

ऐतिहासिक रूप से, आर्थिक संकटों/आघातों ने राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय के लिए मूल्यवान पाठ प्रदान किये हैं। 2008 के वैश्विक वित्तीय संकट ने संबद्धता में स्फीतिकारक राजकोषीय और मौद्रिक नीतियों का आह्वान किया। संकट के बाद का मूल्यांकन यह सुझाव देता है कि राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय के संदर्भ में संवृद्धि और कीमत स्थिरता के अलावा, वित्तीय स्थिरता को एक अलग उद्देश्य के रूप में लेने की आवश्यकता है, जब कि वास्तविक अर्थव्यवस्था पर वित्तीय क्षेत्र से सम्बद्ध जोखिमों का अंतर्जात रूप से विश्लेषण करना होगा। संकट के पश्चात् की अन्य चुनौतियों में वित्तीय स्थिरता नीति में केंद्रीय बैंकों की प्राथमिक संलग्नता शामिल है जो कीमत स्थिरता की उनकी मुख्य जिम्मेवारी के अतिरिक्त है, इसके अलावा वित्तीय स्थिरता मुद्दों पर विचार करने के लिए सरकारों और अन्य प्राधिकारियों तथा केंद्रीय बैंकों, के बीच बृहत् सक्रिय पारस्परिक क्रिया, राष्ट्रिक कर्ज संबंधी प्रतिष्ठानों से नकारात्मक प्रतिसूचना के जोखिम, अंतर्राष्ट्रीय स्तर पर संकलित मांग और बृहत् राजकोषीय मौद्रिक समन्वय की विफलता से बचने के लिए राजकोषीय सुदृढीकरण का अंशांकन जैसी चुनौतियां हैं। भारत में, जहाँ स्वतः मुद्राकरण को रोकने और प्राथमिक सरकारी प्रतिभूति बाजार में रिजर्व बैंक की सहभागिता को बंद करने से राजकोषीय प्रभुत्व की मात्रा में कमी हुई है हालांकि वहीं चलनिधि प्रबंध के उद्देश्य द्वारा अधिकांशतः प्रेरित रिजर्व बैंक की खुला बाजार खरीद का परिणाम कभी कभी घाटे के वास्तविक मुद्राकरण के रूप में होता है। राजकोषीय घाटों के पश्च-संकट उछाल के परिणामस्वरूप, जिसने भारत में संकट पूर्व नियम-बद्ध चरण के दौरान निर्मित कुशन को उधेड़ दिया था, पुनः राजकोषीय सुदृढीकरण के विश्वसनीय पथ पर लौटने के लिए एक टिकाऊ विधि से सरकारी वित्त में ढांचागत दबावों का समाधान करने की आवश्यकता होगी। इससे आगे बढ़ते हुए, विशेष रूप से संवृद्धि कीमत स्थिरता और वित्तीय स्थिरता के आसन्न उद्देश्यों को पूरा करने में एक ऐसे ढांचे में बृहत् राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय वांछित है जहाँ केंद्रीय बैंक की स्वायत्तता के साथ कोई समझौता न करना पड़े।

6.1 अंतर्राष्ट्रीय और भारतीय अनुभवों का विश्लेषण यह दर्शाता है कि समष्टि आर्थिक कल्याण में सुधार करने के लिए राजकोषीय और मौद्रिक नीतियों में सभी समय समन्वय की आवश्यकता है, यद्यपि समन्वय का स्वरूप आर्थिक संकट/आघात के भिन्न-भिन्न एपीसोड्स के दौरान भिन्न भिन्न होता है। 2008 में वैश्विक वित्तीय द्रवीकरण ने इस प्रचलित दृष्टिकोण को चुनौती दी है कि अर्थव्यवस्था को अल्पावधि में स्थिर बनाने के लिए मौद्रिक नीति का इस्तेमाल किया जाना चाहिए, जब कि राजकोषीय नीति का इस्तेमाल आय-वितरण संबंधी चिंताओं का निवारण करने तथा दीर्घावधि संवृद्धि के आधार की स्थापना के लिए किया जाना चाहिए। वैश्विक वित्तीय संकट ने एक निभावशील मौद्रिक नीति के साथ अभूतपूर्व राजकोषीय प्रोत्साहन का आह्वान किया। ब्याज दरें उनके निम्न स्तरों से और भी कम कर दी गई थी, और अनेक उन्नत देशों ने गैर-परंपरागत विस्तारकारी उपायों का आश्रय लिया, क्योंकि मौद्रिक नीति परिचालन उनकी निम्न ब्याज दर सीमाओं द्वारा निरुद्ध थे। पश्च-वैश्विक वित्तीय संकट के पश्चात्, संवृद्धि और कीमत स्थिरता के अलावा वित्तीय स्थिरता मौद्रिक नीति के एक अन्य महत्वपूर्ण नीति उद्देश्य के रूप में उभर कर आ गई। इससे

आगे बढ़ते हुए, राजकोषीय और राष्ट्रिक कर्ज निरंतरता से संबंधित प्रतिष्ठानों से उभरने वाले प्रतिसूचना लूप के साथ वित्तीय स्थिरता के मुद्दे ने अन्य आयाम ग्रहण किया है। भारत में, यद्यपि एफ आर बी एम अधिनियम, 2003 के कार्यान्वयन ने मौद्रिक नीति के राजकोषीय प्रभुत्व को कम किया है, बहुत अधिक बाजार उधार कार्यक्रमों के आधार पर राजकोषीय दबावों का केंद्रीय स्थान पर बने रहना जारी है, जिसकी वजह से चलनिधि चिंताओं के निवारण के लिए खुला बाजार परिचालन आवश्यक हो गये हैं। इस पृष्ठभूमि के सामने यह अध्याय उन प्रमुख नीति पाठों (लेसन्स) और चुनौतियों की ओर संकेत करता है जिनका नीति निर्माताओं को, अंतर्राष्ट्रीय स्तर पर और साथ ही भारतीय संदर्भ में भी राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय के क्षेत्र में सामना करना पड़ सकता है।

वित्तीय अस्थिरता के खिलाफ रक्षा के लिए समष्टि आर्थिक स्थिरता एक पर्याप्त स्थिति नहीं है

6.2 वैश्विक वित्तीय संकट से पूर्व, विद्वानों तथा केंद्रीय बैंकों, दोनों में इस बात पर मतैक्य था कि कीमत और उत्पादन स्थिरता की प्राप्ति से वित्तीय स्थिरता को बढ़ावा मिलता है। विरोधाभासी रूप

में, 2007 तक व्याप्त स्थिर समष्टि आर्थिक वातावरण जोखिमों की अंडर-प्राइसिंग के लिए एक पथ-प्रदर्शक के रूप में उपस्थित हो गया; उसने प्रचक्रिय राजकोषीय और मौद्रिक नीतियों के अनुसरण की अनुमति दी और वित्तीय असंतुलनों में वृद्धि को प्रेरित किया। इसने संकट से पूर्व की नीति-संरचना में हुई त्रुटियों की ओर संकेत किया। विशेष रूप से मौद्रिक और वित्तीय नीतियां, विशेष रूप से राष्ट्रीय सीमाओं के पार, वित्तीय लीवरेजिंग और जोखिम उठाने में शीघ्र प्रचक्रिय संवृद्धि के निहितार्थों को पूर्ण रूप से समाविष्ट करने में असफल रही, जबकि राजकोषीय नीति, संकट की स्थिति में दिशा परिवर्तित करने वाली नीति के लिए पर्याप्त स्थान का निर्माण करने में असफल रही। संकट के दौरान, उद्देश्यों के प्रति नीति उपकरणों का सुस्पष्ट संकट-पूर्व समनुदेशन फीका पड़ गया। वैश्विक वित्तीय संकट से प्राप्त हाल के अनुभवों ने यह प्रदर्शित किया है कि बहुविध और कभी-कभी मौद्रिक स्थिरता, राजकोषीय स्थिरता और वित्तीय स्थिरता के परस्पर विरोधी उद्देश्यों की प्राप्ति के लिए समष्टि आर्थिक नीति निर्माण से उत्तम संतुलनकारी कार्य करने की अपेक्षा की जाती है।

6.3 वित्तीय क्षेत्र को समाकलन के लिए वर्तमान मॉडल प्रदान करने की यथेष्ट रूप से आवश्यकता है, ताकि वह आर्थिक परिणामों को प्रभावित करने के लिए वित्तीय मध्यवर्ती संस्थाओं के तुलन पत्र चैनल तथा जोखिम प्रीमिया को अनुमति दे सके। वित्तीय मध्यवर्ती संस्थाओं के यथेष्ट समावेशन से ये मॉडल पूर्वानुमान लगा सकेंगे कि किस प्रकार आस्ति कीमतें तथा वित्तीय घर्षण वास्तविक (रीयल) क्षेत्र के साथ पारस्परिक क्रिया करते हैं और उस प्रक्रिया में वे किस प्रकार बहिर्जात रूप से तेजी/मंदी उत्पन्न करते हैं। नीति प्राधिकारियों को, ऋण, आस्ति मूल्यों तथा बाध्यकर वित्तीय दबावों के बीच प्रतिसूचना के लिए सतर्क रहना होगा। उन्हें अपनी मौलिकताओं से, भले ही वे समन्वय असफलताओं से उत्पन्न हुई हो और विवेकी एजेंटों में एकत्र हो रही हो अथवा आशावाद और निराशावाद की स्वयं प्रबलित लहरों से उत्पन्न जोखिमों के अविवेकी मूल्यन से, आस्ति मूल्यों के निरंतर विचलन के अवांछित समष्टि आर्थिक परिणामों के खिलाफ नजर रखनी होगी।

6.4 निरंतर चल रहे राष्ट्रिक कर्ज संकट, वित्तीय और राष्ट्रिक कर्ज निरंतरता के बीच प्रतिसूचना लूप्स का उचित ढंग से निर्धारण करने की आवश्यकता है। यह बात उभर कर सामने आई है कि वित्तीय स्थिरता पर प्रतिकूल प्रभाव डाले बिना समष्टि आर्थिक उद्देश्यों की प्राप्ति के लिए राजकोषीय, मौद्रिक और समष्टि विवेकी

नीतियों के एक उपयुक्त मिश्रण का प्रयोग करने की आवश्यकता है। सन्निकट शब्दावली में, यह महत्वपूर्ण हो सकता है कि सुधार प्रक्रिया को समर्थन दिया जाए, मुद्रास्फीति को कम रखा जाए और अंतर्राष्ट्रीय रूप से समन्वित वित्तीय और संरचनात्मक सुधारों का अनुसरण किया जाए जो वित्तीय बाजार के लचीलेपन को बढ़ाएगा तथा समष्टि आर्थिक स्थिरता की संभावनाओं को सुदृढ़ करेगा। मध्यावधि में नीति की प्रथमिकता यह सुनिश्चित करना होना चाहिए कि संकट से पूर्व की स्थिति की तुलना में समग्र नीति ढांचा अधिक सुदृढ़ है, जिसे राजकोषीय मौद्रिक नीति समन्वय के लिए पर्याप्त गुंजाइश के साथ संस्थागत सुधारों की आवश्यकता हो सकती है।

वित्तीय स्थिरता, यद्यपि केंद्रीय बैंकों के लिए एक प्राथमिक अधिदेश, राजकोषीय प्राधिकारियों के साथ बृहत समन्वय आवश्यक बनाता है

6.5 वैश्विक वित्तीय संकट के पश्चात् यह महसूस किया जा रहा है कि यदि इस प्रकार की नीति को प्रभावी बनाया जाना है तो वित्तीय स्थिरता नीति के निर्माण तथा निष्पादन में केंद्रीय बैंक की संलग्नता में वृद्धि की जानी चाहिए। यद्यपि संकट के पश्चात् की अवधि में केंद्रीय बैंक अब भी एक अनिश्चित वैश्विक वातावरण में कीमत स्थिरता और वित्तीय स्थिरता की मांग को संतुलित करने के लिए संघर्ष कर रहे हैं, राजकोषीय और राष्ट्रिक कर्ज की निरंतरता के बारे में चिंताओं ने उनकी चुनौतियों में वृद्धि कर दी प्रतीत होती है। इस संदर्भ में, वित्तीय संकट को रोकने, उसका प्रबंधन करने तथा समाधान करने में केंद्रीय बैंक की भूमिका में अनेक जटिल मुद्दे शामिल हैं। केंद्रीय बैंकों की स्वायत्तता और अभिशासन पर बढ़ते हुए राष्ट्रिक कर्ज के प्रभाव को हिसाब में लेते हुए, वित्तीय स्थिरता में योगदान देने के एक सुस्पष्ट अधिदेश के साथ, अभिशासन व्यवस्थाओं से संबंधित इन मुद्दों के लिए एक प्रभावी और धारणीय मुख्य मौद्रिक नीति कार्यों के संचालन की आवश्यकता है।

6.6 संक्षेप में, ऐसा प्रतीत होता है कि वैश्विक वित्तीय संकट ने केंद्रीय बैंक के अधिदेश को कीमत स्थिरता के एकल उद्देश्य से बढ़ाकर कीमत स्थिरता, वित्तीय स्थिरता और राष्ट्रिक कर्ज निरंतरता के बहु-उद्देश्यों तक करने की आवश्यकता को रेखांकित किया है। हालांकि, इन उद्देश्यों को प्राप्त करना किसी असमंजस (ट्रिलेमा) से कम नहीं है, क्योंकि इन नीति-उद्देश्यों के बीच तालमेल की व्यापक गुंजाइश है। ऐसा हो सकता है कि केंद्रीय बैंक अलग-अलग परिस्थितियों के अंतर्गत तीन में से प्रत्येक उद्देश्य को दी

जाने वाली पारस्परिक प्राथमिकता के लिए यथार्थता की मात्रा निश्चित करने में समर्थ न हों। उन्नत देशों में हाल के भारी सरकारी बजट घाटे तथा भावी अधिकारों पर लगाम लगाने के प्रति अनिच्छा से यह संकेत मिलता है कि वित्तीय स्थिरता सुनिश्चित करने के लिए केंद्रीय बैंकों के सामने राजकोषीय प्रभुत्व बहुत बड़ी चुनौतियां उपस्थित कर सकता है। इसलिए, संघर्षों को टालने तथा इष्टतम समष्टि आर्थिक परिणाम प्राप्त करने के लिए निर्णय लेने वाले विभिन्न प्राधिकारियों के बीच उच्च स्तरीय समन्वय की आवश्यकता है।

एक नीति समन्वय ढांचा तैयार करने की आवश्यकता

6.7 भारी महामंदी की अवधि से भिन्न, हाल के वैश्विक वित्तीय संकट के प्रति केंद्रीय बैंकों की अनुक्रिया बहु-आयामी रही है तथा प्रभावी सिद्ध हुई है। फिर भी, केंद्रीय बैंकों ने अपने चलनिधि प्रबंध परिचालनों और ऋण-वर्धन नीतियों के माध्यम से अपने तुलन पत्रों पर महत्वपूर्ण ऋण जोखिमों को लिया है। इसके अलावा, एक राजकोषीय तत्व के साथ, केंद्रीय बैंकों द्वारा शुरू किये गये गैर-परंपरागत उपायों के इस्तेमाल से सार्वजनिक कर्ज प्रबंध और मौद्रिक नीति परिचालनों के अधिदेशों के बीच की सीमा-रेखाएं मिट गई हैं। जबकि राष्ट्रीय कर्ज प्रबंध कार्यालयों ने प्रतिफल वक्र के अंतिम छोर पर अधिक व्यापकता से कार्य किया, केंद्रीय बैंक सरकारी बांड बाजारों के दीर्घावधि खंड में सक्रिय हो गये। अनेक अध्ययन (उदाहरणार्थ ब्लोममंस्टेन और टर्नर, 2012) तर्क प्रस्तुत करते हैं कि इन परिवर्तनों से राजकोषीय प्रभुत्व की स्थिति आ सकती है और, उसके द्वारा मौद्रिक नीति में हस्तक्षेप हो सकता है। इसलिए, आगे जाकर, केंद्रीय बैंकों के नीति कार्यों और उद्देश्यों की राजकोषीय/कर्ज प्रबंध प्राधिकारियों के साथ बृहत पारस्परिक क्रिया होने की संभावना है। इस वातावरण में, विभिन्न प्राधिकारियों के नीति निर्णय वर्धमान रूप से अन्योन्याश्रित हो जाएंगे, उनके बीच गहन पारस्परिक क्रिया तथा समन्वय आवश्यक हो जाएगा, तथापि इसका अर्थ यह नहीं है कि केंद्रीय बैंकों की स्वतंत्रता को कोई हानि होगी। विभिन्न देशों में समन्वय ढांचे भिन्न-भिन्न हो सकते हैं और अन्य विशेषज्ञों द्वारा उत्तरदायी एजेंसी को दी जाने वाली औपचारिक सूचना उसमें शामिल हो सकती है। हालांकि, क्या केंद्रीय बैंकों के लिए वित्तीय स्थिरता एक अनन्य अधिदेश होना चाहिए अथवा क्या एक औपचारिक निकाय को प्रणालीगत जोखिमों और वित्तीय स्थिरता मुद्दों पर ध्यान देना चाहिए, अभी भी वाद-विवाद के विषय बने हुए हैं। इसी प्रकार, इस बात पर भी कोई मतैक्य नहीं है कि

‘आर्म्स लेंगथ’ समन्वय अथवा फेस टू फेस चर्चा में से कौन सा मुख्य समन्वय तंत्र होना चाहिए।

6.8 समन्वय तंत्र का विकल्प भी इस बात पर निर्भर कर सकता है कि क्या राजकोषीय प्राधिकारी मौद्रिक नीति प्रतिक्रिया कार्य के प्रति उचित समझ रखते हैं और जहाँ तक राजकोषीय नीति नियमों का संबंध है, क्या वही मौद्रिक प्राधिकारियों पर लागू होते हैं। यदि यह मामला है तो प्रत्येक प्राधिकारी फेस टू फेस चर्चा किये बिना अन्य के प्रतिफलों का खाता मौन रूप से ले सकता है। इस प्रकार के समन्वय तंत्र ने सामान्य अवधियों में प्रभावी रूप से कार्य किया है। किन्तु, संकट के बाद की अवधि के दौरान, अत्यधिक प्रतिकूल स्थितियों के वर्तमान चरण के अंतर्गत, जिसे सार्जेंट के “अनप्लेजेंट मोनेटरिस्ट अर्थमैटिक” रूप में पहचाना जा सकता है, नीति-निर्माताओं को संयुक्त रूप से निर्णय लेने की अधिकतम स्थिति की ओर बढ़ना होगा। चूंकि विभिन्न नीतियों के बीच पारस्परिक क्रिया जटिल होने का अनुमान है, नीति क्षेत्र में इस बात का भी संकेत किया गया है कि अस्थायी अथवा स्थायी आधार पर, राजकोषीय प्राधिकारियों/कर्ज प्रबंधकों और केंद्रीय बैंकों के बीच नयी कार्यात्मक व्यवस्थाओं की आवश्यकता है। राष्ट्रीय कर्ज प्रबंध के लिए वर्तमान संस्थागत व्यवस्थाओं की, नीतियों में मुख्य रूप से अंतरणों और/अथवा नीति प्रतिफलों (उदाहरणार्थ, गैर-परंपरागत उपाय, उच्च राजकोषीय घाटे, इत्यादि) की स्थितियों में इन समन्वय समस्याओं से निपटने में उनकी क्षमता निश्चित करने हेतु जांच की आवश्यकता है।

6.9 एक सुसमन्वित नीति दृष्टिकोण यह सुनिश्चित करेगा कि देश के स्तर पर बल दिये जा रहे और अपनाये जा रहे राजकोषीय सुदृढ़ीकरण से समग्र संवृद्धि प्रक्रिया में बाधा उपस्थित नहीं होती है। एक सुविनिर्दिष्ट समन्वय ढांचा संवृद्धि के प्रति गिरावट जोखिमों को निष्क्रिय करने के लिए नीति निर्माताओं को, राजकोषीय और मौद्रिक नीति स्थान पुनर्निमित करने तथा देशी नीतियां अंशांकित करने की सुविधा प्रदान करेगा। संवृद्धि के प्रति गिरावट के जोखिम अधिकांश अर्थव्यवस्थाओं में अविरत रूप से विद्यमान हैं।

राष्ट्रिक कर्ज प्रतिष्ठानों से नकारात्मक प्रतिसूचना से वित्तीय क्षेत्र को पृथक करना

6.10 कुछ उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में राष्ट्रिक कर्ज संकट का मार्ग प्रशस्त करने वाले वित्तीय संकट ने विशेष रूप से वित्तीय स्थिरता और राष्ट्रिक कर्ज निरंतरता के बीच एक प्रतिसूचना लूप के अस्तित्व को हाइलाइट किया है। विशेष रूप से, यूरो क्षेत्र में प्रमुख चुनौती

बैंकिंग क्षेत्र की चिरकालिक कमजोरी से उत्पन्न होती है। बैंकिंग क्षेत्र की सुभेद्यता, क्रमशः राष्ट्रिक जोखिमों में वृद्धि करती है, क्योंकि, निवेशक संवेदनशील वित्तीय संस्थाओं के लिए सदस्य राज्यों को अंतिम बैकस्टॉप के रूप में महसूस करते हैं। इस प्रकार के प्रतिष्ठानों ने राष्ट्रिक और वित्तीय संस्थाओं, दोनों के लिए उधार की उच्च लागत के लिए प्रेरित किया, यदि ऐसी स्थिति दीर्घावधि तक रहती है तो वह धारणीय नहीं हो सकती है। इसके अलावा, सार्वजनिक क्षेत्र का झुकाव डीलिवरेज की ओर चाहे विकल्प से अथवा बाध्यकारी स्थितियों के अंतर्गत हो सकता है जो संवृद्धि संभावनाओं को प्रभावित करते हुए क्रमशः कर्ज निरंतरता को दुर्बल बनाएगा।

6.11 यूरो क्षेत्र में हाल ही में किये गये कुछ उपाय जैसे, मार्च 2012 में बजटरी यूनियन की ओर कदम और यूरोपीय वित्तीय स्थिरता सुविधा/यूरोपीय स्थिरता तंत्र (ई एफ एस एफ/ई एस एम) को सुदृढ़ बनाना राजकोषीय निरंतरता तथा बैंकों और राष्ट्रिकों के बीच प्रतिकूल लूप सुनिश्चित करने के आशाजनक उपाय हैं। इसके अलावा, 6 सितंबर 2012 को ई सी बी द्वारा घोषित 'एकमुश्त मौद्रिक लेन-देन' से ई एफ एस एफ/ई एस एम के साथ समष्टि आर्थिक समायोजन अथवा एहतियाती कार्यक्रम के अंतर्गत आने वाले देशों के लिए उधार लागत की कम नीति दरों का संचारण सुनिश्चित होना चाहिए।

6.12 बैंकिंग, राष्ट्रिक और संवृद्धि समस्याओं के बीच सहबद्धता को सुदृढ़ बनाने के लिए, यूरो क्षेत्र की नीतियां ऐसी होनी चाहिए कि वे सार्वजनिक और निजी तुलन पत्रों में सुधार के लिए तथा प्रतियोगीक्षमता पुनः प्राप्त करने के लिए ढांचागत सुधारों के कार्यान्वयन में अलग-अलग देशों के प्रयासों का समर्थन करे। इसके अलावा, ऐसा प्रतीत होता है कि देशी आधार पर प्रणालीगत बैंकों में अधिक पूंजी के इंजेक्शन द्वारा बैंकों के तुलन पत्रों में सुधार तथा अव्यवहार्य बैंकों का समाधान अपरिहार्य है। उसी समय, यह भी सुनिश्चित करने की आवश्यकता है कि निजी क्षेत्र के तुलन पत्रों के बिगड़ जाने से राजकोषीय सुदृढ़ीकरण का पूर्ण रूप से प्रतितुलन नहीं होता है।

मौद्रिक नीति के स्वतंत्र संचालन के लिए राजकोषीय सुदृढ़ीकरण की आवश्यकता

6.13 वैश्विक वित्तीय संकट के पश्चात् राष्ट्रिक कर्ज स्तरों में अभूतपूर्व उछाल ने अनेक अर्थव्यवस्थाओं में सरकारी वित्त को सुभेद्य बना दिया है। जहाँ राजकोषीय सुभेद्यता के समाधान की आवश्यकता

है, सकल मांग को समाप्त हो जाने से बचाने के लिए राजकोषीय सुदृढ़ीकरण का सुनियोजन तथा अंशांकन होना आवश्यक है। इसके अलावा, इस प्रक्रिया की पूरक के रूप में अन्य नीतियों का होना आवश्यक है जो राष्ट्रिक कर्ज प्रबंध और मौद्रिक नीतियों के बीच नयी और जटिल पारस्परिक क्रियाओं के सावधानीपूर्वक निर्धारण को आवश्यक बनाता है। उच्च राष्ट्रिक कर्ज स्तर राजकोषीय स्थान को कम करते हैं, जिनसे, क्रमशः मौद्रिक नीति उपकरणों का इस्तेमाल निरूद्ध हो सकता है तथा भावी ब्याज दरों के बारे में भी काफी अधिक अनिश्चितता का निर्माण होता है।

6.14 बढ़ी हुई अनिश्चितता के बीच, जब सार्वजनिक कर्ज/जो डी पी अनुपात बढ़ते हैं तो राजकोषीय-मौद्रिक प्रतिसूचनाओं के उच्च कर्ज सुदृढ़ होने की संभावना होती है। इसके अलावा उच्च कर्ज निम्नलिखित के माध्यम से संवृद्धि पर प्रतिकूल प्रभाव डाल सकता है: (i) पूंजी की उच्च लागत, (ii) विकृतिकारक कर (iii) मुद्रास्फीति, और (iv) एक निम्नतर पूंजी-श्रम अनुपात, जो उत्पादकता को कम कर सकता है। ऊपर मंडराते उच्च कर्ज से उत्पन्न इस प्रकार की अस्थिरताएं अन्य नीति विकल्पों पर भी, जिसमें मौद्रिक नीति भी शामिल है, अतिरिक्त भार डाल सकती है। इस संदर्भ में, जॉर्डन (2012) तर्क प्रस्तुत करता है, "अन्य संस्थाओं की निष्क्रियता के कारण जहाँ केंद्रीय बैंकों को स्वयं कार्यवाई करने के लिए बाध्य होना पड़ता है, उन्हें ऐसी स्थिति से बचने के उपाय करने चाहिए।"

6.15 उच्च राष्ट्रिक कर्जों के निहितार्थों को देखते हुए भारी कर्ज से आक्रांत सभी देशों में एक विश्वसनीय मध्यावधि राजकोषीय सुदृढ़ीकरण में तेजी लाने की संभावना को बढ़ावा देने वाली कार्यवाई में शीघ्रता करने की आवश्यकता है। राष्ट्रिक कर्ज स्तरों तथा मध्यावधि राजकोषीय उद्देश्यों के बीच सुस्पष्ट सहबद्धता जोड़ी जा सकती है जो राजकोषीय नीति की प्रत्याशाओं को आश्रय देने में सहायता करेगी। मौद्रिक नीति परिचालनों के साथ राजकोषीय सुदृढ़ीकरण की प्रक्रिया का तालमेल बिठाना भी महत्वपूर्ण है। राजकोषीय सुदृढ़ीकरण के प्रारंभिक चरण में, अनेक देशों में निम्न नीति दरों के प्रचलन के कारण, ऐसा हो सकता है कि मौद्रिक नीति राजकोषीय सुदृढ़ीकरण के लिए अधिक समर्थन न दे सके। किन्तु, जैसे ही संवृद्धि में सुधार प्रारंभ होता है और मौद्रिक नीति पर नगण्य न्यूनतर सीमा द्वारा नियंत्रण कम हो जाता है तो राजकोषीय सुदृढ़ीकरण की गति में तीव्रता आ सकती है। राजकोषीय सुदृढ़ीकरण, नीति पहल द्वारा प्रेरित होना चाहिए जो दीर्घावधि संवृद्धि को सुलभता प्रदान करेगी और मौद्रिक नीति पर भार को कम करेगी।

राजकोषीय मौद्रिक समन्वय केवल राष्ट्रीय स्तर पर ही नहीं बल्कि अंतर्राष्ट्रीय स्तर पर भी

6.16 वैश्विक वित्तीय संकट के पश्चात् वैश्विक मौद्रिक और वित्तीय प्रणालियों में बहुत सी कमजोरियां सामने आ गई हैं। ये कमजोरियां क्रमशः तेजी से संकट को सीमा-पार संप्रेषित कर देती हैं। इसलिए राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय की केवल राष्ट्रीय स्तर पर ही आवश्यकता नहीं है, बल्कि इन कमजोरियों को दूर करने के लिए अंतर्राष्ट्रीय स्तर पर भी वह आवश्यक है। तदनुसार, विश्व की विशालतम अर्थव्यवस्थाओं को एक ऐसा समन्वय तंत्र विकसित करना होगा जो मूलभूत आर्थिक नीतियों का मार्गदर्शन कर सके तथा विशेष रूप से राजकोषीय और मौद्रिक नीतियों के बीच बृहत् सहक्रिया प्राप्त कर सके।

6.17 वैश्विक स्तर पर वित्तीय अंतर-संबद्धता और सीमा-पार लगभग कहीं भी और सर्वत्र किसी आर्थिक/वित्तीय आघात के असीमित विस्तार की संभावना को समझते हुए, विभिन्न मंचों जैसे जी-20, वित्तीय स्थिरता बोर्ड (एफ एस बी), अंतर्राष्ट्रीय निपटान बैंक (बी आई एस) और अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष (आई एम एफ) के माध्यम से अधिक प्रभावी अंतर्राष्ट्रीय नीति समन्वय लाने के प्रयास किये जा रहे हैं। इस बात की बृहत् आधार पर अभिस्वीकृति है कि राष्ट्रीय नीतियों को एकल आधार पर नहीं लिया जा सकता है और यह कि सीमा पार वित्तीय संकट के समाधान के लिए अन्तर्राष्ट्रीय सहयोग आवश्यक है।

6.18 राजकोषीय, वित्तीय, ढांचागत, मौद्रिक और विदेशी मुद्रा विनिमय दर, व्यापार और विकास नीतियों में जी 20 की पारस्परिक निर्धारण योजना (एम ए पी) के अंतर्गत वैश्विक स्तर पर मजबूत, धारणीय तथा संतुलित संवृद्धि के लिए जी 20 ढांचा परिचालन समन्वित कार्रवाई पर प्रगति कर रहा है। जहाँ इस बात पर सहमति है कि यूरो क्षेत्र और यू एस में महत्वपूर्ण नीति कार्रवाई को प्रतिबिंबित करते हुए सामान्यतर जोखिम कम हो गये हैं, इस बात पर मतैक्य है कि मुख्य रूप से नीति अनिश्चितता, सार्वजनिक और निजी डीलिवरेजिंग, अपर्याप्त ऋण मध्यस्थता और वैश्विक मांग पुनः संतुलित किये जाने पर अपर्याप्त प्रगति के कारण वैश्विक अर्थव्यवस्था का कम निष्पादन जारी है।

6.19 जी-20 का आसन्न फोकस वैश्विक मांग को चिरस्थायी रूप से सुदृढ़ता प्रदान करने तथा उसी के साथ ऐसे उन्नत देशों में जहाँ

अभी तक विश्वसनीय और सख्त मध्यावधि राजकोषीय योजनाओं का अस्तित्व नहीं है, उन्हें विकसित और कार्यान्वित करने के लिए अनुकूल स्थितियों के निर्माण की ओर होगा। जहाँ कुछ मामलों में राजनैतिक दृष्टि से ढांचागत सुधार कठिन हैं, उनका होना भी, धारणीय संवृद्धि के लिए आवश्यक है।

6.20 आई एम एफ ने, विशेष रूप से 25 प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण देशों के लिए अपने वित्तीय क्षेत्र निर्धारण को सुदृढ़ बनाया है। इसके अलावा, नये प्रणालीगत जोखिमों को टालने के लिए, जी-20 देशों के नेताओं ने मास्को में फरवरी 2013 में आयोजित बैठक में एफ एस बी के कार्यान्वयन निगरानी के लिए समन्वय ढांचा (सी एफ आई एम) के माध्यम से वित्तीय क्षेत्र सुधार एजेंडा के पूर्ण, समय पर तथा निरंतर कार्यान्वयन के प्रति अपनी बचनबद्धता की पुनः पुष्टि की। इस एजेंडा में बासेल III, II.5¹ और II, काउंटर पर डेरीवेटिव्स बाजार सुधार (ओ टी सी), प्रणालीगत महत्वपूर्ण वित्तीय संस्थाएं तथा छाया बैंकिंग शामिल है। इसके अतिरिक्त, इन अंतर्राष्ट्रीय निकायों की सक्रियता जारी रहने की आशा है, क्योंकि प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं में सुसंगत और निरंतर समायोजन उपायों के माध्यम से अंतर्राष्ट्रीय समष्टि आर्थिक स्थिरता पर राष्ट्रीय नीतियों से विचलन को न्यूनतम करने की आवश्यकता है।

भारतीय अनुभव दर्शाता है कि यद्यपि राजकोषीय नियम आवश्यक हैं, वे राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय के परिणामों को आशावादी बनाने में पर्याप्त नहीं हैं।

6.21 विगत वर्षों में भारत में संस्थागत सेट अप और प्रथाओं को विकासशील नीति उद्देश्यों के साथ पंक्तिबद्ध करने के लिए शुरू किये गये विभिन्न सुधार उपायों की पृष्ठभूमि में प्रयुक्त राजकोषीय मौद्रिक समन्वय का निर्धारण यह दर्शाता है कि राजकोषीय उत्तरदायित्व और बजट प्रबंध (एफ आर बी एम) अधिनियम, 2003 के कार्यान्वयन के बाद मौद्रिक नीति के राजकोषीय प्रभुत्व को कम करने के लिए कदम बढ़ाया गया है। किन्तु, कभी-कभी, एक दूसरे पर घाटों और मुद्रास्फीति का प्रभाव डालने, आरक्षित मुद्रा निर्माण को प्रभावित करते हुए कर्ज-घाटा गति-सिद्धांतों के साथ राजकोषीय प्रभुत्व ने उच्च घाटों के माध्यम से एक नया रूप धारण कर लिया है। भारी खुला बाजार परिचालन (ओ एम ओ) अधिकांशतः मौद्रिक कार्यक्रम के अनुरूप ही रहे हैं, किन्तु कभी-कभी सरकार के बहुत बड़े

1 बी सी बी एस विनियम की अपेक्षानुसार बैंकों को अपने व्यापार परिचालनों में बाजार जोखिमों के खिलाफ पूंजी रखनी होती है।

बाजार उधार चलनिधि और मौद्रिक स्थितियों पर प्रभाव डालते हैं तथा परिणामतः ओ एम ओ के आकार और समय को भी प्रभावित कर सकते हैं। इससे मौद्रिक नीति क्षीणता की ओर बढ़ सकती है। बहुत बड़ी सब्सीडियों से उभरने वाले राजकोषीय घाटे अल्पावधि में मुद्रास्फीति को दबा देंगे किन्तु मध्यावधि में वे स्फीतिकारी रूप में परिवर्तित हो सकते हैं। भारतीय संदर्भ में वैश्विक वित्तीय संकट के परिणामस्वरूप 2008-09 के दौरान महत्वपूर्ण प्रतिचक्रिय प्रोत्साहन प्रदान करने के बावजूद, दीर्घावधि में सरकारी व्यय का प्रचक्रिय होना पाया गया है। यह, चक्रिय गिरावट में प्रोत्साहन प्रदान करने के लिए राजकोषीय स्थान की उपलब्धता को प्रभावित करता है। इसके अलावा केंद्र और राज्यों के संयुक्त कर्ज रिजर्व बैंक द्वारा किये गये वित्तपोषण की सीमा तक आरक्षित मुद्रा में परिवर्तन कर देते हैं और इस प्रकार उनके मौद्रिक निहितार्थ होते हैं।

6.22 भारतीय अनुभव से अनेक मुख्य पाठ सामने आये हैं। शुद्ध राजकोषीय प्रभुत्व के एक युग से विकसित होकर नियम आधारित राजकोषीय अनुशासन स्पष्ट रूप से राजकोषीय मौद्रिक समन्वय की प्रकृति और मात्रा पर संस्थागत व्यवस्थाओं में परिवर्तनों का प्रभाव चित्रित करता है। यह नोट करने योग्य है कि राजकोषीय घाटों के स्वतः मुद्रीकरण की प्रथा को बंद करने तथा प्राथमिक सरकारी प्रतिभूति बाजार में रिजर्व बैंक की सहभागिता पर रोक लगाने से मौद्रिक नीति के राजकोषीय प्रभुत्व की मात्रा में कुछ-कुछ कमी हुई है। तथापि, रिजर्व बैंक ने अर्थोपाय अग्रिमों के माध्यम से सरकार को अस्थायी सहायता प्रदान करना जारी रखा है। इसके अलावा, रिजर्व बैंक अक्सर द्वितीयक बाजार में सरकारी पेपर खरीदता है, यद्यपि ये परिचालन प्रायः वित्तीय प्रणाली को चलनिधि समर्थन प्रदान करने के उद्देश्य द्वारा प्रेरित होते हैं। भारत में, सामान्य तौर पर राजकोषीय घाटे 2008-09 से बढ़े हैं। जहाँ सरकार 2012-13 के द्वितीयार्ध से राजकोषीय सुदृढीकरण के पथ पर लौटी है, यह महत्वपूर्ण है कि एक टिकाऊ तरीके से सरकारी वित्त में ढांचागत दबावों का समाधान करने के लक्ष्य को लेकर नीति पहल करते हुए इस प्रवृत्ति को सुदृढ बनाया जाए ताकि मध्यावधि में नियम आधारित राजकोषीय अनुशासन प्रभावी और विश्वसनीय बन सके।

6.23 2008-09 के बाद जिस प्रकार से ढांचागत असंतुलन जारी हैं, कर्ज संसाधनों का आश्रय लिया जाना आवश्यक हो गया है, जिसके द्वारा मौद्रिक नीति परिचालनों को नियंत्रित किया जा रहा है। जहाँ राजकोषीय नीति के पास पहले कदम बढ़ाने का लाभ प्राप्त है और मौद्रिक नीति राजकोषीय प्रभुत्व द्वारा नियंत्रित होने के कारण

मौद्रिक प्राधिकारियों के पास इस बात के कम विकल्प रहते हैं कि वे समष्टि आर्थिक परिणामों को रोकने के लिए राजकोषीय नीतियों की प्रतिक्रिया में जो कार्रवाई करेंगे वह घटिया होगी, यदि वे राजकोषीय नीतियों को हिसाब में नहीं लेते हैं। चूंकि मौद्रिक नीति परिचालन क्रियाविधि मौद्रिक नियंत्रण के अप्रत्यक्ष उपकरणों पर अधिक निर्भरता की ओर विकसित होती है और राजकोषीय नीतियां अधिक नियम-बद्ध हो गई हैं, यह संभव है कि मौद्रिक नीति के राजकोषीय प्रभुत्व को कम किया जाय, यद्यपि उक्त नियम मौद्रिक स्वतंत्रता सुनिश्चित करने के लिए पर्याप्त न हों। सार रूप में, राजकोषीय और मौद्रिक प्राधिकारियों के बीच समन्वय को नियंत्रित करने वाली कमजोर संस्थागत व्यवस्थाएं राजकोषीय और मौद्रिक, दोनों नीतियों को प्रभावित करना जारी रख सकती हैं।

6.24 ढांचागत बाधाएं भी प्रति-चक्रिय साधन के रूप में राजकोषीय नीति की भूमिका को नियंत्रित करती हैं। भारी मात्रा में राजकोषीय घाटे प्रत्यक्ष रूप से अर्थव्यवस्था में मुद्रास्फीति बढ़ाते हैं, यदि उनका वित्तपोषण आरक्षित मुद्रा विस्तार के माध्यम से किया जाता है। अन्यथा, वे दमित कीमतों के माध्यम से आपूर्ति अनुक्रियाओं को प्रभावित करते हैं और मांग प्रबंध साधन के रूप में मौद्रिक नीति की प्रभावोत्पादकता को नियंत्रित करते हैं जहाँ राजकोषीय नीति के पीछे मंशा यह होती है कि वह प्रतिचक्रिय हो, किन्तु व्यवहार में वह अक्सर प्रचक्रिय हो जाती है, इस प्रकार वह आर्थिक गिरावट की स्थितियों में प्रोत्साहन प्रदान करने की अपनी योग्यता खो देती है और तेजी के समय में कुछ मांग को दबा देती है। अंततः, भारतीय अनुभव दर्शाता है कि सरकारी कर्ज का मुद्रा-निर्माण के साथ काफी लम्बे समय से संबंध चला आ रहा है और कभी-कभी कर्ज वित्तपोषित राजकोषीय विस्तार के कारण मौद्रिक प्रबंध पर दबाव पड़ता है।

6.25 इन पाठों का बड़ा महत्व है, क्योंकि भारत में उच्च राजकोषीय घाटों और उच्च मुद्रास्फीति की पृष्ठभूमि में राजकोषीय और मौद्रिक प्रबंध के लिए चुनौतियां काफी बड़ी हैं। इस विषय में आगे की ओर कदम बढ़ाते हुए, संस्थागत सुधारों की एक श्रृंखला के माध्यम से इन चुनौतियों का सामना करना महत्वपूर्ण है। राजकोषीय पक्ष की ओर, ढांचागत घाटों पर फोकस करते हुए राजकोषीय नियमों के एक उन्नत अभिशासन की आवश्यकता है। यह सुनिश्चित करते हुए कि राजकोषीय नियमों में सन्निहित लचीलेपन से चक्रिय प्रतिफलों के नाम पर राजकोषीय असावधानी प्रेरित नहीं होती है, चक्रिय कारकों के लिए समायोजन की अनुमति देने के लिए नियमों को लचीला बनाया जा सकता है।

6.26 बहु-राष्ट्रीय क्षेत्र-पार अनुभव देश-विशिष्ट परिस्थितियों को हिसाब में लेते हुए राजकोषीय नियम बनाने की आवश्यकता को रेखांकित करते हैं। उदाहरण के लिए, सिंगापुर में बजट घाटा नियम इन सिद्धांतों पर आधारित हैं कि सरकार को उसके शासन की अवधि में संतुलित बजट रखना चाहिए, जिसका आशय यह है कि एक वर्ष में किसी घाटे को उसके कार्यकाल के दौरान पिछले वर्षों में संचित अधिशेष द्वारा संतुलित किया जाना चाहिए। भारतीय स्थितियों के लिए, विशेष रूप से चूंकि वे प्रतिचक्रीय प्रोत्साहन की राह में भी आ सकते हैं, इस प्रकार के कठोर नियमों की उपयुक्तता के लिए बहस की गुंजाइश है। प्रथम, भारतीय मामले में, किसी भी वर्ष में एक संतुलित बजट स्थिति प्राप्त करने के बारे में सोचना कठिन हो सकता है। द्वितीय, एक ऐसी राज्य-व्यवस्था में, जो गठबंधनों पर निर्भर है, कार्यकाल शब्द को परिभाषित करना कठिन बन गया है। तृतीय, यह समस्या है कि यदि सरकार को उसके सत्ता में आने के पहले ही वर्ष में एक विस्तारकारी अनुक्रिया की आवश्यकता होती है तो उक्त नियम को किस प्रकार कार्यान्वित किया जा सकता है।

6.27 नियम-आधारित राजकोषीय अनुशासन को लौटाने की एक आसन्न आवश्यकता की पृष्ठभूमि के समक्ष, यह जांच करना आवश्यक है कि भारत में कौन से नियम कार्य कर सकते हैं एक आर बी एम अभिशासन में एक मुख्य कमी यह है कि वहाँ अक्सर राजकोषीय नियमों से विचलन होते हैं। एफ आर बी एम अधिनियम राष्ट्रीय सुरक्षा आवश्यकता, राष्ट्रीय आपदा और अन्य अपवादात्मक परिस्थितियों के मामले में लक्ष्यों का उल्लंघन करने के लिए सुस्पष्ट रूप से प्रावधान करता है। इस वजह से अर्थ निकालने में काफी गुंजाइश रह जाती है। एफ आर बी एम अधिनियम में 2012-13 में संशोधन ने राजकोषीय नियमों के अभिशासन की पुनः स्थापना की और एक मध्यावधि व्यय ढांचा प्रारंभ किया। इससे आगे बढ़ते हुए, घाटा नियमों में व्यय नियम जोड़ते हुए और राजकोषीय सदृश क्रियाकलापों को शामिल करने के लिए घाटे की व्यापक परिभाषा अपनाने के द्वारा किसी अपवाद के बारे में अस्पष्टता के एक बड़े भाग को हटाने की आवश्यकता है।

6.28 मुद्रास्फीति पर भारी राजकोषीय घाटों के प्रभाव और घाटों के मुद्रीकरण से संबंधित मुद्दे का समाधान केवल टिकाऊ राजकोषीय सुदृढीकरण के माध्यम से हो सकता है जो चक्रीय रूप से जांच का मुकाबला कर सकता है। यह, हालांकि दूरगामी राजकोषीय सुधारों के कार्यान्वयन के अधीन संभव होगा जिसमें राजस्व बढ़ाने तथा

व्यय घटाने संबंधी, दोनों ही उपाय शामिल होंगे। व्यय पक्ष की ओर, सब्सिडी व्यय को चरणबद्ध रूप से घटाने की ओर कदम बढ़ाना सार्वजनिक व्यय को, चालू खाते से लेकर पूंजी खाते तक को पुनः संतुलित करने तथा मध्यावधि में संवृद्धि की उच्चतर दर प्राप्त करने एवं उसे बनाये रखने में मदद करेगा। सार्वजनिक व्यय की गुणवत्ता में सुधार से अधिक कर संग्रहण की स्वीकार्यता में वृद्धि हो सकती है, जैसा कि स्कैंडिनेवियन देशों के मामले में हुआ है। उचित सार्वजनिक उपयोगिता कीमत निर्धारण और सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रमों में सुधार के माध्यम से अधिक टिकाऊ तरीके से सरकार के करेतर राजस्वों को भी बढ़ाने की आवश्यकता है।

6.29 मौद्रिक पक्ष की ओर, मौद्रिक नीति उद्देश्यों के साथ ओ एम ओ के बेहतर तालमेल को संस्थागत सुधारों में फोकस किया जाना चाहिए। रिजर्व बैंक द्वारा प्रतिभूतियों की एकमुश्त खरीद/बिक्री के माध्यम से प्राथमिक रूप से ओ एम ओ किये जाने की आवश्यकता है। चलनिधि समायोजन सुविधा का इस्तेमाल सामान्यतया घर्षणात्मक तरलता की बेमेल स्थिति के निवारण के उसके अभिप्रेत उद्देश्य को प्राप्त करने के अनुरूप किया जाना चाहिए। हाल के वर्षों में ओ एम ओ की एकमुश्त खरीद में वृद्धि हुई है। जहाँ वर्तमान समय में, पूंजी आगमन सामान्य हैं, ओ एम ओ समग्र मौद्रिक प्रबंध की राह में नहीं आ रहे हैं क्योंकि आरक्षित मुद्रा विस्तार पूर्वानुमानित स्तरों से कम है; हालांकि, प्रसंग रूप से, वे ब्याज-दरों और बाजार कार्यों पर अतिक्रमण कर सकते हैं। वास्तव में, 2008-09 के दौरान, सरकार द्वारा काफी अधिक अतिरिक्त बाजार उधार ने ऐसे समय में आय पर ऊर्ध्वमुखी दबाव का निर्माण किया, जब मौद्रिक नीति ने कम ब्याज दर व्यवस्था को समर्थन दिया था। भारी मात्रा में ओ एम ओ खरीद के अभाव में यह बाजार-विघटनकारी सिद्ध हो सकता था। इस संभावना के साथ कि कभी-कभी ओ एम ओ का मुद्रा निर्माण प्रभाव मौद्रिक नीति परिचालनों के संचालन की राह में बाधा उपस्थिति करता है, ओ एम ओ के लिए उद्देश्यों तथा परिचालन क्रियाविधियों को बेहतर ढंग से परिभाषित करने की आवश्यकता है और वे सार्थक केंद्रीय बैंक प्रतिक्रिया कार्य द्वारा नियंत्रित होने चाहिए।

6.30 हाई हेल्ड-टू-मैच्योरिटी (एच टी एम) प्रावधान की भी पुनः जांच करने की आवश्यकता है जो सार्वजनिक कर्ज वित्तपोषण को समर्थन देता है तथा वास्तव में निजी ऋण के बहिर्गमन को प्रेरित करता है। इसके अलावा, सांविधिक चलनिधि अनुपात (एस एल आर) पर निर्भरता को कम करने के लिए वित्तीय क्षेत्र सुधार को उस

स्थिति में आगे ले जाने की आवश्यकता है जब एक बार एक उन्नत नियम-आधारित राजकोषीय और मौद्रिक व्यवस्था लागू हो जाती है। समग्र रूप से, एक नयी व्यवस्था को, राजकोषीय और मौद्रिक नीतियों के निर्माण तथा कार्यान्वयन के लिए एक बेहतर समन्वय तंत्र के माध्यम से समर्थन दिया जा सकता है।

वैश्विक वित्तीय संकट के दौरान देखे गये विभिन्न जोखिमों के प्रकाश में प्रभावी राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय को जारी रखने तथा रिज़र्व बैंक के तुलन पत्र को मजबूत बनाने की आवश्यकता

6.31 मौद्रिक नीति परिचालनों की व्यवस्था में परिवर्तनों और राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय के विभिन्न चरणों के अनुरूप विगत वर्षों में रिज़र्व बैंक के तुलन पत्र में काफी अधिक रूपांतरण हुए हैं। विशेष रूप से सुधार-पूर्व अवधि में रिज़र्व बैंक के तुलन पत्र के विकास के विश्लेषण से कुछ पाठ प्रकट होते हैं।

6.32 प्रथम, सुधार-पश्च अवधि के दौरान, तदर्थ खजाना बिलों से अर्थोपाय अग्रिम (डब्ल्यू एम ए) की ओर बढ़ने तथा एफ आर बी एम ढांचे को अपनाये जाने से मौद्रिक नीति स्वतंत्र हो गई है और इसलिए केंद्रीय बैंक का तुलन पत्र भी राजकोषीय घाटे के जकड़-जामे से मुक्त हो गया है। समग्र मौद्रिक आधार में केंद्र सरकार को दिये गये निवल आर बी आई ऋण का अंश 1980 से संकट के समय तक क्रमशः कम होता गया है, जिसके बाद उसमें कुछ वृद्धि हुई। 2000 के दशक में, जब मौद्रिक विस्तार में राजकोषीय विस्तार की प्रमुख भूमिका क्रमशः क्षीण हो गई, पूर्वानुमानित और वास्तविक एम 3 संवृद्धि के बीच विचलनों को महत्वपूर्ण रखते हुए, यद्यपि वह 1980 और 1990 के दशक की मौद्रिक व्यवस्था की तुलना में कम था, पूंजी प्रवाहों ने केंद्रीय स्थान ग्रहण कर लिया था।

6.33 द्वितीय, 2000 के दशक के प्रारंभ में उच्च पूंजी प्रवाह व्यवस्था के दौरान अवरुद्धता मुद्दों में प्रभावी राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय और संकट के दौरान चलनिधि समस्याओं ने रिज़र्व बैंक के तुलन पत्र पर महत्वपूर्ण प्रभाव डाला है। मध्य-2000 के दशक से 2007-08 तक भारत की ओर पूंजी प्रवाहों में महत्वपूर्ण वृद्धि हुई। चालू खाता घाटों के वित्तपोषण की आवश्यकता से भी अधिक भारी अतिरिक्त पूंजी-प्रवाहों का परिणाम विदेशी मुद्रा आस्तियों के संचयन के रूप में हुआ। विदेशी मुद्रा आस्तियों में भारी वृद्धि से 2001 और 2007 के बीच रिज़र्व बैंक के तुलन पत्र के आकार में महत्वपूर्ण वृद्धि हो गई। निवल देशी आस्तियों के संबंध में भारी निवल विदेशी मुद्रा आस्तियों के पक्ष में रिज़र्व बैंक के तुलन पत्र

की संरचना में भी रूपांतरण हो गया। हालांकि, अप्रैल 2004 में बाजार स्थिरीकरण योजना (एम एस एस) ने देशी आस्तियों के प्रति विदेशी आस्तियों के अनुपात में वृद्धि पर कुछ सामान्यकारी प्रभाव डाला था। एम एस एस, जिसके अंतर्गत सरकार ने अवरुद्धता प्रयोजनों के लिए प्रतिभूतियां जारी की थी, वह राजकोषीय और मौद्रिक प्राधिकारियों के बीच अंतरापृष्ठ में एक महत्वपूर्ण मील का पत्थर था, जिसमें राजकोष भी अवरुद्धता की लागत में शेर कर रहा था। संकट की अवधि के दौरान भी राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय चलनिधि समस्याओं के निवारण की दृष्टि से सर्वोत्तम था। आगे बढ़ते हुए, विशेष रूप से केंद्रीय बैंक के तुलन पत्र की मजबूती और विश्वसनीयता में वृद्धि करते हुए एक ऐसे ढांचे में राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय वांछित है, जहां केंद्रीय बैंक की स्वायत्तता के साथ कोई समझौता नहीं किया जाता है।

6.34 तृतीय, देशी और विदेशी आस्तियों की कीमतों में परिवर्तनीयता, नीति हस्तक्षेप के कारण संभावित हानियों, बाह्य आघातों और अन्य अप्रत्याशित प्रणालीगत जोखिम के खिलाफ रक्षा के लिए रिज़र्व बैंक, सांविधिक लेखा परीक्षकों के सुझाव के अनुरूप आरक्षित और पुनर्मूल्यन खातों को मजबूत बनाने की एक अति सक्रिय नीति का अनुसरण कर रहा है और तदनुसार उसने अपनी कुल आस्तियों के 12 प्रतिशत का एक संकेतक लक्ष्य निर्धारित किया है जिसके अंतर्गत यह राशि आकस्मिक और आस्ति विकास आरक्षित निधियों के रूप में अलग रख ली जाएगी। आज के बाजारोन्मुख और वैश्वीकृत वातावरण में बढ़ते हुए मूल्यन और प्रणालीगत जोखिमों के प्रकाश में रिज़र्व बैंक के तुलन पत्र को और मजबूती प्रदान करने की आवश्यकता है, जिसमें इसके अधिशेष सरकार को अंतरित करने के लिए निहितार्थ हैं। तुलन पत्र पर फॉरवर्ड वचनबद्धताओं और संबंधित विदेशी मुद्रा विनिमय दर जोखिमों के संभावित प्रभाव को ध्यान में रखते हुए विदेशी मुद्रा समकरण खाता (ई ई ए) जैसे कुछ पुनर्मूल्यन खातों को वर्धित करने की आवश्यकता है। यह विशेष रूप से संकट के बाद के परिदृश्य में प्रांसगिक है जिसमें अनेक केंद्रीय बैंक पूंजी-मोर्चे पर समस्याओं का सामना कर रहे थे। जहाँ ब्याज और ऋण जोखिम को उन्नत देशों के केंद्रीय बैंक तुलन पत्र में महत्वपूर्ण माना गया है, भारत सहित ई एम डी ई एस में केंद्रीय बैंक, जिनके पास भारी मात्रा में विदेशी मुद्रा आस्तियां हैं, विदेशी मुद्रा विनिमय दर जोखिम का सामना करते हैं और अल्पावधि अवरुद्धता बांडों की लागत से कम पड़ने वाली विदेशी आस्तियों पर प्रतिलाभ-जोखिम का भी सामना करते हैं, यदि वे केंद्रीय बैंक द्वारा जारी किये जाते हैं अथवा देशी आस्तियों पर ब्याज आय को छोड़ दिया गया है।

राजकोषीय सुदृढीकरण पर लौटने की ओर सावधानीपूर्वक अंशांकन और भारत में राजकोषीय मौद्रिक कर्ज प्रबंध समन्वय के दृष्टिकोण के लिए मुख्य अनिवार्यताओं को संघटित करने वाले सार्वजनिक कर्ज प्रबंध में किन्हीं संभावित संस्थागत परिवर्तनों का उचित निर्धारण

6.35 पिछला अध्याय भारत में मध्यावधि में राजकोषीय-मौद्रिक समन्वय के लिए दृष्टिकोण प्रदर्शित करता है। सुधार के बाद की अवधि में अध्याय में वर्णित अनुभवजन्य प्रयोग यह दर्शाता है कि एक बाधा के बाद राजकोषीय घाटा उत्पादन अंतराल और मुद्रास्फीति अंतराल को नियंत्रित करने के बाद भी मांग दर पर ऊर्ध्ववर्ती दबाव डालने की ओर प्रेरित होता है (मौद्रिक नीति दर के लिए जिसे परोक्षी के रूप में इस्तेमाल किया जाता है)। यह, संवृद्धि, कीमत स्थिरता और वित्तीय स्थिरता के ओवरआर्चिंग उद्देश्यों की प्राप्ति के लिए राजकोषीय और मौद्रिक नीतियों के बृहत् समन्वय की आवश्यकता को रेखांकित करता है। वास्तव में, 2008-09 और 2009-10 के दौरान वैश्विक वित्तीय संकट के परिणामस्वरूप राजकोषीय और मौद्रिक नीतियों के समन्वय से संवृद्धि को पुनर्जीवित करने तथा वित्तीय बाजार में स्थिरता बनाये रखने में काफी अधिक सफलता मिली है। अभी हाल की अवधि में हुए परिवर्तनों में भी, जब राजकोषीय घाटा और मुद्रास्फीति उच्च स्तर पर थे और निवेश तथा संवृद्धि कम हो गये थे, समन्वित नीति कार्रवाई की अनिवार्यता प्रतिबिंबित हुई। मुद्रास्फीति के साथ, जो अब कम होने के संकेत दर्शा रही है और उत्पादन अंतराल नकारात्मक हो गया है, अर्थव्यवस्था की वृद्धि की प्रवृत्ति दर को लौटाने के साधन के रूप में निवेश को प्रोत्साहित करना अब वास्तव में आवश्यक हो गया है। वास्तव में, निवेश क्रियाकलाप का पुनर्जीवन ब्याज दरों के अतिरिक्त विभिन्न ढांचागत तत्वों पर निर्भर करता है। भविष्य की ओर दृष्टिपात करते हुए बारहवीं योजना का प्रलेख, 8.0 प्रतिशत की लक्ष्यित औसत दर प्राप्त करने की दृष्टि से अपेक्षित संसाधनों का उत्पादन करने के लिए सार्वजनिक क्षेत्र बचत में सुधार के महत्व का विशिष्टता के साथ उल्लेख करता है। उक्त प्रलेख में, योजना अवधि के दौरान एक ट्रिलियन अमरीकी डॉलर के कुल बुनियादी संरचनागत निवेश का भी अनुमान लगाया गया है जिसमें 50 प्रतिशत से अधिक भाग सार्वजनिक क्षेत्र का होगा। इस संदर्भ में, जैसा कि अनुभव और

अनुभवजन्य प्रयोग द्वारा पुष्ट हुआ है, व्यवस्थित और गुणात्मक राजकोषीय समायोजन प्रक्रिया न केवल बारहवीं योजना के उद्देश्यों की पूर्ति के लिए सुलभता प्रदान करेगी बल्कि सामान्य रूप से समष्टि आर्थिक और वित्तीय स्थिरता और विशेष रूप से संवृद्धि उद्देश्य पर विचार करने के लिए मौद्रिक नीति को अधिक शीर्षांतर (हेडरूम) भी प्रदान करेगी।

6.36 सरकारी कर्ज प्रबंध के लिए जहाँ तक संस्थागत व्यवस्थाओं का प्रश्न है, वैश्विक वित्तीय प्रणाली-समिति द्वारा अधिकृत पॉल फिशर अध्ययन दल (2011) ने प्रत्येक एजेंसी द्वारा अपनी-अपनी भूमिका के लिए स्वतंत्रता और जवाबदेही बनाये रखने के साथ कर्ज प्रबंध और मौद्रिक प्रबंध के बीच घनिष्ठ समन्वय की आवश्यकता को रेखांकित किया है। उक्त दल ने वर्तमान व्यवस्थाओं में परिवर्तन किये जाने के खिलाफ भी चेतावनी दी है, जिसमें कुछ ऐसी विकासशील अर्थव्यवस्थाएं शामिल हैं जहाँ केंद्रीय बैंक कुछ राष्ट्रीय कर्ज प्रबंध (एस डी एम) कार्यों के लिए उत्तरदायी हैं अथवा एस डी एम निरीक्षण में शामिल हैं। उक्त दल के विचारों को हाल के वैश्विक वित्तीय संकट से प्राप्त अनुभव द्वारा आकार दिया गया है, जो यह प्रकट करते हैं कि कर्ज प्रबंध केवल मौद्रिक प्रबंध को ही नहीं बल्कि वित्तीय स्थिरता बनाये रखने को भी प्रभावित करता है। भारत में, यद्यपि केंद्रीय बैंक द्वारा संचालित कर्ज प्रबंध का दीर्घ रेकार्ड प्रभावी रहा है, हाल की अवधि में वैश्विक वित्तीय संकट के अप्रत्यक्ष प्रतिकूल प्रभावों को सफलतापूर्वक टालने का श्रेय कर्ज, चलनिधि/मौद्रिक और विदेशी मुद्रा विनिमय दर प्रबंध के बीच घनिष्ठ समन्वय को जाता है। इस संबंध में प्रक्रियाएं अधिक अच्छी तरह से इसलिए सुसाध्य बन सकीं कि ये कार्य अलग अलग होते हुए भी एक ही संगठन के भीतर टिके हुए थे। ऐसे स्थानों पर जहाँ केंद्रीय बैंक की निभाने योग्य भूमिका यदि एक मात्र नहीं किन्तु सुस्पष्ट रूप से महत्वपूर्ण है, वहाँ सरकार द्वारा लिए गये बहुत अधिक उधारों की मौजूदगी के समष्टि आर्थिक, मौद्रिक और वित्तीय स्थिरता संबंधी निहितार्थ हैं। समस्त राज्य सरकारों का कर्ज प्रबंध इस मुद्दे पर एक अतिरिक्त एवं सुस्पष्ट आयाम रखता है। इस पृष्ठभूमि के समक्ष, इस बात की आवश्यकता है कि कर्ज प्रबंध कार्य को केंद्रीय बैंक से सरकार को अंतरित किये जाने के प्रस्ताव की विषय-वस्तु और गति की समीक्षा की जाए।