

## मौद्रिक नीति में एक क्रांति : वैश्विक वित्तीय संकट से मिले सबक\*

जोसेफ ई स्टिगलिट्ज

मेरे लिए यह हर्ष की बात है कि मैं भारतीय रिजर्व बैंक के पहले भारतीय गवर्नर की याद में यह व्याख्यान दे रहा हूँ जिन्होंने हमारे सामने एक उदाहरण और परंपरा कायम की जिसके कारण भारतीय रिजर्व बैंक को विश्व के केंद्रीय बैंकों के बीच एक उदाहरण के रूप में देखा जा रहा है। जैसा कि मैं बाद में चर्चा करूँगा, 2008 के वैश्विक वित्तीय संकट के बाद हम निस्सहाय हो गए और केवल मूक दर्शक बन गए - यह संकट काफी सीमा तक संयुक्त राष्ट्र और यूरोप केंद्रीय बैंकों की असफलता के कारण हुआ। सीडी देशमुख ने अर्थव्यवस्था के परिचालन में न केवल वित्तीय क्षेत्र के महत्त्व को समझा बल्कि यह भी सुनिश्चित करने का प्रयास किया कि वित्तीय क्षेत्र विनियमन से संबंधित अपनी भूमिका को निभाए - अन्यथा खतरा इस बात का है कि यह वह कार्य नहीं करेगा जो इसे करना चाहिए और यह वह कार्य करेगा जो इसे नहीं करना चाहिए। वे उस विचार धारा के सामने नहीं झुके जिसने कई देशों के केंद्रीय बैंकों पर दुष्प्रभाव डाला था: उन्होंने समझा कि राज्य को प्रत्यक्ष रूप से या अप्रत्यक्ष रूप से विधायन के माध्यम से एक महत्त्वपूर्ण भूमिका निभानी होती है विशेष रूप से विकास प्रक्रिया के प्रारंभिक चरणों में और ग्रामीण क्षेत्र में।

वह विषयवस्तु जिस पर आज मैं चर्चा करूँगा, गवर्नर देशमुख के स्वरानुकूल है। मैं एक ऐसा विजन सामने रखना

\* यह व्याख्यान सी.डी. देशमुख के स्मरण में 3 जनवरी 2013 को मुंबई में दिया गया है। श्री देशमुख ने भारतीय लोक सेवा में 21 वर्ष तक कार्य किया। साथ ही 1943 - 1949 तक भारतीय रिजर्व बैंक के गवर्नर के रूप में असाधारण सेवा की। इस अवधि के दौरान, उन्होंने राष्ट्रीयकृत संस्था के रूप में बैंक के रूपांतरण की निगरानी की, बैंकों के विनियमन को आगे बढ़ाया और उद्योगों को दीर्घकालिक ऋण प्रदान करने के लिए भारत के पहले वित्तीय संस्थान की स्थापना की। उन्होंने बाद में संघीय वित्त मंत्री के रूप में अमरीकी और यूरोप में विशेष वित्तीय राजदूत के रूप में सेवा की तथा उनकी अनेक अन्य उपलब्धियों के बीच अकादमिक और लोक सेवा में उन्होंने अपना विशेष स्थान बनाया। मेरे लिए यह सम्मान की बात है कि इस विषय क्षेत्र के प्रति उनके गहन योगदान को स्वीकार करते हुए यह व्याख्यान दे रहा हूँ।

चाहता हूँ जिसे केंद्रीय बैंको को अपनाना चाहिए, यह विजन उससे उल्लेखनीय रूप से भिन्न होगा जो महामंदी के पहले के वर्षों में चलन में था।

यह बात आसानी से समझी जा सकती है कि वैश्विक वित्तीय संकट ने समष्टि अर्थशास्त्रियों विशेष रूप से सिद्धांतवादियों और नीति निर्माताओं को काफी अधिक प्रभावित किया। कुल मिलाकर कहा जाए तो उनके मॉडल में संकट की भविष्यवाणी नहीं की गई थी - अर्थात् शताब्दी के पचहत्तर वर्षों की सर्वाधिक महत्त्वपूर्ण घटना। अर्थशास्त्र को एक विज्ञान समझा जाता है, और किसी विज्ञान की कसौटी उसकी भविष्यवाणी करने की क्षमता होती है, तथा यदि कोई उपशाखा इतनी महत्त्वपूर्ण चीज के बारे में भविष्यवाणी नहीं कर सकती है तो इससे पता चलता है कि कुछ गलत है।

मैं सुझाव के तौर पर कहता हूँ कि इस मॉडल के भक्त दावा करते हैं कि हमेशा ऐसे बहुत से या बहिर्जात आघात होते हैं जिनके बारे में भविष्यवाणी नहीं की जा सकती है। यह संकट बहिर्जात आघात नहीं था; लेकिन ऋण गुब्बारा बहिर्जात था जिसने अर्थव्यवस्था को नीचे गिराया। यह एक ऐसा आघात था जिसे बाजार द्वारा पैदा किया गया और यह आघात इस प्रकार का था जिसके बारे में सिद्धांत में कहा गया कि यह घटित नहीं हो सकता; क्योंकि यदि बाजार तर्क संगत रूप से कार्य कर रहा है तो ये बुलबुले नहीं उठेंगे।

यह संकट द्वारा प्रकट हुए विद्यमान कमियों के रूपों का एक उदाहरण है। इस भाषण में मैं आर्थिक सिद्धांतों और मॉडलों की कमियों पर अधिक बल नहीं देना चाहता जो कि अनेक केंद्रीय बैंकों के भीतरी विचारों सहित मुख्यधारा की विचारधारा में प्रमुख हैं, बल्कि केंद्रीय नीतिगत रुख पर बल देना चाहता हूँ जो कि विशेष रूप से - उन सिद्धांतों और मॉडलों से - कभी-कभी काफी मुक्त रूप से अपनाए जाते हैं।

ये सिद्धांत और मॉडल न सिर्फ आने वाले संकट को नहीं देख पाए बल्कि इनके कारण कुछ प्रमुख केंद्रीय बैंकों ने यह तर्क दिया कि इसके प्रभाव को नियंत्रित किया गया था, यहां तक कि संकट सामने आने के बाद भी।<sup>1</sup> वे नीतियां बनाने में असाधारण

<sup>1</sup> हाल में मार्च 2007 में बर्नोके ने कहा कि सब प्राइम बाजार में व्यापक अर्थव्यवस्था और वित्तीय बाजार पर समस्याओं का प्रभाव नियंत्रित हो गया लगता है। संयुक्त आर्थिक समिति, यू.एस. कांग्रेस, वाशिंगटन, डीसी के समक्ष बेन एस बर्नोके, अध्यक्ष बोर्ड ऑफ गवर्नर्स ऑफ फेडरल रिजर्व सिस्टम के समक्ष वक्तव्य, 28 मार्च 2007।

रूप से प्रभावी भी थे जिनसे संकट की उत्पत्ति और विश्वभर में इसके प्रसार में सहयोग मिला और संकट पर कदम उठाते समय प्रभाव कम हो गया। अमरीकी मंदी की शुरुआत के एक आधे दशक बाद, संकट सामने आने के छह वर्ष से अधिक के बाद, यूरोप और अमरीका में बेरोजगारी अस्वीकार्य रूप से अधिक है, अनेक देशों में जीडीपी संकट पूर्व के स्तर से नीचे है, कुछ देश मंदी में फंसे हुए हैं और वैश्विक अर्थव्यवस्था अन्य मंदी की कगार पर खड़ी है।

इस भाषण में, मैं मौद्रिक नीति के 14 अध्यायों पर ध्यान दूंगा जो कि मेरा मानना है कि मंदी से उभरे हैं। इनमें से कुछ विवादास्पद हैं। इनमें से अधिकांश अनेक मौद्रिक प्राधिकारियों द्वारा अपनाए गए रुख से दूर जाना दर्शाता है।

## 1. स्व-विनियमन कारगर सिद्ध नहीं होता

वित्तीय बाजारों के स्व-विनियमित होने की बात की सत्यता अब कुछ कम हो गई है, फिर भी हमें यह नहीं भूलना चाहिए कि उक्त बात पर कितनी व्यापकता और गहराई से विश्वास किया जाता था। यह इतिहास और सिद्धांत के पाठों पर विचारधारा के प्रभाव की क्षमता का प्रमाण था। वित्तीय बाजारों में बार-बार अस्थायी वृद्धि होती रहती है जिसके नष्ट होने पर तबाही आ जाती है।<sup>2</sup> हित संघर्ष, गलत तरीके से अधिक लाभ लेने की चाहत वित्तीय बाजारों को बार-बार प्रभावित करती है। इन कारणों से भी यह क्षेत्र अधिक विनियमित किया गया। ऐसे कुछ विचारों से अचानक बदलाव आया होता, 1980 के दशक के आसपास अनुमानों की अधिकता थी।

वस्तुतः आर्थिक सिद्धांतों में प्रगति से स्पष्ट हुआ कि अनियंत्रित बाजार - विशेष रूप से अनियंत्रित वित्तीय बाजार - कुशल और स्थिर होने की संभावना नहीं थी और यह भी कि वहां तिकड़म और शोषण की संभावना क्यों थी।

1970 के दशक और 1980 के दशक में उभरी सदोष और बेमेल जानकारी के सामान्य सिद्धांत ने दर्शाया कि जानकारी जब भी सदोष और बेमेल होती है (अर्थात् जो बात कुछ लोग जानते हैं वह अन्य नहीं जानते) और जोखिम बाजार अधूरे होते हैं - अर्थात् अर्थव्यवस्था हमेशा ही परेटो कुशल<sup>3</sup> नहीं होती। एडम स्मिथ का अदृश्य हाथ अदृश्य इसलिए था क्योंकि वह वहां था ही नहीं। इस सिद्धांत ने यह भी स्पष्ट किया

<sup>2</sup> उदाहरण के लिए देखें: चार्ल्स किंडरबर्गर का “मेनियाज, पैनिक एंड क्रैश: ए हिस्ट्री ऑफ क्राइजेस (न्यूयार्क: बेसिक बुक्स, 1978)”।

कि जोखिम बाजार अधूरे रहने की संभावना क्यों है - प्रमुख जोखिम को क्यों नहीं टाला जा सकता।

इस सिद्धांत ने यह भी स्पष्ट किया कि जिन बाजारों में सूचना महत्वपूर्ण होती है, उनके पूर्णतः प्रतिस्पर्धी होने की संभावना क्यों नहीं होती - उदाहरण के लिए किसी के द्वारा कम मूल्य पर कोई उत्पाद प्रस्तुत करने पर भी पूरा बाजार उसकी ओर आकृष्ट नहीं हुआ क्योंकि, पारंपरिक सिद्धांत के अनुसार, अनेक लोगों को इस ऑफर का पता ही नहीं चला था।

इसके अलावा, ऐसे बाजारों की विशेषता कमी हो सकती है - बेरोजगारी और ऋण की कमी वास्तविक स्थिति थी जिसके महत्वपूर्ण आर्थिक परिणाम थे।

अंत में, बाजार, जिनमें सूचना संबंधी समस्याएं महत्वपूर्ण थीं और जहां गंभीर एजेंसी समस्याएं आने की संभावना थी, वहां लिए जाने वाले निर्णयों से उनका हित पूर्णतः दिखने वाला नहीं था जिनकी ओर से कार्य किया जाना अपेक्षित था। प्रबंधक शेयरधारकों के मूल्य, यहां तक कि केवल सामाजिक कल्याण, को बढ़ा नहीं सकेंगे।

ये मामले वित्तीय बाजारों से विशेष रूप से संबंधित हैं क्योंकि वित्तीय बाजार जो कार्य करते हैं, जानकारी उनके बीच की है। उनसे यह अपेक्षित है कि वे पूंजी संसाधनों को आबंटित करें और जोखिम का प्रबंध करें किंतु इस कार्य को निम्न बातें कठिन और दिलचस्प बना देती हैं: अपूर्ण सूचना, प्रतिलाभ और संबंधित जोखिम का पता लगाना, उदाहरण के लिए विभिन्न आस्तियों के संबंध में, यह निर्धारित करना कि कौनसी जोखिम विभिन्न व्यक्तियों के लिए उपयुक्त होगी, आदि। अमरीकी वित्तीय बाजारों ने इस संबंध में अथाह कार्य किया है जिससे उनका केंद्रीय कार्य स्पष्ट है। किंतु विफलता किसी एक बैंक या अलग-थलग बैंकर की नहीं थी: यह प्रणालीगत थी जिससे यह पता चलता है कि विफलता को बढ़ाने वाली समस्याएं प्रणालीगत थीं।

<sup>3</sup> बी. ग्रीनवॉल्ड और जे. ई. स्टिगलिट्ज, “एक्सटर्नलिटीज इन इकोनॉमिक्स विद इंपर्फेक्ट इन्फॉर्मेशन एंड इन कम्प्लैट मार्केट्स” अर्थशास्त्र का तिमाही जर्नल, खंड 101, सं. 2, मई 1986, पीपी. 229-264.

<sup>4</sup> “कन्स्ट्रेंड पैरिटो ऑप्टिमल” का अर्थ यह है कि नए बाजार बनाने और अधिक जानकारी प्राप्त करने की लागत विश्लेषण में शामिल होती है; सूचना मुफ्त में नहीं मिलती।

इसके अलावा, वित्तीय प्रणाली की विफलता (या किसी बड़े बैंक की विफलता) पर इतना चिंतित होने का कारण यह है कि इसके प्रणालीगत परिणाम होते हैं - यह शेष अर्थव्यवस्था को परोक्ष रूप से प्रभावित करता है।

इसका तात्पर्य यह है कि वित्तीय संस्थाओं के मजबूत सरकारी विनियमन की सख्त जरूरत है। इस भाषण के शेष भाग का अधिकतर हिस्सा एक अच्छी विनियामकीय प्रणाली की रूपरेखा पर केंद्रित होगा।

यह मुझे दूसरे महत्वपूर्ण अध्याय पर लाता है:

## 2. सुकार्यरत बाजार और अर्थव्यवस्था के लिए विनियमन आवश्यक है

वित्तीय क्षेत्र के विनियमन के लिए दोनों बातें आवश्यक हैं क्योंकि इस क्षेत्र में व्यापक बाजार विफलताएं हुई हैं और इन विफलताओं से प्रणालीगत परिणाम (व्यापक बाह्य परिणाम) उभरते हैं। विनियामकों को इन बातों को ध्यान में रखना होगा क्योंकि वे विनियमन और इसकी रूपरेखा - दोनों के संबंध में सोचते हैं। बाद के अध्यायों में (विशेष रूप से निम्नलिखित बिंदु 3-7 में) मैं इस विनियमन के बहुमुखी स्वरूप की चर्चा करूंगा जो कि एक लंबी सूची है जिसमें निम्न बातें सुनिश्चित करना शामिल है: अलग-अलग बैंकों की सुरक्षा और सुदृढ़ता और प्रणालीगत स्थिरता; प्रतिस्पर्धात्मकता बनाए रखना; सभी के लिए पहुंच को प्रोत्साहन देना; उपभोक्ताओं और निवेशकों को शोषण, लूट, ठगी तथा इस क्षेत्र के दैनिक कारोबार का एक हिस्सा बन चुकी गलत प्रथाओं से बचाना; और पारदर्शिता बढ़ाना। जहां विनियमन और विनियामकों में कुछ कमी हो सकती है, वहीं भारत में और यहां तक कि अमरीका में भी पिछले महा संकट अर्थात् महामंदी के बाद के दशकों बाद का सफलता का पिछला रेकार्ड दर्शाता है कि अच्छा विनियमन संभव है और यह स्थिति को बदल सकता है।

2008 में वित्तीय स्थिति में गिरावट आने के बाद एलेन ग्रीनस्पैन, अध्यक्ष, फेडरल रिजर्व ने उनके निर्धारण में चूक के प्रति दुख प्रकट किया था।<sup>5</sup> उन्हें आश्चर्य हुआ था कि

<sup>5</sup> 23 अक्टूबर 2008 को सम्मेलनात्मक घोषणा में ग्रीनस्पैन ने “आघातपूर्ण अविश्वास की स्थिति” में होने की बात कही थी कि “उधारदाता संस्थाओं के स्वयं के हित में शेयरधारकों की इक्विटी की रक्षा नहीं की गई थी”। उक्त कथन <http://democrats.oversight.house.gov/images/stories/documents/20081023100438.pdf> (December 14, 2012 को एक्सेस किया गया) पर उपलब्ध है।

बैंकों ने अपने जोखिम का प्रबंधन नहीं किया था। मुझे उनके आश्चर्य पर आश्चर्य हुआ: क्योंकि बैंकों ने अपने जोखिम का कई बार प्रबंधन नहीं किया था। उन्होंने ऐसा क्यों सोचा कि बैंक इक्कीसवीं सदी में ऐसा करेंगे जबकि उन्होंने ऐसा बुरा कार्य पहले की सदी में भी किया था। इसके अलावा, यदि किसी ने बैंकों और बैंकरों के सामने के प्रोत्साहनों के स्वरूप को देखा होता तो उन्हें पता चला होता कि यह प्रोत्साहन अधिक जोखिम लेने और अल्प दृष्टि व्यवहार के संबंध में था। उन्होंने ऐसा ही कार्य किया जैसे किसी अर्थशास्त्री ने उनके संबंध में अनुमान लगाया होता।

यदि ऐसी अनुचित प्रोत्साहन रूपरेखा नहीं होती तब भी वित्तीय क्षेत्र में धन की असंगत प्रचुरता रही होती। ग्रीनस्पैन ने भी इस पर टिप्पणी की है। इतिहास ऐसी प्रचुरता के उदाहरणों से भरा हुआ है। बैंकों को अन्य संस्थाओं से यह बात अलग करती है कि इस क्षेत्र में असंगत प्रचुरता के प्रणालीगत परिणाम होते हैं - यहां व्यापक बाह्य परिणाम होते हैं। तात्पर्य यह कि असंगत प्रचुरता वाले बैंक अन्य लोगों के धन से जुआ खेल रहे हैं।

किंतु समस्या और भी गहरी है। बैंक प्रबंधक और उद्योगों के प्रमुख कई बार जोखिम के आधारभूत सिद्धांतों की ही अनदेखी करते हैं जिनमें मॉडीग्लियानी-मिलर सिद्धांत भी शामिल है जो इस बात पर बल देता है कि बढ़ते लिवरेज से बाजार मूल्य में वृद्धि नहीं होती - इससे धन की उत्पत्ति नहीं होती, यह मात्र अधिक जोखिम को अवशिष्ट इक्विटी आधार पर अंतरित करता है। (निस्संदेह बाजार सटीक न होने से मूल्य में वृद्धि हो सकती है जिसका कारण यह हो सकता है कि (क) बाजार के सहभागी असंगत हैं और इस बात को पूर्णतः नही समझते कि बढ़ा हुआ जोखिम इक्विटी पर थोपा गया है; या (ख) शेयरधारकों को कुल मिलाकर लाभ हो सकता है

<sup>6</sup> इन मुद्दों पर अधिक व्यापक चर्चा के लिए सिनेट बैंकिंग समिति के समक्ष जोसेफ ई. स्टिगलिज द्वारा 3 अगस्त 2011 को दी गई साक्ष्य “बैंकों के लिए बढ़ी हुई पूंजी अपेक्षा और अमरीका की बैंकिंग प्रणाली की सुरक्षा और सुदृढ़ता में सुधार के लिए कार्रवाई” देखें जो कि <http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore-id=97cec3e1-2d1d-44fa-acd9-a0a1bc640bc4> पर उपलब्ध है। (14 दिसंबर 2012 को एक्सेस किया गया) और ए.आर.अदमाती, पी.एम.डिमाजो, एम.एफ.हेलविग और पी. फ्लिडर, 2010, “पूंजी विनियमन की चर्चा में भ्रम, असंगत तथ्य और मिथक: बैंक इक्विटी महंगी क्यों नहीं है” स्टेनफोर्ड विश्वविद्यालय वर्किंग पेपर सं.86।

जिसका कारण जोखिम का सरकार को अंतरण हो सकता है जो कि बेल-आउट सब्सिडी में वृद्धि का परिणाम हो सकता है; या (ग) कर संहिता में विरूपण। किंतु इनमें से कोई भी कारण लीवरेज में वृद्धि का समर्थन नहीं करता)।<sup>6</sup>

इस प्रकार, बैंकिंग समुदाय में व्यापक रूप से मानी गई यह धारणा कि बड़ी हुई पूंजी अपेक्षा (जैसे कि बासेल III के तहत) से उधार लेने की लागत में वृद्धि होगी: या तो बैंकिंग समुदाय के बीच जोखिम की प्रकट गलत धारणा दिखेगी; और/या सरकार से इस क्षेत्र को मिलने वाली सब्सिडी में वृद्धि की उनकी समझने योग्य इच्छा दिखेगी जो कि उनके ग्राहकों के लाभों के संदर्भ में दिखती नहीं है; और/या जोखिम की उनकी समझ, किंतु उनकी यह समझ कि अन्य बाजार सहभागी जोखिम को नहीं समझते।

इसका अर्थ यह है कि बैंकों की प्रोत्साहन रूपरेखा पर मजबूत विनियमन होना चाहिए - यह बोनस का मात्र आकार नहीं बल्कि उसका स्वरूप है जिसकी चिंता की जानी है। अधिक जोखिम लेने वाले बैंकों पर अधिक जमा बीमा शुल्क लगाने से अत्यधिक जोखिम लेने को हतोत्साहित किया जा सकता है, जिससे सरकारी बेलआउट से संबंधित निहित सब्सिडी संतुलित हो जाएगी। किंतु व्यापक असंगतताओं के कारण अत्यधिक जोखिम लेने को हतोत्साहित करने के लिए हम प्रोत्साहन स्वरूप पर निर्भर नहीं रह सकते। जोखिम लेने पर लीवरेज के स्तर सहित मजबूत प्रतिबंध होने चाहिए। किसी बैंक की आस्तियों का अत्यधिक तेज विस्तार, विशेष रूप से किसी विशिष्ट क्षेत्र के भीतर, अत्यधिक जोखिम लेने का चिह्न है। यहां गतिरोधक आवश्यक होते हैं। ऐसे प्रतिबंध की लागत - सामाजिक रूप से लाभप्रद उधार को कुछ आगे बढ़ाना - बार-बार की वित्तीय गिरावट से बचने के लाभ से कम नहीं है।

यह पूछना स्वाभाविक है कि जब यह बहुत ही प्रतिकूल प्रतीत होता है तो इसे अनेक वित्तीय संस्थान क्यों अपनाते हैं। परंपरागत रूप से बाजार अर्थव्यवस्था के माने गए मूल्यों में से एक मूल्य यह है कि यह न केवल सुदृढ़ प्रोत्साहन प्रदान करता है बल्कि सुअभिकल्पित प्रोत्साहन संरचना भी प्रदान करता है। स्पष्टतः मामला यह नहीं है। इसका विवरण कारपोरेट गवर्नेंस की असफलता में निहित है। बाजार अर्थव्यवस्था के बारे में हमारी विचारधारा इक्कीसवीं शताब्दी के प्रबंधनीय और कारपोरेट पूंजीवाद की कार्य-पद्धति को थोड़ा-बहुत समझने के साथ उन्नीसवीं शताब्दी के मार्शलियन अर्थशास्त्र के साधारण नमूने पर आधारित है (यह सामान्य प्रसंग को

और भी स्पष्ट करता है जिस पर हम इस व्याख्यान के अंत में चर्चा करेंगे: वित्तीय क्षेत्र को शेष अर्थव्यवस्था से अलग करके नहीं देखा जा सकता है। यह ऐसे कानूनों और रीति-रिवाजों से प्रभावित होता है जो अन्य क्षेत्रों को प्रभावित करते हैं - ऐसे कानून दिवालियापन और कारपोरेट गवर्नेंस से संबंधित होते हैं और ऐसे रीति-रिवाज उपयोग की स्वीकार्यता और भौतिक मूल्यों और प्रोत्साहनों की प्रमुखता को प्रभावित करते हैं। मैं सामाजिक रीति-रिवाजों के इन मुद्दों पर अधिक चर्चा नहीं करूंगा, मैं सिर्फ यह नोट करना चाहता हूँ कि जैसे-जैसे विश्वास और सामाजिक पूंजी कमजोर होती है, वैसे-वैसे लोक विनियमन की आवश्यकता बढ़ जाती है)।

विशेष बेहतर प्रावधान करने के लिए कारपोरेट गवर्नेंस कानून में बहुत सुधार की आवश्यकता है, जैसे कि वेतन में।

विकृत प्रोत्साहन की समस्या विशेष रूप से ऐसे वित्तीय संस्थानों के लिए महत्वपूर्ण होती है जिन्हें प्रणालीगत परिणामों के कारण असफल होने की अनुमति नहीं दी सकती है। यह मेरे लिए तीसरी प्रमुख सीख है:

**3. बैंक जो बहुत बड़े, परस्पर संबद्ध और सह-संबद्ध होते हैं ऐसे बैंकों की स्थिति बहुत-ही सुदृढ़ मानी जाती है यदि वे विफल होते हैं तो वित्तीय प्रणाली और अर्थव्यवस्था खतरे में पड़ जाती है।**

वित्तीय संस्थाएं जो बहुत ही व्यापक, परस्पर संबद्ध और सह-संबद्ध होती हैं और उनकी विफल होने की संभावना कम होती है, उनमें जोखिम उठाने की क्षमता होती है : यदि वे सफल होते हैं तो उन्हें लाभ होती है, यदि वे असफल होती हैं तो उन्हें नुकसान होता है। किन्तु समस्या बहुत ही गंभीर है: बैंक इतना बड़ा, परस्पर संबद्ध और सह-संबद्ध होना चाहते हैं कि वे विफल न हो; और अव्यक्त गारंटी, जो इस प्रकार की संस्थाओं को प्रदान की जाती है, के कारण इन संस्थाओं की स्थिति अन्य संस्थाओं की तुलना में बेहतर होती है। आकार में वृद्धि और परस्पर संबद्धता की तुलना में निजी प्रतिलाभ सामाजिक प्रतिलाभ (जो कि वस्तुतः प्रतिकूल हो सकता है) से बहुत होता है।

‘सह-संबद्ध’ जोखिम उठाने का एक पहलू अंधानुकरण है जो ऋण-बुलबुलों को दर्शाता है। इस प्रकार के अतार्किक बुलबुले समष्टि-आर्थिक अस्थिरता के प्रमुख स्रोत होते हैं। पहले, औसतन विनियमन का जोर प्रत्येक बैंकों की सुरक्षा और सुदृढ़ता पर होता था, किन्तु जब हम समष्टि-आर्थिक

उतार-चढ़ाव के कारण बैंकों के सह-संबद्ध व्यवहार की केन्द्रीय भूमिका को महत्व देते हैं, तो हमें जानना होगा कि हम इस प्रकार के वित्त प्रेरित उतार-चढ़ाव के विस्तार और सख्ती को कम करने के लिए कैसे विनियामक संरचना बना सकते हैं।

बैंकों का आकार और अंतर-संबद्धता पर प्रतिबंध लगाने के लिए सख्त विनियमन होने चाहिए (इन प्रतिबंधों में से डेरिवेटिव और सीडीएस से संबंधित कई प्रतिबंधों के बारे में नीचे बिन्दु सं.6 में उल्लेख किया गया है)। बड़े बैंकों पर कर प्रतिस्पर्धा के स्तर के अनुसार लगाया जाना चाहिए।

‘सह-संबद्ध’ होने के चलते विफल होने के जोखिम को कम करना बहुत ही जटिल है और इसके लिए भिन्न-भिन्न स्वामित्व, प्रोत्साहन और उद्देश्य वाले वित्तीय संस्थाओं की विभिन्नता जरूरी है<sup>7</sup>। यह पूरी तरह से यूनिवर्सल बैंक मॉडल के विपरीत है। जहां अधिक विशेषज्ञ वित्तीय संस्थाओं में दिवालिया होने का अधिक जोखिम होता है, वहीं प्रणालीगत असफलता का जोखिम वहां अधिक होता है जहां सभी बैंक यूनिवर्सल बैंक होते हैं और प्रणालीगत असफलता की समाजिक लागत किसी वैयक्तिक संस्था (जिसकी अधिकांश लागत स्वामित्व वाले शेयरों के विविधीकरण के जरिए पूरी की जा सकती है) की असफलता की लागत से अधिक होती है।

समष्टि विवेकपूर्ण विनियमन ऋण-बुलबुले और समष्टि आर्थिक अस्थिरता के अन्य रूपों में वृद्धि को रोकने के लिए आवश्यक है। अधिक चिंता की बात संपार्श्विक आधारित ऋण देना है - जहां संपार्श्विक के मूल्य और ऋण देने की मात्रा बहुत अधिक बढ़ती है और इस प्रकार के बुलबुले बढ़ते हैं। श्रेष्ठ ऋण मानक और बेहतर अवधि में बढ़ी संपार्श्विक की मांग करके वित्तीय प्रणाली स्वयं डिस्टेबलाइजर जो वर्तमान व्यवस्था के तहत है, के रूप में कार्य न करके स्वयं स्टेबलाइजर के रूप में कार्य कर सकता है।

#### 4. प्रतिस्पर्धा में व्याप्त दोषों को दूर करने की जरूरत है

अधिकांश देशों में, वित्तीय क्षेत्र समुचित प्रतिस्पर्धा से दूर रहता है। विकसित देशों के अनेक बाजारों में भी, छोटे

<sup>7</sup> यह एक प्रमुख बिन्दु था जिसका उल्लेख, स्टिगलिट्ज रिपोर्ट : वैश्विक संकट के चलते अंतरराष्ट्रीय मौद्रिक और वित्तीय प्रणाली में सुधार करना, में किया गया जिसमें अंतरराष्ट्रीय मौद्रिक और वित्तीय प्रणाली के सुधारों पर संयुक्त राष्ट्र महा सभा के अध्यक्ष के विशेषज्ञ आयोग के सदस्य में, न्यूयार्क : दि न्यू प्रेस, 2010।

कारोबार के लिए मात्र एक या दो ऋणदाता होते हैं। कई देशों में, बैंकों ने भुगतान व्यवस्था के अपने नियंत्रण से भारी प्रतिलाभ प्राप्त करने के लिए कपटपूर्ण ढंग से कार्य किया है। अधिकांश देशों में, कारोबार की कई गतिविधियों में अधिक प्रतिलाभ, जिसे प्रभावी प्रतिस्पर्धा द्वारा सही नहीं माना जा सकता है, से पता चलता है कि प्रतिस्पर्धा एक सीमित दायरे में है।

सूचना में दोष होने से स्वाभाविक रूप से प्रतिस्पर्धा में दोष बढ़ते हैं, इसलिए हमें इस बात पर आश्चर्यचकित नहीं होना चाहिए कि ऐसे देश जहां अनेक बैंक हैं वहां बाजार में अधिक प्रतिस्पर्धा नहीं है। क्योंकि पूर्णतः पारदर्शी बाजार अधिक प्रतिस्पर्धात्मक और कम लाभ कमाने वाले होते हैं, पारदर्शिता को कम करने और रोकने के लिए भारी बाजार प्रोत्साहन का प्रावधान होता है। यह मात्र एक कारण है जिसके चलते हमें डेरिवेटिव के लिए (चर्चा नीचे दी गई है) पारदर्शिता सुनिश्चित करने के लिए सख्त विनियमन की जरूरत है।

यद्यपि, पारदर्शिता से संबंधित अनेक कानून हैं और उनका कार्यान्वयन (आज की स्थिति नहीं) किया गया है फिर भी वित्तीय बाजार की प्रतिस्पर्धा कुछ ही क्षेत्र तक सीमित बनी हुई है। तथापि, हम खराब प्रथाओं पर रोक लगा सकते हैं। उदाहरण के लिए, आधुनिक प्रौद्योगिकी के आने से कुशल इलेक्ट्रॉनिक भुगतान प्रणाली की सुविधा संभव हो सकी, यद्यपि इस सुविधा के लिए शुल्क लिया जाता है किन्तु कुछ ही सेकंड में पैसे एक ग्राहक के खाते से उस व्यापारी के खाते में अंतरित हो जाते हैं जिससे वह समान खरीदता है। किन्तु भुगतान प्रणाली के अपने नियंत्रण में से एकाधिकार किराये लेने के अपने प्रयास में बैंकों ने इस प्रकार की इलेक्ट्रॉनिक अंतरण प्रणाली शुरू करने का विरोध किया है।

क्रेडिट कार्ड शुल्क, व्यापारियों द्वारा ली जाने वाली आदान-प्रदान शुल्क और अन्य गैर-प्रतिस्पर्धी प्रथाओं पर सख्त प्रतिबंध लगाने की आवश्यकता है। बैंकों की गतिविधियों के आकार तथा दायरे और बैंकों की अंतर-संबद्धता पर रोक लगाने से न केवल प्रणालीगत स्थिरता बढ़ेगी, बल्कि इससे प्रतिस्पर्धा भी बढ़ेगी।

#### 5. उपभोक्ता और निवेशक संरक्षण : सूचना असमिति और उपयोग

अधिकांश देशों में, वित्तीय क्षेत्र बहुत कम शिक्षित और वित्तीय रूप से अशिक्षित प्रयोक्ताओं का शोषण करने में

सक्रिय रूप से लगा है। वे कपटपूर्ण प्रथा और स्पष्ट रूप से सुविज्ञ ग्राहकों के साथ धोखाधड़ी वाली प्रथाओं और बाजार धोखाधड़ी वाली प्रथाओं में लगे हुए हैं। उन्होंने बहुत अधिक धृष्टता दिखाई है। इनके द्वारा नीचे और मध्य पिरामिड से पैसा उच्च पिरामिड में ले जाने के चलते न केवल असमानता पैदा की गई है बल्कि इन्होंने बाजार और बाजार अर्थव्यवस्था में अविश्वास पैदा किया है। इस विश्वास के साथ बाजार अच्छे से कार्य नहीं कर सकता है और यह एक दूसरा तरीका है जिसमें बैंकों ने बहुत प्रतिकूल बाह्यता प्रदर्शित की है। आम तौर पर, शुल्क आधारित गतिविधियों वाले क्षेत्र में लागत अधिक होती है - मुद्रा बिना लागत के नीचे से ऊपर नहीं जाती है: ऊपर स्तर पर होने वाली गतिविधियों से प्राप्त लाभ अन्य की तुलना में कम होते हैं।

यूएस उपभोक्ता वित्तीय संरक्षण ब्यूरो के समान एक विनियामीय ढांचा अर्थात् एक मजबूत उपभोक्ता संरक्षण विधान की आवश्यकता है। अत्यधिक ब्याज दर, ओवरड्राफ्ट शुल्क, क्रेडिट कार्ड शुल्क और दंड, प्रिडेटरी लेडिंग इत्यादि पर सख्त प्रतिबंध लगाने की आवश्यकता है।

किन्तु उपभोक्ता संरक्षण एजेंसी को निजी वित्तीय क्षेत्र की कुरीतियों के प्रति संरक्षण देने के साथ-साथ और अधिक कार्य करने की आवश्यकता है। इसे आधुनिक बनाने की आवश्यकता है उदाहरण के लिए ऐसे बंधक उत्पाद जो गृह-स्वामित्व अधिकार के जोखिम का प्रबंधन करने के लिए नागरिकों की मदद करते हैं।

लंदन अंतर बैंक प्रस्तावित दर से संबंधित घोटाले से मुक्त बाजार के परिणामों की संभाव्य गहनता के बारे में पता चलता है : 350 ट्रिलियन अमरीकी डालर का डेरिवेटिव बाजार है और इससे थोड़ा-सी कम संख्या छोटे ऋणों की है जिन्हें मैं अब जानता हूँ उनमें फेर-बदल किया जा सकता है और फेर-बदल किया गया है जो इस बात को नहीं प्रस्तुत करता है कि शब्दों का जो मतलब है वहीं वे प्रस्तुत करते हैं।

लिबॉर से संबद्ध बाजार निरंतरता स्वयं निंदात्मक है। इस बात के पर्याप्त प्रणाम मौजूद हैं कि आज भी यह सही उधार दर नहीं प्रस्तुत करता है: क्या किसी बैंक विशेष जिसका सीडीएस अंतर मुश्किल से थोड़ा अधिक हो, के लिए अंतर बैंक उधार दर कल्पनीय है?

समझौतों को ऐसे ट्रेजरी बिलों से इंडेक्स्ट किया जाना चाहिए जिनमें फेर-बदल की संभावना कम हो और ज्यादातर ऐसे जोखिम प्रकार से इंडेक्स्ट हो जो इन इंडेक्स्ट समझौतों को संभाल सके।

भले ही, टी-बिल की दर ऐसे जोखिम से कम सह-संबद्ध हो जिसके बारे में व्यक्ति चिंता करता है, किन्तु, फेर-बदल और उपयोग की संभाव्यता में कटौती से होने वाले लाभ के कारण अपेक्षित लिबॉर से इतर परिवर्तन होते हैं।

## 6. डेरिवेटिव और सीडीएस: हमें बाजार की तरह बाजार का काम बनाने की आवश्यकता है

डेरिवेटिव और सीडीएस दोनों पर चर्चा किए करने से अभी तक अनेक मुद्दे प्रकाश में आए हैं : बाजार में प्रतिस्पर्धा नहीं है, इन गतिविधियों से मात्र कुछ बड़े बैंक ही अधिकांश लाभ (बिलियन में) ले रहे हैं, जिससे ज्ञात होता है कि वे क्यों विनियमन का विरोध करते हैं। पारदर्शिता में कमी होने के कारण बाजार में हेर-फेर होता है और प्रतिस्पर्धा में कमी के चलते बैंक का लाभ बढ़ता है किन्तु इनमें प्रणालीगत जोखिम की संभावना भी बहुत अधिक होती है जो कि 2008 के संकट से स्पष्ट हो गया। विनियामक मध्यस्थता के घटक भी हैं या जिसे सही ढंग से विनियामक कपट के रूप में बताया गया है, यदि विनियामक सीडीएस के साथ संयुक्त जोखिमपूर्ण बांड, भले ही बैंक की धारिता सुरक्षित आस्तियों में हो, को बैंक की धारिता मानता है, तो वह बैंक को अधिक ऋण देने और अपने पोर्टफोलियो को बढ़ाने की अनुमति प्रदान करता है। किन्तु बीमा फर्जी बीमा हो सकता है- अर्थात् कम कीमत पर बेचा गया क्योंकि ऐसे मामले में लाभ बीमा कंपनी द्वारा कभी नहीं अदा किए जाते हैं क्योंकि घटना घटने के प्रति बीमाकृत होने में बीमा में चूक होगी : थोड़ा-बहुत ऐसा ही एआईजी के साथ हुआ था।

अपनी स्थिति को सुदृढ़ न कर पाने और एक्सचेंज के जरिए व्यापार न करने के कारण बैंकों में प्रणालीगत जोखिम बढ़ता है और पारदर्शिता में कमी आती है यह भी अन्य पर लगाई गई एक प्रकार की बाह्यता का ही एक उदाहरण है। वास्तव में, वे बाजार की समग्र कुलशता को कम करते हैं, क्योंकि मानक व्यवस्था बाजार विकेन्द्रीकरण पर कम जोर देती है। उदाहरण के लिए, पर्याप्त रूप से संपार्श्विकृत समाशोधन गृह के जरिए समाशोधित न की गई बड़ी मात्रा की ऋण चूक, किसी फर्म से संबंधित ऋण जोखिम को जानने के लिए उन सभी फर्मों की जोखिम की स्थिति को जानने की जरूरत होती

है क्योंकि वे वित्तीय रूप से एक बड़ी, साथ ही दुर्लभ के साथ समान प्रणाली से अंतरबद्ध होती हैं।

### पारदर्शिता और यूरो-संकट

एक फिर डेरिवेटिव स्थिति में पारदर्शिता में कमी होने के कारण यूरो संकट आया है। कोई भी ग्रीक पुनर्संरचना के सभी परिणामों से परिचित नहीं है, इसका आंशिक कारण यह है कि कोई भी नहीं जानता है कि जोखिम किसके चलते पैदा हुआ अथवा कौन-से बैंक सट्टेवाली गतिविधियों को प्रोत्साहित कर सकते हैं। ईसीबी की स्थिति को तभी सही माना जा सकता है जब पुनर्संरचना इस प्रकार की जाए कि यह एक क्रेडिट इवेंट न हो अर्थात्, ताकि बैंक जिन्होंने बीमा खरीदा था उन्हें पुनर्भुगतान नहीं होगा - क्या इसका अभिप्राय यह था कि वे ऐसे बैंकों से अधिक जुड़े थे जिनकी स्थिति सट्टेबाजी गतिविधियों में अधिक थी।

सरकारी बीमित वित्तीय संस्थाओं (क्या बीमा व्यक्त है अथवा अव्यक्त - इतना मजबूत बना लेना कि विफल न होने के परिणाम के रूप में) को डेरिवेटिव जारी करने की अनुमति नहीं दी जानी चाहिए। हालांकि यह स्पष्ट नहीं है कि क्या ऐसे वित्तीय उत्पाद बीमा उत्पाद है अथवा जुआ से संबंधित उत्पाद हैं, वे ऋण नहीं हैं, सरकार के लिए व्यक्त और अव्यक्त बीमा के जरिए उन्हें प्रोत्साहित करने के पीछे कोई औचित्य नहीं है। इस प्रकार की सहायक संस्थाओं से उत्पन्न बाजार - विकृति का समायोजन करने की गुंजाइश के लिए अर्थव्यवस्थाओं को मजबूर करने से संबंधित कोई स्पष्ट प्रमाण नहीं हैं।

डेरिवेटिव का पर्याप्त रूप से लेनदेन संपाश्विक एक्चेंजों पर होना चाहिए और उनकी स्थिति पारदर्शी होनी चाहिए। कुछ आलोचक इस बात से चिंतित हैं कि एक्चेंज में लेनदेन होने से जोखिम अधिक होगा; एक्चेंज के विफल होने से प्रणालीगत जोखिम हो सकता है। पूंजीवाद को बढ़ाने और उन सभी के लिए जरूरी जो संयुक्त रूप से अथवा अकेले एक्चेंज का उपयोग करते हैं से संबंधित प्रतिक्रिया हानि के लिए जिम्मेदार है। शेष सोसायटी को उनकी जोखिम प्रबंधन विफलता के परिणामों को वहन नहीं करना चाहिए।

यह स्पष्ट होना चाहिए कि डॉड-फ्रैंक ने डेरिवेटिव के कारण उत्पन्न समस्या का थोड़ा ही समाधान किया था। डॉड-फ्रैंक का मूलभूत दोष यह था कि यह निजी प्रतिफल और सामाजिक प्रतिफल के बीच मौजूद गहन असमानता को नहीं पहचान पाया था; यह नहीं पहचान पाया कि बाजार सहभागियों

को इस तरह से लेनदेन करने में फायदा था जिससे प्रणालीगत अस्थिरता बढ़ गई और सूचना एकत्र और वितरित करने में अथवा जोखिम का समाधान करने और बांटने में अर्थव्यवस्था की कुशलता कम हो गई थी।

डेरिवेटिव और अन्य नए वित्तीय उत्पाद ने वित्तीय नवोत्पाद के रूप में समर्थन किया था। किन्तु, जैसा पॉल वॉलकर ने उल्लेख किया कि इस वित्तीय नवोत्पाद में से कोई भी उत्पाद वास्तविक अर्थव्यवस्था की संवृद्धि में तेजी नहीं लाया, इनके चलते असमानता बढ़ी, किन्तु इससे कोई खास सामाजिक लाभ नहीं हुआ, बल्कि ये अस्थिरता से अधिक संबंधित रहा है।

हम इस बात बेहतर समझते हैं कि यह ऐसा क्यों है। ज्यादा वित्तीय नवोत्पाद अर्थव्यवस्था की कुशलता को सुधारने और जोखिम प्रबंधन करने के लिए साधारण अमरीकी लोगों द्वारा सामना किए गए जोखिम का प्रबंधन करने की सक्षमता बढ़ाने के लिए नहीं थे। कई नवोत्पादों को गरीब अमरीकी लोगों का शोषण करने; कई उत्पादों को विनियामकीय मध्यस्थता; बाजार कपट के कई तरीकों के रूप में लगाया गया, सामाजिक और निजी प्रतिफल में बिलकुल स्पष्ट विसंगतियां थी। जहां ऐसी विसंगतियां होती हैं, वहां न केवल बाजार कुशल नहीं होता है, बल्कि नवोत्पाद सामाजिक कल्याणकारी गतिविधियों को बढ़ाने में सहायक नहीं होगा।

कार्यसूची का एक भाग जो कि थोड़ा-बहुत औचित्यपूर्ण लगा, 'बाजार को पूरा करना' था। चूंकि व्यापक रूप से चिह्नित बाजार की विफलताओं में से एक एरो और डेबू से संबंधित पूर्व का कार्य में प्रमुख जोखिम बाजारों का उल्लेख नहीं था। इसके पीछे धारणा यह थी कि नए उत्पाद व्यक्तियों को जोखिम का बेहतर ढंग से प्रबंधन में सक्षम बनाया है। इसके विपरीत, इनका मूल्य विशिष्ट रूप से स्पैनिंग थ्योरम का उपयोग करके निर्धारित किया गया था- नए उत्पादों को मौजूदा उत्पादों के रेखीय संबंध के रूप में अथवा कम से कम पर्याप्ता के आस-पास माना गया, इसलिए इन संबंधित उत्पादों की मूल कीमत निर्धारित कर सके। इसे ध्यान में रखकर, नए उत्पादों का वास्तविक लाभ कम लागत पर लेनदेन था। जैसे ही वित्तीय क्षेत्र में इन उत्पादों का लाभ मिलना शुरू हुआ, कुल लेनदेन लागत में बहुत अधिक वृद्धि हुई अर्थात् वित्तीय क्षेत्र में बढ़कर कुल कारपोरेट लाभ का 40 हो गया।

किन्तु बुनियादी परिणामों के अनुसार इस सिद्धांत को श्रेष्ठता के अनुसार दूसरे स्थान दिया गया, जिसका मतलब यह

है कि जब उनके बाजार विकृतियों मौजूद हों, तो उनमें से किसी एक को समाप्त करना वास्तव में मामले को और अधिक खराब कर सकता है। दोषयुक्त जोखिम बाजार होने की स्थिति में, उदाहरण के लिए, व्यापार अड़चनों को दूर करने से दोनों देशों की हालत अधिक खराब कर सकती है<sup>8</sup>। दोषयुक्त जोखिम बाजार होने की स्थिति में, पूंजीगत बाजार में उदारीकरण से अस्थिरता बढ़ सकती है और अर्थव्यवस्था की हालत और अधिक बिगड़ सकती है<sup>9</sup>।

इस संबंध में, मामला और भी अधिक खराब हो सकता है। जब वैयक्तिक जोखिम-आकलन (दी गई गतिविधि की संभाव्यता) का भिन्न-भिन्न करते हैं, यद्यपि, वे डेरिवेटिव की खरीद-बिक्री कर सकते हैं और छद्म संपदा सृजित करते हैं जिसमें दोनों पक्ष मानते हैं कि बाजी जीत लेंगे और इसलिए दोनों मानते हैं कि वे अच्छी स्थिति में हैं। वास्तव में यह मात्र जीरो सम खेल है और आगे एक सही सिद्ध होता है और दूसरा गलत साबित होता है। किन्तु उस स्थिति में, भारी समष्टिआर्थिक परिणामों के साथ इस छद्म संपदा का भारी मात्रा में समापन हो सकती है। वास्तव में, यदि केवल दो व्यक्ति इस प्रकार की शर्त में शामिल होते हैं, तो समष्टिआर्थिक परिणाम नगण्य होंगे। किन्तु इसमें अधिक संख्या में लोग शामिल होते हैं तो इसके भारी परिणाम हो सकते हैं।

डेरिवेटिव पर प्रतिबंध लगाने का यही कारण है अथवा कम से कम यह सुनिश्चित हो कि उन्हें सरकारी नीतियों द्वारा व्यक्त अथवा अव्यक्त रूप से सुकर और सहायता नहीं प्रदान की गई है।

दुर्भाग्यवश, हम सरकारी बीमित संस्थाओं द्वारा डेरिवेटिव की बिक्री करने की अनुमति देकर इन्हें न मात्र प्रोत्साहित करते हैं, बल्कि हम दिवालिया नियमों के जरिए इन्हें व्यक्त रूप से प्रोत्साहित करते हैं जो इन्हें दिवालिया होने में प्राथमिकता प्रदान करता है।

<sup>8</sup> देखें, डी. न्यूबेरी और जे.ई. स्टिगलिट्ज, 'पैरेटो इनफिरियर ट्रेड', आर्थिक अध्ययन की समीक्षा, 51(1), जनवरी 1984, पृष्ठ 1 से 12 तक।

<sup>9</sup> देखें, जे.ई. स्टिगलिट्ज, 'पूंजी बाजार के उदारीकरण और विकास में पूंजी बाजार का उदारीकरण, वैश्वीकरण और आईएमएफ,' जे.ई. स्टिगलिट्ज, और जे. ओ. ओकैंपो (संपादित), न्यूयार्क, ऑक्सफोर्ड यूनिवर्सिटी प्रेस, पृष्ठ सं. 76 से 100 तक।

सामाजिक प्रतिलाभ और निजी लाभ के बीच की विसंगतियों को सही करना सरकार के लिए बहुत जरूरी है क्योंकि इस प्रकार की अड़चनें मौजूद होने से बाजार न केवल अक्षम होगा, बल्कि नवीन परिवर्तनों को गलत माना जाएगा।

कानूनी ढांचे - कारपोरेट गवर्नेंस कानून, प्रतिस्पर्धा कानून, दिवालियापन कानून, वित्तीय क्षेत्र विनियमन इस खेल से संबंधित नियम प्रदान करते हैं और सामाजिक और निजी प्रतिलाभों के बीच संबंध और आय के संवितरण को प्रभावित करते हैं और औद्योगिक नीति की आधार प्रदान करने के (व्यक्त रूप से) और अन्य क्षेत्र के व्यय पर कई क्षेत्रों को प्रोत्साहित करने के रूप में माने जा सकते हैं। संयुक्त राज्य अमेरिका जैसे कई देशों में कानूनी ढांचा के चलते वित्तीय क्षेत्र का संकुचन और विस्तार हुआ है। उदाहरण के लिए, दिवालियापन से संबंधित हमारे कानून में निम्नलिखित सुधार की आवश्यकता है:

दिवालियापन कानून में डेरिवेटिव को कामगारों और वरिष्ठ देनदारों की तुलना में कनिष्ठ देनदार मानना चाहिए। दिवालियापन कानून में पारदर्शिता को बढ़ावा दिया जाना चाहिए: अपंजीकृत कोई डेरिवेटिव सभी अन्य दावों की तुलना में कम होगा: और पूरी तरह से प्रकट न किए गए डेरिवेटिव पर हुए नुकसान को कर कटौती योग्य नहीं होगा।

## 7. छाया बैंकिंग प्रणाली

संकट के पूर्व माना जाता था कि छाया बैंकिंग प्रणाली से प्रणालीगत जोखिम नहीं होता। एक विफल हुए निवेश बैंक का प्रभाव (अनेक लोगों मानते थे) प्रणालीगत नहीं होगा। अब हम मानते हैं कि यह सही नहीं है। एक बड़ी बीमा कंपनी के चलते भी प्रणालीगत जोखिम हो सकता है।

वाणिज्यिक बैंकों पर लगाए गए विनियमनों के चलते छाया बैंकिंग प्रणाली में अधिकांश गतिरोध पैदा हुआ और छाया बैंकिंग प्रणाली को सही मानने वाले अधिकांश सिद्धांत सवालियों के घेरे में आ गए। उदाहरण के लिए, जहाँ, प्रतिभूतिकरण के जरिए जोखिम विविधता का लाभ सार्वमान्य है, वहीं संकट ने प्रतिभूतिकरण के संबंधित नकारात्मक पहलुओं को उजागर किया है।

संस्था आधारित उधार देने से संबंधित तर्कों में से एक तर्क इंफार्मेशन बाह्यताओं को अपनाना है। प्रतिभूतिकरण जोखिम विविधीकरण में लाभ प्रदान करता है किन्तु ये लाभ सूचनाओं की गुणवत्ता की गिरावट के चलते बराबर हो गए। हाल ही में,



सबसे ध्यान रेटिंग एजेन्सियों की असफलता पर दिया गया है; किन्तु अधिक सूचनाएं एकत्र करने के लिए प्रोत्साहन की अपर्याप्तता से जड़ी समस्याएं आंशिक रूप से बुनियादी है और बहुत पहले ही चिह्नित की गई हैं; यदि बाजार समुचित रूप सूचनाओं (जैसे कि सूचनागत कुशल बाजार के सलाहकार दावा किया है) के बारे में जानकारी देता है, तो सूचनाएं एकत्र करने के लिए कोई प्रोत्साहन नहीं होगा<sup>10</sup>। इसके पहले, हमने नोट किया था कि जोखिम बांटने और स्थानांतरित करने से संबंधित निजी निर्णय सामाजिक रूप से सामान्यतः सर्वोकृष्ट नहीं हैं। खराब से खराब से निर्णय भी, निजी बाजार जोखिम और सूचना कुशलता को जिस ढंग से संतुलित करते हैं, वे भी सामान्यतः सर्वोकृष्ट नहीं हैं। ऐसी प्रणालियां जो जोखिम का विस्तार करती हैं, बुनियादी रूप से 'दायित्व' को कमजोर बनाती हैं और सूचनाओं को एकत्र करना भर प्रोत्साहन नहीं है बल्कि तैयार किए जा रहे वित्तीय उत्पादों की 'गुणवत्ता' भी सुनिश्चित की जाए।

यदि विविधीकरण अच्छी सूचनाएं प्राप्त करने से संबंधित प्रोत्साहन को कम करता है<sup>11</sup>, तो ये न केवल समग्र कार्यनिष्पादन को कमजोर करता है बल्कि अस्थिरता को बढ़ाता है। इसलिए, व्यापार-समझौता परंपरागत रूप से प्रतिभूतिकरण में दी गई शर्तों से स्पष्ट रूप से भिन्न होना चाहिए, जहां ऐसा माना था कि प्रतिभूतिकरण से प्रणालीगत स्थिरता में बढ़ोतरी होगी। भिन्न-भिन्न नीतिगत ढांचे (खेल के नियम) से भिन्न-भिन्न वित्तीय ढांचे हो सकते हैं और भिन्न-भिन्न वित्तीय ढांचे अलग प्रकार से समझौते में संतुलन बनाते हैं, कई अन्य से बेहतर, कई कम जोखिम को आत्मसात करने की क्षमता को बढ़ाते हैं, किन्तु किसी बड़े आघात अथवा छोटे-छोटे आघातों के समूहों के चलते अर्थव्यवस्था में प्रणालीगत जोखिम की संभावना अधिक पैदा करते हैं।

<sup>10</sup> सैनफोर्ड ग्रासमैन और जे.ई. स्टिगलिट्ज, 'सूचना और प्रतिस्पर्धात्मक मूल्य-निर्धारण प्रणाली,' अमरीकी आर्थिक समीक्षा, 66(2), मई 1976, पृष्ठ सं. 246-253 और सैनफोर्ड ग्रासमैन और जे.ई. स्टिगलिट्ज, 'सूचनागत कुशल बाजार की असंभवता पर,' अमरीकी आर्थिक समीक्षा, 70(3), जून 1980, पृष्ठ सं. 393-408।

<sup>11</sup> जैसा कि काल्वो, ग्यूलिर्मो ए. और मेंडोजा, इरिक जी., 2000, 'प्रतिभूति बाजार का संगत संक्रमण,' इंटरनेशनल इकानामिक्स का जर्नल, इलसेवियर, 51(1), पृष्ठ सं. 79 से 113 तक दिया गया है।

छाया बैंकिंग प्रणाली सख्त लिवरेज (पूंजी और चलनिधि) जरूरतों के साथ सख्ती से विनियमित की जानी है - और क्योंकि वाणिज्यिक बैंकों में उपभोक्ता जमाराशियों की तुलना में थोक जमाराशियां अधिक हो सकती हैं, जरूरत भी अधिक हो सकती है, प्रतिभूतियों के प्रवर्तक को कुछ निश्चित पूंजी रखनी होती है अर्थात्, उन्हें प्रतिभूति में कम से कम 10 प्रतिशत धारिता रखनी होगी।

क्रेडिट रेटिंग एजेन्सियों में बहुत अधिक सुधार की आवश्यकता है। जन-सदृश भूमिकाओं (यह सुनिश्चित करने के लिए दायित्व सौंपना कि पेन्शन फंड में रखने के लिए कौन-सी प्रतिभूति बहुत अधिक सुरक्षित है) को दृष्टिगत करने की आवश्यकता है। रेटिंग का मानकीकरण करने की आवश्यकता है। रेटिंग एजेन्सियों की कार्यनिष्पादन की रेटिंग करने की आवश्यकता है। उन्हें और अधिक जवाबदेह (आस्ट्रेलिया में मुकदमा जहां क्रेडिट रेटिंग एजेन्सियों का कार्य-निष्पादन दोषपूर्ण पाया गया, यह ऐसा करने की शुरुआत है) बनाने की आवश्यकता है।

## 8. बैंकों की केंद्रीयता तथा केंद्रीय बैंकों द्वारा सभी उपायों का प्रयोग करने की आवश्यकता

2008 के संकट में बैंक तथा उनकी विफलताएं केंद्र बिंदु थे। किन्तु दिलचस्प बात है कि मानक समष्टि आर्थिक मॉडलों में बैंकों की भूमिका नगण्य है, जिसमें वित्तीय क्षेत्र को सार रूप में अक्सर मुद्रा की मांग और आपूर्ति के समीकरण द्वारा प्रस्तुत किया जाता है। ये मॉडल बैंकिंग क्षेत्र को सावधानी पूर्वक निरूपित नहीं करते -अथवा निरूपित ही नहीं करते थे। इस प्रकार से भूमिका को कम करने का दृष्टिकोण सामान्य समय में पर्याप्त हो सकता है किन्तु अभी, अथवा पूर्वी एशिया संकट<sup>12</sup> जैसे संकट के किसी अन्य समय पर पर्याप्त नहीं हो सकता

बाजारों से ऋण लेने के प्रावधानों की तुलना में बैंकिंग (छाया बैंकिंग प्रणाली सहित) के महत्व बढ़ने की शुरुआत सूचना अर्थशास्त्र से हुई। विशेष रूप से, वे संस्थागत ज्ञान (सूचना) के भंडार होते हैं, जिसे आसानी से हस्तांतरित नहीं किया जा सकता तथा सूचना के बाहरी कारकों के समावेशन से सूचना प्राप्ति के

<sup>12</sup> विरोधाभाषी बात यह है कि इन मॉडलों के प्रवर्तकों ने इस तथ्य पर बहुत हो-हल्ला मचाया था कि वे संरचनागत अर्थात् उपयोगिता को अधिकतम बनाने वाले इंटरटेंपोरल व्यवहार से बचत करने की आदत को अपनाने से संबंधित थे।

लिए बेहतर प्रोत्साहन मिलता है किंतु जैसा कि हमने नोट किया है, इसके लिए जोखिम<sup>13</sup> का प्रत्यक्ष विविधीकरण करना होगा।

अब यह स्पष्ट होना चाहिए कि क्यों किसी भी समष्टि आर्थिक विश्लेषण में बैंकिंग के विश्लेषण केंद्रीकृत होना चाहिए : ऋण की उपलब्धता तथा उपलब्धता की शर्तें एक मुख्य चैनल होता है जिनके माध्यम से मौद्रिक नीति अर्थव्यवस्था को प्रभावित करती है। फर्में उस दर की चिंता करती हैं जिस पर वे उधार ले सकती हैं न कि उस ब्याज दर की जिस पर सरकार उधार ले सकती है। दोनों के बीच विस्तार में बहुत अंतर हो सकता है और होता ही है। लघु और मध्यम आकार के उद्यम जिस दर पर उधार ले सकते हैं उनको निर्धारित करने में बैंकों की भूमिका प्रमुख होती है। सरकारी नीति परंपरागत मौद्रिक उपायों तथा विभिन्न प्रकार की विनियामक नीतियों -दोनों के माध्यम से इसके विस्तार को प्रभावित कर सकती हैं और मौद्रिक प्राधिकारियों को ऋण के विस्तार को प्रभावित कर सकने वाली उन विभिन्न बाजारी शक्तियों के प्रति संवेदनशील होने की जरूरत है, ताकि वे सामायोजन की कार्रवाई कर सकें।

अगर मौद्रिक नीति के प्रभाव को समझना हो तो हमें आवश्यक रूप से यह समझना होगा कि केंद्रीय बैंक (या तो परंपरागत रूप से खुले बाजार के परिचालनों, आरक्षित निधि की आवश्यकता, आरक्षित निधि पर दिए जाने वाले ब्याज अथवा विनियामकीय आवश्यकताओं के रूप में) बैंक और छाया बैंकिंग प्रणाली के बर्ताव को कितना प्रभावित करते हैं। ऐसा विशेष रूप से इसलिए है क्योंकि अधिकांश लघु और मध्यम उद्यमों द्वारा लिए जाने वाले उधार का केंद्र बिंदु अभी भी बैंक हैं तथा समष्टि आर्थिक परिवर्तनीयता को समझने के लिए लघु और मध्यम उद्यमों में निवेश एवं रोजगार में परिवर्तनीयता मुख्य बिंदु है।

ग्रीनवाल्ड और स्टिग्लिट्ज<sup>14</sup> ने एक समष्टि आर्थिक मॉडलों के सृजन के लिए अनुसंधान कार्यक्रम की शुरुआत की, जिसमें बैंक केंद्रीय भूमिका का निर्वाह करते हैं और उनकी मॉडलिंग विशिष्ट रूप से की गई है। ऋण उपलब्धता भी केंद्रीय भूमिका निभाती है। यह ठीक ही है क्योंकि ऋण बाजार की

<sup>13</sup> शेयर धारकों के लिए जोखिम का विविधीकरण अब भी उत्पन्न हो सकता है। तथ्य यह है कि इस प्रकार से यह प्रतिभूतिकरण के माध्यम से विविधीकरण के संबंध में जोखिम के तर्कों की वैधता पर भी प्रश्न उठाता है।

<sup>14</sup> बी. ग्रीनवाल्ड एवं जे. स्टिग्लिट्ज, टुवार्ड्स ए न्यू पैराडिगम इन मॉनेटरी इकोनॉमिक्स, कैंब्रिज, कैंब्रिज विश्वविद्यालय प्रेस, 2003.

विशेषता अक्सर ऋण की राशनिंग (नियंत्रित वितरण) किए जाने के रूप में दर्शाई जाती है। अगर ऋण की राशनिंग नहीं हो तो चलनिधि का संकट होगा ही नहीं।

समष्टि-स्थिरता (संकट को टालना) और आर्थिक संकट के बाद आर्थिक स्थिति को बहाल करने -दोनों के संबंध में स्पष्ट नीतिगत धारणाएं विद्यमान होने के बावजूद धारणाएं मानक परंपरागत (डीएसजीई) मॉडलों से उत्पन्न होने वाली धारणाओं से भिन्न हो सकती हैं।

मात्राएं (ऋण उपलब्धता) एवं तरलता ब्याज दरों के बराबर अथवा उनसे अधिक महत्वपूर्ण हो सकती हैं।

ब्याज दर के बारे में जो महत्वपूर्ण बात है वह है ऋण देने पर ब्याज दर, न कि खजाना बिल दर, और इस पर अधिक ध्यान दिया जाना चाहिए।

ऋण उपलब्धता और बैंकों द्वारा उधार देने की शर्तें खजाना बिल की दरों (जो खुले बाजार के परिचालनों द्वारा प्रभावित होती हैं) से प्रभावित होती हैं, किंतु यह पूंजी आवश्यकता जैसे बहुत से विनियामकीय उपायों से भी प्रभावित होती है। इन विनियामकीय उपायों के समष्टि आर्थिक प्रभाव पहले पड़ते हैं और इनको समष्टि आर्थिक उपकरणों के रूप में देखा जाना चाहिए। कुछ मामलों में उनका प्रभाव और अधिक हो सकता है। प्रौद्योगिकी तथा आवास क्षेत्र की अस्थायी वृद्धि को नियंत्रित करने में बढ़ते हुए मार्जिन और डाउन पेमेंट की जरूरतें सिर्फ ब्याज दरों के समायोजन से अधिक प्रभावी हो सकती हैं।

प्रौद्योगिकी तथा बाजार संरचना में परिवर्तन तथा कुछ विनियमों द्वारा अन्य उपायों की प्रभावशीलता को प्रभावित किया जा सकता है। विशेष रूप से, विनियम क्यू के समाप्त होने का अर्थ यह रहा है कि खजाना बिल दरों में परिवर्तनों का बैंकों पर संपत्ति-प्रभाव कम पड़ा है, जिससे पारंपरिक मौद्रिक नीति का ज्यादा असर प्रतिस्थापन प्रभावों के माध्यम से हुआ है जो स्पष्ट रूप से बहुत कमजोर रहा है।

सबसे अधिक महत्वपूर्ण बात यह है कि केंद्रीय बैंकों के पास उपलब्ध सभी उपायों का प्रयोग किए जाने की जरूरत है। नए-उदार सिद्धांतों - केंद्रीय बैंकों को स्वयं को अल्पावधि ब्याज दरों को समायोजित करने तक सीमित रखना चाहिए, से प्रभावित बहुत से केंद्रीय बैंकों द्वारा कृत्रिम रूप से स्वयं-निर्धारित सीमाएं बहुत महंगी पड़ी हैं। यह भविष्यवाणी इन गलत धारणाओं के आधार पर की गई थी कि बाजार हमेशा

दक्ष थे, और इसलिए केंद्रीय बैंकों को अपना हस्तक्षेप कम से कम कर देना चाहिए। किंतु सभी केंद्रीय बैंकों ने हस्तक्षेप किया - उनका सृजन ही इस काम के लिए हुआ है। ऐसा कोई सिद्धांत नहीं है जो यह कहे कि सर्वाधिक हस्तक्षेप अल्पावधि ब्याज निर्धारण तक ही सीमित होना चाहिए। वास्तव में, कर नीति जैसे अन्य संदर्भों में हमें ज्ञात है कि सर्वाधिक हस्तक्षेप (करारोपण) में विविध प्रकार के हस्तक्षेपों (करों) को लागू करना शामिल है। इसलिए बहुत से छोटे-छोटे हस्तक्षेप करना किसी एक मात्र बड़े हस्तक्षेप<sup>15</sup> से बेहतर है।

संकट ने बहुत से केंद्रीय बैंकों को उनकी अव्यावहारिक नीतियों पर पुनर्विचार करने पर मजबूर किया है। यहां तक कि फेडरल रिजर्व भी वैकल्पिक उपायों के प्रयोग करने में अधिक सक्रिय हो गया है।

### 9. व्यापक लक्ष्य - मुद्रास्फीति से भी आगे - अधिक उपाय

संकट के परिणामस्वरूप, यह स्पष्ट है कि कुछ केंद्रीय बैंकों का पूरा ध्यान मुद्रास्फीति पर केंद्रित किया जाना गलत था। मुद्रास्फीति के निम्न से थोड़े अधिक के स्तर पर जाने से कल्याण कार्यों में जिस परिमाण में क्षति होती वह वित्तीय गिरावट से होने वाली क्षति से कम होती। किंतु बहुत से केंद्रीय बैंकों की यह अवधारणा पक्की थी कि स्थिर तथा मजबूत वृद्धि के लिए मुद्रास्फीति को निम्न स्तर पर रखना अनिवार्य और लगभग पर्याप्त था। यह धारणा गलत साबित हो चुकी है। मजबूत आर्थिक मॉडलों में यह धारणा कभी मान्य ही नहीं थी। वास्तव में महत्वपूर्ण बातों से ध्यान हटाकर मुद्रास्फीति के पीछे पड़ने से न सिर्फ तदनुसार समष्टि-स्थिरता को बढ़ाने में विफलता मिली है बल्कि इसके कारण अस्थिरता उत्पन्न हुई होगी (बेशक, मुद्रास्फीति का उच्च स्तर समस्या है किंतु वे अर्थव्यवस्था की अन्य सामान्य समस्याओं के लक्षण मात्र होते हैं)।

संकट के ठीक पहले के समय में मुद्रास्फीति पर ध्यान केंद्रित करने के एक अन्य अस्थिरताकारी पहलू का पता चला : विकासशील देशों के आपूर्ति के प्रतिकूल होने के जोखिम का सामना करने के उपायों के परिणामस्वरूप 'बाह्य कारकों' से मुद्रास्फीति के कारण ब्याज दरें बढ़ीं जिससे अर्थव्यवस्था में मंदी का प्रभाव बढ़ा और खाद्य सामग्रियों तथा ऊर्जा के अधिक मूल्य से परेशान श्रमिकों पर और अधिक बोझ पड़ा।

<sup>15</sup> पी.पी. रामसेय, 'ए कांट्रीव्यूशन टू द थ्योरी ऑफ टैक्सेशन', आर्थिक पत्रिका (1927), 47-61.

बढ़ी हुई ब्याज दरों का मुद्रास्फीति पर महत्वपूर्ण प्रभाव एक ही तरीके से पड़ सकता था, वह तरीका था कि इस प्रकार उत्पन्न परेशानियों को गैर-निर्यात (नॉन-ट्रेडेड) क्षेत्र पर आरोपित किया जाए तथा गैर-व्यापार वस्तुओं एवं श्रम के मूल्यों को इतना कम किया जाए कि बढ़ते हुए अंतरराष्ट्रीय मूल्यों का प्रभाव समाप्त हो जाए। किंतु, तब इलाज स्वयं बीमारी से अधिक खतरनाक हो गया होता।

अधिक सामान्य बात यह है कि अर्थव्यवस्था को लगने वाले आघात पर प्रतिक्रिया आघात की प्रकृति पर निर्भर होना चाहिए। उदाहरण के लिए, यदि यह मांग से संबंधित आघात हो तो इसे ब्याज दर नीति के माध्यम से नियंत्रित करना उचित हो सकता है।

यह तथा इसके पहले के बिंदु से एक अन्य अधिक सामान्य बात का पता चलता है कि कई वर्षों तक नीति के संबंध में टिंबरजेन का दृष्टिकोण बहुत प्रभावशाली रहा है। यदि साधनों की संख्या उद्देश्यों की संख्या के बराबर हो जाती है तो यह तर्क दिया जाता है कि अलग-अलग साधन उन संस्थाओं को सौंप दिए जाने चाहिए जिनके लिए वे जिम्मेदार हों। केंद्रीय बैंकों को मुद्रास्फीति के लिए जिम्मेदार होना चाहिए, जिसके लिए उन्हें अपनी पसंद के साधन - ब्याज दर का उपयोग करना चाहिए। टिंबरजेन दृष्टिकोण में नियंत्रण करने की क्षमता पर ध्यान केंद्रित किया जाता है किंतु इस प्रणाली के पक्ष में तर्क जवाबदेही के आधार पर प्रस्तुत किए जाते हैं। इस दृष्टिकोण के अंतर्गत एक साधारण माप (मुद्रास्फीति का स्तर) उपलब्ध है जिसके माध्यम से केंद्रीय बैंक के कामकाज का निर्णय लिया जा सकता है।

किंतु टिंबरजेन का विश्लेषण बहुत अस्वाभाविक रैखिक मॉडल के अनुसार किया गया जिसके अंतर्गत यह माना जाता है कि जितने लक्ष्य हों उनको उतने ही साधनों द्वारा नियंत्रित किया जा सकता है। जोखिम वाली जटिल अरैखिक प्रणाली में, जिसमें अनिश्चितता<sup>16</sup> भी शामिल है और जिसमें सिर्फ अंतिम समानता (जिसे व्यवहारिक तौर पर प्राप्त नहीं किया जा सकता) का ही ध्यान नहीं रखा जाता बल्कि अपने पास उपलब्ध सभी साधनों का एक साथ प्रयोग करना तथा नीति निर्माताओं के बीच समन्वय

<sup>16</sup> अर्थात्, कोई व्यक्ति किसी कार्रवाई के परिणामों के बारे में आश्वस्त नहीं हो सकता है। उदाहरणार्थ बी. ग्रीनवाल्ड एवं जे.ई. स्टिग्लिट्ज का 'टुवार्ड ए थ्योरी ऑफ रिजिडिटीज', अमरीकी आर्थिक समीक्षा, 79(2), मई 1989, पृष्ठ सं 364-69 देखें।

करना भी आवश्यक होता है। विकेंद्रीकरण के संबंध में कोई सामान्य सिद्धांत नहीं है। इसके विपरीत, जो सिद्धांत हमारे पास उपलब्ध हैं उनका संबंध विकेंद्रीकरण के जोखिम से अधिक है।

व्यवहार में इसका मतलब यह है कि मौद्रिक और राजकोषीय नीति में समन्वय की जरूरत है और इस बात से कोई फर्क नहीं पड़ता कि इनमें से एक को नियंत्रित करने वाली संस्था स्वतंत्र हो जबकि दूसरी नीति को नियंत्रित करने वाली संस्था राजनैतिक रूप से जवाबदेह हो। इस विषय पर मैं शीघ्र ही वापस आऊंगा।

केंद्रीय बैंकों को अपने लक्ष्यों का विस्तार मुद्रास्फीति से आगे भी करना चाहिए। उनको रोजगार, वृद्धि और वित्तीय स्थिरता पर भी ध्यान देने की जरूरत है। इसके अलावा मौद्रिक नीति में राजकोषीय नीति के साथ समन्वय करने की भी आवश्यकता है।

### **10. मौद्रिक नीति के जटिल प्रभाव : विषमता, अपरिवर्तनीयता, क्षेत्र-गत प्रभाव, वितरण प्रभाव**

मौद्रिक प्राधिकारियों को 'नियंत्रण करने की क्षमता' तथा मौद्रिक नीति के कामकाज से संबद्ध लागत में विषमताओं के बारे में विशेषरूप से संवेदनशील होने की जरूरत है। मौद्रिक नीति परिणामों को बाधित करने का प्रभावी साधन हो सकती है किंतु गंभीर मंदी के दौर में अर्थव्यवस्था को स्फूर्ति प्रदान करने में इसका प्रभाव कम हो सकता है। परिणामतः, यह मौद्रिक नीति के कामकाज में विषमता को दर्शाता है। अनिश्चितता तो हमेशा बनी रहने वाली है। उदाहरण के तौर पर, रोजगार अथवा वृद्धि के स्तर के निर्धारण, जिस स्तर पर मुद्रास्फीति बढ़ने लगती हो या फिर अस्थिरता का निर्धारण। किंतु संभावित अस्थिरता को कम करने के लिए अर्थव्यवस्था में थोड़ी पाबंदियां लगाने की जो कीमत चुकानी पड़ेगी वह अस्थिरता बढ़ जाने पर चुकाई जाने वाली कीमत की तुलना में बहुत कम होगी।

यह एक उदाहरण है जिसमें गलतियों के कारण न बदले जा सकने वाले दीर्घकालिक प्रभाव दिखाई देते हैं। अन्य उदाहरण भी हैं : बेरोजगारी के लगातार अधिक रहने से बुद्धि क्षीणता जैसे उन्मादी प्रभावों का जन्म होता है।

नियंत्रण के साधन के रूप में मौद्रिक नीति की वकालत (राजकोषीय नीति की तुलना में) करने वाले लोग भी इसके लचीलेपन, नई जानकारी प्राप्त होने पर नीति को समायोजित करने की इसकी क्षमता पर जोर देते हैं। किंतु वे यह नोट करने

में विफल रहते हैं अर्थव्यवस्था के कुछ हिस्से अन्य की तुलना में अधिक ब्याज-संवेदनशील हैं और यह कि कुछ हिस्से बैंक ऋण की उपलब्धता के बारे में अन्य की तुलना में अधिक संवेदनशील होते हैं। अतः ऋण उपलब्धता को कम करने अथवा बढ़ाने से कुछ क्षेत्रों में दूसरे क्षेत्रों की तुलना में अधिक अस्थिरता उत्पन्न होती है। जोखिम बाजारों में अपूर्णताओं के कारण इन क्षेत्रों पर अधिक लागत का दबाव पड़ता है। एक प्रकार से देखा जाए तो जिस तरीके से नीति बनाई जाती है उससे अर्थव्यवस्था में विकृति उत्पन्न होती है।

इसके साथ ही, जिस तरीके से मौद्रिक नीति का संचालन किया जाता है उसके महत्वपूर्ण वितरणकारी प्रभाव हो सकते हैं। अक्सर यह कहा जाता है कि मुद्रास्फीति सबसे बर्बर कर है। कम से कम विकसित देशों में गरीबों को हमने बहुत से दुष्परिणामों से संरक्षण प्रदान किया है क्योंकि सामाजिक सुरक्षा तथा अन्य कार्यक्रम अक्सर मुद्रास्फीति के अंतर्गत सूचीबद्ध होते हैं। श्रम बाजारों के प्रतिस्पर्धी होने से मुद्रास्फीति बढ़ने के साथ मजदूरी बढ़ने की प्रवृत्ति होती है और इस प्रकार से श्रमिकों को भी संरक्षण मिल जाता है। (कभी-कभी ऐसा लगता है कि यह मामला इस प्रकार का नहीं है बल्कि ऐसा इसलिए है क्योंकि स्फीतिकारी घटनाओं को शुरू करने वाले अर्थव्यवस्था के आघात ऐसे होते हैं जो श्रम की उत्पादकता को प्रभावित करते हैं : हम सहसंबंध को कारण मान बैठते हैं)। दीर्घावधि बांड धारणकर्ताओं पर मुद्रास्फीति के पुनर्वितरणकारी प्रभाव होते हैं। किंतु ब्याज दर बढ़ाकर मुद्रास्फीति का सामना करना और बेरोजगारी बढ़ाने के बाधाकारी प्रभाव भी होते हैं। श्रमिकों को अधिक बेरोजगारी की कीमत न सिर्फ सीधे चुकानी पड़ती है बल्कि श्रमिकों पर दोहरा असर पड़ता है। क्योंकि बेरोजगारी

<sup>17</sup> द प्राइस ऑफ इनइक्वालिटी : हाउ टुडेज डिवाइडेड सोसायटी इन्डेंजर्स अवर फ्यूचर, न्यूयार्क : डब्लू.डब्लू. नॉर्टन, 2012; जे.ई. स्टिग्लिट्ज, 'मैक्रो इकोनॉमिक फ्लक्चुएसन्स, इनइक्वालिटी एवं ह्यूमन डेवलपमेंट' मानव विकास एवं क्षमताओं की पत्रिका, 2011, 13(1), पृष्ठ सं. 31-58 भी देखें।

<sup>18</sup> द स्टिग्लिट्ज रिपोर्ट : रिफॉर्मिंग द इंटरनेशनल मॉनेटरी एंड फाइनेंशियल सिस्टम्स इन द वेक ऑफ द ग्लोबल क्राइसिस, ओपी. सीआईटी।

<sup>19</sup> एंड्रयू जी. बर्ग एवं जोनाथन डी. ऑस्ट्री का 'इनइक्वालिटी एंड अनसस्टेनेबल ग्रोथ : टू साइड्स ऑफ द सेम कॉइन' शीर्षक वाला <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1108.pdf> (14 दिसंबर 2012 को देखा) पर उपलब्ध आईएमएफ स्टॉफ डिस्कसन नोट 8 अप्रैल 2011 देखें।

से मजदूरी कम करने का दबाव भी बढ़ता है। इसके अलावा, सकल घरेलू उत्पाद कम होने से कर राजस्व कम होता है और निचले तथा मध्यम वर्ग को लक्ष्य करके चलाए जाने वाले सरकारी कार्यक्रमों में कमी होने से श्रमिकों पर तिहरा असर पड़ता है।

मौद्रिक नीति प्राधिकारी न सिर्फ उनकी नीतियों, उन मॉडलों जिन पर वे आश्रित होते हैं, के महत्वपूर्ण वितरणकारी प्रभावों को नोट करने में विफल रहे हैं, उनको वह महत्व भी नहीं दिया गया जो उनको मिलना चाहिए था। यदि किसी ने असमानता को अधिक महत्व नहीं दिया तो भी असमानता के बड़े समष्टि आर्थिक प्रभाव हो सकते हैं। मेरे अपने काम (मेरी हाल की पुस्तक प्राइस ऑफ इनइक्वालिटी : में संक्षेपण किया गया है)<sup>17</sup> में इसे रेखांकित किया गया है। 2008 के संकट<sup>18</sup> के कारणों की जांच करने के लिए संयुक्त राष्ट्र महासभा के अध्यक्ष द्वारा नियुक्त विशेषज्ञ अंतरराष्ट्रीय आयोग ने भी इस बात को रेखांकित किया गया है। ऐसा ही अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष ने भी किया है जिसमें असमानता और अस्थिरता<sup>19</sup> के बीच के प्रणालीगत संबंध को नोट किया गया है।

मैं इस संक्षिप्त व्याख्यान में इसके घटित होने के विस्तार में नहीं जा सकता हूँ किंतु मैं एक बात नोट करना चाहूँगा जिसकी इस संकट का प्रभाव बढ़ाने में स्पष्ट भूमिका रही। अधिकांश अमरीकियों की आय स्थिर हो जाने से उनके जीवन स्तर को बरकरार रखने तथा उसे उच्च स्तर पर बनाए रखने, जिस पर वे बढ़िया स्थापित थे, के लिए वे अधिक कर्जदार हो गए। अगर मौद्रिक प्राधिकारियों ने ब्याज दरें कम करके तथा विनियमों को शिथिल बनाकर बढ़ती असमानता (क्योंकि निम्न और मध्यम स्तर की तुलना में शीर्ष स्तर पर लोगों के उपभोग की सीमांत प्रवृत्ति इतनी कम होती है कि मध्यम से शीर्ष स्तर में आय परिवर्तन होने पर उपभोग मांग कम हो जाती है) के प्रभाव को कम नहीं किया होता, जिससे आवास की अस्थिरता का जन्म हुआ; तो समग्र मांग कम हो गई होती तथा बेरोजगारी बढ़ गई होती। किंतु इस प्रकार की कार्रवाई सिर्फ अस्थायी प्रशामक उपचार उपलब्ध कराती है। टालमटोल करके विनाश का बीजारोपण किया जा रहा था। यह तो सिर्फ समय की बात थी कि जिस भ्रम के कारण बढ़ रही असमानता के प्रभाव को कम करने से अर्थव्यवस्था बरकरार रही वह समाप्त हो गया। किंतु सही हालत में आने

की अवधि, जिसमें वास्तविक परिणाम निहित क्षमता से काफी कम रहे, और लंबी हो सकती है तथा उसका मूल्य लाभ और भ्रम की अवधि से कहीं अधिक चुकाना होगा। ऐसा विशेषरूप से तब है, जबकि मूलभूत समस्या को हल नहीं किया गया। गिरावट स्वयं प्रतिकूल वितरणकारी प्रभावों को जन्म देती है जो कि अर्थव्यवस्था को और कमजोर बनाते हैं।

<sup>20</sup> जे.ई. स्टिग्लिट्ज, 2011 'रि थिंकिंग मैक्रोइकोनॉमिक्स : व्हाट फेल्ड एंड हाऊ टु रिपेयर इट' यूरोपियन आर्थिक संघ की पत्रिका, 9(4), पृष्ठ सं. 591-645; जे.ई. स्टिग्लिट्ज, फ्रीफाल : अमरीका, फ्री मार्केट्स एवं सिंकिंग ऑफ द वर्ल्ड इकोनॉमी, न्यूयार्क, डब्लू.डब्लू. नॉर्टन, 2010

<sup>21</sup> मेरे व्याख्यान का यह हिस्सा टर्की में नवंबर 1-2 नवंबर, 2012 को आईईए गोलमेज में इजमिर में पूंजी प्रवाह के विषय पर 'मॉनेटरी पॉलिसी इन ए मल्टी पोलर वर्ल्ड' शीर्षक के मेरे पर्व से लिया गया है।

<sup>22</sup> वह कार्य स्वयं एम.एम. सिद्धांत (जे.एम. स्टिग्लिट्ज, 'ए रि-इजामिनेशन ऑफ द मॉडिग्लिआनी-मिलर थ्योरम', अमरीकी आर्थिक समीक्षा, 59 (5), दिसंबर 1969, पृष्ठ सं. 784-793; जे.ई. स्टिग्लिट्ज 'ऑन द इररिलेवेंस ऑफ कॉर्पोरेट फाइनेंसियल पॉलिसी', अमरीकी आर्थिक समीक्षा, 64(6), दिसंबर 1974; जे.ई. स्टिग्लिट्ज, 'इन्फर्मेंशन एंड केपिटल मार्केट्स' फाइनेंसियल इकोनॉमिक्स : ऐसे इन ऑनर ऑफ पालकूटनर, विलियम एफ शार्प एवं केथीन कूटनर (ईडीएस), प्रेंटिस हाल, न्यू जर्सी, 1982, पृष्ठ सं. 118-158. पुनर्मुद्रण, द सेलेक्टेड वर्क्स ऑफ जोसेफ ई. स्टिग्लिट्ज, वाल्यूम -II, इन्फर्मेंशन एवं इकोनॉमिक एनालिसिस : एप्लीकेशन टु केपिटल लेबर एवं प्रोडक्ट मार्केट, ऑक्सफोर्ड, ऑक्सफोर्ड यूनिवर्सिटी प्रेस, 2013, पृष्ठ सं. 55-84) के मेरे अपने सामान्यीकरण पर आधारित था जिसमें सिद्धांत की सीमाओं की व्याख्या की गई है। उदाहरण के लिए 'ऑन द इररिलेवेंस ऑफ कॉर्पोरेट फाइनेंसियल पॉलिसी', अमरीकी आर्थिक समीक्षा 64(6), दिसंबर 1974, पृष्ठ सं. 581-866, में मैंने मोडिग्लिआनी एवं मिलर द्वारा स्थापित किए गए परिणामों की तुलना में सामान्य संतुलन मॉडल के अंतर्गत कॉर्पोरेट वित्तीय नीतियों की असंगतता को दर्शाया है।

बाद में, मैंने इन परिणामों के विस्तार का उल्लेख 'ऑन द आलमोस्ट न्यूट्रालिटी ऑफ इन्फ्लेशन : नोट्स ऑन टैक्सेशन एंड वेल्फेयर कॉस्ट्स ऑफ इन्फ्लेशन', इन डेवलपमेंट इन एन इन्फ्लेशनरी वर्ल्ड, एम. जूने फ्लॉडर्स एवं असाफ राजिन (ईडीएस), न्यूयार्क, अकादमिक प्रेस, 1981, पृष्ठ सं. 419-457; 'ऑन द रिलेवेंस ऑर इररिलेवेंस ऑफ पब्लिक फाइनेंसियल पॉलिसी : इन्डेक्सेसन, प्राइस रिजिडिटीज एवं ऑप्टिमल मॉनेटरी पॉलिसी' इन इन्फ्लेशन, डेब्ट एवं इन्डेक्सेसन, आर. डॉर्नबुश एवं एम. सिमॉन्सेन (ईडीएस), एमआईटी प्रेस, 1983, पृष्ठ सं. 183-222 एवं ऑफ इकोनॉमिक एजुकेशन, 19(2), स्प्रिंग 1988, पृष्ठ सं. 171-177; तथा 'ऑन द रिलेवेंस ऑर इररिलेवेंस ऑफ पब्लिक फाइनेंसियल पॉलिसी' इन द इकोनॉमिक्स ऑफ पब्लिक डेब्ट, अंतरराष्ट्रीय आर्थिक संघ की 1986 की बैठक, लंदन, मैकमिलन प्रेस, 1988, पृष्ठ सं. 4-76, की कार्यवाही के अंतर्गत सरकारी क्षेत्र में किया।

मौद्रिक प्राधिकारियों को उनकी नीतियों के वितरणकारी और क्षेत्र-गत परिणामों के प्रति अधिक संवेदनशील होने की जरूरत है और इस तथ्य पर भी ध्यान देना चाहिए कि भ्रम को बढ़ने देने वाली अथवा मुद्रास्फीति से निपटने की अत्यधिक उत्सुकता में बेरोजगारी को बढ़ने देने वाली कुछ गलतियां, जिनके दीर्घावधिक परिणाम होंगे जिनको ठीक करना बहुत कठिन है।

### 11. मौद्रिक नीति की सीमित प्रभावशीलता तथा मौद्रिक नीति के मार्ग : बाजार की अपूर्णताओं का प्रयोग करना

इस विचार-विमर्श ने बहुत से मौद्रिक प्राधिकारियों द्वारा प्रयुक्त मॉडलों में वितरण पर ध्यान दिए जाने में कमी की खामी को रेखांकित किया है। पहले की अभ्युक्तियों ने बैंकों पर ध्यान दिए जाने तथा अधिक व्यापक रूप में वित्तीय प्रणाली के विवरणों पर कम ध्यान दिए जाने की अन्य खामियों को रेखांकित किया है। किंतु ये सिर्फ मॉडल निर्धारण की गलतियां नहीं हैं, जिनके बारे में अधिक विस्तार से कहीं और<sup>20</sup> लिख चुका हूँ, किंतु वे मौद्रिक नीतियाँ जिन माध्यमों से अर्थव्यवस्था को प्रभावित करती हैं - उनके बारे में दिग्भ्रमित विचारों को जन्म देती हैं। इनके कारण मौद्रिक नीति वास्तव में अर्थव्यवस्था को प्रभावित करती है। इन माध्यमों को समझे बिना कोई यह नहीं समझ सकता कि क्यों मौद्रिक नीति कभी दूसरे समय की तुलना में अधिक प्रभावशाली होती है, न ही हम स्थिरता बनाए रखने अथवा पूर्ण रोजगार की दशा में अर्थव्यवस्था को पुनर्स्थापित के लिए नीतियाँ तैयार कर सकते हैं।

मौद्रिक नीति की प्रभावशीलता बाजार की विशिष्ट अपूर्णताओं<sup>21</sup> पर निर्भर होती है।

<sup>23</sup> उदाहरण के लिए, डी.एस. जॉनसन डी.एस., जे.ए. पार्कर, एन.एस. सोउलेलेज, 2006, 'हाउसहोल्ड एक्सपेंडिचर एंड द इनकम टैक्स रिबेट्स ऑफ 2001', द अमेरिकन इकोनॉमिक रिव्यू, 96(5) : 1589-1610, देखें। उपाख्यानमूलक बात है कि 2001 एवं 2003 में बुश (राष्ट्रपति) ने करों में नाटकीय ढंग से कटौती की थी तब औसत बचत दर घटकर लगभग शून्य हो गई थी। बारों-रिकार्डो विश्लेषण के अनुसार इसमें जो वृद्धि होनी थी वह नहीं हुई। बेशक, अन्य बहुत सी बातें चल रही थीं तथा इस सिद्धांत के समर्थक यह तर्क प्रस्तुत कर सकते हैं कि करों में कटौती नहीं होती तो बचत और अधिक कम अर्थात्, सकल घरेलू उत्पाद का ऋणात्मक 2 अथवा 3 प्रतिशत होती। किंतु बहुत से लोगों पर ऋण की बाध्यताएं होने और अमरीका के निचले स्तर के 80 प्रतिशत लोगों के पहले ही अपनी आय का 110 प्रतिशत उपभोग करने के देखते हुए यह विश्वास करना कठिन है कि कर कटौती नहीं किए जाने पर बचत दर उतनी कम हुई होती।

कुछ वर्ष पहले मैंने मोडिग्लिआनि-मिलर (एमएम) सिद्धांत की व्यापकता को साबित किया था, जिसमें सरकारी क्षेत्र<sup>22</sup> के लिए कॉर्पोरेट वित्तीय नीतियों की असंगतता दर्शाया गया था। मैंने यह दिखाया कि एमएम सिद्धांत जिन आदर्श परिस्थितियों के लिए तैयार किया गया था उनमें सरकारी कर्ज की परिपक्वता में परिवर्तन जैसे वित्तीय परिचालनों पर प्रभाव नहीं पड़ा होगा (परिणाम को बारो-रिकार्डो सिद्धांत के सामान्यीकरण के रूप में भी देखा जा सकता है, जिससे यह पता चलता है कि सरकारी कर्ज पर स्वयं कोई प्रभाव नहीं पड़ा)। अनंत लोगों को समाहित करने वाले साधारण मॉडल से वितरणकारी प्रभावों को अलग करके देखा जाए तो पता चलेगा कि हम स्वयं के प्रति मुद्राओं के देनदार हैं। इसलिए सरकारी कर्ज, देयता होने के साथ ही आस्ति भी होता है। इस प्रकार से यह सिद्धांत सरकारी कर्ज के बारे में अत्यधिक आलोचना करने वाले लोगों के लिए महत्वपूर्ण समीक्षा प्रस्तुत करता है, कम से कम तब जबकि कर्ज आंतरिक रूप से धारण किया गया हो (जब कर्ज विदेशियों द्वारा धारित किया गया हो तो बात और होती है क्योंकि तब कर्ज की राशि देश की निवल मालियत में कमी कर देती है)।

निःसंदेह यह अंतःप्रज्ञा सरल है और यह बारों-रिकार्डो विश्लेषण के महत्व का दर्शाती है (इसके सामान्य संतुलन की स्थिति में) : यदि सरकार अभी अधिक उधार लेती है (जैसे कि करों को बढ़ाकर वर्तमान व्ययों का भुगतान करने के स्थान पर) जिसको बाद में चुकाया जाना है तो प्रतिनिधिक उपभोक्ता बचत को बढ़ाकर तथा उस निधि का प्रयोग सरकारी कर्ज को चुकाने के लिए करके, उसके प्रभाव को ठीक ढंग से (सामान्य संतुलन की स्थिति में) समाप्त किया जा सकता है। किंतु सामान्य संतुलन बनाने में बहुत से लोग शामिल हो सकते हैं। परिणामों में निःसंदेह यह माना जाता है कि जिन लोगों ने करों का भुगतान अभी कर दिया होता वे बाद में 'बराबर' राशि का भुगतान करते हैं अर्थात्

<sup>24</sup> वास्तव में अधिकांश लोगों के पास बिल्कुल संपत्ति नहीं है और इसलिए कोई महत्वपूर्ण वसीयत नहीं होती। उदाहरण के लिए ई.एन. वोल्फ तथा एम. जिडुलमेन का बीएलएस वर्किंग पेपर 'इनहेरिटेस एंड द डिस्ट्रिब्यूशन ऑफ वेल्थ ऑर व्हाटएव्हर हैपन्ड टु द ग्रेट इनहेरिटेस बूम?' 445, जनवरी 2011 देखें। इन्होंने यह पाया था कि '1989 से 2007 के बीच 21 प्रतिशत अमरीकी परिवारों ने किसी दिए गए समय पर संपत्ति अंतरण प्राप्त किया जो उनकी निवल मालियत का 23 प्रतिशत था।'

करों के स्थगन का कोई वितरणकारी प्रभाव नहीं होता है और यदि सरकार दीर्घावधि कर्ज के स्थान पर अल्पावधि उधारियों की श्रृंखला के माध्यम से अधिक निधि की उगाही का निर्णय लेती है तो भी यह बात लागू होती है।

अनुभवजन्य प्रमाण इस बात से अभिभूत है कि बार्रो-रिकार्डो सिद्धांत तथा इसका मेरे द्वारा सामान्यीकरण गलत<sup>23</sup> है। प्रश्न प्रस्ताव की प्रमाणता का नहीं बल्कि यह है कि यह असफल क्यों हुआ और यह कि इससे हमें पूंजी बाजारों तथा मौद्रिक नीति पर कार्य करने में क्या मुख्य बातें प्राप्त होती हैं ?

*वितरणकारी प्रभाव, पूंजीगत दबाव और जनता की नजर से देखना*

जैसा कि हमने पहले ही नोट किया है, यह स्पष्ट होना चाहिए कि वितरणकारी प्रभावों तथा राजनीतिक अर्थव्यवस्था के विचारों (बार्रो-रिकार्डो परिणामों की प्रमाणता के लिए जिसका नहीं होना अनिवार्य है) को टालना कठिन है। सीमाकारी मामलों में ओवरलैपिंग जेनेरेसन्स मॉडल होने के कारण करों के माध्यम से वर्तमान व्ययों के वित्तपोषण करने के निर्णय को स्थगित करने के महत्त्वपूर्ण अंतरराष्ट्रीय प्रभाव हो सकते हैं। आश्वस्त होने के लिए, अंतरराष्ट्रीय अंतरणों में परिवर्तनों के माध्यम से इसको आंशिक रूप से कम किया जा सकता है किंतु तथ्य यह है कि अधिकांश लोग अपने बच्चों<sup>24</sup> के लिए कोई महत्त्वपूर्ण वसीयत छोड़कर नहीं जाते हैं। इन मामलों में इस प्रकार के प्रभाव को कम करने वाली वसीयतें नहीं हो सकतीं और नहीं होंगी।

<sup>23</sup> स्टिग्लिट्ज (1999) ने यह बताया कि एक सामान्य बात, जिसकी व्याख्या करना कठिन है, का तार्किक संभावनाओं वाले मॉडलों में अल्पकालिक हस्तक्षेपों (जैसे कि आईएमएफ द्वारा किसी देश को दिए गए अल्पकालिक ऋणों से संबद्ध प्रभाव) का दीर्घकालिक प्रभाव क्यों पड़ना चाहिए।

<sup>26</sup> विरोधाभाषी बात यह है कि सरकार इस बात पर जोर देती है कि बैंक बाजार आधारित लेखांकन का प्रयोग करते हैं किंतु केंद्रीय बैंक स्वयं के लिए ऐसा नहीं करता।

<sup>27</sup> असममित सूचना तथा दिवालिया होने के महत्त्व पर जोर देना मेरे स्वयं के पहले के कार्यों में आलोचना का एक हिस्सा था। कर्ज का उच्च अनुपात होने से उच्च हानि का भार (संभावित) पड़ सकता है तथा इसके संकेतक/जांच वाले प्रभाव हो सकते हैं (स्टिग्लिट्ज, जे.ई., 1969, 1982, ओपी.सीआईटी। किंतु ये 'सीमाएं' कम से कम अमरीका जैसे देशों के लिए उपयुक्त नहीं हैं जहां पर सरकारी व्युत्क्रम (सॉवरिन डिफाल्ट) का कोई जोखिम है ही नहीं।

पूंजी बाजार की विभिन्न प्रकार की कमियां सबसे मजबूत सैद्धांतिक आलोचनाओं का आधार उपलब्ध कराती हैं। उदाहरण के लिए यदि, लोगों की इच्छा अधिक उधार लेने की होती किंतु उनको ऐसा करने से रोका जाता तो भविष्य की देयताओं के वृद्धिमान होने के कारण वे बचत शुरू करने को आकर्षित नहीं होंगे। उधार लेने की विवशता सामान्य रूप से पहले की बाध्यता से कम होगी। इसी प्रकार से यदि सरकार अधिक करारोपण और कम उधारी का निर्णय लेती है तो उधार लेने में बाधा का सामना कर रहे लोग उधारी बढ़ाकर इसके असर को कम नहीं कर पाएंगे।

हकीकत में, अधिकांश लोग भविष्य की कर देयताओं को अपने बजट अवरोधों में शामिल नहीं करते हैं और 'जोखिम पैटर्न' को तो अपने बजट अवरोधों में शामिल करने वाले लोग तो बहुत ही कम होते हैं। इसलिए कर्ज (अथवा गैरसूचीबद्ध कर्ज से सूचीबद्ध कर्ज में परिवर्तित करके) की परिपक्वता संरचना में होने वाले परिवर्तनों के परिणामस्वरूप जोखिम पैटर्न में होने वाले परिवर्तनों को उनके पोर्टफोलियों में होने वाले तदनुरूप परिवर्तनों द्वारा कम नहीं किया जा सकता। (एक अन्य उदाहरण के रूप में : जब फ़ैडरल रिजर्व ने दीर्घावधि बांड खरीदा, तब यह जोखिम स्पष्ट था कि क्या अर्थव्यवस्था में सुधार होने पर वह खरीदे गए बांड बेच दे। ऐसा करने पर पूंजीगत हानि होगी<sup>25</sup>। सरकारी और निजी बजट बाधाओं को पूर्णतः एकाकार करने सहित इस प्रकार की पूंजीगत हानि की संभावनाओं का उपभोग को कम करने वाला असर पड़ना था, जिससे विस्तारकारी प्रभाव को कम किया जा सकता। फ़ैडरल रिजर्व ने यह सुझाव दिया कि वह ऋण को नियंत्रित करने के अन्य उपायों, यथा फ़ैडरल रिजर्व में जमाओं पर ब्याज का भुगतान करके, बांडों को परिपक्वता होने तक धारण कर सकता है। इसका प्रभाव यह हुआ कि फ़ैडरल रिजर्व को कभी पूंजीगत हानि का सामना नहीं करना पड़ा। किंतु इनसे सिर्फ इस वास्तविकता (वर्तमान बट्टागत मूल्य) पर पर्दा डाला गया कि सरकारी राजस्व जितने हो सकते थे उससे कम रहे। सरकारी

<sup>28</sup> मुझे और अधिक सावधान होना चाहिए : ऐजेंसी के यह कहने को देखते हुए कि संकट के दौरान अगर मुद्दों को विविधतापूर्वक प्रकट किया गया होता तो उनकी प्रबंधकीय उद्यमों के रूप में बेहतर विवेचना की जा सकती थी। इससे ऋण उपलब्धता की महत्त्वपूर्ण विशिष्ट बाधाओं को ध्यान में रखते हुए प्रबंधकों की भलाई को अधिकतम किया जा सकता था। दोनों ही मामलों में हमें परिवर्तन करने के लिए व्यावहारिक कदमों, जैसे आधार मुद्रा अथवा ट्रेजरी बिल ब्याज दरों की विवेचना करनी होगी।

और निजी बजट बाधाओं तथा संपूर्ण युक्तिसंगतता<sup>26</sup> को पूर्णतः एकाकार करने की धारणा के साथ उपभोग पर भी उनके विपरीत असर को बदला नहीं जा सका।)

*ब्याज प्राप्त करने वाली मुद्रा के संसार में मौद्रिक नीति*

यह स्पष्ट है कि मोडिग्लिआनि-मिलर का आदर्श संसार अर्थव्यवस्था<sup>27</sup> का अपर्याप्त ब्यौरा उपलब्ध कराता है। एक व्यापक धारणा है कि मौद्रिक नीति का कुछ असर होता है।

किंतु आधुनिक मौद्रिक सिद्धांत का अस्तित्व अपूर्णतापूर्वक तैयार की गई अस्पष्टतापूर्वक परिभाषित बाजार की अपूर्णताओं और वितरणकारी प्रभावों की धारणाओं की अपूर्ण अवस्था के बीच है, जिनके कारण मौद्रिक नीति जिन संभावित माध्यमों से प्रभावी हो सकती है, उनको प्रभावित करने के लिए सट्टे के इरादे से किए गए अस्पष्ट मात्रात्मक महत्त्व वाले प्रेक्षण किए जाते हैं।

उदाहरण के लिए आज नगद प्रबंध खाते होने से लेनदेन के लिए ट्रेजरी बिलों को मुद्रा के रूप में प्रयोग किया जा सकता है। जिस मानक मॉडल में ब्याज दरों का निर्धारण मुद्रा की मांग और आपूर्ति से निर्धारित होती है वहां पर 'मुद्रा' के बदले में ट्रेजरी बिलों की अदला-बदली को अपरिहार्य बना देने वाले खुले बाजार के परिचालनों से मुद्रा की प्रभावी आपूर्ति में परिवर्तन नहीं होता क्योंकि खुद ट्रेजरी बिलों को लेनदेन के लिए उपयोग में लाया जा सकता है और इसलिए इस प्रकार की अदला-बदली (खुले बाजार के परिचालनों) का ब्याज दरों पर कोई प्रभाव नहीं पड़ना चाहिए। ऐसा विशेष रूप से उन परिस्थितियों के संबंध में है जिनमें ट्रेजरी बिल में नाम मात्र का ब्याज मिल रहा है।

*संस्थागत बाध्यताएं, ऋण की उपलब्धता, लाभ को अधिकतम करने वाली जोखिम लेने की अनिच्छुक फर्में और तरलता का जाल*

संस्थागत अनम्यताओं वाले बैंकों के संसार में यह संभव है कि इस प्रकार के खुले बाजार के परिचालनों का प्रभाव पड़े। बैंकिंग प्रणाली द्वारा धारित जमा में वृद्धि के लिए फेडरल रिजर्व ('आधार मुद्रा') ऋण गुणकों के माध्यम से ऋण प्रदान कर सकता है। मैं यह कह रहा हूँ कि ऐसा हो सकता है, आवश्यक नहीं कि ऐसा ही। क्योंकि बैंक (अधिकांशतः) लाभ को अधिकतम करने वाली जोखिम लेने की अनिच्छुक फर्में<sup>28</sup> होते

<sup>29</sup> 30 1993, 2003 ओप. सिट.

हैं और अपने पोर्टफोलियों को बेहतर ढंग से आबंटित करने के लिए वे निर्णय ले सकते हैं। जैसे कि लघु और मध्यम उद्यमों को ऋण देने के स्थान पर हाउसहोल्ड सेक्टर से अथवा विदेश से सरकारी बांड खरीदे अथवा अतिरिक्त चलनिधि को अपने आरक्षित कोष में ही रखें। इसके कारण चलनिधि का जाल तैयार हो सकता है, हालांकि यह कीन्स (यह स्थिति तब उत्पन्न होती है जबकि ब्याज दरों के कम होने से मुद्रा की मांग शक्ति अत्यधिक बढ़ जाती है) तथा ब्याज दर को निचले स्तर पर शून्य के करीब ले जाने पर ध्यान केंद्रित करने वाले हाल के कुछ अन्य टिप्पणीकर्ताओं के विचारों से अलग है।

हमने पहले ही एक कारण का जिक्र किया है जिसके कारण आज की स्थिति में मौद्रिक नीति अतीत की तुलना में बहुत कम प्रभावी हो सकती है : विनियामकीय क्यू को समाप्त करने के साथ ब्याज दरों को निर्धारित करने की स्पर्धा को प्रतिबंधित करके, बड़ी सीमा तक मौद्रिक नीति के धन प्रभावों को समाप्त किया जा सकता है, इसका तात्पर्य यह है कि मौद्रिक नीति कम कमजोर संस्थागत प्रभावों के माध्यम से अपना प्रभाव डालती है।

किंतु गहरी मंदी के दौर में मौद्रिक नीति के प्रभावहीन होने के पीछे और भी दो कारण हैं: निवेश (और खपत) संबंधी ब्याज असंवेदनशीलता और ऋण चैनलों में बाधा पड़ना, जिसके कारण मौद्रिक नीति का ऋण प्रवाह पर प्रभाव घट जाता है।

व्यापक मंदी और आज की जिन स्थितियों से कीन्स जूझ रहा है इन स्थितियों के बीच का अंतर महत्त्वपूर्ण है: कीन्स ऐसी स्थिति से जूझ रहा है जहां मूल्य सालाना 10 प्रतिशत की दर से गिर रहा है इसलिए वास्तविक ब्याज दर 10 प्रतिशत से अधिक रहा, अतः वास्तविक ब्याज दर को कम करने की अक्षमता के कारण अर्थव्यवस्था को गति प्रदान करने में मौद्रिक प्राधिकारियों

<sup>30</sup> अस्थायी हस्तक्षेप का दीर्घ कालिक प्रभाव पड़ सकता है यदि (क) वे अर्थव्यवस्था को एक संतुलन से दूसरे में बदलते हों, ऐसे मॉडल में जहां बहुविध संतुलन हो; (ख) व्यापक प्रतिस्थापन प्रभाव जिससे कि निवेश जो बाद की अवधि में होनी हो वह पहले ही हो जाए; या (ग) इससे व्यापक स्थायी आय प्रभाव पड़ सकता है जिसका अर्थव्यवस्था के उद्व्रव पर दीर्घ-कालिक प्रभाव पड़ेगा। मौद्रिक नीति से संबंधित कई हस्तक्षेपों में इनमें से कोई प्रवृत्ति नहीं है। उदाहरण के लिए मेरे द्वारा 1998 के वार्षिक बैंक सम्मेलन से पूर्व डेवलेपमेंट इकनॉमिक के विषय में वार्षिक वर्ल्ड बैंक सम्मेलन में डेवलेपमेंट इकनामिक्स, नॉलेज फॉर डेवलेपमेंट: इकनामिक साइन्स, इकनामिक पॉलिसी, ऐंड इकनामिक ऐडवाइज विषय पर दिए गए महत्त्वपूर्ण संबोधन का संदर्भ लें, बी.प्लेसकोविक और जे.स्टिगलिट्ज (इड्स), वाशिंगटन: वर्ल्ड बैंक, 1998, पृष्ठ 9-58.



की क्षमता के रास्ते में बाधा उत्पन्न होना युक्तिसंगत लगता है। फिर भी आज मुद्रास्फीति, उदाहरण के लिए 2 प्रतिशत, सामान्य है, जिसके चलते वास्तविक (ट्रेजरी-बिल) ब्याज दरें ऋणात्मक हैं। निश्चित रूप से, वास्तविक ब्याज दर अधिक ऋणात्मक होने पर लोग अधिक मात्रा में व्यय कर सकेंगे और फर्में अधिक मात्रा में निवेश कर सकेंगे, लेकिन परिमित दायरे में रहकर। ट्रेजरी बिल संबंधी वास्तविक ब्याज दरों, उदाहरण के लिए - 4 प्रतिशत - जो संभव थे, को और कम किए जाने से निवेश या व्यय में और वृद्धि होने की संभावना नहीं बनती।

इस ब्याज संबंधी मूल्यनिरपेक्षता के कुछ स्पष्ट कारण हैं: अधिक क्षमता रखने वाली फर्में ब्याज दरों में भारी परिवर्तन होने पर अत्यधिक निवेश नहीं कर सकेंगी। क्योंकि फर्में और अधिक क्षमता अर्जित करना चाहती हैं, केवल इसलिए कि ब्याज दरें कम हैं? इसके अलावा ग्रीनवाल्ड और मैने अपने पूर्व के अध्ययन<sup>29</sup> में वर्णन किया है कि जानकारी में कमी होने के कारण पूंजी बाजार में कमी पाई जाती है और पूंजी बाजार में कमी के कारण फर्में जोखिम से हिचकती हैं। भारी मंदी में फर्में खासकर जोखिम से हिचकती हैं और साथ ही ब्याज दरों में हुए मामूली परिवर्तन को लेकर उदासीन होती हैं।

आज बड़े-बड़े फर्म 2 ट्रिलियन अमरीकी डॉलर की भारी पूंजी रखे हुए हैं। यह यकीन नहीं होता कि ट्रेजरी बिल की दरों में सामान्य परिवर्तन नकदी के वास्तविक निवेश को लेकर इन फर्मों की तत्परता में भारी परिवर्तन लाएगा।

अनेकों छोटे कारोबारों के लिए हालांकि ऋण की उपलब्धता में कमी वास्तविक बाधा है (ऐसी समस्या जिसका विश्लेषण संतुलित पूंजी बाजार मॉडल में नहीं किया जा सकता)। इन फर्मों के लिए ऋण की उपलब्धता ब्याज दरों से काफी अधिक महत्वपूर्ण है। बैंकों को अधिक मात्रा में नकदी उपलब्ध कराने मात्र से ऋण प्रवाह में वृद्धि होना या ब्याज दरों में गिरावट आना आवश्यक नहीं है। (ग्रीनवाल्ड-स्टिगलिट्ज़, 2013)।

*अनित्य प्रयोग की प्रभावहीनता : उदाहरण के तौर पर क्यूई*

मौद्रिक नीति के बारे में अक्सर कही जाने वाली बातों में है इसका लचीलापन - ब्याज दरों को द्रुत गति से बढ़ाने और घटाने की क्षमता। निस्संदेह यह लाभकर है (ब्याज दर या सरकारी व्यय के समायोजन की अत्यंत मंद प्रक्रिया की तुलना में - हालांकि सुदृढ़ राजकोषीय और वित्तीय ढांचे के रूप में अच्छी तरह डिजाइन की गई स्वचालित स्टेबलाइजर से भिन्न)

लेकिन एक बहुत पुरानी सैद्धांतिक समस्या है कि नीतिगत उपाय जो (और अमूमन ऐसी घोषणा की जाती है) अनित्य होने के बावजूद इतना अधिक प्रभावशाली क्यों हैं?<sup>30</sup>

उदाहरण के लिए मात्रात्मक शिथिलता के अनित्य प्रयोग को लें - वर्तमान में दीर्घ कालिक बांड की खरीद इस उपधारणा के साथ कि अर्थव्यवस्था में कुछ ही वर्षों में सुधार आएगा और ऐसी स्थिति में प्रक्रिया पूरी तरह से बदल दी जाएगी। मात्रात्मक शिथिलता के अनित्य प्रयोग के चलते इंडाउमेंट में हुए हल्के परिवर्तन के बावजूद आस्ति का मूल्य यथावत रहेगा जैसा कि अनित्य प्रयोग के पहले था। इस बात को जानते हुए, आस्ति के मूल्य (शेयर मूल्य) में आज भारी परिवर्तन देख पाना मुश्किल है। तत्त्वतः आजीवन बजट संबंधी दबाव में कोई परिवर्तन न होने पर अनित्य प्रयोग के दौरान, भले ही इस दौरान आस्ति के मूल्यों में कतिपय परिवर्तन हुआ हो, खपत में भारी परिवर्तन देख पाना मुश्किल लगता है।

इसके अतिरिक्त दीर्घावधि ब्याज दरों में गिरावट के कारण दीर्घकालिक सरकारी बांड से व्यक्ति को आज पहुँचने वाला पूंजी लाभ अनित्य प्रयोग के उलटने से या तो उनकी धारिता की पूंजी हानि और/अथवा दीर्घावधि ब्याज दरें कम होने पर सरकार द्वारा जनता को दीर्घकालिक बांड पुनः बेचे जाने से सरकार को होने वाली पूंजी हानि से पूरा हो जाएगा। यदि आम जनता और व्यक्ति विशेष का आजीवन बजट दबाव को मोटे तौर पर सम्मिलित कर दिया जाता है तब इनका असर बराबर होगा और यह यकीन करना मुश्किल है कि इसका समग्र मांग पर भारी असर पड़ेगा।

*बाजार की कमियां और क्यों क्यूई का कतिपय प्रभाव पड़ सकता है*

बेशक, उत्तम से कम चेतना, जोखिम रोकथाम की तीव्रता, और पूंजी बाजार में भारी कमियों से युक्त नमूने में इस प्रकार के अनित्य प्रयोग का कतिपय असर पड़ सकता है।

वित्तीय प्रेस नियमित तौर पर निम्न ब्याज दर को 'आय का प्रेरक' मानता आया है। निस्संदेह ऐसा कोई सामान्य सिद्धांत नहीं है जो यह बताता होगा कि आय के गिरने से व्यक्ति जोखिम के विरुद्ध सामान्य रुख अपनाता होगा; इसके

<sup>31</sup> किंतु बुजुर्गों में जिनके जीने की संभावना और ज्यादा है उन्हें कम प्रतिलाभ प्राप्त होगा क्योंकि वे अपनी प्राप्तियों का पुनः निवेश करते हैं और जिससे उनके ये लाभ खत्म हो जाते हैं।

विपरीत धन के प्रतिकूल प्रभाव के चलते जोखिम के रोकथाम में तीव्रता की संभावना ज्यादा दिखती है। किंतु ऐसी प्रवृत्ति, यदि व्यापक हो, से स्टॉक की कीमतों में इजाफा हो सकता है - भले ही तार्किक रूप से इस इजाफा (अन्यथा ऊपर की कीमत क्या रही होगी) के कारक अस्थायी हों। क्यूई के समर्थन में मानक ज्ञान यह है कि स्टॉक की कीमत अधिक होने पर खपत में इजाफा होगा। हालांकि हमने सवाल किया कि अगर ऐसा है यदि वे तार्किक रूप से क्यूई के प्रयोग को अनित्य मानें।

लेकिन एक अत्यंत महत्वपूर्ण समस्या है: यदि स्टॉक मूल्यों में इजाफे का कारण आय का प्रेरक है तो यह निम्नतर ब्याज दरों एवं निवल, जिसका खपत पर अस्पष्ट प्रभाव पड़ना चाहिए, जबकि धन और प्रतिस्थापन प्रभाव विपरीत दिशा में कार्य कर रहे हों, के चलते बढ़ते आजीवन बजट दबाव की ओर संकेत करता है।

किंतु कुछ ऐसे प्रभाव भी काम कर रहे होंगे जिसका यह मतलब भी हो सकता है कि क्यूई का खपत (और समग्र मांग) पर प्रतिकूल प्रभाव पड़ सकता है। मानक नमूना पीढ़ी-दर-पीढ़ी संवितरण के प्रभाव को नजरअंदाज करता है। वे जो, उदाहरण के लिए, टी समय के बाद सेवानिवृत्त होने वाले हैं और अपनी संपत्ति बेचने की योजना बना रहे हैं, उन्हें अब इन आस्तियों से अपनी अपेक्षाओं से ज्यादा नसीब होगा और ये समूह अपेक्षाकृत ज्यादा उपभोग भी कर सकेंगे।<sup>31</sup>

किंतु जब हम वितरण प्रभाव पर ध्यान केंद्रित करने लगेंगे तब हमें घटती ब्याज दरों से संबद्ध अन्य प्रभावों पर भी ध्यान देना होगा। वे विवेकपूर्ण पुराने लोग जिन्होंने सरकारी बांड में निवेश किया है उनकी आय में ब्याज दरों की कटौती के चलते गिरावट आएगी और इनमें से बहुतों के लिए आय में गिरावट मतलब खपत में कटौती होगी। इनका उपभोग नकद पर टिका हुआ है अतः नकदी में कमी इनके उपभोग के रास्ते में बाधा है।

ऐसे कई और अत्यंत महत्वपूर्ण प्रभाव हैं जिन्हें मानक नमूने में शामिल नहीं किया गया है: निम्नतर ब्याज दरों के चलते प्रौद्योगिकी पर अत्यधिक पूंजी लगाई जाती है जिसके परिणामस्वरूप जॉबलेस रिकवरी होती है; ब्याज दर कम होने पर आस्ति का मूल्य बढ़ेगा और साथ ही तेल तथा अन्य वस्तुओं के भाव में इजाफा होगा जिसका उपभोक्ताओं पर कर के समान असर पड़ेगा।

### बाजार की कमियां और क्यूई की प्रभावहीनता

पूंजी बाजार की कमियां वर्णन करती है कि क्यों क्यूई जैसे मौद्रिक हस्तक्षेप (अस्थायी प्रयोग) का उत्तम बाजार नमूने के प्रभाव की तुलना में इतना व्यापक प्रभाव पड़ सकता है। पूंजी बाजार की कमियां यह भी वर्णन करती है कि क्यों क्यूई का अपेक्षा से कम प्रभाव पड़ता है। (संयुक्त राष्ट्र अमरीका में क्यूई के सीमित प्रभाव के पीछे सबसे महत्वपूर्ण कारण वित्तीय बाजारों का वैश्वीकरण है और इस संबंध में व्याख्यान के अगले भाग में चर्चा की गई है।)

जैसा कि हमने विचार किया, समग्र मांग के लिए ऋण की उपलब्धता, अल्प एवं दीर्घकालिक उधार दरें आवश्यक है और साथ ही मात्रात्मक शिथिलता संग ऋण उपलब्धता एवं फेडरल रिजर्व द्वारा निर्धारित टी-बिल दरों या अन्य दरों तथा उधार दरों के बीच का स्प्रेड अंतर्जात परिवर्ती है। गहरी मंदी के दौर में पारंपरिक मौद्रिक नीतियों में परिवर्तन का सीमित प्रभाव पड़ सकता है, खासकर तब जब मौद्रिक प्राधिकरणों द्वारा ऋण प्रवाह की उत्तरदायी संस्थाओं की मजबूती सुनिश्चित करने के लिए जो किया जाना चाहिए वह न किया जाए।

प्रभाव के संबंध में यह आशा व्यक्त की जाती है कि दीर्घकालिक ब्याज दरें कम होने पर बंधक दरों में कटौती होगी जिसके चलते बड़ी मात्रा में अमरीका वासी अपने बंधकों को पुनर्वित्त प्रदान करेंगे और इस प्रकार निम्नतर ब्याज दरों से परिवार के पास नकद की मात्रा बढ़ेगी, परिणामस्वरूप उपभोग में वृद्धि होगी।

ध्यान दिया जाए कि इस विश्लेषण में ब्याज दर परिवर्तन के संबंध में वितरण प्रभाव संबंधी अनुमान अंतर्निहित है। परिवार

<sup>32</sup> न्यूयार्क के फेडरल रिजर्व बैंक के प्रेसिडेंट, विलियम सी. डडले, ने हाल के भाषण में कहा कि फेडरल रिजर्व की एमबीएस खरीद की बंदौलत बंधक दरें अत्यंत निम्न स्तर तक पहुँच सकी। किंतु इस खरीद का अर्थव्यवस्था पर और अधिक प्रभाव पड़ता यदि द्वितीयक बाजार से प्राथमिक बाजार की पास-थू दरें अधिक होतीं - एजेंसी एमबीएस प्रतिलाभ से अपूर्ण पास-थू की प्राथमिक बंधक दर कई कारणों से हैं - जिसमें बंधक निर्माण मात्रा कतिपय महत्वपूर्ण वित्तीय संस्थाओं और बंधक दर तथा वारंटी संबंधी आवश्यकताओं का संकेंद्रण शामिल है जो मकान खरीदने के लिए ऋण प्रदान करने में बाधा उत्पन्न करता है और वित्तीय संस्थाओं को कहीं और उत्पन्न बंधक के पुनर्वित्त के संबंध में अनिच्छुक बनाता है, विलियम सी.डडले, दी रिकवरी और मानिटरी पॉलिसी, राष्ट्रीय बिजनेस अर्थव्यवस्था वार्षिक बैठक संघ, न्यूयार्क सिटी, 15 अक्टूबर 2012, की अभ्युक्ति <http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2012/dud12015.html> पर उपलब्ध है।

द्वारा निम्नतर ब्याज के भुगतान से तात्पर्य है कि ऋणदाता द्वारा निम्नतर ब्याज प्राप्त किया जाएगा। प्रतिनिधि एजेंट नमूना के मामले में बहुत ही बुरा प्रभाव पड़ेगा। वास्तविकता यह है कि ऋणदाता और ऋणी की मामूली उपभोग - प्रवृत्ति के बीच के बड़े अंतर के चलते ऋणदाता द्वारा ऋणी के किए गए पुनर्वितरण से खपत में इजाफा होगा जैसा कि क्यूई के समर्थक उम्मीद करते थे। पूंजीगत दबाव (परिवार द्वारा सीमित उधार लिया जाना) की मौजूदगी में प्रभाव और भी असरदार होगा।

तथापि, पूंजी और संस्थागत दबावों पर केन्द्रित अधिक सामान्य मॉडल के मामले में प्रभाव और भी जटिल तथा अस्पष्ट होता है। उदाहरण के लिए बैंकों पर संस्थागत दबाव पड़ने पर राजस्व/लाभ में कमी आने के कारण बैंकों द्वारा प्रदान किए जाने वाले ऋण में भी कमी आती है। यह प्रभाव मामूली उपभोग-प्रवृत्ति के बीच के अंतर की तुलना में कहीं ज्यादा असरदार है।

बंधक बाजार की अनेक एवं बढ़ती कमियां मौद्रिक नीति सहित मात्रात्मक शिथिलता की प्रभावहीनता को दर्शाती है। बढ़ते संकेन्द्रण<sup>32</sup> के चलते कोई बाजार को प्रतिस्पर्धात्मक नहीं कहेगा। युक्तिपरक दुरभिसंधि या अल्पाधिकार मॉडल को संक्षिप्त रूप से विनिर्दिष्ट किए बगैर यह निश्चित तौर पर अनुमान लगाया जा सकता है बैंक, ग्राहकों को निम्नतर दीर्घकालिक सरकारी दरों का लाभ नहीं पहुँचाएंगे, अतः वे बंधक आपूर्ति को इस हद तक सीमित कर सकेंगे जिससे कि उनका स्प्रेड और मार्जिन बढ़ सके, और वास्तव में यही हुआ है। (यह मामला विशेष रूप से वर्तमान संस्थागत व्यवस्था के तहत पनप रहे ब्याज संबंधी उतार-चढ़ाव की अनेकरूपता

<sup>33</sup> अभी भी बंधक के पहले और दूसरे धारकों के बीच हित संबंधी मतभेद को लेकर और समस्या पैदा हो रही है। संदर्भ जे.ई.स्टिगलिट्ज, फ्रीफाल: अमेरीका, फ्री मार्केट, एंड दी सिंकिंग ऑफ दी वर्ल्ड इकनमी, न्यू यार्क: डब्ल्यू.डब्ल्यू. नार्टन, 2010. दोषपूर्ण बंधकों और तत्संबंधी मुकदमों में देरी होने के चलते और अधिक समस्या पैदा हो रही है। जोखिम-रोधक बैंकों द्वारा विचार किया जा रहा है कि बंधक निर्माण और प्रतिभूतिकरण की प्रक्रिया में जैसा उन्होंने सोचा था उससे कई ज्यादा जोखिम शामिल है

<sup>34</sup> बंधक बाजार की कमियों की सूची परिपूर्ण नहीं है। संस्थागत व्यवस्था के चलते ऋणदाता क द्वारा ऋणदाता ख को उसके द्वारा धारण किए गए बंधक के लिए पुनर्वित्त प्रदान करने में कठिनाई होती है और प्रायः ऋणदाता क को बंधक के पुनर्वित्त के लिए मामूली प्रोत्साहन ही प्राप्त होता है जिसके चलते उसके राजस्व में कमी आती है। व्यापक रूप से कह सकते हैं कि बंधक सेवाप्रदाता को बंधक की पुनर्चना के लिए मामूली प्रोत्साहन प्राप्त होता है। कांग्रेस संबंधी विधान विचारार्थ है चूंकि यह पत्र प्रेस के पास जाता है जो इन मुद्दों के कतिपय पहलुओं से वास्ता रखता है।

के कारण है। बैंक वर्तमान बंधक के प्रयोग के जरिए 'सेवा प्रदाता' के रूप में बड़ा राजस्व भी प्राप्त करता है और साथ ही सेवा प्रदाता के रूप में संविदा, बैंकों को पुनर्वित्त न करने का प्रोत्साहन भी प्रदान करता है।) निष्कर्ष यह है कि उपभोक्ता को जितना सोचा गया था उससे कम लाभ (और इस प्रकार उक्त चैनल के जरिए समग्र मांग में वृद्धि होती है) पहुँचता है। आलोचकों का कहना है कि फेडरल रिजर्व के अनेकों कार्यक्रमों के समान असली हिताधिकारी बैंक हैं, खासकर बड़े बैंक जिनका बंधक बाजार में एक बड़ा हिस्सा है। अगर यह मामला है तो अर्थव्यवस्था को कम-से-कम इस चैनल के जरिए मिलने वाला अल्पकालिक लाभ सीमित होगा।

अन्य बाजार संबंधी कमियां क्यूई III से प्राप्त लाभ को और भी कम कर सकता है। वे बंधक जिसे बड़ी आसानी से पुनर्वित्त किया जा सकता था उसे उन ग्राहकों में जिनके पास पर्याप्त आय है या जिनकी स्थिति गंभीर है, पहले ही पुनर्वित्त किया जा चुका है। यदि मूल राशि को कम किया जाए तो बंधक को पुनर्वित्त प्रदान किया जा सकता है। उपयुक्तता युक्त मानक मॉडल में ऋण पुनर्चना के लिए ऋणदाता और उधारकर्ता दोनों का पोषण किया जाएगा। मोचन निषेध इसमें शामिल सभी समुदायों के लिए महंगा साबित हो सकता है। इससे कुल भार में भारी नुकसान होता है। किंतु मूल राशि को कम किया जाना द्रुत हानि निर्धारण को आवश्यक बना देता है विशेषकर 2009 से जब लेखा विनियमन में हुए परिवर्तन के चलते क्षीण बंधकों को घटाकर लिखने की अनुमति नहीं दी गई। इससे आभासित लाभ अल्प काल के लिए घट जाता है भले ही इससे दीर्घकालिक लाभ बढ़ जाए। किंतु एजेंसी समस्या बैंकिंग प्रणाली में सब जगह व्याप्त है और बैंक प्रबंधन के पास अल्प काल के लिए ध्यान केंद्रित करने के लिए प्रोत्साहन उपलब्ध है। इसके अतिरिक्त कुछ बैंकों को निधि की व्यवस्था करने के लिए उच्च लागत का सामना करना पड़ सकता है (पूंजी बाजार का प्राकृतिक दबाव जो अंशतः बैंकों की उच्च स्तरीय अपारदर्शिता के चलते पनपता है )<sup>35</sup>।

संक्षेप में, वित्त बाजार उत्तम होने की स्थिति में पुनर्वित्त का स्तर अपेक्षाकृत बहुत कम हो सकता है किंतु पुनर्वित्त की मात्रा और बैंकों तथा समग्र मांग पर प्रभाव का विश्लेषण संस्थागत दबाव एवं कमियों के संयुक्त विश्लेषण को अपरिहार्य बना देता

<sup>35</sup> किंतु वे आम तौर पर ऐसा केवल प्रतिस्थापन प्रभाव (निवेश कर ऋण या वेट कर), या पुनर्वितरण प्रभाव के जरिए कर सकते हैं (अर्थात् बैंकिंग प्रणाली का प्रायः अपारदर्शी रूप से पुनर्पूजीकरण, दूसरों को दांव पर डालकर बैंकों को स्रोत का स्थानांतरण)।

है।<sup>34</sup> मौद्रिक नीति जोखिम भरी स्थिति में इन्हें नजरअंदाज करता है।

### मिलान करना

यहां मैं मेरे द्वारा वर्णन किए गए किसी प्रभाव के मात्रात्मक महत्त्व के संबंध में तर्क नहीं देना चाहता। मैं यह दावे के साथ कहता हूँ कि जब कोई एक बार 'उत्तम बाजार मॉडल' या 'लगभग उत्तम बाजार मॉडल' जिसमें मौद्रिक नीति को कोई प्रभाव नहीं (या शून्य) पड़ता, से पलायन करता है तो हमें कमियों की जड़ और उसके दुष्परिणाम की दृष्टि से भी ध्यान देना होगा।

मौद्रिक नीति के प्रयोगों के प्रभाव के संबंध में बहुत ज्यादा तर्क 'उपयुक्तता', 'उपयुक्त प्रत्याशा', और 'अच्छी तरह से कार्य कर रहे बाजार', जो गलत ढंग से विनिर्दिष्ट एवं स्पष्ट की गई बाजार संबंधी कमियों को दर्शाते हैं, पर आधारित विश्लेषण करीब-करीब बेमेल मिश्र पर आधारित है। मैंने कतिपय उदाहरणों का हवाला पहले ही दिया है: बाजार की डिस्काउंटिंग संबंधी भावी क्रिया, अस्थायी उपायों के संबंध में बहुत चर्चा हुई है फिर भी यह अभी भी माना जाता है कि इनका काफी प्रभाव पड़ सकता है।<sup>35</sup>

यदि मौद्रिक प्राधिकारियों ने बाजार की कमियों की प्रवृत्ति को बेहतर तरीके से समझा होता जैसा कि ये कमियां इन नीतियों को लागू करने के समय मौजूद थे तो क्यूईII और क्यूईIII संबंधी कतिपय विफलता कोई आश्चर्यजनक बात नहीं होती। एसएमई क्षेत्र को ऋण प्रदान करने में स्थानीय (समुदाय) और क्षेत्रीय बैंकों की भूमिका को देखते हुए, इन बैंकों में व्याप्त कमजोरियों को देखते हुए, इस प्रकार के उधार के मामले में संपार्श्विक प्रतिभूति की भूमिका को देखते हुए, संपार्श्विक के रूप में स्थावर संपदा के महत्त्व को देखते हुए और स्थावर संपदा का मूल्य लगातार एवं स्पष्ट रूप से संकट पूर्व के स्तर से कम रहने को देखते हुए क्यूई का एसएमई ऋण पर सीमित प्रभाव पड़ना कोई आश्चर्यजनक बात नहीं होनी चाहिए। बड़े फर्मों द्वारा भारी रकम रखे जाने को देखते हुए क्यूई का बड़े फर्मों को उधार देने एवं/या इन फर्मों के निवेश पर कम प्रभाव पड़ना कोई आश्चर्यजनक बात नहीं होनी चाहिए।

<sup>36</sup> एस. इमरान और जे.ई.स्टिगलिट्ज, 2009, फाइनेंशियल लिब्रलाइजेशन, फाइनेंशियल रेस्ट्रेंट एंड इंटेप्रिन्ड्यूरियल डेवलपमेंट, वर्किंग पेपर, कोलंबिया यूनिवर्सिटी, <http://www2.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/download/papers/2009-financial-liberalisation.pdf> पर उपलब्ध है (14 दिसंबर, 2012 को एक्सेस किया गया)।

जहां उद्योग और स्थावर संपदा में अतिरिक्त क्षमता है और परिवार को अतिरिक्त लाभ है ऐसी स्थिति में कम-से-कम यह कल्पना की जा सकती है कि पूर्व वर्णित क्यूई का फर्मों या परिवारों में अधिक निवेश या खपत के संबंध में किसी प्रोत्साहन से अधिक प्रतिकूल प्रभाव पड़ सकता है और इसी प्रकार घटती ब्याज दरों का समग्र मांग पर भी प्रतिकूल प्रभाव पड़ सकता है।

*वसूली अंशतः और कुछ मामलों में प्रमुख रूप से बाजार की कमियों की वजह से है क्योंकि मौद्रिक नीति का प्रभाव (या जो प्रभाव पड़ना चाहिए था वैसा प्रभाव नहीं पड़ा) कई मायनों में इसे जटिल बना देता है।*

*इसका मतलब है कि एकपक्षीय धारणा, हाल के वर्षों में वर्तमान, जिस पर सभी लोगों को ध्यान केंद्रित किया जाना चाहिए वह है, वास्तविक ब्याज दर बिल्कुल गलत है- भले ही कोई यह पता लगा ले कि किस वास्तविक ब्याज दर पर ध्यान केंद्रित किया जाना चाहिए।*

*इसका यह भी तात्पर्य है कि वर्तमान फैंड संकेत करता है कि आज मौद्रिक नीति की प्रभावहीनता का कारण शून्य निम्नतर बांड पथभ्रष्ट होना है। हम कीन्सियन चलनिधि के जाल में नहीं फंसे हैं।*

*इसका यह भी तात्पर्य है कि मौद्रिक नीति की प्रभाविता में वृद्धि की जा सकती है, यदि मौद्रिक प्राधिकारी ऋण चैनल की प्रभाविता को बढ़ाने की दिशा में सतत काम करें - एसएमई क्षेत्र को ऋण प्रदान करने के लिए उत्तरदायी बैंकों को सशक्त करना और बंधक बाजार की अड़चनों को दूर करना।*

*ये अंतर्दृष्टि यह समझने में मदद करती है कि क्यूई II और क्यूई III क्यों प्रभावहीन रहा - और इनकी प्रभावशाली होने की संभावना भी दिखती।*

## 12. ऋण की सुलभता

ये अनुभव यह झांकी भी प्रस्तुत करता है जो खासकर प्रगतिशील देशों में महत्त्वपूर्ण है: टी-बिल की दरों के निम्नतर

<sup>37</sup> संदर्भ, अर्थात् जोनथन डी.ओस्ट्रे इट अल., 'पूजी अंतर्वाह: नियंत्रण की भूमिका,' आईएमएफ स्टॉफ स्थिति नोट 10/04, 19 फरवरी, 2010, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf> (14 दिसंबर 2012 को एक्सेस किया गया) पर उपलब्ध है।

होने का यह आशय नहीं है कि इससे ऋण की सुलभता में इजाफा होगा। वृद्धि के लिए एसएमई को ऋण उपलब्ध कराना काफी महत्वपूर्ण है: और निजी वित्तीय प्रणाली अपने प्रयास से पर्याप्त एक्सेस उपलब्ध नहीं करा पाएंगे। (इमरान और स्टीगलिट्ज<sup>36</sup> इसका आंशिक स्पष्टीकरण देते हैं कि ऐसा क्यों है: यह सुनिश्चित करना मुश्किल है कि कौन अच्छा उद्यमी होगा और अपने ऋण की चुकौती करेगा; जो स्वयं को अच्छा साबित करते हैं वे दूसरों के द्वारा मात दिए जाते हैं। इस प्रकार यह उन उद्यमियों के लिए मुश्किल होगा जो अपने ऋण क्रियाकलापों से संबंधित बहुमूल्य सूचना के मुताबिक पूंजी लगते हैं।)

सरकार और केंद्र बैंक को चाहिए कि वे ऋण सेवा से वंचित निश्चित समूह/क्षेत्र को ऋण प्रदान करने को बढ़ावा देने के लिए सुस्पष्ट कार्यक्रम बनाएं।

इसमें आवश्यक रूप से आंशिक सरकारी गारंटी और सरकार के प्रत्यक्ष ऋण कार्यक्रम तथा विशेषीकृत संस्थाओं (जैसे विकास बैंक) के साथ-साथ विनियामक हस्तक्षेप (जैसे संयुक्त राष्ट्र अमरीका में सीआरए ऋण अपेक्षाएं एवं भौगोलिक अपेक्षाएं) शामिल हैं।

यह महत्वपूर्ण है कि इस प्रकार की आवश्यकताओं को न केवल देशी संस्थाओं पर लगाया जाए बल्कि विदेशी बैंकों पर भी लगाया जाए।

### 13. अंतरराष्ट्रीय वित्त

वैश्वीकरण ने मौद्रिक नीति के परिचालन और इसकी प्रभाविता में परिवर्तन लाया है। अपेक्षा की जाती है कि पूंजी और वित्त बाजार उदारीकरण से वित्त बाजार की स्थिरता में मदद मिलेगी किंतु प्रमाण इसके विपरीत है: इससे संभावित वृद्धि तो नहीं हुई लेकिन अस्थिरता और भी बढ़ गई।

आईएमएफ, जो लंबे समय तक पूंजी बाजार उदारीकरण का समर्थक रहा, द्वारा भी यह सुझाव दिया गया कि पूंजी खाता हस्तक्षेप वांछित है।<sup>37</sup>

ये परिवर्तन कोई आश्चर्यजनक बात नहीं है। उदारीकरण/वैश्वीकरण ने संयुक्त राष्ट्र अमरीका से पूरे विश्व में तेजी से फैले 2008 के संकट में सबसे महत्वपूर्ण भूमिका अदा किया है। पूर्व उदारीकरण काल की तुलना में उदारीकरण जगत् में अस्थिरता अपने चरम स्तर पर थी और विकसित देशों में वृद्धि दर निम्नतर थी। वित्त बाजार उदारीकरण का ध्यान से अध्ययन करने से पता लगता है कि एसएमई क्षेत्र को ऋण

प्रवाह में अक्सर कमी आई है और इसके साथ-साथ आर्थिक वृद्धि पर भी प्रतिकूल प्रभाव पड़ा है।

क्यूई II ने भी इन चिंताओं को उजागर किया है। वैश्वीकरण जगत् में धन का प्रवाह उस दिशा की ओर अधिक होता है जहां प्रतिलाभ सबसे अधिक होता है, न की उस देश में जहां चलनिधि अधिक है। इस प्रकार कुछ लोग तर्क देते हैं कि फेडरल रिजर्व की वर्द्धित चलनिधि का प्रमुख असर उभरते बाजार में मांग को बढ़ाना (और संभवतः वैश्विक तौर पर आस्ति के मूल्य में हुई वृद्धि का समर्थन करने) है; और जिसके चलते उभरते बाजार में जो तनाव भरी स्थिति बनी हुई है उसके प्रतिक्रियास्वरूप वहां केन्द्र बैंक ने अमरीका के प्रतिस्पर्धात्मक अवमूल्यन के प्रभाव को कम करने का प्रयास किया और साथ ही निर्बाध पूंजी प्रवाह में रोक लगाया जिसके प्रभावस्वरूप अमरीका के फेडरल रिजर्व की विस्तार नीति में संतुलन लाने का प्रयास किया गया। संक्षेप में कहें तो धन उस दिशा की ओर प्रवाहित हो रहा है जहां इसकी जरूरत नहीं है, न की जहां इसकी जरूरत है। क्यों निधि सुलभ निवेशक अधिक प्रतिलाभ देने वाले उभरते बाजार में निवेश करने की तुलना में अमरीका या यूरोप में निवेश करें जहां अधिक क्षमता होने के साथ-साथ दीर्घकालिक गिरावट आ सकती है? पुराने

<sup>38</sup> 'संक्रमण, उदारीकरण और वैश्वीकरण अनुकूल ढांचा,' जर्नल ऑफ ग्लोबलाइजेशन ऐंड डेवलेपमेंट, 2010, 1(2), लेख 2, 45 पृष्ठ; और 'जोखिम और वैश्विक आर्थिक संरचना: क्यों संपूर्ण वित्तीय एकीकरण की जरूरत नहीं है,' अमेरिकन इकनामिक रिव्यू, 100(2), मई 2010, पीपी. 388-392.

<sup>39</sup> संदर्भ, अर्थात् एस.बेट्टिस्टन, डी.डेल्ली गट्टी, एम. गेलीगटी, बी. ग्रीनवाल्ड, और जे.ई.स्टीगलिट्ज, 'डीफाल्ट कैसकेड्स: कब जोखिम विविधता स्थिरता बढ़ाता है?' जर्नल ऑफ फाइनेंशियल स्टैबिलिटी, 2012, 8(3), पृष्ठ 138-149; गेलीगटी, एम.,बी.ग्रीनवाल्ड, एम.रिचियाडी, और जे.ई.स्टीगलिट्ज (2008), 'दि एसिम्प्टोटिक इफेक्ट ऑफ डिफ्यूशन प्रॉसेस:रिस्क शेरिंग ऐंड कंटेजियन,' ग्लोबल इकॉनमी जर्नल, 8(3), लेख 2; स्टेफनो बेट्टिस्टन, डोमेनिको डेल्ली गट्टी, मौरो गेलीगट्टी, ब्रूस ग्रीनवाल्ड, और जे.ई.स्टीगलिट्ज, 2012 'लायसन्स डेंजरीसेस्: इंक्रीसिंग कनेक्टिविटी, रिस्क शेरिंग, ऐंड सिस्टमिक रिस्क,' जर्नल ऑफ इकनामिक डायनमिक्स ऐंड कंट्रोल, 36, पृष्ठ 1121-1141; हलडेन, ए.जी. (2009), 'रीथिंगिंग दी फाइनेंशियल नेटवर्क,' एड्युरेस टु दी फाइनेंशियल स्टूडेंट्स एसोसिएशन, एमस्टरडन, अप्रैल, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2009/speech386.pdf> पर उपलब्ध है: और हलडेन, ए.जी. और आर.एम. मई (2010), 'सिस्टमिक रिस्क इन बैंकिंग इकोसिस्टम्स,' यूनिवर्सिटी ऑफ आक्सफोर्ड मिमो।

<sup>40</sup> संदर्भ ग्रीनवाल्ड और स्टीगलिट्ज, 2003, ओपी. सीआईटी

संकुचित अर्थव्यवस्था मॉडल में उनके पास कोई विकल्प नहीं था लेकिन वैश्विक जगत् में, जहां का पूंजी बाजार निर्बाध है, विकल्प उपलब्ध है। वैश्विक दृष्टिकोण से पूछा जाना चाहिए कि फेड के लिए चलनिधि बढ़ाने का क्या महत्त्व है? यह कब बाद में विश्व के अन्य हिस्सों में फैलता है और जिसके चलते उन देशों के केंद्रीय बैंक को व्यापक संतुलन के कार्य में लगना पड़ता है?

(उक्त नीति का एक प्रभाव विनिमय दर में कटौती है जिसके चलते अमरीका की समग्र मांग में वृद्धि हुई होगी। किंतु प्रतिस्पर्धात्मक अवमूल्यन को लेकर किया गया यह प्रयास भिखारी-तेरा-पड़ोसी नीति है, जिसके प्रति उभरते बाजार द्वारा सही रुख अपनाया गया, जो यह संकेत करता है कि मात्रात्मक शिथिलता संबंधी अमरीकी नीति ने मुद्रा युद्ध छेड़ दिया है)।

आर्थिक सिद्धांत में हुई प्रगति की मदद से हम यह समझ पाए कि पूर्व के मॉडल में क्या त्रुटि थी जिसके अनुसार उदारीकरण से जुड़ा जोखिम विविधिकरण स्पष्ट रूप से स्थिरता और दक्षता में इजाफा करेगा; और क्यों सुविचारित लाभ नहीं प्राप्त हुआ। मानक मॉडल में न केवल उत्तम बाजार की अपितु गैर-उत्तलता की कमी के संबंध में भी दृढ़ कल्पना की गई है, इस प्रकार कल्पना के जरिए जोखिम विविधिकरण किया गया। किंतु जैसा मैंने कतिपय हाल के पत्रों में दर्शाया कि वित्त बाजार एकीकरण से जोखिम बड़ सकता है।<sup>38</sup> कई पत्र अब दर्शाते हैं कि बृहद अंतरसंबद्धता (देश भर के वित्तीय संस्थाओं में) के कारण सर्वांगीण विफलता का बड़ा जोखिम पैदा हो सकता है।<sup>39</sup>

आर्थिक सिद्धांत में हुई प्रगति इस कारण पर भी प्रकाश डालता है कि विदेशी बैंक देशी बैंकों से अलग हैं: उनके जोखिम का स्तर अलग है और उन्हें सूचना संबंधी भारी असमानता का सामना करना पड़ता है (अर्थात् इस संबंध में छोटे फर्मों की स्थिति बेहतर है)। कमियां और सूचना संबंधी असमानताओं से विदेशी पूंजी प्रवाहों से संबद्ध भारी अस्थिरता का पता चलता है।<sup>40</sup>

<sup>41</sup> यह नये रुझान का परिचायक है, आईएमएफ ने हाल में कुछ मामलों में पूंजी नियंत्रण लगाने का समर्थन किया है, यह 1997 से एक बड़ा परिवर्तन है, जब उन्होंने पूंजी बाजार उदारीकरण लाने के लिए उन्हें मैनडेट देने हेतु अपने चार्टर में बदलाव करने की कोशिश की। देखें ऑस्ट्री एट एल, ऑप, सीआईटी। पुराने वाद-विवाद के लिए चर्चा हेतु देखें जेई स्टिगलिट्ज, ग्लोबलाइजेशन एंड इट्स डिसकंटेन्ट्स, न्यूयार्क : डब्ल्यू.डब्ल्यू नोर्टन 2002।

<sup>42</sup> उदाहरण के लिए देखें, विश्व बैंक 2002 - बिल्डिंग इंस्टीट्यूशंस फॉर मार्केट्स : विश्व विकास रिपोर्ट 2001-2002, वाशिंगटन, डी सी : विश्व बैंक।

अर्थशास्त्रियों में सीमा पार पूंजी प्रवाह संबंधी नीति के कई पहलुओं के विषय में एक आम सहमति उभर रही है कि :

- क. जिस प्रकार वित्त क्षेत्र विनियम की जरूरत है उसी प्रकार सीमा-पार प्रवाह के विनियम की भी जरूरत है। देशों को पूंजी और वित्तीय बाजार के उदारीकरण<sup>41</sup> दोनों के बारे में सतर्क रहना चाहिए।
- ख. निधियों और देशी बैंकों के घरेलू स्रोतों के मामले में विदेशी प्रवाहों और विदेशी बैंकों का व्यवहार अलग होता है, इसलिए एक अलग विनियामी व्यवस्था की आवश्यकता है। असल में, विदेशी वित्तीय संस्थाएं इन विनियमों का विरोध करेंगी।
- ग. विशेष चिंता की बात यह है कि नव उदारवाद के चरमकाल में हस्ताक्षरित कई अंतरराष्ट्रीय करार पर्याप्त विनियामी व्यवस्था लागू करने में सरकारों की क्षमता पर पाबंदी लगाते हैं और इनको बदले जाने की आवश्यकता है।
- घ. संसार के मौद्रिक प्राधिकारियों के बीच घनिष्ठ सहयोग की आवश्यकता है, और
- ड. बड़े केंद्रीय बैंकों, विशेष रूप से फेड और ईसीबी को मानने की जरूरत है कि वे अन्य देशों पर व्यापक बाह्यताएं लागू कर सकते हैं, इसके विपरीत छोटे देशों द्वारा लागू की गई बाह्यताएं सीमित होती हैं।

#### 14. संस्थागत संरचना : स्वतंत्र केंद्रीय बैंकों की असफलता

आधुनिक विकास अर्थशास्त्र ने अच्छी संस्थाओं की महत्ता पर जोर दिया है। संकट के पहले, अमरीकी वित्तीय संस्थाओं<sup>42</sup> और अमरीकी विनियामी संस्थाओं (फेड सहित) को प्रायः मॉडल के रूप में माना जाता था ताकि अन्य संस्थाएं इनका अनुकरण कर सकें। संकट ने न केवल इन संस्थाओं के आत्मविश्वास को कम किया है बल्कि उनकी गंभीर संस्थागत कमजोरियों को भी उजागर किया है। इसने दर्शाया है कि पश्चिमी केंद्रीय बैंकों के द्वारा उद्घोषित मुख्य सिद्धांतों में से एक - केंद्रीय बैंक स्वतंत्रता की वांछनीयता - पर प्रश्नचिह्न लगाया जा सकता है। संकट के दौरान, कम स्वतंत्रता वाले केंद्रीय बैंकों - चीन, भारत और

<sup>43</sup> जे.ई. स्टिगलिट्ज, फ्रीफाल, देखें ; दि प्राइस ऑफ इनइक्वैलिटी ओपी, सीआईटी।

ब्राजील ने यूरोप और संयुक्त राष्ट्र के अधिक स्वतंत्रता वाले केंद्रीय बैंकों से बेहतर कार्य किया है। अन्यत्र<sup>43</sup> भी मैंने इसकी कुछ व्याख्या की है, सही माने में स्वतंत्र संस्थाओं जैसा कुछ भी नहीं है। सभी सार्वजनिक संस्थाएं उत्तरदायी होती हैं, और केवल प्रश्न यह है कि किसके प्रति। अमरीका का केंद्रीय बैंक वाल स्ट्रीट के अधीन है : यह वित्तीय प्रणाली की विचार प्रणाली और हितों का परिचायक है, इन संस्थाओं के विनियमन की अपेक्षा इससे की गई है। जैसाकि हमने इस व्याख्यान में पहले देखा, इसमें केंद्रीय मुद्दों जैसे बाह्यताओं और एजेंसी समस्याओं पर प्रकाश डाला गया है, इसमें आत्म-नियमन पर विश्वास व्यक्त किया गया है। हितों का व्यापक टकराव खराब अभिशासन का एक मॉडल था - जिसमें न्यूयार्क फेड अध्यक्ष ऐसे बैंकों के मोचन के केंद्र में थे जिन्होंने उनकी नियुक्ति में भूमिका निभाई थी। फेड ने ऐसी वित्तीय संरचना के विकास को अनुमति दी जो हितों के टकरावों से भरी थी और इसने उन कारनामों की तरफ से अपनी आंखें बंद कर लीं जिन्होंने न केवल गरीबों का शोषण किया बल्कि अमरीकी और वैश्विक वित्तीय संस्थाओं को संकट में डाल दिया।

एक स्वतंत्र केंद्रीय बैंक की वांछनीयता की धारणा इस विश्वास पर पूर्वानुमानित की गई कि मौद्रिक नीति एक तकनीकी मामला है जिसका कोई संवितरणकारी प्रभाव नहीं है। यहाँ एक ऐसी एकल नीति है जो सभी पर लागू होती है - यह विचार साधारणतावादी मॉडल का है, इसको केंद्रीय बैंकों ने अपनाया है और इसमें योगदान किया है लेकिन इसका सामान्य मॉडलों द्वारा अधिक समर्थन नहीं किया गया है। यहाँ, सामान्य रूप में, एक पैरेटो सुपीरियर मौद्रिक नीति का अस्तित्व नहीं है।

दूसरे लब्जों में इसका अर्थ यह है कि वित्तीय बाजार से संबंधितों और उनके हितों को परिलक्षित करने वालों को मौद्रिक नीति और विनियमों के परिचालन का कार्य सौंपने का परिणाम ऐसी नीतियों के रूप में होगा जो समाज के व्यापक हित में आवश्यक नहीं हैं (और नहीं होती)।

यदि हमें स्वतंत्रता चाहिए, तो हमें व्यापक प्रतिनिधिशीलता के साथ स्वतंत्रता को संयुक्त करना होगा - यह सुनिश्चित करना होगा कि उन उपभोक्ताओं की, जो बैंकों के आक्रामक और शोषणकारी व्यवहार से दुःखी हुए हैं, उन व्यापारियों की, जो बैंकों के प्रतिस्पर्धा विरोधी व्यवहार से दुःखी हुए हैं, अथवा उन

<sup>44</sup> देखें जे.ई. स्टिग्लिट्ज, 'सेंट्रल बैंकिंग इन डेमोक्रेटिक सोसायटी', डि इकोनॉमिस्ट (नीदरलैण्ड्स) 146 (2), 1998, पीपी, 199-226 (1997 टिंबर्जेन लेक्चर, एम्सटरडम के रूप में मूल रूप से प्रस्तुत, अक्टूबर)।

कामगारों की, जो बेरोजगारी के स्तर से दुःखी हुए हैं - मौद्रिक नीति और विनियमन के संचालन में व्यापक भागीदारी<sup>44</sup> हो।

इस संकट ने अन्य आधारों पर स्वतंत्रता की धारणा पर प्रश्न चिह्न लगाए हैं अर्थात् मौद्रिक प्राधिकारी अर्ध राजकोषीय परिचालनों में लगे हुए हैं, वे दसियों बिलियन डालर बांट रहे हैं, एक प्रकार से अपारदर्शी रूप में और प्रायः यह स्वेच्छाचारी लगता है। फेड ने कुछ बैंकों को बचाया है जिनको दसियों बिलियन डालर दिए गए, लेकिन दूसरे बैंकों को ये नहीं दिए गए। फेड और ईसीबी द्वारा बैंकों को दिया गया ऋण कम ब्याज दरों पर था जिसको वे अधिक आय बांडों को खरीदने में लगा सकते थे - वास्तव में यह दसियों बिलियन डालर मूल्य की एक भेंट थी - यह जनता की भेंट थी लेकिन ऐसा करके सामान्य सार्वजनिक विनियोग प्रक्रिया से बचा गया। यह समझ में न आने वाली बात है कि तिजोरी संबंधी ऐसी शक्तियां एक गैर चुनी हुई संस्था को दी गईं।

*मौद्रिक प्राधिकारियों को और अधिक उत्तरदायी बनाने की आवश्यकता है विशेष रूप से जब वे ऐसी नीतियों में संलग्न हों जिसके गहन संवितरणकारी प्रभाव हों और वे प्रकृति में अर्ध राजकोषीय हों। मौद्रिक संस्थाओं को यह सुनिश्चित करने के लिए इस प्रकार बनाए जाने की आवश्यकता है कि वे सामाजिक हितों की अधिकाधिक परिचायक हों।*

### समापनकारी विचार

कुछ साल पहले मेरे सहकर्मी ब्रूस ग्रीनवाल्ड के साथ एक संयुक्त कार्य किया था जिसमें हमने परंपरागत मॉडल की समीक्षा की थी जिसमें कहा गया था कि मौद्रिक नीति का प्रभाव ब्याज दरों के माध्यम से संवाहित होता है और ब्याज दरें मुद्रा की मांग और पूर्ति के संतुलन को दर्शाती हैं। हमने कहा था कि अधिकांश 'मुद्राएं' ब्याज वाहक होती हैं, यह परंपरागत विचार कि ब्याज दर धारित मुद्रा की अवसर लागत होती है, गलत है, इसके अलावा, अधिकांश लेन-देन आय सृजक नहीं होते हैं बल्कि वे आस्तियों का विनिमय होते हैं, अतः यदि लेनदेनों के लिए मुद्रा की आवश्यकता है तो भी मुद्रा और आर्थिक कार्य कलाप के बीच कोई सामान्य और स्थिर संबंध नहीं होगा (क्योंकि आय की तुलना

<sup>45</sup> 46 देखें उदाहरण के लिए डी राबर्टसन, 1951, 'सम नोट्स ऑन दि थियोरी ऑफ इंटरेस्ट' ए कंट्रीब्यूशन टु मनी, ट्रेड एंड इकोनॉमिक ग्रोथ एसेज इन हॉनर ऑफ प्रोफेसर जे एच विलियम (न्यूयार्क, मैकमिलन, 1951); सर डेनिस राबर्टसन, एसेज इन मनी एंड इंटरेस्ट में पुनः मुद्रित (मानचेस्टर : कॉलिन्स 1966) बीपीपी 203-22.

में आस्ति लेनदेनों का अनुपात अत्यधिक परिवर्तनशील हो सकता है। इसके अलावा, अधिकांश लेनदेनों में मुद्रा की आवश्यकता नहीं होती है, क्रेडिट इसका प्रभावी स्थानापन्न है और यदि ऐसा नहीं है तो हमें स्पष्ट करना होगा कि ऐसा क्यों नहीं है।

पिछले तीस सालों के दौरान, समष्टि अर्थशास्त्र ने अपने को सुदृढ़ माइक्रो-फाउंडेशन पर लाने के लिए साहसिक संघर्ष किया है, लेकिन इसने गलत माइक्रो-फाउंडेशन का चयन किया है - यह पूर्ण बाजार मॉडल पर आधारित है जिसकी साख समाप्त हो रही है क्योंकि अर्थशास्त्र के पेशे ने लेनदेन लागत के संबंधित प्रभावों, प्रतियोगिता की अपूर्णताओं और जोखिम बाजारों की अनुपस्थिति और सूचनाओं के अधूरेपन और असममिति में गहन अंतर्दृष्टि प्राप्त कर ली है। सर्वाधिक निराशा की बात है कि अधिकांश हिस्से के मानक मॉडलों ने वित्तीय क्षेत्र के लिए संरचनात्मक नींव भी नहीं उपलब्ध कराई है, और जब उन्होंने ऐसा करने का प्रयास किया तो यह विशिष्ट और अविश्वसनीय मान्यताओं का एक परिणाम था। उदाहरण के लिए, अग्रिम नकदी मॉडल का सामान्य रूप से मतलब होता है कि क्रेडिट नकदी का एक प्रभावी स्थानापन्न नहीं है।

1930 के दशक में ब्याज दर के निर्धारण के लिए दो दृष्टिकोणों के बीच सक्रिय बहस हुई, कीन्स दृष्टिकोण जो लेनदेन के प्रयोजन के लिए मुद्रा की मांग पर आधारित है और दूसरा राबर्टसन<sup>45</sup> का दृष्टिकोण जो ऋण देने योग्य निधियों की मांग और पूर्ति पर आधारित है। कुछ इसी तरह, हमारा दृष्टिकोण राबर्टसन के कार्य को और आगे बढ़ाने की बात करता है, इसमें दो महत्वपूर्ण परिवर्तन हैं।

एक, इस मॉडल में ऋण योग्य निधियों की आपूर्ति बचतों पर ही आधारित है। हमारे मॉडल में, बैंकों के लिए एक महत्वपूर्ण भूमिका है जो संभावित उधारकर्ताओं की ऋण समर्थता का मूल्यांकन करते हैं। अपूर्ण और असमान सूचनाएं मुख्य हैं (ऐसी सूचनाएं स्थानीय और विशिष्ट होती हैं; निधियों के विदेशी उधारदाताओं (आपूर्तिकर्ता) की सूचनाएं देशी उधारदाताओं से अलग होती हैं, इस प्रकार उनकी निधियों का आबंटन स्पष्ट रूप से अलग होता है। यही एक कारण है कि विदेशी पूंजी प्रवाह और विदेशी बैंकों के विशेष विनिमयन की आवश्यकता है।

दो, कीन्स और राबर्टसन दोनों में मांग हमेशा आपूर्ति के बराबर होती है; अपूर्ण और असमान सूचनाओं वाले मॉडल में भी राशनिंग समानता हो सकती है। वास्तव में, ऐसी समानता व्यापक है।

इस प्रकार, परंपरागत मॉडल (कीन्स और राबर्टसन दोनों) में या तो ऋण उपलब्धता अथवा स्प्रेड, जो खजाना बिल दर और उधार दर के बीच अंतर है, के निर्धारण के बारे में बहुत कम कहा गया है। यदि कोई अंतर है तो यह केवल जोखिम में अंतर (वस्तुगत रूप से निर्धारित) को दर्शाती है। जोखिम तटस्थ उधारदाताओं के लिए प्रत्याशित भुगतान समान होगा। ऋण राशनिंग के सिद्धांत के अभाव में, चलनिधि संकट को वर्णित करना कठिन है - और चलनिधि के सिद्धांत (ऋण उपलब्धता) के बिना यह जानना मुश्किल है कि चलनिधि संकट से कैसे निपटा जाए।

ग्रीनवाल्ड - स्टिग्लिट्ज मॉडल में, मौद्रिक नीति बैंकिंग प्रणाली के माध्यम से प्रवाहित होती है। ब्याज दरों में कमी उधार दरों में समानुपाती कमी अथवा ऋण उपलब्धता में समानुपाती वृद्धि के रूप में परिलक्षित हो सकती है (नहीं हो सकती है)। वास्तव में, यह चलनिधि चक्रव्यूह का एक नया संस्करण है (जो मुद्रा की मांग की उच्च प्रत्यास्थता के कारण नहीं है (जैसा कि कीन्स ने कहा है), बल्कि बैंक उधार की कम प्रतिक्रियाशीलता के कारण है, यद्यपि केंद्रीय बैंक, बैंकिंग क्षेत्र को और अधिक चलनिधि उपलब्ध करता है। यह संक्षेप में वैसा ही है जैसा संयुक्त राष्ट्र और यूरोप में घटित हो रहा है; ग्रीनवाल्ड और स्टिग्लिट्ज के सिद्धांत में इस संकट के देखे जाने के काफी पहले इस प्रकार के चलनिधि चक्रव्यूह के बारे में प्रत्याशा और भविष्यवाणी की गई थी।

<sup>46</sup> विचारधारा के इन दो मतों के विकास पर व्यापक चर्चा के लिए देखें बी ग्रीनवाल्ड और जे.ई. स्टिग्लिट्ज, 'कीन्सियन, न्यू कीन्सियन एंड न्यू क्लासिकल इकोनॉमिक्स, आक्सफोर्ड इकोनॉमिक पेपर्स 3, मार्च 1987 पी.पी. 119-133। तथाकथित नवीन कीन्स परंपरा के अंतर्गत, दो परंपराएं भी थीं जिन्होंने कीन्स का अनुगमन किया उन्होंने वित्तीय बाजार के ब्यौरों की अनदेखी की और कीन्स की हक्स व्याख्या का अनुगमन किया, उसने वेतन और मूल्य की दुरुहताओं पर ध्यान केंद्रित किया। दूसरे ने वित्तीय बाजार की अपूर्णताओं पर ध्यान केंद्रित किया (अर्थात् एच.पी.मिंस्की, 'दि फाइनेंशियल इंस्टेबिलिटी हाइपोथिसिस', दि जेरोम लेवी इकोनॉमिक्स इंस्टीट्यूट ऑफ बार्ड कॉलेज, वर्किंग पेपर सं. 74, मई 1992; और ग्रीनवाल्ड तथा स्टिग्लिट्ज का कार्य जिसके बारे में मैंने पहले जिक्र किया है) और मुद्रा अपस्फीति के दुष्परिणामों का विश्लेषण शामिल है (फिशर के कार्य के पश्चात) [I फिशर, 'दि डेट डिफ्लेशन थियरी ऑफ ग्रेट डिप्रेसंस, 'इकोनॉमेट्रिकल (1933), पीपी, 337-357]] देखें बी ग्रीनवाल्ड और जे ई स्टिग्लिट्ज, न्यू एंड ओल्ड कीन्सियंस, 'जोर्नल ऑफ इकोनॉमिक पर्सिपेक्टिव्स 7 (1), विंटर 1993, पीपी 23-44।

<sup>47</sup> देखें ग्रीनवाल्ड और स्टिग्लिट्ज, 2003 ऑप, सीआईटी।



मौद्रिक अर्थशास्त्र का कीन्स मॉडल पिछले महासंकट, महाअवसाद के समय अस्तित्व में आया। तबसे संसार में काफी अधिक परिवर्तन हो चुका है; और अर्थशास्त्र की हमारी समझ काफी बढ़ गई है। इसके बाद भी, कुछ क्षेत्रों में हम उन विचारधाराओं से चिपके हुए हैं जो गतिशील नहीं हैं। सबसे खराब बात यह रही कि महाअवसाद और महामंदी के बीच अवकाश के दौरान कुछ लोग यह विश्वास कर शांत हो गए कि बाजार सामान्य तौर पर कार्य कर रहा है, पुराना क्लासिकल मॉडल, थोड़े परिवर्तन के साथ, पुनः वापस आ गया। जैसाकि मैंने पहले ही कहा है इसमें एक बिडम्बना है, कि अर्थशास्त्र में अग्रिमों के बीच (क्रीडा सिद्धांत और अपूर्ण तथा असमिति सूचना के सिद्धांत) काफी अधिक समझ थी कि उस मॉडल के साथ क्या त्रुटि है और इसने सामान्य समय में और संकट<sup>46</sup> के समय दोनों में भी, जो हुआ, उसका एक कमजोर वर्णन क्यों किया।

इन वैकल्पिक सिद्धांतों ने वित्तीय बाजार के एक नए सिद्धांत को जन्म दिया - एक समझ दी कि वित्तीय बाजार पूर्णरूप से प्रभावी क्यों नहीं हैं और अपूर्ण वित्तीय बाजार वास्तव में कैसे कार्य करते हैं। मौद्रिक नीति के प्रभाव, वास्तव में, वित्तीय बाजार के माध्यम से प्रवाहित होते हैं, इस प्रकार वित्तीय बाजार का यह नया सिद्धांत मौद्रिक सिद्धांत का केंद्र है। आधुनिक मौद्रिक नीति केंद्र को इन आधारों<sup>47</sup> पर टिकना होना होगा।

मौद्रिक नीति (मोटे तौर पर समझा गया, वित्तीय विनियामी नीति को शामिल करने के लिए) हिस्से में इतनी महत्वपूर्ण है क्योंकि वित्तीय क्षेत्र इतना अधिक महत्वपूर्ण है, वित्तीय क्षेत्र को अर्थव्यवस्था के दिमाग के समान समझा जाता है, और यदि वित्तीय क्षेत्र ठीक से कार्य नहीं करता है तो अर्थव्यवस्था भी ठीक से कार्य नहीं करेगी। अमरीका और यूरोपीय संघ सहित विश्व के कई देशों में वित्तीय क्षेत्र ने वह कार्य नहीं किया है, जो इसे करना चाहिए और वह कार्य किया है जो नहीं करना चाहिए था, अकेले अमरीका में उनकी असफलता की लागत ट्रिलियन डालर थी।

इस व्याख्यान में, मैंने वित्तीय बाजार के समान दिखने वाली वित्तीय बाजार की कार्य प्रणाली की गहन समझ के आधार पर मौद्रिक नीति की व्याख्या करने की कोशिश की है। अधिकांश प्रस्तावों, जो शताब्दी के प्रथम चौथाई भाग में मौद्रिक नीति के लिए केंद्रीय स्थान रखते थे, पर पुनर्विचार किए जाने की आवश्यकता है। मौद्रिक नीति ने हमारी अर्थव्यवस्था और संस्थाओं की ठीक से सेवा नहीं की है। इसने बढ़ती असमानता में अपना योगदान दिया है जो संसार के अधिकांश भाग में दिख रही है।<sup>48</sup> इसके बारे में कोई संदेह नहीं हो सकता: यह उस तरीके से अर्थव्यवस्था को स्थिर करने में न केवल असफल रही है जिस रूप में आशा की गई थी बल्कि जिस तरीके से कुछ केंद्रीय बैंकों ने मौद्रिक नीति का संचालन किया है और ये विनियम शताब्दी<sup>49</sup> के तीन भागों में हमारे महान संकट के मुख्य केंद्र रहे हैं। यह मौद्रिक नीति के क्रांति का आधार होना चाहिए।

<sup>48</sup> देखें, विशेष रूप से जे.ई स्टिलिट्ज का अध्याय 9, दि प्राइस ऑफ इनइक्वेलिटी ऑफ, सीआईटी।

<sup>49</sup> इस प्रकार, मैंने बनकि के साथ शक्तिशाली ढंग से यह मुद्दा उठाया था जिन्होंने यह सुझाव देने की कोशिश की कि मानक समष्टि आर्थिक और मौद्रिक सिद्धांत के साथ कुछ भी गलत नहीं है, इसके कार्यान्वयन में केवल कुछ छोटी मोटी त्रुटियां हैं। देखें बेन बनकि, 'ऑन दि इंप्लीकेशंस ऑफ दि फ़ाइनेंशियल क्राइसेस फॉर इकोनॉमिक्स', यह संबोधन 24 सितंबर 2010 को प्रिंसटन विश्व विद्यालय में दिया गया, जो [http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke\\_20100924.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke_20100924.htm) पर उपलब्ध है। (28 जुलाई 2011 को एक्सेस किया गया)।