

नीति की अनिश्चितता निवेश को कैसे प्रभावित करती है?

भारत में आर्थिक नीति की अनिश्चितता पिछले दशक में काफी कम हुई है। नीतिगत गतिहीनता के वर्षों के साथ-साथ चलते वर्ष 2011-12 में आर्थिक नीति की अनिश्चितता सबसे अधिक हो गयी थी। तब से आर्थिक नीति की अनिश्चितता नियमित रूप से कम हुई है। भारत में 2015 के बाद आर्थिक नीति की अनिश्चितता में असाधारण कमी आई है। यह इस अवधि के दौरान यू.एस. सहित प्रमुख देशों में आर्थिक नीति की अनिश्चितता में होने वाली वृद्धि के पूर्णतः विपरीत है। जैसी कि उम्मीद है अधिक अनिश्चितता की घटनाएं जैसे 2013 में टेपर टेंट्रम, आर्थिक नीति की उच्च अनिश्चितता ही दर्शा रहा था। व्यापक आर्थिक माहौल, व्यापार की परिस्थितियों और अन्य आर्थिक परिवर्तों कारकों के साथ भी प्रत्यक्ष संबंध रखती है जो निवेश को प्रभावित करते हैं। आर्थिक नीति अनिश्चितता में उछाल से व्यवस्थित जोखिम में वृद्धि होती है और इसी वजह से अर्थव्यवस्था में पूंजी की लागत में वृद्धि होती है। इसके परिणामस्वरूप, उच्च आर्थिक नीति अनिश्चितता निवेश में कमी लाती है विशेष रूप से निवेश अपरिवर्तनीयता के कारण। इस शोध के अनुरूप, आर्थिक नीति अनिश्चितता में किसी प्रकार की वृद्धि भारत में लगभग पांच तिमाही के लिए निवेश में वृद्धि को कम करती है, व्यापक आर्थिक अनिश्चितता के विपरीत, जिसे नियोजित नहीं किया जा सकता, नीति निर्धारक देश में हितकर निवेश वातावरण को प्रोत्साहित करने के लिए आर्थिक नीति की अनिश्चितता को कम कर सकते हैं। निम्नलिखित नीतिगत परिवर्तनों की सिफारिश की जाती है। पहला, नीति-निर्धारकों को अपने क्रियाकलापों को उम्मीद के मुताबिक बनाना होगा, नीति के रुख पर आगे का मार्गदर्शन करना होगा और नीति क्रियान्वयन में अस्पष्टता/मध्यस्थता कम करनी होगी। दूसरा, “जो मापा जाता है उस पर कार्रवाई की जाती है”। इसलिए आर्थिक नीति की अनिश्चितता सूचक पर तिमाही आधार पर उच्चतम स्तर पर नजर रखनी चाहिए। अंततः सरकार में नीति निर्धारण में प्रक्रियाओं का गुणवत्ता आश्वासन अंतर्राष्ट्रीय गुणवत्ता प्रमाणन के माध्यम से क्रियान्वित किया जाना चाहिए।

परिचय

6.1 अर्थव्यवस्था में निवेश के वातावरण पर नीतिनिर्धारण की अनिश्चितता/अस्पष्टता का क्या प्रभाव है? उदाहरण के तौर पर हम एक ऐसे लापरवाही से तैयार किये गये कानून पर विचार करें जो अस्पष्टताओं, संशोधनों, स्पष्टीकरणों और छूटों से भरा पड़ा हो तो उसका परिणाम अनिवार्य रूप से परस्पर विरोधी व्याख्याओं और अंतहीन मुकदमेबाजी में होगा। यह कहने की आवश्यकता ही नहीं है कि ऐसी अनिश्चितता निवेशकों में भय पैदा कर सकती है और अर्थव्यवस्था में निवेश

के वातावरण को बिगाड़ सकती है। आर्थिक नीति में ऐसी अनिश्चितता से बचना चाहिए। इसके विपरीत, एक ऐसा राष्ट्र जो नीतिगत कार्रवाई का पूर्वानुमान सुनिश्चित करता है, नीतिगत कार्रवाई पर मार्गदर्शन करे, मार्गदर्शन के साथ-साथ वास्तविक नीति में व्यापक स्थिरता बनाए रखे, नीति क्रियान्वयन में अस्पष्टता और मध्यस्थता कम करे, आर्थिक नीति निश्चितता उत्पन्न करता है। निवेशक ऐसे वातावरण द्वारा उपलब्ध कराई गई निश्चितता का लाभ ले सकते हैं और इस वातावरण में निवेश करने के लिए बड़ी संख्या में आगे आ सकते हैं।

6.2 इस कठिन प्रश्न पर विचार करने और उचित नीतिगत उत्तर तैयार करने के लिए, जोखिम और अनिश्चितता के बीच के अंतर को समझना आवश्यक होगा। दोनों ही मूल रूप से आर्थिक गतिविधि को प्रभावित करते हैं। हालांकि, जोखिम का परिमाणन किया जा सकता है, परंतु अनिश्चितता को सहज रूप में मापना कठिन है। क्योंकि नीतिनिर्धारक सवैधानिक नियमों और अन्य कानूनी बाध्यताओं द्वारा निर्धारित ढांचे के भीतर निर्णय लेते हैं, जिसमें प्रायः विवेक की जरूरत होती है। इस प्रकार का विवेकाधिकार अनिश्चितता उत्पन्न कर सकता है जो आर्थिक गतिविधि पर प्रभाव डाल सकता है। आर्थिक अनिश्चितता के विभिन्न कारकों में, आर्थिक नीति अनिश्चितता का अधिक महत्व है क्योंकि इस अनिश्चितता का संबंध उस से है जिसे नीतिनिर्धारक नियोजित कर सकते हैं और इसके परिणामस्वरूप आर्थिक गतिविधि पर प्रभाव डाल सकते हैं। उदाहरण के लिए, मानसून आर्थिक गतिविधि को प्रभावित करता है परंतु नीतिनिर्धारकों का इस पर नियंत्रण बिल्कुल नहीं है। आर्थिक नीति की अनिश्चितता में वही अनिश्चितता आती है जिसे नीतिनिर्धारक नियंत्रित कर सकते हैं।

6.3. चूंकि सहज रूप में निहित अनिश्चितता का मापन नहीं हो सकता है, अतः आर्थिक नीति की अनिश्चितता की मात्रा का मापन भी मुश्किल है। तथापि, आमतौर पर विशेषरूप से पाठ विश्लेषण में विश्लेषण प्रगति ने अनिश्चितता की मात्रा को आमतौर पर निर्धारित करने और आर्थिक नीति अनिश्चितता को विशेष रूप से निर्धारित करना संभव कर दिया है। आर्थिक नीति की अनिश्चितता का परिमाण तय करने की वैश्विक स्तर पर मान्यताप्राप्त पहल ब्लूम और अन्य (2016) द्वारा की गई है जिन्होंने भारत सहित विभिन्न देशों के लिए आर्थिक नीति अनिश्चितता का सूचकांक तैयार किया है। नीति संबंधी आर्थिक अनिश्चितता मापने के लिए नीति संबंधी आर्थिक अनिश्चितता की समाचारपत्रों में कवरेज की मात्रा तय करते हुए सूचकांक तैयार किया जाता है। यह सूचकांक अग्रणी समाचारपत्रों में लेखों की बारंबारता दर्शाता है जिनमें निम्नलिखित तीन शब्द/शब्द

संयोजन शामिल होते हैं: “आर्थिक” या “अर्थव्यवस्था”; “अनिश्चित” या “अनिश्चितता”; और एक या एक से अधिक नीति संबंधी शब्द “राजकोषीय नीति”, “मौद्रिक नीति”, “प्रधानमंत्री कार्यालय”, “संसद”। ऐसी नीति के लिए प्रयोग किये जाने वाले अन्य शब्द हैं- विनियम, घाटा, विधायन, सुधार, केन्द्रीय बैंक, आरबीआई, रिजर्व बैंक, वित्त मंत्रालय, कानून निर्माता, योजना आयोग, आर्थिक सलाहकार, प्रधानमंत्री कार्यालय, प्रधानमंत्री आर्थिक सलाहकार परिषद। जिन लेखों में इन तीन श्रेणी की शब्दावलियों का प्रयोग होता है उन्हीं को आर्थिक अनिश्चितता के मापन के लिए गिना जाता है। जिन विभिन्न समाचार-पत्रों में ऐसे लेख प्रकाशित किये जाते हैं वे हैं- इकोनामिक टाइम्स, टाइम्स ऑफ इण्डिया, हिन्दुस्तान टाइम्स, दि हिन्दू, फाइनेन्सियल एक्सप्रेस, इण्डियन एक्सप्रेस और दि स्टेट्समैन, जिनमें विश्व स्तर के समाचार होते हैं।

6.4 जैसा कि इस अध्याय में बाद में बताया गया है, ईपीयू सूचकांक नोटबंदी जैसे अचानक होने वाले परिवर्तनों को अन्य प्रवणता वाले सूचकांकों जैसे कि मुद्रास्फीति की त्वरित परिवर्तनशीलता, स्टॉक मार्केट के त्वरित परिवर्तनशीलता बाजार रुख सूचकांक और अन्य व्यष्टि अर्थशास्त्रीय त्वरित परिवर्तनशीलता सूचकांक के साथ जोड़कर देखता है।

6.5 हम फिर निवेश पर आर्थिक नीति की अनिश्चितता के प्रभाव की जांच करते हैं क्योंकि यह आर्थिक उन्नति की प्रक्रिया का आधार तैयार करता है। निवेश निर्णय की दो विशेषताएं अनिश्चितता की प्रमुख भूमिका को प्रकट करती हैं। पहला-निवेश दूरदेशी गतिविधि का द्योतक है। दूसरा, यह इसमें पीछे नहीं मुड़ा जा सकता है। (पिंडिक और सालीमानो, 1993; काबालेरो और पिंडिक, 1993; चैन और फुंकू, 2003; ब्लूम, फ्लोयटोटो और जेमोविक, 2009)। चूंकि निवेश दूरदेशी है, इसलिए निवेश करने के निर्णय में भविष्य की अपेक्षाएं एक महत्वपूर्ण भूमिका अदा करती हैं। विशेषरूप से कोई निवेशक तभी निवेश करता है यदि अग्रिम लागत, निवेश

1. वेबस्टर के शब्दकोष में जोखिम की परिभाषा “हानि या चोट की संभावना; आशंका” और स्पष्टता-“निश्चितकालीन, अनिर्धारित” और “संदेह से परे नहीं पता”। नाइट (1921) जिन्होंने जोखिम को अनिश्चितता से अलग अर्थ देने में असली कार्य किया है, जोखिम और अनिश्चितता के बीच निम्नानुसार अंतर स्पष्ट किया है: “जोखिम वहां होता है जब भविष्य की घटनाएं मापने योग्य संभावना के साथ घटती हैं जबकि अनिश्चितता वहां होती है जब भविष्य में होने वाली घटनाओं की अनिश्चित या बेहिसाबी होने की संभावना होती है।”

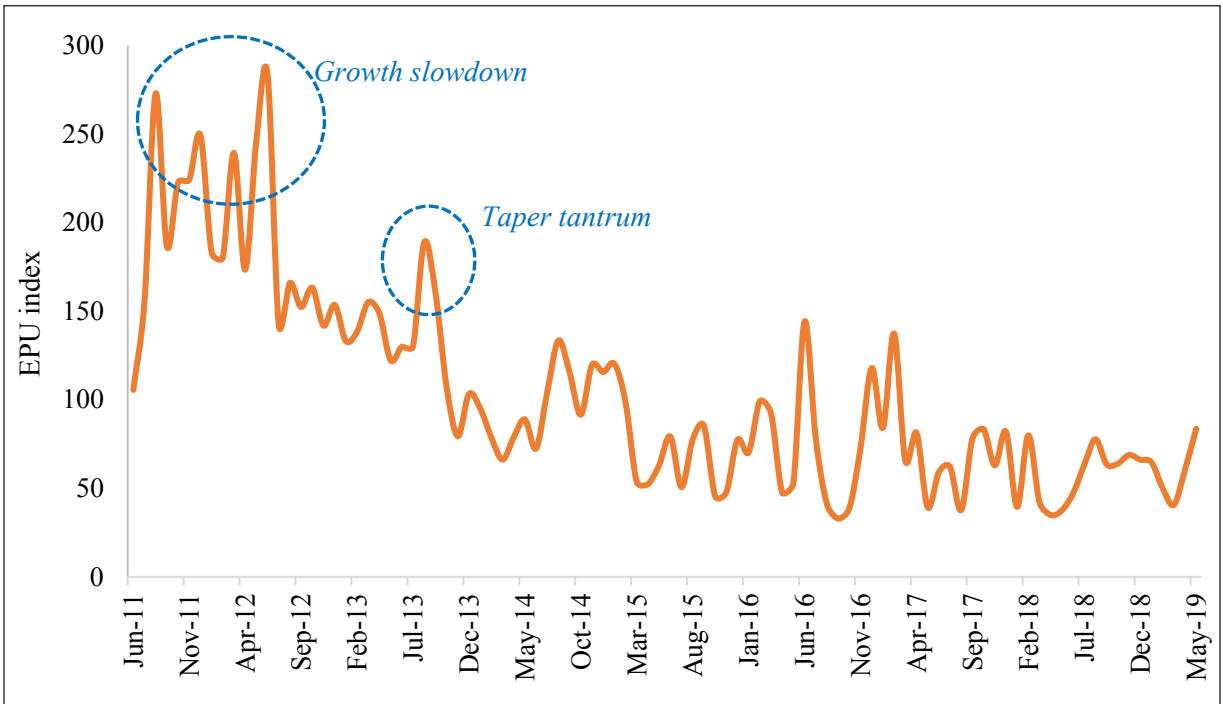
से मिलने वाले संभावित लाभ के वर्तमान मूल्य से कम हो। चूंकि अनिश्चितता इन उम्मीदों को प्रभावित करती है, यह निवेश के निर्णय को प्रभावित करती है चाहे इसका स्रोत कुछ भी क्यों न हो। अवधारणात्मक रूप में, पूंजी परिसंपत्ति मूल्य निर्धारण मॉडल स्वीकार करता है कि निवेश पर अपेक्षित लाभ, निवेश के अंतर्निहित व्यवस्थित जोखिम के साथ सकारात्मक रूप से संबद्ध है। अर्थव्यवस्था में अनिश्चितता में वृद्धि इस व्यवस्थित जोखिम को बढ़ाती है और उस निवेश को उचित ठहराने के लिए अपेक्षित लाभ की दर को बढ़ाती है। इसके परिणामस्वरूप वे परियोजनाएं जो इस अपेक्षित लाभ से कम लाभ अर्जित करती हैं तो अर्थव्यवस्था में अनिश्चितता बढ़ने पर अलाभकारी बन जाती हैं साथ ही निश्चित निवेश अपरिवर्तनीय है, अनिश्चितता जोखिम विरोधों को तीव्र करती है, जोखिम उठाने के लिए मांगे गए प्रीमियम को बढ़ाती है, और अंततः निवेश को हतोत्साहित करती है। इस शोध के अनुसरण में, आर्थिक नीति अनिश्चितता में वृद्धि, भारत में निवेश उन्नति को लगभग पांच तिमाही के लिए हतोत्साहित करती है। अनिश्चितता में एक मानक विचलन वृद्धि के परिणामस्वरूप निवेश उन्नति दर में एक प्रतिशत अंक की गिरावट होती है। अतः आर्थिक

नीति अनिश्चितता वास्तव में देश में निवेश के माहौल पर प्रभाव डालती है।

भारत में आर्थिक नीति की अनिश्चितता

6.6 आर्थिक नीति की अनिश्चितता का जब ईपीयू सूचकांक का प्रयोग करके मापन किया गया तो यह 2011-12 में सर्वाधिक पायी गई जो कि नीतिगत अपंगता के वर्षों के साथ-साथ चलती रही। भारत में पिछले दशक में आर्थिक नीति की अनिश्चितता में काफी कमी आयी है। चित्र 1 से स्पष्ट होता है कि आर्थिक नीति की अनिश्चितता में, जुलाई 2012 से कमी आई है। यद्यपि इसमें बीच-बीच की घटनाओं में अनिश्चितता बढ़ गयी थी। जैसा कि उम्मीद की अधिक अनिश्चितता की घटनाओं, जैसे कि 2013 में होने वाला टैपर टैन्ट्रम, के कारण आर्थिक नीति की अनिश्चितता का सूचकांक ऊपर भी चला गया था। फेडरल रिजर्व द्वारा उनकी मौद्रिक नीति को आसान बनाने की टैपरिंग की घोषणा के पश्चात उभरते बाजारों में निवेशकों ने नीतियों के बारे में अनिश्चितताओं का सामना किया जोकि इस फेड पालिसी बदलाव को नियंत्रित करने के लिए इन देशों में अपनाया जाएगा।

चित्र 1: भारत में आर्थिक नीति की अनिश्चितता



स्रोत: <http://www.policyuncertainty.com/>

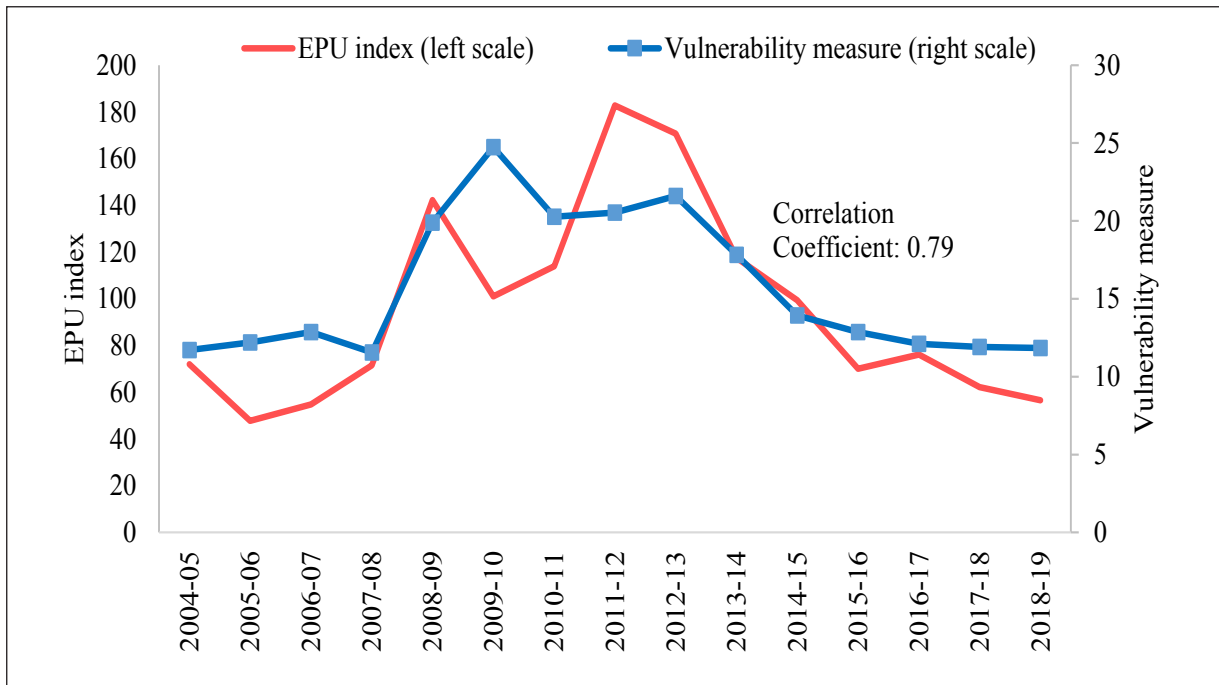
6.7 वर्ष 2011 और 2012 के कुछ महीनों में भारत की आर्थिक नीति की अनिश्चितता सूचकांक के आधार पर अपने चरम पर थी, यह अवधि नीतिगत 'पक्षाघात' को दर्शाती है, जिसके कारण उच्च दोहरे घाटे और उच्च मुद्रास्फीति की समस्या पैदा हो गई, जिससे व्यापक आर्थिक अनिश्चितता में और खामियां आ गईं। सूचकांक वर्ष 2013 की दूसरी पारी में उस स्थिति में भी शीर्ष पर था जब अर्थव्यवस्था "टेपर टैट्रम" की घटना का सामना कर रही थी, जिससे कि मुद्रा का चलन काफी तेज हुआ, अमेरिकी डॉलर की तुलना में रुपए का अवमूल्यन हुआ, और सबसे अधिक विमुद्रीकरण और जीएसटी (चित्र 2) की घटनाएं हुईं। जीएसटी के दौरान इसके अधिक होने का कारण यह रहा होगा कि जीएसटी नीतियों पर चर्चाएं उसके जुलाई 2017 में लागू होने से काफी समय पूर्व में हुई थी। इससे यह प्रकट होता है कि सूचकांक आर्थिक नीति अनिश्चितता को समय-समय पर प्रग्रहित कर ऊपर उठ रहा है।

6.8 आर्थिक नीति अनिश्चितता सूचकांक का व्यापक आर्थिक स्थिरता से बहुत गहन संबंध है। इस सहसंबंध की जांच के लिए, हमें वर्ष 2014-15 की आर्थिक

समीक्षा में अनिश्चितता के लिए किए गए उपायों और नियोजनों को देखना होगा। ये उपाय दोनों घाटों, अर्थात् वित्तीय घाटा और चालू खाता घाटे और मुद्रास्फीति का योग हैं। चित्र 2 में इन अनिश्चितता उपाय का आर्थिक नीति अनिश्चितता सूचकांक के साथ 0.8 की दृढ़ता से सह संबंध को दर्शाया गया है। दोनों सूचकांकों में एक समय में लगभग एक-सी गति दिखाई देती है। यह आर्थिक नीति अनिश्चितता सूचकांक का उपयोग निवेश सहित अनिश्चितता के प्रभाव के उपायों के मापदण्डों के रूप में उपयुक्त है।

6.9 इसके अलावा, ईपीयू सूचकांक का विनिमय दर, स्टॉक मार्केट और मुद्रास्फीति तथा विभिन्न अन्य समष्टि अर्थशास्त्रीय चरों में होने वाले त्वरित परिवर्तन से गहरा संबंध है। विनिमय दर में होने वाले त्वरित परिवर्तन और ईपीयू सूचकांक के बीच सहसंबंध लगभग 0.7 का है। ईपीयू सूचकांक सकल व्यापारिक आत्म विश्वास में आने वाली कमी तथा भारत VIX सूचकांक, जिससे स्टॉक मार्केट में परिवर्तनशीलता का पता चलता है, का गहराई से पता लगाया जाता है। इसका मुद्रास्फीति और रेपो रेट से घनिष्ठ सह-संबंध है। (चित्र 3 से 8)

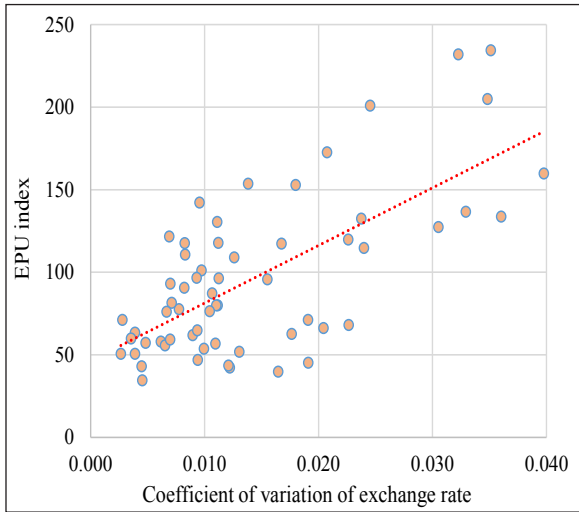
चित्र 2: वृहत आर्थिक मंदी के साथ ईपीयू सूचकांक का सहसम्बन्ध



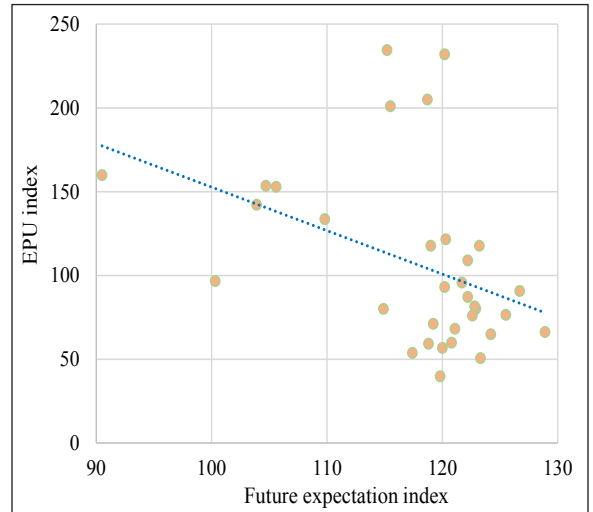
स्रोत: आरबीआई, सीएसओ और केन्द्र सरकार के बजट दस्तावेज

टिप्पणी: मंदी सूचकांक सकल घरेलू उत्पाद के संबंध में राजकोषीय घाटे सकल घरेलू उत्पाद के संबंध में सीडीपी तथा मुद्रास्फीति दर के योग के रूप में मापा गया है।

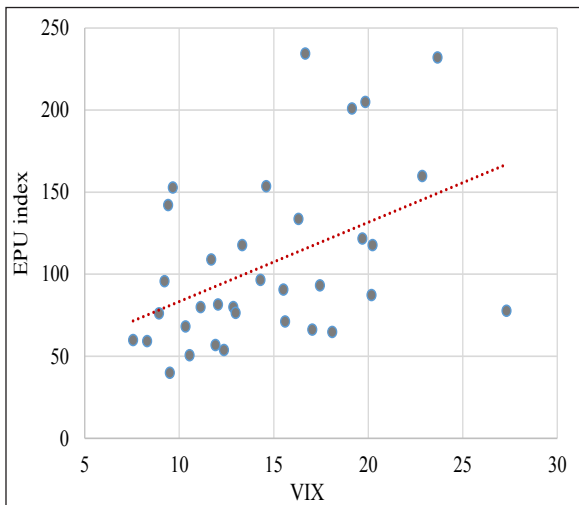
चित्र 3: विनिमय दर अस्थिरता तथा ईपीयू सूचकांक



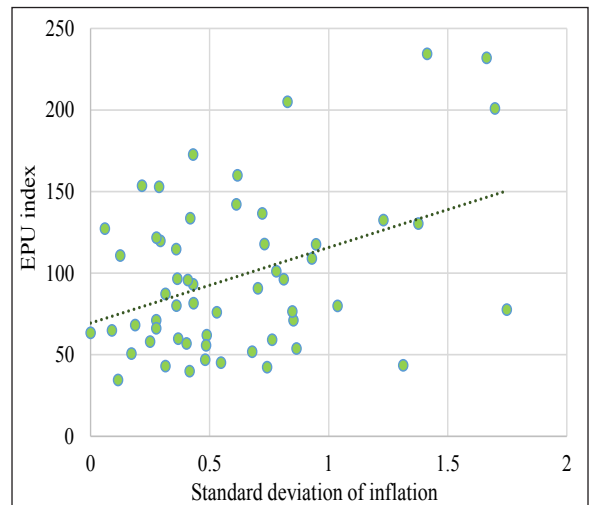
चित्र 4: भावी प्रत्याशा सूचकांक तथा ईपीयू सूचकांक



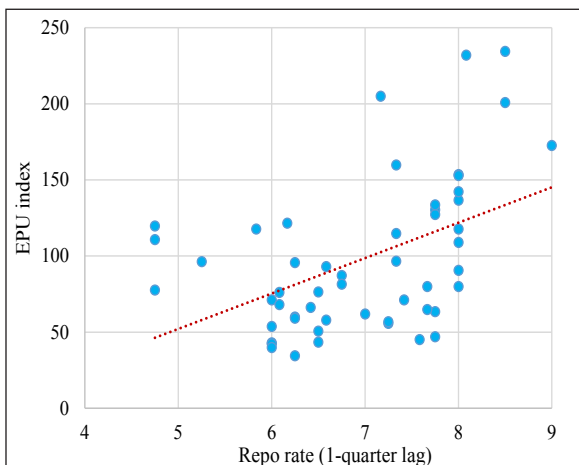
चित्र 5: ईपीयू सूचकांक और भारत VIX



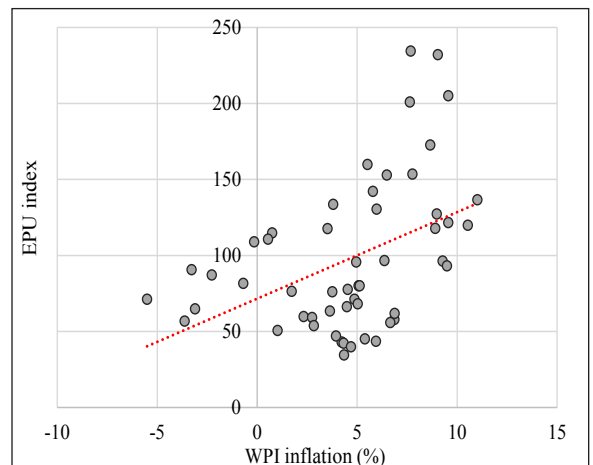
चित्र 6: ईपीयू सूचकांक और मुद्रास्फीति अस्थिरता



चित्र 7: ईपीयू सूचकांक और रेपो दर



चित्र 8: ईपीयू सूचकांक और डब्ल्यूपीआई मुद्रास्फीति



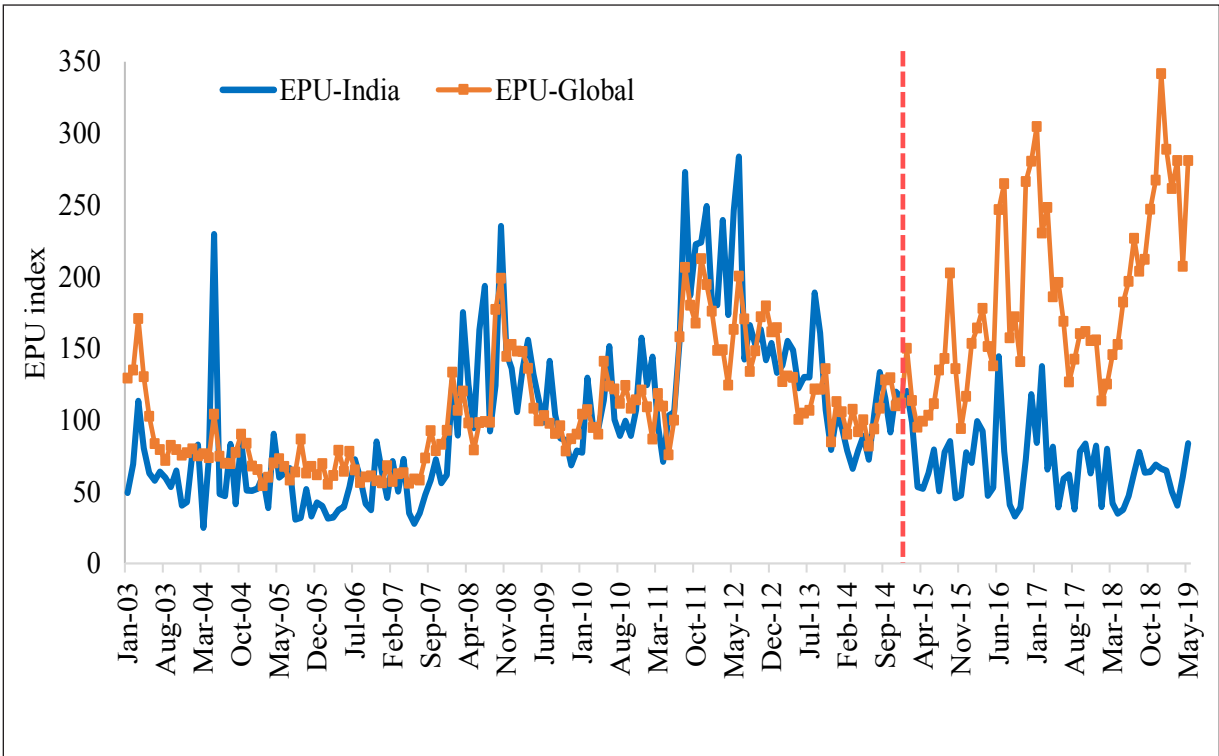
वर्ष 2015 से भारत में आर्थिक नीति अनिश्चितता का पृथकीकरण

6.10 वर्ष 2011 के अंत में तथा 2012 की प्रारम्भिक अवधि में भारत में आर्थिक नीति की अनिश्चितता अपने चरम पर थी और तभी से यह कम होती जा रही है। लेकिन बीच-बीच में यह रुक-रुक कर बढ़ती भी रही है। वर्ष 2014 तक भारत की आर्थिक नीति की अनिश्चितता विश्व की आर्थिक नीति की अनिश्चितता के साथ-साथ चलती रही है। हालांकि 2015 की प्रारम्भिक अवधि से ही इसकी दिशा में परिवर्तन आने लगा है और 2018 में ऐसा लगता है कि यह पूरी तरह पृथक हो गयी है। हाल के समय में जब संयुक्त राज्य अमेरिका, यू.के. और चीन में आर्थिक नीति की अनिश्चितता बढ़ी है, भारत की आर्थिक नीति की अनिश्चितता में कमी आती जा रही है। ऐसा लगता है कि पिछले कुछ वर्षों से भारत में आर्थिक नीति की यह अनिश्चितता अपने निम्नतम स्तर पर टिकी हुई है, जोकि विश्व स्तर पर बढ़ती अनिश्चितता को देखते हुए ध्यान देने योग्य है। ऐसा कुछ संयुक्त राज्य और चीन के बीच बढ़ते व्यापारिक

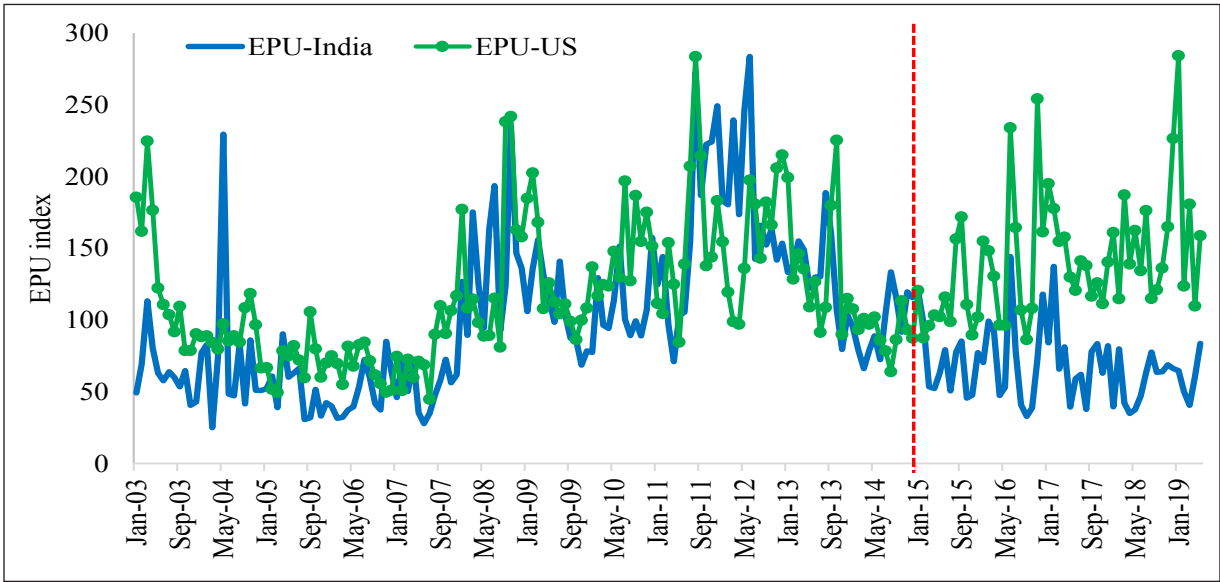
तनाव के कारण हुआ है और कुछ ब्रेक्सिट के परिणाम की अनिश्चितता और विश्व में विकास की धीमी गति के कारण हुआ है। वर्ष 2018 में भारतीय आर्थिक नीति की अनिश्चितता सूचकांक में बहुत तेजी से परिवर्तन आया ऐसा विश्वस्तरीय अनिश्चितता के साथ हुआ है। यह स्थिति और भी तेजी से बढ़ी है (चित्र 9)। इसी वर्ष विश्व का अनिश्चितता सूचकांक 112 से बढ़कर 341 तक पहुंच गया जबकि भारत में यह सूचकांक 100 के निचले स्तर पर ही टिका हुआ है।

6.11 विशेषकर ईपीयू सूचकांक से यह प्रकट होता है कि 2015 तक भारत में जो गति रही है वह संयुक्त राज्य अमेरिका के समान ही रही है। हालांकि, उसके बाद से दोनों श्रेणियाँ एक दूसरे से विमुख होती गईं। तब से संयुक्त राज्य अमेरिका की अपेक्षा भारत में आर्थिक नीति की अनिश्चितता लगातार कम रही है (चित्र 10)। यह विचलन कुछ महीनों में (2018 के मध्य में) बहुत तेज था। ऐसा मुख्य रूप से संयुक्त राज्य अमेरिका और चीन के बीच बढ़ते व्यापार के कारण था। पिछले एक साल में भारत में आर्थिक नीति की अनिश्चितता का सूचकांक आर्थिक व्यवस्था की दृढ़ता की ओर संकेत करता है।

चित्र 9: भारत और वैश्विक ईपीयू सूचकांक की तुलना



चित्र 10: भारत के ईपीयू सूचकांक की संयुक्त राज्य से तुलना



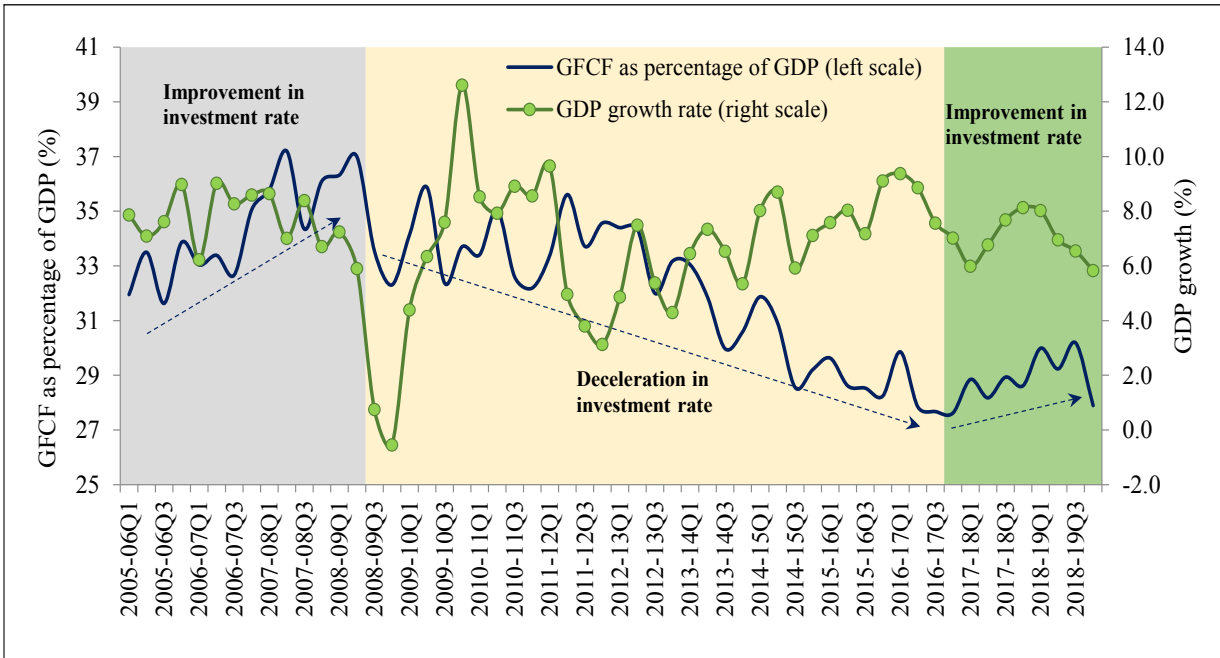
स्रोत: <http://www.policyuncertainty.com/>

निवेश क्रिया कलापों में उलट-फेर के फायदे

6.12 चित्र 1 से प्रकट होता है कि 2008 से लेकर एक दशक तक गिरावट के आने के बाद 2017-18 की पहली तिमाही में निवेश के कार्यों में एक नया मोड़

आया। वास्तव में, सकल अचल पूंजी सृजन जीडीपी का एक हिस्सा होता है, जिसे अचल निवेश दर भी कहा जाता है, 2007-08 में जो 37 प्रतिशत थी, अगले 10 सालों में कम होकर 27 प्रतिशत पर आ गयी थी। लेकिन हाल ही में इसकी स्थिति में सुधार आ गया और अब

चित्र 11: निवेश दर और सकल घरेलू उत्पाद वृद्धि



स्रोत: केन्द्रीय सांख्यिकीय कार्यलय

टिप्पणी: वर्ष 2005-06 की पहली तिमाही से 2010-11 की चौथी तिमाही तक तिमाही जीएफसीए दर की 2004-2005 श्रृंखला के तिमाही एवं वार्षिक अनुपात का उपयोग करते हुए गणना की गई है।

लगभग 28 प्रतिशत पर पहुंच गयी है। जहां कई कारकों के कारण 2017-18 तक निवेश की गति बहुत धीमी रही, जिसमें अन्य बातों के अलावा दौहरी बैलेन्स शीट की भी समस्या शामिल है, जिस पर आर्थिक सर्वेक्षण 2016-17 में विमर्श किया जा चुका है, वहां हमारा कहना यह है कि आर्थिक नीति की अनिश्चितता को कम करने के लिए जो व्यावहारिक रुख अपनाया गया है, उससे निवेश क्रिया कलापों में काफी परिवर्तन आया है।

6.13 इन्सोल्वेंसी और बैंकरप्टसी कोड 2016 से और बैंकों के पुनः पूंजीकरण के बाद दोहरे तुलनपत्र की समस्या के सतत समाधान से निवेश के क्षेत्र में तबदीली को बढ़ावा देने में मदद मिली है। इर्ज़ आफ डूइंग बिजनेस की स्थिति में सुधार, एफडीआई के उदारीकरण की नीति को और अधिक स्पष्ट करना आर्थिक नीति की अनिश्चितता को कम करने में मदद कर सकता है।

भारत में आर्थिक नीति की अनिश्चितता और निवेश में संबंध

6.14 अंतर्राष्ट्रीय स्तर पर, ऐसे कई अध्ययन हुये हैं जिनसे पता चलता है कि, आर्थिक नीति की अनिश्चितता के सूचकांक और वास्तविक एवं व्यष्टि अर्थशास्त्र चरों के बीच एक महत्वपूर्ण और गतिमान सम्बन्ध होता है। ईपीयू सूचकांक से मापी गई आर्थिक नीति की अनिश्चितता से यह पूर्वानुमान सामने आता है कि, आर्थिक वृद्धि कम होगी, बैंकों का संकट सामने आएगा। (बेकर और अन्य, 2016)। आनंद और अन्य (2014) ने पाया है कि बहुत अधिक अनिश्चितता तथा व्यापार के प्रति आत्मविश्वास में कमी भारत में निवेश में कमी लाने के मुख्य कारण रहे हैं। ब्लू और अन्य (2018) ने पाया है कि अनिश्चितता आघात से जीडीपी में लगभग 2.5 प्रतिशत की गिरावट आ सकती है। ऐसा बहुप्रकारिय फर्मों वाली बहु संभावी समतुल्य माडल की स्थिति में हो सकता है। ग्लूएन अंड आयन (2013) ने ईपीयू का प्रयोग करके यह पता लगाया है कि, नीति संबंधी अनिश्चितता का फर्मों और उद्योगों में होने वाले निवेश से ऋणात्मक सम्बन्ध होता है। और इस प्रभाव का आर्थिक परिणाम भी बहुत अधिक होता है। उनके अनुमानों से यह पता चलता है कि, 2007-09 की अवधि में अमरीका में कारपोरेट निवेश में 32% की जो मंदी देखी गयी थी, उसका लगभग दो

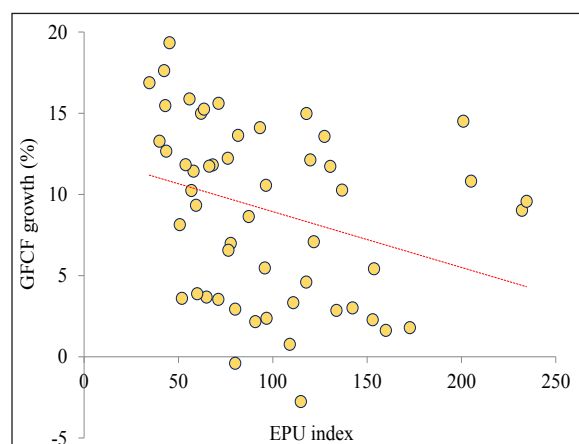
तिहाई कारण नीति संबंधी अनिश्चितता को ठहराया जा सकता है। हरदोवेलिसेट और अन्य (2018) ने पाया है कि आर्थिक नीति संबंधी अनिश्चितता (ईपीयू) से लगने वाला झटका निवेश के क्षेत्र में आई मंदी, औद्योगिक उत्पादन, जीडीपी, आर्थिक भावनाओं, और स्टॉक मार्केट से जुड़ा हुआ है। ग्रीक आर्थिक संकट से न केवल समष्टि और वित्तीय चरों की दिशा के बारे में समझा जा सकता है बल्कि इससे इसके प्रमाण के बारे में भी पता लग सकता है।

6.15 निवेश के साथ आर्थिक नीति में अनिश्चितता दो तरीकों से आती है। पहला आर्थिक नीति में अनिश्चितता का निवेश में होने वाली वृद्धि से सीधा सम्बन्ध है और दूसरा इसका सम्बन्ध अन्य चरों से भी है जो कि बदले में निवेश को प्रभावित करते हैं।

6.16. चित्र 12 में अचल निवेश की वृद्धि दर और आर्थिक नीति की अनिश्चितता के सूचकांक के बीच सम्बन्ध को दर्शाया गया है। इसमें ईपीयू सूचकांक और निवेश वृद्धि में ऋणात्मक सम्बन्ध प्रकट हुआ है। इन दोनों चरों में (2005-06 पहली तिमाही से 2018-19 चौथी तिमाही) के बीच -0.30 का सम्बन्ध प्रकट हुआ है। तथापि यह सम्बन्ध कुछ समय तक के लिए 2009-10 तीसरी तिमाही से 2013-14 चौथी तिमाही में कमजोर हो गया था, जब आर्थिक अनिश्चितता काफी गिर रही थी और साथ ही निवेश वृद्धि की दर भी गिर रही थी।

6.17. वेक्टर स्वप्रत्यावर्ती प्रतीपगमन (वीएआर) मॉडल

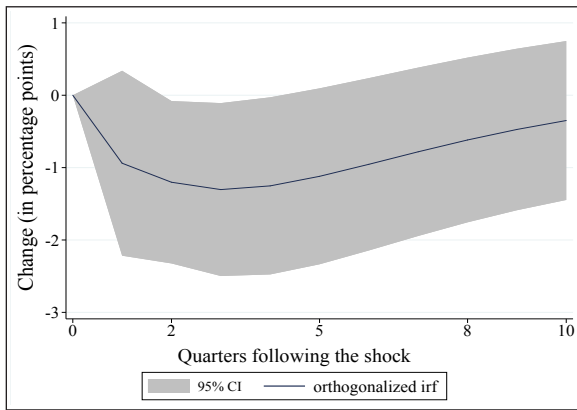
चित्र 12: निवेश वृद्धि और ईपीयू सूचकांक



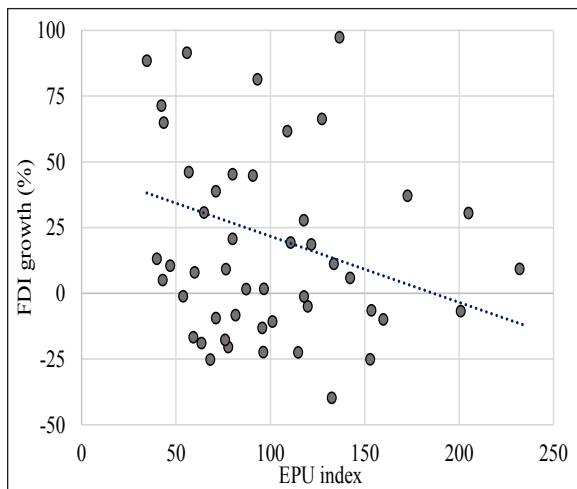
स्रोत: <http://www.policyuncertainty.com/>, सीएसओ

के आघात प्रतिक्रिया प्रकार्य यह दर्शाते हैं कि आघात अर्थात उस अनिश्चितता के बाद, निवेश दर गिरती है और समय के साथ उसका प्रभाव समाप्त हो जाता है (चित्र 14)। आर्थिक नीति संबंधी अनिश्चितता (ईपीयू) सूचकांक के संबंध में एक मानक विचलन का प्रभाव 1 प्रतिशत बिंदु से ऊपर है तथा कई तिमाहियों में ऋणात्मक रहता है (चित्र 13)। वास्तव में, यह दृढ़ विश्वास से कहा जा सकता है कि कम से कम 5 तिमाहियों तक प्रभाव रहता है (पांच तिमाहियों तक 95% विश्वास का दायरा शून्य से नीचे रहा है)।

चित्र 13: आर्थिक नीति संबंधी अनिश्चितता के संबंध में जीएफसीएफ की आवेग प्रतिक्रिया



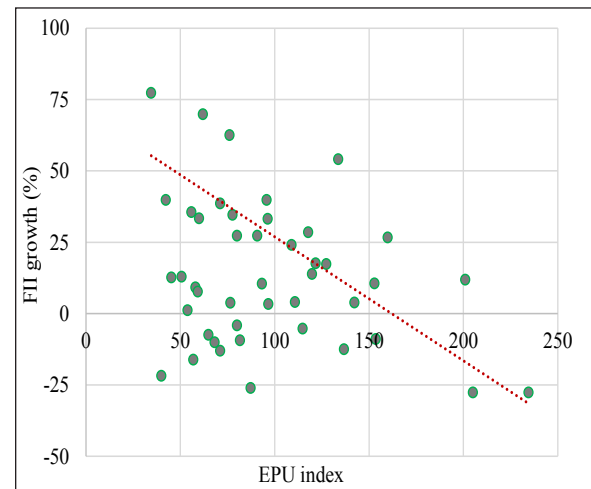
चित्र 14: एफडीआई वृद्धि तथा आर्थिक नीति संबंधी अनिश्चितता



6.18. विदेशी निवेशों से भी यह अपेक्षा की जाती है कि वे अर्थव्यवस्था में आर्थिक नीति की निश्चितता के साथ ऋणात्मक रूप से संबंधित होंगे तथा आंकड़े ऐसा ही दर्शाते हैं (चित्र 15क तथा चित्र 15ख)। प्रत्यक्ष विदेशी निदेश प्रवाह और विदेशी संस्थागत निवेश प्रवाह आर्थिक नीति संबंधी अनिश्चितता के साथ ऋणात्मक रूप से सहसंबंधित हैं जो यह इंगित करता है कि केवल अल्पावधिक अंतर्वाह ही नहीं अपितु, दीर्घावधिक पूंजी अंतर्वाह भी आर्थिक नीति में उच्च अनिश्चितता से प्रभावित होते हैं। (वीएआर) भी आघात का महत्वपूर्ण ऋणात्मक प्रभाव दर्शाता है, जो लगभग 3-4 तिमाहियों में रहता है। तथापि, ध्यान देने योग्य अन्य बिंदु यह है कि प्रत्यक्ष विदेशी निवेश प्रवाहों के लिए प्रारंभिक प्रभाव तीक्ष्ण है (चित्र 16 और 17)।

6.19. निवेश को प्रभावित करने वाले बहुत से घटक हैं। निवेश निर्णय को प्रभावित करने वाला प्रथम घटक उधार की लागत है। अंतराल के साथ उधार की लागत निवेश से नकारात्मक रूप से संबंधित होना अनुमित है क्योंकि ये उच्च निवेश लागत दर्शाती है। अनुमान के अनुसार, नियत निवेश रेपो दर, भारित औसत उधार की दर (डब्ल्यू ए एल आर) और एसबीआई की उधार की दर की सीमान्त लागत (एमसीएलआर) के साथ नकारात्मक रूप से सह-संबंधित होती है। निवेश के

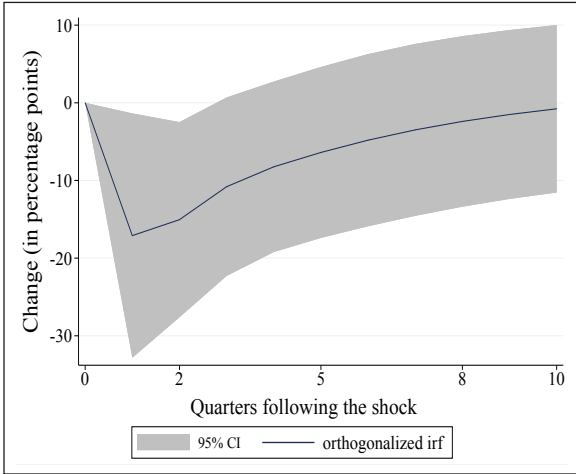
चित्र 15: एफआईआई वृद्धि तथा आर्थिक नीति संबंधी अनिश्चितता



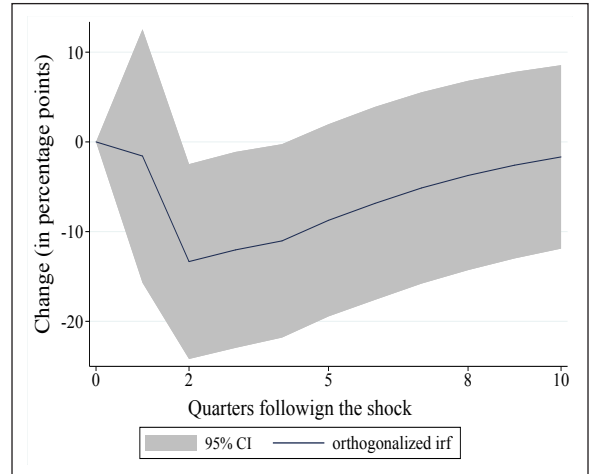
स्रोत: <http://www.policyuncertainty.com/>, RBI

2. यहां उधार की लागत रेपो दर के द्वारा प्रदर्शित की जाती है जो कि भारतीय रिजर्व बैंक से उनके ऋण के लिए बैंको को भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा प्रभारित ब्याज की दर है। यद्यपि संस्थानों की वास्तविक उधार लागत भिन्न होगी तथा उल्लेखनीय रूप से रेपो रेट से अधिक है, एक ही दिशा में बढ़ने के लिए यह अनुमानित है।

चित्र 16: आर्थिक नीति अनिश्चितता सूचकांक की अपेक्षा एफडीआई वृद्धि की आवेग प्रतिक्रिया



चित्र 17: आर्थिक नीति अनिश्चितता सूचकांक की अपेक्षा एफआईआई वृद्धि की आवेग प्रतिक्रिया



स्रोत: <http://www.policyuncertainty.com/>, RBI

लिए दूसरा महत्वपूर्ण कारक वे कीमतें हैं जो उत्पादक अपने उत्पादों के लिए प्राप्त करेंगे। कीमतों में बढ़ोतरी से निवेशकों के और अधिक बढ़ने की अपेक्षा है क्योंकि जब तक उपभोग मांग मुद्रास्फीति के प्रभाव पर काबू पाने के लिए पर्याप्त रूप से मजबूत है तब तक कारोबार लाभदायक है। यह देखा गया है कि निवेश में वृद्धि थोक कीमत मुद्रास्फीति के साथ सकारात्मक रूप से यह संबंधित है जबकि उपभोक्ता कीमत मुद्रास्फीति के साथ ऋणात्मक रूप से सहसंबंधित है। यह इस तथ्य के कारण हो सकता है कि उत्पादक उन उत्पादक कीमतों को महसूस करेंगे जो किसी उत्पाद को बेचने के बाद थोक मूल्यों के नजदीक हैं जबकि उपभोक्ताओं को उपभोक्ता कीमतों का भुगतान करना होगा और उच्च कीमतें मांग को कम कर सकती हैं। निवेश को प्रभावित करने वाला तीसरा महत्वपूर्ण कारक क्षमता का उपयोग होगा। किसी भी तिमाही में क्षमता के उपयोग का उत्तरवर्ती तिमाही में निवेश वृद्धि के साथ सकारात्मक संबंध होना अपेक्षित है बीती तिमाही में अत्याधिक अनुपयुक्त क्षमता चालू तिमाही में नए निवेश की जरूरत को कम कर सकती है और संबंध सकारात्मक रहेगा। (ब्यौरा अध्याय के अनुबंध में हैं)

6.20 अचल निवेश के विदेशी घटक, प्रत्यक्ष विदेशी निवेश (एफडीआई) और विदेशी संस्थागत निवेश

(एफआईआई) अंतर्वाह, इसके परिवर्तन के गुणांक द्वारा मापी गई विनिमय दर की अस्थिरता के साथ नकारात्मक रूप से जुड़े होने की अपेक्षा की जाती है। यह इसलिए हो सकता है क्योंकि जो प्रतिफल विदेशी निवेशक वास्तव में विदेशी मुद्रा डालर में लेते हैं, वह विनिमय दर पर निर्भर करता है तथा यदि विनिमय दर की अस्थिरता ज्यादा है, जो इससे यह संकेत मिलता है कि उनके प्रतिफल भी अस्थिर हैं और इसलिए विदेशी अंतर्वाहों के कम होने का मामला हो सकता है। यह देखा गया है कि एफडीआई और विनिमय दर की अस्थिरता के बीच संबंध कमजोर है जिससे यह पता चलता है कि परियोजनाओं में लगे विदेशी निवेशकों के शायद अलग विचार हैं। दूसरी ओर, जैसाकि अपेक्षित है, एफआईआई अंतर्वाहों और विनिमय अस्थिरता के बीच ऋणात्मक संबंध देखा गया है। ऋणात्मक संबंध से पता चलता है कि पोर्टफोलियो निवेश विनिमय दर की स्थिरता से अधिक प्रभावित होते हैं जो सामान्यतः अल्पावधिक निवेश होते हैं; जबकि प्रत्यक्ष विदेशी निवेश (एफडीआई) प्रवाह की तुलना में सामान्यतः लंबी अवधि के होते हैं (ब्यौरा अध्याय के अनुबंध में हैं)

6.21 क्या अर्थव्यवस्था में अचल निवेश को प्रभावित करने के लिए सभी चार चरों हेतु आर्थिक नीति अनिश्चित सूचकांक प्रतिपत्र जांचे जा सकते हैं? यह

हो सकता है यदि यह इन चार चरों के साथ सकारात्मक रूप से सह संबंधित है और पिछले भाग के परिणाम यह दर्शाते हैं कि यह वास्तव में सही है। ईपीयू उन सभी कारकों-रेपोरेट, डब्ल्यूपीआई मुदास्फीति विनिमय दर की अस्थिरता, क्षमता उपयोग के साथ सकारात्मक रूप से सह संबंधित हैं जिनकी ऊपर चर्चा की गई है (जैसा कि चित्र 3 से 8 में दर्शाया गया है)।

VII. निष्कर्ष और नीतिगत सिफारिशें

6.22. जब अनियंत्रणीय कारकों से उत्पन्न होने वाली आर्थिक अनिश्चितता नीति-निर्माताओं के नियंत्रण से बाहर रहती है, जो वे आर्थिक नीति संबंधी अनिश्चितता को नियंत्रित कर सकते हैं आर्थिक नीति संबंधी अनिश्चितता को कम करना महत्वपूर्ण है क्योंकि घरेलू निवेश और विदेशी निवेश दोनों घरेलू आर्थिक नीति संबंधी अनिश्चितता में वृद्धि से दृढ़तापूर्वक बाधित होते हैं।

6.23 भारत ने 2012 से घरेलू आर्थिक नीति की अनिश्चितता को निरंतर रूप से कम किया है और यह 2015 से, इसी वर्ष में वृद्धि के वैश्विक वातावरण के बीच, इस अनिश्चितता को कम करने में अपवाद रहा है। तथापि नीति निर्माताओं को घरेलू आर्थिक नीति संबंधी अनिश्चितता को कम करने के लिए कृतसंकल्प होने की जरूरत है।

6.24 हम इस संबंध में कुछ उपाय रेखांकित कर रहे हैं:

1. प्रथम, शीर्ष स्तर नीति निर्माता को यह सुनिश्चित करना चाहिए कि उनके नीतिगत कार्य पूर्वानुमान करने योग्य, नीति के रूख पर भावी मार्गदर्शन प्रदान करने, भावी मार्गदर्शन के साथ वास्तविक नीति व्यापक निरंतरता बनाये रखने, तथा नीति कार्यान्वयन में अस्पष्टता/मनमानापन कम करते हैं। पूर्वानुमान योग्य सुनिश्चित करने के लिए सीमा जिसमें नीतियाँ नहीं बदलेंगी आवश्यक रूप में विनिर्दिष्ट की जानी चाहिए ताकि निवेशक को भावी नीति निश्चितता के बारे में आश्वासन दिया जा सके। यद्यपि यह नीति निर्माण में कुछ रूकावटें पैदा करेगा, नीति निर्माताओं के हाथ बांधने वाले ऐसे स्वतः राजकोषीय दायित्व एवं बजट प्रबंधन अधिनियम, भारतीय रिजर्व बैंक

के मौद्रिक नीति फ्रेमवर्क सहित बहुत से मामलों ने बीडा उठाया है। विनिर्दिष्ट सीमा हेतु नीति में कोई बदलाव नहीं होना सुनिश्चित करने पर स्थित समरूप रूकावट नीतिगत निश्चितता को सुनिश्चित करने के लिए बहुत दूर तक जाएगी। सरकार भावी निश्चितता के बारे में प्रतिबद्धता के अनुसार नीति की विभिन्न श्रेणियों को श्रेणीबद्ध करने के लिए “स्टैडस्टिल” बनाम “रैचेट अप” जैसे लेबल भी उपयोग कर सकती है जो कि यह प्रदान कर सकती है।

2. दूसरा, “जो मापा जाता है उस पर कार्रवाई की जाती है” कहावत के अनुसरण पर आर्थिक नीति अनिश्चितता सूचकांक एक महत्वपूर्ण सूचकांक बनना चाहिए जिस पर ‘नीतिनिर्माताओं को तिमाही आधार पर’ उच्चतम स्तर पर निगरानी करते हों। अपेक्षाकृत, इस क्षेत्र में विकसित अकादमिक साहित्य के अनुसरण में, सरकार को राजकोषीय नीतियों, कर नीतियों, मौद्रिक नीतियों, व्यापार नीतियों तथा बैंकिंग नीतियों से उत्पन्न आर्थिक नीति अनिश्चितताओं को वश में करने के लिए आर्थिक नीति अनिश्चितता उप-सूचियों के निर्माण को प्रोत्साहित करना चाहिए। इन उप-सूचियों का पता लगाना आर्थिक नीति अनिश्चितता पर निगरानी एवं नियंत्रण करने में समर्थ बनाएगा।

3. नीति निर्माण में प्रक्रिया की गुणवत्ता आश्वासन, “दस्तावेज आप जो दस्तावेज पेश करते हैं वे अधिक गंभीर रूप से आपको पेश करते हैं” की कहावत सरकार में कार्यान्वित की जानी चाहिए। वास्तविक नीति कार्यान्वयन निचले स्तर पर होता है जहां अस्पष्टता सृजित हो जाती है तथा आर्थिक नीतिगत स्पष्टता को बिगाड़ देती है। चूंकि निजी क्षेत्र में संगठन गुणवत्ता प्रमाणन के उच्चतम स्तर पर प्रतियोगिता तथा कोशिश करता है। प्रमाणन की इस प्रक्रिया में गुणवत्ता आश्वासन के अनुसरण में कार्मिकों के प्रशिक्षण की आवश्यकता होगी जो मुख्य रूप से आर्थिक नीतिगत अनिश्चितता को कम करेगी।

अध्याय एक नजर में

- पिछले दशक में भारत में आर्थिक नीतिगत अनिश्चितता मुख्य रूप से कम हुई है।
- 2015 के पश्चात भारत में आर्थिक नीतिगत अनिश्चितता में लगातार गिरावट अपवाद है क्योंकि यह विशेषकर संयुक्त राज्य अमरीका सहित प्रमुख देशों में आर्थिक नीतिगत अनिश्चितता में इस अवधि के दौरान बढ़ोतरी के साथ बड़ा अंतर दिखा रहा है।
- आर्थिक नीतिगत अनिश्चितता में बढ़ोतरी लगभग पांच तिमाहियों के लिए भारत में निवेश वृद्धि को कम करती है।
- जैनेरिक आर्थिक अनिश्चितता से इतर जो कि नियंत्रित नहीं की जा सकती है नीतिनिर्माता देश में हितकारी निवेश माहौल को बढ़ावा देने के लिए आर्थिक नीतिगत अनिश्चितता को कम कर सकता है।
- भावी मार्गनिर्देश के साथ वास्तविक नीति की निरंतरता तथा सरकारी विभागों में गुणवत्ता आश्वासन प्रमाणन की प्रक्रिया आर्थिक नीतिगत अनिश्चितता को कम करने में मदद कर सकती है।

संदर्भ

Knight, Frank H. *Risk, uncertainty and profit*. Courier Corporation, 2012.

Pindyck, Robert S., and Andres Solimano. "Economic instability and aggregate investment." *NBER macroeconomics annual* 8 (1993): 259-303.

Chen, Yu-Fu, and Michael Funke. "Option value, policy uncertainty, and the foreign direct investment decision." (2003).

Anand, Rahul, and Volodymyr Tulin. *Disentangling India's Investment Slowdown*. No. 14-47. International Monetary Fund, 2014.

Baker, Scott R., Nicholas Bloom, and Steven J. Davis. "Measuring economic policy uncertainty." *The quarterly journal of economics* 131, no. 4 (2016): 1593-1636.

Caballero, Ricardo J., and Robert S. Pindyck. *Uncertainty, investment, and industry evolution*. No. w4160. National Bureau of Economic Research, 1992.

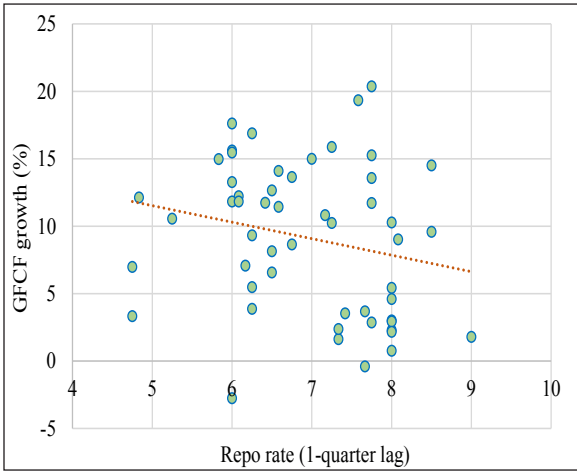
Bloom, Nicholas, Max Floetotto, Nir Jaimovich, Itay Saporta Eksten, and Stephen J. Terry. "Really uncertain business cycles." *Econometrica* 86, no. 3 (2018): 1031-1065.

Gulen, Huseyin, and Mihai Ion. "Policy uncertainty and corporate investment." *The Review of Financial Studies* 29, no. 3 (2015): 523-564.

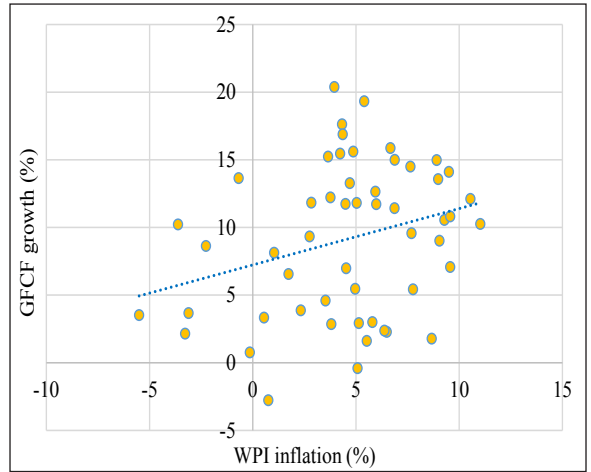
Hardouvelis, Gikas A., Georgios Karalas, Dimitrios Karanastasis, and Panagiotis Samartzis. "Economic Policy Uncertainty, Political Uncertainty and the Greek Economic Crisis." (2018).

अनुलग्नक

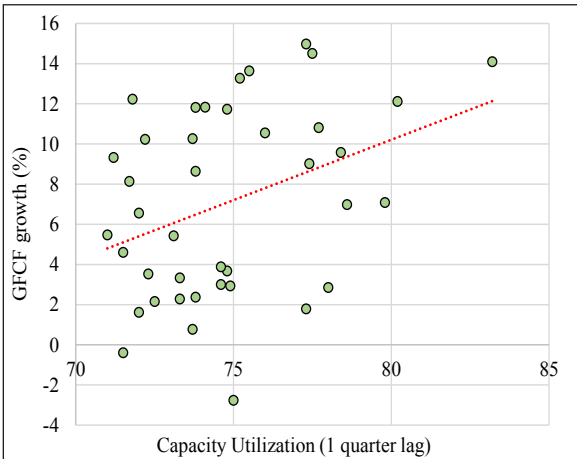
चित्र 1: निवेश वृद्धि एवं रेपो दर



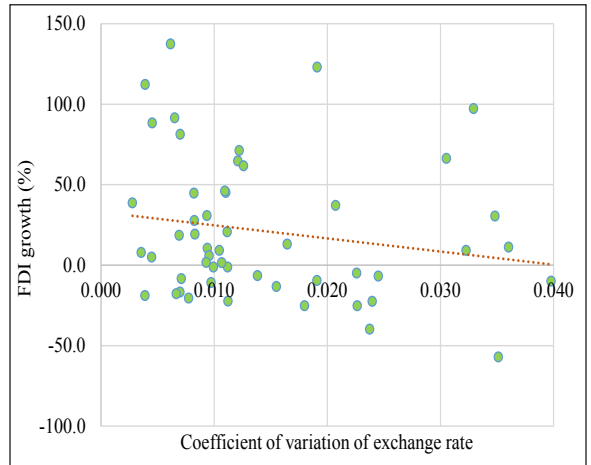
चित्र 2: निवेश वृद्धि एवं डब्ल्यू पी आई मुद्रास्फीति



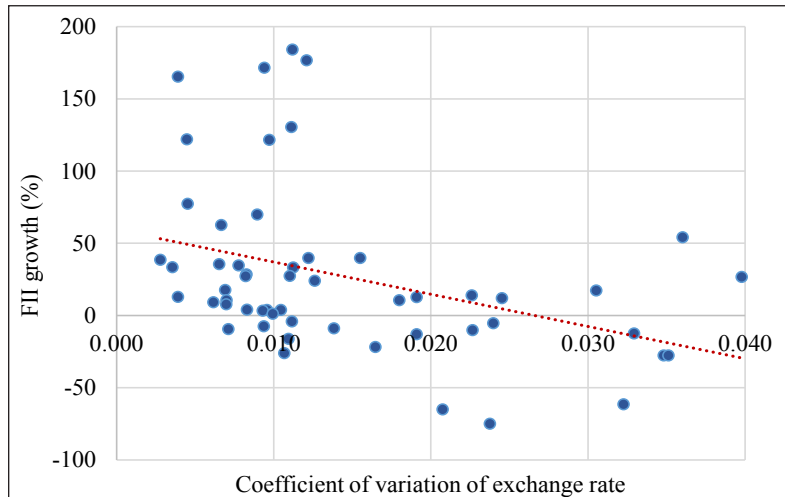
चित्र 3: निवेश वृद्धि एवं क्षमता उपयोग



चित्र 4: एफडीआई वृद्धि एवं विनिमय दर अस्थिरता



चित्र 5: एफआईआई वृद्धि एवं विनिमय दर अस्थिरता



स्रोत: भारतीय रिजर्व बैंक, सीएसओ टिप्पणी: क्षमता उपयोग संबंधी आंकड़े केवल 2008-09 के बाद के लिए उपलब्ध हैं।