

प्रतिस्पर्धात्मक मौद्रिक सहजता की चिंताएं*

रघुराम जी. राजन

सुप्रभात ! ऐसा लगता है कि पूरा विश्व बहुत बड़े वित्तीय संकट के बाद अपने पैरों पर खड़े होने की कोशिश कर रहा है और वित्तीय बाजारों में काफी तेजी आ गई है। यह कुछ हद तक सही है क्योंकि केंद्रीय बैंक सामूहिक रूप से अपरंपरागत नीतियों के माध्यम से अत्यधिक मौद्रिक सहजता की स्थिति पैदा करने में लगे हुए हैं।

इस वातावरण के प्रति मेरी दो चिंताएं हैं। पहली यह कि अपरंपरागत नीति तभी फायदेमंद होती है जब घरेलू स्तर पर वाणिज्य बैंक बिना किसी सवाल के केंद्रीय बैंक के विदेशी मुद्रा भंडार को खूब बढ़ाना चाहते हैं। लेकिन ये स्थितियां अजीब होती हैं जिनमें उधार देना आकर्षक नहीं होता है - क्योंकि कर्ज का बोझ बना रहता है, ढांचागत समस्याएं होती हैं, या फिर मांग कमजोर होती है। हां, इसमें आशा की बात यह है कि जब वाणिज्य बैंक पर्याप्त धन संचित कर लेंगे, तब उनका व्यवहार बदल जाएगा। लेकिन, यदि ऐसा होता है तो ऐसी स्थिति आने में लंबा समय लगेगा।

इस बीच, लगातार अपनाई गई अपरंपरागत नीतियों के परिणाम वित्तीय बाजार में जमा होते रहते हैं, जहां जोखिम उठाने में बढ़ोतरी होती रहती है, वह भी वास्तविक निवेश या उपभोग को आवश्यक रूप से बढ़ाए बिना और इसका प्रभाव विदेशी बाजारों तक फैल जाता है, क्योंकि पूंजी प्रवाह के प्राप्तकर्ता देशों की क्षमता बढ़ जाती है और विनिमय दरें मजबूत हो जाती हैं और मांग उनसे दूर होने लगती है।

मेरी दूसरी चिंता यह है कि इस प्रकार की नीतियां स्पर्धा करने वाले औद्योगिक देशों तथा उभरते बाजारों दोनों के विदेशी केंद्रीय बैंकों को प्रतिक्रिया के लिए उकसाती हैं। इससे वे विनिमय दर के बढ़ने या पूंजी प्रवाह से बचने के लिए एक बार फिर से स्वयं की अपरंपरागत नीतियां अपनाते लगेगे। यहां तक कि प्रत्येक केंद्रीय बैंक वही करता है जो उसकी घरेलू परिस्थितियों के लिए सबसे अधिक अनुकूल हो, विश्व की कुल मांग कमजोर रहेगी और जितना होना चाहिए उससे कहीं ज्यादा बिखरी हुई होगी तथा वित्तीय जोखिम बहुत अधिक होंगे।

* डॉ. रघुराम राजन द्वारा 28 मई 2014 को मौद्रिक और आर्थिक अध्ययन संस्थान द्वारा 'वित्तीय संकट काल के बाद मौद्रिक नीति' विषय पर 2014 बोजआयम्स में आयोजित सम्मेलन में नीतिगत पैल चर्चा में व्यक्त किए गए अभिमत।

चूंकि दुनिया काफी बदल गई है इसलिए इस खेल के अंतरराष्ट्रीय नियमों पर पुनः नजर डालनी होगी। उन्नत एवं उभरती अर्थव्यवस्थाओं दोनों को उसे अपने अनुकूल बनाना होगा, वरना मुझे डर है कि हम एक ओर थका देने वाले चक्र की ओर बढ़ जाएंगे।

अपरंपरागत नीति

अपरंपरागत नीति से मेरा 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।

सबसे पहले मैं यह कहना चाहता हूँ कि अपरंपरागत नीतियों की भी भूमिका है - जब बाजार खंडित हो जाते हैं अथवा काफी हद तक निष्क्रिय होने लगते हैं अथवा अपस्फीतिकारी प्रत्याशाएं बहुत ज्यादा छा जाती हैं, जैसाकि जापान में हुआ था।

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 यूं 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।

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 अपना 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।

एक कारण यह है कि वित्तीय क्षेत्र और उधारकर्ताओं दोनों में लीवरेज बढ़ सकता है क्योंकि नीति निभावकारी बनी रहेगी। 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।

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। फेरौली और अन्य का तर्क है कि 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 उस पर 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।

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 बिक्री बेतहाशा बढ़े। 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।

आदर्श स्थिति यह होगी कि खिलाड़ी इस कारोबार को धीरे-धीरे छोड़ेंगे और परिसंपत्तियों के मूल्य भी हलके तौर से कम होंगे, क्योंकि ब्याज दर के बढ़ने के वातावरण की संभावना बन रही है। किंतु दीर्घकालीन दरों में वृद्धि से प्राप्तकर्ता देश का सुधार गड़बड़ हो सकता है। हालांकि, केंद्रीय बैंकों का प्रयास दीर्घकालीन दरों को अंतिम संभावित क्षणों तक नीची बनाए रखना होगा और यह आश्वस्त करते हुए कि नीतिगत दरों में वृद्धि में अभी काफी समय लगेगा, लेकिन इसमें भी खतरा बना रहेगा। यदि आर्थिक आंकड़े मजबूती पकड़ते हैं तो उसका श्रेय आश्वस्त करने को नहीं जाएगा और बाजार के सभी खिलाड़ी उस व्यापार को एक-साथ छोड़ देंगे।

इस प्रकार से लीवरेज और निवेशकों की भीड़ निर्गमन के परिणामों को गंभीर बना सकते हैं। नीति से बाहर निकलने का प्रभाव न केवल घरेलू स्तर पर बल्कि अंतरराष्ट्रीय स्तर पर भी महसूस किया जा सकता है।

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। इन परिस्थितियों में प्राप्तकर्ता राष्ट्र में कभी-कभी विनिमय दर की लोच समतुल्यता लाने के बजाय तेजी को बढ़ा देती है।

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 और अधिक समृद्ध वित्तीय क्षेत्र से 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।

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। 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। 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। हम निश्चित रूप से अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक के स्तर पर पर्याप्त रूप से संपर्क करते हैं।

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।

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 फीडबैक 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।

मैं यह बात और भी स्पष्ट रूप से कहना चाहता हूँ। समन्वयन और अंतरराष्ट्रीय निगरानी व्यवस्था रखे जाने के पीछे मुख्य तर्क अपनाई गई नीति से फैलने वाले प्रतिकूल प्रभाव हैं। हालांकि अंतरराष्ट्रीय एजेंसियों ने, कुछ खास अपवादों को छोड़कर, अपरंपरागत नीतियों का जोरदार समर्थन किया है। उनका यह अनिवार्य रूप से तर्क 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 अंतरराष्ट्रीय 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 रचाने के लिए हस्तक्षेप करेंगे और भारी मात्रा में विदेशी मुद्रा भंडार जमा करेंगे। बीते हुए दिनों में मात्रात्मक बाह्य सहजता अपनाते 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।

किंतु, यदि विभिन्न बाधाओं के कारण घरेलू मांग को बदल पाना मुश्किल हो रहा हो तो उसके लिए क्यूईई अपनाते का तर्क सही होगा क्योंकि प्राथमिक रूप से मांग में परिवर्तन लाने के माध्यम से ही क्यूईई कार्य करती है, न कि क्यूईई की तरह। इसलिए, 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।

दूसरा खतरा यह है कि अपरंपरागत नीति से अव्यवस्थित तरीके से बाहर निकलना नये सिरे से एक बिखरे हुए व्यवहार को जन्म देगा। वस्तुतः, हाल की खलबली से उभरते बाजारों 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 अंतरराष्ट्रीय समुदाय पूरी दुनिया को जिसमें कुल मांग कम जोती जा रही है, यही संदेश देना चाहता 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।

समन्वयन का परिचालन : कुछ सुझाव

इस आदर्श संसार में, यूएमपी जैसे क्यूईई या क्यूईई की जांच उनसे फैलने वाले प्रभाव के लिए एक स्वतंत्र बहुपक्षीय एजेंसी द्वारा की जानी चाहिए। उदाहरण के लिए, प्रभावित राष्ट्र से शिकायत प्राप्त होने पर, स्वतंत्र मूल्यांकनकर्ता उन नीतियों के प्रभावों का विश्लेषण कर सकता है और इस नतीजे पर पहुंच सकता है कि क्या वे खेल के

नियमों का पालन कर रहे हैं। ऐसी नीतियां, जिनके अधिक फायदे घरेलू स्तर पर हों, किंतु उनकी अधिकांश लागत विदेश पर पड़े, की जांच खासतौर से सावधानीपूर्वक की जानी चाहिए और यदि मूल्यांकनकर्ता यह समझता है कि उस नीति से विश्व का कल्याण कम होगा तो उस नीति को रोकने का दबाव बनाया जाना चाहिए।

इस आदर्श प्रक्रिया की समस्याओं को आसानी से देखा जा सकता है। ऐसा निष्पक्ष मूल्यांकनकर्ता कहां मिलेगा ? और यदि वास्तव में एक स्वतंत्र मूल्यांकनकर्ता इस नतीजे पर पहुंचता है कि कुछ नीतियां उल्लंघन कर रही हैं, तो उसके बारे में लिए गए फैसलों को लागू कैसे किया जाएगा ?

एक और साधारण प्रस्ताव

शायद ऐसी स्थिति में एक और साधारण प्रस्ताव अपनाया जा सकता है। केंद्रीय बैंकों को चाहिए कि वे उनकी नीतियों की वजह से अन्य देशों को तत्काल होने वाले पूंजी प्रवाह के प्रति चिंतित न हों, बल्कि उसे चाहिए कि वह दीर्घकालिक प्रतिक्रिया जैसे प्रतिस्पर्धात्मक सहजता लाए अथवा विनियम दर के संबंध में निरंतर हस्तक्षेप करे। इससे केंद्रीय बैंक अपने घरेलू अधिदेश के भीतर रहते हुए उन नीतियों से फैलने वाले प्रभावों पर अधिक ध्यान दे पाएंगे।

साथ ही, हमें उन देशों के लिए प्रोत्साहन कम कर देना चाहिए जो अंतरराष्ट्रीय सुरक्षा कवच बनाते हुए बार-बार भारी मात्रा में विदेशी-मुद्रा का संचय करते हैं। अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष से चलनिधि ऋण का एक बहुत अच्छा प्रस्ताव है, जिसमें आइएमएफ द्वारा राष्ट्रों को पहले से अर्हक बनाया जाए और (शायद निजी तौर पर) यह बताया जाएगा कि मौजूदा नीति के अंतर्गत उन्हें कितना ऋण मिल सकेगा - जिसके अंतर्गत आर्टिकल IV पर चर्चा के बाद प्रत्येक वर्ष संशोधित सीमा तक का ऋण लिया जा सकेगा, ऋण-सीमा में यदि कोई कमी की जाती है तो वह छः महीने बाद लागू की जाएगी। इस प्रकार से लाई गई ऋण व्यवस्था से समस्या समाप्त हो सकती है लेकिन कोई भी देश इससे जुड़ी निंदा के कारण कोष से संपर्क नहीं करना चाहता।

समापन

मेरे विचार से अंतरराष्ट्रीय मौद्रिक नीति में वर्तमान प्रणाली हीनता से सतत विकास तथा वित्तीय क्षेत्र दोनों के लिए अत्यधिक जोखिम हो सकता है। यह औद्योगिक राष्ट्र या उभरते बाजार की समस्या नहीं है, बल्कि यह सामूहिक कार्रवाई से संबंधित समस्या है। जितनी जल्दी हम इसे समझ लेंगे, उतनी जल्दी विश्व का एक अच्छा विकास होगा।