

## उभरती अर्थव्यवस्थाओं में केंद्रीय बैंकिंग : उभरती चुनौतियाँ \*

दुव्वुरी सुब्बाराव

सर्वप्रथम मैं युरोपियन इकोनॉमिक्स एंड फाइनेंशियल सेंटर को धन्यवाद देता हूँ कि उन्होंने मुझे लक्ष्यप्रतिष्ठ वक्ताओं के सेमिनार में बोलने के लिए आमंत्रित किया। यह मेरे लिए सम्मान का विषय है और मैं इसे मूल्यवान मानता हूँ।

### केंद्रीय बैंक - विजय और मुसीबत

2. संकट के पूर्व के वर्षों में, केंद्रीय बैंक एक विजयी की मुद्रा में दिखते थे। व्यापक नरमी, जिसका वे श्रेय लिया करते थे, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में स्थिर वृद्धि और न्यून मुद्रास्फीति तथा उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) में तेज वृद्धि और स्थिर मुद्रास्फीति ले कर आयी। इस सौम्य वातावरण ने इस विचार के चतुर्दिक यह मतैक्य स्थापित किया कि केंद्रीय बैंकिंग में सर्वोत्तम प्रथा है एकल लक्ष्य (मूल्य स्थिरता) का अनुसरण एकल लिखत (अल्पावधि नीति-ब्याज-दर) के सहारे करना। केंद्रीय बैंक सोचते थे कि उन्होंने 'होली ग्रेल' का पता लगा लिया है।

3. ऐसा लगता है कि उन्होंने अपनी विजय-घोषणा जल्दी कर दी थी। इसी समय आये संकट ने केंद्रीय बैंकिंग के एकल लक्ष्य वाले पुराने सिद्धांत को चुनौती दे डाली। इसने यह भी दिखाया कि केंद्रीय बैंक की विफलता इस बात में थी कि वे तेजी से बढ़ते जाते वैश्विक असंतुलन को ठीक नहीं कर पाये और अपने विनियमन को वित्तीय नवोन्मेष के साथ गतिवान नहीं कर पाये। वस्तुतः कुछ लोग तो यह भी तर्क प्रस्तुत करते हैं कि लंबी अवधि तक रहने वाली स्थिर वृद्धि और न्यून मुद्रास्फीति की स्थिति ने केंद्रीय बैंकों को उस कटु अस्थिरता को देखने नहीं दिया, जो वैश्विक वित्तीय प्रणाली में जोर पकड़ रही थी।

4. इस संकट ने एक जोरदार बहस की शुरुआत की है कि केंद्रीय बैंको को इस संकट से क्या सबक लेना चाहिए और उन्हें इस पर किस प्रकार प्रतिक्रिया करनी चाहिए। इस बहस ने कुछ

\* 17 जुलाई 2013 को युरोपियन इकोनॉमिक्स एंड फाइनेंशियल सेंटर, लंदन में डॉ.दुव्वुरी सुब्बाराव, गवर्नर, भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा दिया गया भाषण

महत्वपूर्ण प्रश्न खड़े किये हैं : (i) क्या केंद्रीय बैंकों को शुद्ध मुद्रास्फीति-लक्ष्य पर टिके रहना चाहिए? (ii) यदि नहीं, तो क्या उनका वस्तुनिष्ठ कार्य संपदा क्षेत्र वैरिएबलों को भी सम्मिलित करे? (iii) आस्ति-कीमतों में अत्यधिक तेजी को रोकने में केंद्रीय बैंकों की भूमिका क्या है? (iv) वित्तीय स्थिरता के संबंध में उनका उत्तरदायित्व क्या हो? (v) क्या केंद्रीय बैंक के विनियामक और बैंकों का पर्यवेक्षक होने के बीच सहक्रिया होती है? (vi) क्या वित्तीय स्थिरता के लिए उनका उत्तरदायित्व उनकी स्वायत्ता को संकटग्रस्त करेगा? (vii) विनियामकों और सरकार के बीच समन्वय के लिए क्या संस्थागत व्यवस्था होनी चाहिए?

5. वस्तुतः, प्रश्नों की यह एक लंबी सूची है। भले ही इस समय इनका कोई निश्चयात्मक उत्तर नहीं दिया जा सकता हो, कतिपय उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की सरकारों ने आगे बढ़ कर अपने विनियामक शिल्प की पुनः डिजाइन बनाना आरंभ किया है और इस प्रक्रिया में अपने केंद्रीय बैंकों के लिए अधिदेशों को पुनः परिभाषित करना शुरू किया है।

### ईएमई में केंद्रीय बैंकिंग

6. क्या ईएमई के केंद्रीय बैंक इन्हीं प्रश्नों से जूझ रहे हैं? मोटे तौर पर इसका उत्तर 'हाँ' में होगा, यद्यपि उनके मामले में प्रश्न और उत्तर, दोनों ही कुछ अलग होंगे। ऐसा क्यों है, इसे समझने के लिए कुछ संदर्भ पर ध्यान देना आवश्यक होगा।

7. ईएमई के केंद्रीय बैंक परंपरागत रूप से उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के केंद्रीय बैंक मॉडल से एक महत्वपूर्ण ढंग से अलग दिखते रहे हैं। उनके अधिदेशों का विस्तार विशिष्ट रूप से मूल्य स्थिरता से ले कर वृद्धि के समर्थन तक और बाह्य क्षेत्र प्रबंधन तक किया गया है। अलग-अलग रूपों और अंशों में वित्तीय स्थिरता के लिए भी वे जिम्मेदार होते हैं। इसके अतिरिक्त, इनमें से अनेक को विकास संबंधी अधिदेश भी दिया गया है - संस्थाओं का निर्माण करना, वित्तीय बाजारों को सघन बनाना, वित्तीय क्षेत्र आधारिकी को आधुनिक बनाना और वित्तीय समावेशन को आगे बढ़ाना।

सोचें दुनिया भर की, करें अपने घर की

8. इस अंतर को देखते हुए, ईएमई में अपने केंद्रीय बैंकों के लिए अभीष्ट संस्थागत डिजाइन के बारे में कोई तयशुदा मत नहीं था। संकट के पूर्व के वर्षों में, एक मत जोर पकड़ रहा था कि ईएमई के केंद्रीय बैंकों के लिए आगे का रास्ता उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के केंद्रीय बैंकों का न्यूनतमवादी मॉडल अपनाने की ओर जाता है। अब उस न्यूनतमवादी मॉडल की गुत्थी

सुलझने के बाद लोग दुबारा सोचने लगे हैं कि क्या यही सर्वोत्तम भावी मार्ग है। वे इस तथ्य के प्रति संवेदनशील हैं कि वैश्विक बहस के मुद्दे उनके लिए प्रासंगिक हैं; लेकिन वे यह भी महसूस करते हैं कि उन्हें संकट से मिले सबक को अपने विशिष्ट समष्टिआर्थिक एवं संस्थागत संदर्भ के अनुकूल बनाना होगा।

9. ईएमई के केंद्रीय बैंकों के सामने क्या चुनौतियाँ हैं, जब वे इस कार्य को आरंभ करेंगे? इसके संबंध में उभर रहे मुद्दे क्या हैं? मैं इसी पर अपना ध्यान केंद्रित करना चाहता हूँ। मैं पाँच विशिष्ट मुद्दों पर ध्यान दूँगा।

### I. वृद्धि-मुद्रास्फीति स्त्री छुरे की धार पर चलना

10. ईएमई में वृद्धि-मुद्रास्फीति संतुलन का प्रबंध करना विशेष रूप से एक जटिल समस्या है, जिसके अनेक कारण हैं। सबसे महत्वपूर्ण यह तथ्य है कि ईएमई में आपूर्ति-जन्य आघात, विशेष रूप से खाद्यान्न और ईंधन के क्षेत्र में, परंपरागत रूप से मुद्रास्फीति के चालक बने रहे हैं। मुद्रास्फीति की इस प्रकार की आपूर्ति-जन्य आघात की घटना के प्रति मौद्रिक नीति किस प्रकार प्रतिक्रिया करेगी?

11. पाठ्यपुस्तक अर्थशास्त्र हमें बताता है कि आपूर्ति-जन्य आघात अल्पकालिक होता है, अतः मौद्रिक नीति को इस पर प्रतिक्रिया करने की जरूरत नहीं है; दूसरी ओर, यदि आपूर्ति-जन्य आघात सरचनात्मक स्वरूप का हो, तो यह साधारणीकृत मुद्रास्फीति की अगुआई कर सकता है - पहले दौर में उच्चतर निविष्टि लागत के रूप में और दूसरे दौर में मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं और मजदूरी संबंधी मोल-तोल के माध्यम से। आपूर्ति की तुलना में माँग अधिक होने की स्थिति में मुद्रास्फीति का साधारणीकरण तेजी से हो सकता है, यदि उसे प्रगामी मुद्रास्फीति विरोधी मौद्रिक नीति दृष्टिकोण के माध्यम से रोका नहीं जाये। संक्षेप में, जब आपूर्ति-जन्य आघात मुद्रास्फीति के प्रमुख घटक पर प्रभाव डालते हों, तब मौद्रिक नीति को प्रतिक्रिया करनी चाहिए। यह निश्चित करना कि आपूर्ति-जन्य आघात अल्पकालिक है या संरचनात्मक स्वरूप के हैं, बहुधा चुनौती के रूप में ईएमई के केंद्रीय बैंकों के सामने आते हैं। यहाँ टाइप I और टाइप II भूलों<sup>1</sup>, दोनों की संभावना होती है और

<sup>1</sup> टाइप 1 : उस आघात के प्रति मौद्रिक नीति की कोई प्रतिक्रिया नहीं, जो संरचनात्मक स्वरूप का लगता हो।

टाइप 2 : जो आघात अल्पकालिक स्वरूप का लगे, उसके प्रति आक्रामक मौद्रिक नीति प्रतिक्रिया।

इनमें से किसी टाइप की भूल पूर्वनिश्चित वृद्धि और कल्याण-कार्य की क्षति के संदर्भ में महँगी साबित हो सकती है।

12. अन्य महत्वपूर्ण कारण, कि क्यों ईएमई में वृद्धि-मुद्रास्फीति संतुलन का प्रबंध करना एक बड़ी चुनौती है, यह है कि उनके यहाँ तुलनात्मक रूप से निर्धनता का उच्च स्तर है। जैसाकि हम जानते हैं, मुद्रास्फीति एक अवरोही कर होता है, और यह गरीबों के लिए सर्वाधिक पीड़ादायक होता है। दूसरी ओर, गरीबी कम करने का सबसे कारगर तरीका होता है वृद्धि को बढ़ाया जाना। लेकिन उच्चतर वृद्धि मूल्य स्थिरता के वातावरण में ही धारणीय बन सकती है। मुद्रास्फीति से संघर्ष करने और वृद्धि का समर्थन करने के बीच सही संतुलन स्थापित करना एक जटिल चुनौती है, जिसका सामना ईएमई के केंद्रीय बैंक कर रहे हैं।

13. संभावित उत्पादन का अनुमान लगाना एक अन्य कारक होता है, जो ईएमई में वृद्धि-मुद्रास्फीति संतुलन का प्रबंध करने को जटिल बना देता है। सब जगह यह एक कठिन कार्य होता है, लेकिन ईएमई में यह विशेष रूप से कठिन होता है, क्योंकि वहाँ क्षमता का अल्प उपयोग आपूर्ति-बाध्यताओं के साथ-साथ विद्यमान होता है। परिणामस्वरूप, उत्पादन अंतराल और उसमें सम्मिलित अधिक माँग के लिए सही अनुमान लगाना कठिन होता है, जो मौद्रिक नीति को नपा-तुला बनाने की चुनौती को अधिक जटिल बना सकता है।

14. मैं अनेक प्रकार के उदाहरण देकर यह स्पष्ट कर सकता हूँ कि किस प्रकार ईएमई में वृद्धि-मुद्रास्फीति का गतिसिद्धांत संरचनात्मक एवं विश्लेषणात्मक रूप से उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में भिन्न है। वास्तविकता यह है कि ईएमई के केंद्रीय बैंकों को वृद्धि-मुद्रास्फीति रूपी छुरे की धार पर चलना होता है, जिसमें उन्हें उन्नत अर्थव्यवस्था के केंद्रीय बैंकों की तुलना में अधिक विवेक एवं सावधानी का प्रयोग करना होता है, जिसके अनेक ज्ञात अज्ञात और अनेक अज्ञात अज्ञात कारण होते हैं।

### II. वैश्वीकृत होते विश्व में केंद्रीय बैंकिंग असंभव ट्रिनिटी का प्रबंध करना

15. अब मैं दूसरे मुद्दे पर चर्चा करूँगा, जो यह है कि वैश्वीकरण ने किस प्रकार ईएमई के केंद्रीय बैंकों के लिए समष्टिआर्थिक प्रबंध को जटिल बना दिया है, जैसाकि वस्तुतः इस संकट द्वारा प्रदर्शित हुआ है।

16. जैसे ही संकट उपस्थित हुआ, यह दुर्घर्ष रूप से सब-प्राइम अमरीकी बाजार से पूरी दुनिया में वित्तीय बाजारों तक फैल गया, जिसने इस तथ्य को प्रदर्शित किया कि राष्ट्रीय वित्तीय प्रणालियाँ

एक दूसरे से अंतर्संबद्ध होती है और बाह्य गतिविधियों का असर घरेलू नीतिगत कार्रवाइयों पर पड़ता है। महत्वपूर्ण रूप से, केंद्रीय बैंकों ने यह पाया कि रुझान और विश्वास सभी देशों में सहसंबंध रखते हैं।

17. वैश्वीकृत होते विश्व में, बाह्य गतिविधियाँ घरेलू अर्थव्यवस्था को जटिल, अनिश्चित और मनमाने ढंग से प्रभावित करती है। ईएमई केंद्रीय बैंकों को इन अंतःक्रियाओं की और गहरी समझ रखने की आवश्यकता है। कुछ ऐसी सरणियाँ, जिनके माध्यम से सीमापार संचरण होता है, काफी परिचित हैं - वैश्विक कीमतें, जिनमें पण्य कीमत में उतार-चढ़ाव शामिल है; पूँजी प्रवाह; आस्ति-कीमतों का तगड़ा सहसंचलन; प्रमुख अंतरराष्ट्रीय मुद्राओं की विनिमय दरें; और केंद्रीय बैंकों की ब्याज दर नीतियाँ। कुछ संचरण सरणियाँ कम परिचित होती हैं। उदाहरण के लिए, इस संकट ने दर्शाया है कि विनियामक प्रणालियों में अंतर भी अंतर-पणन आधारित कार्रवाई को प्रेरित कर सकता है और घरेलू नीतियों की प्रभावोत्पादकता को कम कर सकता है।

#### असंभव ट्रिनिटी

18. वैश्वीकृत होते विश्व में मौद्रिक नीति निष्पण की चुनौती को 'असंभव ट्रिनिटी' ट्राइलेमा के माध्यम से सबसे अच्छे तरीके से समझा जा सकता है। यह ट्राइलेमा दावे के साथ कहता है कि कोई देश एक साथ मुक्त पूँजी प्रवाह, नियत विनिमय दर और स्वतंत्र मौद्रिक नीति के सभी तीन लक्ष्यों को बनाये नहीं रख सकता है।

19. 'असंभव ट्रिनिटी ट्राइलेमा' के देखते हुए, देशों ने अलग-अलग विकल्प चुने हैं। सर्वाधिक सामान्य विकल्प, जो सभी उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के लिए विशिष्ट है, वह यह है कि नियत विनिमय दर की बात छोड़ दी जाये, ताकि एक स्वतंत्र मौद्रिक नीति के साथ मुक्त अर्थव्यवस्था चलायी जाये। दूसरी ओर, जिन अर्थव्यवस्थाओं ने एक मजबूत स्तंभ अपनाया है, वे मौद्रिक नीति की स्वतंत्रता की बात नहीं करते हैं। ऐसे उदाहरणों में हांगकांग और एक समय अर्जेंटीना द्वारा स्थापित मुद्रा बोर्ड हैं।

20. उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में, जिन्होंने एकाधिकारवादी समाधान को चुना है, उभरती अर्थव्यवस्थाओं ने यहां विशिष्ट रूप से बीच के समाधान को चुना है, जिसमें उन्होंने समग्र समष्टिआर्थिक फायदा अधिक से अधिक उठाने की दृष्टि से प्रत्येक वैरिएबल की कुछ नमनीयता को छोड़ दिया है।

#### असंभव ट्रिनिटी के प्रति भारत का दृष्टिकोण

21. भारत में भी हमने 'असंभव ट्रिनिटी' के संबंध में बीच का समाधान चुना है, जिसकी परिरेखा निम्नवत है : (i) हम

अपनी विनिमय दर को अधिकतर बाजार द्वारा निर्धारित किये जाने के लिए छोड़ देते हैं, लेकिन अस्थिरता बढ़ने पर और/अथवा समष्टिआर्थिक स्थिरता में व्यवधान आने पर हम बाजार में हस्तक्षेप करते हैं; (ii) हमारा पूँजीगत लेखा केवल अंशतः खुला है; जबकि विदेशी लोग हमारे इक्विटी बाजारों में स्वच्छंद पहुँच रखते हैं, ऋण बाजारों तक पहुँचना प्रतिबंधित है; निवासी कारपोरेट और व्यक्ति निवेश की दृष्टि से कितनी निधियाँ देश से बाहर ले जा सकते हैं, इसकी सीमा निश्चित की गयी है, लेकिन इन सीमाओं को उदार बनाया गया है; और (iii) क्योंकि विनिमय दर एवं पूँजीगत लेखा के मोर्चे पर उदारीकरण किये जाने के कारण मौद्रिक नीति से संबंधित स्वतंत्रता को कुछ हद तक अपवर्तित किया गया है। बीच के इस समाधान का अर्थ यह है कि हमें सभी तीन मोर्चों की निगरानी करनी है, जिसमें इस बात पर जोर दिया जा रहा है कि ये तीनों स्तंभ हमारी समष्टिआर्थिक स्थिति के अनुसार स्थानांतरित हों।

#### पूँजी प्रवाह का प्रबंध करना

22. व्यावहारिक रूप में असंभव ट्रिनिटी का क्या अर्थ होता है? आइए, हम इसका परीक्षण पूँजी प्रवाह के संदर्भ में करें। ईएमई, विशेष रूप से वे, जिन्हें चालू खाता घाटा (सीएडी) होता है, को पूँजी प्रवाह की जरूरत होती है। एक आदर्श विश्व में, उन्हें पूँजी प्रवाह उतना चाहिए, जो उनके सीएडी के वित्तपोषण के लिए पर्याप्त हो; यह भी कि वे विशिष्ट रूप से ऋण प्रवाह की तुलना में इक्विटी प्रवाह को तरजीह देंगे और अल्पावधि प्रवाह की तुलना में दीर्घावधि प्रवाह को तरजीह देंगे। लेकिन वास्तविक दुनिया में, कदाचित ही देशों को ऐसी सुखद स्थिति देखने को मिलती है; पूँजी प्रवाह या तो बहुत अधिक या बहुत कम होते हैं।

23. पूँजी प्रवाह बहुत अधिक या बहुत कम ही नहीं होते, वे अस्थिर भी होते हैं। वे पुश और पुल, दोनों प्रकार के कारकों के प्रति प्रतिक्रिया करते हैं। महत्वपूर्ण पुश कारक है उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के केंद्रीय बैंकों का मौद्रिक दृष्टिकोण, जो वैश्विक प्रणाली में चलनिधि निर्धारित करता है और आस्ति-विविधीकरण के लिए निवेशों की आवश्यकता को निर्धारित करता है। जिन पुल कारकों ने पूँजी प्रवाह को प्रभावित किया है, वे हैं ईएमई में वृद्धि का वचन, उनका स्थिर और विश्वसनीय नीति वातावरण और समुन्नत शासन।

24. पिछले दशक में, ईएमई को अस्थिर पूँजी अंतर्वाह और बहिर्वाह, दोनों से संघर्ष करना पड़ा था। जिसमें समस्या यह होती थी कि कभी-कभी उनकी दिशा सहसा पलट जाती थी। आइए, मैं इनका संक्षिप्त चित्रण करता हूँ, ताकि आपको उन चुनौतियों का

अनुमान हो सके, जिनका सामना ईएमई को अपने पूँजीगत लेखा के प्रबंध में करना होता है।

25. संकट के पूर्व के वर्षों - व्यापक नरमी की अवधि - ने ईएमई को बड़ा पूँजी प्रवाह प्राप्त करते देखा, जो उनकी आवश्यकता से अधिक था। यह पुश और पुल, दोनों कारकों से चालित था। ईएमई की मुद्राओं में तेजी से मूल्यवृद्धि हुई, जो मौलिक तत्वों के अनुसूप नहीं थी, जिसके चलते उनकी प्रतिस्पर्धात्मकता में खरोच लगी और आस्ति-कीमतों पर दबाव आया। ईएमई ने इस उछाल की प्रतिक्रिया में या तो पूँजी पर नियंत्रण किया या विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप किया या दोनों किया। अनुभव यह दर्शाता है कि चाहे जैसे भी ईएमई ने प्रतिक्रिया की, कोई भी विकल्प सौम्य नहीं था।

26. पूँजी अंतर्वाह की समस्या एकाएक पूँजी बहिर्वाह की समस्या बन गयी, जब दिसंबर 2008 में वित्तीय संकट उत्पन्न हुआ। घोर अनिश्चितता से हतोत्साहित हो कर वैश्विक निवेशक उभरती अर्थव्यवस्थाओं से पलायन कर सुरक्षित आश्रय-स्थल पर लौट गये। निवेशकों के इस प्रकार चले जाने से उनकी मुद्राओं पर अधोमुखी दबाव आया और इस समय उन्हें विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप करना पड़ा, ताकि विनिमय दरों में मूल्यहास को रोका जा सके।

27. पूँजी प्रवाह की समस्या हाल के वर्षों में अधिक जटिल बन गयी है, न केवल इसकी तीव्रता के कारण, बल्कि इसकी बढ़ी हुई अनिश्चितता के कारण भी। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के केंद्रीय बैंकों की परिमाणात्मक सौकर्य नीतियों ने वैश्विक प्रणाली को चलनिधि से आच्छादित कर दिया। इसका अधिकतर हिस्सा ईएमई की ओर चला गया, जहाँ पूँजी प्रवाह की अधिकता की परिचित समस्या उत्पन्न हो गयी है। लेकिन वैश्विक प्रणाली ने चूँकि अक्सर और तेजी से रिस्क ऑन और रिस्क ऑफ के बीच अदल-बदल किया, अतः ईएमई भी पूँजी प्रवाह के अचानक रुकने और प्रत्यावर्तन के प्रति असुरक्षित हो गये हैं।

28. मैंने पिछले लगभग दस वर्ष की गतिविधियों का विस्तार से वर्णन किया है, ताकि उस समस्या की जानकारी दे सकूँ, जिसका सामना ईएमई के केंद्रीय बैंक वैश्विक अनिश्चितताओं के चलते करते हैं। इससे पता चलता है कि वैश्वीकरण एक सशक्त घटना है। यह अपरिमित अवसर प्रदान करता है, लेकिन कठिन चुनौतियाँ भी प्रस्तुत करता है। ईएमई के लिए चुनौती यह है कि वे वैश्वीकरण से अधिक लाभ उठाना और वैश्वीकरण की लागत को कम करना सीखें। विशेष रूप से, ईएमई के केंद्रीय बैंकों को

यह सीखना होगा कि वे अपनी घरेलू नीतियों में वैश्विक अधिप्लव होने पर ध्यान रखें।

### III. क्या ईएमई मौद्रिक नीति के राजकोषीय प्रभुत्व का वापस आना देख रहे हैं?

29. तीसरा मुद्दा, जिस पर मैं उभरती अर्थव्यवस्था के केंद्रीय बैंकों के संदर्भ में ध्यान देना चाहता हूँ, वह यह है कि क्या वे मौद्रिक नीति के राजकोषीय प्रभुत्व का वापस आना देख रहे हैं।

30. यह प्रश्न युरो क्षेत्र संकट के संदर्भ में जोर-शोर से उठा है। ईसीबी का दावा है कि उसके बांड क्रय कार्यक्रम का लक्ष्य चलनिधि को बहाल करना और मौद्रिक संचरण को सुधारना है। लेकिन अनेक विश्लेषक मानते हैं कि यह सरकारी उधार का समर्थन करने का अस्पष्ट प्रयास है और कि ईसीबी वस्तुतः राजकोषीय प्रभुत्व के लिए मौन स्वीकृति दे रहा है। यद्यपि केंद्रीय बैंक अधिदेश और सरकार के ऋण की धारणीयता के बीच तनाव युरोप में समाप्त हो रहा है, फिर भी यह कोई नयी बात नहीं है; न ही यह युरोप के लिए कोई अनोखी बात है।

31. लगभग अस्सी वर्ष हो गये, जब विश्वव्यापी मंदी ने मौद्रिक और राजकोषीय नीति के बीच प्रभुत्व के लिए प्रतिस्पर्धा देखी थी। विश्वव्यापी मंदी के कम से कम तीन दशकों के बाद कीन्स की बौद्धिक विरासत में कहा गया : सरकारों ने उतना उधार लिया, जितना वे चाहती थीं और उस कीमत पर लिया, जिस पर वे उधार लेना चाहती थीं, बिना इस बात की परवाह किये कि इसका निहितार्थ ऋण-वृद्धि के लिए क्या होगा और केंद्रीय बैंक इस अपव्यय में ख्वामख्वाह अपनी मौन स्वीकृति देते थे।

32. 1960 के दशक के दौरान मिल्टन फ्रायडमैन और अन्य के द्वारा किये गये प्रभावशाली कार्य के परिणामस्वरूप, जिसमें यह तर्क दिया गया कि मुद्रास्फीति हमेशा और हर जगह मौद्रिक घटना होती है और कि ऋण द्वारा वित्तपोषित सरकारी खर्च से प्राप्त उत्पादन लाभ न केवल अस्थायी होता है, बल्कि स्फीतिकारक भी होता है, यह प्रवृत्ति उलटने लगी। इसके समर्थन में साक्ष्य मिलने लगे, जब 1970 के दशक के दौरान बारंबार मुद्रास्फीति जनित मंदी की घटनाएँ होने लगीं, जिसमें बेरोजगारी और मुद्रास्फीति का चकरा देने वाला संयोग सामने आया। इस विश्वास ने, कि निरंतर घाटा होना धारणीय नहीं होता, 1980 के दशक के दौरान जोर पकड़ा, विशेष रूप से जब देशों का एकीकरण वैश्विक प्रणाली में होने लगा और राजकोषीय दृष्टि से गैर-जिम्मेदार अर्थव्यवस्थाएँ यह महसूस करने लगीं कि विश्व के पूँजी बाजार उच्चतर प्रीमियम की माँग करके उन्हें दंडित कर रहे हैं।

33. 1990 के दशक के मध्य से अनेक देशों में यह प्रवृत्ति रही है कि वे राजकोषीय नियमों को अपनायें, जिसमें घाटे और ऋण की सीमा निर्धारित की जाये और केंद्रीय बैंकों द्वारा ऋण का प्राथमिक वित्तपोषण किया जाना प्रतिषिद्ध किया जाये। इस प्रयास का एक व्यापक नतीजा यह निकला है कि केंद्रीय बैंकों ने स्वयं को इस बात के लिए समर्थ पाया कि वे मौद्रिक नीति का संचालन इस प्रकार कर सकते हैं कि वह राजकोषीय बाध्यता से मुक्त हो और एक पूर्वानुमेय राजकोषीय ढाँचे में हो।

34. यह सुखद स्थिति संकट बीतने के बाद समाप्त हो गयी और मौद्रिक नीति के राजकोषीय प्रभुत्व के बारे में आशंका फिर से उपस्थित हो गयी है।

#### भारत में मौद्रिक और राजकोषीय नीतियाँ

35. अनेक अर्थव्यवस्थाओं की तरह भारत में भी 1970 और 1980 के दशकों में मौद्रिक नीति पर राजकोषीय विचारों की प्रधानता होती थी। बड़े और बढ़ते घाटे का वित्तपोषण रिजर्व बैंक द्वारा किया जाता था, जिसका परिणाम अंततः मुद्रास्फीति होती थी। वैश्विक प्रवृत्ति का अनुसरण करते हुए हमने भी राजकोषीय जवाबदेही कानून बनाया - राजकोषीय जवाबदेही तथा बजट प्रबंध (एफआरबीएम) अधिनियम, 2003 - जिसमें घाटा और ऋण अनुपात पर अधिकतम सीमा निर्धारित की गयी तथा सरकार के ऋण का प्राथमिक वित्तपोषण केंद्रीय बैंक द्वारा किये जाने को प्रतिषिद्ध करने का प्रावधान किया गया। एफआरबीएम अधिदेश के प्रति सरकार की प्रतिबद्धता ने वर्ष 2003-08 के दौरान रिजर्व बैंक के लिए गुंजाइश बनायी कि वह ऐसी मौद्रिक नीति का कार्यान्वयन करे, जिसका लक्ष्य न्यून और स्थिर मुद्रास्फीति हो।

36. दुनिया में अन्य जगहों की भाँति भारत में भी मौद्रिक और राजकोषीय नीतियाँ, दोनों को संकट की प्रतिक्रिया में शिथिल किया गया। विशेष रूप से इसका अर्थ था एफआरबीएम अधिदेश द्वारा लागू की गयी राजकोषीय समेकन प्रक्रिया में अवरोध डालना। तथापि, संकट जब नरम पड़ना शुरू हो गया और मुद्रास्फीति तेज गति से बढ़ी, तब भी सरकार विस्तारक राजकोषीय दृष्टिकोण के साथ आगे बढ़ती रही।

37. बड़े राजकोषीय घाटे से उत्पन्न सबसे बड़ी चिंता, विशेष रूप से रिजर्व बैंक के परिप्रेक्ष्य में, यह है कि यह समग्र माँग को बढ़ाता है, जिससे मुद्रास्फीति-जन्य दबाव आता है। निजी क्षेत्र में क्राउडिंग आउट करने पर राजकोषीय घाटा निजी क्षेत्र तक मौद्रिक नीति के संचरण को रोक सकता है, यदि उसे दुर्बल नहीं भी करे। अतः विश्वसनीय राजकोषीय समेकन मुद्रास्फीति को

स्थिर रखने और गैर-स्फीतिकारक वृद्धि सुनिश्चित करने के लिए पूर्व-शर्त होती है।

38. पिछले एक वर्ष से, सरकार ने राजकोषीय समेकन को प्रशंसनीय संकल्प के साथ अपनाया। पिछले राजकोषीय वर्ष (2012-13) के लिए जीडीपी के 4.9 प्रतिशत पर राजकोषीय घाटा उससे बेहतर था, जिसका पूर्वानुमान पहले किया गया था और इसने चालू वर्ष (2013-14) के लिए जीडीपी के 4.8 प्रतिशत पर राजकोषीय घाटे के सरकार के लक्ष्य की विश्वसनीयता स्पष्ट रूप से बढ़ा दी।

39. अर्थव्यवस्थाओं की सबसे अच्छी सेवा तब होगी, जब सरकारें यह सुनिश्चित करें कि केंद्रीय बैंक अपनी मौद्रिक नीति को स्वतंत्र रूप से और बिना किसी राजकोषीय बाध्यता के, संचालित करने में समर्थ हों। इसके लिए, अन्य बातों के साथ, जिम्मेवार और विश्वसनीय राजकोषीय समेकन आवश्यक होगा।

#### IV. वित्तीय स्थिरता की रक्षा करने में केंद्रीय बैंकों की भूमिका

40. अब मैं अगले मुद्दे पर आता हूँ और वह है वित्तीय स्थिरता। वास्तव में, संकट से मिले सबकों में सबसे जोरदार सबक इस वित्तीय स्थिरता के क्षेत्र के संदर्भ में है।

41. यह नोट करें कि संकट उस समय उभरा, जब असाधारण मूल्य-स्थिरता और समष्टिआर्थिक स्थिरता विद्यमान थी। इससे हमने सीखा कि मूल्य स्थिरता और समष्टिआर्थिक स्थिरता वित्तीय स्थिरता की गारंटी नहीं देती हैं। हमने यह भी सीखा कि कोई देश एकाकी टापू की तरह नहीं होता। यद्यपि संकट का उद्भव उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में हुआ, इससे उभरती अर्थव्यवस्थाएँ भी प्रभावित हुईं। वस्तुतः यह उतना अधिक था, जिसके बारे में उन्होंने सोचा भी नहीं था। इस संसर्ग ने देश को एक साधारण संदेश दिया। द्रुत गति से वैश्वीकृत होती दुनिया में राष्ट्रीय और अंतरराष्ट्रीय वित्तीय स्थिरता एक दूसरे से जुड़ी होती हैं। वस्तुतः वे एक ही सिक्के के दो पहलू होते हैं।

42. दूसरा महत्वपूर्ण सबक हमने यह सीखा कि वित्तीय बाजार अपने आप सुधर नहीं सकते हैं। वस्तुतः संकट-पूर्व के वर्षों में लोग सर्वसम्मत हुआ करते थे कि आधुनिक जोखिम प्रबंधन ने वित्तीय क्षेत्र की समुत्थान-शक्ति को बढ़ाया है और कि किसी प्रकार की अधिकता होने पर वह अपने आप को समय रहते सुधार लेंगे। संकट ने इसे गलत साबित कर दिया। जैसे हमने यह नहीं सीखा, हमने कुछ नया भी सीखा - कि प्रणाली में तत्काल किसी दबाव के बनने का पता लगाना कठिन होता है, कि

वित्तीय क्षेत्र हमारी सोच से कहीं अधिक लंबे समय तक दबाव को रोके रख सकता है और इसके परिणामस्वरूप जब अपरिहार्य अंतःस्फोट होता है, तब तक यह काफी अनर्थकारी या भयंकर हो चुका होता है। हमने यह सीखा कि अंतःस्फोट के सही स्वरूप का पूर्वानुमान लगाना कठिन होता है। उदाहरण के लिए, संकट-पूर्व के वर्षों में जिन कुछ लोगों ने यह महसूस किया कि तनाव बढ़ रहा है, उन्होंने यह भी सोचा था कि यह मुद्रा संकट हो सकता है; इसी बीच इस अंतःस्फोट ने वित्तीय क्षेत्र संकट का रूप ले लिया।

43. हमें अन्य सबक भी मिले। कि विवेकपूर्ण वित्तीय संस्थाओं का समूह आवश्यक रूप से विवेकपूर्ण वित्तीय क्षेत्र नहीं बनाता है। दूसरे शब्दों में, अलग-अलग संस्थागत स्तर पर विवेकपूर्ण व्यवहार सामूहिक समझदारी का निर्माण नहीं कर सकता, जिसका कारण है संघटन की भ्रांति होना। वित्तीय संस्थाएँ भेड़ चाल के लिए कुख्यात होती हैं। उनमें एक तगड़ी सामूहिक प्रवृत्ति होती है उर्ध्वमुखी बदलाव के दौरान स्वयं को एक ही प्रकार की जोखिम में डालना, और अधोमुखी बदलाव के समय अत्यधिक जोखिम विमुख हो जाना, जिससे पूरी प्रणाली अधोमुखी जोखिम विमुखता, बाजार अभिग्रहण और अस्थिरता के पेंच में फँस जाती है।

44. संकट से मिले इन सबकों ने एक जोरदार बहस को प्रेरित किया है कि क्या वित्तीय स्थिरता को केंद्रीय बैंकों के लिए एक सुस्पष्ट अधिदेश बनाया जाना चाहिए। इस प्रकार के जोरदार तर्क प्रस्तुत किये जाते हैं कि क्यों केंद्रीय बैंकों को वित्तीय स्थिरता की रक्षा के लिए केंद्र-स्थान में रहना चाहिए। मैं कुछ महत्वपूर्ण तर्कों की सूची प्रस्तुत करता हूँ।

- i. सामान्यतः, मौद्रिक नीति और वित्तीय स्थिरता परस्पर समर्थक होते हैं। इन दोनों आयामों के बीच अंतर-निर्भरता यह बताती है कि केंद्रीय बैंकों को, मौद्रिक नीति के लिए उनकी अंतर्भूत जिम्मेदारी के साथ, वित्तीय स्थिरता के लिए भी जिम्मेदारी सौंपी जाये, ताकि यह नीतिगत विकल्पों का समग्र दृष्टिकोण बनाये, जिसमें दोनों आयामों में लागत एवं लाभ पर ध्यान रखा जाये।
- ii. कि केंद्रीय बैंक के पास मौद्रिक नीति के लिए जिम्मेदारी होनी चाहिए, यह विविवाद है। चूँकि बैंक ऐसी वाहक नलिका होते हैं, जिनसे हो कर मौद्रिक नीति संबंधी निर्णय वास्तविक अर्थव्यवस्था तक संचरित होते हैं, अतः केंद्रीय बैंक को बैंकों के समष्टि विवेकपूर्ण पर्यवेक्षण के लिए जिम्मेदारी सौंपा जाना सहक्रियात्मक होगा और यदि केंद्रीय

बैंक समष्टि विवेकपूर्ण पर्यवेक्षक होगा, तो समष्टि स्तर पर प्रणालीगत जोखिम का विनियमन करने की जिम्मेदारी उसकी होगी।

- iii. केंद्रीय बैंकों को वित्तीय स्थिरता की जिम्मेदारी सौंपे जाने के पक्ष में सबसे मजबूत तर्क यह है कि यह निर्विवाद रूप से वित्तीय प्रणाली के लिए अंतिम उधारदाता (एलओएलआर) होता है। कोई केंद्रीय बैंक अपना एलओएलआर कार्य अधिक कारगर ढंग से कर सकता है, यदि इसका अधिदेश वित्तीय संस्थाओं की निगरानी से परे निवारक कार्रवाई करने तक विस्तारित किया जाये। ऐसा संभव हो सकता है, यदि केंद्रीय बैंक को वित्तीय स्थिरता का जिम्मा भी सौंपा जाये।

45. वित्तीय स्थिरता के मुद्दे पर, इस संकट से मिले सबक के स्पष्ट होने पर भी इन सबकों के लिए किये गये नीतिगत उपाय अभी भी स्पष्ट नहीं हैं। कुछ सामान्य प्रवृत्तियाँ दिखाई देती हैं, लेकिन भिन्न-भिन्न देशों में उनके विनियामक शिल्प की फिर से डिजाइन बनाने के सही तरीके में, उनके द्वारा अपने केंद्रीय बैंको को सौंपी गयी अतिरिक्त जिम्मेदारियों और उनके द्वारा स्थापित किये जा रहे समन्वय निकायों में अंतर दिखाई पड़ता है।

46. क्या वित्तीय स्थिरता के संबंध में ईएमई की चिंता उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की चिंता से कुछ अलग है? यह स्वीकृत तथ्य है कि वित्तीय अस्थिरता सब जगह, जिसमें ईएमई शामिल हैं, महँगी होती है। वास्तव में, वृद्धि को सुनिश्चित करने के लिए वित्तीय स्थिरता एक आवश्यक पूर्व-शर्त होती है। फिर भी, कठोर विनियमन वाली ईएमई द्वारा वित्तीय स्थिरता सुरक्षित रखने के लिए लागत-लाभ कलन उन्नत अर्थव्यवस्थाओं से काफी भिन्न हो सकता है। ऐसा इसलिए है, क्योंकि ईएमई उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में जीडीपी के उच्चतर ऋण-लोच के साथ उच्चतर वृद्धि प्रक्रम पर होते हैं। कठोर विनियम के चलते ऋण की लागत में बढ़ोतरी उनकी वृद्धि-गति को रोक सकती है। अतः ईएमई के लिए आवश्यक है कि वे वित्तीय अस्थिरता को रोकने और वृद्धि का समर्थन करने के बीच सही संतुलन स्थापित करें। अनुभव यह दर्शाता है कि इस चुनौती का प्रबंध विश्लेषणात्मक कौशल की अपेक्षा उत्तम निर्णय लेने से बेहतर ढंग से किया जा सकता है।

## V. केंद्रीय बैंक के नीतिगत साधन के रूप में संसूचना - अवसर और जोखिम

47. सितंबर 2001 के आतंकी हमले के घंटों बाद युएस फेडरल रिजर्व ने दो वाक्यों का वक्तव्य प्रकाशित किया :

“फेडरल रिजर्व प्रणाली खुली और परिचालनरत है। चलनिधि आवश्यकताएँ पूरी करने के लिए डिस्काउंट विंडो खुला है।”

48. साधारण दिखने वाले इन दो वाक्यों का उल्लेखनीय प्रभाव अमेरिका और विस्तारित रूप में वैश्विक वित्तीय बाजारों पर पड़ा। यह ‘घोषणा प्रभाव’ विलक्षण था।

49. पुनः, मारियो ड्रैगी के मशहूर शब्द कि ईसीबी युरो को बचाने के लिए वह सब करेगा “जो भी आवश्यक है”, ने युरो को विफल होने से, जिसके बारे में अनेक लोग सोचते थे, बचा लिया।

50. केंद्रीय बैंक संसूचना की शक्ति के संबंध में उक्त दोनों जोरदार उदाहरण हैं। इस शक्ति को देखते हुए, किसी ने सोचा होगा कि केंद्रीय बैंकों ने अधिक सक्रिय रूप से अपने नीतिगत उद्देश्यों के लिए वाहन के रूप में संसूचना का आश्रय लिया होता। इसके विपरीत, वे यह सोच कर बिलकुल चुप रहे कि उनकी नीतियाँ ही अपने बारे में बोलेंगी, और कि संसूचित करने का कोई प्रकट प्रयास भ्रामक या विकृतिमूलक हो सकता है।

51. तथापि, पिछले दो दशकों से, इस अत्यधिक कठोर रुख के चलते धीरे-धीरे खुली और पारदर्शी संसूचना प्रणाली स्थापित हुई है, क्योंकि केंद्रीय बैंकों ने इसके सकारात्मक प्रभाव को महसूस किया है। केंद्रीय बैंक के सिद्धांत में इस बदलाव से, जो ज्ञानकृत अस्पष्टता से व्यापक पारदर्शिता की ओर हुआ है, मौद्रिक नीति के सिद्धांत में बदलाव प्रतिबिंबित होता है। 1990 के दशक के प्रारंभ तक, मौद्रिक नीति नोबेल पुरस्कार से सम्मानित रॉबर्ट लुकास के इस तर्क से अत्यधिक प्रभावित थी कि मौद्रिक नीति वास्तविक वैरिएबलों, यथा, वृद्धि, को प्रभावित करती है, यदि नीति-परिवर्तन अप्रत्याशित हों। इसने खुलापन और स्पष्टता की तुलना में अस्पष्टता को प्रोत्साहित किया। तथापि, इस संदेश में जो बात नहीं थी, वह यह थी कि मौद्रिक नीति हमेशा सांकेतिक वैरिएबलों, यथा, मुद्रास्फीति को प्रभावित करती है, भले ही वह पूरी तरह से प्रत्याशित हो। 1980 के दशक में, दो अर्थशास्त्रियों, जो नोबेल पुरस्कार विजेता भी थे, फिन् किडलैंड और एड प्रेस्कॉट, ने तर्क दिया कि विवेकाधीन नीति परिवर्तनों की अपेक्षा पूर्णतया पारदर्शी नियम अधिक कारगर और विश्वसनीय होते हैं। यह विवेक की तुलना में नियमों और व्यापक केंद्रीय बैंक पारदर्शिता की ओर जाने की शुरूआत थी।

52. पारदर्शिता की ओर बदलाव का यह अर्थपूर्ण चित्रण युएस फेड की संसूचना-नीति में परिवर्तन में होता है। आज के परिप्रेक्ष्य में इसकी कल्पना करना कठिन है, लेकिन वर्ष 1994 के पूर्व युएस फेड लक्ष्यत फेड फंड्स रेट की घोषणा तक नहीं

करता था; बाजार को इसके खुला बाजार परिचालनों के समय-निर्धारण, अनुक्रम और परिमाण से इसका अनुमान लगाना होता था। इसके ठीक विपरीत, आज कल वह न केवल दर की घोषणा करता है, बल्कि भावी नीति प्रक्षेप-पथ को स्पष्ट रूप से इंगित भी करता है। वास्तव में, आज कल केंद्रीय बैंकों के लिए यह मानक प्रथा हो गयी है कि वे नीति-दरें बतायें, नीतिगत कार्रवाई के पीछे का औचित्य बताएँ, प्रत्याशित नतीजे और कभी-कभी भावी नीतिगत कार्रवाई के संबंध में प्रगामी मार्गदर्शन भी करें।

53. कभी-कभी नीति का वाहन बनने के बदले संसूचना स्वयं नीति हो सकती है। यह मुद्दा युएस फेडरल रिजर्व की परिमाणात्मक सौकर्य (क्यूई) नीतियों पर होने वाले वाद-विवाद का केंद्र बना था। क्यूई नीतियों के विरुद्ध एक प्रभावशाली मत यह है कि नीति ब्याज दर को जीरो लोअर बाउंड तक लाया गया है, इसके बारे में और कुछ करने की आवश्यकता नहीं है, सिवाय इस बात के कि केंद्रीय बैंक यह कहे कि यह भविष्य में भी ब्याज दरों को नीचे रखेगा। यह तर्क दिया जाता है कि यह संसूचना स्वयं लोगों को अधिक उधार लेने और खर्च करने के लिए प्रोत्साहित करेगी, जिससे अर्थव्यवस्था मंदी की स्थिति से बाहर निकलेगी।

54. लेकिन मौद्रिक सौकर्य को संसूचना से जोड़ना हमेशा काम नहीं भी कर सकता है। लोगों को यह विश्वास नहीं होगा कि केंद्रीय बैंक न्यून ब्याज दर रखने का अपना वचन निभायेगा। यदि वे केंद्रीय बैंक का विश्वास करें, तोभी वे उधार नहीं लेंगे, क्योंकि वे कोशिश करेंगे कि आगे और ऋण लेने की बजाय वे ऋण-मुक्त हो जायें, जैसी स्थिति आज है।

55. अतः, केंद्रीय बैंक किस प्रकार अपनी विश्वसनीयता में सुधार करें? क्या वे विशिष्ट परिमाणात्मक संपदा क्षेत्र वैरिएबलों पर न्यून ब्याज दर रखने का वादा निभाने की चेष्टा करें? युएस फेडरल रिजर्व ने हाल ही में यह कह कर इस दिशा में आगे बढ़ने की राह दिखाई है कि यह ब्याज दरों को तब तक कम रखेगा, जब तक बेरोजगारी की दर 6.5 प्रतिशत से ऊपर रहती है, और इस प्रक्रिया में यह मुद्रास्फीति को इसके दीर्घावधि लक्ष्य से थोड़ा ऊपर तक सहन करने का इच्छुक है। न्यून ब्याज दर के इस वादे को प्रबलित करने का दूसरा तरीका है मुद्रास्फीति को लक्ष्य बनाये रखने से सांकेतिक जीडीपी को लक्ष्य बनाने की ओर बदलाव करना।

56. क्या संसूचना ईएमई के केंद्रीय बैंकों के लिए भी इसी प्रकार का प्रभविष्णु नीतिगत साधन है? वे कितने कारगर ढंग से संसूचना का प्रयोग नीतिगत साधन के रूप में कर रहे हैं? यद्यपि मैंने विस्तृत अध्ययन नहीं किया है, यह कहना सही होगा कि वे

भी संसूचना का रचनात्मक उपयोग करना सीख रहे हैं, नीति के वाहन के रूप में और कभी-कभी इसे ही नीति मान कर, दोनों प्रकार से। आइए, मैं संकट की अवधि से एक उदाहरण दूँ।

57. संकट-पूर्व के वर्षों में, 'डिकपलिंग' की परिकल्पना का समर्थन करना बौद्धिक फैशन हो गया था, जिसमें यह माना जाता था कि यदि उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में गिरावट आती है, तो ईएमई पर इसका प्रभाव नहीं होगा, जिसका कारण है उनका समुन्नत नीतिगत ढाँचा, तगड़ा बाह्य रिजर्व और समुत्थान-शक्तियुक्त बैंकिंग प्रणाली। फिर भी संकट ने वस्तुतः सभी ईएमई को प्रभावित किया और डिकपलिंग की परिकल्पना पर खरोच लगायी। ईएमई के केंद्रीय बैंकों ने इसे पारदर्शी रूप से संसूचित होते देखा कि क्यों और कैसे वे संकट से प्रभावित हुए, भले ही डिकपलिंग परिकल्पना के बावजूद इसने चिंता में कमी की और बाजार में विश्वास को पुनरुज्जीवित किया।

58. संकट-पश्चात् अवधि में ईएमई के केंद्रीय बैंकों ने संसूचना का उपयोग मौद्रिक नीति पर प्रगामी मार्गदर्शन करने के लिए किया।

59. रिजर्व बैंक में भी हमने मौद्रिक नीति पर प्रगामी मार्गदर्शन करना आरंभ किया है। इसके संभावित प्रभाव के चलते हम भाषा पर और 'प्रगामी मार्गदर्शन' वाले पैराग्राफ पर, वक्तव्य के अन्य हिस्से की तुलना में अधिक ध्यान देते हैं। इस संबंध में हमारा अनुभव काफी सकारात्मक रहा है। फिर भी, हम कुछ चुनौतियों का सामना करते हैं। आइए, मैं इसके बारे में आपको कुछ बताऊँ।

60. प्रगामी मार्गदर्शन हमेशा सशर्त होता है। तब दुविधा यह होती है कि किस प्रकार शर्त को संसूचित किया जाये और किस प्रकार यह सुनिश्चित किया जाये कि बाजार शर्त की अनदेखी नहीं करे और मार्गदर्शन का निर्वचन एक अप्रतिसंहरणीय प्रतिबद्धता के रूप में करे। विलोमतः, केंद्रीय बैंक किस प्रकार यह सुनिश्चित करता है कि वह अपने मार्गदर्शन में बँध कर नहीं रह जाये?

61. यह भी कि, स्थिति जितनी अधिक अनिश्चित होगी, मार्गदर्शन की आवश्यकता उतनी ही अधिक होगी। लेकिन यह भी कि, स्थिति जितनी अधिक अनिश्चित होगी, उतना ही अधिक कठिन होगा निश्चित मार्गदर्शन करना। उदाहरण के लिए, जब प्रगामी दृष्टिकोण अनिश्चित होता है, तब हम उन शर्तों को ठीक-ठीक परिभाषित नहीं कर पाते, जिनके अंतर्गत मार्गदर्शन मान्य हो, और जिन शर्तों के अंतर्गत हमें इससे विचलन करना पड़े।

जब हम शर्तों को विनिर्दिष्ट करने के लिए आगे नहीं आते हैं, तब बाजार इनके बारे में अटकल लगाने लगता है, जिससे संदेश की तुलना में 'शोर' का अनुपात बढ़ता है।

62. इन चुनौतियों के बावजूद, रिजर्व बैंक में अधिक खुलापन के संदर्भ में हमारा अनुभव काफी सकारात्मक है। हमने यह पाया कि कारगर संसूचना एक सशक्त साधन हो सकती है, बशर्ते कि केंद्रीय बैंक में विश्वसनीयता हो।

63. जैसे-जैसे उनका वित्तीय क्षेत्र गहन और अधिक परिष्कृत होता जाता है, ईएमई के केंद्रीय बैंक लाभदायक ढंग से संसूचना पर नियंत्रण रख कर अपनी नीतियों की प्रभावपूर्णता को बढ़ा सकते हैं। तथापि, ऐसा करने के लिए उन्हें अपनी नीति की विश्वसनीयता और क्षमता स्तर में सुधार लाना है।

### समाहार

64. केंद्रीय बैंक और केंद्रीय बैंकर वैश्विक वित्तीय संकट के केंद्र में रहे हैं। उन पर उन नीतियों और कार्यवाहियों के लिए दोष मढ़ा गया है, जिन्होंने विश्व को संकट में धकेला; उनकी प्रशंसा भी की गयी है कि उन्होंने आगे आ कर विश्व को संकट से निकाला। मैं मानता हूँ कि यह उचित समीक्षा है - केंद्रीय बैंक समस्या का एक अंग रहे और समाधान के भी अंग रहे।

65. जैसे-जैसे हम संकट से बाहर आते हैं, केंद्रीय बैंकों के लिए कार्य निर्धारित हो जाता है; संकट से मिले सबक का निचोड़ निकालना, उनका रूपांतरण ठोस उपायों में करना और उन्हें कार्यान्वित करना। मैं मानता हूँ कि इसके लिए केंद्रीय बैंकों को अपना तरीका बदलना होगा, जो इस संदर्भ में होगा कि वे क्या करते हैं और किस प्रकार करते हैं।

66. संकट-पश्चात् रूपांतरण की चुनौती न केवल भिन्न है, बल्कि ईएमई के केंद्रीय बैंकों के लिए तीक्ष्ण भी है, क्योंकि उनका समष्टिआर्थिक और संस्थागत संदर्भ अलग-अलग होता है। ईएमई के केंद्रीय बैंकों को वैश्वीकृत वातावरण में नीति-निर्माण का प्रबंध करना सीखने की आवश्यकता है। उन्हें दुनिया में जो कुछ सर्वोत्तम है उससे सीखना है, लेकिन इस शिक्षा का अनुकूलन अपनी-अपनी अर्थव्यवस्थाओं की माँग और संदर्भ के अनुसार करना है। उन्हें निरंतर संदेश को आगे बढ़ाना है, अक्सर इसे फिर से बनाना है, लेकिन उन्हें सब समय अपनी प्रमुख चिंताओं के प्रति संवेदनशील रहना है।