

## वैश्विक संकट से केन्द्रीय बैंक को सबक

### स्टेनली फिशर\*

महामंदी के दौरान और उसके बाद कई केन्द्रीय बैंकों और अर्थशास्त्रियों का निष्कर्ष था कि ऐसी स्थिति में आर्थिक गतिविधि को प्रेरित करने के लिए मौद्रिक नीति का प्रयोग नहीं किया जा सकता जिसमें ब्याज दर वस्तुतः शून्य हो, जैसा कि 1930 के दशक के दौरान संयुक्त राज्य की स्थिति थी, और यह स्थिति बाद में 'चलनिधि ट्रेप' के रूप में जानी जाने लगी। संयुक्त राज्य में तत्कालीन स्थिति भी ऐसी रही कि उसमें वित्तीय प्रणाली बहुत अधिक क्षतिग्रस्त हो गयी। यह तो 1963 में फ्रीडमैन और श्वार्टज द्वारा लिखित मॉनिटरी हिस्ट्री ऑफ यूनाइटेड स्टेट्स के प्रकाशन के बाद अर्थशास्त्रियों की पूरी बिरादरी<sup>1</sup> ने इसके ठीक विपरीत दृष्टिकोण को अपनाना शुरू कर दिया कि 'संकुचन वास्तव में मौद्रिक शक्तियों की महत्ता का एक साक्ष्य है'<sup>2</sup>।

2. काफी समय बाद 1983 में बैन बनकि ने यह विचार प्रस्तुत किया कि यह ऋण प्रणाली का विघटन ही महामंदी<sup>3</sup> की प्रमुख विशेषता थी - यह कि मुद्रा आपूर्ति के व्यवहार के बजाय बैंकों के तुलन-पत्रों के जमा पक्ष, पर्याप्त मात्रा में ऋण उपलब्ध कराने में विफलता अथवा असमर्थता की स्थिति महामंदी के दौरान मौद्रिक संप्रेषण के विघटन के लिए मुख्य रूप से जिम्मेदार थी। समय के साथ बनकि के सिद्धांत को

\* मुंबई में 11 फरवरी 2011 को भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा आयोजित तृतीय पी.आर. ब्रह्मानंद स्मारक व्याख्यान के अवसर पर बैंक ऑफ इजराइल के गवर्नर प्रोफेसर स्टेनली फिशर द्वारा दिया गया भाषण। यह भाषण 26 अक्टूबर 2010 को सेंट्रल बैंक ऑफ साइप्रस, निकोशिया में साइप्रस इकोनॉमिक सोसाइटी के समक्ष दिये गये व्याख्यान का संशोधित रूप है। वक्ता बैंक ऑफ इजराइल के सहकर्मियों के प्रति कृतज्ञ है जिनके साथ उन्होंने चर्चा की और पिछले पांच वर्षों के दौरान मौद्रिक नीति के मसलों पर कार्य किया। शोध सहायता के लिए बैंक ऑफ इजराइल के श्री जोशुआ सेनेक के प्रति भी वे कृतज्ञ हैं। वे आतिथ्य प्रदान करने तथा साइप्रस में व्याख्यान के बाद हुई जीवंत परिचर्चा के लिए सेंट्रल बैंक ऑफ साइप्रस के गवर्नर एथैनासियोस ऑरफनाइडेस और उनके सहकर्मियों के प्रति आभारी हैं।

<sup>1</sup> यह विशेष संबोधन इस तथ्य से संबंधित है कि कुछ शोधकर्ता, उदाहरण के लिए क्लार्क वारबर्टन ने फ्रीडमैन और श्वार्टज के कार्य के प्रकाशन के पहले इस बात पर जोर दिया था (उदाहरण के लिए क्लार्क वारबर्टन, डिप्रेशन, इन्फ्लेशन एण्ड मॉनिटरी पॉलिसी : सिलेक्टेड पेपर्स, 1945-1953, जॉन्स हापकिन्स प्रेस 1963, में पुनः मुद्रित लेख देखें)।

<sup>2</sup> मिल्टन फ्रीडमैन और अन्ना जे. श्वार्टज, ए मॉनिटरी हिस्ट्री ऑफ यूनाइटेड स्टेट्स, 1867-1960, प्रिंस्टन यूनिवर्सिटी प्रेस, 1963, पृष्ठ 30.

<sup>3</sup> उदाहरण के लिए देखें बैन एस. बनकि, 'नॉन मॉनिटरी इफेक्ट्स ऑफ दि फाइनेंशियल क्राइसेज इन दि प्रोपोगेशन ऑफ दि ग्रेट डिप्रेशन', अमरीकन इकोनॉमिक रिव्यू, 73 (जून 1983), पृष्ठ 257-76.

मानने वालों की संख्या में बढ़ोतरी हुई और हाल में महा संकुचन के परिणामस्वरूप इनमें और वृद्धि हुई है।

3. इस भाषण में मैं महा संकुचन से मिले नौ प्रारंभिक सबक प्रस्तुत करूंगा और ये मौद्रिक और वित्तीय नीति से संबंधित हैं। मैं ऐसा कुछ घबराहट के साथ कह रहा हूँ क्योंकि हो सकता है कि बाद में एक दसवां सबक भी सामने आ जाए : इस बात को देखते हुए कि महामंदी के दौरान मौद्रिक नीति संप्रेषण व्यवस्था की इस वर्तमान समझ को बनाने में अर्थशास्त्रियों की बिरादरी को पचास साल लगे, लीमन ब्रदर्स के दिवालियेपन के ठीक दो वर्ष बाद महा संकुचन से प्रारंभिक निष्कर्ष निकालना भी बहुत जल्दबाजी होगी। लेकिन मैं भीड़ के साथ चलूँगा और मुझे वहीं बने रहने दीजिए।

### पहला सबक: शून्य ब्याज की निम्नतर सीमा तक पहुंचना विस्तारकारी मौद्रिक नीति का अंत नहीं है

4. इस संकट की शुरुआत तक पाठ्य पुस्तकों का कहना था जब सांकेतिक ब्याज दर शून्य पर पहुंच जाती है तो मौद्रिक नीति अपना प्रभाव खो देती है और केवल राजकोषीय नीति विस्तारकारी नीति का एक साधन बन जाती है जो कि एक विशुद्ध कीसवादी दृष्टिकोण है। अब हम जानते हैं कि एक विस्तारकारी मौद्रिक नीति को चलाने के लिए केन्द्रीय बैंक बहुत कुछ कर सकते हैं - चाहे केन्द्रीय बैंक ब्याज दर को घटाकर वस्तुतः शून्य तक कर दिया गया हो - जैसा कि संकट के दौरान फेड, बैंक ऑफ इंग्लैंड, दी बैंक ऑफ जापान और अन्य केन्द्रीय बैंकों ने किया।

5. सबसे पहले, मात्रात्मक सुगमता(क्यूई) संबंधी एक नीति है जिसका आशय ब्याज दर शून्य रहने पर भी केन्द्रीय बैंक द्वारा आस्तियों का क्रय जारी रखा जाना है। इससे अल्पकालिक ब्याज दर कम नहीं होती है, बल्कि चलनिधि बढ़ती है। इसके अलावा दीर्घकालिक आस्तियों का परिचालन करके, जैसा कि क्यूई2 के मामले में हुआ, केन्द्रीय बैंक दीर्घकालिक ब्याज दरों को प्रभावित कर सकते हैं जिसका बंधक और कंपनी निवेश सहित निजी क्षेत्र की दीर्घकालिक आस्तियों की मांग पर अतिरिक्त प्रभाव पड़ सकता है।

6. संकट के दौरान इस बात को जानने के कई प्रयास किये गये कि किसी निश्चित समय पर कितनी मात्रात्मक सुगमता की आवश्यकता

होती है। इस गणना में इस बात का परिकलन करने के लिए टेलर नियम का प्रयोग किया गया कि किसी निश्चित स्थिति में ब्याज दर (ऋणात्मक) क्या होनी चाहिए, इसके साथ ही मुद्रा आपूर्ति अथवा केंद्रीय बैंक की आस्तियों में वृद्धि का अनुमान लगाया गया जिसके लिए सामान्यतः एक प्रतिशत अंक ब्याज दर कम करने की आवश्यकता होगी और इस प्रकार केंद्रीय बैंक आस्तियों में आवश्यक वृद्धि की गणना की गई। यह एक तार्किक दृष्टिकोण है, लेकिन इसके लिए हमें ध्यान देना होगा कि यह आर्थिक व्यवहार को उस अनुभव की सीमा से बाहर अनुमानित करता है जिस पर टेलर नियम आधारित<sup>4</sup> है।

7. दूसरा, यह भी एक दृष्टिकोण है - जिसे फेड ने 'ऋण सुगमता' का नाम देना चाहा और वह असफल रहा। यह एक ऐसी कार्रवाई थी जो किसी खास ऐसे बाजार को पुनर्जीवित करने के लिए निदेशित थी जिसकी कठिनाइयां वित्तीय प्रणाली में बड़ी समस्याएं पैदा कर रही थीं। उदाहरण के लिए, जब संयुक्त राज्य में वाणिज्यिक पत्रों का बाजार गिर रहा था तो फेड ने एक क्रयकर्ता के रूप में बड़े स्तर पर प्रवेश किया और बाजार को पुनर्जीवित करने में सफल रहा। इसी प्रकार इसने गिरवी के कारोबार को जीवित रखने में एक महत्वपूर्ण भूमिका निभायी। इस संबंध में फेड अंतिम उपाय के रूप में बाजार निर्माता बन गया।

8. जेम्स टोबिन ने एक सुविख्यात लेख में 1963<sup>5</sup> में पूछा कि केंद्रीय बैंक की किन आस्तियों में खुला बाजार परिचालन किया जाना चाहिए। उनके प्रश्न का उत्तर पूंजी का बाजार अर्थात् शेयर बाजार था, क्योंकि इस प्रकार पूंजी की लागत पर सर्वाधिक प्रत्यक्ष प्रभाव पड़ेगा, जिसे बाद में टोबिन क्यू. के रूप में जाना गया तथा जिसे उसने प्रधान मूल्य के रूप में देखा जिसके माध्यम से केंद्रीय बैंक आर्थिक गतिविधि को प्रभावित कर सकते हैं। यद्यपि, केंद्रीय बैंक शेयर बाजार में कभी-कभी ही उतरे हैं - सबसे उल्लेखनीय उदाहरण 1997 में हांगकांग मौद्रिक प्राधिकारी का है। यह अभी मौद्रिक नीति<sup>6</sup> को संचालित करने में एक मान्यता प्राप्त मार्ग नहीं बना है।

<sup>4</sup> जन हैटजियस 'दि स्पेक्टर ऑफ डिफ्लेशन', यूएस इकॉनॉमिक्स एनेलिस्ट में प्रकाशित - गोल्डमैन सैन्स ग्लोबल ईसीएस रिसर्च, मार्च 2009

<sup>5</sup> जेम्स टोबिन, 'एन ऐसे ऑन दि प्रिंसिपल्स ऑफ डेट मैनेजमेंट' - एस्सेल इन इकॉनॉमिक्स, खंड I, समष्टि अर्थशास्त्र, मरखाम पब्लिशर्स (शिकागो), 1971.

<sup>6</sup> कभी-कभी यह आपत्ति उठाई जाती है कि ऐसी कार्रवाइयों के लिए केंद्रीय बैंक द्वारा बहुत अधिक व्यापक हस्तक्षेप की जरूरत होगी, क्योंकि इसे तय करना होगा कि किस कंपनी की आस्तियों को खरीदा जाए। यह सामान्यतः बहुत व्यापक शेयर सूचकांकों को खरीद सकता है।

## दूसरा सबक: एक सुदृढ़ और मजबूत वित्तीय प्रणाली का प्रमुख महत्त्व

9. यह एक ऐसा सबक है जिसके बारे में हम सब सोचते थे कि इसे हम लंबे समय से समझते आ रहे हैं-कम से कम 1990 के दशक के वित्तीय संकट से। लेकिन इसका मुख्य महत्त्व हाल के वित्तीय संकट से पुनः पुष्ट हुआ है।

10. प्रमुख उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में कई उन्नत देशों, जिनमें संयुक्त राज्य, ब्रिटेन, तथा कुछ अन्य यूरोपीय देश शामिल हैं, में संकट की स्थिति काफी खराब रही। 1990 के दशक में वित्तीय संकट की स्थिति ऐसी नहीं थी, मैं स्वीकार करता हूँ कि मैंने ऐसी आशा नहीं की थी कि ऐसा घटित होगा।

11. जिन देशों ने इस अत्यधिक गहरे संकट को झेला है और जिन देशों ने इस संकट के दौरान कमोबेश मानक व्यापार चक्र का अनुभव किया उनमें महत्वपूर्ण अंतर यह रहा कि उनके अपने वित्तीय क्षेत्र में क्या घटित हुआ। उन देशों पर उत्पादन संकट का गहरा प्रभाव पड़ा जिन्हें वित्तीय क्षेत्र संकट का सामना करना पड़ा।

12. अपनी महत्वपूर्ण पुस्तक, 'दिस टाइम इज डिफरेंट', में कारमैन रेनहार्ट और केन रोगॉफ<sup>7</sup> इस तथ्य का प्रमाण देते हैं कि कई देशों में मंदी, जिसमें वित्तीय संकट भी शामिल है, उन देशों से अधिक गंभीर थी जहां पर यह मंदी नहीं थी। यह संयोगवश नहीं है क्योंकि वित्तीय प्रणाली के ढहने से न केवल वित्तीय मध्यस्थता की प्रभावकारिता कम होती है बल्कि मौद्रिक प्रेषण तंत्र पर भी इसका प्रभाव पड़ता है और इस प्रकार संकट के वास्तविक प्रभावों को कम करने की केंद्रीय बैंक की क्षमता प्रभावित होती है।

13. यदि वित्तीय प्रणाली अप्रभावित रहती है तो ब्याज दर कम करने की मानक प्रतिचक्रिय मौद्रिक नीति अनुक्रिया, निवेश वस्तुओं तथा आवास से लेकर टिकाऊ उपभोक्ता वस्तुओं तक टिकाऊ वस्तुओं की खरीद के प्रोत्साहन के रूप में होती है। ऐसा इस संकट के दौरान हुआ। ऐसे बहुत से देश थे जो वित्तीय संकट से नहीं गुजरे लेकिन उन्होंने वैश्विक संकट के प्रतिकूल प्रभावों से निपटने के लिए तेजी से ब्याज दरों में कमी की। ऐसे देश अन्य देशों की तुलना में बड़ी तेजी से वृद्धि की ओर वापस लौटे और जल्दी ही वहां आस्ति मूल्यों, विशेष रूप से आवास के मूल्य में तीव्रता से वृद्धि हुई। ये देश आस्ट्रेलिया, कनाडा, चीन, इजराइल, कोरिया, नार्वे और सिंगापुर थे।

<sup>7</sup> कारमैन एम. रेनहार्ट और केनथ एस. रोगॉफ, दिस टाइम इज डिफरेंट, प्रिंसटन यूनिवर्सिटी प्रेस, 2009

14. अगला प्रश्न है कि एक सुदृढ़ और जीवंत वित्तीय प्रणाली को बनाये रखने के लिए क्या किया जाना चाहिए। इस प्रश्न के कुछ उत्तर बासेल समिति की वित्तीय क्षेत्र और विनियामक सुधार संबंधी कई सिफारिशों में पाये जा सकते हैं। अब इन सिफारिशों को जी20 के सभी देशों तथा कुछ और देशों तथा वित्तीय स्थिरता बोर्ड (एफएसबी) पर भी लागू कर दिया गया है।

15. ये सिफारिशें विशेष रूप से बैंकों की पूंजी अपेक्षाओं से संबंधित हैं जिन अपेक्षाओं को बासेल समिति और एफएसबी ने तेजी से बढ़ाने की सिफारिश की है। साथ ही टियर I और टियर II पूंजी के रूप में गुणवत्ता प्राप्त करने हेतु आस्तियों के लिए अपेक्षाओं को कठोर बनाने की भी सिफारिश की है। इसके अलावा सिफी (प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण वित्तीय संस्थाओं, सामान्यतः प्रमुख अंतरराष्ट्रीय परिचालनों वाला कोई बैंक) के समाधान के तौर-तरीकों सहित प्रोत्साहनों की संरचना पर, कारपोरेट गवर्नेन्स पर, प्रतिचक्रिय पूंजी अपेक्षाओं की व्यावहारिकता पर, समाधान व्यवस्थाओं-साथ ही कुछ अन्य विषयों<sup>8</sup> पर सिफारिशें की गई हैं। साथ ही प्रणालीगत पर्यवेक्षण और इसके संगठन पर भी फोकस किया गया है। इसी विषय पर हम शीघ्र ही चर्चा करेंगे।

16. सिफारिशें उचित हैं परंतु मुख्य प्रश्न यही है कि इन्हें कब और कैसे लागू किया जाएगा, और राजनीतिक दबाव इन्हें लागू करने का पक्ष लेगा और/या इन्हें धीरे-धीरे कमजोर करेगा। इनमें से कुछ सिफारिशों को 2019 तक लागू किया जाना है और चिंता की बात भी यही है कि सभी यह भूल जाएंगे कि इतने बड़े बदलाव अनिवार्य क्यों माने जा रहे हैं और आखिर ये जरूरी क्यों हैं। इस संघर्षी दबाव का एक तत्त्व तो इस चिंता में देखा ही जा सकता है कि बहुत से देशों में बैंकों ने पूंजी की अपेक्षाओं को बहुत तेजी से सख्त नहीं बनाया है क्योंकि रिकवरी को गतिमान रखने के लिए क्रेडिट का विस्तार आवश्यक है।

### तीसरा सबक: समष्टि विवेकपूर्ण पर्यवेक्षण की जरूरत<sup>9</sup>

17. समष्टि विवेकपूर्ण नीति या पर्यवेक्षण की अभी तक कोई स्वीकार्य परिभाषा नहीं बन पाई है, लेकिन इसके अभिप्राय में दो तत्त्व तो शामिल हैं ही कि पर्यवेक्षण का संबंध समस्त वित्तीय प्रणाली से है और इसमें प्रणालीगत अंतःक्रियाएं निहित हैं। वैश्विक वित्तीय संकट में ये दोनों

<sup>8</sup>उदाहरणार्थ: फाइनेंशल सर्विसेस ऑथरिटी, दि टर्नर रिव्यू: ए रेग्युलेटरी रिसांस टू दि ग्लोबल क्राइसिस, मार्च 2009।

गुप ऑफ थर्टी, फाइनेंशल रिफार्म - ए फ्रेमवर्क फॉर फाइनेंशल स्टेबिलिटी, जनवरी 2009 तथा

एचएम ट्रेजरी, ए न्यू अप्रोच टू फाइनेंशल रेग्यूलेशन, जुलाई 2010।

तत्त्व स्पष्ट थे, साथ ही संकट के विश्लेषणों में बारंबार शैडो बैंकिंग प्रणाली की भूमिका पर और लीमन के दीवाले से पड़े विश्वव्यापी प्रभावों पर जोर दिया गया।

18. इस प्रकार हम बहुत व्यापक स्तर पर वित्तीय प्रणाली के नियमन के बारे में बात कर रहे हैं, जो कि बैंकिंग प्रणाली से काफी आगे चले जाते हैं। समष्टि विवेकपूर्ण नीति के घटकों पर विचार करते समय हम भी बैंक पर्यवेक्षण से आगे तक निकल रहे हैं और इसलिए हम ऐसे विषय पर चर्चा कर रहे हैं जो अलग-अलग नियामकों के बीच समन्वय की अपेक्षा रखता है।

19. यह स्पष्ट नहीं है कि क्या केन्द्रीय बैंक के आधुनिक कानूनों में वित्तीय स्थिरता के दायित्व (या योगदान) को शामिल किया जाना, जैसे कि यूरोपियन सेंट्रल बैंक (ईसीबी), बैंक ऑफ इंग्लैंड और बैंक ऑफ इजराइल सहित कई अन्य के कानूनों में है, उस चिंता को प्रकट करता है जिसने समष्टि विवेकपूर्ण पर्यवेक्षण पर अथवा मुख्य रूप से अंतिम ऋणदाता के रूप में केन्द्रीय बैंक की पारंपरिक भूमिका को बल दिया। जिसने भी अफरा-तफरी के विषय पर बेगहॉट को पढ़ा है वह यह नहीं सोच सकता कि प्रणालीगत संकट की संभावना को समझना कोई नई समस्या है। तथापि अभी-अभी हुए इस संकट की अंतर-संबद्धता ने इसके महत्त्व को और भी उजागर किया है। इस संकट-अर्थात् सब-प्राइम संकट-को प्रारंभ में ऐसी समस्या के रूप में देखा गया जिससे निपटा जा सकता है, परंतु धीरे-धीरे यही संकट महामंदी के बाद का सबसे दुखद वित्तीय संकट बन गया। इसमें गिरवी के आधार पर वित्तीय लिखत तैयार किये गये थे और लीमन के दिवालिया हो जाने के बाद यह प्रकट हुआ कि वित्तीय संस्थाओं के बीच का आपसी संबंध नीति निर्माताओं ने जितना सोचा था उससे कहीं अधिक था।

20. केन्द्रीय बैंकों के पास कौन-कौन से समष्टि विवेकपूर्ण नीतिगत उपाय होते हैं? पहला तो यह कि उनके पास विश्लेषणपरक क्षमताएं होती हैं और वे महत्त्वपूर्ण मुद्दों पर नीतिनिर्माताओं को आगे लाने तथा जनता को प्रबुद्ध बनाने की क्षमता रखते हैं। एक दशक से भी ज्यादा समय से कुछ केन्द्रीय बैंकों द्वारा प्रकाशित वित्तीय स्थिरता रिपोर्टों में ये बातें स्पष्ट दिखाई देती हैं।

21. समष्टि विवेकपूर्ण नीति के अन्य उपाय कौन-कौन से हैं? वित्तीय संकट के बाद से केन्द्रीय बैंक इनकी तलाश में जुटे हुए हैं, लेकिन इस

<sup>9</sup> इस खंड में मैंने व्यापक रूप से उन अभिमतों को रखा है जो एक सिम्पोजियम के दौरान नार्जेस बैंक में पैनल चर्चा में दिये थे। 'उपयोगी केन्द्रीय बैंक क्या है' शीर्षक यह सिम्पोजियम 18 नवंबर 2010 को आयोजित किया गया था और शीघ्र ही 'नार्जेस बैंक - अकेजल पेपर्स' श्रृंखला में प्रकाशित होगा।

तलाश का कोई खास परिणाम नहीं मिला। कुछ केन्द्रीय बैंकों ने प्रतिक्रियीय पूंजी अपेक्षाओं<sup>10</sup> को समष्टि विवेकपूर्ण नीतिगत उपाय के रूप में परिभाषित किया है, यह मानते हुए कि ये समष्टि आर्थिक आकलन को प्रकट करते हैं और ये संपूर्ण बैंकिंग प्रणाली पर लागू होते हैं। इसके बावजूद ये खास तौर पर प्रणालीगत अंतर्क्रिया को नरम बनाने का लक्ष्य लेकर नहीं चलते और इस प्रकार यह स्पष्ट नहीं है कि ये मूल आदर्शपरक समष्टि विवेकपूर्ण नीतिगत उपाय हैं।

22. अधिक सामान्य रूप से कहा जाए तो कुछ विशिष्ट समष्टि विवेकपूर्ण नीतिगत उपाय हैं और इस प्रणालीगत अंतर-संबंधों से निपटने में केन्द्रीय बैंकों और वित्तीय पर्यवेक्षकों द्वारा जो उपाय किये जा सकते हैं वे मानक व्यष्टि विवेकपूर्ण उपाय या उनके संशोधित रूप होंगे।

23. इस विश्वव्यापी संकट के दौरान देशी वित्तीय संकट से प्रभावित नहीं होने वाली अन्य अर्थव्यवस्थाओं की तरह इजराइल को भी आवास की कीमतों में उछाल के खतरे से निपटना पड़ा। एक दशक तक क्रमिक गिरावट के बाद मकानों की कीमतें पिछले दो बरस में लगभग 40 प्रतिशत बढ़ी हैं। बैंकों के आवासन क्षेत्र मॉडल से ज्ञात होता है कि 2010 के मध्य में ये कीमतें अपने दीर्घावधिक संतुलन स्तर से बहुत ऊपर नहीं रहीं, लेकिन बढ़ती की तेज दर शुरू हुई तो ये दरें संतुलन स्तर से काफी ऊपर चली जाएंगी। इसके अलावा, आवासन बाजार का वातावरण लगातार बुलबुले जैसा बन रहा है, साथ ही इस चर्चा से भी इस बात को बल मिलता रहा है कि आवास कीमतें और ज्यादा बढ़ें इससे पहले खरीदने की जरूरत है।

24. चूंकि विदेशी मुद्रा विनिमय दर तेजी से बढ़ रही थी अतः बैंक ने यह सोचा कि जहां तक संभव हो केन्द्रीय बैंक की ब्याज दर को बहुत तेजी से नहीं बढ़ाया जाए। चूंकि बैंक पर्यवेक्षण का कार्य बैंक ऑफ इजराइल में ही स्थित है इसलिए बैंक में नीतिगत चर्चा का परिणाम यह रहा कि पर्यवेक्षक ने ऐसे उपाय किये जिनका प्रभाव गिरवी की बढ़ी हुई ब्याज दरों के रूप में रहा और इसने अन्य ब्याज दरों को प्रभावित नहीं किया। इन उपायों के साथ-साथ सरकार द्वारा किये गये कर और अन्य उपायों सहित भवन निर्माण के लिए भूमि की आपूर्ति बढ़ाने के उपायों ने मकानों की कीमतों की बढ़ती दरों को कम करना शुरू किया। यद्यपि यह जानने में अभी भी कुछ समय लगेगा कि क्या ऐसा हुआ है।

25. नये उपायों की घोषणा करते समय बैंक ऑफ इजराइल ने इस बात पर जोर दिया कि वे समष्टि विवेकपूर्ण हों और उनका लक्ष्य

<sup>10</sup> यद्यपि ये पूंजीगत अपेक्षाएं अनुचक्रियता की दृष्टि से अलग-अलग होती हैं, फिर भी प्रयास यह है कि अर्थव्यवस्था पर इनके प्रभाव की दृष्टि से प्रतिक्रियीय रुख अपनाया जाए। इसलिए इन्हें प्रतिक्रियीय रूप में परिभाषित किया गया है।

वित्तीय स्थिरता सुनिश्चित करना था। भाषणों में हमने उल्लेख किया कि हमारे उपाय मकानों की माँग को ध्यान में रखकर किये गये हैं और आपूर्ति बढ़ाने वाले उपाय करना ही वांछनीय होगा। इसके ठीक बाद सरकार द्वारा किये गये उपाय यही करने के लिए डिजाइन किये गये थे।

26. इस मामले में केन्द्रीय बैंक ऐसी सुखद स्थिति में था क्योंकि नीतिगत उपाय उसके हाथ में थे जिनकी सहायता से वह वित्तीय अस्थिरता के संभावित स्रोत से सीधे ही निपटने में सक्षम रहा। इसके अलावा, आवासों के लिए वित्तपोषण का मुख्य स्रोत बैंक ही थे इसलिए ऐसी संभावना नहीं थी कि बैंक ऑफ इजराइल द्वारा किये गये उपायों को केन्द्रीय बैंक के पर्यवेक्षण में नहीं आने वाली अन्य संस्थाएं कमजोर कर दें। बावजूद इसके हम जानते थे कि कीमतों की बढ़ती से निपटने के बेहतर तरीके हैं, और यह जरूरी था कि इस लक्ष्य को पाने में सरकार से सहयोग किया जाए।

27. यहां तक कि बैंकिंग पर्यवेक्षण भी करने वाले केन्द्रीय बैंक में यह प्रश्न उठता है कि समष्टि विवेकपूर्ण नीति के साथ कैसे सर्वोत्तम समन्वय किया जाए। बैंक ऑफ इजराइल के मामले में, जो कि अभी भी एकल-निर्णयकर्ता मॉडल के तहत परिचालन करता है, (लेकिन शीघ्र ही वह ऐसा करना बंद कर देगा क्योंकि केन्द्रीय बैंक के नए कानून प्रभावी हो जाएंगे), समन्वय का कार्य अपेक्षाकृत आसान था क्योंकि बैंक के पर्यवेक्षक को असांविधिक आंतरिक मौद्रिक नीति सलाहकार समिति में शामिल करना संभव था और विस्तारित समिति का प्रयोग समष्टि विवेकपूर्ण निर्णयों के लिए सलाहकार निकाय के रूप में किया जा सकता था।

28. अधिक सामान्य रूप से कहें तो समष्टि विवेकपूर्ण पर्यवेक्षण में दो या अधिक पर्यवेक्षक एजेंसियों द्वारा कार्रवाई अपेक्षित हो सकती है और तब यह मुद्दा उठता है कि इनके क्रियाकलापों में कैसे सर्वोत्तम समन्वय किया जाए। एक साधारण मॉडल उन लोगों को प्रभावी लग सकता है जिन्होंने ब्यूरोक्रेसी में काम नहीं किया है, इसमें सामने आने वाली किसी भी समस्या से निपटने के लिए रणनीति तैयार करने में पर्यवेक्षकों का सहयोग अपेक्षित रहेगा। हालांकि ऐसे परिवेश में बराबरी वालों के बीच सहयोग कठिन होता है, या यों कहें कि संकट के दौरान सहयोग अपर्याप्त ही रहता है।

29. इस प्रकार यह आवश्यक है कि एक ऐसी व्यवस्था स्थापित की जाए ताकि यह सुनिश्चित हो सके कि समष्टि विवेकपूर्ण नीतिगत निर्णय पर्याप्त शीघ्रतापूर्वक और इस प्रकार लिये जाते हैं कि प्रणालीगत



अंतर-संबंधों को ध्यान में रखा जाता है। पर्यवेक्षण की इष्टतम संरचना के विषय पर इस हाल ही के संकट से ठीक पहले विचार किया गया था, जिसमें यूके का एफएसए केन्द्रीय बैंक से बाहर एकात्मक नियामक का प्रोटोटाइप के रूप में था, दोहरे शीर्षी वाला डच मॉडल एक अन्य प्रोटोटाइप था और बहुत से नियामकों के बीच समन्वय और गैर-समन्वय के विभिन्न मॉडल थे जो अतिरिक्त संभावित मॉडल का उदाहरण प्रस्तुत कर रहे थे।

30. वित्तीय संकट के दौरान पर्यवेक्षण की इस इष्टतम संरचना का मुद्दा काफी तेज फोकस में आ गया, यूनाइटेड किंगडम में वित्तीय संकट से बचाव करने में एफएसए की विफलता का इस वाद-विवाद पर महत्वपूर्ण प्रभाव पड़ा। यूनाइटेड स्टेट्स, यूरोप और यूनाइटेड किंगडम में प्रमुख सुधारों के संबंध में कानून बनाये गये हैं। डॉड-फ्रैंक बिल में समन्वयन का दायित्व नियामकों की समिति को दिया गया है जिसकी अध्यक्षता ट्रेजरी के सचिव करते हैं। यूके में समस्त वित्तीय पर्यवेक्षण का दायित्व एक प्रकार से बैंक ऑफ इंग्लैंड को अंतरित कर दिया गया है और गवर्नर की अध्यक्षता में वित्तीय स्थिरता समिति को वे दायित्व सौंपे गये हैं। नई समिति की संरचना और परिचालन मौद्रिक नीति समिति के अनुभव पर आधारित होंगे, लेकिन समितियों के कामकाज के तरीकों में महत्वपूर्ण अंतर संभावित हैं। फ्रांस और आस्ट्रेलिया सहित दूसरे देशों में वित्तीय पर्यवेक्षण का समन्वय गवर्नर की अध्यक्षता वाली समिति द्वारा किया जाता है।

31. इस अवस्था में यह स्पष्ट है कि प्रणालीगत पर्यवेक्षण में समन्वय के लिए विभिन्न संस्थागत संरचनाएं होती हैं और हमें अनुभव से यह सीखना होगा कि कौन-सी व्यवस्था कारगर है और कौन-सी नहीं और यह संभावना है कि परिणाम देश-विशेष के अनुसार होंगे।

32. वित्तीय क्षेत्र के पर्यवेक्षण में यह भी बहुत संभावित है कि केन्द्रीय बैंक ही केन्द्रीय भूमिका निभाएंगे खासकर इसके समष्टि विवेकपूर्ण पक्षों में और बहुत से देशों में केन्द्रीय बैंक को दायित्व का अंतरण किया जाएगा।

### चौथा सबक: बुलबुलों से निपटना

33. इस संकट में एक दुर्घटना का शिकार फेड के उस सिद्धांत को भी होना पड़ा कि बुलबुला समझी जानेवाली आस्ति की कीमतों और स्थितियों के प्रति केन्द्रीय बैंक तब तक प्रतिक्रिया न करें जब तक कि वह बुलबुला फूट नहीं जाता है। या यों कहिए कि बुलबुले के फूटने का इंतजार कीजिए और परिणामस्वरूप जो कचरा फैले उसे साफ कीजिए।

34. इस दृष्टिकोण का जन्म 1990 के दशक में विस्तार और स्टॉक मार्केट में उछाल से हुआ। यह तो सर्वविदित है कि 1996 में अपने एक भाषण में अध्यक्ष ग्रीन स्पैन ने उस समय कहा जब डो जोन्स 6,400 के आसपास था, कि स्टॉक मार्केट 'औचित्यहीन तेजी' दिखा रहे हैं। अध्यक्ष के प्राधिकार के बावजूद मार्केट कुछ एक दिन तो स्थिर रहे और फिर से ऊपर की ओर चल पड़े। यहां तक कि 10,000 अंक से ऊपर चले गये। इस बात के लिए फेड की व्यापक प्रशंसा हुई कि उस अवधि के दौरान बढ़ोतरी बनी रही, जो कि इस निष्कर्ष पर आधारित था कि उत्पादकता की दर में वृद्धि हुई थी और अर्थव्यवस्था में वृद्धि की दर पूर्व के अनुमान से अधिक रही, वह भी बिना मुद्रास्फीति को बढ़ाए।

35. जब सन 2000 में डाट-कॉम का बुलबुला फूटा था तो 'स्वच्छता अभियान' काफी सफल प्रतीत हुआ था। फेड ने ब्याज दरों में तेजी से कटौती की और मंदी अपेक्षाकृत कमजोर साबित हुई। इससे हुई हानि भी कम ही रही। निःसंदेह इस पर काफी चर्चा रही कि मंदी के परिणामस्वरूप फेड ने ब्याज दरों को लंबे समय तक काफी कम रखा या नहीं रखा, और इस प्रकार से आगामी - और अधिक गंभीर - संकट के लिए आधार तैयार हुआ। यहां तक कि उस प्रकार का तर्क करने वाले यह सुझाव नहीं देते कि परवर्ती संकट इस निर्णय का अपरिहार्य परिणाम था कि 1990 के दशक के आखिरी समय में बुलबुले को फोड़ने का प्रयास नहीं किया गया।

36. मेरा विश्वास यह है कि 'स्वच्छ करो' का निर्णय गुमराह करने वाला था। इस मुद्दे को सामान्यतया इस रूप में सामने रखा गया - 'क्या केन्द्रीय बैंक को बुलबुले को फोड़ने का प्रयास करना चाहिए?' इस वाद-विवाद में 'नहीं' का पक्ष लेने वाले यह तर्क दे रहे थे कि बुलबुले को फोड़ने के लिए ब्याज दरों में काफी वृद्धि करने की जरूरत पड़ती और ऐसा करने से गंभीर मंदी शुरू हो जाती। यह प्रश्न यदि इस प्रकार होता कि 'क्या फेड को ब्याज दर निर्धारित करते समय आस्ति की कीमतों पर कार्रवाई करनी चाहिए?' तो जवाब शायद हाँ होता, यद्यपि संभावित है कि इसे भी मुद्रास्फीति को लक्ष्य करके बनाये गये दृष्टिकोण के चश्मे से देखा जाता। कह सकते हैं कि यदि अत्यधिक ऊँची आस्ति कीमतों से भविष्य की कीमत या उत्पादन स्तरों का प्रभावित होना अपेक्षित है तो केन्द्रीय बैंक द्वारा ब्याज दर का निर्णय लेते समय इनको हिसाब में लिया जाना उचित ही है।

37. यही प्रश्न यदि आज पूछा जाए तो संभव है कि इसका जवाब समष्टि विवेकपूर्ण पर्यवेक्षण के परिप्रेक्ष्य में दिया जाए और इस संभावना के संदर्भ में दिया जाए कि आस्ति कीमतों पर ब्याज दर के प्रभावों के पूरक के रूप में विनियामक उपायों को लागू किया जा सकता है।

38. समष्टि विवेकपूर्ण पर्यवेक्षण की जरूरत की सामान्य रूप से स्वीकार्यता से यह साफ प्रतीत होता है कि 'स्वच्छता अभियान' की व्यवस्था को वापस लिया जा रहा है, यद्यपि ऐसी परिस्थितियां हो सकती हैं जिनमें ऐसा दृष्टिकोण न्यायोचित हो सकता है, खासकर स्टॉक-मार्केट के ऐसे उछाल के दौर में जब उसके धराशायी हो जाने से शेष वित्तीय प्रणाली के लिए कोई बड़ा खतरा न हो।<sup>11</sup>

### पांचवां सबक: अंतिम ऋणदाता और इतना बड़ा कि विफल होने नहीं दिया जा सकता

39. इस दृष्टिकोण की लंबी और विशिष्ट विरासत है कि केन्द्रीय बैंक को अंतिम ऋणदाता होना चाहिए और हाल ही के संकट के दौरान विभिन्न देशों में केन्द्रीय बैंकों ने अंतिम ऋणदाता के रूप में कार्य किया है। केन्द्रीय बैंक के लिए अंतिम ऋणदाता बनने का मामला चलनिधि संकट की स्थिति में स्पष्ट है - ऐसा संकट जो चलनिधि की अस्थायी कमी से पैदा होता है, खासकर वित्तीय संक्रास के समय - लेकिन दिवालियेपन के मामले में ऐसा कम होता है।

40. इसमें मुख्य अंतर यह है कि चलनिधि संकट के मामले में केन्द्रीय बैंक द्वारा उस दिशा में निर्णायक कार्रवाई की जाती है जिसकी वकालत बेगहॉट ने की थी, जिसके अनुसार सरकारी क्षेत्र पर अधिक समय तक वित्तीय बोझ डाले बिना स्थिति का समाधान किया जा सकता है।<sup>12</sup> दिवालियेपन के मामले में सरकारी क्षेत्र पर दीर्घावधिक वित्तीय बोझ पड़ रह सकता है - यद्यपि केन्द्रीय बैंक और सरकार ने जिन विभिन्न संकटों में पुरजोर हस्तक्षेप किया और संक्रास से निपटे उनमें सरकारी क्षेत्र को इस हस्तक्षेप से लाभ मिला।<sup>13</sup>

41. यह देखते हुए कि केन्द्रीय बैंक के लाभार्जन अंततः सरकार को अंतरित किये जाते हैं, केन्द्रीय बैंक द्वारा लगभग प्रत्येक वित्तीय कार्रवाई का सरकार के लिए राजकोषीय महत्त्व होता है। खासकर तब जब केन्द्रीय बैंक वित्तीय स्थिरता में सहायता की कार्रवाई में शामिल हो, जैसे कि खास-खास बैंकों को या समस्त वित्तीय प्रणाली को आपातकालीन चलनिधि प्रदान किया जाना।

42. सिद्धांत रूप में चलनिधि और दिवालियेपन की समस्याओं के बीच जो विभेद है उससे संकट के दौरान केन्द्रीय बैंक और सरकार द्वारा

<sup>11</sup> इस परिस्थिति का उल्लेख कभी-कभी यह स्पष्ट करने के लिए किया जाता है कि 2001-02 की मंदी के दौरान 'स्वच्छता अभियान' का नजरिया क्यों सफल रहा।

<sup>12</sup> इसमें नैतिकता के खतरे का मुद्दा एक किनारे रह जाता है, इस पर शीघ्र ही चर्चा की जाएगी।

<sup>13</sup> यह कहना बड़ा ही लुभावना है कि चलनिधि संकट को इस प्रकार भी परिभाषित किया जा सकता है कि सरकारी क्षेत्र को इससे लाभ हो। तथापि, सरकारी क्षेत्र का लाभ इस बात पर निर्भर है कि इसके निवेशों की कीमत और संरचना क्या रखी गई और इस तरह से प्रश्न और जटिल हो जाता है।

संकट निवारण की कार्रवाई को दिशा मिलनी चाहिए। उदाहरण के लिए, इजराइल के कानून में यह प्रावधान है कि चलनिधि समस्या से निपटने के लिए वहां का केन्द्रीय बैंक अपनी ओर से हस्तक्षेप कर सकता है, लेकिन दिवालिया हो चुकी वित्तीय संस्था को अपने हाथ में लेने के लिए ट्रेजरी और सरकार से प्राधिकृत कराने की जरूरत होती है। हालांकि, व्यवहार में चलनिधि समस्या और दिवालियेपन की समस्या में जो अंतर है, और आरंभ में जो चलनिधि संकट प्रतीत होता है, वह तेजी से दिवालियेपन का संकट बन जाता है। संक्षेप में कहें तो वित्तीय संकट के प्रत्येक स्तर पर निर्णय लेना अपेक्षित है जैसा कि सामान्यतया केन्द्रीय बैंकिंग में होता है।

43. वित्तीय संकट से निपटते समय इतना बड़ा कि विफल होने नहीं दिया जा सकता का और इससे सम्बद्ध नैतिकता के खतरे का मुद्दा दोनों ही वित्तीय संकट से निपटने में बार-बार आने वाली समस्याएं हैं। यदि किसी वित्तीय संस्था में विशुद्ध रूप से चलनिधि की समस्या है तो जरूरत के समय केन्द्रीय बैंक को अपनी वित्तीय स्थिरता की भूमिका में उस संस्था के लिए अंतिम ऋणदाता के रूप में कार्य करना चाहिए। खास कठिनाइयां तो तब पैदा होती हैं जब संस्था 'बहुत बड़ी' या 'आपस में इतना ज्यादा जुड़ी हुई कि उसे विफल होने नहीं दिया जा सकता' वाली हो। यह भी कह सकते हैं कि इसे विफल होने दिया गया तो वित्तीय संकट काफी बढ़ जाएगा, उदाहरण के लिए - नाटकीय रूप में कहें तो - मंदी महामंदी में बदल जाएगी।

44. आदर्शतः, नियामक और विधिक प्रणाली को एक समाधानपरक व्यवस्था तैयार करनी चाहिए जिसके द्वारा दिवालिया घोषित हो चुकी संस्था को विफल होने की और क्रमिक प्रक्रिया के अनुसार काम समेटने की अनुमति दी जानी चाहिए। बड़ी वित्तीय संस्थानों के लिए (एसआइएफआइ) हमने अब तक ऐसी प्रणाली परिचालन में नहीं देखी है, यद्यपि हाल ही के संकट से एक महत्त्वपूर्ण सबक तो यही मिला है कि इस प्रकार की संरचना तैयार करने की जरूरत है। ये कठिनाइयां बहुस्तरीय हैं खासकर विश्वव्यापी बैंकों के लिए जो बहुत से देशों और विभिन्न प्रकार की कानूनी व्यवस्थाओं और संगठनात्मक संरचना (उदाहरण के लिए शाखा बनाम सहायक इकाई) के तहत कारोबार करते हैं। बासेल समिति और वित्तीय स्थिरता बोर्ड इस मुद्दे पर तैयारी कर रहे हैं और इसे काँटों भरा पाया है, और इसी के साथ उन्हें संतुष्ट होना पड़ रहा है।

45. जब सरकारें वित्तीय प्रणाली में स्थिरता लाने में मदद करती हैं या बीमे की किसी भी प्रणाली के तहत कार्य करती हैं तो सामान्यतया नैतिक खतरा मौजूद रहता है। अंतिम ऋणदाता के मामले में वास्तविक

चिंता यह है कि ऐसे ऋणदाता के होने मात्र से वित्तीय संस्थानों को अधिक जोखिम लेने का प्रोत्साहन मिलता है, क्योंकि वे जानते हैं कि आपत्ति आई तो उन्हें बेल-आउट मिलेगा अर्थात् वे बचा लिये जाएंगे। यहां यह प्रश्न है कि 'ये' कौन हैं? सामान्यतया यह स्वीकृत है और ऐसा उचित ही है कि यदि कोई वित्तीय संस्था दिवालिया हो जाती है तो इक्विटी धारकों को बचाया नहीं जाना चाहिए<sup>14</sup>। सामान्यतया यह मान लिया जाता है कि भुगतान व्यवस्था को बचाए रखने के लिए एक आकार विशेष की जमाराशि रखने वाले जमाकर्ताओं को बचाया जाना चाहिए, शायद जमाराशि की बीमा की सीमा तक यद्यपि वित्तीय संकटों में सरकारें बार-बार जमाराशि की सुरक्षा व्यवस्था को सामान्य सीमाओं से आगे बढ़ाती हैं।

46. सर्वाधिक कठिन मुद्दा बॉन्डधारकों से जुड़ा हुआ है। यदि कोई वित्तीय संस्था दिवालिया हो जाती है तो बॉन्डधारकों को हानियों में हिस्सेदारी करनी होगी और करनी चाहिए। इसके बावजूद कई बार सरकारें बैंकों के उन दावों के लिए भी गारंटी देती हैं जो जमाराशियों के दावों से इतर होती हैं, उदाहरण के लिए अल्पावधि के कागजात। क्यों? इसका जवाब तो यही हो सकता है कि वित्तीय संकट में सरकारें दिवालियेपन का प्रपाती प्रभाव रोकने के लिए काफी दूर तक जाने की इच्छा रखती है, यदि बॉन्डधारकों को अपना लाभ प्राप्त करने के लिए शीघ्रता करनी पड़ी तो ऐसा प्रभाव संभावित है। अथवा इसे और भी सरल रूप में कहें तो बैंकों के जमाराशि जैसे दायित्वों और इक्विटी जैसे दावों के बीच एक विभाजन रेखा खींचना बहुत कठिन कार्य है। इसके अलावा यह तर्क दिया जा सकता है कि एक बार बाजार यह जान जाए कि बॉन्ड की खासकर अल्पावधिक पेपर की कीमतें संकट के समय कुछ ज्यादा ही घट सकती हैं तो सामान्य समय में बैंक से वित्तपोषण की लागत में वृद्धि होने की संभावना रहती है।

47. ऐसे ही विषय पर एक दशक पहले भी विचार किया गया था जब आइएमएफ ने सरकारी ऋण पुनर्संरचना व्यवस्था की संभावना का प्रयास किया। उस समय यह तर्क दिया गया कि सरकारी बॉन्डों की पुनर्संरचना का कार्य न्यूयार्क में जारी किये गये उन बांडों की तुलना में काफी आसान होना चाहिए जिनमें पुनर्संरचना के लिए धारकों के बीच मतैक्य अपेक्षित है। तदनुसार यह भी प्रस्ताव किया गया कि सरकारी बॉन्डों में सीएसी शामिल होनी चाहिए - अर्थात् कलैक्टिव एक्शन क्लॉज, जो कि पुनर्संरचना के लिए बहुमत (या न्यूनतम 100 प्रतिशत से कम) अनुमोदन की अनुमति देगी। यह विषय अत्यधिक विवादास्पद था और संभावित कर्जदारों ने आपत्ति जाहिर की कि इसे शामिल करने से वित्तपोषण की लागत बढ़ जाएगी। ऐसी स्थिति में यह सामने आया कि लन्दन में जारी किये गये कुछ बॉन्डों में यह उपबंध पहले ही विद्यमान

<sup>14</sup> संभवतः यही बात गैर वित्तीय संस्थाओं पर भी लागू होती है।

था (तथा कथित ब्रिटिश ट्रस्ट डीड इन्स्ट्र्यूमेन्ट्स) और वित्तपोषण की लागत पर इनका प्रभाव भी कम प्रतीत हुआ। इसके बाद मैक्सिको सहित कुछ देशों ने सरकारी बॉन्डों में सीएसी को शामिल किया, प्रतीत तो यही हुआ कि इससे वित्तपोषण की लागत पर महत्वपूर्ण प्रभाव नहीं पड़ा।

48. वित्तीय संस्थाओं के मामले में कुछ बैंकों ने आकस्मिक पूंजी बॉन्डों का निर्गम करना शुरू कर दिया। ऐसे बॉन्ड किसी उद्देश्यपरक मानदंड के परिप्रेक्ष्य में स्वतः इक्विटी में परिवर्तित हो जाते हैं। विगत दो वर्षों में रेबोबैंक और लॉयड्स ने ऐसे बॉन्डों का निर्गम किया। यह दृष्टिकोण भले ही मनोहारी लगे, ऐसे बॉन्डों के संकट का रूप लेने की प्रणालीगत अंतर-संबंधों का व्यवहार में परीक्षण किया जाना अभी शेष है।

49. इसके बावजूद संकट के समय आकस्मिक पूंजी और अन्य प्रकार की वित्त व्यवस्था इक्विटी जैसी बन जाती है। सामान्य रूप में कहें तो समाधान व्यवस्था का विकास नैतिकता संबंधी खतरे से निपटने में मदद करेगा हालांकि अंतिम ऋणदाता की मौजूदगी ही नैतिकता संबंधी खतरे का मुद्दा पैदा करती है। यह सत्य है लेकिन ऐसा भी कुछ नहीं है जो यह कहता हो कि नैतिकता संबंधी खतरे के प्रति इष्टतम कार्रवाई बीमा बेचने पर रोक लगाना है। बल्कि इसकी विद्यमानता एक ऐसा कारक है जिसे उस स्थिति से निपटते समय ध्यान में रखा जाना चाहिए जिसमें सरकार की तरफ से प्रत्यक्ष या परोक्ष तौर पर बीमा सुरक्षा दी जा रही हो, इसीलिए इसे निजी क्षेत्र की बीमा संविदाओं में ध्यान में रखा जाना है, उदाहरण के लिए अग्नि बीमे का प्रावधान।

50. विविध प्रकार के वित्तीय संकटों में नैतिकता संबंधी खतरे से निपटने के उपायों पर विचार कर लेने के पश्चात मैं आचरण संबंधी निम्नलिखित गाइड तैयार कर पाया हूँ: यदि आप स्वयं को ऐसे मुकाम पर पाते हैं जहां अर्थव्यवस्था अर्थात् एक देश या कई देशों के लोगों पर भारी लागत का बोझ पड़ेगा, ऐसे में नैतिकता संबंधी खतरे से बचने के लिए संकट को बढ़ने दिया जाता है तो बहुत देर हो चुकी होगी। आपको ऐसी कार्रवाई नहीं करनी चाहिए जो ऐसी लागत का बोझ लादती हो। इसके बजाय संकट में कोई प्रणाली कैसे संचालित होगी इसका अंदाजा लगाने की जगह आपको ऐसी स्थितियों से निपटने के उपाय तलाशने चाहिए और इस संभावना को बहुत कम रखने वाली प्रणाली तैयार करने के लिए सब कुछ करना चाहिए।

### छठा सबक: खुली हुई लघु अर्थव्यवस्था के लिए विनिमय दर का महत्त्व

51. खुली हुई लघु अर्थव्यवस्था के दो सर्वाधिक महत्वपूर्ण समष्टि आर्थिक परिवर्तनांकों में एक है (वास्तविक) विनिमय दर और दूसरा

है (वास्तविक) ब्याज दर। ऐसी अर्थव्यवस्था में केन्द्रीय बैंक विनिमय दर के स्तर के प्रति उदासीन नहीं रह सकता है। लेकिन विनिमय दर के प्रबंधन में कोई आसान चुनाव नहीं है।

52. पहला कार्य है विनिमय दर प्रणाली का चयन जो पूंजी नियंत्रण के प्रश्न से जुड़ा है। यदि पूंजी प्रवाह को नियंत्रित किया जा सकता है तो एक देश के लिए अपनी सांकेतिक विनिमय दर निर्धारित करने का प्रयास करने में फायदा हो सकता है। इसके बावजूद और विनिमय दर प्रणालियों पर लंबे समय तक चलने वाली बहस में पड़े बिना, मेरा विश्वास है कि लचीली विनिमय दर प्रणाली और अधिक खुले पूंजी खाते को अपना बेहतर है।

53. 'लचीली' विनिमय दर का मतलब यह नहीं है कि विदेशी मुद्रा बाजार में देश को हस्तक्षेप नहीं करना चाहिए या कि पूंजी खाते को पूरी तरह से खुला रखना चाहिए। बल्कि इसका मतलब यह है कि कोई देश विनिमय दर की रेखा रेत में खींचकर यह घोषणा न करे कि 'यहां तक' और 'इससे आगे नहीं'; देशों को चाहिए कि वे एक निश्चित विनिमय दर को बनाये रखने के लिए वचनबद्ध न रहें।

54. बाजार के सहभागी बहुधा यह कहते हैं कि केन्द्रीय बैंक बाजार की ताकतों के विरुद्ध खड़े नहीं रह सकते। परंतु हमें मुद्रा के मूल्य में हास और वृद्धि के दबावों के विरुद्ध कार्य करने में जो अंतर है उसे समझने की जरूरत है। मूल्यहास के दबावों के मामले में बाजार को विद्यमान विनिमय दर पर अधिक विदेशी मुद्रा चाहिए होती है। केन्द्रीय बैंक के पास विदेशी मुद्रा की सीमित आपूर्ति होती है और इसलिए यह बाजार के दबाव के खिलाफ अधिक समय तक खड़ा नहीं रह सकता - यद्यपि हाल ही के संकट ने दिखा दिया है कि विदेशी मुद्रा का बड़ा भंडार केन्द्रीय बैंकों को बाजार के दबावों से निपटने में सहायता करता है जैसा कि ब्राजील, कोरिया और रूस के उदाहरण से स्पष्ट है।

55. मुद्रा के मूल्य में वृद्धि होने पर बाजारों को विद्यमान विनिमय दर पर अधिक देशी मुद्रा चाहिए होता है। केन्द्रीय बैंक असीमित मात्रा में स्वदेशी मुद्रा पैदा कर सकते हैं - अर्थात् वे देश में आ रही विदेशी मुद्रा को खरीदने के लिए बाजार में हस्तक्षेप कर सकते हैं। इसमें संदेह नहीं कि मुद्रास्फीति को रोकने के लिए विदेशी मुद्रा के आगम को निष्प्रभावी करना होगा। लेकिन ऐसा किया जा सकता है जैसा कि पिछले तीन वर्ष के दौरान बैंक ऑफ इजराइल ने कर दिखाया है।

56. मुद्रा के मूल्य में वृद्धि के लिए दबाव के मामले में केन्द्रीय बैंक को अतिरिक्त विदेशी मुद्रा भंडार को बनाये रखने की लागत और मुद्रा के मूल्य में बढ़ोतरी के रकने से मिलनेवाले लाभ के बीच संतुलन बिठाना

चाहिए। यह एक जटिल कैल्कुलस<sup>15</sup> है, जिसने विदेशी मुद्रा भंडार की धारिताओं के लिए विभिन्न नियमों के विकास का मार्ग दिखाया है। जब विनिमय बाजार में चालू खाता प्रधान कारक था तो इस नियम को इतने माह (जैसे X) के आयात के मूल्य के बराबर विदेशी मुद्रा भंडार की धारिता के रूप में बताया जाता था। पूंजी खाते के महत्त्व को देखते हुए धारिता के सामान्य नियम को पूंजी के प्रवाह से जोड़ दिया गया, सामान्यतया यह कार्य कुछ-कुछ ग्रीन स्पैन गुडडोटी नियम जैसा ही है कि देश का विदेशी मुद्रा भंडार कम-से-कम इतना तो हो कि आगामी वर्ष की अल्पकालीन देयताओं को पूरा कर सके। हाल ही के संकट के कारण बहुत से देशों ने यह निर्णय किया कि विगत व्यवस्थाओं में जितना निर्धारित किया गया था उससे ज्यादा भंडार रखा जाए। इसके अलावा देश-विशेष से जुड़े कारक भी संगत होंगे, उदाहरण के लिए इजराइल के मामले में केन्द्रीय बैंक ने स्पष्ट रूप से हमारी भू-राजनैतिक स्थिति के आधार पर हमारी मुद्रा भंडार धारिताओं पर विचार किया।

57. केन्द्रीय बैंक यह कहा करते थे कि उनके पास ब्याज दर के रूप में केवल एक उपकरण है और इसलिए वे केवल एक ही लक्ष्य रख सकते हैं अर्थात् महंगाई की दर। यह दृष्टिकोण टिनबरजेन्ट परिणाम पर आधारित है कि नीति में जितने लक्ष्य निर्धारित किये जाएं उतने ही उपाय होने चाहिए, पर सामान्यतया यह सही नहीं है<sup>16</sup>। लेकिन जो भी हो मुझे लगता है कि विदेशी मुद्रा विनिमय बाजार में हस्तक्षेप का उपकरण, वस्तुतः केन्द्रीय बैंक को नीतिगत तौर पर एक अतिरिक्त उपकरण (या कम-से-कम एक अतिरिक्त उपाय) उपलब्ध कराता है जो इसे न केवल महंगाई को लक्ष्य करने में सक्षम बनाता है बल्कि विनिमय दर के व्यवहार को भी कुछ प्रभावित करता है।

58. जैसे-जैसे मुद्रा के मूल्य में वृद्धि के दबाव बढ़ते हैं, कई देश आगामी हस्तक्षेप को सीमित करना चाहते हैं और संभावना है कि वे पूंजी के अंतर्वाह के नियंत्रणों के प्रयोग की ओर बढ़ें। ऐसे नियंत्रण

<sup>15</sup> भंडार को बनाये रखने की लागत की गणना करने की एक जटिलता उस पद्धति के कारण है जिसमें भंडार का मूल्यांकन किया जाता है। आम तौर पर और यह सही भी है कि केन्द्रीय बैंक अपने लेखे की प्रस्तुति स्थानीय मुद्रा में करते हैं। यदि कोई केन्द्रीय बैंक मुद्रा के मूल्य में वृद्धि के दबावों को कम करने के लिए हस्तक्षेप करता है तो यह संभावना है कि विदेशी मुद्रा भंडार का स्थानीय मुद्रा में मूल्यांकन किये जाने पर पूंजीगत हानि हो। परंतु विदेशी मुद्रा का कुछ भंडार इसलिए रखा जाता है कि जरूरत पड़ने पर विदेशी माल की खरीद की जा सके और उस प्रयोजन के आधार पर जिसके लिए भंडार रखा जाता है उससे यह स्पष्ट नहीं है कि मूल्यांकन स्थानीय मुद्रा के बजाय विदेशी मुद्रा में क्यों किया जाए। इसके अलावा यदि विदेशी मुद्रा बाहर जाती है तो देश को मुद्रा के गिरते मूल्य को रोकने के लिए हस्तक्षेप करना पड़ता है। केन्द्रीय बैंक में एक सहकर्मी ने कहा कि विदेशी मुद्रा भंडार की धारिता, बाजार आधारित मूल्यांकन पर सामान्यतया हानि ही दिखाती है, लेकिन जिस किसी ने भी संकट के समय हस्तक्षेप किया उसने 'लाभ' ही कमाया है।

<sup>16</sup> देखिए - स्टैनली फिशर 'कमेन्ट' रिजर्व बैंक ऑफ ऑस्ट्रेलिया, पचासवां वार्षिक सिम्पोजियम, क्रिस्टोफर केन्ट और मिखाइल रॉबसन (संपादक), रिजर्व बैंक ऑफ ऑस्ट्रेलिया (2010) पृ.38-41



बहुत कम ही लुभावने होते हैं और आम तौर पर उनको लागू करना कठिन कार्य होता है एवं निजी क्षेत्र द्वारा इनके उल्लंघन के प्रयास इन्हें और भी कमजोर करते जाते हैं। केन्द्रीय बैंक ऐसा नियंत्रण लगाने से बचना चाहते हैं। लेकिन कई बार इनकी भी जरूरत पड़ती है क्योंकि इजराइल सहित बहुत-से देशों ने अल्पावधि पूंजी अंतर्वाह की बड़ी मात्रा को देखते हुए ऐसे नियंत्रण लगाने का निर्णय लिया है।

59. विनिमय दर प्रबंधन का कार्य लघु आकार की सुदृढ़ वित्तीय प्रणाली वाली विकासमान खुली अर्थव्यवस्था में कठिन हो सकता है। पूंजी प्रवाह के ब्याज दरों में अंतर के प्रति बहुत संवेदनशील होने की संभावना रहती है, जो नीति निर्माताओं के दृष्टिकोण से इष्टतम समझी जाने वाली दर की तुलना में महंगाई और सकल मांग के समायोजन के लिए विनिमय दर को बड़ी भूमिका अदा करनी पड़ती है। ऐसे मामले में देश के लिए करेंसी ब्लॉक में शामिल हो जाना लुभावना लगता है।

60. करेंसी ब्लॉक की सदस्यता प्राप्त करने के लिए देशी अर्थव्यवस्था, राजकोषीय नीति और वित्तीय प्रणाली के अनुशासनबद्ध प्रबंधन की अपेक्षा रहती है। ब्लॉक को छोड़े बिना विनिमय दर में परिवर्तन नहीं किया जा सकता, यह एक ऐसा कदम है जिसका अर्थव्यवस्था के लिए अनिश्चित परंतु महत्वपूर्ण और संभवतया बहुत बड़ा परिणाम हो सकता है। साथ ही बहुत से लोग इस बात को भी सामने लाते हैं कि यूरो क्षेत्र में सदस्य देशों पर प्रतिबंध लगे हैं कि वे अवमूल्यन नहीं कर सकते। इस तरह के प्रतिबंध स्पष्टतया प्रभाव डालते हैं। लेकिन इस बात पर बहुत कम ध्यान दिया जाता है कि जब देशों को अवमूल्यन की आजादी थी तो विनिमय दरों में हुए परिवर्तनों के कारण पड़ोसी देशों के साथ व्यापार में बार-बार अवरोध आए। यहां तक कि जिनको अवमूल्यन करने की छूट थी उन्होंने भी इस व्यवस्था का प्रबंध ठीक प्रकार से नहीं किया और आर्थिक निष्पादन की दृष्टि से देखें तो इसकी बड़ी कीमत चुकानी पड़ी। अथवा इसे दूसरे तरीके से देखा जाए तो देश में जिस किसी प्रकार की भी विनिमय दर व्यवस्था रही हो, ऐसा समय जरूर आता है जब यह चाह होती है कि काश कोई दूसरी दर व्यवस्था होती।

61. मैंने विनिमय दर की उन समस्याओं का उल्लेख किया है जो खुले प्रकार की छोटी अर्थव्यवस्थाओं के सामने आ सकती हैं, क्योंकि मैंने इसी प्रकार की अर्थव्यवस्था में कार्य किया है। लेकिन सत्य यह है कि मैंने छोटे आकार की खुली अर्थव्यवस्था के बारे में जो कहा वह सभी प्रकार की अर्थव्यवस्थाओं के लिए सत्य है, चाहे वे बड़ी हों या छोटी।

## सातवां सबक: शाश्वत सत्य - आइएमएफ से मिले सबक

62. यद्यपि मैंने वे सबक बताए हैं जिन्हें केन्द्रीय बैंकों ने इस संकट से सीखा, इनमें से कई सबक तो ऐसे हैं जो हमारे पुरखे पहले से जानते थे। इस संकट ने उन सबकों की ओर भी ध्यान देने के लिए प्रेरित किया है जिन्हें हम पहले ही जानते थे। खासतौर पर इस संकट ने इस विश्वास को मजबूत किया है कि यदि कोई देश सामान्य समयावधि में अच्छा प्रबंधन करता है तो संकट के परिणामों से निपटने में वह बेहतर स्थिति में होता है और बहुत कम लागत पर वह इस संकट से बाहर निकल आता है।

63. खासकर, हमें हाउसकीपिंग के उन अच्छे नियमों को हमेशा ध्यान में रखना चाहिए जिन्हें बनाये रखने के लिए आइएमएफ ने अथक प्रयास किये। सामान्य समयों में देशों को राजकोषीय अनुशासन और मौद्रिक तथा वित्तीय स्थिरता बनाये रखनी चाहिए। हमेशा यह ध्यान में रखना चाहिए कि वृद्धि को आगे ले जाने वाली संरचनात्मक नीतियों का अनुसरण किया जाए। साथ ही समाज के सभी वर्गों के कल्याण के प्रति आदर के भाव को बनाये रखने की भी जरूरत है।

64. इसकी सूची बनाना आसान है। इस बात का विस्तार से विवरण देना कठिन कार्य होता है कि व्यवहार में कौन-कौन सी नीतियां अपनायी जाएं और ऐसे उपायों को लागू करना बहुत कठिन कार्य होता है, खासकर तब जब समय अच्छा चल रहा हो और जन-भावना का दबाव मजबूत हो। लेकिन जो देश ऐसा नहीं करते संभव है कि वे इसकी बहुत बड़ी कीमत चुकाएं।

## आठवां सबक: महंगाई पर नज़र रखें लेकिन लचीले तरीके से

65. इन सभी निष्कर्षों को सार रूप में कैसे प्रस्तुत किया जाए। महंगाई पर लचीले तरीके से नजर रखना मौद्रिक नीति के संचालक का सर्वोत्तम तरीका है। केन्द्रीय बैंक के आधुनिक कानूनों में निर्धारित मौद्रिक नीतिगत लक्ष्यों के त्रिपक्षीय सेट में यह उल्लेख किया गया है कि केन्द्रीय बैंक को क्या करना चाहिए जो विषय से जुड़ी सर्वोत्तम समझ है। उदाहरण के लिए केन्द्रीय बैंक के ये लक्ष्य होने चाहिए -

- कीमत में स्थिरता बनाये रखना
- आर्थिक नीति के अन्य लक्ष्यों विशेषकर वृद्धि और रोजगार के लक्ष्यों का भी समर्थन तब तक करना जब तक मध्यावधि में - एक वर्ष या दो या तीन वर्ष की अवधि में भी - मूल्य स्थिरता बनी रहती है
- वित्तीय प्रणाली की स्थिरता और दक्षता का समर्थन और संवर्द्धन करना।

66. यह बात उल्लेखनीय है कि केन्द्रीय बैंक के इन लक्ष्यों को एक दशक से भी पहले परिभाषित कर दिया गया था और ईसीबी, बैंक ऑफ इंग्लैंड और अन्य केन्द्रीय बैंकों ने इस विश्वव्यापी संकट से पहले और इस संकट के दौरान इन्हें लागू भी किया तथा हमने अपने विचार-विमर्श में जितने भी सबक गिनाये उनके बावजूद अब इन लक्ष्यों में बदलाव की कोई वजह नहीं है। बल्कि हमने इन लक्ष्यों को प्राप्त करने के बेहतर तरीके सीखे हैं।

**नौवां सबक: अंततः**

67. संकट की स्थिति में केन्द्रीय बैंकर (निःसंदेह अन्य नीति निर्माता भी) अनायास ऐसी नीतिगत कार्रवाइयां कर रहे होते हैं जिनके बारे में उन्होंने कभी सोचा भी नहीं था और ये उनके द्वारा की जाने वाली ऐसी नीतिगत कार्रवाइयां होती हैं जिन्हें वे स्वेच्छा से नहीं करते। इसीलिए केन्द्रीय बैंकरों को आखिरी सलाह:

ऐसा कभी मत कहिए कि ऐसा कभी नहीं हो सकता।