

उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के समक्ष वैश्विक जोखिम एवं नीतिगत चुनौतियां*

शक्तिकान्त दास

इस मंच पर मुझे आमंत्रित करने के लिए धन्यवाद ।

मैं उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) के परिप्रेक्ष्य से कुछ वैश्विक जोखिम एवं नीतिगत चुनौतियों पर बोलने वाला हूँ। हमें मालूम है कि हलचल भरे 2018 से गुजरने के बाद ज्यादातर ईएमई अधिक सुदृढ़ होकर उभरी हैं। 2018 में अधिकांश समय ईएमई ने वैश्विक प्रभाव-प्रसार-जनित जोखिम की कई लहरों का सामना किया है जिससे पूंजी के चले जाने, मुद्रा व आस्ति मूल्य अस्थिरता तथा तंग वित्तीय हलात पैदा हुए हैं। इन घटनाक्रमों से वृद्धि एवं मुद्रास्फीति के लिए जोखिम उत्पन्न हुए हैं। तथापि, आधारभूत पक्षों के सुदृढ़ होने, विदेशी मुद्रा भंडार बफर, बैंकिंग प्रणाली में पूंजी एवं विवेकसम्मत समष्टि आर्थिक नीतियों ने इन अर्थव्यवस्थाओं को वैश्विक प्रभाव-प्रसार को सहने की क्षमता दी है। फिर भी, जैसा कि अगस्टीन कार्स्टन तथा ह्यून सांग शिन ने गंभीरता से कहा है, 'ईएमई अभी भी संकट से बाहर नहीं निकल पाए हैं।'¹

वैश्विक जोखिम

मैं उन तीन बड़े जोखिमों पर प्रकाश डालना चाहता हूँ जो 2019 में ईएमई के सामने हैं।

इन अर्थव्यवस्थाओं के सामने सबसे बड़ा खतरा यह है कि वैश्विक वृद्धि और व्यापार के कमजोर होने के साक्ष्य बढ़ रहे हैं। ब्रेक्सिट के आस-पास के व्यापार-तनावों व घटनाक्रमों का निपटारा नहीं होने के कारण परिदृश्य में वृद्धि के नीचे जाने का जोखिम और बढ़ रहा है। इस बात को लेकर काफ़ी अनिश्चितता है कि यह कमजोरी कुछ ही समय के लिए है या विकसित अर्थव्यवस्थाओं में किसी मंदी की शुरुआत। 2019 में वैश्विक वृद्धि के संबंध में आईएमएफ द्वारा अपने अनुमानों को

कई बार घटाने में भी इस अनिश्चितता की छाया झलकती है। इसके अलावा केंद्रीय बैंक दुनिया भर में कसाव वाली मौद्रिक नीति से पीछे हट रहे हैं और उनमें से कुछ उधार देने में सुगम परिस्थितियों को बढ़ावा दे रहे हैं। कुछ अर्थव्यवस्थाओं में वृद्धि के लिए राजकोषीय प्रोत्साहन का अवलंब लिया जा रहा है।

दूसरा जोखिम है ईएमई का वित्तीय बाजार अस्थिरता के प्रभाव में बने रहना जैसा कि 2018 में देखने को मिला। पूंजी-प्रवाह के अचानक थमने और उल्टे पाँव लौटने के जोखिम बढ़ गए हैं। इसके फलस्वरूप बाह्य वित्तपोषण में आने वाले अंतराल व मुद्रा मूल्यहास से इन अर्थव्यवस्थाओं में वृद्धि और समष्टिगत स्थिरता के परिदृश्य को नुकसान पहुँच सकता है, ठीक जब वैश्विक वित्तीय संकट के एक दशक के बाद वैश्विक वृद्धि में समवेत पुनरुत्थान के संकेत दिखने शुरू हुए थे। आगे, प्रतिकूल वित्तीय माहौल से कुछ ईएमई में उधार देने वाले संस्थानों में वर्तमान तनाव और बढ़ सकता है और उनकी पूंजीगत आवश्यकताएं भी बढ़ सकती हैं।

ईएमई के लिए तीसरा जोखिम अंतर्राष्ट्रीय तेल कीमतों में बढ़ी अस्थिरता है। भारत जैसे निवल ऊर्जा आयातकों के लिए, प्रमुख आपूर्तिकर्ताओं द्वारा उत्पादन में कटौती के बाद हाल में तेल की कीमतों में आई मजबूती चालू खाते घाटे व मुद्रा स्फीति के लिए जोखिम है। ऊर्जा बाजारों का वित्तीयकरण और वैश्विक तेल बाजार में बदलते हुए अंतर्निहित समीकरण कीमतों के ऊपर ले जाने का जोखिम बढ़ा रहे हैं, जबकि माँग दबी हुई है। यद्यपि शेल उत्पादन की ब्रेक-इवन लागत बढ़ी हुई प्रतीत होती है, निवेशक जोखिम-विमुख हो गए हैं और नकद प्रवाह और वित्तीय आमद पर ध्यान दे रहे हैं। इससे ओपेक और उत्पादन कटौती द्वारा बनाई गई कमियों को पूरा करने में शेल उत्पादन का लचीलापन घट सकता है।

नीतिगत चुनौतियां

तो, इस माहौल में ईएमई के लिए नीतिगत चुनौतियां क्या हैं?

वैश्विक वित्तीय संकट (जीएफ़सी) के बाद, कई ईएमई ने अपनी अर्थव्यवस्थाओं को फिर से दिशा देने के लिए संरचनात्मक सुधार शुरू किए हैं। अल्पावधि में, वैसे, इन सुधारों में वृद्धि की गति में कमी जैसे बलिदान अपरिहार्यतः शामिल होते हैं। पारंपरिक दृष्टि से, ये सुधार तब सबसे अच्छे होते

* भारतीय रिज़र्व बैंक के गवर्नर श्री शक्तिकान्त दास का 12 अप्रैल 2019 को वाशिंगटन डीसी में फंड-बैंक रिप्रग मीटिंग्स, 2019 के अवसर पर 'गवर्नर वार्ता' ('गवर्नर टॉक्स') कार्यक्रम में दिया गया भाषण ।

¹ विदेशी मामले, 15 मार्च 2019 ।

हैं, जब आर्थिक चक्र विस्तार के दौर में हो। जब देश-विदेश में एक साथ वृद्धि की गति धीमी पड़ रही हो, तब संरचनागत सुधार हाथ में लेने और/या लागू करने का अवकाश बहुत कम होता है अथवा बाधित भी होता है। लेकिन यह तथ्य है कि हमें संरचनात्मक सुधारों की आवश्यकता ठीक तभी अधिक होती है, जब अर्थव्यवस्था धीमी पड़ रही होती है ताकि वृद्धि की गति को बनाए रखा जा सके। यह एक बिंदु है, जिस पर मैं जोर देना चाहूँगा।

वैश्विक अर्थव्यवस्था की रफ्तार धीमी पड़ने और राजकोषीय अवकाश के संकुचित होते जाने की स्थिति में, ईएमई और विकसित दोनों अर्थव्यवस्थाओं में बचाव की पहली पंक्ति के रूप में मौद्रिक नीति पर ध्यान जाएगा। एक बार फिर प्रत्याशा होगी कि केंद्रीय बैंक विश्व अर्थव्यवस्था के अभिभावक की भूमिका निभाएंगे। वैसे, वैश्विक वित्तीय संकट ने मौद्रिक नीति के पारंपरिक व अपारंपरिक नीतिगत औजारों की कई कमियां उजागर कर दी हैं। हताशा में कुछ लोगों ने अपारंपरिक विचारों का रुख किया है जिसे आधुनिक मौद्रिक सिद्धांत का नाम दिया गया है। वैसे तो इसका मूल्यांकन अभी नहीं हुआ है, नीचे ले जाने वाले इसके गंभीर जोखिम को देखते हुए, मेरे मन में इसे लेकर काफी संदेह है। अंततः मौद्रिक नीति को वास्तविक अर्थव्यवस्था से जुड़ना होगा, निवेश को बढ़ावा देना होगा और मौद्रिक व वित्तीय स्थिरता कायम करनी होगी।

तथापि, मैं यह महसूस करता हूँ कि लीक से हटकर सोचने का समय आ गया है जिसमें पारंपरिक विचाराधारा को चुनौती भी देनी होगी। आइए जरा ऐसे ही एक वैचारिक प्रयोग से आपको कुछ झटका सा देने की कोशिश करूँ। सामान्यतः, आधुनिक केंद्रीय बैंक ब्याज दर को अपने मुख्य उपकरण के रूप में लेते हुए छोटे-छोटे कदम उठाते हैं – 25 आधार अंक या उनके गुणजों में – और नीति की संभावित भावी दिशा पर बाजारों व जनता को दिशा देने के लिए कसाव, तटस्थता या निभाव का रुख घोषित करते हैं। एक विचार जो मेरे मन में आता है, वह यह है कि यदि 25 आधार अंकों की इकाई कोई लक्ष्मण रेखा नहीं है और महज एक परिपाटी है, तो परिस्थिति के अनुसार नीतिगत दर के आकार को समायोजित करने से मौद्रिक नीति को फायदा होगा और स्वयं परिवर्तन का आकार ही नीति का रुख बता

देगा। उदाहरण के लिए, यदि मौद्रिक नीति को ढीला करने की जरूरत हो लेकिन केंद्रीय बैंक अपने निभाव में सतर्क रहना चाहता है, तो नीतिगत दर में 10 आधार अंकों की एक कटौती प्राधिकारियों की प्रतिबद्धता को शायद अधिक स्पष्टता से जाहिर करे, बजाय दो अलग कदमों के – एक नीतिगत दर पर, पूर्णांकन के लिए मूल्यवान दर कार्रवाई के 15 आधार अंकों की बर्बादी, और दूसरा रुख पर, जो एक तरह से भावी नीतिगत कार्रवाई को एक पूर्व-प्रतिबद्ध दिशा से बाँध देता है। इसी प्रकार, ऐसी दशा में जब केंद्रीय बैंक की प्राथमिकता तो निभाव की है पर बहुत ज्यादा नहीं तो यदि बैंक का आकलन यह है कि मानक 25 आधार अंक बहुत कम है और लेकिन इसका गुणक, अर्थात् 50 आधार अंक बहुत अधिक तो बैंक 35 आधार अंकों की कटौती की घोषणा कर पाए। यह तरीका तब भी उपयोगी होगा जब केंद्रीय बैंक कसाव की मुद्रा में हो और सुदूर भविष्य के रुख द्वारा भावी मार्गदर्शन (फॉरवर्ड गाइडेंस) से नीति के पलट जाने को टालने में भी सहायक हो जो कि हो सकता है बड़ी अस्थिरता वाले वैश्विक परिदृश्य में एक वर्ष का भी न हो। मैं किसी सिद्धांत की खोज में यह विचार नहीं रख रहा हूँ, बल्कि इस क्षेत्र के विशेषज्ञों से और विशेष रूप से केंद्रीय बैंक का कार्य करने वालों से इस बिंदु की स्वीकार्यता की तलाश में कह रहा हूँ जिनको अपने दैनिक जीवन में इस दुविधा से दो-चार होना पड़ता है।

एक अन्य स्तर जिस पर, ईएमई के लिए एक बड़ी चुनौती बनी रहेगी, वह है वैश्विक प्रभाव-प्रसारों का प्रबंधन। हम चलायमान पूँजी प्रवाहों वाली दुनिया में रहते हैं जहाँ पूँजी के आने, अचानक रुक जाने और पलट जाने के असर को राष्ट्रीय स्तर पर वहन करना होगा। इस पृष्ठभूमि में, एक वास्तविक वैश्विक सुरक्षा कवच मरीचिका बना हुआ है। जब भी हम सिप्रिंग या वार्षिक बैठकों में मिलते हैं, आईएमएफ के संसाधनों का सुदृढ़ीकरण भविष्य में किसी उपयुक्त समय के लिए टल जाता है। इन परिस्थितियों में ईएमई, जिनके हिस्से में प्रायः वैश्विक घटनाक्रमों का प्रतिकूल प्रभाव ही आता है, के पास विदेशी मुद्रा भंडार के अपने बफर तैयार करने के अलावा कोई उपाय नहीं रह जाता। विरोधाभास ये है कि रिजर्व जमा करने को 'मुद्रा का हेर-फेर' जैसे लेबल लगाकर बदनाम कर दिया गया है। मुझे ऐसा लगता है कि हम अनजाने ही कई ईएमई मुद्राओं के बाहर निकलने और प्रमुख रिजर्व मुद्राओं के प्रभुत्व को चुनौती देने

का मंच तैयार कर रहे हैं। दोनों पक्षों में और बेहतर समझ की आवश्यकता है। इस बीच, जहाँ तक भारतीय रिज़र्व बैंक का प्रश्न है, हम इस खेल के वर्तमान नियमों के अनुसार खेलते रहेंगे।

मौद्रिक नीति के संचरण के लिए केंद्रीय बैंकों को वित्तीय बाजारों से गहन आदान-प्रदान की जरूरत होती है। इसके लिए एक ठोस और कार्यकुशल भुगतान व निपटान प्रणाली का आधार आवश्यक है। भारत में डिजीटलीकरण और ऑनलाइन कॉमर्स की उत्तरोत्तर वृद्धि को देखते हुए, हाल के वर्षों में एक अत्याधुनिक राष्ट्रीय भुगतान संरचना व तकनीक का प्लेटफॉर्म स्थापित करने की कोशिश की गई है। इसने देश के खुदरा भुगतान परिदृश्य को बदल दिया है। अपनी भुगतान प्रणाली के विनियमन और विकास में हमने संरक्षा, सुरक्षा, सुविधा, पहुँच और तकनीकी साधनों के लाभ का ध्येय रखा है। फिनटेक का सुसंगत विकास और वित्तीय प्रणाली में उनके प्रभाव को सुव्यवस्थित करने के लिए, एक सुपरिभाषित स्थान व अवधि में फिनटेक सॉल्यूशन्स से प्रयोग करने के लिए हम एक 'विनियामक प्रयोग-क्षेत्र/नवोन्मेष केंद्र' ('रेग्यूलेटरी सैंडबॉक्स/ इनोवेशन हब') लाने से संबंधित दिशा-निर्देशों पर कार्य कर रहे हैं।

इस परिवर्तनशील और अनिश्चित परिवेश में, ईएमईज की बेहतरी इसी में है कि वे बहु-ध्रुवीयता को स्वीकारते हुए सभी मोर्चों पर सहयोग बढ़ाएं। सहयोग का एक क्षेत्र यह हो सकता है कि ऐसी संस्थागत व्यवस्था कायम की जाए जो तेल का निर्यात व आयात करने वाले देशों की प्राथमिकताओं में संतुलन लाए

ताकि ऊर्जा कीमतों में स्थिरता आए। विकल्पों की तलाश भी ईएमईज के लिए आवश्यक है जिससे पारंपरिक ऊर्जा स्रोतों पर निर्भरता घटे और नवीकरणीय ऊर्जा स्रोतों व ऊर्जा के कुशल उपयोग पर अधिक ध्यान दिया जाए। द इंटरनेशनल सोलर अलायंस जिसका मुख्यालय दिल्ली में है, इसका एक जीता-जागता उदाहरण है। यह वित्तीय व सौर संसाधन से समृद्ध देशों में सहयोग का एक समर्पित मंच उपलब्ध कराने का प्रयास है जिससे सौर ऊर्जा का लाभ विश्व समुदाय को मिले।

अंत में मैं भारत के बारे में कुछ शब्द कहना चाहता हूँ। 2019-20 में 7.2 प्रतिशत की वास्तविक जीडीपी वृद्धि प्रत्याशित है, जो कि विश्व की बड़ी अर्थव्यवस्थाओं में सबसे तेज होगी, तथा हाल के वर्षों में इसकी औसत वार्षिक वृद्धि दर लगभग 7.5 प्रतिशत रही है। मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण ढाँचे के अंतर्गत आने वाली अवधि में अब तक (अक्टूबर 2016 से फरवरी 2019 तक) मुद्रा स्फीति का औसत, लक्ष्य से कम, 3.6 प्रतिशत रहा है; 2018-19 में चालू खाता घाटा जीडीपी के 2.5 प्रतिशत के आस-पास रहने की संभावना है; और सकल राजकोषीय घाटा बजट के लक्ष्य के अनुकूल रहा है।

आने वाले समय में, हमारी प्राथमिकता है कि हम सजग रहें और वृद्धि को पुनरुज्जीवित करें और समष्टि-आर्थिक, वित्तीय व मूल्य स्थिरता बनाए रखें।

धन्यवाद।