

# मुद्रास्फीति और संवृद्धि को संतुलित करना मौद्रिक नीति का मुख्य सिद्धांत\*

- श्री शक्तिकान्त दास

‘ग्लोबल साउथ के केंद्रीय बैंकों के उच्च-स्तरीय नीति सम्मेलन’ में आप सभी का स्वागत करते हुए मुझे खुशी हो रही है। भारतीय रिजर्व बैंक की स्थापना 1935 में हुई थी और यह सम्मेलन उसकी स्थापना के 90वें वर्ष के उपलक्ष्य में आयोजित किया गया है। तब से रिजर्व बैंक ने खुद को भारत में एक विश्वसनीय सार्वजनिक संस्थान के रूप में स्थापित किया है। यह ऐतिहासिक आयोजन ग्लोबल साउथ के दृष्टिकोण से वर्तमान नीति चुनौतियों पर विचार-विमर्श करने के लिए एक महत्वपूर्ण मंच प्रदान करता है। यह आयोजन इस वर्ष हमारे द्वारा आयोजित विभिन्न सम्मेलनों और संगोष्ठियों का भी एक हिस्सा है। इनमें तीन अंतरराष्ट्रीय सम्मेलन शामिल हैं, और यह तीसरा है। पहला अंतरराष्ट्रीय सम्मेलन अगस्त 2024 में बैंगलुरु में आयोजित ‘डिजिटल सार्वजनिक अवसंरचना और उभरती हुई प्रौद्योगिकियाँ’ पर था। दूसरा सम्मेलन अक्टूबर 2024 के महीने में नई दिल्ली में ‘केंद्रीय बैंकिंग चौराहे पर’ विषय पर आयोजित किया गया था। आज के सम्मेलन का विषय विशेष रूप से ग्लोबल साउथ के केंद्रीय बैंकों के महत्वपूर्ण मुद्दों को समर्पित है। हमें बेहद खुशी है कि ग्लोबल साउथ और दुनिया के अन्य हिस्सों से आप सभी इस सम्मेलन में भाग लेने के लिए हमारे साथ हैं। आपकी प्रतिक्रिया और रुचि के आधार पर हम इसे एक वार्षिक कार्यक्रम बनाने पर विचार कर सकते हैं, जिसके तहत हम ग्लोबल साउथ के केंद्रीय बैंकरों को एक साथ लाएंगे, जिसमें एक-दूसरे के अनुभवों को साझा करने और हमारे सामने आने वाली अनिश्चितताओं को देखते हुए उभरती चुनौतियों से निपटने पर ध्यान केंद्रित किया जाएगा।

पिछले कुछ वर्षों में विश्व अर्थव्यवस्था वैश्विक महामारी; आपूर्ति शृंखला व्यवधान और पुनर्गठन; भू-राजनीतिक संघर्ष और

\* भारतीय रिजर्व बैंक के गवर्नर श्री शक्तिकान्त दास का “हाई-लेवल पॉलिसी कॉन्फरेंस ऑफ सेंट्रल बैंक्स फ्रॉम दी ग्लोबल साउथ बिल्डिंग सिनर्जीज” मुंबई में संबोधन, 21 नवंबर, 2024।

युद्ध; मुद्रास्फीति में वैश्विक उछाल; व्यापार, प्रौद्योगिकी और पूँजी प्रवाह में भू-आर्थिक विखंडन; ऋण वहन करने संबंधी चुनौतियां; और जलवायु परिवर्तन के दिखाई देने वाले प्रभाव जैसे कई संकटों से गुजरी हैं। इसी के साथ इन संकटों ने सभी केंद्रीय बैंकों के लिए भारी चुनौतियां खड़ी की हैं जिनमें ग्लोबल साउथ के अंतर्गत आने वाले हम सभी शामिल हैं।

यह सम्मेलन हमें एक-दूसरे के अनुभव से सीखने और पिछले कुछ वर्षों की अपनी-अपनी यात्राओं पर गैर करने का अवसर देता है। आज अपने संबोधन में, मैं नीति निर्माण और कार्यान्वयन के तीन चुनौतीपूर्ण क्षेत्रों पर अपने विचार रखना चाहूंगा, जो मुझे लगता है कि ग्लोबल साउथ के लिए उपयोगी सबक होंगे। ये क्षेत्र हैं - (i) मुद्रास्फीति और संवृद्धि को संतुलित करना; (ii) मौद्रिक नीति संचार; और (iii) संकट प्रबंधन। इनमें से प्रत्येक क्षेत्र में, मैं पहले भारतीय परिप्रेक्ष्य प्रस्तुत करूँगा और फिर ग्लोबल साउथ के लिए प्रासंगिक कुछ मुद्दों पर प्रकाश डालूँगा।

## मुद्रास्फीति और संवृद्धि को संतुलित करना

### एफआईटी ढांचा

महामारी की शुरुआत के बाद की अवधि इस बात का उदाहरण है कि किस प्रकार भारतीय रिजर्व बैंक लचीले मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण (एफआईटी) ढांचे द्वारा दी गई व्यवस्था के भीतर मूल्य स्थिरता और संवृद्धि के बीच संतुलन बनाए रख सकता है। इस ढांचे का लचीलापन कानून में ही अंतर्निहित है, जो मौद्रिक नीति के उद्देश्य अर्थात्, ‘संवृद्धि के उद्देश्य को ध्यान में रखते हुए मूल्य स्थिरता बनाए रखना’ को परिभाषित करता है। अतः, हालांकि मूल्य स्थिरता को प्राथमिकता दी गई है, फिर भी कानून रिजर्व बैंक को संवृद्धि के विषय पर भी उचित ध्यान देने का निर्देश देता है। लक्ष्य के निकट एक सहनशीलता सीमा की भी व्यवस्था दी गई है जो आपूर्ति आधारों, पूर्वानुमान त्रुटियों और माप मुद्दों को समायोजित करने के लिए है। इसके अलावा मुद्रास्फीति लक्ष्य को महीने-दर-महीने के आधार पर नहीं बल्कि औसत के रूप में परिभाषित किया गया है। विफलता को लगातार तीन तिमाहियों के लिए लक्ष्य का उल्लंघन करने के रूप में परिभाषित किया गया है। चूंकि मौद्रिक नीति दूरदर्शी स्वरूप की होती है, इसलिए इसका उद्देश्य भविष्य की मुद्रास्फीति को लक्ष्य के अनुरूप रखना होता है।

मौद्रिक नीति में अर्थव्यवस्था के सर्वोत्तम हित को ध्यान में रखते हुए विचार-विमर्श कर निर्णय लेना होता है। किसी विशेष उद्देश्य - मुद्रास्फीति अथवा संवृद्धि - को कितना महत्व दिया जाना है यह अर्थव्यवस्था के संतुलित मार्ग में आने वाले जोखिम के आकलन पर निर्भर करता है। जब कोविड-19 ने भारतीय अर्थव्यवस्था को प्रभावित किया, तो अर्थव्यवस्था को न केवल अल्पावधि में बल्कि दीर्घावधि में भी अधिक नुकसान से बचाने के लिए समर्थन देना महत्वपूर्ण था। इसलिए हमने संवृद्धि को पुनः जीवित करने पर ध्यान केंद्रित करने के लिए इस ढांचे में निहित लचीलेपन का उपयोग किया, क्योंकि हमने पाया कि मुद्रास्फीति में उछाल अल्पावधि स्वरूप का है जो आपूर्ति आघातों के कारण है। पीछे मुड़कर देखें तो हमारा अनुमान सही था क्योंकि जैसे-जैसे आपूर्ति शृंखला सामान्य हुई और महामारी कम हुई, मुद्रास्फीति में कमी आई। संयोग से, उद्देश्य पूर्ति की दृष्टि से, रिजर्व बैंक ने महामारी से एक साल पहले ही दरों में कटौती का चक्र शुरू किया था क्योंकि आर्थिक विकास धीमा हो रहा था जबकि मुद्रास्फीति लक्ष्य के अनुरूप बनी हुई थी।

हम महामारी के प्रभाव से उबरे भी नहीं थे कि रूस-यूक्रेन युद्ध शुरू हो गया और नीति निर्माण पर इसका भारी असर पड़ा। युद्ध के कारण प्रमुख वस्तुओं, विशेष रूप से ऊर्जा, खाद्य तेल और खाद्य पदार्थों की कीमतों में दबाव, साथ ही प्रतिकूल मौसम जैसे घरेलू कारकों ने मुद्रास्फीति को हमारे लक्ष्य की ऊपरी सीमा से परे धकेल दिया। इसने एक ऐसी स्थिति उत्पन्न कर दी जिसमें मुद्रास्फीति एक बहुत बड़ी चिंता बन गई, भले ही संवृद्धि की गति मजबूत हो रही थी। हमने समय की मांग को देखते हुए समायोजन वापस लेने के रुख को बदला और उसके बाद प्रारंभ में ही दरों में बढ़ोतरी की। इसलिए, चाहे वह महामारी से प्रेरित संवृद्धि में मंदी हो या मुद्रास्फीति में युद्ध से प्रेरित उछाल, मौद्रिक नीति ने मुद्रास्फीति और संवृद्धि, दोनों उद्देश्यों को पूरा करने के लिए उचित उपाय किए। सबसे बड़ी प्राथमिकता मुद्रास्फीति और संवृद्धि के बीच संतुलन हासिल करना था। प्रत्येक नीतिगत उपाय का समय, विशेष रूप से जब कोई बदलाव होता है, भी उतना ही महत्वपूर्ण था। इन उपायों को करते समय, हम वित्तीय स्थिरता से संबंधित मुद्दों के प्रति बहुत सचेत थे। हमारी नीतियों का समग्र वित्तीय क्षेत्र की स्थिरता पर क्या प्रभाव पड़ेगा, यह भी हमारे प्राथमिकता क्रम में सबसे ऊपर रखा गया था - यानी संतुलन,

चुनौतियों की जटिलता, जो मुझे लगता है कि दुनिया के हर केंद्रीय बैंक को, और विशेष रूप से, ग्लोबल साउथ में, ऐसे निर्णय लेते समय सामना करना पड़ता है।

#### पूरक नीतियों की भूमिका

2020-23 की अवधि खाद्य और तेल की कीमतों पर एक के बाद एक होने वाले कई आघातों की घटनाओं के मध्येनजर उल्लेखनीय थी, जिसने मौद्रिक नीति के संचालन को चुनौती दी। राजकोषीय नीति के साथ प्रभावी समन्वय के माध्यम से इन आघातों के प्रभाव को बेअसर करना आवश्यक था। जबकि मौद्रिक नीति ने मुद्रास्फीति की उम्मीदों को स्थिर करने और डिमांड-पुल दबावों को नियंत्रित करने पर काम किया, सरकार द्वारा प्रभावी आपूर्ति प्रबंधन किए जाने से आपूर्ति शृंखला दबावों को कम किया जा सका जिससे कॉर्स्ट-पुल मुद्रास्फीति कम हुई। इस प्रकार, प्रभावी राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय प्रतिकूल आघातों की एक शृंखला का सामना करने में भारत की सफलता का मूल था। इस दृष्टिकोण से, व्यापक आर्थिक स्थिरता मौद्रिक और राजकोषीय दोनों ही प्राधिकारियों की साझा जिम्मेदारी बन जाती है।

हाल के वर्षों में भारत में किए गए प्रमुख संरचनात्मक सुधारों, जैसे कि विशेष रूप से एफआईटी ढांचे की शुरुआत, राष्ट्रव्यापी माल और सेवा कर (जीएसटी) का कार्यान्वयन और दिवाला और धनशोधन अक्षमता संहिता (आईबीसी) अधिनियमन ने भारतीय अर्थव्यवस्था में एक महत्वपूर्ण बदलाव लाया और भारत की मध्यम और दीर्घकालिक विकास क्षमता को बढ़ाने में मदद की। समुत्थानाशील संवृद्धि ने हमें मुद्रास्फीति पर ध्यान केंद्रित करने का अवसर दिया है, जिससे उसे 4 प्रतिशत के लक्ष्य तक स्थायी रूप से कम किया जा सकेगा। स्थिर मुद्रास्फीति या मूल्य स्थिरता लोगों और अर्थव्यवस्था के सर्वोत्तम हित में है। यह टिकाऊ संवृद्धि के लिए आधारशिला के रूप में कार्य करती है, लोगों की क्रय शक्ति को बढ़ाती है और निवेश के लिए स्थिर वातावरण प्रदान करती है।

#### ग्लोबल साउथ के लिए प्रासंगिक मुद्दे

##### (i) संवृद्धि और मूल्य स्थिरता का महत्व

ग्लोबल साउथ को संवृद्धि और मुद्रास्फीति के बीच तालमेल स्थापित करने के लिए अधिक कठिन चुनौतियों का सामना करना पड़ता है। सबसे पहले, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के विपरीत, इन

देशों को अपनी प्रति व्यक्ति आय और उत्पादकता बढ़ाने के लिए बहुत कुछ करना है। इसलिए, संवृद्धि इन देशों के लिए एक मूलभूत आवश्यकता है, लेकिन यह मूल्य स्थिरता की कीमत पर नहीं हो सकती और न ही होना चाहिए। उच्च संवृद्धि हासिल करने के लिए, ग्लोबल साउथ देशों को भौतिक और सामाजिक बुनियादी ढांचे में निवेश बढ़ाने, प्रौद्योगिकी और नवाचारों का लाभ उठाने और संस्थागत सुधार करने की आवश्यकता है। इन सभी के लिए ऐसी अनुकूल सार्वजनिक नीतियों की आवश्यकता है, जिनमें मौद्रिक नीति भी शामिल है, जो संवृद्धि को बढ़ावा दे और मुद्रास्फीति के साथ संतुलन बनाए रखें।

वास्तव में, आर्थिक माध्यमों को आगे की योजना बनाने, अनिश्चितता और मुद्रास्फीति जोखिम प्रीमियम को कम करने, बचत और निवेश को प्रोत्साहित करने के लिए मूल्य स्थिरता उतनी ही महत्वपूर्ण है जितना कि संवृद्धि। ये सभी कारक अर्थव्यवस्था की संभावित संवृद्धि दर को बढ़ाने में अनुकूलता लाते हैं। इस प्रकार, दीर्घावधि के लिए मूल्य स्थिरता निरंतर उच्च संवृद्धि का समर्थन करती है। मूल्य स्थिरता इसलिए भी महत्वपूर्ण है क्योंकि उच्च मुद्रास्फीति गरीबों पर असंगत रूप से बोझ डालती है।

(ii) मुद्रास्फीति और संवृद्धि को संतुलित करने में राजकोषीय-मौद्रिक समन्वयन - ग्लोबल साउथ के लिए महत्वपूर्ण क्यों?

संवृद्धि और आपूर्ति संचालित मुद्रास्फीति के बीच संतुलन के प्रबंधन का एक अन्य पहलू राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय की भूमिका से संबंधित है। यह ग्लोबल साउथ देशों के लिए बहुत महत्वपूर्ण है, जिनके पास कम आय वाली आबादी अधिक है और जिनके लिए बड़े विकासात्मक कार्य जरूरी हैं। वे आपूर्ति आधारों के प्रति सबसे अधिक संवेदनशील हैं और उन्हें राजकोषीय समर्थन की आवश्यकता है जिससे इन देशों के सीमित बजटीय संसाधनों पर और अधिक बोझ पड़ता है। इस संदर्भ में, प्रभावी राजकोषीय मौद्रिक समन्वय के माध्यम से आपूर्ति पक्ष की मुद्रास्फीति के प्रबंधन में भारतीय अनुभव ग्लोबल साउथ के मेरे सभी साथी केंद्रीय बैंकरों के लिए एक सीख हो सकती है।

केंद्रीय बैंक संचार

पिछले कुछ दशकों में केंद्रीय बैंक संचार में बदलाव आया है - 1990 के दशक से पहले यह गूढ़ और अस्पष्ट था, लेकिन अब यह

हाल के समय में अधिक स्पष्ट और दूरदर्शी हो गया है। यह बात अब और भी अधिक समझ में आ रही है कि मौद्रिक नीति संक्षेप में अपेक्षाओं को प्रबंधित करने की कला है और इसकी प्रभावशीलता सक्रिय और अधिक स्पष्ट संचार के माध्यम से बढ़ जाती है।

भारतीय रिजर्व बैंक में हमने अपेक्षाओं को स्थिर करने के लिए सक्रिय रूप से संचार का उपयोग किया है। परिस्थितिनुसार जब आवश्यकता हुई, तो हमने अपनी नीतियों की अधिक प्रभावशीलता के लिए उचित अग्रगामी मार्गदर्शन के साथ दर और चलनिधि संचालन को जोड़ा। उदाहरण के लिए महामारी के दौरान हमने संवृद्धि को समर्थन देने के लिए मौद्रिक नीति के उदार रुख को जारी रखने के लिए स्थिति और समय-आधारित अग्रगामी मार्गदर्शन दोनों प्रदान किए। अप्रैल-मई 2022 में शुरू हुए सख्त चरण में, नीति दर वृद्धि के सफल प्रसारण को सुनिश्चित करने के लिए संचार के स्वरूप को उचित रूप से परिष्कृत किया गया। जब हमने अप्रैल 2023 में नीति दर में 250 आधार अंकों की वृद्धि करने के बाद उस पर विराम लिया, तो केंद्रीय बैंक से आगे निकलने या बाजार की अपेक्षाओं के आगे बढ़ने को नियंत्रित करना महत्वपूर्ण था। इसलिए, इस बात का एहसास दिलाया गया कि वह एक विराम था, न कि निर्णय। यह विराम यह सुनिश्चित करने के लिए था कि पिछली दर कार्रवाइयों को व्यापक अर्थव्यवस्था में पूरी तरह से प्रसारित किया जाए। मुद्रास्फीति को लक्ष्य के पास पुनः लाने की हमारी दृढ़ प्रतिबद्धता पर जोर देकर मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं को स्थिर करने पर ध्यान केंद्रित किया गया था। हमने यह भी स्पष्ट रूप से कहा कि सहनशील सीमा के भीतर रहना पर्याप्त नहीं है और जब तक हम टिकाऊ आधार पर 4 प्रतिशत के लक्ष्य तक नहीं पहुँच जाते, तब तक हमारा काम पूरा नहीं होता है।

संचार - यह ग्लोबल साउथ के लिए क्यों महत्वपूर्ण है?

ग्लोबल साउथ देशों के लिए संचार अधिक महत्वपूर्ण है और उनके लिए उसमें नए आयाम हैं। ग्लोबल नॉर्थ देशों के संबंध में यह पारंपरिक नीति सीमा की समाप्ति से अधिक जुड़ी है जब वैश्विक वित्तीय संकट (जीएफसी) के बाद वे नीति की निचली सीमा तक पहुँच गए। इसने जनता की अपेक्षाओं को निर्देशित करने के लिए एक शक्तिशाली साधन के रूप में अग्रगामी मार्गदर्शन को अपनाने का नेतृत्व किया। ग्लोबल साउथ देशों के लिए केंद्रीय

बैंक संचार पर ध्यान केंद्रित करना एक हालिया घटना है और यह उनके व्यापक आर्थिक, सामाजिक-आर्थिक, संस्थागत और विकासात्मक चरणों के अनुरूप विभिन्न कारकों से जुड़ा हुआ है। इस पर मैं विस्तार से बात करूँगा।

सबसे पहले, ग्लोबल साउथ अर्थव्यवस्थाओं के अधिक स्वतंत्र केंद्रीय बैंकों की स्थापना की ओर बढ़ने और जनता के प्रति लोकतांत्रिक जवाबदेही के हित में पारदर्शिता की आवश्यकता के साथ संचार की भूमिका बढ़ गई है। सदी की शुरुआत से ही हमें से कुछ लोगों द्वारा मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण को अपनाने से नीति व्यवस्था में बदलाव, संस्थागत पर्यावरण चुनौतियों और साथ ही अपेक्षाओं को निर्देशित करने के लिए प्रभावी और पारदर्शी संचार की आवश्यकता बढ़ गई।

दूसरा, जैसे-जैसे इन उभरते बाजारों और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं में केंद्रीय बैंकों ने अपने परिचालन के क्षेत्र में अधिक स्वतंत्रता प्राप्त की, उन्हें नीतिगत निर्णयों को पर्याप्त रूप से समझाने के लिए संचार की आवश्यकता का एहसास हुआ, विशेष रूप से संवृद्धि और स्थिरता के बहु उद्देश्यों के संदर्भ में। इसके अलावा, जीएफसी और महामारी के बाद की अवधि में, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति में ढील ने पूँजी प्रवाह, विनियम दरों और कमोडिटी की कीमतों में बड़े उतार-चढ़ाव के साथ ग्लोबल साउथ के जोखिम को बढ़ा दिया। इससे निरंतर चल रही अस्थिरता के बीच नीति संतुलन को समझाने के लिए केंद्रीय बैंकों के कार्यों को और जटिल बना दिया।

तीसरा, यह मान्यता बढ़ रही है कि प्रभावी संचार बड़े या लगातार नीतिगत बदलावों, या यहां तक कि किसी भी बदलाव की आवश्यकता को समाप्त कर देता है, अगर मुद्रास्फीति की उम्मीदों को उचित संचार के माध्यम से अच्छी तरह से नियंत्रित किया जाता है। बेशक, संचार समय-समय पर आवश्यक वास्तविक कार्रवाई द्वारा समर्थित होना चाहिए।

कुल मिलाकर, नीति के संचलन, रुख और लक्ष्यों के साथ तालमेल में प्रभावी संचार वृहद आर्थिक स्थिरता को बढ़ावा देने में योगदान देगा। मौद्रिक नीति के इस महत्वपूर्ण पहलू में एक-दूसरे के अनुभव से सीखना और तालमेल बनाना 'ग्लोबल साउथ' के लिए संचार में सर्वोत्तम प्रथाओं के लिए खाका तैयार करने के लिए एक महत्वपूर्ण बिंदु हो सकता है।

## संकट प्रबंधन दृष्टिकोण

मैंने संकटग्रस्त वर्षों में हमारी संघर्षमय यात्रा पर संक्षेप में चर्चा की है। अब मैं संक्षेप में बताता हूँ कि केंद्रीय बैंकों के बीच रिजर्व बैंक का अनुभव किस तरह अनूठा रहा है। जब कोविड-19 महामारी आई, हमने नीतिगत रेपो दर में कमी की लेकिन वह 4 प्रतिशत के अपने मुद्रास्फीति लक्ष्य से कम नहीं थी अन्यथा वास्तविक नीतिगत दरें नकारात्मक हो जातीं। संक्षेप में यह कि हमने दरों को अत्यधिक कम भी नहीं किया। हमने कोविड-19 से संबंधित स्थान बाधाओं और लॉकडाउन द्वारा उत्पन्न चलनिधि बाधाओं को दूर करने के लिए पारंपरिक और अपरंपरागत उपाय किए। इन उपायों का उद्देश्य केवल प्रणाली में समग्र चलनिधि को बढ़ाना नहीं था, बल्कि जरूरतमंद क्षेत्रों में इसका वितरण सुनिश्चित करना भी था। इसके अलावा ये उपाय सीमित स्वरूप के थे। वास्तव में, उनमें से अधिकांश उपाय समयबद्ध थे और पूर्व-निर्धारित अंतिम तिथियों के साथ घोषित किए गए थे। परिणामस्वरूप, उनके समाप्त होने से बाजार में व्यवधान नहीं हुआ। इसके अलावा, हमारे चलनिधि कार्य में शामिल प्रतिपक्ष केवल बैंक और अखिल भारतीय वित्तीय संस्थान (एआईएफआई) थे, जो रिजर्व बैंक द्वारा विनियमित थे और संपार्शीक मानकों में कोई कमी नहीं की गई थी। भारतीय रिजर्व बैंक का तुलनपत्र कमजोर नहीं हुआ और मुझे यह बताते हुए खुशी हो रही है कि महामारी की शुरुआत के लगभग तीन साल के भीतर, रिजर्व बैंक के तुलनपत्र का आकार फिर से उसी स्तर पर आ गया, जहां वह महामारी की शुरुआत में था। दूसरे शब्दों में, महामारी के दौरान उपलब्ध कराई गई चलनिधि को इस आधार पर वापस ले लिया गया था कि चलनिधि उपाय असीमित स्वरूप के नहीं थे। उनकी घोषणा के समय उनकी समाप्ति तिथियों की घोषणा की गई थी। वास्तव में, अगर आपको याद हो, तो कोविड-19 महामारी ने मार्च 2020 में दुनिया के अधिकांश हिस्सों को प्रभावित किया था। वास्तव में हमने फरवरी 2020 के महीने में महामारी से पहले ही कुछ चलनिधि डालने की प्रक्रिया शुरू कर दी थी। जनवरी 2021 में, हमने फरवरी 2020 के संशोधित चलनिधि प्रबंधन ढांचे के संदर्भ में प्रणाली की अतिरिक्त चलनिधि को कम करने के लिए शुरू किए गए विभिन्न उपायों को धीरे-धीरे समाप्त करना शुरू कर दिया।

अगर आपको याद हो, आज अपने संबोधन में मैंने निर्णयों के समय के महत्व के बारे में बताया था। मैं इस बात पर जोर देना चाहूंगा कि न केवल निर्णय सही होने चाहिए बल्कि निर्णय सही समय पर होने चाहिए क्योंकि, जैसा कि मैंने हाल ही में कहीं और बताया है, अक्सर केंद्रीय बैंकों पर 'बहुत कम और बहुत देरी से' या 'बहुत जल्दी बहुत अधिक' करने का आरोप लगाया जाता है। इसलिए, समय हर निर्णय लेने का एक महत्वपूर्ण पहलू है और सही समय पर लिया गया निर्णय इसकी प्रभावशीलता को बढ़ाता है। केंद्रीय बैंकों के रूप में यह हमारी जिम्मेदारी है। हमें सही आकलन करना चाहिए या कम से कम वर्तमान स्थिति और अपेक्षित स्थिति या दृष्टिकोण का सही आकलन करने का प्रयास करना चाहिए और अपने निर्णयों को उचित समय पर लेना चाहिए।

हमने अपने आस्ति खरीद कार्यक्रम को सरकारी प्रतिभूतियों और केवल द्वितीयक बाजार के माध्यम तक सीमित रखा, जबकि मुद्रास्फीति को लक्षित करने वाले कुछ ईएमई केंद्रीय बैंकों ने सरकार को सीधे वित्तपोषित करने के लिए प्राथमिक बाजार में परिचालन के लिए आपातकालीन प्रावधान किए। यह राजकोषीय घाटे के मुद्रीकरण से बचने के लिए रिजर्व बैंक और भारत सरकार द्वारा एक सुविचारित और विवेकपूर्ण निर्णय था। पूर्व की प्रथा को रिजर्व बैंक ने 1990 के दशक के अंत में बंद कर दिया था। इसी प्रकार बैंकों और गैर-बैंक क्रियान्वयनों की कोविड-19 से संबंधित दबावग्रस्त आस्तियों के लिए समाधान उपाय असीमित स्वरूप के नहीं थे, बल्कि क्रिया पुर्नांग प्रक्रिया के हिस्से के रूप में पूर्ति किए जाने वाले कुछ वित्तीय और परिचालन मापदंडों के अधीन थे।

इस बात पर गौर किया जा सकता है कि महामारी के समय के हमारे अधिकांश उपाय भविष्य में उत्पन्न होने वाली कीमत और वित्तीय स्थिरता चुनौतियों को ध्यान में रखते हुए सुविचारित थे। जिस तरह हमने घोषित किए गए चलनिधि उपायों को असीमित स्वरूप में नहीं रखा था, उसी तरह, दबावग्रस्त क्रियाओं के लिए समाधान रूपरेखाओं के संबंध में हमने कुछ परिचालनगत और वित्तीय मापदंड निर्धारित किए थे ताकि समाधान विवेकपूर्ण और उधारकर्ताओं की आवश्यकताओं के अनुरूप हों।

यूक्रेन युद्ध के बाद के सख्त चक्र के दौरान हमारी भूमिका कई अन्य केंद्रीय बैंकों से भिन्न थी। सबसे पहले यह कि हमारी

दर वृद्धि की मात्रा कई उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (ई) की तुलना में अधिक नहीं थी, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में 75 बीपीएस नया सामान्य हो गया था, क्योंकि उनके पास काफी समय से नकारात्मक या लगभग नकारात्मक व्याज दरें थीं। दूसरा, मौद्रिक नीति के रुख को बदलते समय हमारी स्थिति ई की तरह तनाव में नहीं थी। हमारा संचार सुविचारित था और मुद्रास्फीति को 4 प्रतिशत के लक्ष्य के साथ संरेखित करने के लिए केंद्रीय बैंकों की स्पष्ट प्रतिबद्धता पर बाजार का विश्वास बनाने पर केंद्रित था। तीसरा, हमने तत्समय चल रहे चक्र में टर्मिनल दर पर कोई भी अग्रिम मार्गदर्शन देने से परहेज किया, क्योंकि कि इस तरह का मार्गदर्शन अनिश्चित वातावरण में स्वाभाविक रूप से जोखिम भरा था। चौथा, नीति दर पर विराम लगाते हुए भी, हमने मुद्रास्फीति और संवृद्धि के बीच संतुलन हासिल करने तक प्रतिबंधात्मक रुख जारी रखा।

संक्षेप में, महामारी और मुद्रास्फीति में उछाल दोनों स्थितियों में हमारी प्रतिक्रिया को निर्धारित करने में हम पारंपरिक सिद्धांत या किसी भी तरह की हठधर्मिता से बंधे नहीं थे। हम अपने कार्यों और नीतियों में चुस्त और लचीले थे। एक प्रख्यात अर्थशास्त्री ने कहा है "अच्छी नीति .... अर्थशास्त्री के विज्ञान को व्यवसायी की कला के साथ जोड़ने की आवश्यकता है"।<sup>1</sup> इस अर्थ में, हमारे कार्यों के माध्यम से हम शायद उस कहावत पर खरे उतरे हैं जिसका आशय है - "मौद्रिक नीति विज्ञान है लेकिन मौद्रिक नीति बनाना एक कला है।" हालाँकि, इसका फैसला दूसरों को करना है।

### निष्कर्ष

निष्कर्ष रूप में कहें तो पिछले कुछ वर्षों के अत्यधिक अस्थिर वातावरण में वैश्विक अर्थव्यवस्था अपनी स्थिति को बनाए रखने में सफल रही है, लेकिन अनिश्चितताओं के बादल अभी भी क्षितिज पर मंडरा रहे हैं। अत्यधिक अनिश्चितता के इस माहौल में नीति निर्माण करना धुंधले रास्ते पर वाहन चलाने जैसा है, जिसमें गतिरोधक बाधाएँ भी हैं। ये ऐसी परिस्थितियाँ हैं जो चालक के दैर्य और कौशल की परीक्षा लेंगी। ऐतिहासिक नियमितताएँ असंभव लग रही हैं, और नीति निर्माताओं की परीक्षा हो रही है। जब हमारे

<sup>1</sup> सी. ई. वाल्श (2001): दी सायंस (एड आर्ट) ऑफ मोनिटरी पॉलिसी, फेडरल रिजर्व बैंक ऑफ सैन क्रासिस्को (एफआरबीएसएफ) इकॉनॉमिक लेटर, 4 मई 2001।

समय का इतिहास लिखा जाएगा, तो पिछले कुछ वर्षों के अनुभव और सीख, सभी संभावनाओं के साथ, केंद्रीय बैंकिंग के विकास में एक महत्वपूर्ण मोड़ साबित होंगे।

ग्लोबल साउथ देशों के लिए समग्र स्थिरता बनाए रखना, जिसमें टिकाऊ संवृद्धि, मूल्य स्थिरता और वित्तीय स्थिरता शामिल है, एक कठिन चुनौती बनी हुई है। केंद्रीय बैंकों को अधिक मजबूत, यथार्थवादी और सक्रिय नीति ढाँचे की दिशा में काम

करने की आवश्यकता है जो वांछित परिणाम प्राप्त करने के लिए मौद्रिक, विवेकपूर्ण, राजकोषीय और संरचनात्मक नीतियों में तालमेल स्थापित करे। मुझे विश्वास है कि आज और कल का यह सम्मेलन ग्लोबल साउथ के लिए भविष्य की दिशा तय करने के लिए महत्वपूर्ण विचार और निष्कर्ष प्रस्तुत करेगा। मैं सम्मेलन की सफलता की कामना करता हूँ।

धन्यवाद। नमस्कार!