

बढ़ी हुई अनिश्चितता के समय में मौद्रिक नीति - हस्तक्षेप का प्रतिलेख *

श्री संजय मल्होत्रा

सुप्रभात, एडम और मेरे साथी पैनलिस्ट।

सबसे पहले, मैं फेडरल रिजर्व के पूर्व अध्यक्ष एलन ग्रीनस्पैन की बात दोहराना चाहूंगा जिन्होंने कहा था कि “अनिश्चितता केवल मौद्रिक नीति परिदृश्य की एक महत्वपूर्ण विशेषता नहीं है; यह उस परिदृश्य की सबसे खास पहचान है। दूसरे शब्दों में, मौद्रिक नीति में अनिश्चितता ही एकमात्र निश्चितता है।

ऐसा इसलिए है क्योंकि कम अनिश्चितता और अस्थिरता के समय में भी, अर्थव्यवस्था, मौद्रिक नीति संचरण, आर्थिक मॉडल जटिल होते हैं और लगातार बदलते रहते हैं, जो नीति निर्माण में अनिश्चितता लाते हैं।

अतः, केंद्रीय बैंकों ने अनिश्चितता के साथ काम करना सीख लिया है। मौद्रिक नीति ढांचे में ऐसे अंतर्निहित सिद्धांत हैं, जो उन्हें अनिश्चितता से निपटने में मदद करते हैं।

- i. पहला सिद्धांत अनिश्चित समय के दौरान ‘सबसे बेहतर स्थिति’ के बजाय ‘स्थिरता’ को प्राथमिकता दी जाए।
- ii. दूसरा ‘ब्रेनार्ड का एटेन्यूएशन सिद्धांत’ है, जो मुख्य रूप से नीति बनाने में धीरे-धीरे बदलाव की बात करता है।
- iii. मुद्रास्फीति की प्रत्याशाओं को स्थिर रखना, पारदर्शिता बनाए रखना और प्रभावी व स्पष्ट संवाद यह कुछ अन्य सिद्धांत हैं।

* भारतीय रिजर्व बैंक के गवर्नर श्री संजय मल्होत्रा द्वारा 12 मई, 2026 को स्विस् नेशनल बैंक (एसएनबी) और अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष (आईएमएफ) द्वारा संयुक्त रूप से आयोजित “बढ़ती अनिश्चितता के दौर में मौद्रिक नीति” नामक एक पैनल चर्चा के दौरान अंतरराष्ट्रीय मौद्रिक प्रणाली पर 12वें उच्च स्तरीय सम्मेलन के एक भाग के रूप में सम्बोधन का ट्रांसक्रिप्ट। इस पैनल का संचालन पीटरसन इंस्टीट्यूट फॉर इंटरनेशनल इकोनॉमिक्स के अध्यक्ष श्री एडम पोसेन ने किया। अन्य पैनलिस्ट में डॉयचे बंडेसबैंक के अध्यक्ष श्री जोआचिम नागेल; फेडरल रिजर्व बैंक ऑफ न्यूयॉर्क के अध्यक्ष और सीईओ श्री जॉन सी. विलियम्स; और श्री सेंट्रल बैंक ऑफ स्वीडन के गवर्नर एरिक थेडीन शामिल थे।

मैं यह भी बताना चाहूंगा कि भारत में, हम अक्सर आपूर्ति में अचानक कमी या रुकावट के आदी हैं। हमारे सीपीआई बास्केट में खाद्य पदार्थों का हिस्सा लगभग 40 प्रतिशत है। भारतीय कृषि काफी हद तक मानसून पर निर्भर होने के कारण, आपूर्ति के झटके के प्रति संवेदनशील है।

आपूर्ति के झटके एक चुनौती पेश करते हैं - यदि झटका अस्थायी है, तो पहले ही और तेज नीति को सख्त करना, उत्पादन के नुकसान (विकास पूर्व) को बढ़ा सकता है जबकि इसमें देरी करने से मुद्रास्फीति की प्रत्याशा में कमी हो सकती है, जिससे मुद्रास्फीति पर काबू पाना मुश्किल हो जाता है।

आपूर्ति के झटके में, अगर हमें लगता है कि इसका असर कुछ समय के लिए ही है और यह जल्द ही खत्म हो जाएगा, तो हम आम तौर पर इसके शुरुआती असर को नज़रअंदाज़ करने की कोशिश करते हैं। हालांकि, अगर कीमतों में निरंतर वृद्धि से मजदूरी, उत्पादन और परिवहन लागत (दूसरे दौर के प्रभाव) बढ़ जाती है और मुद्रास्फीति का दबाव हर जगह फैलने लगता है, तो इस असर को नज़रअंदाज़ करने का तरीका सही नहीं रहता; जिसके लिए सख्त नीति की आवश्यकता होती है।

महामारी के बाद से और विशेष रूप से रूस-यूक्रेन युद्ध शुरू होने के बाद, केंद्रीय बैंक नीति निर्माण में अधिक लचीले, बैठक-दर-बैठक दृष्टिकोण की ओर बढ़ गए हैं। अब वे जानकारी के कई अलग-अलग स्रोतों पर निर्भर हैं और तेज़ी से और सही जानकारी के आधार पर निर्णय लेने के लिए उच्च-आवृत्ति डेटा का इस्तेमाल कर रहे हैं। इसके अलावा, हेडलाइन मुद्रास्फीति को लक्षित करते हुए, वे अब हेडलाइन मुद्रास्फीति में कुछ समय के लिए होने वाली तेज़ी और लगातार बनी रहने वाली कोर मुद्रास्फीति के रुझानों के बीच अंतर कर रहे हैं, ताकि बिना ज़रूरत के नीति को सख्त करने से बचा जा सके।

केंद्रीय बैंकों ने यह भी महसूस किया है कि संरचनात्मक आपूर्ति चुनौतियों का सामना करते हुए, मौद्रिक नीति अकेले आपूर्ति-पक्ष की बाधाओं को संभाल नहीं सकती है। झटकों की प्रकृति और उनके कारणों से निपटने के लिए राजकोषीय और संरचनात्मक नीतियों के साथ मिलकर काम करना आवश्यक है। उदाहरण के लिए, खाद्य मुद्रास्फीति पर प्रभाव डालने वाले

प्रतिकूल आपूर्ति झटकों के मामले में, सरकार को इस तरह की मुद्रास्फीति को नियंत्रित करने के लिए विभिन्न माध्यमों- आयात, जमाखोरी की रोकथाम, खाद्य भंडार और बफर के उपयोग के माध्यम से आपूर्ति बाधाओं को कम करना होगा।

इस प्रकार, मूल्य स्थिरता पर केंद्रित ढांचे बहुत आवश्यक आधार हैं। इसके अलावा, पारंपरिक आर्थिक मॉडल अक्सर अचानक और अभूतपूर्व आपूर्ति व्यवधानों के दौरान विफल हो जाते हैं, जिससे डेटा-निर्भर निर्णय (स्थिति के अनुसार हर बैठक में लिए जानेवाले निर्णय) अधिक महत्वपूर्ण हो जाते हैं। केंद्रीय बैंकों को प्रभावी होने के लिए, मध्यम अवधि के लक्ष्य को नजरअंदाज किए बिना झटके के तत्काल प्रभाव से निपटने के लिए पर्याप्त लचीला होना चाहिए।

इसके अलावा, उन्हें अपनी विश्वसनीयता बनाए रखने के लिए अल्पकालिक लक्ष्यों का सख्ती से पालन किए बिना, ट्रेड-ऑफ को स्पष्ट रूप से समझाने की आवश्यकता है। मूल्य स्थिरता केंद्रित ढांचे का भविष्य उन्हें छोड़ने के बजाय उनकी तेज कार्यक्षमता और विश्वसनीयता बढ़ाने में निहित है।

उपरोक्त पृष्ठभूमि को देखते हुए, भारत का नियम-आधारित मौद्रिक नीति ढांचा, जिसमें लचीलेपन के तत्व अंतर्निहित हैं, ने लगातार आने वाले झटकों से निपटने में मदद की है और हमें उभरती परिस्थितियों के आधार पर प्रतिक्रिया देने के लिए लचीलापन प्रदान किया है। मैं यह उल्लेख करना चाहूंगा कि मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण लागू किए जाने के बाद औसत मुद्रास्फीति में लगभग दो प्रतिशत की कमी आई है।

4% के मुद्रास्फीति लक्ष्य के आसपास (+)/(-) 200 आधार अंकों की पर्याप्त व्यापक स्वीकार्य सीमा, मूल्य स्थिरता के मध्यम अवधि के उद्देश्य पर भी ध्यान केंद्रित करते हुए, हमें अल्पावधि में आपूर्ति के झटके से प्रेरित अस्थिरता को समायोजित करने के लिए आवश्यक नीति अंतराल प्रदान करती है। यह ब्याज दर में लगातार बदलाव के बिना अस्थायी झटके के कारण लक्ष्य से विचलन की अनुमति देती है। महामारी जैसे पहले आपूर्ति के झटके के दौरान, यह व्यापक स्वीकार्य सीमा काम आई थी, जब आपूर्ति में व्यवधान के कारण लक्ष्य से हुए अस्थायी विचलन में यह मुद्रास्फीति के

ऊपरी स्वीकार्य सीमा से भी ऊपर चली गई थी, इसे विकास को समर्थन देने के लिए नजरअंदाज कर दिया गया था।

तीन तिमाहियों (नौ महीने) की पर्याप्त लंबी लक्ष्य अवधि भी हमें अनिश्चित वातावरण में संचरण चुनौतियों से निपटने के लिए उचित लचीलापन देती है।

वर्तमान ऊर्जा झटके के संबंध में, हमने अप्रैल 2026 के अपने एमपीसी संकल्प में स्पष्ट किया है कि अर्थव्यवस्था आपूर्ति के झटके का सामना कर रही है और बदलती परिस्थितियों और विकसित संवृद्धि-मुद्रास्फीति दृष्टिकोण को देखते हुए प्रतीक्षा करना और उसपर नजर रखना विवेकपूर्ण हो सकता है।

हम पारदर्शी रहे हैं और हमने उन शर्तों के बारे में सूचित किया है जिनके लिए मौद्रिक नीति को सख्त बनाने की आवश्यकता होगी।

ऐसा कहा जा रहा है कि, हम जानते हैं कि वैश्विक स्थिति अभी भी बदल रही है, और इसके व्यापक आर्थिक निहितार्थ अभी भी सामने आ रहे हैं। हम इस बात पर कड़ी नजर रख रहे हैं कि क्या और कब आपूर्ति का झटका सामान्य मूल्य स्तर में अंतर्निहित हो सकता है जिससे मौद्रिक नीति के तहत कदम उठाने की आवश्यकता पड़ सकती है। हम जून 2025 से तटस्थ रुख अपनाए हुए हैं, जो हमें अपने दृष्टिकोण में लचीलापन बनाए रखने और आने वाले डेटा और सूचनाओं पर विवेकपूर्ण प्रतिक्रिया देने की सुविधा देता है।

संक्षेप में, आपूर्ति के झटके और अनिश्चितता का सामना करते हुए, यह महत्वपूर्ण है कि मूल्य स्थिरता पर केंद्रित नीतिगत ढांचे इतने लचीले हों कि केंद्रीय बैंक चुस्त और लचीले बने रहते हुए, कुछ समय के लिए आने वाले झटकों को नजरअंदाज कर सकें, एक व्यापक नीतिगत रुख अपनाएं और नीति के भविष्य के पथ पर दृढ़ प्रतिबद्धताएं बनाने से बचें। ऐसी परिस्थितियों में, ज्यादा से ज्यादा डेटा पर निर्भर होना और जोखिमों के संतुलन का लगातार पुनर्मूल्यांकन करना ही व्यापक दृष्टिकोण है। झटकों को नजरअंदाज करना है या नहीं, यह इस बात पर निर्भर करता है कि मुद्रास्फीति कितने समय तक रहती है और क्या यह पूरी अर्थव्यवस्था में फैल गई है।