

मौद्रिक नीति निर्माण की कला: भारतीय संदर्भ*

शक्तिकान्त दास

दिल्ली स्कूल ऑफ इकोनॉमिक्स (डीएसई) का हीरक जयंती वर्ष मनाने के लिए आप सभी के साथ यहां आकर मुझे खुशी हो रही है। दिल्ली स्कूल ने भारत और विदेशों, दोनों में उत्कृष्टता और उच्च प्रतिष्ठा प्राप्त संस्थान के रूप में एक अलग पहचान बनाई है। डीएसई से जुड़े प्रतिष्ठित अर्थशास्त्रियों और प्रतिष्ठित पूर्व छात्रों की सूची लंबी और प्रभावशाली है। इस संस्था ने छात्रों की कई पीढ़ियों को शिक्षा, अनुसंधान, सरकार और कॉर्पोरेट क्षेत्रों जैसी विविध धाराओं में उत्कृष्टता प्राप्त करने के लिए प्रेरित किया है। भारतीय रिज़र्व बैंक में भी हमें डीएसई से बहुत लाभ हुआ है। यहां के छात्र निरंतर रूप से रिज़र्व बैंक में शामिल हो रहे हैं। एक ऐसे संस्थान, जिसने भारत में नीतिगत विमर्श में बहुत योगदान दिया है, के इतिहास में इस महत्वपूर्ण वर्ष का हिस्सा बनना मेरे लिए गर्व की बात है।

आज मैं "मौद्रिक नीति निर्माण की कला: भारतीय संदर्भ" पर बात करूंगा। जैसा कि आप जानते होंगे, भारत ने औपचारिक रूप से 2016 में लचीले मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण (एफआईटी) ढांचे को अपनाया, जो कि विश्व में चल रही आम परंपरा के अनुरूप है। इस ढांचे का मूल सिद्धांत यह है कि स्पष्ट रूप से व्यक्त, कानूनी रूप से संख्या के रूप में अनिवार्य बनाया गया मुद्रास्फीति लक्ष्य व्यापक आर्थिक स्थिरता के लिए समग्र रूप से सबसे अच्छा आधार है। कम और स्थिर मुद्रास्फीति परिवारों और व्यवसायों को दीर्घकालिक बचत और निवेश की योजना बनाने में मदद करती है जो अंततः नवाचार, उत्पादकता और शाश्वत विकास को बढ़ावा देते हैं। इसके विपरीत, उच्च और अस्थिर मुद्रास्फीति उत्पादकता और दीर्घकालिक संवृद्धि क्षमता को नुकसान पहुंचाकर अर्थव्यवस्था को खराब कर देती है। मुद्रास्फीति गरीबों पर असंगत बोझ भी डालती है।

* भारतीय रिज़र्व बैंक के गवर्नर श्री शक्तिकान्त दास का भाषण - 5 सितंबर 2023 - दिल्ली स्कूल ऑफ इकोनॉमिक्स (डीएसई) हीरक जयंती विशिष्ट व्याख्यान।

मैंने इस विषय को निम्नलिखित चार हिस्सों में बांटा है: (i) भारत में मौद्रिक नीति का विकास, जिसमें अंतिम रूप से लचीली मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण (एफआईटी) ढांचे को अपनाया गया है; (ii) पूर्वानुमान प्रक्रिया सहित इस ढांचे के प्रमुख तत्व; (iii) एफआईटी व्यवस्था के अंतर्गत मौद्रिक नीति का संचालन; और (iv) वर्तमान समय में मौद्रिक नीति संबंधी चुनौतियां।

स्वतंत्रता के बाद से मौद्रिक नीति का विकास

1950 और 1960 के दशक के दौरान, जैसे-जैसे देश ने नियोजित आर्थिक विकास शुरू किया, मौद्रिक नीति ने पंचवर्षीय योजनाओं के तहत अर्थव्यवस्था के लिए अपेक्षित ऋण आवश्यकताओं को पूरा करने में विकासात्मक भूमिका निभाई। 1969 में बैंकों के राष्ट्रीयकरण ने सामाजिक बैंकिंग के युग की शुरुआत की और इस प्रकार योजनाबद्ध ऋण काल(1969-85) का प्रारंभ हुआ। इस अवधि में बाज़ार से इतर साधनों जैसे कि - निर्देशित ऋण, प्रशासित ब्याज दर और नैतिक समर्थन का व्यापक उपयोग देखा गया।

1970 और 1980 के दशक के दौरान मौद्रिक नीति राजकोषीय प्रभुत्व, बजट घाटे के स्वचालित मुद्रीकरण और मौद्रिक समुच्चय की अत्यधिक वृद्धि से बाधित थी। बड़े पैमाने पर घाटे के वित्तपोषण और परिणामस्वरूप उच्च मौद्रिक और ऋण विस्तार ने मुद्रास्फीति के दबावों को जन्म दिया, जो 1971 के भारत-पाक युद्ध, 1973 के सूखे, 1973 में ब्रेटन वुड्स प्रणाली के पतन और 1973 और 1979 के वैश्विक तेल मूल्य आघातों जैसी निरंतर कठिनाइयों से और बढ़ गए। इन घटनाओं ने 1985 में औपचारिक मौद्रिक नीति ढांचे के रूप में "प्रतिक्रिया के साथ मौद्रिक लक्ष्यीकरण" को अपनाना जरूरी बना दिया। मुद्रा आपूर्ति (एम 3) मुद्रास्फीति को नियंत्रित करने के उद्देश्य से मध्यवर्ती लक्ष्य बन गया। मौद्रिक नीति के लिए इस दृष्टिकोण की सिफारिश दिल्ली स्कूल ऑफ इकोनॉमिक्स के एक प्रतिष्ठित संकाय प्रोफेसर सुखमय चक्रवर्ती की अध्यक्षता वाली एक समिति द्वारा की गई थी।¹ इस ढांचे में, रिज़र्व बैंक का उद्देश्य अपेक्षित वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि और

¹ मौद्रिक प्रणाली कार्यकरण समीक्षा समिति की रिपोर्ट (अध्यक्ष: डॉ सुखमय चक्रवर्ती, 1985)।

मुद्रास्फीति के सहनीय स्तर के अनुरूप मुद्रा आपूर्ति में वृद्धि को नियंत्रित करना था। आरक्षित नकदी निधि अनुपात (सीआरआर) का उपयोग मौद्रिक नियंत्रण के लिए प्राथमिक साधन के रूप में किया गया था, जिसमें सीआरआर और सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) दोनों निरंतर राजकोषीय प्रभुत्व के कारण 1990 तक अपने चरम स्तर पर पहुंच गए थे।

1980 के दशक में प्रतिकूल भू-राजनीतिक घटनाक्रमों और घरेलू व्यापक आर्थिक असंतुलन की पृष्ठभूमि में बिगड़ती बाह्य शेष स्थिति और 1991 में इसके परिणामस्वरूप भुगतान संतुलन संकट ने बड़े पैमाने पर संरचनात्मक सुधारों, अर्थव्यवस्था के विनियमन, वित्तीय क्षेत्र के उदारीकरण और बाजार निर्धारित विनियम दर की ओर परिवर्तित होने को गति दी। व्यापार और वित्तीय क्षेत्र के सुधारों और इसके परिणामस्वरूप विदेशी पूंजी प्रवाह और वित्तीय नवाचारों में वृद्धि के मद्देनजर एक मध्यवर्ती लक्ष्य के रूप में व्यापक धन (ब्रॉड मनी) की प्रभावकारिता 1990 के दशक के मध्य के आसपास परीक्षण के दायरे में आ गई²। इस माहौल में, मौद्रिक नीति के नए ढांचे के रूप में अप्रैल 1998 में एक बहु संकेतक (एमआई) दृष्टिकोण अपनाया गया था। इस दृष्टिकोण के तहत, कई संकेतकों ने मौद्रिक नीति तैयार करने के लिए उपयोग किए जाने वाले सूचना संचय का गठन किया।³ प्राथमिक वित्तपोषण पर प्रतिबंध (1997),⁴ 2003 में राजवित्तीय उत्तरदायित्व और बजट प्रबंध (एफआरबीएम) अधिनियम, और इसके परिणामस्वरूप राजकोषीय अनुशासन की शुरुआत ने मौद्रिक नीति को अधिक लचीलापन प्रदान किया। घरेलू अर्थव्यवस्था के बढ़ते बाजार उन्मुखीकरण और 1990 के दशक के प्रारंभ से शुरू किए गए ब्याज दरों के अविनियमन के कारण मौद्रिक नीति के लिए प्रत्यक्ष साधनों के बदले

अप्रत्यक्ष साधनों ने स्थान ले लिया।⁵ बहु संकेतक दृष्टिकोण 1998-99 से 2008-09 में वैश्विक वित्तीय संकट (जीएफसी) के प्रसार के कुछ वर्षों बाद तक प्रचलन में रहा।⁶

भारत में लचीली मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण (एफआईटी) की शुरुआत

2008 में वैश्विक वित्तीय संकट (जीएफसी) के बाद के वर्षों के दौरान भारत ने खुदरा मुद्रास्फीति के दोहरे अंकों में पहुंच जाने और संवृद्धि की गति खोने के साथ उच्च मुद्रास्फीति का दौर देखा। राजकोषीय और चालू, दोनों खातों में दोहरे घाटे और विदेशी मुद्रा भंडार में कमी के साथ भारत की मैक्रोइकॉनॉमिक बुनियाद कमजोर दिखाई दे रही थी। मई/जून 2013 में 'टेपर टॉक' से पैदा हुई वैश्विक लहर ने व्यापक आर्थिक कमजोरियों को उजागर किया और भारत की पहचान "नाजुक पांच" देशों में से एक के रूप में की गई।⁷ इन घटनाओं के कारण बहु संकेतक दृष्टिकोण का मूल्यांकन करना जरूरी हुआ। तदनुसार, मौद्रिक नीति ढांचे को संशोधित और मजबूत करने के लिए रिजर्व बैंक में एक विशेषज्ञ समिति की स्थापना की गई।⁸ समिति ने लचीले मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण ढांचे के रूप में परिवर्तित होने की सिफारिश की, जिसे मई 2016 में भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम (1934) के संशोधन के साथ औपचारिक रूप दिया गया। संयोग से मैं उस समय वित्त मंत्रालय में आर्थिक मामलों का सचिव था और मुद्रास्फीति लक्ष्य को अपनाने संबंधी मामले को देख रहा था। संशोधित अधिनियम रिजर्व बैंक को संवृद्धि के उद्देश्य को ध्यान में रखते हुए मूल्य स्थिरता बनाए रखने के लिए एक स्पष्ट अधिदेश देता है। मूल्य स्थिरता को संख्यात्मक रूप से 4.0 प्रतिशत के हेडलाइन सीपीआई मुद्रास्फीति लक्ष्य को बनाए रखने के रूप में

² मुद्रा आपूर्ति पर कार्य समूह: संकलन का विश्लेषण और पद्धति" (अध्यक्ष: डॉ वाई वी रेड्डी, 1998)।

³ इन संकेतकों में मौद्रिक समुच्चयों के अलावा ऋण, उत्पादन, मुद्रास्फीति, व्यापार, पूंजी प्रवाह, विनियम दर, विभिन्न बाजारों में रिटर्न और राजकोषीय प्रदर्शन शामिल थे।

⁴ तदर्थ ट्रेजरी बिलों के स्वचालित मुद्रीकरण के माध्यम से प्राथमिक वित्तपोषण को 1997 में समाप्त कर दिया गया था। एफआरबीएम अधिनियम, 2003 के अधिनियमन के बाद, रिजर्व बैंक को 1 अप्रैल 2006 से सरकार के प्राथमिक निर्गमों की खरीद करने से रोक दिया गया था।

⁵ अल्पकालिक ब्याज दरों को स्थिर करने की दृष्टि से, रिजर्व बैंक ने चलनिधि की मात्रा को प्रभावित करने के लिए सीआरआर, स्थायी सुविधाओं और ओएमओ में परिवर्तन का उपयोग किया, जबकि नीतिगत दरों में परिवर्तन, जैसे कि चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) के तहत बैंक दर और रेपो / रिवर्स रेपो दरें इसकी कीमत में बदलाव के साधन थे। सीआरआर और एसएलआर प्रत्यक्ष साधनों के उदाहरण हैं, जबकि एलएएफ संचालन और ओएमओ अप्रत्यक्ष साधन हैं।

⁶ मौद्रिक नीति ढांचे को संशोधित और मजबूत करने के लिए विशेषज्ञ समिति की रिपोर्ट (अध्यक्ष: डॉ उर्जित आर पटेल, 2014)।

⁷ ग्लोबल इमर्जिंग मार्केट इन्वेस्टर, मॉर्गन स्टेनली रिसर्च, 5 अगस्त, 2013।

⁸ https://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/PublicationReport/Pdfs/ECOMRF210114_F.pdf

परिभाषित किया गया है, जिसमें +/- 2 प्रतिशत का सहिष्णुता दायरा है।⁹ यह सहिष्णुता दायरा संवृद्धि और वित्तीय स्थिरता संबंधी विषयों, आपूर्ति आघातों तथा त्रुटियों के मापन और पूर्वानुमान को समायोजित करने के लिए लचीलापन प्रदान करता है। यह लक्ष्य भारत सरकार द्वारा रिज़र्व बैंक के परामर्श से 5 वर्षों की अवधि के लिए निर्धारित किया गया है।¹⁰

2016 में अधिनियम में संशोधन करके एक और बड़ा बदलाव किया गया। पहले मौद्रिक नीति निर्णय लेने की प्रक्रिया गवर्नर-केंद्रित रहती थी जिसे मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) के रूप में एक साझा निर्णय लेने वाले मंडल में रूपांतरित किया गया।¹¹ मौद्रिक नीति समिति को संवृद्धि के उद्देश्य को ध्यान में रखते हुए मुद्रास्फीति लक्ष्य को हासिल करने के उद्देश्य से नीतिगत रेपो दर तय करने की जिम्मेदारी सौंपी गई है। मुझे बताते हुए प्रसन्नता हो रही है कि प्रो. पामी दुआ¹² पहली एमपीसी की एक सम्माननीय सदस्य थीं और रिज़र्व बैंक को उनकी विशिष्ट अकादमिक जानकारी और व्यावहारिक सुझावों से अत्यधिक लाभ हुआ। मुझे इसका व्यक्तिगत अनुभव है। एमपीसी के निर्णय उपस्थित सदस्यों के बीच बहुमत से लिए जाते हैं। समान मत होने की स्थिति में गवर्नर के पास दूसरा या निर्णायक वोट होता है।¹³ प्रत्येक एमपीसी बैठक के समापन के बाद, रिज़र्व बैंक एमपीसी द्वारा अपनाए गए संकल्प को प्रकाशित करता है। इसके अलावा गवर्नर का वक्तव्य और प्रेस वार्ता नीति संचार के अन्य तरीके हैं। एमपीसी के अलग-अलग सदस्यों के कार्यवृत्त बैठक के 14वें दिन प्रकाशित किए जाते हैं। रिज़र्व बैंक द्वारा हर छह महीने में एक बार मौद्रिक नीति

⁹ लक्ष्य और बैंड का औचित्य निम्नलिखित पर आधारित है। अनुभवजन्य जांच से पता चला है कि 6.0 प्रतिशत से ऊपर की मुद्रास्फीति विकास के लिए हानिकारक है। इसके अलावा, वर्ष 2003-04 की तीसरी तिमाही से 2006-07 की पहली तिमाही के दौरान आउटपुट गैप शून्य के करीब पाया गया था जिसके दौरान औसत उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति लगभग 4 प्रतिशत थी। इन अनुमानों ने मुद्रास्फीति लक्ष्य के लिए 4 से 6 प्रतिशत की सीमा के लिए अनुभवजन्य समर्थन प्रदान किया।

¹⁰ प्रतिशत +/- 2 प्रतिशत का वर्तमान लक्ष्य मार्च 2026 तक लागू है।

¹¹ भारत में एमपीसी में तीन आंतरिक सदस्य और तीन बाहरी विशेषज्ञ होते हैं। बाहरी सदस्यों को केंद्र सरकार द्वारा चार साल की निश्चित अवधि के लिए नियुक्त किया जाता है। वर्तमान में, एमपीसी एक वित्तीय वर्ष में छह बार बैठक करती है, यानी, हर दो महीने में इसकी बैठक होती है; इन बैठकों का कार्यक्रम पूरे वित्त वर्ष के लिए पहले से घोषित किया जाता है।

¹² वर्तमान में, निदेशक, दिल्ली स्कूल ऑफ इकोनॉमिक्स। वह सितंबर 2016 से सितंबर 2020 तक एमपीसी की सदस्य थीं।

¹³ अब तक निर्णायक वोट की कोई आवश्यकता नहीं हुई।

रिपोर्ट (एमपीआर) प्रकाशित किए जाने की आवश्यकता होती है, जो घरेलू और वैश्विक व्यापक आर्थिक स्थितियों की अधिक विस्तृत समीक्षा प्रदान करती है। ये प्रावधान पूरी प्रक्रिया की पारदर्शिता को बढ़ाते हैं।

भविष्योन्मुखी मौद्रिक नीति और पूर्वानुमान का महत्व

चूंकि मौद्रिक नीति लंबे और परिवर्तनीय अंतराल के साथ काम करती है, इसलिए प्रमुख मैक्रोइकोनॉमिक चर के पूर्वानुमान मौद्रिक नीति के संचालन में महत्वपूर्ण भूमिका निभाते हैं। यही कारण है कि मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण ढांचे को "मुद्रास्फीति पूर्वानुमान लक्ष्यीकरण" ढांचा भी कहा जाता है।¹⁴ वास्तविक जीवन के साथ तुलना करें तो मौद्रिक नीति का संचालन संभावित गड़बड़ों और स्पीड बंप वाली सड़क पर कार चलाने जैसा है। चालक को उन्हें दूर से ही देखते हुए अपनी कार की गति को नियंत्रित करना होता है ताकि गड़बड़ों और स्पीड बंप से बचा जा सके। यदि चालक स्पीड बंप देखकर अचानक कोई हरकत करता है, तो वह नियंत्रण खोने और दुर्घटना होने का जोखिम उठाता है। इसलिए, मौद्रिक नीति का एक सफल संचालन मुद्रास्फीति और संवृद्धि जैसे प्रमुख चरों के विश्वसनीय पूर्वानुमानों पर गंभीर रूप से निर्भर करता है। दूसरे शब्दों में, मौद्रिक नीति को अग्रगामी होना चाहिए। पिछली स्थितियों पर अवलंबित रहने से नीतिगत त्रुटियां हो सकती हैं।

रिज़र्व बैंक में अपनाई जाने वाली पूर्वानुमान प्रक्रिया के तीन व्यापक घटक हैं, वे हैं - नाउकास्टिंग, अल्पकालिक पूर्वानुमान और मध्यम अवधि का पूर्वानुमान।¹⁵ नाउकास्टिंग का पहला घटक चालू महीने या तिमाही के लिए उच्च आवृत्ति संयोग संकेतकों का उपयोग करता है जो मुद्रास्फीति और संवृद्धि पर आधिकारिक डेटा जारी होने से पहले उपलब्ध होता है। विषय क्षेत्र के विशेषज्ञों के साथ व्यापक विचार-विमर्श, अग्रगामी सर्वेक्षणों और बाजार आसूचना के आधार पर सुविज्ञ निर्णय के साथ इसमें

¹⁴ लार्स ई. ओ. स्वेनसन (1997): मुद्रास्फीति पूर्वानुमान लक्ष्यीकरण: मुद्रास्फीति लक्ष्यों को लागू करना और निगरानी करना, *यूरोपीयन इकोनॉमिक रिव्यू*, वॉल्यूम 41 (6), पीपी 1111-1146।

¹⁵ नाउकास्टिंग वर्तमान अवधि के लिए संभावित अनुमानों पर पहुंचने के लिए वर्तमान या हाल के अतीत का पूर्वानुमान है और कुछ मामलों में पिछली अवधि भी जिसके लिए निर्णय लेने के समय वास्तविक संख्या उपलब्ध नहीं थी। अल्पकालिक पूर्वानुमान में एक वर्ष तक की समय सीमा होती है, जबकि मध्यम अवधि का पूर्वानुमान एक से दो साल और उससे आगे के लिए होता है।

वृद्धि की जाती है। दूसरे घटक में एक वर्ष तक के लिए अल्पकालिक पूर्वानुमान शामिल हैं। ये अर्ध-संरचनात्मक मॉडलों से उत्पन्न होते हैं जिसमें समय-शृंखलाओं और अर्थमितीय विधियों का प्रयोग किया जाता है जिसके लिए समग्र और पृथक डेटा और अग्रगामी सर्वेक्षणों और लीड संकेतकों से जानकारी का उपयोग किया जाता है। तीसरे घटक में त्रैमासिक अनुमान मॉडल (क्यूपीएम) का उपयोग करके मध्यम अवधि के पूर्वानुमान और वैकल्पिक परिदृश्य तैयार करना शामिल है।¹⁶ इस ढांचे को व्यापक रूप से स्वीकार किया गया है और एफआईटी पद्धति के तहत काम करने वाले आधुनिक केंद्रीय बैंकों द्वारा अपनाया गया है। इसका मुख्य उद्देश्य एफआईटी ढांचे के तहत निर्धारित मुद्रास्फीति लक्ष्य या अधिदेश को प्राप्त करने के लिए मध्यम अवधि के अनुमान और नीति विश्लेषण प्राप्त करना है। इन तीनों घटकों के अलग-अलग पूर्वानुमान क्षेत्र हैं और इसलिए इनके अलग-अलग दृष्टिकोण हैं। ये पूर्वानुमान मौद्रिक नीति निर्माण की रीढ़ के समान हैं।

एफआईटी फ्रेमवर्क के तहत मौद्रिक नीति का संचालन

अब मैं एफआईटी ढांचे के कार्यान्वयन के व्यावहारिक पक्ष की ओर मुड़ता हूँ और इस बात पर प्रकाश डालता हूँ कि हमने अपने कार्यों को विवेकपूर्ण ढंग से जांचने के लिए अपने मौद्रिक नीति ढांचे में अंतर्निहित लचीलेपन का उपयोग कैसे किया। वित्त वर्ष 2019-20 के लिए वृद्धि दर में नरमी की संभावना को देखते हुए एमपीसी ने आर्थिक गतिविधियों को प्रोत्साहित करने के लिए फरवरी 2019 से नीतिगत दर में नरमी का चक्र शुरू किया। फरवरी-अक्टूबर 2019 के दौरान, नीतिगत रेपो दर को 6.50 प्रतिशत से 135 बीपीएस घटाकर 5.15 प्रतिशत कर दिया गया था। साथ ही जून 2019 में नीति का रुख तटस्थ से बदलकर उदार कर दिया गया। 1 अक्टूबर 2019 से प्रभावी, बाह्य बेंचमार्क-

आधारित उधार दर (ईबीएलआर) प्रणाली¹⁷ पेश की गई थी, जिसने उधार दरों के लिए नीति संचरण की गति को तेज कर दिया।

जब कोविड-19 महामारी ने भारत को प्रभावित किया, तो एमपीसी ने दो महीने (मार्च-मई 2020) की अवधि में नीतिगत रेपो दर में 115 बीपीएस की भारी कटौती करके तेजी से प्रति कार्रवाई की। साथ ही साथ, रिजर्व बैंक ने अर्थव्यवस्था को प्रोत्साहित करने, विश्वास बहाल करने और बाजार गतिविधि को पुनःजीवित करने के लिए पारंपरिक और अपरंपरागत दोनों उपायों के माध्यम से बड़ी मात्रा में चलनिधि उपलब्ध कराई, और साथ ही यह भी सुनिश्चित किया कि ये उपाय भविष्य में किसी संकट को जन्म न दें।¹⁸ कुल मिलाकर कोविड-19 के दौरान 17.2 ट्रिलियन रुपये या जीडीपी के 8.7 प्रतिशत मूल्य के चलनिधि बढ़ाने के उपायों की घोषणा की गई। ये सभी उपाय बड़े उत्पादन नुकसान को देखते हुए किए गए थे जबकि महामारी के कारण आपूर्ति में व्यवधान और मांग बेमेल ने मुद्रास्फीति के स्तर को 4 प्रतिशत से अधिक कर दिया था। एफआईटी में निहित लचीलेपन ने एमपीसी को अर्थव्यवस्था और वित्तीय क्षेत्र को महामारी के प्रतिकूल प्रभाव से बचाने के लिए ये उपाय करने में सक्षम बनाया।

अक्टूबर 2020 में, रिजर्व बैंक ने महसूस किया कि प्रतिफल वक्र का एक स्थिर और व्यवस्थित विकास एक सार्वजनिक साधन (पब्लिक गुड) है, जिसका लाभ वित्तीय प्रणाली में सभी हितधारकों को होता है।¹⁹ चूंकि महामारी के दौरान अपर्याप्त ऋण मांग के कारण नियमित ब्याज दर चैनल के माध्यम से मौद्रिक नीति

¹⁶ क्यूपीएम एक अग्रगामी, खुली अर्थव्यवस्था, कैलिब्रेटेड, गैप मॉडल है जो मोटे तौर पर नए कीनेसियन सिद्धांतों पर स्थापित एक सैद्धांतिक ढांचे का पालन करता है। भारतीय संदर्भ में क्यूपीएम पर चर्चा के लिए, जॉन. जे. डी. कुमार, ए. टी. जॉर्ज, पी. मित्रा, एम. कपूर और एम. डी. पात्रा (2023), "भारत के लिए एक पुनर्गठित त्रैमासिक प्रोजेक्शन मॉडल (क्यूपीएम 2.0)", भारतीय रिजर्व बैंक बुलेटिन, फरवरी, वॉल्यूम LXXVII (2), पीपी.59-77 देखें।

¹⁷ ईबीएलआर के तहत, अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों (क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों और लघु वित्त बैंकों को छोड़कर) को सूक्ष्म लघु और मध्यम उद्यमों (एमएसएमई) के लिए सभी नए फ्लोटिंग रेट व्यक्तिगत या खुदरा ऋण और फ्लोटिंग रेट ऋणों को बाह्य बेंचमार्क से जोड़ना आवश्यक है, जैसे कि पॉलिसी रेपो रेट या 3 महीने की टी-बिल दर या 6 महीने की टी-बिल दर या किसी अन्य बेंचमार्क बाजार ब्याज दर।

¹⁸ हमने दीर्घकालिक रेपो प्रचालनों (एलटीआरओ) के माध्यम से प्रणालीगत चलनिधि में वृद्धि करने और लक्षित दीर्घावधि रेपो परिचालनों (टीएलटीआरओ) तथा पुनर्वित्त सुविधाओं के माध्यम से क्षेत्र-विशिष्ट चलनिधि में वृद्धि के लिए उपाय किए हैं। हमने जी-सैप कार्यक्रम और ऑपरेशन ट्विस्ट के माध्यम से आस्ति क्रय की ताकि दीर्घकालिक जी-सेक प्रतिफल को संशोधित किया जा सके, जिसके परिणामस्वरूप, उन सभी लिखतों पर दर कम हुए, जिनकी कीमत जी-सेक प्रतिफल वक्र से कम है।

¹⁹ बाजार अर्थव्यवस्था में, वाणिज्यिक पत्र और कॉरपोरेट बांड जैसे वित्तीय लिखतों के साथ-साथ बैंक ऋण के एक हिस्से की कीमतें सरकारी बॉन्ड प्रतिफल / ट्रेजरी बिलों से कम होती हैं। इस प्रकार, सरकारी बॉन्ड प्रतिफल में किसी भी अनुचित अस्थिरता से इन वित्तीय लिखतों के प्रतिफल / ब्याज दरों में अस्थिरता आएगी; इसके अलावा, अनिश्चितता के कारण समान परिपक्वता वाले सरकारी बॉन्ड प्रतिफल पर उनका प्रसार बढ़ सकता है। इससे निजी क्षेत्र को ऋण और वित्तीय प्रवाह बाधित हो सकता है। इसलिए, सरकारी बॉन्ड प्रतिफल में स्थिरता के व्यापक लाभ हैं और यह सार्वजनिक साधन (पब्लिक गुड) की तरह काम करता है, जिससे व्यापक वास्तविक अर्थव्यवस्था को मदद मिलती है।

संचरण बाधित हुआ था, इसलिए रिज़र्व बैंक ने खुला बाजार परिचालन (ओएमओ) और द्वितीयक बाजार सरकारी प्रतिभूति अधिग्रहण कार्यक्रम (जी-एसएपी)²⁰ के माध्यम से सरकारी पत्रों की बड़े पैमाने पर खरीद के माध्यम से आस्ति मूल्य मार्ग को सक्रिय किया। सरकारी पत्र की बड़ी खरीद ने जी-सेक प्रतिफल को नरम कर दिया, जिससे प्रतिफल वक्र से कम कीमत वाले सभी लिखतों पर प्रतिफल, यानी ब्याज दरों को कम करने में मदद मिली।

महामारी से प्रेरित चलनिधि उपाय कई मायनों में अद्वितीय थे: (i) दबावग्रस्त संस्थाओं/क्षेत्रों को उधार देने के लिए केवल रिज़र्व बैंक के प्रतिपक्षों के माध्यम से चलनिधि प्रदान की गई थी; उस अर्थ में, इसमें से अधिकांश को लक्षित किया गया था और सीमित थी; (ii) आस्ति खरीद कार्यक्रम (जी-सैप) छह महीने की सीमित अवधि के लिए था और उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में आकार में बहुत छोटा था, और द्वितीयक बाजार में सरकारी प्रतिभूतियों तक ही सीमित था; (iii) ऋण सुविधाओं में संपार्श्विक मानकों को शिथिल नहीं किया गया था;²¹ (iv) बैंकों और गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों की कोविड-19 संबंधी दबावग्रस्त आस्तियों के लिए ऋण समाधान ढांचा मुक्त नहीं था, बल्कि कतिपय वित्तीय और प्रचालनात्मक मानदंडों को पूरा करने के अधीन था; और (v) अधिकांश चलनिधि निविष्टि उपायों में पूर्व-घोषित समाप्ति खंड थे, जिससे बाजार की अपेक्षाओं को कम किए बिना अपनी-अपनी समाप्ति तारीखों पर चलनिधि को व्यवस्थित रूप से कम करने में मदद मिली।

मुद्रास्फीति में वैश्विक उछाल और मौद्रिक सख्ती चक्र

2022 की शुरुआत में, भारत में मुद्रास्फीति 2022-23 के लिए 4.5 प्रतिशत की अनुमानित औसत दर के साथ काफी कम होने की उम्मीद थी। यह आपूर्ति शृंखला के अनुमानित

²⁰ मौद्रिक नीति संचरण में सुधार लाने और प्रतिफल वक्र के स्थिर और व्यवस्थित विकास को सक्षम करने की दृष्टि से, रिज़र्व बैंक ने अप्रैल-सितंबर 2021 में द्वितीयक बाजार जी-सेक अधिग्रहण कार्यक्रम (जी-एसएपी) लागू किया ताकि सरकार के बड़े उधार कार्यक्रम के संदर्भ में प्रतिफल अपेक्षाओं को पूरा किया जा सके। रिज़र्व बैंक ने जी-सैप 1.0 के तहत 1.2 लाख करोड़ रुपये और जी-सैप 2.0 के तहत 1.0 लाख करोड़ रुपये की राशि के सरकारी प्रतिभूतियां खरीदीं।

²¹ कई विकसित अर्थव्यवस्थाओं के विपरीत, रिज़र्व बैंक की चलनिधि सुविधाओं पर संपार्श्विक मानकों को कमजोर नहीं किया गया था, बल्कि वे केवल केंद्र और राज्य सरकार की प्रतिभूतियों तक ही सीमित थीं।

सामान्यीकरण, कोविड-19 संक्रमण के धीरे-धीरे कम होने और सामान्य मानसून पर आधारित था। हालांकि, फरवरी 2022 में यूक्रेन युद्ध के प्रकोप से ऐसी उम्मीदें झूठी साबित हुईं। प्रारंभ में, आघात खाद्य और ईंधन की कीमतों से हुए, जो अधिकतर मूल रूप से वैश्विक थे। लेकिन प्रतिकूल मौसम की घटनाओं के स्थानीय कारकों ने भी खाद्य मुद्रास्फीति को बढ़ाने में महत्वपूर्ण भूमिका निभाई। आने वाले महीनों में मुद्रास्फीति के आघात आते ही गए। इन परिस्थितियों में, एमपीसी ने अप्रैल 2022 में संवृद्धि के बजाय मुद्रास्फीति को प्राथमिकता देकर जल्दी से कार्रवाई की और जून 2022 में अपने उदार रुख को बदलकर दी गई सुविधाओं को वापस लिए जाने की ओर किया।

मई 2022 में एक ऑफ-साइकिल बैठक में, एमपीसी ने नीतिगत दर में 40 बीपीएस की वृद्धि की। इसके बाद फरवरी 2023 तक बाद की पांच बैठकों में से प्रत्येक में अलग-अलग आकार से दरों में वृद्धि की गई। मई 2022 और फरवरी 2023 के बीच नीतिगत रेपो दर में कुल मिलाकर 250 आधार अंकों की वृद्धि की गई। बदलते मुद्रास्फीति परिदृश्य को ध्यान में रखते हुए दरों में वृद्धि की मात्रा तय की गई थी। हमने एमपीसी की अप्रैल, जून और अगस्त 2023 की बैठकों में विराम बनाए रखा है क्योंकि 250 बीपीएस की वृद्धि का प्रभाव अभी भी चल रहा है। जून 2023 में हेडलाइन मुद्रास्फीति घटकर 4.8 प्रतिशत हो गई थी, जो अप्रैल 2022 में 7.8 प्रतिशत के शिखर पर थी। हालांकि, जुलाई में यह बढ़कर 7.4 प्रतिशत हो गई, जिसका मुख्य कारण सब्जियों की कीमतों में तेजी थी, जो नरम होना शुरू हो चुकी हैं।

जैसा कि मैंने 10 अगस्त 2023 को अपने मौद्रिक नीति वक्तव्य में उल्लेख किया था, सब्जियों की कीमतों के आघातों की संभावित अल्पकालिक प्रकृति को देखते हुए, मौद्रिक नीति ऐसे आघातों के पहले दौर के प्रभावों के समाप्त होने की प्रतीक्षा कर सकती है जो हेडलाइन मुद्रास्फीति में अल्पकालिक वृद्धि पैदा कर सकते हैं। हम इस बात के लिए सतर्क हैं कि सामान्यीकरण और दृढ़ता के रूप में इसके बाद के प्रभाव बने न रहें। बार-बार खाद्य कीमतों के आघातों की लगातार घटनाएं मुद्रास्फीति की उम्मीदों को नियंत्रित करने में जोखिम पैदा करती हैं, जो सितंबर 2022 से चल रही हैं। हम इस पर भी नजर रखेंगे। सरकार द्वारा किए जा रहे

निरंतर और समय पर किए गए आपूर्ति कार्य खाद्य मूल्य आघातों की गंभीरता और अवधि को सीमित करने में महत्वपूर्ण हैं। इन परिस्थितियों में, मूल्य स्थिरता के लिए किसी भी जोखिम से सतर्क रहना और समय पर और उचित रूप से कार्य करना आवश्यक है। हम मुद्रास्फीति को 4.0 प्रतिशत के लक्ष्य के अनुरूप रखने पर दृढ़ता से ध्यान केंद्रित कर रहे हैं।

नीतिगत मुद्दे और चुनौतियां

उच्च वैश्विक मुद्रास्फीति के वर्तमान दौर और महामारी तथा रूस-यूक्रेन युद्ध के पूर्ववर्ती अतिव्यापी आघातों ने मौद्रिक नीति के संचालन के लिए महत्वपूर्ण मुद्दे और चुनौतियां खड़ी की हैं। सबसे पहले, महामारी के कारण अर्थव्यवस्था के सामने आने वाली कई चुनौतियों को देखते हुए एफआईटी ढांचे और 4 प्रतिशत के लक्ष्य का परीक्षण हुआ। इसलिए जब मुद्रास्फीति लक्ष्य की 2021 की शुरुआत में समीक्षा की जानी थी और अगले 5 वर्षों के लिए अधिसूचित किया जाना था, तो रिज़र्व बैंक ने बल देते हुए 4 प्रतिशत लक्ष्य²² को बनाए रखने की सिफारिश की। इस बात पर जोर दिया गया कि लक्ष्य और इसके इर्द-गिर्द उपलब्ध कराए गए लचीलेपन ने हमें जरूरत पड़ने पर अर्थव्यवस्था को समर्थन देने और मुद्रास्फीति के उच्च स्तर पर पहुंचने और 6 प्रतिशत के ऊपरी सहिष्णुता स्तर को पार करने की स्थिति में संवृद्धि के बजाय मुद्रास्फीति को फिर से प्राथमिकता देने में मदद की है। वास्तव में, ठीक ऐसा ही हुआ जब यूक्रेन युद्ध के बाद मुद्रास्फीति के दबाव में अचानक वृद्धि हुई थी। एफआईटी पद्धति ने मूल्य स्थिरता के लिए हमारी प्रतिबद्धता को प्रदर्शित किया है और मौद्रिक नीति की विश्वसनीयता को बढ़ाया है।

दूसरा, प्रणाली में चलनिधि का स्तर वास्तविक ओवरनाइट कॉल मनी दर या भारित औसत कॉल मनी दर (डब्ल्यूएसीआर) को निर्धारित करने में महत्वपूर्ण भूमिका निभाता है जो मौद्रिक नीति का परिचालन लक्ष्य है। एमपीसी नीतिगत रेपो दर और मौद्रिक नीति का रुख तय करती है। इसके बाद यह रिज़र्व बैंक की जिम्मेदारी है कि वह एमपीसी के निर्णय के अनुरूप अपने चलनिधि प्रबंधन कार्यों का संचालन करे। महामारी के दौरान, जब एमपीसी

ने दो महीने की अवधि के भीतर नीतिगत दर में 115 बीपीएस की कमी की थी, रिज़र्व बैंक ने पर्याप्त मात्रा में चलनिधि उपलब्ध कराई, जिससे ओवरनाइट कॉल मनी दरें रिवर्स रेपो दर के करीब पहुंच गईं। यह अर्थव्यवस्था को प्रोत्साहित करने, विश्वास बहाल करने और मौद्रिक नीति के उदार रुख के अनुरूप बाजार गतिविधि को पुनर्जीवित करने के लिए किया गया था। मुद्रास्फीति में वृद्धि के मद्देनजर जून 2022 में एमपीसी का रुख 'सुविधाओं की वापसी' की ओर हुआ, तब रिज़र्व बैंक के चलनिधि प्रबंधन संचालन ने गैर-विघटनकारी तरीके से अधिशेष चलनिधि की क्रमिक और मूल्यांकित निकासी पर और भी अधिक ध्यान केंद्रित किया।²³ कुल मिलाकर, उभरती परिस्थितियों का सामना करते हुए रिज़र्व बैंक द्वारा चलनिधि का प्रबंधन त्वरित और चुस्त रहा है।

तीसरा, हाल के वर्षों में हमारा अनुभव यह रहा है कि आपूर्ति आघात बार-बार हो रहे हैं जिनका गहरा प्रभाव मुद्रास्फीति प्रबंधन और मुद्रास्फीति अपेक्षाओं को नियंत्रण में रखने पर हो रहा है। निरंतर उच्च मुद्रास्फीति रहने से एक प्रमुख जोखिम यह है कि यह मुद्रास्फीति उम्मीदों पर नियंत्रण को कम कर सकता है। इसलिए सतर्क रहना और अपेक्षाओं को मजबूती से नियंत्रण में रखने के लिए एक मूल्यांकित और समयबद्ध तरीके से आवश्यक कदम उठाना महत्वपूर्ण है। रिज़र्व बैंक ने इस तरह की उथल-पुथल से निपटने में तेजी और सूझ-बूझ दिखाई है। हम क्षणभंगुर आघातों से गुजरते हैं, लेकिन अगर इस तरह के आघात बने रहने और सामान्यीकृत होने के संकेत दिखाते हैं तो नीतिगत कदम उठाने के लिए तैयार रहते हैं। ऐसे परिदृश्य में, मौद्रिक नीति को दूसरे दौर के प्रभावों को रोकने पर ध्यान केंद्रित करना होता है।

चौथा, मूल्य स्थिरता और वित्तीय स्थिरता एक दूसरे के पूरक हैं। वास्तव में, मूल्य स्थिरता वित्तीय स्थिरता के लिए एक नियंत्रण साधन है - लेकिन कभी-कभी, दोनों के बीच समझौता एक चनौती बन जाती है जैसा कि कुछ उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में हाल ही में बैंकिंग क्षेत्र की उथल-पुथल में दिखा गया। लंबे समय

²² "मौद्रिक नीति ढांचे की समीक्षा", मुद्रा और वित्त संबंधी रिपोर्ट 2020-21, भारतीय रिज़र्व बैंक।

²³ 15 जनवरी 2021 से परिवर्तनीय दर रिवर्स रेपो (वीआरआरआर) मुख्य संचालन को फिर से शुरू करने के माध्यम से 2021 के दौरान चलनिधि पुनर्संतुलन पहले से ही चल रहा था। अलग-अलग राशि और अवधि के वीआरआरआर संचालन के माध्यम से अधिशेष चलनिधि को भी छोटी अवधि से लंबी अवधि में अंतरित कर दिया गया था। 21 मई 2022 से सीआरआर को 4 प्रतिशत से 4.5 प्रतिशत तक 50 बीपीएस बढ़ाने के साथ चलनिधि निकासी में वृद्धि शुरू हुई।

तक लगभग शून्य नीतिगत दर के बाद, इन अर्थव्यवस्थाओं में केंद्रीय बैंकों ने 2022 में आक्रामक रूप से ब्याज दरों में वृद्धि शुरू कर दी, जिससे इन अर्थव्यवस्थाओं में कुछ बैंकों पर दबाव उत्पन्न हुआ। इसके विपरीत, मुद्रास्फीति के खिलाफ हमारी लड़ाई वित्तीय स्थिरता की चिंताओं से जुड़ी नहीं है। वास्तव में, कोविड समय में भी, हमने वित्तीय स्थिरता को मजबूत करने के लिए लगातार उपाय किए। रिज़र्व बैंक ने विवेकपूर्ण दृष्टिकोण अपनाया है और एक एकीकृत और सामंजस्यपूर्ण संरचना विकसित करके बैंकों, एनबीएफसी और अन्य वित्तीय संस्थाओं के विनियमन और पर्यवेक्षण में सुधार करने के लिए कई पहल की हैं। हमारी बैंकिंग प्रणाली बेहतर पूंजी अनुपात, आस्ति गुणवत्ता और लाभप्रदता के साथ समुत्थानशील और स्वस्थ बनी हुई है।

पांचवां, केंद्रीय बैंक द्वारा संचार मौद्रिक नीति की जमीनी प्रभावकारिता में महत्वपूर्ण भूमिका निभाता है। कुछ दशक पहले, केंद्रीय बैंकों का मानना था कि उन्हें "उन्हें संकुचित दृष्टिकोण के साथ पेश होना चाहिए", "जितना संभव हो उतना कम कहना चाहिए" और "सांकेतिक रूप से कहना चाहिए"।²⁵ फेडरल रिज़र्व के पूर्व अध्यक्ष श्री एलन ग्रीनस्पैन की प्रसिद्ध टिप्पणी थी "अगर मैं आपको अनुचित रूप से स्पष्ट लगता हूं, तो आपने मेरी बात को गलत समझा होगा"।²⁶ अब वह समय नहीं रहा। अब, प्रभावी संचार के माध्यम से अपेक्षाओं का प्रबंधन मौद्रिक नीति उपायों का एक महत्वपूर्ण साधन है। रिज़र्व बैंक के मामले में, सुगमता चक्र के दौरान प्रभावी अग्रिम मार्गदर्शन ने महामारी के दौरान हमारे पारंपरिक और गैर-पारंपरिक उपायों के प्रभाव को मजबूत किया। 2020 और 2021 के दौरान, महामारी के चरम पर, एमपीसी ने मुद्रास्फीति के बजाय संवृद्धि को प्राथमिकता दी। वास्तव में, जब जुलाई-अगस्त 2020 में मुद्रास्फीति 6 प्रतिशत के ऊपरी सहिष्णुता स्तर से ऊपर थी, हमने मौद्रिक नीति के उदार रुख को जारी रखने के लिए स्थिति और समय-आधारित अग्रगामी मार्गदर्शन दोनों प्रदान किए, क्योंकि उत्पादन अपने पूर्व-महामारी

स्तर से काफी नीचे था। इसके अलावा, हमारे पूर्वानुमान से यह भी पता चला कि मुद्रास्फीति धीरे-धीरे नरम होने की संभावना है।²⁷ 2020-21 की दूसरी छमाही में, मुद्रास्फीति हमारे आकलन के अनुरूप कम हो गई। अप्रैल-मई 2022 में शुरू हुए सख्त चरण में, संचार के पैमाने और स्वरूप को उचित रूप से व्यवस्थित किया गया है और नीतिगत दरों में वृद्धि के सफल संचरण को सुनिश्चित करने के लिए मूल्यांकित किया गया है। लक्ष्य के साथ मुद्रास्फीति को फिर से संरेखित करने की हमारी दृढ़ प्रतिबद्धता पर बल देकर मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं को नियंत्रित करने पर ध्यान केंद्रित किया गया है। कुल मिलाकर, केंद्रीय बैंक का संचार संतुलित होना चाहिए – यह बहुत अधिक हो तो बाजार को भ्रमित कर सकता है, और बहुत कम हो तो अनुमान लगाए जाएंगे। हम सावधानी बरतते हुए चलते हैं और लगातार अपनी संचार रणनीतियों को परिष्कृत करने का प्रयास करते हैं।

संक्षेप में

भारत में मौद्रिक नीति ढांचा सिद्धांत और देश प्रथाओं में विकास, अर्थव्यवस्था की बदलती प्रकृति और वित्तीय बाजारों में विकास के अनुरूप विकसित हुआ है। व्यापक उद्देश्यों के भीतर, मुद्रास्फीति, संवृद्धि और वित्तीय स्थिरता पर सापेक्ष बल स्वतंत्रता के बाद से भिन्न-भिन्न मौद्रिक नीति व्यवस्थाओं के अनुरूप रहा।

मुद्रास्फीति लक्ष्य व्यवस्था के दौरान हमारा अनुभव मौद्रिक नीति के संचालन के लिए कुछ उपयोगी सबक प्रदान करता है। सबसे पहले, संकट के दौरान सक्रिय और फुर्तीला होना तेजी से हो रहे महत्वपूर्ण विकास के लिए तीव्रतापूर्वक प्रतिक्रिया देने की क्षमता देता है। दूसरा, नीतिगत उपाय, बिना किसी मौजूदा हठधर्मिता या रूढ़िवादिता से बंधे होने के, विवेकपूर्ण, लक्षित और समय की मांग के अनुरूप होने चाहिए। तीसरा, मौद्रिक नीति कार्रवाइयों को - जब आवश्यक हो - उचित विनियामकीय और पर्यवेक्षी उपायों द्वारा समर्थित किया जाना चाहिए, जिसमें मैक्रो-प्रूडेंशियल साधन शामिल हैं, ताकि नीति प्रभाव और उसकी विश्वसनीयता को मजबूत किया जा सके। चौथा, अपेक्षाओं और भावनाओं को उचित रूप से नियंत्रित करने के प्रयास के हिस्से के रूप में, प्रभावी संचार के माध्यम से बाजार और आम जनता को

²⁴ वित्तीय स्थिरता रिपोर्ट, भारतीय रिज़र्व बैंक, जून 2023 देखें।

²⁵ ब्लाइंडर, ए.एस., एम. एहरमैन, एम. फ्रैटज़शर, जे. डी. हान और डी. जे. जानसेन (2008)। "केंद्रीय बैंक संचार और मौद्रिक नीति: सिद्धांत और साक्ष्य का एक सर्वेक्षण" जर्नल ऑफ इकोनॉमिक लिटरेचर 46, पीपी 910-451

²⁶ नवंबर-दिसंबर 1987 में अमेरिकी कांग्रेस की एक उपसमिति से बात करते हुए।

²⁷ एमपीसी संकल्प और 9 अक्टूबर 2020 का गवर्नर का वक्तव्य देखें।

मार्गदर्शन और विश्वास प्रदान करने की आवश्यकता है। ये सभी सिद्धांत हाल की अवधि में आए आघातों के दौरान हमारे कार्यों में दृढ़ता से अंतर्निहित थे।

एलन ब्लाइंडर, जो एक शिक्षाविद होने के साथ-साथ व्यवसायी भी थे, ने एक बार कहा था, "अब दोनों ओर से मौद्रिक नीति को देखने के बाद, मैं कह सकता हूँ कि व्यवहार में केंद्रीय बैंकिंग विज्ञान के साथ-साथ कला भी है।"²⁸ प्रतिष्ठित दिल्ली स्कूल ऑफ इकोनॉमिक्स में अर्थशास्त्र के छात्रों के रूप में, मुझे यकीन है कि आप मैक्रो-स्टैबिलाइजेशन टूल के रूप में मौद्रिक

नीति के विज्ञान से अच्छी तरह वाकिफ हैं। मैंने इस अवसर पर एक व्यवसायी के दृष्टिकोण से मौद्रिक नीति बनाने की कला पर कुछ प्रकाश डाला, विशेष रूप से एक गतिशील और अनिश्चित वातावरण में जैसा कि हाल के वर्षों में देखा गया है। अपनी आगे की यात्रा जारी रखते हुए हम अपने लक्ष्य में स्पष्ट हैं, हमारा दृष्टिकोण लचीला है और भारत के व्यापक आर्थिक बुनियाद को मजबूत करने और उसकी विकास यात्रा को मजबूत करने के हमारे प्रयास हैं।

धन्यवाद। नमस्कार।

²⁸ ब्लाइंडर, एलन एस. 1997। "सरकार में अर्थशास्त्र पर विशिष्ट व्याख्यान: केंद्रीय बैंकर शिक्षाविदों से क्या सीख सकते हैं - और इसके विपरीत।" जर्नल ऑफ इकोनॉमिक पर्सपेक्टिव्स, 11 (2): 3-19।