

भाग एक : अर्थव्यवस्था : समीक्षा और संभावनाएं

I

मूल्यांकन और संभावनाएं

2009-10 की दूसरी छमाही में नीतिगत ध्यान संकट प्रबंधन से हटकर सुधार की ओर चला गया है। जहां वृद्धि में समेकन हुआ, वहीं 2009-10 में खराब दक्षिण-पश्चिम मानसून के कारण आपूर्ति पक्ष से मुद्रास्फीतिकारी दबाव उत्पन्न हुआ। रिज़र्व बैंक को मुद्रास्फीति पर नियंत्रण पाने तथा मुद्रास्फीतिकारी प्रत्याशाओं पर लगाम लगाने के लिए अक्टूबर 2009 में निभावकारी मौद्रिक नीतिगत रुख से सुविचारित निकासी की प्रक्रिया शुरू करनी पड़ी। वृद्धि में समेकन का स्पष्ट संकेत 2009-10 की चौथी तिमाही में उस समय दिखायी दिया जब मुद्रास्फीति अधिकाधिक सामान्यीकृत हो गयी। फलस्वरूप रिज़र्व बैंक को 2010-11 में सुविचारित मौद्रिक समायोजन की गति तेज करनी पड़ी। जहां 2010-11 के लिए वृद्धि की संभावना सुदृढ़ बनी हुई है, वहीं मुद्रास्फीति एक बड़ी चुनौती के रूप में उभरकर सामने आयी है। आगे चलकर, मौद्रिक स्थिति सामान्य होते ही कई महत्वपूर्ण क्षेत्रों में संरचनागत बाधाओं का समाधान करना जरूरी है ताकि वृद्धि को बनाए रखा जा सके तथा मुद्रास्फीति के प्रति आपूर्ति पक्ष संबंधी जोखिमों को भी नियंत्रित किया जा सके। राजकोषीय निकासी, जो पहले ही शुरू हो चुकी है, जारी रखनी होगी। राजकोषीय समेकन, कम और स्थिर मुद्रास्फीति संबंधी युग, वित्तीय स्थिरता संबंधी ढांचे के सुदृढ़ीकरण तथा संरचनागत सुधार में प्रगति के माध्यम से समग्र समष्टि-वित्तीय माहौल में सुधार लाने से वृद्धि को बनाए रखने तथा उत्पादकता बढ़ाने में मदद मिलेगी। केंद्रीय बैंकिंग के क्षेत्र में, रिज़र्व बैंक उच्च एवं समावेशक वृद्धि में वित्त के अंशदान को सुधारने संबंधी मध्यावधि लक्ष्य को पूरा करना जारी रखेगा।

1.1 वैश्विक वित्तीय संकट के बाद, 2008-09 की दूसरी छमाही से प्रारंभ करके चार अलग-अलग छमाही चरणों में देशी समष्टि-आर्थिक वातावरण में उल्लेखनीय बदलाव आया है। प्रत्येक चरण में रिज़र्व बैंक को विभिन्न चुनौतियों का सामना करना पड़ा। पहला, 2008-09 की दूसरी छमाही में सकल देशी उत्पाद (जीडीपी) की वृद्धि में कमी आयी, जो वैश्विक संकट के प्रभाव को दर्शाता है। रिज़र्व बैंक ने देशी वित्तीय प्रणाली और अर्थव्यवस्था पर वैश्विक गतिविधियों के प्रतिकूल प्रभाव को सीमित करने के लिए तेजी से परंपरागत और गैर-परंपरागत उपाय भारी मात्रा में शुरू किए। दूसरा, 2009-10 की पहली छमाही में, आर्थिक कार्यकलाप में मौजूद कमजोरी के कारण मौद्रिक नीति संबंधी उत्प्रेरणा को

जारी रखना जरूरी हो गया। कम मुद्रास्फीति के माहौल ने भी निभावकारी मौद्रिक नीति संबंधी रुख को जारी रखने की गुंजाइश पैदा कर दी। परंतु, साल के मध्य तक, कम दक्षिण-पश्चिम मानसून के कारण रिकवरी तथा खाद्य मुद्रास्फीति के बारे में नये सिरों से चिंता उत्पन्न हो गयी। तीसरा, कम मानसून के मंदक प्रभाव तथा प्रतिकूल वैश्विक आर्थिक वातावरण के बावजूद, जीडीपी की वृद्धि में 2009-10 की दूसरी छमाही में वैश्विक अर्थव्यवस्था के पहले सुदृढ़ रिकवरी आई। खाद्य मुद्रास्फीति, जो खरीफ के खराब उत्पादन की अनुक्रिया में बढ़नी शुरू हो गयी थी, साल की दूसरी छमाही में अधिक दृढ़ हो गयी। बढ़ रही तथा अधिकाधिक सामान्यीकृत मुद्रास्फीति के कारण नीतिगत उत्प्रेरणा को वापस

* : यद्यपि भारतीय रिज़र्व बैंक का लेखा वर्ष जुलाई-जून है, कई परिवर्तियों के आंकड़े वित्तीय वर्ष अर्थात् अप्रैल-मार्च के आधार पर उपलब्ध हैं, अतः आंकड़ों का विश्लेषण वित्तीय वर्ष के आधार पर किया गया है। उपलब्ध होने पर आंकड़ों को मार्च 2010 के बाद तक अद्यतन किया गया है। विश्लेषण के प्रयोजन के लिए तथा नीतियों के बारे में उचित परिप्रेक्ष्य प्रदान करने के लिए आवश्यकतानुसार विगत वर्षों तथा भावी अवधियों के संदर्भ भी इस रिपोर्ट में प्रस्तुत किए गए हैं।

लेना जरूरी हो गया। चूंकि, रिजर्व बैंक के सामने नीतिगत चुनौती यह थी कि रिकवरी को नुकसान पहुंचाए बिना मुद्रास्फीतिकारी प्रत्याशाओं पर लगाम लगाया जाए, अतः मौद्रिक अनवाइंडिंग के प्रति एक सुविचारित दृष्टिकोण अपनाया गया। चौथा, 2010-11 के पहले कुछ महीनों में, यह अधिकाधिक स्पष्ट हो गया कि वैश्विक अर्थव्यवस्था में कमजोरी के संकेत बने रहने के बीच वृद्धि की गति में और अधिक समेकन हो सकता है जिससे वार्षिक वृद्धि वैश्विक संकट के पहले की स्थिति के समीप पहुंच जाएगी। परंतु, हेडलाइन मुद्रास्फीति साल के चार आनुक्रमिक महीनों में दुहरे अंकों में या उसके निकट बनी रही तथा मुद्रास्फीति की प्रक्रिया भी अधिक सामान्यीकृत हो गयी। इस प्रकार शेष नीतिगत ध्यान रिकवरी से हटकर मुद्रास्फीति की ओर चला गया।

2009-10 का मूल्यांकन

I.2 2009-10 में, समष्टि-आर्थिक नीतिगत फोकस वैश्विक संकट के प्रभावों को रोकने से हटकर रिकवरी के प्रबंधन की ओर चला गया। भारतीय अर्थव्यवस्था पर वैश्विक संकट का असर 2008-09 की दूसरी छमाही में दो आनुक्रमिक तिमाहियों में जीडीपी वृद्धि में गिरावट की मात्रा तथा निजी उपभोग एवं निवेश दोनों तरह की मांग में कमजोरी में विशेष तौर पर दिखायी दिया। जहां निर्यातों में गिरावट आयी, वहीं औद्योगिक उत्पादन की वृद्धि में तेजी से कमी आई, पूंजी के अंतर्वाहों में बदलाव आया, कंपनियों की बिक्री में होनेवाली वृद्धि कम हो गयी, रुपए की विनिमय दर में मूल्यहास हुआ तथा आस्तियों के मूल्यों, विशेष रूप से शेयरों के मूल्यों, में गिरावट आयी।

I.3 संकट का प्रबंधन करते हुए रिजर्व बैंक ने अक्टूबर 2008 तथा अप्रैल 2009 के बीच के लगभग 7 महीनों की अवधि के दौरान रिपो दर में 425 आधार अंकों की, रिवर्स रिपो दर में 275 आधार अंकों की तथा सीआरआर में 400 आधार अंकों की कमी की। परम्परागत तथा कई गैर-परम्परागत चलनिधि संबंधी मार्गों के माध्यम से 5,60,000 करोड़ रुपए के आसपास अथवा जीडीपी के लगभग 9.0 प्रतिशत के समतुल्य कुल संभाव्य चलनिधि उपलब्ध करायी गयी। मौद्रिक नीति संबंधी अनुक्रिया की मात्रा और गति अभूतपूर्व थी, जो वैश्विक संकट के परिमाण और उसके संभाव्य प्रभाव को दर्शाता है। राजकोषीय अनुक्रिया, जिसमें एफआरबीएम द्वारा परिभाषित राजकोषीय समेकन संबंधी मार्ग से विचलन शामिल था, के कारण भी केंद्र सरकार का सकल

राजकोषीय घाटा 2007-08 के जीडीपी के 2.5 प्रतिशत से बढ़कर 2008-09 में 6 प्रतिशत हो गया।

I.4 2009-10 की शुरुआत तक, यह स्पष्ट हो गया था कि वित्तीय प्रणाली में उक्त संसर्ग की जोखिम न्यूनतम थी, भले ही वास्तविक अर्थव्यवस्था में कमजोरी बने रहने के कारण वित्तीय प्रणाली में कुछ तनाव आया। तीव्रतर सुधार लाने के लिए, वर्ष की पहली छमाही में वृद्धि समर्थक राजकोषीय एवं मौद्रिक नीति संबंधी रुख जारी रहा। जून-अगस्त 2009 के दौरान हेडलाइन मुद्रास्फीति ऋणात्मक होने के साथ नीतिगत उत्प्रेरणा से उत्पन्न जोखिम अल्पावधि में कम हो गयी। वित्तीय बाजार संबंधी कार्यकलापों में जीडीपी के पहले सुधार आ गया, तथा पूंजीगत अंतर्वाह वापस लौटने के साथ, रुपए में भी मूल्यवृद्धि हुई, जिससे 2008-09 की दूसरी छमाही में देखे गए मूल्यहास में आंशिक बदलाव आया। निजी उपभोग संबंधी मांग में कमी तथा निजी निवेश संबंधी मांग में मंदी ऋण एवं मुद्रा संबंधी वृद्धि में आयी गिरावट में प्रदर्शित हुई। सरकार के बड़े उधार कार्यक्रम, जिसका अधिकांश पहली छमाही में जुटाया जाना था, का प्रबंधन अविघटनात्मक रूप में किया गया, जो रिजर्व बैंक द्वारा सक्रिय चलनिधि प्रबंधन को दर्शाता है।

I.5 साल की दूसरी छमाही में, क्रमिक रूप से सुदृढ़ सुधार के मजबूत संकेत उभरकर सामने आए। निवेश संबंधी मांग बढ़ गयी, कंपनियों की बिक्री संबंधी वृद्धि में तेजी आयी, ऋण की मांग में सुधार हुआ, निर्यात एवं आयात में टर्नअराउंड आया, औद्योगिक उत्पादन में तीव्र सुधार दिखायी दिया तथा क्षमता उपयोग के स्तरों में सुधार हुआ। यद्यपि, कम मानसून के कारण कृषि उत्पादन पर बुरा असर पड़ा, तथापि कृषि के न्यूनतर हिस्से को देखते हुए, समग्र जीडीपी वृद्धि पर बहुत कम प्रतिकूल असर पड़ा। तथापि, कृषि संबंधी कई उत्पादों में संरचनागत असंतुलन की पृष्ठभूमि में, कम मानसून का मुद्रास्फीति पर काफी अधिक असर पड़ा। प्राथमिक पण्यों में मुद्रास्फीति अक्टूबर 2009 के एकल अंक की तुलना में बढ़कर मार्च 2010 तक 18.3 प्रतिशत हो गयी। साथ ही मुद्रास्फीति की प्रक्रिया का सामान्यीकरण बढ़ रहा था और विनिर्मित उत्पादों और ईंधन समूह दोनों में मुद्रास्फीति ऊंची रही। मुद्रास्फीति में दृढ़ता के साक्ष्य थे तथा मूल्य में सापेक्ष घट-बढ़ में भी गिरावट आयी, जो बढ़ते हुए सामान्यीकरण को दर्शाता है।

I.6 आपूर्ति संबंधी आघातों द्वारा चालित मुद्रास्फीति से निपटने में मौद्रिक नीति की सीमाओं के बावजूद, रिजर्व बैंक ने रिकवरी को नुकसान पहुंचाए बिना मुद्रास्फीतिकारी प्रत्याशाओं

पर लगाम लगाने के उद्देश्य से मौद्रिक नीति में सुविचारित सामान्यीकरण की शुरुआत की। फरवरी 2010 में 2010-11 के केंद्रीय बजट में राजकोषीय निकासी की योजनाओं की भी घोषणा की गयी। इस प्रकार, जहां वैश्विक संकट के प्रति राजकोषीय और मौद्रिक नीति संबंधी अनुक्रियाओं ने 2009-10 में वृद्धि में तीव्रतर सुधार में अंशदान किया, वहीं उभरते हुए मुद्रास्फीतिकारी दबावों तथा उच्च मुद्रास्फीति एवं कमजोर राजकोषीय स्थिति से मध्यावधि वृद्धि के प्रति चुनौती को देखते हुए यथाशीघ्र उपयुक्त रूप में नीतिगत निकासी की जरूरत महसूस की गयी।

2010-11 के लिए संभावनाएं

1.7 2009-10 की अंतिम तिमाही में आए व्यापक आधारवाले एवं सुदृढ़ रिकवरी को देखते हुए 2010-11 में जीडीपी में वृद्धि की संभावना में उल्लेखनीय सुधार हुआ है। गति को बनाए रखने की अच्छी संभावना है, जो औद्योगिक क्षेत्र में उल्लेखनीय कार्य-निष्पादन, पिछले साल की तुलना में बेहतर मानसून तथा सेवाओं में बनी हुई आघात-सहनीयता द्वारा चालित है। जहां तक मांग पक्ष का संबंध है, निवेश संबंधी मांग में 2009-10 की चौथी तिमाही तक तेज वृद्धि पहले ही देखी जा चुकी थी तथा इस वर्ष की पहली तिमाही में पूंजीगत माल के उत्पादन में हुई वृद्धि की प्रवृत्तियां गति जारी रहने का संकेत देती हैं। कंपनियों की बिक्री, उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुओं के उत्पादन तथा ऑटो की बिक्री को देखते हुए उपभोग संबंधी निजी मांग में क्रमिक वृद्धि दिखाई देती है, जिसमें वृद्धि की प्रक्रिया को अधिक स्वतः धारणीय बनाते हुए तेजी आ सकती है। हालांकि वैश्विक रिकवरी में संभावित कमजोरी संबंधी चिंता बनी हुई है, वृद्धि के प्रति देशी जोखिमों में उल्लेखनीय कमी हुई है। फलस्वरूप, रिजर्व बैंक ने 2010-11 के लिए जीडीपी वृद्धि संबंधी प्रक्षेपण में ऊर्ध्वमुखी संशोधन कर उसे अप्रैल 2010 के 8.0 प्रतिशत से ऊर्ध्वमुखी संभावना के साथ जुलाई 2010 में 8.5 प्रतिशत कर दिया।

1.8 आपूर्ति संबंधी अवरोधों, चाहे वे बढ़ती हुई मांग की अनुक्रिया में उत्पादन की असमर्थता के रूप में हों अथवा आपूर्ति श्रृंखला की अपर्याप्तता के रूप में हों, के कारण हाल के वर्षों में उल्लेखनीय मुद्रास्फीतिकारी दबाव उत्पन्न हुआ है जिससे समाज के विभिन्न वर्गों पर असममित प्रभाव के जरिए समावेशक वृद्धि की प्रगति में रुकावट आई है। 2010-11 की पहली तिमाही में, हेडलाइन मुद्रास्फीति दुहरे अंकों में बनी रही। अक्टूबर 2009 में

शुरू हुई मौद्रिक नीति के सामान्यीकरण की प्रक्रिया जारी रहने से रिपो दर में 100 आधार अंकों की, रिवर्स रिपो दर में 125 आधार अंकों की तथा सीआरआर में 100 आधार अंकों की संचयी वृद्धि फरवरी 2010 से जुलाई 2010 तक की अवधि में हुई। रिपो दर के परिचालनात्मक दर के रूप में उभरने को ध्यान में रखते हुए प्रभावी नीतिगत दर में वस्तुतः 250 आधार अंकों की वृद्धि की गई है। 2010-11 की पहली तिमाही में दुहरे अंकों की मुद्रास्फीति तथा खाद्य मुद्रास्फीति पर अपेक्षाकृत बेहतर मानसून के प्रत्याशित लाभकारी प्रभाव, वैश्विक पण्य कीमतों के बारे में उपलब्ध आधार स्तरीय अनुमान तथा मौद्रिक नीति संबंधी उपायों के विलंबित प्रभाव को ध्यान में रखते हुए, रिजर्व बैंक ने मुद्रास्फीति संबंधी अपने अनुमान को अप्रैल 2010 के 5.5 प्रतिशत के पिछले पूर्वानुमान से संशोधित कर उसे जुलाई 2010 में मार्च 2011 के लिए 6.0 प्रतिशत कर दिया।

1.9 वैश्विक अर्थव्यवस्था, जिसमें 2010 की पहली तिमाही में की गई प्रत्याशा की तुलना में तीव्रतर सुधार आया, यूरो जोन तथा अन्य उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में राजकोषीय धारणीयता संबंधी चिंताओं द्वारा कारित गुरुतर अनिश्चितता की स्थिति में चली गई। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं को रिकवरी बनाए रखने के लिए राजकोषीय उत्प्रेरणा जारी रखने तथा वृद्धि की मध्यावधि संभावनाओं को परिरक्षित करने के लिए राजकोषीय समेकन की ओर वापस लौटने के बीच मौजूद तनाव का समाधान करना होगा। अब तक वैश्विक बाजारों की अस्थिरता ने भारतीय शेयर बाजारों को प्रभावित किया है, तथा व्यापार और पूंजीगत प्रवाहों के लिए वैश्विक निकटवर्ती संभावना अनिश्चित है। जहां देशी वृद्धि की सुदृढ़ता का निहितार्थ यह है कि आयात संबंधी वृद्धि निर्यात संबंधी वृद्धि से अधिक होगी, वहीं अनिश्चित वैश्विक वातावरण के कारण वैश्विक निवेशकों के बीच जोखिम से बचने के आग्रह की वजह से पूंजीगत अंतर्वाहों में अधिक अस्थिरता आ सकती है। उन्नत एवं उभरती अर्थव्यवस्थाओं के बीच बहुल गति वाला वृद्धि का पैटर्न तथा उनके अलग-अलग मुद्रास्फीतिक मार्गों से मौद्रिक निकासी में असममिति और बढ़ेगी तथा इन सबसे वैश्विक पण्य और आस्ति मूल्यों तथा विनिमय दरों में संभाव्य रूप से अस्थिरता आ सकती है। अनिश्चित वैश्विक वातावरण को देखते हुए 2010-11 के दौरान नीति निर्धारण में सतर्कता अपनाना जरूरी है।

1.10 देशी और बाह्य वातावरण की गतिविधियों को देखते हुए, रिजर्व बैंक को अनेक निकटवर्ती तथा मध्यवर्ती चुनौतियों से निपटना

होगा, जिनमें से कई चुनौतियां जटिल हैं और उनमें तालमेल शामिल है। कुछ प्रमुख चुनौतियों का उल्लेख यहां किया गया है।

रिजर्व बैंक के लिए निकटवर्ती तथा मध्यवर्ती चुनौतियां आपूर्ति संबंधी आघातों के प्रति मौद्रिक नीति की अनुक्रिया

I.11 अंतिम दो वर्षों में आपूर्ति संबंधी नकारात्मक आघातों के कारण भारत में मुद्रास्फीति संबंधी मार्ग में उल्लेखनीय अस्थिरता आई है तथा इसके अलावा हेडलाइन मुद्रास्फीति ऊंची बनी हुई है। इसके कारण मुद्रास्फीति पर आपूर्ति पक्ष संबंधी दबावों से निपटने के लिए मौद्रिक नीति की सामान्य सीमाओं को देखते हुए, रिजर्व बैंक के कम एवं स्थिर मुद्रास्फीति संबंधी उद्देश्य के सामने चुनौती उत्पन्न हो गई है। मांग संबंधी आघातों से भिन्न, आपूर्ति संबंधी आघातों का मुद्रास्फीति एवं वृद्धि पर असममित प्रभाव पड़ा है। मांग संबंधी ऋणात्मक आघात, यथा आस्ति मूल्यों में आकस्मिक गिरावट से उत्पन्न धन संबंधी हानि, के मामले में सामान्यतः उत्पादन और मूल्यों पर प्रभाव उसी दिशा में चलता है। फलस्वरूप, नीति संबंधी अनुक्रिया अस्पष्ट हो जाती है। तथापि, आपूर्ति संबंधी ऋणात्मक आघात, यथा तेल के अंतरराष्ट्रीय मूल्यों में वृद्धि अथवा मानसून की विफलता, के मामले में जहां हेडलाइन मुद्रास्फीति में वृद्धि होती है, वहीं उत्पादन में कमी आती है। इस प्रकार, आपूर्ति संबंधी ऋणात्मक आघात के मामले में, केंद्रीय बैंक को उत्पादन स्थिरीकरण बनाम मुद्रास्फीति नियंत्रण की द्विविधा का सामना करना पड़ता है।

I.12 रिजर्व बैंक के लिए, इस द्विविधा का सामना उस समय करना पड़ा, जब अर्थव्यवस्था 2009-10 की दूसरी छमाही में आर्थिक वृद्धि में मंदी से उबर रही थी। उच्च हेडलाइन मुद्रास्फीति तथा मुद्रास्फीति के मार्ग में बढ़ रही दृढ़ता और सामान्यीकरण के बावजूद, मुद्रास्फीतिकारी प्रत्याशाओं पर लगाम लगाने के उद्देश्य से मुद्रास्फीति विरोधी उपायों के साथ उत्पाद स्थिरीकरण संबंधी उद्देश्य का अनुसरण करना पड़ा। उत्पादन एवं मुद्रास्फीति पर आपूर्ति संबंधी नकारात्मक आघातों के असममित प्रभाव को देखते हुए, रिजर्व बैंक की मौद्रिक नीति संबंधी कार्रवाइयों को सतर्कतापूर्वक बनाए जाने की जरूरत है, जो इस बात के आकलन पर आधारित होगा कि मौद्रिक नीति में मुद्रास्फीति के ऐसे स्रोतों के लिए कारगर तौर पर क्या कार्रवाई की जा सकती है तथा अवधिपूर्वक मौद्रिक सख्ती के कारण सुधार में इससे किस प्रकार की जोखिम उत्पन्न हो सकती है। यह मौद्रिक नीति के सामान्यीकरण

के प्रति रिजर्व बैंक के सुविचारित दृष्टिकोण में प्रदर्शित हुआ, जहां नीति की दिशा स्पष्ट थी, हालांकि प्रत्येक कार्रवाई का समय और परिमाण देशी और बाह्य दोनों प्रकार की जोखिमों के आकलन के साथ विकसित हो रही वृद्धि-मुद्रास्फीति की संभावना द्वारा अनुकूलित था।

I.13 आपूर्ति संबंधी आघातों के दुहराए जाने से भारत में कम मुद्रास्फीति की व्यवस्था सुनिश्चित करने के प्रति निरंतर चुनौती सामने आती है, जो समावेशक उच्च वृद्धि का लक्ष्य प्राप्त करने के लिए जरूरी है। आपूर्ति संबंधी संरचनागत अवरोधों, विशेष रूप से सामान्य उपभोग की मदों में, का समाधान करके आपूर्ति बढ़ाने के लिए एक मध्यावधि दृष्टिकोण अपेक्षित है। कृषि संबंधी उत्पादकता पर विशेष ध्यान देने की जरूरत है क्योंकि दाल, तिलहन, सब्जी तथा डेरी उत्पाद जैसी आधारभूत मदों में मांग-आपूर्ति संबंधी अंतराल बढ़ रहा है तथा मध्य वर्ग की आय में वृद्धि एवं उसके विकास के साथ ऐसी मदों की मांग में निरंतर वृद्धि बनी रहेगी। ऐसी कुछ अन्य मदें हैं जिनमें आपूर्ति की स्थिति में भी काफी अस्थिरता है, जैसा कि हाल की अवधि में चीनी के मामले में हुआ है। बफर स्टॉक बनाए रखने के उद्देश्यों में से एक यह है कि आधारभूत उपभोग मदों के उत्पादन में गिरावट आने पर मूल्यों को स्थिर किया जाए। तथापि 2009-10 के दौरान, गेहूं एवं चावल के भंडार में उस समय वस्तुतः वृद्धि हुई जब उनकी खुदरा कीमतें ऊंची थीं और खाद्यान्न के देशी उत्पादन में गिरावट आई थी। जहां खाद्य सुरक्षा का अत्यधिक महत्व पर्याप्त बफर स्टॉक बनाए रखने संबंधी नीति जारी रखने की आवश्यकता को सुझाता है, वहीं प्रतिकूल आघातों की अवधि में अधिक सक्षम वितरण से लेकर खेत के उत्पादन तक उनके समय पर उपयोग पर अधिक नीतिगत ध्यान दिया जाना चाहिए। यह स्वीकार करना होगा कि 1.2 बिलियन आबादी की मांग पूरी करने के लिए, भारत धारणीय आधार पर आयातों पर निर्भर नहीं रह सकता क्योंकि ऊंची लागतों पर आयात किए जाने से मुद्रास्फीति को नियंत्रित करने में मदद नहीं मिलती तथा इसके अलावा इससे संभवतः उन प्रयासों में भी कमी आती है जो देशी आपूर्ति की बाधाओं को दूर करने के लिए किए जाने चाहिए।

I.14 कच्चा तेल आपूर्ति संबंधी आघात का एक और प्रमुख स्रोत है, तथा 80 प्रतिशत से अधिक तेल के आयात पर निर्भरता से मुद्रास्फीति के प्रबंधन में जटिलता आ जाती है। खाद्य से भिन्न, तेल के मामले में मूल मुद्रास्फीति के प्रति पैलाव निविष्टि संबंधी लागत की सरणी के माध्यम से अधिक तीव्रतर होता है। जहां

नियंत्रित मूल्य संबंधी प्रक्रिया के माध्यम से देशी मुद्रास्फीति के प्रति सिर्फ आंशिक अंतरण की अनुमति देने संबंधी विगत नीति से तेल की अस्थिर अंतरराष्ट्रीय कीमतों के देशी मुद्रास्फीति पर पड़नेवाले प्रभाव को स्थिर करने में मदद मिली, वहीं इससे उल्लेखनीय राजकोषीय दबाव भी आया। खराब राजकोषीय स्थितियां मध्यावधि मुद्रास्फीति एवं वृद्धि की संभावना दोनों के प्रति संभाव्य जोखिम को दर्शाती हैं। जून 2010 में सरकार द्वारा लिया गया यह निर्णय कि पेट्रोल की कीमतों को पूरी तरह से अविनियमित करने के साथ अन्य नियंत्रित पेट्रोलियम उत्पादों की कीमतों में भी संशोधन किया जाए ताकि वे अंतरराष्ट्रीय मूल्य संबंधी प्रवृत्तियों को बेहतर रूप में दर्शा सकें, सुधार संबंधी एक ऐसा क्षेत्र है जिसमें बहुत पहले कार्रवाई कर ली जानी चाहिए थी, हालांकि ऐसा उस समय किया गया जब हेडलाइन मुद्रास्फीति पहले से ही ऊंची थी। सही समय पर सभी पेट्रोलियम उत्पादों का पूर्ण विनियमन इस महत्वपूर्ण सुधार का अगला तार्किक कदम होगा। इससे सबसे पहले दबी हुई मुद्रास्फीति को टालने में मदद मिलेगी, जिससे बदले में गुरुतर ऊर्जा संरक्षण के माध्यम से मांग का बेहतर समायोजन संभव होगा। दूसरे, सार्वजनिक क्षेत्र की तेल कंपनियां नियंत्रित मूल्य प्रणाली से जुड़ी बड़ी मात्रा में न्यून-वसूली के बोझ के तहत प्रायः आवश्यक निवेश योजनाओं में देरी करती हैं। कीमतों में पूर्ण अविनियमन के साथ शोध संबंधी कार्यक्रमों तथा तेलशोधन क्षमता में वृद्धि के क्षेत्र में गुरुतर निवेश भी संभव हो सकता है। अधिक महत्वपूर्ण यह है कि अंतरराष्ट्रीय कीमतों को पूर्णतः देशी कीमतों में अंतरित किए जाने से ऊर्जा के वैकल्पिक स्रोतों में निवेश बढ़ाने को प्रोत्साहन मिलेगा। चूंकि खाना बनाने के प्रयोजन के लिए ईंधन एक मूलभूत आवश्यकता है, अतः खाना बनाने की उच्च लागत की संभावित अनुक्रिया के रूप में, विशेष रूप से वनों की कटाई के माध्यम से पर्यावरण को होनेवाली जोखिम को ध्यान में रखते हुए, इस दिशा में थोड़ी सब्सिडी देने की जरूरत है। परंतु इस प्रकार की सब्सिडी को बेहतर रूप में लक्षित होना चाहिए तथा साथ ही इसका उल्लेख स्पष्ट तौर पर बजट में होना चाहिए तथा उसका वित्तीयन परिकल्पित राजकोषीय समेकन की व्यापक रूपरेखा के भीतर किया जाना चाहिए।

1.15 अब देश के जीडीपी का सबसे बड़ा हिस्सा सेवा क्षेत्र से आता है तथा लोगों की उपभोज्य आय का अधिकाधिक भाग सेवाओं पर खर्च हो रहा है, अतः उपभोक्ता कल्याण के आकलन की दृष्टि से सामान्य रूप से उपयोग की जानेवाली सेवाओं की कीमत

महत्वपूर्ण हो गई है। जहां दूरसंचार जैसी कतिपय सेवाओं की कीमतों में उल्लेखनीय गिरावट आई है, वहीं निजी शिक्षा और स्वास्थ्य जैसी अन्य सेवाओं की कीमतों में उल्लेखनीय वृद्धि हुई है, हालांकि उसका आंशिक कारण सेवाओं की गुणवत्ता सुधारने संबंधी प्रीमियम है। इस प्रकार मुद्रास्फीति की स्थितियों के यथार्थ आकलन के लिए, उपभोक्ता मुद्रास्फीति की अधिक प्रातिनिधिक राष्ट्रस्तरीय माप की जरूरत है जिसमें समाज के सभी वर्गों के उपभोक्ताओं को तथा व्यापक उपभोग सेवाओं को भी शामिल किया जाए।

मौद्रिक नीति संबंधी संचारण में सुधार

1.16 मुद्रास्फीति, वृद्धि तथा वित्तीय स्थिरता संबंधी अंतिम लक्ष्य प्राप्त करने में मौद्रिक नीतिगत कार्रवाइयों की क्षमता मोटे तौर पर संचारण प्रक्रिया की दक्षता पर निर्भर करती है। मौद्रिक नीति संबंधी निर्णय आम तौर पर अर्थव्यवस्था में वित्तीय प्रणाली के माध्यम से संचारित किए जाते हैं। देश-विशिष्ट संदर्भ में देखी गई दीर्घ एवं परिवर्तनीय पश्चताएं यह सुझाती हैं कि मौद्रिक नीति को अग्रदर्शी होना चाहिए। वैश्विक संकट के संदर्भ में, अधिकांश उन्नत अर्थव्यवस्थाओं ने संचारण सरणी में आकस्मिक कमजोरी का अनुभव किया क्योंकि उनके वित्तीय बाजारों ने सामान्य तौर पर कार्य करना बंद कर दिया था। भारत में चूंकि वित्तीय प्रणाली के सामने संकट नहीं आया, अतः संचारण सरणी को न्यूनतम नुकसान हुआ, हालांकि वैश्विक संकट के पहले के समय की संरचनागत अनम्यताएं रिजर्व बैंक की मौद्रिक नीति संबंधी कार्रवाइयों की प्रभावशालिता को सीमित करती रहीं। भारत में संचारण को कमजोर बनाने वाले प्रमुख कारक हैं - अल्प बचतों पर, जो बैंक जमाराशियों का प्रभावी एवजी हैं, नियंत्रित ब्याज दर संरचना, नीतिगत दरों के चक्रों के संबंध में बकाया मीयादी जमाराशियों पर ब्याज दरों में देखी गई अनम्यता की सीमा के रूप में बैंकों के सामने मौजूद संरचनागत असममिति, उधार कार्यक्रम के आकार के जरिए बाजार संबंधी ब्याज दरों को प्रायः अनुकूलित करने संबंधी राजकोषीय रुख, तथा बैंकों द्वारा ऋणों का एक बड़ा हिस्सा बेंचमार्क मूल उधार दर (बीपीएलआर) से नीचे की दर पर देने की प्रथा, जिसने संचारण के आकलन में अपारदर्शिता ला दी, तथा साथ ही कंपनियों के लिए ऋण के अवर-मूल्यन तथा कृषि एवं लघु और मध्यम उद्यमों के लिए ऋणों के अति-मूल्यन के रूप में प्रति-सहायता की गुंजाइश पैदा करना।

I.17 ऋण मूल्यन की प्रक्रिया में पारदर्शिता लाने तथा मौद्रिक नीति के संचारण संबंधी आकलन में सुधार लाने और ऋण बाजार में प्रतिस्पर्धा बढ़ाने की दृष्टि से, रिजर्व बैंक ने 1 जुलाई 2010 से 'आधार दर' नामक एक नई प्रणाली शुरू की, जिसने पहले की बीपीएलआर प्रणाली का स्थान ले लिया है। बाजारों के कारगर रूप से कार्य करने तथा प्रतिस्पर्धा के संवर्धन के लिए पारदर्शिता महत्वपूर्ण है। इसके अलावा, ऋणों के मूल्यन के लिए सुसंगत बेंचमार्क लाने की जरूरत थी, जहां बेंचमार्क को निधियों की लागत तथा परिचालनों की लागत के साथ संबद्ध किया गया हो। इस प्रकार आधार दर से ऋण बाजारों के प्रति मौद्रिक नीतिगत संकेतों के संचारण में सुधार लाने और उसकी दृश्यता बढ़ाने में मदद मिलने की आशा है। बाजार की ब्याज दरों में मौजूद प्रवृत्तियों से असंबद्ध अल्प बचतों पर ब्याज दरें निर्धारित करने की वर्तमान व्यवस्थाओं से संचारण में आनेवाली ज्ञात बाधा को देखते हुए, अल्प बचतों पर ब्याज दरों को अविनियमित करने अथवा उसे बाजार दरों के प्रति बेंचमार्क करने संबंधी मुद्दे की जांच करने के लिए एक समिति नियुक्त करने संबंधी सरकार का हाल का निर्णय महत्वपूर्ण है।

I.18 संचारण के संदर्भ में नीतिगत सुसंगतता का अन्य मुद्दा नीति दर संबंधी चक्रों के विभिन्न चरणों के संबंध में संचारण की गति में असममिति का संभावित अस्तित्व है। जहां गिरती हुई नीतिगत दरों की अवस्था में संचारण की गति धीमी हो सकती है, वहीं नीतिगत दर का चक्र बदलने पर संचारण कुछ सीमा तक तीव्रतर हो सकता है। रिजर्व बैंक के पास सरकार के अतिरिक्त शेष में 3जी/बीडब्ल्यूए की नीलामी से संबंधित वृद्धि के कारण जून 2010 में प्रणाली से अकस्मात चलनिधि हटाने की वजह से बैंक की सुविचारित मौद्रिक सख्ती का असर प्रबलित हो गया। फलस्वरूप एलएएफ के रिवर्स रिपो से रिपो में चले जाने से मांग दरों में उल्लेखनीय प्रभावी वृद्धि हुई, जहां उसका असर, नीतिगत ब्याज दर कारिडोर में 150 आधार अंक के अंतराल को देखते हुए, रिपो दरों में वृद्धि की मात्रा की तुलना में 150 आधार अंक उच्चतर था। जुलाई 2010 में, इस अंतराल को कम कर 125 आधार अंकों तक लाया गया; रिवर्स रिपो की दर में उच्चतर वृद्धि के साथ बैंड को संकीर्ण करने से आशयित मुद्रास्फीति विरोधी रुख में अंशदान होगा भले ही एलएएफ अस्थायी तौर पर रिवर्स रिपो की प्रणाली में वापस आ जाए। इससे अधिक महत्वपूर्ण यह है कि मांग दर के माध्यम से नीतिगत दर में परिवर्तनों के बड़े कारगर संचारण को देखते हुए, जमा एवं उधार दोनों ब्याज दरों में क्रमिक

रूप से वृद्धि होने की आशा है ताकि मुद्रास्फीति में नियंत्रण के लिए पहले से किए गए मौद्रिक नीतिगत सख्ती संबंधी उपायों का असर एक पश्चता के साथ बढ़ सके। नीतिगत दरों में मुद्रास्फीति विरोधी सख्ती का अनुसरण करते हुए, तीव्रतर संचारण से मौद्रिक नीति की प्रभावशालिता बढ़ेगी।

I.19 नीतिगत दरों में बदलाव ब्याज दर की संरचना के रूप में बदलाव के माध्यम से ही कार्य नहीं करते, अपितु वे विनिमय दर, आस्ति मूल्य, तथा पूंजीगत प्रवाहों में बदलाव के माध्यम से भी कार्य करते हैं, जिनमें से सभी नीतिगत दर में परिवर्तन के प्रति संवेदनशील हैं। संचारण में प्रक्रियागत जटिलता को अर्थव्यवस्था में धारित अलग-अलग परिपक्वता की बहुल आस्तियों के संदर्भ में भी देखा जाना है, जिनमें से सभी परंपरागत रूप से मापित मुद्रा स्टॉक के अंग नहीं हैं। बैंकिंग प्रणाली के माध्यम से जमा और ऋण, जिन्हें मौद्रिक समुच्चयों की स्वाभाविक माप में ले लिया जाता है, के अलावा बैंकेतर और बाह्य दोनों स्रोतों से लेनदेनों अथवा आर्थिक कार्यकलापों का वैकल्पिक वित्तपोषण वित्तीय क्षेत्र के सुधारों के साथ उल्लेखनीय रूप से बढ़ गया है। इस प्रकार, जहां कुछ वर्गों में संचारण प्रक्रिया की जटिलता बढ़ी है, वहीं रिजर्व बैंक ने वित्तीय प्रणाली में प्रतिस्पर्धा बढ़ाने के साथ प्राथमिक तौर पर वित्तीय बाजारों के विकास तथा ब्याज दरों के अविनियमन के माध्यम से संचारण प्रक्रिया को सुधारने के लिए निरंतर उपाय किए हैं।

मौद्रिक नीति के लचीलेपन को बढ़ाने के लिए राजकोषीय गुंजाइश

I.20 वैश्विक संकट की अनुक्रिया में, विवशकारी परिस्थितियों द्वारा अनुकूलित नीतिगत कार्रवाइयों के आयोजन में सरकार तथा रिजर्व बैंक के बीच उल्लेखनीय समन्वय था। निजी क्षेत्र से ऋण की कम मांग तथा न्यून मुद्रास्फीति के कारण रिजर्व बैंक 2009-10 के दौरान पर्याप्त चलनिधि स्थितियों का निर्माण कर सका और अविघटनात्मक रूप में सरकार के बड़े उधार कार्यक्रम को पूरा कर सका। 2009-10 की दूसरी छमाही में मुद्रास्फीति के सुदृढ़ होने तथा निजी क्षेत्र से ऋण की मांग की वृद्धि में तेजी दिखाई देने के साथ, स्थिति के प्रति कारगर अनुक्रिया व्यक्त करने के लिए मौद्रिक नीति हेतु अपेक्षित गुंजाइश प्राप्त करने के लिए राजकोषीय निकासी आवश्यक हो गई। लंबे समय तक राजकोषीय असंतुलन बने रहने से कुल मांग पर मुद्रा द्वारा वित्तपोषित दबाव के माध्यम से

मुद्रास्फीति, निष्कासक दबावों के माध्यम से ब्याज दरों, तथा द्रैध घाटा सरणी के माध्यम से विनिमय दर संबंधी जोखिम बढ़ने की प्रवृत्ति होती है। इस प्रकार रिजर्व बैंक ने 2009-10 के दौरान वृद्धि में सुधार के दृढ़तर संकेत उभरना शुरू होते ही राजकोषीय समेकन के महत्व पर बल दिया। राजकोषीय असंतुलन से वृद्धि एवं वित्तीय स्थिरता के प्रति होनेवाली जोखिम की मात्रा कई यूरो जोन के देशों में स्पष्ट रूप से देखी गई जिसकी शुरुआत 2010-11 में उस समय हुई, जब ग्रीस तथा कुछ अन्य देशों द्वारा संभावित चूक की प्रत्याशा में सरकारी जोखिमों के बारे में बाजार का आकलन उल्लेखनीय रूप से बदल गया। वैश्विक संकट की अनुक्रिया में विभिन्न देशों द्वारा प्रयोग की गई राजकोषीय उत्प्रेरणा की मध्यावधि से दीर्घावधि लागतें अब सामने दिखने लगी हैं, जिससे यह महसूस हो रहा है कि राजकोषीय हस्तक्षेपों के माध्यम से प्रबंधित वित्तीय संकट के कारण संभाव्य रूप से राजकोषीय संकट आ सकता है।

I.21 2010-11 के केंद्रीय बजट में, समग्र समष्टि-आर्थिक वातावरण में सुधार लाने के प्रति राजकोषीय समेकन के महत्व को स्वीकार करते हुए, वर्ष के दौरान तथा मध्यावधि में दोनों स्तरों पर निकासी की योजनाओं की घोषणा की गई। 2003-08 के दौरान भारत में उच्च वृद्धि के चरण को राजकोषीय समेकन में हुई प्रगति से लाभ मिला तथा इसने उसे सुकर बनाया। तथापि समेकन के मौजूदा चरण में वृद्धि एवं मुद्रास्फीति के प्रति भविष्य के प्रतिकूल आघातों से निपटने के लिए पर्याप्त राजकोषीय गुंजाइश छोड़ने के साथ समायोजन की गुणवत्ता पर बल दिया जाना चाहिए। मध्यावधि में समेकन की रणनीति के तहत राजस्व में एकबारगी लाभ को अनुचित महत्व नहीं दिया जा सकता क्योंकि भविष्य में हो सकता है कि वे उपलब्ध न हों। 3जी/बीडब्ल्यूए स्पेक्ट्रम की नीलामियों से 1,06,262 करोड़ रुपए की राशि प्राप्त हुई, जो बजट में प्रत्याशित 35,000 करोड़ रुपए की तुलना में तिगुने से अधिक थी। तथापि, इन अतिरिक्त संसाधनों का उपयोग 2010-11 के लिए अनुपूरक अनुदान मांगों के पहले बैच में यथाप्रदर्शित अतिरिक्त व्यय के निधीयन के लिए किया जाएगा। इस प्रकार, ये एकबारगी लाभ राजकोषीय घाटे को नियंत्रित करने के लिए उपलब्ध नहीं हैं। यह वांछनीय होगा कि एक समग्र दृष्टिकोण अपनाया जाए जिसमें योजनेतर राजस्व व्यय में कटौती करने पर फोकस करते हुए धारणीय आधार पर राजस्व समेकन में वृद्धि तथा आवर्ती व्यय के युक्तियुक्तकरण संबंधी उपाय शामिल हों। इस संबंध में संचित न्यून-वसूली की गुंजाइश, जो राजकोषीय स्थिति पर तनाव

का एक प्रमुख संभाव्य स्रोत है, समाप्त करने के लिए सब्सिडी संबंधी सुधार, यथा पेट्रोलियम उत्पादों की कीमत को अंतरराष्ट्रीय कीमतों के साथ संबद्ध करना, महत्वपूर्ण है। अप्रैल 2011 तक प्रत्यक्ष कर संहिता (डीटीसी) तथा माल और सेवा कर (जीएसटी) के प्रस्तावित कार्यान्वयन से भी बहु अपेक्षित सुधार सुनिश्चित होगा जिसमें अर्थव्यवस्था की बदलती हुई संरचना तथा शेष विश्व के साथ अर्थव्यवस्था का बढ़ता हुआ समन्वयन प्रदर्शित होगा।

I.22 राजकोषीय समायोजन की गुणवत्ता पर विशेष बल देते हुए राजकोषीय समेकन को आगे बढ़ाने की जरूरत है। भारत में राजकोषीय गुंजाइश न सिर्फ उच्च वृद्धि पथ के चारों ओर सामान्य उत्पादन स्थिरीकरण अपेक्षाओं के लिए, अपितु हेडलाइन मुद्रास्फीति पर अस्थायी परंतु बड़े आपूर्ति आघातों के प्रभाव को सीमित करने के लिए भी महत्वपूर्ण है। सरकारी ऋण-संबद्ध चिंताओं तथा यूरो जोन में उसके संबद्ध आर्थिक प्रभाव के बाद, यह भी संभव है कि अंतरराष्ट्रीय निवेशक अपने देश के एक्सपोजर की योजना बनाते समय देश की राजकोषीय स्थितियों को अधिक महत्व देंगे। इससे बदले में पूंजीगत प्रवाहों पर असर पड़ेगा।

पूंजीगत प्रवाह - वृद्धि तथा आकस्मिक रुकावट का प्रबंधन

I.23 पूंजी की अस्थिर आवाजाही का देशी स्टॉक की कीमतों की घटबढ़, विनिमय दर तथा चलनिधि संबंधी घरेलू स्थितियों पर अतीत में उल्लेखनीय असर पड़ा है। 2009-10 में चालू खाता घाटा बढ़कर जीडीपी का 2.9 प्रतिशत हो गया। पूंजी का अस्थिर प्रवाह उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लिए अस्थिरता का एक संभावित स्रोत है। पूंजीगत प्रवाह बहुत कम तथा बहुत अधिक होने संबंधी दोनों ही स्थितियों में अर्थव्यवस्था के लिए लागत बढ़ सकती है, यदि उनका विवेकपूर्ण तरीके से प्रबंधन न किया जाए। हाल के वर्षों में भारत को वैश्विक संकट के बीच बड़े निवल अंतर्वाहों तथा आकस्मिक बहिर्वाहों वाली अवस्थाओं का प्रबंधन करना पड़ा। पूंजीगत प्रवाहों के प्रतिकूल प्रभावों से निपटने के लिए लचीली विनिमय दर, देशी चलनिधि पर अंतर्वाहों के प्रभाव के निष्प्रभावीकरण, पूंजी खाते के उदारिकरण के प्रति सतर्क दृष्टिकोण, तथा विदेशी मुद्रा संबंधी आरक्षित निधियों के कुशन के विवेकपूर्ण मिश्रण का उपयोग किया गया है।

I.24 जहां पिछले साल और इस साल अब तक पूंजीगत अंतर्वाह कम बना रहा है, वहीं उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में चलनिधि की सहज स्थितियों के माहौल में प्रतिलाभ के लिए वैश्विक खोज

तथा भारत की उत्कृष्ट वृद्धि संभावना को देखते हुए यहां निवेश करने पर मिलने वाले अपेक्षाकृत उच्चतर प्रतिलाभ की संभावना की अनुक्रिया में भारत में पूंजी प्रवाहों में वृद्धि का एक और चरण वापस आने की संभावना है। जहां सुदृढ़ वृद्धि से धारणीय चालू खाता घाटा की सीमाओं के भीतर विदेशी पूंजी के उच्चतर परिमाण को अवशोषित करने में मदद मिल सकती है, वहीं अधिक मात्रा में अंतर्वाह होने पर रुपए की विनिमय दर पर मूल्य वृद्धि संबंधी दबाव आने की जोखिम हो सकती है, जिससे बदले में भारतीय निर्यात का प्रतिस्पर्धात्मक लाभ कमजोर हो सकता है। निष्प्रभावित हस्तक्षेपों से, मूल्यवृद्धि पर दबाव सीमित हो सकता है, परंतु इससे उच्चतर ब्याज दर का माहौल बनेगा। परंतु गैर-निष्प्रभावित ऐसे हस्तक्षेप से, जिससे विनिमय दर और ब्याज दर दोनों पर दबाव कम हो, अतिरिक्त चलनिधि का सृजन होगा। उच्च मुद्रास्फीति के माहौल में यह विकल्प सिर्फ स्थिति को और खराब बना देगा।

1.25 उच्च मुद्रास्फीति से वास्तविक प्रभावी विनिमय दर (आरईईआर) की वृद्धि के जरिए निर्यात की प्रतिस्पर्धात्मकता पर प्रतिकूल प्रभाव भी पड़ेगा, जिससे चालू खाता घाटा और बढ़ जाएगा। इस प्रकार अतिरिक्त पूंजी प्रवाहों से देश की विनिमय दर, ब्याज दर तथा मुद्रास्फीति संबंधी माहौल के लिए चुनौतियां बनी रहेंगी, तथा इन सरणियों के जरिए आर्थिक वृद्धि पर पूंजीगत प्रवाहों का लाभकारी प्रभाव भी समय-समय पर कम हो जाएगा। वैश्विक संकट के पहले की अवधि से भिन्न, अतिरिक्त पूंजी प्रवाहों से निपटने के लिए पूंजीगत सौम्य नियंत्रणों के उपयोग के समर्थन के रूप में अंतरराष्ट्रीय धारणा में उल्लेखनीय बदलाव आना प्रतीत होता है। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के मामले में, पूंजी प्रवाहों में वृद्धि से विनिमय दर में वृद्धि के साथ आस्ति मूल्यों में वृद्धि हुई है। आस्ति मूल्य में वृद्धि से मौद्रिक नीति के लिए होनेवाली जटिलताओं तथा वित्तीय स्थिरता के प्रति संभाव्य जोखिमों को देखते हुए, भारत में पूंजी प्रवाहों के प्रबंधन में वृद्धि तथा वित्तीय स्थिरता के लक्ष्यों के बीच निरंतर एक संतुलन बनाने की जरूरत होगी।

बुनियादी ढांचे का वित्तपोषण

1.26 अन्य प्रमुख देशों के संबंध में तथा इसकी अपनी बढ़ती हुई मांग दोनों ही कारणों से भारत का बुनियादी ढांचागत अंतराल निवेशों की समग्र उत्पादकता को प्रभावित करनेवाला एक मुख्य कारक है। वैश्विक संदर्भ में, कई एशियाई देशों की तुलना में

भारत का उत्पादकता अंतराल अधिक बना हुआ है। आइएलओ की हाल की एक रिपोर्ट (2010) के अनुसार, भारत की श्रम उत्पादकता चीन और एशियान से पीछे है, हालांकि यह अंतर कम हो रहा है। कुल कारक उत्पादकता अनुमानों संबंधी भारत-केएलईएमएस परियोजना के आरंभिक निष्कर्ष भी 1992-97 अवधि की तुलना में 1997-2005 तक की अवधि में, कृषि एवं उद्योग की उत्पादकता में उल्लेखनीय कमी के कारण, उत्पादकता में कमी का संकेत देते हैं (बाक्स II.3)। उत्पादकता के स्तर को बढ़ाने के लिए, प्रौद्योगिकी और बुनियादी ढांचा में अधिक निवेश महत्वपूर्ण है। अन्वेषण के संवर्धन तथा अनुसंधान एवं विकास पर व्यय में वृद्धि करने के लिए, उद्यमिता की आवश्यकताओं को प्रोत्साहित किए जाने की जरूरत है। पावर के क्षेत्र में बुनियादी ढांचा संबंधी अंतराल विशेष रूप से अधिक है, तथा बढ़ती मांग को देखते हुए, धारणीय आधार पर अधिक क्षमता वृद्धि अपेक्षित होगी। पावर के मामले में सर्वोच्च घाटे का हाल का स्तर लगभग 14 प्रतिशत रहा है, तथा संचारण और वितरण संबंधी हानियां भी 25 प्रतिशत से अधिक हैं। लंबे समय के लिए उच्च आरंभिक पूंजी परिव्यय की अपेक्षा के कारण बुनियादी ढांचा के क्षेत्र में क्षमता विस्तार के लिए वित्तपोषण संबंधी अवरोधों को दूर करने संबंधी उपाय जरूरी हो जाते हैं।

1.27 बारहवीं योजनावधि (2012-17) के दौरान बुनियादी ढांचा संबंधी निवेश की आवश्यकता 1 ट्रिलियन अमरीकी डालर के आसपास होने का अनुमान है। इन अपेक्षाओं के पैमाने को 2009-10 में 1.3 ट्रिलियन अमरीकी डालर संबंधी भारत के जीडीपी तथा समग्र रूप में 0.7 ट्रिलियन अमरीकी डालर बैंकिंग प्रणाली के कुल बकाया ऋण के संबंध में देखे जाने की जरूरत है। बुनियादी ढांचा संबंधी अंतराल को पाटने के लिए निजी क्षेत्र की बढ़ती हुई सहभागिता के बावजूद, सार्वजनिक निवेश की भूमिका महत्वपूर्ण बनी रहेगी। लक्ष्य को पूरा करने के लिए राजकोषीय समेकन तथा पूंजीगत व्यय के प्रति व्यय का पुनरभिमुखीकरण महत्वपूर्ण होगा। बुनियादी ढांचा संबंधी योजनाओं के लिए दीर्घावधि ऋण देते समय होने वाली आस्ति-देयता बेमेल संबंधी जोखिम के बावजूद, बैंकिंग प्रणाली द्वारा हाल के वर्षों में इस क्षेत्र को दिए गए ऋण में उच्च वृद्धि देखी गई है। पिछले दस वर्षों के दौरान बुनियादी ढांचा क्षेत्र को बैंक ऋण में 48.6 प्रतिशत की वार्षिक चक्रवृद्धि वृद्धि देखी गई है, तथा कुल बैंक ऋण में बुनियादी ढांचा को बैंक वित्त का हिस्सा लगभग 2 प्रतिशत से बढ़कर तदनुरूप अवधि के दौरान

12 प्रतिशत से अधिक हो गया। इस प्रकार, जहां बैंक बुनियादी ढांचा संबंधी परियोजनाओं के लिए वित्तीयन के प्रमुख स्रोत बने रहे, वहीं बुनियादी ढांचा में वृद्धि के लिए वित्तपोषण संबंधी अवरोधों को दूर करने के लिए उपयुक्त नीतियों के साथ वैकल्पिक गैर बैंकिंग वित्तीयन को आकृष्ट किया जाना है।

1.28 यह सुझाता है कि देशी तथा बाह्य दोनों स्रोतों से निजी गैर बैंकिंग वित्तीयन में उल्लेखनीय वृद्धि होनी चाहिए। इक्विटी तथा ऋण वित्तीयन संबंधी जरूरतों के लिए अधिक निभावकारी एफडीआइ नीतियां, देशी कंपनी ऋण बाजार का विकास तथा ऋण निधियों का सृजन अपेक्षित होगा। भारत बुनियादी ढांचा ऋण निधि (आइआइडीएफ) (भारत-यूएस व्यवसाय सीईओ मंच द्वारा प्रस्तावित, जिसकी साध्यता की जांच योजना आयोग द्वारा की जा रही है) का उद्देश्य भारत में बुनियादी ढांचा के वर्तमान वित्तपोषण पैटर्न की मुख्य चुनौती का समाधान करना है। आइआइडीएफ निवेशकों के लिए आकर्षक हो सकता है क्योंकि वे बुनियादी ढांचा संबंधी आस्तियां उस समय अर्जित करेंगे जब निवेश से प्रयोक्ता प्रभारों अथवा टोल के रूप में आय आनी शुरू हो जाएगी। गर्भावधि पश्चता के दौरान, जब निवेश में अधिक जोखिम होता है, आरंभिक निधीयन अभी भी बैंकों अथवा सरकार द्वारा किया जाना पड़ेगा। जहां बैंकों को उच्चतर जोखिम के संबंध में प्रतिलाभ मिलेगा, वहीं वे आस्ति देयता संबंधी बेमेल को सीमित रखने में भी समर्थ होंगे। यह महत्वपूर्ण होगा कि भारत में अंतरण वित्तपोषण संबंधी बाजार किस प्रकार विकसित होता है क्योंकि निवेश का जोखिमपूर्ण चरण पूरा होने के बाद आस्तियों को अंतरित करने में बैंकों को अधिक लाभ दिखाई नहीं देगा।

वित्तीय समावेशन - धारणीय वृद्धि के लिए वित्त के अंशदान को सुदृढ़ करना

1.29 भारत के वृद्धि के क्षेत्र को बढ़ावा देने में वित्तीय क्षेत्र के सुधार के लाभ दृष्टिगोचर हुए हैं। उच्चतर वृद्धि के साथ-साथ, इस बात का भी अनुसरण किए जाने की आवश्यकता है कि समाज के विभिन्न वर्गों और क्षेत्रों के बीच वृद्धि के लाभों का बेहतर संवितरण किया जाए, ताकि असमानता को नियंत्रित किया जा सके, निर्धनता को कम किया जा सके और रोजगार की स्थिति में सुधार लाया जा सके। जहां निर्धनता 1993-94 के 36 प्रतिशत से गिरकर 2004-05 में 27.5 प्रतिशत हो गई (अद्यतन उपलब्ध एनएसएस आंकड़ों के अनुसार), वहीं गरीबी की पूरी तस्वीर अभी

भी भयावह बनी हुई है। 1994-2007 के दौरान संगठित क्षेत्र में रोजगार वृद्धि कम हुई (आर्थिक सर्वेक्षण, 2009-10)। हाल के वर्षों में उच्च खाद्य मूल्य मुद्रास्फीति के कारण, समाज के अधिक गरीब वर्ग के लोगों पर उनकी आय की क्रयशक्ति में क्षय के रूप में अधिक प्रभाव पड़ता, क्योंकि उनके पास मुद्रास्फीति के विरुद्ध प्रभावी बचाव नहीं है। एक तरीका जिसके माध्यम से गरीब और बेरोजगार लोगों के कल्याण में सुधार हो सकता है, वह यह है कि उनकी ऋण तथा वित्तीय सेवाओं तक बेहतर पहुंच हो। वित्तीय प्रणाली की संभाव्यता का पूर्ण दोहन आज मौजूद वित्तीय निष्कासन के परिमाण के कारण नहीं हो सका है। वित्तीय समावेशन के मानक सकेतक, जिनका दायरा बैंक खाते, बीमा संरक्षण तथा डेबिट/क्रेडिट कार्ड रखनेवाली आबादी के प्रतिशत से समाज के विभिन्न वर्गों तथा शहरी एवं ग्रामीण केंद्रों के बीच विभिन्न राज्यों में बैंकिंग व्यवसाय की उपलब्धता के वितरण तक है, यह सुझाते हैं कि बड़ी मात्रा में अदोहित वृद्धि संभाव्यता मौजूद होना संभव है, जिनका दोहन आंशिक रूप से उचित लागत पर वित्त तक पहुंच के अभाव के कारण नहीं हो सका। जीडीपी के प्रति बकाया बैंक ऋण के रूप में मापा गया बैंकिंग संबंधी पैठ का वर्तमान स्तर उन्नत अर्थव्यवस्थाओं तथा कई उभरती अर्थव्यवस्थाओं में प्राप्त स्तरों की तुलना में उल्लेखनीय रूप से कम है।

1.30 रिजर्व बैंक ने उपयुक्त विनियमन तथा नैतिक प्रत्यायन का प्रयोग कर अर्थव्यवस्था में बैंक वित्त की पैठ का स्तर बढ़ाने के उद्देश्य से अपने प्रयासों में उल्लेखनीय वृद्धि की है। वित्तीय समावेशन के संवर्धन के लिए शाखा लाइसेंसिकरण संबंधी विनियमन को शिथिल कर दिया गया है। 2 लाख रुपए से कम के अल्प ऋणों के लिए बैंक ऋण दरों में किए गए हाल के अविनियमन से छोटे उधारकर्ताओं को उचित दर पर ऋण प्रवाह बढ़ाकर वित्तीय समावेशन में वृद्धि होनी चाहिए तथा प्रत्यक्ष बैंक वित्त से उच्च लागत वाले ऋण के अन्य प्ररूपों को कारगर प्रतिस्पर्धा मिलेगी। देशी वाणिज्य बैंकों से यह भी अपेक्षित है कि वे अपनी वित्तीय समावेशन योजनाएं (एफआइपी) बनाएं तथा आनेवाले वर्षों में अपने निर्धारित कार्य-निष्पादन मूल्यांकन मानदंडों का अनुपालन करते हुए उन्हें कार्यान्वित करें। सरकार की विशिष्ट पहचान संख्या (यूआइडी) परियोजना से भी बैंकों को वित्तीय समावेशन बढ़ाने के साथ 'अपने ग्राहक को जानिए' (केवाइसी) मानदंड पूरा करने में मदद मिलेगी। सरकार ने पहले ही दो निधियों का गठन किया है - विकास तथा वित्तीय समावेशन के प्रति संवर्धनात्मक हस्तक्षेपों

की लागत पूरी करने के लिए वित्तीय समावेशन निधि, तथा प्रौद्योगिकी अपनाने संबंधी लागत पूरी करने के लिए वित्तीय समावेशन प्रौद्योगिकी निधि। बड़ी मौद्रिक राशिवाली कई सरकारी योजनाएं बैंकों की अपर्याप्त पैठ के अभाव में व्यक्तियों के लक्षित समूह तक नहीं पहुंच पातीं। वित्तीय समावेशन से लाभार्थियों के बैंक खातों में राशि के प्रत्यक्ष अंतरण के माध्यम से सरकारी कार्यक्रमों के लाभ में वृद्धि हो सकती है।

I.31 जहां समग्र जीडीपी के प्रति कृषि एवं सहायक कार्यकलापों का अंशदान कुछ समय में गिरकर लगभग 15 प्रतिशत हो गया है, वहीं श्रम शक्ति तथा आबादी का एक बड़ा हिस्सा अभी भी कृषि तथा असंगठित उत्पादन कार्यकलापों पर निर्भर रहता है और ग्रामीण क्षेत्रों में जीवन बसर करता है। 2012 तक वंचित ग्रामीण परिवारों के कम-से-कम 50 प्रतिशत को तथा 2015 तक शेष को वित्तीय सेवाओं तक पहुंच प्रदान करने के लक्ष्य के साथ राष्ट्रीय ग्रामीण वित्तीय समावेशन योजना गठित करने के प्रस्ताव को अपनाए जाने की जरूरत है।

I.32 शहरीकरण संबंधी हाल की प्रवृत्ति में वृद्धि को देखते हुए, वित्तीय समावेशन संबंधी पहलों में शहरी आबादी पर फोकस किए जाने की भी जरूरत है क्योंकि शहरी केंद्रों में वित्तीय रूप से वंचित लोगों की जरूरतें, प्रत्याशाएं तथा दबाव पूरी तरह से अलग हो सकते हैं। वित्तीय समावेशन व्यक्ति, बैंक और राष्ट्र सभी के लिए फायदे का प्रस्ताव है। वित्तीय क्षेत्र के सुधार की गुणवत्ता को इस समपार्श्व के जरिए देखे जाने की जरूरत है कि स्थिरता के साथ वृद्धि की संभाव्यता के दोहन में वित्त की क्या भूमिका हो सकती है, तथा वित्तीय समावेशन उस नीतिगत प्रक्रिया के एक महत्वपूर्ण घटक को दर्शाता है जिसका आशय वित्तीय प्रणाली द्वारा वास्तविक अर्थव्यवस्था की जरूरतें पूरी करना है।

वित्तीय क्षेत्र सुधार - अगला कदम क्या होगा?

I.33 अब तक वित्तीय क्षेत्र सुधार संबंधी भारतीय दृष्टिकोण वित्तीय स्थिरता की रक्षा करते हुए, जो सतत आर्थिक प्रगति के लिए समान रूप से महत्वपूर्ण है, वृद्धि तथा आर्थिक विकास को गति देने हेतु वित्त की भूमिका को बढ़ाने के महत्वपूर्ण लक्ष्य द्वारा निर्देशित होता रहा है। सुधारों को लागू करते समय दक्षता तथा स्थिरता के लक्ष्यों के बीच संतुलन रखते हुए, रिजर्व बैंक ने ब्याज दरों का विनियमन किया है, बाहर तथा देश के अंदर दोनों ओर से प्रतिस्पर्धा को बढ़ाया है, बाजारों के विकास को बढ़ावा

दिया है तथा वित्तीय संविदाओं के बेहतर प्रवर्तन को सुकर बनाने के लिए बुनियादी कानूनी ढांचे को सुदृढ़ करने का कार्य किया है।

I.34 इसने बैंक सुविधा रहित क्षेत्रों में शाखाओं के विस्तार हेतु प्रणाली में ही प्रोत्साहन को जोड़कर शाखा प्राधिकरण नीति को क्रमिक रूप से उदारीकृत किया। बैंक समेकन के संबंध में रिजर्व बैंक ने सामान्यतः बाजार द्वारा चालित प्रक्रिया को प्रोत्साहन दिया। विनियमन की दृष्टि से जहां विलयन / समामेलन के कुछ लाभ हैं, यथा, वृहत्तर पूंजी आधार, सुधरे हुए वित्तीय मानदंडों, एक्सपोजर की उच्चतर सीमा, अंतरराष्ट्रीय स्वीकृति तथा मात्रा एवं व्याप्ति संबंधी किफायत के दोहन की क्षमता के साथ सुदृढ़ बैंकों का सृजन, वहीं विलय से अधिक लाभ तब होगा जब इनके परिचालनों तथा प्रौद्योगिकी में आपसी सहक्रिया हो। यदि संगतता संबंधी मुद्दों का समाधान उचित रूप से नहीं किया जाता है तो विलयन के कारण ग्राहकों के अलग होने, कार्यान्वयन लागत तथा स्टाफ से जुड़े मुद्दों के उभरने जैसी समस्याएं आ सकती हैं। समेकन के मुद्दे पर, बैंक के आकार के संबंध में सामान्य वरीयता न तो बहुत ही छोटे बैंकों की ओर होनी चाहिए जो मात्रात्मक कौशल का लाभ न उठा सकें तथा न ही बहुत बड़े बैंकों की ओर होनी चाहिए, जिससे 'इतना बड़ा कि वह विफल नहीं हो सकता' तथा बाजार में आधिपत्य जैसी चिंताओं का सामना करना पड़े।

I.35 जहां तक विदेशी बैंकों के प्रवेश का संबंध है, जिस रूपरेखा की समीक्षा 2009 में की जानी थी उसे संकट की पृष्ठभूमि में रोक रखा गया था। 2010-11 की वार्षिक मौद्रिक नीति में की गई घोषणा के अनुसार, रिजर्व बैंक भारत में विदेशी बैंकों की अथवा पूर्ण स्वामित्व वाली सहायक संस्थाओं के माध्यम से उनकी उपस्थिति की विधि के बारे में एक चर्चा पत्र तैयार करने की प्रक्रिया में है। वैश्विक संकट से प्राप्त सीख ने अनुषंगी मार्ग अथवा विदेशी बैंकों के देशी रूप में निगमन का समर्थन किया है क्योंकि इससे विदेशी बैंकों पर विनियामक नियंत्रण बेहतर होगा तथा दीवालियापन की स्थिति में शाखाओं के ढांचे के संबंध में सरलतर विघटन होगा।

I.36 भारत में बाजार का विकास वैश्विक संकट का असर समाप्त न होने पर भी जारी रहा जैसा कि अधिक मुद्रा युगों में करेंसी फ्यूचर्स, ब्याज दर फ्यूचर्स तथा ऋण चूक स्वैप (सीडीएस) को लागू करने के संबंध में बैंक द्वारा की गई पहलों से स्पष्ट होता है। आगे चलकर नीतिगत बहस के दौरान तीन क्षेत्र प्रमुख रूप से उभरकर आएंगे अर्थात् दीर्घावधि कारपोरेट बांड बाजारों का विकास, बेहतर मूल्य की खोज तथा जोखिम अंतरण को सुकर

बनाने के लिए डेरिवेटिव बाजार तथा अधिक विदेशी सहभागिता की अनुमति देकर अधिक प्रतिस्पर्धा को बढ़ाना।

I.37 वित्तीय क्षेत्र के सुधारों में बैंकिंग, पेंशन तथा बीमा क्षेत्र शामिल होंगे। वैश्विक संकट के बाद सुधारों के अगले चरण को आगे बढ़ाते हुए अंतर-सहबद्धता तथा प्रणालीगत जोखिम संबंधी चिंता संबंधी मुद्दों पर अधिक नीतिगत फोकस होगा। 2010-11 के केन्द्रीय बजट में जिस वित्तीय स्थिरता तथा विकास परिषद (एफएसडीसी) की स्थापना की घोषणा की गयी थी उसका लक्ष्य समष्टि विवेकपूर्ण पर्यवेक्षण, बड़े संगुटों तथा विनियामक समन्वयन पर बल देते हुए वित्तीय स्थिरता के लिए संस्थागत व्यवस्था को सुदृढ़ करना है। जहां सरकारी प्राधिकारियों तथा विनियामकों दोनों को लेकर बनाई गयी समन्वयन परिषदें विशेष रूप से सूचनाओं तथा विचारों के आदान-प्रदान के जरिए अपने अपेक्षित लक्ष्य को पूरा करेंगी, वहीं इस बात को भी स्पष्ट रूप से ध्यान में रखना होगा कि समितियां, विशेष रूप से संकट के समय में, जहां अनुक्रिया के प्रमुख तत्व गति तथा अचानक किए गए कार्य होते हैं, वित्तीय स्थिरता के लिए कार्यपालक संबंधी दायित्व का निर्वहन नहीं कर सकतीं। इसके अलावा, दायित्वों के स्पष्ट रूप से विभाजन से अपने-अपने निर्धारित क्षेत्र में त्वरित एवं प्रभावी अनुक्रिया से संकट की रोकथाम को सुदृढ़ करने में मदद मिल सकती है। जवाबदेही के प्रभावी निर्धारण हेतु उत्तरदायित्वों में स्पष्टता का होना महत्वपूर्ण है।

I.38 वैश्विक संकट के बाद 'प्रणालीगत पर्यवेक्षण' तथा 'समष्टि विवेकपूर्ण विनियमन' दोनों के लिए केन्द्रीय बैंकों को अधिक दायित्व देने की प्रवृत्ति की ओर निर्णयात्मक बदलाव हुआ है। यह गुरुतर उत्तरदायित्व लक्षित कार्य पूरा करने हेतु विनियामकों तथा सार्वजनिक संस्थाओं के बीच केन्द्रीय बैंकों की क्षमता द्वारा चालित है। रिजर्व बैंक इस प्रकार के दायित्व कारगर तरीके से निभा सके इसके लिए संस्थागत स्वतंत्रता और स्वायत्तता का मुद्दा महत्वपूर्ण है। हाल में प्रतिभूति और बीमा विधि (संशोधन और वैधीकरण) विधेयक 2010 के अधिनियमन ने, जिसमें अन्य बातों के साथ-साथ भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम, 1934 को संशोधित किया गया है, इस संबंध में चिंताएं उत्पन्न कर दी हैं। इस विधेयक पर संसद में हो रहे बहस के दौरान, सरकार ने इस बात का आश्वासन दिया कि प्रस्तावित विधेयक की व्याप्ति को विनियमन संबंधी अधिकार-क्षेत्रात्मक विवादों तक सीमित रखा जाएगा। विधेयक के तहत परिकल्पित व्यवस्था को परिचालित करते समय,

यह सुनिश्चित करना महत्वपूर्ण है कि विनियामकों की स्वायत्तता के साथ, तथ्य अथवा अवबोध के रूप में, समझौता नहीं किया जाए।

I.39 केन्द्रीय बैंकों के पास समष्टि-आर्थिक विश्लेषण हेतु सुदृढ़ ढांचा है तथा भारत में बैंकों तथा गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों के व्यष्टि-विवेकपूर्ण पर्यवेक्षण का दायित्व रिजर्व बैंक पर है। इसके परिणामस्वरूप जहां समष्टि-आर्थिक विश्लेषण ने व्यष्टि-विवेकपूर्ण पर्यवेक्षण को सुदृढ़ करने में सहायता की है, वहीं समग्र वित्तीय प्रणाली की समेकित पर्यवेक्षी सूचना ने भी अधिक उपयोगी समष्टि-आर्थिक नीतियों को संचालित करने में मदद की है।

I.40 रिजर्व बैंक बाजारों के विकास हेतु गहराई से जुड़ा हुआ है तथा यह अर्थव्यवस्था एवं वित्तीय संस्थाओं पर बाजार की प्रवृत्तियों के प्रभाव की निगरानी तथा उसका विश्लेषण करता है। एक उत्तरदायित्व, जिसे बैंक की वित्तीय स्थिरता इकाई द्वारा पहले से निभाया जा रहा है, वह बाजारों, वित्तीय संस्थाओं तथा अर्थव्यवस्था के बीच की पारस्परिक क्रियाओं के विश्लेषण से संबंधित है। यह आशा की जाती है कि इन समष्टि-विवेकपूर्ण विश्लेषणों के आधार पर यह इकाई भारत के समष्टि विवेकपूर्ण पर्यवेक्षण और विनियमन की दिशा को निर्देशित करेगी। केन्द्रीय बैंक को प्रणालीगत जोखिम का विनियामक कर्ता होना चाहिए इसका एक अन्य महत्वपूर्ण कारण यह भी है कि उन्हें अंतिम उधारदाता का अधिदेश मिला है। वैश्विक संकट के दौरान यह स्पष्ट हो गया कि चलनिधि के संकट के वित्तीय संकट में परिवर्तित हो जाने को रोकने के लिए केन्द्रीय बैंकों द्वारा अविनियमित बाजार की संस्थाओं को गैर पारंपरिक उपायों से किस प्रकार चलनिधि समर्थन देना पड़ा था। भारत में प्रणालीगत निगरानी के निहित अधिदेश सहित समष्टि-विवेकपूर्ण विनियमन तथा व्यष्टि-विवेकपूर्ण पर्यवेक्षण के लिए उत्तरदायित्वों के अनूठे संयोजन ने रिजर्व बैंक को विभिन्न आयामों के बीच की सहक्रियाओं का दोहन करने की अनुमति दी है। आगे चलकर, चुनौती की जटिल प्रकृति को देखते हुए प्रणालीगत जोखिम के आकलन की क्षमता तथा समष्टि-विवेकपूर्ण विनियमन को उल्लेखनीय रूप से सुदृढ़ करना रिजर्व बैंक के लिए महत्वपूर्ण होगा।

प्रणालीगत स्थिरता जोखिम - वित्तीय प्रणाली के लिए नया विनियामक ढांचा

I.41 उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के वैश्विक वित्तीय संकट से प्राप्त सबक के आधार पर विनियामक खामियों को दूर करना विश्व के

सभी विनियामकों के लिए प्रमुख चुनौती होगी। वित्तीय स्थिरता के विनियमन के क्षेत्र में अधिकांश चुनौतियां प्रणालीगत जोखिम के आकलन से जुड़ी जटिलताओं, अंतर-संबद्धता, सामान्य एक्सपोजर, जटिल नवोन्मेषी उत्पादों में जोखिम के संकेन्द्रण तथा मूल्य जोखिम के प्रबंधन हेतु मॉडलों के उपयोग, जो कई बार जानकारी को छुपा देता है, से उत्पन्न होती हैं। यहां तक कि गतिशील प्रावधानन तथा प्रतिचक्र्रीय विवेकपूर्ण विनियमन जैसे क्षेत्रों में, जहां विचारों में भिन्नता नहीं है, भी इनकी प्रभाविता की जांच पूरी तरह की जानी है क्योंकि ये उपाय आस्ति मूल्यों के बुलबुलों तथा वित्तीय प्रणाली की स्थिरता के प्रति इनसे जुड़ी जोखिमों को रोक पाने के लिए शायद पर्याप्त नहीं होंगे। समष्टि-विवेकपूर्ण उपायों का उपयोग करते समय सही निर्णय लेने में होनेवाली गलतियां भी वास्तविक अर्थव्यवस्था के लिए अप्रत्याशित रूप से प्रतिकूल प्रभाव डाल सकती हैं।

I.42 वित्तीय स्थिरता को सुदृढ़ करने संबंधी भावी दृष्टिकोण पर संकट के बाद किए गए विचार-विमर्श में मुख्यतः ये क्षेत्र आते हैं - प्रणालीगत जोखिम का विनियमन, कठोर पूंजी तथा चलनिधि मानक, डेरिवेटिवों का विनियमन तथा उनका संव्यवहार, बैंकों के कार्यकलापों को सीमित करना, 'इतनी बड़ी कि विफल नहीं हो सकती' मानी गई संस्थाओं के विफल होने पर स्थिति से निपटने के लिए समाधान की व्यवस्था, ग्राहक संरक्षण तथा बैंकों पर लेवी लगाया जाना। कतिपय मुद्दों पर अंतरराष्ट्रीय सहमति अभी भी नहीं बन पायी है, जबकि अन्य मुद्दों को या तो स्पष्ट अंतरराष्ट्रीय मानकों के विकास की अनुक्रिया में अथवा देश विशिष्ट संदर्भ के अनुसार उचित पाये जाने पर स्वीकार किया जाएगा। पूंजी की गुणवत्ता तथा मात्रा दोनों पर तथा उच्चतर चलनिधि अपेक्षाओं पर फोकस के साथ सुदृढ़ न्यूनतम पूंजी पर्याप्तता संबंधी अपेक्षाओं के समर्थन में सामान्य अंतरराष्ट्रीय अनुक्रिया के कारण वृद्धि तथा रोजगार के क्षेत्र में कुछ त्याग करने की जरूरत भी पड़ सकती है। इस प्रकार, जिस तरह वृद्धि तथा मुद्रास्फीति संबंधी लक्ष्य की परस्पर विरोधी मांग के कारण कई बार मौद्रिक नीति के फोकस में प्राथमिकताओं को स्पष्ट रूप में दिखाना आवश्यक होता है उसी तरह वित्तीय स्थिरता को सुदृढ़ करने हेतु नये विनियामक परिवर्तनों को स्वीकार करते समय वित्तीय स्थिरता एवं आर्थिक वृद्धि के सुस्पष्ट विरोध का भी प्रबंधन करना होगा।

I.43 वैश्विक संकट के बाद भी आस्ति मूल्यों के संबंध में मौद्रिक नीति की भूमिका के बारे में विद्यमान अस्पष्टता को ध्यान

में रखते हुए, विनियमित संस्थाओं के आस्ति मूल्य चक्रों के प्रति एक्सपोजर को विनियमित करने हेतु विवेकपूर्ण उपायों का उपयोग, आस्ति मूल्यों में उतार-चढ़ावों के बने रहने पर भी, ढांचे की समग्र स्थिरता को सुदृढ़ता प्रदान करने में मदद कर सकता है। वित्तीय स्थिरता के लक्ष्य की प्राप्ति हेतु संकट की रोकथाम की प्रभाविता को बढ़ाने के लिए लिखतों के ऐसे संयोजनों का उपयोग करने की जरूरत होगी जो विनियमन, पर्यवेक्षण तथा मौद्रिक/समष्टि-आर्थिक नीतियों से जुड़े हों। वृद्धि संबंधी लक्ष्यों का अनुसरण करते समय मौद्रिक नीति कई बार काफी लंबे समय तक निभावकारी बनी रह सकती है जिसके कारण बदले में ऋण तथा आस्ति बुलबुलों का सृजन होने से वित्तीय स्थिरता का लक्ष्य खतरे में पड़ सकता है। उसी प्रकार, वित्तीय संकट से उत्पन्न प्रतिकूल वास्तविक प्रभावों को सीमित करने के लिए राजकोषीय उत्प्रेरणा का उपयोग कई बार राजकोषीय संकट को जन्म दे सकता है जो बदले में वित्तीय प्रणाली में अस्थिरता का कारण बन सकता है। इस प्रकार, समष्टि आर्थिक नीतियों के संचालन में मुद्रास्फीति तथा वृद्धि संबंधी जरूरतों को संतुलित करने की प्रक्रिया में वित्तीय स्थिरता एक महत्वपूर्ण घटक बन गया है जिसके कारण नीति निर्माण की जटिलता और बढ़ गई है।

I.44 भारत जैसे देश को वृद्धि संबंधी संभावनाओं के दोहन तथा विभिन्न विकासात्मक लक्ष्यों की प्राप्ति हेतु वित्तीय प्रणाली से पूरी तरह लाभ मिलना शेष है। ऐसी किसी भी विनियामक कार्रवाई से, जिससे अर्थव्यवस्था के उत्पादक क्षेत्रों में ऋण का प्रवाह सीमित होता हो, स्थिरता तथा वृद्धि के बीच तालमेल करने की जरूरत स्पष्टतः सामने आ जाती है। भारत में इस तालमेल के प्रबंधन में धारणीय तथा समावेशी वृद्धि के साधन के रूप में वित्तीय समावेशन एक प्रमुख कारक होगा।

मौद्रिक तथा वित्तीय क्षेत्र की नीतियों के प्रति वैश्वीकरण जनित चुनौतियां

I.45 वैश्विक संकट ने स्पष्ट कर दिया है कि विभिन्न देश व्यापार तथा पूंजी प्रवाह के पारंपरिक चैनलों के अलावा किस प्रकार एक दूसरे से आपस में जुड़े हुए हैं। देश की वृद्धि की संभावना को उच्चतम स्तर तक ले जाने के लिए वैश्वीकरण अवसरों का एक स्रोत बना रहेगा, परंतु वैश्विक अर्थव्यवस्था से देशी अर्थव्यवस्था में आघातों के शीघ्रता से संचारण की संभावना को बढ़ाने के अतिरिक्त इसके कारण भारत के लिए हाल की तुलनात्मक

बेहतर स्थिति को बनाये रखने संबंधी दबाव बढ़ेगा। वैश्विक वृद्धि तथा मुद्रास्फीति संबंधी स्थितियों में परिवर्तन, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के मौद्रिक नीतिगत रुख, आस्ति बाजारों की प्रवृत्तियां, प्रमुख मुद्राओं की विनिमय दरों तथा वैश्विक पण्य कीमतों में परिवर्तन का देशी समष्टि-आर्थिक तथा वित्तीय स्थितियों पर अधिकाधिक प्रभाव पड़ता है जो देशी मूलभूत स्थितियों अथवा नीतियों से काफी असंबद्ध होता है। विगत में वैश्विक असंतुलन तथा 'पूँजी के नीचे से ऊपर की ओर प्रवाह', तथा असंभव त्रयी की चुनौतियों तथा इससे निपटने के लिए देश- विशिष्ट दृष्टिकोण की लागत, तथा वैश्विक सुरक्षा साधनों की अपर्याप्तता ने अन्य वैश्वीकृत हो रही उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की तरह भारत के लिए भी वैश्वीकरण जनित जटिल नीतिगत चुनौतियां पैदा की हैं।

I.46 वैश्विक घटनाक्रमों के प्रति समुचित तथा प्रभावी देशी नीतिगत अनुक्रिया के प्रयोजन हेतु बाध्यताएं दो स्रोतों से आती हैं: पहली, इस बात की अनिश्चितता कि किस प्रकार बाहरी घटनाक्रमों के कारण देशी वित्तीय बाजारों में उत्पन्न तनाव वास्तविक अर्थव्यवस्था में अंतरित हो सकता है तथा दूसरी, किस प्रकार मौद्रिक नीतिगत अनुक्रियाएं वित्तीय बाजारों के माध्यम से होकर अंतिम लक्षित परिवर्तियों तक अंतरित हो सकती हैं। जहां पिछला अनुभव तथा प्रामाणिक नियमितताएं नीतिगत अनुक्रियाओं का वस्तुतः तैयार करने में सहायक हो सकती हैं, वहीं कई बार यह अनुपयुक्त न होने पर भी अपर्याप्त प्रमाणित हो सकता है। देशी वास्तविक अर्थव्यवस्था पर वैश्विक आघातों के प्रभाव को कम-से-कम करने के लिए सुदृढ़ देशी नीतिगत वातावरण का महत्व काफी अधिक है। पिछला अनुभव बताता है कि अधिकांश वैश्विक आघात काले हंस की तरह अकस्मात आ जाते हैं तथा इस प्रकार के आघातों से निपटने के लिए प्रत्येक चरण पर नीतिगत संभावनाओं का सृजन करके उसे संरक्षित रखना चाहिए।

समाहार

I.47 2008-09 के मध्य के बाद की अवधि रिजर्व बैंक के लिए अत्यंत चुनौतीपूर्ण रही है क्योंकि इसे अपनी अर्थव्यवस्था के प्रमुख उद्देश्यों के तीन प्रमुख आयामों अर्थात् वित्तीय स्थिरता, वृद्धि तथा मुद्रास्फीति के संबंध में चुनौतीपूर्ण स्थितियों का सामना करना पड़ा। 2009-10 के प्रारंभ तक वैश्विक संकट की अनुक्रिया में वित्तीय बाजारों के विभिन्न खंडों में एक साथ किए गए नीतिगत उपायों ने सामान्य स्थिति की बहाली को सुनिश्चित किया। वैश्विक

संकट के सुदृढ़ संक्रमण के सामने देश में वित्तीय संकट को रोक पाना बैंक द्वारा तत्काल प्रारंभ किए गए त्वरित एवं व्यापक दोनों तरह के नीतिगत उपायों, सुदृढ़ वित्तीय विनियमन तथा पर्यवेक्षण के साथ-साथ सामान्य वित्तीय समन्वयन के कारण संभव हो पाया।

I.48 वित्तीय संक्रमण को रोकने में सफलता के बावजूद, 2008-09 की दूसरी छमाही में वास्तविक अर्थव्यवस्था में धीमापन आ गया क्योंकि संक्रमण के व्यापार तथा विश्वास चैनलों का महत्व जितना सोचा गया था उससे अधिक साबित हुआ। वृद्धि की प्रक्रिया को हुए ऐसे आघातों से निपटना एक चुनौती थी क्योंकि रिकवरी समर्थक मौद्रिक नीतिगत कार्रवाइयों की अनुक्रिया में विश्वास की बहाली अनिश्चित बनी रही। विश्वास को बढ़ाने के उपायों के लिए सरकार तथा रिजर्व बैंक के बीच सुदृढ़ समन्वय की जरूरत थी। यह बात राजकोषीय समेकन के पथ से विचलन, सरकार के उधार कार्यक्रम में भारी वृद्धि, रिजर्व बैंक द्वारा सृजित पर्याप्त चलनिधि की स्थिति तथा नीतिगत ब्याज दरों में उल्लेखनीय कटौती में परिलक्षित हुई। यद्यपि भारत संकट की चपेट में आने से बच गया, परंतु की गयी नीतिगत कार्रवाई की मात्रा वैसी ही थी जैसी कि संकट के प्रबंधन के लिए आवश्यक होती है।

I.49 2008-09 की दूसरी छमाही के 'संकट प्रबंधन' के दौर से 2009-10 के दौरान 'सुधार प्रबंधन' के दौर में प्रवेश करते समय, नीतिगत उत्प्रेरणा का वही स्तर तब तक बनाए रखने की अनुमति दी गई जब तक वृद्धि में रिकवरी के स्पष्ट साक्ष्य सामने न आ जाएं। वृद्धि समर्थक मौद्रिक नीतिगत रुख को बनाए रखने के लिए निजी मांग में सुधार की गति एवं उसकी धारणीयता तथा मुद्रास्फीति के प्रति जोखिम दो महत्वपूर्ण कारक हैं। वृद्धि-समर्थक मौद्रिक नीति संबंधी रुख बनाए रखते हुए, बैंक ने सरकार के बड़े उधार कार्यक्रम को सुचारु रूप से पूर्ण करना भी सुनिश्चित किया, जो राजकोषीय उत्प्रेरणा की दक्षता सुनिश्चित करने के लिए जरूरी थी। कम दरों पर रिजर्व बैंक से चलनिधि उपलब्ध होने के साथ भलीभांति कार्य करनेवाले वित्तीय बाजारों ने रिकवरी के प्रति वित्तीय क्षेत्र से आनेवाली किसी तरह की बाधा को टालने में मदद की।

I.50 रिजर्व बैंक के तुलनपत्र का प्रबंधन विवेकपूर्ण तरीके से किया गया, तथा आस्ति और देयता पक्ष की गतिविधियों ने रिजर्व बैंक के व्यापक समष्टि-आर्थिक तथा वित्तीय क्षेत्र संबंधी उद्देश्यों के अनुसरण में वर्ष के दौरान बैंक द्वारा किए गए परिचालनों के परिणाम को दर्शाया। उत्प्रेरणा की अनुक्रिया में अर्थव्यवस्था में

थोड़ी देरी के साथ सुधार आया, परंतु 2009-10 की दूसरी छमाही में मुद्रास्फीति में वृद्धि, दृढ़ता तथा सामान्यीकरण दिखाई दिया जिसके फलस्वरूप शेष नीतिगत चिंताएं रिकवरी की बजाए मुद्रास्फीति की ओर मुड़ गईं।

I.51 2010-11 में अब तक, वृद्धि के प्रति अधोमुखी जोखिमों में उल्लेखनीय कमी आई है; दूसरी ओर, उच्च एवं सामान्यीकृत मुद्रास्फीति बनी रही। रिजर्व बैंक ने इसके सुविचारित मौद्रिक नीतिगत सामान्यीकरण के माध्यम से मुद्रास्फीति को नियंत्रित करने के प्रति अपनी वचनबद्धता का उल्लेख किया है, जिसके तहत मुद्रास्फीति एवं वृद्धि दोनों को होनेवाली जोखिमों के सतर्कतापूर्वक आकलन के आधार पर निकट भविष्य में नीतिगत दरों की दिशा तथा सतर्कतापूर्ण उपायों के बारे में समय पर कार्रवाई दोनों के बारे में स्थिति स्पष्ट की गई है। लगभग सामान्य मानसून के साथ ऐसी आशा है कि अर्थव्यवस्था दुबारा उच्च वृद्धि-कम मुद्रास्फीति संबंधी स्थिति में पहुंच जाएगी जैसाकि वैश्विक संकट के पहले अनुभव किया गया था। जिन क्षेत्रों में मांग अधिक है तथा उसका बढ़ना जारी है, उनमें क्षमता के सृजन में आनेवाले संरचनागत

अवरोधों का समाधान करना होगा ताकि वृद्धि एवं मुद्रास्फीति के मार्ग में भविष्य में संभावित विघटनों को कम-से-कम किया जा सके।

I.52 विश्व भर के केंद्रीय बैंकों की तरह रिजर्व बैंक में वित्तीय स्थिरता पर अधिक फोकस किया जाएगा, तथा साथ ही उच्चतर एवं अधिक समावेशक वृद्धि का लक्ष्य प्राप्त करने के एक साधन के रूप में वित्त की अदोहित संभाव्यता का बेहतर तरीके से दोहन किया जाएगा। तथापि, वैश्विक रिकवरी संबंधी अनिश्चितताओं में उस समय वृद्धि होगी यदि राजकोषीय धारणीयता के बारे में बाजार की चिंताएं यूरो जोन के कुछ देशों से फैलकर अन्य उन्नत अर्थव्यवस्थाओं तक पहुंच जाती हैं। रिजर्व बैंक की मौद्रिक नीति का संचालन करते समय संभावित देशी संभावना को ध्यान में रखने के साथ वैश्विक संभावना में होनेवाले आकस्मिक बदलाव, जो फैल सकते हैं, की संभवता को ध्यान में रखना होगा। वैश्विक आघातों का प्रबंधन करते समय भारत को भी अपनी आघात-सहनीयता तथा उत्पादकता के स्तरों में वृद्धि करनी होगी ताकि वैश्विक अर्थव्यवस्था में उसकी स्थिति सुदृढ़ हो सके।