

# भारत की मौद्रिक नीति समिति के कार्यकाल का एक वर्ष\*

## माइकल देबब्रत पात्र

मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) का संकल्प भारतीय रिज़र्व बैंक (आरबीआई) की वेबसाइट पर 4 अक्टूबर 2017 को अपराह्न 2.30 बजे प्रकाशित किया गया और इस प्रकार छोटे पैमाने पर एक इतिहास रचा गया। ठीक एक वर्ष पहले, परंपरा के उस पन्ने को पलटा गया जिसका संबंध स्वतंत्रता-पूर्व के भारत में आरबीआई के उद्भव से था। मौद्रिक नीति संबंधी निर्णय छह-सदस्यों वाली एक समिति को सौंपा गया, जो अब तक अकेले भारतीय रिज़र्व बैंक के गवर्नर द्वारा लिया जाता था। समिति के अध्यक्ष रिज़र्व बैंक के गवर्नर हैं। इस समिति में मौद्रिक नीति के उप गवर्नर, आरबीआई के केंद्रीय बोर्ड द्वारा नियुक्त एक अधिकारी, एवं केंद्र सरकार द्वारा नियुक्त तीन बाह्य सदस्य हैं। विचार-विमर्श और वाद-विवाद, चुनौती एवं जवाबी-चुनौती, पूर्णतः समर्थित व्यक्तिपरक आकलन, तथा वोटिंग युक्त भारत की मौद्रिक नीति की व्यवस्था में परिवर्तन हो रहा था। बिना किसी श्रेष्ठता या इस प्रकार की कोई महत्ता के शनैः-शनैः यह भारत में मौद्रिक नीति के बर्ताव को आधुनिक रूप देने की दिशा में एक सबसे बड़ा कदम था।

वैधानिक अधिदेश के साथ आरबीआई अधिनियम में संशोधन करने के जरिए वृद्धि को लक्ष्य बनाते हुए मूल्य में स्थिरता बनाए रखने के ध्येय के साथ भारत की गिनती उन चुनिंदा किंतु प्रगतिशील देशों में होने लगी जहां 1990 की शुरुआत से मौद्रिक नीति को लेकर ऐसी रूपरेखा बनाई गई है जिसके तहत लचीला मुद्रास्फीति लक्ष्य (एफआईटी) अपनाया गया है। एफआईटी के अंतर्गत, मौद्रिक नीति के लक्ष्य के रूप में मूल्य स्थिरता को प्रमुखता दी गई है और साथ ही अर्थव्यवस्था की स्थिति पर भी ध्यान केंद्रित किया गया है। तदनुसार, मुद्रास्फीति के लक्ष्य को मध्यावधि सीमा में प्राप्त किया जाना है, बजाय किसी निश्चित समय पर, जिससे अवस्फीति से

पैदावार पर पड़ने वाले प्रभाव को कम किया जा सके। इसके अतिरिक्त, आपूर्ति को लेकर कमी की संभावना को महसूस करते हुए लक्ष्य को इस प्रकार निर्धारित किया गया है कि उसे एक ऐसे बैंड या दायरे के अंतर्गत रखा गया है जो मौद्रिक नीति के अधिकार क्षेत्र के बहुत बाहर है। मुद्रास्फीति बैंड सुनिश्चित न कर पाने की जवाबदेही आम तौर पर निश्चित की जाती है, लेकिन मौद्रिक नीति के परिचालन को लेकर विभिन्न कमियां पर विचार करने के बाद।

भारत में, संशोधित आरबीआई अधिनियम में, मुद्रास्फीति लक्ष्य के संबंध में मेट्रिक्स को मासिक उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) में वर्ष-दर-वर्ष परिवर्तन के रूप में परिभाषित किया गया है। सरकार ने मुद्रास्फीति को लेकर 4 प्रतिशत का लक्ष्य निर्धारित किया है, जिसमें गुंजाइश का स्तर अधिकतम 6 प्रतिशत एवं न्यूनतम 2 प्रतिशत तय किया गया है। संशोधित आरबीआई अधिनियम में, मौद्रिक नीति के बर्ताव में स्वाभाविक रूप से जो कमियां आती हैं उसे महसूस करते हुए मुद्रास्फीति का लक्ष्य हासिल करने में नाकामयाबी को लेकर जवाबदेही संबंधी मानदंड भी विनिर्दिष्ट किए गए हैं। इसमें नाकामयाबी को, तत्काल न होकर, लगातार तीन तिमाहियों के लिए औसत मुद्रास्फीति गुंजाइश के दायरे को तोड़ने के रूप में परिभाषित किया गया है। यद्यपि, सामाजिक असहिष्णुता की सीमा के विपरीत पिछले दशकों के दौरान मुद्रास्फीति को लेकर व्यक्त की गई चिंता मौद्रिक नीति पर हावी रही, लेकिन मौद्रिक नीति के केंद्र-बिंदु के रूप में मुद्रास्फीति लक्ष्य की संख्या को लेकर ऐसी सुनिश्चित प्रतिबद्धता कभी नहीं की गई।

यह एमपीसी के लिए वास्तव में एक नई शुरुआत थी, अंतरराष्ट्रीय व्यवस्था के संदर्भ में यह शब्द नया है। आरबीआई अधिनियम में संशोधन, मुद्रास्फीति लक्ष्य एवं इसकी गुंजाइश सीमा, और लक्ष्य पूरा न कर पाने की जवाबदेही को भारत के गजट में मई-अगस्त 2016 में अधिसूचित किया गया था। यह समाचार दूर-दूर तक फैला और इसने मीडिया के खबरों में जगह बनाया। फिर भी, इस बात का पता तब चला जब भारत सरकार ने 29 सितंबर 2016 को एक प्रेस विज्ञप्ति जारी करने के जरिए एमपीसी की नियुक्ति के बारे में विश्व को बताया। महज एक कार्य दिवस बाद एमपीसी अपने कार्य में जुट गई और 04 अक्टूबर को इसने अपना पहला संकल्प सर्वसम्मति से जारी किया। इस शुरुआत के साथ कई पहल जुड़ी हुई हैं। जैसा अक्टूबर 2016 की सांविधिक अर्ध-वार्षिक मौद्रिक नीति रिपोर्ट (एमपीआर) में उल्लेख किया गया है: 'आरबीआई के इतिहास में ऐसा पहली बार हुआ है कि उसको देश की मौद्रिक नीति रूपरेखा संचालित करने के लिए स्पष्ट वैधानिक अधिदेश

\* माइकल देबब्रत पात्र, कार्यपालक निदेशक, भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा 27 अक्टूबर 2017 को भारतीय रिज़र्व बैंक के जयपुर क्षेत्रीय कार्यालय में दिया गया भाषण।

इस भाषण की विषय-वस्तु 09 अक्टूबर 2017 को गवर्नर, डॉ. ऊर्जित आर पटेल का मिंट के साथ हुए साक्षात्कार से प्रेरित है, जो <http://www.livemint.com/Industry/Gr9H0MnqAL5Ko4PdGa7fdL/RBI-governor-Urjit-Patel-Weve-started-seeing-the-upturn-in.html> पर उपलब्ध है।

मैं डॉ. विरल वी. आचार्य के बहुमूल्य टिप्पणियों के लिए उनका आभारी हूँ। श्री सितिकान्ता पट्टनायक, डॉ. प्रजा दास, डॉ. राजीव रंजन, डॉ. राजीव जैन एवं डॉ. जय चन्द्र द्वारा दी गई जानकारी के लिए उन सभी का आभार। सामान्य अस्वीकरण लागू होते हैं।

प्रदान किया गया। मौद्रिक नीति के प्रमुख उद्देश्य को भी पहली बार परिभाषित किया गया। संशोधन में मौद्रिक नीति समिति के गठन की भी व्यवस्था की गई है, जो मुद्रास्फीति का लक्ष्य प्राप्त करने में आवश्यक नीतिगत दर निर्धारित करेगी, यह भारत के मौद्रिक इतिहास में एक और क्रांतिकारी परिवर्तन है। इन प्रत्येक मील के पत्थरों की अधिक गहराई से व्याख्या करने की जरूरत है ताकि जो नए मोड़ हैं उसके रूपांतरण को समझा जा सके। वास्तव में, प्रत्येक को इसकी वजह मिलेगी और मेरे संस्मरणों में ख्याति-प्राप्त व्यक्तियों के समूह में स्थान पाएंगे। तथापि, संक्षिप्तता और समय को ध्यान में रखते हुए, मैं अपने बाकी के व्याख्यान में निम्नांकित पर अपने विचार प्रकट करूंगा, (I) वह प्रारंभिक स्थितियां जिसकी वजह से आलोचक समूह को व्यवस्था में बदलाव करने की जरूरत महसूस हुई; (II) एफआईटी के पूर्व एवं उसके लिए बुनियाद तैयार करने हेतु संस्थागत संरचना के निर्माण में आरबीआई के प्रयास; (III) एमपीसी द्वारा उसके प्रारंभिक वर्ष में लिए गए छह निर्णयों को आंदोलित कर देन वाले अत्यंत सख्त कदम; एवं (IV) परस्पर विरोधी दबाव एवं दुविधा जिसने 04 अक्टूबर 2017 के निर्णय के लिए मार्ग प्रशस्त किया, विवादास्पद रूप से अत्यधिक कठिन परीक्षा की घड़ी थी।

## II. आरंभिक स्थितियां

आज भारतीय अर्थव्यवस्था में व्यापक मौद्रिक स्थायित्व की बात की जाती है और आंकड़े ऐसे दिए जाते हैं जिनसे दूसरे समकक्ष देशों को ईर्ष्या हो जाए; राजकोषीय घाटे की स्थिति ऐसी जो लगातार मास्ट्रिक्ट संधि के मानकों की ओर बढ़ रही है और जो अधिकांश लोगों के मत में उच्च गुणवत्ता वाली है; मुद्रास्फीति जो कि लक्ष्य से नीचे बनी हुई है जिसकी निगरानी एक मौद्रिक नीति समिति कर रही है जो यह सुनिश्चित करती है कि यह सरकार द्वारा सूचित बैंड के भीतर बनी रहे; चालू खाता घाटा जो सकल घरेलू उत्पाद के 1 प्रतिशत के नीचे है और बाह्य क्षेत्र संकेतकों के डैशबोर्ड की दृष्टि से वहनीय है - कुल मिलाकर एक सुखद स्थिति, चाहे किसी भी रूप में देखें ! फिर भी, अभी चार ही वर्ष पहले की बात है जब इसी अर्थव्यवस्था के समक्ष चुनौतियों का पहाड़ खड़ा था। 'टेपर टैंट्रम' के समय में स्थितियाँ कुछ इस प्रकार बन गयीं कि अर्थव्यवस्था में विद्यमान 6.6 प्रतिशत की वृद्धि-दर और लगभग 300 बिलियन यूएस डालर का विदेशी मुद्रा भण्डार भी 2013 की गर्मियों में 'फ्रेज़ाइल फाइव' के शर्मनाक टैग से भारत को बचा न सका। मूल रूप से यही वे कठिन परिस्थितियां थीं जो मौद्रिक नीति प्रशासन में परिवर्तन की प्रेरणास्रोत बनीं।

भारत वैश्विक आर्थिक संकट से सबसे पहले उबरने वाले देशों में से एक था और इसे अनुकूल हवा मिली राजकोषीय प्रोत्साहन से, भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा नीतिगत दरों में कुल मिलाकर 425 आधार अंकों की कटौती किए जाने से और भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा पर्याप्त मात्रा में चलनिधि की उपलब्धता को बढ़ाते हुए इसे जीडीपी के 10 प्रतिशत तक किया जाने से ताकि वित्तीय संस्थानों को क्रियाशील बनाए रखा जा सके क्योंकि वित्तीय बाजार निष्क्रिय हो चुके थे। वर्ष 2009 में ऐसा लग रहा था कि आर्थिक वृद्धि दर लक्ष्य के मुताबिक द्वि-अंकीय होने की दिशा में तेजी से अग्रसर थी। भौतिक आधारीक संरचना की दयनीय दशा के कारण लम्बे समय से विद्यमान अपमानजनक स्थितियों को दूर करने की दिशा में कदम उठाते हुए हमने विश्वस्तरीय सड़कें, एयरपोर्ट, विद्युत आपूर्ति और बदरगाह बनाने का कार्य प्रारंभ किया। इस बड़े कार्य के लिए उपयुक्त स्थितियों का निर्माण करने की दिशा में भी मुख्य भूमिका के निर्वहन की आशा वित्तीय क्षेत्र से ही की गयी थी यद्यपि, जैसा कि इस संबंध में हमारा दुःखद अनुभव बताता है, यह प्रशासन और जोखिम नियंत्रण की दृष्टि से बहुत हानिकार था।

हालांकि, इसमें एक प्रच्छन्न खतरा था। खाद्य-वस्तुओं की कीमतों में बढ़ोत्तरी के पीछे खराब मानसून का हवाला देते हुए मुद्रास्फीति ने बड़ी ही मासूमियत के साथ अपना सिर उठाना शुरू किया और उसका यह विद्रूप चेहरा आर्थिक संवृद्धि में आई अकस्मात् तेजी, जो उस समय इतनी सकारात्मक लग रही थी कि इसमें हस्तक्षेप नहीं किया गया, की आड़ में छुपा रहा। थोक मूल्य सूचकांक (डब्ल्यूपीआई), जो उस समय मुद्रास्फीति को मापने का आधिकारिक पैमाना था, शुरुआत में इसका पता लगाने में असफल रहा - यद्यपि, वर्ष 2009 में डब्ल्यूपीआई खाद्य सूचकांक में लगभग 15% की बढ़ोत्तरी हुई, तथापि हेडलाइन मुद्रास्फीति, जो डब्ल्यूपीआई में वर्ष-दर-वर्ष होने वाले परिवर्तन का माप होती है, 4% के नीचे बनी रही। उन दिनों के मूलभूत मापदंड की वजह से इसमें अत्यधिक गिरावट आई - डब्ल्यूपीआई गैर-खाद्य विनिर्मित उत्पाद मुद्रास्फीति करीब-करीब शून्य थी। लेकिन इसके विपरीत, औद्योगिक श्रमिकों के लिए उपभोक्ता मूल्य सूचकांक के संदर्भ में मुद्रास्फीति (सीपीआई-आईडब्ल्यू) लगभग 12 प्रतिशत से अधिक थी। प्रारंभिक तौर पर बढ़ते हुए, खाद्य मुद्रास्फीति 2010-11 तक सामान्य हो गई। तब तक डब्ल्यूपीआई की वजह से यह बढ़ गई, और गैर-खाद्य विनिर्मित उत्पादों की कीमतों पर उसका प्रभाव दिखना शुरू हो गया। जब तक मार्च 2010 में नीतिगत प्रतिक्रिया हुई, बहुत देर हो चुकी थी। वर्ष 2009-12 के दौरान मुद्रास्फीति, सीपीआई-आईडब्ल्यू के आकलन के मुताबिक औसतन 10.4 प्रतिशत और डब्ल्यूपीआई के अनुसार 7.4 प्रतिशत रही। नीतिगत दरें 13 बार बढ़ने के

बावजूद उस पर कोई प्रभाव नहीं पड़ा। अब व्यवस्था में शामिल हो जाने के बाद, यह मल्टी-हेड्ड हाईड्रा के रूप में रूपांतरित होने लगा।

मुद्रास्फीति महज मूल्य स्तर की वृद्धि दर नहीं होती है। इसे राज्य द्वारा अभिशासन और व्यापक आर्थिक प्रबंधन की गुणवत्ता का सूचकांक भी माना जाता है। अपने लोगों की भलाई सुनिश्चित करना राज्य का दायित्व होता है। राज्य के लोग बेहतर सामूहिक हितों की आस में अपनी जिंदगी से जुड़े कुछ नियंत्रण राज्य पर छोड़ देते हैं। यह सर्वविदित है कि भारतीय समाज द्विअंकीय मुद्रास्फीति को कतई स्वीकार नहीं करता। बीते वर्षों में यह कई बार मुख्य चुनावी मुद्दा भी बन चुकी है और प्याज जैसी वस्तुओं की कीमतों में भारी गिरावट के चलते सरकारें बदल गयीं हैं। 2009 वर्ष के दौरान ही हाउसहोल्ड्स की आगामी वर्ष के लिए मुद्रास्फीति संबंधी प्रत्याशाओं में 400 आधार अंकों की वृद्धि हुई। वर्ष समाप्त होते-होते वे 12 प्रतिशत का आंकड़ा पार कर गयीं और यह वृद्धि जारी रही और उन्हीं उच्चतम बिंदुओं के इर्द-गिर्द बनी रही। मुद्रास्फीति के इस जिन्न को फिर से बोटल में कैद कर पाने की कोई संभावना लोगों को दिखाई नहीं दे रही थी। हालांकि, इस बार उन्होंने मतपत्रों का सहारा नहीं लिया। उन्होंने कुछ ऐसा किया जो कहीं अधिक खतरनाक था - उन्होंने सोना खरीदा।

जैसे-जैसे स्फीति के परिणाम और स्फीति प्रत्याशाएं बढ़ीं, बैंक जमा पर वास्तविक प्रतिलाभ की दर घटने लगी, यहां तक कि नकारात्मक हो गयी। वित्तीय आस्तियों में बचत करना नुकसानदेह लगने लगा। इसलिए लोग बैंक जमा और अन्य वित्तीय आस्तियों से अपना पैसा निकाल कर उसका निवेश सोने की खरीद में करने लगे। भारत में सोना खरीदना पूंजीपति बनने का सबसे कारगर मार्ग माना जाता है; भारत की कुल स्वर्ण मांग के केवल 2 प्रतिशत का खनन घरेलू रूप से किया जाता है। वर्ष 2012 तक भारत सोने का सबसे बड़ा उपभोक्ता बन चुका था। संकटकालीन वर्षों (2009-12) में सोने का वार्षिक औसत आयात 700-800 टन से बढ़कर 1000 टन के ऊपर पहुंच गया। सोने का आयात देश के कुल आयात का 11 प्रतिशत हो जाने के कारण चालू खाता घाटा बढ़ने लगा और 2012-13 की तीसरी तिमाही तक यह जीडीपी का 6.8 प्रतिशत हो गया। यह एक टाइम बम की तरह था जो कभी भी फट सकता था। वास्तव में आरबीआई ने वर्ष 2011-12 और 2012-13 के अपने मौद्रिक नीति वक्तव्य में इस उभरते चालू खाता घाटे से उत्पन्न खतरे के प्रति आगाह किया था परंतु उस समय पूंजी-अंतर्वाह में विद्यमान भारी वृद्धि के चलते इन चेतावनियों को अनसुना कर दिया गया।

थोड़ा पीछे मुड़कर देखें तो पायेंगे कि इस संकट की पृष्ठभूमि पहले ही बन चुकी थी। जरूरत थी तो बस एक

चिंगारी की। वह चिंगारी 2013 में मिल गयी जब फेडरल रिज़र्व (फेड) ने वर्ष के आखिरी महीनों में मौद्रिक नीति को सामान्य बनाने की संभावना की ओर इशारा किया। वर्ष 2009 से फेड द्वारा शुरू की गयी क्वांटिटेटिव ईज़िंग (क्यूई) के परिणामस्वरूप शिथिल पड़ चुके वित्तीय बाजारों को इससे एक जोरदार झटका लगा। निवेश के लिए सुरक्षित स्थल की तलाश में उदीयमान बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) से विदेशी पूंजी बाहर निकालने के लिए छटपटाहट होने लगी। मुद्राओं के मूल्यों में, प्रतिलाभों में और ईक्विटी में भारी गिरावट आयी क्योंकि ईएमई - जिसमें पूंजी निवेश को जोखिमपूर्ण की श्रेणी में माना जाने लगा - से निवेशक भाग खड़े हुए और उसका संक्रामक प्रभाव एक से दूसरी अर्थव्यवस्थाओं पर पड़ने लगा। निवेशकों का विश्वास विशेष रूप से पांच उदीयमान अर्थव्यवस्थाओं - ब्राजील, इण्डोनेशिया, टर्की, दक्षिण अफ्रीका और भारत - पर से उठ गया। वित्तीय बाजारों में एक नया मुहावरा - 'फ्रेजाइल फाइव'- चल पड़ा।

मुद्रास्फीति ने भारतीय अर्थव्यवस्था पर कई तरह से असर डाला था। प्रारंभ में जो स्फीति केवल खाद्य वस्तुओं तक सीमित थी, उसने कालांतर में भुगतान संतुलन संकट का रूप ले लिया। मौद्रिक नीति के समक्ष अब तक का सबसे गंभीर संकट उत्पन्न हो गया - विश्वसनीयता खोने का संकट। अकस्मात् स्थितियां ऐसी बनीं कि सुधार अवश्यभावी हो गए और इस पर तत्काल ध्यान देना बेहद जरूरी हो गया।

### III. संस्थागत फ्रेमवर्क तैयार करना

इस स्थिति की प्रतिक्रिया स्वरूप रिज़र्व बैंक और सरकार दोनों ने सबसे पहले विदेशी खातों का गुणात्मक क्षरण को रोकने पर ध्यान केंद्रित किया। आरक्षित निधि का बफर तैयार करना, सोने के आयात पर प्रतिबंध लगाना, घरेलू चलनिधि में कमी लाना ताकि बाजार में ब्याज दरें बढ़ सकें - इस प्रकार के बहुत से उपायों के बारे में लिखा-पढ़ा गया है और आज भी उस उथल-पुथल की कुछ यादें बाकी हैं। परंतु यह आत्ममंथन का समय था - कुछ बहुत ही बुनियादी चीज ऐसी थी जो टूट गयी थी और उसे जोड़ा जाना जरूरी था। आम जनता के लिए सुशासन और व्यापक आर्थिक प्रबंधन की जो शपथ ली गयी थी उसे चोट पहुंची थी और इस नुकसान की भरपायी शीघ्र की जानी आवश्यक थी। बहुत जल्द यह मसहूस किया गया कि एक मूलभूत परिवर्तन जरूरी है, कुछ ऐसा जो पूरी प्रणाली को हिला कर रख दे और परंपरागत तौर-तरीकों के वर्चस्व को समाप्त कर सके, कुछ ऐसा जिससे भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम में संशोधन की आवश्यकता उत्पन्न हो जाए। इसी दिशा में आरबीआई ने मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क को संस्थागत आधार प्रदान करने हेतु 2014 में चरणबद्ध प्रयास प्रारंभ किए - हालांकि ये प्रयास पूरी तरह से क्रमबद्ध नहीं थे।

सितंबर 2013 में मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क को संशोधित और सुदृढ़ करने हेतु एक विशेषज्ञ समिति की स्थापना हुई। इस विशेषज्ञ समिति की सिफारिशों ने एक बौद्धिक आधार प्रदान किया जिस पर नया फ्रेमवर्क आधारित होगा। यह आंतरिक रूप से समनुरूप मॉडल था, अपने आप में परिपूर्ण, इसका दायरा मौद्रिक नीति के लक्ष्य(यों); इस लक्ष्य को हासिल करने में नीति निर्माता का पथ-प्रदर्शन करने वाले साधक-नियम; परिचालन पद्धति; परेषण; और मौद्रिक नीति के अंतरराष्ट्रीय आयामों तक व्याप्त था। इसका मुख्य आधार पहले से संकलित कार्य था और इसने नए आधार भी निर्धारित किए।

समिति की पैमाइश हेतु आधिकारिक मैट्रिक्स-उपभोक्ता कीमत सूचकांक में खुदरा स्तर पर कीमत परिवर्तन को लेते हुए हाउसहोल्ड और उपभोक्ताओं के साथ मिलकर एक तार को इंकृत किया, थोक मूल्य सूचकांक तो उपभोक्ता कीमत सूचकांक के निकट रहता है, या कम-से-कम यह थोक कीमतों में बदलावों को प्रकट करता है और परिवारों को वह महंगाई बताता है, जो उन तक पहुंचने से पहले ही आकलित की गई। इसके अलावा जनवरी 2012 तक डब्ल्यूपीआई साप्ताहिक सूचकांक हुआ करता था जिसमें 676 वस्तुएं शामिल थीं। कीमत सापेक्षताएं हमेशा उपलब्ध था संगृहीत नहीं रहती और बहुधा इनकी बस पुनरावृत्ति कर दी जाती थी<sup>1</sup>। यह सब कहना आसान था लेकिन करना कठिन था। जनता को काफी समय से रिज़र्व बैंक द्वारा निरूपित महंगाई संबंधी चिंताओं को जानने की आदत थी, यह निरूपण बहुआयामी संकेतक आधारित मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क के तहत डब्ल्यूपीआई के रूप में किया जाता था। जनवरी 2015 में नया अखिल भारतीय उपभोक्ता कीमत सूचकांक तैयार किया गया जिसमें सन 2012 को आधार वर्ष लिया गया। रिज़र्व बैंक के लिए समस्या यह थी कि इसने पहले कभी उपभोक्ता मूल्य सूचकांक पर प्रतिक्रिया नहीं दी थी। परिणामस्वरूप नीतिगत प्रवर्तनों में सीपीआई स्फीति की प्रतिसादात्मकता अज्ञात थी। नीतिगत संक्रियाओं को अंशांकित करने का कोई तरीका नहीं था। महंगाई के आधिकारिक पैमाने के रूप में हेडलाइन सीपीआई स्फीति का प्रयोग एक अन्य उल्लेखनीय दृष्टि से भी बहादुरी भरा कदम था - क्योंकि सीपीआई की लगभग आधी बॉस्केट खाद्य

वस्तुओं से भरी थी। भारतीय अर्थव्यवस्था का काफी लंबा इतिहास था कि यह खाद्य जन्य आघातों से प्रभावित हो जाती थी, जिसमें अटलता और सहवर्ती कुप्रभाव भी दिखाई देते थे। आपूर्ति संबंधी आघातों को मौद्रिक नीति के नियंत्रण में नहीं रखा जा सकता है। रिज़र्व बैंक ने यह दृष्टिकोण अपनाया कि यद्यपि खाद्यजन्य आघात की प्रथम व्याप्ति मौद्रिक नीति के दायरे से बाहर है, लेकिन क्या द्वितीय चक्र के प्रभाव यथा स्फीति अनुमानों पर और खासकर शेष स्फीति को प्रभावित करने वाले सहवर्ती कुप्रभाव भी बाहर हैं। इसने यह भी निर्णय लिया कि अपने सर्वाधिक मूक घटकों से वंचित व्यतिरेकी उपाय की तुलना में हेडलाइन सीपीआई स्फीति अधिक सहज रूप में संप्रेषित होती है।

महंगाई को नवंबर 2013 के सर्वोच्च 11.5 प्रतिशत से नीचे लाने के लिए रिज़र्व बैंक ने एक ढलवा पथ निर्धारित किया, ताकि यह अधिक स्वीकार्य स्तर पर आए और अवस्फीति की आउटपुट हानियों को न्यूनतम करने के लिए बिग-बैंग को त्याग सके। इस परिपथ के भीतर इसने स्वतः निर्धारित लक्ष्य रखे - सन 2014 के अंत तक 8 प्रतिशत की कमी; सन 2015 के अंत तक 6 प्रतिशत की कमी; और 2016 के अंत तक 5 प्रतिशत की कमी। इन लक्ष्यों को सौभाग्य (सन 2014 में अंतरराष्ट्रीय पण्य कीमतों में गिरावट; नए सीपीआई में गुणोत्तर - औसत रखना) के व्यापक प्रभाव के कारण प्राप्त कर लिया गया, शायद वीरभोग्या वसुंधरा। इस पृष्ठभूमि में एमपीसी ने अपना कार्य आरंभ किया। आगामी साल के लिए अत्यधिक अनिश्चय के बीच इसे तलवार की धार पर संवृद्धि-स्फीति संतुलन का सामना करना तो तय हो गया था।

#### IV. बीता हुआ साल

एमपीसी के कार्यकाल का पहला साल एक नहीं कई प्रकार से उथल-पुथल से भरा रहा। कई बार कृत्रिम शुरुआतों के बाद वैश्विक मांग और व्यापार ने सन 2016 की दूसरी छमाही में अपना पैर थोड़ा सा जमाया और सन 2017 की पहली छमाही में इसे कुछ कर्षण हासिल हुआ। वित्तीय बाजारों में राजनैतिक मंथन चल रहा था। नवंबर 2016 में अमरीका में राष्ट्रपति चुनाव ने ईएमई से पूंजी प्रवाह को बेदखल कर दिया और यूएस डालर में आए उछाल ने समस्त संसार की मुद्राओं में उल्लेखनीय हास पैदा कर दिया। पुनः जनवरी 2017 में 'ब्रेक्सिट' रोडमैप और नए यूएस प्रशासन द्वारा राजकोषीय विस्तारवाद की प्रत्याशाओं ने यूएस डालर को बहुवर्षीय उच्चता

<sup>1</sup> डब्ल्यूपीआई में खाद्य वस्तुओं के लिए न्यून भारांक रहता है, जो परिवारों के उपभोग-व्यवहार से संबद्ध नहीं होता। इसमें सेवाएं शामिल नहीं होती। कीमत-सापेक्षताओं को मिश्रित बाजारों से हासिल किया जाता है, लेकिन प्रथमतया थोक बिक्री बाजारों से जहां सामान्य उपभोक्ता खरीदारी नहीं करता है।

पर जा चढ़ाया। जैसे-जैसे सन 2017 बीतता गया पुनस्फीति ट्रेड ने इक्विटी बाजारों को उठाया, बॉन्ड से कम प्रतिलाभ मिलने लगे और उदीयमान बाजारों की तरफ पूंजी का प्रवाह फिर से होने लगा। मार्च मध्य तक यूएस डालर के तेजड़िया धावे की सांसे उखड़ चुकी थीं, और सितंबर के आरंभ तक यह काफी कमजोर पड़ चुका था, जबकि ईएमई मुद्राओं का ट्रेड ऊपर उठ रहा था। हालांकि सितंबर के अंत तक स्थिति पूरी तरह उलट गई। फेड बैलेन्स शीट में सामान्य स्थिति आने की घोषणा के साथ अमरीकी डॉलर ने अपना खोया हुआ आधार फिर से हासिल कर लिया और उत्तरी कोरिया के आसपास तनाव की स्थिति बन गई। ईएमई इक्विटी बाजारों से पूंजी का बहिर्प्रवाह बढ़ गया। भारत के लिए इन वैश्विक गतिविधियों के बावजूद बाह्य क्षेत्र की व्यवहारिता में सुधार हुआ। सामान्यतया अति तीव्र पूंजी अन्तर्वाह ने विदेशी मुद्रा रिज़र्व को बढ़ा दिया।

सारे साल एमपीसी को जो चुनौती मिलती रही वह थी स्वदेशी दुविधा स्फीति और संवृद्धि के बीच जो ट्रेड-ऑफ काफी तीक्ष्ण बनने को था और दोनों के बीच का तनाव इतना प्रखर हो गया कि अंततः इसने एमपीसी के वोटिंग तरीके को प्रभावित किया। जल्द ही मैं इस बात पर आता हूँ कि यह संतुलन साधने में एमपीसी किन आरोपों और विचारों का सामना कर रही है, हालांकि फिलहाल मैं आरबीआई की तरफ से विश्लेषण करूंगा।

एक साल पहले एमपीसी की पहली बैठक के समय रिज़र्व बैंक भी नेतृत्व परिवर्तन की वेदना झेल रहा था - चौबीसवें गवर्नर ने अपना पदभार संभाला ही था। मौद्रिक नीति का दायित्व संभालने वाले उप गवर्नर की नियुक्ति नहीं हुई थी; और वरिष्ठतम उप गवर्नर को छह सदस्यों वाली एमपीसी को पूरा करने के लिए आगे आना पड़ा। यह भी कि आरबीआई सन 2005 से ही तकनीकी सलाहकार समिति के मित्रवत मार्गदर्शन में कार्य कर रही थी। एमपीसी के साथ जुड़ी हुई अधिक औपचारिक प्रक्रिया को देश विशेष में अपनाने के लिए शब्दशः देश के अनुभव के अनुरूप ढालना होता है। जो सामने आया वह संस्थागत पद्धतियों की अद्वितीय श्रृंखला के रूप में था, जिसपर आंतरिक प्रबंधन सूचना प्रणाली का बोझा लदा हुआ था।

जब एमपीसी अपनी पहली बैठक की प्रक्रिया में थी तो भारत जनवरी 2015 में शुरू हुआ समायोजनकारी मौद्रिक नीति का चक्र परिपक्व होने वाला था, जिसके पहले ही नीतिगत दरों को संचयी रूप में 150 आधार अंकों तक कम

किया जा चुका था। तो भी आधार खिसक रहा था। समष्टि आर्थिक और चलनिधि की स्थितियों में भूचाल जैसी स्थिति बन रही थी। सब्जियों की कीमतों में सामान्य उछाल, दालों की अत्यधिक बढ़ी हुई कीमतों और हाल ही में गिरावट के बाद मजबूती हासिल कर रही कच्चे तेल की कीमतों के संयोग ने अप्रैल-जुलाई 2016 के दौरान स्फीति को अनुमोदित पथ से दूर धकेल दिया और संवृद्धि भी धीमी रही। एमपीसी को जो पहला सीपीआई प्रिन्ट उपलब्ध कराया गया उसमें यह निर्मित हो रहा वोरटेक्स प्रकट हो रहा था। अप्रैल-जुलाई में हुई बढ़ोतरी में अचानक ही बदलाव आया और सब्जियों तथा दालों की कीमतों में अवस्फीति के कारण स्फीति अपने शिखर से लुड़कने लगी।

इस प्रकार की चुनौतीपूर्ण स्थितियों में, एमपीसी ने स्फीति की गतिविधियों को '.... खाद्य सामग्री की स्फीति की गति में अधोगामी विस्थापन - जो स्फीति के भावी परिणामों की कुंजी है....' पूर्वसंकेतित माना गया। यह आकलन भविष्यवाणी जैसा हो सकेगा। इस आशा में कि संतोषजनक मानसून और सावधानी भरी कारोबारी आशावादिता अवसर के गवाक्ष में से संवृद्धि को तेज करेगी और स्फीति में ठहराव आरंभ होगा, इसलिए एमपीसी द्वारा नीतिगत दर में 25 आधार अंकों की कमी सर्वसम्मति से की गई। सहज करने की इस अवस्था में, इस गिरावट से दरों में कुल कटौती 175 आधार अंक हो गई। इस बैठक में एमपीसी ने समायोजनकारी नीति की अवस्थिति को कायम रखा।

सिर्फ एक ही माह के बाद, विमुद्रीकरण हुआ - जिसमें लगभग 87 प्रतिशत मुद्रा परिचालन के स्टॉक में से बाहर हो गई - इसने प्रणाली में अचानक ही चलनिधि की कमी पैदा कर दी - तथा मौद्रिक स्थितियों में भारी परिवर्तन हुए। अगले कुछ माह राष्ट्र मुद्रा विनिमय के कार्य में व्यस्त रहा, लेकिन जब कभी भी उस समय का सही इतिहास लिखा जाएगा तो आशा है कि वित्तीय स्थायित्व की रक्षा में आरबीआई के पराक्रम का आद्योपांत उल्लेख अवश्य होगा। जनता द्वारा जब चलन से बाहर हो चुके नोटों को लौटाया जा रहा था तो बैंकों में जमाराशियों की बाढ़ आ गई और उनके पास निष्क्रिय मुद्रा भंडार जमा हो गया। वित्तीय बाजारों में चलनिधि की एक दीवार खींचनी शुरू हो गई और भय व्याप्त हो गया कि इसके मार्ग में - ब्याज दरें; प्रतिलाभ; विनिमय दरें; आस्तिक कीमतें - जो भी आया, दब जाएगा। इस चलनिधि के महासागर और वित्तीय उथल-पुथल के बीच अकेले आरबीआई ने ही अद्वितीय चलनिधि अवशोषण रणनीति का अवलंबन लिया। इसने गैर-

पारम्परिक लिखतों को सामान्य परिचालनों के साथ उस समय सम्मिश्रित कर लिया नहीं तो चलनिधि की यह सुनामी इतनी विकराल थी कि इससे रिवर्स रेपो नीलामियों में संपार्श्विक के तौर पर प्रयोग किए जाने वाली सरकारी प्रतिभूतियों के रिज़र्व बैंक के स्टॉक को पूरी तरह ध्वस्त कर दिया होता। सरकार से बाजार में स्थायित्व लाने वाली स्कीम की प्रतिभूतियों को प्राप्त करने में देरी से निपटने के लिए वृद्धिशील नकदी निधि अनुपात (आईसीआरआर) का प्रयोग किया गया और रिज़र्व बैंक के इतिहास में पहली बार ऐसा हुआ कि बैंकों की संगत मांग और सामयिक देयताओं का 100 प्रतिशत हिस्सा आईसीआरआर में रहा।

इन कठिन परिस्थितियों ने एमपीसी की दिसंबर 2016, फरवरी और अप्रैल 2017 में हुई बैठकों पर बहुत ही कष्टदायी बोझ डाल दिया। आरंभ से ही एमपीसी ने यह मान लिया था कि अंतर्निहित स्थितियों के बारे में इसके आकलनों पर नोटबंदी के प्रभावों की छाया रहेगी, जो कि अर्थव्यवस्था के नकदी-प्रधान हिस्सों में संक्रमणकालीन व्यवधान, मांग में अचानक ही संकुचन, प्रतिबंधित विवेकपूर्ण व्यय और जल्दी खराब होने वाली वस्तुओं को औने-पौने बेचने के रूप में सामने आ रहे थे, जिनसे अस्थायी तौर पर स्फीति कम हुई। तदनुसार, यह निर्णय लिया गया - पुनः सर्वसम्मति से - कि परिदृश्य को असंगत रूप से प्रभावित कर रहे 'संक्रमणकालीन लेकिन अस्पष्ट प्रभावों' पर ध्यान दिया जाए। इन बैठकों में इसने नीतिगत दरों को अपरिवर्तित रखा लेकिन यह ध्यान देते हुए कि खाद्य और ईंधन को छोड़ें तो स्फीति द्वारा अधोगामी लोचहीनता दिखाते हुए हेडलाइन स्फीति का आधार बन रहा था। एमपीसी ने यह चिंता भी जाहिर की कि वैश्विक वित्तीय बाजारों के कुप्रभाव उदीयमान बाजारों में बृहद आर्थिक स्थितियों को प्रभावित कर सकते हैं। तदनुसार, इसने अपनी फरवरी बैठक में नीतिगत रुख को समायोजनकारी से बदलकर तटस्थ कर दिया। महत्वपूर्ण यह रहा कि एमपीसी ने स्फीति के लिए अपनी वचनबद्धता के लक्ष्य को नवीकृत करके 4 प्रतिशत कर लिया। इस रुख को बनाए रखने के लिए रिज़र्व बैंक ने अपने चलनिधि प्रबंधन फ्रेमवर्क को अप्रैल की बैठक में संशोधित किया और अन्य बातों के साथ-साथ चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) कॉरिडर को संकीर्ण करके +/- 25 आधार अंक (पूर्ववर्ती +/- 50 आधार अंक) कर दिया ताकि भारत औसत मांग मुद्रा का नीतिगत दरों के साथ बारीक अनुरूपण सुनिश्चित किया जा सके, जो कि मौद्रिक नीति का परिचालनगत लक्ष्य होता है।

एमपीसी की इन बैठकों को तीन बातें अलग बनाती हैं। पहली तो यह कि जून तक स्फीति प्रिन्ट तक भारी एकांगी स्फीति अनुमान गुटियों की आलोचना का सामना कर रही थी, बाद में यह ऐतिहासिक न्यून स्तर साबित हुआ। नोटबंदी का दोषारोपण तो तरोताजा ही था। हालांकि स्फीति की गिरावट अगस्त 2016 से ही हो गई थी, जिसने इसे नवंबर 2016 - जनवरी 2017 के दौरान अगस्त 2016 और 2017 के बीच परिवर्ती तौर पर बढ़ा दिया। वास्तविक स्फीति और अनुमानों के बीच 80 धार अंकों का संघर्ष विचलन पूरी तरह से सब्जियों और दालों की कीमतों की दोहरी अवस्फीति के कारण रहा जिसने प्रवृत्तिगत अंतरण पैदा किया, जो कि खाद्य प्रबंधन में गंभीर त्रुटियों को आईना दिखाता है, बाद में इसी वजह से व्यापक तौर पर किसानों में अशान्ति की ज्वाला फैली। इसी सन्दर्भ में अक्टूबर 2017 की एमपीआर में कहा गया : 'इन गतिविधियों के चलते खाद्य प्रबंधन रणनीतियों के दायरे और गुणवत्ता का फिर से मूल्यांकन करना होगा, दूसरी दिशा से मिलने वाले आघातों को देखते हुए इनकी विफलता अवश्यंभावी है। अतीत में भी ऐसा हुआ आपूर्ति के आघातों के अनुमानों ने स्फीति का एकांगी स्फीति विचलन दर्शाया जो कि अवस्फीति प्रकरणों की तरफ ले जाने वाले एक लक्षण मात्र थे। बलि के बकरे को वधिक शिकंजे में जकड़ने की जल्दी में ध्यान को वास्तविक मुद्दों से भटकाया गया और परिणामस्वरूप सही समाधानों से भी दूर रहे। दूसरे यह कि नोटबंदी के संक्रमणकालीन प्रभावों के निष्क्रिय होने को अपरिहार्य प्राथमिकता दी गई। यद्यपि, आज यह तर्क सम्मत निर्णय प्रतीत होता है, लेकिन इस तटस्थ रुख से बाजार चकित हो जाए और मंदड़िया संवेदना चल पड़ी। लहजे में कुछ तलखी की कीमत पर एमपीसी अनुमानों को ऐसी स्थिति में आधार देने के लिए संघर्षरत थी जब तत्काल सामने भी अंधेरे में कदम बढ़ाना था। तीसरे यह कि इन बैठकों में एमपीसी ने सर्व सम्मति से निर्णय लिए, यद्यपि इनके लिए व्यक्तिगत दृष्टिकोण की पद्धति अपनाई गई। अप्रैल 2017 की एमपीआर में हाल ही में देश के अनुभव का सर्वेक्षण किया और पाया कि बहुत से निर्णय सर्वसम्मति से लिए गए। जहां मतभेद भी प्रकट हुए तो पाया गया कि ये मतभेद ओवरआर्किंग नीतिगत रुख का प्रतिरोध करने के स्थान पर नीतिगत दर में परिवर्तन की मात्रा तक ही खासतौर पर परिसीमित हैं।

एमपीसी की जून और अगस्त की बैठकें, पहले की तीनों बैठकों से अलग थी, वस्तुतः ये संवृद्धि स्फीति की दुविधा की नोक पर हुई। यद्यपि फरवरी और मार्च में कुछ मजबूत हुआ

लेकिन अप्रैल में अचानक और अहम बदलाव की वजह से एमपीसी ने 2017-18 के लिए स्फीति के अनुमान पथ को छ1 के 4.5 प्रतिशत और छ2 के 5 प्रतिशत से घटाकर जून की अपनी बैठक में छ1 के लिए 2 से 3.5 प्रतिशत और छ2 के लिए 3.5 से 4.5 प्रतिशत कर दिया। इसने बिना किसी लाग-लपेट के कहा था, 'रिकार्ड उपज और आयातों के कारण आपूर्ति आधिक्य के प्रभाव से दालों की कीमत साफ तौर पर नीचे गिर रही है। कीमतों में इस गिरावट को रोकने के लिए मुक्त व्यापार सहित नीतिगत हस्तक्षेप की जरूरत है।' प्रचुर आपूर्ति के साथ निर्धारित एजेन्सियों द्वारा सरकारी खरीद से इनकार करने के कारण सरकार द्वारा निर्धारित दालों की बाजार कीमतें दालों की समर्थन कीमतों से भी नीचे चली गईं। इसके बावजूद एमपीसी ने स्फीति के असामान्य रूप से न्यून आवेग के बारे में संदेह प्रकट किए थे, पेट्रोल और डीजल की कीमतों में बढ़ोतरी की संभावना बताई और यह संभावना भी बताई कि खाद्य और ईंधन के अलावा स्फीति की अचलता स्वयं को फिर से मजबूत बनाएगी। इसने यह भी संकेत किया कि नोटबंदी के संक्रमणकालीन प्रभावों ने 'कीमत निरूपण को विलंबित किया है' और यह चेतावनी दी कि 'इस स्तर पर अपरिपक्व कार्रवाई करने से नीतियों में हानिकारक बदलाव का जोखिम पैदा होगा और विश्वसनीयता घटेगी।' अहम बात यह है कि आर्थिक क्रियाकलाप के बारे में एमपीसी के पूर्वानुमानों में आवेगों के आरंभिक अनुमानित हानि की तुलना में कहीं अधिक हानि के बारे में चिंता जाहिर की गई थी। इसने निजी निवेश को फिर से बढ़ाने की तात्कालिकता, बैंकिंग क्षेत्र के स्वास्थ्य और संरचनागत बाधाओं को हटाने पर जोर दिया, ये सभी तथ्य मौद्रिक नीति के दायरे से बाहर के थे लेकिन प्रभावोत्पादकता को काफी बढ़ाते हैं। पहली बार एमपीसी ने सर्वसम्मति से नहीं बल्कि पांच सदस्यों के बहुमत से नीतिगत दर को अपरिवर्तित रखने के लिए वोट किया, क्योंकि गिरती हुई संवृद्धि और स्फीति के संघर्षी खिंचावों को सामने ला दिया था।

अगस्त की बैठक में एमपीसी ने पहली बार आवास किराया भत्ते (एचआरए) के कार्यान्वयन का प्रभाव देखा, यह भत्ता केन्द्र सरकार के कर्मचारियों को दिया गया था, खासकर 'सांख्यिकीय' और दूसरे चक्र के प्रभावों के लिए खास तौर पर जिसके लिए जनता को काफी समय से आग्रह किया जा रहा था। इसमें पहले तो केवल सूचकांक ऊपर सरकता है और वास्तव में कोई स्फीति नहीं होती, लेकिन दूसरे में साधारणीकरण के साक्ष्यों की सावधानीपूर्वक निगरानी अपेक्षित

होती है। एमपीसी ने पाया कि स्फीति के ऊपर जाने के जोखिमों को कुछ कम किया है। एचआरए प्रभाव को अलग करते हुए जो स्फीति होगी वह ति4 तक 4 प्रतिशत से थोड़ा सा अधिक रहेगी; विगत तीन माह के दौरान खाद्य और ईंधन को अलग रखें तो स्फीति में उल्लेखनीय गिरावट रही है - लेकिन कॉरपोरेट डीलिवरेजिंग और निवेश की मांग में संकुचन को देखते हुए उद्योग और सेवाओं में आंतरिक संवृद्धि की प्रवृत्ति कमजोर हो गई। वस्तुतः, 2016-17 और 2017-18 के लिए संवृद्धि अनुमानों को संचयी तौर पर क्रमशः 70 आधार अंक और 10 आधार अंक कम कर दिया गया है (अक्टूबर 2017 की बैठक में एमपीसी इसे और भी कम करेगी, इस बारे में, मैं आगे जिक्र करूंगा, और इस प्रकार प्रत्येक वर्ष के कटौती संबंधी सकल समायोजन 70 आधार अंक हो जाएंगे)। समायोजन के लिए प्राप्त अवसर का उपयोग करते हुए एमपीसी ने निर्णय किया कि नीतिगत रेपो दर को 25 आधार अंक कर दिया जाए, लेकिन रुख तटस्थ ही रखा जाए। दरों में कटौती का अधिकतम प्रभाव हासिल करने के प्रयोजन से समिति ने निजी निवेश को नवजीवन देने की संरचनागत बाधाओं को दूर करने; कॉर्पोरेट के तुलनपत्रों के समाधान और क्रेडिट प्रवाह को फिर से आरंभ करने के लिए सरकारी क्षेत्र के बैंकों को पुनः पूंजी प्रदान करने की तत्काल आवश्यकता पर फिर से जोर दिया। इस बार मतदान में चार सदस्यों का बहुमत रहा और मतदान प्राथमिकताओं का विभेद द्विपक्षीय रहा - एक सदस्य ने यथास्थिति के पक्ष में वोट दिया और दूसरे ने 50 आधार अंकों की दर कटौती के पक्ष में वोट दिया।

## V. चतुर्थ द्विमासिक मौद्रिक नीति 2017-18

अक्टूबर 2017 के मौद्रिक नीति वक्तव्य की रचना काफी नाटकीय अंदाज में हुई। यहां तक कि वैश्विक संवृद्धि में व्यापकता आने के बावजूद अप्रैल-जून में लगातार दूसरी तिमाही के दौरान भी भारत में गिरावट रही। इस दर पर भी भारत विश्व की तेजी से विकास कर रही बड़ी अर्थव्यवस्थाओं में शामिल है, लेकिन संवृद्धि की तरफ से होने वाले आघात इतने तो थे ही कि कई तरफ से अलार्म बज उठे।

यह मंदी अनिवार्यतया विनिर्माण क्रियाकलापों में रही जो कि 20 तिमाहियों के निचले स्तर पर जा पहुंची। हाल ही के कुछ वर्षों के दौरान औद्योगिक आउटपुट ने समूचे भौगोलिक इलाके में समक्रमिकता दिखाई है, और व्यापार को सह-गतिविधियों के तौर पर अभिनिर्धारित किया जा रहा है। हालांकि 2017-18 के आरंभ में भारतीय उद्योग लीक से हटकर रहा, इसमें

गिरावट रही जबकि सारे विश्व में औद्योगिक उत्पाद में सुधार हो रहा था। जीएसटी लागू करने के संक्रमणकालीन व्यवधान इसके कारणों में रहे। इसके बावजूद राष्ट्र ने इसे उद्योग के दुश्मन के तौर पर लिए, खासकर तब जब कि पूंजी निरूपण ने संयमित बहाली दिखाई थी।

एमपीसी के लिए दुविधा और भी प्रखर हो गई जब यह पाया गया कि विगत बैठक के बाद से स्फीति में लगभग 200 आधार अंकों की बढ़ोतरी हुई। यह ऊर्ध्वगति काफी व्यापक आधार वाली थी, इससे हाउसहोल्ड यह सोचने को बाध्य हुए कि आने वाले महीनों में कीमतों के सामान्य स्तर वर्तमान दर से अधिक दर पर बढ़ेंगे। फर्मों और खेती दोनों ही की इनपुट लागतें बढ़ीं लेकिन नियंत्रित मांग की स्थितियों में कमजोर कीमत निर्धारण शक्ति ने पूर्ण गति वाले पास-थ्रू को खुदरा स्फीति में व्याप्त होने से रोक लिया।

एमपीसी के आकलन में शेष वर्ष के दौरान कृषि ऋण माफी और केन्द्र की शैली में राज्यों द्वारा वेतन और भत्तों में संशोधन लागू करने के कारण स्फीति अपने वर्तमान स्तर से ऊपर जाने की संभावना है, जिससे अपसाइड जोखिम पैदा होगा। एमपीसी ने सारे परिदृश्य पर मंडराने वाली भूराजनैतिक तनावों की काली छाया और केन्द्रीय बैंकों के सर्वांगी तुलन-पत्रों में सन्निकट साधारणीकरण की चिंताओं को विचारपूर्वक व्यक्त किया। खाद्य-स्फीति के बारे में एमपीसी का पूर्वानुमान अधिक आशावादी था, यद्यपि पर्याप्त खाद्य भंडारों और आपूर्ति प्रबंधन प्रयासों को शमनकारी कारक माना गया।

संवृद्धि के बारे में एमपीसी ने खरीफ उपज के प्रथम आकलनों पर ध्यान दिया - यह उपज इस साल के लक्ष्य और विगत साल के स्तर से कम रही - और जीएसटी लागू होना संक्रमणकालीन आघात के तौर पर रहा। इसका विश्वास था कि अब कृषि के क्रियाकलापों में सुधार होगा। इसके अलावा, इसने अक्टूबर-दिसंबर तिमाही की संभावनाओं के लिए फर्मों द्वारा व्यक्त कारोबारी प्रत्याशा को समर्थनकारी पाया। अगस्त संवृद्धि अनुमान को एमपीसी ने 60 आधार अंक कम किया, जो कि मोटे तौर पर समझो तो नोटबंदी और जीएसटी जैसे आघातों का शुद्ध प्रभाव कहा जा सकता है।

एमपीसी ने यह विचार व्यक्त किया कि हाल ही में हुए संरचनागत सुधार मध्यम अवधि में संवृद्धि में सहायता करेंगे। तदनुसार, जीएसटी संबद्ध बाधाओं के समाधान और राज्य सरकारों के कर्मचारियों के वेतन और भत्तों में संशोधनों को देखते हुए इसने संवृद्धि अनुमानों की दिशा को ऊर्ध्वगामी रखा,

जबकि इनपुट लागतों में बढ़ोतरी और उपभोक्ता कॉन्फिडेंस में हुई कमी से जोखिम संतुलित हो जाता है।

एमपीसी यह निम्नतम रेखा खींचने में स्पष्टवादी था - '..... निवेश क्रियाकलापों का पुनरुत्थान अनिवार्य है।' इसके लिए निवेश हेतु सहायक परिवेश का सृजन, दबावग्रस्त बैंकों का पर्याप्त पुनर्पूजीकरण, अवसंरचना अन्तराल को पाटना, जीएसटी को सरल बनाना, अनापत्तियां शीघ्रता से देना और निवेश प्रस्तावों से संबंधित पद्धतियों को राज्यों द्वारा औचित्यपूर्ण बनाया जाना अनिवार्य है।

इस पृष्ठभूमि में समष्टि आर्थिक और वित्तीय स्थितियों के मूल्यांकन में एमपीसी ने अपने निरूपण में यह निर्णय लिया कि नीतिगत दरों को अपरिवर्तित रखा जाए और तटस्थ नीतिगत रुख को बरकरार रखा जाए। इसके बाद जो प्रतिक्रियाएं मिलीं, उसका केन्द्रीय भाव यही रहा कि एमपीसी ने सही फैसला लिया।

## V. समापन

मुझे आशा है कि हाल ही के मौद्रिक नीति निर्धारण में एमपीसी के सामने चुनौतियों और उसके निर्णयों में अंतर्निहित औचित्यों के बारे में मेरे विचारों ने कुछ स्पष्टता प्रदान की होगी। अन्ततोगत्वा मौद्रिक नीति संभाव्यता की कला है या विज्ञान। बेन बेरनान्के जब फेडरेल रिज़र्व बोर्ड के चेयरमैन थे तब उनसे 'लार्ड्स ऑफ फिनान्स' के लेखक लियाकत अहमद ने पूछा था कि 'मात्रात्मक सहजता या क्यूई का यह सिद्धान्त काम करेगा इस बारे में आप कितने विश्वस्त हैं।' लेखक को जवाब मिला - 'क्यूई के साथ यही समस्या है कि यह व्यवहार में तो काम करती है लेकिन सिद्धान्त में काम नहीं करती है।' वहां ठाहके गूँज उठे थे लेकिन आमतौर पर मौद्रिक नीति के बारे में यह सत्य है। मौद्रिक नीति का निर्णय लेना हमेशा ही जटिल और कठिन परीक्षा होता है। इसे किसी विस्फोट के बारे में विभिन्न दृष्टिकोणों के जैसा समझा जा सकता है, कि तीव्रता और प्रचंडता को सब अलग-अलग बताते हैं। हमारी एमपीसी का यही प्रयास रहा है कि अपने संकल्पों और अलग-अलग कार्यवृत्तों के माध्यम से जनता तक संतुलित आकलनों का सेट पहुंचाया ताकि भारत में मौद्रिक नीति पारदर्शी और अनुमान योग्य बन सके। आगे देखें तो एमपीसी का कार्य एक कट-आउट है और इस बारे में गवर्नर डॉ. ऊर्जित पटेल के शब्दों से बेहतर शब्द मुझे नहीं मिल रहे, 'आर्थिक संवृद्धि के लिए समर्थन को नजरअंदाज किए बिना ही स्फीति लक्ष्यों को प्राप्त करना हमारा उद्देश्य होना चाहिए।