

हाल के वैश्विक घटनाक्रम : उभरते बाजारों और विकासशील देशों में ऋण प्रबंधन के प्रभाव*

हारुन आर. खान

सभी को सुप्रभात । सेंट्रल बैंक ऑफ अफगानिस्तान के गवर्नर, भूटान और नेपाल के उपगवर्नर, भारत सरकार के अधिकारीगण, सार्क सचिवालय और सदस्य देशों के कार्यापालकगण और भारतीय रिजर्व बैंक के मेरे साथी, आप सभी का खूबसूरत शहर जयपुर में हार्दिक स्वागत है। मैं अध्यक्षों और वक्ताओं का विशेष रूप से स्वागत करता हूँ, जिन्होंने हमारे निमंत्रण को स्वीकार किया और लोक प्रबंधन से संबंधित विभिन्न क्षेत्रों के बारे में अपनी विशेषज्ञता/ज्ञान को हमारे साथ बांटने के लिए यहां पधारे हैं।

2. जयपुर शहर के बारे में थोड़ी सी जानकारी आपके लिए देना चाहता हूँ। जयपुर, भारत का एक महत्वपूर्ण शहर है जिसकी समृद्ध विरासत और इतिहास है। यह राजस्थान राज्य की राजधानी है और इसे प्यार से गुलाबी शहर के नाम से जाना जाता है। जयपुर शहर हमेशा लोगों को अपनी ओर आकर्षित करता रहा है, इसके बाजार रंगीनियों से भरे हैं और हैंडलूम के वस्त्र एवं खिलौने बहुत ही अच्छे लगते हैं। चारों ओर सुंदर बाग और पार्क, आकर्षक स्मारक स्थल और लाजवाब हेरिटेज जो पहले महाराजाओं का निवास हुआ करता था, कहना गलत न होगा कि मंथर गति से चलते हुए ऊंट, रंग-बिरंगे कपड़े पहने हुए लोग, ये सब कुल मिलकर जयपुर को पर्यटकों के लिए स्वर्ग बना देते हैं पर्यटकों के लिए यह शहर दिल्ली और आगरा सहित एक *सुनहरा त्रिभुजाकार* मार्ग बन जाता है। इन सब बातों का आप यहां अपनी सामाजिक गतिविधियों एवं शहर की यात्रा करते समय अंदाजा लगा सकते हैं और महसूस कर सकते हैं।

3. अब हम आज के इस कार्यक्रम पर वापस आते हैं, जहां सार्क देशों के ऋण प्रबंधक और विशेषज्ञ अपने ज्ञान का परस्पर आदान-

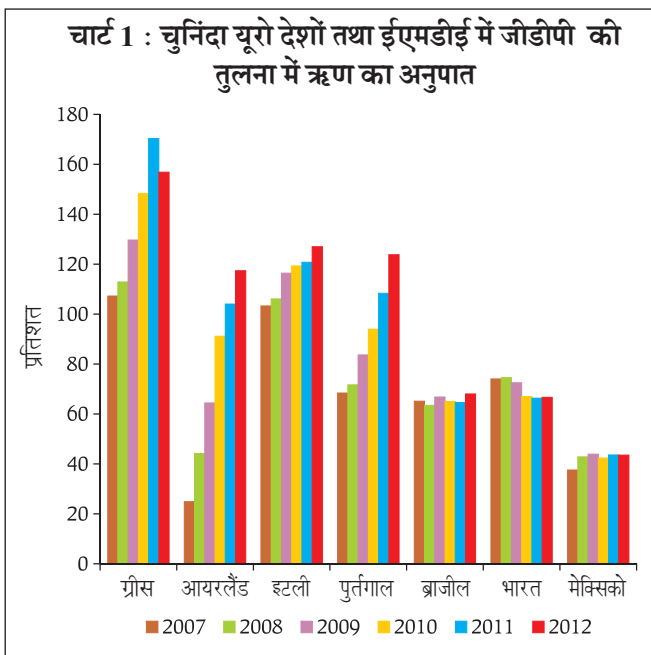
* श्री हारुन आर. खान, उप गवर्नर, भा.रि.बैंक द्वारा 6 दिसंबर 2013 को भा.रि.बैंक, जयपुर द्वारा आयोजित सार्क लोक ऋण, प्रबंधक फोरम की दूसरी बैठक में दिये गये उद्घाटन भाषण पर आधारित। भा.रि.बैंक के श्री सुनिल कुमार द्वारा दिए गए सहयोग के प्रति आभार।

प्रदान करने के लिए यहां एक छत के नीचे एकत्र हुए हैं। मुझे यकीन है कि यह सभी प्रतिनिधियों के लिए एक यादगार कार्यक्रम साबित होगा। श्रीलंका, सार्क देशों का सबसे पहला ऐसा देश है जिसने सार्क लोक ऋण प्रबंधकों की पहली बैठक पिछले वर्ष कोलंबो में आयोजित की थी और यह इस मंच की दूसरी बैठक है। यह मंच, जैसाकि मैं मानता हूँ एक ऐसा मंच है जो समस्त सार्क देशों के केंद्रीय बैंकों और वित्त मंत्रालयों के वरिष्ठ ऋण प्रबंधकों को नवीनतम नीतिगत चुनौतियों पर चर्चा एवं विचार-विमर्श करने, सर्वोत्तम या अग्रणी प्रथाओं की तुलना करने, या यूं कहें कि इनका उपयोग करने वालों के बीच अनुभवों को बांटने के लिए एकजुट करता है। इस सम्मेलन की थीम “उभरते बाजारों में सरकारी ऋण प्रबंधन” और इसके विस्तृत कार्यक्रम को देखते हुए, मैं यह समझता हूँ कि हम बहुत से विषयों/ मुद्दों पर चर्चा करने वाले हैं, *साथ ही* इसमें लोक ऋण प्रबंधन के बारे में विश्व की घटनाओं ने जो चुनौतियां पैदा की हैं, और इसका समष्टिगत आर्थिक स्थिरता एवं उनकी रणनीतियों से कितना सरोकार है, उत्पाद नवोन्मेष के सबक तथा उसके परिणाम और सरकारी बाण्डों के लिए बाजार की मूलभूत संरचना पर विचार-विमर्श किया जाएगा। सम्मेलन के दौरान जिन मुद्दों पर चर्चाएं की जाएंगी उनके संबंध में कुछ सामान्य टिप्पणी देना चाहूंगा और मेरा फोकस हाल में विश्व अर्थव्यवस्था में लोक ऋण प्रबंधन के क्षेत्र में उभरते बाजार और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं में नीति-निर्माण के समक्ष उत्पन्न चुनौतियों तथा उन अनिश्चितताओं को नियंत्रित करने के लिए आगे के रास्ते के बारे में जिन्होंने परस्पर जुड़े हुए विश्व में निश्चितता का रूप ले लिया है, के संबंध में होगा।

हाल की वैश्विक घटनाएं : उभरते बाजार और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं के लिए जोखिम और चुनौतियां :

4. वर्तमान लोक ऋण प्रबंधन फोरम का आयोजन अभी भी कमजोर विश्व अर्थव्यवस्था के परिप्रेक्ष्य में, खासतौर से उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के संदर्भ में किया गया है, जहां विकास की दर अभी भी कमजोर बनी हुई है। सच तो यह है कि वैश्विक वित्तीय संकट ने नीतिगत परिवेश को ड्रामाई तरीके से बदल कर रख दिया है। जोखिम-पुराने और नए - पूरे परिदृश्य पर छाये हुए हैं और नीति से संबंधित नई चुनौतियां न केवल समष्टि-आर्थिक नीतियों के बारे में बल्कि लोक ऋण प्रबंधन ढांचे के बारे में भी उभरते बाजार और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं तथा उन्नत अर्थव्यवस्थाओं दोनों में पैदा हो रही हैं।

5. यदि हम थोड़ा पीछे की ओर जाएं तो पाते हैं कि वर्ष 2008-09 में विश्व पर वित्तीय संकट घात लगाकर फट पड़ा था और विश्व अर्थव्यवस्था की विकास दर 2007 के 5.4 प्रतिशत से घटकर 2008 में 2.8 प्रतिशत हो गई थी और 2009 में लगभग आधा प्रतिशत और घट गई थी। अमरीका और अन्य उन्नत देशों में जो संकट आया था वह सब-प्राइम संकट के रूप में शीघ्र ही उभरते बाजार एवं विकासशील अर्थव्यवस्थाओं (ईएमडीई) में फैल गया, जिससे यह जाहिर होता है कि बढ़ते हुए बाह्य खुलेपन और सीमा-पार वित्तीय प्रवाह के नाते देशों के बीच अंतर-संबंध बहुत बढ़ गए हैं। ईएमडीई में भी विकास-दर 2007 के 8.7 प्रतिशत से घटकर 2009 में 2.7 प्रतिशत हो गई। कई देशों की सरकारों ने मंदी को नियंत्रित करने और वृद्धि दर को बहाल करने के लिए राजकोषीय प्रोत्साहन के उपाय किए हैं, सरकार द्वारा बाजार से उधार कार्यक्रम बहुत बढ़ गया है। वास्तव में यह ऋण प्रबंधकों के लिए बहुत चुनौतीपूर्ण हो गया है, खासतौर से ईएमडीई में कि वे बिना किसी गड़बड़ी के इस बढ़ते हुए बाजार उधार-कार्यक्रम को पूरा कर सकें। उसके बाद ही, युरोपियन सरकारी ऋण संकट उत्पन्न हो गया जिससे कुछ युरोपियन देशों (अर्थात् अल्पकालिक कर्ज का ऊंचा हिस्सा तथा विदेशी निवेशकों का बड़ा हिस्सा) में पहले ही बढ़े हुए कर्ज का स्तर, सब-आप्टिमल ऋण संरचना के साथ उन्हीं देशों में एक बड़े रोलओवर जोखिम में तब्दील हो गया (चार्ट 1)।



6. यूरोपियन सरकारी ऋण संकट से उत्पन्न संक्रामकता और साथ ही बाजार से उधार लेते जाने की आवश्यकता ने ईएमडीई में ऋण-प्रबंधकों की चुनौतियों को अत्यधिक बढ़ा दिया, विशेष रूप से उनके लिए जिनकी सरकारें बाजार से उधार लेने के लिए काफी हद तक अंतरराष्ट्रीय पूंजी बाजार पर निर्भर हैं। ईएमडीई में ऋण-प्रबंधकों की चुनौतियां दो कारणों से हैं : पहला, विदेशी निवेशकों द्वारा डिलीवरेजिंग से पूंजी प्रवाह की स्थिति उलट जाने के कारण घरेलू वित्तीय बाजार में अस्थिरता तथा अनिश्चितता बहुत अधिक पैदा हो जाने पर; और दूसरा, विनिमय दर में बढ़ी हुई अस्थिरता से करेंसी का मूल्यास तेजी से हुआ है। जिन देशों में, बढ़ाई हुई परिपक्वता संरचना के कारण अल्प-अवधि के कर्ज जारी करने की गुंजाइश थी, जो अधिकांशतः घरेलू कर्ज पर निर्भर थे, वे बड़ी मात्रा में घरेलू स्तर पर अल्प-अवधि के कर्ज जारी करके इन चुनौतियों से बचकर निकल सके। जबकि दूसरी ओर, जिन देशों के पास अल्प-परिपक्वता अवधि के कर्ज की संरचना थी उनको रोल ओवर का काफी जोखिम उठाना पड़ा। उपर्युक्त के परिप्रेक्ष्य में कोई भी यह तर्क पूरे दावे के साथ दे सकता है कि ऋण की संरचना को इष्टतम रखने से कर्ज-प्रबंधकों की ही सहायता होगी क्योंकि वे विश्व की वित्तीय हलचल से पैदा होने वाली चुनौतियां का सामना थोड़ा कम कष्ट के साथ कर सकेंगे। अतः, कर्ज-प्रबंधकों को संकीर्ण एवं अल्प-दृष्टि वाले उप-इष्टतम ऋण-संरचना के बजाय इष्टतम-ऋण-संरचना का उपयोग करना चाहिए। मुझे विश्वास है कि सम्मेलन में होने वाली चर्चा में इन बातों पर गहनता से विचार किया जाएगा कि इष्टतम ऋण-संरचना कैसी हो जो स्थानीय स्थितियों के अनुरूप हो।

7. विश्व अर्थव्यवस्था में 2009 में आधे प्रतिशत की कमी हो गई थी लेकिन उसके बाद दुबारा उसमें तेजी आई और वर्ष 2010 में 5.2 प्रतिशत तक का विस्तार हुआ। विश्व अर्थव्यवस्था के सुधार में अनेक राष्ट्रों द्वारा राजकोषीय प्रोत्साहन उपायों के साथ समंजनकारी मौद्रिक नीति अर्थात् प्रायः गैर-परंपरागत नीतिगत उपाय अपनाए जाने का हाथ था। गैर-परंपरागत उपायों के रूप में कुछ देशों ने जैसे अमरीका, यूके और यूरोपियन यूनियन ने वित्तीय बाजार में स्थिति सामान्य करने के लिए तथा वास्तविक क्षेत्र में ऋण का प्रवाह बेहतर बनाने के लिए बड़े पैमाने पर परिसंपत्ति खरीद कार्यक्रम (एपीपी) आयोजित किए। इन उपायों से पूंजी का प्रवाह ईएमडीई को पुनः होने लगा और निवल वित्तीय प्रवाह (निजी) के रूप में, जो 2007 के 698 बिलियन अमरीकी डालर से घटकर 2009 में 282 बिलियन

अमरीकी डालर हो गया था, वर्ष 2010 में बढ़कर 572 बिलियन अमरीकी डालर हो गया। हालांकि अमरीका ने निभावकारी मौद्रिक नीति जारी रखा है, किंतु ईएमडीई को निवल वित्तीय प्रवाह वर्ष 2012 में काफी घटकर 237 बिलियन अमरीकी डालर हो गया था। कुछ उन्नत राष्ट्र निभावकारी मौद्रिक नीति को हटाना चाहते हैं और इस तरह से पूंजी का मजबूत प्रवाह जो लंबे समय से चला आ रहा है वह समाप्त हो जाएगा और ईएमडीई को अपने मार्ग में अस्थिर बाह्य स्थिति का सामना करना पड़ेगा। इस प्रकार की अस्थिरता का उदाहरण यह है कि अभी हाल ही में विगत दिनों मई 2013 में फेडरल रिजर्व के अध्यक्ष द्वारा यह घोषणा की गई कि वर्ष के अंत तक एपीपी को कम कर दिया जाएगा और अगले वर्ष के मध्य तक पूरी तरह समाप्त कर दिया जाएगा, और इसके प्रभावों का अनुभव ईएमडीई ने किया था। किंतु फेडरल रिजर्व ने बाद में यह तय किया कि एपीपी को जारी रखा जाएगा तथा अत्यधिक निभावकारी मौद्रिक नीति का रुझान अपनाया जाएगा। लेकिन इससे किसी भी राष्ट्र को निश्चित नहीं रहना चाहिए क्योंकि एपीपी फेडरल रिजर्व द्वारा स्थायी नहीं रखा जाएगा, आज नहीं तो कल, आर्थिक गतिविधियों और बाजार की स्थिति को देखते हुए यह समाप्त कर दिया जाएगा। इसलिए अभी ईएमडीई के ऋण-प्रबंधकों को चाहिए कि वे रणनीति तैयार करें और सुरक्षित भंडार तैयार करें ताकि इस प्रकार की घटना होने पर उसका सामना कर सकें।

8. इस समय, सुदृढ़ किंतु अस्थिर पूंजी के प्रवाहों ने केंद्रीय बैंकों तथा ईएमडीई के ऋण-प्रबंधकों के सामने असामान्य चुनौती पैदा कर दी है और बाजार के प्रमुख खण्डों में चलनिधि के अचानक सूख जाने का खतरा उत्पन्न कर दिया है। हम यह जानते हैं कि बड़ी मात्रा में पूंजी का आना फायदेमंद भी है और इसकी लागत भी अधिक है। इस संबंध में अच्छी बात यह है कि अनेक ईएमडीई में सुदृढ़ मूल आधार की वजह से उसका प्रभाव कम रहेगा, साथ ही बेहतर बाह्य स्थिति और संचित विदेशी मुद्रा भंडार का बफर ये सब इसके होने वाले परिणाम में भूमिका अदा करेंगे, न कि पूर्व में हुए अनुभव की तरह। हालांकि, प्रायः यह कहा जाता है कि पूंजी प्रवाह के सकारात्मक प्रभाव तथा वस्तुओं की कीमतें दोनों मिलकर ईएमडीई में विकास के हेतु बनते हैं, किंतु यह नोट करना जरूरी है कि ईएमडीई में दीर्घकालिक विकास के कई अन्य संचालक भी हैं जो घरेलू स्वरूप के हैं जैसे - सुदृढ़ समष्टिगत मूल-आधार, भौगोलिक लाभ, उच्च बचत आदि। बाहरी कारक विकास को केवल अल्प अवधि के लिए सहारा दे सकते हैं। अतः, हाल की वैश्विक घटनाओं ने वित्तीय आर्थिक एवं समष्टिगत

आर्थिक नीतियों की बाधाओं के परस्पर संबंधों के अत्यधिक उजागर किया है।

सुदृढ़ घरेलू समष्टि-आर्थिक मूल-आधार अत्यधिक जरूरी हैं और यह उन्नत तथा ईएमडीई के बीच अस्पष्ट मौजूदा अंतर को स्पष्ट अंतर का मानदंड साबित होंगे। इस संदर्भ में, *“लोक ऋण प्रबंधन और समष्टि आर्थिक स्थिरता”* विषय पर यह सत्र लोक ऋण प्रबंध और समष्टि आर्थिक नीतियों के बीच नए तथा जटिल संबंधों पर प्रकाश डालेगा। इस प्रकार की चर्चा बाजार में और अधिक विकास लाने के लिए परस्पर विचार-विमर्श का अवसर प्रदान करती है।

9. हाल के संकट की उल्लेखनीय विशेषता यह रही है कि इसकी वजह से आज ईएमडीई की समुत्थान शक्ति बढ़ गई है जब कि पूर्व के संकटों में ऐसा नहीं हुआ था। ऐसा शायद इसलिए हुआ क्योंकि संकट ईएमडीई में नहीं पैदा हुआ था और यह कि उभरती अर्थव्यवस्थाओं में पिछले एक दशक में की गई अनेक पहल में ऋण प्रबंधन परंपरागत था घरेलू बाजार के विकास पर ध्यान दिया गया था और समष्टि-आर्थिक एवं वित्तीय क्षेत्रों में सुधार बनाए रखा गया था। लोक ऋण प्रबंधन के अनुभवों की समीक्षा तथा वैश्विक आघात के प्रभाव का सामना करने के लिए ऋण-प्रबंधकों ने प्राथमिक एवं द्वितीयक बाजार में किस प्रकार से अनेक नीतिगत प्रतिक्रिया की, यह जानकारी काफी सूचनापरक होगी। मेरा विचार है कि *“वैश्विक घटनाएं तथा उनका छोटी उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लोक ऋण प्रबंधन पर प्रभाव”* विषय के सत्र में इस बात का स्पष्ट खुलासा हो जाएगा कि इसका उभरती अर्थव्यवस्थाओं पर क्या प्रभाव पड़ेगा।

10. ईएमडीई को हाल के वैश्विक संकट और उसके बाद हुए सरकारी, ऋण संकट को लेकर एक अन्य चुनौती का भी सामना करना पड़ा है और वह है मूल्य-स्थिरता, ऋण वहनीयता और वित्तीय स्थिरता के बीच अच्छा संतुलन बनाए रखना। हमारे पूर्व गवर्नर डॉ. डी सुब्बाराव ने इसे *“न्यू ट्रायलिमा”* की संज्ञा दी थी। इन तीनों उद्देश्यों के लिए बनाई गई नीतियां आपस में कई प्रकार से गुथी हुई हैं और अकसर उनका प्रभाव दूसरे उद्देश्यों पर अनचाहे तौर पर पड़ जाता है। यह भी उल्लेखनीय बात है कि इन नीतियों की परस्पर प्रतिक्रिया और प्रभाव संकट के समय में अलग होता है और सामान्य समय में अलग। इन उद्देश्यों के लिए जो नीतियां बनाई जाती हैं उनका दुतरफा प्रभाव पड़ता है, उदाहरण के लिए जो नीति मूल्य-स्थिरता के लिए बनाई गई है वह वित्तीय स्थिरता तथा ऋण वहनीयता पर प्रतिकूल प्रभाव डाल

सकती है और यह स्थिति इसके विपरीत भी हो सकती है। और स्पष्ट रूप से कहें तो, महंगाई कम करने एवं मूल्य-स्थिरता लाने के लिए ब्याज दर में वृद्धि से ऋण वहनीयता/वित्तीय स्थिरता पर प्रतिकूल प्रभाव पड़ सकता है। दूसरी ओर, ऋण वहनीयता के लिए अपनाई जानेवाली नीतियां जैसे - केंद्रीय बैंक द्वारा मुद्राकरण और राइट आफ क्रिया, मूल्य/वित्तीय स्थिरता के प्रतिकूल हो सकती है। इस प्रकार के परस्पर गहरे संघर्ष का यह मतलब नहीं है कि इन उद्देश्यों में एक साथ संतुलन नहीं लाया जा सकता। इसमें एक पहलू यदि और जोड़ें तो उपर्युक्त तीनों उद्देश्यों के लिए अपनाई गई नीतियां विकास के उद्देश्यों को प्रभावित कर सकती हैं और इन उद्देश्यों की परस्पर क्रिया को “न्यू क्वाड्रिलेमा” कहा जा सकता है। उदाहरण के लिए मंदी के समय अपनाई गई ऋण-समेकन की नीति, राजकोषीय नीति के चक्र की विरोधी हो सकती है जो विकास पर प्रतिकूल प्रभाव डाल सकती है। अतः यह जरूरी है कि इन उद्देश्यों में आदर्श नीति और संस्थागत विकल्पों के माध्यम से उचित संतुलन बनाया जाए।

भारतीय अनुभव

11. इस बात को यदि विशेष रूप से हम भारतीय संदर्भ में देखें तो मैं यह कहना चाहूंगा कि वैश्विक वित्तीय संकट का प्रभाव भारत पर भी पड़ा था। उसके प्रभाव को समाप्त करने के लिए राजकोषीय प्रोत्साहन उपाय किए गए थे और तदनुसार सरकार द्वारा उधार लेने के कार्यक्रम में तेजी से वृद्धि हो गई थी (अर्थात् 2008-09 के बजट अनुमान से लगभग 83 प्रतिशत अधिक बाजार से उधार तथा वर्ष 2009-10 में पिछले वर्ष की तुलना में लगभग 65 प्रतिशत अधिक)। उसी समय वित्तीय बाजार अत्यधिक नाजुक और अशांत बन गया था, जिससे यह जाहिर होता था कि विश्व के साथ इसके परस्पर संबंध और एकीकरण कितना अधिक है। प्रणाली में चलनिधि सूख चुकी थी, भारी मात्रा में पूंजी का प्रवाह उलट चुका था क्योंकि ईएमडीई से विदेशी निवेशक लीवरेजिंग कम करने लगे थे और वित्तीय बाजार में अनिश्चितता का माहौल बन गया और बाजार सामान्य रूप से जोखिम उठाने के प्रति बेरुख हो गया था, जो केंद्रीय बैंक के ऋण-प्रबंधकों के सामने एक जबरदस्त चुनौती थी कि बाजार से उधार लेने के कार्यक्रम को बिना किसी बाधा के पूरा किया जाए। किंतु, ऋण की औसत परिपक्वता अवधि (एएमएल) में वृद्धि से राहत मिली और ऋण-प्रबंधन रणनीति, बाजार की स्थितियों को ध्यान में रखते हुए भारी मात्रा में अल्प एवं मध्य-अवधि के ऋण जारी करने की रही।

सारणी : घरेलू ऋण प्रतिभूतियां - औसत परिपक्वता

(वर्षों में)

देश	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ब्राजील	3.0	3.3	3.4	3.4	3.5	3.8
चीन	7.9	7.6	7.2	7.6	8.2	8.8
भारत	10.0	10.6	10.5	9.8	9.8	9.7
इंडोनेशिया	8.2	8.2	7.9	8.6	9.2	10.1
मलेशिया	5.4	5.3	5.3	4.5	5.1	5.5
दक्षिण अफ्रीका	8.5	10.0	10.6	10.6	11.6	12.3
यूके	14.5	14.5	13.5	13.4	14.5	14.6
अमरीका	4.6	4.2	4.6	4.9	5.2	5.4

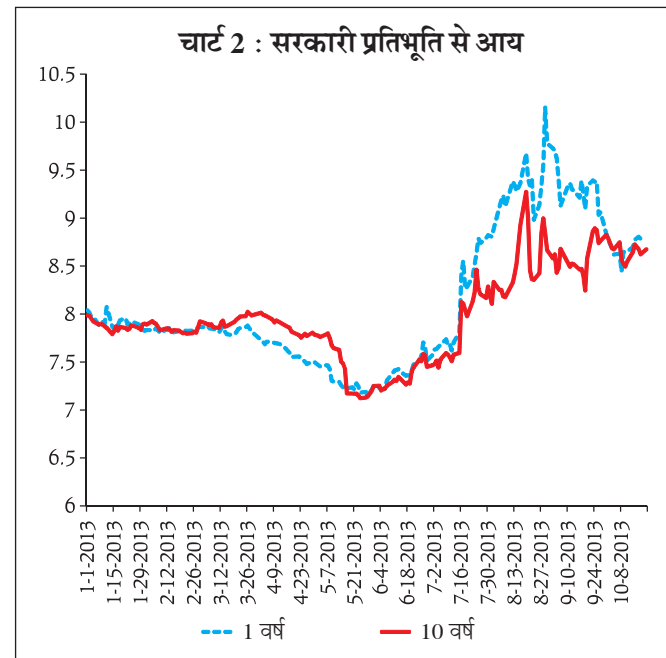
वस्तुतः, भारत में केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों की सबसे अधिक एएमएल थी, और इसलिए समझदारी से काम लेते हुए रोलओवर जोखिम के साथ समझौता किए बिना परिपक्वता प्रोफाइल का फायदा उठाने की भरपूर संभावना थी (सारणी)।

12. अन्य उपायों के मिले-जुले प्रयास भी किए गए जिसमें मौद्रिक सहजता और नवोन्मेषी ऋण प्रबंधन उपकरण जैसे बाजार स्थिरीकरण योजना को समकालिक बनाना, पुनः खरीद, नीलामी और सरकारी सामान्य बाजार खरीद के साथ खुला बाजार खरीद करना तथा एमएसएस बैलेंसेस को अलग न करने जैसी कार्रवाई की गई। बहुत ही उपयुक्त समय पर वित्तीय प्रणाली में चलनिधि डालने का कार्य किया गया जो सरकारी प्रतिभूति की नीलामी के समय किया गया, रिजर्व बैंक ने बाजार में अपेक्षाकृत सामान्य चलनिधि की स्थिति बनाए रखना सुनिश्चित किया और इस प्रक्रिया में सरकारी बाजार उधार कार्यक्रम आसानी से संपन्न हो सके। दरअसल यह इस बात को रेखांकित करता है कि मौद्रिक नीति और ऋण प्रबंधन नीति के बीच अत्यधिक ऊंचे स्तर का समन्वय था जिसकी वजह से अस्थिर समय में भी बाजार से उधार का कार्यक्रम सफलतापूर्वक किया जा सका। अस्थिरता के समय में इस बात की भारी संभावना थी कि कुछ एजेंसियां इस प्रक्रिया में समन्वय को कमजोर बनाने के लिए अपने संकीर्ण उद्देश्यों को पूरा करने में लगी हुई थीं। भारत में, इन नीतियों में निहित रूप से बेदाग समन्वय है और उसकी प्रभावशीलता के कारण ये दोनों नीतियां केंद्रीय बैंक को सौंपी गई हैं। भारतीय रिजर्व बैंक, वित्त मंत्रालय में राजकोषीय नीति निर्माताओं के साथ मिलकर बड़े से बड़ा बाजार उधार कार्यक्रम वित्तीय बाजार पर बिना किसी अनुचित प्रभाव के नियंत्रित कर सकता है। इस प्रकार का मौद्रिक और राजकोषीय समन्वय न केवल वैश्विक उच्च संकट के समय दिखाई दिया था बल्कि हाल की बाजार-अस्थिरता के समय भी बना रहा है।

13. वैश्विक संकट के बाद यह बहस दुबारा उठी कि ऋण प्रबंधन का कार्य किस संस्था के पास होना चाहिए; क्या इसे केंद्रीय बैंक के पास या ऋण प्रबंधन कार्यालय के पास होना चाहिए। इस संबंध में यह कहना उचित होगा कि एक ही आकार स्थान पर फिट नहीं होता है। भारत में, हालांकि ऋण-प्रबंधन का कार्य केंद्रीय बैंक से हटाए जाने के बारे में गंभीरता से चर्चा की जा रही है, किंतु बाजार उधार की भारी मात्रा और बाजार विकास के स्तर को ध्यान में रखते हुए यह महसूस किया गया कि मौजूदा परिस्थितियों में इस प्रकार से इस कार्य को अलग करना इष्टतम स्थिति नहीं होगी। संकट के बाद जो सबक मिला है उससे यही पता चलता है कि लोकनीति के उद्देश्यों को प्राप्त करने के लिए विकास, मूल्य-स्थिरता और वित्तीय स्थिरता सुनिश्चित करना होगा और उसके लिए मौद्रिक नीति, राजकोषीय नीति तथा सरकारी ऋण-प्रबंधन के बीच समन्वयन होना जरूरी है। मौद्रिक नीति और सरकारी ऋण-प्रबंधन रणनीति के बीच आंतरिक रूप से एक सहक्रिया का तत्व है इसलिए इसके कार्यों को केंद्रीय बैंक के पास ही रखा गया है। इसलिए इस बात की पुरजोर वकालत की गई है कि केंद्रीय बैंक द्वारा सरकार के साथ समन्वय से ऋण-प्रबंधन की वर्तमान व्यवस्था को समाप्त करने की आवश्यकता नहीं है, वह भी खासतौर से ऐसे समय में जब राजकोषीय घाटा बढ़ रहा हो और वित्तीय बाजार की स्थिरता को प्रभावित किए बिना भारी मात्रा में बाजार से उधार लिया जाना अपेक्षित हो।

14. फेडरल रिजर्व द्वारा 22 मई, 2013 को प्रोत्साहन पैकेज में कमी किए जाने की चर्चा ने बाहरी परिस्थितियों को हिलाकर रख दिया और उसकी हलचल घरेलू ऋण बाजार तक फैल गई। रिजर्व बैंक को विदेशी मुद्रा बाजार की अस्थिरता को रोकने के लिए अल्पकालिक दरों को बढ़ाना पड़ा। ओवरनाइट मांग दर 15 जुलाई को 7.21 प्रतिशत से बढ़कर 7 सितंबर, 2013 तक 13.46 प्रतिशत हो गई। अल्पकालिक ब्याज दरों में कठोरता, वस्तुतः मध्यावधि और दीर्घकालीन फायदे में बदल गई। उदाहरण के तौर पर, 10-वर्षीय सरकारी प्रतिभूति 15 जुलाई, 2013 को 7.60 प्रतिशत से बढ़कर अगस्त, 2013 में 9.27 प्रतिशत हो गई (चार्ट 2)।

15. आयद (यील्ड) में तीव्र वृद्धि जो काफी हद तक चलनिधि की सख्ती की वजह से थी, के अलावा बाण्ड आमद बाजार में अस्थिरता बहुत बढ़ गई और इसके कारण सरकारी प्रतिभूतियों की मांग कम हो गई। इस प्रकार से अत्यधिक अस्थिरता, ऋण-प्रबंधकों की चिंता का



कारण बन गई जो ऐसी स्थिति में ऋण जारी करने के लिए बाध्य होंगे और यह कदम इष्टतम ऋण-संरचना के अनुरूप नहीं होगा, इससे विभिन्न प्रकार के जोखिम पैरामीटर बढ़ जाएंगे। यहां यह रेखांकित करना जरूरी है कि सरकारी प्रतिभूति बाजार की अस्थिरता तब जाकर शांत हुई जब रिजर्व बैंक ने 20 सितंबर 2013 से अस्थायी नीतिगत उपायों को विपरीत दिशा में ले जाने की घोषणा की। एक और सकारात्मक बात यह हुई है कि भारतीय करेंसी में दीर्घकालीन विदेशी निवेशकों का विश्वास बढ़ रहा है और इससे सरकारी प्रतिभूतियों की मांग बढ़ने की संभावना है। मुझे विश्वास है कि ऋण प्रबंधन रणनीति विषय के सत्र में और अधिक विकल्पों पर प्रकाश डाला जाएगा जो ऋण-प्रबंधकों के लिए बाजार की अधिक अस्थिर एवं नाजुक स्थितियों में काम आएंगे। इसके अलावा, 'सार्क देशों के अनुभव' का सत्र सहभागियों को एक-दूसरे की ऋण-प्रबंधन प्रथाओं को जानने का अवसर प्रदान करेगा और इस बात की सहायता करेगा कि वे अपनी प्रथाओं को और बेहतर बनाएं। भारत का अनुभव यह बताता है कि वित्तीय बाजार की आधारभूत अत्याधुनिक संरचना, सरकारी बाण्ड बाजार के लिए समुत्थान शक्ति का स्रोत साबित हो सकती है। इस संदर्भ में "सरकारी प्रतिभूति की आधारभूत बाजार संरचना" विषय के सत्र में विनियामक संरचना, प्राथमिक और द्वितीयक बाजार की आधारभूत संरचना पर बारीकी से नजर डाली जाएगी और हम सभी के लिए सुरक्षित एवं कुशल आधारभूत बाजार बनाने के लिए उपयोगी सबक सिद्ध होगी।

16. भारत में ऋण-प्रबंधन रणनीति की लगातार यह कोशिश रही है कि इसके लिखतों के प्रकार को विस्तार दिया जाए ताकि ऋण-प्रबंधन उद्देश्यों को प्राप्त करने हेतु निवेशकों के आधार का व्यापक बनाया जा सके। वर्तमान लिखतों के गुच्छे में नियत दर सामान्य बाण्ड, जीरो कूपन बाण्ड, परिवर्तनीय दर बाण्ड (एफआरबी) और प्रस्तावित स्फीतिकारी सूचकांक बाण्ड शामिल हैं, जिसमें कुल निर्गमों में लिंकर्स का हिस्सा 5 प्रतिशत से भी कम है। ऋण-प्रबंधन रणनीति में इस बात की संभावना का पता लगाया जा रहा था कि अंतरराष्ट्रीय पूंजी बाजार में सरकारी बाण्ड जारी किए जाएं किंतु इससे जुड़े जोखिम इतने हैं कि फायदा नहीं होने वाला है, इसलिए ऐसा कोई निर्गम नहीं निकाला गया। कुछ ईएमडीई ने इस प्रकार के बाण्ड जारी किए थे किंतु उन्हें हाल के संकट के दौरान समस्याओं का सामना करना पड़ा। विषय - “उत्पाद नवोन्मेष - सरकारी विदेशी करेंसी बाण्ड, आइआइबी के सबक और उसके नतीजे” के सत्र में नये उत्पादों, विशेष रूप से ईएमडीई के संबंध में उनके फायदे बनाम जोखिम के बारे में और अधिक अंतर्दृष्टि हासिल होगी।

17. हाल के संकट के दौरान ऋण-प्रबंधन से संबंधित भारतीय अनुभव से कुछ खास बातें जो हमने सीखीं वे इस प्रकार हैं :

- ए. सामान्य समय में परिपक्वता की अवधि बढ़ाने से ऋण-प्रबंधकों को हाल के वैश्विक संकट जैसी अप्रत्याशिता अस्थिरता की स्थिति से जूझने के लिए पर्याप्त समय मिल जाता है क्योंकि ऋण-प्रबंधक परिपक्वता वक्र पर अल्प एवं मध्यावधि की परिपक्वता पर कार्य करते हुए अशांत स्थिति पर काबू पा सकते हैं;
- बी. अनिश्चितता के वातावरण में, मिले-जुल लिखतों का उपयोग जैसे-नियत दर बाण्ड, टी-बिल, एफआरबी आदि की विभिन्न बाजार सहभागियों की मांग को पूरा करने हेतु ऋण-प्रबंधन रणनीति के रूप में महत्वपूर्ण भूमिका होती है;
- सी. निर्गम के संबंध में रणनीति तैयार करने के लिए बाजार की नब्ज को जानना अनिवार्य है जिसके लिए बाजार के सहभागियों से लगातार संवाद किया जाए / चर्चा की जानी चाहिए। भारत में, प्राथमिक व्यापारियों और अन्य बाजार सहभागियों के साथ दो महीने के आधार पर बैठक की जाती है ताकि यह पता लगाया

जा सके कि विभिन्न लिखतों के लिए उनकी मांग कितनी है और नीति की पसंद के बारे में उनकी क्या राय है;

- डी. बाजार को ऋण-प्रबंधन नीति की समुचित जानकारी दिया जाना महत्वपूर्ण है, इससे निवेशकों के मन में कोई अनिश्चितता पैदा नहीं होती है;
- ई. ऋण-प्रबंधन के लिए “एक ही आकार-सभी को सुहाय” वाली नीति की व्यवस्था सभी संस्थाओं में अपनाने की जरूरत नहीं है, और वस्तुतः ऐसे देशों में जहां सरकार के उधार कार्यक्रम की अपेक्षा बहुत अधिक है, वहां केंद्रीय बैंक का शामिल रहना अनिवार्य है क्योंकि वह मूल्य-स्थिरता, ऋण-वहनीयता, वित्तीय स्थिरता और विकास उद्देश्यों आदि के लिए विभिन्न नीतियों के विकल्पों के बीच संतुलन बनाए रखता है; और
- एफ. घरेलू स्तर पर सरकारी बाण्ड बाजार को निवेशकों की श्रेणी, लिखत, आधारभूत-संरचना, मध्यस्थ और नवोन्मेष को ध्यान में रखकर विकसित किया जाना चाहिए और इसे विदेशी निवेशकों के लिए नपे-तुले अंदाज में खोला जाना चाहिए ताकि अचानक उन्हें रोक दिए जाने के अनावश्यक जोखिम उठाए बिना निवेशकों के आधार को व्यापक बनाया जा सके।

समापन

18. आगे बढ़कर देखें तो पता चलता है कि ऋण-प्रबंधकों की चुनौतियां संगीन बनी रहने वाली हैं क्योंकि ईएमडीई की अंतरराष्ट्रीय पूंजी बाजार के साथ बढ़ते हुए एकीकरण से उसका संक्रामक प्रभाव घरेलू ऋण बाजारों पर बहुत तेजी से पड़ेगा। इसके अलावा, आने वाली पूंजी का प्रवाह बहुत अधिक हो जाने से सरकारी कर्ज की मांग बढ़ जाएगी, किंतु ऐसे प्रवाहों से, अचानक रोक लगाए जाने वाले जोखिम भी पैदा हो जाते हैं। मुझे विश्वास है कि यह सम्मेलन ऋण-प्रबंधकों के लिए तात्कालिक नीतिगत इनपुट प्रदान करेगा जो उनके लिए जोखिमों को कम करने तथा सुदृढ़ ऋण-प्रबंधन रणनीति तैयार करने में सहायक होगा। मैं समझता हूँ कि डेढ़ दिन का यह सम्मेलन अनेक कार्यक्रमों, विचारों और चिंतन से भरपूर होगा और चर्चाएँ की जाएंगी तथा एक सुदृढ़ लोक ऋण-प्रबंधन नीति एवं प्रथा कायम करने के लिए व्यावहारिक सुझावों पर ध्यान केंद्रित किया जाएगा।