

हाल की समष्टि आर्थिक घटनाओं का मूल्यांकन*

सुबीर गोकर्ण

परिचय

वार्षिक सीआईआई सीएफओ सम्मेलन में मेरे विचारों का आदान-प्रदान करने के लिए मुझे आमंत्रित करने के लिए धन्यवाद। हाल ही के सप्ताहों में, समष्टि आर्थिक परिवेश विशेष रूप से अशांत हो गया है। तेजी से बदलते जोखिम बोध और प्रवृत्तियों के परिणामतः वैश्विक दशाओं ने संविभागों को पुनः संतुलित करने में महत्वपूर्ण योगदान दिया है। इससे वित्तीय बाजारों, विशेषकर मुद्रा बाजारों, में अस्थिरता और क्षणभंगुरता बढ़ी। स्वदेश में, विकास कम हो रहा है जबकि मुद्रास्फीति ऊंची है, रुपए में तीव्र मूल्य हास होने से ऊपरी दबाव बढ़े हैं। हालांकि सकल समष्टि आर्थिक स्थितियां चिंता का विषय हो सकती हैं, फिर भी, समुचित नीतिगत प्रतिक्रियाओं के बारे में विचार करते समय सकारात्मक और नकारात्मक संकेतकों और भावी जोखिमों की एकीकृत और प्रगतिशील दृष्टि रखना जरूरी है। इस चर्चा के दौरान मैं इसी पर बल देना चाहूंगा।

वैश्विक परिदृश्य

मैं सबसे पहले वैश्विक परिदृश्य के बारे में बात करूंगा। पिछले दो वर्षों से प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के कार्य निष्पादन से वैश्विक वसूली की निरंतरता के बारे में महत्वपूर्ण चिंताएं उठी हैं। इसके विपरीत, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) ने सामान्यतः उचित वृद्धि दर्शायी है, उनके घरेलू संचालकों और परस्पर बढ़ते हुए संबंधों से उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में अपेक्षाकृत मंद वृद्धि के लिए कुछेक प्रतिपूरक सुझाए गए हैं। तथापि, समय-समय पर यूरोप में सरकारी ऋण दबाव या अमरीका में वृद्धि अस्थिरता ने इन चिंताओं को बढ़ा दिया है। पिछले कुछ माह से यूरोप की ऋण समस्या निश्चित रूप से प्रमुख वैश्विक कारक रही हैं जो क्रमशः विश्व भर में आस्ति व मुद्रा बाजार में अस्थिरता का स्रोत रही है। जैसे इस समस्या के स्थायी समाधान की संभावनाएं कम हो गई हैं और बढ़ गई हैं, वैसे ही आस्ति का मूल्य और विनिमय दरें भी क्षीण हो गई हैं और बढ़ गई

उप गवर्नर डॉ. सुबीर गोकर्ण द्वारा 3 दिसंबर 2011 को मुंबई में भारतीय उद्योगों के सीएफओ के शिखर सम्मेलन 2011 में दिए गए मुख्य भाषण का संशोधित संस्करण। वित्तीय बाजार समिति के सहकर्मियों द्वारा दी गयी जानकारी तथा फीडबैक के लिए उनके प्रति कृतज्ञता व्यक्त की जाती है।

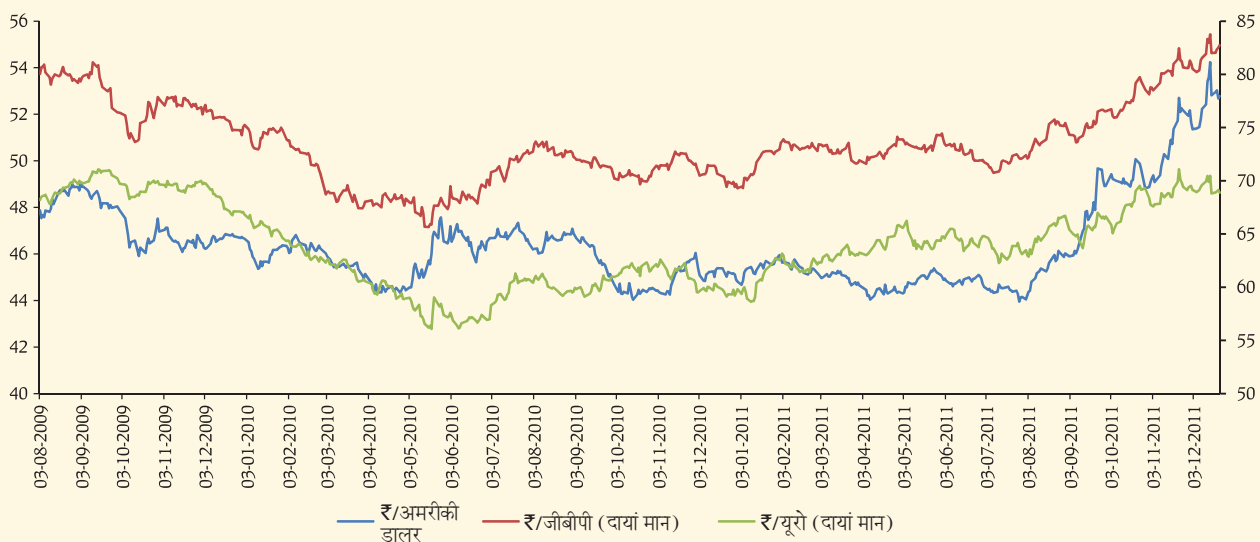
हैं। पूर्वानुमान के कई सप्ताह बाद, मामला सामने आया है। समाधान की संभावना 9 दिसंबर को होने वाले यूरो सम्मेलन पर निर्भर करेगी जहां ऐसी व्यवस्थाओं की घोषणा की जाएगी जो वैश्विक बाजार स्थिर करने में सहायता करेंगी।

भारत पर प्रभाव और नीतिगत प्रतिक्रिया

भारत पर इस अभिनव वैश्विक अस्थिरता का प्रभाव अत्यधिक रहा है। भारत संरचनात्मक रूप से चालू खाते के घाटे वाली अर्थव्यवस्था है। यह घाटा, क्रमशः पूंजी अन्तर्प्रवाह से वित्तपोषित है जो पिछले कई वर्षों से चालू खाते के घाटे को पूरा करने के लिए काफी बड़ा और स्थायी है। वर्ष 2008-09 के वित्तीय संकट के दौरान कुछ माह के लिए, यह स्थिति विपरीत हो गई और जब यह हुआ, रुपए में वैसे ही परिवर्तन हुए जैसे पिछले कई सप्ताह से इसमें हुए थे। (चार्ट 1) जुलाई 2008 और फरवरी, 2009 के बीच रुपए में लगभग 17 प्रतिशत तक गिरावट आई। अनिवार्य रूप से जब पूंजी आनी बंद हो जाती है तो चालू खाता विनिमय दर का संचालन करता है और स्वभावतः घाटे के बावजूद मूल्यहास के लिए दबाव होता है। अस्थिरता के एक प्रकार से हमने इस अवधि से वैश्विक पूंजी में प्रवाह देखा है, वस्तुतः सभी ईएमई मुद्राओं के सामने गिरावट के लिए दबाव था। तथापि, परिवर्तन की संभावित मात्रा से चालू खाते की स्थितियों एवं नीतिगत प्रतिक्रियाओं में देशों के बीच अंतर प्रतिबिम्बित हुआ।

पिछले कुछ वर्षों से, भारत में विनिमय दर प्रणाली वही है जिसे 'परिबद्ध प्रवाह' (बाउंडेड फ्लोट) के रूप में श्रेष्ठ बताया गया है। वास्तव में विदेशी प्रत्यक्ष निवेश (एफडीआई) पर विशिष्ट क्षेत्रों पर सीमाओं और ईक्विटी में संविभाग निवेशों को छोड़कर कोई प्रतिबंध नहीं है। तथापि, ऋण अंतर्प्रवाह पर बाह्य स्थिरता के प्रतिफल के कारण प्रतिबंध है। ये सीमाएं मात्रा, दिशा और मूल्यन से संबंधित हैं। अल्पकालिक ऋणों को तरजीह नहीं दी जाती है क्योंकि यह देखा गया है कि ये अचानक प्रतिवर्तित हो जाते हैं जबकि दीर्घकालिक ऋण, जोखिम की चिंता के बावजूद, मूलभूत ढांचे में संसाधन प्रवाह के लिए योगदान करते देखे गए हैं, इसलिए इन्हें अधिक अनुकूल माना

चार्ट 1. भारतीय रुपये का विनिमय दर



गया है। ऋणों पर इन नियंत्रणों को 'संरचनात्मक' या 'नीतिक' पूंजी नियंत्रण के रूप में देखा जा सकता है : वे बदलती समष्टि आर्थिक स्थितियों की प्रतिक्रिया में सापेक्षतया कभी-कभी बदलते हैं न कि विनिमय दर की दैनिक गति पर प्रभाव डालने के उद्देश्य से।

यद्यपि हमने विनिमय दर के स्तर को लक्ष्य नहीं किया और न ही हमने हस्तक्षेपों को नियंत्रित करने के लिए सांकेतिक या वास्तविक विनिमय दरों हेतु कोई बैंड निश्चित किया है, तथापि पूंजीगत खाता प्रबंधन रूपरेखा से अबद्ध निर्गमन में सहायता मिलती है। यदि अस्थिरता बढ़ती है तो समुचित साधनों, पूंजीगत खाता प्रबंधन के दायरे में आने वाले साधनों सहित, का उपयोग किया जाता है। इन सकल परिधियों के भीतर, विनिमय दर, मांग और आपूर्ति में होने वाले दैनिक परिवर्तनों से निश्चित होती है। अवमूल्यन की हाल की घटना में, जैसाकि मैंने पहले संकेत किया है, पूंजीगत अंतर्प्रवाह में तीव्र गिरावट से आपूर्ति बहुत कम हो गई जबकि चालू खाते के घाटे के कारण मांग अक्षुण्ण रही जिसका परिणाम हमारे सामने है।

विनिमय दर नीति के गुणों व अवगुणों पर बहुत लम्बे समय से विचार विमर्श चल रहा है जो हाल की गतिविधियों के परिणाम स्वरूप मध्य अवस्था में वापस आ गई है। इस समय मुझे समय इसकी चर्चा करने की अनुमति नहीं देता परंतु यह संकेत करना महत्वपूर्ण है कि हमने ईएमई में पूंजीगत अंतर्प्रवाह में अस्थिरता के लिए जो विभिन्न नीतिगत प्रतिक्रियाएं देखी हैं वे कुल मिलाकर उनकी विनिमय दर नीति की रूपरेखा का परिणाम था। जो देश अपनी विनिमय दर प्रणाली को निर्यात प्रतिस्पर्धा के अनुकूल बना लेते हैं उनके चालू खाते में आधिक्य होता है। यह एशियाई ईएमई का विशेष गुण है और इस

तरह भारत इस एशियाई नियम का महत्वपूर्ण अपवाद है। ये आधिक्य विदेशी मुद्रा विनिमय आरक्षित निधियों के निर्माण में प्रतिबिम्बित होते हैं जो पूंजी के बड़े अंतर्प्रवाह और मुद्रा मूल्यवृद्धि को रोकने के लिए आरक्षितियों के संचय से और बढ़ सकते हैं जिससे जल्दी ही प्रतिस्पर्धा समाप्त हो जाती है। वर्तमान वैश्विक संदर्भ में, जब पूंजीगत अंतर्प्रवाह रुक जाता है तो चालू खाते के आधिक्य से निर्मित आरक्षितियां, बाह्य ढबावों के होते हुए भी विनिमय दर को नियंत्रित करने की क्षमता प्रदान करती हैं।

भारत में अत्यधिक आरक्षित निधियां हैं जो निस्संदेह 300 बिलियन डालर से अधिक है परंतु हमारे चालू खाते के घाटे के कारण ये आरक्षित निधियां अनिवार्यतः हमारी बाह्य देयता स्थिति के प्रति प्रतिसंतुलित होती है। चरम सीमा पर परिदृश्य में, यदि पूंजी का बड़ा बाह्य प्रवाह हो, तो आरक्षित निधियों की पर्याप्तता का निर्णय, चालू खाते के घाटे के वित्तपोषण और सबसे अधिक बिना किसी विघटन या विश्वास की हानि के अल्पावधि ढावों को पूरा करने के लिए अर्थव्यवस्था की क्षमता से किया जाएगा। इसे देखते हुए, भारतीय संदर्भ में आरक्षित निधियों के मूल्य और उपयोग को उससे भिन्न रूप में देखा जाए जैसा संरचनात्मक रूप से चालू खाते के आधिक्य वाली अर्थव्यवस्था के संदर्भ में होता है। आरक्षित निधियां बाह्य प्रतिपक्षियों को यह सांत्वना प्रदान करती है कि हममें हमारे आधारों को पूरा करने की क्षमता है।

यद्यपि, पिछले कुछेक तिमाहियों में हुए तीव्र अवमूल्यन के कारण, वैश्विक अशांति, जो हम आज देख रहे हैं, से निपटने में 'असमर्थता'

का मूल्यांकन करना होगा, फिर भी हमारे अनुकूल व्यवहार का अर्थ यह नहीं लगाया जाना चाहिए कि हम परिस्थितियों का सामना करने में असमर्थ हैं। इन विकल्पों पर विचार करो! मुद्रा अवमूल्यन को रोकने के लिए आरक्षित निधियों का उपयोग न करने से यह जोखिम सामने आता है कि विनिमय दर, स्वतः पूर्ण होने वाली अपेक्षाओं से प्रबलित होकर उत्तरोत्तर नियंत्रण से बाहर हो जाएगी। दूसरी ओर, अवमूल्यन को रोकने के लिए बड़ी मात्रा में इनका प्रयोग करने से इसकी अल्पावधि बाह्य दायित्वों को पूरा करने संबंधी अर्थव्यवस्था की योग्यता में विश्वास कम हो सकता है। चूंकि ये दोनों परिणाम अवांछनीय हैं, समुचित नीतिगत प्रतिक्रिया संतुलन, जिससे इन्हें रोका जा सकता है, प्राप्त करने के लिए है।

यह कि संतुलन, संरचनात्मक पूंजी नियंत्रणों, जिनके बारे में मैंने पहले उल्लेख किया था, में पाया जा सकता है। मुद्रा अवमूल्यन का निवारण करने का सबसे अच्छा तरीका बाजार की प्रतिभागिता का विस्तार करके विदेशी मुद्रा की आपूर्ति को बढ़ाना है। संक्षेप में, यह हमारी प्रतिक्रिया रही है। हमने विदेशी निवेशकों द्वारा सरकार और कारपोरेट ऋण प्रपत्रों में निवेश पर सीमा बढ़ा दी। हमने अनिवासी जमाराशियों पर देय ब्याज दरों पर अधिकतम सीमा बढ़ा दी। बाह्य वाणिज्य उधार की संपूर्ण लागत संबंधी सीमाएं बढ़ा दी गईं। इन सभी माध्यमों से विदेशी मुद्रा विनिमय के अंतर्प्रवाह का विस्तार करने में मदद मिलेगी। ये पूंजी नियंत्रण उपायों को अनेक प्रशासनिक उपायों से, जिनका उद्देश्य रुपए का स्थान लेने के लिए बाजार प्रतिभागियों की क्षमता (या प्रलोभन) को नियंत्रित करना है, समर्थन मिला, जिससे आगे अवमूल्यन के लिए दबाव बढ़ सकता है। उदाहरण के लिए, ऐसी इकाइयों, जो विदेशों से ऋण लेती हैं, को ऐसी निधियां, जिससे इस परिवेश में उन्हें कुछ अप्रत्याशित लाभ होगा, विदेशों में रखने की उदारतापूर्वक मंजूरी दी गई थी। उन्हें अब घरेलू व्यय हेतु प्रयोग की जाने वाली उन निधियों की समानुपात राशि तत्काल देश में लानी होगी।

संक्षेप में, मुद्रा विनियम दर प्रबंधन के लिए हमारे 'आबद्ध निर्गमन' दृष्टिकोण के मुख्य पैरामीटरों के भीतर, हमारे पास विदेशी मुद्रा की बाजार में आपूर्ति बढ़ाने के साधन और क्षमता है और जैसा कि इन हाल ही की कार्यवाहियों से प्रमाणित हो गया है, जैसा उचित होगा हम उनका उपयोग करेंगे। इस सकल रूपरेखा के भीतर, मैं प्रत्यक्ष हस्तक्षेप के मुद्दे पर बात करूंगा। जैसाकि हम कह चुके हैं, हमारे नीतिगत दृष्टिकोण में विशिष्ट दर लक्ष्य को प्राप्त करने के लिए मुद्रा बाजार में ठोस हस्तक्षेप नहीं आता है। ऐसा करने के जोखिम

की ओर पहले ही संकेत किया जा चुका है। तथापि, अत्यंत अस्थिर बाजार स्थितियों में, 'समकारी' हस्तक्षेप, जो बाजार को ठीक रखने में सहयोग करते हैं और बड़े-बड़े उतार-चढ़ाव, जो और आगे बढ़ सकते हैं, संपूर्णतः उचित है और किए गए हैं।

इस विषय पर अपने विचारों का समाहार करते हुए मैं पुनः इस बात पर जोर देना चाहूंगा कि हमारा मुख्य उद्देश्य यह सुनिश्चित करना है कि हम रुपए का नीचे की ओर गिरने का अल्पावधि जोखिम और हमारे बाह्य दायित्वों को पूरा करने के लिए हमारी योग्यता में विश्वास की हानि का मध्यावधि जोखिम में संतुलन प्राप्त कर लें। हमारे पास अनुकूल पूंजीगत नियंत्रणों के रूप में ऐसा करने के लिए साधन हैं, जिनका उपयोग विदेशी मुद्रा विनिमय की आपूर्ति बढ़ाने के लिए किया जा सकता है। इनका उपयोग समुचित रूप से यह सुनिश्चित करने के लक्ष्य के साथ किया जाएगा कि विदेशी मुद्रा की उपलब्धता वि-स्थिरीकरण प्रतिबंध न बन जाए।

परंतु हमें आस्ति मूल्य और मुद्रा अस्थिरता पर निरंतर प्रभाव के साथ कुछ समय से चल रही वैश्विक अशांति की संभावना को स्वीकार करना होगा। यह जोखिमपूर्ण परिवेश है और प्रत्येक को उसके जोखिमों को हरसंभव सीमा तक कम करने के लिए भलीभांति मालूम होगा। समय के साथ-साथ बैंकों, कारपोरेटों और छोटे निर्यातकों सहित हमारे विभिन्न पण्यधारकों के लिए बचाव विकल्प बढ़ गए हैं। एतदनुसार, इन पण्यधारकों को सूचित किया गया है कि वे समुचित जोखिम न्यूनीकरण नीतियों के साथ सतर्क एवं पूर्णतया तैयार रहें, हालांकि केन्द्रीय बैंक अत्यधिक अस्थिरता को बराबर करने के लिए कार्यवाही करता है।

परंतु इससे परे, यदि हम अधोमुखी उत्तरोत्तर गिरावट का अल्पावधि जोखिम देखते हैं तो हम सभी उपलब्ध साधनों का उपयोग करने से संकोच नहीं करेंगे। हमारे बाह्य ऋणों का प्रबंधन करने हेतु अनुकूल दृष्टि की हमारी वरीयता के बावजूद, हम यह दोहराना चाहेंगे कि समष्टि आर्थिक स्थिरता के रक्षोपाय के लिए विनिमय दर में तीव्र और बड़े उतार-चढ़ाव के प्रभाव को कम करने के लिए मध्यस्थता का उपयोग हमारे शास्त्रागार में एक शस्त्र रहेगा।

घरेलू परिदृश्य

चलनिधि

सबसे पहले मैं रुपए की चलनिधि संबंधी तात्कालिक चिंता के बारे में बात करूंगा जो कुछ हद तक बाह्य स्थितियों से संबंधित है। अब कई सप्ताह के लिए घरेलू चलनिधि स्थितियों का कसाव इस तथ्य

से उजागर हो गया कि चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) के तहत उधार, निवल मांग व समय देयताओं (एनडीटीएल) के एक प्रतिशत के अनुकूल प्रारंभिक सीमा से कहीं अधिक हो गया है। हमारे चलनिधि प्रबंधन दृष्टिकोण में हाल की घटनाओं से मौद्रिक रुझान और चलनिधि रुझान में भेद किया जा सकता है (चार्ट-2)। दिसंबर, 2010 में, किसी मुद्रास्फीति विरोधी मौद्रिक रुझान को बनाए रखने के बावजूद हमने इस प्रणाली में चलनिधि भरने के लिए खुले बाजार परिचालन (ओएमओ) करके इस भिन्नता का उपयोग किया।

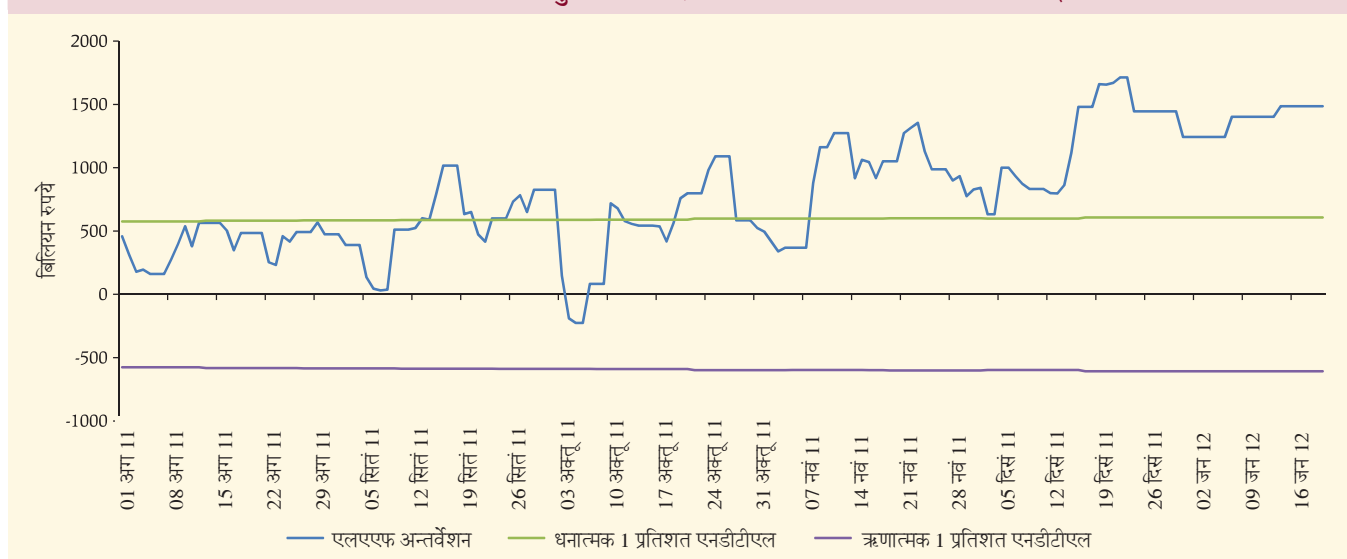
ऐसा लगता है कि हम अब इसी प्रकार की स्थिति में हैं। कुछेक कसावों का कारण समकारी मध्यस्थताएं हैं जो विदेशी मुद्रा बाजार में की गई थी। परंतु, इसके अलावा इन सकल स्थितियों और अतिरिक्त दबावों से, चाहे वे अल्पकालिक हो, जो दिसंबर के मध्य में अग्रिम कर भुगतान से किया जाएगा, घरेलू चलनिधि स्थितियां कुछ समय के लिए तनावपूर्ण रहनी अपेक्षित है।

यहां पुनः, मुख्य उद्देश्य यह सुनिश्चित करना है कि इन दशाओं से वित्तीय बाजारों के सुचारू कार्यचालन में बाधा उत्पन्न न हो और वास्तविक अर्थव्यवस्था के लिए प्रवाह भंग न हो। हम एलएएफ और ओएमओ के माध्यम से बाजार में चलनिधि भरते रहे हैं तथा ऐसा करते रहेंगे जैसाकि स्थितियों की मांग है। निस्संदेह, हमें अत्यधिक निभाव के जोखिम के प्रति रक्षोपाय करने होंगे क्योंकि यह हमारी चालू मौद्रिक नीतिगत रुझान के प्रतिकूल होगा। परंतु इन दोनों में भेद करने पर हमारा यह प्रयास होगा और हम यह सुनिश्चित करेंगे कि चलनिधि स्फीतिकारी स्थिति के जोखिम के बिना पर्याप्त रहे। संक्षेप में, प्रयास

यह रहेगा कि यह चलनिधि घाटे हमारे सुविधापूर्ण स्तरों के अनुकूल पैरामीटरों के भीतर रहे।

हमारे पास ऐसे कई साधन हैं जो इस उद्देश्य को प्राप्त करने में हमारी सहायता करेंगे। वर्तमान में, संपूर्ण बैंकिंग प्रणाली में एनडीटीएल के 29 प्रतिशत सरकारी प्रतिभूतियां हैं जो 24 प्रतिशत की सांविधिक अपेक्षा से 5 प्रतिशत अधिक है। इससे जब आवश्यकता हो, चलनिधि में वृद्धि करने के लिए सापेक्ष रूप से बृहद क्षमता लगभग ₹2,740 बिलियन प्रतिबिम्बित होती है। इसे सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) कहा गया है। चलनिधि अंतःक्षेप करने के लिए हमारी पहली वरीयता ओएमओ हैं क्योंकि वे स्वभाव से निपुण हैं और किसी नीतिगत रुझान में चाहे वास्तविक या समझे गए हों, कोई परिवर्तन अपेक्षित नहीं है। इसके अतिरिक्त, यद्यपि ओएमओ वर्तमान में उन अन्तःक्षेपणों के लिए प्रयोग किए जा रहे हैं, फिर भी, इस आधिक्य क्षमता की सीमा तक इस प्रणाली में एलएएफ स्रोत सदैव उपलब्ध है। इसके अलावा, हाल ही में स्थापित, सीमांत स्थायी सुविधा (एमएसएफ) बैंकों को अपने एसएलआर धारित राशि का, दी गई ब्याज दर संरचना के अनुसार और एक प्रतिशत का इस्तेमाल करने की अनुमति देती है, इसलिए वे केवल अत्यधिक तनावपूर्ण स्थितियों में ही ऐसा करेंगे। हाल ही के सप्ताहों में, इस स्रोत (विन्डो) का कोई आश्रय नहीं लिया गया, जिसका अर्थ यह हो सकता है कि इस प्रणाली में अत्यधिक दबाव सही है। तात्पर्य यह है कि यह स्रोत पहले से चेतावनी संकेतक का काम करता है और हम इसे बहुत गहराई से देखते हैं।

चार्ट 2. चलनिधि समायोजन सुविधा अंतर्वेशन तथा रिज़र्व बैंक का संतोषजनक दायरा



इन साधनों से परे, अन्य भी हैं जैसे एसएलआर ही और अंततोगत्वा सीआरआर। परंतु, इन साधनों के बारे में सोचते हुए हमें यह ध्यान रखना होगा कि वे चलनिधि और मौद्रिक प्रबंधन के बीच विभाजन को भरने का काम करते हैं जो इस समय हम बनाए रखना चाहते हैं। इस संबंध में मुख्य उद्देश्य को संक्षेप में बताने के लिए, यह सुनिश्चित करना होगा कि घरेलू चलनिधि दशाएं, चालू मौद्रिक नीतिगत रूझान के कुल दायरे के भीतर वित्तीय बाजारों या संपदा क्षेत्र को दिए जाने वाले प्रवाह को वि-स्थिरीकृत न करें। महत्वपूर्ण है, हमें यह अवश्य समझना होगा कि बड़े राजकोषीय घाटों को ओएमओ द्वारा पूर्णतया निभाव नहीं दिया जा सकता है। राजकोषीय समेकन एक उच्चतर प्राथमिकता है। इस संबंध में अपर्याप्त प्रगति से मौद्रिक नियंत्रण कमजोर होगा और मध्यावधि स्फीति अपेक्षाओं पर प्रभाव पड़ेगा।

वृद्धि और स्फीति की गतिशीलता

अंतिम रूप से मैं घरेलू वृद्धि और स्फीति गतिशीलता पर कुछ शब्द कहना चाहूंगा, जो हमें तत्काल से भविष्य में कुछ आगे ले जाती है। यहां मैं जाने पहचाने धरातल पर ही चल रहा हूँ क्योंकि हमारी पिछली तिमाही नीतिगत समीक्षा को केवल एक माह ही हुआ है। निस्संदेह, सबसे कुछ चीजें, विशेषकर, इस घोषणा से रूप के अवमूल्यन की सीमा तक, बदल गई है। इससे स्फीति संबंधी जोखिम स्पष्ट रूप से बढ़ जाते हैं। ये जोखिम संभवतः इस तथ्य से और बढ़ जाते हैं कि संपूर्ण वैश्विक अशांति के मध्य, कच्चे तेल की कीमते काफी स्थिर रहीं। हालांकि डालर में तेल की कीमतों की सापेक्ष स्थिरता से दिसंबर में शुरू होने वाली घरेलू स्फीति के लिए सुदृढ़ अनुकूल आधार प्रभाव होता, फिर भी इससे रूप के अवमूल्यन द्वारा कुछ-कुछ प्रतिकार होगा। तथापि, हमारी प्रक्षेपणों ने सुझाव दिया कि यह प्रभाव स्फीति की पूर्वानुमानित अधोमुखी प्रक्षेप पथ को नहीं बदलेगा। यदि यूरोपियन सरकारी ऋण समस्या का स्थायी समाधान अगले कुछ सप्ताह में निकल आएगा तो वैश्विक संविभाग पुनःसंतुलन से रूप में उतार-चढ़ाव को प्रत्यावर्तित हो जाएगा, जिससे स्फीति संबंधी जोखिम को कम करने में सहायता मिलेगी। महत्वपूर्ण है कि तेल के अलावा अन्य कुछ जिन्सों के मूल्यों से कम होने के संकेत दिखाई दिए हैं जो स्पष्ट रूप से स्फीति की संभावना के लिए सकारात्मक हैं।

वृद्धि के संबंध में, वर्ष 2011-12 की दूसरी तिमाही हेतु हाल ही में प्रकाशित अनुमानों से चालू वर्ष के दौरान साधारण वृद्धि की सामान्य अपेक्षा, सिद्ध होती है। इनमें से कुछ, ब्याज दर वृद्धि का संचयी प्रभाव

के कारण है। इस संबंध में, यह मौद्रिक नीतिगत कार्यवाहियों का, जो सुप्रसिद्ध है, मांग को कम करके स्फीति को नियंत्रित करने के कार्य का अपेक्षित परिणाम है। विशेष तौर पर वृद्धि मंदी से मुद्रास्फीति मंदी से पहले हो जाए तो अब चल रहा ढांचा इस अपेक्षा के अनुरूप है कि मुद्रास्फीति अगले कुछ माह में कम होनी आरंभ हो जाएगी। हमारे अनुमानों और भावी नीतिगत कार्रवाइयों पर मार्गदर्शन का आधार रहा है। निस्संदेह, कुछ अन्य कारक हैं जिसने कुल मांग विशेषकर निवेश घटक को प्रभावित किया। तथापि, विनियम दर और मुद्रास्फीति की भांति ही वृद्धि जोखिम भी होते हैं। निरंतर वैश्विक अशांति का निवेशों पर सदैव प्रतिकूल सुझाव पड़ता है जो घरेलू क्रियाकलापों से और बढ़ सकता है। ब्याज दरों के अलावा, निवेश क्रियाकलाप, जो उच्चवृद्धि और निम्न स्फीति को बनाए रखने के लिए महत्वपूर्ण है, अन्य कई कारकों के लिए भी संवेदनशील है। नीतिगत कार्य, राजकोषीय व नियामक दोनों स्तरों पर, जिसका निवेश वातावरण पर अनुकूल प्रभाव हो सकता है, वृद्धि के जोखिमों को कम करने के लिए महत्वपूर्ण होंगे। ये कार्य कौशल विकास हेतु कर सुधार से भूमि अधिग्रहण तक चलते हैं। इनमें से प्रत्येक पर उठाए गए अनेकों नवोन्मेषकारी कदम दिखाई देते हैं परंतु शीघ्र समाधान और क्रियान्वयन महत्वपूर्ण है।

एक महत्वपूर्ण, जोखिमकारक, जिसे हम लगातार उजागर करते रहे हैं वह है - खाद्य। यद्यपि, अभी हाल ही के सप्ताहों के आंकड़ों से खाद्य स्फीति में कमी का संकेत मिलता है, यह संभावना है कि खाद्य कीमतें, मुद्रास्फीति दबावों का स्थायी स्रोत रहेंगी जब तक कि उत्पादकता में खेती और वितरण प्रक्रिया दोनों स्तरों पर महत्वपूर्ण सुधार न हों। इसे प्राप्त करने के लिए शीघ्र कई शक्तियों को काम करने के लिए लाए जाने की आवश्यकता है - मूलभूत सुविधाएं, प्रौद्योगिकी और विस्तार सेवाएं, बाजार संस्थाओं का सुधार और मूल्य प्रोत्साहनों व वित्तीय सेवाओं को पुनः अनुकूल बनाना जिनसे उन्हें समर्थन मिल सकता है।

तथापि, अगले वर्ष में वृद्धि और मुद्रास्फीति अवलोकन पर वापस आते हुए, ऐसे परिदृश्य में जहां वैश्विक अशांति कम हो जाती है, हमें मुद्रास्फीति को कम होते देखना चाहिए जिससे तब इसके बाद वृद्धि चक्र को प्रतिवर्तित करने में सहायता मिलेगी। इस परिदृश्य में भी, ऐसे सुधार, जो निवेश वातावरण में सुधार करते हैं, महत्वपूर्ण है। यदि वैश्विक अनिश्चितता बनी रहती है, जिससे हम वृद्धि को बनाए रखने के लिए घरेलू साधनों पर अधिक निर्भर होते हैं, ये सुधार नितांत अनिवार्य हो जाते हैं।

निष्कर्षात्मक टिप्पणी

मैं इस संबोधन में जो मुख्य मुद्दे उठाना चाहता था उन्हें संक्षेप में कहते हुए समापन करूंगा। पहला, वैश्विक अशांति से जूझते हुए और भारत पर इसके अल्पकालिक प्रभाव के संदर्भ में हमें रुपए के उत्तरोत्तर परिवर्तन के जोखिम और विश्वास की हानि में संतुलन बनाने की जरूरत है। हमारा पूंजी खाते के प्रबंधन की रूप रेखा से हमें ऐसा करने की क्षमता मिलती है और हम इस क्षमता का यथोचित उपयोग करते रहेंगे। हमें यह मानना होगा कि अस्थिरता कुछ समय के लिए ही हमारे साथ रह सकती है और हमें इससे निपटना होगा। तथापि, यदि उत्तरोत्तर उतार-चढ़ाव का जोखिम बढ़ जाता है जो विनिमय दर में तीव्र संचलन में प्रतिबिम्बित हो, हम जब आवश्यक होगा, तुरंत कार्रवाई करेंगे।

दूसरे, घरेलू चलनिधि में दबाव के संकेत दिखाई दे सकते हैं। यहां पुनः चलनिधि प्रबंधन और मौद्रिक नीति के बीच भिन्नता के

संदर्भ में हमारे पास साधन हैं और हम उनका प्रयोग करने के इच्छुक भी हैं।

तीसरे, यद्यपि वृद्धि स्फीति गतिशीलता, बाह्य व घरेलू दोनों का प्रबंध करने के लिए कई चुनौतियां हैं, फिर भी उनका प्रबंध किया जा सकता है। वृद्धि को संतुलित करने से मुद्रास्फीतिकारी दबावों को कम करने में सहायता मिलेगी, जिससे वृद्धि को स्थिर करने में सहायता मिलेगी। निस्संदेह, मुद्रास्फीति को बढ़ाए बिना लम्बे समय तक वृद्धि करने के लिए कई संरचनात्मक परिवर्तन करने होंगे जिनपर नीति प्रतिष्ठानों को उच्चतम प्राथमिकता देनी चाहिए।

अंत में, मैं एक बार फिर इस अवसर पर बोलने के लिए मुझे आमंत्रित करने हेतु और इस वीडियो रिकार्डिंग का प्रयोग करके मेरे समय के प्रतिबंधों को समझने के लिए आयोजकों को धन्यवाद देना चाहूंगा। मेरा विश्वास है कि मेरी टिप्पणियों ने आपके विचार-विमर्श में उपयोग सामग्री दी है। इस सार्थक दिन के लिए मेरी शुभकामनाएं।