टेपर 2022: झंझावात में विमान का उतरना*

माइकल देबब्रत पात्र

श्री जुजर खोराकीवाला, अध्यक्ष, श्री अनंत सिंघानिया, उपाध्यक्ष, श्री अजीत मंगरूलकर, महानिदेशक, श्री संजय मेहता और सुश्री शीतल कालरो, उप महानिदेशक, आईएमसी चैंबर ऑफ कॉमर्स एंड इंडस्ट्री के सम्मानित सदस्य, और मित्रों, मैं थॉट लीडरशिप सीरीज़ में मुख्य भाषण देने हेतु मुझे आमंत्रित करने के लिए आपको धन्यवाद देता हूं। 1907 में अपनी स्थापना के समय से, आईएमसी चैंबर ऑफ कॉमर्स एंड इंडस्ट्री हमेशा एक विचारशील प्रणेता रहा है, जिसका 5000 से अधिक सदस्यता आधार है और 150 से अधिक व्यापार संघ इससे संबद्ध हैं। महत्वपूर्ण इनपुट और सिफारिशें प्रदान करके, चैंबर सार्वजनिक नीति निर्माण की रूपरेखा को आकार देने और सतत आर्थिक विकास में बाधा डालने वाले कई व्यापक मुद्दों पर विचार-विमर्श करने में महत्वपूर्ण भूमिका निभाता है। इसलिए, आप सभी के बीच होना और अपने विचार साझा करना मेरे लिए सौभाग्य की बात है। हाल ही में चुनौतीपूर्ण वैश्विक विकास और निकट भविष्य परिदृश्य पर घटाटोप के संदर्भ में, मैंने सोचा कि मैं आज अपने संबोधन के विषय के रूप में 'टेपर 2022: झंझावात में विमान का उतरना को चुनूंगा।

वर्ष 2022 की शुरुआत में प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण नीतिगत केंद्र बिंदु में हॉकिश टोन ने वित्तीय बाजारों के सबसे भयानक डर की पुष्टि की - चलनिधि प्रचुरता का समय करीब आ रहा है। वित्तीय आस्तियों का फिर से मूल्य निर्धारण किया जा रहा है, जो विस्तारित मूल्यांकन में चलनिधि से उत्साहित थीं। मौद्रिक नीति के शब्दकोष में सर्वव्यापी संक्षिप्त रूप क्यूई या मात्रात्मक सहजता एक दूसरे - क्यूटी या मात्रात्मक सख्ती प्रदान कर रही है। केंद्रीय बैंक के तौर, बॉन्ड के दुनिया के सबसे बड़े खरीदार, विक्रेता बनने की तैयारी कर रहे हैं, उनके प्रक्षेपवक्र की तुलना भयंकर क्रॉसविंड के बीच एक छोटे रनवे पर उतरने से की गई है।

अब, जैसे-जैसे संघर्ष की आहट बढ़ती ही जा रही हैं और आर्थिक युद्ध छिड़ रहा है, वैसे-वैसे अस्थिरता बढ़ती जा रही है। जोखिम की भावना में अचानक बदलाव और सुरक्षित आस्तियों के लिए पलायन वित्तीय बाजारों को हिलाकर रख दिया है और हड़कंप मच गया है क्योंकि निवेशक आने वाले कठिन डगर का पुनर्मूल्यांकन करने में जुटे हैं। आपूर्ति की बाधाओं, लगातार उच्च मुद्रास्फीति और सख्त वित्तीय स्थितियों से पहले से ही फंसी वैश्विक अर्थव्यवस्था दलदल की ओर बढ़ती जा रही है। तत्काल प्रभाव कम विकास, उच्च मुद्रास्फीति और वित्तीय बाजारों में व्यवधान होने की उम्मीद है। यदि पाइपलाइनों और बंदरगाहों जैसे भौतिक बुनियादी ढांचे को नष्ट कर दिया जाता है, तो दीर्घकालिक प्रभाव वैश्विक आपूर्ति श्रृंखलाओं में व्यवधान हैं। यदि प्रतिबंधों ने मांग, व्यापार और निवेश को बाधित कर दिया, तो अवैश्वीकरण भी हो सकता है। वैश्विक आर्थिक संभावनाओं पर चर्चा में गतिरोध की बात सामने आ गई है।

जो सवाल सबसे ऊपर है वह यह है: क्या मौद्रिक नीति को अभी भी सख्त किया जाएगा ताकि मुद्रास्फीति को कायम रखा जा सके? या यह अत्यधिक हो जाएगा और वैश्विक सुधार को रोक देगा? पहले से ही उच्च आवृत्ति संकेतक बताते हैं कि 2022 की पहली तिमाही में ओमिक्रोन के मामलों में तेजी और उतार के साथ वैश्विक वृद्धि की गति कम हो रही है। बहुपक्षीय संस्थाओं को उम्मीद है कि आधारभूत परिदृश्य में, वैश्विक जीडीपी की वृद्धि की गति इस वर्ष और अगले वर्ष में 2 प्रतिशत अंक तक गिर सकती है। निजी क्षेत्र के अनुमानों से संकेत मिलता है कि यदि कच्चे तेल की कीमत 150 डॉलर प्रति बैरल तक बढ़ जाती है, तो यह वैश्विक सकल घरेलू उत्पाद का 1.6 प्रतिशत और वैश्विक मुद्रास्फीति को 2 प्रतिशत तक बढ़ा देगा।

कम से कम एक मुद्दे पर, कुछ निश्चितता प्रतीत होती है। हालांकि मौद्रिक नीति में मुख्य रूप से घरेलू अभिविन्यास है, गियर में आसन्न बदलाव के प्रभाव घरेलू स्तर पर सीमित नहीं होंगे। यह उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) में फैल जाएगा, और यह प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण अर्थव्यवस्थाओं में वापस

* 11 मार्च, 2022 को आईएमसी चैंबर ऑफ कॉमर्स एंड इंडस्ट्री, मुंबई द्वारा आयोजित माइकल देबब्रत पात्र, उप गवर्नर, भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा दिया गया मुख्य भाषण। सितिकंठ पट्टनायक, राजीव जैन, बिनोद बी भोई, अभिलाषा की बहुमूल्य टिप्पणियां और विनीत कुमार श्रीवास्तव द्वारा दी गयी संपादकीय सहायता को कृतज्ञतापूर्वक अभिस्वीकृत किया जाता है।

फैल जाएगा। बाहर आने की तुलना में निभाव में जाना हमेशा आसान होता है। यह 2013 और कुख्यात 'टेपर टैंट्रम' की यादें ताजा कर देता है। यह भारत पर भी ध्यान केंद्रित करता है। 2013 में, भारत उन 'नाजुक पांच' अर्थव्यवस्थाओं में से एक था, जो वित्तीय बाजार के उथल-पुथल का सामना कर रहा था और इसलिए, जब वास्तव में टेपरिंग शुरू होगी, तो इसे सबसे अधिक जोखिम के रूप में माना जाता है। भारतीय रुपया या आईएनआर उस समय सबसे बुरी तरह प्रभावित मुद्राओं में से एक था, क्योंकि विदेशी निवेशकों ने उन्नत अर्थव्यवस्था बाजारों में बढ़ती प्रतिफल की प्रत्याशा में एक आस्ति वर्ग के रूप में ईएमई से धन निकाला लिया। क्या यह समय अलग होगा?

अपने बाकी के संबोधन में, मैं वैश्विक समष्टि-आर्थिक और वित्तीय स्थितियों का आकलन करके, भारतीय अर्थव्यवस्था की स्थिति को इसके अंतर्निहित बुनियादी सिद्धांतों के संदर्भ में, और भारत के बाह्य क्षेत्र के स्वास्थ्य का आकलन करके इस चिंताजनक विषय से निपटने का प्रस्ताव रखूंगा जिसे वैश्विक स्पिलओवर का खामियाजा भुगतना पड़ेगा। मैं आगे चलकर कुछ टिप्पणियों के साथ अपनी बात समाप्त करूंगा।

वैश्विक हालात

वर्ष 2013 में वैश्विक आर्थिक स्थितियाँ 2022 में सामने आने वाली परिस्थितियों से मिलती-जुलती थी। वैश्विक अर्थव्यवस्था तब कमजोर थी, वर्ष 2008-09 के वैश्विक वित्तीय संकट से उबरना अभी भी अधूरा था, और रास्ते अलग-अलग थे। राजकोषीय समेकन के बावजूद उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (एई) में सुधार हो रहा था और गति प्राप्त रही थी, लेकिन उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएं (ईएमई) बाह्य वित्तीय स्थितियों के सख्त होने के कारण धीमी हो रही थी।

बड़ा अंतर था महंगाई का। आपूर्ति की स्थिति में सुधार के बीच कमोडिटी की कीमतों में गिरावट आई थी और इसके अलावा, कमोडिटी के लिए प्रमुख ईएमई की मांग में कमी आई थी। नतीजतन, ईंधन और गैर-ईंधन दोनों वस्तुओं की कीमतों में छोटी गिरावट दर्ज की गई। एई में वृद्धि में वृद्धि इन अर्थव्यवस्थाओं में कमी को दूर करने के लिए पर्याप्त नहीं थी और उत्पादन अंतराल[1] बड़ा और ऋणात्मक बना रहा। नतीजतन, मुद्रास्फीति वास्तव में एई में कम हुई। दूसरी ओर, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में, तस्वीर कुछ हद तक आज की स्थितियों के समान थी, जिसमें मुद्रास्फीति लगातार और सीमाबद्ध थी, और मुद्रा मूल्यह्रास से इसे बल मिल गया था।

हालांकि मौद्रिक नीति निभावकारी स्थिति में थी, तथापि, मौद्रिक नीति की भावी कार्रवाई के बारे में काफी अनिश्चितता के बीच वित्तीय बाजार अस्थिर थे। विशेष रूप से, बाजार फेड द्वारा अनुमानित अमेरिकी मौद्रिक नीति के अधिक सख्त होने की आशंका कर रहे थे और यही वह कारक था जो अपेक्षित स्पिलओवर से बड़ा था। ईएमई में, इन स्पिलओवर ने अंतर्निहित कमजोरियों ने परस्पर प्रभाव डाला, पूंजी बहिर्वाह को ट्रिगर किया और उनमें से कुछ में विशेष रूप से 'नाजुक पांच' के बीच वित्तीय स्थितियों का उल्लेखनीय रूप से सख्त होना है। हालांकि, बाजार वास्तविक अर्थव्यवस्था से आगे बढ़ते हुए पाए गए, फिर भी जैसे-जैसे घटनाएं सामने आईं, फेड ने सितंबर में टेपरिंग शुरू नहीं करने का फैसला किया, जिसके परिणामस्वरूप बॉन्ड प्रतिफल में मामूली कमी आई।

वर्ष 2022 तक, वैश्विक सुधार एक बार फिर कमजोर दरीचे पर है जो तीक्ष्ण है और नुकसान पहुँचने का खतरा है। जैसा कि मैंने पहले कहा था, ओमिक्रोन लहर ने अपना असर डाला है और 2022 की पहली तिमाही में गति के क्षय होने के बढ़ते प्रमाण हैं। 2013 में, एई और ईएमई के लिए रास्ते अलग हो रहे हैं, एई के साथ महामारी से पहले की प्रवृत्तियों को पार करने की उम्मीद है जबकि ईएमई पीछे है। इसके अलावा, वित्तीय बाजार अब अत्यधिक अस्थिर हैं, क्योंकि वे 2013 की घातक स्थिति में थे। युद्ध ने दृष्टिकोण में एक नया आयाम जोड़ा है, और वास्तव में, एक भारी गिरावट आई है।

हालांकि, अन्य व्यापक आर्थिक और वित्तीय स्थितियों के संबंध में, 2022 और 2013 इसके विपरीत अध्ययन हैं। एई इस साल बहु-दशक/रिकॉर्ड ऊंचाई पर मुद्रास्फीति से जूझ रहे हैं। कई उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में भी, मुद्रास्फीति लक्ष्य से काफी ऊपर है, जिससे उन्हें नीतिगत दरों को बढ़ाने में पहला पहल

[1] आउटपुट अंतराल वास्तविक आउटपुट और इसके संभावित स्तर या प्रवृत्ति के बीच अंतर का एक माप है। जब वास्तविक उत्पादन क्षमता से अधिक होता है तो मांग बढ़ रही है, और उत्पादन अंतराल धनात्मक होता है। जब वास्तविक उत्पादन अपनी क्षमता से कम होता है, तो मांग कमजोर होती है, और उत्पादन अंतराल ऋणात्मक होता है।

करने वाला बनने के लिए प्रेरित किया जा रहा है, जिसे एई इस समय के आसपास भी पालन कर रहे हैं। वित्तीय स्थितियों के संदर्भ में, यह ध्यान में रखना महत्वपूर्ण है कि यूएस टेपर में 2014 में दस महीनों की अवधि में यूएस 85 बिलियन अमेरिकी डॉलर की मासिक खरीद कार्यक्रम को बंद करना शामिल था। इसके विपरीत, मार्च 2022 तक चार महीने में यूएस 120 बिलियन अमेरिकी डॉलर की मासिक खरीद कार्यक्रम प्रभावित हो रहा है। 2014 के टेपर के शुरू होने से पहले, फेड ने 64 महीनों की अवधि में अपने तुलन-पत्र को लगभग 3.1 ट्रिलियन अमेरिकी डॉलर तक बढ़ा दिया था। महामारी के प्रत्युत्तर में, फेड की बैलेंस शीट में मार्च से नवंबर 2020 तक नौ महीनों में 3.1 ट्रिलियन अमेरिकी डॉलर का विस्तार हुआ है। इसने आगामी ग्यारह महीनों में अक्टूबर 2021 तक एक और 1.3 ट्रिलियन अमेरिकी डॉलर का विस्तार किया और मार्च की शुरुआत तक बढ़ना जारी रखा।

फिर, 2022 में यह सर्वविदित है, जो सबसे बड़ा अंतर-लौकिक अंतर बना रहा है। वित्तीय बाजारों ने 25 फरवरी को दुनिया भर में रक्तपात के साथ पहले मिसाइलों और हवाई हमलों पर प्रतिक्रिया व्यक्त की। इक्विटी और मुद्रा बाजारों में गिरावट आई, और सुरक्षा के लिए भगदड़ ने अमेरिकी कोषागारों, सोने और अमेरिकी डॉलर के साथ-साथ येन जैसी कुछ सुरक्षित घरेलू मुद्राओं की कीमतों को भी बढ़ा दिया। हालाँकि, ये बाह्यताएँ या स्पिलओवर हैं जिन्हें पहले देखा जा चुका है। वास्तव में, इक्विटी बाजार उसी दिन और अगले दिन तक कारोबार के करीब पहुंच गए, हालांकि 27 फरवरी को स्विफ्ट अपवर्जन सहित नए प्रतिबंधों की घोषणा होने पर वे फिर से डूब गए।

कुछ स्पिलओवर हैं जो हमने पहले नहीं देखे हैं। कमोडिटी की कीमतों में एक समान तरीके से वृद्धि हो रही है। विशेष रूप से, ऊर्जा की कीमतें टूटती जा रही हैं, जिसे व्यापक रूप से कांच की छत के रूप में माना जाता है। अंतरराष्ट्रीय स्तर पर कच्चे तेल की कीमतें 2014 के बाद पहली बार 100 अमेरिकी डॉलर को पार कर गईं। प्रतिबंधों के नए दौर के साथ, 125-150 अमेरिकी डॉलर के स्तर का परीक्षण किया जा सकता है। यूरोप में प्राकृतिक गैस वायदा 50-70 फीसदी चढ़ा। निकल, तांबा, एल्युमीनियम और पैलेडियम की बेंचमार्क कीमतें एक दशक में अपने उच्चतम स्तर पर हैं। गेहूं और मक्का वायदा कई साल के उच्चतम स्तर पर है। दुनिया उर्वरक की ऊंची कीमतों और ऊर्जा आपूर्ति पर प्रतिबंधों के लिए भी तैयार है। यद्यपि आज की स्थिति 1970 के दशक के तेल के आघातों से काफी अलग है, ऊर्जा बाजार वैश्विक हैं और कीमतों में उतार-चढ़ाव दुनिया भर में अपना रास्ता तलाश लेती हैं। घरेलू खर्च में कटौती हो सकती है और मंदी का खतरा तेज हो सकता है।

घरेलू स्थूल मूल बातें

उच्च अनिश्चितता और जोखिम की उच्च धारणाओं से भरे एक गतिशील अंतरराष्ट्रीय वातावरण में, यह अंततः समष्टि-आर्थिक बुनियादी बातों की ताकत और लचीलापन है जो बाहरी झटकों को प्रबंधित करने की हमारी क्षमता को निर्धारित करेगा। इस संदर्भ में 2013 के अनुभव से सबक लेना फायदेमंद है।

वर्ष 2009 में, भारत राजकोषीय और मौद्रिक प्रोत्साहन के बूते वैश्विक वित्तीय संकट (जीएफ़सी) से उबरने वाले पहले देशों में से एक था। भारत की अंतर्निहित क्षमता के बारे में आकांक्षाएं पहुंच के भीतर लग रही थीं। हालाँकि, इतिहास अन्यथा निर्धारित करेगा। प्रोत्साहन के धीरे-धीरे समाप्त होने से अर्थव्यवस्था ने गति खो दी। इसके साथ निजी कॉरपोरेट क्षेत्र के नेतृत्व में निवेश दर में लगातार गिरावट, बैंक ऋण की धीमी गति और बाहरी असंतुलन का विस्तार था, जिस पर मैं जल्द ही वापस लौटूंगा। हालांकि, 2011-14 की अवधि में निजी खपत मजबूत रही और भारत में विकास का मुख्य आधार बना रहा।

वर्तमान पर आते हैं। महामारी से पहले, एक चक्रीय मंदी ने 2019-20 में अर्थव्यवस्था की वृद्धि को जीएफसी के बाद से सबसे कम दर पर ले लिया था, लेकिन यहां तक कि यह निम्नतर स्तर भी महामारी से उबरने के मूल्यांकन के लिए एक संदर्भ बिंदु बन गया है। संक्रमण की पहली लहर के शीर्ष पर होने से भारत दुनिया की सबसे गहरी मंदी में से एक की चपेट में आ गया, जिसमें जीडीपी में 2020-21 की पहली तिमाही में 23.8 प्रतिशत की गिरावट आई है। वर्ष की दूसरी छमाही के दौरान एक क्रमिक सुधार ने जोर पकड़ा, किंतु वो भी दूसरी लहर से बाधित हो गयी। वर्ष के दौरान, भारतीय अर्थव्यवस्था में 6.6 प्रतिशत की गिरावट आई। दूसरी लहर का खामियाजा 2021-22 की पहली तिमाही में महसूस किया गया। सांख्यिकीय आधार प्रभावों के छद्मावरण में,

जीडीपी का स्तर महामारी से पहले (या इसी 2019-20) के स्तर से 8.3 प्रतिशत नीचे गिर गया। जहां दिसंबर 2021 के अंत में शुरू हुई तीसरी लहर का अपेक्षाकृत हल्का प्रभाव पड़ा है, जो कि उच्च आवृत्ति संकेतकों में परिलक्षित होता है, वहीं वर्ष 2021-22 में जीडीपी के महामारी से पहले के स्तर से केवल 1.8 प्रतिशत ऊपर उठने की उम्मीद है। निजी खपत अपने महामारी-पूर्व स्तर से सिर्फ एक थोड़ी मात्र है, जिसमें विवेकाधीन खपत खर्च में कर्षण की कमी है। निजी निवेश ने अभी तक सुधार में भाग नहीं लिया है।

संक्षेप में, भारत की विकास गाथा उतनी ही कमजोर बनी हुई है जितनी 2013 के टेपर टैंट्रम के समय थी। हाल ही में युद्ध की गूंज ने, वास्तव में, जोखिमों के संतुलन को नीचे की ओर झुका दिया है। हालांकि, 2022-23 में पूंजीगत व्यय पर सरकार का जोर, उत्पादक क्षमता में वृद्धि, निजी निवेश का अंतरगमन और आरबीआई द्वारा उत्पन्न अनुकूल वित्तीय स्थितियों के बीच कुल मांग को मजबूत करने और व्यापार और उपभोक्ता विश्वास में सुधार करके इस बार गेमचेंजर हो सकता है। एक और उम्मीद की किरण निर्यात प्रदर्शन है, जिसे मैं वर्तमान में बदलूंगा, लेकिन घरेलू निवेश के विपरीत, निर्यात कुछ अर्थों में वैश्विक घटनाक्रम से बंधा हुआ हैं। फरवरी 2022 में इन सभी कारकों को ध्यान में रखते हुएआरबीआई ने 2022-23 में भारतीय अर्थव्यवस्था की वृद्धि दर 7.8 प्रतिशत रहने का अनुमान लगाया था। यूक्रेन में युद्धस्थिति उत्पन्न होने और उसके नतीजों की समीक्षा की आवश्यकता हो सकती है। मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) के लिए द्विमासिक बैठक चक्र का चुनाव यह सुनिश्चित करता है कि अप्रैल में होने वाली बैठक में सभी उपलब्ध डेटा आमद और विश्लेषणात्मक अपडेट के साथ ऐसा किया जाएगा।

मुद्रास्फीति के स्वरूप में ही 2013 और आज के बीच का महत्वपूर्ण अंतर कई सबकों के साथ सामने आता है। उस समय भारत के मूल सिद्धांतों में मुख्य दोष लाइन मुद्रास्फीति थी। सबसे पहले, थोक मूल्य सूचकांक (डबल्यूपीआई) द्वारा मापी गई मुद्रास्फीति ने दिसंबर 2009 तक ऊंचाई और दृढ़ता हासिल कर ली थी। उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई)[2] के संदर्भ में, मुद्रास्फीति के दबावों का संकेत पहले भी दिया गया था। दूसरा, खाद्य कीमतें अक्टूबर 2008 की शुरुआत से (यहां तक कि सीपीआई में भी) दोहरे अंकों में हावी रही थीं और 2009 के असफल मानसून ने ही इन दबावों को बढ़ाया। खाद्य मुद्रास्फीति का मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं पर एक प्रमुख प्रभाव है और यह गैर-खाद्य गैर-ईंधन घटकों तक फैल जाता है, जिससे सामान्यीकृत मुद्रास्फीति होती है जैसा कि 2011-13 के दौरान हुआ था। इस प्रकार, सीपीआई की ओर से पूर्व चेतावनी के संकेत मिल रहे थे, लेकिन उनको अनदेखा किया गया। तीसरा, मुद्रास्फीति के लिए समायोजित ग्रामीण मजदूरी 2009-13 के दौरान 7.4 प्रतिशत की वार्षिक दर से बढ़ी, मजदूरी कीमतों में उतरोत्तर वृद्धि से मुख्य खुदरा मुद्रास्फीति और बढ़ गयी। चौथा, अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतें 100 अमेरिकी डॉलर प्रति बैरल से ऊपर चल रही थी, लेकिन घरेलू पंप की कीमतों को कम कर घटक द्वारा कुशन किया गया था और इसके अलावा, अंतरण को प्रशासनिक रूप से वापस रखा गया था। पांचवां, मौद्रिक नीति ने बिना किसी स्पष्ट सांकेतिक एंकर के बहु संकेतक दृष्टिकोण का पालन किया।

वर्तमान मुद्रास्फीति की गतिशीलता उन संकटग्रस्त समय से स्पष्ट रूप से अलग है, लेकिन यह अनुभव बहुमिल्य नीति मार्गदर्शन प्रदान करता है। आज, भारत में मौद्रिक नीति एक अच्छी तरह से परिभाषित संस्थागत ढांचे के तहत संचालित होती है, जिसमें मूल्य स्थिरता को प्राथमिक उद्देश्य के रूप में 4 प्रतिशत सीपीआई मुद्रास्फीति के रूप में परिभाषित किया गया है। लक्ष्य से विचलन +/- 2 प्रतिशत के सहिष्णुता बैंड के भीतर की अनुमति है और मुद्रास्फीति की लगातार तीन तिमाहियों में सहिष्णुता बैंड को तोड़ना एक विफलता के रूप में माना जाता है, जिसमें निर्धारित सुधारात्मक कार्रवाई की आवश्यकता होती है। महामारी की शुरुआत के बाद से, भारत बढ़ती मुद्रास्फीति की घटनाओं का सामना कर रहा है, लेकिन हेडलाइन मुद्रास्फीति एकल अंकों में बनी हुई है और लक्ष्य पर वापस लौटने की प्रवृत्ति रही है क्योंकि प्रत्येक आपूर्ति-पक्ष के आघातों में कमी आई है। अधिकांश भाग के लिए, मुद्रास्फीति को खाद्य कीमतों में वृद्धि से प्रेरित किया गया है, लेकिन इस बार मुद्रास्फीति-संवेदनशील वस्तुओं (खाद्य तेल, दालें, आलू और प्याज) की आपूर्ति बढ़ाने के लिए दृढ़ और रणनीतिक कार्रवाई ने इन कीमतों में बढ़ोतरी की कमर तोड़ दी और हेडलाइन मुद्रास्फीति को नियंत्रित किया। भारत ने अपनी खाद्य अर्थव्यवस्था को प्रमुख खाद्य पदार्थों की कमी से अधिशेष

[2] औद्योगिक श्रमिकों के लिए उपभोक्ता मूल्य सूचकांक

और निर्यात में बदल दिया है। वैश्विक स्पिलओवर मुख्य मुद्रास्फीति को निरंतर आधार पर प्रभावित कर रहे हैं और इसे शीर्ष पर बनाए हुए हैं, लेकिन मजदूरी और किराए पर दूसरे दौर के प्रभाव के अभाव, और कॉरपोरेट्स के बीच कम कीमत निर्धारण ऊर्जा और पेट्रोलियम उत्पादों पर उत्पाद शुल्क में कटौती ने इन ऊपरी दबावों को कम कर दिया है। इसके अलावा, महामारी के दौरान वृद्धि के मद्देनजर पंप की कीमतों का कर घटक अभी भी पर्याप्त है, जिससे इन करों को कम करने और खुदरा मुद्रास्फीति के लिए अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों के संचरण को कुशन करने के लिए गुंजाइश उपलब्ध है। अंत में, जनवरी 2022 तक सीपीआई मुद्रास्फीति के विकास से पता चलता है कि सांख्यिकीय आधार प्रभाव इसे शीर्ष पर बनाए हुए हैं; दिसंबर 2021 और जनवरी 2022 के दौरान कीमतों में महीने दर महीने बदलाव में वास्तव में गिरावट आई है।

इन घटनाक्रमों के परिणामस्वरूप, मुद्रास्फीति 2013 की तुलना में कम स्थिर और कम सामान्यीकृत है। आरबीआई के जनवरी 2022 के नवीनतम सर्वेक्षण से पता चलता है कि परिवारों की मुद्रास्फीति की प्रत्याशाएँ क्रमशः तीन महीने आगे और एक साल आगे 170-190 आधार अंक कम हो गई हैं। तदनुसार, फरवरी 2022 में, आरबीआई ने 2022-23 की तीसरी तिमाही तक मुद्रास्फीति को लगभग 4 प्रतिशत तक कम करने का अनुमान लगाया। स्पष्ट रूप से, हाल के भू-राजनीतिक घटनाक्रम इन अनुमानों के लिए एक उल्टा जोखिम पैदा करते हैं और अप्रैल में एमपीसी की आगामी बैठक पूरी तरह से पुनर्मूल्यांकन प्रदान करेगी, लेकिन स्पष्ट जवाबदेही के साथ कीमत स्थिरता पर मौद्रिक नीति का ध्यान और कीमतों को काबू में बनाए रखने के लिए सरकार की सक्रिय कार्रवाई विश्वास दिलाता है कि भारत इस तूफान से बच जाएगा।

स्पिलओवर और बाह्य सुदृढ़ता

यह किसी देश के बाह्य क्षेत्र का स्वास्थ्य ही है जो इसे वैश्वीकृत दुनिया में अंतरराष्ट्रीय स्पिलओवर से बचाता है। बाह्य क्षेत्र की स्थिति अंतर्निहित समष्टि-आर्थिक मूल सिद्धांतों को दर्शाती है, जिसकी मैंने अभी चर्चा की है। उदाहरण के लिए, निजी और सार्वजनिक क्षेत्रों का घरेलू बचत-निवेश अंतर वस्तुओं और सेवाओं के निर्यात और आयात के बीच के अंतर का अक्स है या जिसे व्यापक रूप से चालू खाता शेष के रूप में जाना जाता है, जिसे बदले में पूंजी प्रवाह द्वारा वित्तपोषित किया जाता है। यदि निवल पूंजी प्रवाह चालू खाता शेष से अधिक या कम हो जाता है, तो विदेशी मुद्रा भंडार में वृद्धि या गिरावट होती है। इसी तरह, आयात की कीमतों से प्रभावित होने पर, निर्यात की कीमतों को प्रभावित करके मुद्रास्फीति बाह्य क्षेत्र में फैल जाती है। किसी देश और बाकी के विश्व के बीच मुद्रास्फीति अंतर विनिमय दर के अंतर्निहित स्तर को निर्धारित करता है। आमतौर पर, कीमत स्थिरता के साथ मजबूत वृद्धि संभावनाओं वाले देश विदेशों से पूंजी प्रवाह के लिए एक पसंदीदा स्थान बन जाता है, जबकि खराब वृद्धि दृष्टिकोण और/या उच्च मुद्रास्फीति वाले देश को पूंजी बहिर्वाह का सामना करना पड़ सकता है। जहां स्पिलओवर वैश्विक और अपरिहार्य हैं, वहीं मैक्रो-फंडामेंटल राष्ट्रीय हैं और राष्ट्रीय सीमाओं से परे होने वाले आघातों से एक सुरक्षा प्रदान करते हैं।

वर्ष 2022 में, भारत को कच्चे तेल की अंतरराष्ट्रीय कीमतों में वृद्धि और सोने के आयात की मात्रा से 2013 के समान जोखिमों का सामना करना पड़ता है। फिर भी, बाह्य क्षेत्र 2013 की तुलना में कहीं अधिक व्यवहार्य है। यहां तक कि एक उबरती अर्थव्यवस्था आयात मांग मजबूत होने और वर्तमान में औसत अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतें 100 अमेरिकी डॉलर प्रति बैरल से ऊपर रहने की वजह से चालू खाता घाटा जीडीपी के 2.5 प्रतिशत के भीतर रहने की उम्मीद है, जो 2014-21 के दौरान जीडीपी का औसतन 1.1 फीसदी रहा। इसके विपरीत, टेपर 2013 से पहले चालू खाता घाटा 2009-13 के दौरान औसतन 3.7 प्रतिशत था, जो 2012-13 की तीसरी तिमाही में 6.8 प्रतिशत के शीर्ष पर था। हाल की अवधि में चालू खाते में सुधार और आगे चलकर 2022-23 के लिए क्रमशः 450 बिलियन अमेरिकी डॉलर और 300 बिलियन अमेरिकी डॉलर के लक्ष्य के साथ, वस्तु और सेवाओं दोनों के मजबूत निर्यात प्रदर्शन से ताकत मिलती है। हालांकि, 2012-13 में, वस्तुओं और सेवाओं का निर्यात सपाट था और अगले वर्ष में कमजोर रहा। आगे चलकर 2022-23 में निर्यात क्षमता में वृद्धि द्विपक्षीय व्यापार समझौतों और उत्पादन से जुड़े प्रोत्साहन (पीएलआई) योजना, समर्पित औद्योगिक पार्कों और महत्वपूर्ण कच्चे माल और मध्यवर्ती की उपलब्धता का विस्तार करके निर्यात को प्रतिस्पर्धात्मकता प्रदान करने के लिए उठाए जा

रहे कदमों पर ध्यान केंद्रित करना है। भारत और व्यापारिक साझेदारों के बीच मुद्रास्फीति अंतर कम होने के साथ, विदेशी बाजारों में भारतीय उत्पादों की कीमत प्रतिस्पर्धात्मकता में सुधार हो रहा है।

बाह्य वित्त पोषण अब एक बाध्यकारी बाधा नहीं है। स्थिर प्रवाह जैसे कि प्रत्यक्ष विदेशी निवेश (एफ़डीआई) भारत में निवल पूंजी प्रवाह पर हावी है। वास्तव में, एफडीआई अकेले ही आज चालू खाता अंतर को पूरी तरह से वित्तपोषित करता है। तुलनात्मक रूप से, एफडीआई ने 2009-13 के दौरान निवल पूंजी प्रवाह के एक तिहाई से भी कम था, जिससे एक ऐसी स्थिति पैदा हो गई जब कुल पूंजी प्रवाह वित्त पोषण की आवश्यकता से कम हो गया, जिससे 2011-12 में आरक्षित निधि को कम करना आवश्यक हो गया। 2022-23 में एफडीआई की एक मजबूत पाइपलाइन का फायदा उठाने के लिए तैयार है।

भारत के बाह्य कर्ज प्रोफाइल में संरचनागत बदलाव आया है जो सुदृढ़ता बढ़ाता है। 2013 के टेपर से पहले, भारत ने इस हद तक अल्पकालिक कर्ज जमा किया था कि कुल विदेशी कर्ज में उसका हिस्सा मार्च 2006 के अंत में लगभग 18.3 प्रतिशत से बढ़कर मार्च 2013 तक 42.1 प्रतिशत हो गया था। तब से, अल्पावधिक कर्ज की हिस्सेदारी मोटे तौर पर अपरिवर्तित रही है। वास्तव में, जीडीपी में अल्पावधिक ऋण की हिस्सेदारी मार्च 2013 के अंत में 9.4 प्रतिशत से घटकर सितंबर 2021 के अंत में 8.6 प्रतिशत हो गई है। यह भी उल्लेखनीय है कि ईएमई में भारत के जीडीपी में विदेशी कर्ज का अनुपात सबसे कम है।

शायद भारत के बाह्य क्षेत्र की सबसे बड़ी ताकत विदेशी मुद्रा भंडार की होल्डिंग्स द्वारा प्रदान किया गया बफर है। मार्च 2013 के अंत में भंडार का स्तर जीडीपी के 16.0 प्रतिशत से बढ़कर 20.5 प्रतिशत के वर्तमान स्तर पर पहुंच गया है। भंडार द्वारा संभावित आधार पर प्रदान किया गया आयात कवर दोगुना हो गया है जबकि अवशिष्ट परिपक्वता आधार पर अल्पकालिक विदेशी कर्ज इसी अवधि में भंडार के 59.0 प्रतिशत से घटकर 40.3 प्रतिशत हो गया है। यह जानकर सुकून मिलता है कि भारत के पास वर्तमान में दुनिया में अंतरराष्ट्रीय भंडार का पांचवां सबसे बड़ा भंडार है। वास्तव में, भारत की अंतरराष्ट्रीय आस्ति कर्ज, इक्विटी और संविदात्मक दायित्वों के अन्य सभी रूपों सहित भारत की बाह्य देयताओं के तीन-चौथाई हिस्से को कवर करता है। इसके अलावा, वायदा आस्ति और स्वैप लाइनों के रूप में रक्षा की दूसरी पंक्तियाँ भी हैं।

बढ़ी हुई अनिश्चितता की दुनिया में, जिसमें स्पिलओवर सुनामी उन्नत और उभरती अर्थव्यवस्थाओं दोनों को प्रभावित कर सकती है, और भारत इससे अछूता नहीं रह सकता है। फिर भी एक मजबूत और सुदृढ़ बाह्य क्षेत्र इन आघातों को कम कर सकता है, उनके प्रभाव को कम कर सकता है और विदेशों से आने वाले इन ज्वार की लहरों से विचलित हुए बिना राष्ट्रीय उद्देश्यों को आगे बढ़ाने के लिए मौद्रिक नीति के लिए गुंजाइश प्रदान कर सकता है।

निष्कर्ष

भू-राजनीतिक संघर्ष ने वैश्विक वातावरण और उस संदर्भ को बदल दिया है जिसमें मौद्रिक नीति संचालित होती है। जैसा कि निवेशक जोखिमों का पुनर्मूल्यांकन करते हैं और बड़े पैमाने पर पुनर्वितरण निकट प्रतीत हो रहे हैं, इसलिए किसी विशिष्ट देश के लिए पूंजी प्रवाह की दिशा और परिमाण पर कोई स्पष्टता नहीं है। इस बीच, वैश्विक आपूर्ति श्रृंखला में लगातार व्यवधान, पण्य की कीमतों में तेजी और वित्तीय बाजारों में उतार-चढ़ाव घरेलू चिंताओं से नीतिगत ध्यान भटका रहे हैं।

भारत के लिए, चल रहे संघर्ष के संदर्भ में प्रत्यक्ष व्यापार और वित्त जोखिम सीमित हैं। हालांकि, एक आस्ति वर्ग के रूप में ईएमई पर व्यापक गिरावट के माध्यम से संक्रमण भारत को प्रभावित कर सकता है। मुख्य संचरण चैनल वैश्विक चलनिधि की स्थिति होने की संभावना है, जो सख्त हो रहे हैं। अगर चिंता ने घबराहट का रूप ले लिया तो चलनिधि, विशेष रूप से अमेरिकी डॉलर का वित्तपोषण समाप्त हो सकता है और बाजार की चाल बिगड़ सकती है। कच्चे तेल की कीमत अभी भी 100 अमेरिकी डॉलर प्रति बैरल से अधिक होने से नए समष्टि-आर्थिक विपरीत परिस्थितियाँ संक्रमण का दूसरा चैनल हो सकती हैं। तीसरा चैनल बाजारों और निवेशकों द्वारा भू-राजनीतिक जोखिम का पुनर्मूल्यांकन हो सकता है, जो देश-जोखिम प्रीमियम को बढ़ा सकता है, ईएमई के लिए वित्त पोषण की लागत बढ़ा सकता है और निवेश की मात्रा को कम कर सकता है।

ये कारक पूर्वानुमानों के पुन: अंशांकन को बल प्रदान कर सकते हैं। हाल के घटनाक्रमों के बारे में अत्यधिक प्रारंभिक धारणाओं के साथ सामान्य समय के लिए दबाव परीक्षण आधारभूत पूर्वानुमानों से पता चलता है कि महामारी से भारत का उबरना समष्टि-आर्थिक स्थूल बातों की सहज ताकत पर सुदृढ़ता और कर्षण हासिल करना जारी रह सकता है, लेकिन अभी तक व्यापक-आधारित नहीं है। जहां कृषि और संबद्ध गतिविधियाँ, निर्यात और सार्वजनिक पूंजीगत व्यय की योजनाएँ उज्ज्वल बिंदु हैं जो गुणक प्रभावों के साथ दृष्टिकोण को रोशन करते हैं, वहीं निजी खपत और निवेश में सुधार अभी भी प्रगति पर है। संपर्क-गहन सेवाएं महामारी से पहले के के स्तर से नीचे हैं।

नतीजतन, नीतिगत रुख को सावधानीपूर्वक जांच करने की आवश्यकता है। मौद्रिक नीति निभावकारी की स्थिति में है और संवृद्धि के लिए सहायक वित्तीय स्थितियाँ उत्पन्न करना जारी राखी हुई है। भले ही राजकोषीय समेकन चल रहा हो, फिर भी अर्थव्यवस्था में कुछ प्रोत्साहन है जो 2022-23 तक चलेगा, जैसा कि राजकोषीय आवेग[3] के अनुमानों से पता चलता है।

जहां तक मुद्रास्फीति का संबंध है, अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतें एक भारी जोखिम पेश करती हैं, हालांकि उत्पाद शुल्क को समायोजित करने की गुंजाइश पंप कीमतों तक पहुँचने में देरी कर सकता है। दूसरी ओर, रिकॉर्ड उत्पादन और बफर स्टॉक से खाद्य मुद्रास्फीति में कमी की संभावनाएं प्रबल बनी हुई हैं। मजबूत आपूर्ति पक्ष हस्तक्षेप और घरेलू उत्पादन में वृद्धि मुद्रास्फीति के प्रति संवेदनशील दालों और खाद्य तेल की कीमतों को काबू कर सकती है, हालांकि भू-राजनीतिक स्थिति से स्पिलओवर से इंकार नहीं किया जा सकता है। जहां मुख्य मुद्रास्फीति पर लागतजन्य दबाव ऊंचा बना हुआ है, वहीं अर्थव्यवस्था में बड़ी मात्रा में सुस्ती को देखते हुए, इनपुट लागत दबावों के कम पहुँचने के कारण कारोबारों की बिक्री कीमतों में कमी बनी हुई है। जहां भू-राजनीतिक स्थिति के नतीजों का आकलन किया जा रहा है और इसे हमारे अनुमानों में शामिल किया जाएगा, वहीं मौद्रिक नीति का निर्धारण करने में इस स्तर पर इसे आपूर्ति आघातों के रूप में माना जाना उचित है।

[3] राजकोषीय आवेग को चक्रीय रूप से समायोजित प्राथमिक घाटे में परिवर्तन के रूप में परिभाषित किया गया है।