

भारत में वृद्धि और मुद्रास्फीति के बीच संतुलन रखना*

सुबीर गोकर्ण

I. परिचय

भारतीय अर्थव्यवस्था वर्ष 2008 के वित्तीय संकट से अपेक्षाकृत द्रुत गति से उबर गयी लेकिन उसकी पुनःप्राप्ति के आरंभिक चरणों में भी मुद्रास्फीतिकारी दबाव वर्ष 2009 के अंत में उभरकर सामने आया। पिछले डेढ़ वर्षों से मौद्रिक नीति के लिए चुनौती यह रही है कि इन मुद्रास्फीतिकारी दबावों को पुनःप्राप्ति में भंग किये बिना थाम लिया जाये। राजकोषीय वर्ष 2010-11 में अर्थव्यवस्था में 8.5 प्रतिशत तक वृद्धि हुई जो संकट-पूर्व के पाँच वर्षों की वृद्धि दर के निकट थी लेकिन वर्षांत हेडलाइन मुद्रास्फीति 9 प्रतिशत से अधिक थी जो छूट-सीमा से काफी अधिक थी। इस बीच वैश्विक गतिविधियों का प्रभाव भारत में वृद्धि और मुद्रास्फीति के प्रक्षेप-पथ पर आने वाले महीनों में पड़ेगा। इस प्रस्तुति में मैं मौद्रिक नीति-कार्य और उनके प्रभाव की पृष्ठभूमि के रूप में उन प्रमुख वैश्विक और देशी कारकों के बारे में बात करना चाहूँगा जो हमारे वृद्धि एवं मुद्रास्फीति संबंधी दृष्टिकोण को आकार दे रहे हैं। उसके बाद मैं संप्रेषण की चुनौतियों के बारे में संक्षेप में बोलना चाहूँगा।

II. वैश्विक ताकतें

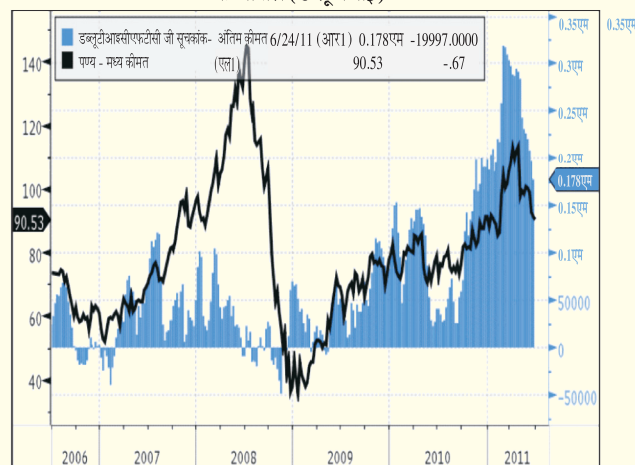
उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में पुनःप्राप्ति की गति धीमी होते जाने के बारे में व्यापक बोध और बढ़ती चिंता देखने को मिलती है। बिजली की ऊँची कीमतें यूएस और यूके में सतत बेरोजगारी और घटी हुई आवास कीमतों का ऋणात्मक चक्र बनाती प्रतीत होती हैं, जबकि सरकार की चूक और इसके वास्तविक एवं वित्तीय परिणाम यूरोपीय नीतिगत चर्चा पर हावी हैं। इसके विपरीत उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएँ (इएमइ) माँग-प्रेरित मुद्रास्फीतिकारक दबाव के लक्षण दर्शा रही हैं जो पिछले अनेक महीनों से बढ़ती वैश्विक पण्य कीमतों के कारण उत्तेजित हुए हैं। वैश्विक वातावरण में व्याप्त अन्य सभी बातों के अलावा पण्य कीमतों ने इस अवधि में भारत की मुद्रास्फीति में प्रमुख भूमिका निभायी है। फलतः उनका संभावित प्रक्षेप-पथ भारत के मुद्रास्फीति-पथ को प्रभावित करने का एक महत्वपूर्ण कारक होने वाला है।

चार्ट 1 और 2 इस स्थिति पर कुछ प्रकाश डालते हैं। वे फ्यूचर्स मार्केट में चार पण्यों - कच्चा तेल, ताँबा, कपास और सोयाबीन में निवल अधिक्रय में वृद्धि और कीमत में उतार-चढ़ाव के बीच सहसंबंध का प्रदर्शन करते हैं। ऐसा प्रतीत होता है कि व्यापार की स्थिति, जो

चार्ट 1: पण्य कीमतें

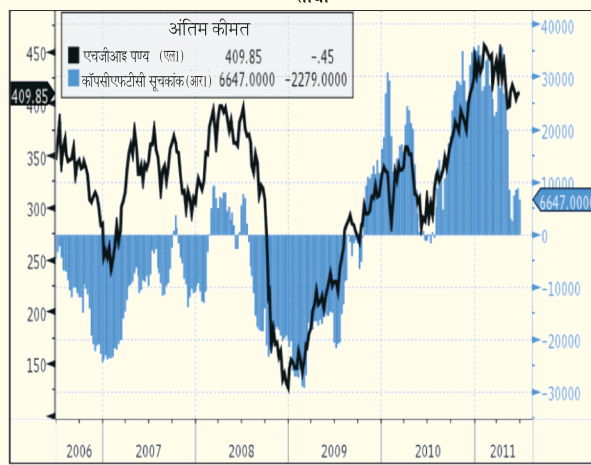
फ्यूचर्स मार्केट में निवल गैर वाणिज्यिक अधिक्रय और सामान्य 1 ली फ्यूचर्स संविदा कीमतें

कच्चा तेल (डब्ल्यूटीआइ)



स्रोत: ब्लूमबर्ग

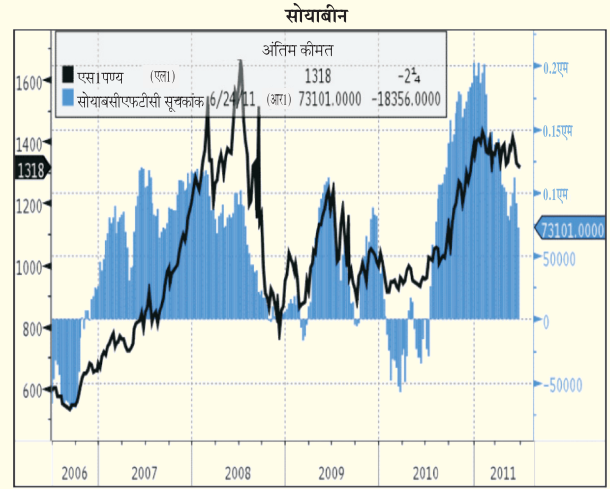
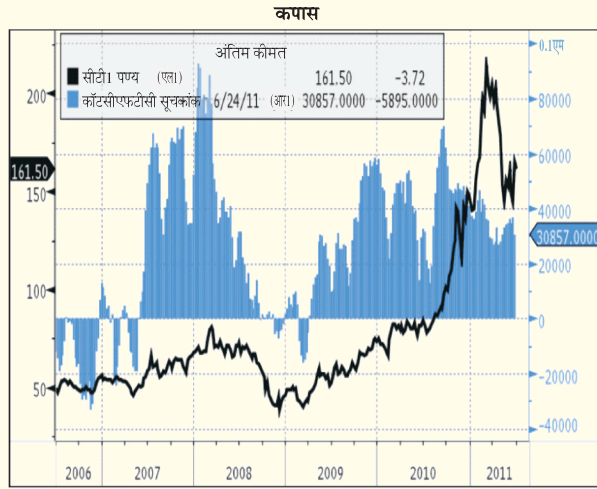
ताँबा



* डॉ. सुबीर गोकर्ण, उप गवर्नर, भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा यूएस-इंडिया इकोनॉमिक एंड फाइनेंशियल पार्टनरशिप: सीआइआइ एंड ब्रूकिंग्स इंस्टीट्यूशन, वाशिंगटन डीसी में 27 जून 2011 को दिया गया भाषण। भूपाल सिंह, आशिष जॉर्ज और जी.वी. नचनेल से प्राप्त सहयोग के लिए हम आभार व्यक्त करते हैं।

चार्ट 2: पण्य कीमते

फ्यूचर्स मार्केट में निवल गैर वाणिज्यिक अधिकृत और सामान्य 1 ली फ्यूचर्स संविदा कीमते



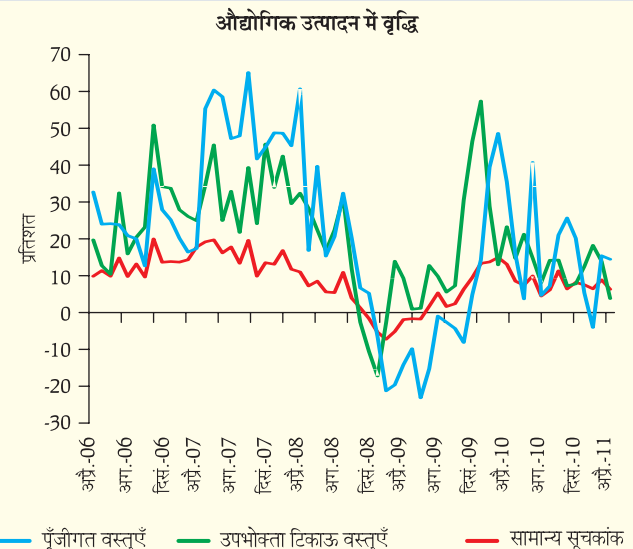
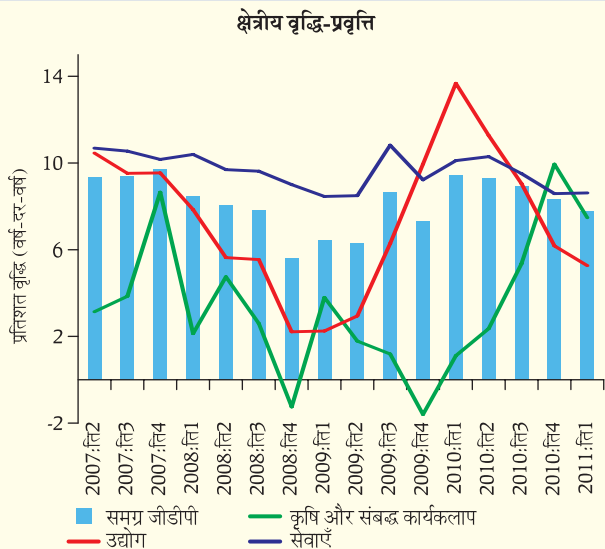
स्रोत: ब्लूमबर्ग

संभवतः प्रचुर चलनिधि से प्रेरित है, हाल की मूल्यवृद्धि में योगदान कर रही है, सिवाय कपास के, जहाँ अस्थायी आपूर्ति-भंग इसका मुख्य कारक बना हुआ है। हाल के सप्ताहों में अधिकृत में विपर्यय देखने को मिला है जिसका संबंध कीमतों में नरमी से है। यदि यह प्रवृत्ति बनी रही, तो यह वैश्विक मुद्रास्फीति के प्रबंधन में काफी राहत प्रदान करेगी, विशेष रूप से भारत सहित बड़े पण्य आयातकर्ताओं के लिए। पुनः, यद्यपि मुद्रास्फीति पर नियंत्रण के लिए कोई वांछनीय तरीका मुश्किल से होगा फिर भी इन अनुकूल पण्य-कीमत प्रवृत्तियों को प्रबल करने के अतिरिक्त मंद होती वैश्विक-वृद्धि माँग में नरमी लाने में मदद करेगी और क्षमता उपयोग को न्यून स्तर पर रखेगी। यह व्यापारित और व्यापारयोग्य माल से होने वाले मुद्रास्फीतिकारक दबावों को कम करने में योगदान करेगा।

III. देशी वृद्धि संभावनाएँ

वर्ष 2010-11 एक ऐसा वर्ष था जिसमें अर्थव्यवस्था वित्तीय संकट के प्रभाव से स्वयं को उबारती रही। वर्ष 2008-09, अर्थात् संकट का वर्ष, में वृद्धि अपनी निम्नतम स्थिति 6.8 प्रतिशत पर थी, जो वर्ष 2009-10 में बढ़ कर 8 प्रतिशत और पुनः 2010-11 में 8.5 प्रतिशत हुई। चार्ट 3 में वृद्धि के प्रक्षेप-पथ की दो तस्वीरें दिखाई देती हैं। समग्र एवं क्षेत्रीय सकल देशी उत्पाद (जीडीपी) अनुमानों के संदर्भ में ग्राफ में दर्शाया गया प्रक्षेप-पथ यह दर्शाता है कि गति में कुछ नरमी आयी है क्योंकि हाल की अधिकांश तिमाहियों में वर्ष-दर-वर्ष वृद्धि दर में गिरावट दिखाई पड़ती है। इस प्रवृत्ति में मुख्य रूप से

चार्ट 3: देशी वृद्धि परिदृश्य



योगदान करने वाला औद्योगिक क्षेत्र है जिसने प्रदर्शित अवधि में अपेक्षाकृत उच्च स्थिरता दर्शायी है। संकट के दौरान इसकी वृद्धि में काफी कमी देखने को मिली जिसमें बाद में तेजी से सुधार हुआ और हाल ही में इसमें मंदी प्रारंभ हो गयी है।

औद्योगिक क्षेत्र की ओर और नजदीक से देखने पर औद्योगिक उत्पादन की प्रवृत्ति को प्रदर्शित करने वाला ग्राफ इसके गति सिद्धांत के बारे में कुछ संकेत देता है। सूचकांक के सर्वाधिक अस्थिर खंड, जिनको ग्राफ में चित्रित किया गया है, पूँजीगत वस्तुएँ और उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुएँ, दोनों हैं। इन्हें सामान्य तौर पर सूचकांक के सर्वाधिक ब्याज संवेदी अवयवों के रूप में देखा जाता है और उनकी हाल की प्रवृत्ति यह दर्शाती है कि संकुचनकारी मौद्रिक नीति का इस पर प्रभाव है। पण्य मूल्य में नरमी लाने के साथ-साथ यह प्रवृत्ति माँग-दबाव में नरमी ला कर मुद्रास्फीति को नियंत्रित रखने में योगदान करेगी। निस्संदेह, उद्योग संघ, जिसमें कन्फेडरेशन ऑफ इंडियन इंडस्ट्री (सीआइआइ) शामिल है, मौद्रिक नीति स्वल्प की लगातार आलोचना करते रहे हैं और यह तर्क देते रहे हैं कि यह वास्तव में मुद्रास्फीति को बिना प्रभावित किये वृद्धि की गति को धीमा कर रहा है जो आपूर्ति-पक्ष द्वारा प्रेरित हो रहा है। इस आलोचना की ओर मैं अपना ध्यान मुद्रास्फीति पर चर्चा में और संप्रेषण पर बोलते हुए दूँगा।

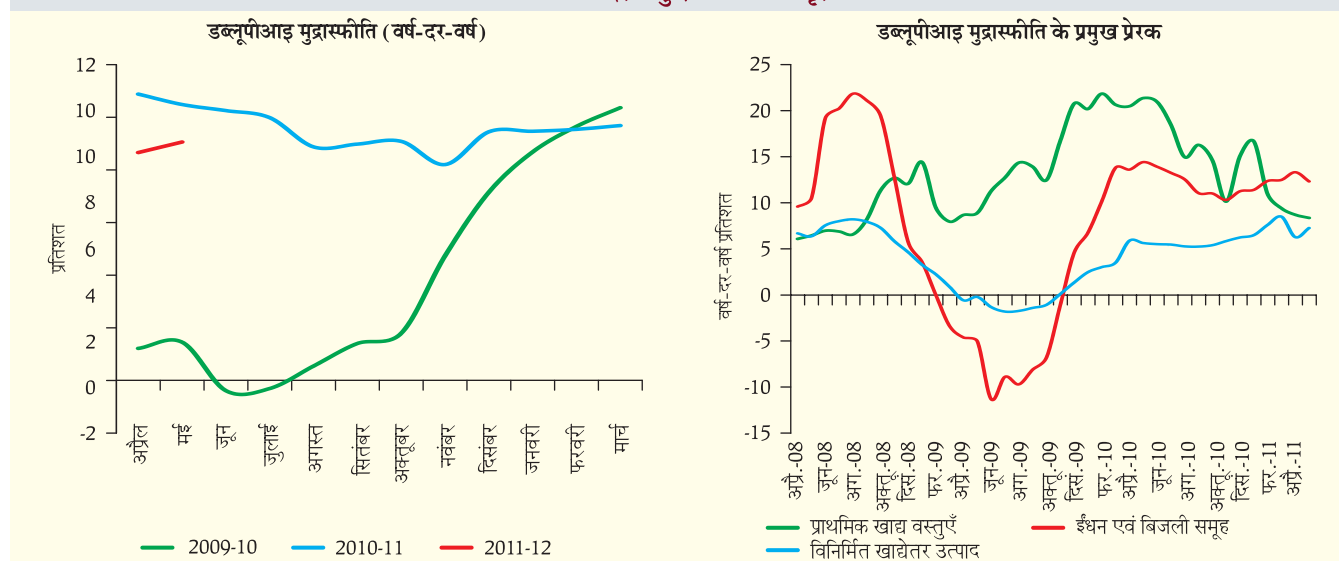
संक्षेप में, देशी वृद्धि-परिदृश्य से पता चलता है कि वृद्धि-दर में आने वाले वर्ष में कुछ नरमी आयेगी। भारतीय रिजर्व बैंक वर्ष 2011-12 के दौरान वृद्धि का अनुमान अपने आधार-अंक परिदृश्य में 8 प्रतिशत लगाता है। मुद्रास्फीति प्रबंधन के परिप्रेक्ष्य में यह एकदम से अवांछनीय नतीजा नहीं है। यदि इसके

परिणामस्वरूप मुद्रास्फीति की दर में काफी कमी आती है तो यह परिवर्तन का प्रतीक होगा जो बदले में बाजार-चक्र परिवर्तन का अवसर प्रदान करेगा। तथापि, अनेक अज्ञात घटनाएँ रास्ते में आयेगी और अंततः मुद्रास्फीति के नतीजे मौद्रिक स्वल्प का निश्चय करेंगे।

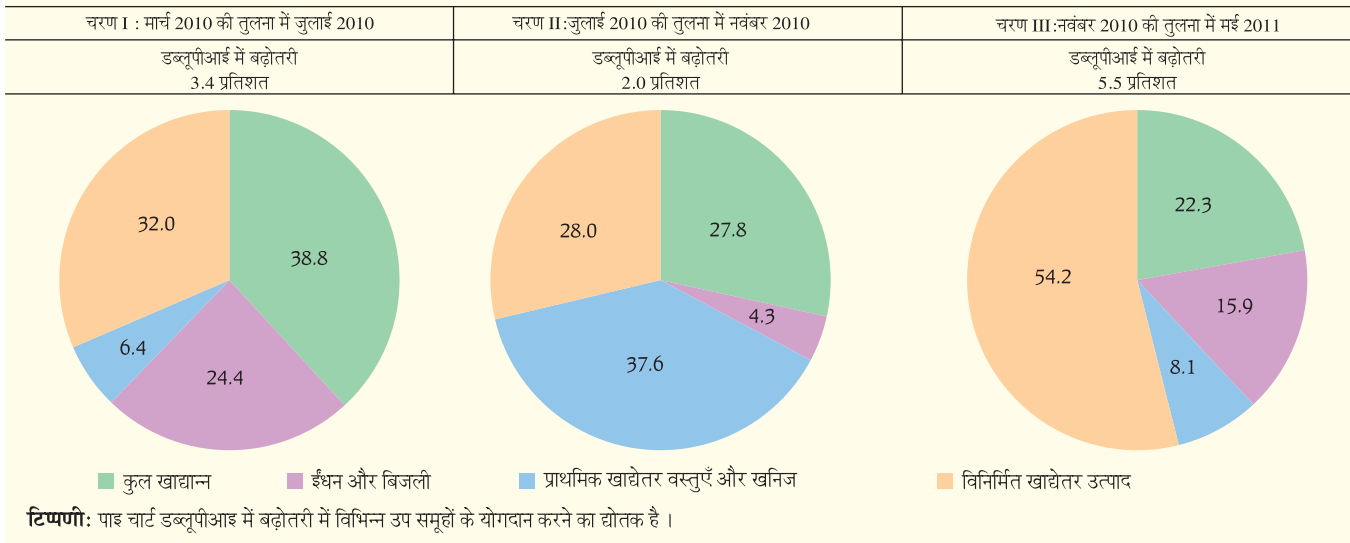
IV. देशी मुद्रास्फीति के गति-सिद्धांत

पिछले वर्ष से मुद्रास्फीति का स्वल्प महत्वपूर्ण तरीके से परिवर्तित हुआ है। चार्ट 4 में इसके गति सिद्धांत का व्यापक चित्र प्रस्तुत किया गया है। हेडलाइन मुद्रास्फीति में वर्ष 2009-10 की दूसरी छमाही में तेजी आनी शुरू हुई और ऐसा उस समय हुआ जब वृद्धि की गति अभी भी मंद थी। यह वर्ष 2010-11 के दौरान उच्च दर पर बनी रही, वस्तुतः वर्ष की अंतिम तिमाही में यह अधिक बढ़ी। वर्ष 2011-12 के पहले दो महीनों में यह पैटर्न बना रहा है। तथापि, मुद्रास्फीति के प्रेरक तत्वों का सापेक्षिक महत्व प्रदर्शित अवधि में स्पष्ट रूप से बदल गया। खाद्य मुद्रास्फीति प्रारंभिक चरण में इसमें प्रधान योगदान करने वाली थी, लेकिन संकट-पश्चात् वातावरण में ऊर्जा की कीमतों में पुनरुत्थान अधिक महत्वपूर्ण भूमिका निभाने लगा। खाद्येतर विनिर्मित उत्पादों की कीमतें, जो रिजर्व बैंक के विचार से माँग-जन्य दबाव को प्रतिबिंबित करती हैं, वर्ष 2010 के प्रारंभ में उल्लेखनीय रूप से बढ़ने लगीं, लेकिन उनकी वृद्धि की गति स्थिर हो गयी और वर्ष 2010-11 की तीसरी तिमाही में कुछ नरम भी पड़ गयीं। तथापि, यह पैटर्न अल्प समय तक बना रहा और इस कोटि के लिए मुद्रास्फीति की दर चौथी तिमाही में बढ़ गयी और यह बढ़ी हुई गति इस वर्ष भी स्पष्ट रूप से बनी रही है।

चार्ट 4: देशी मुद्रास्फीति परिदृश्य



चार्ट 5: मुद्रास्फीति के बदलते प्रेरक तत्व



भिन्न-भिन्न प्रेरक तत्वों के बदलते योगदान को चार्ट 5 में प्रदर्शित अपघटन अभ्यास में प्रकाशित किया गया है। इस विश्लेषण में पिछले 14 महीनों में, जो अप्रैल 2010 से प्रारंभ हुआ, मोटे तौर पर समान दीर्घता वाली तीन अवधियों के संदर्भ में हाल के पैटर्न को देखा गया। पहली अवधि में खाद्यान्न और ऊर्जा, जो विशिष्ट आपूर्ति-पक्ष की ताकतों को प्रतिबिंबित करते थे, मुद्रास्फीति में प्रमुख रूप से योगदान करने वाले थे। खाद्येतर विनिर्माण मुद्रास्फीति, जो उस हद तक, जहाँ तक यह माँग-जन्य दबाव का प्रतिनिधित्व करती है, उपेक्षणीय नहीं थी जो यह बताती है कि कीमत-निर्धारण की ताकत का अस्तित्व था। दूसरी अवधि में, मुद्रास्फीति का योगदान नाटकीय रूप से बदल कर ऊर्जा से भिन्न पण्यों की ओर होने लगा। खाद्यान्न मुद्रास्फीति का योगदान थोड़ा नरम हुआ, जिस प्रकार खाद्येतर विनिर्माण में हुआ था, जिससे पता चलता है कि अंतरण या 'सामान्यीकरण' जोखिम में नरमी आने लगी थी। तथापि, यह पैटर्न अल्पजीवी था। अंतिम अवधि में ऊर्जा पुनः प्रमुख योगदानकर्ता हो गयी और खाद्येतर विनिर्माण के योगदान में तेज वृद्धि ने यह दर्शाया कि उत्पादक अधिक कठिनाई के बिना उच्चतर निविष्टि लागत वहन करने में समर्थ हुए। इस अवधि में अंतरण की ताकत ने यह इंगित किया कि माँग की स्थिति काफी तगड़ी बनी रही, भले ही उत्पादन अनुमान और उद्योग से प्राप्त प्रतिसूचना के माध्यम से नरमी के प्रारंभिक संकेत दिखने लगे।

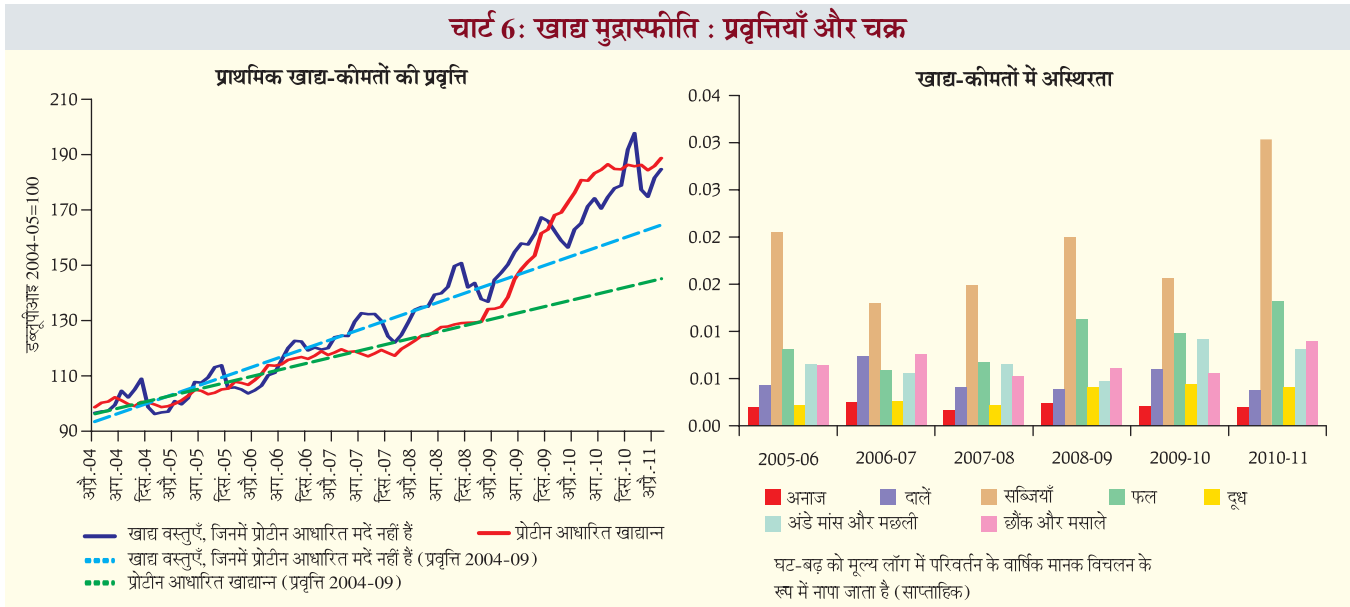
मैं विशेष रूप से खाद्यान्न कीमत गतिसिद्धांत पर जोर देना चाहता हूँ क्योंकि मुझे विश्वास है कि यह मध्यावधि में महत्वपूर्ण कारक होने वाला है। हालाँकि खाद्यान्न का समग्र मुद्रास्फीति में योगदान पिछले वर्ष से कम हुआ है, फिर भी संरचनात्मक माँग-

आपूर्ति असंतुलन क्रियाशील है जो आपूर्ति में बड़ी और धारणीय बढ़ोतरी के अभाव में दबाव को बढ़ाये रखेगा। इस तथ्य को चार्ट 6 के ग्राफ में प्रदर्शित किया गया है। इस ग्राफ का मुख्य बिन्दु यह है कि प्रोटीनयुक्त पदार्थों की कीमतों में हाल के वर्षों में देखी जाने वाली प्रवृत्ति से तीव्र विचलन हुआ है और इसमें प्रत्यावर्तन के कोई संकेत दिखाई नहीं देते हैं। तुलनात्मक रूप से अन्य खाद्यान्नों की कीमतों की प्रवृत्ति में भी आवधिक रूप से विचलन दिखाई पड़ा है लेकिन उनमें सामान्यतः प्रत्यावर्तन हुआ है। निस्संदेह, इस पैटर्न का योगदान उच्च अस्थिरता में हुआ है, जैसाकि चार्ट से भी पता चलता है।

खाद्यान्न की कीमतों में अस्थिरता का कल्याण-लघुकारक प्रभाव होता ही है लेकिन वर्तमान भारतीय संदर्भ में बहुत बड़ी चिंता का विषय ऊँची प्रोटीन कीमतों का दीर्घावधि पोषणीय प्रभाव होता है। ऐसे समय में, जब जनसांख्यिकीय परिवर्तन और आय-वृद्धि प्रोटीन के लिए काफी माँग उत्पन्न कर रही है, आपूर्ति शृंखला स्पष्ट रूप से माँग को पूरा करने के लिए संघर्ष कर रही है।

चर्चा के इस भाग का समापन करते हुए अब मैं मुद्रास्फीतिकारक प्रत्याशाओं के मुद्दे को सामने लाना चाहता हूँ। मुद्रास्फीति का दृढ़ बना रहना और उसमें हाल में आयी तेजी ने प्रत्याशा जोखिम को स्पष्ट रूप से बढ़ा दिया है। रिजर्व बैंक अल्पावधि प्रत्याशाओं की निगरानी पारिवारिक सर्वेक्षणों के माध्यम से करता है। हाल के सर्वेक्षणों ने इस बोध को प्रबल किया है कि परिवार की प्रत्याशाएँ बढ़ रही हैं। खाद्यान्न की कीमतें इस प्रक्रिया में महत्वपूर्ण भूमिका निभाती हैं लेकिन कारण चाहे कुछ भी हो, सुव्यक्त और अव्यक्त, दोनों प्रकार की संविदाओं में मजदूरी-निर्धारण पर

चार्ट 6: खाद्य मुद्रास्फीति : प्रवृत्तियाँ और चक्र



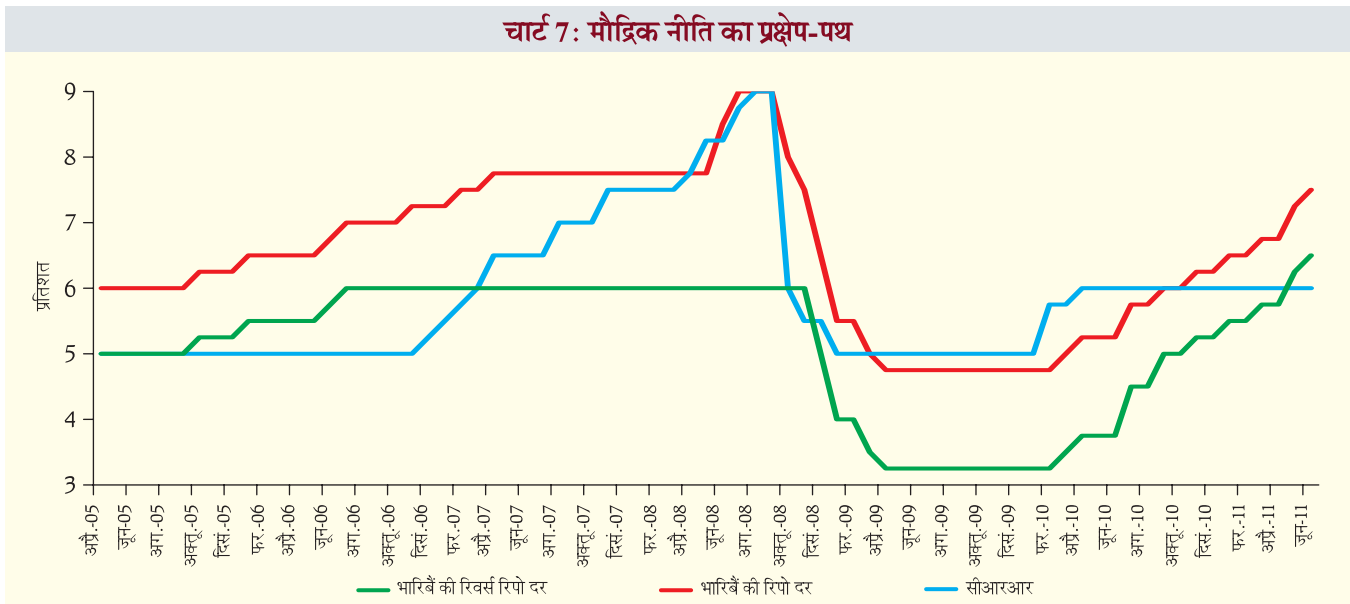
इनके प्रभाव को अस्वीकार नहीं किया जा सकता। तथापि, सरकारी प्रतिभूतियों पर दीर्घावधि (10-वर्षीय) प्रतिफल यह बताता है कि इस क्षेत्र में प्रत्याशाओं पर नियंत्रण बना रहता है। यह हमारे नियमित व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ता सर्वेक्षणों से भी प्रबल होता है जो इस बात से भी पता चलता है कि मध्यावधि से दीर्घावधि तक नरम मुद्रास्फीति-परिदृश्य में भरोसे में कमी नहीं आती है।

V. मौद्रिक नीति : कार्य और संचरण

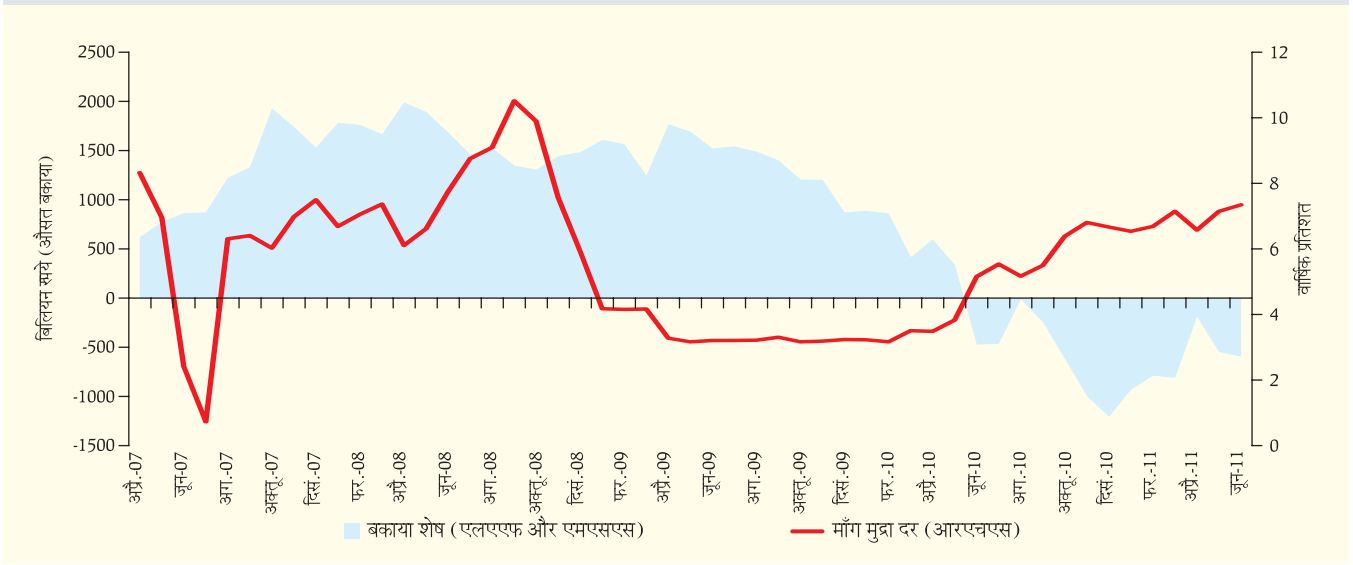
संकुचनकारी मौद्रिक नीति का वर्तमान चक्र दो महत्वपूर्ण कारकों के संदर्भ में आरंभ किया गया था। पहला, घरेलू वित्तीय

प्रणाली में काफी मात्रा में चलनिधि मौजूद थी जो संकट के प्रति नीतिगत उपायों के परिणामस्वरूप थी जिसने नीति-दरों को भी अधिक न्यून स्तर पर रखा था। दूसरा, पुनःप्राप्ति के आरंभिक संकेत दिखाई देने पर भी मुद्रास्फीतिकारक प्रवृत्ति दिखाई देने लगी थी। ये सभी घटनाएँ वैश्विक वातावरण में घटित हो रही थीं जो अब भी वर्ष 2009 के अंत और 2010 के आरंभ में काफी अस्त-व्यस्त और अनिश्चितता से भरा था। चार्ट 7 में नीति-लिखतों - रिपो, रिवर्स रिपो और आरक्षित नकदी निधि अनुपात (सीआरआर) को संकट-पूर्व, संकटकालीन और पुनःप्राप्ति की अवधियों में दिखाया गया है।

चार्ट 7: मौद्रिक नीति का प्रक्षेप-पथ



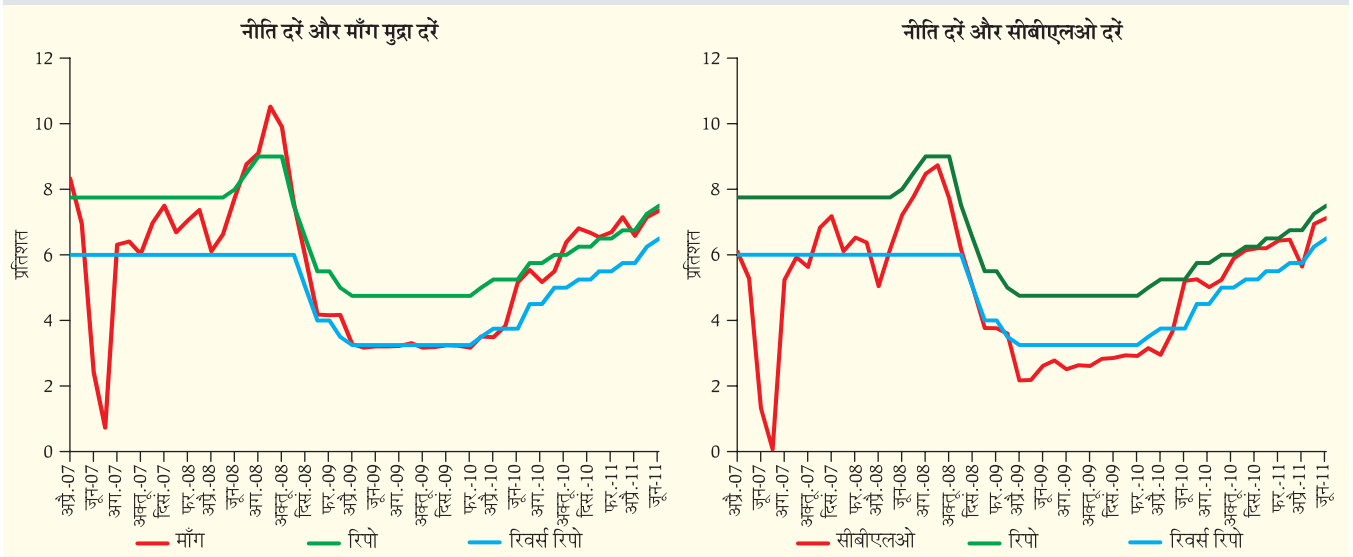
चार्ट 8: चलनिधि और संचरण



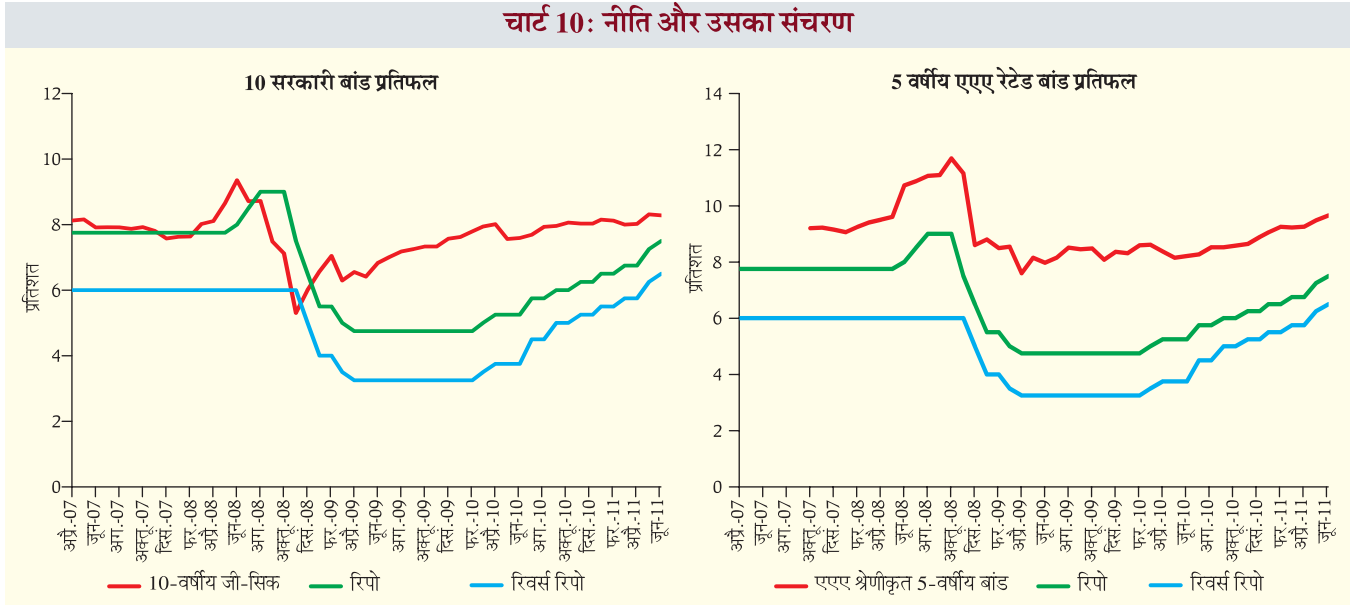
संकट के जवाब में दरों और चलनिधि के संबंध में जो कार्रवाई द्रुत गति से की गयी थी, उसके विपरीत सुधार में अधिक नपे-तुले दृष्टिकोण के लक्षण देखने को मिलते हैं। यह कारकों से संबंधित उन विचारों से अभिप्रेरित था जिनका मैं पूर्व में उल्लेख कर चुका हूँ। आरंभिक मुद्रास्फीतिकारक दबाव के प्रति अधिक आक्रामक उपाय कुछ-कुछ अधिक अनुमान योग्य घरेलू वृद्धि और वैश्विक परिदृश्य में किये गये हो सकते हैं, लेकिन इन दोनों संदर्भों में वर्ष 2010 के प्रारंभ में स्थिति न तो स्थिर थी और न ही पूर्व अनुमान योग्य थी। एक नपा-तुला दृष्टिकोण, जिसमें अनिवार्य रूप से अपेक्षाकृत छोटी-छोटी दर-वृद्धि की गयी थी, संभावित परस्पर विरोधी लक्ष्यों में संतुलन स्थापित करने के लिए सर्वोत्तम तरीके के रूप में देखा गया था।

चक्र के आरंभिक चरण में अधिशेष चलनिधि की स्थिति बनी रही जिसने स्पष्ट रूप से लेन देन की दरों में नीति-दरों के संचरण को सुस्त बना दिया। इस परिप्रेक्ष्य में आरंभिक कार्रवाई अनिवार्य रूप से संकेत देने का प्रयास थी जिसके साथ स्थिर गति से सीआरआर को बढ़ाते हुए चलनिधि अधिशेष को समाप्त करने के प्रयास किये गये। वर्ष 2010 के मध्य तक चलनिधि परिदृश्य घाटे की ओर बढ़ गया और संचरण में और अधिक दृढ़ता आयी। चार्ट 8 में माँग दरों पर इसके तत्काल प्रभाव को दिखाया गया है जो चलनिधि स्थिति में परिवर्तन का मौद्रिक नीति का कारगर परिचालन लक्ष्य होता है। संचरण की मजबूती अनेक वित्तीय

चार्ट 9: नीति और उसका संचरण



चार्ट 10: नीति और उसका संचरण



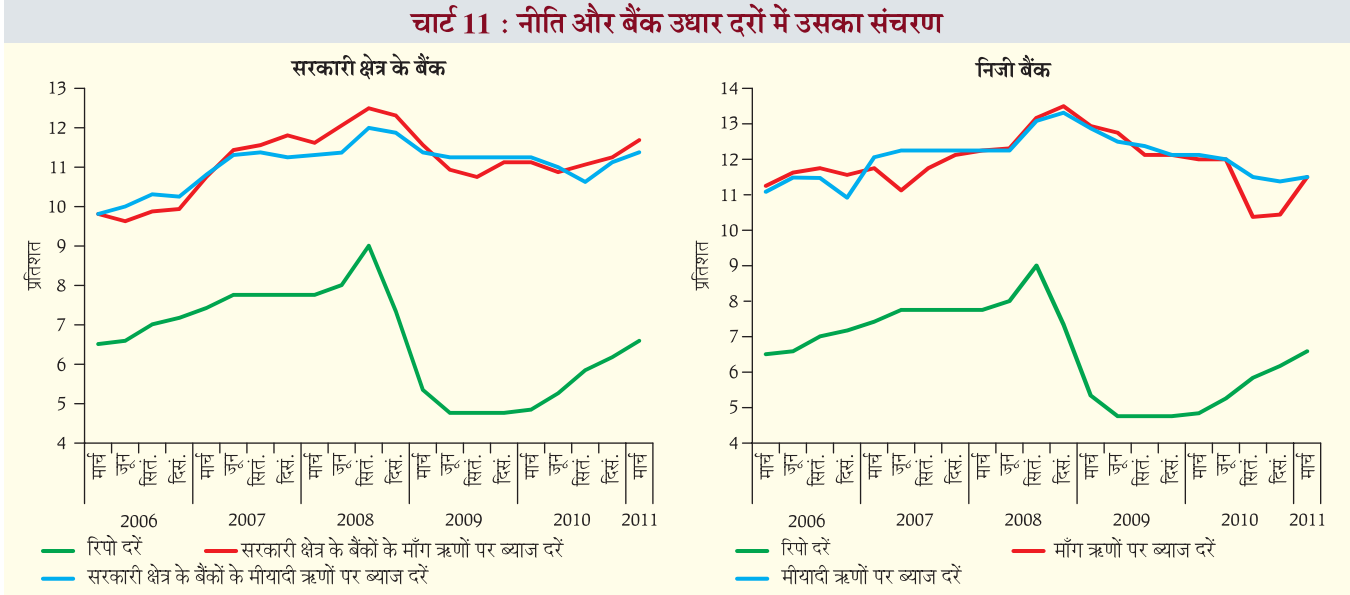
बाजार खंडों में देखने को मिली। चार्ट 9 और 10 में इसके कुछ निदर्शनात्मक साक्ष्य दिखाई पड़ते हैं।

चार्ट 9 में माँग और संपार्श्विकृत उधार और ऋणदायी परिचालन (सीबीएलओ) दरें, जो चलनिधि प्रबंधन की एक सुरक्षित अल्पावधि सरणी होती है, को रिपो-रिवर्स रिपो कॉरीडोर के संदर्भ में दिखाया गया है। संचरण की तीव्रता काफी स्पष्ट है जिसमें चलनिधि स्थिति को कठोर बनाये जाने से उतार-चढ़ाव का आयाम कॉरीडोर की निचली सीमा से ऊपरी सीमा की ओर जाता है। चार्ट 10 में 10-वर्षीय सरकारी प्रतिभूतियों के प्रतिफल और 5-वर्षीय एएए श्रेणीकृत

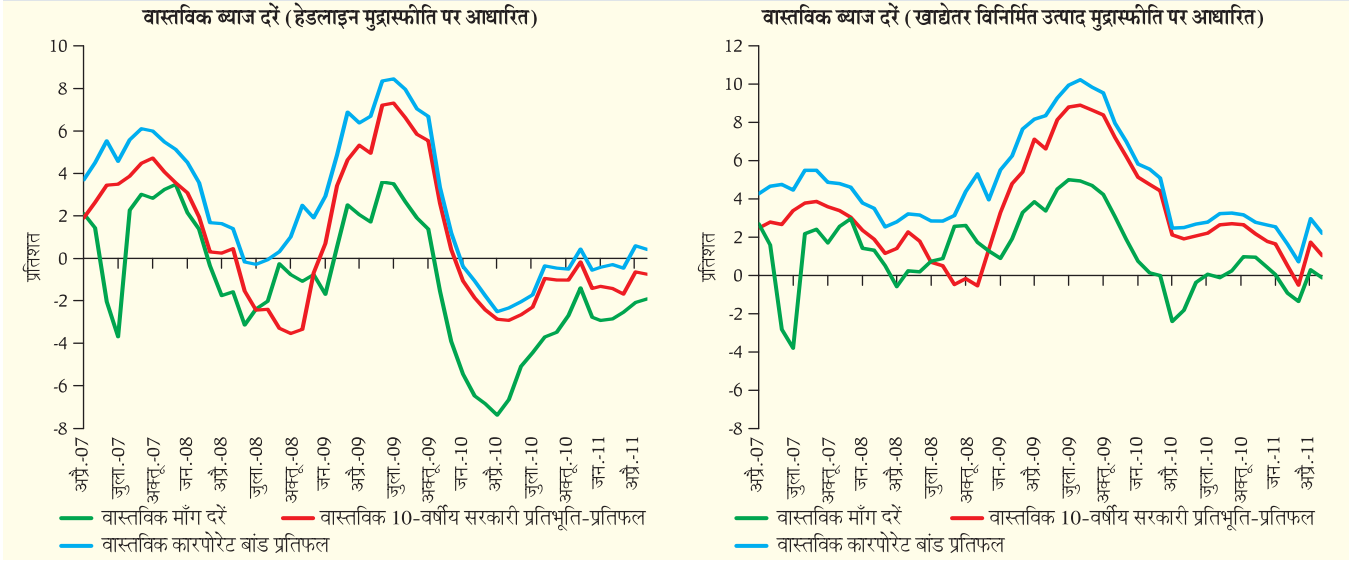
कारपोरेट बांडों को एक ही परिप्रेक्ष्य में दिखाया गया है। यहाँ भी संचरण दिखाई देता है।

निस्संदेह, बैंकिंग प्रणाली भारतीय संदर्भ में बहुत अधिक महत्वपूर्ण वित्तीय मध्यस्थ होती है और बैंक क्या करते हैं यह बहुत महत्व रखता है। बैंक उधार दरों के माध्यम से संचरण का इसी प्रकार का विश्लेषण महत्वपूर्ण रूप से यह नहीं बताता है कि यह उतना ही दृढ़ है जितना कि बाजार में है। चार्ट 11 में विस्तारक और संकुचनकारी, दोनों चक्रों में नीति-दरों के गतिसिद्धांत को दर्शाया गया है। संवेदनशीलता बहुत तगड़ी प्रतीत नहीं होती है। विस्तारक चरण में दरें बहुत तेजी से कम नहीं हुईं और जबकि वे संकुचनकारी

चार्ट 11 : नीति और बैंक उधार दरों में उसका संचरण



चार्ट 12: वास्तविक ब्याज दरें



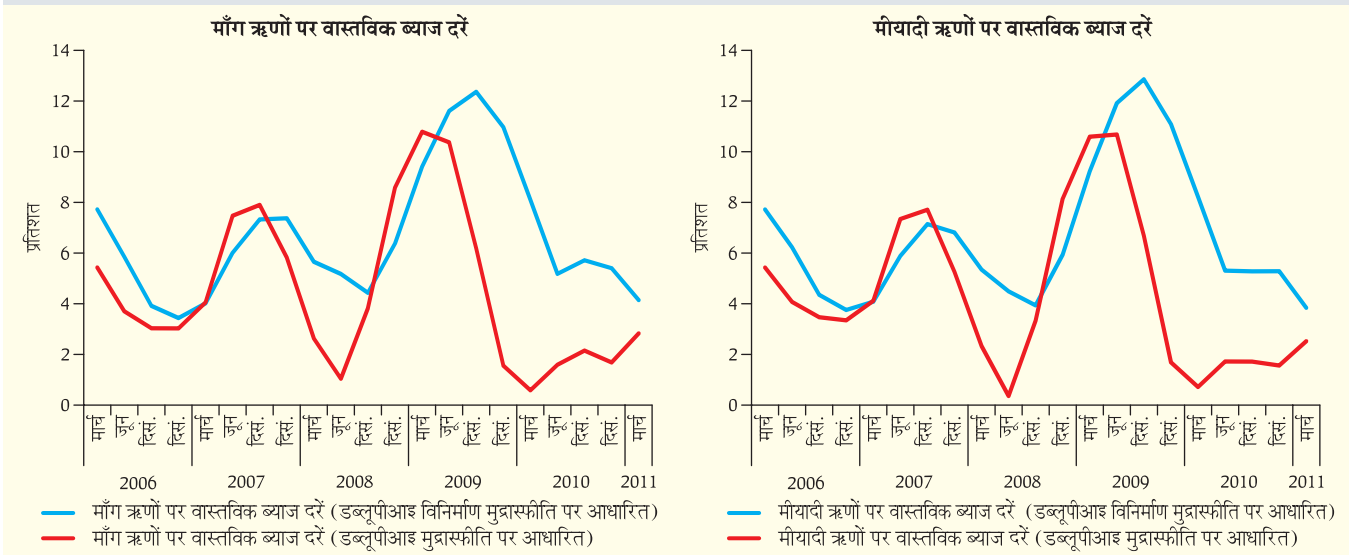
चरण में बढ़ रही हैं, इनकी मात्रा कम प्रतीत होती है। समुच्चयन की समस्याएँ कुछ प्रभाव को छिपा रही हो सकती हैं। उद्योग-प्रतिनिधियों के साथ रिजर्व बैंक की बातचीत में इस तथ्य का अक्सर उल्लेख किया जाता है कि बैंक द्वारा आक्रामक रूप से दर-वृद्धि को आगे बढ़ा दिया जाता है, जिसका आशय निस्संदेह शिकायत करना होता है, लेकिन यह मौद्रिक नीति उद्देश्यों से संपूर्ण रूप से संगति रखता है।

अंत में, मौद्रिक नीति कार्य और संचरण के संदर्भ में मैं वास्तविक दरों पर ध्यान देना चाहूँगा। मौद्रिक नीति स्वल्प की एक संगत आलोचना, कि यह वक्र के पीछे होता है, इस मानदंड पर आधारित है कि वास्तविक दरें ऋणात्मक रही हैं और अभी भी ऋणात्मक हैं। निस्संदेह यह सामान्य तौर पर इस अधूरी बहस की ओर ले जाता है कि अपस्फीतिकारक को

क्या होना चाहिए लेकिन यह व्यापक बोध, कि वास्तविक दरें ऋणात्मक होती हैं, खर्च करने के व्यवहार और प्रत्याशाओं, दोनों पर प्रभाव डाल सकता है। तब यह अधिकतर इस परिचालनात्मक मुद्दे की ओर ले जाता है कि क्या दरों को धनात्मक क्षेत्र में अपेक्षाकृत तेजी से या धीरे-धीरे लाया जाये।

चार्ट 12 और 13 वास्तविक दर के मुद्दे पर कुछ प्रकाश डालते हैं। जैसाकि चार्ट 12 दर्शाता है, मुद्रास्फीति में हाल में आयी तेजी से अनेक वास्तविक दरें, जिनका मापन सरलतम रूप में सांकेतिक दर से या तो वर्तमान हेडलाइन मुद्रास्फीति को या कोर मुद्रास्फीति को घटाते हुए किया जाता है, ऋणात्मक होती हैं, जब हेडलाइन का उपयोग अपस्फीति के लिए किया जाता है। यदि कोर (खाद्येतर विनिर्माण)

चार्ट 13: बैंक ऋणों पर वास्तविक ब्याज दरें



मुद्रास्फीति का प्रयोग किया जाता है, तो तस्वीर बदल जाती है, लेकिन वह मुश्किल से निश्चयात्मक होती है। अतः, इनमें से कुछ संकेतकों के अनुसार ऐसा लग सकता है कि नीति स्वल्प काफी संकुचनकारी नहीं है। तथापि, जब हम वास्तविक दरों के कुछ अन्य मापों को देखते हैं, विशेष रूप से बैंक उधार दरों को, जैसाकि चार्ट 13 में वर्णित है, तब तस्वीर थोड़ी अलग होती है। जोखिम और अन्य विभेदक कीमतों में अंतर की गुंजाइश रखते हुए वास्तविक दरें महत्वपूर्ण रूप से धनात्मक होती हैं। जैसाकि मैंने कहा यह ऐसा मानदंड है जिस पर भारतीय संदर्भ में बहस अभी भी अनसुलझी है और मेरे कुछ सहकर्मी अनुसंधान विभागों में इसे सुलझाने में लगे हुए हैं। जो बात मैं कहना चाहता हूँ वह यह है कि कम से कम वित्तीय लेनदेनों के एक बड़े भाग के अनुसार वास्तविक दरें धनात्मक हैं। इस विषय पर निर्णय लिया जा सकता है कि उन्हें जितना होना चाहिए क्या वे उससे कम हैं और यदि ऐसा है तो कितनी तेजी से आवश्यक समायोजन किये जाने चाहिए।

यह निर्णय अंशतः प्रत्याशाओं के मुद्दे से संबंध रखता है। पिछले डेढ़ वर्षों की ओर देखते हुए वृद्धि और मुद्रास्फीति के बीच संतुलन-कार्य को भी थोड़े अलग तरीके से देखा जा सकता है। मुद्रास्फीति के बने रहने, जिसमें नये आघातों के चलते तेजी आयी हो, के परिणामस्वरूप वृद्धि के उत्सर्ग को कम करने और प्रत्याशाओं को नियंत्रण से बाहर नहीं होने देने के बीच एक समझौताकारी तालमेल भी है।

अपने हाल के वार्षिक नीति-वक्तव्य के पूर्व रिजर्व बैंक ने यह मूल्यांकन किया था कि यह वास्तव में एक जोखिम के रूप में उभर कर सामने आया है। निश्चित और संभवतः बढ़ती पण्य-कीमतों की पृष्ठभूमि में मुद्रास्फीति के कम होने की संभावना बहुत अधिक नहीं दिखाई देती थी। इसने इस निर्णय का समर्थन किया कि मुद्रास्फीति को नियंत्रण में रखने की प्रतिबद्धता का एक युक्तियुक्त संकेत भेजा जाये। तथापि, हमारे आरंभिक पूर्वानुमान में, मौद्रिक कठोरता के जो उपाय पिछली कुछ तिमाहियों में किये गये थे - एक वर्ष से कुछ अधिक अवधि में माँग दर लगभग 450 आधार अंक बढ़ गयी थी - उनका संचयी प्रभाव वर्ष 2011-12 की दूसरी छमाही में वृद्धि और मुद्रास्फीति, दोनों को नरम कर सकता है। लेकिन अंततः, जैसाकि मैंने पूर्व में इंगित किया था, यह स्वल्प प्रधानतया वास्तविक और संभावित मुद्रास्फीति-नतीजे से निर्धारित होगा।

VI. संप्रेषण के मुद्दे

यह सर्वोत्तम समय में काफी चुनौती भरे होते हैं, जो आज जैसी परिस्थितियों में भी अधिक जटिल बन जाते हैं। मैं इन मुद्दों के दो सेटों

पर ध्यान देना चाहता हूँ, जिस पर अनेक प्रकार के विचार व्यक्त किये जा रहे हैं।

पहला, पूर्वानुमानों के गलत होने की चिंता होती है। अपने पूर्व पद पर एक विश्लेषक रहने के कारण जैसे ही कोई सूचना प्राप्त होती है, मैं अक्सर पूर्वानुमानों में परिवर्तन किया करता हूँ। इस स्थिति में यह अंतर होता है कि वास्तविक निर्णय, जिनका बहुत बड़ा राष्ट्रीय महत्व होता है, ऐसे पूर्वानुमानों के आधार पर लिये जाने होते हैं जो अधिक अल्पजीवी हो सकते हैं। इससे विश्वसनीयता की जोखिम उत्पन्न होती है क्योंकि एक पूर्वानुमान से संगत कार्रवाई उसी प्रकार की नहीं हो सकती, जो संशोधित पूर्वानुमान के साथ की जाती है। पूर्वानुमान की कार्यप्रणाली में सुधार किये जाने के अलावा, जो वस्तुतः दीर्घकालीन प्रक्रिया होती है, इस समस्या का तत्काल निहितार्थ होता है। हमें वैकल्पिक परिदृश्य का अधिक सुव्यक्त मूल्यांकन करना होता है और तब नीतिगत निर्णय लेने होते हैं जिसमें भिन्न-भिन्न परिदृश्य से संबद्ध जोखिमों पर ध्यान देना होता है। असल में ऐसा किया जा रहा है लेकिन शायद इसके चतुर्दिक संप्रेषण नीति का सही तालमेल रखना आवश्यक हो।

दूसरा, मौद्रिक नीति के उद्देश्यों को संप्रेषित करने का मुद्दा है। अनेक कारणों से हमने एक औपचारिक और सुव्यक्त मुद्रास्फीति लक्ष्य के प्रति प्रतिबद्ध होने को, जिसके अनेक पैरवीकार देश में हैं, नहीं चुना है। किसी एक लक्ष्य के प्रति जवाबदेह नहीं बनाये जाने के लिए एक विश्वसनीयता जोखिम होती है लेकिन उस लक्ष्य का नियमित रूप से पता नहीं कर पाने की भी जोखिम होती है भले ही यह उन कारकों के चलते हो, जो मौद्रिक नीति के नियंत्रण से बाहर हैं। लेकिन इसका यह मतलब नहीं है कि कुछ स्पष्ट और अधिक महत्वपूर्ण रूप से प्राप्य उद्देश्यों को स्पष्ट नहीं किया जाये। हम प्रत्येक नीति-वक्तव्य के साथ ऐसा करने का प्रयास करते हैं और उस प्रतिसूचना और सार्वजनिक टिप्पणियों तथा बहस की ओर सावधान नजर डालते हैं, जिनमें लगता है कि हमने जिस आशय से नीति बनायी, उससे भिन्न संदेश लोगों में गया और हम किस प्रकार इसे धारदार बना सकते हैं।

इस संबंध में, वृद्धि-मुद्रास्फीति तालमेल और कभी-कभी इसका परस्पर विरोधी बोध, एक महत्वपूर्ण मुद्दा होता है। सिद्धांत और अनुभवमूलक बोध के अनुसार समझौताकारी तालमेल अनिवार्य रूप से अल्पावधि वाला होता है जबकि मौद्रिक नीति का लक्ष्य वृद्धि को यथासमय दीर्घावधि तक संरचनात्मक प्रवृत्ति का रहने वाला रखा जाता है। संकुचनकारी नीति वृद्धि को इसी हद तक धीमा कर सकती है कि अर्थव्यवस्था अपनी क्षमता से अधिक वृद्धिशील है, जिससे मुद्रास्फीति बढ़ती है। इस ढाँचे के संदर्भ में इसका कोई प्रभाव अभिप्रेत वृद्धि दर पर नहीं पड़ता है। वस्तुतः दीर्घावधि वाली वृद्धि को न्यून और स्थिर

मुद्रास्फीति द्वारा बढ़ावा ही दिया जा सकता है, नुकसान नहीं पहुँचाया जा सकता। तथापि अधिकतर बहस में वृद्धि में गिरावट को मुद्रास्फीति-रोधी मौद्रिक नीति स्वरूप के दीर्घावधि उत्सर्ग का परिणाम माना जाता है अर्थात् इसके न्यून स्तर पर रहने की प्रवृत्ति। हमें इस अंतर को अधिक स्पष्ट करने की आवश्यकता है और इसे हाल के वक्तव्यों में अधिक सतर्कता से किया गया है लेकिन संभवतः इसे और तीक्ष्ण किया जाना आवश्यक है।

VII. समापन टिप्पणी

मुद्रास्फीतिकारक स्थिति निकट-भविष्य में भारत की सर्वाधिक महत्वपूर्ण समष्टिआर्थिक चुनौती है। ऐसे कुछ वैश्विक और देशी कारक हैं जो मौद्रिक प्रभाव के दायरे से बाहर हैं। लेकिन इसका यह मतलब नहीं है कि जिन कारकों को मौद्रिक नीति प्रभावित करती है, उन पर

ध्यान देने में उसकी भूमिका नहीं होती यथा, मांग-जन्य दबाव और प्रत्याशाओं तथा कीमत-निर्धारण कार्यों के माध्यम से मुद्रास्फीति की जोखिम का सामान्यीकृत होना। जिस हद तक वृद्धि प्रभावित हो सकती है उसे अल्पकालीन तालमेल के रूप में समझा जाना चाहिए, जिसमें दीर्घावधि कार्यनिष्पादन का सकारात्मक परिणाम शामिल हो। अंत में आपूर्ति की ताकतों का योगदान, जिन्हें मैंने प्रोटीनयुक्त पदार्थों का उदाहरण दे कर स्पष्ट किया है, लेकिन जो अन्यत्र भी दबाव डालते हैं, पर ध्यान आपूर्ति बढ़ा कर दिया जा सकता है इसे करने के उपाय दीर्घावधि मुद्रास्फीति प्रबंधन नीति के आवश्यक अंग होते हैं।

मैं इस सेमीनार में बोलने का अवसर प्रदान करने के लिए सीआइआइ और ब्रुकिंग्स संस्था को धन्यवाद देता हूँ और पैनल में उल्लिखित विद्वानों और प्रतिभागियों की टिप्पणियाँ सुनने के लिए उत्सुक हूँ।