

## ब्याज दरें और आर्थिक गतिविधि\*

### दीपक मोहंती

कार्पोरेट इंडिया के विख्यात संव्यावसायिकों के साथ विचार-विमर्श के लिए यह अवसर प्रदान करने हेतु मैं भारतीय वित्तीय संव्यावसायी संघके निदेशक एवं सदस्य सचिव, सुश्री प्रीता मिश्र को धन्यवाद देता हूँ। हाल की अवधि में वास्तविक आर्थिक गतिविधियों को प्रभावित करने में ब्याज दरों की भूमिका पर गर्मजोशी से वाद-विवाद होता रहा है। विशेषकर, इस बात पर चर्चा होती रही है कि नीतिगत ब्याज दर में परिवर्तन किस प्रकार उधार दरों को प्रभावित करता है और उससे औद्योगिक कार्यनिष्पादन तथा समग्र आर्थिक गतिविधि कैसे प्रभावित होती है। इस संदर्भ में, अंतिम दशक से 2012-13 का समय घटनापूर्ण रहा है जिससे मौद्रिक नीति में तीव्र परिवर्तन हुए। इसका कारण वृद्धि-मुद्रास्फीति की गतिशीलता थी। यह वह समय था जिसमें हमारी सर्वाधिक उत्पाद वृद्धि-दर और सर्वाधिक कम वृद्धि-दर भी रही। इस समय मुद्रास्फीति में उल्लेखनीय उतार-चढ़ाव देखा गया। इसी समय हमने वैश्विक वित्तीय संकट, उसके बुरे प्रभाव भी देखे जो अभी भी बना हुआ है।

जैसाकि आप जानते हैं, भारतीय अर्थव्यवस्था इस समय बहुत ही चुनौती के समय से गुजर रही है विकास गिरावट पर है, हालांकि थोक मूल्य की मुद्रास्फीति धीमी, किंतु उपभोक्ता मूल्य की मुद्रास्फीति ज्यों-की-त्यों दहाई अंकों के करीब है, और वित्तीय बाजार में अस्थिरता बढ़ी है। हाल ही के विकास में गिरावट का एक मुख्य कारण प्राइवेट कंपनी निवेश में उल्लेखनीय अवमंदन है। चूंकि आप लोग निवेश के बारे में निर्णय लेनेवाले प्रमुख संव्यावसायिक हैं, इसलिए मैंने सोचा कि ब्याज-दर में परिवर्तनों के माध्यम से मौद्रिक नीति विषयक निर्णय कैसे निवेश निर्णयों पर प्रभाव डालते हैं तथा इसी चलते आर्थिक गतिविधि को भी। इस विषय के लिए एक दूसरी प्रेरणा का स्रोत रिजर्व बैंक के वे साथी हैं जिन्होंने इस क्षेत्र में पर्याप्त

\*23 अगस्त 2013 को भारतीय वित्तीय संव्यावसायी संघ (एएफपीआई), पुणे में श्री दीपक मोहंती, कार्यपालक निदेशक, भारतीय रिजर्व बैंक, का व्याख्यान। इस व्याख्यान को तैयार करने में श्री शितिकांत पट्टनायक तथा डा. अभिमान दास के प्रति आभार।

अनुसंधान किए हैं और “निवेश तथा वृद्धि पर वास्तविक ब्याज दर प्रभाव : भारत के लिए अनुभवजन्य साक्ष्य क्या है?” नाम से एक पेपर तैयार किया है। यह पेपर अब सबकी जानकारी के लिए उपलब्ध है। मेरा अनुरोध है कि आप लोग उसे देख लें ताकि उस पर और अनुसंधान एवं चर्चा की जाए।

इस पृष्ठभूमि को ध्यान में रखते हुए, मेरी प्रस्तुति इस प्रकार होगी: मैं मौद्रिक नीति की स्थिति तथा अंतिम दशक से 2012-13 तक के आर्थिक परिणाम की ब्याज दर चैनल पर फोकस करते हुए मौद्रिक संप्रेषण के बारे में संक्षेप में समीक्षा करूंगा; और व्यष्टि तथा समष्टि दोनों स्तरों पर आर्थिक गतिविधि के बारे में ब्याज दर परिवर्तनों के प्रभाव की जांच करूंगा।

### मौद्रिक स्थिति में परिवर्तन

2003-04 से 2012-13 तक के 10 वर्षों में वृद्धि मुद्रास्फीति परिणाम तथा तेजी से बदलती हुई मौद्रिक नीति प्रतिक्रिया पर आधारित मौद्रिक नीति प्रतिक्रिया को मोटे तौर पर चार चरणों में वर्गीकृत किया जा सकता है:

- उच्च वृद्धि के 2003-08 के पांच वर्षों का चरण I किंतु इस अवधि के बादवाले भाग में बढ़ती मुद्रास्फीति की चिंता का वह समय जब रेपो दर 6 प्रतिशत से बढ़कर 9 प्रतिशत हो गई और नकदी आरक्षित निधि (सीआरआर) 4.5 प्रतिशत से बढ़कर 9 प्रतिशत पहुंच गई।
- वैश्विक वित्तीय संकट के बाद 2008-10 के 2 वर्ष का चरण II जब रेपो दर 9 प्रतिशत से घटकर 5.25 प्रतिशत और सीआरआर 9 प्रतिशत से घटकर 5.75 प्रतिशत पर आ गया।
- बढ़ती हुई मुद्रास्फीति की प्रतिक्रिया में मौद्रिक सख्ती के 2010-12 के दो वर्ष का चरण III जब नीति-दर 5.25 प्रतिशत से बढ़ाकर 8.5 प्रतिशत कर दी गई किंतु सीआरआर को बढ़ाकर 5.5 प्रतिशत पर लाया गया।
- 2012-13 एवं 2013-14 में मौद्रिक ढिलाई के एक वर्ष का चरण IV जब रेपो दर को कम करके 7.25

<sup>1</sup><http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/publications/PDFs/IDGSR08082013.pdf> 8 अगस्त 2013

प्रतिशत तथा सीआरआर को 4.0 प्रतिशत कर दिया गया; 2013 की मध्य जुलाई से रिजर्व बैंक ने रेपो दर की नीति में बिना परिवर्तन किए मौद्रिक एवं चलनिधि शर्तों को सख्त कर दिया और सीआरआर को मुद्राविनिमय बाजार के उतार-चढ़ाव पर छोड़ दिया।

किसी खास चरण में मौद्रिक नीति की स्थिति वृद्धि मुद्रास्फीति-संतुलन, भावी योजना के संदर्भ में मुद्रास्फीति के प्रति दृष्टिकोण तथा समष्टि आर्थिक जोखिमों के आकलन द्वारा आमतौर पर निर्भर करती है। शुरू में मौद्रिक नीति का उद्देश्य गैर-मुद्रास्फीति तरीके से उच्च वृद्धि के कारण मुद्रास्फीति बढ़ जाती है जिससे उसी वृद्धि को बनाए रखने का रास्ता जोखिमवाला हो जाता है। इसलिए, मौद्रिक नीति सावधान संतुलन-कार्रवाई में विश्वास करती है ताकि वृद्धि की संभावना से बहुत ज्यादा का समावेश उसमें न हो और इसके साथ-ही-साथ वह मुद्रास्फीति को बहुत ज्यादा बढ़ानेवाला भी न हो। तथापि, ऐसे अवसर आ सकते हैं जब संभावना से ज्यादा मुद्रास्फीति में बढ़ोतरी तथा कमी आ सकती है। यह बात कई स्रोतों से उत्पन्न हो सकती है, जैसे - पहले के चरणों से नीति संबंधी प्रेरणा के कमजोर असर तथा आंतरिक एवं बाह्य दोनों प्रकार के मौजूद आपूर्ति विरोधी आघातों से।

सारणी 1 तथा चार्ट 1 में दिए गए वृद्धि-मुद्रास्फीति के चार चरणों से संतुलित वृद्धि एवं मुद्रास्फीति की चुनौती प्रकट होती है। पहले चरण में, कम मुद्रास्फीति के साथ-साथ उच्च वृद्धि हुई। तथापि, इस अवधि के बाद के समय में

**सारणी 1 : वृद्धि की पुनर्वापसी होते ही संकट - पश्चात मुद्रास्फीति बढ़ने लगी**

(वर्ष-दर-वर्ष वृद्धि प्रतिशत में)

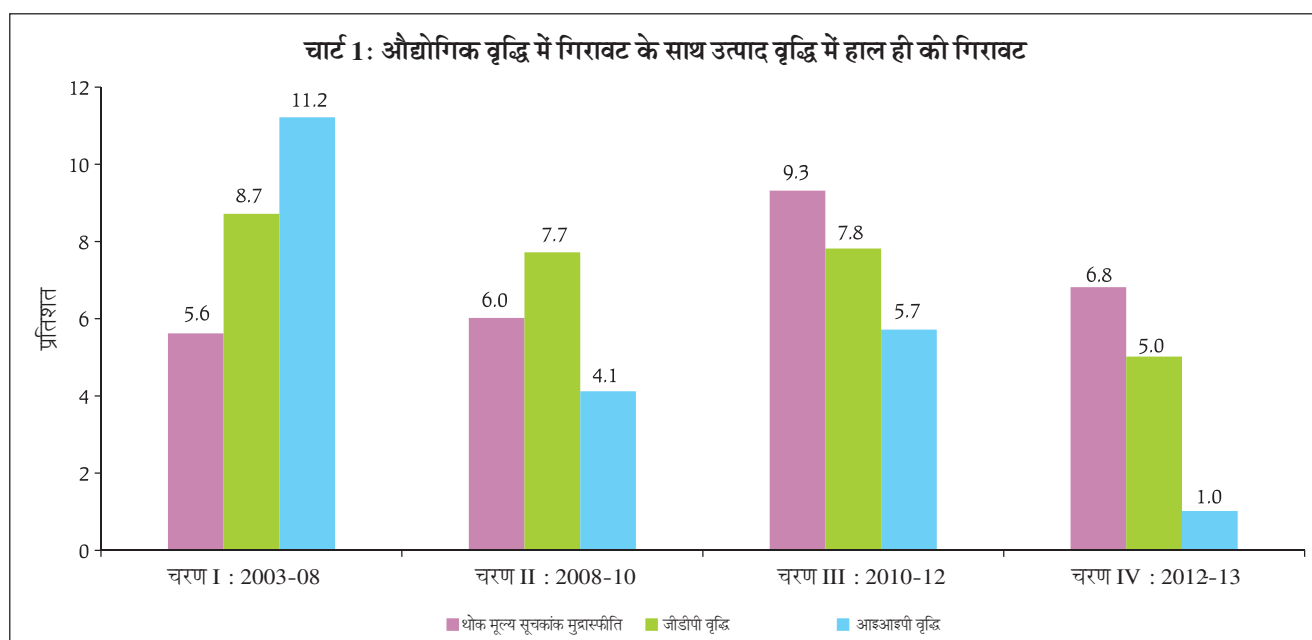
|                                       | 2003-08 | 2008-10 | 2010-12 | 2012-13 | 2013-14 ति1 |
|---------------------------------------|---------|---------|---------|---------|-------------|
| <i>जीडीपी वृद्धि</i>                  |         |         |         |         |             |
| • वार्षिक वृद्धि का औसत               | 8.7     | 7.7     | 7.8     | 5.0     | ..          |
| • तिमाही सीमा                         |         |         |         |         |             |
| • अधिकतम                              | 11.3    | 11.2    | 10.1    | 5.4     | ..          |
| • न्यूनतम                             | 5.3     | 3.5     | 5.1     | 4.7     | ..          |
| <i>थोक मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति</i> |         |         |         |         |             |
| • मासिक औसत                           | 5.5     | 6.0     | 9.3     | 7.4     | 4.7         |
| • मासिक सीमा                          |         |         |         |         |             |
| • अधिकतम                              | 8.5     | 11.1    | 10.9    | 8.1     | 4.9         |
| • न्यूनतम                             | 3.2     | -0.4    | 7.2     | 5.7     | 4.6         |
| <i>नीति संबंधी रेपो दर (प्रतिशत)</i>  |         |         |         |         |             |
| • अवधि सीमा                           |         |         |         |         |             |
| • उच्च                                | 9.00*   | 9.00*   | 8.50    | 8.50    | 7.50        |
| • निम्न                               | 6.00    | 4.75    | 5.00    | 7.50    | 7.25        |

...: उपलब्ध नहीं

\*: जुलाई 2008 में भारत में वैश्विक संकट के बाद के प्रभाव से पूर्व।

मुद्रास्फीतिकारी दबावों के बढ़ने से मौद्रिक सख्ती का कदम उठाना पड़ा। दूसरे चरण में, वैश्विक वित्तीय संकट का असर दिखाई पड़ा, वृद्धि में कमी आई तथा विश्व स्तर पर चीजों के दाम कम थे और तुलनात्मक रूप से विदेशी मुद्रा विनिमय दर स्थिर रही जिससे मुद्रास्फीति नहीं बढ़ी। इनसे मौद्रिक शिथिलता की स्थिति पैदा हुई। तीसरे चरण में, भारत विश्व

**चार्ट 1: औद्योगिक वृद्धि में गिरावट के साथ उत्पाद वृद्धि में हाल ही की गिरावट**



अर्थव्यवस्था से ऊपर उठा और उसकी असली वृद्धि 2010-11 में 9.3 प्रतिशत तक पहुंच गई जो 7.5 - 8.0 प्रतिशत के संकट के बाद की अनुमानित वृद्धि से उल्लेखनीय रूप से काफी ज्यादा थी। वृद्धि में तेजी से हो रहे सुधार से मुद्रास्फीति भी तीव्र हुई जिसका आंशिक कारण विश्व भर की चीजों के मूल्य में पुनः तेजी का आना था। मुद्रास्फीति और मुद्रास्फीतिकारी उम्मीदों को रोकने के लिए मौद्रिक नीति का मुद्रास्फीति-विरोधी जोर अपरिहार्य हो गया।

चौथे चरण में, मुद्रास्फीति के नरम होने से मौद्रिक शिथिलता को जगह मिल गई। फिर भी, वृद्धि में अभी गति आना शेष है जिससे कमजोर वैश्विक मांग, घरेलू आपूर्ति अड़चनें दोनों प्रतिबिंबित हों और कंपनी निवेश में गिरावट झलके। इस संदर्भ में मौद्रिक नीति की भूमिका भी सामने उभरकर आई: प्रश्न यह है कि किस सीमा तक मौद्रिक नीति ने वृद्धि की गिरावट में भूमिका निभाई? इस मुद्दे पर मैं प्रकाश डालने की कोशिश करूंगा।

### मौद्रिक नीति - संप्रेषण

नीति संबंधी ब्याज दर में जहां मामूली परिवर्तन पर भी पर्याप्त ध्यान दिया गया, वहीं प्रश्न यह है: क्या इसका वास्तव में महत्व है? इस प्रश्न का उत्तर इस आकलन में निहित है कि कैसे नीति संबंधी दर में परिवर्तन बाजार दरों को प्रभावित करता है, विशेषकर ऋण की लागत को और अंत में आर्थिक संस्थाओं के निवेश एवं उपभोग निर्णयों पर असर डालता है। बाजार दरों के अलावा, भावी परिणामों के विषय में उम्मीदों की भी महत्वपूर्ण भूमिका होती है। संप्रेषण की कमी भी हो सकती है। इसके अलावा, बाजार-ब्याज दरों के परिवर्तन की मात्रा अलग-अलग हो सकती है - मुद्रा बाजार दरों की सीमा से लेकर उधार-दरों तक।

जहां नीति संबंधी दर के परिवर्तन का महत्व है, वहीं यह बात उतनी साफ-साफ नहीं है कि वे कैसे संप्रेषण-शृंखला में उधार-दरों को प्रभावित करते हैं। इस संदर्भ में, कैसे नीति संबंधी दर में परिवर्तन बैंक जमा दरों पर असर डालता है और वह महत्वपूर्ण हो जाता है क्योंकि बैंक अपने ऋण उत्पादकों की लागत के साथ मूल्यनिर्धारण पर निर्भर करते हैं। जमा राशि की लागत के अलावा, बैंक जोखिम प्रीमियम को भी इसमें शामिल करते हैं जो कारबार चक्र के विभिन्न चरणों में बदल सकते हैं, और इसीलिए अंतर लंबा हो सकता है। अतः इन पैरामीटरों को बदलने में बैंक कितनी तेजी से समर्थ होंगे, यह बात उनकी

उधार दरों में परिवर्तनों पर विशेषकर निर्भर करेगी। इस प्रकार, बाजार में मामूली उधार दर तय करना एक जटिल प्रक्रिया है, और उधार दरों के परिवर्तन समग्र वृद्धि पर कैसे असर डालते हैं, यह और भी अनिश्चय है। यही कारण है कि क्यों मौद्रिक संप्रेषण को प्रायः ब्लैक बॉक्स<sup>2</sup> की संज्ञा दी जाती है। अतः प्रत्येक केंद्रीय बैंक के लिए मौद्रिक संप्रेषण की व्याख्या करना एक सतत चुनौती है।

अब मैं भारत में मौद्रिक नीति के संप्रेषण के मुद्दे पर चर्चा करूंगा। विगत कुछ वर्षों में, कई अनुभवजन्य अध्ययन किए गए हैं जिनमें मौद्रिक संप्रेषण के ब्याज दर चैनल की जांच की गई है। इन अध्ययनों का सामान्य निष्कर्ष यह है कि नीति संबंधी दर में बढ़ोतरी का उत्पाद पर सांख्यिकीय दृष्टि से महत्वपूर्ण नकारात्मक प्रभाव पड़ा है और मुद्रास्फीति पर संतुलित। फिर भी, मुद्रास्फीति पर संतुलित प्रभाव से पहले नीति संबंधी दर में बढ़ोतरी का नकारात्मक प्रभाव उत्पाद पर पहले महसूस किया गया। उत्पाद दर नीति संबंधी दर में परिवर्तनों का पीछे रह जाना 2-3 तिमाही में है और मुद्रास्फीति पर 3-4 तिमाही में। तथापि, नीति संबंधी परिवर्तन पर इसका कुल प्रभाव 8-10 तिमाही तक चलता रहा<sup>3</sup>।

भारत में मौद्रिक नीति संप्रेषण की एक ध्यान देने योग्य विशेषता उसकी विषमता है जिसे मौद्रिक नीति चक्र के विभिन्न चरणों में पाया गया। आमतौर पर बढ़ती हुई नीति दर के एक चरण में, बैंक अपनी उधार दरें बढ़ाने में फुर्ती कर सकते हैं जबकि घटती हुई नीति दर के एक चरण में अपनी उधार दरों में कमी करने में ढिलाई कर सकते हैं क्योंकि जमा प्रसविदाओं के स्थिर स्वरूप के कारण जमा राशियों की लागत इसी के साथ-साथ समायोजित नहीं हो पाती। यह स्वरूप यह प्रकट करता है कि अधिकांश ऋण परिवर्ती दरों वाले होते हैं, इसलिए स्थित दर बैंक जमा राशियों की तुलना में उनका तीव्र गति से पुनः मूल्यनिर्धारित किया जा सकता है।

<sup>2</sup>बर्नानके, बेन तथा एलान ब्लांडर (1995), “इन्साइड द ब्लैक बॉक्स: द क्रेडिट चैनल आफ मॉनिटरी ट्रांसमिशन”, जर्नल ऑफ ईकॉनॉमिक पर्सपेक्टिव्स 9, 27-28।

<sup>3</sup>कृपया देखें, मोहंती (2012), ‘भारत में मौद्रिक नीति संप्रेषण का ब्याज दर चैनल साक्ष्य’, भारिबैंक वर्किंग पेपर शृंखला (डब्ल्यूपीएस) डीईपीआर: 6/2012, मई और माइकेल देबव्रत पात्रा तथा मुनीष कपूर (2010), ‘भारत के लिए बिना धन के मौद्रिक नीति मॉडल’ आइएमएफ वर्किंग पेपर डब्ल्यूपी/10/183।

विषम स्वरूप के संप्रेषण को भी समग्र चलनिधि स्थितियों के संबंध में देखा जाना चाहिए। उदाहरण के लिए, सख्त चलनिधि स्थिति में, नीति दर में कमी किए जाने पर भी बैंक जमा दरें घटाने की स्थिति में नहीं हो सकते और इसीलिए उधार दरों के बारे में यह आशंका रहती है कि जमारशियों से कहीं हाथ न धोना पड़े। जमा दरों में कमी न करने के अन्य कारण भी हो सकते हैं बशर्ते कि यदि छोटी बचत राशियों तथा म्युच्युअल फंड-जैसे प्रतिस्पर्धी उत्पादों में प्रतिफल की दरें ज्यादा आकर्षक हों। ब्याज दर परिदृश्य की गिरावट की अन्य वजह भी हो सकती है और वह यह कि बैंक अपनी उधार दरों में और ज्यादा मंद समायोजन के जरिए अपनी लाभ-मार्जिन को बचाना चाहते हों।

विभिन्न प्रकार की जटिलताओं के होते हुए भी, मौद्रिक संप्रेषण का ब्याज दर चैनल हाल के वर्षों में मौद्रिक नीति के चक्र की अपेक्षा सुस्पष्ट रहा है। नीति संबंधी ब्याज दर परिवर्तन

**सारणी 2: मुद्रा बाजार दरों का संप्रेषण उधार दरों की तुलना में काफी तेज था**

| मद                            | अंतर (प्रतिशत अंक) |         |          |         |
|-------------------------------|--------------------|---------|----------|---------|
|                               | सख्त चरण           | नरम चरण | सख्त चरण | नरम चरण |
|                               | चरण I              | चरण II  | चरण III  | चरण IV* |
| नीति दर (रेपो दर)             | 3.00               | -4.25   | 3.75     | -1.25   |
| आरक्षित नकदी निधि अनुपात      | 1.75               | -0.75   | -1.00@   | -0.75   |
| मांग दर                       | 5.58               | -7.19   | 5.66     | -1.93   |
| सीबीएलओ दर                    | 2.71               | -4.57   | 5.29     | -1.34   |
| बाजार रेपो दर                 | 3.37               | -5.08   | 5.37     | -1.52   |
| तिमाही सीपी दर                | 8.19               | -7.85   | 5.51     | -3.11   |
| तिमाही सीडी दर                | 2.02               | -7.54   | 5.58     | -2.95   |
| 5 वर्षीय कंपनी ऋण आय          | 4.95               | -3.49   | 0.86     | -0.92   |
| 10 वर्षीय कंपनी ऋण आय         | 6.70               | -6.25   | 3.16     | -1.11   |
| 5 वर्षीय सरकारी प्रतिभूति आय  | 1.23               | -0.36   | 0.92     | -0.94   |
| 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूति आय | 0.72               | 0.07    | 0.44     | -1.02   |
| निश्चित जमा दर                | 2.38               | -2.38   | 2.42     | -0.16   |
| निश्चित बीपीएलआर / आधार दर #  | 3.00               | -2.00   | 2.75     | -0.50   |

# : 1 जुलाई 2010 से आधार दर

चरण I : 26 अक्टूबर 2005 से 19 अक्टूबर 2008 तक

चरण II : 20 अक्टूबर 2008 से 18 मार्च 2010 तक

चरण III : 19 मार्च 2010 से 16 अप्रैल 2012 तक

चरण IV : 17 अप्रैल 2012 से 30 जून 2013 तक

@ : चरण IV में रेपो दर कटौती से पहले अपेक्षित चलनिधि शर्तें सीआरआर में कटौती के लिए लगाई गई।

\* : 15 जुलाई 2013 के बाद की अवधि को उस समय शामिल नहीं किया गया जब मौद्रिक उपायों की प्रतिक्रिया स्वरूप बाजार ब्याज दरों ने मुद्रा विनिमय दर को संबोधित करना शुरू किया।

ने इसी दिशा में बाजार ऋण दर को प्रभावित किया, हालांकि उसकी प्रभावशीलता अलग-अलग थी। तथापि, उधार दरों में परिवर्तनों का महत्व जमा दरों में परिवर्तनों के आसपास ही बना रहा (सारणी 2)।

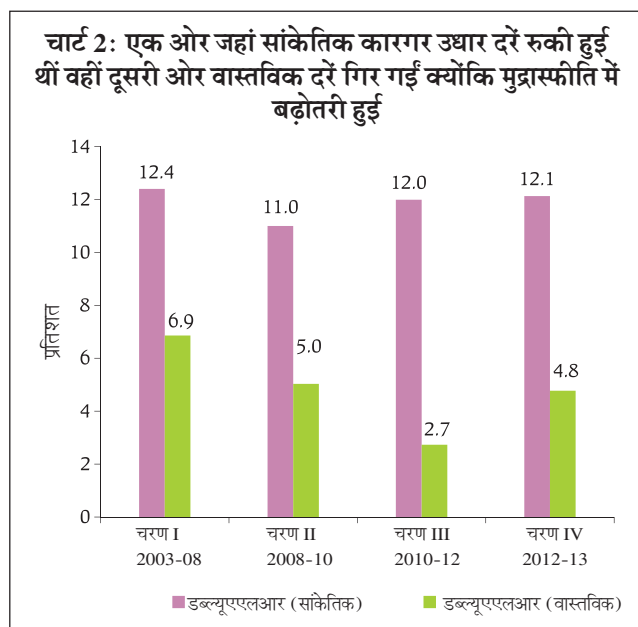
## सांकेतिक या वास्तविक ब्याज दर?

मौद्रिक संप्रेषण का एक और पहलू यह है कि क्या यह सांकेतिक ब्याज दर है या वास्तविक ब्याज दर हैं जिससे वृद्धि एवं निवेश प्रभावित हो सकते हैं। साहित्य में, मौद्रिक नीति की स्थिति वास्तविक नीति दर के स्तर पर आधारित शिथिल या कठोर के रूप में तय की जाती है। ज्यादातर अर्थशास्त्रियों का मानना है कि यह वास्तविक ब्याज दर ही है जो आर्थिक गतिविधि को प्रभावित कर सकती है<sup>4</sup>। तथापि, व्यक्तियों एवं कंपनियों के रूप में हम सांकेतिक दरों को ध्यान में रखकर ही आर्थिक निर्णय लेते हैं क्योंकि इन्हीं दरों को हम देख सकते हैं। यह सच है कि ये दो स्पष्ट अवधारणाएं हैं। मैं ऐसा नहीं मानता। स्पष्ट भिन्नताओं के होते हुए भी, ऐसा नहीं है कि हमारे दिमाग में किसी निवेश परियोजना की योजना तैयार करते समय मुद्रास्फीति माप ही रहती है, भले ही भिन्न-भिन्न कंपनियों के लिए कोई भी अंतर हो सकता है। यह बात भी क्या सही नहीं है कि नकारात्मक वास्तविक ब्याज दर देनदारों का पक्ष लेती है जबकि सकारात्मक ब्याज दर लेनदारों का पक्ष लेती है?

वास्तविक ब्याज दर एवं सांकेतिक ब्याज दर के बीच का संबंध प्रसिद्ध फिशर समीकरण पर आधारित है जिसकी यह अवधारणा है कि सांकेतिक ब्याज दर वास्तविक ब्याज दर का कुल योग है और इससे मुद्रास्फीति के बढ़ने की आशा रहती है।<sup>5</sup> इसका आशय यह है कि सांकेतिक ब्याज दरें मुद्रास्फीति के साथ-साथ चलनी चाहिए। वास्तविक जगत में सांकेतिक ब्याज दरें मुद्रास्फीति दर के साथ एक के बदले में एक में नहीं बदली सकती, किंतु प्रायः उसी दिशा में होती हैं। वे देश जिनकी मुद्रास्फीति अपेक्षाकृत ऊंची होती है वे उन देशों की तुलना में उच्चतर सांकेतिक ब्याज दरें चाहते हैं जहां कम मुद्रास्फीति होती है। तदनुसार, उन्नत देशों में सांकेतिक ब्याज दरों का

<sup>4</sup>टेलर, पी.मार्क (1999), “रियल इन्टरेस्ट रेट्स एण्ड माइक्रोईकॉनामिक एक्टिविटी” आक्सफोर्ड रिव्यू आफ ईकॉनामिक पालिसी, 15,2, i-113।

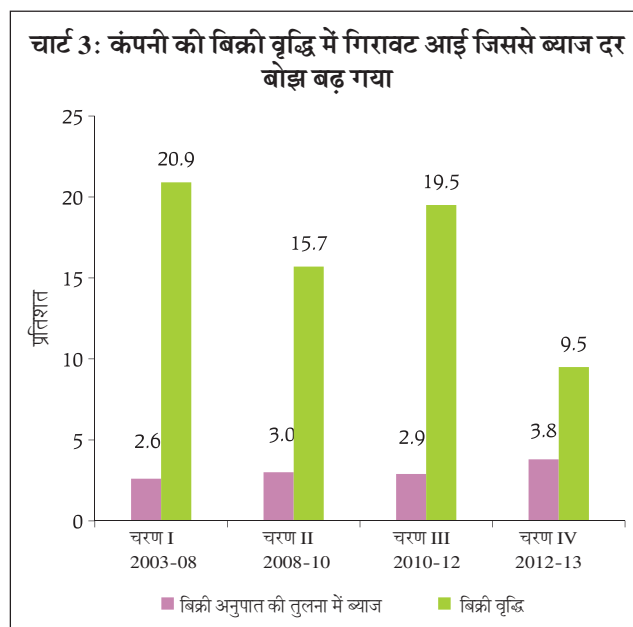
<sup>5</sup> $i=r+\pi$ , जबकि ‘i’ सांकेतिक ब्याज दर हैं, ‘r’ वास्तविक ब्याज दर है और ‘ $\pi$ ’ मुद्रास्फीति दर है। फिशर, इर्विंग (1930), द थ्यरी ऑफ इन्टरेस्ट, (न्यूयार्क, मैकमिलन)।



झुकाव उनकी तुलना में कमतर की ओर होता है जहां उभरता हुआ बाजार है और देश विकासशील है।

जहां किसी वास्तविक ब्याज दर का अभिप्राय अवधारणात्मक परेशानियां पैदा करता है, वहीं किसी वास्तविक उधार दर का संग्रहण और ज्यादा ही परेशानी लाता है। इसमें दो कदम शामिल हैं: पहला, एक कारगर सांकेतिक उधार दर की गणना करना, और दूसरा एक उपयुक्त मुद्रास्फीति माप से उसकी अपस्फीति करना। हमारे संदर्भ में, एक ओर जहां बैंकों की आधार दरें अपनी उधार दरों के लिए आमतौर पर जमीन तैयार करती हैं, वहीं दूसरी वास्तविक उधारकर्ता विशिष्ट उधार दरों से भिन्न हैं। सांकेतिक तथा वास्तविक दोनों अर्थों में बैंकों की भारित औसत उधार दर (डब्ल्यूएएलआर) के अनुमानित आंकड़े चार्ट 2 में दिए गए हैं। वास्तविक दरें वार्षिक औसत थोक मूल्य मुद्रास्फीति द्वारा सांकेतिक दरों को अपस्फीति करके प्राप्त की गई हैं।

2003-08 के उच्च वृद्धि चरण की अवधि में सभी अनुसूचित वाणिज्य बैंकों का डब्ल्यूएएलआर 12.4 प्रतिशत था जो 2008-10 की संकट अवधि में गिरकर 11.0 पर आ गया। बाद में, उसमें बढ़ोतरी हुई और इसके बाद वह 12 प्रतिशत पर बना रहा (चार्ट 3)। वास्तविक अर्थों में डब्ल्यूएएलआर 2003-08 के उच्च वृद्धि चरण में 6.9 प्रतिशत से तेजी से गिरकर 2008-10 की संकट अवधि में 5.0 प्रतिशत पर आ गया। यह और गिरकर 2010-12 में 2.7 प्रतिशत पर आ गया और बाद की अवधि में बढ़कर 4.8 प्रतिशत तक पहुंच



गया। सांकेतिक ब्याज दर में ठहराव के बावजूद, वास्तविक दर की गिरावट ऊंची रही क्योंकि औसत रूप से मुद्रास्फीति उच्च बनी रही। तथापि, 2012-13 में चूंकि मुद्रास्फीति में उल्लेखनीय संतुलन देखा गया इसलिए वास्तविक उधार दर बढ़ गई।

वास्तविक उधार दरों में संतुलन के बावजूद निवेश वृद्धि क्यों शिथिल हुई? इस संदर्भ में, मैं एक काफी बड़े विविधीकृत नमूनेवाला लघुस्तरीय कंपनी वित्त आंकड़े की ओर ध्यान देना चाहूंगा<sup>6</sup>। इसके विश्लेषण से यह पता चलता है कि बिक्री के अनुपात के रूप में ब्याज लागत 2003-08 के उच्च वृद्धि चरण में 2.6 प्रतिशत से बढ़कर 2008-10 की संकट अवधि में 3 प्रतिशत से ज्यादा हो गई। तथापि, इस अवधि में औसत बिक्री वृद्धि लगभग 21 प्रतिशत वार्षिक से घटकर 15.7 प्रतिशत हो गई। बाद में इसमें बढ़ोतरी होकर यह 19.5 प्रतिशत तक पहुंची, किंतु 2012-13 में यह लुढ़ककर 9.5 प्रतिशत पर आ गई। इसके फलस्वरूप, बिक्री अनुपात की तुलना में ब्याज लागत 3.8 प्रतिशत तक पहुंच गई। इस प्रकार इससे लगता है कि बिक्री वृद्धि में हास से लघु स्तर की कंपनियों का ब्याज भार बढ़ गया।

मैंने रिजर्व बैंक के जिस अध्ययन का पहले उल्लेख किया है उसमें सुझाव दिया गया है कि वास्तविक ब्याज दर में 100 आधार बिंदु भी बढ़ोतरी के लिए, निवेश दर 50 आधार बिंदु

<sup>6</sup> विनिर्माण एवं सेवाओं में लगी 2500 सूचीबद्ध कंपनियों से अधिक पर आधारित तिमाही कंपनी कार्यनिष्पादन संबंधी विभिन्न भारिबैंक अध्ययन।



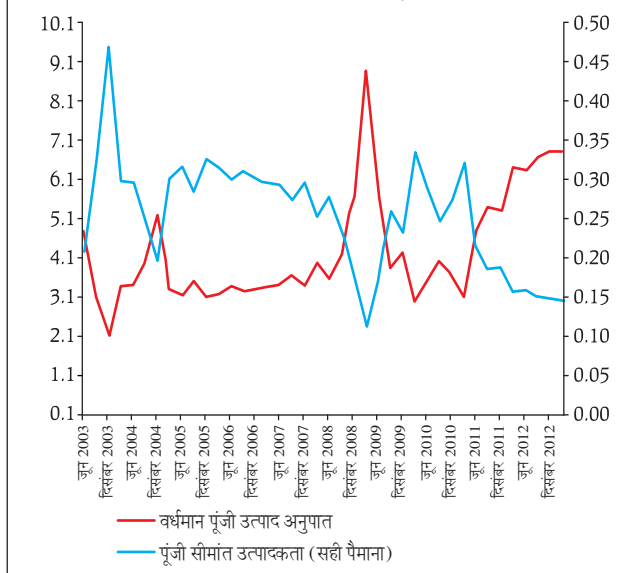
तक गिर सकती है और वास्तविक जीडीपी वृद्धि 20 आधार बिंदु तक संतुलित रह सकती है। वास्तव में, वास्तविक ब्याज दर संकट के बाद की अवधि में संतुलित रही, निवेश पर उसका नकारात्मक प्रभाव उतना ज्यादा नहीं होना चाहिए था, किंतु गैर-मौद्रिक तत्त्वों के कारण निवेश पर लाभ की संभावना में उल्लेखनीय गिरावट के कारण ऐसा हुआ।

### पूंजी की सीमांत कार्यकुशलता में गिरावट

इस संदर्भ में, मैं फर्म स्तर पर निवेश निर्णय के विषय में विचार करना चाहता हूँ। यह वह क्षेत्र जिसके विषय में आप मेरी अपेक्षा बेहतर जानकारी रखते हैं। फर्म स्तर पर निवेश के निर्णय न्यूनतम प्रतिलाभ दर<sup>7</sup> के साथ प्रतिलाभ की आंतरिक दर आइआरआर की तुलना से संचालित हो सकती है। जब तक ब्याज दर आइआरआर से कम है, अतिरिक्त निवेश जारी रह सकता है। जहां आइआरआर को सांकेतिक अर्थों में लिया जाता है, वहीं पूंजी की सीमांत कार्यकुशलता (एमईसी), जिसे वास्तविक अर्थों में मापा जाता है, एक महत्वपूर्ण भूमिका अदा करती है। आर्थिक वृद्धि में निरंतर गिरावट के चरण में गैर-मौद्रिक तत्त्व ब्याज दर गिरने की सीमा की अपेक्षा एमईसी से तीव्र गति से कम हो सकते हैं। इसके फलस्वरूप, कम ब्याज दर के बावजूद, निवेश में उछाल नहीं आ सकता। आइआरआर में गिरावट नकदी प्रवाह तथा समष्टि आर्थिक स्थितियों के प्रतिकूल आघात से चालित हो सकती है।

समष्टि आर्थिक स्तर पर आपूर्ति अवरोधों तथा शिथिल मांग के कारण एमईसी में मंदी आ सकती है जिससे वह निवेश एवं वृद्धि पर किसी कम उधार दर के लाभकारी प्रभाव को प्रतिसंतुलन से कर सकता है। वर्धमान पूंजी उत्पाद अनुपात (आइसीओआर) 2008-09 से विगत चार वर्षों में भारत में बढ़ रहा है। अंतर्निहित सीमांत पूंजी उत्पादकता (एमपीसी) जो आइसीओआर के विपरीत है, में तदनुसार गिरावट रही है (चार्ट 4)।

**चार्ट 4: हाल की अवधि में पूंजी सीमांत उत्पादकता में उल्लेखनीय रूप से गिरावट आई है**



### निष्कर्ष

अब मैं अपनी बात समाप्त करता हूँ। हाल के वर्षों में रिजर्व बैंक वृद्धि मुद्रास्फीति की छुर-धार पर चल रहा है। विगत दो वर्षों में शिथिल वृद्धि स्थितियों तथा अवमंद निवेश गतिविधियों ने मौद्रिक नीति की स्थिति में बदलाव की मांग की है। तथापि, जिस सीमा तक मौद्रिक नीति में लोच आ रही है वह मुद्रास्फीति एवं बाह्य संतुलन-स्थिति में निरंतर जोखिम से घिरी हुई है। निरंतर उच्च वृद्धि बनाए रखने के लिए मूल्य स्थिरता एवं विदेशी मुद्राविनिमय दर स्थिरता आवश्यक पूर्वशर्तें हैं। इसके अतिरिक्त, जब गैर-मौद्रिक तत्त्व वृद्धि के विशाल पुनरुत्थान में रुकावटें डाल रहे हैं, तब कम वास्तविक या सांकेतिक ब्याज दरें वृद्धि को प्रेरित करने के लिए केवल पर्याप्त नहीं हो सकतीं।

<sup>7</sup> आइआरआर छूट की वह दर है जो परियोजना की लागत के परियोजना के जीवन पर्यंत अपेक्षित प्रतिलाभ से छूट प्राप्त वर्तमान मूल्य के समान होगा। इससे परियोजना का एनपीबी (निवल वर्तमान मूल्य) शून्य के बराबर हो जाता है।