

स्वाभाविक ब्याज दर : भारत के मौद्रिक रुझान का अनिश्चितता के वातावरण में मूल्यांकन

हरेंद्र कुमार बेहेरा, सितिकांत पटनायक और
राजेश कावेदिया

रिजर्व बैंक ऑफ इंडिया वर्किंग पेपर श्रृंखला के अंतर्गत 'स्वाभाविक ब्याज दर : भारत के मौद्रिक रुझान का अनिश्चितता के वातावरण में मूल्यांकन' नामक वर्किंग पेपर 14 अक्टूबर, 2015 को प्रकाशित हुआ था। इस पेपर के लेखक श्री हरेंद्र कुमार बेहेरा, श्री सितिकांत पटनायक और श्री राजेश कावेदिया हैं।¹

मौद्रिक नीति के संचालन को प्रायः ऐसी अनिश्चितताओं का सामना करना पड़ता है जो बीते समय में स्वाभाविक ब्याज दर के उत्पन्न होने को लेकर होती हैं। मौद्रिक नीति के अंतर्गत उल्लिखित अंतिम लक्ष्य की तुलना में मौद्रिक नीति के रुझान की उपयुक्तता का सामान्य मूल्यांकन सामान्य नीतिगत ब्याज दर की तुलना में टेलर तरीके के नियम-निर्देशित ब्याज दर पथ की तुलना करते हुए किया जाता है। लेकिन, निर्विवाद रूप से यह मान लिया गया है कि अंतर्निहित स्वाभाविक ब्याज दर एक समान रहती है। इस पेपर में सैद्धांतिक संरचना का उपयोग किया गया है जिसमें रामसे विकास मॉडल तथा नव-केनेशियन मैक्रो-डायनामिक्स के सार को जोड़ा गया है तथा कलमान फिल्टर आकलन तकनीक प्रयोग की गई है। पेपर में यह लिखा गया है कि 2014-15 की चौथी तिमाही में भारत की स्वाभाविक ब्याज दर 0.6 प्रतिशत से 3.1 प्रतिशत के बीच थी, हालांकि मुख्य अनुमान और भी कम रेंज 1.6 प्रतिशत से 1.8 प्रतिशत के बीच की दर की ओर संकेत करते हैं।

स्वाभाविक दर का उद्भव प्रमुखतया संरचनागत निर्धारकों जैसे उत्पादकता, जनसंख्या-वृद्धि तथा बचत-दर (अथवा गृहस्थ की सामयिक वरीयता) द्वारा सुनिश्चित होता है। लेकिन, बीते समय में

अनुभवजन्य साहित्य अन्य निर्धारकों की भूमिका की ओर भी इशारा करते हैं, जैसे राजकोषीय / वित्तीय / संरचनागत / संस्थागत सुधार। स्वाभाविक-दर में परिवर्तन तब होता है जब अंतर्निहित निर्धारक बदलते हैं। सभी संभावित निर्धारकों में कुछ स्थायी स्वरूप के होते हैं तो कुछ अस्थायी, और खासतौर से कुछ कारक ऐसे होते हैं जो वास्तविक दर को स्वाभाविक दर से हटाने का कार्य करते हैं जिन्हें गलती से निर्धारक मान लिया जाता है। अतः अत्यधिक अनिश्चितता के बीच स्वाभाविक-दर का सही-सही मूल्यांकन कर पाना मौद्रिक नीति के लिए बड़ी चुनौती बनी रहेगी।

पेपर की अन्य प्रमुख बातें इस प्रकार हैं :

- ए) भारत में अनुमानित स्वाभाविक ब्याज-दर समय-समय पर भिन्न होती है, जैसाकि उन्नत एवं उभरती अर्थ-व्यवस्थाओं में होता है;
- बी) वैश्विक संकट के बाद अनुमानित स्वाभाविक ब्याज-दर में गिरावट आ गई है;
- सी) इसके अनुमान, इस्तेमाल की गई पद्धति, सांकेतिक ब्याज दर को कम करने हेतु प्रयुक्त मुद्रास्फीति प्रत्याशा उपाय (पूर्व एवं कार्योत्तर दोनों) तथा मॉडल में प्रयुक्त अन्य डाटा के स्वरूप के प्रति अत्यधिक संवेदी होते हैं;
- डी) पिछले दशक के अधिकांश समय में वास्तविक ब्याज-दर अंतर (अर्थात् वास्तविक नीतिगत दर में से अनुमानित समय-भिन्न स्वाभाविक दर घटाकर) ऋणात्मक रहा है, जो यह दर्शाता है कि रिजर्व बैंक का मौद्रिक नीति रुझान मुद्रास्फीति विरोधी रहने के बजाय काफी समंजनकारी रहा है तथा
- ई) वास्तविक ब्याज-दर अंतर लगभग समाप्त हो चुका है और 2014-15 की दूसरी छमाही से थोड़ा सा धनात्मक हो गया है। जब अनुमानित मुद्रास्फीति उसके लक्ष्य से ऊपर रहे तो ब्याज दर का अंतर धनात्मक ही होगा, भले ही किसी भी समय स्वाभाविक ब्याज दर को अनुमानित स्तर से जुड़ी अनिश्चितताएं कितनी ही क्यों न हों।

¹ श्री हरेंद्र कुमार बेहेरा, सहायक परामर्शदाता, श्री सितिकांत पटनायक, निदेशक और श्री राजेश कावेदिया सहायक परामर्शदाता हैं और भारतीय रिजर्व बैंक के मौद्रिक नीति विभाग में हैं। पेपर में प्रस्तुत विचार लेखकों के हैं न कि संस्था के।