

अपरंपरागत मौद्रिक नीति से फैलने वाले प्रभाव - उभरते बाजारों के लिए सबक्र*

क्रिस्टीन लैगार्डे

परिचय

देवियो और सज्जनो, नमस्कार !

गवर्नर राजन, इस बेहतरीन परिचय के लिए तथा विशिष्ट दर्शकगण के समक्ष संवाद के लिए मुझे आमंत्रित करने हेतु अपना धन्यवाद.

वस्तुतः, यह मेरे लिए सौभाग्य की बात है कि मैं अपने अनुभव साझा करने के लिए डॉ. राजन के साथ मंच पर उपस्थित हूँ, जो विश्व के अत्यधिक सम्मानित वित्तीय क्षेत्र के अर्थशास्त्री माने जाते हैं, अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष का सौभाग्य था कि वे उसके आर्थिक सलाहकार थे। डॉ. राजन, भारतीय रिजर्व बैंक में सितंबर 2013 में गवर्नर का कार्यभार ग्रहण कर लेने के बाद से अत्यधिक व्यस्त रहे हैं। वर्ष 2013 के मध्य में 'टेपर टैट्रम' प्रकरण के बाद जो बाजार में उथल-पुथल पैदा हुई थी उससे प्रभावित भारतीय अर्थव्यवस्था को वे बड़ी कुशलता से निकालकर एक सुरक्षित स्थान पर ले आए हैं - इसके बारे में मैं थोड़ी देर में बात करूंगी।

चूंकि भारतीय मौद्रिक नीति अच्छे हाथों में है, इसलिए मैं ऐसे विषय के बारे में बात करूंगी जो एक केंद्रीय बैंक के लिए प्रमुख रूप से चिंता का विषय बना हुआ है, जैसाकि आपके साथ अन्य उभरते बाजार के राष्ट्रों के लिए भी बना हुआ है। मेरा संदर्भ निश्चित रूप से बड़ी उन्नत अर्थव्यवस्थाओं द्वारा वैश्विक वित्तीय संकट के बाद अपरंपरागत रूप से मौद्रिक सहजता की नीति अपनाने की ओर है।

हम लोग वर्ष 2006 के बाद अब एक ऐसे बिंदु पर पहुंच रहे हैं, जब संयुक्त राज्य अमरीका इस वर्ष, बाद की अवधि में अल्पकालिक ब्याज दरों को बढ़ाएगा, क्योंकि यह पहला देश है जिसने अपनी मौद्रिक नीति को सामान्य बनाने की प्रक्रिया प्रारंभ कर दी है। यदि इस प्रक्रिया को अच्छी तरह संभाल भी लिया जाता है तो भी उससे वित्तीय

बाजार में होने वाले उतार-चढ़ाव से अत्यधिक अस्थिरता का जोखिम पैदा हो सकता है।

आइए हम मौद्रिक नीति से 'फैलने वाले प्रभाव' से उत्पन्न जोखिमों के बारे में आज बात करें - इसे हम 'स्पिलओवर' के नाम से जानते हैं - और उसके अत्यधिक प्रतिकूल प्रभाव को न्यूनतम बनाने के लिए क्या किया जा सकता है।

1. वैश्विक अर्थव्यवस्था की स्थिति और चुनौतियां

यह बेहतर होगा कि हम अपनी बात की शुरूआत मौजूदा वैश्विक घटनाओं के संदर्भ में करें और उन जोखिमों पर विचार करें जिसका सामना विश्व अर्थव्यवस्था अभी भी कर रही है।

विश्व में विकास की स्थिति अभी भी कमजोर और असमान है। तेल की कीमतें कम हो जाने से विश्व में विकास को तेजी मिलने के बावजूद हम यह उम्मीद कर रहे हैं कि विश्व की अर्थव्यवस्था इस वर्ष लगभग 3.5 प्रतिशत की दर से विकास करेगी और अगले वर्ष वह बढ़कर 3.7 प्रतिशत रहने की आशा है।

विभिन्न देशों और अलग-अलग क्षेत्रों में विकास का परिदृश्य काफी भिन्न है। **उन्नत अर्थव्यवस्थाओं** में, अमरीका तथा यूके में विकास की हालत बेहतर हो रही है और अगले कुछ समय में वह अपनी प्रवृत्ति से ऊपर के स्तर पर बनी रहेगी, लेकिन गतिविधियों में सुदृढ़ता धीरे-धीरे ही पैदा हो रही है।

इसके विपरीत, **यूरो क्षेत्र और जापान** में, घरेलू मांग, खासतौर से निजी क्षेत्र को दिए जाने वाले ऋण तथा निवेश में अभी भी पूरी तरह सुधार आना बाकी है।

उभरते बाजारों और विकासशील देशों में इस वर्ष विकास की दर 4.5 प्रतिशत से कम और अगले वर्ष थोड़ा अधिक रहने का अनुमान है, किंतु, यह दर विभिन्न देशों में काफी हद तक अलग-अलग रहेगी।

उभरते बाजारों में, **भारत** तेजी से चमक रहा है। इसमें कोई संदेह नहीं कि तेल की कीमतें कम होने से भारत को अप्रत्याशित फायदा हुआ है - उसी प्रकार से जिस तरह अन्य तेल आयात करने वाले देशों को हुआ है। सबसे महत्वपूर्ण बात यह है कि भारत को उसकी अच्छी नीतियों और नीतिगत घोषणाओं का लाभ मिल रहा है।

कल मेरी मुलाकात प्रधानमंत्री श्री मोदी और वित्तमंत्री श्री जेटली से हुई थी और उनसे मिलने के बाद मुझे यह यकीन हो गया है कि नई सरकार अपना ध्यान कुशलतापूर्वक एक अच्छे मैक्रो-आर्थिक प्रबंधन, साफ-सुथरी एवं सक्षम सरकार, तथा समावेशी विकास की ओर दे

* क्रिस्टीन लैगार्डे, आइएमएफ प्रबंध निदेशक का 17 मार्च, 2015 को भारतीय रिजर्व बैंक में संबोधन

रही है। इससे कारोबार के प्रति भरोसा बढ़ेगा तथा भारतीय समाज में सभी स्तर पर नई आशा पैदा होगी, और यह भरोसा हाल के जीडीपी आंकड़ों से पैदा हुआ है जिससे पता चलता है कि इस वर्ष और आने वाले वर्षों में आर्थिक कार्यकलापों की गति में सुदृढ़ता आएगी।

चुनौतियां

अभी भी विश्व-अर्थव्यवस्था के सामने अनेक चुनौतियां हैं, जिनमें से दो चुनौतियां खासतौर से भारत के लिए प्रासंगिक हैं।

पहली चुनौती हाल के दिनों में अमरीकी डालर का मजबूत होना रहा है जो अमरीकी अर्थव्यवस्था में अपेक्षाकृत सुदृढ़ सुधार होने से है तथा उन्नत अर्थव्यवस्था में मौद्रिक नीति के मार्ग में बदलाव होने से है। इससे उन राष्ट्रों की विनिमय दर पर दबाव पड़ गया है जिनके दरें डालर से जुड़ी हुई हैं लेकिन वे अभी भी अपने बाह्य कारोबार का काफी हिस्सा अन्य करेंसियों में करते हैं तथा उन सरकारों पर है जिन्होंने विदेशी करेंसी बड़ी मात्रा में उधार ली है।

अमरीकी डालर के मूल्य में वृद्धि का दबाव उन बैंकों, फर्मों एवं गृहस्थों के तुलनपत्रों पर भी पड़ रहा है जिन्होंने डालर में उधार लिए हैं किंतु, उनके पास आस्तियां या आमदनी अन्य करेंसियों में हैं। भारत का कार्पोरेट क्षेत्र, जिसने विदेशी करेंसी में काफी धन उधार लिया है वे इस प्रकार के प्रभाव के आदी नहीं हैं। कार्पोरेट क्षेत्र का ऋण काफी तेजी से बढ़ा है, पिछले 3 वर्षों में लगभग दुगुना होकर तकरीबन 120 बिलियन अमरीकी डालर हो गया है।

दूसरी चुनौती, जो मेरी टिप्पणी का मुख्य अंश है, वह अमरीकी में मौद्रिक नीति में पैदा होती हुई सामान्य स्थिति और उससे उभरते बाजारों पर पड़ने वाले प्रभाव की है। वित्तीय बाजार का जोखिम तथा पूंजी प्रवाह की अस्थिरता, साथ ही ब्याज-दर स्प्रेड में अचानक वृद्धि एक वास्तविक संभावना बन गई है क्योंकि अमरीकी ब्याज दरें बढ़ने लगी हैं।

आइये इस विषय को थोड़ा विस्तार से देखें।

2. अपरंपरागत मौद्रिक नीतियों से फैलने वाले प्रभाव - उभरते बाजारों के लिए सबक

अपरंपरागत मौद्रिक नीति - साथ ही भारी सरकारी ऋण की खरीद -2007 के वैश्विक वित्तीय संकट के बाद से उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में इनका इस्तेमाल नीतिगत निभाव के लिए किया जाता रहा है। इन नीतियों से फैलने वाले प्रभाव सकारात्मक एवं नकारात्मक दोनों थे।

अपरंपरागत मौद्रिक नीति ने संकट के प्रारंभिक चरण में वित्तीय बाजार को गिरने से रोकने में मदद की और बाद में उन्नत अर्थव्यवस्थाओं तथा अन्य राष्ट्रों के आर्थिक सुधार को सहायता प्रदान की। मैं इस बात से सहमत हूँ कि ये नीतियों 1930 में हुई वैश्विक मंदी जैसी हालत पैदा होने को रोकने के लिए आवश्यक थीं। इस संदर्भ में अपरंपरागत मौद्रिक नीतियों का विश्व-अर्थव्यवस्था पर सकारात्मक प्रभाव पड़ा था, और उनका भारत तथा अन्य उभरते बाजारों पर भी अच्छा प्रभाव हुआ था।

लेकिन, यह भी सही है कि इन नीतियों से विश्व के कुछ हिस्से में **जोखिम पैदा हो गए थे**। 2009 से 2012 के अंत तक उभरते बाजारों को कुल 4½ ट्रिलियन अमरीकी डालर का पूंजी प्रवाह प्राप्त हुआ था जो मोटे तौर पर पूरे विश्व के पूंजी प्रवाह का आधा था। ये प्रवाह भारत सहित बड़े देशों के समूह में केंद्रित हो गए थे, भारत को ही लगभग 470 बिलियन अमरीकी डालर का प्रवाह प्राप्त हुआ था।

इसके परिणामस्वरूप, बाण्ड और इक्विटी के मूल्यों में स्पर्धा पैदा हो गई थी और करेंसियां मजबूत होने लगी थीं। अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष के स्टाफ के हाल के कार्यों से पता चलता है कि विस्तारकारी अपरंपरागत मौद्रिक नीतियों से उभरते बाजार की अर्थव्यवस्थाओं में आस्तियों के मूल्यों एवं पूंजी प्रवाह पर प्रभाव पूर्व की परंपरागत नीतियों से पड़ने वाले प्रभाव से कहीं ज्यादा था।

इसमें खतरा इस बात का है कि अत्यधिक निभावकारी मौद्रिक नीति अपनाए जाने की अवधि के दौरान जो प्रभावकारी स्थिति बन जाती है वह अचानक तब फैलने लगती है जब इस प्रकार की नीति को उलट दिया जाता है और बाजार में भारी अस्थिरता पैदा हो जाती है।

हमने इसका मजा मई और जून 2013 में 'टेपर टैटम' प्रकरण के दौरान चखा है, जब अधिकांश उभरते बाजार की अर्थव्यवस्थाओं में से अंधाधुंध तरीके से पूंजी बाहर चली गई, भारत भी इससे प्रभावित हुआ था।

मुझे भय है कि यह केवल एक बार घटित होने वाला प्रकरण नहीं है। ऐसा इसलिए, क्योंकि ब्याज-दर हटा लेने का समय तथा बाद में दर में वृद्धि की जो गति है वह बाजार को चौंका सकता है।

जैसे-जैसे कुछ उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में आर्थिक स्थिति में सुधार आएगा, उभरते बाजारों में पोर्टफोलियो को पुनः संतुलित किया जाएगा, उस समय थोड़ी-बहुत अस्थिरता से इनकार नहीं किया जा सकता। उभरते बाजारों के लिए जरूरी है कि वे इस अनिश्चितता से निपटने के लिए स्वयं को तैयार रखें।

अंतरराष्ट्रीय समुदाय और उभरते बाजारों के लिए सबक

हमने 'टेपर टैट्रम' प्रकरण से पहले ही कई महत्वपूर्ण सबक हासिल किए हैं जिनके बारे में मैं आपको बताना चाहती हूँ।

पहली और सबसे जरूरी बात यह है कि ऐसी स्थिति में उन्नत अर्थव्यवस्थाएं मदद कर सकती हैं। नीति के इरादों का स्पष्ट एवं कारगर संप्रेषण बाजार में पैदा होने वाली बहुत बड़ी अस्थिरता के जोखिम को कम कर सकता है। जहां ऐसा कर पाना बहुत ही मुश्किल काम है, वहीं मेरा यह भी मानना है कि अंतरराष्ट्रीय स्तर पर नीतिगत सहयोग की काफी संभावनाएं हैं जिससे उससे होने वाले नकारात्मक प्रभाव को न्यूनतम किया जा सकता है।

दूसरी बात यह है कि उभरते बाजार स्वयं को पहले से अच्छी तरह तैयार रखें। हमारे अनुसंधान से पता चलता है कि जिन उभरते बाजारों ने 'टेपर टैट्रम' से पहले आर्थिक प्रभाव से निपटने का समाधान कर लिया था वे बाजार की अस्थिरता प्रकरण के दौरान अच्छी तरह चलते रहे।

विशेषतया, उच्च जीडीपी वृद्धि, सुदृढ़ बाह्य चालू खाता स्थिति, न्यूनतम मुद्रास्फीति दर, और वित्तीय बाजार में अधिक चलनिधि बनाए रखने से बाजार की अस्थिरता को संभाले रखने में मदद मिली थी। इस प्रकार से भारत में प्रारंभ किया गया सुधार सही दिशा में, समय पर किया जा रहा है, लेकिन उसका अनुवर्तन अधिक तेजी से होना चाहिए।

तीसरी बात, यदि बाजार में अस्थिरता उत्पन्न हो जाती है तो केंद्रीय बैंक को उसके प्रति प्रतिक्रिया के लिए तैयार रहना चाहिए। अस्थायी रूप से - लेकिन आक्रामक तरीके से - घरेलू स्तर पर कतिपय क्षेत्रों या बाजारों को चलनिधि की मदद मिलनी चाहिए, साथ ही विदेशी मुद्रा बाजार में लक्ष्य के अनुसार हस्तक्षेप किया जाना चाहिए। इसके अलावा, बाजार जब दबाव में हों तो उस समय विदेशी मुद्रा की चलनिधि की आवश्यक उपलब्धता के लिए बहुराष्ट्रीय विदेशी करेंसी विनिमय की सुविधा सहायक सिद्ध हुई है।

ऐसे उदाहरण कम हैं जहां अच्छे सिद्धांत तथा निर्णायक एवं तीव्र नीतिगत प्रतिक्रियाओं ने राष्ट्रों को बाजार की अस्थिरता कम करने एवं उनका सामना करने में मदद की हो। जरा कोरिया के बारे में विचार करें, उसने अपने उपायों के माध्यम से उसके वित्तीय क्षेत्र की समुत्थान-शक्ति को इतना बढ़ा लिया था जिससे बैंक का अल्पकालिक बाह्य ऋण 2008 और 2013 बीच आधे से 27 प्रतिशत तक घटा लिया था। अन्य देशों में जैसे ब्राजील, उरुगवे और इंडोनेशिया ने

अल्पकालिक अंतर्वाह को रोकने के लिए किसी न किसी प्रकार के पूंजी प्रवाह प्रबंधन के उपाय किए थे और इस प्रकार जोखिम का ढेर लग जाने की स्थिति को कम कर लिया था। पेरू में अत्यधिक अस्थिरता को रोकने के लिए विदेशी मुद्रा बाजार में, यद्यपि अस्थायी रूप से, सीधे ही हस्तक्षेप किया गया था।

यहां भारत में भी भारतीय रिजर्व बैंक ने टेपर टैट्रम प्रकरण के दौरान और बाद में निर्णयात्मक कार्रवाई की थी। इसने महत्वपूर्ण क्षेत्रों को विदेश मुद्रा चलनिधि उपलब्ध कराई और रुपए का अवमूल्यन होने दिया, और विदेशी मुद्रा में न्याय संगत तरीके से हस्तक्षेप किया तथा रूपये के विनाशकारी उतार-चढ़ाव को न्यूनतम बनाए रखा। भारतीय रिजर्व बैंक ने स्वर्ण के बढ़ते आयात को नियंत्रित किया, तेजी से अपने चालू खाता घाटा को कम किया तथा विदेशी मुद्रा के भंडार को पुनः बढ़ाना शुरू कर दिया।

मुझे यह कहते हुए बहुत खुशी हो रही है कि बहुत कम समय में अपनी घरेलू एवं बाह्य रूप से प्रभावित होने की स्थिति को कई अन्य उभरती अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में सफलतापूर्वक नियंत्रित कर लिया है।

क्या इसका तात्पर्य यह है कि कार्य हो चुका है? आपको यह सुनकर आश्चर्य होगा कि मेरा उत्तर इसके लिए 'हां' है।

3. वित्तीय विकास पर पुनर्विचार

वस्तुतः, अभी काफी कार्य किया जाना शेष है। अत्यधिक आर्थिक संकट की स्थिति से निपटने के लिए अल्पकालिक नीतिगत प्रतिक्रिया देने के अलावा यह भी उतना ही महत्वपूर्ण है कि **एक सुरक्षित और समावेशी वित्तीय प्रणाली बनाए रखना जारी रखा जाए** - जो विकास के बड़े आधार को अच्छे समय में सहायता प्रदान करेगी और बुरे दिनों में प्रभावी बफर उपलब्ध कराएगी जिससे वित्तीय स्थिरता बनाए रखी जा सकेगी।

लेकिन सवाल यह है कि वित्तीय विकास को किस सीमा तक और किस गति से बनाए रखा जाए। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के अनुभव बताते हैं कि वित्तीय प्रणाली का आकार जरूरत से ज्यादा बड़ा हो जाने पर खतरा पैदा हो सकता है।

आइएमएफ के अर्थशास्त्रियों ने वित्तीय विकास पर पुनर्विचार तथा उभरते बाजारों में उनकी स्थिरता तथा विकास पर पड़ने वाले उसके प्रभावों के विषय पर अध्ययन किया है। यह कार्य अभी पूरा होना बाकी है और शीघ्र ही उसे अगले महीनों में प्रकाशित किया जाएगा। अब मैं कुछ प्रोत्साहन प्रदान करने वाले निष्कर्षों पर बात करूंगी।

पहला, अनेक उभरते बाजारों में अभी भी और अधिक वित्तीय विकास के फायदे उठाए जाने शेष हैं। भारत सहित, वित्तीय विकास से मेरा आशय है संस्थाओं तथा बाजारों में अधिक गहनता तथा कुशलता लाना ताकि सभी नागरिकों को बैंकों की सेवाओं एवं लिखतों की अधिक से अधिक उपलब्धता हो सके।

भारतीय रिजर्व बैंक ने कई उत्साहवर्धक कदम उठाए हैं। भारत के सरकारी क्षेत्र के बैंकों के साथ निजी क्षेत्र की बढ़ती भूमिका की अनुमति देने से बैंकिंग क्षेत्र की कुशलता में निःसंदेह असाधारण वृद्धि होगी। प्रधानमंत्री श्री मोदी की जन धन योजना जैसी महत्वाकांक्षी योजना के माध्यम से समस्त आबादी को औपचारिक वित्तीय सेवा उपलब्ध कराने हेतु उसे विस्तार देने की प्रतिबद्धता अत्यधिक प्रभावशाली है, और उसके परिणाम भी कुछ ही महीनों में देखने को मिल गए।

आईएमएफ द्वारा किए गए अध्ययन का दूसरा और संबंधित निष्कर्ष यह है कि जब बात वित्तीय गहनता की होती है, तब गति की सीमा का सवाल पैदा होता है ! यदि यह बहुत तीव्र हो गई तो वित्तीय संस्थाओं की गहनता आर्थिक और वित्तीय दोनों प्रकार की अत्यधिक अस्थिरता पैदा कर सकती है। यह स्थिति अधिक जोखिम उठाने तथा अधिक लीवरेज को प्रोत्साहित करती है, खासतौर से जब उनका विनियमन और पर्यवेक्षण कमजोर हो।

ऐसी स्थिति में बेहतर संस्थाएं विकसित करने तथा अच्छा विनियामकीय ढांचा बनाना फायदेमंद रहेगा।

हाल में भारत का अच्छी प्रथाओं को प्रोत्साहित करने का रिकॉर्ड सकारात्मक रहा है। इसने सरकारी क्षेत्र के बैंकों में अशोध्य ऋणों की समस्या का समाधान करने में प्रगति की है, और बैंकों, बीमा तथा प्रतिभूति बाजार के लिए एक सुदृढ़ विनियामकीय एवं पर्यवेक्षीय प्रणाली विकसित की है।

यहां पर सर्वोत्तम अंतरराष्ट्रीय प्रथाओं को अपनाया जाता है। उदाहरण के लिए, भारत बासेल III मानकों को लागू करने में कई देशों से काफी आगे है। सरकार द्वारा हाल में नई भारतीय वित्तीय संहिता के संबंध में कानून लाने की घोषणा एक क्रांतिकारी कदम है जिससे

अपरंपरागत मौद्रिक नीति से फैलने वाले प्रभाव - उभरते बाजारों के लिए सबक

भारत का विनियामकीय ढांचा आसान बनेगा तथा वह अधिक सक्रिय हो जाएगा।

आईएमएफ के अध्ययन का तीसरा निष्कर्ष वित्तीय विनियमन में समन्वयन की संभाव्यता से संबंधित है। इस संबंध में एक मत यह है कि वित्तीय स्थिरता की सुरक्षा के लिए कठोर एवं ज़्यादा विनियमन वित्तीय विकास को नुकसान पहुंचा सकते हैं।

आईएमएफ का अध्ययन इसके प्रति एक नया दृष्टिकोण प्रदान करता है। इस अध्ययन में यह पाया गया है कि भारी संख्या में विनियामकीय सिद्धांतों के बीच सिद्धांतों का एक छोटा सा उप-समूह होता है जो वास्तव में वित्तीय विकास एवं वित्तीय स्थिरता के लिए महत्वपूर्ण होता है। इसके कुछ उदाहरण इस प्रकार हैं - पूंजी बफर, अनर्जक ऋण, वित्तीय प्रकटीकरण और क्षतिपूर्ति से संबंधित विनियमन। और सिद्धांतों के ये उप-समूह अनिवार्य रूप से दोनों के लिए समान हैं।

दूसरे शब्दों में, वित्तीय स्थिरता के प्रोत्साहन तथा वित्तीय विकास दोनों के बीच बहुत कम या यूँ कहें कि कोई भी संघर्ष नहीं है, बशर्ते कि आप उनपर फोकस करने के लिए सही विनियमन का चयन करें।

इन्हीं शब्दों के साथ मैं अपनी बात समाप्त करना चाहती हूँ।

4. निष्कर्ष

मैं भारत में जहां भी जाती हूँ वहां की गतिमान स्थिति को देखकर पुलकित हूँ। मुझे गली-कूचे में छोटे सामान बेचने वाले की आंखों में एक उम्मीद नज़र आती है। नवयुवकों की आंखों में एक सपना दिखाई देता है, और यहां पर ऐसे नवयुवकों की संख्या काफी बड़ी है। इस सबसे अलग मैं एक परिवर्तन देख रही हूँ, ऐसा परिवर्तन जो बेहतरी के लिए है।

समूचा विश्व भारत की ओर देख रहा है जो ऊंचे, वहनीय तथा समावेशी विकास के पथ पर आगे बढ़ रहा है।

धन्यवाद।