राब्दी के दूसरे दशक के दौरान उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (ईई) और कई ईएमई में कम और स्थिर मुद्रास्फीति देखी।

अधिक व्यापार और वित्तीय एकीकरण से घरेलू अर्थव्यवस्थाएं अस्थिर अल्पावधिक पूंजी प्रवाह सहित वैश्विक आघात के संपर्क में आती हैं। उदाहरण के लिए, खाद्य, ऊर्जा और वस्तुओं की कीमतों में वैश्विक आघात हर देश में मुद्रास्फीति को प्रभावित करते हैं। कोविड-19 महामारी के दौरान और अब यूरोप में युद्ध के कारण, दुनिया भर में सामान्यीकृत और समकालिक मुद्रास्फीति के लिए वैश्विक आघात के संचरण के स्पष्ट संकेत हैं।

ब्लैक स्वान घटना यानी यूरोप में युद्ध, यानी, कोविड -19 महामारी जैसी एक और घटना के कारण मुद्रास्फीति में हालिया उछाल वर्तमान मुद्रास्फीति की वैश्वीकृत प्रकृति का एक उत्कृष्ट उदाहरण प्रस्तुत करती है। आईएमएफ के नवीनतम अनुमानों के अनुसार, लगभग 77 प्रतिशत देशों ने वर्ष 2021 में मुद्रास्फीति में तेजी दर्ज की और वर्ष 2022 में यह अनुपात 90 प्रतिशत तक बढ़ने की उम्मीद है। इसके अलावा, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के लिए, 2 प्रतिशत के मुद्रास्फीति लक्ष्य और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लिए, लगभग 3-5 प्रतिशत के औसत लक्ष्य के मुकाबले, दो-तिहाई मुद्रास्फीति 7 प्रतिशत<sup>1</sup> से ऊपर देखने को मिल रहा है। जहां वैश्विक कारक हमेशा घरेलू मुद्रास्फीति के एक महत्वपूर्ण वाहक रहे हैं, वहीं हमने पिछले तीन वर्षों में जो देखा है वह दशकों में नहीं देखे गए अनुपात में वैश्विक कारकों की अधिक लंबी और बड़ी भूमिका है। इन कारकों का भारत जैसे निवल पण्य वस्तुओं का आयात करने वाले देशों पर और भी अधिक स्पष्ट प्रभाव पड़ता है।

इस मुद्रास्फीति की उत्पत्ति अनिवार्य रूप से आपूर्ति पक्ष में होने के कारण, ऊर्जा और खाद्य कीमतों में कीमतों में वृद्धि का 50 प्रतिशत से अधिक हिस्सा है। यह देखते हुए कि वैश्विक ऊर्जा और पण्य वस्तुओं की कीमतों में वृद्धि तेजी से उच्च इनपुट मूल्य दबावों में तब्दील हो जाती है, क्षेत्रीय कीमत प्रभाव-प्रसार के संकेत भी बढ़ रहे हैं। जहां कुछ उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में, वर्ष 2021 के बाद से मजबूत घरेलू मांग के कारण फर्मों की कीमत निर्धारण क्षमता में काफी वृद्धि हुई है, वहीं अन्य उन्नत अर्थव्यवस्थाओं और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने 2022 से इस तरह के दबाव का महसूस करना शुरू कर दिया है। घरेलू मुद्रास्फीति की प्रत्याशाएँ मजबूत होने लगी हैं, हालांकि वे इस स्तर पर गंभीर रूप से असंबद्ध नहीं हैं। कुल मिलाकर, अब हम विश्व व्यापार के बढ़ते वैश्वीकरण के बीच मुद्रास्फीति के वैश्वीकरण के युग में जी रहे हैं।

ऊंचे स्तरों पर मुद्रास्फीति के बने रहने के कारण यह बहस भी उत्पन्न हो गया है कि क्या मुद्रास्फीति को नियंत्रित करने के लिए अपेक्षित मौद्रिक कार्रवाइयाँ हार्ड लैंडिंग (एक वैश्विक मंदी) में

समाप्त हो जाएंगी या क्या मौद्रिक प्राधिकरण सॉफ्ट लैंडिंग (आउटपुट वृद्धि में सिर्फ मामूली मंदी के कारण लक्ष्य के करीब मुद्रास्फीति में गिरावट) को संभालने में सक्षम होंगे। विश्लेषक अमेरिकी अर्थव्यवस्था के ट्रैक रिकॉर्ड की ओर इशारा करते हैं। जब से फ्रेडरल फंड दर संबंधी आंकड़े 1954 की तीसरी तिमाही से उपलब्ध हैं, ऐसे दस अवसर हुए हैं जिनमें मौद्रिक सख्ती अमेरिका में मंदी का कारण बना है। दूसरी ओर, सख्ती के सभी प्रकरण की परिणति मंदी के रूप में नहीं हुई है। वर्तमान संदर्भ में, अब तक उपलब्ध साक्ष्यों पर नजर डालते हैं। सबसे पहले, जून 2022 में प्रमुख केंद्रीय बैंकों और बहुपक्षीय एजेंसियों द्वारा जीडीपी अनुमानों में संशोधन स्तर के नुकसान के बजाय गति के नुकसान का संकेत दे रहा है। दूसरा, फ्रंट-लोडेड मौद्रिक नीति कार्रवाइयों के चलने से केंद्रीय बैंकों को लंबे समय तक कार्यों की आवश्यकता का सामना नहीं करना पड़ सकता है जो ऐतिहासिक अनुभव से मंदी की ओर ले जाते हैं। तीसरा, अमेरिका और ब्रिटेन में श्रम भागीदारी दर अभी भी पूर्व-महामारी के स्तर से कम है, जो मजदूरी का दबाव बढ़ रहा है लेकिन अभी तक अत्यधिक नहीं हुआ है। अंत में, खाद्य और ईंधन की कीमतों का दबाव अनिवार्य रूप से क्षणभंगुर है और अभी या बाद में कम हो सकता है, जो वर्तमान में बढ़ी हुई मुद्रास्फीति में एक बड़ा योगदानकर्ता है। उभरती प्रवृत्तियों पर कड़ी निगरानी की जरूरत है।

### ऐतिहासिक परिप्रेक्ष्य

अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति में मौजूदा समकालिक वृद्धि आधुनिक आर्थिक इतिहास में पहली घटना नहीं है। आइए हम थोड़ा पीछे चलते हैं और बताएं कि 1970 के दशक के मुद्रास्फीति युग के दौरान क्या हुआ था। वर्ष 1973 और 1979-80 में तेल की कीमतों से बार-बार आपूर्ति आघात और मौसम से संबंधित खाद्य संबंधी आघातों के बीच, बेरोजगारी में वृद्धि के साथ-साथ दोहरे अंकों की मुद्रास्फीति ने देशों को गतिरोध में डाल दिया गया था।

1970 के दशक के उनके अनुभव ने समष्टि-आर्थिक सोच को उल्लेखनीय रूप से बदल दिया। नीति निर्माताओं ने समझा कि मुद्रास्फीति और उत्पादन के बीच कोई स्थायी दुविधा नहीं है - उच्च मुद्रास्फीति को सहन करने की कीमत पर उत्पादन बढ़ाने का कोई भी प्रयास अनिवार्य रूप से उच्च और बढ़ती मुद्रास्फीति और मुद्रास्फीति की प्रत्याशाओं को बिना किसी टिकाऊ उत्पादन

<sup>1</sup> ब्लूमबर्ग के मौजूदा मुद्रास्फीति आंकड़ों के आधार पर।

लाभ के अपरिवर्तित करेगा। इस एहसास ने मुद्रास्फीति की प्रत्याशाओं को अच्छी तरह से बनाए रखने और लचीली मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण को अपनाने सहित मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क को मजबूत करने पर ध्यान केंद्रित किया। बाद की अवधि के दौरान, मुद्रास्फीति और मुद्रास्फीति की अस्थिरता में उल्लेखनीय रूप से गिरावट आई, मुद्रास्फीति की प्रत्याशाएँ धीरे-धीरे सभी अर्थव्यवस्थाओं के लक्ष्य के साथ संरेखित हुईं, और वैश्विक अर्थव्यवस्था एक स्थिर रास्ते पर विस्तारित हुई, जिसके कारण उस समय को ग्रेट मॉडरेशन के रूप में वर्णित किया गया (बर्नाक, 2004)<sup>2</sup>। अच्छी तरह से स्थिर मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं को देखते हुए मुद्रास्फीति स्पाइक्स भी अल्पावधिक हो गए। जहां बेहतर मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क ने एक महत्वपूर्ण भूमिका निभाई, वहीं राजकोषीय उत्तरदायित्व संबंधी कानूनों द्वारा समर्थित नियम-आधारित राजकोषीय नीतियों के सहवर्ती उदय, उत्पादकता और प्रौद्योगिकी में लाभ, वित्तीय प्रणालियों के बढ़ने और वैश्वीकरण ने भी मुद्रास्फीति को कम करने में मदद की।

### मुद्रास्फीति और भारत में मौद्रिक नीति का संचालन

स्वतंत्रता (1947) के बाद से भारत में मुद्रास्फीति के इतिहास से पता चलता है कि उच्च और अस्थिर मुद्रास्फीति की घटनाएं मुख्य रूप से सूखे; युद्ध; न्यूनतम समर्थन मूल्य (एमएसपी) में रुझान; वैश्विक कच्चे तेल की कीमत के आघात; वृहद राजकोषीय घाटे और उनका मुद्रीकरण; और विनिमय दर में तेज उतार-चढ़ाव से उत्पन्न हुई हैं। कुल मिलाकर, जहां उच्च मुद्रास्फीति की छिटपुट घटनाएं हुई थीं, वहीं भारतीय अर्थव्यवस्था को अति मुद्रास्फीति के प्रकरणों का सामना नहीं करना पड़ा।

1991 का खाड़ी युद्ध - जिसके परिणामस्वरूप अंतरराष्ट्रीय स्तर पर कच्चे तेल की कीमतों में वृद्धि हुई और घरेलू प्रशासित कीमतों में वृद्धि हुई - आयातित मुद्रास्फीति का एक प्रमुख प्रकरण था। इसके अलावा, 1991 के भुगतान संतुलन (बीओपी) संकट के कारण विनिमय दर का तेज अवमूल्यन हुआ, जिससे आयात संवेदनशील उत्पादों पर लागत-प्रेरित दबाव में वृद्धि हुई। 1990 के दशक के उत्तरार्ध से, राजकोषीय-मौद्रिक इंटरफेस में सुधार और

सरकारी प्रतिभूति बाजार में सुधारों ने मौद्रिक नीति को इसकी कीमत स्थिरता और संवृद्धि उद्देश्यों को पूरा करने के लिए परिचालनगत लचीलापन प्रदान किया।

अगला प्रमुख मुद्रास्फीति आघात जीएफसी के बाद की अवधि में लगा था जब मानसून की विफलता, एमएसपी में उच्च वृद्धि, और वैश्विक वस्तुओं की कीमतों में वृद्धि ने मुद्रास्फीति के दबावों को उत्प्रेरित किया, जो मौद्रिक और राजकोषीय प्रोत्साहन उपायों से घरेलू वृद्धि में एक त्वरित वापसी के कारण मांग में आई तेजी से प्रबलित थे। आर्थिक सुधार को ध्यान में रखते हुए, उस समय मौद्रिक नीति का सामान्यीकरण क्रमिक था। मुद्रास्फीतीय दबावों के बढ़ने के संकेतों के साथ, 2011 में मौद्रिक नीति एक आक्रामक सख्त मोड में चली गई थी। वर्ष 2013 तक, समष्टि-असंतुलन का निर्माण शुरू हो गया और उच्च एवं सतत मुद्रास्फीति, वृद्धि में कमी और बिगड़ते बाह्य क्षेत्र में परिलक्षित हुआ। इस परिदृश्य में, वर्ष 2013 के टेपर टैंट्रम ने अर्थव्यवस्था को गंभीर बाह्य क्षेत्र के दबाव और समष्टि-वित्तीय कमजोरियों में धकेल दिया। इन घटनाक्रमों ने जून 2016 में मौद्रिक नीति के लिए एक लचीली मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण (एफआईटी) फ्रेमवर्क को औपचारिक रूप से अपनाने की प्रक्रिया को गति प्रदान की।

इसके बाद जो हुआ वह कम और स्थिर मुद्रास्फीति की अवधि थी जब तक कि कोविड आघात नहीं था। सितंबर 2016 और फरवरी 2020 के बीच औसत सीपीआई मुद्रास्फीति 3.9 प्रतिशत थी और 4 प्रतिशत के मुद्रास्फीति लक्ष्य के साथ निकटता से जुड़ी हुई थी।

हालिया अवस्था

वर्ष 2020 की शुरुआत में महामारी की शुरुआत में वैश्विक पण्य वस्तुओं की कीमतों में गिरावट देखी गई क्योंकि प्रतिबंधों और कड़े लॉकडाउन से कुल मांग में गिरावट की उम्मीद थी। हालाँकि, कैलेंडर वर्ष 2020 और 2021 के दौरान दो अवसर ऐसे थे जब मुद्रास्फीति 6.0 प्रतिशत से ऊपर थी। पहला, जून से नवंबर 2020 तक, जब मुद्रास्फीति में उछाल खाद्य पदार्थों में खुदरा मार्जिन में वृद्धि से लेकर आपूर्ति श्रृंखला और रसद बाधाएं; बेमौसम बारिश और परिणामी फसल क्षति; और खाद्य तेलों की अंतरराष्ट्रीय कीमतों में तेज वृद्धि से घरेलू स्पिलओवर तक

<sup>2</sup> बेन एस बर्नानके (2004), "द ग्रेट मॉडरेशन", ईस्टर्न इकोनॉमिक एसोसिएशन, फरवरी 20 में वाशिंगटन, डीसी में आयोजित बैठकें।

प्रतिकूल क्षणिक आपूर्ति पक्ष आघातों की एक श्रृंखला द्वारा ट्रिगर किया गया था। निम्नलिखित अवधि में, यानी दिसंबर 2020 से अप्रैल 2021 तक, मुद्रास्फीति 4 प्रतिशत के लक्ष्य दर के करीब पहुंच गई, क्योंकि अस्थायी कीमत आघात कम हो गए थे। हालाँकि, मुद्रास्फीति के दबाव में कमी अल्पावधिक थी, क्योंकि भारत ने अप्रैल-जून 2021 के दौरान कोविड-19 की विनाशकारी दूसरी लहर का सामना किया, जिसने स्थानीय लॉकडाउन के लिए बाध्य किया, नए सिरे से आपूर्ति श्रृंखला व्यवधान और बढ़ते खुदरा मार्जिन को ट्रिगर किया। इसने मई-जून 2021 के दौरान मुद्रास्फीति को 6.0 प्रतिशत से ऊपर ला दिया। वैश्विक पण्य वस्तुओं की कीमतों में वृद्धि से उत्पन्न प्रतिकूल प्रभाव-प्रसार ने मुद्रास्फीति के दबाव को बढ़ा दिया था।

मुद्रास्फीति का दबाव तब भी हुआ, जब आर्थिक गतिविधियों पर महामारी से अभूतपूर्व नुकसान हुआ था - वास्तविक जीडीपी वर्ष 2020-21 की पहली तिमाही में 23.8 प्रतिशत और पूरे वित्तीय वर्ष 2020-21 में 6.6 प्रतिशत तक संकुचित हो गया। इस पृष्ठभूमि में, आरबीआई की मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) ने महामारी के दौरान दरों पर यथास्थिति बनाए रखी, जबकि मुद्रास्फीति रुक-रुक कर ऊपरी सहिष्णुता बैंड को तोड़ती रही। एमपीसी ने नीति के निभावात्मक रुख को बनाए रखते हुए और नीतिगत दर में बढ़ोतरी से परहेज करते हुए, विकसोन्मुख सुधार को मजबूत करने देने के लिए उच्च मुद्रास्फीति प्रिंट को देखने का निर्णय लिया। चूंकि मुद्रास्फीति की घटना में किसी भी महत्वपूर्ण मांग-प्रेरित घटक का अभाव था, उस समय किसी भी नीति को कड़ा करना वृद्धि के लिए हानिकारक होता और मुद्रास्फीति के दबावों को नियंत्रित करने में प्रभावी हुए बिना भारी सामाजिक लागत चुकनी पड़ती। यह हमारे लचीले मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण फ्रेमवर्क में निहित लचीलेपन के अनुरूप था, जिसके अनुसार मौद्रिक नीति का प्राथमिक उद्देश्य वृद्धि के उद्देश्य को ध्यान में रखते हुए कीमत स्थिरता बनाए रखना है।

वर्ष 2022 की शुरुआत में, 2022-23 के लिए अनुमानित औसत मुद्रास्फीति दर 4.5 प्रतिशत के साथ, 2022-23 की तीसरी तिमाही तक तक मुद्रास्फीति 4 प्रतिशत की लक्ष्य दर से काफी कम होने की उम्मीद थी। यह आकलन आपूर्ति श्रृंखलाओं के एक प्रत्याशित सामान्यीकरण, कोविड-19 संक्रमणों के धीरे-

धीरे कम होने और सामान्य मानसून पर आधारित था। पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं के सर्वेक्षण से 2022-23 के लिए 5.0 प्रतिशत पर औसत मुद्रास्फीति अनुमान भी काफी सौम्य था। हालाँकि, फरवरी के अंत से यूरोप में युद्ध ने इस धारणा को पूरी तरह से पीछे छोड़ दिया, जिसके कारण वैश्विक कच्चे तेल और अन्य पण्य वस्तुओं की कीमतों में तेज उछाल आया। वैश्विक खाद्य कीमतें मार्च में ऐतिहासिक ऊंचाई पर पहुंच गईं और उनका प्रभाव खाद्य तेल, चारा लागत और घरेलू गेहूं की कीमतों में देखने को मिला। एक अभूतपूर्व गर्मी की लहर के कारण रबी गेहूं के उत्पादन में कमी ने गेहूं की कीमतों पर और दबाव डाला। युद्ध और प्रतिबंधों के कारण आपूर्ति श्रृंखला और रसद बाधाओं से लागत-जन्य दबाव भी बढ़ गया था।

उभरते घटनाक्रमों का जायजा लेते हुए और मुद्रास्फीति के दबावों के सामान्यीकृत होने के साथ, एमपीसी ने अपनी अप्रैल और जून की बैठकों में वर्ष 2022-23 के लिए मुद्रास्फीति के अनुमान को दो चरणों में संशोधित कर 6.7 प्रतिशत कर दिया। जून में संशोधन का लगभग तीन-चौथाई खाद्य कीमतों के लिए भू-राजनीतिक स्पिलओवर के कारण था। एमपीसी ने मई और जून में नीतिगत रीपो दर में क्रमशः 40 बीपीएस और 50 बीपीएस की वृद्धि करने का भी निर्णय लिया। यह 3.75 प्रतिशत पर स्थायी जमा सुविधा (एसडीएफ) की शुरुआत के माध्यम से 40 बीपीएस प्रभावी दर वृद्धि के शीर्ष पर था, जिसके परिणामस्वरूप भारित औसत मांग दर (डब्ल्यूएसीआर) में एक साथ फिक्स्ड रेट रिवर्स रीपो व्यवस्था के अंतर्गत चलनिधि अवशोषण दर की तुलना में वृद्धि हुई। डब्ल्यूएसीआर, जैसा कि आप जानते होंगे, मौद्रिक नीति का परिचालन लक्ष्य है। इस अवधि के दौरान, यानी अप्रैल से जून 2022 तक, एमपीसी ने भी निभाव वापस लेने के लिए अपना रुख बदल दिया।

कुल मिलाकर, इस समय, आपूर्ति दृष्टिकोण अनुकूल दिखाई दे रहा है और कई उच्च आवृत्ति संकेतक वर्ष 2022-23 की पहली तिमाही (अप्रैल-जून) में बहाली के लचीलेपन की ओर इशारा कर रहे हैं, वहीं हमारा वर्तमान आकलन यह है कि भारत में वैश्विक मंदी की संभावना को छोड़कर 2022-23 की दूसरी छमाही में मुद्रास्फीति धीरे-धीरे कम हो सकती है।

## संकट के समय में मौद्रिक नीति का दृष्टिकोण

कोविड-19 की दो ब्लैक स्वान घटनाओं और यूरोप में भू-राजनीतिक संकट के माध्यम से हमारी यात्रा पर करीब से नज़र डालने से इन अस्थिर समय में हमारे दृष्टिकोण के कुछ विशिष्ट रूप सामने आएंगे। हमारा व्यापक उद्देश्य अर्थव्यवस्था की रक्षा करना और वित्तीय स्थिरता को बनाए रखना था। हमारा प्रयास मुद्रास्फीति को कम करके लक्ष्य के पास लाना सुनिश्चित करने का रहा है। ये उद्देश्य आज भी हमारे कार्यों का मार्गदर्शन करते हैं और भविष्य में भी ऐसा ही रहेगा। अब मैं अपने दृष्टिकोण के कुछ पहलुओं पर बात करना चाहूंगा।

### कठिन समय में संप्रेषण

ऐसे अस्थिर और अनिश्चित समय में मौद्रिक नीति के प्रभावी रहने के लिए, मौद्रिक नीति के उद्देश्यों, कार्यों और रुख को विवेक और स्पष्टता के साथ संप्रेषित करना और भी अधिक महत्व रखता है। मौद्रिक नीति अंततः विभिन्न आर्थिक कारकों की अपेक्षाओं को प्रबंधित करने के बारे में है - घरों से लेकर वित्तीय बाजारों तक। इस संदर्भ में, पिछले तीन वर्षों में, हमने स्पष्ट भावी मार्गदर्शन के साथ अपने कार्यों का समर्थन किया और बदलती परिस्थितियों के संदर्भ में इसे आवश्यक रूप से बदल दिया। उदाहरण के लिए, हमारा भावी मार्गदर्शन शुरू में राज्य-आधारित था। लेकिन, 2020-21 की दूसरी छमाही में, बाजार की अनुचित चिंताएं थी कि बढ़ी हुई मुद्रास्फीति की स्थिति में निभावकारी मौद्रिक नीति के रुख को उलटना पड़ सकता है। इस तरह की विघटनकारी ताकतों और हमारे निभावकारी रुख पर उनके संभावित नकारात्मक प्रभावों को दबाने के लिए, हमने अपने राज्य-आधारित मार्गदर्शन को समय-आकस्मिक मार्गदर्शन के साथ, कम से कम जब तक आवश्यक हो, "मौद्रिक नीति के निभावकारी रुख के साथ जारी रखने के अपने इरादे को बताते हुए पूरक बनाया। चालू वित्तीय वर्ष और अगले वर्ष ..."। आपूर्ति पक्ष के दबाव में कमी के रूप में हमारे आकलन के अनुरूप 2020-21 की दूसरी छमाही में मुद्रास्फीति में कमी आई। मार्गदर्शन के समय-आधारित तत्व ने बाजार की अपेक्षाओं और मौद्रिक नीति के रुख के संभावित उलटफेर के उस समय निर्मित होने वाली अनुचित अपेक्षाओं को कम करने में मदद की।

हम दोतरफा संप्रेषण में सक्रिय रूप से लगे हुए हैं - हम द्विमासिक एमपीसी बैठकों के लिए विभिन्न हितधारकों के साथ सक्रिय रूप से परामर्श करते हैं; हम अपने दृष्टिकोण को स्पष्ट रूप से सामने रखने और मीडिया और विश्लेषकों द्वारा उठाए गए मुद्दों को स्पष्ट करने के लिए द्विमासिक बैठकों के बाद व्यापक प्रेस कॉन्फ्रेंस करते हैं। हम भाषणों और मीडिया साक्षात्कारों से इसका समर्थन करते हैं। एमपीसी बैठक के 14 दिनों के बाद कार्यवृत्त जारी करने और मेरे बयान सहित सदस्यों के व्यक्तिगत बयानों ने हमारे संप्रेषण को और मजबूत किया है। मौद्रिक अर्थव्यवस्था के प्रमुख विश्लेषणात्मक पहलुओं पर सांविधिक और स्टाफ प्रकाशनों की श्रृंखला हमारे दूरदेशी संप्रेषण का एक अतिरिक्त माध्यम है।

एमपीसी के फैसले और उसके औचित्य की घोषणा करने के लिए मेरे नियमित बयान आरबीआई के संकट के समय की प्रतिक्रिया के संस्थागत ढांचे का एक अभिन्न अंग बन गए हैं। ये बयान वित्तीय बाजारों को आरबीआई की तरलता के रुख पर आगे मार्गदर्शन प्रदान करते हैं और महामारी और युद्ध संबंधी तनाव के बीच भी वित्तीय बाजारों में व्यवस्थित स्थिति सुनिश्चित करते हैं। 6 अगस्त 2021 के बयान में, मैंने इस बात पर जोर दिया कि आरबीआई अपने सभी नीतिगत लीवरों, चाहे वह मौद्रिक, विवेकपूर्ण या विनियामकीय हो, को विनियोजित करने की तत्परता के साथ "जो कुछ भी लगता हो" मोड में रहता है। इन शब्दों ने बाजारों में शांति और विश्वास पैदा किया।

हमारे दृष्टिकोण की आधारशिला के रूप में विवेक

इस पूरी अवधि के दौरान, हम नियम पुस्तिका से आगे निकल गए थे और हमने स्पष्ट रूप से ऐसा कहा था। लेकिन हम हर समय विवेकपूर्ण बने रहे। उदाहरण के लिए, जब हमने अप्रैल 2021 में सरकारी प्रतिभूति अधिग्रहण कार्यक्रम (जी-एसएपी) की घोषणा की, तो हम आरबीआई की शब्दावली से आगे जा रहे थे; लेकिन हमने छह महीने के बाद इसे बंद कर दिया जब तरलता का आकलन अत्यधिक अधिशेष के रूप में किया गया था। ऐसा करके, हम ताजा आस्ति खरीद बंद करने में प्रमुख केंद्रीय बैंकों से काफी आगे थे। इसी तरह, हमने उस समय विभिन्न विशेषज्ञों की राय के बावजूद, प्राथमिक वित्त पोषण या सरकार के राजकोषीय घाटे के प्रत्यक्ष मुद्दीकरण से महामारी की अवधि में परहेज किया। विवेक ने हमारे दृष्टिकोण को भी रेखांकित किया जब हमने

सरकारी प्रतिभूतियों को संपार्श्विक के रूप में अपने चलनिधि अंतर्वेशन उपायों को सख्ती से सीमित करके आरबीआई की बैलेंस शीट की गुणवत्ता को कम करने से परहेज किया। इसके अलावा, कोविड-19 से संबंधित दबावग्रस्त आस्तियों के लिए समाधान फ्रेमवर्क असीमित अवधि के लिए नहीं थे, लेकिन समाधान प्रक्रिया के हिस्से के रूप में हासिल किए जाने वाले कुछ वित्तीय और परिचालन मापदंडों के अधीन थे।

पारंपरिक, अपरंपरागत और अभिनव उपाय

जैसा कि मैंने कुछ समय पहले कहा था, हम परंपरागत, अपरंपरागत और नवोन्मेषी उपायों को मिलाकर अक्सर पिछले 2-3 वर्षों में नियम-पुस्तिका से आगे निकल गए हैं। उदाहरण के लिए, हमने पहले मार्च और अप्रैल 2020 में रिवर्स रीपो दर में बड़ी कटौती के माध्यम से, नीति के एक साधन के रूप में चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) कॉरीडोर का सक्रिय उपयोग किया। परिणामस्वरूप, मुद्रा बाजार दरें नीतिगत दर से भी नीचे चली गईं। ऐसा ही एक और उदाहरण अप्रैल 2022 में था, जिसमें स्थायी जमा सुविधा (एसडीएफ) की शुरुआत स्थिर दर रिवर्स रीपो से 40 आधार अंक ऊपर थी, ताकि निभावकारी रुख को वापस लेने की प्रक्रिया शुरू की जा सके। तत्पर होने के ऐसे अन्य उदाहरण हैं जैसे एमपीसी बैठकों को आगे ले जाना, निर्धारित समय हटकर एमपीसी की बैठकें आदि।

चलनिधि 'चक्रव्यूह'<sup>3</sup> को भेदना

हमारे चलनिधि अंतर्वेशन उपायों में आरबीआई के तुलन-पत्र का एक विवेकपूर्ण और अंशांकित विस्तार शामिल था। हमारे उपायों को आवश्यकतानुसार लक्षित किया गया था और यह एक व्यावहारिक दृष्टिकोण को दर्शाता है। इनमें लक्षित दीर्घकालिक रीपो परिचालन (टीएलटीआरओ); महामारी से गंभीर रूप से प्रभावित संपर्क-गहन क्षेत्रों का समर्थन करने के लिए विशेष चलनिधि स्रोत; सीमित और पूर्व-निर्दिष्ट अवधि के लिए नकद आरक्षित अनुपात (सीआरआर) में कमी; और कुछ अन्य उपाय शामिल होंगे। महामारी के दौरान हमारे अधिकांश चलनिधि

अंतर्वेशन उपायों के लिए हमारे पास स्पष्ट सावधि-विधि खंड थे, जिसने हमें एक पूर्वानुमानित तरीके से चलनिधि को कम करने और बाजार की अपेक्षाओं को पूरा करने की अनुमति दी। अंतर्वेशन के समय बाहर निकलने की रणनीति में निर्माण करके, हम चलनिधि के महत्वपूर्ण हिस्से को बाहर निकालने में सक्षम थे, जब इसकी आवश्यकता नहीं थी।

हमने चलनिधि का पुनर्संतुलन जनवरी 2021 की शुरुआत में परिवर्तनीय दर रिवर्स रीपो (वीआरआरआर) को फिर से लागू करके शुरू किया ताकि चलनिधि को ओवरनाइट फिक्स्ड रेट विंडो से परिवर्तनीय दरों पर लंबी अवधि की ओर ले जाया जा सके। इससे बाजार दरों को क्रमिक और व्यवस्थित तरीके से ऊपर की ओर ले जाने में मदद मिली। यह एक उदाहरण है जिसमें एक मूक कार्रवाई कहूंगा, जो कि बाजारों को पहले से तैयार करना और मार्गदर्शन करना है।

### समापन टिप्पणियां

वैश्वीकरण के लाभ कुछ जोखिमों और चुनौतियों के साथ आते हैं। जटिल आपूर्ति श्रृंखलाओं से दुनिया भर में खाद्य, ऊर्जा, वस्तुओं और महत्वपूर्ण आदानों की कीमतों पर आघात पहुँचता है। यह महामारी के दौरान स्पष्ट था, और इससे भी अधिक यूरोप में संघर्ष के बाद, वैश्विक आघात घरेलू मुद्रास्फीति की गतिशीलता में एक प्रमुख भूमिका निभा रहे थे। ये वैश्विक कारक कीमत स्थिरता और आर्थिक गतिविधि को स्थिर करने के बीच कठिन नीतिगत तालमेल को दर्शाते हैं, खासकर जब अर्थव्यवस्था बार-बार आघात से उबर रही हो। वे वित्तीय रूप से वैश्वीकृत दुनिया में अस्थिर पूंजी प्रवाह से व्यापक आर्थिक और वित्तीय स्थिरता चुनौतियों को जोड़ते हैं। वास्तव में, हाल के घटनाक्रम घरेलू मुद्रास्फीति की गतिशीलता और व्यापक आर्थिक वृद्धि में वैश्विक कारकों की अधिक मान्यता की मांग करते हैं जो बेहतर परिणाम प्राप्त करने के लिए देशों के बीच नीतिगत समन्वय और संवाद को बढ़ाने की आवश्यकता को रेखांकित करते हैं।

इस तरह के अपरिहार्य वैश्विक आघातों के खिलाफ सुरक्षा अंततः ठोस आर्थिक बुनियादी सिद्धांतों, मजबूत संस्थानों और स्मार्ट नीतियों पर बनी हुई है। व्यापक आर्थिक और वित्तीय स्थिरता बनाए रखने के लिए मूल्य स्थिरता महत्वपूर्ण है। व्यापक अर्थ में, मुद्रास्फीति उस विश्वास और विश्वास का एक पैमाना है जो

<sup>3</sup> चक्रव्यूह: भारतीय महाकाव्य महाभारत में दर्शाया गया एक ऐसा सैन्य गठन जिसे दुश्मनों को घेरने के लिए इस्तेमाल किया जाता है। यह कई रक्षात्मक दीवारों की भूलभुलैया जैसा दिखता है, जिससे बाहर आना बहुत मुश्किल है और केवल कुछ ही कुशल योद्धाओं के लिए जाना जाता है।

जनता किसी देश की आर्थिक संस्थाओं में रखती है। जबकि हमारे नियंत्रण से बाहर के कारक अल्पावधि में मुद्रास्फीति को प्रभावित कर सकते हैं, मध्यम अवधि में इसका प्रक्षेपवक्र मौद्रिक नीति द्वारा निर्धारित किया जाता है। इसलिए, मौद्रिक नीति को मुद्रास्फीति और मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं को स्थिर करने के लिए समय पर कार्रवाई करनी चाहिए ताकि अर्थव्यवस्था को एक मजबूत और टिकाऊ वृद्धि के पायदान पर रखा जा सके। हम समष्टि-आर्थिक

स्थिरता को बनाए रखने और बढ़ावा देने के व्यापक लक्ष्य के साथ अपनी नीतियों को परखना जारी रखेंगे। इस प्रयास में, हम अपने संप्रेषण में दृढ़ और पारदर्शी रहते हुए अपने दृष्टिकोण में लचीला बने रहेंगे। यदि इतिहास कोई मार्गदर्शक है, तो मुझे आशा है कि हमारे कार्य आने वाले वर्षों में समृद्धि के एक नए युग की शुरुआत करेंगे।

धन्यवाद।