

विचलन से अभिसरण की ओर पुनर्संतुलन: भारतीय अनुभव*

माइकल देवब्रत पात्र

आप सभी को सुप्रभात!

भारतीय परंपरा में, नमस्कार, जिसका अर्थ है कि मैं आप में विद्यमान दिव्यता को प्रणाम करता हूँ

न्यूयॉर्क के फेडरल रिज़र्व बैंक के वार्षिक केंद्रीय बैंकिंग सेमिनार में यहाँ उपस्थित होना हमेशा संतोषप्रद होता है। पिछले कुछ वर्षों में यह सेमिनार दुनिया भर के केंद्रीय बैंकों के बीच विचारों और अनुभवों के पारस्परिक संबंध और आदान-प्रदान के लिए एक ऐतिहासिक मंच बन गया है। इसलिए, यह कोई आश्चर्य की बात नहीं है कि इसे एक पसंदीदा मंच के रूप में माना जाता है जहाँ पेशे के व्यवसायी कंधे से कंधा मिलाकर चलते हैं और केंद्रीय बैंकिंग में सामयिक रूप से प्रासंगिक मुद्दों पर एक-दूसरे के साथ मिलकर समाज की समग्र भलाई में योगदान के बारे में सीखते हैं।

मैं न्यूयॉर्क फेड के अंतर्राष्ट्रीय नीति और रणनीति के प्रमुख डॉ. नरहरि फाटक - हरि - का आभारी हूँ कि उन्होंने मुझे इस वर्ष के सेमिनार में आमंत्रित किया। जब जुलाई में हरि ने मुझसे संपर्क किया, तो दुनिया में विभिन्न क्षेत्रों में व्यापक आर्थिक मार्ग में काफी भिन्नता थी। इसलिए उस समय केंद्रीय बैंकों द्वारा मौद्रिक नीति के संचालन की परिभाषित विशेषता विचलन थी, जिसने इस वर्ष के सेमिनार के विषय के चयन को प्रेरित किया। हालांकि, तब से, बहुत पानी बह चुका है और दुनिया मौलिक रूप से बदल गई है। इस साल 18 सितंबर को अमेरिकी फेडरल ओपन मार्केट कमेटी (एफएमओसी) ने अपने दर में कटौती चक्र आक्रामक करने के बाद, यूरोपीय सेंट्रल बैंक (ईसीबी) द्वारा वर्ष की दूसरी दर में कटौती और उसके बाद चीन द्वारा प्रोत्साहन उपायों की बौछार

* 21 अक्टूबर, 2024 को न्यूयॉर्क, यूएसए में फेडरल रिज़र्व बैंक, न्यूयॉर्क द्वारा आयोजित न्यूयॉर्क फेड सेंट्रल बैंकिंग सेमिनार में भारतीय रिज़र्व बैंक (आरबीआई) के उप गवर्नर माइकल देवब्रत पात्र द्वारा दिया गया उद्घाटन भाषण। बिनोद बी भोई, हरेंद्र बेहरा, भानु प्रताप, सुब्रत सीट, सुजाता कुंडू, धीरेंद्र गजभिये, संगीता मैथ्यूज, स्नेहार्थी गायेन, आशीष थॉमस जॉर्ज से प्राप्त मूल्यवान टिप्पणियों और विनीत कुमार श्रीवास्तव से संपादकीय सहायता के लिए आभार व्यक्त किया जाता है।

के बाद, जापान, ब्राजील और रूस जैसे कुछ मामलों को छोड़कर, अभिसरण प्रमुख विषय बन गया है। इसलिए, मैंने अपने संबोधन के विषय के रूप में "विचलन से अभिसरण की ओर पुनर्संतुलन" को चुना, जिसके अंतर्गत मैं आपके साथ भारतीय अनुभव के कुछ पहलुओं को साझा करना चाहता हूँ (कृपया प्रासंगिक चार्ट और सारणियों के लिए अनुलग्नक देखें)।

II. आघात और खौफ

दुनिया अनिश्चितता के सागर में डूबी हुई है, जो भू-राजनीतिक संघर्ष, भू-आर्थिक विखंडन, वित्तीय बाजार में अस्थिरता और समग्र नीति अनिश्चितता के रूप में तूफानों से घिरी हुई है, जिसमें बड़े चुनाव वर्ष के दौरान राजनीतिक प्रभाव-विस्तार भी शामिल है, जब दुनिया की आधी से ज्यादा आबादी मतपेटी का सामना करती है। वित्तीय बाजार नीतिगत परिवर्तनों के स्वरूप और समय तथा उनके परिणामों के बारे में केंद्रीय बैंकों से आगे निकलने और उनका अनुमान लगाने में लगे हुए हैं। 31 जुलाई को बैंक ऑफ़ जापान द्वारा दर में वृद्धि और 2 अगस्त को यू.एस. गैर-कृषि पेट्रोल डेटा जारी होने के बाद 5 अगस्त को उत्साह चरम पर पहुँच गया। येन कैरी ट्रेड के कम होने के कारण दुनिया भर के वित्तीय बाजारों में 1987 के ब्लैक मंडे की याद दिलाने वाला खूनी संघर्ष देखने को मिला। फियर गेज़ - सीबीओई¹ अस्थिरता सूचकांक या वीआईएक्स 50 फीसदी से ज्यादा उछलकर 2020 के बाद से अपने उच्चतम स्तर पर पहुँच गया।

एक बार फिर, 3 सितंबर को जारी एकल डेटा पर - यूएस इंस्टीट्यूट ऑफ़ सप्लाइ मैनेजमेंट (यूएस आईएसएम) मैनुफैक्चरिंग इंडेक्स - मंदी की आशंकाएं फिर से उभरीं, जिससे यूएस इक्विटी बाजारों में भगदड़ मच गई जो जल्दी ही एशिया और यूरोप में फैल गई। इस प्रकार, बाजार विचलन से अभिसरण की ओर - हालांकि अव्यवस्थित तरीके से - पुनःसंतुलित हो रहे हैं। प्रत्येक आने वाला डेटा आसान लैंडिंग की बढ़ती भावना को दूर करता हुआ और मुद्रास्फीति रहित मौद्रिक नीति के अंत की आशंकाओं को जगाता हुआ प्रतीत होता है। कुल मिलाकर, हालांकि, बाजारों ने पर्याप्त लचीलापन प्रदर्शित किया है। मैंने जिन आघातों का वर्णन किया है, उनसे उबरने की गति उल्लेखनीय रही है। विनिमय दर में परिवर्तन की तीव्रता पिछले प्रकरणों की तुलना में बहुत अधिक नहीं थी। यह अनुमान लगाया गया है कि

¹ शिकागो बोर्ड ऑफ़ ऑप्शंस एक्सचेंज

येन कैरी ट्रेड का लगभग आधा या 250 बिलियन अमेरिकी डॉलर अप्रभावित था² लीवरेज् पोजीशन फिर से बनाई गई हैं। जोखिम उठाना फिर से शुरू हो गया है, हालांकि अक्टूबर में मध्य पूर्व में संघर्ष के बढ़ने से इक्विटी बाजार की धारणा को कम कर दिया है और पण्य खासकर सोने और कच्चे तेल की कीमतों में उछाल आया है।

III. वैश्विक जोखिमों का आकलन:

III.1. भू-राजनीतिक तनाव, व्यापार और समग्र नीति अनिश्चितता

हम भारतीय रिजर्व बैंक में, वैश्विक जोखिमों की (1) समाचार पत्रों के आलेखों के माध्यम से प्रतिकूल भू-राजनीतिक घटनाओं पर नज़र रखनेवाले भू-राजनीतिक जोखिम (जीपीआर) सूचकांक³; (2) व्यापार नीति अनिश्चितता और बढ़े हुए व्यापार तनावों का उल्लेख करने वाले आलेखों की आवृत्ति को शामिल करनेवाले व्यापार नीति अनिश्चितता (टीपीयू) सूचकांक⁴; और (3) वैश्विक आर्थिक नीति अनिश्चितता (जीईपीयू) सूचकांक⁵ जो पीपीपी-समायोजित आधार पर वैश्विक उत्पादन का लगभग 71 प्रतिशत और बाजार विनिमय दरों पर लगभग 80 प्रतिशत का प्रतिनिधित्व करनेवाले 21 देशों के लिए राष्ट्रीय ईपीयू सूचकांकों का जीडीपी-भारित औसत है - के माध्यम से बारीकी से निगरानी रखते हैं। जीईपीयू सूचकांक वैश्विक आर्थिक गतिविधि पर नीति-संबंधी अनिश्चितता के प्रभाव का आकलन करता है।

ये सूचकांक⁶ सामूहिक रूप से इस बारे में अंतर्दृष्टि प्रदान करते हैं कि व्यापार, भू-राजनीतिक घटनाओं और आर्थिक नीति उपायों से उत्पन्न अनिश्चितता वैश्विक स्तर पर आर्थिक स्थितियों को कैसे प्रभावित कर सकती है, जो संभावित रूप से भारत में व्यापक आर्थिक और वित्तीय स्थितियों को प्रभावित कर सकती है।

² <https://www.ft.com/content/c6596fdd-d184-4dee-b6ff-f70c7081003a>

³ कैलडारा, डी., और लैकोविएलो, एम. (2022)। भू-राजनीतिक जोखिम को मापना। अमेरिकन इकोनॉमिक रिव्यू, 112(4), 1194-1225.

⁴ कैलडारा, डी., लैकोविएलो, एम., मोलिंगो, पी., प्रेस्टिपिनो, ए., और रैफो, ए. (2020)। व्यापार नीति अनिश्चितता के आर्थिक प्रभाव. जर्नल ऑफ़ मॉनेटरी इकोनॉमिक्स, 109, 38-59.

⁵ प्रत्येक राष्ट्रीय ईपीयू सूचकांक आर्थिक नीति अनिश्चितता पर चर्चा करने वाले समाचार पत्र लेखों की आवृत्ति को मापता है, जिसे 1997 से 2015 तक 100 के औसत पर सामान्यीकृत किया जाता है. कृपया बेकर, एस.आर., ब्लूम, एन., और डेविस, एस.जे. (2016) देखें। आर्थिक नीति अनिश्चितता को मापना। दी क्वार्टरली जर्नल ऑफ़ इकोनॉमिक्स, 131(4), 1593-1636.

⁶ 6 ये सभी सूचकांक <https://www.policyuncertainty.com/> द्वारा बनाए गए हैं।

2024 के मध्य तक, जीईपीयू सूचकांक उंचा बना हुआ है, जो दुनिया भर में आर्थिक नीतियों के बारे में चल रही चिंताओं को दर्शाता है। नवंबर 2023 से टीपीयू सूचकांक भी बढ़ रहा है जो विशेष रूप से प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं के बीच व्यापार तनाव और नीतिगत परिवर्तनों से प्रभावित है। इस बीच, जीपीआर सूचकांक महत्वपूर्ण वैश्विक जोखिमों की ओर इशारा करता है, जिसमें हाल ही में चल रहे संघर्षों के कारण वृद्धि हुई है।

मध्य पूर्व में तनाव ने महत्वपूर्ण शिपिंग मार्गों में से एक - स्वेज नहर (यूरोप और एशिया के बीच सबसे छोटा शिपिंग मार्ग) के माध्यम से व्यापार को बाधित कर दिया है। वैश्विक समुद्री व्यापार की मात्रा का लगभग 15 प्रतिशत सामान्य रूप से स्वेज नहर से होकर गुजरता है। इसके बजाय, कई शिपिंग कंपनियों ने अपने जहाजों को केप ऑफ़ गुड होप के आसपास मोड़ दिया है, जिससे डिलीवरी का समय औसतन 10 दिन या उससे अधिक बढ़ गया है। इन व्यवधानों के कारण चीन-यूरोप और चीन-अमेरिका पश्चिमी तट जैसे प्रमुख शिपिंग मार्गों पर माल ढुलाई की दरें भी बढ़ गई हैं, जो महामारी से पहले के स्तर से 3 गुना बढ़ गई हैं।

III.2. वैश्विक वित्तीय स्थितियां

वैश्विक वित्तीय स्थिति सूचकांक (जीएफसीआई) वैश्विक वित्तीय प्रणाली में ऋण की लागत और उपलब्धता का प्रतिनिधित्व करता है⁷। जीएफसीआई ऋण प्रसार, आस्ति कीमतों और मुद्रा, बॉन्ड और इक्विटी बाजारों में अस्थिरता में आम अव्यक्त कारकों के सह-आंदोलन को दर्शाता है - वे तनाव की अवधि के दौरान एक साथ चलते हैं। जीएफसीआई ने 2008-09 के वैश्विक वित्तीय संकट, 2011-12 के दौरान यूरोजोन ऋण संकट और कोविड-19 महामारी के दौरान हाल के अनुभव के दौरान देखी गई सख्त वित्तीय स्थितियों को स्पष्ट रूप से दर्शाया है। दिलचस्प बात यह है कि पिछले प्रकरणों के विपरीत, कोविड-19 महामारी और रूस-यूक्रेन युद्ध के दौरान सख्त वित्तीय स्थितियों को तुरंत उलट दिया गया, जो समकालिक मौद्रिक नीति कार्यों को दर्शाता है।

⁷ सूचकांक को Z-स्कोर के रूप में बनाया गया है, जैसे कि सकारात्मक मूल्य आसान वित्तीय स्थितियों द्वारा रेखांकित सुस्थिर समय का प्रतिनिधित्व करता है, यानी कम लागत और वित्तपोषण की आसान उपलब्धता, जबकि नकारात्मक मूल्य सख्त वित्तीय स्थितियों को इंगित करता है।

III.3. वित्तीय बाजार प्रभाव-विस्तार

वैश्विक प्रभाव-विस्तार आमतौर पर वित्तीय बाजार चैनल के माध्यम से भारत में मुख्य रूप से इक्विटी और मुद्रा खंडों में प्रेषित होते हैं। इसलिए, इन बाजार खंडों में अस्थिरता प्रभाव-विस्तार को डाइबोल्ड-यिलमाज़ कनेक्टडेनेस दृष्टिकोण (2009; 2012)⁸ के आधार पर 21 प्रमुख इक्विटी बाजारों और 22 प्रमुख मुद्राओं (अमेरिकी डॉलर के मुकाबले मापा गया) पर उच्च आवृत्ति डेटा का उपयोग करके निर्मित समय-भिन्न सूचकांकों के माध्यम से ट्रैक किया जाता है। सूचकांकों का मार्ग मोटी रेखाओं (यानी, माध्यिका) द्वारा दिखाया गया है जबकि सूचकांकों के आसपास का छायांकित क्षेत्र बाजारों में प्रभाव-विस्तार की सीमा को दर्शाता है। उदाहरण के लिए, इक्विटी और मुद्रा बाजार दोनों खंडों में वैश्विक अस्थिरता प्रभाव-विस्तार 2020 के दौरान दुनिया भर में कोविड-19 महामारी के फैलने से और पुनः रूस-यूक्रेन युद्ध के कारण अभूतपूर्व ऊंचाई पर पहुंच गया।

IV. भारत के लिए आशय

IV.1. आर्थिक नीति अनिश्चितता

इन वैश्विक सूचकांकों के आधार पर, भारतीय रिज़र्व बैंक के अर्थशास्त्रियों द्वारा भारत के लिए एक नया टेक्स्ट माइनिंग-आधारित नीति अनिश्चितता सूचकांक तैयार किया गया है और उसे अद्यतन किया गया है। यह सूचकांक घरेलू और वैश्विक दोनों घटनाओं के कारण नीति अनिश्चितता का एक माप बनाने के लिए गूगल ट्रेंड से इंटरनेट खोज डेटा का उपयोग करता है। सूचकांक वास्तविक समय में अद्यतन किया जाता है।⁹

भारत के लिए तिमाही आंकड़ों पर संरचनात्मक वेक्टर ऑटोरिग्रेशन (एसवीएआर) ढांचे में सूचकांक पर एक मानक

⁸ डाइबोल्ड, एफ. एक्स., और यिलमाज़, के. (2009)। वैश्विक इक्विटी बाजारों में अनुप्रयोग के साथ वित्तीय आस्तित्व विवरणी और अस्थिरता प्रभाव-विस्तार को मापना। आर्थिक जर्नल, 119 (534), 158-171।

- डाइबोल्ड, एफ. एक्स., और यिलमाज़, के. (2012)। लेने की तुलना में देना बेहतर है: अस्थिरता प्रभाव-विस्तार का पूर्वानुमानात्मक दिशात्मक माप। इंटरनेशनल जर्नल ऑफ फोरकारिस्टिंग, 28(1), 57-66।

⁹ जब अनिश्चितता का सामना करना पड़ता है, तो आर्थिक एजेंटों के लिए अधिक जानकारी के लिए 'खोज' करना आम बात है। गूगल ट्रेंड्स-आधारित अनिश्चितता सूचकांक (भारत-जीयूआई) भारत में राजकोषीय, मौद्रिक और व्यापार नीति से संबंधित कीवर्ड की सूची के लिए इंटरनेट खोज मात्रा का उपयोग करके समग्र अनिश्चितता को मापने के लिए इस व्यवहार का लाभ उठाता है। नीति-संबंधी कीवर्ड केंद्रीय बैंक के नीति वक्तव्यों में उल्लेखों के साथ-साथ वित्तीय प्रेस में कवरेज के आधार पर क्यूरेट किए जाते हैं। अधिक जानकारी के लिए, कृपया प्रताप, बी., और प्रियरंजन, एन. (2023) देखें। अनिश्चितता के मैक्रोइकॉनॉमिक प्रभाव: भारत के लिए गूगल ट्रेंड्स-आधारित विश्लेषण। अनुभवजन्य अर्थशास्त्र, 65(4), 1599-1625।

विचलन आघात लागू करने से एक दिलचस्प परिणाम मिलता है। अमेरिका जैसी उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के मामले में, शोध से पता चलता है कि अनिश्चितता के झटके कम उत्पादन और कम कीमतों का कारण बनते हैं।¹⁰ हालाँकि, भारतीय संदर्भ में, अनिश्चितता के झटके कुल आपूर्ति झटकों की नकल करते हैं, जैसे कि बढ़ी हुई अनिश्चितता धीमी वृद्धि लेकिन उच्च मुद्रास्फीति की ओर ले जाती है। विभिन्न उपायों और पहचान दृष्टिकोणों का उपयोग करके कई अध्ययनों द्वारा इन परिणामों की पुष्टि की गई है।¹¹ यह मौद्रिक नीति के लिए एक दुविधा प्रस्तुत करता है: उच्च मुद्रास्फीति को नियंत्रित करने के लिए से कड़ा करें या कम वृद्धि की प्रतिक्रिया में इसे आसान करें।

IV.2. आपूर्ति शृंखला दबाव

फेडरल रिज़र्व बैंक ऑफ न्यूयॉर्क द्वारा 27 से अधिक चरों को एकीकृत करके विकसित वैश्विक आपूर्ति शृंखला दबाव सूचकांक (जीएससीपीआई) भी भारतीय परिस्थितियों के लिए प्रासंगिक पाया गया है। हमने 19 घरेलू और वैश्विक चरों से सामान्य कारकों को निकालकर भारत को प्रभावित करने वाले आपूर्ति शृंखला दबावों को ट्रैक करने के लिए जीएससीपीआई में प्रयुक्त कार्यप्रणाली के आधार पर भारत के लिए आपूर्ति शृंखला दबावों का एक सूचकांक (आईएसपीआई) विकसित किया है। आईएसपीआई औद्योगिक उत्पादन और जीडीपी का कुशलतापूर्वक पूर्वानुमान लगाता है और निर्यात मात्रा एवं मुद्रास्फीति के लिए एक प्रमुख संकेतक के रूप में कार्य करता है - आपूर्ति शृंखला दबाव औद्योगिक उत्पादन और कोर मुद्रास्फीति में वृद्धि को प्रभावित करते हैं। महामारी के बाद और यूक्रेन युद्ध के बाद की अवधि में महत्वपूर्ण उछाल देखने के बाद, वैश्विक और घरेलू आपूर्ति शृंखला दबाव 2023 की शुरुआत से सामान्य या सामान्य से कम स्तर के आसपास मँडरा रहे हैं। उनकी सापेक्ष नरमी ने वैश्विक और दोनों स्तरों पर मुद्रास्फीति को कम करने में महत्वपूर्ण भूमिका निभाई है।

IV.3. भू-आर्थिक विखंडन और व्यापार प्रवाह

वैश्विक अनिश्चितता विश्व व्यापार की मात्रा में वृद्धि पर भी असर डालती है। बढ़ते भू-राजनीतिक जोखिम के एपिसोड के दौरान, विशेष रूप से फरवरी 2022 में रूस-यूक्रेन युद्ध की शुरुआत और अक्टूबर 2023 से मध्य पूर्वीय क्षेत्रों में तनाव के

¹⁰ लेडुक, एस., और लियू, जेड. (2016)। अनिश्चितता के झटके समग्र मांग के झटके हैं। मौद्रिक अर्थशास्त्र की पत्रिका, 82, 20-35; कुमार, ए., मलिक, एस., और सिन्हा, ए. (2021)। क्या अनिश्चितता हर जगह एक जैसी है? उन्नत बनाम उभरती अर्थव्यवस्थाएं। आर्थिक मॉडलिंग, 101, 105524.

¹¹ प्रताप, बी., और प्रियरंजन, एन. (2023), ऑप सीआईटी।

बढ़ने के बाद भारत के व्यापारिक निर्यात और आयात की मात्रा में वृद्धि नकारात्मक रूप से प्रभावित हुई है। भारत के व्यापारिक निर्यात में 2023-25 (सितंबर 2024 तक) के दौरान औसतन 1.4 प्रतिशत की नकारात्मक वृद्धि दर्ज की गई।

IV.4. जोखिम विश्लेषण पर पूंजी प्रवाह

वैश्विक अनिश्चितताओं के बीच, भारत में इक्विटी प्रवाह द्वारा प्रेरित पूंजी प्रवाह अपेक्षाकृत मजबूत रहा है, है। वैश्विक बॉन्ड सूचकांकों में भारतीय सरकारी बॉन्ड को शामिल करने से ऋण प्रवाह में भी सुधार हुआ है।

जोखिम पर पूंजी प्रवाह (सीएआर) दृष्टिकोण विशिष्ट आघातों के प्रत्युत्तर में अपेक्षित पूंजी बहिर्वाह की मात्रा का आकलन करने के लिए एक उपयोगी संकेतक है।¹² पुश एंड पुल कारकों की प्रतिक्रिया में समय के साथ कर्नेल घनत्व कार्य या पूंजी प्रवाह का वितरण दर्शाता है कि सामान्य समय में, मजबूत पुल कारकों के मद्देनजर भारत से पूंजी पलायन की संभावना नगण्य है। वैश्विक वित्तीय संकटों की नकल करने वाले यूएस सीबीओई वीआईएक्स को लगा एक झटका पूंजी प्रवाह के वितरण को एकसमान करता है और वितरण की परिमितता को बढ़ाता है। यह जीएफसी जैसी उच्च तीव्रता वाली सामान्यतर जोखिम घटनाओं में पूंजी बहिर्वाह की उच्च संभावना को इंगित करता है।

भारत के मामले में पूंजी प्रवाहों के लिए अनुमानित सामान्यतर जोखिम (5 प्रतिशत पर सीएआर) उच्च पाई गई हैं और वे जीएफसी और टैपर ट्रेंड अवधि के दौरान वास्तविक पूंजी बहिर्वाह के साथ मेल खाते हैं। यह विश्लेषण हमें आरक्षित निधि की पर्याप्तता का यथार्थवादी मूल्यांकन करने में मदद करता है।

IV.5. वित्तीय बाजार में अस्थिरता का प्रभाव-विस्तार और वापसी

शेष विश्व से भारतीय इक्विटी और मुद्रा बाजारों में निवल अस्थिरता के प्रभाव - विस्तार के समय-भिन्न माप दर्शाते हैं कि

¹² इस ढांचे में, सबसे पहले, विभिन्न क्वांटाइल्स के लिए पूंजी प्रवाह का पूर्वानुमान लगाने के लिए क्वांटाइल रिग्रेशन का उपयोग करके पूंजी प्रवाह के विभिन्न क्वांटाइल्स और उनके चालकों के बीच एक लिंक स्थापित किया जाता है। दूसरे चरण में, भविष्य के पूंजी प्रवाह के अनुभवजन्य वितरण को प्राप्त करने के लिए पूर्वानुमानित पूंजी प्रवाह का उपयोग किया जाता है। फिर अनुभवजन्य वितरण से एक निश्चित संभावना (यानी, आमतौर पर 5 प्रतिशत) के लिए बहिर्वाह के आकार का अनुमान लगाकर पूंजी प्रवाह के जोखिमों को निर्धारित किया जाता है। कम और उच्च क्वांटाइल्स के पूर्वानुमानित पूंजी प्रवाह समय के साथ सीएआर की गतिशीलता को दर्शाते हैं। विवरण के लिए, कृपया पात्र, एम.डी., बेहरा, एच. और मुदुली, एस. (2022) देखें। जोखिम में पूंजी प्रवाह: भारत का अनुभव आरबीआई बुलेटिन, जून।

निवल आधार पर, किसी भी अन्य उभरती बाजार अर्थव्यवस्था की तरह, भारत वैश्विक जोखिम बाह्यताओं के प्रभाव में है।¹³ कोविड-19 महामारी और रूस-यूक्रेन युद्ध के छिड़ने के बाद, ये प्रभाव - विस्तार और बढ़ गए। हाल ही में, अलग-अलग मौद्रिक नीतियों ने इक्विटी बाजारों में कम गंभीर प्रभाव - विस्तार पैदा किए हैं, लेकिन वे मुद्रा बाजार में महत्वपूर्ण बने रहे। "स्पिलबैक" के उदाहरण - भारत द्वारा बाकी दुनिया में अस्थिरता संचारित करना - दुर्लभ बने हुए हैं।

IV.6. वैश्विक घटनाक्रम और वित्तीय प्रणाली दबाव

हम भारतीय वित्तीय प्रणाली में समग्र तनाव स्तर की निगरानी के लिए एक वित्तीय प्रणाली दबाव संकेतक (एफएसएसआई) भी संकलित करते हैं। एफएसएसआई में पाँच वित्तीय बाजार खंडों - इक्विटी; विदेशी मुद्रा; मुद्रा; सरकारी ऋण; और कॉर्पोरेट ऋण बाजार और वित्तीय मध्यस्थ खंडों के तीन समूहों - बैंक; गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियाँ (एनबीएफसी); और म्यूचुअल फंड से संबंधित जोखिम कारक शामिल हैं।¹⁴ इसमें वास्तविक क्षेत्र घटक भी शामिल है, जिसमें वास्तविक चर शामिल हैं, जिनका वित्तीय क्षेत्र के साथ उनके मजबूत अंतर्संबंधों के कारण वित्तीय स्थिरता पर असर पड़ता है। कुल मिलाकर, नौ बाजारों/क्षेत्रों में फैले 39 जोखिम कारकों पर विचार किया जाता है। एफएसएसआई का उद्देश्य (ए) दबाव की अवधि की पहचान करना; (बी) वित्तीय प्रणाली में दबाव की तीव्रता और अवधि का आकलन करना; और (सी) वित्तीय बाजारों और मध्यस्थों की आघातों और असंतुलनों को झेलने की क्षमता का आकलन करना है। एफएसएसआई ने अतीत में प्रमुख दबाव घटनाओं पर नज़र रखी है। नवीनतम

¹³ जबकि माप के नकारात्मक मूल्य यह दर्शाते हैं कि भारत बाकी दुनिया से प्रभाव-विस्तार "प्राप्त करता है"; सकारात्मक मूल्य इस बात पर प्रकाश डालते हैं कि भारत बाकी दुनिया में प्रभाव-विस्तार "संचारित" करता है। कृपया गुप्ता, आर. के., प्रताप बी., राउत एस., और सोना, टी. (2024) देखें। वैश्विक वित्तीय बाजारों के बीच अंतर-संबंध को मापना: भारत के लिए एक अध्ययन आरबीआई मासिक बुलेटिन, भारतीय रिज़र्व बैंक (आगामी)।

¹⁴ जोखिम कारकों को उन चरों में परिवर्तित करके न्यूनतम-अधिकतम विधि द्वारा सामान्यीकृत किया जाता है जो इकाई मुक्त होते हैं और शून्य और एकता के बीच क्रमिक पैमाने पर मापे जाते हैं। प्रत्येक बाजार/क्षेत्र के लिए परिवर्तित जोखिम कारकों को एक उप-संकेतक 'y_i' में समान भार का उपयोग करके एकत्रित किया जाता है, जो ith बाजार/क्षेत्र का प्रतिनिधित्व करता है। समग्र एफएसएसआई की गणना उप-संकेतकों को एकत्रित करके की जाती है, जो फिर से समान विचरण भारित औसत विधि पर आधारित होती है, जहां प्रत्येक उप-संकेतक 'y_i' का भार 'w_i' उसके नमूना मानक विचलन के व्युत्क्रमानुपाती होता है और इसे $w_i = \frac{1}{\sum_{i=1}^n \frac{1}{\sigma_i^2}}$ रूप में निर्धारित किया जाता है। समग्र एफएसएसआई को $FSSI_t = \sum_{i=1}^n w_i y_{it}$ रूप में प्राप्त किया जाता है। एफएसएसआई के उच्च मूल्य अधिक दबाव का संकेत देते हैं। [विवरण के लिए बॉक्स 1.1 देखें: वित्तीय प्रणाली दबाव संकेतक, वित्तीय स्थिरता रिपोर्ट, दिसंबर 2022, आरबीआई]।

एफएसएसआई अपडेट के अनुसार, भारत ने रूस-यूक्रेन संघर्ष के बाद से वित्तीय प्रणाली दबाव में लगातार गिरावट देखी है।

V. भारत के लिए दृष्टिकोण

V.1. संवृद्धि

इस पृष्ठभूमि में, मैं भारतीय अर्थव्यवस्था के दृष्टिकोण की ओर मुड़ता हूँ। हमारा मानना है कि वैश्विक जोखिमों के खिलाफ सबसे अच्छा बचाव व्यापक आर्थिक बुनियादी सिद्धान्तों को मजबूत करना और विवेकपूर्ण व्यापक आर्थिक नीतियों द्वारा समर्थित पर्याप्त बफर का निर्माण करना है।

जैसा कि प्रसिद्ध फ्रांसीसी लेखक विक्टर ह्यूगो ने कहा था: एक विचार से अधिक शक्तिशाली कुछ भी नहीं है जिसका समय आ गया है। उस प्रभावशाली टिप्पणी से प्रेरणा लेते हुए, मैं अपने दृढ़ विश्वास से मानता हूँ कि भारत का समय आ गया है। भारत 28 वर्ष की औसत आयु के साथ दुनिया की सबसे युवा आबादी के साथ अपने भविष्य की ओर बढ़ रहा है। दुनिया के कई देशों के विपरीत, भारत में कामकाजी उम्र की आबादी बढ़ रही है - हर छठा कामकाजी उम्र का व्यक्ति भारतीय है। 1947 में स्वतंत्रता के बाद से, भारत के संवृद्धि पथ में प्रवृत्ति संवृद्धि में 2002-2019 के दौरान 7 प्रतिशत की बढ़ोतरी के साथ तीन संरचनात्मक बदलाव हुए हैं। महामारी में तीव्र संकुचन के बाद, 2021-24 के दौरान औसतन 8 प्रतिशत की एक नई संवृद्धि दर गति बनती दिख रही है। भारत को अब दुनिया की सबसे तेजी से बढ़ती प्रमुख अर्थव्यवस्था माना जाता है। बाजार विनिमय दरों के मामले में यह पहले से ही पांचवीं सबसे बड़ी अर्थव्यवस्था है, और 2030 तक यह तीसरी सबसे बड़ी अर्थव्यवस्था बनने की ओर अग्रसर है।

क्रय शक्ति समता के मामले में यह पहले से ही तीसरी सबसे बड़ी अर्थव्यवस्था है। हमारे अनुमानों से पता चलता है कि महामारी से उबरने के चक्रीय सुधार में भारत की वास्तविक जीडीपी संवृद्धि 2024-25 में 7.2 प्रतिशत और 2025-26 में लगभग 7.0 प्रतिशत होगी। इसके बाद, इस बात की प्रबल संभावना है कि भारत की संवृद्धि 8 प्रतिशत की प्रवृत्ति पर वापस आ जाएगी।

V.2. मुद्रास्फीति

वर्ष 2016 से भारत ने अपनी मौद्रिक नीति रूपरेखा के रूप में लचीले मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण (एफआईटी) को अपनाया है।

उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) हेडलाइन मुद्रास्फीति के संदर्भ में +/- 2 प्रतिशत की सहनशीलता बैंड के साथ मुद्रास्फीति लक्ष्य 4 प्रतिशत निर्धारित किया गया है। यूक्रेन में युद्ध के बाद, अप्रैल 2022 में मुद्रास्फीति 7.8 प्रतिशत के शिखर पर पहुंच गई। नीति दर में संचयी 250 बीपीएस वृद्धि और समायोजन वापसी की प्रवृत्ति के साथ फ्रंटलोड्ड मौद्रिक नीति सख्त होने से मुद्रास्फीति 2023-24 में औसतन 5.4 प्रतिशत तक गिर गई, यानी सहनशीलता बैंड में वापस आ गई। 2024-25 में इसका औसतन 4.5 प्रतिशत और 2025-26 में 4.1 प्रतिशत रहने का अनुमान है। जुलाई-अगस्त के दौरान मुद्रास्फीति लक्ष्य से नीचे गिर गई, लेकिन कुछ खाद्य पदार्थों की कीमतों में आई तेजी और वर्ष-दर-वर्ष माप में निहित प्रतिकूल आधार प्रभावों के कारण सितंबर में यह बढ़कर 5.5 प्रतिशत हो गई। हमारा अनुमान दर्शाता है कि ये मूल्य दबाव अक्टूबर और नवंबर में बने रहेंगे, इससे पहले कि हेडलाइन मुद्रास्फीति दिसंबर 2024 से लक्ष्य के साथ फिर से संरेखित हो जाए और 2025-26 में संरेखित रहे।

V.3. वित्तीय सुदृढ़ता और बफर में सुधार

वर्ष 2018 से भारत वित्तीय संस्थाओं की सुदृढ़ता को मजबूत करने तथा पर्याप्त पूंजी और चलनिधि बफर बनाने में गहन रूप से लगा हुआ है। मान्यता, पुनर्गठन, समाधान और बड़े खाते में डालने सहित विभिन्न प्रक्रियाओं के माध्यम से बैंकों की तुलन पत्रों में हानि को कम किया गया है। जून 2024 के अंत में सकल गैर-निष्पादित आस्तियाँ कुल आस्तियों का केवल 2.7 प्रतिशत थीं। प्रावधानों के लिए समायोजित, निवल गैर-निष्पादित आस्तित्व अनुपात केवल 0.6 प्रतिशत था। भारत में बेसल न्यूनतम पूंजी पर्याप्तता अनुपात 8 प्रतिशत के मुकाबले टियर I पूंजी के लिए कम से कम 7 प्रतिशत के साथ 9 प्रतिशत का न्यूनतम अनुपात लागू किया जाता है। न्यूनतम पूंजी आवश्यकता के अतिरिक्त 2.5 प्रतिशत का पूंजी संरक्षण बफर बनाए रखना होगा, जिससे समग्र विनियामक पूंजी आवश्यकता कुल जोखिम भारित आस्तियों का 11.5 प्रतिशत हो जाएगी। जून 2024 के अंत में, भारत में बैंकों ने 13.9 प्रतिशत की टियर I पूंजी के साथ 16.7 प्रतिशत का पूंजी अनुपात बनाए रखा। अन्य बफर में चलनिधि कवरेज अनुपात शामिल है, जो 100 प्रतिशत से काफी ऊपर है, और प्रावधान कवरेज अनुपात जो 80 प्रतिशत के करीब है। मैक्रो स्ट्रेस टेस्ट से

पता चलता है कि भारत में कोई भी बैंक गंभीर दबाव के तहत भी विनियामक न्यूनतम पूंजी से नीचे नहीं जाएगा।

V.4 बाह्य क्षेत्र संकेतक

चूँकि बाह्य क्षेत्र को वैश्विक प्रसार-प्रभाव से पहला झटका लगता है, इसलिए बाह्य क्षेत्र की सुदृढ़ता का निर्माण करने का नीतिगत प्रयास रहा है। चालू खाता घाटा (सीएडी) सकल घरेलू उत्पाद का लगभग मामूली 1 प्रतिशत है। भारत अपने मजबूत समष्टि आर्थिक बुनियादी ढांचे और स्थिरता के कारण पूंजी प्रवाह का प्राप्तकर्ता रहा है। इसलिए बाह्य वित्तपोषण आवश्यकताओं को आसानी से पूरा किया जाता है। भारत ने विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों का निर्माण करने के लिए सुप्रतिष्ठित अंतरराष्ट्रीय निवेशकों के हितों से प्रेरित अवसर का उपयोग किया है। वर्तमान में, दुनिया में चौथे सबसे बड़े आरक्षित निधि रखने वाले देश के रूप में, भारत की आरक्षित निधियां पूरी तरह से बाहरी ऋण स्तर को कवर करती हैं, सभी ऋण सेवाएं आवश्यकताओं को आसानी से कवर करती हैं और 12 महीने के आयात के बराबर या उसके करीब हैं। भारत की विनिमय दर दुनिया में सबसे कम अस्थिर है। हम विनिमय दर के स्तर पर किसी भी दृष्टिकोण के बिना वित्तीय स्थिरता को बनाए रखने के लिए पर्याप्त चलनिधि सुनिश्चित करने और अस्थिरता को कम करने के लिए विदेशी मुद्रा बाजार में दोनों तरफ से हस्तक्षेप करते हैं - बेचते और खरीदते हैं।

VI. निष्कर्ष

अंत में, मैं कुछ ऐसे अवसरों के बारे में संक्षेप में बात करूँगा जो भारतीय संदर्भ में हाल ही में खुले हैं। भारत परिवर्तनकारी परिवर्तन के लिए डिजिटल तकनीकों का लाभ उठाने में एक विश्व नेता के रूप में उभर रहा है। जेएमए की त्रिमूर्ति - जन

धन (बुनियादी नो-फ्रिल्स खाते); आधार (सार्वभौमिक विशिष्ट पहचान); और मोबाइल फोन कनेक्शन - औपचारिक वित्त के दायरे का विस्तार कर रहे हैं, तकनीकी स्टार्ट-अप को बढ़ावा दे रहे हैं और प्रत्यक्ष लाभ हस्तांतरण लक्ष्यीकरण सक्षम बना रहे हैं। भारत का एकीकृत भुगतान इंटरफ़ेस (यूपीआई), एक निरंतर प्रणाली है जो किसी भी सहभागी बैंक के एकल मोबाइल एप्लिकेशन में कई बैंक खातों को शक्ति प्रदान करती है, अंतर-बैंक पीयर-टू-पीयर और व्यक्ति-से-व्यापारी लेनदेन को निर्बद्ध रूप से आगे बढ़ा रही है। भारत में भुगतान प्रणाली 24x7x365 आधार पर काम करती है। ऑफलाइन भुगतान, फीचर फोन के माध्यम से भुगतान और संवादात्मक भुगतान जैसी कार्यक्षमताएँ शामिल की गई हैं। यूपीआई का अंतरराष्ट्रीयकरण तेजी से आगे बढ़ रहा है।

इन विकासों को ध्यान में रखते हुए, डायनेमिक फैक्टर मॉडल (डीएफएम) का उपयोग करके भारत के लिए डिजिटलीकरण का सारांश माप तैयार किया गया है।¹⁵ सूचकांक बढ़ रहा है, जो निर्बाध डिजिटल क्रांति को दर्शाता है।

डिजिटलीकरण के प्रसार ने अर्थव्यवस्था पर डिजिटलीकरण के प्रभावों और मौद्रिक नीति के संचरण के आकलन पर अनुसंधान को बढ़ावा दिया है। भारत के लिए शुरुआती परिणाम फिलिप्स वक्र के तेज होने और कारक उत्पादकता में सुधार का संकेत देते हैं, जो मौद्रिक नीति संचरण की प्रभावशीलता में सुधार का संकेत देते हैं।

भारत आगे बढ़ रहा है जो अपनी आकांक्षाओं की खोज में तेजी से बदल रहा है। जैसा कि मैंने विभिन्न ताकतों का यहां पर एकत्रित वर्णन किया है, यह सदी विश्व मंच पर भारत के उत्थान को चिह्नित कर सकती है।

धन्यवाद।

¹⁵ यह सूचकांक डिजिटल भुगतान, इंटरनेट उपयोगकर्ताओं की संख्या, मोबाइल फोन उपभोक्ताओं की संख्या, प्रति 100 व्यक्तियों पर उत्पन्न क्यूआर कोड की संख्या, सॉफ्टवेयर उद्योग को ऋण, आईसीटी (सूचना और संचार प्रौद्योगिकी) में निवेश और आईसीटी क्षेत्र में कार्यरत लोगों पर आधारित है।