

बहुदेशीय अनुभव यह दर्शाता है कि 1980 के शुरुआती वर्षों तक मौद्रिक नीति पर राजकोषीय नीति का प्रभुत्व रहा जिसके अंतर्गत केंद्रीय बैंकों द्वारा सरकारी घाटों के वित्तपोषण में अक्सर मुद्रास्फीतिकारक पूर्वग्रह दिखाई दिया। 1980 के वर्षों में उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति के लिए बढ़ती हुई स्वतंत्रता के साथ उभरते बाजारों सहित अनेक देशों के केंद्रीय बैंकों द्वारा नियम आधारित राजकोषीय नीति की ओर रुख किया गया और मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारण अपनाया गया। उसके द्वारा धीरे-धीरे राजकोषीय-मौद्रिक मिश्रण बेहतर बनता गया जिसके द्वारा देश बाजार आधारित मौद्रिक और कर्ज प्रबंधन प्रथाओं को व्यवहार में लाने लग गये। कुछ केंद्रीय बैंकों, जैसे यूरोपीय केंद्रीय बैंक ने मौद्रिक और राजकोषीय नीतियों के बीच प्रत्याशित समन्वय के किसी भी रूप को स्वीकार नहीं किया क्योंकि उसका यह मानना था कि उससे उसकी स्वतंत्रता तथा कीमत स्थिरता के लिए उसके अधिदेश को क्षति पहुँच सकती है। राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय ने एक नये चरण में प्रवेश किया जब वैश्विक वित्तीय और यूरो क्षेत्र में राष्ट्रिक कर्ज संकट के कारण केंद्रीय बैंकों ने गैर-परंपरागत उपाय अपनाए और दीर्घावधि प्रतिभूतियों की खरीद तथा अक्षत ऋण के माध्यम से अपने तुलन पत्रों को विस्तार दिया, जिसके कारण राजकोषीय और मौद्रिक नीतियों के बीच का अंतर अस्पष्ट हो गया, जब कि सरकारों ने अनेक वित्तीय संस्थाओं के बेल आउट्स और राष्ट्रीयकरण का कार्य हाथ में लिया था, जिसकी वजह से राजकोषीय-वित्तीय नीतियां अस्पष्ट हो गई थीं। राष्ट्रिक और बैंकिंग क्षेत्रों के बीच प्रतिकूल प्रति सूचना लूप के चलते वैश्विक सुधार और वित्तीय स्थिरता के लिए खतरा पैदा हो गया इसलिए गैर-परंपरागत मौद्रिक नीतियों से सही समय पर बाहर आ जाना सबसे महत्वपूर्ण चुनौती है क्योंकि उन्नत देशों में राष्ट्रिक कर्ज के स्तर बहुत बढ़ गये हैं एवं संवृद्धि-चिंताएं व्याप्त हैं। कर्ज स्तरों को स्थिर करने अथवा उचित ब्याज दरों पर ही सही, घाटों का वित्तपोषण करने में सरकार की अयोग्यता के चलते मौद्रिक नीति को राजकोषीय प्रभुत्व के एक नये चरण से संघर्ष करना पड़ रहा है। इसलिए इस बात की आवश्यकता है कि एक इष्टतम राजकोषीय-मौद्रिक मिश्रण सुनिश्चित करने के लिए ऐसी विश्वसनीय राजकोषीय समेकन योजनाएं और समन्वय रणनीतियां हों जो संवृद्धि, मुद्रास्फीति और वित्तीय स्थिरता से सामंजस्य रखने वाली हो।

1. प्रस्तावना

2.1 समष्टि आर्थिक उद्देश्यों की प्राप्ति के लिए राजकोषीय और मौद्रिक नीतियों के बीच पारस्परिक क्रिया का होना सभी विभिन्न देशों में सिद्धांत और व्यवहार में एक केंद्रीय और साथ ही अधिक जटिल संबंध है। मांग के दबावों को स्थिर करने, भारी घाटों तथा उच्च मुद्रास्फीति से निपटने के लिए राजकोषीय और मौद्रिक प्राधिकरणों की ओर से व्यापक सहमति वाले समर्थक समन्वय प्रयास में मौद्रिक और राजकोषीय नीतियों की सापेक्ष प्रभावोत्पादकता के बारे में 1960 के वर्षों में शुरुआती बहस के साथ शुरु करते हुए उल्लेखनीय परिवर्तन हुए हैं।

2.2 1960 और 1970 के वर्षों में, मौद्रिक अर्थशास्त्र पर फिलिप्स कर्व पैराडिम का प्रभुत्व था। बुनियादी आधार वाक्य यह था कि वहाँ केवल अल्पावधि ही नहीं बल्कि मुद्रास्फीति और उत्पादन के बीच एक दीर्घावधि तालमेल भी था। इससे इस दृष्टिकोण को बल मिला कि केंद्रीय बैंक निरंतरता के आधार पर उच्चतर संवृद्धि प्राप्त कर सकते हैं, यदि वे मुद्रास्फीति को कुछ और बढ़ने दें। हालांकि

इस तर्क की कमियों को 1970 के वर्षों के स्टैगफ्लेशन द्वारा स्पष्ट किया गया था। इन गतिविधियों से मौद्रिक नीति के एक मुख्य उद्देश्य के रूप में कीमत स्थिरता पर एक नवीकृत प्रकाश पड़ा। अनुवर्ती दशकों में, उभरती बाजार और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं में भी कीमत स्थिरता के उद्देश्य को प्राप्त करने की दृष्टि से सुधार दिखाई दिया, जैसा कि उन्नत देशों के मामले में हुआ था। इस बात पर मतैक्य हुआ दिखाई देता है कि राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय के लिए इस बात की आवश्यकता है कि कम और स्थिर मुद्रास्फीति सुनिश्चित करने के लिए कार्य किया जाए जो संवृद्धि और स्थिरता में सहायक है। हालांकि, हाल के वैश्विक वित्तीय संकट सहित संकट की अनेक घटनाएं घटित होने को देखते हुए यह स्पष्ट हो गया है कि मौद्रिक नीति के लिए आस्ति कीमतों और ऋण चक्रों को बाह्य गतिविधियों के रूप में लेना संभव नहीं है, जबकि वास्तविकता में, वे नीति के रुख से उल्लेखनीय रूप से प्रभावित होते हैं। इसलिए इस बात को समझने में काफी अधिक अकादमिक दिलचस्पी है कि किस प्रकार समष्टि आर्थिक, राजकोषीय और मौद्रिक नीतियां एक साथ मिल कर वित्तीय असंतुलनों की समस्या को कम कर सकते हैं।

2.3 इस अध्याय का उद्देश्य राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय के संबंध में समष्टि आर्थिक सिद्धांत में विकास का पता लगाना है और आर्थिक संवृद्धि तथा मुद्रास्फीति के व्यापक समष्टि आर्थिक उद्देश्यों की प्राप्ति के लिए इस क्षेत्र में उन्नत और उभरती बाजार और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं के अनुभव की जांच करना है। इस अध्याय में वित्तीय स्थिरता के बढ़ते हुए महत्व को भी प्रस्तुत किया गया है, जिसका विशेष रूप से, संकट के बाद की अवधि के दौरान राजकोषीय मौद्रिक समन्वय से संबंध है। इस अध्याय का चार खंडों में विभाजन किया गया है। खंड I में ट्रिनिटी बर्जन् और थिल के परंपरागत लक्ष्यों तथा साधनों का वर्णन किया गया है और विशेष रूप से उद्देश्यों की बहुलता, संबद्ध तालमेल, बदलती हुई सापेक्ष नीति क्षमताओं और उद्देश्यों को पूरा करने के लिए स्वतंत्र साधनों की भारी कमी की स्थितियों में राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय की चुनौतियों की ओर ध्यान आकर्षित किया गया है। खंड II में, यूरो क्षेत्र और उभरती बाजार और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं को शामिल करते हुए सभी उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में अनुभव की गयी चुनौतियों में सामान्य और भिन्न-भिन्न, दोनों पर प्रकाश डालने की दृष्टि से राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय में अंतर्राष्ट्रीय अनुभवों को शामिल किया गया है। खंड III हाल के वैश्विक वित्तीय संकट के बाद राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय के संदर्भ में उभरने वाले मुद्दों पर केंद्रित है। विशेष रूप से, यह खंड सार्वजनिक वित्त की दोषपूर्णता और वित्तीय क्षेत्र के बीच की नकारात्मक प्रतिसूचना और संक्रामक मुद्दे पर प्रकाश डालता है, जिसे उन्नत देशों, विशेष रूप से यूरो क्षेत्र में प्रत्यक्षतः देखा गया है। इसमें राजकोषीय और मौद्रिक प्राधिकरणों के बीच समन्वय के लिए भी संभव व्यवस्था करने के लिए आगे का रास्ता निर्धारित किया गया है जो फेस टू फेस और आर्म्स लेंगथ समन्वयन है। खंड IV में, इस रिपोर्ट के शेष अध्यायों में यथाचर्चित और भारतीय परिप्रेक्ष्य में प्रासंगिक विषयों पर सैद्धांतिक विकास और सभी देशों के अनुभवों, दोनों का विश्लेषण करते हुए अध्याय का समापन किया गया है।

II. समष्टि आर्थिक सिद्धांत

परंपरागत प्रामाणिकता: निभावशील मौद्रिक नीति द्वारा समर्थित राजकोषीय नीति के नेतृत्व में समष्टि आर्थिक प्रबंध

2.4 ऐतिहासिक रूप से, 1930 के वर्षों की महामंदी के संदर्भ में उभर कर आई कुल मांग में कमी का समाधान करने के लिए

समष्टि आर्थिक नीति के हस्तक्षेप की आवश्यकता है। चूंकि जहां सरकारों ने करों और व्यय के राजकोषीय नीति साधनों के माध्यम से कुल आर्थिक गतिविधि को विनियमित किया है, वहीं केंद्रीय बैंकों ने अतिरिक्त चलनिधि प्रदान करते हुए ब्याज दरों को प्रभावित करने के माध्यम से संभाव्य रूप से ऐसा कर दिखाया जिसके द्वारा निवेश मांग बढ़ गई जो समष्टि आर्थिक परिणाम को इष्टतम स्तर तक पहुँचाने के लिए नीति-निर्माण की दो भुजाओं के समन्वयन के लिए उठी थीं। द्वितीय विश्वयुद्ध के पश्चात् की महामंदी के अंतर्गत आर्थिक शिथिलता की समस्या को हल करने तथा पुनर्निर्माण आवश्यकताओं की पूर्ति करने के लिए राजकोषीय नीति की अग्रणी भूमिका हेतु परंपरागत कीन्स नीति निर्धारण की आवश्यकता हुई। मौद्रिक नीति ने या तो सरकारी घाटों के निर्धीयन के माध्यम से राजकोषीय नीति को सहारा देते हुए अथवा विकासात्मक खर्च के लिए प्रत्यक्ष वित्त प्रदान करने के माध्यम से उसे सहायता देकर एक द्वितीयक की भूमिका अदा की थी। तदनुसार केंद्रीय बैंकों, जैसे कि यू एस फेडरल रिजर्व बोर्ड (फेड) का इस अवधि के दौरान मध्यवर्ती लक्ष्य “सरकारी बांडों के मूल्य को बनाए रखना” के प्राथमिक उद्देश्य के साथ दीर्घावधि में ब्याज दरों को निम्न स्तर पर रखना था। मूल रूप से, एक सक्रिय राजकोषीय-निष्क्रिय मौद्रिक अंतरापृष्ठ दो तत्वों पर आधारित था। प्रथम, जब ब्याज दरें मौद्रिक उपायों के माध्यम से कम नहीं की जा सकी, चलनिधि जाल के साथ मौजूद उच्च बेरोजगारी दरों की स्थिति में मौद्रिक नीति प्रभावोत्पादकता का कम होना दृष्टिगत हुआ था। द्वितीय, केंद्रीय बैंकों ने भी मौद्रिक नीति के लिए एक द्वितीयक भूमिका स्वीकार कर ली, जिसके अंतर्गत यह माना गया था कि उपभोक्ताओं और फर्मों के व्यय निर्णय आस्तियों पर प्रतिलाभ की तुलना में प्रत्याशाओं द्वारा अधिक प्रभावित हुए।

2.5 1960 के वर्षों में, अल्प ब्याज मुद्रा आपूर्ति में वृद्धि के साथ मौद्रिक नीति को पुनः कुछ महत्व मिलना शुरू हुआ। पीगू (1943) ने एक चैनल स्थापित किया, अर्थात्, संपत्ति (वैलथ) चैनल, जिसके द्वारा धन की वास्तविक मात्रा में परिवर्तनों से कुल मांग को प्रभावित किया जा सकता है, भले ही ब्याज-दरें अपरिवर्तित रहती हैं। इसके अलावा, जैसा कि संयुक्त राज्य अमरीका में अनुभव किया गया, सुचारू मांग प्रबंध में राजकोषीय नीति की “व्यावहारिक और राजनैतिक संभाव्यता” को आर्थिक गतिविधि और कर समायोजनों में राजनैतिक निष्क्रियता के प्रति सरकारी खर्चों के सुस्त समायोजन के आधार पर संदेह की दृष्टि से देखा जाने लगा। फिर भी नीति उत्तोलक (लीवर) का झुकाव दो

दृष्टियों से राजकोषीय नीति के पक्ष में ही रहा। प्रथम, पूर्ण रोजगार को बढ़ावा देने के राजकोषीय नीति उद्देश्य की तुलना में मौद्रिक नीति का कीमत स्थिरता उद्देश्य कमतर आंका जाना जारी रहा। द्वितीय, नाम मात्र की प्रमात्रा के माध्यम से वास्तविक परिमाण (वास्तविक ब्याज दरें, बेरोजगारी दरें और वास्तविक राष्ट्रीय आय की संवृद्धि दर) को नियंत्रित करने में सीमित क्षमता के साथ मौद्रिक नीति को, मुद्रा आपूर्ति संवृद्धि को नियंत्रण में रखते हुए तथा भारी उतार-चढ़ाव पर पूर्ण रूप से रोक लगाकर (फ्रीडमैन 1968) कीमत स्थिरता उद्देश्य की पूर्ति के लिए अत्यधिक उपयुक्त पाया गया। यह समझा गया था कि मौद्रिक नीति एक नकारात्मक ढालू चलनिधि वक्र के साथ मुद्रा आपूर्ति संवृद्धि बढ़ा कर केवल अस्थायी रूप से ही ब्याज दरें घटा सकती है। एक समयान्तराल के बाद ब्याज दरें न केवल उच्चतर स्तरों पर लौटेंगी क्योंकि बढ़ते हुए आय-स्तरों से चलनिधि मांग में बढ़ोतरी होगी, बल्कि और भी बढ़ेंगी जो इस बात को दर्शाएगी कि बढ़ते हुए कीमत स्तर के कारण मुद्रा आपूर्ति की वास्तविक मात्रा में कमी होगी। परिणामतः बढ़ती हुई कीमतों की प्रत्याशाओं के निर्माण से मुद्रास्फीतिकारी मौद्रिक नीति से दीर्घावधि में सांकेतिक ब्याज दर में वृद्धि होगी। फ्रीडमैन ने यह दलील दी है कि वेतन सहित उत्पादक तत्वों की लागत द्वारा उस समय प्रस्तुत बिक्री कीमतों की तुलना में, मांग में अप्रत्याशित वृद्धि के कारण तेजी से वृद्धि होगी जिससे उच्चतर मौद्रिक संवृद्धि से केवल अस्थायी तौर पर ही उसकी 'वास्तविक' दर से कम पर बेरोजगारी में कमी होगी। सांकेतिक वेतन को बढ़ती हुई कीमतों में समायोजन के साथ वास्तविक वेतन अपने प्रारंभिक स्तरों तक बढ़ जाते हैं और जिनके साथ बेरोजगारी अपनी वास्तविक दर पर लौट आती है। इस प्रकार, मौद्रिक नीति उच्चतर मुद्रास्फीति की कीमत पर केवल अस्थायी तौर पर ही बेरोजगारी दर को उसकी वास्तविक दर से नीचे घटा सकती है, जब कि दीर्घावधि में तालमेल निष्प्रभावी हो जाता है।

2.6 1970 के वर्षों में विनिमय दर प्रणाली में विकार आ जाने और साथ-साथ ही ओपेक तेल कीमत के झटके से संयुक्त राज्य अमरीका और अन्य अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति में तेजी से वृद्धि हो गई और बेरोजगारी की दर काफी अधिक हो गई थी। यह माना गया था कि इन दो परिवर्तियों के बीच फिलिप्स कर्व ट्रेड ऑफ अधिक समय तक नहीं चला। इन गतिविधियों की पृष्ठभूमि में, मौद्रिक नीति को मौद्रिक लक्ष्य-निर्धारण (मॉनेटरी-टारगेटिंग) के माध्यम से मुद्रास्फीति पर नियंत्रण करने का कार्य सौंपा गया था।

राजकोषीय घाटों के बांड वित्तपोषण की उच्च सीमा के अंतर्गत राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय के लिए अनिवार्यताएं, नीति सांधनों की कमी और नियम-आधारित नीति निर्माण

2.7 1980 के प्रारंभिक वर्षों में, सरजेंट और वालेस के 'कुछ अप्रिय मौद्रिक गणितीय सिद्धांत' से आधार मुद्रा के निर्माण और बांडों के जारीकरण के माध्यम से राजकोषीय घाटों के वित्तपोषण के संदर्भ में राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय का एक नया परिप्रेक्ष्य आया (सरजेंट और वालेस, 1981)। तर्क-वितर्क के तौर पर, यदि सरकार आधार मुद्रा के निर्माण तथा बांडों के जारीकरण के संयोजन के माध्यम से राजकोषीय घाटों के वित्तपोषण का अपना अंतर-कालिक पथ स्वतंत्र रूप से निर्धारित करती है, राजकोषीय घाटे में होने वाली किसी वृद्धि से आधार मुद्रा में संवृद्धि को रोकने के लिए जनता के पास रखे हुए बांडों के वास्तविक स्टॉक में तदनुसूची वृद्धि आवश्यक हो जाएगी। यदि बांडों पर ब्याज दर अर्थव्यवस्था की संवृद्धि दर की तुलना में उच्चतर होगी तो परिणामतः अर्थव्यवस्था के सापेक्ष बांडों के वास्तविक स्टॉक की उच्च सीमा हो जाएगी, क्योंकि बांडों का वास्तविक स्टॉक अर्थव्यवस्था की संवृद्धि दर की तुलना में अधिक तेजी से बढ़ेगा। यह देखते हुए कि राजकोषीय घाटे में होने वाली किसी भी वृद्धि का वित्तपोषण आधार मुद्रा में वृद्धि के माध्यम से किया जायगा, दीर्घावधि में, मुद्रास्फीति को नियंत्रण में लाने की मौद्रिक नीति की योग्यता समाप्त हो जाएगी, मौद्रिक लक्ष्य निर्धारण शासन के अंतर्गत होते हुए भी। इसके अलावा, वर्तमान अवधि के दौरान घाटों का बांडों के माध्यम से वित्तपोषण करने से भविष्य में ब्याज का भार, घाटा और ब्याज-दरें बढ़ सकते हैं, जिससे भविष्य में घाटे के मुद्रीकरण का बल मिलेगा।

2.8 टिनबर्जन और थील के परंपरागत लक्ष्य-साधन दृष्टिकोण को विस्तार देते हुए, ब्लाइंडर (1983) ने राजकोषीय मौद्रिक समन्वय के पक्ष में तर्क दिया है, क्योंकि, वास्तविकता में, लक्ष्यों को प्राप्त करने के लिए उपलब्ध स्वतंत्र नीति साधनों की तुलना में लक्ष्यों की संख्या अधिक हो जाती है और राजकोषीय और मौद्रिक प्राधिकरणों के अलग-अलग उद्देश्य हो सकते हैं, परिचालन मॉडल और अर्थव्यवस्था के पूर्वानुमान भी भिन्न हो सकते हैं। विशिष्ट रूप से, एक अर्थव्यवस्था के उद्देश्य (उत्पादन के स्तर, मुद्रास्फीति, उत्पादन में निवेश का अंश, वितरणात्मक/आवंटनीय क्षमता उद्देश्य इत्यादि), उन्हें प्राप्त करने के लिए आवश्यक स्वतंत्र नीति साधनों (कर, सरकारी व्यय और मुद्रा आपूर्ति) की संख्या की तुलना में कई गुना अधिक पाये गये। गेम सैद्धांतिक अध्ययन दर्शाता है कि यदि सरकार (बेरोजगारी में कमी को लक्ष्य करते हुए) और केंद्रीय बैंक (मुद्रास्फीति में कमी को लक्ष्य करते हुए) अलग-अलग उद्देश्यों

का अनुसरण करते हैं और अन्य प्राधिकरण की अनुक्रिया पर ध्यान दिये बिना स्वतंत्र रूप से समष्टि आर्थिक स्थितियों के प्रति प्रतिक्रिया करते हैं तो नैश संतुलन से राजकोषीय घाटा और ब्याज दरें दोनों में से किसी भी प्राधिकरण द्वारा वांछित समझी जाने वाली दरों से अधिक होंगी (ब्लाइंडर, 1983; नोरधॉस और अन्य, 1994)। व्यवहार में 'सही' नीति मिश्रण के बारे में अनिश्चितता के रहते हुए और समझौते के अभाव के कारण ब्लाइंडर इस पक्ष में था कि चूंकि केंद्रीय बैंक के पास बहुत बड़ी विवेकाधिकार शक्ति होती है, उसे उसका प्रयोग करते हुए सरकार के अल्पावधि प्रतिफलों (कंसीडरेशन्स) के खिलाफ रोक लगाना सुनिश्चित करना चाहिए। उप-इष्टतम नैश संतुलन को टालने के लिए ब्लाइंडर ने आवंटनात्मक प्रतिफलों पर राजकोषीय नियम आधारित स्वतंत्र निर्धारण का पक्ष लिया। केंद्रीय बैंक को मंदी के दौर में, स्फीतिकारी राजकोषीय घाटे को आश्रय देना होगा, किन्तु, एक बार अर्थव्यवस्था के पूर्ण रोजगार मानक पर लौट आने और मुद्रा निर्माण के स्फीतिकारी परिणामों को टालने के लिए सरकार द्वारा अपने बजट को संतुलित करने के बाद उसे मौद्रिक विस्तार को उलटना होगा।

2.9 संयुक्त राज्य अमरीका और अन्य देशों जैसे कि जर्मनी (उसके एकीकरण के पश्चात्) में राजकोषीय घाटा और उच्च वास्तविक ब्याज दरों की साथ-साथ उपस्थिति की पृष्ठभूमि में (1962-65) की 'कर कटौतियां,' 1971 की 'नई आर्थिक नीति, 1977 का 'कार्टर स्टिमुलस प्लान' और 'रीगन्स सप्लाई साइड पॉलिसीज') और निजी निवेश तथा संभाव्य उत्पादन की दीर्घावधि संवृद्धि। इस पृष्ठभूमि में नोरधॉस ने एक पारदर्शी और नियम-आधारित मौद्रिक नीति रखने का पक्ष लिया है जो एक ऐसी सीमा उपलब्ध कराएगी जिसके भीतर राजकोषीय नीति अपनी उपयोगिता को अधिकतम कर सकेगी। यह दर्शाया गया था कि परिणामी न्यूनतर राजकोषीय घाटे और वास्तविक ब्याज दरों ने दोनों ही नीति प्राधिकरणों की उपयोगिता में सुधार किया और नैश समाधान की तुलना में उच्चतर निवेश का वातावरण तैयार किया, तथापि यह आवश्यक नहीं है कि उससे मुद्रास्फीति अथवा बेरोजगारी पर प्रभाव पड़ा हो। इसके अलावा, चूंकि केंद्रीय बैंकों ने ठोस और विश्वसनीय नियमों की घोषणा के माध्यम से निजी क्षेत्र वेतन और कीमत निर्धारकों के साथ पारस्परिक क्रिया आरंभ कर दी है, एक निम्न मुद्रास्फीति संतुलन स्थापित हो सकता है। एक गतिशील स्थिति के अंतर्गत, राजकोषीय-मौद्रिक नीति मिश्रण में सुधार दर्शाया गया था, यदि सरकार इस प्रत्याशा में राजकोषीय घाटा कम कर देती है कि अल्पावधि में मौद्रिक विस्तार द्वारा परिणामी संकुचनकारी आवेग प्रतिसंतुलित हो जाएगा। तथापि केंद्रीय बैंक अपनी मौद्रिक नीति अनुक्रिया में तब तक के लिए देरी

कर सकता है जब तक उसे इस बात का विश्वास न हो जाए कि परिवर्तित राजकोषीय रुख में कोई परिवर्तन नहीं होगा। दूसरी ओर, एक 'परिणामोन्मुख' नीति ढांचे के अंतर्गत, राजकोषीय घाटे में कमी से, पिछली अवधि में राजकोषीय संकुचन की अनुक्रिया में होने वाली आर्थिक गिरावट को प्रतिसंतुलित करने के लिए अगली अवधि (उसी अवधि के बजाय) में ब्याज दरों के कम होने के माध्यम से मौद्रिक अनुक्रिया उत्पन्न होगी।

मौद्रिक नीति के संबंध में राजकोषीय दबावों के नये चैनल

2.10 1990 के वर्षों में एक वैकल्पिक दृश्य के रूप में उभरते हुए, कीमत स्तर के राजकोषीय सिद्धांत की अभिधारणा सामने आई कि कीमत स्तर प्राथमिक रूप से सरकारी कर्ज और राजकोषीय नीति द्वारा निर्धारित होता है, जिसमें मौद्रिक नीति की अप्रत्यक्ष भूमिका होती है (लीपर, 1991; सिम्स, 1994 (वुडफोर्ड 1994))। यह सिद्धांत मुद्रावादी दृष्टिकोण के विरुद्ध है, जो मुद्रा आपूर्ति को कीमत स्तर और मुद्रास्फीति के प्राथमिक निर्धारक तत्व के रूप में मानता है। कीमत स्तर के राजकोषीय सिद्धांत (एफ टी पी एल) के अनुसार, सरकार द्वारा निर्धारित सिक्का-ढलाई मुनाफा लक्ष्यों के आरोपण के अभाव में भी, राजकोषीय नीति कीमत स्तर को नियंत्रित करने में केंद्रीय बैंक को बाध्य कर सकती है। एक संतुलन स्थिति के रूप में सरकार के अंतर-कालिक बजट दबाव के साथ, सरकार के भावी प्राथमिक शेष के दिये गये अनुक्रम की वर्तमान कीमत के साथ बांडों के सांकेतिक स्टॉक के वास्तविक मूल्य के समीकरण के लिए कीमत स्तर को अंतर्जात रूप से समायोजित करना होगा। बीटर (2000) ने यह दलील दी है कि कीमत स्तर के राजकोषीय सिद्धांत के सामान्य कीमत स्तर का विवाद सार्वजनिक कर्ज पुनर्मूल्यांकन तत्व की भूमिका का निर्वाह कर रहा है जो विरोधाभासों और अनियमितताओं को जन्म दे रहा है। बाद में एफ.टी. पी एल प्रस्तावकों ने स्पष्ट किया कि उक्त सिद्धांत ने अंतर-कालिक बजट दबाव को एक महत्वपूर्ण तत्व के रूप में माना है और आवश्यक नहीं है कि वह कीमत स्तर को निर्धारित करने वाला एक मात्र तत्व हो। उदाहरण के लिए, वुडफोर्ड (2003) ने बताया कि एक ब्याज दर बंधन के अंतर्गत मुद्रा और कीमतें एक साथ चलती हैं। दूसरों ने इस बात पर जोर दिया है कि 'परंपरागत' एफ टी पी एल सिद्धांत में राजकोषीय नीति विनिर्देश का मुद्रा और कीमत स्तर दोनों के व्यवहार के लिए महत्व है और वे संतुलन में एक साथ चलते हैं (गॉर्डन और लीपर, 2005)। तथापि प्रायोगिक अध्ययन में, 1960 से संयुक्त राज्य अमरीका के लिए धारित एफ टी पी एल सिद्धांत के निष्कर्ष स्वरूप कॉक्रिन (1998) ने मिश्रित परिणाम दर्शाये हैं, जबकि केन्जोनेरी और अन्य (2001)

ने युद्धोपरांत यू एस आंकड़ों के आधार पर यह संकेत दिया है कि राजकोषीय नीति नहीं, बल्कि मौद्रिक नीति कीमत स्तर का निर्धारण करती है। फिर भी, एफ टी पी एल के अंतर्गत कीमत स्तर पर राजकोषीय नीति के प्रभाव को मान्यता देते हुए इस बात का समर्थन किया गया है कि मुद्रास्फीति को, जिसे अब तक मौद्रिक समस्या के रूप में माना गया था, नियंत्रित करने के लिए बृहत् राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय की आवश्यकता है।

2.11 राजकोषीय नीति के अन्य चैनल जो मौद्रिक नीति के संचालन को नियंत्रित करते हैं उनमें ब्याज दरों पर राजकोषीय घाटे का प्रभाव और ब्याज स्प्रेड्स, विशेष रूप से, उभरते बाजारों के लिए, शामिल हैं। जहाँ परंपरागत सिद्धांत का तर्क यह है कि उच्चतर राजकोषीय घाटे मध्यवर्ती और दीर्घवधि ब्याज दरें बढ़ाते हैं, प्रायोगिक अध्ययन से मिश्रित परिणाम सामने आये हैं। कुछ अध्ययनों ने कंट्री प्रीमियम्स पर राजकोषीय परिवर्तियों का प्रभाव स्थापित किया है, जब कि अन्य ने दर्शाया है कि राजकोषीय नीति विनिमय दरों पर अपने प्रभाव के माध्यम से मौद्रिक नीति को नियंत्रित कर सकती है। एक उच्च पूंजी-गतिशीलता और लचीली विनिमय दर स्थिति के अंतर्गत राजकोषीय स्थिति में विकृति से विनिमय दर में अस्थायी वृद्धि हो सकती है। इसके विपरीत, निम्न पूंजी-गतिशीलता के अंतर्गत, राजकोषीय विस्तार के कारण उच्चतर आयातों और चालू खाता घाटा बढ़ने से विनिमय दर में कमी हो सकती है। (झोली, 2005)।

खुली अर्थव्यवस्था विस्तार

2.12 खुली अर्थव्यवस्था स्तरों तक विस्तारित, राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय पर साहित्य ने नीति-उपकरणों के परिचालन के कल्याण निहितार्थों में खोज की (कुल उपयोगिता के अनुसार), जिसने एक मौद्रिक संघ में राजकोषीय-मौद्रिक पारस्परिक क्रियाओं के सूक्ष्म प्रतिष्ठानों को भी उपलब्ध कराया है। यूरोपीय मौद्रिक संघ के निर्माण के पश्चात् राजकोषीय नीति की पुनर्परीक्षा शुरू हो गई है, विशेष रूप से जब यह महसूस किया गया था कि जैसे ही घटक सदस्य देशों की मुद्राओं का विलय हो जायगा, मौद्रिक नीति अपना लचीलापन खो देगी। इसलिए स्थिरीकरण औजार के रूप में राजकोषीय नीति की भूमिका के निर्धारण, अंतर्राष्ट्रीय राजकोषीय सहयोग से कल्याण लाभ और इस प्रकार के लाभों का मौद्रिक नीति व्यवस्था के साथ पारस्परिक क्रिया पर जोर दिया जाना अंतरित हो गया। यह मानते हुए कि राजकोषीय नीति सरकारी खर्च और एकता से अलग वस्तुओं के बीच स्थानापन्न की लोच के माध्यम से परिचालित होती है, अध्ययनों से यह पता चला है कि सभी देशों में

राजकोषीय नीति सहयोग से सक्रियतावादी राजकोषीय नीति संभाव्य कल्याण लाभ की ओर अग्रसर होगी, बशर्ते मौद्रिक नीति को एकल मौद्रिक व्यवस्था के अंतर्गत सहकारिता के साथ निर्धारित किया गया हो (लोम्बार्डो और सुदरलैंड, 2004)।

नीति अधिदेश का कीमत स्थिरता से वित्तीय स्थिरता तक विस्तार।

2.13 1970 के वर्षों में मुद्रास्फीति में भेद्यता (स्पाइक) से पढ़े पाठ से मौद्रिक नीति के मुख्य उद्देश्य के रूप में कीमत स्थिरता पर नये सिरे से जोर दिया जाने लगा। प्रायोगिक विश्लेषण के साथ, जिसमें मुद्रास्फीति और बेरोजगारी के बीच किसी दीर्घवधि तालमेल का अभाव दर्शाया गया था, नीति का जोर मुद्रास्फीतिकारी चिंताओं का समाधान करने के लिए मौद्रिक नीति के उपयोग पर अंतरित हो गया। उत्पादन के अपने संभाव्य स्तर के आसपास उसे स्थिर रखने के उद्देश्य के साथ कम और स्थिर मुद्रास्फीति को जारी रहते देखा गया था, क्योंकि मौद्रिक नीति ने कुल मांग पर अपने प्रभाव के माध्यम से अप्रत्यक्ष रूप से मुद्रास्फीति को प्रभावित किया। तदनुसार, जहाँ कई केंद्रीय बैंकों ने व्यवहार में उत्पादन को स्थिर रखना जारी रखा, उन्होंने इसे केवल कीमत स्थिरता तक ही सीमित रखने के अपने सार्वजनिक अधिदेश के लिए उपयोगी पाया, चूंकि इससे मुद्रास्फीतिकारी मौद्रिक नीति के लिए राजनैतिक दबावों के प्रति उनकी संवेदनशीलता कम हो गई थी। इस प्रकार, मौद्रिक नीति के महत्व प्राप्त करने से कुछ देशों में संस्थागत परिवर्तन हुए जिसमें स्वतंत्र केंद्रीय बैंकों का निर्माण शामिल है। जहां कीमत स्थिरता मौद्रिक नीति का एक मुख्य उद्देश्य रहा है, उभरती बाजार और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं में केंद्रीय बैंकों ने सामान्यतः अनेक उद्देश्य रखे हैं, विशेष तौर पर, जब आम तौर पर उन्हें आर्थिक विकास को बढ़ावा देने की एक मुख्य भूमिका सौंपी गई है। इसके अलावा, उभरती और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं में, जो अपेक्षाकृत अधिक खुली हैं, विनिमय-दरें प्रायः एक मुख्य नीति मुद्दा बन कर उभरी हैं। अनुभवजन्य साक्ष्य यह सूचित करते हैं कि उभरती बाजार और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं में केंद्रीय बैंक ब्याज-दरें मुद्रास्फीति दर में परिवर्तनों अथवा उत्पादन अन्तराल के बजाय विनिमय दरों में परिवर्तनों पर प्रायः अधिक मजबूती से प्रतिक्रिया व्यक्त करते हैं (मोहन्ती और क्लाउ, 2004)।

2.14 उन्नत और उभरती हुई-दोनों ही अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति लक्ष्य-निर्धारण संरचना की उपयोगिता वाद-विवाद का विषय बनी हुई है। जहाँ यह बात सत्य है कि अनेक मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारण अर्थव्यवस्थाएं 1990 के वर्षों में मुद्रास्फीति को नियंत्रित कर सकी थी किन्तु जिन देशों ने मुद्रास्फीति लक्ष्यनिर्धारण नहीं अपनाया था उनका कार्यनिष्पादन भी इस मोर्चे पर कोई बुरा नहीं था।

विरोधाभासी रूप से, 1990 के वर्ष- जो कीमत स्थिरता का दशक था-उसमें भी वित्तीय अस्थिरता की अनेक घटनाएं देखी गई थी, जिससे यह स्पष्ट होता है कि केवल कीमत स्थिरता ही पर्याप्त नहीं है। शेष विश्व में वैश्वीकरण और अर्थव्यवस्थाओं की वित्तीय एकता ने मौद्रिक नीति के लिए नई चुनौतियाँ खड़ी की हैं। पूंजी प्रवाहों में बड़े पैमाने पर गतिशीलता और विनिमय दरों में बदलाव से दैनिक आधार पर मौद्रिक नीति का संचालन प्रभावित होता है। विनिमय दरों में बहुत बड़े एवं आकस्मिक परिवर्तन भी वित्तीय स्थिरता के निहितार्थों को प्रभावित करते हैं। इन परिस्थितियों के अंतर्गत, मौद्रिक प्राधिकरणों के सामने नई चुनौतियां प्रस्तुत करते हुए, वित्तीय स्थिरता संबंधी प्रश्नों के साथ मौद्रिक नीति का कार्यक्षेत्र मुद्रास्फीति और संवृद्धि के बीच परंपरागत तालमेल से परे चला जाता है। इन गतिविधियों से इस वाद-विवाद को भी हवा मिली है कि मुद्रास्फीति किस प्रकार वित्तीय स्थिरता में योगदान दे सकती है। जहाँ कीमत स्थिरता का होना वित्तीय स्थिरता के लिए आवश्यक माना गया है, इस बात पर मतैक्य नहीं है कि क्या कीमत स्थिरता वित्तीय स्थिरता की गारंटी के लिए अपने आप में पर्याप्त होगी (कुकिरमैन, 1992, गैमीर और अन्य, 2011; आइसिंग, 2003, मिशकिन, 1996, शेवार्ज, 1995)। एक दृष्टिकोण यह है कि केंद्रीय बैंकों को केवल कीमत स्थिरता पर ही ध्यान केंद्रित करना चाहिए, क्योंकि वित्तीय अस्थिरता के संभाव्य स्रोतों का पता लगाना कठिन है। ऐसी धारणा है कि आस्ति कीमत घट-बढ़ की प्रत्याशित पहचान करना कठिन है और भले ही उनकी पहचान हो सकती हो, यह वाद-विवाद का विषय है कि क्या मौद्रिक नीति इन बुलबुलों में छेद कर सकती है (बीन 2003, बर्नेक; 2003; बर्नेक और गर्टर; 2001; फिलार्डो, 2004)। एक दूसरा दृष्टिकोण इस पक्ष में है कि मौद्रिक नीति को अतिसक्रिय रूप से कड़ा किया जाए और प्रारंभी वित्तीय असंतुलनों की पहचान के लिए केंद्रीय बैंकों द्वारा ऋण और संकलित मौद्रिक राशियों जैसे विभिन्न संकेतकों की निगरानी की जाए (बोरिओ और लों 2002, सीचेत्ती और अन्य 2000, क्रोकेट, 2001)। आम तौर पर, मौद्रिक नीति की सीमाओं को ध्यान में रखते हुए वित्तीय स्थिरता के संदर्भ में प्रभावी विनियम और वित्तीय संस्थाओं के पर्यवेक्षण को अधिक महत्वपूर्ण समझा गया है।

III. राजकोषीय- मौद्रिक समन्वय: अंतर्राष्ट्रीय अनुभव

2.15 विकसित होते हुए समष्टि आर्थिक सिद्धांत से पूर्ण राजकोषीय प्रभुत्व से मौद्रिक प्रभुत्व तक सातत्यक विस्तारित राजकोषीय-मौद्रिक अंतरापृष्ठ में अन्तर्निहित अनेक दुविधाएं सामने लाई गई हैं और वे भी इस सीमा तक कि उनका विस्तार 1990 के

वर्षों में सभी देशों में सुस्पष्ट था। हालांकि, हाल के वर्षों में क्रमशः नीति व्यवस्था में या तो राजकोषीय प्रभुत्व की ज्यादातियां अथवा पूर्ण मौद्रिक स्वतंत्रता परिलक्षित होना बंद हो गया है। जैसी कि 2001 में आर्थिक मंदी और हाल के वैश्विक वित्तीय संकट के प्रति नीति अनुक्रियाओं द्वारा परिपुष्टि हुई है, राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय ऐसे अवसरों पर महत्वपूर्ण समझा गया है जब दोनों नीतियों में से किसी भी नीति के प्रभाव से अनिश्चितता का वातावरण छा जाता है अथवा जब परंपरागत नीति-निर्माण की सीमाओं तक पहुँच हो जाती है। जहाँ सभी देशों में नीति व्यवस्थाओं के विकल्प से विशिष्ट संस्थागत इतिहास परिलक्षित होते हैं, किसी भी व्यवस्था की प्रभावोत्पादकता राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय की सीमाओं पर निर्भर करती है। जिस सीमा तक राजकोषीय और मौद्रिक नीतियां मुद्रास्फीति और बेरोजगारी के प्रति अनुक्रिया करती हैं तथा जिस सीमा तक नीति-निर्माता अपनी नीतियों को समन्वित करते हैं, उसका इन नीतियों की प्रभावोत्पादकता के लिए महत्वपूर्ण निहितार्थ होता है। समन्वय के अभाव में, मौद्रिक और राजकोषीय प्राधिकारियों द्वारा लिये जाने वाले स्वतंत्र निर्णयों का परिणाम या तो प्रयासों के द्विगुणन में होता है अथवा जब वे अपने उपकरणों को विपरीत दिशा में निर्धारित कर रहे होते हैं, नकारात्मक बाह्यताएं उभर सकती हैं। इस प्रकार, यह अपेक्षा की जाती है कि राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय से सामान्य तौर पर कल्याण में सुधार होगा, जैसा कि 1990 के वर्षों से बहुत नियंत्रण के चरण में परिलक्षित हुआ था। नीति-निर्माताओं के बीच समन्वय विभिन्न पद्धतियों के माध्यम से होता है, अर्थात् (i) सूचना का आदान-प्रदान, (ii) अन्य नीति-निर्माता के संभावित व्यवहार के भाव के प्रति पारस्परिक अभिस्वीकृति, (iii) नीति-निर्माताओं के बीच संयुक्त रूप से निर्णय लिया जाना (पूर्ण सहयोग, अर्थात् साँठ-गाँठ); (iv) दो नीति-निर्माताओं में से एक को नेतृत्व प्रदान करते हुए और दूसरे को अनुयायी मानते हुए दोनों के बीच आगे बढ़ने के एक अनुक्रम पर सहमति। इस खंड में पिछले वर्षों में चयनित उन्नत अर्थव्यवस्थाओं और उभरती बाजार और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं में राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय का पता लगाया गया है।

उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में नीति समन्वय

2.16 उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में, द्वितीय विश्व युद्ध के तुरंत बाद की अवधि के दौरान समष्टि आर्थिक स्थिरीकरण के एक औजार के रूप में राजकोषीय नीति का प्रभुत्व रहा, जबकि उसमें मौद्रिक नीति की भूमिका समर्थक के रूप में थी। 1970 के वर्षों के दौरान मुद्रास्फीतिकारी दबावों के बढ़ने के कारण उन्नत अर्थव्यवस्थाओं

में मौद्रिक नीति को प्रधानता दी जाने लगी। विवेकाधीन उपायों के माध्यम से अल्पावधि में समष्टि आर्थिक स्थिरीकरण के कार्य को हाथ में लेने में राजकोषीय नीति की सीमाएं भी सामने आ गईं क्योंकि वैधानिक प्रक्रियाओं में निहित जड़त्व के कारण राजकोषीय नीति के वे विवेकाधीन घटक प्राप्त नहीं हुए जिनसे कारोबार चक्र फ्रीक्वेंसियों पर रणनीतिक रूप से मौद्रिक नीति कार्रवाई करते हुए स्थिति को नियंत्रित किया जा सके। इसलिए वास्तविक प्रतिचक्रीयता को 'एक्सीडेंटल कीन्सीयनिज्म होने के रूप में नोट किया गया, जैसे कि 1982 में यू एस में कर कटौतियां। कारोबार चक्र फ्रीक्वेंसियों पर समष्टि आर्थिक झटकों के साथ स्वचालित स्टेबिलाइजर्स की पारस्परिक क्रिया की बृहत संभावना के साथ, राजकोषीय नीति के इस घटक के साथ मौद्रिक नीति के समन्वय को नाजुक समझा गया था। तदनुसार, कर दरों, बेरोजगारी लाभ और अन्य पात्रताओं के संबंध में विधानों की मौद्रिक नीति के अनुसार रणनीतिक सेटिंग किये जाने हेतु राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय आवश्यक हो गया। संयुक्त राज्य अमरीका के लिए, तर्कसंगत रूप से आक्रामक मौद्रिक नीति के मामले को बल मिला क्योंकि वहाँ स्वचालित स्टेबिलाइजर्स कमजोर पाये गये थे।

संयुक्त राज्य अमरीका

2.17 1930 के वर्षों की महामंदी से ही यू एस में आर्थिक नीति निर्माण में सरकार और फेडरल रिजर्व बोर्ड राजकोषीय और मौद्रिक नीतियों के एक ऐसे मिश्रण का पता लगाने में लगे हुए हैं जो आर्थिक संवृद्धि को बनाए रखेगा और कीमतों को स्थिर करेगा। युद्ध के बाद, शुरु की अवधि के दौरान संवृद्धि और रोजगार पर बल दिया गया जो 1970 के वर्षों तक जारी रहा। किन्तु, यू एस सरकार ने मुद्रास्फीति पर अधिक ध्यान देना शुरु कर दिया जिसके अंतर्गत 1970 के वर्षों के उत्तरार्ध से मौद्रिक नीति को मुद्रास्फीति नियंत्रण का उत्तरदायित्व सौंपा गया।

1979-87 (वॉल्कर अवधि) के दौरान बृहत मौद्रिक स्वतंत्रता

2.18 मुद्रास्फीति को घटाने के लिए आक्रामक मौद्रिक नीति उपायों का प्रयोग करने तथा उच्चतर बेरोजगारी स्वीकार करने की बृहत् तत्परता की पृष्ठभूमि में स्टैगफ्लैशन के बीच फेड ने 1979 में अपनी स्वतंत्रता का पुनः दावा किया। इस अवधि के दौरान फेड की सफल अवस्फीति नीति को देखते हुए एक दृष्टिकोण उभर

कर आया कि एक स्वतंत्र केंद्रीय बैंक द्वारा सही समय पर कड़ा रख अपनाए जाने पर, उत्पादन और रोजगार में हानि की बहुत कम लागत पर समर्थक राजकोषीय नीति के बिना भी मुद्रास्फीति को स्थायी रूप से घटाने के लिए उसकी विश्वसनीयता को बढ़ाया जा सकता है। तदनुसार, मौद्रिक नीति अन्य स्थानों की तुलना में यू एस में अधिक सुदृढ़ अवस्फीतिकारी बन गई जिसके अंतर्गत फेडरल निधियों की दर 1980 तक 19 प्रतिशत तक बढ़ गई थी। कुछ शुरुआती राजकोषीय अवरोधों के बावजूद राजकोषीय नीति इकॉनॉमिक रिकवरी टैक्स एक्ट, 1981 के अंतर्गत एक प्रोत्साहन पद्धति में परिवर्तित हो गई थी।

2.19 1980 के वर्षों के दौरान, फेड ने भी परिचालन लक्ष्य के रूप में फेडरल निधि दर रखने की प्रणाली से मौद्रिक लक्ष्यनिर्धारण ढांचे पर अंतरित होने की घोषणा की। नीति दरें निर्धारित करने में फेड के सीमित लचीलेपन के कारण प्रायः ये दरें स्फीतिकारी अपेक्षाओं को स्थिर करने के लिए आवश्यक स्तरों की तुलना में कम पड़ जाती थी और मुद्रा आपूर्ति संवृद्धि आवश्यकता से अधिक हो जाती थी। मौद्रिक लक्ष्य निर्धारण ढांचे के अंतर्गत उधार ली गई आरक्षित निधियों को प्रत्यक्षतः लक्ष्य किया जाता था ताकि मुद्रा संवृद्धि को बेहतर विधि से स्थिर किया जा सके और मौद्रिक नीति को अधिक प्रभावी बनाया जा सके।¹ 1980 के वर्षों में मौद्रिक नीति के निर्णय आर्थिक गतिविधि, मुद्रास्फीति, विदेशी मुद्रा गतिविधियों और वित्तीय बाजार स्थितियों पर सूचना के एक व्यापक सेट से अधिक से अधिक प्रभावित होती थी, यद्यपि मौद्रिक नीति का मुद्रास्फीतिकारी और प्रतिचक्रीय प्रकृति का बने रहना जारी रहा।

1987 से मौद्रिक और राजकोषीय नीति

2.20 ग्रीनस्पैन अवधि (1987-2006) के दौरान फेड ने मुद्रास्फीति की दर कम होने की वजह से अपने को अकेला रखने की भूमिका पुनः लागू की, चूंकि यह समझा गया था कि मौद्रिक नीति विरल/मंद मंदियों के साथ कम मुद्रास्फीति और बेरोजगारी की दर को जारी रख सकेगी। विस्तारकारी राजकोषीय नीति और उच्च ब्याज दरों के बीच में कर्ज चुकौती की बढ़ती हुई लागत से 1980 के वर्षों के मध्य में राजकोषीय घाटे में भारी वृद्धि हुई। परिणामस्वरूप, यह निर्णय लिया गया कि बेल्लेस्ट बजट एण्ड इमरजेंसी डेफीसिट कंट्रोल एक्ट ऑफ 1985 और बेल्लेस्ट बजट एण्ड इमरजेंसी डेफीसिट

1 इसलिए, संघीय खुला बाजार समिति ने एम₁ और एम₂ में अपेक्षित संवृद्धि के आधार पर आरक्षित निधि उपायों को लक्ष्य करना शुरु कर दिया। किन्तु मुद्रा और आर्थिक क्रियाकलाप के बीच स्थिर संबंध न होने के कारण संघीय खुला बाजार समिति को 1983 में आरक्षित निधि स्थितियों के मार्गदर्शन के लिए क्रियाविधियों में आशोधन करना पड़ा।

रीएफॉर्मेशन एक्ट, 1987 के अंतर्गत राजकोषीय नियम लागू किये जाएं, जिससे 1988 में एक सकारात्मक प्राथमिक ढांचागत संतुलन की स्थापना हुई। ऑम्नीबस बजट रीकन्साइलेशन एक्ट ऑफ 1993 के अधिनियमन से राजकोषीय समेकन प्रक्रिया मजबूत हुई और 1994 में समग्र बजटीय संतुलन सकारात्मक हो गया।

2.21 फेड ने 1991-92 के दौरान एक संक्षिप्त मंदी के दौर के प्रारंभ तक अपना कठोर मौद्रिक नीति रख जारी रखा। तदनुसार, 1992 के अंत में अभीष्ट फेडरल निधि दर घटाकर 3 प्रतिशत करते हुए मौद्रिक नीति को शिथिल किया गया जिसके अंतर्गत मुद्रास्फीति उसी स्तर पर थी, अंतर्निहित वास्तविक फेडरल निधि दर शून्य के आसपास थी। जबकि मुद्रास्फीति दर 2 और 2.5 प्रतिशत के बीच चल रही थी, 1995 के शुरू में वास्तविक नीति दर सकारात्मक हो गई, और फेडरल निधि दर मजबूत होकर 6 प्रतिशत हो गई। मौद्रिक नीति का यह रुख आम तौर पर 2000 तक, हालांकि थोड़े-बहुत समायोजनों के साथ बना रहा। चूंकि बजट घाटे अधिशेष मोड पर अंतरित हो गये थे, सरकार ने 2001 में सूचना प्रौद्योगिकी क्षेत्र में गिरावट तथा यू एस अर्थव्यवस्था में एक संक्षिप्त मंदी के दौर को देखते हुए कुल मांग को प्रोत्साहित करने के लिए आयकर रियायतों की घोषणा की। फेडरल निधि दर में सार्थक कमी होने से भी विस्तारकारी राजकोषीय पहल को समर्थन मिला। इस दौर के दौरान मौद्रिक नीति परिचालन क्रियाविधि में महत्वपूर्ण परिवर्तन हुआ। वित्तीय नवोन्मेष के साथ, चूंकि गैर उधार ली गई आरक्षित निधियों और मौद्रिक नीति उद्देश्य के बीच संबंध कमजोर पड़ गया था, फेड उधार ली गई आरक्षित निधियों के माध्यम से अप्रत्यक्ष रूप से फेडरल निधि दर के लक्ष्य निर्धारण पर अंतरित हो गया। इसके अलावा चूंकि उधार ली गई आरक्षित निधियों और फेडरल निधि दर के बीच संबंध अस्थिर हो गये थे, फेड ने प्रत्यक्ष रूप से फेडरल निधि दर लक्ष्य निर्धारण की ओर रुख कर लिया।

2.22 2000 के वर्षों के पूर्वार्ध के दौरान, मौद्रिक और राजकोषीय, दोनों ही नीतियां विस्तारकारी रही। राजकोषीय अस्थिरता के बारे में चिंताओं के बावजूद समष्टि आर्थिक स्थितियां अगस्त 2007 में संकट के प्रारंभ तक समंजक नीति रख में किसी प्रकार के उलटाव की आवश्यकता के बिना भी सहायक बनी रही। दिसम्बर 2007 से मंदी के प्रारंभ तथा सितंबर 2008 में लेहमैन ब्रदर्स कैलैप्स के बाद संकुचन के लक्षण स्पष्ट हो चुके थे इसलिए जब बेरोजगारी की दर दुगुनी यानी 10 प्रतिशत हो गई थी, जिसे बाद में 9 प्रतिशत पर स्थिर किया गया था (बेरोजगारी की गैर-त्वरणशील स्फीति दर अर्थात् 5.75 प्रतिशत से काफी अधिक) और मुद्रास्फीति की दरें गिरने लगी थी, परम्परागत और गैर-परम्परागत, दोनों ही

प्रकार के मुद्रा सुलभता उपायों का इस्तेमाल आवश्यक हो गया था (परंपरागत के अंतर्गत, उत्तर-2008 तक फेडरल निधि लक्ष्य दर शून्य प्रतिशत तक नीचे ले आई गई थी) जबकि (गैर -परंपरागत उपायों के अंतर्गत 2009 के दौरान और 2010 के प्रारंभ में दीर्घावधि खजाना प्रतिभूतियों की सार्थक खरीद और उसके बाद चूंकि बंधक आधारित प्रतिभूतियां परिपक्व हो गई थी/उनका मोचन (रीडीम) हो गया था, फेड के तुलन पत्र को कम होने से बचाने के लिए फेड की पुनर्निवेश नीति की दूसरी बार मात्रात्मक सुलभता तथा आशोधन द्वारा मुद्रा सुलभता) वास्तविक मौद्रिक उपायों के पूरक के रूप में, निवेशक के प्रत्यक्ष ज्ञान को सुनियोजित आकार देने के लिए फेड की सम्प्रेषण नीति बनाई गई थी। इस प्रकार की आस्ति खरीद को, ऋण की लागत कम करते हुए कुल मांग को बढ़ाने, प्रतिभूतियों की बढ़ती हुई कीमतों के साथ घरेलू संपत्ति बढ़ाने और डॉलर के हास के माध्यम से निर्यात मांग बढ़ाने की ओर मोड़ा गया था (येलेन, 2011)। मौद्रिक सुलभता के अनुरूप, संयुक्त राज्य अमरीका ने 2008 की शुरुआत से राजकोषीय प्रोत्साहन उपायों को सक्रिय किया। यह सक्रियता इस सीमा तक थी कि बजट नियमों में छूट देते हुए त्वरित और अधिक स्थिर राजकोषीय सक्रियतावाद सुलभ कराया गया था जिससे प्रतिक्रिय राजकोषीय हस्तक्षेप आसान हो गया था (ऑरबेक और अन्य, 2010)।

2.23 जैसा कि पहले संकेत किया गया, यू एस सरकार ने 2000 के वर्षों के पूर्वार्ध में विस्तारकारी राजकोषीय नीति अपनायी। जिस समय तक वैश्विक वित्तीय संकट का प्रभाव पड़ना शुरू हुआ, स्वास्थ्य सुरक्षा के लिए एक नये पात्रता कार्यक्रम पर भारी कर कटौती तथा सुरक्षा संबंधी क्षेत्रों पर भारी खर्च के कारण राजकोषीय घाटा पहले से ही बहुत उच्च स्तर पर पहुँच चुका था। इसलिए, राजकोषीय घाटा स्थिति में विकृति वित्तीय क्षेत्र में प्रेरित गहन मंदी के प्रति नीति अनुक्रिया में ही परिलक्षित नहीं हुई बल्कि वह संकट पूर्व अवधि में अपनाये गये विस्तारकारी राजकोषीय उपायों के संचयी प्रभाव में भी देखी गयी थी। संकट के दौरान यू एस सरकार द्वारा उपलब्ध कराया गया राजकोषीय नीति प्रोत्साहन प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं में सबसे बड़ा समझा गया था और उसका लक्ष्य बुनियादी सुविधा निवेश, कर रियायतों और बेरोजगारी लाभों के माध्यम से समग्र मांग को बढ़ाना था। 2009 में सकल देशी उत्पाद संवृद्धि में राजकोषीय उपायों का योगदान 2 प्रतिशत अंक के लगभग था और 2010 में वह एक प्रतिशत अंक था (लिप्सकी, 2011)। इसके अलावा, लेहमैन ब्रदर्स की असफलता के साथ, यह महसूस किया गया था कि फेड द्वारा किये गये चलनिधि प्रावधान वित्तीय प्रणाली को समर्थन देने के लिए पर्याप्त नहीं होंगे और, इसलिए यू एस राजकोष से समर्थन की आवश्यकता

होगी। विशेष रूप से, चलनिधि निधीयन के अभाव, अंतर्निहित ऋणों के मूल्य के बारे में चिंताओं, और प्रतिभूतिकरण प्रक्रिया की अखंडता से प्रतिभूतिकरण बाजारों की कार्यप्रणाली में बाधा उपस्थित हुई। इन बाजारों को पुनर्जीवित करने के लिए, फेड ने मीयादी आस्ति समर्थित प्रतिभूति ऋण सुविधा स्थापित करने के लिए राजकोष के साथ कार्य किया। इस सुविधा के अंतर्गत जब यू एस राजकोष ने ऋण जोखिम माना तो फेड ने चलनिधि निधीयन की आपूर्ति की। इसलिए, वैश्विक वित्तीय और आर्थिक संकट के दौरान यह देखा गया कि फेड द्वारा अपने तुलन पत्र पर हानि का जोखिम समझे जाने पर प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण फर्मों को मजबूत करने के लिए और राजकोष को सुस्पष्ट समर्थन तथा उन जोखिमों की अभिस्वीकृति देते हुए उन्हें उधार राशियां उपलब्ध करा कर चलनिधि और वित्तीय स्थिरता संबंधी चिंताओं को दूर करने के लिए राजकोषीय और मौद्रिक नीतियां आगे-पीछे कार्य करती हैं। नीयर-जीरो पॉलिसी ब्याज दरों की सीमाओं और मौद्रिक नीति की प्रभावोत्पादकता के बारे में अनिश्चितता को समझते हुए यू एस सरकार ने 2010 से समर्थक राजकोषीय नीति रुख बनाये रखना जारी रखा है। दीर्घावधि में बजट घाटों को कम करने के लिए अपनाये गये सुदृढ़ प्रयासों के साथ शीघ्रावधि में संवृद्धि अनुकूल नीतियों को 'जोड़ने' के लिए चाहे गये राजकोषीय कार्यक्रम को मौद्रिक नीति के लिए 'एक मूल्यवान सम्पूरक' के रूप में माना गया था (येलेन, 2011)। सितंबर 2012 में फेड ने अपनी योजना की घोषणा की कि वह सरकार प्रायोजित उद्यमों द्वारा गारंटीकृत 40 बिलियन अमरीकी डॉलर मूल्य की बंधक-समर्थित प्रतिभूतियों की प्रतिमाह खरीद करेगा। पिछले कार्यक्रम के अंतर्गत खरीद में शामिल की गई खजाना प्रतिभूतियों के साथ, फेड ने घोषणा की कि वह प्रति माह 85 बिलियन अमरीकी डॉलर मूल्य की दीर्घावधि प्रतिभूतियां खरीदेगा। इसका उद्देश्य यह है कि बंधक दरों सहित दीर्घावधि ब्याज-दरों के दबाव को और कम किया जाए ताकि आर्थिक सुधार को प्रोत्साहन दिया जा सके। यद्यपि फेड, बर्नेक (2012) के अनुसार, उन राजकोषीय चुनौतियों को मानता है जिन्हें यू एस अर्थव्यवस्था झेल रही है, आर्थिक सुधार के लिए मौद्रिक नीति का सहायक समर्थन यदि नहीं मिलता तो इन राजकोषीय लक्ष्यों को प्राप्त करना और भी कठिन होता।

2.24 हाल के वर्षों में यू एस राजकोषीय स्थिति में तीव्र गिरावट भी समस्याग्रस्त आस्ति राहत कार्यक्रम (टी ए आर पी) के अंतर्गत बेलआउट्स के लिए आंशिक रूप से जिम्मेवार है, और आंशिक रूप से राजकोषीय प्रोत्साहन पैकेज 2009 और 2010 के लिए जिम्मेवार है, वैसे ही यू एस मंदी के लिए भी जिम्मेवार है जिसने उसे ऐसी

स्थिति में धकेल दिया जिसे यू एस राजकोषीय क्लिफ कहा जाता है। राजकोषीय क्लिफ बजट घाटे में भारी कमी की ओर संकेत करते हैं और परिणामस्वरूप यू एस अर्थव्यवस्था में गिरावट होती है, यदि 2013 की शुरुआत में विनिर्दिष्ट कानून स्वतः समाप्त होने दिये जाते हैं अथवा प्रभाव में आते हैं। इन कानूनों में कर राहत की समाप्ति के कारण कर में वृद्धि, बेरोजगारी बीमा का पुनः प्राधिकार देना और जॉब क्रिएशन एक्ट ऑफ 2010 तथा बजट कंट्रोल एक्ट 2011 के अंतर्गत खर्च में कमी ('पृथक्करण') शामिल हैं। 1 जनवरी 2013 को कर वृद्धि पर एक सौदे पर हस्ताक्षर करते हुए यू एस राजकोषीय क्लिफ को रोक लिया गया था, यद्यपि खर्च में कटौती के संबंध में महत्वपूर्ण नीति अनिश्चितताएं बनी रहती हैं, जिसे सिक्वेस्टर के रूप में जाना जाता है जो दो महीने के लिए आगे बढ़ा दिया गया है। विश्वसनीय मध्यावधि राजकोषीय समेकन योजना अपनाये जाने को संयुक्त राज्य अमरीका में प्राथमिकता दी गई है।

युनाइटेड किंगडम

2.25 एक सीमित देयता इकाई के रूप में मूल रूप से संस्थापित दि बैंक ऑफ इंग्लैंड (बी.ओ.ई.) की स्थापना सरकार के बैंकर और कर्ज प्रबंधक के रूप में हुई थी। बैंक ऑफ इंग्लैंड के राष्ट्रीयकरण पूर्व दौर में सरकार ने अपने पूर्व दिनांकित उधारों के मौद्रिक वित्तपोषण के लिए इसका आश्रय लिया था। 1946 में बैंक ऑफ इंग्लैंड के राष्ट्रीयकरण के साथ, सरकार इसकी मालिक बन गई और बैंक को निर्देश जारी करने की शक्ति ग्रहण की। फिर भी, व्यवहार में, इसके कार्यों की दृष्टि से कोई बहुत बड़ा अंतर नहीं था और इस प्रकार बैंक का कार्य राजकोष बैंकर, परामर्शदाता, एजेंट और कर्ज प्रबंधक के रूप में जारी रहा।

युद्धोपरांत अवधि के दौरान सक्रिय राजकोषीय नीति

2.26 द्वितीय विश्व युद्ध के बाद की अवधि के दौरान सरकार का एक चिरस्थायी उद्देश्य यह था कि वह विवेकाधीन प्रोत्साहन अथवा स्वचालित स्टैबिलाइजर्स के परिचालन के माध्यम से राजकोषीय नीति द्वारा निभाई गई प्रतिचक्रिय भूमिका के साथ कुल मांग के उच्च स्तर को बनाए रखे। बहुत बड़े नकारात्मक उत्पादन अंतरालों को रोकने के लिए एक सक्रिय राजकोषीय रणनीति के प्रयोग के साथ, मांग दबाव उभरने शुरू हो गये, परिणामतः 1960 के अंतिम वर्षों में और 1970 के वर्षों की शुरुआत में सकारात्मक उत्पादन अंतराल उभरे और मुद्रास्फीति में तीव्र वृद्धि दिखाई दी (मैक फारलेन और मोरटाइमर- ली, 1994)। भारी मुद्रास्फीतिकारक दबावों के उभरने

के बावजूद, 1970 के शुरूआती वर्षों में ब्रेटन वुड्स के असफल होने तक युनाइटेड किंगडम में सकल मांग प्रबंध में मौद्रिक नीति को केवल एक सीमांत भूमिका सौंपी गई थी। वह मौद्रिक नीति न होकर एक आय नीति थी जो मांग दबावों को नियंत्रित करने के लिए एक वरीयता प्राप्त औजार थी। मांग दबावों के कारण उच्च मुद्रास्फीति की स्थिति बन गई थी एवं भुगतान संतुलन की स्थिति खराब हो गई थी। चूंकि आय नीति से 1974 में मुद्रास्फीतिकारक दबावों का हल नहीं निकल पाया था, सकल मांग को नियंत्रित करने के लिए मौद्रिक नीति को बृहत महत्व दिया गया था। 1970 और 1980 के शुरूआती वर्षों में उच्च मुद्रास्फीति की पृष्ठभूमि में मौद्रिक लक्ष्य निर्धारण प्रस्तुत किया गया था जो 1979 में समष्टि आर्थिक रणनीति का अभिन्न अंग बन गया था। फिर भी, मुद्रास्फीतिकारक दबावों को नियंत्रित करने के लिए सीधे नियंत्रण (कीमतें, वेतन और ऋण) तथा राजकोषीय नीति का प्रमुख नीति साधन बने रहना जारी रहा।

मुद्रा संवृद्धि को नियंत्रित करने के लिए एम टी एफ एस (1980) के अन्तर्गत उधार आवश्यकता में कमी करने पर जोर

2.27 नीति विश्वसनीयता पुनः स्थापित करने की दृष्टि से एम3 संवृद्धि तथा मध्यावधि वित्तीय ऋणनीति (एम टी एफ एस) योजना के अंतर्गत सार्वजनिक क्षेत्र उधारों के लिए वार्षिक लक्ष्य की घोषणा करने की प्रथा 1980 में शुरू हुई थी। उधार लेने की आवश्यकता को धीरे धीरे कम करने को मुद्रा संवृद्धि पर रोक लगाने के एक प्रमुख तत्व के रूप में देखा गया था। सरकारी खर्च योजनाओं को नियंत्रित करने में मौद्रिक लक्ष्य निर्धारण ढांचा सहायक रहा क्योंकि इसमें सार्वजनिक क्षेत्र मुद्रा निर्माण पर एक सीमा अंतर्निहित होती है। इस प्रकार, मौद्रिक लक्ष्य निर्धारण राजकोषीय और मौद्रिक नीतियों को समन्वित करने का एक साधन बन गया। 1980-81 में मुद्रा नीति को कठोर बनाने से मुद्रा स्फीति दर को कम करने में सहायता मिली थी जो 1983 के मध्य में 4 प्रतिशत हो गई थी जबकि उससे पूर्व 1980 के शुरू में उसकी दर 22 प्रतिशत थी। इतना होते हुए भी एम3 के लक्ष्य प्राप्त नहीं किये जा सके थे (बर्नेक और अन्य, 2001)। एम3 का लक्ष्य धीरे-धीरे कम महत्वपूर्ण हो गया था, जबकि संकीर्णतर सकल मुद्रा (एम0) में संवृद्धि को मौद्रिक नीति रख के उपयुक्त संकेतक के रूप में माना गया, जिसे 1986 के यू के बजट में घोषित किया गया था।

2.28 1980 के वर्षों के पूर्वार्ध में सार्वजनिक क्षेत्र असंतुलनों में गिरावट के बावजूद राजकोषीय नीति कुल मिलाकर 1980 के वर्षों के मध्य तक विस्तारकारक बनी रही। 1980 के वर्षों के द्वितीयाध के दौरान सरकार राजकोषीय नीति को सार्थक रूप से कठोर बनाने

में सफल रही। 1988-तिमाही 3 से 1990-तिमाही 3 तक मौद्रिक नीति के आक्रामक रूप से कठोर होने के बावजूद, मुद्रास्फीति दर सितंबर 1990 तक 10.9 प्रतिशत के चरम स्तर पर पहुँच गई थी, जब यू के अर्थव्यवस्था को अत्यधिक मंदी की मार झेलनी पड़ी थी। बबल-बस्ट चक्र को रोकने के लिए मौद्रिक लक्ष्य अपर्याप्त पाये गये, जिनका बाद में परित्याग कर दिया गया। वास्तव में देखा जाए तो मौद्रिक नीति लक्ष्यों पर बल दिया जाना 1987 में ही बंद हो गया था जब यू के सरकार ने पाउंड स्टर्लिंग को 3-0 ड्यूश मार्क (डी एम) प्रति पाउंड की एक संकीर्ण सीमा में रखना शुरू कर दिया था। एम3 लक्ष्य से औपचारिक रूप से मुक्त होने के बाद, यू के में मौद्रिक नीति का संचालन विनिमय दर उतार-चढ़ावों को स्थिर करने की ओर अधिक किया जाने लगा था। यू के ने 1990 में यूरोपीय विनिमय दर तंत्र (ई आर एम) को अपना लिया जिससे यह अपेक्षा की गई थी कि मौद्रिक नीति को उससे अधिक स्थिरता और पूर्व सूचनीयता प्राप्त होगी।

1990 के वर्षों के दौरान मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारण और समष्टि आर्थिक ढांचे में सुधार

2.29 जर्मनी के एकीकरण के लिए बढ़ते हुए दबाव के साथ 1990 के वर्षों की शुरूआत में यूरोप में ब्याज दरें बढ़ गईं। चूंकि ई आर एम व्यवस्था के अन्तर्गत पाउंड स्टर्लिंग डी एम में अधिक्कीलित (पैंग) हो गया था, यू के के लिए देशी संवृद्धि चिंताओं के कारण कठोर मुद्रा नीति का पालन करना कठिन हो गया था। इसलिए यू.के. सरकार ने सितंबर 1992 में ई आर एम की सदस्यता छोड़ दी और मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारण (आइ टी) अपनाने का निर्णय किया। जब कि आइ टी ढांचे में मौद्रिक नीति की बढ़ती हुई जिम्मेवारी अंतर्निहित होती है, अनिश्चित समष्टि आर्थिक घटनाओं से निपटने के लिए, सिद्धांत रूप में भी, उसने अपने लचीलेपन को वापस नहीं लिया। 1997 तक, मौद्रिक और राजकोषीय, दोनों ही नीतियां एच एम राजकोष और बैंक ऑफ इंग्लैंड के साथ परामर्श करके चांसलर ऑफ एक्सचेंजर द्वारा निर्धारित की जाती थी। आइ टी व्यवस्था के अंतर्गत, 1992 और 1997 के बीच यू के अर्थव्यवस्था में मुद्रास्फीति व्यापक रूप से स्थिर करने में सफलता प्राप्त हुई किन्तु मुद्रास्फीति प्रत्याशाएं उच्च रही क्योंकि कीमत स्थिरता के उद्देश्य के साथ राजकोषीय नीति परिचालनों की संभावना का परस्पर विरोध जारी रहा।

2.30 1998 में घोषित किये गये नये समष्टि आर्थिक ढांचे के अंतर्गत चांसलर को मौद्रिक और राजकोषीय, दोनों नीतियों की अंतिम जिम्मेवारी सौंपी गई थी, जबकि परिचालन नियंत्रण एक स्वतंत्र मौद्रिक नीति समिति (एम पी सी) के बीच विभाजित किया

गया था जिसके अंतर्गत मौद्रिक नीति की संपूर्ण जिम्मेवारी सौंपी गई और राजकोष के पास राजकोषीय नीति की जिम्मेवारी रखी गई थी। मौद्रिक नीति की पूर्ण परिचालनगत जिम्मेवारी बैंक ऑफ इंग्लैंड को अंतरित करने के उद्देश्य से बैंक ऑफ इंग्लैंड अधिनियम का अधिनियमन किया गया था, जब कि सरकार ने राजकोष की आरक्षित शक्तियों (सेक्शन 19, बी ओ ई एक्ट, 1998) के अंतर्गत 'अत्यधिक आर्थिक परिस्थितियों' में ही मौद्रिक नीति का परिचालन नियंत्रण अपने पास रखा था। मौद्रिक नीति का परिचालनगत उद्देश्य, अर्थात् मुद्रास्फीति लक्ष्य, हालांकि बैंक ऑफ इंग्लैंड के पास न रह कर सरकार के सीमा-क्षेत्र के अंतर्गत ही रहा। नीति दर निर्णय एक्सचेजर के चांसलर के पास न रह कर बैंक ऑफ इंग्लैंड द्वारा लिये जाने लगे, जैसी कि मई 1997 के पूर्व में प्रथा थी।

2.31 कीमत स्थिरता के प्राथमिक उद्देश्य के अंतर्गत, बैंक ऑफ इंग्लैंड के लिए भी यह अपेक्षित था कि वह संवृद्धि और रोजगार संबंधी सरकार के अन्य आर्थिक नीति उद्देश्यों को सहायता प्रदान करे। इसका निहितार्थ है कि कीमत स्थिरता को अपने आप में ही एक अंत नहीं समझा गया था बल्कि उसके स्थान पर यह माना गया था कि सरकार के अन्य आर्थिक उद्देश्यों को पूरा करने के लिए वह आवश्यक है। 1998 में सरकार ने, संवृद्धि और रोजगार के उच्च एवं स्थिर स्तरों की सुलभता के लिए राजकोषीय नियमों की भी घोषणा की थी। इन नियमों का पालन 'राजकोषीय स्थिरता की संहिता' के मार्गदर्शी सिद्धांतों के अंतर्गत किया जाना था। सरकार की ओर से कर्ज प्रबंध एच एम राजकोष को हस्तांतरित कर दिया गया था, जबकि विनियामक कार्य वित्तीय सेवा प्राधिकरण को सौंपे गये थे। राजकोषीय नीति की सीमाओं को अल्पावधि उपकरण के रूप में मानते हुए फोकस को मध्यावधि और दीर्घावधि उद्देश्यों पर अंतरित कर दिया गया था। सरकार और मौद्रिक नीति समिति (एम पी सी) की भूमिकाओं के बीच एक सुस्पष्ट विभेदीकरण भी कर दिया गया था। इस प्रकार की व्यवस्था का सार तत्त्व यह सुनिश्चित करना था कि मौद्रिक नीति निर्णय अल्पावधि राजनैतिक सोच-विचार से प्रभावित न होने पाए और इसलिए वे अधिक विश्वसनीय समझे जाएं।

2.32 नये ढांचे के बारे में एक संभाव्य चिंता राजकोषीय और मौद्रिक नीतियों के बीच प्रभावी समन्वय सुनिश्चित करने में उसकी क्षमता के बारे में थी (बीटर और सिबर्ट, 2001)। किन्तु, संभाव्य समन्वय समस्याओं का समाधान तीन प्रमुख तरीकों से किया गया। प्रथम, समन्वय प्राप्त कर लिया गया था क्योंकि सरकार को मौद्रिक और राजकोषीय नीतियों के लिए उद्देश्य निर्धारित करने थे। एम पी

सी ने अपने निर्णय सरकारी पूर्वानुमानों के आधार पर किये थे जब कि जब तक एम पी सी का प्रतिक्रिया कार्य मालूम पड़े चांसलर नीति मिश्रण का निर्णय ले सकता है। (बैंक ऑफ इंग्लैंड)। द्वितीय, नीति की दोनों भुजाओं के उद्देश्य अधिक सुस्पष्ट बनाये गये थे और अधिक पारदर्शी कार्य विधियों के अधीन थे। तृतीय, एच एम राजकोष की ओर से एम पी सी बैठकों में उपस्थित प्रतिनिधि द्वारा मौद्रिक और राजकोषीय नीतियों के बीच समन्वय भी जुड़ गया था। उक्त प्रतिनिधि ने राजकोषीय नीति के संबंध में सूचना उपलब्ध कराई थी (बजट को शामिल करते हुए)। एक स्वतंत्र एम पी सी को कीमत स्थिरता की जिम्मेवारी सौंपने का एक परिणाम यह हुआ कि सक्रियतावादी राजकोषीय नीति के प्रयोग को प्रभावोत्पादकता के साथ निकाल दिया गया था।

2000 में डॉट-कॉम बुलबुले का फूटना: विस्तारकारक मौद्रिक और राजकोषीय नीतियां

2.33 मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारण (आई टी) अपनाये जाने के साथ ही 1990 के वर्षों के दौरान मुद्रास्फीति दर कुल मिलाकर नियंत्रण में रही और संवृद्धि प्रवृत्ति से अधिक रही जो 1990 के वर्षों के आई टी दौर के दौरान औसतन 3 प्रतिशत के आसपास थी। सामान्य रूप से यू के में मुद्रास्फीतिकारक प्रत्याशाएं काफी अधिक स्थिर रही, जिससे मौद्रिक नीति में जनता का भरोसा प्रतिबिंबित हुआ। आई टी ढांचे के अंतर्गत, राजकोषीय नीति सैद्धांतिक रूप से, अल्पावधि उद्देश्यों के लिए उपयोग में नहीं लाई जा सकती है। जहाँ मौद्रिक नीति के रुख में कोई बहुत बड़ा अंतर नहीं आया था (1990 के वर्षों के आखिर में मुद्रास्फीतिकारक को छोड़कर), राजकोषीय नीति सार्थक रूप से कठोर बनी रही। किन्तु, 2001 में मौद्रिक और राजकोषीय, दोनों ही नीतियों को संवृद्धि चिंताओं का समाधान करने के लिए शिथिल करना पड़ा था। ये चिंताएं डॉट-कॉम बुलबुले के फूटने के साथ उत्पन्न हुई थी। 2000 के वर्षों के मध्य तक राजकोषीय और मौद्रिक, दोनों ही नीतियां मुद्रास्फीतिकारक रही और इस बात के कोई प्रमाण नहीं मिलते हैं कि मौद्रिक नीति ने मुद्रास्फीतिकारक राजकोषीय रुख के प्रभाव को प्रतिसंतुलित करने का प्रयास किया हो (कमेटी ऑन इकॉनॉमिक अफेयर्स, हाउस ऑफ लॉर्ड्स, 2004)। इस अवधि के दौरान अपनायी गई मुद्रास्फीतिकारक राजकोषीय नीति का प्रभाव केवल चक्रीय तत्वों पर ही नहीं पड़ा बल्कि सार्वजनिक बुनियादी सुविधाओं और अन्य सेवाओं में सुधार पर किये जाने वाले खर्च में योजनाबद्ध वृद्धि में भी प्रतिबिंबित हुआ था।

2005-06 से 2007-08 तक राजकोषीय कठोरता, किन्तु संकट के दौरान उलटाव

2.34 मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारण व्यवस्था की विश्वसनीयता को सहारा देने के लिए सरकार ने 2003 में अपनी वचनबद्धता को दोहराया कि वह निवल सार्वजनिक कर्ज को सकल देशी उत्पाद के 40 प्रतिशत से नीचे बनाए रखेगी, जब कि धारणीय निवेश दीर्घावधि प्रतिफलों द्वारा निर्धारित सीमाओं के भीतर उचित रूप से राजकोषीय विवेक के नियंत्रण में रहे, जैसे कि जनसांख्यिकीय और कर्ज धारणीयता। पण्यों की बढ़ती हुई कीमतों के मुद्रास्फीतिकारक प्रभाव को स्वीकार करते हुए 2005-06 से 2007-08 के दौरान प्रस्तुत किये गये सरकारी बजटों में राजकोषीय कठोरता के प्रति कड़ी वचनबद्धता प्रतिबिंबित हुई थी। किन्तु, हाल के वैश्विक संकट के दौरान, समग्र राजकोषीय रुख अल्पावधि में मौद्रिक नीति को समर्थन देने और अर्थव्यवस्था के पथ को निर्बाध बनाने में सहायता हेतु स्वचालित स्टैबिलाइजर्स को अनुमति प्रदान करने का रहा है।

2.35 बैंक ऑफ इंग्लैंड ने अपनी ओर से अवस्फीतिकारक दबावों का सामना करने और आर्थिक सुधार को बढ़ाने के लिए अभूतपूर्व मौद्रिक प्रोत्साहन प्रदान किये। नीति दर को शून्य के आसपास रखा गया था, जबकि उसकी 200 बिलियन पाउंड की आस्ति खरीद (अधिकतर दीर्घावधि सरकारी बाँड) से भी बाँड आय कम करने तथा आस्ति कीमतें बढ़ाने में सहायता मिली, जिसके द्वारा बाजार पर भरोसे को समर्थन मिला तथा घरेलू निवल संपत्ति और कंपनी साख आपूर्ति को सहायता मिली। बैंक ऑफ इंग्लैंड के अधिकांश परिचालन, अर्थात् वित्तीय संस्थाओं को ऋण सहायता, आस्ति-समर्थित प्रतिभूतियों और वाणिज्यिक पत्र की खरीद तथा आस्ति अदला-बदली को राजकोष के समर्थन से हाथ में लिया गया था (आई एम एफ, 2009)। इसके अलावा, आस्ति खरीद कार्यक्रम के सम्पूरक के रूप में, बैंक ऑफ इंग्लैंड और एच एम राजकोष ने जुलाई 2012 में उधार देने की योजना के लिए निधीयन (एफ एल एस) की शुरुआत की। यद्यपि, मात्रात्मक सुलभता (क्यू ई) का प्रभाव मुख्य रूप से मांग और आय के माध्यम से अप्रत्यक्ष था, उधार देने की योजना के लिए निधीयन का उद्देश्य बैंकिंग क्षेत्र के माध्यम से प्रत्यक्ष रूप से जाकर उधार लागत को कम करना और घरेलू तथा कंपनी क्षेत्र को दी जाने वाली उधार राशियों में वृद्धि करना था।

2.36 सारांश में, पिछले वर्षों में यू के में समष्टि आर्थिक नीति ढांचे में महत्वपूर्ण परिवर्तन हुए हैं। जहाँ 1960 और 1970 के वर्षों के दौरान मांग प्रबंध पर अपने लगभग संपूर्ण फोकस के साथ राजकोषीय नीति आर्थिक नीति का प्रधान उपकरण थी, मौद्रिक नीति

(एक न्यूनतर सीमा के अधीन) और सार्वजनिक सेवाओं के प्रावधान अनिवार्य रूप से अनुकूल तत्व थे क्योंकि एक नियंत्रक तत्व के रूप में चिर स्थायी चालू खाता घाटों का वित्तपोषण जारी रहा। 1980 के वर्षों में पूरा जोर मुद्रास्फीतिकारक दबावों को नियंत्रित करने के लिए सरकारी खर्च के आकार को घटाने पर अंतरित हो गया। मांग प्रबंध में राजकोषीय नीति की भूमिका समाप्त हो गई थी, जब कि मौद्रिक नीति की भूमिका मुद्रास्फीति नियंत्रण और मौद्रिक प्रबंध में बढ़ गई थी, यद्यपि मौद्रिक और विनिमय दर लक्ष्य निर्धारण के शुरुआती चरणों में सफलता की दर सीमित थी। एक स्वतंत्र बैंक ऑफ इंग्लैंड और मौद्रिक नीति समिति (एम पी सी) के साथ मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारण व्यवस्था अपनाते हुए मौद्रिक नीति की भूमिका को एक औपचारिक रूप दिया गया था। उसके बाद से, मौद्रिक नीति ने सक्रियता से निम्न मुद्रास्फीति और स्थिर संवृद्धि पाने का प्रयास किया।

2.37 1990 के वर्षों के दौरान, मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारण पर आधारित एक सक्रिय मौद्रिक नीति के साथ पूर्ण संयोजन करते हुए राजकोषीय नीति बनाई गई थी। 1998 में लागू किये गये नये समष्टि आर्थिक ढांचे के साथ, राजकोषीय नीति मध्यावधि उद्देश्यों की ओर अधिक उन्मुख हो गई जबकि मौद्रिक नीति चक्रीय कीमत दबावों की अनुक्रिया में वैकल्पिक उपकरण के रूप में बनी रही। हालांकि, वैश्विक वित्तीय संकट के दौरान, यू के सरकार को 2008-09 में अस्थायी रूप से राजकोषीय प्रोत्साहन उपलब्ध कराना पड़ा था, जिसे भी स्वचालित स्टैबिलाइजर्स के इस्तेमाल तथा अभूतपूर्व मौद्रिक सुलभता द्वारा समर्थन प्रदान किया गया था। आवश्यक रूप से, जब निजी और बाह्य क्षेत्र प्रेरित संवृद्धि के समर्थन में मौद्रिक नीति का रुख अनुकूल रहा, सरकार ने, प्रतिचक्रीयता राजकोषीय नीतियों के लिए राजकोषीय स्थान बनाने की आवश्यकता को समझते हुए और मुद्रास्फीतिकारक प्रत्याशाओं को मंद करने के लिए 2010 में राजकोषीय निभाव को समाप्त करना शुरू कर दिया। इस तथ्य के बावजूद कि स्वतः आरोपी राजकोषीय अनिवार्यताओं के अंतर्गत अधिक धारणीय राजकोषीय स्थिति प्राप्त करने के लिए एक विवेकी दृष्टिकोण अपनाया गया है, मंद अर्थव्यवस्था को प्रभावहीन बनाने में सहायता पहुँचाने की दृष्टि से राजकोष द्वारा हाथ में लिये गये एफ एल एस कार्यक्रम तथा बैंक ऑफ इंग्लैंड ने मौद्रिक प्रोत्साहन प्रदान करना जारी रखा है।

यूरो क्षेत्र

मौद्रिक संघ में समन्वय ढांचा

2.38 यूरो क्षेत्र में राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय एक संयुक्त मौद्रिक प्राधिकरण, अर्थात् दि यूरोपीयन सेंट्रल बैंक (ई सी बी), और

यूरोपीय मौद्रिक संघ (ई एम यू) के अलग-अलग सदस्य राज्यों के साथ राजकोषीय नीतियों के विकेंद्रीकरण द्वारा केंद्रित मौद्रिक निर्माण के एक विशेष मामले का प्रतिनिधित्व करता है। ई सी बी की शासी परिषद मौद्रिक नीति संबंधी कार्रवाइयां निश्चित करती है, जिनका कार्यान्वयन यूरो क्षेत्र के राष्ट्रीय केंद्रीय बैंक करते हैं। ई सी बी कीमत स्थिरता को अपने प्राथमिक उद्देश्य के रूप में पाना चाहता है जबकि यूरो क्षेत्र के सदस्य राज्यों की आर्थिक नीतियों के लिए समर्थन उसका द्वितीयक उद्देश्य है, जैसा कि मास्ट्रिक्ट संधि में घोषित किया गया है। कीमत स्थिरता उद्देश्य के प्रति अपनी वचनबद्धता निभाते हुए मौद्रिक नीति यूरो क्षेत्र स्तर पर सकल उत्पादन का नियंत्रण करती है, जब कि राष्ट्रीय राजकोषीय नीतियां सदस्य देशों में सकल मांग के वितरण का निर्धारण करती है।

2.39 जहाँ ई एम यू की मौद्रिक नीति के लिए अलग अलग देश का विकास महत्व रखता है क्योंकि यूरो क्षेत्र में कीमत स्थिरता रखना उनका दायित्व है, वहीं अलग-अलग राजकोषीय प्राधिकरण अन्य देशों पर अपनी स्वयं की नीतियों के प्रभाव के प्रति उतने संवेदनशील नहीं हो सकते हैं। ई एम यू की शुरुआत से ही, यह आशंका रही है कि यदि ऐसा बाह्यताएं मुद्रास्फीति और ब्याजदरों के मामले में नकारात्मक रूप धारण कर लेती हैं तो समेकित यूरो क्षेत्र का राजकोषीय घाटा कीमत स्थिरता के उद्देश्य की प्राप्ति के अनुरूप अपेक्षित इष्टतम स्तर से अधिक हो सकता है। इसलिए इस प्रकार के ढांचे के लिए मौद्रिक संघ स्तर पर राजकोषीय समन्वय की आवश्यकता होती है (दिक्षित और लेम्बर्तिनी, 2000)। अध्ययनों से यह पता चला है कि इस प्रकार की संस्थागत व्यवस्था के अंतर्गत राष्ट्रीय सरकारों पूर्ण रूप से एक वितरणात्मक खेल में संलग्न हो सकती हैं और जिसके परिणामस्वरूप, यदि नीतियां समन्वित न हों तो अक्षम नतीजे सामने आ सकते हैं (हैगन और मुंडशेक, 2002)। इसलिए यह समझा गया कि इस प्रकार के नीति ढांचे के लाभ तभी प्राप्त किये जा सकते हैं जब सदस्य अर्थव्यवस्थाओं की आर्थिक नीतियां (राजकोषीय नीति सहित) और उनके आर्थिक ढांचे पर्याप्त रूप से लचीले हों तथा संयुक्त मौद्रिक नीति के लिए अनुकूलनशील हों (वेबर, 2011)।

2.40 एक स्वतंत्र केंद्रीय बैंक और उसकी कीमत स्थिरता उन्मुख रणनीति के साथ यूरो क्षेत्र में एक उच्च पूर्वानुमान वाली मौद्रिक नीति है (आइसिंग, 2005)। इससे आर्थिक, राजकोषीय सहित गतिविधियों जिनका कीमत स्थिरता से संबंध है, की ओर मौद्रिक अनुक्रिया में किसी प्रकार की अस्पष्टता नहीं रहती है। यद्यपि मौद्रिक

प्राधिकरण समग्र रूप से यूरो क्षेत्र में समग्र आर्थिक उतार-चढ़ावों के प्रति प्रतिक्रिया करते हैं, राजकोषीय प्राधिकरण देश विशेष की आवश्यकताओं पर ध्यान केंद्रित करते हैं। फिर भी, अध्ययनों से इस बात का संकेत मिलता है कि यदि राष्ट्रीय राजकोषीय प्राधिकरण एक मौद्रिक नीति के व्यवहार को ठीक-ठीक समझने में कामयाब हो जाते हैं तो वे ऐसी कार्रवाई करेंगे जो अंतर्निहित रूप से 'समन्वित' नीति परिणामों के यथार्थ की ओर ले जाएगी (आइसिंग 2005)। उसका अंतर्निहित राष्ट्रीय स्वभाव होने के बावजूद यूरो क्षेत्र सदस्यों के लिए राजकोषीय नीति का संचालन अनेक दबावों के अधीन रहा है जो अतिरिक्त घाटा क्रियाविधि, पारस्परिक निगरानी क्रियाविधियां और स्थिरता और संवृद्धि पैकट (एस जी पी) के अन्तर्गत अनुबद्ध क्रियाविधिक दिशा-निर्देशों से संबद्ध रहे हैं। मास्ट्रिक्ट संधि और अनुवर्ती स्थिरता और संवृद्धि पैकट में अनुबद्ध किया गया है कि जब तक कि कोई देश मंदी में न हो, किसी भी देश का राजकोषीय घाटा एक वर्ष में उसके सकल देशी उत्पाद का 3 प्रतिशत से अधिक नहीं होना चाहिए। स्थिरता और संवृद्धि पैकट से यूरोपीय संघ-वाइड राजकोषीय प्राधिकरण का शून्य भर गया है और राजकोषीय नीति अनुशासन के लिए एक ढांचा उपलब्ध कराया है जिससे यूरो क्षेत्र में स्थिरता, संवृद्धि और संबद्धता को समर्थन मिला है।

2.41 ई एम यू में विनिमय दर उपकरण के अभाव में, विषम झटकों को समायोजित करने की योग्यता के लिए राष्ट्रीय स्तर पर स्वचालित स्टैबिलाइजर्स की भूमिका ने महत्वपूर्ण स्थान प्राप्त कर लिया है जिसके द्वारा स्थिरता उन्मुख मौद्रिक नीति की ओर राष्ट्रीय राजकोषीय नीतियों से समर्थन सुनिश्चित किया जाता है। मौद्रिक नीति के संचालन के लिए राजकोषीय अनुशासन के महत्व के संबंध में विभिन्न क्रियाविधियों पर बल दिये जाने के बावजूद उन्हें 'सॉफ्ट इम्फोर्समेंट' के रूप में परिभाषित किया गया है, अर्थात् सदस्य देशों को इस बात के लिए मनाना कि वे निगरानी, संवाद, सूचना का आदान-प्रदान, समकक्ष दबाव और चेतावनी के माध्यम से उचित व्यवहार का अनुसरण करें। यद्यपि सकल देशी उत्पाद के 3 प्रतिशत की राजकोषीय घाटा सीमा का उल्लंघन करने वाले सदस्य राज्यों पर एस जी पी में 'निवर्तक तत्व' के माध्यम से प्रतिबंध लगाया जा सकता है किन्तु अनुभव यह दर्शाता है कि नवंबर 2003 में किये गये वोटिंग प्रोसेस में अपेक्षित अर्हकताप्राप्त बहुमत न होने के कारण 2000 के वर्षों की शुरुआत में प्रमुख ई एम यू राज्यों (जर्मनी और फ्रांस) द्वारा जब इस सीमा का उल्लंघन किया गया तो उन पर कोई भी दंड आरोपित नहीं किया गया था।

2.42 इन गतिविधियों ने ई एम यू में राजकोषीय नीति समन्वय के लिए एक पर्याप्त संस्थागत ढांचे के अभाव की ओर संकेत किया क्योंकि उसने कुल मिलाकर यूरो क्षेत्र के लिए समग्र राजकोषीय नीति रख की अनेदखी की (ब्लैकार्ड और गियावाजी, 2004 तथा वाईप्लॉज़, 1999)। यद्यपि राजकोषीय जमा शेष का वांछित स्तर दीर्घावधि समष्टि आर्थिक स्थिरता के अनुकूल हो सकता है, अल्पावधि स्थिरता अनिवार्यताएं कारोबार चक्रों के विभिन्न चरणों पर मौद्रिक और राजकोषीय नीतियों के अलग-अलग समूहों की मांग कर सकती है (हैगन और मुंडशैंक, 2002)। इसके अलावा, विश्वसनीय प्रवर्तन तंत्र की अनुपस्थिति में मौद्रिक और राजकोषीय नीतियों के बीच प्रत्याशित समन्वय यथार्थ परिणाम के लिहाज से सफल होना आवश्यक नहीं है। यह तर्क दिया गया था कि प्रत्याशित समन्वय संबंधित आर्थिक क्षेत्रों के लिए मूल उत्तरदायित्वों को अस्पष्ट करने की ओर अभिमुख कर सकता है और जिसके द्वारा सामान्य नीति ढांचे के बारे में अनिश्चितता बढ़ सकती है।

2.43 यूरो क्षेत्र में राजकोषीय और मौद्रिक प्राधिकरणों के बीच सूचना के आदान-प्रदान के मार्ग पूर्ण विकसित हैं। शाषी परिषद अन्य निकायों और संस्थाओं के साथ एक संरचनात्मक तथा आर्थिक स्थिति और ढांचागत सुधार के संबंध में सूचना के खुले आदान-प्रदान का कार्य हाथ में लेती है। इसके अलावा राजकोषीय नीति का दृष्टिकोण कीमत स्थिरता के प्रति ई सी बी के जोखिम निर्धारण में महत्वपूर्ण भूमिका अदा करता है। किन्तु, मौद्रिक और राजकोषीय नीतियों के बीच समन्वय के इन तत्वों की मौजूदगी के बावजूद मौद्रिक नीति कार्य की प्रणाली विशेष के प्रति कोई पूर्व प्रतिबद्धता नहीं है क्योंकि इससे ई सी बी की स्वतंत्रता को क्षति पहुँच सकती है।

ई सी बी के प्रारंभ के बाद मौद्रिक और राजकोषीय नीतियाँ

2.44 यूरो क्षेत्र में, ई सी बी का लक्ष्य मुद्रास्फीति की दरों को कम, किन्तु मध्यावधि पर 2 प्रतिशत के आसपास रखना है तथा अल्पावधि ब्याज-दरों का निर्धारण करते हुए मौद्रिक नीति का संचालन करना है। उसके द्वारा वह अर्थव्यवस्था को प्रभावित करना चाहता है तथा कीमत स्थिरता उद्देश्य की पूर्ति के लिए कार्य करना चाहता है। यद्यपि मौद्रिक नीति संचालन क्रियाविधि में कोई कड़े नियम निर्धारित नहीं किये गये हैं, ई सी बी ने कीमत स्थिरता के लक्ष्य पर अनन्य रूप से फोकस किये बिना पूर्ण रोजगार की तुलना में कीमत स्थिरता को स्पष्ट प्राथमिकता देने के साथ कुल मौद्रिक राशियों पर लचीले नियंत्रण रखे हैं।

2.45 ई सी बी के प्रारंभ के बाद से उसने यूरो क्षेत्र में कीमत स्थिरता के प्रति जोखिमों की प्रकृति तथा उनकी सीमा निश्चित करने के लिए द्वि-स्तंभी (टू-पिलर) दृष्टिकोण अपनाया। इस दृष्टिकोण के अंतर्गत, जहाँ कीमत गतिविधियों के अल्पावधि से लेकर मध्यावधि तक के निर्धारक तत्वों के निर्धारण हेतु आर्थिक विश्लेषण किया जाता है, मौद्रिक विश्लेषण में दीर्घावधि हॅरोइजन पर फोकस किया जाता है। आर्थिक विश्लेषण में अल्पावधि से मध्यावधि पर कीमत गतिविधियों के निर्धारण में सेवाओं और उपादान बाजारों, वस्तुओं में आपूर्ति और मांग के पारस्परिक प्रभाव का निर्धारण करते हुए अर्थव्यवस्था में वास्तविक गतिविधि और वित्तीय स्थितियों पर फोकस किया जाता है। मौद्रिक विश्लेषण मुद्रा और कीमतों के बीच दीर्घावधि-संबंध की जांच करता है और आर्थिक विश्लेषण से उभरने वाले अल्पावधि से मध्यावधि संकेतों की दीर्घावधि पर एक प्रति-जांच के रूप में कार्य करता है। ई सी बी के प्रारंभ के बाद उसके मौद्रिक नीति निर्णयों का एक विश्लेषण यह दर्शाता है कि कीमत स्थिरता एक प्रमुख उद्देश्य रहने के बावजूद निर्णयों में संवृद्धि निहितार्थों की भी अनदेखी नहीं की गई है।

2.46 अपने प्रारंभ के शुरुआती वर्षों में, ई सी बी ने सुस्पष्ट रूप से इस बात पर बल दिया है कि एस जी पी तथा स्थिरता कार्यक्रम के संदर्भ में व्यक्त प्रतिबद्धता के अनुसार सदस्य देशों में राजकोषीय समेकन प्रक्रिया जारी रहनी चाहिए हालांकि 2001 में भू राजनैतिक चिंताओं के कारण संवृद्धि की संभावना कमजोर हो गई थी। स्थायी आधार पर मुद्रास्फीतिकारक चिंताओं से बचने के लिए यह आवश्यक हो गया था कि राष्ट्रीय सरकारें आवश्यक रूप से अधिक निर्णायक तरीके से संरचनात्मक उपाय लागू करें। इससे कुछ सदस्य अर्थव्यवस्थाओं से उत्पन्न राजकोषीय चिंताएं प्रतिबिंबित हुईं, जैसे जर्मनी, इटली, नीदरलैंड, यूनान और पुर्तगाल, जिन्होंने ई सी बी के प्रारंभ के शुरुआती वर्षों में मुद्रास्फीतिकारक राजकोषीय नीति अपनायी और 2003 तक इसी रख को जारी रखा। बाह्य गतिविधियों और यूरो मूल्यवृद्धि से उत्पन्न संवृद्धि चिंताओं के कारण ई सी बी की मौद्रिक नीति 2003 की दूसरी तिमाही तक मुद्रास्फीतिकारक बनी रही। किन्तु, नीति दरें, जुलाई 2003 से दिसंबर 2005 तक अपरिवर्तित रखी गईं क्योंकि कीमत स्थिरता का मध्यावधि दृष्टिकोण अनुकूल रहा। हालांकि, अधिकांश सदस्य देशों ने एक मुद्रास्फीतिकारक राजकोषीय नीति अपनाया जारी रखा, क्योंकि संवृद्धि अनुमान से कम रही थी। मौद्रिक नीति के रख की घोषणा करते समय, ई सी बी ने सदस्य देशों में राजकोषीय नीति की

विश्वसनीयता बनाये रखने की आवश्यकता पर निरंतर बल दिया है। इसके विपरीत, चूंकि प्रमुख सदस्य अर्थव्यवस्थाओं में बजट घाटे से 3 प्रतिशत के एस जी पी लक्ष्य का उल्लंघन हुआ था, मार्च 2005 में एस जी पी में संशोधन किया गया था जिसके अंतर्गत क्षेत्रों के एक दायरे में नियमों में लचीलापन अपनाने की अनुमति दी गई है। यह निर्णय लिया गया था कि ऐसे सदस्य देश के खिलाफ कोई भी अतिरिक्त घाटा क्रियाविधि प्रारंभ नहीं की जायगी जो नकारात्मक संवृद्धि की स्थिति में है अथवा लंबे समय से कम संवृद्धि के दौर से गुजर रहा है। पहले, यह अपवाद केवल ऐसे देशों के लिए बनाया गया था जो मंदी में थे (2 प्रतिशत की नकारात्मक संवृद्धि) जो कि यूरोपीय संघ के सदस्य देशों के बीच बल्कि काफी असामान्य था। सरकारी प्राधिकारियों द्वारा किया गया यह नीति परिवर्तन ई सी बी के एकल मौद्रिक ढांचे के संदर्भ में बहुत कुछ असंगत था।

2.47 तेल बाजार गतिविधियों से उत्पन्न अनिश्चिताओं के कारण कीमत स्थिरता का जोखिम चूंकि उभरना शुरू हो गया था, ई सी बी ने दिसंबर 2005 से मौद्रिक नीति को कठोर बनाया क्योंकि पिछली तेल कीमत की वृद्धि को देशी उत्पादन श्रृंखलाओं के जरिये उपभोक्ताओं पर अंतरित कर दिया गया था, वेतन और कीमत निर्धारण व्यवहार में दूसरे दौर के प्रभाव की संभावना तथा नियंत्रित कीमत और अप्रत्यक्ष करों में और वृद्धि की संभावना थी। इसके अलावा, संवृद्धि में गिरावट के कुछ जोखिम, वैश्विक असंतुलनों के बारे में चिंताओं और उपभोक्ता में विश्वास की कमी के परिणामस्वरूप अधिकांश देशों में राजकोषीय नीतियां मुद्रास्फीतिकारक रही। मौद्रिक नीति को कठोर बनाने की प्रवृत्ति 2008 की तीसरी तिमाही के अंत तक जारी रही। यूनान, आयरलैंड और स्पैन जैसी कुछ सदस्य अर्थव्यवस्थाओं में 2008 के अंत तक सरकारी घाटों में तेजी से विस्तार हुआ जिन्हें ई सी बी द्वारा अपने पोस्ट-पोलिसी परिचयात्मक वक्तव्य में समय-समय पर विशेष रूप से बताया गया है।

संकट के दौरान राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय

2.48 वैश्विक वित्तीय संकट के दौरान अर्थव्यवस्था को प्रोत्साहन देने के लिए यूरो क्षेत्र में अनेक समन्वित मौद्रिक और राजकोषीय नीति उपाय लागू किये गये थे। संकट के प्रति ई सी बी की अनुक्रिया मानक और गैर-मानक नीति उपायों के माध्यम से थी। वित्तीय बाजार हलचल को गहन तथा व्यापक बनाने के साथ एक संरक्षित समयावधि के लिए वैश्विक और यूरो क्षेत्र मांग में मंदी को ध्यान में रखते हुए ई

सी बी ने 8 अक्टूबर 2008 को नीति दर में कटौती की। इस अवधि तक पण्य कीमतों में भारी गिरावट से कीमतों, लागत और वेतन पर संभावित दबाव कम हो गया। बिगड़ते हुए समष्टि आर्थिक दृष्टिकोण को ध्यान में रखते हुए ई सी बी ने मई 2009 तक नीति दरों में कमी करना जारी रखा। संचयी आधार पर, यूरो प्रणाली के मुख्य पुनर्वित्त कार्यों पर ब्याज दरों में 8 अक्टूबर 2008 और 13 मई 2009 के बीच 325 आधार अंक तक की कमी की गई थी।

2.49 संकट की गंभीरता को महसूस करते हुए, ई सी बी ने विभिन्न गैर-परंपरागत उपायों को अपनाया ताकि गिरती हुई मुद्रा बाजार मीयादी दरों को सुविधा दी जा सके, बैंकों को अपनी उधार दरें बनाये रखने और ग्राहकों को उधार देने हेतु उनका विस्तार करने हेतु प्रोत्साहित किया जा सके, निजी कर्ज प्रतिभूति बाजार के महत्वपूर्ण संवर्गों में बाजार चलनिधि में सुधार करने और बैंकों तथा उद्यमों के लिए निधीयन स्थितियों को आसान बनाया जा सके। रक्षित बांडों की एकमुश्त खरीद सहित वित्तीय बाजार स्थितियों में सुधार के लिए विभिन्न मौद्रिक सुलभता उपायों के उपयोग के बावजूद ई सी बी ने जान बूझकर सरकारी बांड नहीं खरीदे ताकि विभिन्न देशों के राजनैतिक प्राधिकारियों से अपनी स्वतंत्रता को बचाया जा सके (स्टार्क, 2009)। उसी कारण से ई सी बी ने सरकारी गारंटियों के किसी भी रूप के बिना अपने उपाय लागू किये।

2.50 यूरो क्षेत्र में वित्तीय और आर्थिक संकट के प्रतिकूल प्रभाव को नियंत्रित करने के लिए सदस्य देशों की राजकोषीय नीतियों ने भी एक महत्वपूर्ण भूमिका अदा की थी। बैंकिंग क्षेत्र के लिए राष्ट्रीय सरकारों के समर्थन का उद्देश्य सम्पूर्ण वित्तीय प्रणाली को स्थिर करना और वास्तविक अर्थव्यवस्था पर और अधिक हानिकारक असर को रोकना था। राष्ट्रीय सरकारों ने अंतर-बैंक उधार के लिए सरकारी गारंटी सहित अनेक प्रकार की वित्तीय सहायता प्रदान की थी। सरकारों ने और भी सहायता प्रदान की थी, जैसे वित्तीय संस्थाओं का पुनर्पूँजीकरण, खुदरा जमा बीमा और आस्ति राहत योजनाएं। इस प्रकार राजकोषीय प्रभाव उच्चतर सरकारी घाटा तथा सकल देशी उत्पाद में कर्ज के अनुपात के रूप में स्पष्ट था। हालांकि ई सी बी ने राजकोषीय अनुशासन की आवश्यकता पर बल दिया जाना जारी रखा। यह भी माना गया था कि यूरो क्षेत्र में राष्ट्रीय सरकारों की राजकोषीय नीतियों में इतनी पारदर्शिता होनी चाहिए कि वे आर्थिक एजेंटों के लिए और मौद्रिक नीति के संचालन के लिए एक पूर्वानुमेय वातावरण बनाये रखने में सहायता करने हेतु निकास रणनीतियों

के लिए एक स्पष्ट और मध्यावधि समय-सारणी उपलब्ध करा सकें (स्टार्क, 2009)।

2.51 संकट के बाद की अवधि में ई सी बी ने यह दोहराते हुए अपने अधिदेश के प्रति वचनबद्धता दर्शायी कि कीमत स्थिरता के दृष्टिकोण में परिवर्तनों की अनुक्रिया में मुख्य ब्याज दरों के स्तर को समायोजित कर लिया जायगा। यद्यपि ई सी बी प्रारंभ में, यू एस और यू के केंद्रीय बैंकों के विपरीत जाकर, वैश्विक वित्तीय संकट के दौरान कर्ज के मौद्रिक वित्तपोषण से दूर रहा था किन्तु बाद में जब अनेक राजकोषीय स्तर पर तनावग्रस्त सदस्य देशों को दिवालियेपन के जोखिम का सामना करना पड़ा और वे अपने बांडों को बाजार में नहीं बेच सके तो उन्हें सरकारी कर्ज-क्रय कार्यक्रमों में भाग लेना पड़ा। इस कार्यक्रम के अन्तर्गत बैंकिंग प्रणाली से समान नकदी राशियां निकाल कर सरकारी बांडों की खरीद को प्रतिसंतुलित किया जाना था अथवा अवरुद्ध किया जाना था, उसके द्वारा कीमत स्थिरता के जोखिमों से बचना था। इसके अलावा, यूनान सरकार के आर्थिक और वित्तीय समायोजन कार्यक्रम (ई सी बी और अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष के साथ यूरोपीय कमीशन से समझौता वार्ता की गई) को उपयुक्त मानते हुए उसने यह सुनिश्चित करने के लिए कि यूनान सार्वजनिक कर्ज की पात्रता बनी रहे, अपनी संपार्श्विक अपेक्षाओं को बार-बार समायोजित किया।

2.52 ई सी बी का बांड खरीद कार्यक्रम यद्यपि अस्थायी समझा गया था किन्तु उसे जारी रखा गया क्योंकि कर्ज-संकट का पूर्ण समाधान अभी शेष था। इसके अतिरिक्त स्थिरता पर नई संधि के एक भाग के रूप में, समन्वय और ई एम यू में अभिशासन के संबंध में मार्च 2012 में अधिकांश यूरोपीय संघ सदस्यों द्वारा राजकोषीय समझौते पर हस्ताक्षर किये गये थे। आर्थिक नीति समन्वय का पालन करते हुए, यह आशा की गई थी कि राजकोषीय समझौते से ई सी बी की कीमत स्थिरता-उन्मुख मौद्रिक नीति के प्रभावी कार्यान्वयन के लिए अपेक्षित ई यू के राजकोषीय अभिशासन ढांचे को मजबूती मिलेगी। राजकोषीय समझौता, अन्य बातों के साथ-साथ राष्ट्रीय स्तर पर एक संतुलित बजट नियम का अधिदेशात्मक परिचय स्थापित करता है और साथ ही उल्लंघनों के मामले में अतिरिक्त घाटा क्रियाविधि की स्वचालितता को भी मजबूत करता है। ई सी बी (2012) के अनुसार, राजकोषीय अनुशासन में सुधारों के सफल कार्यान्वयन से मौद्रिक नीति को उस समय अन्य नीति क्षेत्रों की नकारात्मक बाह्यताओं के समाधान से छुटकारा मिलेगा जब वह कीमत स्थिरता बनाये रखने के लिए संघर्ष कर रही होगी। यूरो क्षेत्र

में मौद्रिक नीति के आवश्यक अनुबंध के रूप में और राष्ट्रिक बांड बाजार को समर्थन देने के लिए ई सी बी ने सितंबर 2012 में एक मुश्त मौद्रिक लेन देन कार्यक्रम की घोषणा की जिसके अंतर्गत वह राष्ट्रीय सरकारों के लिए उधार लागत को कम करने हेतु द्वितीयक बाजार में एक से तीन वर्ष की परिपक्वता वाले असीमित सरकारी बांडों, को खरीदने के लिए तैयार हो गया था, बशर्ते संबंधित देश यूरो क्षेत्र अनुमोदित बेलआउट योजना का पालन करता हो। इस कार्यक्रम से इटली और स्पैन में ऐसे बांडों के प्रतिफल को घटाने में मदद मिली जिन पर सार्वजनिक और निजी स्तर पर भारी कर्ज था।

2.53 जैसा कि ऊपर उल्लेख किया गया है, कीमत स्थिरता के अधिदेश के अंतर्गत ई सी बी की मौद्रिक नीति स्वतंत्र रूप से निश्चित की गई थी। यद्यपि राजकोषीय और मौद्रिक समन्वय का यूरो क्षेत्र में कोई औपचारिक तंत्र नहीं है, एस जी पी पैक्ट में समग्र समष्टि आर्थिक स्थिरता के लिए राजकोषीय अनुशासन पर सुस्पष्ट रूप से बल दिया गया है। जब कि ई सी बी ने मुद्रास्फीतिकारक राजकोषीय नीति के बारे में अपने सदस्य देशों को समय-समय पर सावधान किया था फिर भी कुछ ई एम यू देशों में घाटे का स्तर बढ़ना जारी रहा जो बाद में यूनान जैसे देशों में वित्तीय संकट के रूप में प्रकट हुआ। राजकोषीय दबाव वाले सदस्य देशों के बांड बाजारों में बिगड़ते विश्वास को देखते हुए ई सी बी को राष्ट्रीय सरकारों के कर्ज को अभिदान देते हुए उनके साथ समन्वय करना पड़ा। वित्तीय संकट के दौरान अपनाये गये समन्वित मौद्रिक और राजकोषीय उपाय बैंकों की निधीयन चिंताओं को दूर करने तथा अर्थव्यवस्था को प्रोत्साहन प्रदान करने की दृष्टि से प्रभावी हो सकते हैं किन्तु इस प्रकार के नीति उपायों के जारी रहने से दीर्घावधि में जोखिम उत्पन्न हो सकते हैं।

2.54 संक्षेप में, यूरो क्षेत्र में राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय के संबंध में अनेक प्रश्न उठाये गये हैं। प्रथम, इस बात की आवश्यकता है कि सामान्य मौद्रिक प्राधिकरण और राष्ट्रीय राजकोषीय प्राधिकरणों (अलग-अलग देशों की सरकारें) को एक समूह में लेकर, उनके बीच उर्ध्वधर (वर्टिकल) समन्वय हो। विशिष्ट रूप से, यूरो के बाह्य मूल्य में अस्थिरता से यूरोपीय मौद्रिक नीति के संचालन में चिंताएं उत्पन्न हो सकती हैं अथवा भिन्न संचारण तंत्र अथवा सामान्य कारोबार चक्र के अभाव के कारण सभी सदस्य देशों में एक सामान्य मौद्रिक नीति के विषम प्रभाव प्रतिबिंबित हो सकते हैं। सदस्यों की राजकोषीय नीतियों का अव्यक्त समन्वय, जो समस्त यूरो क्षेत्र में इष्टतम राजकोषीय नीति-रुख के रूप में परिणाम तक पहुँचाता है और जो सामान्य मौद्रिक नीति से संगत है, यूरो के प्रारंभ से ही एक महत्वपूर्ण चुनौती

रहा है। 1999 से ई एम यू में सर्वाधिक समस्यामूलक मुद्दों में से एक मुद्रा राष्ट्रिक देशों की राजकोषीय नीति और ई सी बी की मौद्रिक नीति के बीच बढ़ती हुई पारस्परिक क्रिया है। 1997 में एस जी पी का कार्यान्वयन, यूरोपीय राजकोषीय रूपरेखा का एक मुख्य आधार है जिससे अतिरिक्त संघर्ष पेश हुए हैं।

2.55 द्वितीय, कड़े शब्दों में कहा जाए तो एक सामान्य मौद्रिक नीति को उप-इष्टतम होना माना जाता है क्योंकि उसका लक्ष्य औसत ई यू मुद्रास्फीति दर के विचलन को लक्ष्य से घटाना है और न कि अलग-अलग विचलनों के औसत को। इसलिए वह देशों के बीच परिवर्तनीयता अथवा विचलनों के वितरण पर विचार नहीं करता है। एक मुद्रास्फीतिकारक अवधि में, औसत मुद्रास्फीति से कम वालों को दंडित किया जाता है और उन पर इस बात का दबाव डाला जाता है कि वे औसत से ऊपर मुद्रास्फीति लक्ष्य पाने के लिए नीति को कठोर बनाएं। इसी प्रकार, मंदी में, औसत से ऊपर मुद्रास्फीति वाले देशों ने उतना ही अवश्य खोया है जिनता कि उन देशों ने जिनकी मुद्रास्फीति औसत से कम थी। इससे यह प्रश्न उठता है कि क्या नीति उद्देश्यों की बेहतर ढंग से प्राप्ति हो सकेगी यदि राष्ट्रीय परिस्थितियों (कंट्री सर्कमस्टांसेज) की विभिन्नताओं को भी नीति परिकल्पनों में प्रविष्ट कर दिया जाए। इसका एक संभव समाधान यह हो सकता है कि राजकोषीय नीति निर्माताओं को इस बात की अनुमति दी जाए कि वे राष्ट्रीय भिन्नताओं की प्रतिपूर्ति के लिए अपने राजकोषीय रुख को समायोजित करें, जब मुद्रास्फीति औसत से कम हो और उसके विपरीत (औसत से अधिक) हो तो उन्हें मुद्रास्फीतिकारक राजकोषीय नीति का अनुसरण करने की अनुमति दी जाए। फिर भी, इसके लिए फिर राजकोषीय और मौद्रिक नीतियों के बीच घनिष्ठ समन्वय की आवश्यकता होती है।

2.56 तृतीय, यूरो क्षेत्र में राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय का संचालन यू एस से भिन्न रहा है, जिससे इन दो अर्थव्यवस्थाओं में परस्पर विरोधी आर्थिक और वित्तीय संरचनाओं के दर्शन होते हैं। यू एस में जैसा है, उससे भिन्न, यूरोपीय अर्थव्यवस्था में लघु और मध्यम आकार के उद्यम प्रमुख भूमिका निभाते हैं और कुछ बैंकों की स्वामित्व संरचना में वे मुख्य खिलाड़ी हैं। कुल मिलाकर, यूरो क्षेत्र में अर्थव्यवस्था यू एस की अर्थव्यवस्था की तुलना में कम लचीली है। वेतन और कीमतें समायोजन की दृष्टि से काफी धीमी हैं। यूरो क्षेत्र में जहाँ सीमित लचीलेपन से अति आपूर्ति आघात, जैसे तकनीकी परिवर्तन से लाभ उठाने में बाधा उपस्थित हो सकती है, संकट के दौरान इस सुस्ती से अवस्फीतिकारक स्पाइरल की ओर अग्रसर

नकारात्मक प्रत्याशाओं के अतिलंगन के खिलाफ कुछ सुरक्षा प्राप्त होती है। ई सी बी ने संकट का समाधान करने के लिए अपनी नीति अनुक्रिया को स्वरूप प्रदान करने हेतु यूरो क्षेत्र अर्थव्यवस्था की संरचनात्मक विशेषताओं को हिसाब में लिया है। गैर-मानक उपायों के भाग के रूप में ई सी बी ने बैंकों को दीर्घावधि के लिए चलनिधि प्रदान की तथा बैंकों को ऑफर की जाने वाली स्थायी जमा सुविधा के माध्यम से उन्हें निधियां उपलब्ध कराई। इसकी वजह से केंद्रीय बैंक के तुलन पत्र पर बैंकिंग प्रणाली की चलनिधि संबंधी बेमेल स्थितियां अवशोषित हो गईं।

2.57 इसके अलावा, केंद्रीय बैंकों की यूरोप्रणाली में चलनिधि संपार्श्व स्वीकार किये गये, केंद्रीय बैंक चलनिधि के लिए बोली लगाने हेतु पात्र प्रतिपाटियों की संख्या में वृद्धि हुई और इसकी प्रतिपाटियों की गुमनामी से सुरक्षा प्रदान की। संकट-प्रेरित असाधारण उपायों से सामान्य अवधि के दौरान बैंकिंग प्रणाली की निवल चलनिधि आवश्यकताओं की पूर्ति करने के बजाय केंद्रीय बैंकों की यूरोप्रणाली के अंतर्गत सकल आधार पर चलनिधि आवश्यकताओं की पूर्ति की जाती है। परिणामस्वरूप, यूरो प्रणाली में केंद्रीय बैंक के तुलन पत्रों का काफी विस्तार हुआ जिनके अंतर्गत मुद्रा बाजारों में लगी हुई रोक के कारण मुद्रा प्रवर्धक में गिरावट को प्रतिसंतुलित किया गया, मुद्रा आपूर्ति और वित्तीय मध्यस्थता प्रक्रिया को समर्थन दिया गया। प्रक्रिया में, केंद्रीय बैंक का कार्य जो परंपरा से 'अंतिम उधारदाता' रहा है वह अब विकसित होकर संकट के दौरान 'अंतिम मध्यस्थता' बन गया है, जिसने बैंकों को 'विपणनयोग्य आस्तियों की फायर सेल और ऋणों को अवधि पूर्व समाप्ति' से बचाया (जियानोन और अन्य 2010)। यू एस में, विषमता से फेड ने पूंजी बाजारों पर एकमुश्त आस्तियां खरीदी और इस प्रकार उसने बैंक ऋणों के बजाय पूंजी बाजार पर यू एस कंपनियों पर भरोसा जताया।

उभरती बाजार और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं में राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय

2.58 किसी भी अर्थव्यवस्था के लिए, उसके विकास के स्तर पर ध्यान दिये बिना, राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय आवश्यक है। हालांकि, देश-विशिष्ट विशेषताओं, वित्तीय बाजारों की गहराई, विनिमय दर व्यवस्था तथा प्रचलित संस्थागत ढांचे पर निर्भर करते हुए सभी देशों के बीच समन्वय का स्वरूप और प्रकृति अलग-अलग हो सकते हैं। उनके बढ़ते हुए आर्थिक महत्व के बावजूद अनेक ई एम डी ई में अब तक अपेक्षाकृत कम विकसित बाजार और कमजोर संस्थागत ढांचा है, उनकी प्रति व्यक्ति आय उन्नत

अर्थव्यवस्थाओं में प्रति व्यक्ति आय के मुकाबदले काफी कम है और उनकी जनसंख्या का एक बहुत बड़ा भाग आज भी गरीबी में रहता है। इससे समष्टि आर्थिक नीतियों के प्रभावी प्रतिपादन और कार्यान्वयन पर अनेक दबाव आ जाते हैं। उदाहरण के लिए, ई एम डी ई में विकासात्मक जरूरतों के लिए मुद्रास्फीतिकारक राजकोषीय नीति को अपनाने की आवश्यकता पड़ सकती है जिससे मौद्रिक नीति के सामने एक चुनौती खड़ी हो सकती है। इसलिए, इन अर्थव्यवस्थाओं के भीतर से अथवा बाहर से उत्पन्न आघातों को अवशोषित करने के लिए उपयुक्त नीति अनुक्रिया सुनिश्चित करने के संदर्भ में ई एम डी ई में राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय की आवश्यकता को महत्वपूर्ण माना गया है। वास्तव में, विगत समय में ऐसी घटनाएं हुई हैं जब सार्वजनिक क्षेत्र की बढ़ती हुई देयताओं ने ई एम डी ई में मौद्रिक नीति के संचालन और परिणामों, दोनों को प्रभावित किया है (उदाहरणार्थ, 2002 में ब्राजील)।

ई एम डी ई में मौद्रिक नीति पर दबाव

2.59 ई एम डी ई में केंद्रीय बैंकों को कुछ अलग प्रकार की चुनौतियों का सामना करना पड़ता है। ये संस्थागत और तकनीकी, दोनों ही प्रकार की होती हैं और मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन पर सख्त दबाव के रूप में कार्य करती हैं। जब केंद्रीय बैंक सांविधिक रूप से वित्त मंत्रालय के सीमा क्षेत्र के अंतर्गत होता है तो उसकी स्वतंत्रता का अभाव मुख्य संस्थागत दबाव होता है। ऐसे देशों में जहाँ केंद्रीय बैंक 'सिद्धांत रूप में' स्वतंत्र है, वहाँ अब तक यही वास्तविकता है कि उसे भी विभिन्न राजनैतिक शक्तियों द्वारा धक्का लग सकता है (ट्रेगुटिनोविक, 2009)। अतः केंद्रीय बैंकों को, विशेष रूप से, समष्टि आर्थिक विघटन की अवधि के दौरान अपनी विश्वसनीयता और स्वतंत्रता के बीच एक संतुलन बनाये रखना होगा। इसके अलावा सांविधिक स्वतंत्रता की मात्रा (डिग्री) पर ध्यान दिये बिना, ई एम डी ई में अधिकांश केंद्रीय बैंकों पर विनिमय दर उद्देश्य के दबाव के कारण परिचालनगत स्वतंत्रता निरूद्ध हो सकती है। गुडफ्रैंड (2004) की दलील है कि विनिमय दर को एक विशेष स्तर पर अथवा एक विनिर्दिष्ट सीमा के भीतर बनाये रखने से घरेलू गतिविधि और मुद्रास्फीति को नियंत्रित करने के उद्देश्य से एक स्वतंत्र देशी मौद्रिक नीति पाने के प्रयास में ब्याज दर जैसे नीति उपकरण के उपयोग के अनुसार प्रायः केंद्रीय बैंक का लचीलापन सीमित हो सकता है। सभी उन्नत देशों और उभरती बाजार और विकासशील

अर्थव्यवस्थाओं (ई एम डी ई) में इस प्रकार की भिन्नताओं का पता लगाने के लिए अनेक अध्ययन किये गये हैं।

2.60 ई एम डी ई में केंद्रीय बैंकों के सामने अन्य मुख्य समस्या राजकोषीय प्रभुत्व की है। संबंधित साहित्य बताता है कि अनेक ई एम डी ई में दीर्घावधि राजकोषीय अनुशासन का अभाव होता है और उनकी मौद्रिक नीति प्रायः राजकोषीय नीति के वशीभूत होती है, विशेष रूप से तब, जब यह देखा जाता है कि राजकोषीय नीति के पास कोई महत्वपूर्ण पुनर्वितरणशील कार्य हैं। सरकारी बजट घाटों और सार्वजनिक कर्ज के उच्च स्तरों में प्रतिबिंबित एक अस्थायी राजकोषीय नीति मौद्रिक नीति परिचालनों के समक्ष एक अतिरिक्त दबाव प्रस्तुत करती है। इस प्रकार की स्थितियों में, सरकारी उधार कार्यक्रम सुलभ-कराने का उत्तरदायित्व प्रायः कीमत स्थिरता उद्देश्य के विरोध में आ जाता है क्योंकि जब उधार आवश्यकताएं बहुत अधिक होती हैं तो मुद्रास्फीति अपेक्षाओं को नियंत्रित करना कठिन हो जाता है।

2.61 हाल में, मौद्रिक और राजकोषीय नीतियों की सापेक्ष भूमिका के बारे में एक मतैक्य विकसित हुआ है। जहाँ राजकोषीय नीति से दीर्घावधि निरंतरता पर फोकस रखने की अपेक्षा की जाती है (और राजकोषीय नियम के कुछ रूप द्वारा निरूद्ध होने अथवा स्वचालित स्टैबिलाइजर्स तक सीमित रहने की अपेक्षा की जाती है), वहीं इस बात पर व्यापक सहमति है कि मौद्रिक नीति को कीमत स्थिरता पर फोकस करना चाहिए, किन्तु वह उस दबाव के भीतर रह कर एक स्थिरीकरण भूमिका निभा सकता है। सीचेट्टी (2002) यह तर्क प्रस्तुत करता है कि डराजकोषीय नीति की उचित भूमिका दीर्घावधि संवृद्धि के लिए सुदृढ़ आधार के निर्माण पर फोकस करना है स्थिरीकरण नीतियां केंद्रीय बैंकों के लिए छोड़ दी जानी चाहिए। इस पृष्ठभूमि में, निम्नलिखित चर्चा राजकोषीय मौद्रिक समन्वय के क्षेत्र में चयनित ई एम डी ई के विविध अनुभवों पर प्रकाश डालती है।

ब्राजील

2.62 अन्य अर्थव्यवस्थाओं से भिन्न, ब्राजील में राजकोषीय मौद्रिक समन्वय का इतिहास अलग रहा है। उसके केंद्रीय बैंक की स्थापना के साथ, मुद्रा जारी करने का कार्य राजकोष से अंतरित हो गया था, किन्तु केंद्रीय बैंक को बैंक ऑफ ब्राजील की आवश्यकताओं के अनुरूप कार्य करना पड़ा जो कि सरकार का बैंकर था और सार्वजनिक क्षेत्र उद्यमों की ओर से विदेश व्यापार परिचालनों को नियंत्रित करता था। इसके अलावा, सार्वजनिक ऋण के प्रबंध का

उत्तरदायित्व भी केंद्रीय बैंक को सौंपा गया था। यह संस्थागत व्यवस्था 1988 तक जारी रही जब मौद्रिक प्राधिकारी के कार्य क्रमशः बैंक ऑफ ब्राजील से केंद्रीय बैंक को हस्तांतरित कर दिये गये और फेडरल पब्लिक डेब्ट का प्रशासन राष्ट्रीय राजकोष को हस्तांतरित कर दिया गया था। जैसा कि ऑर्नेलास और पुर्तगाल (2011) द्वारा विशिष्ट रूप से उल्लेख किया गया है, इनमें से प्रत्येक संगठन के अलग-अलग दायित्वों के कारण यह संघर्ष बना रहा, जिसका समग्र ब्याज दर वातावरण के लिए निहितार्थ रहा। ब्राजील के केंद्रीय बैंक का उद्देश्य अर्थव्यवस्था में कीमत नियंत्रण था, जिसके लिए उसने अल्पावधि ब्याज दर को एक साधन के रूप में इस्तेमाल किया। इसके विपरीत, राष्ट्रीय राजकोष को देशी और विदेशी कर्ज का प्रबंध करते हुए यह सुनिश्चित करना होता है कि सरकारी घाटे का वित्तपोषण दीर्घावधि परिपक्वता वाले सर्वोत्तम कर्ज सौदों के माध्यम से हो।

2.63 ब्राजीलियन अर्थव्यवस्था ने मध्य 1980 के वर्षों से लेकर शुरूआती 1990 के वर्षों के दौरान अति मुद्रास्फीति का सामना किया। 1990 के वर्षों के द्वितीयार्ध में मुद्रास्फीति की उच्च पारियों के साथ उच्च बजट घाटे भी थे। आर्थिक स्थिरता के कार्यक्रम के रूप में 1994 में 'वास्तविक योजना' का कार्यान्वयन किया गया जिसने तीन वर्ष से भी कम समय में मुद्रास्फीति को सफलतापूर्वक एकल अंक पर नियंत्रित कर दिया, जबकि सार्वजनिक क्षेत्र का आकार राज्य कंपनियों के निजीकरण के माध्यम से काफी कम हो गया था। हालांकि, स्थिरीकरण नीतियां आम तौर पर विनिमय दर अवलंब के किसी रूप पर आधारित थी जब बाह्य उदारीकरण ने भी अपनी जगह बना ली थी। यद्यपि स्थिरीकरण योजना मुद्रास्फीति को नियंत्रित करने में सफल थी, मुद्रा मूल्य वृद्धि की उपस्थिति से भुगतान संतुलनों की समस्या खड़ी हो गई थी। स्थिरीकरण प्रक्रिया क्रमिक सिद्ध हुई और जिसकी वजह से राजकोषीय नीति से संबंधित अनेक संरचनात्मक मुद्दों का हल नहीं हो सका जिससे ब्राजीलियन अर्थव्यवस्था की दोषपूर्णता इतनी बढ़ गई थी कि उसके प्रति विश्वास का संकट खड़ा हो गया। यह, वास्तव में, एक वास्तविकता बन गया जब अगस्त 1998 में बाह्य कर्ज पर रूस के स्थगन से अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय घबराहट चरम सीमा पर पहुँच गई थी।

2.64 ब्राजील के नीति निर्माताओं ने लचीली विनिमय दर, मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारण और राजकोषीय उत्तरदायित्व पर आधारित एक नया समष्टि आर्थिक ढांचा प्रस्तुत करते हुए 1998 के संकट का जवाब दिया। जब केंद्रीय बैंक ने अल्पावधि ब्याज दरों

में वृद्धि की तो सरकार ने एक अति कठोर राजकोषीय व्यवस्था की घोषणा की। भविष्य में मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं और निवेश निर्णयों की दृष्टि से राजकोषीय नीति के निहितार्थों को पहचान कर मुद्रास्फीति लक्ष्यनिर्धारण (आइ टी) पहले जुलाई 1999 में मौद्रिक नीति ढांचे के साथ एकीकृत किया गया था, जिसके अंतर्गत वित्त मंत्री के प्रस्ताव पर आधारित राष्ट्रीय मौद्रिक परिषद द्वारा मुद्रास्फीति लक्ष्य और सहन अन्तराल निर्धारित किये गये थे। इस समय तक, ब्राजील ने भी अस्थायी विनिमय दर नीति अपना ली थी और केंद्रीय बैंक का दृष्टिकोण यह था कि एक अनुकूल मौद्रिक नीति के साथ दीर्घ राजकोषीय मितव्ययिता से कीमत स्थिरता को समर्थन मिलेगा। वस्तुतः, 2000 में राजकोषीय उत्तरदायित्व कानून अधिनियमित करते हुए राजकोषीय मितव्ययिता का विचार किया गया था, जिसने फेडरल, राज्य और स्थानीय सरकारों पर लागू होने योग्य एक सफल ढांचा प्रदान किया। उसने, अन्य बातों के साथ-साथ राज्य नियंत्रित वित्तीय संस्थाओं सहित सार्वजनिक क्षेत्र के वित्तपोषण पर तीव्र दबाव लागू किये।

2.65 आवश्यक रूप से, मौद्रिक नीति को दबाव मुक्त करने और मुद्रास्फीति लक्ष्यों को प्राप्त करने की उसकी योग्यता को मजबूत बनाने की दृष्टि से राजकोषीय प्रभुत्व को कम करने का प्रयास किया गया। किन्तु, ब्लैकार्ड (2004) को इस बात के प्रमाण मिले हैं कि 2002-03 के संकटकाल के दौरान राजकोषीय प्रभुत्व जारी रहा और मौद्रिक नीति मुद्रास्फीति को काबू करने में प्रत्युत्पादक बनी रही। ब्राजील की अर्थव्यवस्था में भी कर्जदारी का उच्च स्तर रहा जिसमें बहुत बड़ा भाग विदेशी मुद्रा के वर्चस्व वाले सार्वजनिक ऋण का था। इसलिए ब्याज दरों में वृद्धि के जोखिम को महसूस करते हुए चूक की संभावना बढ़ गई जिससे देशी मुद्रा का मूल्यहास हो गया और नये मुद्रास्फीतिकारक दबाव आ गये जिनसे मौद्रिक नीति के उपयोग को नियंत्रित करना पड़ा। वास्तव में देखा जाए तो, वह राजकोषीय नीति थी जिसने उच्च मुद्रास्फीति को नियंत्रित किया।

2.66 हाल के वैश्विक संकट के दौरान केंद्रीय बैंक और सरकार की समन्वित अनुक्रिया से बाजार के रुख में तेजी से सुधार हुआ। विगत समय से भिन्न, केंद्रीय बैंक अस्थायी विनिमय दर के प्रति अपनी वचनबद्धता से डिगे बिना परिस्थितियों का मुकाबला करने के लिए बेहतर स्थिति में नजर आया था, जब कि सरकार ने बाजारों पर प्रतिकूल प्रभाव डाले बिना मुद्रास्फीतिकारक राजकोषीय नीति लागू करने के लिए राजकोषीय स्थान रखा। केंद्रीय बैंक ने भी यू एस फेड (30 बिलियन यू एस डालर) और आइ एम एफ के साथ आकस्मिक

लाइन्स की अपनी व्यापक अंतर्राष्ट्रीय आरक्षित निधियों को सुदृढ़ बनाया, हालांकि उनका कभी भी इस्तेमाल नहीं किया गया था। लेवी (2010) ने वैश्विक गिरावट के प्रति नीति अनुक्रिया को, किये गये उपायों में इस प्रकार वर्गीकृत किया है (i) वित्तीय बाजारों को सुरक्षा प्रदान करना तथा ऋण को समर्थन; (ii) स्वचालित स्टैबिलाइजर्स का पूर्ण उपयोग; और (iii) एकमुश्त राजकोषीय प्रोत्साहन। ब्राजील में केंद्रीय बैंक ने प्रथम वर्ग के उपायों का कार्यान्वयन किया था, जबकि वर्ग (ii) की नीतियां वहाँ पहले से लागू थी। इनके अलावा, टैक्स ब्रेक्स और सार्वजनिक क्षेत्र वेतन वृद्धियों के संयोजन सहित विवेकाधीन प्रोत्साहन उपाय और सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों द्वारा सक्रिय रुख भी वैश्विक वित्तीय संकट के प्रभाव को रोकने के लिए किये गये थे।

2.67 केंद्रीय बैंक ने आरक्षित नकदी अपेक्षाओं को 40 प्रतिशत घटा कर अतिरिक्त चलनिधि भी सुलभ करायी, जिससे छोटे बैंकों को अपने मध्यम आकार के कंपनी उधारकर्ताओं की ऋण जरूरतों को पूरा करने तथा व्यक्तिगत साख को समर्थन देने में मदद मिली। हालांकि केंद्रीय बैंक ने समग्र मांग का समर्थन करने में कोई प्रत्यक्ष भूमिका नहीं निभाई थी किन्तु जब ब्याज दरें 15 वर्ष में सबसे कम स्तर पर पहुँच गई तो उसके द्वारा इस स्तर पर किये गये नीति उपायों के परिणाम दिखाई दिये। इसके अतिरिक्त, एक बेहतर सामाजिक अंतरण प्रणाली से स्वचालित स्टैबिलाइजर तंत्र के परिचालन और उसकी प्रभावोत्पादकता में वृद्धि हुई तथा संवृद्धि पर प्रतिचक्रिय प्रभाव पड़ा। सरकार और केंद्रीय बैंक, दोनों की समन्वित नीति अनुक्रिया से ब्राजील की अर्थव्यवस्था को संकट से बाहर आकर तेजी से सुधार की ओर अग्रसर होने में सहायता मिली।

दक्षिण अफ्रीका

2.68 1994 में लोकतांत्रिक नियम की ओर दक्षिण अफ्रीका के परिवर्तन से पूर्व उसकी समष्टि आर्थिक नीति पर राजकोषीय नीति को प्रभुत्व था। दि साउथ अफ्रीकन रिजर्व बैंक (एस ए आर बी) ने पहले सरकारी बांडों का बाजार बनाने के लिए उत्तरदायी एक एजेंसी के रूप में कार्य किया था। किन्तु, 1996 में संवृद्धि, नियोजन और पुनर्वितरण नीति (जी ई ए आर) अपनाये जाने के बाद दक्षिण अफ्रीका में राजकोषीय अनुशासन लागू किया गया था। राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय पर बल देते हुई जी ई ए आर नीति में यह परिकल्पना की गई है कि राजकोषीय नीति का संचालन और वित्तपोषण अस्फीतिकारी तरीके से होगा, जब कि मौद्रिक नीति

मुद्रास्फीति का निम्नस्तर प्राप्त करने और उसे निम्न स्तर पर ही बनाये रखने पर केंद्रित होगी। सरकार का लक्ष्य है कि परंपरागत बजट घाटा-जी डी पी अनुपात घटा कर प्रति वर्ष 3 प्रतिशत से कम कर दिया जाय। एक मध्यावधि व्यय ढांचा भी लागू किया गया था जिसके अनुसार प्रत्येक राजकोषीय वर्ष के द्वितीयार्ध में एक मध्यावधि बजट नीति विवरण प्रकाशित किया जाता है।

2.69 दक्षिण अफ्रीका के नये संविधान के अंतर्गत, एस ए आर बी को परिचालन स्वतंत्रता की गारंटी दी गई थी। मौद्रिक नीति के उद्देश्य और उसका ढांचा भी 1990 के वर्षों के दौरान सार्थक रूप से बदल गया। उसने मौद्रिक लक्ष्य निर्धारण से शुरुआत की, जबकि मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारण बाद में लागू किया गया।

2.70 1990 के वर्षों के दौरान प्रारंभ किये गये राजकोषीय समेकन उपायों से भी वर्धमान मौद्रिक नीति स्वतंत्रता सुनिश्चित की गई। सरकार के कर्ज का प्रबंध करने के लिए 1999 में राष्ट्रीय राजकोष की स्थापना की गई थी। चूंकि कर्ज प्रबंधन अधिक सक्रिय बन गया था, सरकार ने बाजार के साथ एक पारदर्शी संबंध रखना प्रारंभ कर दिया था। एस ए आर बी और अन्य एजेंसियों के साथ घनिष्ठ समन्वय से, सरकारी बांड बाजार के विकास के लिए ढांचागत कानूनी और आधारभूत ढांचों का भी समाधान किया गया था।

2.71 फरवरी 2000 में मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारण अपनाये जाने से राजकोषीय और मौद्रिक प्राधिकारियों के बीच आगे और समन्वय होना जरूरी हो गया। उसके ढांचे के अंतर्गत मौद्रिक नीति परिचालन, एस ए आर बी के साथ परामर्श करके सरकार द्वारा निर्धारित मुद्रास्फीति लक्ष्य प्राप्त करने के लिए वैध रूप से स्वतंत्र एस ए आर बी द्वारा संचालित किये जाते हैं।

2.72 1994 से राजकोषीय नीति का फोकस समेकन पर रहा है और इसलिए वह सामान्य रूप से उद्देश्य में प्रतिचक्रिय रहा है। चक्रिय उलटाव की अवधि के दौरान सरकार के राजकोषीय अनुशासन से 2006 और 2007 में सीमांत अधिशेष प्राप्त करने में मदद मिली। एक बेहतर राजकोषीय नीति मिश्रण से उत्पादन और कीमत स्तर परिवर्तनीयता भी कम हो गई। यद्यपि नीतियों का कोई प्रत्याशित समन्वय नहीं रहा है, यह देखा गया है कि मौद्रिक नीति राजकोषीय नीति के प्रति प्रतिक्रिया करती है किन्तु राजकोषीय नीति कभी भी मौद्रिक नीति के लिए कोई समस्या नहीं रही है। राजकोष और केंद्रीय बैंक के बीच एक समझौता जापान के रूप में समन्वय की कुछ व्यवस्था है, जिसके अंतर्गत तीन स्थायी समितियों का प्रावधान है। गवर्नर

और वित्त मंत्री के बीच नियमित रूप से द्विपक्षीय बैठकें आयोजित की जाती हैं जिनमें चर्चा का विषय सुस्पष्ट राजकोषीय-मौद्रिक नीति मिश्रण न होकर आम तौर पर समग्र रणनीतिक और तकनीकी मुद्दों पर केंद्रित होता है।

2.73 वैश्विक वित्तीय संकट के बाद की अवधि के दौरान राजकोषीय प्राधिकारियों ने एक मजबूत प्रतिचक्रिय नीति के साथ अनुक्रिया की। इससे घटे हुए मुद्रास्फीतिकारी दबावों के अनुरूप उपयुक्त मौद्रिक नीति द्वारा सम्पूरित एक बड़ा राजकोषीय प्रोत्साहन आवश्यक हो गया। एस ए आर बी ने दिसंबर 2008 और नवंबर 2010 के बीच नीति दरों में तेजी से कमी की। बाद में जुलाई 2012 में एस ए आर बी ने फिर नीति दर कम की क्योंकि बाह्य कारणों जैसे राजकोषीय मितव्ययिता उपाय और यूरो क्षेत्र में बैंक डिलीवरेजिंग से संवृद्धि चिंताएं उभर आयी थी। उद्देश्य यह रहा है कि देशी संवृद्धि चिंताओं से निपटा जाए और मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं का सुनियंत्रण सुनिश्चित किया जाए। इसी प्रकार, हाल के वर्षों में राजकोषीय नीति का लक्ष्य संवृद्धि की आवश्यकताओं और राजकोषीय निरंतरता बनाये रखने के बीच एक अच्छा संतुलन स्थापित करना है। संक्षेप में, एस ए आर बी एक लचीले मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारण ढांचे के भीतर रह कर मौद्रिक नीति का संचालन कर रहा है जो मुद्रास्फीति के अतिरिक्त, संवृद्धि, नियोजन और वित्तीय स्थिरता पर मौद्रिक नीति कार्रवाइयों के निहितार्थों पर विचार करता है।

रूस

2.74 यूनियन सोवियत सोशलिस्ट रीपब्लिक (यू एस एस आर) के विघटन के साथ रूस में राजकोषीय-मौद्रिक नीति समन्वय-ढांचे में सार्थक परिवर्तन हुआ। 1991 में, दि स्टेट बैंक ऑफ दि यू एस एस आर भंग कर दिया गया था और नया नाम बैंक ऑफ रशिया (बी ओ आर) रखा गया। 1992 में एकल केंद्रीयकृत फेडरल राजकोष प्रणाली की स्थापना के बाद बैंक ऑफ रशिया को अब फेडरल बजट के लिए नकदी सेवाएं उपलब्ध कराने की आवश्यकता नहीं रही थी। जुलाई 1993 में, रूबल क्षेत्र की समस्याओं के कारण रूस को रशॉन रूबल लागू करना पड़ा और 1993 पूर्व के रूबल का विमुद्रीकरण किया गया। “दीसेंट्रल बैंक ऑफ दि रशॉन फेडरेशन” (बैंक ऑफ रशिया) संबंधी कानून (अनुच्छेद 22) के अंतर्गत बैंक ऑफ रशिया को फेडरल, क्षेत्रीय और स्थानीय सरकारी ढांचों से स्वतंत्र रह कर कार्य करने का प्रावधान किया गया है। हालांकि, बी ओ आर दि स्टेट डूमा ऑफ दि फेडरल असेंबली ऑफ दि रशॉन फेडरेशन के प्रति

उत्तरदायी है। जहाँ बी ओ आर का मुख्य कार्य रशॉन रूबल को संरक्षण प्रदान करना तथा उसकी स्थिरता सुनिश्चित करना है वहीं एकल-राज्य मौद्रिक नीति फेडरल सरकार के सहयोग से निर्मित और कार्यान्वित की गई है।

2.75 वित्त मंत्रालय के एक एजेंट के रूप में, बी ओ आर ने सरकारी प्रतिभूति बाजार का विकास किया। प्रारंभिक अवधि के दौरान सरकार के राजकोषीय घाटे के आकार और अस्थिरता के कारण मौद्रिक नियंत्रण कमजोर हो गया था। कभी-कभी बड़े ढांचागत दबावों से निपटने के लिए किये जाने वाले उपाय कठोर मांग प्रबंध नीतियों की अपेक्षा के विरोध में पाये गये। 1993 के द्वितीयार्ध में उच्चतर व्यय और निम्नतर कर राजस्वों के कारण घाटा बढ़ गया और जिससे केंद्रीय बैंक की ओर से सरकार को अधिक ऋण उपलब्ध कराना पड़ा। 1994 में भारी घाटे के कारण भी केंद्रीय बैंक द्वारा वित्तपोषण किये जाने की आवश्यकता पड़ी जो 1993 के अंत की स्थिति के अनुसार आधार मुद्रा के स्टॉक की लगभग द्विगुणित राशि के बराबर था। केंद्रीय बैंक ने निर्देशित ऋणों को नियंत्रित करने का प्रयास किया था किन्तु उसकी निवल देशी आस्तियां 1994 के दौरान चौगुनी से अधिक थी। राजकोषीय चिंताओं को समझते हुए निवेशक रूबल मूल्यवर्ग वाली आस्तियों से हटना शुरू हो गये थे और अक्टूबर 1994 में एक विदेशी मुद्रा संकट खड़ा हो गया।

2.76 इस संकट के कारण कठोर राजकोषीय और ऋण नीतियां बनीं और केंद्रीय बैंक द्वारा खरीदी गई विदेशी मुद्रा 1995 में मौद्रिक संवृद्धि का मुख्य स्रोत बनी। 1995 में बी ओ आर ने फेडरल बजट घाटे के वित्तपोषण के लिए ऋण देना बंद कर दिया और अर्थव्यवस्था के अलग-अलग क्षेत्रों को भी केंद्रीकृत ऋण बंद कर दिये। इन नीतियों से एक विनिमय दर आधारित मौद्रिक नीति अपनाया जाना सुलभ हो गया। इस समय तक, सरकारी प्रतिभूति बाजार तर्कसंगत रूप से सुविकसित हो गया था। राजकोषीय घाटे का घटा हुआ मौद्रिक वित्तपोषण किये जाने और निर्देशित ऋण की प्रथा समाप्त कर दिये जाने के साथ बी ओ आर अप्रत्यक्ष उपकरणों के इस्तेमाल पर अंतरित हो गया और विशेष रूप से उन पर, जो उसके मौद्रिक नीति परिचालनों में बाजार आधारित थे। यद्यपि प्रत्यक्ष मुद्रीकरण 1995 में बंद कर दिया गया था, वर्धमान पूंजी बहिर्वाहों की आधार मुद्रा संवृद्धि पर प्रभाव तथा सरकारी घाटों का वित्तपोषण अधिकांशतः बी ओ आर द्वारा विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों की बिक्री से प्रतिसंतुलित हो गया था। मध्य 1998 तक विनिमय दर नीति का इस्तेमाल चिरस्थायी राजकोषीय घाटे के मुद्रास्फीतिकारक

प्रभाव को कम से कम करने में किया गया था। इस अवधि के दौरान नीतिविकल्पों का उल्लेख करते हुए गैदर (1999) ने ध्यान दिलाया है कि :-

1997 के शरत्काल और अगस्त 1998 के बीच रूस की सरकार के सामने दो संभाव्य रणनीतियों के बीच विकल्प था। पहला यह प्रदर्शित करना था कि उसके पास वह राजनैतिक इच्छा शक्ति है, ताकि सख्त बजट दबावों को आरोपित करते हुए तेल और गैस क्षेत्रों जैसे बड़े उद्यमों के साथ अपने संबंध सुधार कर बजट को कठोर बना सके। दूसरा यह था कि मुद्रास्फीति निवारक नीतियों को बढ़ावा देने के प्रयास का परित्याग करना छोड़ दिया जाये। दुर्भाग्यवश, बजटीय नीति को कठोर बनाने संबंधी प्रयास को पर्याप्त राजनैतिक समर्थन नहीं मिला था। परिणाम अपरिहार्य था: नरम बजट दबावों, नरम बजट नीति और नरम मौद्रिक नीति का जारी रहना।

2.77 1995-97 के दौरान मौद्रिक स्थिरीकरण की ओर नीति उपायों के इस्तेमाल के बावजूद मुद्रास्फीति से नकद जमाराशियां कम हो गईं और जिससे 1998 में बजट घाटे का वित्तपोषण करना अधिक कठिन हो गया था। ई एम डी ई की ओर विस्तारित नकारात्मक बाजार रुख के अतिरिक्त, अर्थव्यवस्था में नकद जमाराशियों के अभाव के कारण सरकार के लिए इस बात का बड़ा भारी दबाव था कि वह अपने घाटे के वित्तपोषण के लिए घरेलू रूसी बाजार से किस प्रकार उधार राशियां प्राप्त करे। सरकार को रूबल मूल्यवर्ग के कर्ज की पुनः संरचना करने की एकतरफा कार्रवाई करनी पड़ी, जब कि बाह्य कर्ज भुगतानों पर 90 दिन का अधिस्थगन लगाने से बाजार-विश्वास को और क्षति पहुँची। संकट के दौरान, बी ओ आर ने विदेशी मुद्रा बाजार में बहुत अधिक हस्तक्षेप किया किन्तु रूबल के मूल्यहास को सीमित न कर सका। चूंकि बी ओ आर द्वारा बैंकों तथा सरकार, दोनों को बड़े पैमाने पर समर्थन से रूबल पर दबाव गहरा गया था अतः बी ओ आर ने विनिमय दर सीमा को समाप्त कर दिया और 1999 में अस्थिर विनिमय दर प्रणाली को अपना लिया।

2.78 संकट के दौरान रूबल के महत्वपूर्ण मूल्यहास के बाद निर्यात प्रेरित सुधार आया था ; अंतर्राष्ट्रीय तेल कीमतों में वृद्धि का भी उच्चतर निर्यातों में योगदान रहा। सरकार और बैंकों को रूबल ऋण में कटौती करने के माध्यम से मौद्रिक नीति को सार्थक रूप से कठोर बनाया गया था और बी ओ आर के विदेशी मुद्रा आरक्षित

निधियों के आहरण द्वारा कमी के माध्यम से बाह्य कर्ज की चुकौती की गई थी। 2000 और 2001 में तगड़े कर संग्रहण, तेल क्षेत्र के योगदान और रूस की सरकार द्वारा लागू किये गये व्यय नियंत्रण द्वारा समर्थित राजकोषीय समेकन का कुछ प्रमाण था। राजकोषीय समेकन से न केवल मौद्रिक नीति पर दबाव कम हुआ, बल्कि उससे मुद्रास्फीति की दर में भी कमी हुई थी। रूबल के मूल्य पर अधिशेष भुगतान संतुलन के निहितार्थ को समझते हुए बी ओ आर ने विदेशी मुद्रा बाजार में बड़े पैमाने पर खरीद की जिससे अतिरिक्त मौद्रिक कठोरता टालने को आंशिक रूप से ही निष्फल किया जा सका था। 2002 में राजकोषीय स्थिति फिर खराब हो गई क्योंकि विशेष रूप से क्षेत्रीय स्तर पर खर्चों में तेजी से वृद्धि हुई थी। बी ओ आर की हस्तक्षेप नीति से, जिसका उद्देश्य डॉलर के मुकाबले रूबल में क्रमशः अवमूल्यन करना था, 2002 में मुद्रास्फीति लक्ष्य से भारी विचलन को टालने में सहायता मिली थी, हालाँकि मुद्रा संवृद्धि लक्ष्य से अधिक बनी रही थी।

2.79 बाद के वर्षों में, बी ओ आर ने मुद्रास्फीति घटाने और रूबल मूल्यवृद्धि को नियंत्रित करने के उद्देश्य से द्विलक्षीय नीति का अनुसरण जारी रखा था, जब कि राजकोषीय नीति एक चुनौती बनती जा रही थी क्योंकि सरकार ने तेल राजस्व का आंशिक उपयोग करते हुए विभिन्न विचाराधीन सुधारों के लिए वित्त प्रदान करने का निर्णय लिया था। इस प्रकार राजकोषीय-मौद्रिक नीति मिश्रण में विरोधाभास सुस्पष्ट रूप से प्रमाणित थे। मौद्रिक नीति कुल मिला कर 2004 और 2005 में समंजनकारी थी, जब कि राजकोषीय नीति 2004 में नरम थी। आधार मुद्रा संवृद्धि में बढ़त के प्रभाव को पहचानते हुए, चूंकि सरकार ने अपने तेल राजस्व को अधिक व्यय करना शुरू कर दिया था और मुद्रास्फीति भी अपनी लक्ष्य सीमा से ऊपर थी, बी ओ आर ने अपनी हस्तक्षेप नीति को आशोधित किया तथा सीमित रूबल मूल्यवृद्धि की अनुमति देना प्रारंभ कर दिया। मुद्रास्फीतिकारक राजकोषीय रुख 2007-2008 में जारी रहा, यद्यपि इस बात की पहचान हो गई थी कि ऐसे समय में जब मांग के दबाव पहले से ही मजबूत हों तो प्रचक्रिय राजकोषीय शिथिलीकरण से कीमतों तथा रूबल पर दबाव बढ़ सकते हैं।

2.80 राजकोषीय नीति में शिथिलीकरण तथा तेल राजस्व में संकुचन के बाद, वैश्विक वित्तीय संकट के दौरान राजकोषीय स्थिति और अधिक बिगड़ गई थी। तेल कीमतों में तेजी से गिरावट और रूबल पर दबाव से रूबल मूल्यहास की प्रत्याशाओं में एक्सपोजर्स

का बचाव करने के लिए एक ठोस अभियान चलाया गया था। बी ओ आर ने प्रारंभ में, कम ब्याज दरों पर भारी चलनिधि उपलब्ध कराते हुए (इंजेक्शन) इस बहिर्वाह को सुलभ बनाया, जबकि रूबल के तेजी से मूल्य हास को रोकने तथा रूसी बैंकिंग प्रणाली के प्रति विश्वास की आकस्मिक हानि टालने के लिए बड़ी अंतर्राष्ट्रीय आरक्षित निधियों से भी आहरण (ड्रा-डाउन) किये गये थे। किन्तु, जब आरक्षित निधियों के ड्रा-डाउन की नीति वर्धमान रूप से अधारणीय बन गई तो बी ओ आर को रूबल के भारी अवमूल्यन के साथ-साथ, नीति दरों में वृद्धि के माध्यम से जनवरी 2009 में मौद्रिक नीति को कठोर बनाने के लिए बाध्य होना पड़ा। संकट के बाद की अवधि में, रूसी सरकार ने बजट 2011-13 में की गई घोषणा के अनुसार साधारण छंटनी करते हुए राजकोषीय समेकन की योजना बनाई। जहाँ बी ओ आर ने कठोरता चक्र की भी शुरुआत की थी वहीं बैंकों के पास उपलब्ध अतिरिक्त चलनिधि से मुख्य बी ओ आर नीति दरें बिना किसी बंधन के जारी रही। किन्तु, जैसा कि आइ एम एफ (2011) द्वारा विशेष रूप से उल्लेख किया गया है, बी ओ आर में अभी भी मुद्रास्फीति पर लगाम लगाने के लिए निर्णयात्मक मौद्रिक कठोरता नीति का अभाव है। संक्षेप में, रूस में राजकोषीय नीति का प्रभुत्व देखा गया है जो केन्द्रीय बैंक की द्वि-उद्देशीय योजना अर्थात् मुद्रास्फीति पर नियंत्रण और स्थिर विनिमय दर सुनिश्चित करने की राह में बहुत बड़ी चुनौतियां खड़ी कर रहा है। इससे आगे बढ़ते हुए, रूस ने 2015 तक संतुलित बजट प्राप्त करने का लक्ष्य निर्धारित किया है जिससे मौद्रिक नीति का प्रभावी कार्यान्वयन किया जा सकेगा।

चीन

2.81 चीन में राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय ढांचा अधिकांश ई एम डी ई की तुलना में अधिक बंधा हुआ है। पीपल्स बैंक ऑफ चाइना (पी बी सी) ने 1983 में एक केंद्रीय बैंक के रूप में शुरुआत की थी किन्तु स्टेट कौंसिल ने 1995 में उसकी स्थिति की पुष्टि की। पी बी सी को मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन का कार्य सौंपा गया; वह कानून के अनुसार स्वतंत्र रूप से कारोबार परिचालन कार्यान्वित करता है और वह स्थानीय सरकारों, विभिन्न स्तरों पर सरकारी विभागों, सार्वजनिक संगठनों अथवा किसी व्यक्ति द्वारा हस्तक्षेप किये जाने से मुक्त है। किन्तु पी बी सी को वार्षिक मुद्रा आपूर्ति, ब्याज दरों, विनिमय दरों और उसे सौंपे गये अन्य महत्वपूर्ण मुद्दों के संबंध में निर्णय लेने के लिए स्टेट कौंसिल की सहमति मांगनी पड़ती है। मौद्रिक नीति कार्य के एक भाग के रूप में, पी बी सी से यह अपेक्षा की जाती है कि वह मुद्रा के मूल्य की स्थिरता बनाये रखे और उसके द्वारा आर्थिक संवृद्धि को बढ़ावा दे।

2.82 पी बी सी ने 1985 से मुद्रास्फीति की अनुक्रिया में ब्याज दरों को समय-समय पर समायोजित किया है, किन्तु ये समायोजन अपर्याप्त थे क्योंकि पी बी सी के अन्य कार्यों, विशेष रूप से वित्तीय दबाव वाले राज्य-स्वामित्व के उद्यमों (एस ओ ई) द्वारा लिये गये उधारों ने मौद्रिक नीति पर दबावों के रूप में कार्य किया। अधिकांश ब्याज दरें, पी बी सी द्वारा स्टेट कौंसिल के साथ सामंजस्य करके नियंत्रित की गई थी। नया कानून लागू करने से पहले, राज्य के बैंकों को पी बी सी की ओर से दिये गये ऋणों का बहुत बड़ा भाग स्थानीय सरकारों द्वारा प्रभावित था। किन्तु, 1955 में केंद्रीय बैंक कानून पारित होने के साथ, मौद्रिक नीति और ऋण आवंटन की प्रक्रिया को प्रभावित करने में स्थानीय सरकार की भूमिका अस्वीकार कर दी गई। उसी समय, राज्य स्वामित्व वाले उद्यमों (एस ओ ई) को राजकोषीय दृष्टि से उत्तरदायी बनाने और राज्य के समर्थन के बिना वाणिज्यिक व्यवहार्य बनाने हेतु उनके लिए कठोर बजट दबाव निर्धारित किये गये थे।

2.83 पी बी सी सरकार के राजकोषीय एजेंट के रूप में भी कार्य करता है और सरकार की वित्तपोषण आवश्यकताओं का प्रमुख स्रोत रहा है। इसलिए, मौद्रिक और राजकोषीय नीति समन्वय महत्वपूर्ण हो जाता है, क्योंकि सरकार का बांड बाजार मुद्रा आपूर्ति के समायोजन के लिए केंद्रीय बैंक हेतु सबसे महत्वपूर्ण चैनलों में से एक है। जहाँ पी बी सी का परंपरागत दृष्टिकोण मौद्रिक आधार का इस्तेमाल परिचालनगत लक्ष्य के रूप में और मुद्रा आपूर्ति का मध्यवर्ती लक्ष्य के रूप में करना रहा है, अभी हाल ही में मुद्रा और बैंक उधार, दोनों की वृद्धि दरें सुस्पष्ट मध्यवर्ती लक्ष्यों के रूप में इस्तेमाल की गई हैं (गुडफ्रैंड ओर प्रसाद, 2005)।

2.84 मुद्रा संवृद्धि पर सरकारी कर्ज के निहितार्थों का निर्धारण करते हुए विश्व बैंक (1990) ने विशिष्ट रूप से कहा है कि पी बी सी, वित्त मंत्रालय और राज्य योजना आयोग को शामिल करते हुए वास्तविक संवृद्धि के लिए अर्थव्यवस्था की संभावना के भीतर मौद्रिक संवृद्धि को रखने में सक्षम एक ऋण नियंत्रण कार्यक्रम की आयोजना प्रक्रिया का विगत दिनों में कोई परिणाम सामने नहीं आया था। इसलिए, उद्यमों और क्षेत्रों की मांग पर आधारित ऋण योजना ने मौद्रिक नीति को एक मुद्रास्फीतिकारक झुकाव प्रदान किया। जब कभी बढ़ते हुए बजट घाटे को पूरा करने के लिए बैंकिंग प्रणाली से बाहर वित्तपोषण कम पड़ गया तो केंद्रीय बैंक ऋण के लिए वित्त मंत्रालय का परिणामी अनियोजित आश्रय लिये जाने से अतिरिक्त मौद्रिक विस्तार और मुद्रास्फीति को बल मिला। अत्यधिक

विस्तारकारक मौद्रिक नीति प्रायः नियंत्रण करने और सरकार की बढ़ती हुई वित्तपोषण आवश्यकताओं के प्रतिसंतुलन में असफलता में प्रतिबिंबित हुई। उदाहरण के लिए, 1984-85 में ऋण के तीव्र विस्तार के बाद और 1985 की पहली तिमाही में 50 प्रतिशत की वार्षिक दर पर व्यापक मुद्रा संवृद्धि के चरम स्तर पर पहुँचने के बाद पी बी सी ने उभरते मुद्रास्फीतिकारक और भुगतान संतुलन के दबाव की अनुक्रिया में प्रतिबंधात्मक मौद्रिक नीति रख अपनाया। किन्तु, सरकार द्वारा मध्य 1986 में वर्धित आर्थिक संवृद्धि में गिरावट से संबंधित चिंताओं के कारण उक्त प्रतिबंधात्मक मौद्रिक नीति रख को उलटना पड़ा। परिणामस्वरूप, उच्चतर संवृद्धि दर के साथ मुद्रास्फीतिकारक दबाव थे और अर्थव्यवस्था अत्यधिक तेज (ओवरहीट) होना शुरू हो गई। उसके बाद, इस आवेरीटिंग प्रवृत्ति का समाधान करने के लिए दोनों प्राधिकरणों ने समन्वित प्रयास किये। जहाँ सरकार ने राजकोषीय मितव्ययिता उपाय अपनाये, पी बी सी को एक कठोर मौद्रिक नीति का अनुसरण करने की अनुमति दी गई थी। उसके परिणामस्वरूप, संवृद्धि और मुद्रास्फीति, दोनों 1990 तक स्थिर हो गये थे। फिर भी, केंद्रीय बैंक कानून, 1995 के अधिनियमन के बाद भी मौद्रिक नीति की अप्रधानता जारी रही।

2.85 2002 में, नयी सरकार ने पहले की सरकार द्वारा अपनायी गयी नीति से भी अधिक सशक्त संवृद्धि-अनुकूल रणनीति अपनायी और बैंकों के माध्यम से वित्तपोषण होने योग्य स्थानीय बुनियादी संरचना परियोजनाओं के माध्यम से जॉब-संवृद्धि पर फोकस किया। पी बी सी के प्रतिबंधों के बावजूद, 2003 की पहली तिमाही में मौद्रिक नीति काफी अधिक मुद्रास्फीतिकारक हो गई थी। इसके अलावा, भंयकर संवेदनशील श्वसन लक्षण (एस ए आर एस) के उत्पादन प्रभाव के संबंध में चिंताओं ने पी बी सी को व्यापक मुद्रा संवृद्धि लक्ष्य तथा ऋण विस्तार को बढ़ाकर क्रमशः 18 प्रतिशत और आर एम बी 2-0 ट्रिलियन करने के लिए प्रेरित किया। इस अवधि के दौरान पी बी सी उच्चतर मुद्रास्फीति का जोखिम लेने के लिए तैयार था, जिसका चीन के वैधानिक निकाय, नैशनल पीपल्स कांग्रेस द्वारा अनुमोदन किया गया था। मध्य 2003 में, पी बी सी और नव निर्मित चाइना बैंक रेगुलेटरी कमीशन ने मुद्रास्फीतिकारक मौद्रिक नीति की चिंताएं समान रूप से साझा कीं। तदनुसार, पी बी सी ने संपत्ति क्षेत्र को उधार देने पर नियंत्रण करने के लिए जून 2003 में नीति दिशानिर्देश प्रस्तावित किये, जिन्होंने ओवरहीटिंग के संकेत दर्शाये थे। तथापि, अगस्त 2003 में स्टेट कौंसिल द्वारा अधिक विनिर्दिष्ट विनियम घोषित किये गये थे जो पी बी सी द्वारा प्रस्तावित विनियमों की तुलना में कम प्रतिबंधात्मक थे।

2.86 हाल के वर्षों में, पी बी सी ने संकलित मौद्रिक राशि को मध्यवर्ती लक्ष्यों के रूप में इस्तेमाल करते हुए अपनी मौद्रिक नीति के माध्यम से अनवरत टोस संवृद्धि के साथ मुद्रास्फीति को कम स्तर पर संतुलित करने का प्रयास किया है, किन्तु प्रशासनिक नियंत्रणों और विनियम दर नीति का मौद्रिक नीति की क्षमता पर प्रभाव अभी भी जारी है। एशियाई संकट के बाद से राजकोषीय नीति अधिक अतिसक्रिय रही है क्योंकि महत्वपूर्ण परियोजनाओं पर खर्च करने के लिए स्थानीय सरकारों को आगे उधार देने के लिए विशेष बांड जारी किये गये थे। 2005 के बजट में, हालांकि, राजकोषीय नीति रख “अतिसक्रिय” से हट कर “तटस्थ” की ओर हो गया था। राजकोषीय नीति अधिकांशतः राजकोषीय समेकन पर सरकार के मध्यावधि फोकस द्वारा निर्देशित होती है जिसका उद्देश्य आकस्मिक देयताओं पर संभावित भावी खर्चों के लिए जगह बनाना होता है, जैसे बैंकिंग क्षेत्र के अधिक अनर्जक ऋण और जनसंख्या में वृद्धि के साथ उच्चतर सामाजिक व्यय की आवश्यकता।

2.87 यद्यपि चीन में राजकोषीय विवेक पर बल दिया जाता रहा है, किन्तु एक मुद्दा जिसका असर मौद्रिक नीति के स्वतंत्र संचालन पर है, वह चीन में बैंकिंग प्रणाली के माध्यम से राज्य स्वामित्व वाले उद्यमों (एस ओ ई) के वित्तपोषण के संबंध में है जो बैंकिंग के विकास, राजकोषीय और मौद्रिक नीतियों में बाधा डालता है। इसलिए, पी बी सी के लिए परिचालनगत स्वतंत्रता पर प्रायः बल दिया जाता रहा है ताकि उसे अन्य सरकारी एजेंसियों से अनुमति लिये बिना अल्प सूचना पर अपने नीति उपकरणों को आक्रामक रूप से उपयोग में लाने का अधिकार प्राप्त हो सके। इस संदर्भ में, गुडफ्रैंड और प्रसाद (2006) ने प्रभावी उपकरण स्वतंत्रता के लिए दो मुख्य पूर्वापेक्षाओं का सुझाव दिया है। पहला, पी बी सी को सकल बैंक आरक्षित निधियों का पूर्ण नियंत्रण सौंपा जाना चाहिए, और दूसरा, चीने बैंकिंग प्रणाली को ब्याज-दर घट-बढ़ के खिलाफ वित्तीय रूप से सख्त बनाया जाना चाहिए, जिसे बैंकिंग क्षेत्र से एस ओ ई के लिए राजकोषीय नीति समर्थन को अलग करके प्राप्त किया जा सकता है।

2.88 यद्यपि राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय के संबंध में ये संरचनात्मक मुद्दे अभी भी मौजूद हैं, निर्यात मांग और गिरते हुए निजी निवेश पर वैश्विक कारणों के प्रभाव को न्यूनतम करने के लिए संकट के दौरान मुद्रास्फीतिकारक राजकोषीय और मौद्रिक नीतियां प्रारंभ की गई थी। आई एम एफ (2009 बी) में विशिष्ट रूप से कहा गया है कि सार्वजनिक कर्ज को कम करने संबंधी राजकोषीय अनुशासन के एक दीर्घ ट्रेक रिकार्ड की वजह से चीन वह स्थान प्राप्त कर पा रहा है जिसकी राजकोषीय समर्थन के सार्थक विस्तार

के लिए आवश्यकता होती है। इस अवधि के दौरान पी बी सी की उदारतापूर्ण नरम मौद्रिक नीति से भी संवृद्धि को समर्थन मिला तथा निवेश में तेज वृद्धि के वित्तपोषण के लिए आवश्यक संसाधन जुटाने में सहायता मिली थी। इसके अलावा, अप्रैल 2012 से बड़ी सीमा के साथ विनिमय दर की अनुमति दिये जाने से भी केंद्रीय बैंक के लचीलेपन में वृद्धि होने की संभावना है जिससे अर्थव्यवस्था में मौद्रिक स्थितियों में बदलाव आएगा। संक्षेप में, चीन में राजकोषीय नीति की, देशी अर्थव्यवस्था को बढ़ावा देने और प्रोत्साहित करने में अधिक प्रत्यक्ष और सक्रिय भूमिका जारी है, जब कि अर्थव्यवस्था में चक्रीय झुकावों की स्थिति का सामना करने के लिए समय पर और प्रभावी कार्रवाई करने तथा वित्तीय स्थिरता बनाये रखने की भूमिका मौद्रिक नीति को सौंपी गई है।

IV. वैश्विक वित्तीय संकट और राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय **वैश्विक वित्तीय संकट की उत्पत्ति के लिए महामंदी, वैश्विक असंतुलन और अभिशासन की हानि जिम्मेवार**

2.89 इसे व्यापक रूप से माना जाता है कि वैश्विक असंतुलनों की वृद्धि से वैश्विक वित्तीय संकट की उत्पत्ति होती है, जो क्रमशः उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में 2000 के प्रारंभिक वर्षों में, अत्यधिक खुली मौद्रिक नीति के परिणामस्वरूप थी। डॉट-कॉम बुलबुले के फूटने के बाद यू एस में मौद्रिक नीति शिथिल कर दी गई थी, जिसके अंतर्गत जून 2003 में मौद्रिक नीति दरें घटाकर एक प्रतिशत तक कर दी गई थी और उन्हें जून 2004 तक उसी स्तर पर रखा गया था, उसके बाद मौद्रिक निभाव से ही क्रमशः आहरण का प्रावधान था। यू एस में कम ब्याज दरों से प्रत्यक्ष रूप से देशी उत्पादन से अधिक मांग में न केवल वृद्धि हुई बल्कि आस्ति कीमतों में वृद्धि के परिणामस्वरूप अप्रत्यक्ष रूप से धन-संपदा के माध्यम से भी ऐसा हुआ। अतिरिक्त देशी मांग यू एस के बढ़ते हुए चालू खाता घाटे में विभाजित हो गई। इसे समुचित रूप से एशिया में पर्याप्त चालू खाता अधिशेषों द्वारा समतुल्य कर दिया गया, विशेष रूप से चीन और मध्य पूर्व में तेल निर्यातक देश और रूस, जिन्होंने सस्ती दरों पर वस्तुओं एवं सेवाओं की आपूर्ति द्वारा यू एस में मांग को पूरा किया था।

2.90 स्थिर आर्थिक संवृद्धि और कम मुद्रास्फीति के अनुसार अनुकूल समष्टि आर्थिक वातावरण से बेहतर उपज की खोज, उधार देने के मानकों में छूट और जोखिमों के कम मूल्यन को प्रोत्साहन मिला (मोहन, 2009)। वित्तीय स्थिरता बनाए रखने के लिए किसी औपचारिक अधिदेश के पूर्ण रूप से वंचित होने की स्थिति में सार्वजनिक नीति की प्रवृत्ति रही कि उसने जहाँ तक आर्थिक संवृद्धि

मजबूत रही और मुद्रास्फीति कम रही, बढ़ते हुए वैश्विक असंतुलनों और अनुचित वित्तीय लीवरेजिंग की अनदेखी की, जैसा कि महामंदन की स्थिति में विशेष रूप से देखा गया है और यह स्थिति लगभग डेढ़ दशक तक विद्यमान रही। केंद्रीय बैंकों ने वित्तीय असुरक्षितता की कीमत पर मुद्रास्फीति को बहुत अधिक फोकस किया है। शिथिल ऋण शर्तों को स्थान देकर एवं बढ़ते हुए कर्ज द्वारा मौद्रिक नीति निर्माताओं ने इस प्रकार विफलता के जोखिमों में वृद्धि की। इसके अलावा, अनेक केंद्रीय बैंकों ने काफी पारदर्शी होने के प्रयास किये थे और उन्होंने अपने नीति रुख में, विशेष रूप से मौद्रिक नीति के भावी दौर के संबंध में वित्तीय बाजारों का प्रगामी मार्गदर्शन किया। इस प्रकार के प्रगामी मार्गदर्शन से वित्तीय बाजारों को अतिरिक्त राहत मिली तथा जोखिमों की अंडरप्राइसिंग में मदद मिली।

2.91 अनुभवजन्य साक्ष्य से यह पाया गया है कि 2002-2006 के दौरान यू एस मौद्रिक नीति परंपरागत टेलर रूल द्वारा प्रस्तावित आधार की तुलना में अधिक खुली थी, जो कई मामलों में इस अवधि के दौरान सरकारी कार्यक्रमों द्वारा समर्थित थी और जिससे गृहनिर्माण में तेजी का संचार हुआ (टेलर, 2009)। टेलर यह भी तर्क देता है कि ई सी बी द्वारा नीति दरों को नरम बनाये जाने के कारण एक सीमा तक उसका असर यू एस की मौद्रिक नीति के निर्णयों में भी दिखाई दिया, यद्यपि यूरो क्षेत्र में मौद्रिक सुलभता का जोखिम उतना अधिक नहीं दिखाई दिया जब कि चालू खाता स्थिति आम तौर पर अधिशेष में रही। ओ ई सी डी द्वारा किये गये अध्ययन में अन्य देशों में मौद्रिक अधिकता का समर्थनकारी साक्ष्य भी पाया गया था, जिसमें यह दर्शाया गया था कि किसी भी देश में जितनी अधिक मात्रा में मौद्रिक अधिकता होगी, आवासीय निर्माण में भी उतनी ही अधिक तेजी होगी। यह देखा गया था कि आवास निर्माण बाजारों में तेज वृद्धि और विफलता (बस्ट) का असर वित्तीय बाजारों पर भी पड़ता है क्योंकि आवास-निर्माण की गिरती हुई कीमतों से बाजार चूक के दोष और मोचन निषेध की ओर प्रेरित होता है। ये प्रभाव सब-प्राइम बंधक उधार के इस्तेमाल सहित, विशेष रूप से समायोजनीय दर आवास ऋण जैसे अनेक जटिल तत्वों द्वारा विस्तृत किये गये थे, जिनसे अधिक जोखिम की ओर बढ़ा गया।

2.92 यू एस में इसे ऐसे सरकारी कार्यक्रमों द्वारा प्रोत्साहित किया गया था जो गृह स्वामित्व को बढ़ावा देने के लिए डिजाइन किये गये थे। सरकार प्रायोजित एजेंसियों, अर्थात् फैनो मे एण्ड फ्रेडी मैक को बंधक-समर्थित प्रतिभूतियां, विस्तृत करने और खरीदने के लिए प्रोत्साहित किया गया था, जिनमें वे प्रतिभूतियां भी शामिल थी जो जोखिम वाले सब-प्राइम बंधकों से निर्मित थी। जहाँ विधान

अर्थात् फेडरल हाउसिंग एंटरप्राइज रेगुलेटरी रिफॉर्म एक्ट, 2005 इन अधिकताओं को नियंत्रित करने के लिए प्रस्तावित था, उसे कानून में पारित नहीं किया गया था। संकट और भी अधिक गहरा हो गया जब यू एस सरकार (अधिक विनिर्दिष्ट रूप से राजकोष और फेडरल रिजर्व) ने मध्य-सितम्बर 2008 के आस पास लेहमैन ब्रदर्स के दिवालियापन को रोकने के लिए हस्तक्षेप न करने का निर्णय लिया था। एक विचारधारा के अनुसार हाल के वित्तीय संकट में बाजार और साथ ही साथ राज्य का ढह जाना प्रतिबिंबित होता है, क्योंकि निजी और सार्वजनिक दोनों ही क्षेत्रों में शासन असफल हो गया था (रेड्डी, 2009)।

सभी देशों में नीति अनुक्रिया में उच्चतर समन्वय आवश्यक बनाया जाना

2.93 चूंकि संकट का प्रभाव वित्तीय से लेकर संपदा क्षेत्र (रीयल सेक्टर) तक विस्तारित हो गया था, एक व्यापक दायरे में मौद्रिक और राजकोषीय नीति उपाय इस तरीके से हाथ में लिये गये थे कि उनसे संकट-पूर्व समष्टि आर्थिक परंपरानिष्ठा से सुस्पष्ट रूप से प्रस्थान के संकेत मिले और महामंदी से प्राप्त हुए मूल्यवान पाठ प्रतिबिंबित हुए। प्रारंभ में, चूंकि वित्तीय प्रणाली में विश्वास गिरकर ऐतिहासिक निम्नता पर आ गया था और एक दिवसीय मुद्रा बाजार में चलनिधि का अभाव हो गया था तो केंद्रीय बैंकों ने सर्वप्रथम कार्रवाई की और बाजार का विश्वास पुनः स्थापित करने के लिए, विशेष रूप से बीस के समूह (जी 20 के अंतर्गत अंतर्राष्ट्रीय स्तर पर कुछ समन्वित उपाय भी किये गये थे।

परंपरानिष्ठ मौद्रिक नीति, शून्य सदृश ब्याज दरों द्वारा निरुद्ध, गैर-परंपरागत मौद्रिक नीति उपायों के सामने झुकना

2.94 पिछले अनुभव के विपरीत, यू एस, यूरो क्षेत्र, जापान तथा अन्य अर्थव्यवस्थाओं में केंद्रीय बैंकों ने कीमत स्थिरता के प्रति गिरावट जोखिम का विरोध करने के लिए और कुछ मामलों में तो एकमुश्त अपस्फीति से बचने के लिए अपनी मामूली नीति दरों को कम करते हुए अत्यन्त निचले स्तरों पर लाकर भी मुद्रास्फीतिकारक मौद्रिक नीति चलाना जारी रखा। प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में नीति दरें चलनिधि जाल (लिक्विडिटी ट्रेप) के सन्निकट अथवा नगण्य न्यूनतर सीमा (जेड एल बी) स्तर पर होने के बावजूद मौद्रिक नीति की प्रभावोत्पादकता बनाए रखने की आवश्यकता को महसूस करते हुए केंद्रीय बैंक ब्याज दरों के भावी दौर के बारे में सार्वजनिक प्रत्याशाओं को आकार देने के लिए संप्रेषण नीतियों का

प्रयोग करते हुए अपने तुलन पत्रों को विस्तार देते हुए (मात्रात्मक सुलभता) और दीर्घावधि बांडों की लक्ष्यित खरीद के माध्यम से अपने तुलन पत्रों की संरचना में परिवर्तन करते हुए केंद्रीय बैंक गैर-मानक अथवा गैर-परंपरागत मौद्रिक नीति अनुक्रिया विकल्प को सक्रिय करने की ओर प्रेरित हुए। दीर्घावधि कर्ज बांड खरीदने के साथ ही राजकोषीय और मौद्रिक नीति के बीच की विभाजन रेखा अस्पष्ट हो गई थी। इस प्रकार, 1930 के वर्षों की महामंदी के दौर से भिन्न, 2007-09 के वैश्विक वित्तीय संकट ने, विशेष रूप से मौद्रिक नीति के गैर परंपरागत उपकरणों के साथ राजकोषीय नीतियों के घनिष्ठ समन्वय को आवश्यक बना दिया। गैर-परंपरागत मौद्रिक नीति उपायों के तुलन पत्र प्रभाव की विस्तार से चर्चा अध्याय 4 में की गई है।

2.95 मौद्रिक नीतियां संचालन के वैकल्पिक तरीकों पर फोकस करते हुए साहित्य में जेड एल बी के अनेक समाधान खोजे गये हैं, जैसे मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारण के स्थान पर कीमत स्तर लक्ष्य निर्धारण (स्वेन्सन, 2003) अथवा विनिमय दर लक्ष्य निर्धारण (मेकुलम, 2000)। साहित्य में अन्य तत्व वित्तीय वातावरण पर एक फोकस के साथ जेड एल बी का समाधान दर्शाते हैं। उदाहरणों में केंद्रीय बैंक के तुलन पत्र का विश्लेषण शामिल है (औरबैक और ऑब्सटफेल्ड, 2005) चलनिधि आस्तियों की खरीद के माध्यम से जेड एल बी से संघर्ष करना (गुडफ्रैंड, 2000) और नकद धारिताओं और जमाराशियों पर कर लगाते हुए नकारात्मक अल्पावधि बाजार ब्याज दरों का विरोध करना [बीटर और पनिगिर्तजोगलु (1999) और गुडफ्रैंड (2000)] राजकोषीय नीति के बारे में भी, अनेक अध्ययनों द्वारा जेड एल बी स्थिति पर विजय पाने के लिए एक उपाय के रूप में उपकरणों के इस्तेमाल के लिए अनेक अध्ययनों में परीक्षण किया गया है, जैसे राजकोषीय प्रवर्धकों का विश्लेषण (क्रिस्टियानों, ईचनबॉम और रिबेलो, 2009; कोगन, क्विक, टेलर और वीलैंड, 2009; रोमर और बर्नस्टीन, 2009)

एक भिन्नता के साथ कीन्जीयन पुनः प्रकटीकरण की तरह विशाल राजकोषीय प्रोत्साहन कार्यक्रम

2.96 इसके बावजूद कि मौद्रिक नीति रक्षा की प्रथम पंक्ति बन रही है तथा केंद्रीय बैंक प्रथम उधारदाता बनते जा रहे हैं, ऋण बाजारों की अनुक्रिया धीमी थी। तदनुसार, केंद्रीय बैंकों द्वारा की गई किसी कार्रवाई से लाभ में कटौती को टालने के लिए राजकोषीय उपाय अभिनियोजित किये गये थे। संकट के बाद की अवधि में अधिकांश उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति दरें शून्य सदृश होने के

साथ और वैश्विक वित्तीय संकट के मान (स्केल) तथा विस्तार को समझने के बाद राजकोषीय प्रोत्साहन उपायों को सक्रिय करने वाली कीन्जीयन रणनीति का पुनः प्रकटीकरण हुआ था। देशी मांग को प्रोत्साहित करने तथा बैंकों का पुनः पूंजीकरण करने के लिए विशाल राजकोषीय पैकेजों के साथ सरकारों ने हस्तक्षेप किया। दिसंबर 2007 से 'महामंदी' की शुरुआत में यू एस में राजकोषीय नीति सक्रियता देखी गई (फरवरी 2008 में अस्थायी रूप से कर-छूट, जुलाई 2008 में प्रथम गृह खरीद टैक्स ऋण, अमरीकन रीकवरी और रीइन्वेस्टमेंट टैक्स एक्ट जिसमें फरवरी 2009 में कर कटौतियां, व्यक्तियों और राज्यों को अंतरण, सरकारी खरीद एक साथ मिला दिये गये थे और अस्थायी रूप से, 2009 के ग्रीष्मकाल में 'कैश फोर क्लंक्स' कार्यक्रम²), इसी प्रकार, यू.के. (अस्थायी उपभोग कर छूट) और चीन (बड़े पैमाने पर सार्वजनिक कार्य परियोजनाएं) में भी राजकोषीय नीति सक्रियता देखी गई। उल्लेखनीय है कि सभी देशों में ये राजकोषीय सक्रियता अनुक्रियाएं अभूत पूर्व रूप से समन्वित था, फलस्वरूप 2009 में वैश्विक जी डी पी का 1-7 प्रतिशत संयुक्त राजकोषीय प्रोत्साहन प्रदान किया गया (खातीवाडा, 2009)। इससे मंदी की भयानकता मात्र ही प्रतिबिंबित नहीं हुई बल्कि अति सक्रिय राजकोषीय नीति की संभाव्य प्रभावोत्पादकता के बारे में भी कुछ आशावाद परिलक्षित हुआ है।

2.97 यह, संकट से पूर्व के दशकों के दौरान व्याप्त आधुनिक आर्थिक दृष्टिकोण के विरोध में था, जिसमें एक गिरावट से अर्थव्यवस्था को प्रोत्साहित करने में विवेकाधीन राजकोषीय नीति की प्रभावोत्पादकता के प्रति संदेह व्यक्त किया गया था, रिकार्डियन समानता परिप्रेक्ष्य में विश्वास दर्शाते हुए, राजनैतिक प्रभावों के बारे में राजकोषीय नीति कार्यान्वयन विलंबों और आशंकाओं की पहचान की गई। कारोबार चक्रों में परिवर्तनों के प्रति अनुक्रिया करने में विवेकाधीन प्रोत्साहनों की तुलना में गैर विवेकाधीन राजकोषीय नीति, स्वचालित स्टैबिलाइजर्स के अनुसार, अधिक प्रभावी मानी गई। यह समझा गया था कि सरकार के आकार में वृद्धि के साथ स्वचालित स्टैबिलाइजर्स का प्रभाव बढ़ा। इसके अलावा कर्ज के उच्च स्तरों को घटाने एवं उन्हें स्थिर करने की आवश्यकता महसूस की गई जिससे राजकोषीय नियमों को लागू करने और आर्थिक नीति-निर्माण में स्वतंत्र परिषदों का मार्ग प्रशस्त हुआ। परिणामस्वरूप, 2009 की शुरुआत में, 80 देशों ने राष्ट्रीय अथवा अधिराष्ट्रीय राजकोषीय नियम लागू किये थे (कोटरली, 2009)।

2.98 यू एस, यू के और अन्य अनेक देशों में आगे-पीछे परिचालित किये गये विशाल राजकोषीय प्रोत्साहन कार्यक्रमों से उनकी प्रभावोत्पादकता के बारे में वाद-विवाद को बढ़ावा मिला है। अध्ययनों में इस बात की ओर संकेत किया गया है कि 'प्रोत्साहन' के लिए उनकी प्रभावोत्पादकता केवल और उसी स्थिति में कारगर सिद्ध हो सकती है जब वे बढ़े हुए कर्ज के भुगतान के लिए भविष्य में करों की अपेक्षाओं को उत्पन्न न करें (कोक्रेन, 2011)। शीघ्रता से विशाल राजकोषीय खर्चों की जिम्मेवारी लेने की संभाव्यता के बारे में भी आशंकाएं पैदा हुई थी। चूंकि राजकोषीय घाटों में भारी बढ़ोतरी हो गई थी, ऋण गारंटियां बढ़ गईं और केंद्रीय बैंकों ने जोखिम वाली निजी आस्तियां खरीदी, संकट के बाद की स्थिति के दौरान परंपरागत राजकोषीय प्रभुत्व का प्रश्न फिर उभर कर सामने आ गया है। इस प्रकार, मौद्रिक नीति-निर्माण पर राजकोषीय दबावों का शिकंजा कसना शुरू हो गया है। फिर भी, महामंदी की स्थिति के दौरान राजकोषीय सक्रियता ने अनेक अध्ययनों से अनुभवजन्य वैधता की ओर ध्यान आकर्षित किया है, जिसमें यह पाया गया है कि राजकोषीय नीति प्रोत्साहन उपाय जेड एल बी एपीसोड की अवधि घटाने में प्रभावी रहे हैं। उन्होंने यह भी दिखाया है कि मौद्रिक नीति द्वारा प्रतिक्रिया न कर सकने के कारण जेड एल बी अवधि के दौरान राजकोषीय प्रवर्धकों में वृद्धि हुई थी।

2.99 सामान्य उद्देश्यों के अनुसरण में समस्त विश्व में केवल दो प्रकार की नीतियों का ही समन्वय नहीं हुआ था बल्कि मौद्रिक और राजकोषीय विस्तार का मान (स्केल) भी अभूतपूर्व रहा है, जिससे सुपरिचित संघर्ष विरोधाभासी रूप में पुनः प्रदीप्त हो उठे (सुब्बाराव, 2009)। विशाल राजकोषीय प्रोत्साहन पैकेजों और बढ़ते हुए राजकोषीय घाटों के कारण केंद्रीय बैंकों द्वारा मौद्रिक संचारण और चलनिधि प्रबंध के लिए सहवर्ती निहितार्थों के साथ उच्च सरकारी उधार कार्यक्रम आवश्यक हो गये थे। केंद्रीय बैंक का चलनिधि प्रबंध, और विशेष रूप से उसके गैर-परंपरागत उपायों के राजकोषीय और वितरणात्मक, दोनों ही परिणाम निकले थे। उदाहरण के लिए, युनाइटेड किंगडम की मात्रात्मक सुलभता के ठोस राजकोषीय परिणाम निकले थे। यह महसूस किया गया था कि केंद्रीय बैंक के परिचालनों के लिए उसके बाजारों का विकल्प उसके राजकोषीय निहितार्थों पर इतना अधिक आधारित नहीं होना चाहिए, किन्तु उसके बजाय उस सीमा तक उनके हस्तक्षेप से सापेक्ष कीमतें विकृत हो सकती हैं और उनका वितरणात्मक असर हो सकता है जिसका लाभ उधारकर्ताओं के अन्य सेट के स्थान पर एक सेट को मिलेगा (गुडहार्ट, 2010)।

2 यह एक फेडरल स्क्रैपेज (रद्दी धातु) कार्यक्रम था जिसके अंतर्गत यू एस के निवासियों को नये ईंधन-सक्षम वाहन खरीदने के लिए आर्थिक प्रोत्साहन देने की मंशा थी। इस कार्यक्रम को यू एस अर्थव्यवस्था को प्रोत्साहन के रूप में प्रवर्तित किया गया था।

परिधीय यूरोप में राष्ट्रिक कर्ज संकट में राजकोषीय-वित्तीय सहबद्धता के दर्शन

2.100 वैश्विक वित्तीय संकट ने 2011 में उसके पांचवें वर्ष में अपने आपको पूर्णतया एक अलग अंदाज में प्रस्तुत किया। वह निजी कर्ज से खिसक कर राष्ट्रिक स्थान में प्रवेश कर गया। 2009 के दौरान संकट और उपलब्ध विकल्प सुस्पष्ट रूप से परिवर्तित हो गये। जैसा कि पहले चर्चा की गई है, प्रचलित कम ब्याज दरों की दृष्टि से केंद्रीय बैंकों के पास ब्याज दरों को कम करने की अधिक स्वतंत्रता नहीं थी और उसे अपरंपरागत तुलन पत्र नीतियों का सहारा लेना पड़ा। विभिन्न देशों द्वारा नीति अनुक्रिया में स्थिरता प्रदान करने तथा प्रोत्साहन देने के लिए सार्वजनिक खर्चों को मुख्य रूप से दर्शाया गया था। इसने भावी किसी भी संकट प्रबंध के लिए बहुत कम नीति स्थान छोड़ा है। वैश्विक वित्तीय संकट के राष्ट्रिक कर्ज संकट में रूपांतरण में मार्च 2008 में बीयर स्टीन्स के बचाव ने इसे सुस्पष्ट रूप से परिवर्तन बिंदु अंकित किया। सामान्यतया, उसने नीति-निर्माताओं के बारे में अपेक्षाएं रखी कि वे बैंकों को पर्याप्त वित्तीय समर्थन प्रदान करेंगे ताकि वे बैंक के ऋणदाताओं का बेलआउट कर सकें। चूंकि जनवरी 2009 में एंग्लो आइरिश बैंक के राष्ट्रीयकरण के साथ राजकोषीय प्रतिबद्धताओं के दबाव स्पष्ट हो गये थे, राष्ट्रिक और वित्तीय क्षेत्र के बीच की विभाजन रेखा अस्पष्ट हो गयी थी।

2.101 राजकोषीय - वित्तीय सहबद्धता इस तथ्य द्वारा उदाहरण बन गई है कि 2008-09 के दौरान, यूरो क्षेत्र में अपने देशी वित्तीय क्षेत्र द्वारा अनुभव किये गये तनाव की अनुक्रिया में प्रत्येक राष्ट्रिक के कीमत-लागत अंतर अधिकांशतः विकसित हो गये थे। राजकोषीय समस्याएं, क्रमशः वित्तीय क्षेत्र और संवृद्धि पर प्रतिकूल प्रतिक्रिया प्रभाव डालनी शुरू हो गई थी। उच्चतर राष्ट्रिक कीमत-लागत अंतर के कारण देशी बैंकों की उधार लेने की लागत में वृद्धि हो गई थी और सार्वजनिक ऋण की धारिता पर पूंजीगत हानि उत्पन्न हो गई थी जिससे संवृद्धि में निम्नतर योगदान हो पा रहा था।

गहराते यूरोपीय संकट में बैंकिंग क्षेत्र के साथ राष्ट्रिक जोखिम का पारस्परिक प्रभाव विशेष रूप से दिखाई दिया

2.102 2011 के द्वितीयार्ध से यूरो क्षेत्र में बैंकिंग क्षेत्र के साथ राष्ट्रिक जोखिम का पारस्परिक प्रभाव क्रमशः खराब होता गया था और वित्तीय स्थिरता चिंताएं काफी बढ़ गई थी। राष्ट्रिक ऋण जोखिम और बैंकिंग क्षेत्र कमजोरी के बीच गहरा संबंध प्रतिबिंबित करते हुए, कुछ यूरो क्षेत्र देशों (स्पेन, इटली और फ्रांस) में राष्ट्रिकों और बैंकों पर ऋण चूक स्वैप (सी डी एस) कीमत-लागत अंतर में

घट-बढ़ में उच्च सहसंबंध दिखाई दिया। सरकारों, चलनिधि की तंग स्थिति और सरकारी गारंटियों की घटी हुई क्रेडिटेबिलिटी की तुलना में ऋण जोखिमों में वृद्धि के माध्यम से राष्ट्रिक कर्ज समस्याओं और बैंकिंग क्षेत्र के बीच संबंध प्रमाणित हो गया था। जैसा कि कमेटी ऑन दि ग्लोबल फाइनेंशियल सिस्टम (सी जी एफ एस) 'पनेत्ता' रिपोर्ट (2011) में विशेष रूप से कहा गया है, राष्ट्रिक ऋण-साख में गिरावट से तीन चैनलों में से एक के माध्यम से वित्तीय क्षेत्र को हानि पहुंच सकती है: (i) बढ़ा हुआ प्रतिपक्षी जोखिम, सरकार के पार्श्विक के मूल्य में कमी के कारण रेपो और डेरीवेटिव मार्केट से ऋण तक पहुंच में कमी तथा नये बांड निर्गमों के माध्यम से निधीयन की बढ़ी हुई लागत; (ii) बैंकों और उनके उधारकर्ताओं की अंतर्निहित अथवा सुस्पष्ट सरकारी गारंटी के मूल्य की हानि, और; (iii) उत्प्रेरित राजकोषीय समेकन से अल्पावधि में निजी क्षेत्र कर्ज की गुणवत्ता पर भार और ऋण मांग को क्षति पहुंच सकती है। इसके अलावा, जब राष्ट्रिक कर्ज एक 'जोखिम मुक्त' से एक 'ऋण जोखिम' उपकरण की ओर बढ़ जाता है तो उससे प्रतिकूल समष्टि आर्थिक और वित्तीय शाखा-प्रशाखाएं फैल सकती हैं (कैरूआना, 2011)। इसे ध्यान में रखते हुए, राष्ट्रिकों के लिए यह महत्वपूर्ण है कि वे उनके द्वारा जारी लिखतों की विश्वसनीयता पुनः अर्जित करें, अर्थात् उनकी श्रेष्ठ प्रतिभूति होना अथवा जोखिम मुक्त स्थिति होना, क्योंकि मौद्रिक और वित्तीय स्थिरता के प्रति खतरों का सामना करने वाले केंद्रीय बैंक परिचालनों की सफलता के लिए राष्ट्रिक ऋण-शोधन क्षमता का होना एक पूर्वपिक्षा है।

2.103 अन्य प्रश्न अपने बैंकों को काफी अधिक वित्तीय समर्थन उपलब्ध कराने की पर्याप्त राजकोषीय क्षमता की उपलब्धता का है। उच्च जोखिमों और अनिश्चितताओं को देखते हुए, कुछ बैंकों को भी, विशेष रूप से, वे जो थोक निधीयन पर काफी अधिक निर्भर हैं और जोखिम भरे सार्वजनिक कर्ज के प्रति बेनकाब हो चुके हैं, अधिक पूंजी की आवश्यकता हो सकती है। राष्ट्रिकों के लिए, वित्तीय प्रणाली हेतु बैकस्टोप के रूप में कार्य करने हेतु यह महत्वपूर्ण है कि अच्छे समय में राजकोषीय सुरक्षित भंडारों में वृद्धि की जाए। परंपरागत रूप से, बैंकों की चलनिधि समस्याओं का समाधान करने के लिए केंद्रीय बैंकों को जिम्मेवार ठहराया जाता है, जब कि ऋण शोधन क्षमता की समस्याओं अथवा बैंक की असफलता का समाधान सरकार को करना होता है। यदि एक असफल हो रहे बैंक का परिसमापन करने की अनुमति नहीं दी जा सकती है और बाजार अधिक पूंजी उपलब्ध कराने के लिए तैयार नहीं है तो उसके बाद केवल करदाता निधीयन का ही सहारा होता है।

2.104 करदाता निधीयन के मामले में अथवा (आंशिक रूप से) असफल बैंकों के राष्ट्रीयकरण के मामले में सरकार के संबद्ध प्रतिनिधि को समाधान प्रयोग की जिम्मेवारी सौंपी जाए। हालांकि जी 20 के नेताओं ने इस प्रश्न पर उपलब्ध विकल्पों की एक श्रृंखला पर चर्चा की थी किन्तु वे एक मत नहीं हो सके थे। जहाँ कुछ देशों ने बैंकिंग लेवी अपनायी है, अन्य इस बात पर विचार कर रहे हैं कि बैंकिंग प्रणाली में सुधार करने के लिए सरकारी हस्तक्षेप से संबद्ध किसी भार में भली प्रकार से और बृहत रूप से हिस्सा बँटाने के लिए वित्तीय क्षेत्र को किस प्रकार उत्तरदायी ठहराया जाए। यूरोपीय कमीशन (ई सी) ने 28 सितंबर 2011 को 27 ई यू सदस्यों के लिए वित्तीय लेनदेन कर (एफ टी टी) के लिए प्रस्ताव पेश किया है। उन 11 सदस्य राज्यों³ के लिए जिन्होंने एफ टी टी अपनाने के लिए सहमति दी है, ई सी ने 14 फरवरी 2013 को उक्त कर विवरण निर्दिष्ट करने का प्रस्ताव लागू किया है जिससे यह आशा की जाती है कि प्रति वर्ष 30-35 बिलियन मूल्य का राजस्व पैदा होगा।

2.105 बैंकों और राष्ट्रियों के बीच की सहलग्नता तोड़ने के लिए हर्मन वैन रोम्पी, यूरोपीय कौंसिल के अध्यक्ष ने आवश्यक रूप से तीन कार्रवाइयाँ करने का सुझाव दिया है: (i) राजकोषीय शासन के लिए मजबूत ढांचे की पूर्णता और उसका पूरा-पूरा कार्यान्वयन; (ii) बैंकिंग क्षेत्र के लिए प्रभावी एकल पर्यवेक्षी व्यवस्था (एस एस एम) की स्थापना और कैपिटल रीक्वायरमेंट्स रेग्युलेशन एण्ड डाइरेक्टिव का लागू होना; तथा (iii) यूरोपीय स्थिरता प्रक्रिया के माध्यम से प्रत्यक्ष बैंक पुनर्पूँजीकरण के लिए परिचालनगत ढांचे की स्थापना। इस दिशा में काफी अच्छी प्रगति की गई है।

राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय के जोखिमों की मौद्रिक नीति पर राजकोषीय प्रभुत्व के रूप में समाप्ति

2.106 जहाँ 1990 के वर्षों में केंद्रीय बैंक की स्वायत्तता की ओर बढ़ती हुई प्रवृत्ति के दर्शन हुए वहीं एक दृष्टिकोण यह भी उभर रहा था कि केंद्रीय बैंक की स्वतंत्रता और राजकोषीय और मौद्रिक नीतियों में समन्वय के अभाव से चलनिधि जाल की स्थितियों से निपटने में समस्या खड़ी हो सकती है (कुगमैन, 1998)। वैश्विक वित्तीय संकट के समाधान के लिए शुरू किये गये राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय के प्रकाश में इस दृष्टिकोण को समर्थन मिला है, जिसके द्वारा आगे राजकोषीय नीति के साथ आगे-पीछे के क्रम में मौद्रिक नीति को कार्य

करने की आवश्यकता और केंद्रीय बैंक की स्वायत्तता के प्रश्न के बीच एक वाद-विवाद पुनः प्रदीप्त हो रहा है। राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय की अनिवार्यताओं के बावजूद इस बात के लिए सावधानी बरतनी होगी कि सरकार के साथ पारस्परिक क्रिया से नीति निर्माण की प्रभावोत्पादकता को कोई हानि न हो जिससे कि जनता को उसका कुपरिणाम भुगतना पड़े। उस संदर्भ में अग्रांकित व्यवस्थाएं करना महत्वपूर्ण हो गया है: केंद्रीय बैंक और कार्यपालक तथा वैधानिक शाखाओं के बीच प्रभावी संवाद और परामर्श सुनिश्चित करना और सरकार के अधिदेश से बाहर के प्रश्नों पर, निजी और सार्वजनिक तौर पर सरकार को केंद्रीय बैंक की सलाह के संबंध में सीमाएं निर्धारित करना। इसके अलावा, वित्तीय स्थिरता के निरीक्षण के लिए, संकट के बाद विकसित की जा रही संस्थागत व्यवस्थाओं में केंद्रीय बैंकों के अधिदेश का उल्लंघन करने की एक अंतर्निहित प्रवृत्ति है।

2.107 एक संबंधित प्रश्न जिसे विशेष रूप से संकट के बाद की अवधि में उठाया गया है वह मौद्रिक नीति पर राजकोषीय प्रभुत्व का है। संकट से पूर्व, अधिकांश देशों में राजकोषीय प्रभुत्व का कम होना जारी रहा क्योंकि राजकोषीय अनुशासन केंद्रीय स्थान ग्रहण कर रहा था। किन्तु, संकट का सामना करने के लिए उन्नत अर्थव्यवस्थाओं द्वारा असाधारण राजकोषीय विस्तार से, जो वास्तव में ढांचागत राजकोषीय घाटों में परिवर्तन ला रहा है, इस आशंका को बढ़ावा मिला है कि मौद्रिक नीति के पास इस बात के अलावा कोई विकल्प नहीं होगा कि वह निरंतर बढ़ते हुए सरकारी उधारों को मध्यावधि में स्थान दे। उदाहरण के लिए, ई सी बी को कुछ यूरोपीय देशों में राष्ट्रिक कर्ज संकट का समाधान करने के लिए असामान्य निभाव दर्शाना पड़ा था।

2.108 ऐसी चिंताएं यूरो क्षेत्र तक सीमित नहीं हैं। यह व्यापक रूप से महसूस किया जाता है कि यह तो उस प्रवृत्ति की शुरुआत मात्र है जिसके द्वारा राजकोषीय नीतियां एक बार फिर विशेष रूप से उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक रुख पर अपना अधिपत्य जमाना प्रारंभ कर देंगी। राजकोषीय घाटों का गुब्बारा फूल कर इतने अधिक स्तरों पर जा पहुँचा जितना शान्ति के समय में यू एस, यू के और यूरो क्षेत्र में कभी भी नहीं दिखाई दिया था। यद्यपि 2 जनवरी 2013 की राजकोषीय क्लिफ डील से यू एस में तेज राजकोषीय संकुचन के आसन्न जोखिमों की स्थिति टल सकती थी किन्तु दीर्घावधि कर्ज

3 बेल्जियम, जर्मनी, एस्तोनिया, यूनान, स्पेन, फ्रांस, इटली, आस्ट्रिया, पुर्तगाल, स्लोबेनिया और स्लोवाकिया

के बारे में चिंताएं बनी हुई हैं। विभिन्न अर्थव्यवस्थाओं में ताजा राजकोषीय गतिविधियों को देखते हुए कीन्स की रूढ़िवादिता की वापसी संबंधी भूतपूर्व यू एस राष्ट्रपति का दृष्टिकोण लागू होता प्रतीत होता है, जिससे आने वाले वर्षों में राजकोषीय अनिवार्यताओं द्वारा धीरे-धीरे मौद्रिक नीति का संचालन प्रेरित होने लगेगा (बॉक्स II.1)।

2.109 वर्तमान में, स्थिति नियंत्रण में है क्योंकि इन राजकोषीय घाटों का वित्तपोषण करना अब तक कोई समस्या नहीं रहा है। संकट के परिणामस्वरूप अत्यधिक जोखिम विमुखता ने 'सुरक्षा अभिमुखता' और 'चलनिधि अभिमुखता' की ओर प्रेरित किया, जिसने क्रमशः यह सुनिश्चित किया कि राजकोषों के लिए काफी क्षमता थी। इस

मामले में भी, हाल की अवधि में राजकोषों पर प्रतिफल दृढ़ होना आरंभ हो गया है, जो कुछ जोखिम वहन क्षमता की वापसी की सूचना देता है। चूंकि केंद्रीय बैंक बैंकों और वित्तीय संस्थाओं को समर्थन देने के लिए भारी मात्रा में चलनिधि उपलब्ध करा कर असाधारण मौद्रिक निभाव दर्शा रहे हैं, अधिशेष चलनिधि स्थितियों से सरकार को उधार लेने में सहायता मिली है।

2.110 राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय में, आमने-सामने की चर्चा को निष्प्रभ करते हुए, हाल के समय में 'स्वतंत्र संव्यवहार' समन्वय मुख्य समन्वय तंत्र बन गया है। यदि राजकोषीय प्राधिकारियों को मौद्रिक नीति प्रतिक्रिया कार्य, तथा राजकोषीय नीति नियमों के बारे में मौद्रिक प्राधिकारियों को पर्याप्त समझ हो तो आमने-सामने की

बॉक्स II.1

मौद्रिक नीति के लिए राजकोषीय चिंताएं और चुनौतियां

समस्त उन्नत और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में हाल के वैश्विक वित्तीय संकट से महत्वपूर्ण राजकोषीय निहितार्थ सामने आये थे। यद्यपि प्रतिकूल जनसांख्यिकीय प्रोफाइल और अन्य देशी उत्तरदायित्वों के कारण संकट से पहले भी कुछ उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में राजकोषीय गिरावट एक सामान्य लक्षण था, वह संकट के दौरान और भी बदतर हो गई। संकट के दौरान राजकोषीय असंतुलों और कर्ज में वृद्धि मुख्य रूप से स्वतः कर और खर्च नीति अनुक्रियाओं के कारण धीमी संवृद्धि तथा प्रतिक्रियाय विवेकाधीन राजकोषीय उपायों की वजह से थी। परिणामस्वरूप, विशेष रूप से उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में 2008 से राजकोषीय असंतुलों और कर्ज के स्तरों में तीव्र वृद्धि हुई है। उदाहरण के लिए, यू एस में, सरकार का सामान्य घाटा जो 2007 में संभाव्य जी डी पी में अनुपात के रूप में 2.2 प्रतिशत था वह बढ़ कर 2010 में 7-0 प्रतिशत हो गया, जब कि जी डी पी में अनुपात के रूप में सरकारी कर्ज 2007 के 43-9 प्रतिशत से बढ़ कर 2010 में 94-4 प्रतिशत हो गया। आई एम एफ के अनुसार, सरकार का कर्ज- जी डी पी अनुपात यू एस के लिए मध्यावधि में 100 प्रतिशत से भी अधिक रहने की संभावना है। अधिकांश अन्य उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के लिए भी मामला इसी प्रकार का है। 18 ओ इ सी डी देशों के अध्ययन के आधार पर, सेचेन्ती और अन्य (2011) ने पाया कि जी डी पी के लगभग 85 प्रतिशत की अवसीमा से अधिक सरकारी कर्ज जारी रखने योग्य नहीं है और वह संवृद्धि में बाधक सिद्ध हो सकता है। तदनुसार, राजकोषीय असंतुलन और कर्ज का वर्तमान स्तर संकट-पूर्व की स्थिति की तुलना में काफी अधिक आधारणीय प्रतीत होता है। संकट-पूर्व की अवधि के दौरान, राजकोषीय और कर्ज धारणीयता कोई बहुत बड़ा प्रश्न नहीं था क्योंकि प्रचलित ब्याज दरें संवृद्धि दरों से कम थीं। किन्तु, आने वाली अवधि में यह स्थिति भिन्न होने की संभावना है क्योंकि विशेष रूप से उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में ब्याज दरें बढ़ सकती हैं जब कि संवृद्धि की संभावना में गिरावट रहेगी। इसके अलावा, राजकोषीय समेकन पर कम संवृद्धि की नकारात्मक प्रतिसूचना से राजकोषीय असंतुलों में वृद्धि की संभावना है। संकट के बाद की अवधि में बहुत ही आधारणीय राजकोषीय परिदृश्य में केंद्रीय बैंक दो प्रकार की ऐसी

चुनौतियों का सामना कर रहे हैं जिनका उनकी मौद्रिक नीति के संचालन के लिए निहितार्थ हो सकता है। प्रथम, विशेष रूप से उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में सरकारी कर्ज के साथ केंद्रीय बैंकों के तुलन पत्र न केवल मौद्रिक नीति की विश्वसनीयता का मुद्दा उठाते हैं बल्कि वे यह भी दर्शाते हैं कि उन्हें बाजार जोखिमों के प्रति अरक्षित छोड़ दिया गया है, अर्थात् ब्याज दर जोखिम और ऋण जोखिम। ये पहलू मौद्रिक नीति की राह में संघर्ष खड़े कर सकते हैं। द्वितीय, विशेष रूप से उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में राजकोषीय और कर्ज धारणीयता मुद्दों का मौद्रिक नीति में महत्वपूर्ण निहितार्थ होता है और केंद्रीय बैंकों की विश्वसनीयता को अधिकांशतः राजकोषीय प्राधिकारियों के साथ समन्वय के उनके प्रकार के आधार पर निर्धारित किये जाने की संभावना होती है। यद्यपि संकट के दौरान केंद्रीय बैंक के तुलन पत्र का विस्तार परंपरागत उपायों की तुलना में अधिक प्रभावी सिद्ध हुआ था किन्तु उसे बाजार जोखिमों से संबंधित चिंताओं तथा आगे भविष्य में समर्थन के नैतिक संकट और निधीयन बाजारों के बहिर्गमन की संभावना के कारण दीर्घावधि के लिए प्रोत्साहित नहीं किया जाना चाहिए। वास्तव में, एक विशेष आस्ति वर्ग को समर्थन देने के लिए केंद्रीय बैंकों द्वारा तुलन पत्र विस्तार को एक राजकोषीय उपाय के रूप में प्रारंभ करना माना गया है। प्लोजर (2011) के अनुसार, "एक बार जब कोई केंद्रीय बैंक राजकोषीय नीति के संचालन का जोखिम उठाता है तो उस पर निजी क्षेत्र, वित्तीय बाजारों अथवा सरकार की ओर से उसके तुलन पत्र का उपयोग अन्य राजकोषीय निर्णयों के स्थानापन्न के रूप में करने के दबाव बढ़ेंगे। ये दबाव केंद्रीय बैंक के लिए मौद्रिक नीति के संचालन में उसकी स्वतंत्रता को क्षति पहुंचा सकते हैं और उसके द्वारा कीमत स्थिरता प्राप्त करने में मौद्रिक नीति की प्रभावोत्पादकता कम हो सकती है।" बी आई एस (2011) ने भी उस जोखिम की मुख्य-मुख्य बातें बताई हैं कि संकट के दौरान प्रारंभ किये परिचालनों को राजकोषीय नीति उपक्रमों को निधि प्रदान करने की मंशा के रूप में महसूस किया जा सकता है, उसके द्वारा केंद्रीय बैंक की स्वतंत्रता को हानि पहुंचा सकता है। मोहन्ती और टर्नर (2011), गग्नेन और हितेशवीगर (2011) और प्लोजर (2011)

(जारी...)

(...समाप्त)

राजकोषीय असफलताओं को हल करने के लिए उच्चतर मुद्रास्फीति निर्माण की नीति के रूप में सरकारी कर्ज के मुद्रिकरण की संभावना को हाइलाइट करते हैं। संकट के बाद की अवधि में, यह उपयुक्त होगा कि केंद्रीय बैंकों को - गैर-परंपरागत उपायों को वापस लेते हुए निकासी का उत्सव मनाना चाहिए। वस्तुतः, यू एस फेडरल और यूरोपीय केंद्रीय बैंक ने 2009 के आखिर में और 2010 के प्रारंभ में निकासी रणनीतियां अपनाने की अपनी मंशा व्यक्त कर दी थी। किन्तु, यूरो क्षेत्र में गहराते कर्ज संकट और यू एस में आर्थिक स्थितियों में गिरावट के कारण ऐसी रणनीतियां फिलहाल स्थगित रखी गई थी। वर्तमान वित्तीय और आर्थिक स्थितियों को देखते हुए केंद्रीय बैंकों के तुलन पत्र उपायों को समाप्त किया जाना कठिन प्रतीत होता है। इसके अलावा, केंद्रीय बैंक तुलन पत्र नीतियां उनकी प्रकृति से विनिर्दिष्ट बाजारों को ध्यान में रख कर बनाई जाती हैं और वहाँ विकृति का जोखिम है। परिणामस्वरूप, केंद्रीय बैंकों को अपने नीति उद्देश्यों को प्राप्त करने के विरुद्ध इन विकृतियों की लागत के बीच कठिन तालमेल का सामना करना पड़ सकता है। सरकारी बांडों की धारिता उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में केंद्रीय बैंकों के लिए शुभसूचक नहीं हो सकती है क्योंकि वह राजकोषीय प्राधिकारियों और कर्ज प्रबंधकों के साथ उनके भावी संबंधों को जटिल बना सकती है (मोहन्ती और टर्नर 2011)। इसके अतिरिक्त, विस्तारित तुलन पत्र विभिन्न जोखिमों के माध्यम से केंद्रीय बैंकों के लिए चुनौती प्रस्तुत कर रहे हैं। विश्वसनीय दीर्घवधि राजकोषीय समेकन योजना का अभाव मौद्रिक नीति के संचालन पर और दबाव डाल सकता है। विश्वसनीय राजकोषीय योजनाओं की अनुपस्थिति में, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में बढ़ती उम्र की समस्याओं के कारण सार्वजनिक कर्जों में वृद्धि जारी रह सकती है। उसके परिणाम के रूप में ब्याज दर में वृद्धि का जोखिम है। उसी समय, बढ़ती उम्र से भावी संवृद्धि में कमी हो सकती है, जिसकी वजह से आगे राजकोषीय और कर्ज निरंतरता की हानि हो सकती है। इसके लिए, अनेक उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में व्यय और राजस्व स्तरों के अनुसार बड़े नीति परिवर्तनों की आवश्यकता है, उस मामले में उन्हें अपने कर्ज को अधारणीय स्तरों तक बढ़ने से रोकना होगा। जब कि आर्थिक स्थितियों में गिरावट के कारण व्यय और कर वृद्धि में कटौती के लिए अधिक गुंजाइश नहीं हो सकती है, राजकोषीय समेकन के लिए एक मध्यावधि-विश्वसनीय योजना आवश्यक है। जब तक मुद्रास्फीति प्रत्याशाएं नियंत्रण में रहती हैं तब तक के लिए मौद्रिक नीति समंजनकारी रह सकती है। जैसे ही मुद्रास्फीति प्रत्याशा की प्रक्रिया बढ़ती है, केंद्रीय बैंक का नीति फोकस मौद्रिक नीति को कठोर बनाने की ओर अंतरित हो जाता है और तब केंद्रीय बैंक और सरकार के बीच अपने-अपने हित के लिए संघर्ष (कॉन्फ्लिक्ट ऑफ इंटरैस्ट) की स्थिति उत्पन्न हो सकती है।

हाल के वर्षों में मात्रात्मक सुलभता प्रारंभ की गई है और उन्नत देशों में उच्च स्तरों पर प्रत्याशित बाजार उधार मुद्रास्फीति के लिए उर्ध्वमुखी जोखिम आसन्न हैं जिनके लिए उच्चतर नीति दरों की आवश्यकता है। इससे, क्रमशः उच्च ब्याज दर वातावरण का निर्माण हो सकता है जो पहले से ही उच्च कर्ज तथा घटी हुई संवृद्धि स्थितियों का सामना कर रही उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के भविष्य के लिए शुभ नहीं होगा। इस प्रकार, मौद्रिक नीति की रचना और उसके कार्यान्वयन में राजकोषीय नीति और कर्ज प्रबंध निर्णयों की वर्धमान रूप से महत्वपूर्ण भूमिका होगी। इस संदर्भ में सेचेत्ती (2011) यह तर्क प्रस्तुत करता है “भविष्य में केंद्रीय बैंक की परिचालनगत क्रियाविधियां

अधिक साधनों और अधिक विकल्पों के साथ अधिक जटिल होगी। इसके अलावा, आने वाले वर्षों में, उन परिचालनगत क्रियाविधियों के लिए मौद्रिक नीति और राष्ट्रिक कर्ज प्रबंध की पारस्परिक क्रिया एक बहुत बड़ी चुनौती होगी। इसलिए ऐसे केंद्रीय बैंकों को अपनी मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन के समय कर्ज प्रबंधकों की गतिविधियों को साथ रखने की आवश्यकता होगी जो उच्च कर्ज भार वाली अर्थव्यवस्थाओं और ऐसी अर्थव्यवस्थाओं जिनमें उनके उच्च कर्ज भार के कारण कार्रवाई की गई हो, में स्थित हैं।” बढ़ते हुए कर्ज तथा विशेष रूप से सार्वजनिक क्षेत्र की राजकोषीय चिंताओं द्वारा प्रस्तुत चुनौतियों का सामना करने के लिए, केंद्रीय बैंकों की विश्वसनीयता के लिए, अंतर्राष्ट्रीय मौद्रिक नीति और सुधार समिति (2011) ने इस बात पर जोर दिया है कि एक ऐसी संप्रेषण रणनीति विकसित करने की आवश्यकता है जो राजकोषीय प्राधिकारियों से केंद्रीय बैंक की स्वतंत्रता के बारे में व्याप्त चिंताओं पर कार्यवाही करे। आगे बढ़ते हुए, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं को ऐसी विश्वसनीय मध्यावधि राजकोषीय समेकन योजनाएं तैयार करनी चाहिए जो राजकोषीय निरंतरता के साथ अल्पावधि संवृद्धि भंगुरता के बीच एक संतुलन सुनिश्चित कर सके, जब कि मौद्रिक नीति राजकोषीय समायोजन को समर्थन दे सकती है और मध्यावधि मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं के अच्छी तरह से स्थिर हो जाने तक समंजक बनी रह सकती है। केंद्रीय बैंकों की राजकोषीय प्राधिकारियों के साथ पारस्परिक क्रिया के मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं को स्थिर करने के लिए मौद्रिक नीति के निर्बाध संचालन के परिप्रेक्ष्य से ही महत्वपूर्ण होने की संभावना नहीं है बल्कि वित्तीय स्थिरता के परिप्रेक्ष्य में भी वह महत्वपूर्ण है। राजकोषीय प्राधिकारियों के साथ समन्वय की प्रक्रिया में, केंद्रीय बैंक की स्वायत्तता पर कोई समझौता नहीं होना चाहिए और इसलिए उसके लिए एक सुनिर्दिष्ट ढांचे की आवश्यकता है। संक्षेप में, उन्नत देशों में मौद्रिक नीति की भावी विश्वसनीयता इन पर आश्रित है (i) संकट के दौरान, पहले से ही खरीदी गई सरकारी कर्ज प्रतिभूतियों के संबंध में चिंताओं को किस प्रकार दूर किया जाता है और (ii) उन्नत देशों में भावी राजकोषीय योजनाओं की रूपरेखा किस प्रकार प्रस्तुत की जाती है, उनमें जी डी पी के प्रति सकल कर्ज अनुपात को सहने योग्य स्तरों तक घटाने के लिए एक समय-सीमा विनिर्दिष्ट की जानी चाहिए और मध्यावधि संवृद्धि संभावनाओं में जोड़ते हुए राजकोषीय नीति उपाय शामिल होने चाहिए। इन दोनों पहलुओं के लिए केंद्रीय बैंकों, राजकोषीय और कर्ज प्राधिकारियों को एक घनिष्ठ समन्वय दृष्टिकोण का अनुसरण करने की आवश्यकता होगी।

चयनित संदर्भ

सेचेत्ती, स्टीफन जी., एम. एस. मोहन्ती और फैब्रिजियो जामपोली (2011), “दिरीयल इफेक्ट्स ऑफ डेब्ट,” बी आइ एस वर्किंग पेपर नं. 352

प्लोजर, चार्ल्स। (2011), “सम ऑब्जर्वेशन्स ऑन फिजकल इंबेलेसेज एण्ड मॉनिटरी पॉलिसी” दि फिलेडेल्फिया फेड पॉलिसी फोरम ऑन “बजट्स ऑन दि ब्रिक: पर्सपेक्टिव्स ऑन डेब्ट एण्ड मॉनिटरी पॉलिसी,” फेडरल रिजर्व बैंक ऑफ फिलेडेल्फिया, दिसंबर 2

(अन्य संदर्भों के लिए, रिपोर्ट के अंत में अध्याय 2 की पूर्ण सूची देखें)

व्यवस्था के बिना भी बातचीत की गुंजाइश है। चरम् परिस्थितियों में (जिसे सार्जेंट्स “अनप्लेजेंट मोनेटरिस्ट अर्थमेटिक” के रूप में परिभाषित किया जा सकता है) संयुक्त रूप से निर्णय लेने की ओर परिवर्तन आवश्यक साबित हो सकता है। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में वैश्विक वित्तीय संकट के दौरान राजकोषीय और मौद्रिक नीतियों में समन्वय से सकल मांग को प्रोत्साहित करने के लिए इन दोनों नीतियों की संयुक्त कार्रवाइयों का महत्त्व प्रतिबिंबित होता है। दीर्घ अनुसंधान से इस बात पर सर्व सम्मति उभरी है कि मौद्रिक नीति और राजकोषीय नीति को अलग करने से वे नीति पारस्परिक क्रियाएं अनदेखी रह जाती हैं जो संतुलन निर्धारित करने के लिए महत्वपूर्ण हैं (डैविग और लीपर, 2009)।

सार्वजनिक नीति के एक महत्वपूर्ण उद्देश्य के रूप में उभरती हुई वित्तीय स्थिरता

2.111 संकट के बाद की अवधि में, आर्थिक नीति उद्देश्यों की क्रम-स्थिति में वित्तीय स्थिरता ने केंद्रीय स्थान पर कब्जा जमा लिया है, विशेष रूप से संकट से प्राप्त इस प्रमुख पाठ के बाद कि वित्तीय स्थिरता को कीमत स्थिरता और समष्टि आर्थिक स्थिरता के वातावरण में भी जोखिम में डाला जा सकता है। वैश्विक वित्तीय और आर्थिक संकट के उत्पत्ति ग्रंथ ने दर्शाया है कि कीमत स्थिरता और समष्टि आर्थिक स्थिरता की विस्तारित अवधियां नीति निर्माताओं को पेट के सबसे मुलायम भाग में मदमस्त पड़ी हुई वित्तीय अस्थिरता के प्रति अंधा बना सकती हैं। यह सुस्पष्ट हो गया है कि मौद्रिक और राजकोषीय नीतियों पर समन्वय के अतिरिक्त सरकार और केंद्रीय बैंक को भी इसी तरह वित्तीय क्षेत्र संबंधी मामलों पर समन्वय की आवश्यकता है। इसके विपरीत संकट से पूर्व की अवधि में, नीति निर्माता-मौद्रिक प्राधिकारी और सरकार ने वित्तीय क्षेत्र में प्रकट घटनाओं के प्रति समन्वित विधि से प्रभावी तौर पर कभी भी अनुक्रिया नहीं की क्योंकि वित्तीय स्थिरता को केंद्रीय बैंकों के डोमेन पर एक विषय के रूप में लिया जाता था।

2.112 संकट से प्राप्त पाठ ने एक सशक्त वाद-विवाद को जन्म दिया है कि क्या वित्तीय स्थिरता को केंद्रीय बैंकों का एक सुस्पष्ट अधिदेश बना दिया जाना चाहिए। अगस्त 2007 से पूर्व, अधिकांश केंद्रीय बैंकों ने औपचारिक अथवा अनौपचारिक रूप से अपने अधिदेश में मौद्रिक नीति को सुस्पष्ट अधिदेश में सेट करने के साथ ही वित्तीय स्थिरता को भी शामिल कर लिया है। द्वितीय विश्वयुद्ध के पश्चात् इस विषय पर वाद-विवाद था कि क्या केंद्रीय बैंक प्रणालीगत वित्तीय

स्थिरता के प्रभारी होंगे, और यदि नहीं तो प्रणालीगत विनियामक के साथ उसके संबंध को किस प्रकार परिभाषित किया जा सकता है। केंद्रीय बैंकों को यह जिम्मेदारी सौंपे जाने के पक्ष में एक तर्क यह दिया जा रहा था कि वित्तीय स्थिरता उद्देश्य को प्राप्त करने के लिए वे उपयुक्त विकल्प हैं क्योंकि अनेक अर्थव्यवस्थाओं में वे बैंकिंग क्षेत्र विनियामक थे और उन्होंने अंतिम ऋण दाता (एल ओ एल आर) की भूमिका निभाई थी। इस संकट से सभी देशों में विनियामक प्रणालियों में कुछ स्पष्ट कमियाँ और असंगतियाँ (सामने आई) तथा वित्तीय विनियम और पर्यवेक्षण में स्पष्ट रूप से अपने-अपने हितों का संघर्ष उजागर हुआ है।

2.113 अब यह वर्धमान रूप से मान लिया गया है कि विनियामक संरचना की अनपेक्षा, वित्तीय स्थिरता के संरक्षण के लिए विनियामकों के मध्य और विनियामकों तथा सरकारों के बीच समन्वय की आवश्यकता है। अधिकांश अधिकार क्षेत्रों में संकट के बाद विनियामकों के मध्य उत्तरदायित्वों तथा अधिदेशों के अंतरण (शिफ्टिंग) पर फोकस रहा है। दि फाइनेंशियल स्टेबिलिटी ओवर साइट कौंसिल, जो यू एस में बनाई गई है, फेड के विनियामक और पर्यवेक्षी ढांचे, दि बैंकिंग इश्योरेंस ओवरसाइट, दि सिक्वोरिटीज एण्ड एक्सचेंज कमीशन इत्यादि के विभिन्न तत्वों को एक साथ प्रस्तुत करती है। इस प्रकार का एक प्रणालीगत जोखिम बोर्ड यूरो क्षेत्र में भी बनाया गया है। भारत में दिसंबर 2010 में वित्तीय स्थिरता और विकास परिषद (एफ एस डी सी) की स्थापना की गई थी, जिसका उद्देश्य वित्तीय स्थिरता, वित्तीय क्षेत्र विकास और अन्तर विनियामक समन्वय बनाए रखने के लिए एक तंत्र को मजबूत बनाने तथा उन्हें सांस्थानिक स्वरूप प्रदान करने हेतु एक निकाय की स्थापना करना है। इस प्रकार की परिषदें समष्टि विवेकपूर्ण विनियम और व्यष्टि विवेकपूर्ण पर्यवेक्षण के लिए उत्तरदायित्वों के विशिष्ट संयोजन को संभाल सकती हैं तथा वित्तीय प्रणाली की सुरक्षा के लिए उच्च विवेकपूर्ण मानदंडों हेतु सिफारिशें कर सकती हैं (बॉक्स II.2)

2.114 प्रणालीगत जोखिम बोर्डों का निर्माण भी समष्टि विवेकपूर्ण निगरानी के कार्य के लिए सांस्थानिक व्यवस्थाओं का निर्माण किये जाने के बराबर है, ताकि केंद्रीय बैंक मौद्रिक नीति निर्माण पर फोकस कर सकते हैं। भारत सहित ई एम डी ई के देशों ने ब्याज दर नीति की संपूर्ति के लिए तथा कारोबार चक्र पर वित्तीय स्थिरता के संरक्षण के लिए समष्टि विवेकपूर्ण साधनों के अभिनियोजन का प्रयोग कर लिया है। संकट पूर्व के चरण में समष्टि विवेकपूर्ण विनियम को व्यवहार में लाने की जिम्मेवारी केंद्रीय बैंक के पास निहित थी। संकट के बाद,

बॉक्स II.2

संकट के बाद की अवधि में वित्तीय स्थिरता व्यवस्था

विभिन्न देशों में संकट के बाद, वित्तीय स्थिरता के लिए शासन व्यवस्थाओं में प्रमुख सुधार लाने की प्रवृत्ति दिन-ब-दिन बढ़ती जा रही है। यू एस में डॉडफ्रैंक वॉल स्ट्रीट रिफॉर्म और कंज्यूमर प्रोटेक्शन एक्ट का कार्यान्वयन जुलाई 2010 में किया गया था। यूरोपीय संघ (ई यू) में, यूरोपीय पार्लियामेंट ने व्यक्ति-और समष्टि दोनों ही विवेकपूर्ण क्षेत्रों में नई शासन व्यवस्थाओं के संबंध में सितंबर 2010 में कानून लागू किया था। फ्रांस और आयरलैंड ने भी अपनी पर्यवेक्षण व्यवस्थाएं क्रमशः मार्च और अक्टूबर 2010 में पुनः तैयार की थी, और मैक्सिको ने जुलाई 2010 में एक नया अंतर-एजेंसी ढांचा प्रारंभ किया था।

यू एस में डॉड-फ्रैंक अधिनियम के अंतर्गत राजकोष सचिव की अध्यक्षता में और, केंद्रीय बैंक तथा समस्त विनियामक एजेंसियों के प्रधानों की सदस्यता के साथ फाइनेंशियल स्टैबिलिटी ओवरसाइट कौंसिल (एफ एस ओ सी) का निर्माण किया गया। एफ एस ओ सी के पास नियम लिखने वाले अथवा प्रवर्तन प्राधिकारी नहीं हैं किन्तु उसके पास अनुशंसा करने की शक्तियां हैं, और कुछ मामलों में सदस्य एजेंसियों द्वारा कार्रवाई की जाने की अपेक्षा करने की शक्तियां हैं। इस अधिनियम के अंतर्गत फेड को पर्यवेक्षण का कार्य सौंपते हुए न केवल सभी बैंकों का पर्यवेक्षण करने की शक्तियां प्रदान की गई हैं बल्कि उन्हें ऐसे गैर-बैंकों के पर्यवेक्षण का भी अधिकार दिया गया है जो वित्तीय स्थिरता के लिए खतरा उपस्थित करते हैं। फेड को भुगतान, समाशोधन तथा निपटान प्रणाली का निरीक्षण करने के भी अधिकार दिये गये हैं।

ई. यू में अपना राष्ट्रीय आधार बरकरार रखते हुए व्यक्ति विवेकपूर्ण पर्यवेक्षण के लिए समन्वय को सुदृढ़ करने की मंशा से नया कानून लागू किया गया है। इसके अंतर्गत समष्टि विवेकपूर्ण-नीति के लिए एक केंद्रीकृत ढांचा भी बनाया गया है। व्यक्ति विवेकपूर्ण नीति के संबंध में वर्तमान परामर्शदात्री समितियों के स्थान पर तीन नये यूरोपीय पर्यवेक्षी प्राधिकरण (ई एस ए) आ गये हैं और उनके मध्य सहयोग को बढ़ावा देने के लिए एक संयुक्त समिति का निर्माण किया गया था। समष्टि विवेकपूर्ण पर्यवेक्षण के संबंध में, वित्तीय प्रणाली और अधिकतर समष्टि आर्थिक ढांचे में तथा वित्तीय प्रणाली के भीतर की गतिविधियों से स्थिरता के लिए उत्पन्न प्रणालीगत जोखिमों को रोकने अथवा उन्हें कम करने में योगदान देने के लिए मई 2012 में यूरोपीय प्रणालीगत जोखिम बोर्ड (ई एस आर बी) का निर्माण किया गया था। ई एस आर बी का किसी नीति उपकरण पर प्रत्यक्ष प्राधिकार नहीं है, किंतु उसे संबंधित उपकरणों को काम में लाने वाले प्राधिकारियों को सिफारिशें तथा प्रणालीगत जोखिमों के संबंध में जोखिम चेतावनी जारी करने की शक्ति प्राप्त है। ऐसी सिफारिशें जिनके साथ “कार्रवाई अथवा स्पष्टीकरण” के उत्तरदायित्व होते हैं उन्हें कतिपय परिस्थितियों के अंतर्गत जनता के सामने लाया जा सकता है। ई सी बी का अध्यक्ष ई एस आर बी का चेयरमैन होता है तथा उसमें 27 सदस्य राज्यों के केंद्रीय बैंक गवर्नर, तीन ई एस ए के अध्यक्ष और यूरोपीय कमीशन (ई सी) से एक प्रतिनिधि सदस्य होते हैं। आर्थिक और वित्तीय समिति (ई एफ सी) के अध्यक्ष वित्तीय मंत्रालय का प्रतिनिधित्व करते हुए एक प्रेक्षक के रूप में बैठक में भाग लेते हैं।

ई यू वित्तीय स्थिरता रक्षोपाय की दृष्टि से सदस्य राज्यों को वित्तीय सहायता उपलब्ध कराने के लिए 7 जून, 2010 को यूरोपीय वित्तीय स्थिरता सुविधा

(ई एफ एस एफ) बनाई गई थी। अधिकतम 500 बिलियन की उधार क्षमता के साथ यूरो मंडल (जोन) के लिए स्थायी सुरक्षात्मक उपाय (फायरवाल) के रूप में 8 अक्टूबर 2012 को यूरोपीय स्थिरता प्रक्रिया (ई एस एम) प्रारंभ की गई थी।

ई सी बी को उनका सामान्य बैंक पर्यवेक्षक बनाने की ई यू वित्त मंत्री की सहमति के साथ ही 13 दिसंबर 2012 को यूरोप ने बैंकिंग यूनियन की ओर अपना प्रथम बड़ा कदम उठाया। ई सी बी द्वारा 2014 के प्रारंभ से 200 की संख्या तक के यूरो क्षेत्र उधारकर्ताओं का प्रत्यक्ष पर्यवेक्षण किये जाने की आशा है।

यू के में व्यक्ति विवेकपूर्ण के अलावा समष्टि विवेकपूर्ण विनियमों के लिए संस्थागत व्यवस्था के अनुसार एक दृष्टांत अंतरण चालू है। सरकार ने ऐसी योजनाओं की घोषणा की है जो 2012 में स्थान लेनी चाहिए (i) विवेकपूर्ण निरीक्षण की जिम्मेवारी वित्तीय सेवा प्राधिकरण (एफ एस ए) से अंतरित करके बैंक ऑफ इंग्लैंड के अंतर्गत नये विवेकपूर्ण विनियमन प्राधिकरण (पी आर ए) को सौंपा जाना, और (ii) “आर्थिक और वित्तीय स्थिरता के लिए संभावित खतरे वाले समष्टि मुद्दों की निगरानी” के लिए बैंक ऑफ इंग्लैंड के भीतर एक वित्तीय नीति समिति (एफ पी सी) की स्थापना किया जाना। उक्त समिति में राजकोष, अन्य विनियामकों के प्रतिनिधि और राजकोष द्वारा नियुक्त बाह्य सदस्य शामिल होंगे। यह समिति संकट में कार्रवाई के समन्वय का नेतृत्व करेगी।

फ्रांस और आस्ट्रेलिया जैसे देशों के बीच वित्तीय पर्यवेक्षण के समन्वय का कार्य केंद्रीय बैंक के गवर्नर को सौंपा गया है। भारत में, नयी वित्तीय स्थिरता और विकास परिषद् (एफ एस डी सी) के अध्यक्ष वित्त मंत्री हैं।

इस चरण पर, किसी विशेष मॉडल के लिए स्पष्ट मत नहीं है, किन्तु देश विशेष की परिस्थितियों पर निर्भर करते हुए प्रणाली-स्तर पर्यवेक्षण के लिए भिन्न संस्थागत ढांचे विकसित किये जा रहे हैं। फिर भी, एक सामान्य रुख यह उभर रहा है कि प्रभावोत्पादकता और जवाबदेही के परिप्रेक्ष्य में तथा संकट को रोकने एवं उसे नियंत्रित करने के लिए जहाँ वित्तीय स्थिरता बनाए रखने में वित्तीय क्षेत्र विनियामकों और राष्ट्रिक की संयुक्त भूमिका है, वित्तीय स्थिरता के लिए कार्यपालक जिम्मेवारी एक ही संस्था पर होगी। प्रणालीगत निरीक्षण और विवेकपूर्ण विनियम, दोनों उत्तरदायित्वों के साथ उक्त एकल संस्था बनने के लिए केंद्रीय बैंक सर्वोत्तम स्थिति में है। इसके अलावा, केंद्रीय बैंक, अन्य विनियामकों और सरकार को शामिल करते हुए एक कॉलेजियल व्यवस्था की स्थापना की जाएगी, जिसकी संयुक्त रूप से वित्तीय स्थिरता के प्रति खतरों का पता लगाने की जिम्मेवारी होगी।

अंतर्राष्ट्रीय फोरम पर, प्रणालीगत जोखिम बोर्डों का एक वैश्विक समकक्ष स्थापित करने की संभावना का परीक्षण किया जा रहा है किन्तु इस बात पर अनिश्चितता बनी हुई है कि उसे कैसे स्थापित किया जाए। यह बिल्कुल स्पष्ट है कि इसमें उन मुद्दों पर सावधानीपूर्वक विचार करने की आवश्यकता होगी जो विरोधात्मक झटकों का प्रयास करेंगे। विशेष रूप से, देश-विनिर्दिष्ट अनुकूलन के संदर्भ में ऐसे व्यावहारिक सोच-विचार जिनमें लचीलेपन की आवश्यकता होती है, वैश्विक स्थिरता और राष्ट्रीय राष्ट्रिकता के हितों का संतुलन करने संबंधी मुद्दे खास हैं।

एक समष्टि विवेकपूर्ण नीति ढांचे के विकास उसका उद्देश्य और क्षेत्र, उसकी शक्ति के सेट और उपकरण तथा अन्य अभिशासन निर्धारित किये जाने पर काफी अधिक प्रयास किये जा रहे हैं।

राजकोषीय समेकन, वित्तीय पुनः संरचना, संवृद्धि पुनः प्रवर्तन की अल्पावधि-से-मध्यावधि चुनौतियों को पूरा करने में कठिन नीति तालमेल

2.115 हाल के वित्तीय संकट ने मौद्रिक और राजकोषीय नीतियों की सापेक्ष प्रभावोत्पादकता के संबंध में वाद-विवाद को फिर से जीवित कर दिया है। शून्य के आसपास पहुँची ब्याज दरों और नियंत्रित परंपरागत मौद्रिक नीति के साथ, राजकोषीय नीति आर्थिक गतिविधि को बढ़ाने में संभाव्य रूप से इतनी अधिक प्रभावी पाई गई थी कि जितनी वो सामान्यतया नहीं होती। यद्यपि संकट के दौरान मौद्रिक नीति के गैर-परंपरागत उपकरणों को प्रयुक्त किया गया था, वित्तीय स्थितियों को सरल बनाने के अभूतपूर्व तरीकों से केंद्रीय बैंक के तुलन पत्रों में पूर्ण रूप से बदलाव आ गया था, जिसके द्वारा सामान्य राजकोषीय प्रशासनों की तुलना में संभाव्य रूप से बृहत शाखा विस्तारों के साथ केंद्रीय बैंकों द्वारा वित्तीय प्रणाली पर जोखिमों को अवशोषित कर लिया गया है।

2.116 ब्याज दरों के निम्न स्तरों पर रहने के साथ, संकट से पहले भी मौद्रिक नीति को चुनौती का सामना करना पड़ा। किन्तु अब, जब राष्ट्रिक कीमत-लागत अंतर उच्च है, कारोबारियों और परिवारों द्वारा चुकायी गई दरों को कम करने की मौद्रिक नीति की योग्यता आगे और सीमित होती जा रही है। जिस सीमा तक उच्च सार्वजनिक कर्ज से भावी ब्याज दरों के बारे में अनिश्चितता बढ़ती है, जब सार्वजनिक ऋण/जी डी पी अनुपात में वृद्धि होती है, राजकोषीय-मौद्रिक फीडबैक्स मजबूत होने की संभावना रहती है। ऐसी स्थिति में गैर-परंपरागत मौद्रिक नीतियां अधिक संभाव्य विकल्प प्रतीत होती हैं। इस प्रकार की रणनीति की सफलता, यद्यपि इस बार पर निर्भर करेगी कि मौद्रिक नीति और कर्ज प्रबंध नीति व्यवहार में कितनी अच्छी तरह से समन्वित है (मोहंती और टर्नर, 2011)।

2.117 आयरलैंड, पुर्तगाल और युनान में विकास द्वारा चिह्नित, यूरोप में राष्ट्रिक कर्ज संकट के दौरान राजकोषीय और मौद्रिक नीतियों के बीच पारस्परिक क्रिया सुस्पष्ट हो गई। राष्ट्रीय और ई यू स्तर पर शुरू किये गये काफी अधिक नीति प्रयासों के बावजूद, संकट से न केवल वैश्विक वसूली के लिए खतरा उत्पन्न हुआ बल्कि

यूरो के अस्तित्व के लिए भी ठीक वैसा ही हुआ। दौर की एक श्रृंखला (मई 2010, फरवरी 2011, जुलाई 21, 2011, अक्टूबर 26, 2011, दिसंबर 9, 2011 और जून 28-29, 2012) के माध्यम से प्रमुख नीति पैकेजों की घोषणा की गई है। उक्त संकट ने मौद्रिक और राजकोषीय नीतियों के संचालन के लिए संस्थागत व्यवस्थाओं के महत्व को काफी बढ़ा दिया है। यूरो प्रणाली जैसे मौद्रिक संघों में सदस्य देश स्वतंत्र राजकोषीय नीतियों का अनुसरण करते हैं किन्तु आवश्यक समायोजन करने के लिए विनिमय दर अथवा मौद्रिक नीति लीवर्स का सहारा नहीं लेते हैं। इससे सदस्य देशों द्वारा उनकी सामूहिक मौद्रिक नीति की स्वतंत्रता और विश्वसनीयता सुनिश्चित करने के लिए सुदृढ़ और विश्वसनीय राजकोषीय नीतियों का महत्व रेखांकित होता है।

2.118 सदस्य देशों में राजकोषीय अनुशासन के अभाव के कारण इस बात का खतरा है कि मौद्रिक नीति व्यक्तिगत सदस्यों की राजकोषीय ज्यादतियों की बंधक बन जाएगी। 9 दिसंबर 2011 की यूरोपीय कौंसिल की बैठक ने अंदर ही अंदर नये राजकोषीय नियम के साथ एक राजकोषीय स्थिरता यूनियन के लिए मार्ग प्रशस्त कर दिया। आर्थिक और मौद्रिक यूनियन में स्थिरता, समन्वय और अभिशासन संबंधी संधि-जिसे “राजकोषीय समझौता” के नाम से अधिक जाना जाता है- पर 25 ई यू सदस्य राज्यों के नेताओं द्वारा 2 मार्च 2012 को हस्ताक्षर किये गये थे, 1 जनवरी 2013 से लागू हुआ। भविष्य में सरकार के बजट संतुलित अथवा अधिशेष होंगे और वे अनिवार्य रूप से ई यू के स्थिरता और संवृद्धि पैकट (एस जी पी) में दी गई परिभाषा के अनुसार देश विनिर्दिष्ट मध्यावधि बजटीय उद्देश्य के अनुरूप भी होने चाहिए और यह अपेक्षा 1 जनवरी 2014 तक राष्ट्रीय विधान में भी अंतरित हो जाएगी। संतुलित बजट नियम से विचलन की स्थिति में एक स्वचालित सुधार तंत्र प्रेरित हो जाएगा। इसके अलावा, भविष्य में यूरो क्षेत्र सदस्यों द्वारा बनाये गये सभी आर्थिक नीति सुधारों पर संयुक्त रूप से चर्चा की जाएगी तथा उन्हें समाभिरूपता तथा प्रतियोगी विषयों के लिए समन्वित किया जाएगा ताकि यूरोपीय कौंसिल की एक वर्ष में दो बार आयोजित की जाने वाली बैठकों में नये यूरो क्षेत्र शिखर सम्मेलनों में सर्वश्रेष्ठ प्रथा के लिए बेंचमार्क स्थापित किये जा सकें। यह भी प्रस्तावित किया गया है कि ई एफ एस एफ तथा ई एस एम के माध्यम से वित्तीय सहायता प्राप्त करने वाले देशों पर तथा वित्तीय अस्थिरता के गंभीर जौखिम वाले देशों पर भी निगरानी व्यवस्था सुदृढ़ की जानी चाहिए। यूरो क्षेत्र सदस्य राज्यों में एकल पर्यवेक्षी व्यवस्था, राजकोषीय समझौते

के अनुसमर्थन के साथ प्रगति और आगे के ढांचागत सुधारों पर चल रहे कार्यों सहित ई एफ एस एफ/ ई एस एम की भूमिका के पास यूरो क्षेत्र के भविष्य की कुंजी है।

V. समापन टिप्पणी

2.119 ऊपर यथा विश्लेषित सभी देशों में समष्टि आर्थिक सिद्धांत के विकास तथा राजकोषीय मौद्रिक समन्वय से यह संकेत मिलता है कि समष्टि आर्थिक सिद्धांत ने व्यवहार में काफी हद तक राजकोषीय मौद्रिक समन्वय को प्रभावित किया है। समष्टि आर्थिक सिद्धांत के विकास ने समष्टि आर्थिक उद्देश्यों की प्राप्ति के लिए आर्थिक नीति की दोनों भुजाओं के बीच समन्वय की आवश्यकता को रेखांकित किया है। हालांकि भारी महामंदी के बाद से विभिन्न चरणों के माध्यम से राजकोषीय मौद्रिक अंतरापृष्ठ की प्रकृति से राजकोषीय प्रभुत्व और मौद्रिक प्रभुत्व की चरम स्थितियों के बीच स्विचिंग विकसित हो गयी है। नीति प्रभुत्व शासन प्रणाली के बावजूद, साहित्य राजकोषीय और मौद्रिक प्राधिकारियों के बीच समन्वय की आवश्यकता की ओर ध्यान आकर्षित करता है। व्याख्यात्मक रूप से, राजकोषीय प्रभुत्व के अंतर्गत, मौद्रिक नीति राजकोषीय अपव्यय से उभरने वाले मुद्रास्फीतिकारक दबावों का सामना करने के लिए उपकरण स्वतंत्रता खो देती है। दूसरी ओर, उस स्थिति में भी जब केंद्रीय बैंक सरकारी धाटों के मुद्रीकरण के लिए बाध्य नहीं होते हैं, केंद्रीय बैंक और सरकार के बीच सैद्धांतिक रूप से हित संघर्ष से भी इन्कार नहीं किया जा सकता है, यदि घाटे के स्तर स्वतंत्र रूप से सेट हो जाते हैं। साहित्य इस संबंध में बहुत सारे प्रमाण देता है कि जब राजकोषीय और मौद्रिक, दोनों ही नीतियां समन्वित होती हैं, समष्टि आर्थिक परिणाम बेहतर निकलते हैं।

2.120 राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय के सैद्धान्तिक विकास से ऐतिहासिक अनिवार्यताओं और देश की परिस्थितियों के साथ सामंजस्य में उनके केंद्रीय बैंकों तथा सरकारों के बीच संस्थागत व्यवस्था विकसित करने के लिए उन्नत और उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं, दोनों के लिए मूल्यवान मार्गदर्शन प्राप्त हुआ। 1990 के वर्षों के दौरान या तो यू के, जापान और कुछ अन्य उन्नत देशों में सुस्पष्ट रूप से अथवा यू एस जैसे देश में अस्पष्ट रूप से कीमत स्थिरता पर बल दिये जाने के बीच नीति समन्वय व्यवस्था में सुधार हुआ। किन्तु, अल्पावधि उत्पादन हानि प्रतिफल के समाधान हेतु नीति ढांचा लचीला बना रहा। 1999 में ई एम यू के निर्माण से राष्ट्रीय प्राधिकारियों द्वारा पालन की जा रही विकेंद्रीकृत राजकोषीय

नीतियों के साथ एक सामान्य मौद्रिक नीति के समन्वय के रूप में नयी चुनौतियां पैदा हो गयी। यद्यपि राजकोषीय मौद्रिक समन्वय पर एस जी पी के अंतर्गत सांविधिक रूप से बल दिया गया था, अनुभव यह दर्शाता है कि निर्धारित सीमाओं का दृढ़ता से पालन किये बिना राजकोषीय नीतियों का अनुसरण करने के लिए क्रियाविधि संबंधी अधिदेशों ने सदस्य देशों को लचीलापन प्रदान किया। संकट से पूर्व की अवधि के दौरान के राजकोषीय अपव्यय के अप्रत्यक्ष प्रभाव वैश्विक वित्तीय संकट के दौरान आवर्धित हो गये और उनसे यूरो क्षेत्र के कुछ सदस्य देशों में कर्ज की स्थिति अधारणीय स्तरों पर पहुँच गई।

2.121 ई एम डी ई का अनुभव यह दर्शाता है कि राजकोषीय नीतियों की प्रवृत्ति विकास संबंधी चिंताओं को प्रतिबिंबित करते हुए प्रभावी होती है, जब कि केंद्रीय बैंकों में उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में स्वायत्तता का अभाव होता है। सभी ई एम डी ई देशों के अनुभव भिन्न रहे हैं। समग्र अनुभव यह दर्शाता है कि मध्य 1990 के वर्षों के मध्य से राजकोषीय नियम अपनाने वाले देशों की संख्या में वृद्धि हो रही है। ये नियम घाटों और/अथवा कर्ज को सीमित करते हैं तथा केंद्रीय बैंकों द्वारा कर्ज के प्राथमिक वित्तपोषण का निषेध करते हैं। इस प्रयास का एक परिणाम यह रहा है कि केंद्रीय बैंकों ने सापेक्ष रूप से अपने आपको इस बात के लिए स्वतंत्र पाया है कि वे स्वतंत्र रूप से मौद्रिक नीति का संचालन कर सकें, केवल राजकोषीय अनिवार्यताओं से ही स्वतंत्र नहीं बल्कि एक पूर्वानुमान योग्य राजकोषीय ढांचे में भी। बृहत नियंत्रण की विशेषता के साथ सुदृढ़ संवृद्धि सहित कीमत स्थिरता के वातावरण में मौद्रिक नीति को राजकोषीय नीति के प्रभुत्व से स्वतंत्रता की गुणवत्ता के समर्थन के रूप में पाया गया।

2.122 संकट के परिणामस्वरूप मौद्रिक नीति पर राजकोषीय प्रभुत्व के बारे में आशंकाएं पुनः उभर कर सामने आ गईं। संकट द्वारा आवश्यक रूप से असाधारण राजकोषीय विस्तार के बारे में व्यापक रूप से चिन्ताओं के प्रति सहभागिता है और इस बात को लेकर चिन्ताएं हैं कि कब और कितने समय बाद इस स्थिति में परिवर्तन होगा। किन्तु, बड़ी चिन्ता संकट संबंधी चक्रीय घाटों के बारे में नहीं है बल्कि उससे भी कहीं अधिक चिन्ता अधिकांश उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में अस्पष्ट रूप से बड़े पैमाने पर ढांचागत राजकोषीय घाटों के बारे में है। वर्तमान अनुमान यह दर्शाता है कि बुजुर्ग होती हुई जनसंख्या और सिकुड़ते कार्यबल के कारण घनी देश अपने सामाजिक सुरक्षा भुगतान दायित्वों में तीव्र वृद्धि पाएंगे और यह कि इन प्रतिबद्धताओं

के वित्तपोषण के लिए उन्हें साल-दर-साल काफी अधिक राशि उधार लेने की आवश्यकता होगी। इस प्रकार के मामले में, मध्यावधि के अंदर राजकोषीय अनिवार्यताओं द्वारा मौद्रिक स्वतंत्रता सीमित बनी रहेगी। इस बात पर व्यापक सहमति है कि विशेष रूप से उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में, मौद्रिक नीति के निर्बाध संचालन को सुलभ बनाने के लिए सार्वजनिक कर्ज स्तरों को धारणीय सीमाओं तक घटाना होगा, हालांकि ई एम डी ई देशों को भी, बढ़ती हुई वैश्विक अनिश्चितताओं के कारण अपने सार्वजनिक कर्ज संविभागों की आघात सहनीयता में और भी वृद्धि करने की आवश्यकता होगी।

2.123 प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति नगण्य ब्याज दर सीमा के कारण दबाव में है। राजकोषीय नीति कार्रवाई के लिए स्थान अधिकांशतः समाप्त हो गया है। उच्च उत्पादन अंतराल, उच्च बेरोजगारी स्तरों, कमजोर राष्ट्रिक तुलन पत्रों और स्थिर-मरणासन्न रीयल इस्टेट बाजारों, विशेष रूप से कुछ यूरो क्षेत्र अर्थव्यवस्थाओं में, की दृष्टि से मजबूत राजकोषीय नियमों और संस्थाओं द्वारा

समर्थित राजकोषीय समेकन योजनाओं तथा हकदारी सुधारों को अपनाते हुए राजकोषीय स्थितियों को धारणीय मध्यावधि पथ पर रखे जाने की आवश्यकता है। राष्ट्रिक कर्ज संकट तथा संवृद्धि भी एक दूसरे पर प्रतिकूल प्रभाव डालते हुए संवृद्धि बनाम मितव्ययिता वाद-विवाद पैदा कर रहे हैं। संवृद्धि और कर्ज धारणीयता सुरक्षित रखने के लिए अल्पावधि के अतिरिक्त मध्यावधि सुधारों को भी नीति कार्रवाई में शामिल किया जाना चाहिए। एक ओर, अर्थव्यवस्था के लिए खराब दृष्टिकोण के कारण कर्ज की स्थिति बिगड़ती जा रही है। यूरो क्षेत्र में 2012 में वार्षिक जी डी पी 0.4 प्रतिशत संकुचित होने का अनुमान है, और 2013 में 0.2 प्रतिशत संकुचन के साथ यह स्थिति जारी रहेगी, जब कि संवृद्धि अंतर का बना रहना भी जारी रहेगा। दूसरी ओर, राजकोषीय समेकन दबावों के कारण अल्पावधि संवृद्धि की संभावनाएं न्यूनतर होने का अनुमान है। समेकन के दबाव के साथ, संरचनात्मक सुधारों पर ध्यान केंद्रित करते हुए संवृद्धि के नये स्रोतों का पता लगाने की आवश्यकता होगी।