

## गैर-परंपरागत मौद्रिक नीति : संकटकाल में भारत का अनुभव प्रतिक्रिया और नीतिपरक प्रस्थान\*

दीपक मोहंती

मैं प्रधानाचार्या उमा सुब्रमणियम को धन्यवाद देता हूँ कि उन्होंने आपके साथ गैर-परंपरागत मौद्रिक नीति के संबंध में चर्चा करने का अवसर प्रदान किया। सेमिनार का विषय उपयुक्त और सामयिक है। सितंबर 2008 में लेहमैन ब्रदर्स को धराशायी हुए 5 वर्ष का समय बीत चुका है, जिसने उन्नत और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति परंपरागत और गैर-परंपरागत दोनों में अप्रत्याशित सक्रियता पैदा कर दी थी। अमरीका ने पहली बार 18 दिसंबर, 2013 को गैर-परंपरागत मौद्रिक नीति से नपे-तुले अंदाज में बाहर निकलने के लिए ठोस कदमों की घोषणा की और जिसकी शुरुआत जनवरी 2014 से होगी।

भारतीय अर्थव्यवस्था को अन्य उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के समान लेहमैन के बाद विश्व के वित्तीय संकट और मई 2013 में अमरीकी फेड द्वारा संभावित प्रस्थान की घोषणा दोनों ने प्रभावित किया। हमने भी न केवल संकट की प्रतिक्रिया में बल्कि प्रस्थान की घोषणा पर भी परंपरागत एवं गैर-परंपरागत नीतियों का सहारा लिया, हालांकि इन दोनों प्रतिक्रियाओं में गुणवत्तापरक अंतर थे।

इस पृष्ठभूमि में, मैं परंपरागत नीति से गैर-परंपरागत नीति की तुलना करना, प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में गैर-परंपरागत नीति की रूपरेखा पर प्रकाश डालना और इन नीतियों के प्रभावों की समीक्षा करना चाहूंगा। उसके बाद मैं भारत पर इसके प्रभाव और हमारी मौद्रिक नीति प्रतिक्रिया पर प्रकाश डालूंगा। मैं कुछ प्रमुख निष्कर्ष निकालते हुए अपनी बात समाप्त करूंगा।

### परंपरागत और गैर-परंपरागत मौद्रिक नीति

परंपरागत मौद्रिक नीति को इस प्रकार समझा जा सकता है कि केंद्रीय बैंक मुद्रा बाजार में ब्याज दर की अल्पावधि नीति लागू करता है जिससे वह मौद्रिक नीति के रुझान का संकेत दे सके और इस प्रक्रिया में वह बाजार में ब्याज दर की संरचना को प्रभावित करता है ताकि

मूल्य स्थिरता के साथ धारणीय विकास के उद्देश्य को प्राप्त किया जा सके। कम और स्थिर मुद्रास्फीति को मूल्य-स्थिरता कहते हैं, जो अल्पावधि में विकास को बनाए रखने के लिए पहली जख्मत होती है। यह माना जाता है कि अल्प अवधि में विकास और मुद्रास्फीति के बीच कोई संतुलन नहीं होता है। यहां तक कि जिन देशों ने मुद्रास्फीति को निशाना बनाने की संरचना अपनाई है वे भी उत्पादन को उसके संभाव्य स्तर तक तथा मुद्रास्फीति को लक्ष्य स्तर के आसपास बनाए रखने का प्रयास करते हैं। अतः, आमतौर पर आघात लगने के समय एक या दोनों पैरामीटर यदि अपने लक्ष्य से हट जाते हैं तो प्रयास यह होता है कि दोनों को वापस मध्यावधि में लक्ष्य के पास लाया जाए। किंतु, परंपरागत मौद्रिक नीति में 'शून्य की ओर ले जाने' की शर्त होती है, उदाहरण के लिए अत्यधिक आघात की स्थिति में, जैसाकि वैश्विक वित्तीय संकट के दौरान हुआ था, जब नीतिगत दरों को शून्य के निकट तक लाया गया था, क्योंकि परंपरागत मौद्रिक नीति के माध्यम से और अधिक मौद्रिक सहायता नहीं लाई जा सकती थी।

जब केंद्रीय बैंक अपनी नीतिपरक ब्याज दरों के परंपरागत लिखत से भी आगे की ओर देखता है तो मौद्रिक नीति गैर-परंपरागत रूप धारण कर लेती है। इसका आशय यही है कि मात्रात्मक लिखतों का इस्तेमाल केंद्रीय बैंक के तुलनपत्र को बढ़ाने के लिए है। यह कई रूप धारण कर सकती है: केंद्रीय बैंक द्वारा प्रत्यक्ष दीर्घकालिक परिसंपत्ति की खरीद करके मात्रात्मक सहजता (क्यूई) पैदा करना, केंद्रीय बैंक द्वारा ऋण बाजार के किसी खास खण्ड में सीधे हस्तक्षेप करते हुए ऋण की सहजता (सीई) बनाना। केंद्रीय बैंक द्वारा संपाश्विक मानकों को कम रखते हुए क्यूई तथा सीई दोनों को जोड़ा जा सकता है जो कम जोखिम वाले सरकारी बाण्डों के प्रति परंपरागत वरीयता की तुलना में संपाश्विक की सूची को बढ़ा सकता है। गैर-परंपरागत मौद्रिक नीति अनिवार्य रूप से मौद्रिक नीति के भावी मार्ग के संबंध में भावी निर्देशों से संचालित होती है ताकि वह प्रत्याशा चैनल के अनुरूप कार्य कर सके। ऐसा इसलिए है कि परिसंपत्तियों की खरीद के कार्यक्रम की प्रभावशीलता बाजार के सहभागियों और वित्तीय संस्थाओं के व्यवहार पर निर्भर करती है। इस बात की पूरी संभावना होती है कि बाजार के सहभागी इन लिखतों के बारे में यह जाने बिना कि केंद्रीय बैंक इनके संबंध में आगे क्या करने वाला है, अपने व्यवहार में परिवर्तन नहीं लाते हैं।

संकट आने की स्थिति में केंद्रीय बैंक के लिए यह कोई असामान्य सी बात नहीं है कि वह अपने तुलनपत्र का विस्तार करे। केंद्रीय बैंक को सबसे बड़ी प्रज्ञा यह हासिल है कि उसके पास अंतिम ऋणदाता

\* श्री दीपक मोहंती, कार्यपालक निदेशक, भारिबैंक द्वारा रिबैस्टाम, चेन्नै में 26 दिसंबर 2013 को दिया गया व्याख्यान इस भाषण को तैयार करने में श्री बिनोद बी. भोई और डॉ. राजीव जैन द्वारा दिए गए सहयोग के प्रति आभार।

जैसा कार्य है जो बगेहॉट के इस सिद्धांत पर आधारित है, 'केंद्रीय बैंक दंडात्मक दर पर संपार्श्विक की जमानत पर उन्मुक्त रूप से उधार दे सकते हैं'। वस्तुतः, पूर्व अमरीकी फेड सहित अनेक केंद्रीय बैंकों की स्थापना काफी हद तक इसी कार्य को अंजाम देने के लिए की गई थी। मौद्रिक नीति को इस समय जिस रूप में समझा जा रहा है, पहले के समय में यह असंगत सी थी। यह अलग बात है कि हाल के वैश्विक संकट ने बगेहॉट सिद्धांत की जिस प्रकार से परख की है वैसी पहले कभी नहीं हुई थी।

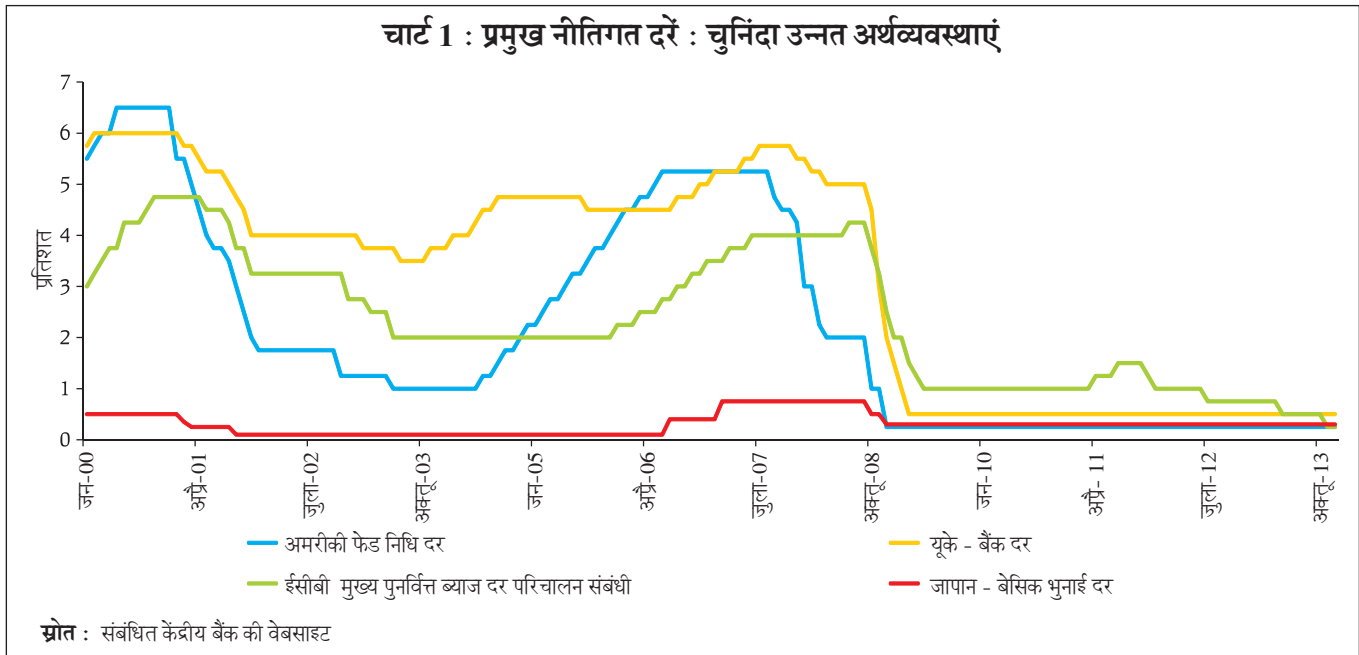
### परंपरागत मौद्रिक नीति की रूपरेखा

अब मैं इस बात पर आता हूँ कि किस प्रकार से अमरीकी फेड, यूरोपियन केंद्रीय बैंक (ईसीबी), बैंक ऑफ इंग्लैंड (बीओई) और बैंक ऑफ जापान (बीओजे) ने अपनी गैर-परंपरागत मौद्रिक नीति का अनावरण किया। मैं यह उल्लेख कर दूँ कि बैंक ऑफ जापान बहुत पहले से गैर-परंपरागत मौद्रिक नीति का उपयोग करता रहा है क्योंकि 1990 के दशक के अंत से वह लम्बे समय तक अपस्फीति की स्थिति से गुजर रहा था।

वैश्विक वित्तीय संकट ने उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की बड़ी वित्तीय संस्थाओं को जितने बड़े पैमाने पर धराशायी किया वह बिल्कुल अप्रत्याशित था। इसके कारण न केवल परिसंपत्तियों के मूल्य घटे,

ऋण बाजार ठप्प हो गया, और वित्तीय प्रणाली के बनते खण्डों के प्रति विश्वास समाप्त हो गया बल्कि इसका प्रभाव इतना तीव्र था कि उसने बड़ी तेजी से अन्य अर्थव्यवस्थाओं को भी प्रभावित किया। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक प्राधिकारियों ने सबसे पहले नीतिगत दरों को कम करते हुए आक्रामक तरीके से मौद्रिक सहजता लाने का प्रयास किया। किंतु, परंपरागत मौद्रिक नीति के समस्त प्रमुख चैनल संकट के समय निष्क्रिय हो गए थे क्योंकि अधिकांश उन अर्थव्यवस्थाओं में नीतिगत दरें कम करके शून्य की ओर ले जाने का दृष्टिकोण अपनाया गया था (चार्ट 1)।

संकट की विराटता और आर्थिक मंदी की चिंताओं को ध्यान में रखते हुए केंद्रीय बैंकों ने चलनिधि बढ़ाने के लिए अपने तुलनपत्रों का इस्तेमाल गैर-परंपरागत तरीके से किया (सारणी 1)। मात्रात्मक सहजता (क्यूई) का प्रारंभिक उद्देश्य वित्तीय बाजार के दबाव को दूर करना था, किंतु शीघ्र ही इसके उद्देश्य को बढ़ा करते हुए मुद्रास्फीति के लक्ष्य को प्राप्त करना, वास्तविक अर्थव्यवस्था को थामे रखना, तथा यूरोपियन सरकारी ऋण संकट (फाउले एंड नीलाय 2013)<sup>2</sup> को नियंत्रित करना जुड़ गया। अब हम थोड़ी चर्चा इस बात पर करेंगे कि प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं में गैर-परंपरागत नीतियां अपनाने के पीछे क्या तर्क था।



<sup>1</sup> बगेहॉट वाल्टर (1873), लोम्बार्ड स्ट्रीट, मुद्रा बाजार की व्याख्या, किंग एंड कंपनी; लंदन : पुनर्प्रकाशित वायली, न्यूयार्क 1999.

<sup>2</sup> फाउले ब्रेट डब्लू एंड क्रिस्टोफर . जे नीलाय (2013), 'मात्रात्मक सहजता की चार कहानियां' फेडरल रिजर्व बैंक सेंट लुईस समीक्षा, जनवरी/फरवरी अंक 95, सं. 1।

**सारणी 1 : संकट के दौरान गैर-परंपरागत मौद्रिक नीति**

केंद्रीय बैंक	चलनिधि प्रावधान			भावी निर्देश*
	लिखत	संपाशिक	प्रतिपक्ष	
ईसीबी	दीर्घकालिक पुनर्वित्त परिचालन (एलटी आरओ) प्रतिभूति बाजार कार्यक्रम प्रत्यक्ष मौद्रिक लेनदेन (ओएमटी)	सरकारी बाण्ड सरकारी पेपर विपणन योग्य ऋण लिखत	बैंक प्रतिपक्ष यूरो प्रणाली मौद्रिक नीति कार्यों हेतु पात्र	हां गुणात्मक - निर्बंध दिशानिर्देश
बैंक ऑफ इंग्लैंड	परिसंपत्ति खरीद कार्यक्रम (एएपी) उधार योजना हेतु निधीयन (एफएलएस)	दीर्घकालिक निजी बाण्ड और निजी परिसंपत्ति एबीएस, एमबीएस, कवर्ड बाण्ड्स और सरकारी एवं केंद्रीय बैंक ऋण	गैर-बैंक, मध्यस्थ बैंकों सहित बैंक और बिलिंग सोसायटी	हां बेरोजगारी और मुद्रास्फीति की निर्धारित सीमा से जुड़े पृथक दिशानिर्देश
बैंक ऑफ जापान	व्यापक मौद्रिक सहजता कार्यक्रम मात्रात्मक और गुणवत्ता मौद्रिक सहजता (क्यूक्यूएमई)	जापानी सरकारी बाण्ड, कंपनी बाण्ड, सीपी, विनियम कारोबार निधि, जापानी भू-संपदा निवेश न्यास दीर्घकालीन परिपक्वता के जापानी सरकारी बाण्ड, विनियम कारोबार निधि, जापानी भू-संपदा निवेश न्यास	बैंक गैर वित्तीय संस्थाएं बैंक गैर वित्तीय संस्थाएं	हां गुणवत्ता एवं मात्रागत सहजता से संबद्ध निर्बंध दिशानिर्देश
अमरीकी फेड	मीयादी नीलामी सुविधा (टीएफ बड़े पैमाने पर परिसंपत्ति खरीद (एलएसएपी) आपरेशन ट्विस्ट	एबीएस, एमबीएस, तिजोरियां, एजेंसी बाण्ड तिजोरियां, एजेंसी बाण्ड, एमबीएस दीर्घकालीन तिजोरियां	समस्त निक्षेपागार वाली संस्थाएं गैर-बैंक सहित	हां निर्बंध से 'समय-आकस्मिकता' एवं 'राज्य-आकस्मिकता' की ओर निर्धारित सीमा पर आधारित दिशानिर्देश

स्रोत : 1. अंमुको (2013), गैर-परंपरागत मौद्रिक नीति - हाल के अनुभव और परिदृश्य, अप्रैल 18।  
2. बैंक ऑफ इंग्लैंड (2013), मौद्रिक नीति संतुलन और भावी दिशा निर्देश, अगस्त

अमरीका में, लेहमैन ब्रदर्स के धराशायी हो जाने के तुरंत बाद, जब धीमी विकास-दर और अत्यधिक बेरोजगारी चिंता का प्रमुख कारण बनने लगी तो फेड ने नवम्बर 2008 में मात्रात्मक सहजता (क्यूई) की नीति घोषित की। मात्रात्मक सहजता के प्रारंभ के दो चक्रों ने वित्तीय बाजारों को पुनः सक्रिय तो बना दिया लेकिन विकास को आगे बढ़ाने में नाकाम रहे। सितंबर 2011 में 'ऑपरेशन ट्विस्ट' के अंतर्गत फेड ने दीर्घकालिक-तिजोरियों को खरीदने की पहल शुरू की और साथ ही कुछ अल्प-दिनांकित प्रतिभूतियों को बेचना भी प्रारंभ किया ताकि दीर्घकालिक ब्याज-दर को कम किया जा सके और यह प्रक्रिया दिसंबर 2012 तक चलती रही। मात्रात्मक सहजता को और भी मजबूत तरीके से लाने के लिए सितंबर 2012 में क्यूई3 प्रारंभ किया गया। इसके अंतर्गत फेड ने प्रतिमाह 85 बिलियन अमरीकी डालर की नियत-आय वाली प्रतिभूतियां खरीदना शुरू कर दिया। फेड का क्यूई3 को तब तक प्रभावी रखने का इरादा था जब तक कि बेरोजगारी में 6.5 प्रतिशत तक की गिरावट न आ जाए अथवा

मुद्रास्फीति 2.5 प्रतिशत तक न पहुंच जाए। क्यूई3 के अलावा, फेड ने भावी दिशानिर्देश यह भी जारी किए कि वह अल्पकालिक दरों को 2015 तक कम बनाए रखेगा। जैसे ही आर्थिक पैरामीटरों में सुधार दिखाई देने लगा, फेड ने उसे छोड़ देने की बात प्रारंभ कर दी जो मई 2013 के बाण्ड खरीद में टेपरिंग करने के नाम से प्रसिद्ध हुआ। उसके बाद फेड ने जनवरी 2014 से प्रतिमाह 10 बिलियन अमरीकी डालर की बाण्ड खरीद में कमी कर दी है।

इंग्लैंड में, बैंक ऑफ इंग्लैंड ने मार्च 2009 में अपनी नीतिगत दर (अर्थात बैंक दर) में 0.5 प्रतिशत की कमी कर दी और परिसंपत्ति खरीदने का कार्यक्रम प्रारंभ कर दिया जो खासतौर से गैर-बैंक निजी क्षेत्र से सरकारी बाण्डों की खरीद थी। उसके बाद, उधार योजनाओं के निधीयन का कार्यक्रम जुलाई 2012 से प्रारंभ हुआ जिसका उद्देश्य बैंकों को प्रोत्साहित करना तथा सोसायटी का निर्माण था जो इंग्लैंड की अर्थव्यवस्था को तेजी से उधार प्रदान कर सके<sup>3</sup>।

<sup>3</sup> बैंक ऑफ इंग्लैंड (2012), 'उधार योजना का निधीयन', तिमाही बुलेटिन 2012 ति.4

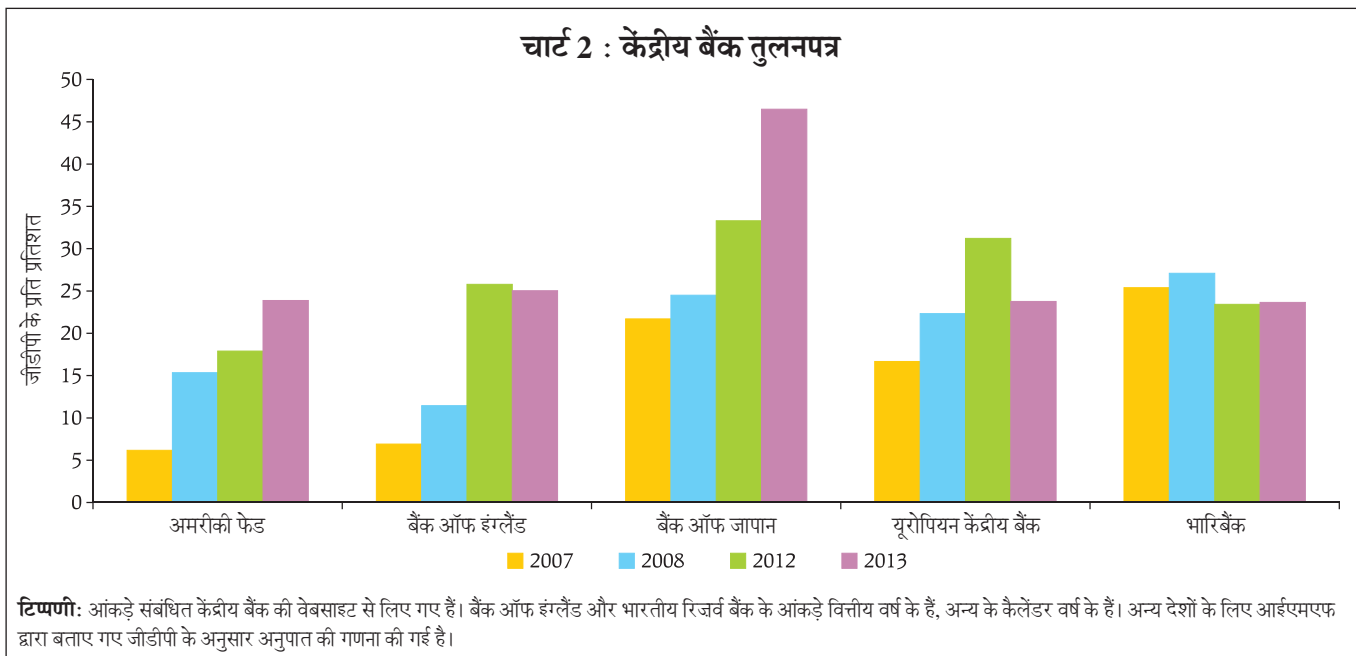
जापान की अर्थव्यवस्था लगभग 15 वर्षों तक अपस्फीति की स्थिति की मार झेलते हुए कमजोर होती रही। अपस्फीति की स्थिति से निपटने के लिए बैंक ऑफ जापान ने मौद्रिक सहजता के अनेक प्रयास किए - जिसमें शामिल हैं शून्य ब्याज दर नीति लागू करना, मात्रात्मक सहजता नीति और व्यापक मौद्रिक सहजता, किंतु इनमें से किसी में भी आसानी से कोई ठोस परिणाम नहीं निकले<sup>4</sup>। संकट के बाद, बैंक ऑफ जापान ने अपस्फीति को रोकने के लिए परिसंपत्तियों की खरीद के महत्वाकांक्षी कार्यक्रम प्रारंभ किए। अक्टूबर 2012 में उन्होंने जापानी सरकारी बांड (जेजीबी) की खरीद, वाणिज्य पेपर, कंपनी बांड, विनिमय कारोबार निधि (ईटीएफ), जापानी भू-संपदा निवेश न्यास (जे-आरईआईटीएस) की घोषणा की। अप्रैल 2013 में बैंक ऑफ जापान ने मात्रात्मक और गुणवत्ता परक मौद्रिक सहजता के कार्यक्रम की घोषणा की जिसके अंतर्गत जेजीबी, ईटीएफ और जे-आरईआईटी की खरीद की जिसका लक्ष्य था मौद्रिक आधार को जापानी येन में 60-70 ट्रिलियन वार्षिक बढ़ाना, तीन से सात वर्ष के लिए धारित जेजीबी की औसत परिपक्वता बढ़ाना तथा 2 प्रतिशत की मुद्रास्फीति के लक्ष्य को दो वर्ष में प्राप्त करना।

यूरो क्षेत्र में, प्रतिपक्ष के प्रति जोखिम की चिंता ने अंततः वर्ष 2009 के पूर्व तक अंतर-बैंक उधार को समाप्त कर दिया। यूरोपियन केंद्रीय बैंक ने मई 2009 में इसके प्रति प्रतिक्रिया की और अपनी

पुनर्वित्त दर को 1 प्रतिशत कम कर दिया और 12-मासिक एलटी आरओ प्रारंभ किया और कवर्ड बाण्ड की खरीद का कार्यक्रम शुरू किया। ईसीबी ने असीमित दीर्घकालिक पुनर्वित्त परिचालन की सुविधा देते हुए चलनिधि का अत्यधिक प्रावधान कर दिया। ईसीबी ने अपने प्रतिभूति बाजार कार्यक्रम के माध्यम से दबावग्रस्त बाजार से कुछ प्रतिभूतियां सीधे ही खरीद ली, जिसे बाद में सीधे-सीधे मौद्रिक लेनदेन के माध्यम से अधिक स्पष्ट निर्णय लेते हुए हस्तक्षेप करके गिरवी में बदल दिया गया।

गैर परंपरागत उपायों से केंद्रीय बैंक द्वारा असाधारण उधार देने की स्थिति सामने आई है, जिससे केंद्रीय बैंक का तुलनपत्र काफी अधिक बढ़ गया है (चार्ट 2)। हमने पाठ्य पुस्तकों और 1970 के दशक के मुद्रास्फीति के अनुभवों से सीखा है कि आधार मुद्रा में बहुत अधिक वृद्धि मुद्रास्फीतिकारी होती है। इसके विपरीत, वर्तमान मामले में कई उन्नत देशों में मुद्रास्फीति लक्ष्य स्तर से नीचे गिर गई।

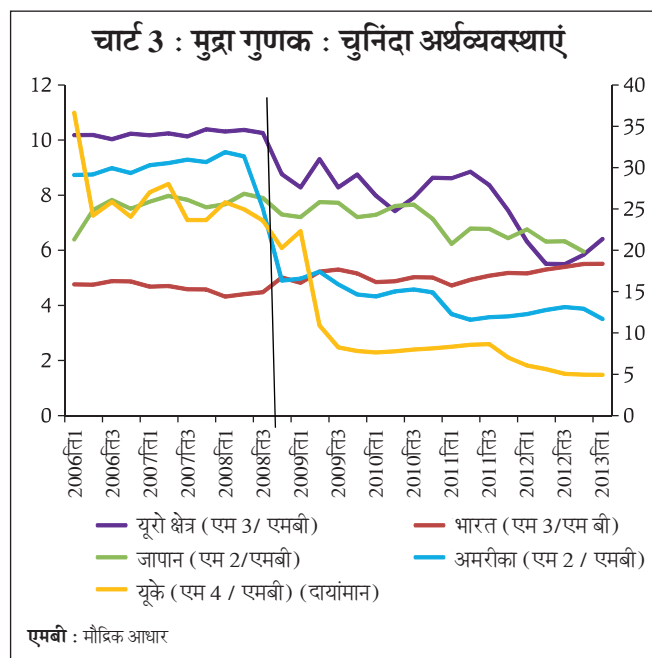
इसकी आंशिक व्याख्या इस तथ्य पर निर्भर है कि तुलनपत्र के आकार में इस प्रकार की वृद्धि के बावजूद व्यापक मुद्रा आपूर्ति में बहुत अधिक विस्तार नहीं हुआ। ऐसा इसलिए हुआ कि मनी-मल्टीप्लायर में प्रत्यक्ष रूप से गिरावट हुई क्योंकि बैंक जोखिम के भय से नकदी का भंडार बढ़ा रहे थे और वास्तविक अर्थव्यवस्था में धन उधार देने के बजाय अपेक्षित पूंजी के लिए जमा कर रहे थे (चार्ट 3)। इतना ही



<sup>4</sup> कुरोदा, हस्किहो (2013), 'मात्रात्मक और गुणवत्तापरक मौद्रिक सहजता', टोक्यो में 12 अप्रैल को यूमिरी इंटरनेशनल इकॉनॉमिक सोसायटी द्वारा आयोजित सभा में दिया गया भाषण।

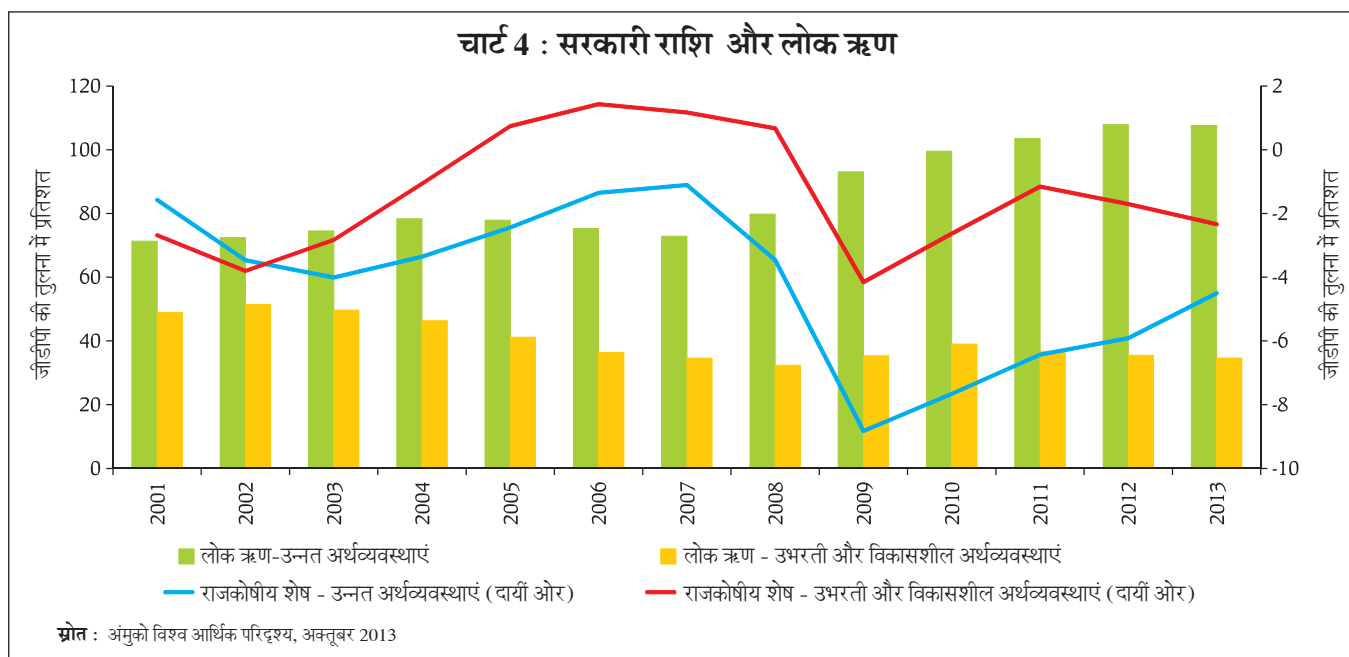
नहीं, ब्याज दर लगभग शून्य के स्तर तक पहुंच रही थी, ऐसी स्थिति में धन धारित करने वाले क्षेत्र के लिए धन धारित करने की अवसर-लागत में भी गिरावट आ गई। इसकी एक अन्य दिलचस्प व्याख्या यह है कि मुद्रास्फीति की प्रत्याशाएं काफी नियंत्रित थीं, जिसका मतलब यह था कि यदि आर्थिक संस्थाओं ने यह मान लिया है कि मुद्रास्फीति ऊपर नहीं जाएगी तो फिर वह नहीं ही जाएगी। इसके अलावा, चूंकि अर्थव्यवस्था अपनी क्षमता से कम स्तर पर कार्य कर रही थी इसलिए वेतन बढ़ने से मुद्रास्फीति होने की गुंजाइश नहीं थी। यदि अल्पकाल में उपभोक्ता मूल्य की महंगाई नहीं बढ़ती है, तो भी यह नहीं माना जा सकता कि चलनिधि की अधिकता की स्थिति में परिसंपत्तियों के मूल्य से संबंधित महंगाई नहीं बढ़ेगी।

बड़े पैमाने पर आर्थिक मंदी तथा साथ ही वित्तीय संकट के कारण भी उसका सामना करने हेतु अप्रत्याशित मात्रा में राजकोषीय नीति को कई चक्रों में सक्रिय कर दिया गया। राजकोषीय उपायों का फोकस वित्तीय और कंपनी क्षेत्र के तुलनपत्र में सुधार लाना था जैसाकि अमरीका और अन्य उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के बड़े पैमाने पर बेलआउट पैकेज से जाहिर होता है। इस प्रकार के राजकोषीय उपायों से उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में राजकोषीय स्थिति में भारी गिरावट आ गई जैसाकि जीडीपी अनुपात की तुलना में भारी लोक ऋण से स्पष्ट होता है (चार्ट 4)। अब मैं उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की ओर रुख करता हूँ।



### उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) का अनुभव

शुरू-शुरूमें यह समझा जाता था कि ईएमई विश्व की वित्तीय मंदी से सुरक्षित रहेंगी क्योंकि उन्होंने लम्बे समय तक काफी मात्रा में बफर बना रखा है जिसमें अत्यधिक विदेशी मुद्रा भंडार, बेहतर नीतिगत ढांचा और सामान्यतया गतिमान बैंकिंग क्षेत्र तथा कंपनी तुलनपत्र शामिल है। किंतु लेहमैन ब्रदर्स की असफलता के कारण



जैसे-जैसे संकट गहराता गया जोखिम के प्रति विमुखता बढ़ गई और विश्व में लीवरेजिंग प्रतिकूल होती गई, जिससे ईएमई भी अलग-अलग मात्रा में प्रभावित हुए।

वैश्विक वित्तीय संकट की संक्रामकता की वजह से ईएमई के लिए जरूरी हो गया कि वे उसकी प्रतिक्रिया में मौद्रिक और राजकोषीय नीति को तेज करें ताकि बाजार नियंत्रित रूप से कार्य कर सकें, वित्तीय स्थिरता बनी रहे और विकास पर उसके प्रतिकूल प्रभाव कम से कम पड़े। इस प्रक्रिया में इनकी नीतिगत प्रतिक्रिया, वैश्विक प्रयासों के साथ अधिक साम्य थी (मोहंती, 2011)<sup>5</sup>।

जहां उन्नत अर्थव्यवस्थाओं और ईएमई ने परंपरागत और गैर-परंपरागत मौद्रिक उपाय अपनाए, वहीं उनके समय, प्रकार और मात्रा में कुछ अंतर था। पहला अंतर यह था कि जहां उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में परंपरागत से गैर-परंपरागत उपायों की ओर जाया गया क्योंकि उनकी नीतिगत दर शून्य की ओर बढ़ रही थी, वहीं ईएमई में गैर-परंपरागत रूप से विदेशी मुद्रा की सहजता और घरेलू स्तर पर चलनिधि बढ़ाने के उपाय परंपरागत रूप से नीतिगत दर-कटौती के उपायों से आगे निकल गए। दूसरा अंतर यह था कि जहां ईएमई के केंद्रीय बैंकों ने चलनिधि की सहजता के लिए प्रत्यक्ष लिखतों जैसे आरक्षित निधि की अपेक्षा का सहारा लिया, वहीं उन्नत देशों में केंद्रीय बैंकों ने चलनिधि प्रदान करने के विभिन्न तरीके अपनाये, जैसे - प्रतिपक्ष को छूट देकर, संपार्श्विक और परिपक्वता में रियायत देकर। तीसरा अंतर था कि उन्नत देशों में केंद्रीय बैंकों ने ऋण और मात्रागत सहजता के उपायों का बड़े पैमाने पर उपयोग किया जिससे उनके तुलनपत्र ईएमई की तुलना में बहुत अधिक बढ़ गए। चौथा अंतर यह था कि उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में राजकोषीय सहायता का मकसद वित्तीय क्षेत्र को संकट की स्थिति से उबारना था, जबकि ईएमई में आम तौर पर सकल मांग में हुई कमी को दूर करना था। अब मैं गैर-परंपरागत नीति के कुछ परिणामों के बारे में बात करूंगा।

### गैर-परंपरागत नीतियों का प्रभाव

चूंकि अधिकांश गैर-परंपरागत मौद्रिक नीति के उपाय घरेलू अर्थव्यवस्था की स्थिति को ध्यान में रखकर किए गए, उससे बाद में विश्व में चलनिधि में जो वृद्धि हुई उसने उन्नत तथा उभरती

दोनों अर्थव्यवस्थाओं की अनेक प्रकार की परिसंपत्तियों को प्रभावित किया (चार्ट 5) अध्ययनों से पता चलता है कि मात्रागत सहजता ने व्यापक रूप से प्रभावित किया है। उनका सुझाव है कि अमरीकी ट्रेजरी की आय 100 आधार अंक, कंपनी बाण्ड आय को 80 आधार अंक कम किया जाए तथा अन्य उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में 20-80 आधार अंक की कमी की जाए। कुछ ईएमई के मामले में, साक्ष्यों से यह पता चलता है कि वहां उच्च पूंजी प्रवाह का दबाव है, घरेलू स्तर पर ऋण में तीव्र वृद्धि हो रही है और घरेलू मुद्रास्फीति का दबाव बना हुआ है।

इसके अलावा, अमरीका द्वारा वित्तीय पैकेज में मई 2013 से कमी किए जाने की चर्चा से संभावित संकेतों ने ईएमई के वित्तीय बाजारों में अस्थिरता पैदा कर दी और मुद्रा के मूल्यांकन को प्रभावित किया है। पूंजी को वापस ऊंची ब्याज दर की प्रत्याशा में अमरीका के अनुसार मूल्यांकित किया गया है। जिन ईएमई में चालू खाता घाटा और राजकोषीय घाटा बहुत अधिक है उन पर बहुत अधिक प्रभाव पड़ा है। अब मैं संकट के बारे में अनुभव बांटना चाहता हूँ और टेपर (कमी करना) के बारे में बात करूंगा।

### संकट और नीतिपरक प्रस्थान के संबंध में भारतीय अनुभव

वैश्विक संकट प्रारंभ होने से पहले भारत में वृद्धि दर बहुत अच्छी थी और महंगाई की दर भी कम एवं स्थिर थी। संवृद्धि की दर काफी हद तक ऊंची घरेलू मांग से संचालित थी - बढ़ते घरेलू निवेश को घरेलू बचत और उपभोक्ता की नियंत्रित मांग से वित्तपोषित किया गया था। क्रमानुसार वित्तीय क्षेत्र सुधार नियम-आधारित राजकोषीय नीति और आशापूर्ण मौद्रिक नीति ने मिलकर समग्र रूप से बेहतर समष्टि आर्थिक निष्पादन में योगदान किया था।

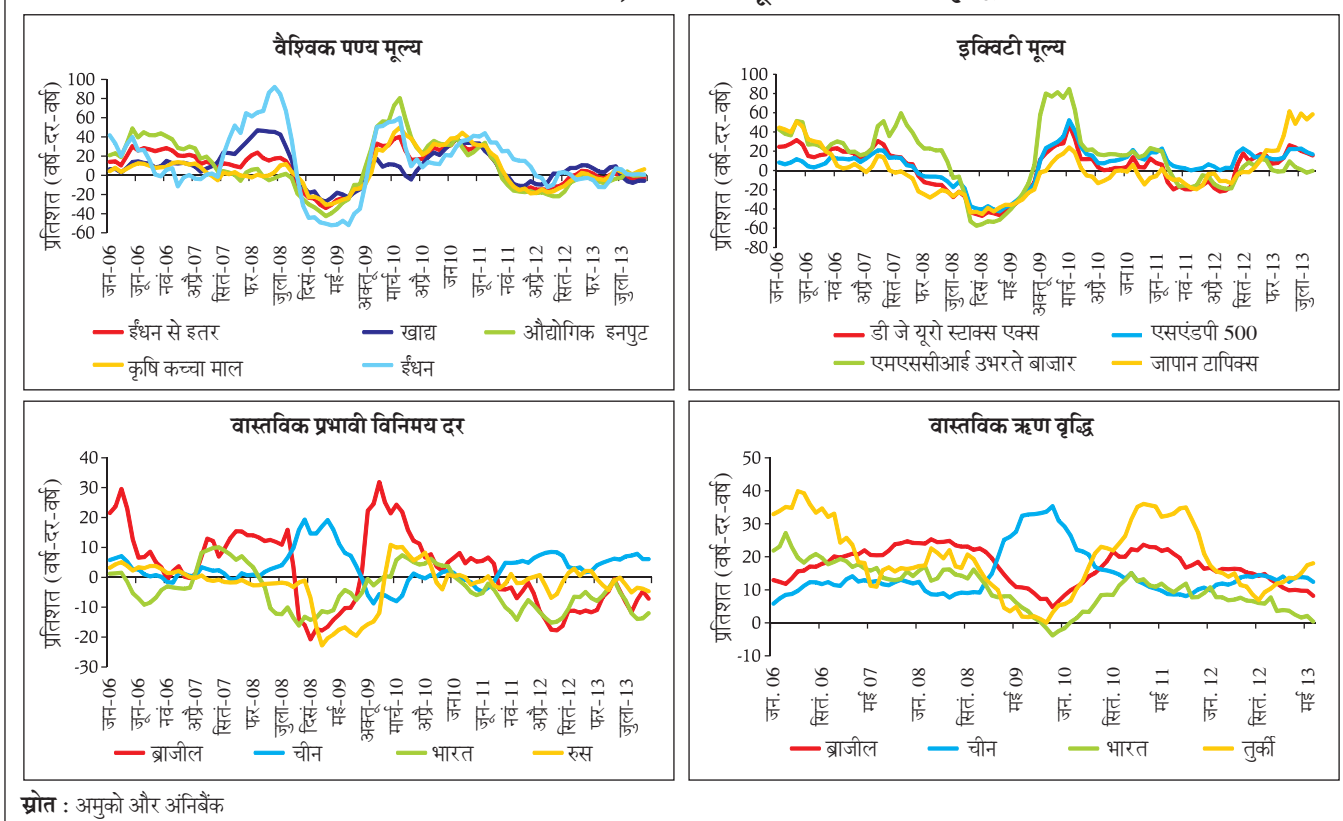
संकट की स्थिति पैदा हो जाने से, भारत प्रारंभ में वैश्विक गतिविधियों के प्रति कुछ हद तक सुरक्षित रहा, किंतु अंततः समस्त चैनलों जैसे - वित्तीय, वास्तविक और खास तौर से विश्वसनीयता चैनल के माध्यम से अत्यधिक प्रभाव पड़ा (सुब्बाराव, 2009)<sup>7</sup>। इसका कारण एक ओर वैश्विक संकट का स्वरूप था तो दूसरी ओर

<sup>6</sup> चैन ब्यूए फिलार्डो, डी हे एंड जू (2012), 'केंद्रीय बैंक तुलनपत्र की नीतियों का अंतर्राष्ट्रीय फैलाव', *अनि बैंक*: पेपर सं.66

<sup>7</sup> डी. सुब्बाराव (2009), 'वैश्विक वित्तीय संकट का भारत पर प्रभाव : संपार्श्विक क्षति और प्रतिक्रिया', इंटरनेशनल मॉनिटरी अफेयर्स, टोक्यो द्वारा 18 फरवरी को 'वैश्विक आर्थिक संकट और बदलते विश्व में एशियाई अर्थव्यवस्था के समक्ष चुनौतियां' विषय पर आयोजित संगोष्ठी में दिया गया भाषण।

<sup>5</sup> दीपक मोहंती (2011), 'वैश्विक वित्तीय संकट से मौद्रिक नीति के लिए सबक : उभरते बाजार का परिदृश्य', *रिजर्व बैंक बुलेटिन*, अप्रैल

**चार्ट 5 : विश्व में पण्य, परिसंपत्ति मूल्य और ऋण में वृद्धि**



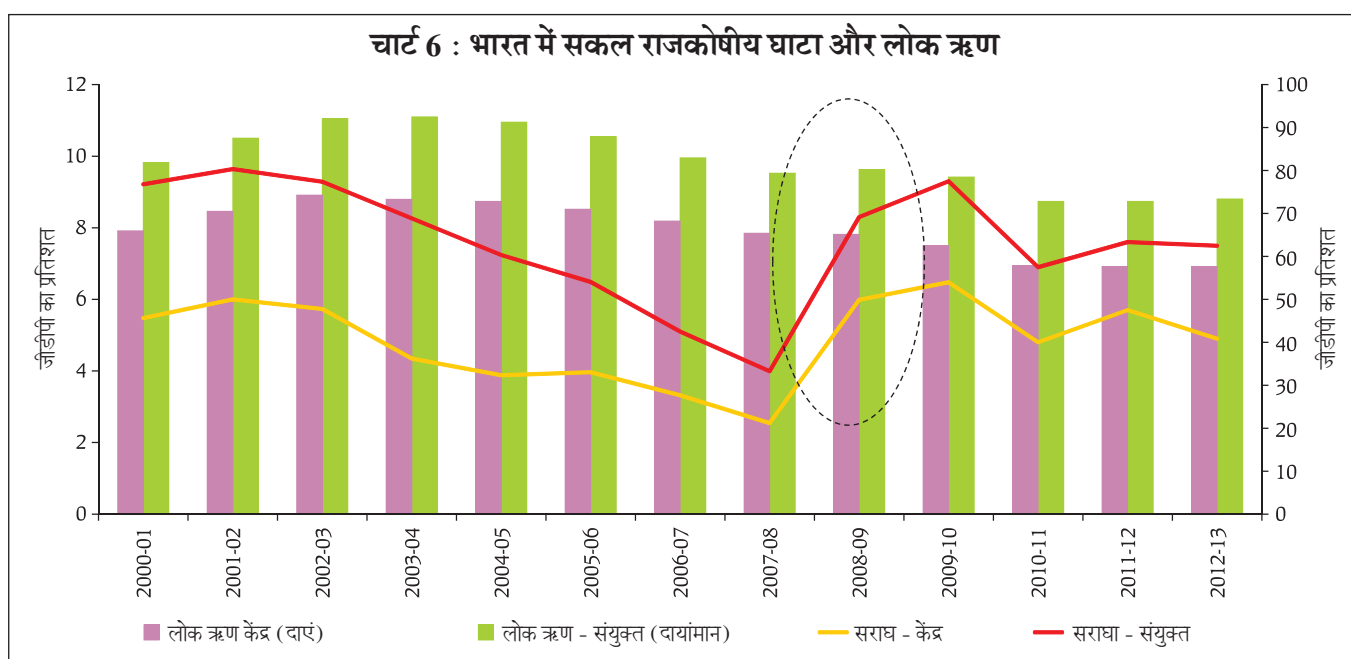
भारतीय अर्थव्यवस्था का विश्व के साथ बढ़ता हुआ व्यापार तथा वित्तीय एकीकरण था।

संकट का प्रभाव भारत में सबसे पहले वित्तीय बाजार पर चलनिधि की तंगी और बाजार के सभी खण्डों में अत्यधिक अस्थिरता के रूप में पड़ा, साथ ही स्टॉक के मूल्यों में तीव्र गिरावट हुई। विश्व के निवेशकों में जोखिम न उठाने की प्रवृत्ति से पूंजी प्रवाह मंद पड़ गया

और विनिमय-दर में कमी हो गई। ऋण की वृद्धि घटती गई जिससे पता चलता था कि कारोबारी विश्वास कम होता जा रहा है। संवृद्धि दर जो 2008-09 की पहली छमाही में चक्रीय मंदगति का शिकार थी, वह दूसरी छमाही में काफी कम हो गई। फलस्वरूप, संवृद्धि दर जो पिछले पांच वर्षों में औसत 8.7 प्रतिशत प्रतिवर्ष थी वह घटकर 2008-09 में 6.7 प्रतिशत हो गई (सारणी 2)।

**सारणी 2 : भारत में चुनिंदा समष्टि आर्थिक संकेतकों का व्यवहार**

	2003-04 से 2007-08 (औसत)	2008-09	2009-10	2010-11	2011-12	2012-13	2013-14 (अद्यतन)
वास्तविक जीडीपी वृद्धि (%)	8.7	6.7	8.6	9.3	6.2	5.0	4.8
धोमसू मुद्रास्फीति (औसत) (%)	5.5	8.1	3.8	9.6	8.9	7.4	7.5
उमसू मुद्रास्फीति (औसत) (%)	5.0	9.1	12.4	10.4	8.4	10.4	11.2
खाद्येतर ऋण वृद्धि (%)	26.7	17.8	17.1	21.3	16.8	14.0	14.7
केंद्र का राजस्व घाटा (जीडीपी का%)	3.6	6.0	6.5	4.8	5.7	5.2	--
ओवरनाइट मांग दर (%)	5.6	7.1	3.2	5.8	8.2	8.1	8.6
10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूति अर्जन (%)	7.0	7.5	7.2	7.9	8.4	8.2	8.8
विनिमय दर (₹./₹)(मार्च- अंत)	43.1	50.9	45.1	44.6	51.2	54.4	61.9
चालू खाता घाटा (जीडीपी का %)	-0.3	-2.3	-2.8	-2.8	-4.2	-4.8	-1.2



नीति की प्राथमिकता यह थी कि वित्तीय बाजार में सामान्य स्थिति को बहाल रखा जाए, अर्थव्यवस्था के उत्पादक क्षेत्र में ऋण का सामान्य प्रवाह सुनिश्चित किया जाए तथा अर्थव्यवस्था के वास्तविक क्षेत्र पर पड़ने वाले प्रतिकूल प्रभाव की सीमित किया जाए। अन्य केंद्रीय बैंकों की तरह रिजर्व बैंक ने भी भारतीय वित्तीय बाजार और अर्थव्यवस्था पर संक्रामकता के विपरीत प्रभाव को सीमित करने के लिए परंपरागत और गैर-परंपरागत उपाय किए। इन उपायों में शामिल हैं घरेलू और विदेशी मुद्रा की चलनिधि को बढ़ाना और नीतिगत दर में तेज से कमी करना। रिजर्व बैंक ने प्रणाली में चलनिधि बढ़ाने के लिए कई लिखतों का प्रयोग किया है जैसे - चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ), खुला बाजार परिचालन (ओएमओ), नकदी प्रारक्षित निधि अनुपात (सीआरआर) और बाजार स्थिरता योजना (एमएसएस) के अंतर्गत प्रतिभूतियों का उपयोग।

इन उपायों के साथ-साथ प्रेरक पैकेज भी दिए गए जिससे केंद्र सरकार का राजकोषीय घाटा 2008-09 में जीडीपी के 3.5 प्रतिशत से बढ़कर 6.0 प्रतिशत हो गया (चार्ट 6)।

मौद्रिक और राजकोषीय प्रेरक पैकेज दिए जाने से विकास की गति तेजी से लौट आई। किंतु, साथ ही महंगाई भी बढ़ गई। फलस्वरूप, नीति का फोकस समायोजित मौद्रिक नीति से हटकर नपे-तुले तरीके की ओर हो गया जो अक्टूबर 2009 में प्रारंभ हुआ। इसे शुरू करने के लिए सभी विशेष चलनिधि उपाय हटा लिए गए और

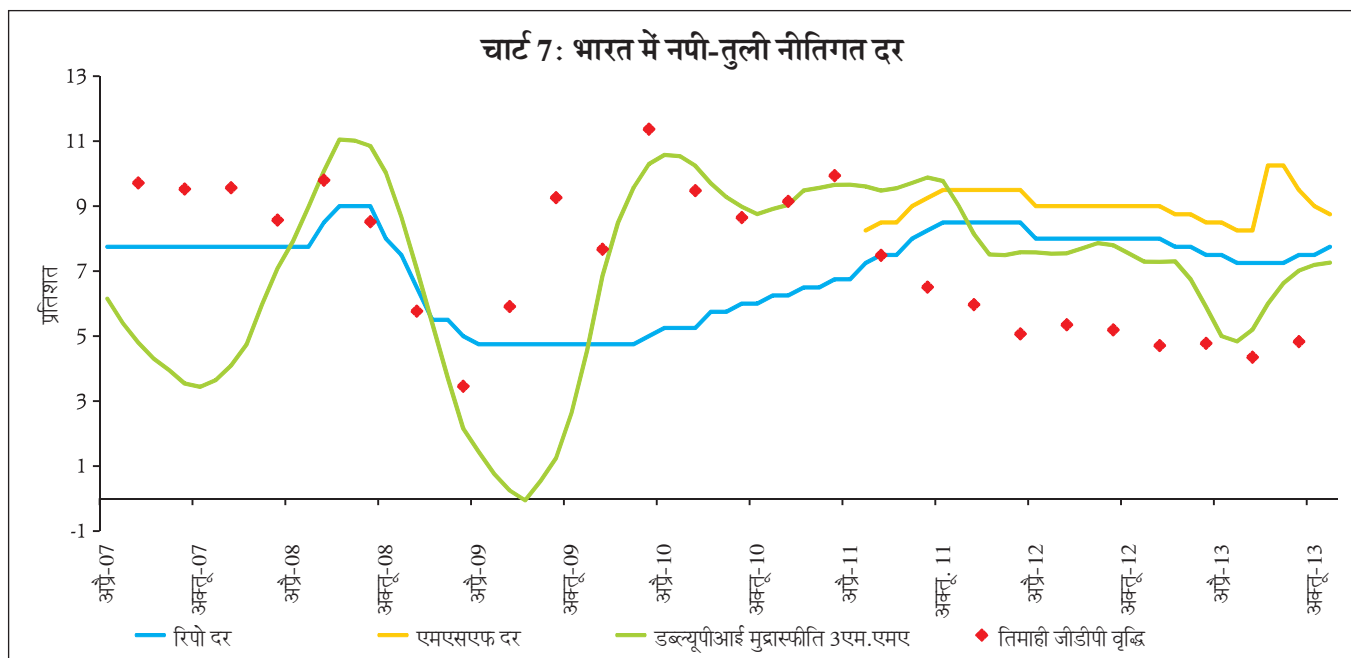
साथ ही नीतिगत दर भी बढ़ा दी गई। जैसे ही वास्तविक नीतिगत दर सकारात्मक हुई, इसने महंगाई पर अपना प्रभाव दिखाना शुरू कर दिया।

वित्तीय वर्ष 2012-13 को देखें, तो विकास की दर में गिरावट आ गई और हेडलाइन थोमूसू मुद्रास्फीति में स्पष्ट रूप से मंदी आ गई। इस स्थिति ने रिजर्व बैंक को नीतिगत दर कम करने के लिए प्रेरित किया (चार्ट 7)।

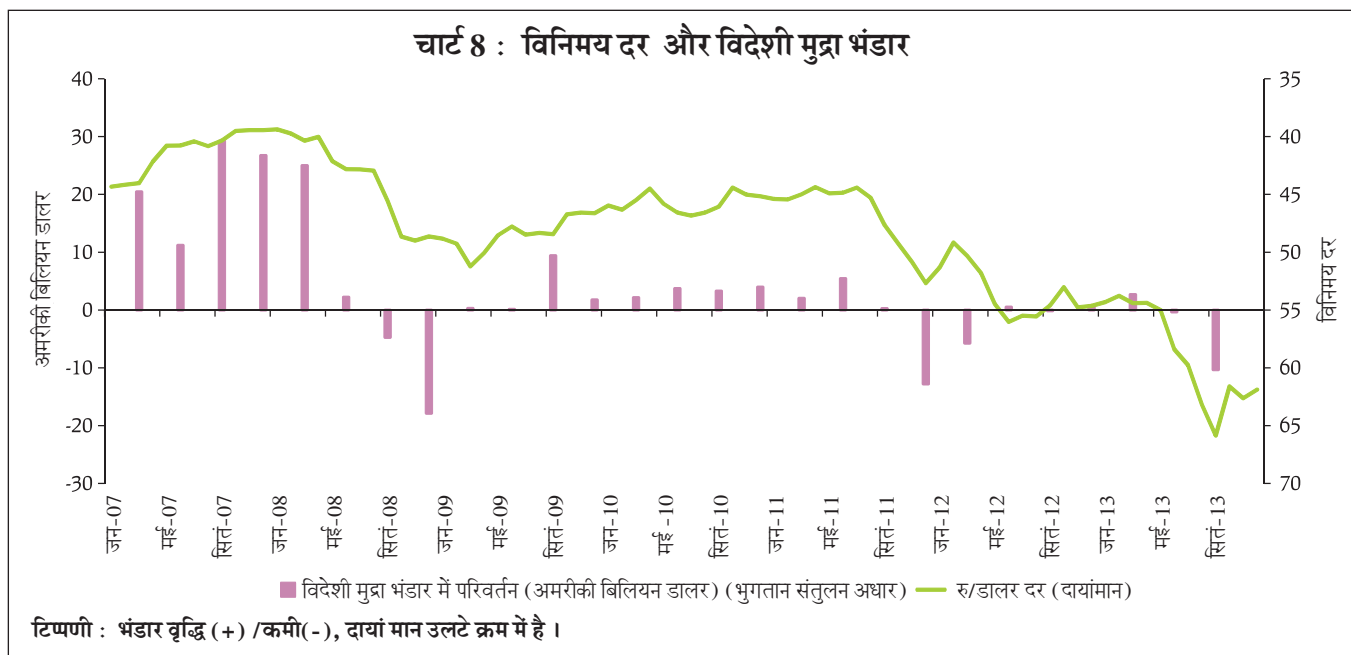
ज्यों ही आर्थिक स्थिति संयमित होने लगी थी, तभी मई 2013 में फैंड द्वारा मात्रागत सहजता (क्यूई) को कम करने के इरादे की घोषणा से वित्तीय बाजार में अस्थिरता वापस पैदा हो गई। इसके कारण रिजर्व बैंक को बाजार में तत्काल हुई तंगी को पूरा करने के लिए विदेशी मुद्रा भंडार से पैसा निकालने के साथ-साथ अपरंपरागत मौद्रिक नीति अपनानी पड़ी (चार्ट 8)। अब मैं आपको प्रमुख उपायों के बारे में बताता हूँ।

- मौद्रिक नीति की दृष्टि से, नीतिगत दर की ऊपरी सीमा (अर्थात् एमएसएफ दर) को 200 आधार अंक बढ़ा दिया गया और केंद्रीय बैंक के पास एलएएफ विंडो के माध्यम से उपलब्ध चलनिधि को नियंत्रित कर दिया गया है। इसका अपेक्षित प्रभाव यह हुआ कि मौद्रिक स्थिति सख्त हो गई और प्रभावी नीतिगत दर तेजी से एमएसएफ दर के बराबर हो गई।





- यह संकेत देने के लिए कि ऊपर अपनाए गए उपाय अस्थायी हैं ताकि दीर्घ अवधि में ब्याज दर कठोर न हो जाए, परिचालन में एक प्रकार का ट्विस्ट लाया गया और अल्पकालिक सरकारी नकदी प्रबंधन बिलों की बिक्री के साथ-साथ सरकारी प्रतिभूतियों की ओएमओ माध्यम से सीधी खरीद की गई। इससे प्रतिफल-वक्र की स्थिति उलट गई, हालांकि उसके साथ दीर्घकालिक दरें थोड़ी सी बढ़ गईं।
- भुगतान संतुलन को ध्यान में रखकर चालू खाता घाटे को नियंत्रित रखने के लिए सोने के आयात को सीमित कर दिया गया।
- अनिवासी जमा योजनाओं और विदेश में बैंक से उधार को और उदार बना दिया गया, यह प्रोत्साहन भी दिया गया कि वे पैसा भेजने के इस प्रवाह को सीधे रिजर्व बैंक से विनिमय [(अदला-बदली (स्वैप)] कर सकते हैं। इससे विदेशी मुद्रा भंडार में



अत्यधिक वृद्धि हुई, बावजूद इसके कि तेल के आयात के लिए विदेशी मुद्रा की जख्मत को पूरा करने हेतु सीधे ही इस खाते से कुछ धन बाहर भी भेजना पड़ा।

जैसे ही पूंजी संविभाग का बाहर की ओर प्रवाह थमा और भुगतान संतुलन स्थिति में सुधार आया, विदेशी मुद्रा बाजार में स्थिरता लौट आई। इससे रिजर्व बैंक को बहुत से अपवादात्मक उपायों को हटाने और नीतिगत ब्याज दर के मार्ग को उसकी असली हालत में तथा रेपो दर को नीति की सांकेतिक भूमिका तक लाकर मौद्रिक नीति को सामान्य बनाने की प्रेरणा मिली। हालांकि नीतिगत रेपो दर को सितंबर और नवम्बर 2013 में 25 आधार अंक बढ़ाया गया किंतु ऐसा उभरती विकास दर तथा महंगाई में संतुलन को ध्यान में रखकर किया गया था।

### निष्कर्ष

अब मैं अपनी बात समाप्त करना चाहता हूँ।

पहली बात यह थी कि वैश्विक वित्तीय संकट इसलिए आया क्योंकि उन्नत राष्ट्रों के केंद्रीय बैंक अप्रत्याशित नीति के साथ सक्रिय हो गए थे। उन्होंने ऐसी गैर-परंपरागत मौद्रिक नीति अपनाई जिसके स्वरूप और पैमाने के बारे आज भी अंदाजा लगाना मुश्किल है।

दूसरी बात, मात्रागत और सीई सहजता की गैर-परंपरागत मौद्रिक नीति को 5 वर्ष से अधिक बीत चुके हैं, प्रश्न यह है कि क्या इससे सफलता मिली है ? हालांकि इसके बारे अभी कुछ कहना शीघ्रता होगी, इसके बारे में भिन्न-भिन्न मत हैं। अतः, गैर-परंपरागत नीतियों के माध्यम से केंद्रीय बैंक विकास की दर को बनाए रखने में काफी हद तक नाकाम रहे हैं<sup>8</sup>। भले ही इससे सामान्य मौद्रिक संप्रेषण बेहतर न हुआ हो और संयमित सुधार न हुआ हो, लेकिन वित्तीय बाजार पर

इसका काफी प्रभाव पड़ा है। इसके प्रत्युत्तर में यदि मात्रागत सहजता (क्यूई) न अपनाई गई होती तो क्या होता कोई नहीं जानता ? जो भी हो, इसने एक गंभीर मंदी से बचा लिया।

तीसरी बात, मात्रागत सहजता (क्यूई) से निकला हुआ प्रभाव पण्य बाजार और उभरते बाजार की अर्थव्यवस्थाओं पर काफी पड़ा। इसका परिणाम यह हुआ कि पूंजी प्रवाह में अस्थिरता बढ़ गई और परिसंपत्तियों की कीमतें चढ़ने लगीं। मात्रागत सहजता के उपाय को छोड़ देने से भारत सहित उभरते बाजार की अर्थव्यवस्थाओं में समष्टिगत आर्थिक चुनौतियां और अधिक पैदा हो गईं।

चौथी बात, वैश्विक वित्तीय संकट से और फेड द्वारा मात्रागत सहजता के उपाय से अलविदा के संकेत ने भारतीय अर्थव्यवस्था और वित्तीय बाजारों को अत्यधिक प्रभावित किया। इसकी वजह से रिजर्व बैंक ने बाजार को स्थिर रखने के लिए अन्य विनियामक नीतियों के साथ-साथ परंपरागत और गैर-परंपरागत दोनों प्रकार की मौद्रिक नीतियों को अपनाया।

अंतिम बात यह है कि मात्रागत सहजता के उपाय छोड़ देने से वित्तीय बाजार में अनिश्चितता बढ़ गई, यह बात शिद्दत से महसूस की गई कि गैर-परंपरागत मौद्रिक नीति को लम्बे समय तक जारी रखने से वैश्विक अर्थव्यवस्था में फिर वही जोखिम पैदा हो जाएंगे जिनको उसने डिलीवरेजिंग की रोकथाम और जोखिम का उचित मूल्य-निर्धारण करके किया था। इसके अलावा, मौजूदा नीतिगत प्रतिक्रिया ने अनेक देशों में सरकारी जोखिम को बढ़ा दिया है जो इस बात पर निर्भर करेगा कि आगे आने वाले दिनों में अप्रत्याशित आघातों को सहने की नीति में कितनी क्षमता है।

धन्यवाद !

<sup>8</sup> रघुराम राजन (2013), 'अंधेरे में एक कदम : संकट के बाद गैर-परंपरागत मौद्रिक नीति', द्वारा 23 जून को अनिबैंक द्वारा एंड्रू क्रैकेट स्मारक व्याख्यान में दिया गया भाषण।