मूल्य स्थिरता, वित्तीय स्थिरता और सरकारी ऋण की वहनीयता: नयी त्रिविधा से नीतिगत चुनौतियां *

दुव्वुरी सुब्बाराव

रिज़र्व बैंक के द्वितीय अंतरराष्ट्रीय अनुसंधान सम्मेलन में आप सभी का स्वागत करते हुए मुझे बेहद खुशी हो रही है।

2. हमने अपने प्लेटिनम जुबली समारोह की प्रमुख गतिविधि के रूप में प्रथम अंतरराष्ट्रीय सम्मेलन दो वर्ष पूर्व फरवरी 2010 में आयोजित किया था। उस सम्मेलन में सहभागी हुए आप में से अनेक लोगों ने उसकी प्रशंसा करते हुए इस सम्मेलन को पुन: आयोजित करने का अनुरोध किया था। आपसे प्रशंसा पाकर हमें खुशी हुई थी किंतु साथ ही मुझे ऐसा लगा था कि इसे पुन: आयोजित करवाने के अनुरोध के पीछे आपका यह भी विचार होगा कि सम्मेलन के समय आपको अपने देश की ऐसे समय की कड़ाके की ठंड से भी राहत मिलेगी। तो आइये, मैं मुंबई के इस खुशगवार मौसम में आपका हार्दिक स्वागत करता हूं।

सम्मेलन का विषय

3. मैं अपने भाषण की शुरुआत सम्मेलन के विषय 'मूल्य स्थिरता, वित्तीय स्थिरता और सरकारी ऋण की वहनीयता: नयी त्रिविधा' से नीतिगत चुनौतियों को स्पष्ट करते हुए करना चाहता हूं।

4. वैश्विक वित्तीय संकट और उसके बाद के यूरो क्षेत्र के ऋण संकट ने केंद्रीय बैंकिंग के सिद्धांत में भारी परिवर्तन कर दिया। 2008 के संकट से पहले केंद्रीय बैंकिंग की परंपरा एकल लक्ष्य वाली थी - मूल्य स्थिरता; एकल लिखत - अल्पावधि ब्याज दर। हालांकि अधिकतर केंद्रीय बैंकों ने कुछ और भी प्रयास किए थे, किंतु यह उपाय महत्वपूर्ण बना रहा।

5. मूल्य स्थिरता के एकल लक्ष्य के पीछे लगे रहने से वित्तीय स्थिरता की ओर से असावधान हो जाने से संकट ने केंद्रीय बैंकों पर जबरदस्त आघात किया। दो वर्ष पहले के हमारे पहले सम्मेलन के समय तक एक विचार पर एकमत विकसित होने लगा था कि वित्तीय स्थिरता का मामला पूर्णत: केंद्रीय बैंकों के नीतिगत क्षेत्र के भीतर होना चाहिए, हालांकि वित्तीय स्थिरता बनाए रखने में संस्थागत व्यवस्था के सटीक स्वरूप पर मत-भिन्नता थी।

6. अब हम 2011-12 की बात करते हैं। केंद्रीय बैंक जब पहले से ही मूल्य स्थिरता और वित्तीय स्थिरता की मांग पूरी करने के लिए भारी प्रयास कर रहे हैं, अब उनके पुराने तरीके के सामने यूरो क्षेत्र के सरकारी ऋण संकट के रूप में एक और भारी समस्या आ गयी है। यूरोपीय केंद्रीय बैंक से कहा जा रहा है कि वह वहां के देशों, जहां बाजार का विश्वास लुप्त हो गया है, को उबारने के लिए प्रयास करें। वास्तव में यह एक अर्धसत्य है। हकीकत में, यूरोपीय केंद्रीय बैंक को चुनौती दी जा रही है कि जब विश्व में इतनी गिरावट आ रही है तब वह क्यों अपने रुख पर अड़ा हुआ है। इस तर्क का आधार यह है कि यदि कोई केंद्रीय बैंक वित्तीय स्थिरता के लिए प्रतिबद्ध है तो वह वित्तीय स्थिरता और सरकारी ऋण की वहनीयता के बीच की प्रतिसूचना की अनदेखी नहीं कर सकता, अत: उसे सरकारी ऋण की वहनीयता के प्रति सचेत रहना ही होगा।

7. संकट से उभरी यह प्रवृत्ति क्या दर्शाती है? विशेष रूप से, क्या यह ऐसा मामला है जहां केंद्रीय बैंकों का दायित्व मूल्य स्थिरता के एकल लक्ष्य से बढ़ाकर उसमें मूल्य स्थिरता, वित्तीय स्थिरता और सरकारी ऋण की वहनीयता को शामिल किया जाना चाहिए? क्या केंद्रीय बैंक इन तीन लक्ष्यों को एक साथ अच्छी तरह से पूरा कर सकते हैं? वास्तव में यही नयी त्रिविधा है।

8. यह नयी त्रिविधा अनेक प्रश्न खड़े करती है। इस त्रिविधा में निहित उक्त तीन लक्ष्य किस प्रकार एक-दूसरे के सहायक हैं और किस प्रकार उनमें संघर्ष होता है? उनका वृद्धि पर कैसा प्रभाव पड़ता है? क्या यह त्रिविधा संकट के समय की ही विशेष घटना है या यह किसी सामान्य समय में भी उभर सकती है? इनमें से प्रत्येक लक्ष्य के संबंध में केंद्रीय बैंकों का क्या दायित्व है? क्या केंद्रीय बैंक इस अतिरिक्त दायित्व को निभाने में सक्षम हैं? और अंत में, इस बढ़े हुए

* मुंबई में 1 फरवरी 2012 को आयोजित द्वितीय अंतरराष्ट्रीय अनुसंधान सम्मेलन में डॉ.दुव्वुरी सुब्बाराव, गवर्नर, भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा दिया गया उद्घाटन भाषण।

दायित्व का केंद्रीय बैंकों की प्रभावशीलता और स्वायत्तता के संदर्भ में क्या अर्थ है?

9. वस्तुत: इस प्रकार के प्रश्नों की सूची काफी लंबी है। इस सम्मेलन का उद्देश्य इस नयी त्रिविधा के इर्द-गिर्द जमा हो गए इन प्रश्नों पर विचार करना है।

क्या यह वास्तव में त्रिविधा है?

10. हम लोग इस बात पर आंतरिक रूप से विचार कर चुके हैं कि क्या केंद्रीय बैंकों के लिए यह उभरती चुनौती वास्तव में त्रिविधा है? एक राय यह थी कि यह जरूरी नहीं है कि यह त्रिविधा ही हो क्योंकि ऐसा कोई सिद्धांत नहीं है जो यह कहता हो कि हम मूल्य स्थिरता, वित्तीय स्थिरता और सरकारी ऋण की वहनीयता के लक्ष्य एक साथ न पा सकें। इसके विपरीत राय यह थी कि केंद्रीय बैंकों के सामने जो समस्या है वह वास्तव में त्रिविधा ही है क्योंकि जब नयी त्रिविधा में निहित लक्ष्यों के बीच तनाव स्पष्ट रूप से दिख रहा है और जब केंद्रीय बैंक किसी भी प्रकार से निर्णय लेने में समर्थ न हो तो विभिन्न स्थितियों के अनुसार विभिन्न लक्ष्यों को प्राथमिकता देनी चाहिए। तो यह त्रिविधा है या नहीं? उत्तर की खोज करते समय पता चलता है कि त्रिविधा शब्द सभी मानक शब्दकोशों में नहीं है। अत: मैं इसे कुछ स्पष्ट करना चाहता हूं।

त्रिविधा की दुनिया

11. 300 बीसीई के समय के ग्रीक फिलॉसफर एपिक्यूरस संभवत: पहले व्यक्ति थे जिन्होंने सर्वशक्तिमान भगवान की कल्पना के विरोध में सर्वप्रथम त्रिविधा के विचार को सामने रखा था। किंतु त्रिविधा शब्द को स्पष्ट रूप से प्रयोग करने का श्रेय 17 वीं सदी के अंग्रेजी अपारंपरिक पादरी फिलिप हेन्री को जाता है जिन्होंने अपनी डायरी में लिखा था, '*इसके द्वारा हमें एक त्रिविधा में रख दिया गया है कि क्या पूर्णत: स्वतंत्र हो जाए या परंपरावदियों के साथ हो जाए या यथास्थिति बनाए रखे'।* आर्थर सी.क्लार्क, ब्रिटिश विज्ञान कथा लेखक ने उच्च गुणवत्ता बनाए रखते हुए शीघ्रता और कम लागत में उत्पादन के प्रयास में त्रिविधा का उल्लेख किया है, अर्थात 'शीघ्र,सस्ता और अच्छा: दो लीजिए'। जनता की पसंद के सिद्धांत में सार्वजनिक सेवा प्रदान करते समय कवरेज, लागत और पसंद में प्राथमिकता देने की त्रिविधा होती है।

12. यदि हम अर्थशास्त्र की ओर मुड़े तो यह दिखेगा कि त्रिविधा तो वस्तुत: बढ़ गयी है। दानी रॉड्रिक (2007) का तर्क है कि यदि कोई देश अधिक वैश्विकरण चाहता है तो उसे या तो कुछ जनतंत्र या फिर कुछ राष्टीयत्व छोड़ना होगा। नीएल फरग्यूसन (2009) ने किसी विकल्प की त्रिविधा को वैश्विकरण या सामाजिक स्थिति या किसी छोटे राज्य (अर्थात कम सरकारी हस्तक्षेप) के बीच चुनाव के रूप में दर्शाया है। मार्टिन वुल्फ ने फिनान्शल टाइम्स के अपने स्तंभ में अमरीकी रिपब्लिकन पार्टी की राजकोषीय नीति की त्रिविधा के संबंध में लिखा था कि: व्यापक बजट घाटा हानिकारक होता है, कर कटौती की निरंतर चाहत; और व्यय में दिलचस्पी के भारी अभाव से व्यापक पैमाने पर कटौती होती है। फिर पृथ्वी त्रिविधा भी होती है जो कहती है कि आर्थिक विकास के लिए अधिक ऊर्जा व्यय आवश्यक होता है किंतु इससे पर्यावरण का मामला सामने आता है।

13. इस सम्मेलन के विषय से सीधे जुड़ी हुई त्रिविधा डर्क स्कोनमेकर (2008) द्वारा प्रस्तुत वित्तीय स्थिरता की त्रिविधा है जिसमें यूरो क्षेत्र के भीतर स्थिर वित्तीय प्रणाली, एकीकृत वित्तीय प्रणाली और राष्ट्रीय वित्तीय स्थिरता की नीतियों की अननुकूलता स्पष्ट की गयी है। कुछ विश्लेषकों के अनुसार इस समय की सबसे मुख्य त्रिविधा यूरो क्षेत्र की त्रिविधा है: इसकी तीन अपेक्षाओं - एकल मुद्रा, संकट से उबारने के लिए न्यूनतम राजकोषीय योगदान और कम मुद्रास्फीति के प्रति ईसीबी की प्रतिबद्धता के बीच समाधान न होने की स्थिति।

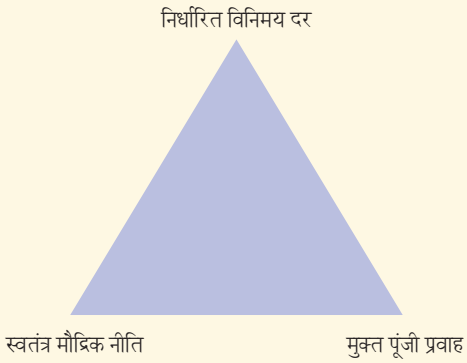
पुरानी त्रिविधा

14. हालांकि मैंने अर्थव्यवस्था में हाल की त्रिविधाओं की चर्चा की है, किंतु इनमें से सबसे मुख्य मुंडले की 'असंभव त्रयी' है। इस पुरानी त्रिविधा के अनुसार कोई भी देश मुक्त पूंजी प्रवाह, स्थिर विनिमय दर और स्वतंत्र मौद्रिक नीति मानक सभी तीन लक्ष्यों को एक साथ पूरा नहीं कर सकता। असंभव त्रयी, जैसा कि अर्थशास्त्र के विद्यार्थी आधी सदी से सीख रहे हैं, में 1960 के दशक में विकसित मुंडले-फ्लेमिंग मॉडल में मजबूत सैद्धांतिक आधार है।

15. विश्व द्वारा असंभव त्रयी में किए गए विकल्पों में समय के साथ बदलाव आया है। स्वर्ण मानक के तहत विनिमय दरें निर्धारित की गयी थीं और पूंजी घूम सकती थी किंतु केंद्रीय बैंकों पर दबाव था कि उनके पास विदेशी मुद्रा का भंडार होना सुनिश्चित करने के लिए वे ब्याज दरों को समायोजित करें। इससे वास्तविक अर्थव्यवस्था पर दबाव आकर तेजी या मंदी आ सकती है।

16. ब्रेटन वुड्स के तहत हमने विनिमय दरों (सामयिक समायोजन सहित) और स्वतंत्र मौद्रिक नीति तय की थी किंतु पूंजी की गतिशीलता अत्यधिक नियंत्रित थी ; जब मैं लगभग 30 वर्ष पहले

रेखाचित्र 1: असंभव त्रयी



पहली बार विदेश गया था तब भारतीय 20 डॉलर से अधिक नहीं ले जा सकते थे भले ही यात्रा का प्रयोजन कुछ भी हो। निर्धारित विनिमय दर के भार से ब्रेटन वुड्स की प्रणाली धराशायी हो गयी और विश्व व्यापक रूप से अस्थिर विनिमय दरों की ओर बढ़ गया और विश्व भर में पूंजी का मुक्त संचार होने लगा।

17. ब्रेटन वुड्स के बाद के समय में देशों ने अलग विकल्प चुने। सर्वाधिक सामान्य मामला उन्नत अर्थव्यवस्थाओं का था जहां निर्धारित विनिमय दर का तरीका छोड़ दिया ताकि स्वतंत्र मौद्रिक नीति के साथ खुली अर्थव्यवस्था अपनायी जा सके। दूसरी ओर, कड़ी नीति अपनाने वाली अर्थव्यवस्थाओं ने मौद्रिक नीति स्वतंत्रता बंद कर दी। उदाहरण के तौर पर हांग कांग द्वारा और कुछ समय के लिए अर्जेंटिना द्वारा किया गया मुद्रा बोर्डों का गठन। अभी हाल ही में सुरक्षित स्थल के प्रभाव स्वरूप स्विस फ्रैंक की तेज मूल्यवृद्धि के प्रतिसाद में स्विटजरलैंड ने पूर्व घोषित विनिमय दर बनाये रखने के प्रति अपनी प्रतिबद्धता की घोषणा की।

18. इतिहास में इस प्रकार की अनेक घटनाएं हैं जहां देशों ने सभी तीन लक्ष्य एक साथ प्राप्त करने का प्रयास किया किंतु उन्हें सफलता नहीं मिली। अमरीकी डॉलर के प्रति कड़ा नियंत्रण हटाने का जुलाई 1997 का थाइलैंड का निर्णय इसका अच्छा उदाहरण है।

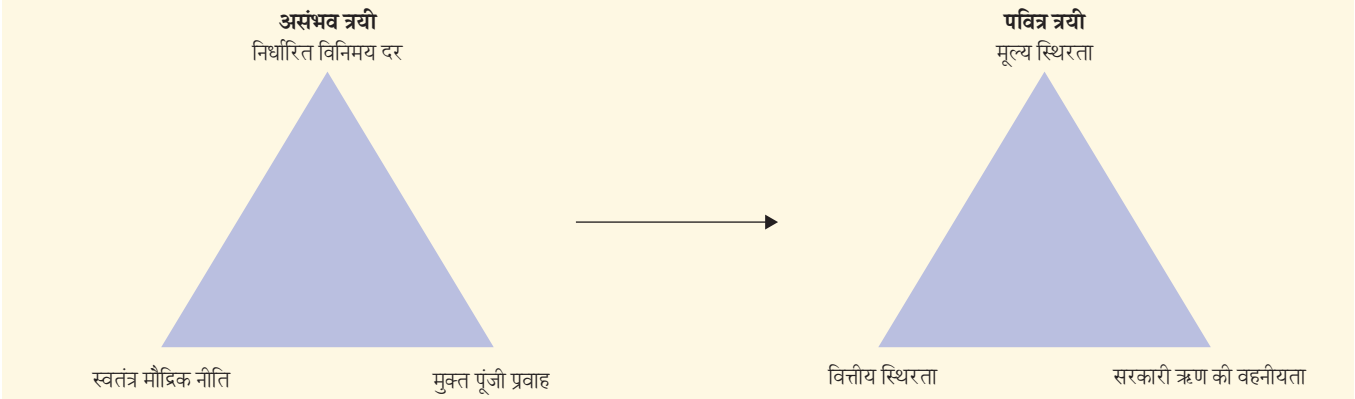
19. अपनी वास्तविक जीवन की वैधता के बावजूद ऐसी बात नहीं है कि मुंडले की 'असंभव त्रयी' अलंघनीय है। इस मॉडल की कई धारणाएं अनेक बार सिद्ध नहीं होती; बल्कि नयी खुली अर्थव्यवस्था समष्टिअर्थव्यवस्था मॉडल जो कि मूल्य कड़ाई और एकाधिकारी स्पर्धा के समय बना था, वह मुंडले-फ्लेमिंग की परंपरा में बने मॉडलों से काफी भिन्न है। ऐसा मामला भी नहीं है कि देशों को असंभव त्रयी के त्रिकोण के अनुसार समाधान खोजने के लिए बाध्य किया जाता है। ऐसा होने पर, वैश्वीकरण की शक्तियां और उनका प्रभाव दर्शाते हुए, अनेक उभरती अर्थव्यवस्थाओं ने समाधान का मध्य मार्ग चुना।

पवित्र त्रयी की तुलना में असंभव त्रयी

20. इस सम्मेलन के संदर्भ में, क्या यह नयी त्रिविधा - मूल्य स्थिरता, वित्तीय स्थिरता और सरकारी ऋण की वहनीयता एक साथ पाने के प्रयास - नयी असंभव त्रिविधा है? संभवत: नहीं। ऐसा कोई सिद्धांत नहीं है जो यह कहे कि ये लक्ष्य एक-दूसरे से संगत नहीं हैं। यह भी तर्क दिया जा सकता है कि ये लक्ष्य एक-दूसरे के सहायक हैं और वे संयुक्त रूप से वृद्धि में योगदान देते हैं जिससे वे असंभव त्रयी नहीं हैं बल्कि वास्तव में लक्ष्यों की पवित्र त्रयी हैं।

21. इसका किसी भी प्रकार से यह अर्थ नहीं है कि लक्ष्यों की पवित्र त्रिविधा हमेशा ही एक साथ प्राप्त की जा सकती है या एक बार प्राप्त हो जाने पर उसे असीमित समय तक बनाए रखा जा सकता है। इस

रेखाचित्र 2: पवित्र त्रयी की तुलना में असंभव त्रयी



संबंध में तनाव और बाधाएं आएंगी, विशेष रूप से अल्पावधि में। विशेष रूप से, असंतुलन की स्थिति में तनाव मूर्त रूप धारण कर लेगा जब मुद्रास्फीति लक्ष्य से दूर होगी तब वित्तीय प्रणाली दुर्बल होती है और सार्वजनिक ऋण में वृद्धि होती है। हमें जिस स्तर तक इस तनाव को संभालना पड़ता है वहां तक नीतिगत समस्या त्रिविधा होती है।

नयी त्रिविधा अनेक दिशाओं में चलती है

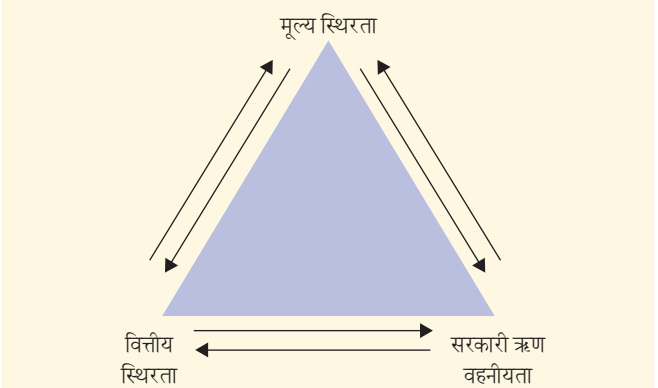
22. त्रिविधा के अंतर्गत तीन लक्ष्यों को पाने संबंधी नीतियां आपस में असंबद्ध रूप से जुड़ी हैं। कभी-कभी वे एक-दूसरे की सहायक होती हैं और कभी-कभी एक-दूसरे की विरोधी हो सकती हैं। अधिक जटिल रूप से, इनमें तनाव और तालमेल संकट के समय और सामान्य समय में अलग होते हैं।

23. इसे स्पष्ट करने के लिए मैं वैश्विक अनुभवों और हाल के अनुभवों के उदाहरण देना चाहूंगा। नयी त्रिविधा में निहित तीन लक्ष्यों को और उन दो दिशाओं जिनमें वे जा सकते हैं, को देखते हुए हमारे पास छह 'कारण और प्रभाव' द्विपक्षीय अंतरकार्य हैं। मैं उन पर एक-एक करके चर्चा करूंगा।

(i) मूल्य स्थिरता →वित्तीय स्थिरता

24. वैश्विक वित्तीय संकट से पहले, एक सामान्य दृष्टिकोण यह था कि कि मूल्य स्थिरता और वित्तीय स्थिरता एक-दूसरे की पूरक हैं अर्थात मौद्रिक नीति और वित्तीय स्थिरता की नीतियां एक-दूसरे की सहायक हैं। संकट ने इस धारणा का गलत सिद्ध कर दिया। यह उल्लेखनीय है कि हमने देखा कि असाधारण मूल्य स्थिरता के समय वैश्विक वित्तीय क्षेत्र भारी गिरावट की स्थिति में आ गया था।

रेखाचित्र 3: नयी त्रिविधा



25. वस्तुत: संकट के अनुभव ने इस धारणा की पुष्टि की है कि मूल्य स्थिरता और वित्तीय स्थिरता के बीच तालमेल होता है। दूसरे शब्दों में, यदि कोई केंद्रीय बैंक मूल्य स्थिरता में जितना सफल होगा तो संभवत: वह उतना ही वित्तीय स्थिरता में भी सफल होगा। इस संबंध में तर्क निम्नवत है। निरंतर वृद्धि की विस्तारित अवधि और महा मंदी के दौरान कम और स्थिर मुद्रास्फीति से केंद्रीय बैंक संतुष्टि की स्थिति में आ गए थे। पश्च दृष्टि की सहायता से ही यह पता चला कि मूल्य स्थिरता की लंबी अवधि से नीति निर्माताओं का ध्यान बढ़ती वित्तीय अस्थिरता की ओर से हट गया था।

26. मूल्य स्थिरता और वित्तीय स्थिरता की नीतियों के बीच एक अधिक हाल का उदाहरण यह है कि ईसीबी ने अप्रैल-जुलाई 2011 के दौरान ब्याज दरें दो बार बढ़ाकर संकट से प्रेरित अपने विस्तारवादी रुझान को पलट दिया। ईसीबी ने इसके समर्थन में यह तर्क दिया कि स्फीतिकारी दबावों को कम करने के लिए यह आवश्यक था, किंतु अनेक लोगों ने इसकी आलोचना की कि यह कार्य समयपूर्व था और वित्तीय स्थिरता की बहाली के लिए उपयोगी नहीं था। हालांकि हम सब जानते हैं कि ईसीबी ने नवंबर-दिसंबर 2011 के दौरान इन वृद्धियों को पलटने का कार्य यूरो क्षेत्र की मंदी के प्रतिसाद में किया था।

(ii) वित्तीय स्थिरता →मूल्य स्थिरता

27. अब हम विपरीत दिशा का अंतरसंबंध देखेंगे। क्या वित्तीय स्थिरता पर लक्ष्यित नीतियां मूल्य स्थिरता को प्रभावित करेंगी यह एक ऐसा विवाद है जो कि संकट के प्रबंधन की संपूर्ण अवधि में हमारे साथ रहा है। अनेक विश्लेषकों का तर्क है कि विशेष रूप से फेड द्वारा ब्याज दरों को जिरो लोवर बाउंड में लाने के लिए किया गया असाधारण मौद्रिक विस्तार और इसके बाद के 'मात्रात्मक सुगमता' के दो दौर, जहां सभी का लक्ष्य वित्तीय स्थिरता की बहाली था, से वास्तव में मुद्रास्फीति को बढ़ा सकते हैं। आगे तर्क यह है कि सुगम मौद्रिक नीति का स्फीतिकारी प्रभाव तत्काल दिखना कठिन है, इसलिए मौद्रिक सुगमता से फेड जोखिम अधिक बढ़ रही है जो कि भावी मूल्य स्थिरता के लिए हानिकारक है।

28. उभरती अर्थव्यवस्थाओं से भी हमारे पास नीतियों का उदाहरण है कि वित्तीय स्थिरता मूल्य स्थिरता को प्रभावित करती है। संकट के दौरान उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के केंद्रीय बेंकों ने वित्तीय क्षेत्र को राहत प्रदान करने के लिए मौद्रिक नीति को शिथिल किया किंतु सुधार की शुरुआत होते ही मुद्रास्फीति में तेजी से वृद्धि हुई।

(iii) वित्तीय स्थिरता →सरकारी ऋण वहनीयता

29. संकट-प्रबंधन से एक महत्वपूर्ण सीख मिली कि वित्तीय स्थिरता बहाली पर लक्ष्यित नीतियां सरकारी ऋण वहनीयता को किस प्रकार बाधित कर सकती हैं। इसका सबसे अच्छा उदाहरण विफल होती वित्तीय संस्थाओं को उबारने की लागत और राजकोषीय प्रोत्साहन का है जिसका लक्ष्य वित्तीय क्षेत्र की समस्याओं को नियंत्रित करना था ताकि उनसे समग्र आर्थिक गतिविधियां रुक न जाएं। वित्तीय स्थिरता बहाली के लिए राजकोषीय कार्रवाई अनिवार्य थी। किंतु कुल प्रभाव हमेशा अच्छा नहीं होता। कुछ ऐसी स्थितियां भी होती हैं जब वित्तीय स्थिरता का सहायक राजकोषीय विस्तार सरकारी ऋण वहनीयता को हानि पहुंचा सकता है। यह तब होता है जब सरकार पहले से ही अत्यधिक ऋणग्रस्त हो और सुधार पर्याप्त रूप से गतियुक्त और मजबूत न हो। तब सरकार राजस्व वसूली में कमी के कारण उधार का सहारा लेगी ताकि राजकोषीय अंतर को पाटा जा सके और इस प्रकार प्रतिकूल राजकोषीय स्थिति में फंस सकती है जिससे अंतत: उसकी सरकारी ऋण वहनीयता को हानि पहुंचेगी।

(iv) सरकारी ऋण वहनीयता →वित्तीय स्थिरता

30. सरकार की ओर से आघात बैंकिंग प्रणाली में पहुंचने का सर्वोत्तम उदाहरण यूरो क्षेत्र की उभरती स्थिति है। ग्रीस का उदाहरण लीजिए जहां बैंकों से कहा जा रहा है कि वे सरकार को उबारने में सहायता करें अर्थात तथाकथित निजी क्षेत्र की सहभागिता - पीएसआई, ताकि सरकारी ऋण को व्यवहार्य स्तर तक कम किया जा सके। किंतु इससे उनकी सामूहिक सक्षमता प्रभावित होगी और संभवत: व्यापक वित्तीय स्थिरता के लिए जोखिम उत्पन्न हो जाएगा। इस बात पर विवाद रहा है कि पीएसआई स्वैच्छिक है या नहीं। इस मामले के प्रयोजनार्थ, विवाद तकनीकी स्वरूप का है; यह सरकारी ऋण से वित्तीय स्थिरता के संसर्ग की मूल रूपरेखा को परिवर्तित नहीं करता।

31. ईसीबी की नयी टर्म रिपो (एलटीआरओ) विंडो से इस बात का एक अन्य उदाहरण मिलता है कि सरकारी ऋण की वहनीयता की चिंता वित्तीय स्थिरता को किस प्रकार प्रभावित करती है। इस नयी विंडो से बैंकों को रिपो दर पर तीन वर्षीय मुद्रा मिल सकती है ताकि उन्हें प्रोत्साहन मिल सके कि वे इस अवसर का लाभ लेकर वह मुद्रा सरकार को उधार दे सकें। किंतु यह वित्तीय संरचना दुर्बल है और संभवत: समस्यायुक्त व्यवस्था है। बैंकों को ईसीबी के पास अतिरिक्त संपार्श्विक रखनी होगी क्योंकि उनके द्वारा प्रस्तुत बांडों के मूल्य में गिरावट आ सकती है या ऋण रेटिंग में कमी आ सकती है। इसी कारण से, अर्थात मूल्य में गिरावट या ऋण रेटिंग में गिरावट, के कारण बैंकों कि उनके द्वारा सरकार को उधार दी गयी राशि के संबंध में अतिरिक्त पूंजी उपलब्ध करानी होगी। इससे बैंक संपार्श्विक के चक्र में आ सकते हैं और संपूर्ण वित्तीय स्थिरता का ह्रास हो सकता है।

(v) सरकारी ऋण वहनीयता →मूल्य स्थिरता

32. मूल्य स्थिरता को प्रभावित करने वाली सरकारी ऋण की चिंता का मार्ग सरकारी ऋण के मौद्रिकीकरण के माध्यम से है। निसंदेह, केंद्रीय बैंक चलनिधि प्रबंधन के लिए खुले बाजार के परिचालनों - सरकारी पेपर का क्रय और विक्रय - का सहारा लेते हैं। किंतु खुले बाजार के परिचालनों का लक्ष्य राजकोषीय रूप से संवेदनशील सरकार को उबारना है या सरकार की उधार लागत कम करना हो तो केंद्रीय बैंक मूल्य स्थिरता को बनाए रखना बंद कर सकते हैं जो कि सरकारी ऋण की चिंता बढ़ाती है।

33. राजकोषीय चिंता मौद्रिक नीति को एक अन्य कम नाटकीय तरीके से प्रभावित कर सकती है। संकट से पहले के वर्षों में अधिकाधिक सरकारें स्वैच्छिक रूप से राजकोषीय दायित्व नियमों को अपना रही थीं जिससे स्वायत्त मौद्रिक नीति के लिए जगह बनी रही थी। यह नियम-आधारित राजकोषीय व्यवस्था संकट के दौरान सुलझ गयी क्योंकि सरकारों और केंद्रीय बैंकों ने विस्तारवादी नीतियां पूरे समन्वय से लागू कीं। संकट के दौरान ऐसे समन्वय पर अति शुद्धतावादियों को छोड़कर किसी अन्य ने प्रश्न नहीं उठाए किंतु अब सुधार की अवधि में अनेक मूलभूत चिंताएं उभर रही है।

34. इन चिंताओं का प्रमुख कारण यह है कि क्या मौद्रिक नीति एक बार फिर राजकोषीय बाध्यताओं के दबाव में आएगी। इस संबंध में बहस की विशेषताओं में अंतर है किंतु मूल विषयों में समानता है। अमरीका में बहस अल्पावधि राजकोषीय प्रोत्साहन और दीर्घावधि राजकोषीय समेकन के बीच है। यूरो क्षेत्र में प्रश्न राजकोषीय संघ के दायित्व के बंटवारे के बिना मौद्रिक संघ के लाभों के बंटवारे का है। भारत में यह प्रश्न है कि क्या प्रणालीगत चलनिधि के प्रबंधन के लिए रिज़र्व बैंक द्वारा संचालित खुले बाजार के परिचालन राजकोषीय अनुशासन के लिए प्रोत्साहन कम करने का कार्य कर रहे हैं। प्रश्न चारों ओर हैं: क्या केंद्रीय बैंक सरकार के राजकोषीय रुझान के प्रति अपने मौद्रिक नीतिगत रुझान को कम करने के लिए उनके सुगमता

दायरे से अधिक बाध्य किए जा रहे हैं। क्या तथाकथित अपारंपरिक उपाय वास्तव में अर्ध-राजकोषीय उपाय हैं? क्या केंद्रीय बैंक इस प्रक्रिया में मूल्य स्थिरता के प्रति अपनी प्रतिबद्धता से समझौता कर रहे हैं?

(vi) मूल्य स्थिरता →सरकारी ऋण की वहनीयता

35. ऐसे अनेक मार्ग हैं जहां मूल्य स्थिरता पर लक्ष्यित नीतियां सरकारी ऋण की वहनीयता को प्रभावित कर सकती हैं। उच्च ब्याज दरों, जो कि मुद्रास्फीति का सामना करने के लिए आवश्यक थीं, से सरकार को ऋण की लागत बढ़ गयी। इसके अलावा, यदि सरकार के बजट में अधिक सब्सिडी हो, जैसा कि अनेक उभरती और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं में होता है, तो मुद्रास्फीति से सब्सिडी की लागत बढ़ सकती है जिससे सरकार की उधार लेने की आवश्यकता बढ़ सकती है। दूसरी ओर, अधिक ऋण वाली सरकारें मुद्रास्फीति वृद्धि से अधिक परेशान नहीं होतीं क्योंकि इसकी सहायता से वे अपना कुछ ऋण कम कर सकती हैं।

36. मैंने नयी त्रिविधा में निहित तीन लक्ष्यों के बीच तनाव और तालमेल की बात की है। ऊपर दिए गए उदाहरण समग्र नहीं हैं बल्कि उनसे केंद्रीय बैंकों के सामने आने वाली नीतिगत जटिल चुनौतियों को स्पष्ट करने का प्रयास है।

नयी त्रिविधा में निहित चार प्रश्न

37. अब मैं उन महत्वपूर्ण प्रश्नों की चर्चा करना चाहता हूं जो कि नयी त्रिविधा से निपटते समय केंद्रीय बैंकों के सामने आएंगे। मैं विशेष रूप से चार प्रश्नों की चर्चा करूंगा।

प्रश्न 1: क्या हम मौद्रिक नीति में राजकोषीय प्रभाव की वापसी देख रहे हैं?

38. यह प्रश्न यूरो क्षेत्र के संकट के संदर्भ में प्रबलता के साथ उभरा है। ईसीबी का दावा है कि उसका बांड खरीदने का कार्यक्रम चलनिधि की बहाली और मौद्रिक संचरण सुधारने पर लक्ष्यित है। किंतु अनेक विश्लेषकों को विश्वास है कि यह सरकारी उधार बढ़ाने का सशक्त प्रयास नहीं है और यह कि ईसीबी की राजकोषीय प्रभाव को मौन स्वीकृति है।

39. केंद्रीय बैंक दायित्व और सरकारी ऋण की वहनीयता के बीच यह तनाव जो कि इस समय यूरोप में चल रहा है, यह यूरोप के लिए न तो नया है और न ही अनोखा है। महा मंदी के बाद के सत्तर वर्षों में प्रभाव के लिए राजकोषीय और मौद्रिक नीतियों के बीच प्रतिस्पर्धा देखी गयी है। ऐतिहासिक रूप से राजकोषीय प्रभुत्व से केंद्रीय बैंकों को हानि हुई है क्योंकि उन्हें सरकार के यथासंभव कम लागत पर अपेक्षित उधार को समर्थन देना था।

40. इस स्थिति में 1980 के दशक से परिवर्तन होने लगा जब 1970 के दशक की बुरी आर्थिक स्थिति से हुई हानि के प्रतिसाद में और यह स्पष्ट हो जाने से कि उच्च मुद्रास्फीति वृद्धि की निरंतरता में बाधक है, केंद्रीय बैंक की स्वायत्तता को समर्थन मिलने लगा। इस प्रकार, राजकोषीय प्रभुत्व से धीर-धीरे केंद्रीय बैंक स्वायत्त होने लगे जो कि अल्पकालिक बाध्यताओं से मुक्त थे और जिनका लक्ष्य सामान्यत: और कुछ मामलों में विशेष रूप से मूल्य स्थिरता था। अब हम स्थिति को उलटते हुए देख रहे हैं जब केंद्रीय बैंकों को सरकारी ऋण की वहनीयता पर ध्यान देने के लिए कहा जा रहा है।

41. राजकोषीय प्रभुत्व सरकार के राजकोषीय रुझान को केंद्रीय बैंक की सहमती में देखा जा सकता है। यह सामान्यत: केंद्रीय बैंक के बांड खरीद कार्यक्रम के माध्यम से ऋण के मौद्रिकरण के माध्यम से होता है। केंद्रीय बैंक अपने मौद्रिक नीतिगत रुझान और मध्यवर्ती लक्ष्यों के अनुरूप चलनिधि के प्रबंधन के प्रयोजनार्थ खुले बाजार के परिचालन रिवर्स लेनदेन (रिपो) के रूप में अधिक करते हैं। उस स्थिति में उन्हें विशुद्ध रूप से मौद्रिक नीतिगत रुझान के रूप में देखा जाना चाहिए। किंतु कभी-कभी खुले बाजार के परिचालनों का लक्ष्य सरकारी उधार की सहायता करना या ऋण की वहनीयता बढ़ाने के लिए खजाना बांडों पर आय कम करना होता है। तब यह राजकोषीय प्रभुत्व को सहमती का मामला बनता है। कई बार स्थितियों के बीच सूक्ष्म भेद होता है और खुले बाजार के परिचालनों के लक्ष्य का अर्थ निरुपण स्थिति के अनुसार भिन्न होता है।

42. व्यापक सरकारी उधार, जो कि सरकार का राजकोषीय रुझान अस्थिर कर देते हैं, की स्थिति में केंद्रीय बैंकों के पास कम विकल्प होते हैं। यदि वे प्रणालीगत चलनिधि को उचित सीमा के भीतर लाने ले लिए खुले बाजार के परिचालन नहीं करते तो वित्तीय स्थिरता पर से उनका नियंत्रण हट जाने की जोखिम होती है। और यदि खुले बाजार के परिचालन करते हैं तो मूल्य स्थिरता पर से उनका नियंत्रण हट जाने का जोखिम होता है। इसका वास्तविक अर्थ यह है कि राजकोषीय दायित्व इस बात से बहुत अधिक है कि मौद्रिक नीति स्वतंत्र है या नहीं। यह समष्टिआर्थिक स्थिरता बनाए रखने का मामला है।

प्रश्न 2: क्या नयी त्रिविधा का प्रबंधन केंद्रीय बैंकों की स्वायत्तता और दायित्व समाप्त के देगा?

43. केंद्रीय बैंकों की बहुमूल्य स्वायत्तता संकटोत्तर समय में कठिनाई में पड़ गयी क्योंकि इस दृष्टिकोण को महत्व मिल रहा था कि संकट

का एक कारण केंद्रीय बैंकों को प्राप्त व्यापक स्वायत्तता थी। केंद्रीय बैंकों की स्वायत्तता के संबंध में एक मानक तर्क यह है कि स्वायत्तता से केंद्रीय बैंकों की मुद्रास्फीति प्रबंधन की क्षमता में वृद्धि होती है। मौद्रिक नीति का परिणाम दिखने में कुछ समय लगता है अत: मूल्य स्थिरता को मध्यावधि संदर्भ में देखना चाहिए। स्वायत्तता से केंद्रीय बैंक अल्पावधि गतिविधियों पर कार्रवाई करने मे लिए स्वतंत्र रहते हैं जिससे वे अपने मुद्रास्फीति के लक्ष्य से कुछ अलग हो सकते हैं और इस प्रकार मध्यावधि के मुद्रास्फीति लक्ष्य से समझौता कर सकते हैं।

44. अब जबकि मौद्रिक नीति में केंद्रीय बैंकों की स्वायत्तता के महत्व को सामान्यत: स्वीकृति मिल गयी है, प्रश्न यह है कि क्या नयी त्रिविधा में निहित अतिरिक्त दायित्व स्वायत्तता को प्रभावित करेगा? और यह नयी स्थिति केंद्रीय बैंकों के दायित्व के स्वरूप को किस प्रकार प्रभावित करेगी? इस संबंध में विचारों को ध्यान में लेना उपयोगी होगा।

45. प्रणालीगत स्थिरता की निगरानी के लिए वैश्विक संकट के बाद नयी संचालन संरचना उभरी है। इसमें अमरीका की वित्तीय सेवा निगरानी परिषद, यूके में वित्तीय नीति समिति और यूरोपीय संघ में यूरोपीयन प्रणालीगत जोखिम बोर्ड शामिल हैं। यहां भारत में, वित्तीय स्थिरता और विकास परिषद है। विशेष संस्थागत व्यवस्थाओं में अंतर है किंतु इन सभी में केंद्रीय बैंकों का प्रमुख दायित्व रहता है।

46. वित्तीय स्थिरता के लिए उपलब्ध इन नयी संस्थागत व्यवस्थाओं के चलते स्वायत्तता के प्रश्न को एक अतिरिक्त आयाम मिला है। यहां यह उल्लेखनीय है कि केंद्रीय बैंक की स्वायत्तता काम कर गयी क्योंकि वे सरकार से कुछ दूरी बनाए रख सके। लेकिन जैसे ही कोई समन्वय प्रणाली लागू होगी तो ये बाधाएं दूर हो जाएंगी। इसके अलावा, भले ही किताब में लिखा हो, वित्तीय स्थिरता की समन्वय मंच पर चर्चा आसान नहीं होगी। जैसा कि हमने देखा है, विशुद्ध वित्तीय स्थिरता का कोई मुद्दा नहीं है; वे सभी आपस में जुड़े हुए हैं। वित्तीय स्थिरता पर चर्चा बड़ी आसानी से मौद्रिक नीति पर पहुंच सकती है। तब केंद्रीय बैंक की स्वायत्तता का क्या होगा। आप सभी मानेंगे कि यह मुद्दा साधारण नहीं है।

47. अब यदि हम इस पहले से ही जटिल स्थिति में सरकारी ऋण वहनीयता का दायित्व जोड़ देते हैं तो केंद्रीय बैंकों की स्वायत्तता को जोखिम पहुंचने की आशंका बढ़ जाएगी। सरकारी ऋण पूर्णतया राजनीतिक मामला है और जैसा कि हम पहले ही देख चुके हैं, केंद्रीय बैंकों की स्वायत्तता की बुनियाद इस आवश्यकता पर आधारित है कि मौद्रिक नीति को राजकोषीय प्रभुत्व से मुक्त किया जाए। नयी त्रिविधा के एक भाग के रूप में केंद्रीय बैंकों द्वारा सरकारी ऋण की वहनीयता की चिंताओं के प्रति सतर्क रहने की आवश्यकता के कारण यह ऐसा कष्टसाध्य लाभ है जिसके साथ राजकोषीय बाध्यताओं से मुक्त होने के लिए समझौता किया जा रहा है। किंतु इस पर वपरीत दृष्टि से भी विचार करें। इस बात को देखते हुए कि सार्वजनिक ऋण में निवेशकों का विश्वास राष्ट्रीय बुनियाद का एक भाग है, तो क्या केंद्रीय बैंक के लिए सरकारी ऋण की वहनीयता के प्रति अप्रभावित रहना उचित होगा?

48. नयी त्रिविधा केंद्रीय बैंकों के सामने दायित्व का प्रश्न भी खड़ा करती है। मूल्य स्थिरता के एकल प्रश्न के साथ सुपुर्दगी कार्य स्पष्टत: परिभाषित हो सकता है, परिणाम सही तरीके से नापा जा सकता है और दायित्व निर्धारित किया जा सकता है। बहुत से लक्ष्य, जैसा कि हमने देखा है, उनके बीच तनाव और तालमेल के साथ, इस दायत्वि प्रणाली को कमजोर तथा समाप्त कर सकते हैं। केंद्रीय बैंक हमेशा ही नीति के परिणामस्वरूप एक स्थान की विफलता को स्पष्ट कर सकता है ताकि अन्य स्थान की विफलता से बचा जा सके।

49. नयी त्रिविधा के केंद्रीय बैंकों पर स्वायत्तता और दायित्व की दृष्टि से प्रभाव की इन आशंकाओं के उत्तर सरल नहीं हैं। सरकार और केंद्रीय बैंकों को प्रत्येक अधिकार क्षेत्र में वित्तीय स्थिरता और सरकारी ऋण वहनीयता के लिए केंद्रीय बैंकों के दायित्व के स्वरूप और सीमा को परिभाषित करना होगा। मैं ऐसे कुछ उदाहरण रखूंगा जो इस प्रक्रिया को स्पष्ट करेंगे। पहला, मूल्य स्थिरता के प्रति केंद्रीय बैंकों के मूल दायित्व से समझौता नहीं होना चाहिए। दूसरा, वित्तीय स्थिरता के लिए केंद्रीय बैंक की मुख्य भूमिका होनी चाहिए किंतु इसका संपूर्ण दायित्व उनका नहीं होना चाहिए। तीसरा, सरकारी ऋण वहनीयता के लिए केंद्रीय बैंकों के दायित्व की सीमा स्पष्टत: निर्धारित होनी चाहिए। चौथा, वित्तीय स्थिरता सुनिश्चित करने में सरकार को संकट के समय ही विनियामकों पर दायित्व छोड़ना चाहिए।

प्रश्न 3: क्या नयी त्रिविधा के लिए प्रयास करना वृद्धि के विरुद्ध है?

50. इस प्रश्न का मेरा लघु उत्तर 'नहीं' है। यह संभव है कि अल्पावधि में मूल्य स्थिरता, वित्तीय स्थिरता और सरकारी ऋण वहनीयता पर लक्ष्यित नीति किसी समय वृद्धि के पक्ष की नीतियों के विरुद्ध हो सकती है। किंतु नयी त्रिविधा की कीमत पर प्राप्त की गयी

वृद्धि दीर्घकालिक नहीं होगी। वही वृद्धि दीर्घकालिक होगी जो कि इन लक्ष्यों से संगत होगी। अत: अल्पावधि के संदर्भ में कुछ त्याग करना पड़ सकता है किंतु मध्यावधि में दीर्घकालिक वृद्धि और नयी त्रिविधा बनाए रखने के लक्ष्यों के बीच बाधा नहीं आयेगी।

51. मैं इसे स्पष्ट करने के लिए वृद्धि-मुद्रास्फीति के संबंध पर भारत में पिछले वर्ष हुई काफी चर्चा का संदर्भ दूंगा। हमारे यहां मुद्रास्फीति वर्ष भर 9-10 प्रतिशत के दायरे में रही। इसका सामना करने के लिए रिज़र्व बैंक को मौद्रिक नीति कड़ी करनी पड़ी - दरें बढ़ाई गयीं और जैसे की अनेक लोगों ने आलोचना की यह दर वृद्धि रेकार्ड 13 बार की गयी। जहां कैलेंडर वर्ष 2011 के अंत तक मुद्रास्फीति में कोई कमी नही दिखी वहीं वृद्धि में कुछ कमी आयी। वित्तीय वर्ष 2012 के लिए रिज़र्व बैंक का वृद्धि संबंधी अद्यतन अनुमान 7 प्रतिशत का है जो कि पिछले वर्ष के 8.4 प्रतिशत से कम है। इस संबंध में यह आलोचना होती है कि हम मुद्रास्फीति तो कम नहीं कर पाते किंतु वृद्धि को नुकसान पहुंचाते हैं। यह हमारी स्थिति का बचाव करने का अवसर नहीं है। किंतु इस संदर्भ में उक्त आलोचना वृद्धि-मुद्रास्फीति के संबंध पर महत्वपूर्ण मामला सामने लाती है।

52. प्रायोगिक अनुसंधान से पता चलता है कि वृद्धि और मुद्रास्फीति के बीच का संबंध रेखीय होता है। कम मुद्रास्फीति और स्थिर मुद्रास्फीति की अपेक्षा में वृद्धि और मुद्रास्फीति के बीच तालमेल होता है। किंतु मुद्रास्फीति के एक निश्चित स्तर के बाद यह तालमेल समाप्त हो जाता है, उक्त संबंध उलट जाता है और उच्च मुद्रास्फीति वृद्धि के लिए हानिकारक बन जाती है। रिज़र्व बैंक ने विभिन्न पद्धतियों के प्रयोग से जो अनुमान लगाया है उसके अनुसार मुद्रास्फीति की उच्चतम सीमा 4 प्रतिशत से 6 प्रतिशत के दायरे में होनी चाहिए। हाल तक डब्ल्यूपीआई मुद्रास्फीती 9 प्रतिशत से अधिक थी अर्थात हम उच्चतम सीमा से कब के आगे निकल चुके थे। इस उच्च स्तर पर मुद्रास्फीति निश्चित ही वृद्धि के लिए घातक है। इससे निवेशकों का विश्वास कम हो जाता है और मध्यावधि वृद्धि संभावना पर विपरीत असर होता है। रिज़र्व बैंक द्वारा पिछले वर्ष किए गए प्रयासों का लक्ष्य यही था कि मध्यावधि वृद्धि को बचाया जाए फिर भले ही अल्पावधि वृद्धि को कुछ नुकसान ही क्यों न हो रहा हो।

53. वित्तीय स्थिरता और वृद्धि के बीच तालमेल पर चर्चा सामान्यत: एक ही दिशा में चलती है। संकट के बाद वित्तीय संस्थाओं का विनियमन कड़ा किया गया। विशेष रूप से, बासेल III पॅकेज के तहत बैंकों से अपेक्षित होगा कि वे अधिक और सुरक्षित पूंजी रखें और साथ ही पूंजी तथा चलनिधि बफर तैयार करें। इसका वृद्धि के लिए क्या अर्थ है?

54. स्टिफन सेचेति के नेतृत्व में एक समूह द्वारा किए गए बीआईएस अध्ययन के अनुमान के अनुसार नौ वर्ष से अधिक की अवधि में मूर्त सामान्य इक्विटी-जोखिम भारांकित आस्ति अनुपात में एक प्रतिशत अंक की वृद्धि से उत्पादन में करीब 0.2 प्रतिशत की गिरावट हुई। अध्ययन के अनुसार वित्तीय प्रणाली द्वारा अपेक्षित समायोजन करने के बावजूद यह लागत समाप्त हो जाएगी और समायोजन अवधि के बाद उलट जाएगी और वृद्धि वापस अपने मूल पथ पर लौट आएगी। बासेल समिति के अध्ययन का अनुमान है कि बासेल III से निवल सकारात्मक लाभ मिलेगा जिसका कारण होगा आघात के प्रतिसाद के कारण संकट की संभावना में कमी और उत्पादन की अस्थिरता में कमी आना। किंतु आईआईएफ अध्ययन का अनुमान है कि त्याग का अनुपात उच्च होगा - जी3 (अमरीका, यूरो और जापान) को 2011-2020 की दस वर्ष की पूरी अवधि में उनकी वार्षिक वृद्धि दर से 0.3 प्रतिशत की हानि होगी।

55. उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लिए वृद्धि-त्याग संबंधी इन संख्याओं का क्या महत्व है? हम भारत का उदाहरण देखते हैं। यह सत्य है कि हमारे बैंकों का पूंजी-जोखिम भारित आस्ति अनुपात (सीआरएआर) समग्र रूप से बासेल III की अपेक्षा से अधिक है हालांकि कुछ बैंकों में यह कम है जिसे बढ़ाने की आवश्यकता है। किंतु आज की पूंजी पर्याप्तता का यह अर्थ नहीं है कि यह बरकरार रहेगी। जैसे अर्थव्यवस्था विकसित होती है, वैसे ही ऋण की मांग बढ़ेगी जिससे बैंकों के किए यह आवश्यक होगा कि वे अपनी स्थिति सुधारे और ऐसा करने के लिए उनके लिए यह आवश्यक होगा कि वे अपनी पूंजी बढ़ाएं।

56. भारत जैसी तेजी से बढ़ती संरचनात्मक रूप से परिवर्तित हो रही अर्थव्यवस्था में ऋण की मांग अनेक कारणों से जीडीपी की तुलना में अधिक तेजी से बढ़ेगी। पहला, भारत सेवा क्षेत्र से तेजी से विनिर्माण क्षेत्र की ओर बढ़ेगा जिसकी ऋण गहनता जीडीपी के प्रति यूनिट के अनुसार अधिक है। दूसरा, हमें इंफ्रास्ट्रक्चर में अपना निवेश दोगुना करने की आवश्यकता है जिससे ऋण की मांग में तेज वृद्धि होगी। अंत में, वित्तीय समावेशन जिसे सरकार और रिज़र्व बैंक दोनों बढ़ावा दे रहे हैं, से कम आय वाले लाखों परिवार औपचारिक वित्तीय प्रणाली की परिधि में आ जाएंगे जिनमें से लगभग सभी को ऋण की आवश्यकता होगी। इन सब बातों का अर्थ यह है कि हम बैंकों पर बासेल III की अपेक्षानुसार ऐसे समय अधिक पूंजी

अपेक्षा लगाने जा रहे हैं जब अर्थव्यवस्था की ऋण-मांग में तेज वृद्धि होने जा रही है। हम वृद्धि की मांग और वित्तीय स्थिरता की मांग के बीच के तनाव से किस प्रकार निपट सकते हैं यह वह प्रश्न है जिसका उत्तर भारत को तथा अनेक उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं को खोजना होगा।

57. इस बात पर विस्तार से बात करने के पीछे मेरा उद्देश्य यह तर्क देने का नहीं था कि वित्तीय स्थिरता की लागत लाभ को प्रभावित करती है, किंतु यह तर्क देना था कि लागत-लाभ की स्थिति देशों के अनुसार भिन्न होगी और किसी देश के लिए यह कुछ अंतराल से दिख सकती है। अत: प्रत्येक देश - उन्नत, उभरता या विकासशील - को अपनी वित्तीय स्थिरता नीति इस प्रकार बनानी होगी कि लाभ-लागत अनुपात गतिशील रूप से बढ़े।

58. अब मैं समीकरण के तीसरे चरण पर आता हूं - वृद्धि और सरकारी ऋण वहनीयता के बीच संबंध। नयी त्रिविधा के अन्य दो चरणों जैसे ही सरकारी ऋण के मामले में भी एक संयोजन बिंदु होता है जिससे आगे राजकोषीय घाटा वृद्धि को नुकसान पहुंचाता है। सरकारी उधार बुरा नहीं होता किंतु इसकी अधिकता बुरी होती है। अत: कुल सार्वजनिक ऋण पर जीडीपी के अनुपात के रूप में उच्चतम सीमा आवश्यक है।

59. राजकोषीय प्रबंधन के संबंध में सार्वजनिक व्यय की गुणवत्ता भी समान रूप से महत्वपूर्ण है। यदि सरकार उधार लेकर उस राशि को अनुत्पादक चालू व्यय पर खर्च करती है तो राजकोषीय वहनीयता और वृद्धि प्रभावित होगी। सरकार को चाहिए कि वह गुणवत्तापूर्ण माल और सार्वजनिक माल और विशेष रूप से मानव और सामाजिक पूंजी में सुधार करने और भौतिक बुनियादी सुविधाओं पर व्यय करे।

60. अत: इस चर्चा के बाद प्रश्न का उत्तर क्या है: क्या नयी त्रिविधा के लिए प्रयास करने से वृद्धि की हानि होती है? नहीं, ऐसा नहीं होता। किंतु कुछ बातें हो सकती हैं अत: सरकार को अपनी नीतियां ऐसी बनानी पड़ेंगी जिससे लाभ-लागत की स्थिति हमेशा अधिकतम रहे।

प्रश्न 4: अपारंपरिक नीतिगत उपायों की सीमाएं क्या है?

61. संकट की गंभीरता और विस्तार बढ़ने से विश्व भर के केंद्रीय बैंकों ने असाधारण रूप से नीतिगत बल के साथ कार्रवाई की, नीतिगत दरों को तेजी से कम करके शून्य के करीब लाया या शून्य ही कर दिया। किंतु इस बात को समझते हुए कि बाजारों में शांति और विश्वास की वापसी के लिए उक्त प्रयास पर्याप्त नहीं थे, उन्होंने पारंपरिक और अपारंपरिक दोनों प्रकार के उपाय किए और ताकि मात्रात्मक और ऋण की स्थिति में सुगमता आ सके।

62. अपारंपरिक उपायों का पहला दौर इस बात पर लक्षित था कि प्रणाली मेंरिपो विंडो के माध्यम से या बांडों के तत्काल क्रय से संपार्श्विक ऋण के माध्यम से चलनिधि उपलब्ध करायी जाए। चलनिधि प्रबंधन निसंदेह मौद्रिक नीति की मानक प्रक्रिया है। इसे अपारंपरिक बनाने वाली मुख्यत: दो बाते थीं। पहली परिचालन की मात्रा थी। मात्रा बहुत अधिक थी जिससे बाजार में चलनिधि की भरमार हो गयी जो सामान्य समय में अपेक्षित से बहुत अधिक थी।

63. चलनिधि की आपूर्ति को अपारंपरिक बनाने वाली दूसरी बात खुले बाजार के परिचालनों के तहत खरीदे गए बांडों के प्रकार के संबंध में मानकों को शिथिल करना था। इस संबंध में विभिन्न केंद्रीय बैंकों ने विनियमों को विभिन्न सीमाओं तक शिथिल किया। जहां बैंक ऑफ इंग्लैंड खजाने तक सीमित रहा वहीं फेड ने खजाने के अलावा संघीय रूप से समर्थित बंधक बांडों का क्रय किया। बैंक ऑफ जापान ने इससे भी आगे जाकर कंपनी बांड, वाणिज्यिक पत्र, विनिमय व्यापारित निधि और स्थावर संपदा निवेश न्यासों का भी क्रय किया।

64. अपारंपरिक उपायों का दूसरा दौर रिपो परिचालन और खुले बाजार के परिचालन से भी आगे निकल गया। बैंक ऑफ जापान ने बैंकों को लक्ष्यित ऋण प्रदान किया ताकि दीर्घकालिक निवेश बढ़ सके। फेड ने परिचालन मोड़ के साथ मात्रात्मक सुगमता के दो दौर लाए - अल्पावधि उपायों के बजाय संपूर्ण आय वक्र को प्रभावित करने के उपाय के तौर पर अल्पावधि खजाने की बिक्री के प्रति दीर्घकालिक खजानों का क्रय। पिछले सप्ताह इसने आगामी वर्षों के लिए अपेक्षित ब्याज दर पथ का प्रकाशन भी शुरू किया।

65. अब हम उभरती अर्थव्यवस्थाओं के केंद्रीय बैंकों पर आते हैं। उन्होंने भी अपारंपरिक उपायों का सहारा लिया था हालांकि उनकी नीतिगत दरें शून्य निम्नतम दायरे तक नहीं पहुंची थीं। उदाहरण के लिए रिज़र्व बैंक में संकट के शीर्ष के समय हमने सावधि रिपो विंडो परिचालित की थी ताकि बैंक पारस्परिक निधियों और बैंकेतर वित्तीय कंपनियों (एनबीएफसी) की चलनिधि अपेक्षा पूरी कर सकें। इस प्रयोजनार्थ हमने बैंकों के लिए उनकी निवल मांग और समय देयताओं (एनडीटीएल) के 1.5 प्रतिशत अंक तक का सांविदिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) निर्धारण शिथिल किया। एनबीएफसी के लिए बैंकों के एक्सपोजर पर पहले बढ़ाया गया जोखिम भार वापस लिया गया। पारस्परिक निधियों द्वारा धारित

सीडी की वापसी खरीद का वाणिज्य बैंकों पर लगाया गया प्रतिबंध हटा दिया गया। हमने बैंकों के लिए विदेशी मुद्रा स्वैप सुविधा भी शुरू की।

66. अपारंपरिक उपाय विवादास्पद रहे हैं। केंद्रीय बैंकों की यह सामान्य धारणा है कि उनके द्वारा लागू किए गए अपारंपरिक उपाय मौद्रिक नीतिगत साधनों का एक भाग हैं और इसके पीछे उद्देश्य यह है कि मौद्रिक संचरण में सुधार लाया जाए। उनके आलोचकों का तर्क है कि केंद्रीय बैंक अतिरिक्त बाध्यताओं से निपटने के लिए अपने दायित्व से आगे बढ़ गए हैं।

67. कुल मिलाकर,वैश्विक वित्तीय संकट और इस समय जारी यूरो क्षेत्र के संकट ने केंद्रीय बैंकों द्वारा सहारा लिए जाने वाले अपारंपरिक उपायों के संबंध में महत्वपूर्ण प्रश्न उठाए हैं - उनका दायरा, लक्ष्य और बाजार तक लक्ष्य को पहुंचाने का मार्ग। मुझे विश्वास है कि इस सम्मेलन में अगले दो दिनों में इस संबंध में अधिक व्यापक चर्चा होगी।

समापन

68. मैं ऊपर कही अपनी बात के सारांश के साथ अपनी बात समाप्त करूंगा। मैंने इस सम्मेलन के विषय का औचित्य स्पष्ट किया: 'मूल्य स्थिरता, वित्तीय स्थिरता और सरकारी ऋण की सुदृढ़ता: नयी त्रिविधा की नीतिगत चुनौतियां'। आगे मैंने स्पष्ट किया कि नयी त्रिविधा के तहत तीन चरण किस प्रकार एक-दूसरे से अंतर-संबंध रखते हैं। उसके बाद मैंने निम्नलिखित चार प्रश्न उठाए जिन पर नयी त्रिविधा के संदर्भ में केंद्रीय बैंकों को ध्यान देने की आश्यकता है:

(i) क्या हम मौद्रिक नीति में राजकोषीय प्रभुत्व की वापसी देख रहे हैं?

(ii) क्या नयी त्रिविधा केंद्रीय बैंकों की स्वायत्तता और दायित्व का ह्रास करेगी?

(iii) क्या नयी त्रिविधा संबंधी प्रयास वृद्धि को हानि पहुंचाएंगे?

(iv) अपारंपरिक नीतिगत उपायों की क्या सीमा है?

69. पुरानी और नयी त्रिविधा में कितनी समानता है? पुरानी त्रिविधा के अंतर्गत - असंभव त्रयी - देशों को तीन लक्ष्यों - नियत विनिमय दर, स्वतंत्र मौद्रिक नीति और मुक्त पूंजी प्रवाह में से एक को छोड़ना होता था। नयी त्रिविधा के अंतर्गत - पवित्र त्रयी - कोई भी देश लक्ष्यों में से एक को भी छोड़ने की बात नहीं सोच सकता क्योंकि इससे संबंधित सूचना अर्थव्यवस्था को तेजी से संतुलन से असंतुलन की ओर ले जा सकती है। वास्तविक मुद्दा लक्ष्यों के बीच पारस्परिक प्राथमिकताओं के प्रबंधन और इस प्रबंधन में केंद्रीय बैंक की भूमिका निर्धारित करने का है।

70. इस प्रकार, हम नयी त्रिविधा का सर्वोत्तम प्रबंधन किस प्रकार कर सकते है? इस संकट ने हमें व्यवहार से बहुमूल्य शिक्षा मिली है। हमने सिद्धांत से भी कुछ बातें छांटी हैं। आगे यह करना है कि इन्हें नयी त्रिविधा के एक संगत, कार्ययोग्य सिद्धांत में रखना है। मुझे आशा है कि यह सम्मेलन हमें इस लक्ष्य के करीब ले जाएगा।

71. एक अंतिम विचार जो कि पिछले सम्मेलन में मेरी कही हुई बात का विस्तार ही है। अपनी लोकप्रिय पुस्तक, 'दि असेंट ऑफ मनी' में नील फर्ग्यूसन कहते हैं कि कभी-कभी सर्वाधिक महत्वपूर्ण ऐतिहासिक घटनाएं कोई घटना न होना होती हैं: इस दृष्टि से महा मंदी दूसरे ग्रेट डिप्रेशन में नहीं बदली जैसा कि हमें भय था, इसे हम घटना न होना कह सकते हैं, भले ही इस मंदी की गहनता और अवधि चाहे जो रही हो। यदि यूरोप सरकारी ऋण संकट से उबर जाता है, जैसा कि हमें विश्वास है, तो यह भी एक घटना न होने का महत्वपूर्ण उदाहरण होगा। ये ऐसी घटनाएं हैं जो हुई ही नहीं किंतु इन्होंने केंद्रीय बैंक के दायित्व पर हमारी सोच में काफी परिवर्तन लाया है। इस विचार का आगे कितना प्रभाव पड़ेगा यह इस बात पर निर्भर करेगा कि केंद्रीय बैंक इस नयी त्रिविधा को कितनी मजबूती से अपनाते हैं।

संदर्भ

चांसलर, एडवर्ड (2011): 'जर्मनीज यूरोजोन ट्रिलिम्मा', *फिनान्शल टाइम्स,* 6 नवंबर 2011.

फर्ग्यूसन, नील (2009): 'कंजर्वेटिज्म एंड दि क्राइजीस: अ ट्रान्सअटलांटिक ट्रिलिम्मा', *सेंटर फॉर पॉलिसी स्टडीज रटनबर्ग लेक्चर,* 24 मार्च 2009.

रॉड्रिक, दानी (2007): 'दि इनएसकेपेबल ट्रिलिम्मा ऑफ दि वर्ल्ड इकोनोमी', 27 जून 2007, rodrik.typepad.com/dani_rodriks_weblog.

स्कोनमेकर, डर्क (2009): *'अ न्यू फिनान्शल स्टैबिलिटी फ्रेमवर्क फॉर यूरोप'*, दि फिनान्शल रेग्यूलेटर, वॉल.13(3)।

वोल्फ मार्टिन (2010): दि पोलिटिकल जीनियस ऑफ सप्लाई साइड इकोनोमिक्स, *फिनान्शल टाइम्स,* 25 जुलाई 2010.