

प्रतिस्पर्धात्मक मौद्रिक सहजता : क्या कल दोहराया जाएगा ?*

रघुराम जी. राजन

सुप्रभात ! जहां पूरा विश्व बहुत बड़े वित्तीय संकट के बाद अपने पैरों पर खड़े होने की कोशिश कर रहा है, वहीं मैं आपका ध्यान ऐसे क्षेत्र की ओर ले जाना चाहता हूँ जो हमारी चिंता का विषय बना हुआ है, वह है इस परस्पर जुड़े हुए विश्व में मौद्रिक नीति का संचालन। मौजूदा हालात की एक अच्छी बात यह है कि अपरंपरागत नीतियों के माध्यम से अत्यधिक मौद्रिक सहजता बनी हुई है। ऐसे संसार में जहां कर्ज का बोझ बना हुआ है और संरचनागत परिवर्तन की आवश्यकता ने घरेलू मांग पर दबाव बना रखा है, इस प्रकार की नीतियों का अच्छा-खासा प्रभाव सीमा-पार तक जाता है, कई बार कमजोर विनिमय दर के माध्यम से भी जाता है। अधिक चिंता की बात यह है कि इसकी प्रतिक्रिया भी होती है। इस प्रकार की प्रतिस्पर्धात्मक सहजता साथ-साथ और क्रमानुसार होती है, जिसपर मैं चर्चा करूंगा, और उन्नत तथा उभरती हुई दोनों अर्थव्यवस्थाएं उसी कार्य में लगी रहती हैं। विश्व में सकल मांग जितनी होनी चाहिए उससे कहीं कमजोर और बिखरी हुई हो सकती है। स्थिर और वहनीय विकास सुनिश्चित करने के लिए इस खेल के अंतर्राष्ट्रीय नियमों पर पुनः नजर डालनी होगी जिसे उन्नत एवं उभरती हुई दोनों अर्थव्यवस्थाओं को अपने अनुकूल बनाना होगा, वरना मुझे डर है कि हम एक थका देने वाले चक्र की ओर बढ़ जाएंगे।

केंद्रीय बैंकर आमतौर पर अपनी चिंताओं को सार्वजनिक नहीं करते हैं। लेकिन जिन परिवर्तनों की जरूरत है उनमें राजनीतिक तत्व शामिल हैं, इसलिए मैं दो केंद्रीय बैंकों के संभाषणों से प्रेरणा ले रहा हूँ, जिनका मैं बहुत सम्मान करता हूँ, बेन बर्नानके का वर्ष 2005 में 'वैश्विक बचत आधिक्य' पर भाषण और जेमे करुआना का वर्ष 2012 में जैकसन हॉल में दिया गया भाषण, जिनमें इन दोनों ने वहीं

* डॉ. रघुराम राजन द्वारा ब्रूकिंग इन्स्टीट्यूशन में 10 अप्रैल, 2014 को की गई टिप्पणी। ये मेरे व्यक्तिगत विचार हैं। मैं जोशुआ फेलमैन, प्राची मिश्रा, जोनाथन ओस्ट्री, माइकल पात्रा, ईश्वर प्रसाद और तारमन शानमुघरत्नम के अभिमत के प्रति आभार प्रकट करता हूँ।

चिंताएं व्यक्त की थीं जो इस समय मैं कर रहा हूँ, अंतर सिर्फ इतना था कि उनके सरोकार अलग थे।

अपनी बात रखने से पहले मैं पारदर्शिता के इस युग में अपने सरोकारों को समाने रखना चाहता हूँ। पिछले कुछ महीनों में भारत में पूंजी बहुत अधिक आई है, बाहर नहीं गई है और बाजारों ने इसे उभरती अर्थव्यवस्था के रूप में देखा है और जिसकी वजह से कुछ आवश्यक नीतिगत समायोजन¹ करने पड़े थे। हमारे पास काफी विदेशी मुद्रा भंडार मौजूद है, हालांकि कोई भी देश अंतरराष्ट्रीय व्यवस्था से अलग होकर नहीं रह सकता है। मेरी यह इच्छा है कि एक स्थिर अंतरराष्ट्रीय प्रणाली हो, ऐसी प्रणाली जो गरीब और अमीर, बड़े और छोटे सभी के लिए समान रूप से कार्य करे, न कि हमारी खास-खास परिस्थितियों के लिए कार्य करे।

अपरंपरागत नीति

मैं अपरंपरागत मौद्रिक नीतियों पर ध्यान केंद्रित करना चाहूंगा, जिनके द्वारा मेरे कहने का आशय यह है कि दोनों नीतियां जो ब्याज दरों को लगभग शून्य के आसपास लम्बे समय तक रोके रखती हैं, तथा तुलनपत्र की नीतियां जैसे मात्रागत सहजता अथवा विनिमयगत हस्तक्षेप, जिसमें कतिपय बाजार मूल्यों को प्रभावित करने के लिए केंद्रीय बैंक के तुलनपत्र में बदलाव करना पड़ता है।² इसमें प्रमुख बिंदु जिसपर मैं अपनी बात के दौरान जोर देना चाहूंगा वह यह है कि मात्रागत सहजता और लगातार विनिमयगत हस्तक्षेप आर्थिक समरूपता की श्रेणी में आते हैं, भले ही वे जिन चैनलों के माध्यम से कार्य कर रहे हों वो भिन्न हों। हमारा रवैया उनसे होने वाले प्रभावों के आकार को ध्यान में रखकर बदलना चाहिए न कि किसी भी प्रकार के हस्तक्षेप की सहजात वैधता से प्रेरित होना चाहिए।

मेरा यह भी मानना है कि अपरंपरागत नीतियों की भी भूमिका है - जब बाजार खंडित हो जाते हैं अथवा काफी हद तक निष्क्रिय होने लगते हैं तब ऐसी स्थिति में केंद्रीय बैंक को नये तरीके से सोचना पड़ता है। सौभाग्य से, लेहमैन के पतन के तुरंत बाद विश्व ने जो कुछ किया वह बिल्कुल सही था, किंतु वे इसके प्रति ऐसी प्रतिक्रिया कर रहे थे जैसे वे किसी अत्यधिक अनिश्चितता की हालत में चले गए हों। उन्होंने नये कार्यक्रमों जैसे - टीएएलएफ, टीएएफ, टीएआरपी,

¹ देखें मिश्रा और अन्य (2014)

² तुलनपत्र नीतियों का अतिउत्तम पूर्व व्यापक वर्गीकरण और मूल्यांकन, देखें बेरियो और डिसयटाट (2009)

एसएमपी और एलटीआरओ के माध्यम से चलनिधि की पहुंच को आसान बना दिया। दीर्घकाल के लिए उधार देना, एवं उसके लिए प्राप्त संपार्श्विक जमानत के बारे में ढेर सारे सवाल किए बिना, सामान्य सीमा से अधिक परिसंपत्तियों की खरीद करके तथा बाजारों की स्थिति सुधारने पर ध्यान केंद्रित करते हुए उन्होंने विश्व की वित्तीय प्रणाली में चलनिधि को बनाए रखा है अन्यथा वह प्रचलित बाजार परिसंपत्ति मूल्यों के आधार पर दिवालिया हो गई होती। इस मामले में, केंद्रीय बैंक निश्चित रूप से नायक रहे हैं।³

मुख्य सवाल यह है कि इन नीतियों को बाजारों को सुधारने के बाद लम्बे समय तक लागू रखे जाने का नतीजा क्या हुआ - ऐसा करने के कुछ फायदे हुए हैं यह बहुत अस्पष्ट है। इस संबंध में मैं 4 चिंताओं के बारे में बताना चाहूंगा :

1. एक बार संकट समाप्त हो जाने के बाद क्या अपरंपरागत मौद्रिक नीति अपनाया उपयुक्त उपकरण है? क्या यह व्यवहार और कार्यकलापों को खंडित करती है ताकि वह सुधार के मार्ग को अवरुद्ध कर दे। क्या निभावकारी मौद्रिक नीति वह रास्ता है जो संकट को रोक लेती है जिसका आंशिक कारण अत्यधिक नीतिगत लापरवाही रही है?
2. क्या इन नीतियों को अपनाने से समय मिल जाता है या फिर यह माना जाता है कि केंद्रीय बैंक अन्य अधिक उपयुक्त नीतियों को कार्यान्वित न करने की जिम्मेदारी लेता है? यदि इसे दूसरी तरह से यूँ कहें कि जब केंद्रीय बैंक, झिझकते हुए यह कहता है कि शहर में केवल वही खेल बने हुए हैं तो क्या केवल वही शहर में खेल बन जाते हैं?
3. क्या अपरंपरागत नीतियों से बाहर निकलना आसान होगा?
4. इस प्रकार की नीतियों से फैलने वाले प्रभाव अन्य देशों पर किस प्रकार पड़ेंगे ?

चूंकि, मैंने अपने पूर्व भाषण में पहली दो चिंताओं पर विस्तार से बात की है, इसलिए मैं अंत की दो चिंताओं पर ध्यान केंद्रित करूंगा।⁴

³ मैं उस समय बंधुत्व का सदस्य नहीं था, इसलिए प्रशंसा करने में मुझे कोई झिझक नहीं है।

⁴ 'अंधेरे में एक कदम - संकट के बाद अपरंपरागत नीति', रघुराम राजन का अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक में 23 जून 2013 को एंड्रू क्रैकेट स्मारक व्याख्यान

निर्गमन

औद्योगिक राष्ट्रों में दीर्घकालीन अपरंपरागत नीति के पक्ष में मैक्रो आर्थिक तर्क यह है कि इससे लागत कम लगती है, बशर्ते कि मुद्रास्फीति की दर शांत रहे। इसलिए इसे अपनाया फायदेमंद होगा, भले ही उसके लाभ अनिश्चित हों। लेकिन, अनेक अर्थशास्त्रियों ने वित्तीय क्षेत्र के जोखिमों के बारे में चिंता प्रकट की है जो लम्बे समय तक अपरंपरागत नीति के उपयोग से पैदा हो जाएंगे।⁵ इस नीति से बाहर निकलने पर भी परिसंपत्तियों के मूल्य पुराने स्तर पर नहीं आएंगे, बल्कि वे और अधिक नीचे की ओर जाएंगे और नीति से बाहर निकलने से संपार्श्विक को भारी क्षति पहुंच सकती है।

एक कारण यह है कि वित्तीय क्षेत्र और उधारकर्ताओं दोनों में लीवरेज बढ़ सकता है क्योंकि नीति निभावकारी बनी रहेगी।⁶ इसका एक चैनल ऐसा है कि परिसंपत्ति चलनिधि में तेजी से उधारदाता यह विश्वास करने लगेंगे कि परिसंपत्ति की बिक्री, ऋण की वसूली को सहारा प्रदान करेगी जिससे वे ऋण को उसके मूल्य अनुपातों तक बढ़ा देंगे। जब चलनिधि की स्थिति तंग होती है तब यद्यपि बहुत से उधारदाता परिसंपत्ति की बिक्री पर भरोसा करते हैं, परिसंपत्ति के मूल्य और ऋण की वसूली घट जाती है। क्योंकि उधारदाता 'बेतहाशा बिक्री' मूल्य पर उनके उधार देने के प्रभाव की ओर ध्यान नहीं देते हैं और बाद में दूसरों के उधार देने पर, उन्हें इस बात का अत्यधिक फायदा होता है कि वे लीवरेज का निर्माण कर सकें।⁷ यदि उधारदाता प्रत्यक्ष परियोजना का मूल्यांकन करने और समुचित सावधानी बरतने के बजाय काफी समय तक वसूली के लिए परिसंपत्ति की बिक्री पर निर्भर रहता है, तो ये प्रभाव और भी तीव्र हो सकते हैं। एक अन्य संभावित चैनल यह है कि बैंक स्वयं अधिक लीवरेज वाले बन जाएं, अथवा उसी के समान कम चलनिधि वाला तुलनपत्र हासिल कर लें, यदि केंद्रीय बैंक इस बात का संकेत दे कि जब कठिन समय आएगा

⁵ देखें बोरियो (2014), बोरियो और डिसयाटैर (2009), स्टीन (2013), वैकल्पिक विचार के लिए देखें चोडोरो - रीक (2014)। चोडोरो-रीक के मूल्यांकन के बारे में एक प्रश्न यह है कि मात्रागत सहजता, कमोबेश, जोखिम उठाने को प्रेरित नहीं करती है क्योंकि वह प्रभाव के अनुमान के लिए बाजार मूल्यों का उपयोग करता है, हालांकि इन मूल्यों को जोखिम उठाकर तोड़ा जा सकता है।

⁶ साक्ष्य हेतु देखें उदाहरणार्थ बेकर और इवाशीना (2013), ब्रूनो और शीन (294, ए, बी), वोनिडुओ, ओनजेना और पेयड्रो (2009), मेडालोनी और पेयड्रो (2010)।

⁷ जेरेमी स्टेन (2012)। वित्तीय स्थिरता विनियमन के रूप में मौद्रिक नीति। तिमाही जर्नल ऑफ इकॉनॉमिक्स 127, सं.1, 1 :57-95

तो क्योंकि बेरोजगारी बहुत अधिक हो जाएगी इसलिए वह लगातार बाजार में हस्तक्षेप करता रहेगा।⁸

लीवरेज इस बात का एक मात्र कारण नहीं होना चाहिए कि लम्बे अरसे तक अपरंपरागत नीति अपनाने के बाद उसे छोड़ने से स्थिति अस्थिर हो जाएगी। निवेश प्रबंधकों को इस बात का भय हो सकता है कि उनका कार्यनिष्पादन अन्य की तुलना में कम रहेगा। इसका आशय यह हुआ कि जोखिम वाली परिसंपत्ति तभी धारित रखेंगे जब उसपर जोखिम प्रीमियम (सुरक्षित परिसंपत्ति पर) का वादा हो जो उन्हें आश्वस्त करेगा कि यदि वे उसे धारित रखेंगे तो भी उसका निष्पादन कम नहीं होगा।⁹ सुरक्षित परिसंपत्ति पर थोड़ा हलके दर्जे का प्रतिलाभ इस बात को आसान बनाता है कि जोखिम वाली परिसंपत्ति अपेक्षित जोखिम प्रीमियम को पूरा कर सके और वस्तुतः निवेश प्रबंधकों को उसे खरीदने के लिए प्रेरित करती है - आगे का मार्गदर्शन 'कम प्रतिलाभ लम्बे समय के लिए' जितना बेहतर होगा उतना ही अधिक जोखिम उठाया जा सकेगा। लेकिन, चूंकि निवेश प्रबंधकों की जोखिम परिसंपत्तियों में भीड़ सी जमा हो गई है, इसलिए जोखिम परिसंपत्तियों का मूल्य बहुत अच्छी तरह से तय किया जाता है ताकि यदि ब्याज दर वातावरण में बदलाव आये तो इसकी संभावित बेतहाशा बिक्री बड़े। प्रत्येक प्रबंधक जोखिम परिसंपत्ति को उसी क्षण बेच देता है ताकि कोई यह न कह सके कि वह उस परिसंपत्ति को अपने पास रखने वाला आखिरी व्यक्ति था।

इस प्रकार से लीवरेज और निवेशकों की भीड़ निर्गमन के परिणामों को गंभीर बना सकते हैं। जब मौद्रिक नीति अत्यधिक निभावकारी हो तो विवेकपूर्ण विनियमन, चाहे माइक्रो हो या मैक्रो, शायद पर्याप्त रूप से सुरक्षात्मक नहीं है। इस संबंध में अंशतः जैसाकि फेड गवर्नर स्टीन संक्षिप्त में ये कहते हैं कि, क्योंकि मौद्रिक नीति वित्तीय प्रणाली के अविनियमित हिस्से सहित "प्रत्येक दरार में प्रवेश कर जाती है।"¹⁰ अंशतः, अत्यधिक निभावकारी मौद्रिक नीति प्रोत्साहन को बड़े शक्तिशाली ढंग से खंडित करती है जिसके परिणाम केवल उस तथ्य के घटित हो जाने के बाद ही मालूम पड़ते हैं। नीति से बाहर निकलने का प्रभाव न केवल घरेलू स्तर पर बल्कि अंतरराष्ट्रीय स्तर पर भी महसूस किया जा सकता है।

⁸ देखें डायमंड और राजन (2012), फारही और तिरोल (2012) और आचार्य, पगानो तथा वालपिन (2013)। समस्या और बढ़ जाएगी यदि बेरोजगारी की समस्या के कारक वित्तीय चक्र की तुलना में किसी अलग चक्र में एवं अलग गति से आगे बढ़ रहे हैं।

⁹ ब्यौरे के लिए देखें फेरौली, कश्यप, शोयेनहाल्ट्ज और शीन (2014)।

¹⁰ देखें स्टीन (2013)

फैलने वाले प्रभाव (स्पिलओवर)

शायद जोखिम उठाने के बढ़ते हुए प्रभाव इस परस्पर जुड़े हुए संसार में सबसे अधिक सीमा से जुड़े देशों पर पड़ते हैं। जब बड़े देशों में मौद्रिक नीति अत्यधिक और अपरंपरागत रूप से निभावकारी होती है तो पूंजी का प्रवाह प्राप्तकर्ता राष्ट्र की ओर होता है और जो स्थानीय लीवरेज को बढ़ा देता है, यह केवल सीमा-पार बैंकिंग प्रवाहों का प्रत्यक्ष प्रभाव मात्र नहीं है बल्कि परोक्ष प्रभाव भी है क्योंकि बढ़ती विनिमय दर और परिसंपत्तियों के बढ़ते मूल्य खासतौर से भू-संपदा को यह एहसास दिलाते हैं कि उधार लेने वालों के पास वास्तव में जितनी इक्विटी है वे उससे कहीं अधिक रखते हैं।¹¹

इन परिस्थितियों में प्राप्तकर्ता राष्ट्र में कभी-कभी विनिमय दर की लोच समतुल्यता लाने के बजाय तेजी को बढ़ा देती है। वस्तुतः, मई 2013 में फेड की टेपरिंग की चर्चा प्रारंभ होने के बाद उभरते बाजारों में आई अस्थिरता के हाल के एपिसोड में, जिन देशों ने मात्रागत सहजता की अवधि के पहले वास्तविक विनिमय दर को काफी बढ़ने दिया, उनकी वित्तीय स्थिति पर उसका बहुत प्रतिकूल प्रभाव झेलना पड़ा।¹² ऐसे देश जिन्होंने वित्तीय क्षेत्र के उदारीकरण के लिए पाठ्यपुस्तक की नीतियों को अपनाया, वे आने वाले प्रवाह के प्रति आदी नहीं हैं - सच तो यह है कि उनके गहन बाजार और अधिक प्रवाह हासिल कर सकते हैं और चलनिधि के ये बाजार, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में स्थिति बदलने पर, उस स्थान पर उपलब्ध रहेंगे जहां बिक्री हो रही होगी।¹³

मैक्रो-विवेकपूर्ण उपायों का आने वाले प्रवाहों की भरमार के प्रति बहुत कम कर्षण होता है - स्पेन में प्रतिचक्रिय प्रावधान होने के बावजूद आवास में तेजी थी। प्राप्तकर्ता राष्ट्र को निःसंदेह समायोजित करना चाहिए, किंतु ऋण और प्रवाह उसकी मात्रा तथा समायोजन के लिए वांछित समय को अवगुंठित करते हैं। उदाहरण के लिए, नये मकानों पर संपत्ति कर, नई बिक्री पर बिक्री कर, वित्तीय परिसंपत्ति की बिक्री पर पूंजीगत लाभ, और अधिक

¹¹ उदाहरण के लिए देखें ब्रूनो और शीन (2014 ए.बी.), कालवो, लीडरमैन और रेनहार्ट (1996), आब्सटफील्ड (2012), रेय (2013) और शुलारिक और टेलर (2012)।

¹² देखें आइशेनग्रीन और गुप्ता (2013) और मिश्रा, मोरियामा, एन.डीयाये और न्यूयेन (2014)।

¹³ देखें प्रसाद (2014 पृ.198) और आइशेनग्रीन और गुप्ता (2013)।

समृद्ध वित्तीय क्षेत्र पर आयकर के रूप में अत्यधिक वसूली से यह पता चलता है कि देश का वित्तीय घराना सही अवस्था में है और यहां तक कि सरकारी ऋण पर न्यून जोखिम का प्रीमियम भी उक्त इत्मीनान को बढ़ाता है। साथ ही, सांकेतिक विनिमय दर में वृद्धि भी मुद्रास्फीति को कम बनाए रखती है।

कुछ ऐसे उभरते बाजारों में जहां नीति के प्रति प्रतिबद्धता कमजोर होती है और जो सार्वजनिक नीति की मांग को मान लेने के लिए ज्यादा इच्छुक होते हैं, वहां संरचनागत से चक्रीय की पहचान कर पाने की कठिनाई बढ़ जाती है। लेकिन यह सोचना शायद गलती होगी कि जब पूंजी आ रही हो उस समय चक्रीय नीति अपना गरीब देश के लिए प्राथमिक रूप से वह एक बीमारी होगी, यहां तक कि अमीर प्राप्तकर्ता देश जहां संस्थाएं बहुत मजबूत हैं जैसे - आयरलैंड और स्पेन पूंजी प्रवाह के आदी नहीं हैं जो आने पर अस्थिरता पैदा कर देती है।

आदर्श स्थिति यह है कि प्राप्तकर्ता राष्ट्र यह चाहेगा कि पूंजी का आना स्थिर रूप से रहे, न कि अपरंपरागत नीति द्वारा प्रवाह को धक्का देकर बढ़ाया जाए। एक बार अपरंपरागत नीति लागू कर दी गई तो वो भी लम्बे समय तक सहज मुद्रा स्थिति से उत्पन्न होने वाली समस्याओं को स्वीकार करने लगते हैं और इस प्रकार स्रोत राष्ट्रों को उससे बाहर निकलने की आवश्यकता होने लगती है। लेकिन जब स्रोत राष्ट्र अपरंपरागत नीतियों को छोड़ने लगते हैं, तो कुछ प्राप्तकर्ता राष्ट्रों में लीवरेज की स्थिति पैदा हो जाती है, असंतुलन आ जाता है और वे पूंजी के बाहर जाने से प्रभावित होने लगते हैं।

यदि यह मान लिया जाए कि निवेश प्रबंधकों ने भावी नीति के परिणामों का अंदाजा पहले से ही लगा लिया है, तो भी उपायों के साथ उस नीति को छोड़ना बाजार में अत्यधिक अस्थिरता एवं संपार्श्विक क्षति पहुंचा सकता है।¹⁴ सच तो यह है कि नीति को छोड़ना जितना ज्यादा पारदर्शी होगा और उसके बारे में जितने अच्छे तरीके से सूचित किया जाएगा, उससे विदेशी निवेश प्रबंधक बदलती परिस्थितियों के प्रति आश्वस्त हो सकेंगे और वे अधिक तेजी से जोखिम की हालत से बाहर निकल सकेंगे।

प्राप्तकर्ता राष्ट्र गलत नहीं होते हैं जब वे अपरंपरागत नीति को आरंभ करने तथा उसे छोड़ने का विरोध करते हैं क्योंकि उस नीति

का लागू किया जाना पूरी तरह से स्रोत राष्ट्र की शर्तों से संचालित होता है। लीवरेज और भीड़ के कारण बहुत अधिक प्रभावित हो जाने पर प्राप्तकर्ता राष्ट्र उस नीति को कम से कम आंशिक रूप से, जिसे संचालित करने की शर्तों की कठिनाई का वे सामना कर रहे हैं, यदि उनके हालात और समय साथ दें तो वे उसे छोड़ने की घोषणा कर सकते हैं।

अंतरराष्ट्रीय मौद्रिक नीति समन्वयन का संदर्भ

अतः, मैं मौद्रिक नीति में और अधिक समन्वय चाहता हूँ क्योंकि मेरा विचार है कि इस समय अंतरराष्ट्रीय स्तर पर जो प्रणाली - (-) हीनता की स्थिति है उसमें अत्यधिक सुधार आएगा। अंतरराष्ट्रीय स्तर पर मौद्रिक नीति के बारे में निश्चित ही, केंद्रीय बैंकों के बीच समन्वय कुछ खास लोकप्रिय नहीं है, इसीलिए मैं इस बात पर जोर दे रहा हूँ और मेरा आशय भी बेहतर समन्वय का है।

मेरे कहने का यह मतलब नहीं है कि केंद्रीय बैंक एक मेज के चारों तरफ बैठें और मिलकर नीति तैयार करें, न ही मेरा आशय यह है कि वे नियमित रूप से एक-दूसरे से संपर्क करें और कार्रवाई का समन्वयन करें। मैं यह प्रस्ताव बड़ी शिद्दत के साथ रखना चाहता हूँ कि बड़े राष्ट्रों के केंद्रीय बैंक, उन्नत राष्ट्रों और उभरते बाजारों के केंद्रीय बैंक दोनों मिलकर उनके अधिदेश में उनकी नीतियों से फैलने वाले ज्यादातर प्रभावों को अंतरमुखी बनाएं और 'खेल के नियम' के नये करार द्वारा ही संचालित हो ताकि अपरंपरागत नीतियों का बहुत अधिक प्रतिकूल प्रभाव न फैलने पाए और ऐसे प्रश्नों से भी बचा जा सके कि उससे कितने घरेलू फायदे मिले हैं।¹⁵ इसे सुदृढ़ता से परिचालित करने की कठिनाइयों को ध्यान में रखकर, मेरा सुझाव है कि, कम से कम, केंद्रीय बैंक अपने घरेलू अधिदेश की पुनः व्याख्या करें ताकि उसमें इस बात को भी शामिल किया जा सके कि आगे चलकर उसके बारे में अन्य देशों की क्या प्रतिक्रियाएं होंगी (न कि तत्काल फ्रीडबैक से प्राप्त होने वाले प्रभाव), और इस प्रकार से उसके प्रभाव फैलने के प्रति और अधिक संवेदनशील बना जाए। इस कमजोर 'समन्वयन' को विश्व के सुरक्षा उपायों का पुनः परीक्षण करके समर्थन प्रदान किया जा सकता है।

¹⁵ वर्तमान और पूर्व नीति निर्माताओं तथा मौद्रिक अर्थशास्त्रियों द्वारा दिए गए प्रस्तावों के लिए देखें करूआना (2012ए) ईशेनग्रीन (2011), जीन्ने (2014) और टेयलर (2013)।

¹⁴ देखें फेरौली और अन्य (2014)।

समन्वय से होने वाला लाभ

आमतौर पर अर्थशास्त्रियों का यह मत है कि नीति के समन्वय का लाभ बहुत कम होगा बशर्ते कि प्रत्येक राष्ट्र अन्य राष्ट्रों की नीतियों को ध्यान में रखते हुए अपनी नीतियों को उस तरह से आशावादी बनाएं। इस प्रकार से 'नैश समतुल्यता' और विश्व-इष्टतमता में बहुत ज्यादा अंतर नहीं है, इसलिए अंतरराष्ट्रीय मौद्रिक क्षेत्र में 'अपना घर सलामत रहे' का सिद्धांत हावी रहा है।¹⁶

राष्ट्रीय समष्टि-आर्थिक स्थिरता को अंतरराष्ट्रीय समष्टि आर्थिक स्थिरता के लिए पर्याप्त माना गया है। घरेलू और अंतरराष्ट्रीय पहलुओं को एक ही सिक्के के दो पहलू माना गया है।

दो कारक ऐसे हैं जिन्होंने उक्त सिद्धांत पर पुनः विचार करने के लिए बाध्य किया है। पहला, घरेलू बाध्यताएं जिसमें बेरोजगारी को कम करने की राजनीतिक अनिवार्यता शामिल है और आर्थिक बाध्यता जिसमें शून्य की ओर झुकाव हो, और इसके लिए मौद्रिक नीति को एक ऐसे स्तर पर लाना होगा जो बाध्यतारहित घरेलू इष्टतम स्तर से भिन्न हो। घरेलू राजनीति के अच्छी तरह से काम न करने से भी मौद्रिक नीति बाध्यतारहित इष्टतम स्तर से और अधिक विचलित हो जाती है। अन्य शब्दों में, केंद्रीय बैंक, जहां विभिन्न प्रकार के राजनीतिक दबावों और कमजोरियों के साथ काम करता रहता है, स्वयं को यहां तक कि बाध्यतापूर्ण इष्टतम स्थिति से भी विचलित न होने दे - दूसरी सर्वोत्तम नीति के बजाय तीसरी सर्वोत्तम नीति अपना सकता है। दूसरा, सीमा-पार से आने वाली पूंजी नीतियों को और भी ड्रामाई अंदाज में प्रसारित कर देती हैं, जो एजेंसी (और अन्य) की दृष्टि से संचालित होती हैं, जिसके लिए जरूरी नहीं है कि वे प्राप्तकर्ता राष्ट्र की आर्थिक स्थिति के अनुरूप हों।

इसी क्रम में एक तर्क यह भी है कि यदि कुछ बड़े देश अपरंपरागत और अत्यधिक निभावकारी उप-इष्टतम नीति अपनाते हैं, तो अन्य देश भी वैसा ही करेंगे ताकि वे विश्व में कमजोर मांग के साथ विनिमय दर में वृद्धि से बच सकें।¹⁷ फलस्वरूप, नीतिगत साम्य एक ऐसी दर पर निश्चित होगा जो विश्व की अपेक्षित इष्टतम दर की तुलना में बहुत कम होगी।

¹⁶ देखें आइशेनग्रीन (2011)। इस सिद्धांत के संयोजन हेतु देखें रोज (2007) अथवा टेयलर (2013)।

¹⁷ देखें टेयलर (2013)।

दूसरा तर्क यह है कि जब प्रेषक देश शून्य की ओर बढ़ रहा होगा और प्राप्तकर्ता देश में पूंजी आने से उसका भण्डार आक्रामक रूप से बढ़ेगा तो दोनों देशों की स्थिति आदर्श नीतियों के साथ अधिक बेहतर होगी।¹⁸ वस्तुतः, इस प्रकार के समन्वयन से नीति-निर्माताओं को यह गुंजाइश मिल जाएगी कि वे उप-इष्टतम नीति से अलग रह जाएं। यदि राजनीति लकवाग्रस्त हो और फलस्वरूप राजकोषीय कठोरता किसी स्रोत राष्ट्र को मौद्रिक-प्रोत्साहन (स्टिमुलस) पर काफी हद तक निर्भर रहने के लिए मजबूर कर दे, तो नीतिगत समन्वय जिससे अन्यत्र मांग बढ़ रही हो, वह स्रोत राष्ट्र को इस बात की अनुमति दे सकता है कि वह मौद्रिक-प्रोत्साहन पर अपनी निर्भरता कम कर दे।¹⁹

घरेलू इष्टतम स्थिति वैश्विक इष्टतम स्थिति के निकट होती है

इन तर्कों के बावजूद, बहुपक्षीय संस्थाओं जैसे अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष का कार्यालय वक्तव्य निरंतर अपरंपरागत नीतियों का समर्थन करता रहा है ताकि अन्य राष्ट्रों पर इसके फैलने वाले प्रतिकूल प्रभाव कम हो सकें। वस्तुतः, अंतरराष्ट्रीय समन्वयन नीति की बाधाओं के उमदा विश्लेषण में आईएमएफ के जोनाथन आस्ट्री और आतिश घोष की दलील है कि बहुपक्षीय संस्थाओं द्वारा अंतरराष्ट्रीय नीति 'निष्पक्ष' मूल्यांकन में पूर्वाग्रह का संदेह हो सकता है।²⁰

'-----यदि मूल्यांकनकर्ताओं में नीति (कठोर राजकोषीय नीति, ढीली मौद्रिक नीति, संरचनागत सुधार) में परिवर्तन की पहचान करने की व्यवस्थित प्रवृत्ति होती तो वह राष्ट्रीय और अंतरराष्ट्रीय स्तर पर हमेशा कल्याणकारी होती। यह स्थिति संदेह पैदा करती है क्योंकि आधारगत मामला यह होना चाहिए कि राष्ट्रों को उपलब्ध कल्याणकारी फायदा उठाने में असफल नहीं होना चाहिए ----- यह विश्वास करने वाली बात नहीं है कि राष्ट्रीय और अंतरराष्ट्रीय स्तर पर कल्याणकारी फायदों को हमेशा सकारात्मक रूप से ही लिया जाए -----'।

अपरंपरागत नीतियों के मौद्रिक प्रसारण से सीमा-पार होने वाले प्रतिकूल प्रभावों को कम महत्व देकर हम संकट के बाद एक बड़े

¹⁸ देखें जीने (2014)।

¹⁹ देखें अस्ट्री और घोष (2013)।

²⁰ देखें आस्ट्री और घोष (2013, पृ.23)।

हाथी को नज़रअंदाज कर रहे हैं। मैं इसके दो खतरे महसूस कर रहा हूँ। एक तो यह कि इस खेल के जो भी नियम शेष हैं वे सब अब टूट रहे हैं। अपरंपरागत नीति के प्रति हमारा सामूहिक समर्थन इस बात की इजाज़त देता है कि यदि विकास की दर शून्य की ओर बढ़ रही हो और विकास की गति को जिन्दा रखना है और उसके लिए यदि अन्य घरेलू अड़चनें हों तो ऐसी स्थिति में परिसंपत्तियों के मूल्यों को तोड़ देना उचित रहेगा। किंतु काल्पनिक रूप से शब्द गढ़ने के बजाय, फैलनेवाले निवल प्रभावों को ध्यान में रखकर अंतर्राष्ट्रीय स्तर पर स्वीकार्य नीति का निर्धारण किया जाना चाहिए।

अन्यथा, राष्ट्र न्यायसंगत रूप से मात्रात्मक बाह्य सहजता अथवा क्यूईई को अपना सकते हैं, जिसके तहत वे अपनी विनिमय दर को नीची रखने के लिए हस्तक्षेप करेंगे और भारी मात्रा में विदेशी मुद्रा भंडार जमा करेंगे। बीते हुए दिनों में मात्रात्मक बाह्य सहजता अपनाने के बारे में हमने आक्रोश प्रकट किया था क्योंकि हमारा यह मानना था कि इससे फैलने वाले प्रतिकूल प्रभाव शेष दुनिया को बहुत अधिक प्रभावित करेंगे। लेकिन, यदि हम समस्त नीतियों का मूल्यांकन उनसे फैलने वाले प्रभावों के आधार पर नहीं करना चाहते हैं, तो ऐसा कोई भी न्यायसंगत तरीका नहीं है जिसके आधार पर बहुपक्षीय संस्थाएं यह घोषणा कर सकें कि क्यूईई ने इस खेल के नियमों का उल्लंघन किया है। सच तो यह है कि कुछ उन्नत अर्थव्यवस्था के केंद्रीय बैंकों ने मुझसे निजी तौर पर यह चिंता व्यक्त की थी कि 'क्यूईई' मुख्यतया विनिमय दरों में बदलाव लाने से 'कार्य' करती है और यही उसे क्यूईई से अनुग्रह (काइन्ड) के बजाय मात्रात्मक (डिग्री) रूप में अलग करती है।

दूसरा खतरा यह है कि अपरंपरागत नीति से अव्यवस्थित तरीके से बाहर निकलना नये सिरे से एक बिखरे हुए व्यवहार को जन्म देगा। यहां तक कि स्रोत राष्ट्र के केंद्रीय बैंक को यह बताते हुए अत्यधिक तकलीफ का एहसास होता है कि किस प्रकार से इस निभाव से उन्हें हटाया जाना उनकी घरेलू गतिविधियों के लिए आकस्मिक बन जाएगा, इसीलिए वे इस बात पर खामोश रहते हैं कि वे विदेशी खलबली से किस प्रकार निपटेंगे। बाज़ार के सहभागियों का निष्कर्ष यह है कि प्रातकर्ता राष्ट्र, विशेष रूप से वे राष्ट्र जो भारी मात्रा में विदेशी मुद्रा का भंडार रखने वाले राष्ट्रों में नहीं हैं, उक्त नीति से प्रस्थान करके स्वतः ही तबाही की गर्त में चले जाएंगे।

वस्तुतः, हाल की खलबली से उभरते बाज़ारों को इस प्रकार के सबक हासिल होंगे : (i) घरेलू मांग को बहुत न बढ़ाएं और घाटे

को अधिक न होने दें। (ii) विनिमय दर को प्रतिस्पर्धी बनाए रखें। (iii) भारी मात्रा में विदेशी मुद्रा भंडार रखें, ताकि जब परेशानी आए तो आप अपनी रक्षा स्वयं कर सकें। क्या अंतर्राष्ट्रीय समुदाय पूरी दुनिया को जिसमें कुल मांग कम जोती जा रही है, यही संदेश देना चाहता है?

यह कोई ऐसा पहला प्रकरण नहीं है जिसमें पूंजी पहले एक ओर और फिर दूसरी ओर झोंक दी गई, हर बार इसका प्रभाव विनाशकारी ही रहा है। 1990 दशक के प्रारंभ में अमरीका में दरों को कम रखा गया और पूंजी उभरते बाज़ारों की ओर बह गई। उभरते बाज़ारों में संकट की लहर 1994 में मेक्सिको के साथ प्रारंभ हुई और 2001 में अर्जेंटीना के साथ समाप्त हुई, और इस बीच पूर्वी एशिया और रूस को भी बहा ले गई और इस संकट का आंशिक कारण यह था कि औद्योगिक देशों में ब्याज दरें बढ़ गई थीं जिससे पूंजी का प्रवाह विपरीत दिशा में हो गया था। इसके बाद चीन सहित उभरते बाज़ारों में विदेशी मुद्रा भंडार के जमा हो जाने ने विश्व की मांग को कमजोर करने में मदद की और कुछेक औद्योगिक देशों द्वारा अत्यधिक व्यय किया जाना 2007-09 के वैश्विक वित्तीय संकट में बदल गया। एक बार पुनः, यद्यपि संकट के बाद अपरंपरागत मौद्रिक नीति ने पूंजी का रुख उभरते बाज़ारों की ओर कर दिया है जिसने मुद्रा भंडार को बढ़ा तो दिया है किंतु वह अस्थायी है। क्या हम 'वैश्विक बचत आधिक्य' का मंच तैयार कर रहे हैं क्योंकि उभरते बाज़ारों ने एक बार फिर से मुद्रा भंडार बढ़ा लिया है ? इसके दो स्पष्ट इलाज सुझाए गए हैं : सभी ओर मौद्रिक नीतियों की अतिशयता कम करना और साथ ही नीति निर्धारित करते समय फैलने वाले विपरीत प्रभावों को ध्यान में रखना, तथा विश्व के लिए एक सुरक्षा कवच ताकि राष्ट्रों की भंडारित-बफर से स्वतः-बीमाकृत किए जाने की आवश्यकता को कम किया जा सके।

और भी संतुलित नीति

यद्यपि हम एक ऐसी दुनिया में जी रहे हैं जहां मौद्रिक प्रसारण पूरे विश्व में हो रहा है, किंतु नीति का फोकस स्थानीय है। केंद्रीय बैंक अपने बचाव में कई बातें कहते हैं कि फैलने वाले प्रभावों के लिए वे क्यों पूरी तरह जिम्मेदार नहीं हैं। इसमें यथास्थिति के बचाव में दी जाने वाली सामान्य दलीलों में कमजोरियों को प्रदर्शित करने का एक तरीका यह है कि यही दलीलें कैसी लगेंगी यदि उन्हें

क्यूईई के बचाव के लिए उपयोग किया जाए, अर्थात् विनिमय दर को प्रतिस्पर्धी बनाए रखने के लिए विदेशी मुद्रा बाजार में लगातार हस्तक्षेप करते रहना।

बचाव 1 : हम एक विकासशील देश हैं और हमें विकास को समर्थन देने के लिए अधिदेश प्राप्त है। उत्पादकता को बढ़ाने में संस्थागत बाध्यताएं हैं और हम अचानक रुक भी सकते हैं, अर्थात् विनिमय दरें प्रतिस्पर्धी हैं और इस प्रकार से क्यूईई हमारे अधिदेश को पूरा करने के लिए जरूरी है।

बचाव 2 : यदि हम और मजबूती से विकास करें तो क्या पूरे विश्व की स्थिति बेहतर नहीं होगी ? हमारे विकास के लिए क्यूईई अनिवार्य है।²¹

बचाव 3 : हम नीति बनाते समय शेष विश्व से हमारी अर्थव्यवस्था के बारे में फीडबैक-प्रभावों को ध्यान में रखते हैं। इसलिए हमें यह देखने की आवश्यकता नहीं है कि क्यूईई का अन्य देशों पर क्या प्रभाव पड़ेगा।

बचाव 4 : घरेलू स्थितियों पर फोकस करते हुए मौद्रिक नीति पहले से ही काफी जटिल है और बड़ी मुश्किल से संप्रेषित हो पाती है। इसलिए हमारे लिए यह तो अत्यधिक असंभव होगा कि हम पर अन्य देशों पर क्यूईई के प्रभाव के बारे में सोचने का अतिरिक्त भार डाला जाए।

इन बचावों की दलीलों के प्रति ऐसी कई समस्याएं हैं जिन्हें मुद्रा का जोड़-तोड़ करने के बारे में शिकायत करने वाले समझ सकेंगे। मुद्रा का जोड़-तोड़ विकास प्रक्रिया को अल्पकाल के लिए सहायता प्रदान कर सकता है (हालांकि यह बात भी बहस योग्य है) किंतु दीर्घकाल में यह परेशानी पैदा करता है जो जोड़-तोड़ करने वाले राष्ट्र को तकलीफ पहुंचाता है। विकास को बढ़ाने के लिए और भी समीचीन नीतियां मौजूद हैं। और यदि किसी केंद्रीय बैंक के पास सिर्फ घरेलू स्तर का अधिदेश है तो राष्ट्र की अंतर्राष्ट्रीय जिम्मेदारी उसे मनमाने ढंग से शेष दुनिया पर उसकी लागत थोपने की अनुमति नहीं दे सकती। यह मूल्यांकन करना जरूरी है कि फैलने वाला प्रभाव कितना होगा और यह बात पूरे विश्वास के साथ नहीं कही जा सकती कि प्रारंभिक राष्ट्र के विकास (मान लीजिए कि अधिक व्यापार के

माध्यम से) से जो सकारात्मक प्रभाव पैदा होगा वह दूसरे देशों को होने वाले प्रतिकूल प्रभाव को बेअसर कर देने से कहीं अधिक होगा। स्रोत राष्ट्र द्वारा फीडबैक के माध्यम से महसूस किया जाने वाला प्रभाव पूरे विश्व द्वारा अनुभव किए जा रहे इस फैलने वाले प्रभाव का एक मामूली सा हिस्सा है और यदि केंद्रीय बैंक की नीति घरेलू स्तर पर लागू की जाने वाली नीति है तो फिर उस नीति को पूरे विश्व स्तर के लिए लागू कर पाना उसके लिए बड़ी दूर की बात होगी, भले ही क्यों न वह फीडबैक से प्राप्त प्रभावों को ध्यान में रखे। राष्ट्रों के लिए जरूरी है कि वे इस बात पर ध्यान दें कि उनकी नीतियों का दूसरों पर क्या प्रभाव पड़ेगा, उसमें चाहे भले ही कितनी जटिलताएं क्यों न हों, क्योंकि हम सबकी अंतर्राष्ट्रीय स्तर की जिम्मेदारी है।

बेशक, पाठक यह महसूस करेंगे कि ये दलीलें अपरंपरागत नीति के बचाव में दी गई हैं। अभी भी बहुपक्षीय संस्थाएं अपरंपरागत नीति को दोषमुक्त घोषित करते समय मुद्रा के संबंध में लगातार हस्तक्षेप करने की निंदा करती हैं। क्या नीति का सफ-सुथरा होना इस बात पर निर्भर नहीं होना चाहिए कि उससे फैलने वाले प्रभाव की मात्रा कितनी होगी और उससे कितनी प्रतिस्पर्धी प्रतिक्रिया उत्पन्न होगी ? इनका सावधानीपूर्वक मूल्यांकन किए बिना हम उक्त नीति को दोषमुक्त होना कैसे बता सकते हैं ?

समन्वयन को क्रियान्वित करना : कुछ सुझाव

हमें अपरंपरागत नीतियों और प्रतिस्पर्धी मौद्रिक सहजता के चक्र को तोड़कर बाहर निकलने की जरूरत है। हाल की घटनाओं ने उभरते बाजारों में नये सिरे से विदेशी मुद्रा के संचय की अवस्था पहले से तैयार कर दी है और इस बार, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के लिए अपनी अर्थव्यवस्था में सुधार का प्रयास करते हुए उनके स्वयं की वजह से फैलने वाले प्रभावों को कम आंकते हुए शिकायत करना मुश्किल होगा।

एक स्वतंत्र मूल्यांकनकर्ता

इस आदर्श विश्व में, अपरंपरागत नीतियों जैसे क्यूईई अथवा क्यूईई से फैलने वाले प्रभावों की जांच एक स्वतंत्र मूल्यांकनकर्ता द्वारा की जानी चाहिए।²² मूल्यांकन प्रक्रिया को समझना आसान है, शायद प्रभावित देश द्वारा की गई शिकायत का अनुसरण करके (जैसा कि विश्व व्यापार संगठन में होता है), स्वतंत्र मूल्यांकनकर्ता इन नीतियों के प्रभावों का विश्लेषण कर

²¹ उभरती अर्थव्यवस्थाओं के लिए विदेशी मुद्रा का अवमूल्यांकन क्यों जरूरी है, देखें राइड (2008)।

²² स्वतंत्र मूल्यांकनकर्ता का विचार जानने के लिए देखें आस्ट्री और घोष (2013)।

सकता है और इस नतीजे पर पहुंच सकता है कि क्या वे देश, खेल (गेम) के नियमों का पालन कर रहे हैं। ऐसी नीतियों की खासतौर पर सावधानीपूर्वक जांच होनी चाहिए जिनसे घरेलू स्तर पर तो काफी फायदा है किंतु उसकी लागत अधिकांशतः दूसरे देशों पर पड़ती है और यदि मूल्यांकनकर्ता यह समझता है कि इस नीति से विश्व का कल्याण घट रहा है तो ऐसी नीतियों को रोकने के लिए अंतर्राष्ट्रीय दबाव डाला जाना चाहिए।

इस प्रकार की आदर्श प्रक्रिया की समस्याएं देखने में तो आसान लगती हैं। ऐसा निष्पक्ष मूल्यांकनकर्ता कहाँ मिलेगा ? बहुपक्षीय संस्थाओं के स्टाफ बहुत अच्छे हैं। और स्वतंत्र निर्णय देने में सक्षम भी हैं। लेकिन मूल्यांकन प्रारंभ होने के बाद जो राजनीतिक दबाव आते हैं वे बड़े असमान होते हैं। जब एक छोटा सा देश शिकायत करता है तो आमतौर पर प्रारंभिक मूल्यांकन में कोई परिवर्तन नहीं किया जाता (कोई देश स्वतंत्र मूल्यांकन नहीं करवाना चाहता) और जब बड़ी अर्थव्यवस्था विरोध करती है तो प्रायः उस छोटे देश की आवाज दबा दी जाती है। हालांकि, इसके कई अपवाद भी हैं, किंतु अभी भी बहुपक्षीय संस्थाओं के मूल्यांकन में निष्पक्षता के प्रति भरोसा पैदा करने की अत्यधिक आवश्यकता है।

भले ही बहुपक्षीय संगठन राजनीतिक शक्तियों से उन्मुक्त रहें, किंतु वे उसके ध्यान से उन्मुक्त नहीं रह सकते हैं। उनके स्टाफ को उन्हीं मॉडल और ढांचे से विश्वास में लिया जाता है जिस प्रकार से औद्योगिक राष्ट्रों के केंद्रीय बैंकों के स्टाफ को - एक ऐसा मॉडल जिसमें मौद्रिक नीति गतिविधियों को ऊपर उठाने में अत्यधिक शक्तिशाली उपकरण के रूप में कार्य करती है, और विनिमय दर का लचीलापन अत्यधिक कमजोर कर देने वाले प्रभावों से सुरक्षित रखने में हैरतअंगेज तरीके से काम करता है। ऐसे मॉडलों में 'पृथकीकरण' सदैव संभव है, हालांकि इस बात के भी सुबूत है कि यह मॉडल 'संयोजन' की सीमा को अजीब तरह से कम आंकता है। वस्तुतः, इन मॉडलों में से कई एक में वास्तविक ऋण के मॉडल नहीं हैं, अथवा कर्ज में डूबी अर्थव्यवस्था में मौद्रिक प्रसारण नहीं कर सकते, जो उनके महत्व को काफी कम कर देते हैं। इस दिशा में प्रगति हो रही है लेकिन अभी उसमें समय लगेगा।

और, हां, यदि सही तरीके से स्वतंत्र मूल्यांकन इस नतीजे पर पहुंचता है कि कुछ नीतियों में उल्लंघन हो रहा था, तो ऐसे मूल्यांकन को कैसे लागू किया जाएगा।

सत्य यह है कि इस खेल के नियम अलग काल में बनाए गए थे ताकि प्रतिस्पर्धा में कमी और करेसी के जोड़-तोड़ का निर्धारण किया जा सके। उन्हें आज के दौर के हिसाब से अत्यधिक भिन्न प्रतिस्पर्धी सहजता के प्रति अद्यतन नहीं किया गया है। लेकिन यह भी साफ नहीं है कि यदि उन्हें अद्यतन कर भी दिया जाता तो क्या मौजूदा हालात में उनका मूल्यांकन किया जा सकता था और उन्हें लागू किया जा सकता था।

अधिक औचित्यपूर्ण प्रस्ताव

शायद तब, यह बेहतर होगा कि एक अधिक औचित्यपूर्ण प्रस्ताव से बात सुलझाई जाए। केंद्रीय बैंक उनकी कार्रवाइयों से होने वाले प्रभावों का मूल्यांकन करें, न केवल तत्काल फीडबैक के रूप में, बल्कि मध्यावधि फीडबैक के रूप में भी, क्योंकि अन्य देश अपनी नीतियों में संशोधन करते रहते हैं। अन्य शब्दों में, स्रोत राष्ट्र को अपनी नीतियों के कारण पूंजी का दूसरे राष्ट्रों में जाने से तुरंत चिंतित नहीं हो जाना चाहिए, बल्कि दीर्घकाल में उसकी प्रतिक्रिया क्या होगी जैसे क्या उससे लगातार विनिमय संबंधी हस्तक्षेप की आवश्यकता पड़ेगी। इससे केंद्रीय बैंक घरेलू अधिदेश के भीतर रहते हुए भी उनकी नीतियों से फैलने वाले प्रभावों पर भी अधिक ध्यान दे सकेंगे।

उदाहरण के लिए, इसका आशय यह होगा कि अपरंपरागत नीतियों को छोड़ते समय, केंद्रीय बैंक इस प्रकार कदम उठाते हुए उभरते बाजारों की स्थितियों को भी ध्यान में रखेंगे और साथ ही इस बात का भी ध्यान रखेंगे कि उनके इस कदम से चारों ओर उनकी घरेलू स्थितियां किस हद तक जुड़ी हुई हैं। उनके नीतिगत वक्तव्य में इस प्रकार की चिंताएं दिखाई देनी चाहिए। एक विशिष्ट मामले के रूप में इस बात को पुष्टता करने के लिए, फेड ने मई 2013 में टेपरिंग की प्रारंभिक चेतावनी दी थी उसके बाद सितंबर 2013 में टेपरिंग को स्थगित करके उसने उभरती अर्थव्यवस्थाओं को स्वयं को व्यवस्थित करने का और समय प्रदान कर दिया। इस स्थगित करने के पीछे मंशा चाहे जो रही हो इससे टेपरिंग दिसंबर 2013 में सहजता से बाजारों को प्रभावित किए बिना प्रारंभ हो सकी। इसके विपरीत, अर्जेंटीना में जनवरी 2014 की समस्या के बाद अस्थिरता ने उभरते बाजारों को आघात पहुंचाया, लेकिन फेड के जनवरी 2014 के नीति वक्तव्य में उभरते बाजारों की स्थिति के बारे में कोई चिंता प्रकट नहीं की गई, इस बात के भी कोई संकेत नहीं थे कि फेड नीति उन बाजारों के भविष्य की स्थिति के प्रति

संवेदनशील रहेगा, इससे शायद गैर-इरादी संदेश यही भेजा गया कि उन बाजारों ने अपनी स्थिति स्वयं उस प्रकार की बना ली है। यहां तक कि फेड के रीजनल प्रेसिडेंट द्वारा घरेलू अधिदेश पर जोर देते हुए दिए गए व्याख्यानों का भी कोई फायदा नहीं हुआ। हालांकि उसके बाद से फेड के संदेश और भी स्पष्ट किए गए, लेकिन आगे सही संदेश देने की चुनौती तब होगी जब नीतिगत दरें ऊपर की ओर बढ़ेंगी।²³

अंतरराष्ट्रीय सुरक्षा कवच

उभरती अर्थव्यवस्थाओं को इस प्रकार कार्य करना होगा जिससे उनकी अर्थव्यवस्थाओं का प्रभावित होना कम हो सके, ताकि वे ऐसे मुकाम पर पहुंच जाएं, जैसे-आस्ट्रेलिया, जहां वे पूंजी के आने में तालमेल बिठाने हेतु अपनी विनिमय दर को लचीला बना सके। लेकिन जरूरतमंद संस्थाओं को ऐसा करने में समय लगेगा। इस बीच, उभरते बाजारों में पूंजी की भारी मात्रा को खपाने की कठिनाई वह भी स्थिर तरीके से, एक बाधा के रूप में देखी जानी चाहिए, उसी प्रकार से जैसे शून्य की ओर उन्मुखता को देखा जाता है, बजाय इस प्रकार देखना कि कोई चीज तुरत-फुरत बदली जा सकती है। यहां तक कि पूंजी के प्रवाहों को खपाने की लालच को रोकते हुए वे किसी सुरक्षा कवच की उम्मीद करेंगे।

अतः, विदेशी मुद्रा भंडार के पुनः अत्यधिक संचय को रोकने का एक दूसरा तरीका यह है कि एक सुदृढ़ अंतरराष्ट्रीय सुरक्षा कवच बनाया जाए।²⁴ जैसाकि वित्तीय संकट से यह ज्ञात हो चुका है कि यह केवल उभरती अर्थव्यवस्थाओं की चिंता नहीं है। एक ऐसे विश्व में जहां अंतरराष्ट्रीय चलनिधि तेजी से सूख सकती है, उसे चलनिधि के लिए द्विपक्षीय, क्षेत्रीय और बहुपक्षीय व्यवस्थाओं की आवश्यकता है। बहुपक्षीय व्यवस्थाओं को जांचा और परखा भी गया है, और वह व्यापक स्तर पर उपलब्ध है, जिसे बिना किसी संभावित राजनीतिक दबाव के द्विपक्षीय एवं क्षेत्रीय व्यवस्था से खड़ा किया जा सकता है। वस्तुतः, स्वैप व्यवस्था को द्विपक्षीय आधार पर चलाने के बजाय बहुपक्षीय संस्थाओं जैसे अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष के माध्यम से संचालित किया जाए ताकि किसी भी प्रकार का ऋण जोखिम (छोटा) बहुपक्षीय संस्थाओं द्वारा वहन किया जाए और स्रोत राष्ट्रों के केंद्रीय बैंकों को

इस व्यवस्था के बारे में अपने राजनैतिक अधिकारियों को सफाई न देनी पड़े।

शायद इसी प्रकार से एक और महत्वपूर्ण व्यवस्था आईएमएफ से चलनिधि-व्यवस्था होगी, जिसमें आईएमएफ द्वारा राष्ट्रों को पहले से पात्र बनाया जाएगा और यह बताया जाएगा (शायद निजी तौर पर) कि वे कितनी चलनिधि-व्यवस्था के पात्र होंगे -प्रत्येक अनुच्छेद IV में संशोधित सीमा तक पा सकेंगे और सीमा में किसी भी प्रकार की कटौती 6 महीने बाद लागू होगी।²⁵ इस चलनिधि-व्यवस्था को आईएमएफ बोर्ड द्वारा सामान्य रूप से चलनिधि की किल्लत की स्थिति में सक्रिय किया जाएगा (उदाहरण के लिए, स्रोत राष्ट्र में कम दरों की अवधि में विस्तार दिए जाने के बाद नीतिगत कठोरता के कारण निवेश प्रबंधकों का जोखिम उठाने के प्रति विमुख हो जाना)। आईएमएफ ने इस प्रकार की व्यवस्थाओं का सुझाव चर्चा-पत्र में दिया है और इन व्यवस्थाओं की संभावनाओं का पता लगाया जाना चाहिए क्योंकि उससे राष्ट्रों के लिए चलनिधि हासिल करने का रास्ता खुलेगा और वे बिना किसी परेशानी के इस निधि तक पहुंच सकेंगे, जिसके लिए वैसी शर्तें भी नहीं होंगी जो अधिकांश निधि व्यवस्थाओं के साथ जुड़ी होती हैं।²⁶

स्पष्ट है कि निधि के स्रोत तभी सुरक्षित रहेंगे जब चलनिधि की कमी की वास्तविक स्थिति अस्थायी होगी बजाय इसके कि किसी राष्ट्र को बाजार तक वापस पहुंच बनाने के लिए बड़े पैमाने पर सुधार की आवश्यकता हो। इसी प्रकार स्पष्ट है कि चलनिधि-व्यवस्था (लिविडिटी लाइन) तक पहुंच विभिन्न राष्ट्रों के लिए अलग-अलग होगी और चलनिधि की आयात आवश्यकता पूरी हो जाने की घोषणा करने के बाद भी लंबे समय तक उसके इस्तेमाल की जरूरत के लिए आईएमएफ के प्रोग्राम को देखना पड़ेगा। जो भी हो, विश्व स्थिरता प्रणाली और अल्पकालिक चलनिधि-व्यवस्था दो ऐसे प्रस्ताव हैं जिनका परीक्षण आईएमएफ बोर्ड ने विगत दिनों में किया था, उसकी बारीकी से जांच करना जरूरी है क्योंकि इन प्रस्तावों को वास्तविक रूप से इनते निकट इसलिए लाया गया है ताकि वे इस बात में सहायता करें कि विदेशी मुद्रा का संचय न करना पड़े।

²³ फेड के प्रमुख प्रेसिडेंट के हाल के स्पष्ट विचार जानने के लिए देखें ड्यूडली (2014)।

²⁴ व्यापक प्रस्ताव के लिए देखें फरवरी (2011), प्रसाद (2014) भी देखें।

²⁵ ताकि राष्ट्र विशेष को उच्च सीमा की पात्रता के लिए अपनी नीतियों में समायोजन करने अथवा वैकल्पिक व्यवस्था तलाश करने का समय मिल सके।

²⁶ देखें "निधि अधिदेश - वित्तपोषण की भावी भूमिका : सुधार प्रस्ताव" आईएमएफ 29 जून 2010।

अंतिम बात, ऐसे समय में जब पूंजी का प्रवाह विपरीत दिशा में हो तब राष्ट्रों पर उसके बढ़ते हुए प्रभाव को देखते हुए यह प्रस्ताव निधि (आईएमएफ) के लिए उपयोगी होगा, यह पता लगाने के लिए कि कौन से राष्ट्रों में स्वयं की, द्विपक्षीय, क्षेत्रीय, अथवा बहुपक्षीय चलनिधि व्यवस्था नहीं है जिसपर वे निर्भर रह सकें, और वे उस दिशा में सुधारात्मक कार्य करें जिससे उनकी पहुंच किसी सुरक्षा कवच तक हो सके। ऐसी स्थिति में, प्रत्याशा के आधार पर ईमानदारी से संबंध स्थापित कराने वाले दलालों की भूमिका ब्याज दर का माहौल बदलने पर अत्यधिक महत्वपूर्ण सिद्ध हो सकती है।

निष्कर्ष

मेरे विचार से अंतरराष्ट्रीय मौद्रिक नीति में मौजूदा प्रणाली-हीनता सतत विकास एवं वित्तीय क्षेत्र दोनों के लिए बहुत बड़े जोखिम का स्रोत है। यह केवल औद्योगिक राष्ट्र या उभरते बाजारों की समस्या नहीं है, बल्कि यह सामूहिक रूप से कार्रवाई से जुड़ी समस्या है। हमें प्रतिस्पर्धी मौद्रिक सहजता की ओर धकेल दिया गया है।

यदि मैं मंदी-काल की प्रणाली-हीनता की ओर संकेत करता हूँ तो वह इसलिए कि मुझे भय है कि जहां विश्व में समग्र मांग की स्थिति कमजोर बनी हुई है, वहीं हम आपस में इसके बड़े हिस्से के लिए व्यर्थ की प्रतिस्पर्धा कर रहे हैं। इस प्रक्रिया में, मंदी-काल की नीतियों की तरह ही, हम भी वित्तीय क्षेत्र तथा सीमा-पार के लिए जोखिम पैदा कर रहे हैं जो अपरंपरागत नीति के समाप्त होने पर स्वयं जाहिर हो जाएंगे।²⁷ यह कहने का कोई मतलब नहीं है कि सभी को इसके नतीजे भांप लेने चाहिए थे। अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक के पूर्व महाप्रबंधक एंड्रयू क्राकेट के अनुसार - समय विशेष में वित्तीय मध्यस्थ संस्थाएं वित्तीय चक्र में जोखिम के उत्पन्न होने का अनुमान लगाने के बजाय जोखिम का तुलनात्मक मूल्यांकन बहुत अच्छी तरह करती हैं।

नुस्खे में सही दवा लिखने के लिए सबसे पहली जरूरत है कि बीमारी को कारणों का पता लगाना। मेरे विचार से, अत्यधिक मौद्रिक सहजता, बीमारी की दवा के बजाय बीमारी का कारण अधिक है। जितनी जल्दी हम इसे पहचान लेंगे, उतनी ही शीघ्रता से हम विश्व में सतत विकास की गति ला पाएंगे।

²⁷ इस रोचक प्रकरण के लिए देखें राजन और रामचंद्रन (2013) में प्रलेखित अमरीका में कृषि मार्गेज संकट

संदर्भ

आचार्य वी. मार्को पगानो और पावोलो वोलपिन (2013), अलफा की अपेक्षा : बेशी जोखिम उठाना और प्रबंधकीय प्रतिभा के लिए स्पर्धा, एनबीईआर वर्किंग पेपर

बेकर बो और विकटोरिया इवाशिना (2012), 'बॉन्ड बाजार में प्रतिलाभ के लिए जाना', एनबीईआर वर्किंग पेपर।

बोरिओ क्लाडियो (2014), 'मौद्रिक नीति और वित्तीय स्थिरता : बचाव और सुधार में किसकी भूमिका', बीआईएस वर्किंग पेपर 440, जनवरी 2014।

बोरिओ क्लाडियो और पिती डिसयाटत (2009), 'अपरंपरागत मौद्रिक नीति : एक मूल्यांकन', बीआईएस वर्किंग पेपर 292।

ब्रूनो, वैलेंटीना और ह्यून सांग शिन (2014ए), 'पूंजी प्रवाह और मौद्रिक नीति का जोखिम उठाने का चैनल', अमरीकन विश्वविद्यालय वर्किंग पेपर।

ब्रूनो, वैलेंटीना और ह्यून सांग शिन (2014 बी), 'सीमा-पार बैंकिंग और वैश्विक चलनिधि', अमरीकन विश्वविद्यालय वर्किंग पेपर।

कालवो गुलेरमो, लिओनार्डो लेयडरमैन और कार्मेन रेनहार्ट (1996), '1990 के दशक में विकासशील देशों में पूंजी का आगमन', जर्नल आफ इकानामिक पर्सपेक्टिव, अंक 10, सं.2, पृ. 123-139।

जेम करूआना (2012), 'अंतर-संबद्ध विश्व में नीति निर्माण', <http://www.kansascityted.org/publications/research/escp/escp-2012.cfm>

कोडोरो-रेइक, गैबरील(2014), 'अपरंपरागत मौद्रिक नीतिका वित्तीय संस्थाओं पर प्रभाव', आर्थिक कार्यकलापों से संबंधित ब्रूकिंग पैनल, सम्मेलन प्रारूप।

कोवल, जोश और तोबियास मास्कोविज (1999), 'स्वदेश में स्वदेशी पूर्वाग्रह : घरेलू संविभाग में स्थानीय इक्विटी वरीयता', जर्नल ऑफ फाइनांस, 54(6), पृ. 2045-73।

डायमंड, डगलास और रघुराम राजन (2012), 'चलनिधि रहित बैंक, वित्तीय स्थिरता और ब्याज दर नीति', जर्नल ऑफ पॉलिटिकल इकानॉमी, अंक. 120 सं.:3 पृ.552-59, जून 2012।

विलियम डडली (2014), 'अमरीकी मौद्रिक नीति और उभरते बाजार की अर्थव्यवस्थाएं', टेरेन्सचेक्की के सम्मान में गोलमेज चर्चा में प्रस्तुत टिप्पणी : संकट के तीन दशक : हमने क्या सीखा ?, फेडरल रिजर्व बैंक ऑफ न्यूयार्क, न्यूयार्क शहर।

बी. ईशेनग्रीन, एम.एल. एरियन, ए.फ्रागा, टी. आइटो, जे. पिसानीफेरी, ई. ड्रसाद, आर. राजन, एम. रामोस, सी. रेन्हार्ट, एच.रे, डी. राड्रिक, के. रागाफ, एच.एस.शिन, ए. वेलासको, बी.वेडर डी माउरो और वाय.यू. : केंद्रीय बैंक पर पुनर्विचार'(2011), ब्रूकिंग संस्था।

ईशेनग्रीन, बैरी और पूनम गुप्ता (2013), 'टेपरिंग वार्ता : फेडरल रिजर्व प्रतिभूति खरीद में कमी का उभरते बाजारों की प्रत्याशाओं पर प्रभाव', वर्किंग पेपर, केलिफोर्निया विश्वविद्यालय, बर्कली।

ई. फरही, गौरिकास, पी.ओ.रे, एच. (2011), 'अंतरराष्ट्रीय मौद्रिक प्रणाली में सुधार ' <http://www.helenerey.eu/RP.aspx?pid=policy-papers-en-GB&aid=72587282480=67186463733>।

ई. फरही और जीन टिरोले (2012), 'सामूहिक नैतिक संकट, परिपक्वता असंतुलन और प्रणालीगत जमानत', अमेरिकन इकानामिक रिव्यू 102:60-93।

मायकल फेरौली, अनिल कश्यप, केरमित जेकोनहाल्ज, ह्यूनशांग शिन (2014), 'बाजार की बदमिजाजी और मौद्रिक नीति', शिकागो बूथ वर्किंग पेपर 101।

आइवोअन्नीदोऊ, वी. और एस., आनजेना और जे. डोयड्रो (2009), 'मौद्रिक नीति और सब-प्राइम उधार: न्यून फेडरल फंड दर, संकटग्रस्त ऋण और घटे हुए ऋण-स्प्रेड की महान गाथा'।

ओलिवियर जिएन (2014), 'वैश्विक परिदृश्य में मैक्रो-विवेकपूर्ण नीतियां', एनबीईआर वर्किंग पेपर 19967।

ए. मैडालोनी और जे. डोयड्रो (2010), 'बैंक जोखिम उठाना, प्रतिभूतिकरण, पर्यवेक्षण और न्यून ब्याज दर : उधार मानकों से साक्ष्य', वर्किंग पेपर सं. 1248, ईसीबी श्रृंखला।

प्राची मिश्रा, केनजी मोरियामा, पापा एन. डियाये और लैम न्यूयेन (2014) 'उभरते बाजारों पर फेड की टेपरिंग घोषणा का प्रभाव', अंमुको का वर्किंग पेपर।

मारिस आब्सटफील्ड (2012), 'क्या चालू खाता अभी भी महत्वपूर्ण है', रिचर्ड टी. एली व्याख्यान, अमरीकन इकॉनॉमिक एसो. वार्षिक बैडक, शिकागो आइएल।

जोनाथन आस्ट्री और अतीश घोष (2013), 'आंतरराष्ट्रीय नीतिगत समन्वय की अड़चनें, और उन्हें दूर कैसे किया जाए', अंमुको चर्चा नोट एसडीएन/13/11 एक्स।

मिचेल पीटरसन और रघुराम राजन (2002), 'क्या दूरी अभी भी मायने रखती है ? छोटे कारोबार उधार में क्रांति', जर्नल ऑफ फाइनांस, 57(6), पृ. 2533-2570।

ईश्वर प्रसाद (2014), 'डालर का जाल : अमरीकी डालर ने किस प्रकार से विश्व के वित्त पर शिकंजा कसा, प्रिंसटन यूनिवर्सिटी प्रेस, प्रिंसटन, न्यू जर्सी।

रघुराम राजन और रोडनी रामचरण (2013), 'ऋण संकट का विश्लेषण अमरीका में 1920 के दशक में कृषि भूमि मूल्यों में तेजी और असफलता', वर्किंग पेपर, यूनिवर्सिटी आफ शिकागो।

दानी राड्रिक (2008), 'विकास के लिए अवमूल्यांकन अच्छा है, लेकिन क्यों ?', आर्थिक कार्यकलाप पर ब्रूकिंग्स पेपर, फाल 2008।

ए. रोज (2007), एक अंतरराष्ट्रीय मौद्रिक प्रणाली उभरी : मुद्रास्फीति लक्ष्य करना ब्रेटन वुड्स का उलटा है, जर्नल आफ इंटरनेशनल मनी एंड फाइनांस, 26, 663-681।

स्वयूलैरिक मार्टिज और एलन एम. टेयलर (2012), 'ऋण में तेजी फट चुकी है : मौद्रिक नीति : लीवरेज चक्र, और वित्तीय संकट, 1870-2008', अमरीकन इकानामिक रिव्यू 102, 1029-61।

जेरेमी स्टेन (2012), वित्तीय स्थिरता विनियमन के रूप में मौद्रिक नीति, क्वाटर्ली जर्नल आफ इकानामिक्स 127, सं. 2:57-95।

जेरेमी स्टेन (2013), 'फेडरल रिज़र्व बैंक आफ सेंटलुइस, सेंट लुइस, मिसूरी द्वारा 7 फरवरी, 2013 को 'महामंदी के बाद गृहस्थों की वित्तीय स्थिरता बहाल करना : गृहस्थों का तुलनपत्र महत्वपूर्ण क्यों है', पर आयोजित अनुसंधान संगोष्ठी में ऋण बाज़ार में अतिशयता: मूल स्रोत, माप, और नीतिगत प्रतिक्रियाएं', विषय पर दिया गया व्याख्यान।

जेरेमी स्टेन, (2014), मौद्रिक नीति से संबंधित अंतरराष्ट्रीय अनुसंधान मंच, वाशिंगटन डी.सी. में 21 मार्च, 2014 को "मौद्रिक नीति ढांचे में वित्तीय स्थिरता के चिंतन का समावेश" विषय पर दिया गया व्याख्यान।

जॉन टेयलर (2013), 'अंतरराष्ट्रीय मौद्रिक नीति समन्वयन : कल, आज और कल', अनिबैं वर्रिग पेपर सं. 437।