

महा मंदी और भारी गिरावट : हमने क्या सीखा ? *

माइकेल डी. बोर्डो

भूमिका

2007-08 का वित्तीय संकट और 2007-09 की भारी गिरावट अब अतीत की बात हो गई है यद्यपि अमरीका की अर्थव्यवस्था अभी पूर्व स्थिति पुनः प्राप्त कर रही है हालांकि यह असाधारण रूप से मंद गति से हो रहा है तथा यूरोप 2010-2011 के ऋण संकट के बाद पुनः गिरावट की स्थिति में है। हाल के वित्तीय संकट/भारी गिरावट के सर्वाधिक बुरे समय के दौरान कई प्रेक्षकों ने उस घटना और महा मंदी के बीच तुलना की है। इस व्याख्यान में मैं उक्त दोनों घटनाओं के अनुभव का पुनर्मूल्यांकन करता हूँ। मैं पाँच प्रश्न करता हूँ और उनका उत्तर भी देता हूँ :

1. अब और तब के बीच समानता क्या है ?
2. अंतर क्या है ?
3. वे मौद्रिक नीतिगत अनुभव क्या थे जो 1930 के बाद के दशक के अनुभव से प्राप्त हुए थे ?
4. उन अनुभवों में से कौन-से अनुभव हाल के संकट के संबंध में व्यवहार करने के लिए मूल्यवान थे ?
5. हाल के अनुभव से सीखने के लिए हमें क्या चाहिए ?

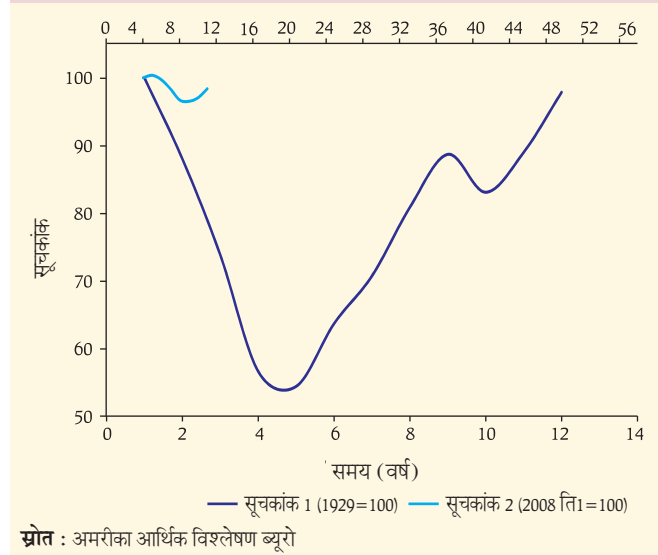
2. अब के और तब के बीच कुछ तुलना : समानताएँ

2.1 गिरावट

ध्यान देने योग्य पहली बात यह है कि वास्तविक जीडीपी अथवा औद्योगिक उत्पादन अथवा बेरोजगारी द्वारा मापी गई वास्तविक अर्थव्यवस्था में गिरावट के अनुसार भारी गिरावट अपेक्षाकृत छोटी घटना थी। 1929 और 1933 के बीच अमरीका में वास्तविक जीडीपी लगभग 30 प्रतिशत नीचे आई, जबकि 2007-2009 के बीच इसमें 5 प्रतिशत से थोड़ी अधिक कमी आई (चार्ट 1)। अमरीका में बेरोजगारी 1933 में 25 प्रतिशत के चरम स्तर पर रही जिसकी तुलना में 2009 में यह 10 प्रतिशत से थोड़ी ही अधिक रही (चार्ट 2)। अन्य उन्नत देशों के अनुभव भी इसी प्रकार के थे। 1930

* प्रो. माइकेल डी. बोर्डो द्वारा 9 अप्रैल 2012 को मुंबई में चौथे पी. आर. ब्रह्मानंद स्मारक व्याख्यान के अवसर पर दिया गया भाषण।

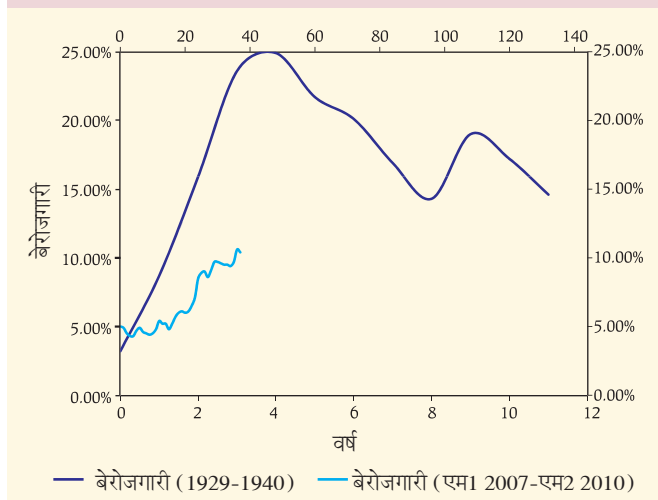
चार्ट 1 : अमरीका में वास्तविक जीडीपी



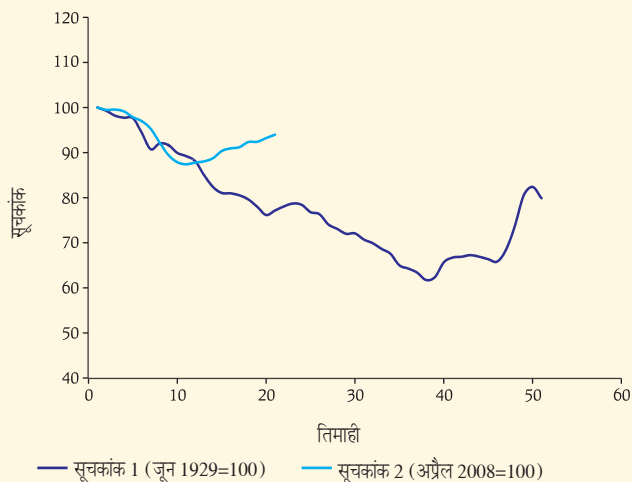
के बाद के दशक और हाल ही के समय के विश्व औद्योगिक उत्पादन के बीच तुलना के लिए चार्ट 3 देखें।

दूसरे, हाल का वित्तीय संकट और महा मंदी दोनों वैश्विक वित्तीय संकट रहे हैं। बोर्डो और लैंडन लेन (2010ए) ने समूह-विश्लेषण का प्रयोग करते हुए 1880 से वर्तमान तक वैश्विक वित्तीय संकटों का

चार्ट 2 : अमरीका - बेरोजगारी



चार्ट 3 : वैश्विक औद्योगिक उत्पादन

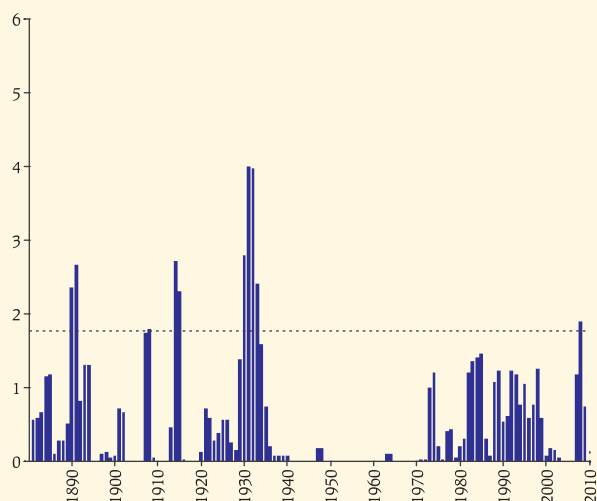


स्रोत : ऐशेनग्रीन बी. और के. एच. ओ'राउरके, 2009, "ए टेल ऑफ टू डिप्रेसन्स" (दो मंदियों की कहानी) <kevin.orourke@tcd.ie>

सीमांकन देशों की एक बड़ी सूची के लिए किया। हमने ऐसी 7 घटनाओं की पहचान की है जिनमें से 2007-2008 की घटना सर्वाधिक मंद घटनाओं में से एक थी। उसकी वैश्विक घटना 1930 के बाद के दशक की तुलना में काफी कम थी (चार्ट 4)। इसके अलावा, हमने पाया कि 2007-2008 में वित्तीय संकटों से ग्रस्त देशों के लिए वास्तविक उत्पादन की औसत भारत संचयी प्रतिशत हानि जो -2.95 प्रतिशत थी, 1930 के बाद के दशक के शुरुआती वर्षों के लिए तुलनीय माप की एक तिहाई थी जो -9.35 प्रतिशत थी।

ये आंकड़े जो संकेत करते हैं कि हाल का अनुभव उतना बुरा नहीं था, इस प्रश्न का उत्तर नहीं देते हैं कि - 'यदि फेडरल रिजर्व

चार्ट 4 : बैंकिंग संकट आवृत्तियों का भारत 2 अवधि चल योग: 1880-2009

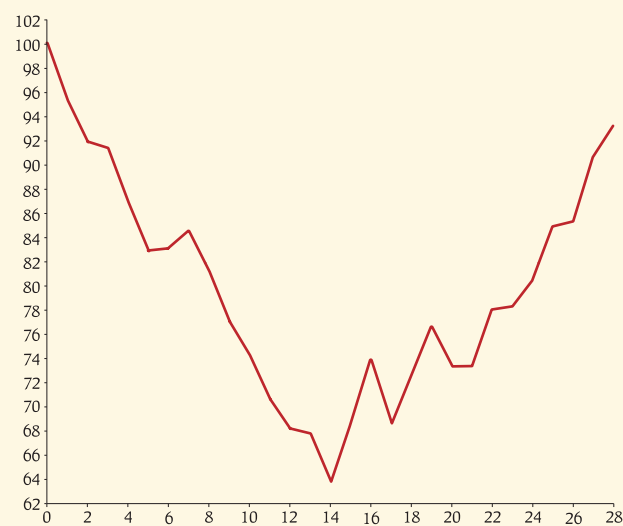


और अन्य केंद्रीय बैंक उन आक्रामक नीतियों का अनुसरण नहीं करते जिनका उन्होंने अनुसरण किया तो क्या होता? साथ ही, जमा बीमा और विभिन्न स्वतः स्थिरकारी साधन जैसे वित्तीय सुरक्षा जाल के अन्य तत्व उपलब्ध नहीं होते तो क्या होता।

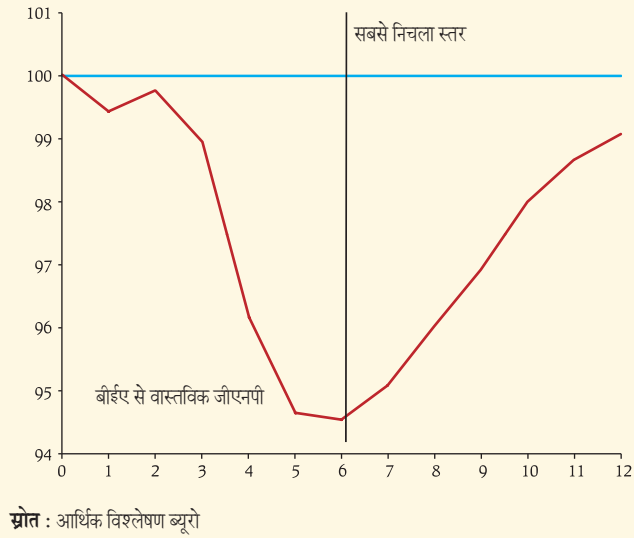
समानता का एक तीसरा बिंदु गिरावट के सबसे निचले स्तर तक पहुँचने के बाद पहले की स्थिति की पुनः प्राप्ति का स्वरूप है। दोनों घटनाओं के संबंध में वास्तविक अर्थव्यवस्था के तौर पर पहले की स्थिति को पुनःप्राप्त करने की प्रवृत्ति मंद रही जिसका विस्तार व्यवसाय-चक्र के संकट के बाद पतन के बजाय अपेक्षाकृत अधिक मंद गति से हुआ। यह पुनःप्राप्ति 1933 के बाद बहुत तेज रही, परंतु वह इतनी पर्याप्त नहीं थी कि पूर्ववर्ती गिरावट को पूरी तरह उलट दे। 1930 के बाद के दशक में अधूरी पुनःप्राप्ति के लिए एक युक्तियुक्त स्पष्टीकरण यह है कि वह न्यू डील नेशनल इंडस्ट्रियल रिकवरी एक्ट (एनआइआरए) नीति द्वारा बाधित रही जिसने माल और उत्पाद बाजारों दोनों का व्यवसायी-समूहन करने का प्रयास किया (कोल और ओहानियन, 2004)। हाल की पुनःप्राप्ति भी मंद रही जिसे 'निष्क्रिय पुनःप्राप्ति' का नाम दिया गया जैसी स्थिति पूर्ववर्ती दो गिरावटों के लिए थी (चार्ट 5 और 6)।

हाल की मंद पुनःप्राप्ति के लिए विभिन्न स्पष्टीकरण दिये गये हैं जिनमें राइनहार्ट और रोगोफ (2009) के स्पष्टीकरण भी शामिल हैं जो इस प्रवृत्ति को उन देशों की विशिष्टता के रूप में देखते हैं जिन्होंने बड़े बैंकिंग संकटों का सामना किया है। जोसफ हाउब्रिच के साथ मेरे हाल ही के कार्य (2011) में यह पाया गया है कि वित्तीय रूप से आर्थिक तंगी इस पुनःप्राप्ति और वित्तीय संकटों वाली पिछली पुनःप्राप्तियों के बीच विद्यमान अंतर को स्पष्ट नहीं

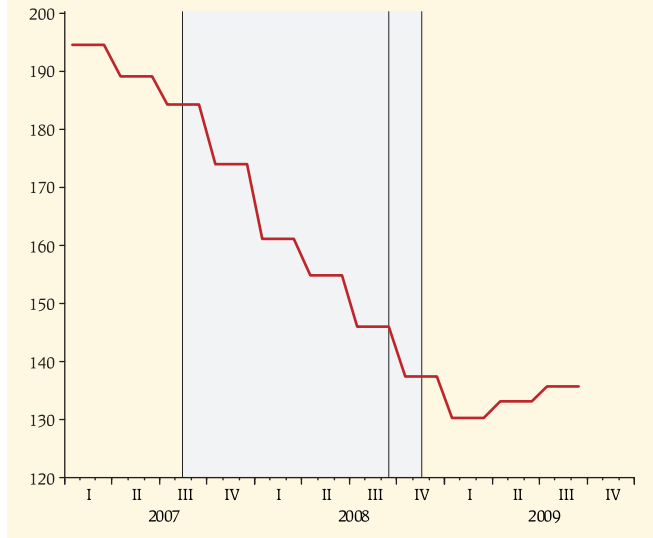
चार्ट 5 : व्यवसाय चक्र शीर्ष अगस्त 1929



चार्ट 6 : व्यवसाय चक्र शीर्ष दिसंबर 2007



चार्ट 8 : वास्तविक आवास मूल्य 2007-2008



कर सकती। हमने पाया है कि निवासी निवेश का पतन, जो आवास क्षेत्र के पतन का प्रतिनिधित्व करता है, उक्त कमी के लिए प्रधान निर्धारक तत्व है।

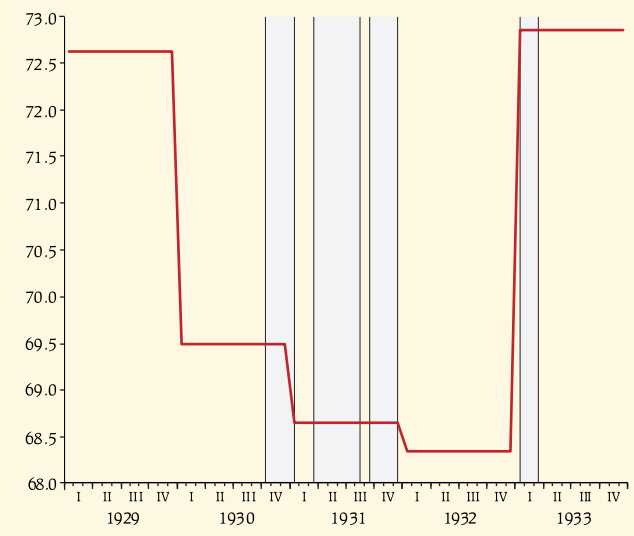
अब और तब के बीच एक चौथी समानता यह है कि दोनों घटनाओं से पहले आस्तिक-कीमत संबंधी तेजी और मंदी रही थी। 1920 के बाद के दशक में आवास संबंधी तेजी और मंदी रही तथा 1929 में वॉल स्ट्रीट संबंधी तेजी और अचानक गिरावट देखी गई (चार्ट 7 और 8)। हाल के संकट में सबप्राइम बंधक संबंधी आवास क्षेत्र की तेजी थी जिसका 2006 में विस्फोट हुआ और जिसने संकट को प्रेरित किया। 1920 के बाद के दशक के असमान 2000 के बाद

के दशक के शुरुआती वर्षों की तकनीकी क्षेत्र में तेजी (टेक बूम) ने किसी वित्तीय संकट को उत्पन्न नहीं किया (चार्ट 9 से 11)।

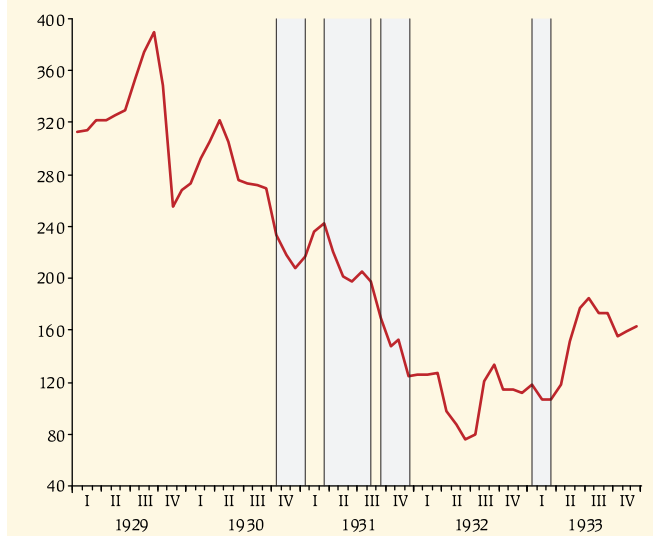
2.2 संकट की दोनों घटनाओं के बीच मुख्य अंतर बैंकिंग संकट के स्वरूप में था

1930 के बाद के दशक की घटना पुराने तरीके की चलनिधि आधारित बैंकिंग संकट की थी जो अंतिम उधारदाता के रूप में फेड की विफलता के कारण उत्पन्न हुआ था। तुलनात्मक रूप से हाल का संकट बीसवीं सदी के उत्तरार्ध में शोधनक्षमता के कारण उत्पन्न बैंकिंग संकट अधिक था। यद्यपि गैरी गॉर्टन (2010) ने एकदम सशक्त रूप

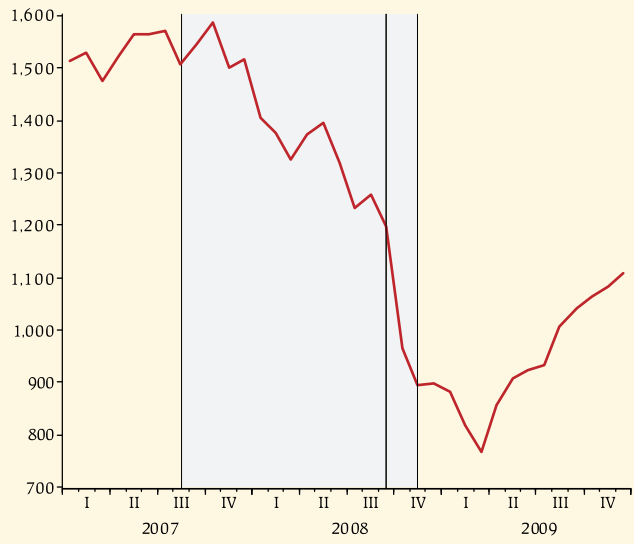
चार्ट 7 : वास्तविक आवास मूल्य 1929-33



चार्ट 9 : वास्तविक स्टॉक मूल्य 1929-33



चार्ट 10 : वास्तविक स्टॉक मूल्य 2007-2009

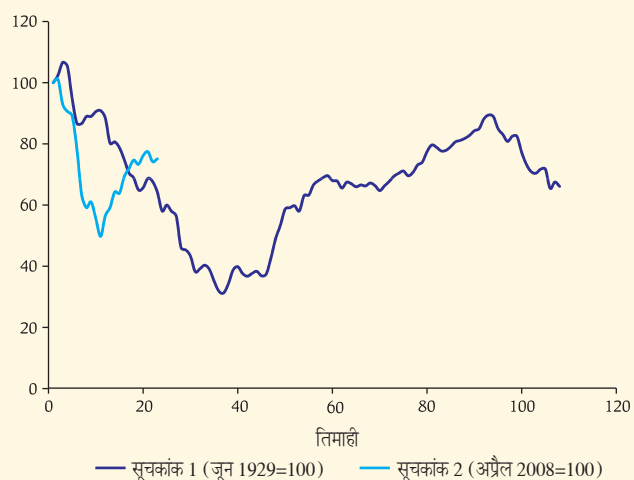


से यह तर्क दिया है कि रेपो बाजार और आभासी बैंकिंग प्रणाली के अन्य पहलुओं में पुराने ढंग का भय था।

1928 के प्रारंभ में शुरू होनेवाली वॉल स्ट्रीट की तेजी को रोकने के लिए फेडरल रिजर्व द्वारा अपनाया गया कठोर रवैया उस गिरावट का कारण बना जो अगस्त 1929 में प्रारंभ हुई जिसके बाद अक्टूबर में शेयर बाजार का अचानक पतन हुआ। फिर भी, वॉल स्ट्रीट का पतन ही महा मंदी के लिए कारण बना, इस धारणा का खंडन करने के लिए पर्याप्त सबूत है।

वास्तविक समस्या बैंकिंग संकटों की एक श्रृंखला के साथ सामने आई जो अक्टूबर 1930 में प्रारंभ हुई तथा मार्च 1933 के

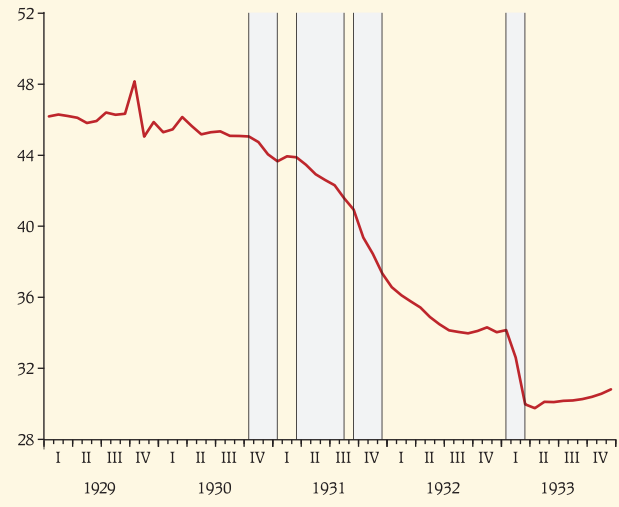
चार्ट 11 : विश्व इंडिक्सी बाजार



स्रोत : ऐशेनग्रोन बी.ओर के.एच. ओ'राउरके, 2009, 'ए टेल ऑफ टू डिप्रेशन' (दो मंदियों की कहानी) <kevin.orourke@tcd.ie>

चार्ट 12 : एम2 1929-33

महा मंदी के वित्तीय संकट : फ्रायडमैन और स्क्वार्ट्ज डेट्स

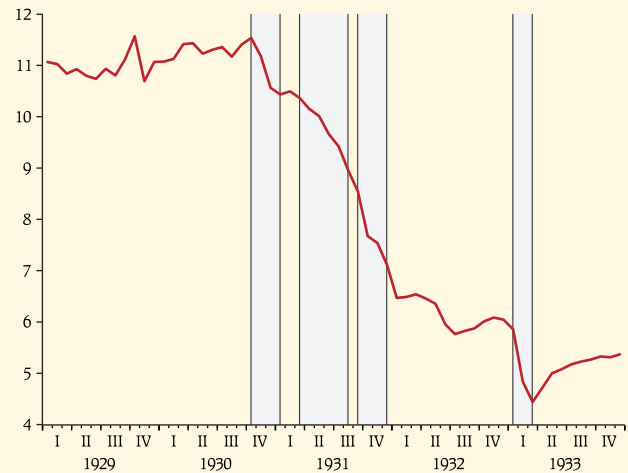


बैंकिंग अवकाश के साथ समाप्त हुई। मिल्टन फ्रायडमैन और अन्ना स्क्वार्ट्ज (1963) ने माना कि जमा मुद्रा और आरक्षित जमा निधि अनुपात घटाते हुए जो भय व्यक्त किया गया, उसने मुद्रा गणक को कम कर दिया और इस कारण से मुद्रा आपूर्ति को घटा दिया (चार्ट 12 से 16)।

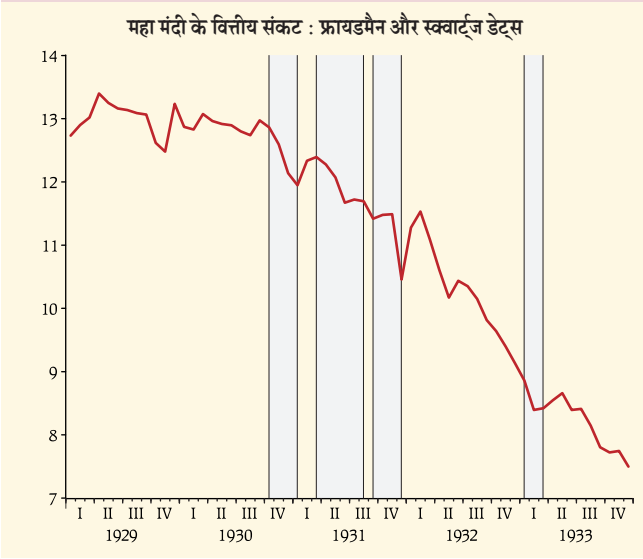
1930 में जो भय शुरू हुआ और 1931 में बदतर हुआ जब वह वैश्विक बन गया, उसने डर की संक्रामकता को प्रतिबिंबित किया क्योंकि जनसाधारण ने अपनी जमाराशियों को मुद्रा में परिवर्तित कर लिया अर्थात् उन्होंने मुद्रा का अपसंचय किया। जनता ने श्रृंखलाबद्ध रूप में बैंकिंग प्रणाली से भारी मात्रा में आकस्मिक आहरण किया जो बड़े पैमाने पर बैंक निलंबनों का कारण बना। आधुनिक अर्थ में

चार्ट 13 : संचलन में मुद्रा की तुलना में जमाराशियों का अनुपात 1929-33

महा मंदी के वित्तीय संकट : फ्रायडमैन और स्क्वार्ट्ज डेट्स



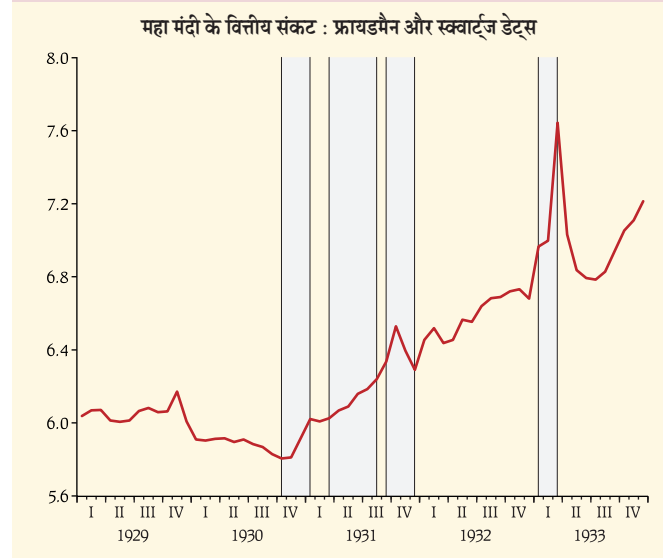
चार्ट 14 : आरक्षित निधियों की तुलना में जमाराशियों का अनुपात 1929-34



चलनिधि संबंधी एक बड़ी स्तब्धता की स्थिति बनी थी। मुद्रा आपूर्ति में गिरावट ने नकदी व्यय में कमी उत्पन्न की तथा मजदूरी/वेतन के अवरुद्ध हो जाने के कारण रोजगार और उत्पादन में गिरावट हुई।

बैंकों द्वारा अपनी अर्जक आस्तियों को आपात स्थिति में औने-पौने भाव बेचने तथा ऋण-अपस्फीति ने इस प्रक्रिया को और बिगाड़ दिया गया क्योंकि गिरती हुई कीमतों ने ऋण का वास्तविक भार बढ़ा दिया जिसके कारण प्रारंभ में सुदृढ़ तुलन-पत्रों से युक्त बैंक दिवालिया हो गए। बरनाके (1983) ने भी 1930 के बाद के दशक के बैंकिंग भय को महा संकुचन का प्रधान कारण माना। बैंकों की विफलताओं ने वित्तीय मध्यस्थता के तंत्र को बिगाड़ दिया। यह प्रभाव गुणवत्ता स्प्रेड

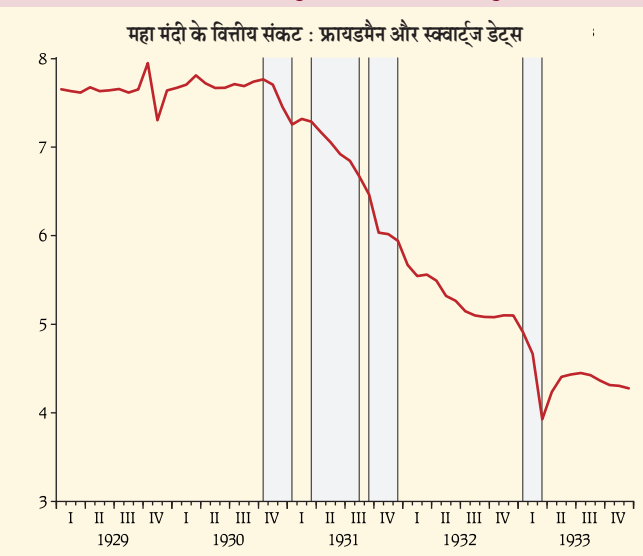
चार्ट 16 : मौद्रिक आधार 1929-33



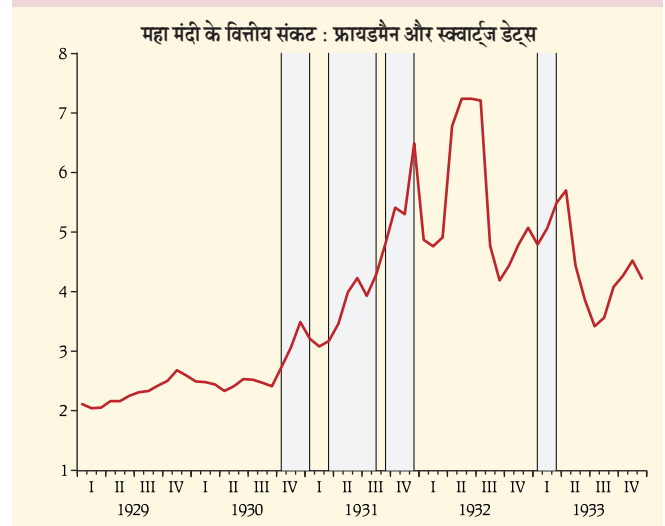
(दी बीएए न्यून 10 वर्षीय अमेरिकी खजाना बांड दर) में देखा जा सकता है (चार्ट 17)।

क्या 1930 के बाद के दशक के शुरुआती वर्षों में बैंक विफलताओं के समूह वास्तव में संक्रामक चलनिधि आघातों द्वारा प्रेरित थे जैसा कि फ्रायडमैन और स्क्वार्ट्ज (1963) ने तर्क किया अथवा क्या बैंक विफलताओं ने उस गिरावट की एक अंतर्जात प्रतिक्रिया को प्रतिबिंबित किया जो अन्य मौद्रिकेतर शक्तियों के कारण थी जैसा कि पीटर टेमिन (1976) द्वारा और हाल में चार्लेस कैलोमिरिस और जोसफ मैजन (2006) द्वारा माना गया है, इस पर काफी बहस विद्यमान है।

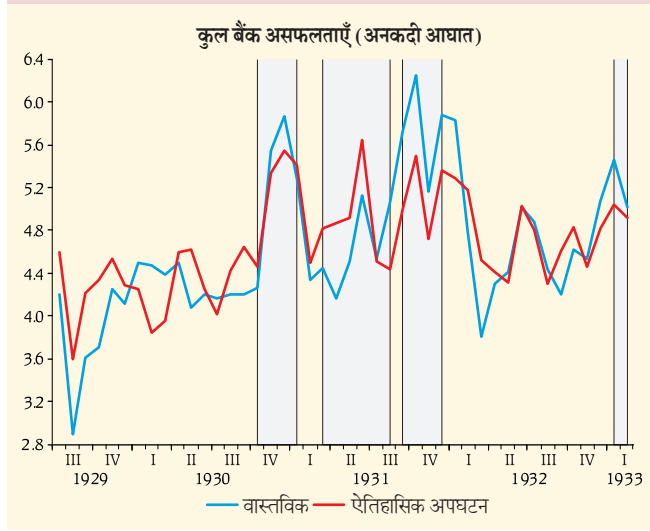
चार्ट 15 : मौद्रिक आधार की तुलना में एम2 का अनुपात 1929-33



चार्ट 17 : गुणवत्ता स्प्रेड (बीएए - 10 वर्षीय खजाना बिल) 1929-33



चार्ट 18 : कुल बैंक असफलताओं का ऐतिहासिक विस्तृत विवरण



1930 के बाद के दशक के शुरुआती वर्षों में घटित सभी बैंक विफलताओं के संबंध में नये पाये गये फेडरल रिजर्व बैंक परीक्षकों के विश्लेषणों का प्रयोग करते हुए गैरी रिचर्डसन (2007) द्वारा हाल में प्रस्तुत साक्ष्य से यह विदित हुआ है कि अनकदी आघात अधिकतर यह स्पष्ट करते हैं कि फ्रायडमैन और स्क्वार्ट्ज (1963) द्वारा पहचाने गए बैंकिंग भय वातायनों में क्या हुआ। बोर्डो और लेन (2010बी) ने यह पता लगाने के लिए कि क्या अनकदी अथवा दिवालियेपन सहित अन्य कारकों ने उक्त भयों को अधिकतर स्पष्ट किया है, 1930 के बाद के दशक के बैंकिंग भयों का एक अर्थमितीय अध्ययन संचालित किया।

हमने अनकदी, कुल बैंक विफलताओं, एम2, बेरोजगारी और गुणवत्ता स्प्रेड के कारण बैंक असफलताओं संबंधी डेटा का प्रयोग करते हुए एक संरचनात्मक वीएआर का अनुमान किया। चार्ट 18 उक्त वीएआर मॉडल के ऐतिहासिक विस्तृत विवरणों को दर्शाता है। ऐतिहासिक अपघटन अन्य परिवर्तियों को निरंतर धारित करते हुए एक परिवर्ती के प्रभाव को दर्शाने के द्वारा प्रतितथ्यपूर्ण प्रयोगों में लिप्त होने का एक साधन है। यह चार्ट दर्शाता है कि चलनिधि आघात सभी संकट वातायनों के लिए वास्तविक डेटा बिलकुल अच्छी तरह एकसमान रखता है।

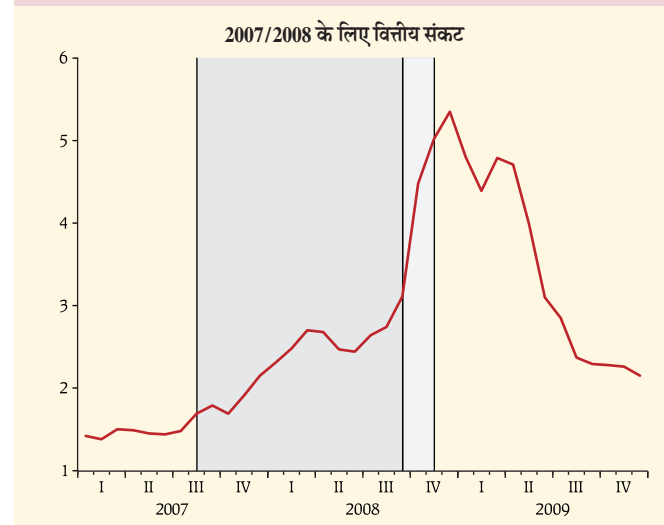
बैंकिंग भय का परिणाम फ्रायडमैन और स्क्वार्ट्ज (1963), मेल्ट्जर (2003), बरनाके (1983) और विकर (1996) के अनुसार यह है कि उन्होंने एक बड़ी फेड नीति की विफलता का प्रतिनिधित्व किया। फेड जिसकी स्थापना अधिकांशतः बैंकिंग प्रणाली के लिए अंतिम उधारदाता होने के लिए 1913 में की गई थी, अपने कर्तव्य-पालन में असफल रहा। फेड विस्तारक खुले बाजार की नीति का प्रयोग करते हुए उक्त महा संकुचन को रोक सकता था, जिस साधन से फेड के अधिकारी परिचित थे।

3. हाल का संकट

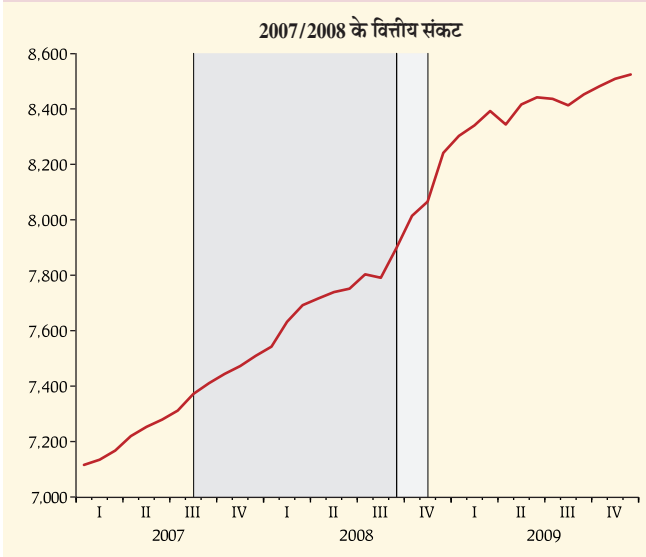
2007-2008 का संकट 1929-33 की तरह आस्ति-कीमत संबंधी तेजी के साथ प्रारंभ हुआ जो आगे चलकर ध्वस्त हो गई। सबप्राइम बंधक बाजार के पतन ने आभासी बैंकिंग प्रणाली में भय के लिए मार्ग प्रशस्त किया जिसे फेड द्वारा विनियमित नहीं किया गया और न ही वित्तीय सुरक्षा जाल द्वारा इसे सुरक्षा प्रदान की गई। ये संस्थाएँ (उदा. गोल्डमैन सैक्स, जेपी मॉर्गन, बेअर स्टेर्न्स, लेहमैन ब्रदर्स) जिनका विस्तार 1999 में उस डिप्रेशन एरा ग्लैस स्टेगाल एक्ट को निरस्त करने के बाद हुआ जिसने निवेश बैंकिंग को वाणिज्य बैंकिंग से अलग कर दिया था, पारंपरिक बैंकों से काफी अधिक उन्नयन से युक्त रहीं और ये जोखिम के प्रति काफी अधिक प्रवण थीं। जब संकट प्रारंभ हुआ तब वे प्रमुख रूप से डीलीवरेजिंग करने के लिए विवश हो गईं जिसमें एक पतनशील बाजार में आस्तियों की आपात बिक्री शामिल थी। इससे उनकी आस्तियों और अन्य संस्थाओं की आस्तियों का मूल्य कम हो गया। 1930 के बाद के दशक में इसी प्रकार का एक ऋणात्मक प्रतिसूचना पाश घटित हुआ था। गॉर्टन (2010) मानते हैं कि उक्त संकट रेपो बाजार में प्रारंभ हुआ था जिसके लिए अपारदर्शी (सबप्राइम) बंधक-समर्थित प्रतिभूतियों द्वारा संपार्श्विक जमानत दी गई थी जिनसे निवेश बैंकों और सर्वव्यापी बैंकों को निधियाँ प्रदान की गई थीं। यह रेपो संकट 2008 तक जारी रहा और तब इसने सितंबर 2008 में लेहमैन ब्रदर्स की असफलता के बाद एक निवेश/सर्वव्यापी बैंक संकट का रूप ग्रहण किया।

इस संकट ने ऋण की कमी की स्थिति बनाई जो एक गंभीर गिरावट का कारण बनी। इस ऋण संकट के प्रभाव 2008 की मंदी में गुणवत्ता स्प्रेड के चलते देखे जा सकते हैं। यह बिलकुल वैसा ही प्रतीत होता है जैसा कि 1931 में घटित हुआ था (चार्ट 19)। तथापि,

चार्ट 19 : गुणवत्ता स्प्रेड (बीए - 10 वर्षीय खजाना बिल) 2007-2008

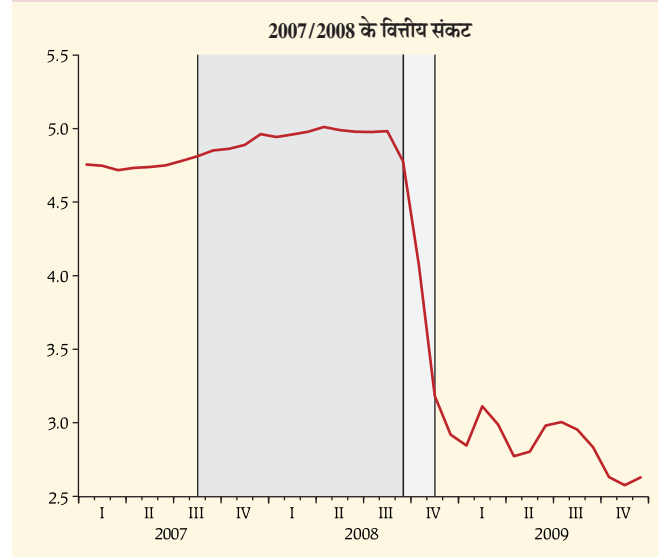


चार्ट 20 : एम2 2007-2008



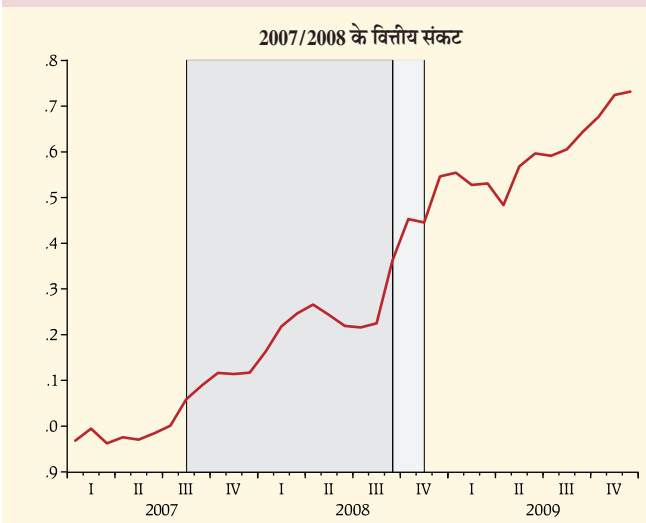
हाल का संकट संक्रामक बैंकिंग भय नहीं था। जमा-मुद्रा अनुपात में भारी कमी के कारण मुद्रा आपूर्ति में कोई गिरावट उत्पन्न नहीं हुई थी जैसा कि 1930 के बाद के दशक में घटित हुआ था। एम2 में कोई भारी गिरावट नहीं हुई। दरअसल उसमें वृद्धि हुई जो विस्तारक मौद्रिक नीति को प्रकट करती है (चार्ट 20)। जमा-मुद्रा अनुपात में बढ़ोतरी हुई (चार्ट 21)। वाणिज्य बैंकों से भारी मात्रा में कोई आकस्मिक आहरण नहीं किया गया क्योंकि जमाकर्ता यह जानते थे कि 1930 के बाद के दशक में बैंकों से जो आकस्मिक आहरण किये गये थे उनकी प्रतिक्रिया में 1934 में लागू किये गये फेडरल जमा बीमा द्वारा उनकी जमा राशियाँ सुरक्षित हैं। जमा-आरक्षित निधि अनुपात कम हो गया जिससे 1930 के बाद के दशक में घटित चलनिधि के लिए संघर्ष की

चार्ट 22 : आरक्षित निधियों की तुलना में जमा राशियों का अनुपात 2007-2008

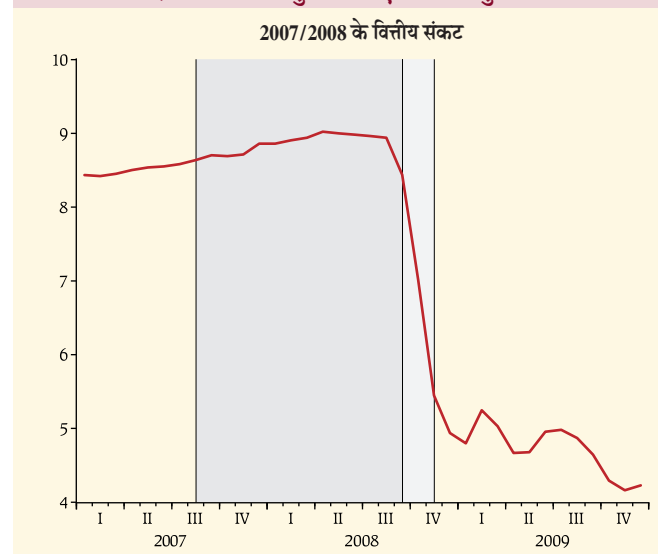


तुलना में बैंकों की अतिरिक्त आरक्षित निधियों में एक विस्तारक मौद्रिक नीति से प्रेरित वृद्धि प्रतिबिंबित हुई (चार्ट 22)। हाल के संकट में मुद्रा गुणक में कमी आई (चार्ट 23) जो मौद्रिक आधार में भारी विस्तार को सूचित करती है (चार्ट 24) जिसे फेड द्वारा 2008 में अपने तुलन-पत्र को दुगुना करने में देखा गया है। इसके अलावा, यद्यपि 2007-2010 के बीच कुछ ही बैंक विफल हुए थे, तथापि विफलताओं की संख्या और हानियों का आकार 1930 के बाद के दशक की अपेक्षा छोटा था। इस प्रकार हाल का वित्तीय संकट किसी फ्रायडमैन और स्कवार्ट्ज प्रकार के बैंकिंग भय से प्रेरित नहीं था। परंतु आभासी बैंकिंग प्रणाली में एक भय था तथा वह संक्रामक अनकदी विचारों के बजाय दिवालियेपन के द्वारा अधिक प्रेरित था।

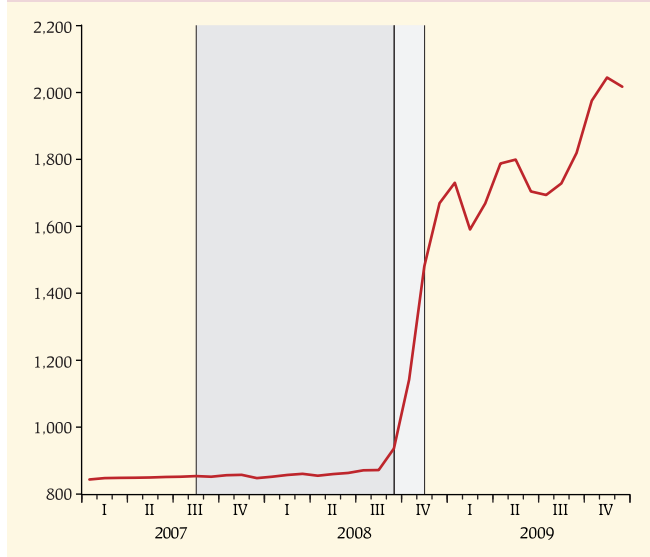
चार्ट 21 : संचलन में मुद्रा की तुलना में जमा राशियों का अनुपात 2007-2008



चार्ट 23 : मौद्रिक आधार की तुलना में एम2 का अनुपात 2007-2008



चार्ट 24 : मौद्रिक आधार 2007-2008



आस्तियों के समूह द्वारा प्रतिभूतियों के कीमत-निर्धारण की कठिनाई से उत्पन्न समस्या के संबंध में, जहाँ उक्त समूह के अलग-अलग घटकों की गुणवत्ता भिन्न-भिन्न है तथा जब तक प्रत्येक घटक का अलग से परीक्षण और मूल्यांकन नहीं किया जाता, वहाँ किसी वास्तविक कीमत का निर्धारण नहीं किया जा सकता। इसके परिणामस्वरूप ऋण बाजार, जो ऐसी वित्तीय फर्मों द्वारा सम्मुखीकृत थे जिनके संविभाग अनिश्चित मूल्य की प्रतिभूतियों से भरे हुए थे, यहाँ डेरिवेटिव्स इतने जटिल थे कि उनकी कीमत-निर्धारण करने की कला में महारत हासिल नहीं की गई थी, साथ ही, यह निर्धारित करने की असमर्थता की कठिनाई से ग्रस्त था कि कौन-सी फर्में शोधक्षम थीं और कौन-सी फर्में नहीं। ऋणदाता ऋण प्रदान करने के लिए अनिच्छुक थे जहाँ वे इस बात से आश्वस्त नहीं थे कि उधारकर्ता ऋण के लिए पात्र हैं। यह प्रतिभूतिकरण प्रक्रिया की एक गंभीर त्रुटि थी जो ऋण बाजार की गतिहीनता के लिए जिम्मेदार थी।

4. संकट के संबंध में प्रतिक्रिया

फेडरल रिजर्व ने 1930 के बाद के दशक के बैंकिंग भय से फ्रायडमैन और स्क्वार्ट्ज वाली शिक्षा ग्रहण की थी जो चलनिधि के लिए सभी प्रकार की माँगें पूरी करने के लिए विस्तारक खुले बाजार की नीति लागू करने के महत्त्व संबंधी थी (बरनाके, 2002)। हाल के संकट में फेड ने अत्यधिक विस्तारक नीति का संचालन 2007 की मंदी के समय में तथा 2008 के उत्तरार्ध से वर्तमान तक किया। फेड की नीति संभवतः 2008 की पहली तीन तिमाहियों के दौरान अत्यधिक सतर्कतापूर्ण थी जो उच्च वास्तविक ब्याज दरों और कुल मौद्रिक राशियों में सपाट वृद्धि में देखी गई थी (हेट्जेल, 2009)।

तथापि, 2008 की अंतिम तिमाही से लेकर वर्तमान तक फेड की नीति अत्यधिक विस्तारक रही है क्योंकि उसने फेडरल निधियों की दर को शून्य के नजदीक ला खड़ा किया तथा मात्रात्मक सरलीकरण की एक आक्रामक नीति का कार्यान्वयन प्रारंभ किया।

साथ ही, बरनाके (1983) की इस धारणा के आधार पर कि 1930 के बाद के दशक के बैंकिंग पतन ने ऋण आबंटन व्यवस्था की विफलता के लिए मार्ग प्रशस्त किया, फेड ने राजकोष के सहयोजन के साथ अपने बट्टा पटल पर विस्तारों का आधिक्य विकसित किया जिसका उल्लेख गुडफ्रेंड (2011) द्वारा ऋणनीति के रूप में किया गया जिससे ऋण बाजारों को मुक्त करने के लिए एक प्रयास के रूप में वस्तुतः हर प्रकार की संपार्श्विक जमानत को सम्मिलित किया जा सके।

अंततः हाल के संकट का एक और प्रमाणक जो महा संकुचन में मौजूद नहीं था, यह है कि फेड और अन्य अमेरिकी मौद्रिक प्राधिकारी आरंभिक और वास्तविक दिवालिया फर्मों के बेल-आउटों की शृंखला में व्यस्त थे जिन्हें इस प्रकार से संबद्ध माना गया कि वे विफल नहीं हो सकती थीं। इनमें सम्मिलित थे: मार्च 2008 में बेअर स्टेर्न्स, जुलाई 2008 में सरकार द्वारा प्रायोजित उद्यम (जीएसई)(फैनी माए और फ्रेडी मैक) और सितंबर में अमेरिकी अंतरराष्ट्रीय समूह (एआइजी)। सितंबर में लेहमैन ब्रदर्स को इस आधार पर विफल होने की अनुमति दी गई थी कि वह दिवालिया भी था और दूसरों के समान प्रणालीगत तौर पर महत्वपूर्ण नहीं था तथा उक्त घटना के बाद जैसा कहा गया था, फेड के पास उसे आर्थिक सहायता (बेल-आउट) प्रदान करने के लिए कानूनी प्राधिकार नहीं था।

वास्तव में, हाल के संकट की सबसे गहरी समस्या अनकदी की नहीं थी जैसी कि वह 1930 के बाद के दशक में थी, बल्कि दिवालियेपन की थी और विशेष रूप से प्रतिपक्षियों के दिवालियेपन के भय की थी। नवंबर 1930 में प्रतिनिधियों द्वारा प्रेरित बैंकिंग भय में इसकी प्रतिध्वनियाँ थीं (रिचर्डसन 2006)। परंतु 1930 के बाद के दशक से बहुत भिन्न रूप में 'इतने बड़े कि विफल नहीं हो सकते' (टू-बिग-टू-फेल) वाले सिद्धांत, जो 1980 के बाद के दशक में विकसित हुआ था, ने यह सुनिश्चित किया कि मौद्रिक प्राधिकारी ऐसी दिवालिया बड़ी वित्तीय फर्मों को बेल-आउट प्रदान करेंगे जिनके बारे में मान लिया गया था कि वे आपस में इतनी अधिक संबद्ध थीं कि विफल नहीं हो सकतीं। यह अनकदी, परंतु शोधक्षम बैंकों को चलनिधि उपलब्ध कराने के लिए बेगहॉट के मूल नियम-निर्धारण से नाटकीय रूप से प्रस्थान है। यह नये प्रकार का प्रणालीगत जोखिम नैतिक संकट तथा भावी वित्तीय संकटों और बेल-आउटों की आशंका (स्पेक्टर) पैदा करता है।

इस प्रकार, महा मंदी के अनुभव से सीखी हुई आक्रामक मौद्रिक नीति की नीतिगत प्रतिक्रिया ने वास्तविक अर्थव्यवस्था पर वित्तीय संकट के प्रभाव को कम करने में अत्यंत सहायता की। लेकिन दोनों घटनाओं के बीच प्रणालीगत जोखिम के स्रोतों में काफी अंतर है: तब एक संक्रामक बैंकिंग भय था तथा हाल में दिवालियेपन से प्रेरित प्रतिपक्षी जोखिम की समस्या है।

मौद्रिक प्राधिकारी यह देर से समझ सके कि दिवालियापन प्रधान मुद्दा रहा है। एक बार इसे समझ लेने पर उन्होंने उन संस्थाओं को आर्थिक सहायता (बेल-आउट) प्रदान की जिनके संबंध में मान लिया गया कि वे परस्पर इस प्रकार संबद्ध थीं कि विफल नहीं हो सकतीं। 1930 के बाद के दशक में अमरीका में इस सिद्धांत का अनुसरण नहीं किया गया था। अमरीका में दिवालिया बैंक, जो देश के सबसे बड़े बैंकों में से एक था, को विफल होने दिया गया।

5. भविष्य के लिए मौद्रिक नीति के प्रधान अत्यावश्यक मुद्दे

पहला मुद्दा निर्गम की कार्यनीति है अर्थात् फेडरल रिजर्व को अपने वर्तमान रुख से कब वापस आना चाहिए जहाँ दीर्घकालिक संवृद्धि और निम्न मुद्रास्फीति के अनुरूप फेडरल निधियों की दर शून्य से एक तक के निकट है ? निर्गम के संबंध में मौद्रिक नीति जिन जोखिमों का सामना करती है वे दो प्रकार के हैं: बहुत जल्दी सख्ती बरतना और दोहरे झुकाव वाली गिरावट निर्मित करना जैसा कि 1937-38 में घटित हुआ था; तथा बहुत देर से सख्ती बरतना जिससे मुद्रास्फीतिकारी अनुमान तेजी से बढ़ सकें। त्रुटि के प्रत्येक प्रकार के अनेक उदाहरण हैं।

1920 से लेकर फेडरल रिजर्व के निर्गमों के इतिहास के संबंध में जॉन लैंडन लेन के साथ प्रस्तुत मेरे आलेख (2010 सी) में यह कहा गया है कि द्वितीय विश्वयुद्धोत्तर काल में जब बेरोजगारी चरम पर पहुँच गई तब फेड प्रायः सख्ती बरतने लगा तथा मुद्रास्फीति के फिर से सामने आने के बाद यह सख्त रवैया अक्सर अपनाया गया। हमने पाया कि बेरोजगारी चरम पर पहुँचने के दो तिमाहियों के बाद अक्सर सख्त नीति अपनाई गई। यह संदिग्ध प्रतीत होता है कि ऐसा घटित होगा क्योंकि बेरोजगारी अभी 8 प्रतिशत से अधिक है। वास्तव में राजनैतिक दबाव और उस तरीके से जिससे फेड ने अपने दोहरे अधिदेश की व्याख्या की, संभवतः यह सुनिश्चित किया जाएगा कि फेड 2013 से पहले सख्ती शुरू नहीं करेगा तथा इसके अलावा फेड ने यह संकेत दिया है कि वह अपनी नीतिगत दर 2014 तक निम्न रखेगा। परंतु पिछली दो बेरोजगारी से युक्त पुनःप्राप्तियों से प्राप्त शिक्षा यह है कि फेड ने ब्याज दरों को लंबी अवधि के लिए बहुत कम रखा जिसके कारण पहले 1994 में मुद्रास्फीति की समस्या उत्पन्न हुई और फिर तेकीला संकट तथा दूसरे, 2000 के बाद के

दशक में आवास क्षेत्र में तेजी आ गई। इसके अतिरिक्त, जहाँ तक मंद गति से युक्त पुनःप्राप्ति आवास बाजार में विद्यमान समस्याओं को प्रतिबिंबित करती है, यह स्पष्ट नहीं है कि मौद्रिक नीति इससे और अधिक क्या कर सकती है। क्या इतिहास अपने आपको दोहराएगा ? मेरा अनुमान है कि वह अपने आपको दोहराएगा।

2008 के बेल-आउटों से उत्पन्न होनेवाला अत्यावश्यक मुद्दा यह है कि भविष्य में विफल न होनेवाली बड़ी संस्थाओं का सिद्धांत ऐसी फर्मों द्वारा अत्यधिक जोखिम उठाने के लिए प्रेरणा देगा तथा भावी संकटों और बेल-आउटों के लिए मार्ग प्रशस्त करेगा। यह जुलाई 2010 में पारित और अभी पूरी तरह कार्यान्वित किये जाने के लिए विद्यमान हाल के डॉड-फ्रैंक वॉल स्ट्रीट रिफार्म एण्ड प्रोटेक्शन एक्ट को प्रेरित करनेवाली बहस में चिंता की एक प्रमुख बात थी। इस अधिनियम ने फेडरल रिजर्व बोर्ड, राजकोष, प्रतिभूति और विनिमय आयोग और अनेक अन्य वित्तीय एजेंसियों से सदस्यों को लेते हुए बनी एक वित्तीय स्थिरता पर्यवेक्षण परिषद का गठन करते हुए विफल न होनेवाली बड़ी संस्थाओं की उक्त समस्या का समाधान करने का प्रयास किया। इस परिषद को समूची वित्तीय प्रणाली में उभरनेवाले जोखिमों की पहचान करने और उनके लिए प्रतिक्रिया व्यक्त करने का कार्यभार दिया गया। यह परिषद बैंकों को बहुत बड़े बनने और प्रणालीगत तौर पर परस्पर संबद्ध होने से रोकने के लिए पूँजी और लीवरेज तथा अन्य अपेक्षाओं के लिए अधिकाधिक कठोर नियम लागू करने की सिफारिशें फेडरल रिजर्व को करेगी। यह देखना होगा कि क्या भावी संकटों को रोकने में यह प्रभावी होगा अथवा नहीं।

1930 के बाद के दशक के वित्तीय सुधार (फेडरल जमा बीमा, ग्लैस-स्टेगल अधिनियम और ब्याज दर संबंधी उच्चतम सीमाएँ) उन समस्याओं को रोकने के लिए अभिकल्पित किये गये थे जिनके संबंध में यह समझा गया था कि उन्होंने महा मंदी का निर्माण किया। वे तीन दशकों से अधिक समय के लिए एक स्थिर, परंतु दमित वित्तीय प्रणाली का निर्माण करने में सफल रहे। 1960 के बाद के दशक के उत्तरार्ध में प्रारंभ करते हुए बढ़ती हुई मुद्रास्फीति, वित्तीय भूमंडलीकरण तथा नियंत्रणों को रोकने के लिए वित्तीय नवोन्मेषण ने इस व्यवस्था के काफी अंश को अप्रचलित बना दिया। वित्तीय नवोन्मेषण तथा वित्तीय बाजारों और संस्थाओं के प्रचुर मात्रा में उद्भव और विस्तार के साथ ही वित्तीय संकट की समस्या फिर से सामने आई है। उक्त ऐतिहासिक अनुभव यह संकेत करता है कि वित्तीय संकटों का उन्मूलन इतनी आसानी से नहीं हो सकता।

संदर्भ

बरनाके, बेन (1983), 'महा मंदी के प्रसार में वित्तीय संकट के मौद्रिकेतर प्रभाव', *अमेरिकन इकोनॉमिक रिव्यू*, खंड 73, पृष्ठ 257-76।

बरनाके, बेन (2002), 'मिल्टन फ्रायडमैन के नब्बेवें जन्मदिवस पर', यूनिवर्सिटी ऑफ शिकागो में दिया गया भाषण, 8 नवंबर 2002।

बोर्डो, माइकेल और जॉन लंडन-लेन (2010 क), '2007-2008 का वैश्विक वित्तीय संकट : क्या यह अभूतपूर्व है ?', *एनबीईआर वर्किंग पेपर* सं. 16589।

----- (2010 बी), '2007-2008 के वित्तीय संकट के लिए 1930 के बाद के दशक में अमरीका में बैंकिंग भय से सीख', *एनबीईआर वर्किंग पेपर* सं. 16365।

----- (2010 सी), 'गिरावटों से निर्गम : अमेरिकी अनुभव 1920-2007', *एनबीईआर वर्किंग पेपर* सं. 15731।

बोर्डो, माइकेल और जोसफ हाउब्रिच (2011), 'गहरी गिरावटें, तेज पुनःप्राप्तियाँ और वित्तीय संकट : अमेरिकी अभिलेख से साक्ष्य', फेडरल रिजर्व बैंक ऑफ क्लीवलैंड (मीमियो)।

कैलोमिरिस, चार्लेस और जोसफ मैजन (2003), 'मूलभूत तत्व, भय और मंदी के दौरान बैंक विपत्ति', *अमेरिकन इकोनॉमिक रिव्यू*, खंड 93(5), पृष्ठ 1615-47।

कोल, हाल और ली ओहानियन (2004), 'नई सौदा नीतियाँ और महा मंदी का सातत्य : एक सामान्य साम्य विश्लेषण', *जर्नल ऑफ पोलिटिकल इकोनॉमी*, खंड 112, पृष्ठ 779-816।

फ्रायडमैन, मिल्टन और अन्ना जे. स्क्वार्ट्ज (1963), *ए मॉनिटरी हिस्टरी ऑफ दी युनाइटेड स्टेट्स*, प्रिन्सटन : प्रिन्सटन यूनिवर्सिटी प्रेस।

गुडफ्रेंड, मार्विन (2011), 'ऋण विक्षोभ में केंद्रीय बैंकिंग : फेडरल रिजर्व प्रथा का एक आकलन', *जर्नल ऑफ मॉनिटरी इकोनॉमिक्स*, खंड 58, पृष्ठ 1-12।

गॉर्टन, गैरी (2010), *अदृश्य हस्त से चेहरे पर थप्पड़ : बैंकिंग और 2007 का भय*, ऑक्सफोर्ड यूनिवर्सिटी प्रेस।

हेटजेल्, रॉबर्ट (2009), '2008-2009 की गिरावट में मौद्रिक नीति', *फेडरल रिजर्व बैंक ऑफ रिचमॉंड रिव्यू*, सितंबर।

मेल्टजेर, अल्लन (2003): *फेडरल रिजर्व का एक इतिहास*, खंड I, यूनिवर्सिटी ऑफ शिकागो प्रेस।

राइनहार्ट, कैरमैन और केनेथ रोगोफ (2009), *यह समय भिन्न है : वित्तीय मूर्खता की आठ सदियाँ*, प्रिन्सटन यूनिवर्सिटी प्रेस।

रिचर्डसन, गैरी (2006), 'प्रतिनिधि समाशोधन और महा मंदी के बैंकिंग भय', *एनबीईआर वर्किंग पेपर* सं. 12716।

----- (2007), 'महा मंदी, 1920-1935 के दौरान बैंकिंग विपत्ति की श्रेणियाँ और कारण : अनकदी बनाम दिवालियापन की बहस पुनःसमीक्षित', *एक्सप्लोरेशन्स इन इकोनॉमिक हिस्टरी*, खंड 44, सं. 4, अक्टूबर, पृष्ठ 588-607।

टेमिन, पीटर (1976), *क्या महा मंदी का कारण मौद्रिक शक्तियाँ थीं ?* न्यूयार्क : डब्ल्यू.डब्ल्यू. नॉर्टन।

विकर, एलमस (1996), *महा मंदी के बैंकिंग भय*, न्यूयार्क : कैंब्रिज यूनिवर्सिटी प्रेस।