आर्थिक सुदृढ़ता के लिए नीतिगत ढांचा: उभरते बाजार और भारत*

डॉ. पूनम गुप्ता

बिजनेस स्टैंडर्ड बीएफएसआई इनसाइट समिट में यहां आना मेरे लिए खुशी की बात है। मैं इस अवसर के लिए आयोजकों को धन्यवाद देना चाहती हूं।

अपनी संक्षिप्त टिप्पणियों में, मैं सामान्य रूप से उभरते बाजारों (ईएम) और विशेष रूप से भारतीय अर्थव्यवस्था की आर्थिक और वित्तीय सुदृढ़ता पर विचार करूंगी। इस संदर्भ में, यह ध्यान दिया जा सकता है कि आईएमएफ की हाल ही में संपन्न वार्षिक बैठकों में, दो विरोधाभासी विषय प्रमुख रहे हुए: अभूतपूर्व वैश्विक नीति अनिश्चितता; और अर्थव्यवस्थाओं की आघात-सहनीयता।[1]

वैश्विक अर्थव्यवस्था ने बदलती व्यापार नीतियों और भू-राजनीतिक तनावों के प्रति उल्लेखनीय आघात-सहनीयता दिखायी है। वैश्विक संवृद्धि पहले की तुलना में बेहतर रही है। वर्तमान में, मुद्रास्फीति के प्रति नज़रिया ज्यादातर देशों में सौम्य है (इस तथ्य के बावजूद कि कुछ उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति का स्तर उनके संबंधित लक्ष्यों से कुछ अधिक है)। कम मुद्रास्फीति ने सभी क्षेत्राधिकारों में मौद्रिक नीतियों को आसान बना दिया है। विभिन्न देशों में बैंकिंग क्षेत्र ज्यादातर आघत-सहनीय हैं।[2]

आईएमएफ ने कुछ कारकों पर सुझाव दिया है जो इस सुदृढ़ता में योगदान दे रहे हैं।[3] इनमें ईएम में बेहतर नीतिगत ढांचा; टैरिफ परिणाम पहले की तुलना में कम होना; और भागीदार देशों द्वारा बहुत सीमित प्रतिशोध शामिल हैं।[4] दूसरे शब्दों में, ईएम में नीतिगत ढांचे को, उनकी आर्थिक सुदृढ़ता के साथ-साथ वैश्विक अर्थव्यवस्था में सुदृढ़ता के लिए भी श्रेय दिया जाना चाहिए। इसलिए, प्रश्न हैं: ईएम की इस सुदृढ़ता को किन कारकों ने संभव बनाया है? क्या वे बने रहेंगे? भारत ने अपने नीतिगत ढांचे और आर्थिक सुदृढ़ता पर कितना अच्छा प्रदर्शन किया है?

उभरते बाजारों ने आर्थिक और वित्तीय आघात-सहनीयता कैसे हासिल किया है?

दिल्ली स्कूल ऑफ इकोनॉमिक्स में अर्थशास्त्र में मास्टर डिग्री पूरी करने और दिल्ली विश्वविद्यालय में दो साल तक पढ़ाने के बाद, मैंने 1993 में ग्रेजुएट स्कूल में दाखिला लिया। अपने दूसरे वर्ष में, मैंने अंतरराष्ट्रीय वित्त पर एक पाठ्यक्रम में दाखिला लिया। वर्ष 1994 था और मेक्सिको में भुगतान संतुलन का संकट सामने आ रहा था, जो अर्जेंटीना और अन्य चुनिंदा लैटिन अमेरिकी अर्थव्यवस्थाओं में फैल गया, जिसमें कई अन्य देशों और क्षेत्रों में दूरगामी संक्रमण का खतरा था। घर पर 1991 के संकट को देखने के बावजूद, मेरे पास उस समय ऐसे संकटों पर साहित्य का पर्याप्त अध्ययन नहीं था।

इस पाठ्यक्रम को करते समय, और बाद में इस क्षेत्र में अपने स्वयं के शोध को आगे बढ़ाते हुए, मैंने अस्थिर समष्टि आर्थिक ढांचे के नुकसान के बारे में अधिक व्यवस्थित रूप से सीखा। उस समय के इन ढांचों में शामिल थे: एक निश्चित विनिमय दर व्यवस्था जिसके परिणामस्वरूप अक्सर मूल्यवृद्धि और वास्तविक विनिमय दर की प्रतिस्पर्धात्मकता में कमी आई और बड़े चालू खाता घाटे। पूंजी खाते और वित्तीय क्षेत्र का समय से पहले और तेजी से उदारीकरण के परिणामस्वरूप बाहरी उधार अत्यधिक बढ़ जाते हैं, अक्सर विदेशी मुद्रा में (जिसे मूल पाप कहा जाता है)।[5] सुस्त राजकोषीय पॉलिसी और

---

* भारतीय रिजर्व बैंक की उप गवर्नर, डॉ. पूनम गुप्ता का संबोधन - 29 अक्टूबर 2025 - बिजनेस स्टैंडर्ड बीएफएसआई इनसाइट समिट, मुंबई में दिया गया। आशीष थॉमस जॉर्ज, जीवी नथनएल और सोमनाथ शर्मा से प्राप्त इनपुट और इंद्रनील भट्टाचार्य, अनुपम प्रकाश, सुनील कुमार, संगीता मिश्रा और सत्यशिबा पाणिग्रही से प्राप्त टिप्पणियों को कृतज्ञतापूर्वक स्वीकार किया जाता है।

[1] हम यहां ईएम पर अधिक ध्यान केंद्रित कर रहे हैं, न कि उन्नत अर्थव्यवस्थाओं या कम आय वाली अर्थव्यवस्थाओं पर, जिनकी अपनी अनूठी आर्थिक विशेषताएं, संभावनाएं और चुनौतियां हैं।

[2] आईएमएफ और अन्य बहुपक्षीय एजेंसियां भी क्षितिज पर मंडराने वाले विभिन्न जोखिमों की ओर इशारा कर रही हैं। वे उत्साहजनक इक्विटी बाजारों (विशेष रूप से प्रौद्योगिकी शेयरों के नेतृत्व में) का उल्लेख करते हैं, जिससे चिंता होती है कि सुधार आने वाला हो सकता है। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के केंद्रीय बैंक अपनी-अपनी अर्थव्यवस्थाओं में बढ़े हुए सार्वजनिक ऋण के बारे में चिंतित हैं और चिंता करते हैं कि एक विघटनकारी समाधान हो सकता है। पिछले कुछ वर्षों में वित्तीय परिदृश्य में महत्वपूर्ण परिवर्तन हुआ है, गैर-बैंक वित्तीय मध्यस्थ (एनबीएफआई) अब बांड और क्रेडिट बाजारों सहित कई बाजारों में बड़ी भूमिका निभा रहे हैं। वित्तीय प्रणाली में इन हल्के विनियमित एनबीएफआई के बढ़ते आकार, जटिलता और अंतर्संबंध ने वित्तीय स्थिरता संबंधी चिंताओं को बढ़ा दिया है।

[3] वर्ल्ड इकोनॉमिक आउटलुक, अक्टूबर 2025।

[4] निजी क्षेत्र की अनुकूलनशीलता और उद्यमशीलता और सहायक वित्तीय स्थितियां अन्य कारक हैं।

[5] आइचेनग्रीन, बीजे, हॉसमैन, आर., और पैनिज़ा, यू. (2002)। मूल पाप: दर्द, रहस्य और छुटकारे का मार्ग।

कमजोर राजकोषीय संस्थान, जो तदर्थ मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क और सेंट्रल बैंकों की सीमित आजादी के कारण राजकोषीय दबदबा और चुनावी-राजकोषीय चक्र, उच्च मुद्रास्फीति, और सीमित पॉलिसी क्रेडिबिलिटी की स्थिति निर्मित हुई।[6]

उस समय यह स्पष्ट हो गया कि अस्थिर पूंजी प्रवाह, जो अक्सर बाहरी ताकतों द्वारा शुरू होता है, इस तरह के समष्टि आर्थिक ढांचे की विशेषता वाले नाजुक संतुलन को उलट सकता है। वास्तव में, कई और देशों, जिनके पास इस तरह के ढांचे थे, ने बाद के वर्षों में भुगतान संतुलन संकट का अनुभव किया। इनमें 1997-98 के एशियाई संकट के दौरान थाईलैंड, दक्षिण कोरिया, इंडोनेशिया, मलेशिया और फिलीपींस शामिल थे; 1998 में ब्राज़ील और रूस; और 2001 में दक्षिण अफ्रीका और तुर्की।[7] यह भी स्पष्ट हो गया कि ये मुद्रा संकट बैंकिंग क्षेत्र को भी निगल सकते हैं, जिसके परिणामस्वरूप «दोहरे संकट» होंगे जिनके गंभीर प्रभाव होंगे।[8]

आने वाले वर्षों में, ईएम के साथ-साथ बहुपक्षीय संस्थानों में व्यापक चर्चा, आत्मनिरीक्षण, विश्लेषण और अनुसंधान किए गए। इसकी परिणति समष्टि आर्थिक प्रबंधन की दिशा में देशों द्वारा किए गए कई नीतिगत सुधारों के रूप में हुई, जैसा कि उन्होंने एक-दूसरे से सीखा और बहुपक्षीय संस्थानों द्वारा समर्थित किया गया।

2000 के दशक की शुरुआत से, ईएम बाहरी क्षेत्र के प्रति अपने दृष्टिकोण अधिक सतर्क हो गए हैं। उन्होंने एक लचीली विनिमय दर नीति बनाए रखी है (ज्यादातर मुक्त फ्लोट के बजाय प्रबंधित फ्लोट)। उन्होंने अपनी देयता डॉलरीकरण को कम कर दिया है। उन्होंने पूंजी खाता उदारीकरण की गति और अनुक्रमण को धीमा और पुनर्निर्धारित किया है। उन्होंने अपने भुगतान संतुलन पर बाहरी आघात के प्रतिकूल प्रभाव के खिलाफ एक कुशन के रूप में कार्य करने के लिए बड़े विदेशी मुद्रा भंडार का निर्माण किया है। दूसरे शब्दों में, वे अपने विदेशी मुद्रा भंडार का उपयोग विनिमय दर में बड़े उतार-चढ़ाव को संशोधित करने के लिए करते हैं, या चालू खाते में अचानक आघात या पूंजी प्रवाह के उलट होने से उत्पन्न विदेशी मुद्रा की मांग को पूरा करने के लिए करते हैं।

इसके अलावा, उन्होंने विश्वसनीय राजकोषीय नियमों को लागू करके अपने घरेलू समष्टि आर्थिक नीति ढांचे को मजबूत किया है, और मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण या अन्य करीबी विकल्पों के साथ मौद्रिक नीति के लिए एक नियम-आधारित ढांचा अपनाया है। उन्होंने अपने बैंकिंग और वित्तीय क्षेत्रों को मजबूत किया है। साथ ही, उन्होंने अपने केंद्रीय बैंकों की स्वतंत्रता में काफी वृद्धि की है।

इन नीतिगत प्रयासों के परिणामस्वरूप, दुनिया ने पिछले ढाई दशकों के दौरान किसी भी देश-विशिष्ट या यहां तक कि क्षेत्रीय भुगतान संतुलन संकट (कुछ अपवादों को छोड़कर) नहीं देखा है।[9] यह आघात-सहनीयता पिछले पांच वर्षों के दौरान स्पष्ट रूप से दिखाई दिया है, जब ईएम को लगातार कई आघातों का सामना करना पड़ा, जैसे कि कोविड-19 महामारी (2020-2021), रूस-यूक्रेन युद्ध (2022) और अन्य भू-राजनीतिक तनाव, मुद्रास्फीति में वृद्धि जिसके परिणामस्वरूप उन्नत अर्थव्यवस्था केंद्रीय बैंकों (2022-23) द्वारा समवेत मौद्रिक सख्ती अपनाई गई, और चल रही व्यापार नीति और टैरिफ आघात (2025)। यह तथ्य है कि ईएम, कुल मिलाकर, सापेक्ष समष्टि आर्थिक स्थिरता के साथ इन आघातों से निपटने में सक्षम हैं, उपर्युक्त नीतिगत प्रयासों की सफलता की एक मिसाल है।

इसका मतलब यह नहीं है कि ईएम को अब नीतिगत चुनौतियों का सामना नहीं करना पड़ता है। लेकिन समष्टि आर्थिक स्थिरता के मुद्दों के बजाय, ईएम को निरंतर संवृद्धि और सार्थक रोजगार सृजन के लिए अधिक जोखिम का सामना करना पड़ता है।

उनकी प्रमुख चुनौती संवृद्धि के नए स्रोतों को खोजने में है। एक ऐसी दुनिया में रहना सीखने में जिसमें संवृद्धि के इंजन के

[6] मैंने जुड़वां संकट पर अपनी पीएचडी थीसिस में तीन में से दो पेपर लिखना समाप्त कर दिया - जब भुगतान संतुलन और बैंकिंग संकट एक साथ होते हैं और एक दूसरे को खिलाते हैं।

[7] इन्हें वैकल्पिक रूप से मुद्रा संकट, भुगतान संतुलन संकट या अचानक बंद होना कहा जाता है।

[8] कामिंस्की, ग्रेसिएला, एल., और कारमेन एम. रेनहार्ट। (1999). «द ट्विन क्राइसिस: द कॉज़ ऑफ़ बैंकिंग एंड बैलेंस-ऑफ-पेमेंट्स प्रॉब्लम्स। अमेरिकन इकोनॉमिक रिव्यू 89 500-473 :(3)।

[9] सीमांत बाजार समान रूप से अछूता नहीं हैं, उनके नीतिगत ढांचे को समान रूप से विकसित नहीं किया गया है।

रूप में व्यापार लड़खड़ा रहा है, और इसलिए, संवृद्धि के घरेलू स्रोतों को एक बड़ी भूमिका निभाने की आवश्यकता है।

2000 के दशक में ईएम में देखी गई आर्थिक संवृद्धि में तेजी वैश्विक व्यापार में तेजी से विस्तार से प्रेरित थी। विश्व व्यापार और सकल घरेलू उत्पाद का अनुपात 1994 में लगभग 41 प्रतिशत से बढ़कर 2008 में 61 प्रतिशत हो गया। तथापि, वर्ष 2008-09 के वैश्विक वित्तीय संकट के बाद से सकल घरेलू उत्पाद के अनुपात में वैश्विक व्यापार सपाट हो गया है, जिससे वैश्विक मांग का लाभ उठाकर ईएम के तेजी से बढ़ने के रास्ते कम हो गए हैं।

हाल ही में, संरक्षणवाद की बढ़ती घटनाओं से वैश्विक व्यापार के लिए एक नया खतरा उभरा है। संवृद्धि में बाहरी मांग के योगदान को कम करने के अलावा, ये संवृद्धि प्रौद्योगिकी हस्तांतरण जैसे चैनलों के माध्यम से घरेलू संवृद्धि के लिए संभावित स्पिलओवर लाभों के प्रभाव को भी कम करते हैं। यहां तक कि कुछ व्यापार संबंधों का पुनर्निर्माण किया जाएगा और अन्य समय के साथ विकसित होंगे, हाइपर वैश्वीकरण की जल्द वापसी की संभावना नहीं है।

न ही विनिर्माण क्षेत्र आर्थिक सफलता का एक निश्चित तरीका बन रहा है (मौजूदा बड़े खिलाड़ियों के बाजार के नेता बने रहने के कारण विनिर्माण क्षेत्र की क्षमता सीमित हो गई है)।

एक और चुनौती, विशेष रूप से उन अर्थव्यवस्थाओं के लिए जहां जनसांख्यिकी अभी भी अनुकूल है, यह है कि अल्प रोजगार उच्च बना हुआ है, जेंडर अंतराल व्यापक बना हुआ है, और श्रमिकों का एक बड़ा हिस्सा कम उत्पादक अनौपचारिक नौकरियों में है।

कुछ ईएम के लिए, उच्च सार्वजनिक ऋण भी चिंता का विषय है। 1990 के दशक में संकट की चपेट में आने के बाद कई ईएम ने राजकोषीय सुदृढ़ता हासिल की। हालाँकि, वैश्विक वित्तीय संकट के बाद, सार्वजनिक ऋण में लगातार वृद्धि हुई है, जो महामारी के दौरान राजकोषीय प्रोत्साहन और नीति सख्त होने से ऋण सेवा के उच्च ब्याज बोझ जैसे क्रमिक आघातों से और भी बढ़ गई है। जबकि ईएम में ऋण स्थिरता के लिए कोई आसन्न जोखिम नहीं है, बढ़े हुए सार्वजनिक ऋण इस ऋण को पूरा करने के लिए बढ़ते ब्याज भुगतान के मद्देनजर उनके विकासात्मक लक्ष्यों के वित्तपोषण के लिए चुनौती पेश करते हैं।

[10] स्रोत: विश्व बैंक। https://data.worldbank.org/indicator/NE.TRD.GNFS.ZS

भारत अपने नीतिगत ढांचे की सुदृढ़ता पर कहां खड़ा है?

भारत के नीतिगत ढांचे में संवर्धन जारी रहा है और वर्तमान में यह वैश्विक स्तर पर सर्वश्रेष्ठ में से एक है। इसकी विनिमय दर, जो 1991 तक आंकी गई थी, तेजी से बाजार संचालित हो रही है। इसके बाहरी खाते का अच्छा प्रबंधन किया गया है। इसके भुगतान संतुलन के वैविध्य में अंतर्निहित शक्ति है। चालू खाते में, वस्तु व्यापार घाटे को मजबूत सेवा निर्यातों और प्रेषण प्राप्तियों द्वारा संतुलित किया गया है। तेल की कीमत पहले की तरह होतोत्साह करने वाला नहीं है। कुल मिलाकर, चालू खाता आघात-सहनीयता प्रदर्शित करता है और संधारणीय है।[11]

पूंजी खाते में भी कई प्रकार के अंतर्वाह होते हैं, जिनमें एफडीआई अंतर्वाह भी शामिल है जो पारंपरिक रूप से स्थिर माना जाता है; और अन्य इक्विटी और ऋण प्रवाह, जो पारंपरिक रूप से अपेक्षाकृत चंचल माने जाते हैं, लेकिन अच्छी तरह से बने हुए हैं। भारत ने धीरे-धीरे लेकिन निश्चित रूप से अपने पूंजी खाते को उदार बनाया है, लेकिन जीडीपी के अनुपात के रूप में बाहरी ऋण कम और स्थिर रहा है। पिछले 10 वर्षों (मार्च 2015 के अंत से मार्च 2025 के अंत तक) में सकल घरेलू उत्पाद के अनुपात में बाहरी ऋण का औसत लगभग 20.5 प्रतिशत है; जून 2025 के अंत तक, सकल घरेलू उत्पाद के अनुपात में बाहरी ऋण 18.9 प्रतिशत था। देयता डॉलरकरण को नियंत्रण में रखने के अलावा, भारत का अल्पकालिक ऋण स्तर भी कम रहा है। अल्पकालिक ऋण (मूल परिपक्वता) का कुल ऋण के अनुपात जून 2025 के अंत तक 18.1 प्रतिशत था।

भारत ने महामारी जैसे आघातों को छोड़कर, बड़े पैमाने पर राजकोषीय सुदृढ़ता के मार्ग का पालन किया है। ऋण की संरचना और सार्वजनिक व्यय की बेहतर गुणवत्ता ने सार्वजनिक ऋण को सुरक्षित बना दिया है। अधिकांश सार्वजनिक ऋण दीर्घकालिक है, स्थानीय मुद्रा में अंकित है, और घरेलू स्तर

[11] पिछले 10 वर्षों के दौरान, चालू खाता घाटा (जीडीपी के % के रूप में) 0.6 से 2.1 प्रतिशत के दायरे में रहा, कोविड वर्ष (21-2020) को छोड़कर, जहां इसने 0.8 प्रतिशत का अधिशेष दर्ज किया था।

पर रखा जाता है (जिसका एक बड़ा हिस्सा संस्थागत निवेशकों द्वारा रखा जाता है)। इसके अलावा, अनुकूल संवृद्धि और ब्याज दर अंतराल ने सार्वजनिक ऋण के वर्तमान स्तर को धारणीय बनाया है।[12]

2016 में शुरू की गई मौद्रिक नीति के लिए लचीली मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण ढांचा, भारत में एक प्रमुख संरचनात्मक सुधार था। लचीली मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण को अपनाने के बाद साक्ष्य बेहतर परिणामों की ओर इशारा करते हैं: मुद्रास्फीति कम और कम अस्थिर हो गई है; मुद्रास्फीति की उम्मीदें बेहतर हैं; और मौद्रिक नीति का प्रसारण अधिक प्रभावी हो गया है। मुद्रास्फीति के लक्ष्य से नीति निर्माण में अधिक पारदर्शिता आई है। बार-बार संचार ने उम्मीदों को मजबूत करने और विश्वसनीयता बनाने में मदद की है। हितधारकों के साथ निरंतर जुड़ाव है, जिससे मौद्रिक नीति दो-तरफ़ा परामर्श प्रक्रिया बन गई है।

नीतिगत सुधारों के पूर्ण मैट्रिक्स के परिणामस्वरूप, भारत की सकल घरेलू उत्पाद और प्रति व्यक्ति आय वृद्धि दर में समय के साथ तेजी आई है; संवृद्धि विश्व में सबसे अधिक रहा है; और इसकी परिवर्तनशीलता में गिरावट आई है।[13]

भारत का निकट अवधि का संवृद्धि दृष्टिकोण भी आशाजनक है। ति1:2025-26 के दौरान 7.8 प्रतिशत की प्रत्याशित दर से मजबूत बढ़ने के बाद, विभिन्न उच्च आवृत्ति संकेतक ति2:2025-26 में भी एक मजबूत विस्तार की ओर इशारा करते हैं। नवीनतम मौद्रिक नीति वक्तव्य में, वित्त वर्ष 2025-26 के लिए संवृद्धि पूर्वानुमान को संशोधित कर 6.8 प्रतिशत कर दिया गया है। मुद्रास्फीति वर्तमान में आठ साल के निचले स्तर 1.5 प्रतिशत पर है। आरबीआई के नवीनतम आकलन के अनुसार, पूरे वर्ष 2025-26 के लिए सीपीआई मुद्रास्फीति 2.6 प्रतिशत रहने का अनुमान है, जो लक्ष्य से बहुत कम है।

निष्कर्ष

1990 के दशक के संकट के दशक से सीखने के बाद, ईएम ने नीतिगत ढांचे और निर्णय लेने की प्रक्रियाओं को लागू किया है, जिसने उन्हें समष्टि आर्थिक और वित्तीय अस्थिरता के प्रति कम संवेदनशील बना दिया है। भारत इन सुधारों को लागू करने में सबसे आगे रहा है। नतीजतन, जबकि बाहरी आघात की तीव्रता में गिरावट नहीं आई है, समष्टि आर्थिक परिणामों की परिवर्तनशीलता काफी कम हो गई है। इस आर्थिक सुदृढ़ता ने नीति निर्माताओं को उत्पादकता बढ़ाने, व्यापार करने में आसानी और वित्तीय मध्यस्थता की गुणवत्ता में सुधार के लिए सुधारों पर ध्यान केंद्रित करने में सक्षम बनाया है। इस तरह के सामूहिक प्रयास निश्चित रूप से भारत को आने वाले दशकों में (और संभवतः आने वाले वर्षों में भी) उभरते बाजार की स्थिति में पहुंचने की राह पर ले जा रहे हैं।

[12] एक अन्य महत्वपूर्ण कारक यह है कि, भारत सरकार के कुल ऋण में विदेशी ऋण 5 प्रतिशत से भी कम होता है, जो बाहरी क्षेत्र के जोखिमों को कम करता है (प्राप्तियां बजट 26-2025, भारत सरकार)।

[13] भारतीय अर्थव्यवस्था पिछले तीन वर्षों (23-2022 से 25-2024) के दौरान औसतन 7.8 प्रतिशत की दर से बढ़ी, जिससे यह सबसे तेजी से बढ़ती प्रमुख अर्थव्यवस्था बन गई। सीपीआई मुद्रास्फीति 23-2022 में 6.7 प्रतिशत के शिखर से घटकर 25-2024 में 4.6 प्रतिशत हो गई। नवीनतम उपलब्ध आंकड़ों के अनुसार, सीपीआई मुद्रास्फीति सितंबर 2025 में 1.5 प्रतिशत थी।