

कीमतों की स्थिरता और वित्तीय स्थिरता: एक उभरता बाजार परिदृश्य*

दीपक मोहन्ती

‘ऋण की प्रणाली जो वर्षों के बीतने के साथ धीमे-धीमे बढ़ी है, जिसने स्वयं को व्यवसाय की दिशा के अनुकूल बनाया है, जिसने स्वयं को लोगों की आदतों पर लाद दिया है, इसलिये बदली नहीं जा सकेगी क्योंकि सिद्धांतवादी इसे नहीं मानते, अथवा क्योंकि इसके विरुद्ध किताबें लिखी गई हैं! वाल्टर वेगहॉट, लोम्बार्ड स्ट्रीट 1873।

मेरे लिये वास्तव में यह एक सम्मान है कि मैं सेंट्रल बैंक ऑफ नाइजीरिया के निदेशक मंडल और वरिष्ठ प्रबंधन के विशिष्ट सदस्यों को संबोधित कर रहा हूँ। मैं इस अवसर के लिये गवर्नर सनुसी लाम्बिडो सानुसी को धन्यवाद देता हूँ। हाल के वैश्विक वित्तीय संकट ने केन्द्रीय बैंकों की वित्तीय स्थिरता बनाये रखने की भूमिका और जिम्मेदारी पर गहन चर्चा को जन्म दिया है। शताब्दियों से विश्व ने आवधिक वित्तीय संकटों का अनुभव किया है जिसके कारण मौद्रिक और वित्तीय स्थिरता के बारे में हमारी सोच के तरीकों में परिवर्तन लाने को हम उद्यत हुए हैं। फिर भी, संकट से सुरक्षित नहीं हो पाये हैं।

वर्तमान संदर्भ में अनेक प्रश्न उठते हैं। केन्द्रीय बैंकों के उद्देश्य क्या होने चाहिये अथवा अधिक विशेष रूप में मौद्रिक नीति संबंध में? क्या कीमतों की स्थिरता और वित्तीय स्थिरता के बीच कोई समझौताकारी समन्वयन है? क्या केन्द्रीय बैंकों ने कीमतों में स्थिरता की सफलता से आंखे मूंदकर वित्तीय स्थिरता की ओर ध्यान नहीं दिया? क्या केन्द्रीय बैंकों के पास बहु उद्देश्यों को निभाने के लिये और साथ ही विश्वसनीयता बनाये रखने के लिये आवश्यक आदेश और विलेख हैं? बहु उद्देश्यों के साथ कोई जवाबदेही कैसे सुनिश्चित कर सकता है? क्या मौद्रिक नीति में सर्वोत्तम व्यवहार पर पुनर्विचार की आवश्यकता है? जहाँ वर्तमान में हम इन मुद्दों से जूझ रहे हैं वहीं वे किसी भी प्रकार से नये नहीं हैं।

इस पृष्ठभूमि में, मैं अपनी प्रस्तुति का क्रम निम्न प्रकार से रखूंगा। पहले मैं संक्षेप में शताब्दियों से केन्द्रीय बैंक के उद्देश्यों में हुए

* श्री दीपक मोहन्ती, कार्यपालक निदेशक, भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा 2012 सेंट्रल बैंक ऑफ नाइजीरिया (सीबीएन) बोर्ड रिट्रीट, केप टाउन, दक्षिण अफ्रीका में जून 27, 2012 को उद्बोधन। श्री जे.के. खुंद्रकपम और श्री राजीव जैन द्वारा दी गई सहायता के लिए उनके प्रति आभार व्यक्त किया जाता है।

विकास को ढूँढ़गा। दूसरा, मैं केन्द्रीय बैंक के उद्देश्यों और व्यवहारों की उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) में समीक्षा करूंगा। तीसरा, मैं इस बात पर प्रकाश डालूंगा कि भारत में मौद्रिक नीति संचालन के हमारे अनुभव और कैसे हमने इसे वित्तीय स्थिरता से जोड़ा है, अंत में, मैं केन्द्रीय बैंकिंग में मौद्रिक नीति के ढांचे, संस्थागत विन्यास और संप्रेषण के संदर्भ में मौद्रिक और वित्तीय दोनों ही स्थिरताओं को लक्ष्य करने वाले तीन व्यावहारिक सबकों के बारे में बोलकर अपनी बात समाप्त करूंगा।

केन्द्रीय बैंक के उद्देश्यों का विकास

पहले मैं केन्द्रीय बैंक के इतिहास की कुछ चर्चा करूंगा। 17 वीं शताब्दी में केन्द्रीय बैंकों की स्थापना के पीछे क्या प्रेरणा थी? जहाँ शुरुआती केन्द्रीय बैंक मुद्रा निर्गमन और सरकारों के वित्तपोषण के लिये स्थापित किये गये थे, ज्यों-ज्यों व्यापार का विस्तार और बैंकिंग एवं वित्तीय क्षेत्रों का विकास हुआ तब वहीं वित्तीय स्थिरता के विचार उस के साथ अंतर्भूत हो गये। उदाहरण के लिये, स्वीडिश रिक्सबैंक, 1668 में स्थापित की गई पहली केन्द्रीय बैंक, सरकार को पैसा उधार देने और वाणिज्य के लिये समाशोधन गृह के रूप में कार्य करने के लिये संयुक्त-स्टॉक बैंक के रूप में स्थापित की गई थी। 1694 में बैंक ऑफ इंग्लैंड की स्थापना सरकार के बैंकर और ऋण प्रबंधक के रूप में की गई थी।

19 वीं शताब्दी में केन्द्रीय बैंक के उद्देश्य कैसे बदल गये? अधिकांश केन्द्रीय बैंकों ने वित्तीय स्थिरता का कार्य अपनाया शुरू कर दिया था यद्यपि वह उस प्रकार का नहीं था जैसा कि उसे हम अब समझते हैं। 1825, 1837, 1847 और 1857 की बदहवासियों के दौरान अपनी कार्यपद्धति की आलोचना से सबक लेते हुए बैंक ऑफ इंग्लैंड ने वाल्टर बेगहॉट द्वारा प्रस्तावित ‘उत्तरदायित्व सिद्धान्त’ अपना लिया। इस सिद्धान्त के अनुसार बीओई को समस्त बैंकिंग प्रणाली के सार्वजनिक हित में अपने निजी हित को गौण बनाना आवश्यक था। बेगहॉट के नियमानुसार, बीओई को किसी भी मजबूत संपार्श्विक जमानत के आधार पर उधार देने की छूट थी। लेकिन नैतिक समस्याओं को रोकने के लिये इसे दंडात्मक दर पर रखा गया था। इस

प्रकार, केन्द्रीय बैंक की अंतिम उधारदाता की भूमिका (एलओएलआर) जैसी बेगहाट ने प्रतिपादित की थी, आज भी वित्तीय स्थिरता कार्य की आधारशिला बनी हुई है।¹

20 वीं शताब्दी में केन्द्रीय बैंकों में क्या बदलाव आया? केन्द्रीय बैंकों के कार्यों को एक बार फिर सार्वजनिक नीति के उद्देश्यों से तालमेल करना पड़ा। यूएस में बार-बार होने वाली बैंक बंदहवासियों से 1913 में फेडरल रिजर्व की स्थापना हुई जिसमें एलओएलआर उसके प्रमुख कार्यों में एक था। लेकिन, फेड विराट मंदी को रोक नहीं पाया क्योंकि मौद्रिक नीति 'वास्तविक बिल सिद्धांत की नीति'² का अनुसरण कर रही थी। विराट मंदी के बाद केन्द्रीय बैंकों ने स्वयं को वृद्धि और नियोजन को सुविधाजनक बनाने वालों में परिवर्तित कर लिया और जमाराशि बीमा की शुरुआत की। इसने विश्व अर्थव्यवस्था को 1930 से 1970 के दशक के मध्य तक किसी बड़े बैंकिंग संकट से बचाये रखा। लेकिन राजकोषीय सक्रियता और इस विश्वास ने कि मुद्रास्फीति की कीमत पर नियोजन स्थायी रूप से बढ़ाया जा सकता है, जिसे फिलिप्स वक्ररेखा³ के शुरुआती संस्करण का सहारा मिला, निभावी मौद्रिक नीति का पथ प्रशस्त किया। इसने 1970 के दशक में उच्च मुद्रास्फीति को आकार दिया।

मुद्रास्फीति के प्रसार और उससे जुड़े आर्थिक ठहराव को सुलझाने के लिये बौद्धिक विचार धारा कीमत स्थिरता के पक्ष में मुड़ गई जिसे मिल्टन फ्रिडमैन जैसे अर्थशास्त्रियों के कार्यों का सहारा मिला और जिसने मौद्रिक नीति की दमदार भूमिका की वकालत की⁴ इस प्रकार 1980 के दशक में कीमत स्थिरता अधिकांश केन्द्रीय बैंकों का प्राथमिक उद्देश्य बनकर उभरी। इस ढांचे में वित्तीय स्थिरता कैसे जम पाती है? उस समय की समझ यह थी कि कीमत स्थिरता बनाये रखने की दिशा वाली मौद्रिक नीति वित्तीय अस्थिरता के प्रभाव और गंभीरता दोनों को कम करेगी। तर्क यह था कि कीमत स्थिरता उधारकर्ताओं

¹ यह शब्द पहली बार फ्रांसिस बेरिंग (1797) द्वारा प्रयुक्त हुआ लेकिन थार्नटन (1802) द्वारा तरतीबवार समझाया गया जिसने पहली बार इसकी पहचान बैंक ऑफ इंग्लैंड के कार्य के रूप में की। थार्नटन, एच. (1802), *एन इन्क्वायरी इनटू दि नेचर एंड इफेक्ट्स ऑफ दि पेपर क्रेडिट ऑफ ग्रेट ब्रिटेन*, एफ.ए. वान हायेक द्वारा एक प्रस्तावना के साथ संपादित. न्यूयार्क: राइनहार्ट एंड कंपनी; 1939।

² यदि बैंकों द्वारा केवल वास्तविक बिलों को ही भुनाया जाता है तो बैंक मुद्रा का विस्तार व्यापार की आवश्यकताओं के अनुपात में होगा। यह मान लिया गया था कि मौद्रिक प्रणाली स्व-नियामक होगी।

³ फिलिप्स ए. डबल्यू. (1958)। 'दि रिलेशनशिप बिटवीन अनएमप्लायमेंट एंड रेट ऑफ चेंज ऑफ मनी वेजेस इन यूनाइटेड किंगडम 1861-1957', *इकोनॉमिका*, 25 (100): 283-299।

⁴ मिल्टन फ्रिडमैन (1968), 'दि रोल ऑफ मॉनिटरी पॉलिसी', एईए अध्यक्षीय भाषण, *अमरीकी इकोनॉमिक रिव्यू*, खंड LVIII.सं.1।

और उधारदाताओं दोनों के लिये सूचना की समस्याओं को सरल बना देती है और संसाधनों के दक्ष आबंटन द्वारा वित्तीय स्थिरता को सुनिश्चित करती है। विकसित देशों यथा यूएस, यूके, कनाडा और जापान के अनुभवों पर आधारित अध्ययन भी इस दृष्टिकोण से सहमत हुए कि वित्तीय अस्थिरता में कीमतों की अस्थिरता ने योगदान दिया (बोर्डो और व्हीलॉक, 1998)।⁵

क्या 21 वीं सदी के वित्तीय संकट ने, जिसका केंद्रबिंदु विकसित देशों में है, केन्द्रीय बैंक के उद्देश्यों के वैश्विक दृष्टिकोण को बदल दिया है? दमदार दृष्टिकोण, विशेषकर विकसित अर्थव्यवस्थाओं में, यह था कि इकहरे उद्देश्य वाली मौद्रिक नीति, तदनुसार इकहरा साधन और परिचालनों में स्वतंत्र तथा जवाबदेह केन्द्रीय बैंक आदर्श होगी। वास्तव में इस विचार का अनुसरण करते हुए विकसित और उभरते दोनों बाजारों के कई देशों ने 1990 के दशक से सुस्पष्ट मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारित किये और मुद्रास्फीति नियंत्रण को मौद्रिक नीति का सिरमौर उद्देश्य स्पष्ट कर दिया। कीमत स्थिरता पर सुस्पष्ट जोर और अनेक देशों में राजकोषीय नियमों पर जोर अक्सर केन्द्रीय बैंकों में कुछ वैधानिक परिवर्तनों के साथ आया। यद्यपि केन्द्रीय बैंक मौद्रिक नीति के संचालन में वित्तीय स्थिरता के महत्त्व को जानते थे, फिर भी मौद्रिक नीति और वित्तीय स्थिरता नीति के बीच एक अंतर आम तौर पर बनाये रखा गया।

ऐसा प्रतीत होता है कि मौजूदा वैश्विक संकट ने इस दृष्टिकोण को दुर्बल कर दिया है कि मौद्रिक नीति का एकमात्र उद्देश्य कीमत स्थिरता होना चाहिये। संकट पूर्व दृष्टिकोण, जिसे 'जैक्सन होल कनसेन्सस' भी कहा जाता है, यह था कि केन्द्रीय बैंकों को आस्ति कीमतों और वित्तीय असंतुलनों में केवल उतना ही प्रतिसाद देना चाहिये जितना कि वे लघुतर अवधि मुद्रास्फीति पूर्वानुमान को प्रभावित करें। लेकिन, इस धारणा को हाल के संकट से झुठला दिया गया (गली, 2011)⁶। यह स्पष्ट हो गया कि वित्तीय स्थिरता कीमत स्थिरता और समष्टि आर्थिक स्थिरता के बावजूद गड़बड़ा सकती है (सुब्बाराव, 2009)⁷। परिणामस्वरूप, संकटोत्तर निर्धारण वित्तीय स्थिरता उद्देश्य को स्पष्ट रूप से पहचानने की ओर अधिकाधिक

⁵ बोर्डो, माइकेल डी. और डेविड सी. हीलॉक (1998), 'प्राइस स्टैबिलिटी एंड फायनान्शियल स्टैबिलिटी; दि हिस्टोरिकल रिकार्ड', *फेडरल रिजर्व बैंक ऑफ सेंट लुईस रिव्यू*, सितम्बर/अक्तूबर।

⁶ गली, जोर्डी (2011), 'मॉनिटरी पॉलिसी एंड रेशनल असेट प्राइज बबल्स', *बार्सिलोना जीएसई वर्किंग पेपर्स सिरीज सं.592*।

⁷ सुब्बाराव, डी. (2009), 'फायनान्शियल स्टैबिलिटी: इश्यूज एंड चैलेंजेस', *आरबीआई बुलेटिन*, अक्तूबर।

बदलता गया। लेकिन अभी सारे मुद्दों का निपटान नहीं हुआ है और निर्णायक अभी बाहर है।

पहला, क्या वित्तीय स्थिरता को केन्द्रीय बैंक का एक स्पष्ट उद्देश्य माना जाना चाहिये अथवा, अधिक विशिष्ट रूप में, मौद्रिक नीति का एक अतिरिक्त उद्देश्य? यह तर्क दिया गया है कि केन्द्रीय बैंक केवल अंतिम उधारदाता नहीं होते, किंतु वित्तीय प्रणाली और आर्थिक चक्रों, दोनों को देखने के लिए बेहतर ढंग से लैस भी होते हैं। इस संदर्भ में, ईचनग्रीन, प्रसाद और राजन (2011) का सुझाव है कि कीमत स्थिरता और वित्तीय स्थिरता का एक दुहरा आदेश जिससे 'मौद्रिक नीति को समष्टि विवेकशील पर्यवेक्षक के साधनों के समूह के एक वैधानिक तत्त्व के रूप में पहचाना जाय'⁸। इसी प्रकार वूड फोर्ड (2012) ने तर्क दिया कि मौद्रिक नीति वास्तव में वित्तीय स्थिरता की जोखिमों की गंभीरता को कम कर सकती है⁹। गोकर्ण (2010) का विचार था कि केन्द्रीय बैंकों के लिये व्यापक अधिदेशों को कोर अधिदेशों की प्राथमिकता पर सुस्पष्ट और सशर्त बनाये जाने की आवश्यकता होगी¹⁰। इसके विपरीत, स्वेसान (2010) ने तर्क दिया कि वित्तीय स्थिरता नीति से मौद्रिक नीति में अंतर करना महत्वपूर्ण है ताकि दोनों नीतियों के बीच संकल्पनीय और व्यवहार्य संप्रभों को टाला जा सके। वित्तीय स्थिरता उद्देश्य के लिये मौद्रिक नीति का प्रयोग सही परिणाम नहीं दे सकता¹¹।

दूसरा, मुद्रास्फीति को लक्ष्य करने का एक अतिरिक्त उद्देश्य के रूप में वित्तीय स्थिरता के साथ कितना सुसंगत है? इस पर काफी भिन्न मत हैं। जहाँ कुछ लोग मुद्रास्फीति को लक्ष्य करने को पूरी तरह त्यागने की सिफारिश करते हैं, वूडफोर्ड (2012) ने मुद्रास्फीति लक्ष्यन व्यवहार को परिवर्तित करने का सुझाव दिया जिससे ब्याज दर नीति को वित्तीय स्थिरता का अधिक प्रभाव हथियार बनाया जा सके¹²। इसके विपरीत, स्वेसान (2010) का मत है कि लचीला मुद्रास्फीति लक्ष्यन वित्तीय संकट से पहले, दौरान और बाद में मौद्रिक नीति का सर्वोत्तम व्यवहार बना हुआ है।¹³

⁸ ईचनग्रीन, बैरी, ईश्वर प्रसाद एंड रघुराम राजन (2011), 'सेंट्रल बैंक्स नीड ए बिग एंड बोल्डर मैडेट', *ओपीनियन*, ब्रूकिंग्स इन्स्टीट्यूशन, अक्टूबर।

⁹ वूडफोर्ड, माइकेल (2012), 'इन्फ्लेशन टारगेटिंग एंड फायनान्शियल स्टेबिलिटी', *एनबीआईआर वर्किंग पेपर 17967*, नैशनल ब्यूरो ऑफ इकॉनामिक रिसर्च।

¹⁰ गोकर्ण, सुबीर (2011), 'मॉनिटरी पॉलिसी कंसीडरेशन्स आफ्टर दि क्राइसिस: प्रैक्टिशनर्स पर्सपेक्टिव्स', *आरबीआई बुलेटिन*, जनवरी।

¹¹ स्वेसान, लार्स ई ओ (2010), 'मॉनिटरी पॉलिसी आफ्टर दि फायनान्शियल क्राइसिस', स्पीच एट दि सेकंड इंटरनेशनल जर्नल ऑफ सेन्ट्रल बैंकिंग (आई, जेसीबी) फाल कान्फ्रेंस, टोकियो, सितम्बर।

¹² यथा पाद टिप्पणी 9 में।

¹³ यथा पाद टिप्पणी 11 में।

तीसरा, वित्तीय स्थिरता केन्द्रीय बैंक की अकेली या सांझा जिम्मेदारी होनी चाहिये। एक बीआईएस सर्वेक्षण बताता है कि व्यवहार में केन्द्रीय बैंकों के भारी बहुमत के पास वित्तीय स्थिरता की पूरी अथवा सांझी जिम्मेदारी है, लेकिन अधिदेश विरले ही सुस्पष्ट होते हैं।¹⁴ इसी प्रकार किहाक (2010) ने पाया कि केन्द्रीय बैंक के लिये वित्तीय स्थिरता की भूमिका में छूट कीमत स्थिरता वाले मामले की अपेक्षा कमजोर थी¹⁵। लेकिन दमदार विचार यही लगता है कि वित्तीय स्थिरता एक सांझी जिम्मेदारी होनी चाहिए क्योंकि केन्द्रीय बैंकों के मौद्रिक नीति के साधन वित्तीय स्थिरता के अंतिम उद्देश्य पर केवल आंशिक प्रभाव डाल सकते हैं।

चौथा, क्या केन्द्रीय बैंकों के पास कीमत स्थिरता और वित्तीय स्थिरता दोनों सुनिश्चित करने के लिये साधन हैं? अल्पावधि ब्याज-दर के अकेले के साधन के साथ कार्यरत केन्द्रीय बैंक, विशेषकर मुद्रास्फीति लक्ष्यन ढांचे वाले, टिंबरगेन के समनुदेशन नियम¹⁶ का अनुसरण करते हुए बहु उद्देश्यों को प्राप्त करने के लिये लैस नहीं हो सकते। इस संदर्भ में, कईयों ने तर्क दिया है कि ब्याज दर समग्र वित्तीय स्थिरता मुद्दों से निपटने का बहुत रूक्ष के साधन है (उदाहरणार्थ, बरनानके, 2011)¹⁷। गुडहार्ट (2008) का मत है कि मौद्रिक नीति के केवल एक साधन वाले अनेक केन्द्रीय बैंक अक्सर इन दो उद्देश्यों को एक दूसरे से टकराता हुआ पायेंगे¹⁸। इसके विपरीत, यह तर्क दिया गया है कि यद्यपि बुलबुलों को पहचान पाना कठिन है, और इसीलिये एक जोखिमभरी रणनीति है, बुलबुलों के फटने के बाद सफाई की लागत कहीं ज्यादा मंहगी होगी बजाय बुलबुलों के विपरीत झुकने में (स्टार्क, 2010)¹⁹।

अंत में, ईएमई के संदर्भ में अतिरिक्त जटिलताएं हैं क्योंकि कीमत बुलबुले अक्सर विनिमय दर वृद्धि से जुड़े होते हैं जो व्यापक

¹⁴ बैंक फॉर इंटरनेशनल सैटलमेंट्स (2009), *इश्यूज इन दि गवर्नेंस ऑफ सेन्ट्रल बैंक्स, ए रिपोर्ट फ्रॉम दि सेन्ट्रल बैंक गवर्नेंस ग्रुप*, www.bis.org/publ/othp04.htm.

¹⁵ सीहाक, मार्टिन (2010), 'प्राइस स्टेबिलिटी, फायनान्शियल स्टेबिलिटी, एंड सेंट्रल बैंक इंडीपेन्डेंस' 38 वी इकॉनामिक्स कान्फ्रेंस एट दि ओस्टेरिशिचे नैशनल बैंक, विपना।

¹⁶ टिंबरगेन, जे (1952), *ऑन दि थियरी ऑफ इकॉनामिक पॉलिसी*, 2रा संस्करण, नार्थ-हॉलैंड, एम्सटर्डम।

¹⁷ बरनानके, बी. (2011), 'दि इफेक्ट्स ऑफ दि ग्रेट रिसेशन ऑन सेन्ट्रल बैंक डाक्ट्राइन एंड प्रैक्टिस'¹⁷, स्पीच एट दि फेडरल रिजर्व ऑफ बॉस्टन, 56 वी इकॉनामिक कान्फ्रेंस।

¹⁸ गुडहार्ट, चार्ल्स ए.ई. (2008), 'सेंट्रल बैंक्स' फंक्शन टु मेनटेन फायनान्शियल स्टेबिलिटी: ऐन अनकम्प्लीटेड टास्क; <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1263>.

¹⁹ स्टार्क, जर्गेन (2010), 'इन सर्च ऑफ रोबस्ट मॉनिटरी पॉलिसी फ्रेमवर्क', की नोट स्पीच एट दि 6व ईसीबी सेंट्रल बैंकिंग कान्फ्रेंस 'एप्रोचेस टु मॉनिटरी पॉलिसी रिजिटीटेड - लेसन्स फ्रॉम दि क्राइसिस', फ्रैंकफर्ट एएम मेन, नवम्बर 19।

पूँजी अंतर्प्रवाहों अथवा व्यापार अधिशेष से पैदा होती है। अतः आस्ति बुलबुले को फोड़ने के प्रयास में ब्याज दरों को बढ़ाने से और अधिक पूँजी अंतर्प्रवाह पैदा हो सकते हैं जो बुलबुले को ही बड़ा कर देंगे। इस प्रकार, इस बात पर जोर दिया गया है कि भले ही मौद्रिक नीति वायु के विपरीत जाने के लिये प्रयुक्त हो, उसे प्रतिचक्र औजारों के द्वारा सम्पूरित करने की आवश्यकता होती है। कुछ अर्थशास्त्रियों का विश्वास है कि वित्तीय पर्यवेक्षण को मौद्रिक नीति कार्यों से जोड़ना, जैसा कि वास्तव में कई ईएमई में हो रहा है, सहक्रियाओं और एक अधिक प्रभावकारी मौद्रिक नीति संचालन की ओर ले जायेगा (बोरियो, 2009)²⁰, और इसे उपयोगिता के साथ केन्द्रीय बैंकों के अंतिम उधारदाता के कार्य से जोड़ा जा सकता है (ब्लाइन्डर, 2010)²¹। डैन थाईन (2012) ने सुझाव दिया कि केन्द्रीय बैंकों को समष्टि विवेकपूर्ण साधनों से सज्जित किया जाना चाहिये जो निम्न ब्याज दरों के काल में अत्यधिक जोखिम उठाने से उत्पन्न समस्याओं के मूल कारणों पर सीधा निशाना साध सकें²²।

इस बारे में मोहन्ती (2011) का तर्क है कि जहाँ ब्याज दर मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन के लिये मजबूत साधन बना हुआ है, वहीं सामान्य समयों में भी इसे अन्य परिमाण अथवा समष्टि विवेकशील साधनों से अनुपूरित करने से बहुउद्देश्यों की प्राप्ति हेतु यह मौद्रिक नीति के लचीलेपन को बढ़ायेगा²³। अतः संकटोपरांत, केन्द्रीय बैंकों के लिये अतिरिक्त साधनों की शुरुआत पर अधिक जोर दिया जा रहा है जिससे वित्तीय स्थिरता के पहलुओं से निपटा जा सके। संक्षेप में, केन्द्रीय बैंकों की वित्तीय क्षेत्र की समग्र स्थिरता को सुनिश्चित करने की भूमिका को अब नया बल मिला है। इस पृष्ठभूमि में मैं ईएमई के अनुभव की ओर मुड़ता हूँ।

उभरते बाजारों में केन्द्रीय बैंक के उद्देश्य

केन्द्रीय बैंक के उद्देश्य ईएमई में किस प्रकार भिन्न हैं? ऐतिहासिक रूप से, विकसित अर्थव्यवस्थाओं की ही भाँति ईएमई में

²⁰ बोरियो, सी. (2009), 'इम्प्लीमेंटिंग दि मैक्रोप्रुडेंशियल एप्रोच टु फायनान्शियल रेग्यूलेशन एंड सुपरविजन', *बैंक दि फ्रांस फायनान्शियल स्टेबिलिटी रिव्यू* सं.13, 31-41।

²¹ ब्लाइन्डर, ए. (2010), 'हाउ सेंट्रल शुड दि सेंट्रल बैंक वी?', *जर्नल ऑफ इकॉनामिक लिटरेचर*, 48(1), 123-133।

²² डैन थाईन, जॉन- पीयरे (2012), 'रीकन्साइलिंग प्राइस एंड फायनान्शियल स्टेबिलिटी', स्पीच एट दि यूनिवर्सिटी ऑफ ज्यूरिच, ज्यूरिच, जनवरी 24।

²³ मोहन्ती, दीपक (2011), 'लेसन्स पॉर मॉनिटरी पॉलिसी फ्रॉम ग्लोबल फायनान्शियल क्राइसिस: ऐन इमरजिंग मार्केट पर्सपेक्टिव', पेपर प्रेजेंटेटेड इन द सेंट्रल बैंक्स कॉन्फ्रेंस ऑफ बैंक ऑफ इन्डिया, जेरुशलम, *आरबीआई बुलेटिन*, अप्रैल।

भी केन्द्रीय बैंकों का मुख्य उद्देश्य कीमत स्थिरता रहा है। लेकिन, वित्तीय बाजार विकास और संस्थागत संरचना के स्तर के अनुसार और 20 वीं शताब्दी में ईएमई में वित्तीय संकटों के अधिक प्रभाव को देखते हुए वित्तीय स्थिरता नीति निर्धारण के लिये महत्वपूर्ण रही है। इसके अलावा, उनमें से अनेक समष्टि विवेकपूर्ण विनियमों के लिये भी उत्तरदायी थीं, यद्यपि उनमें से कुछ ही स्पष्ट अधिदेश से उसे सीधा प्राप्त करती है (सारणी 1)।

वास्तव में, हाल के वैश्विक वित्तीय संकट के दौरान उभरते बाजारों की वित्तीय प्रणालियों की आघात सहनीयता का आधार वित्तीय स्थिरता है जो पहले से मौद्रिक नीति उद्देश्य का हिस्सा रही है (डी ग्रेगोरियो, 2011)²⁴। अनेक ईएमई द्वारा मुद्रास्फीति लक्ष्य को

सारणी 1 : केन्द्रीय बैंकों में वित्तीय स्थिरता उद्देश्य के रूप में

(केन्द्रीय बैंकों की कुल संख्या का प्रतिशत)

	केन्द्रीय बैंक	सभी अर्थव्यवस्थाएं	विकसित अर्थव्यवस्थाएं	अन्य
1.	वित्तीय स्थिरता के लिये स्पष्ट अधिदेश	3	9	2
2.	वित्तीय स्थिरता की जिम्मेदारी विधि के विवेचन से प्राप्त करते हैं	34	89	18
	(i) मौद्रिक नीति उद्देश्यों से	10	26	5
	(ii) भुगतान प्रणाली कार्यों से	8	20	4
	(iii) बैंकिंग पर्यवेक्षण कार्यों से	12	26	8
	(iv) अन्य विवेचनाएं	5	17	1
3.	समुद्रपारीय भुगतान प्रणाली (लियां)	100	100	100
4.	बैंकों का पर्यवेक्षण करती है	47	34	51
5.	सभी वित्तीय संस्थाओं का पर्यवेक्षण करती हैं	16	11	18
6.	वित्तीय स्थिरता रिपोर्ट प्रकाशित करती हैं	29	77	15
7.	वित्तीय स्थिरता के लिये अलग संगठनात्मक इकाई	32	83	17
8.	स्पष्ट सामान्य जवाबदेही है (हिस्सा-धारकों/सरकार/ जनता के प्रति)	45	63	40
9.	वित्तीय स्थिरता के लिये स्पष्ट जवाबदेही है	2	6	1

स्रोत : मार्टिन किहाम, 2010 द्वारा 157 केन्द्रीय बैंकों का एक सर्वेक्षण।

²⁴ डी ग्रेगोरियो, जोस (2011), 'प्राइस एंड फायनान्शियल स्टेबिलिटी इन मॉडर्न सेंट्रल बैंकिंग, की नोट स्पीच, गवर्नर ऑफ सेंट्रल बैंक ऑफ चिली' एट दि जॉइंट लैटिन अमेरिकन एंड कैरेबियन इकॉनामिक एसोसिएशन (एलएसीईए) - लैटिन अमेरिकन चैप्टर ऑफ दि इकॉनोमेट्रिक सोसायटी (एलएएमईएस) कॉन्फ्रेंस 2011, युनिवर्सिटी अडोल्फो इवानेज, सैंटियागो, नवम्बर 11.

अपनाये जाने के बाद भी (उदाहरण - चिली, ब्राजील, दक्षिण अफ्रीका, इंडोनेशिया, थाईलैंड और मेक्सिको) व्यवहार में वे लचीले लक्ष्यन ढांचे का अनुसरण करते रहे क्योंकि आघातों के प्रतिसाद देने और अन्य उद्देश्यों के बढ़ाने में विवेक का उपयोग किया गया²⁵। जिन ईएमई ने औपचारिक रूप से मुद्रास्फीति लक्ष्यन को नहीं अपनाया (उदा. चीन, नाइजीरिया, मलेशिया और भारत) उनके यहाँ कीमत स्थिरता मौद्रिक नीति के प्रमुख उद्देश्यों में से एक है (सारणी 2)।

बहु साधनों, जिनमें परिमाणात्मक साधन यथा नकदी आरक्षित अनुपात शामिल है, का प्रयोग घरेलू ऋण वृद्धि की गति के साथ-साथ व्यापक पूंजी अंतर्प्रवाहों के प्रभाव को सामान्य करने के लिये चीन, भारत और रूस में किया गया। पूर्व-एशियन ईएमई में, एशियन संकट के बाद वित्तीय स्थिरता के महत्त्व और समष्टि विवेकपूर्ण नीति उपायों के सक्रिय प्रयोग के द्वारा वित्तीय असंतुलों की रोकथाम की आवश्यकता पर जोर दिया गया।

सारणी 2: उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएं : केन्द्रीय बैंक उद्देश्य और नीतिगत हथियार

देश	ध्येय/मुख्य उद्देश्य	नीतिगत औजार	मुद्रास्फीति रुख	अन्य कार्य
1. ब्राजील (1999 से आई टी) 2005 से 4.5%	मुद्रा स्थिरता और वित्तीय स्थिरता	पीआर ओएमओ आरआर	5.3% (2005-11)	<ul style="list-style-type: none"> बैंक विनियमन भुगतान प्रणाली
2. चिली आईटी (1991) 2007 से 3%	मुद्रा स्थिरता	पीआर ओएमओ आरआर	3.9% (2007-11)	<ul style="list-style-type: none"> भुगतान प्रणाली वित्तीय प्रणाली राजकोषीय अभिकर्ता विदेशी मुद्रा
3. चीन	मुद्रा स्थिरता और वृद्धि	पीआर ओएमओ आरआर	3.1% (2005-11)	<ul style="list-style-type: none"> भुगतान प्रणाली वित्तीय बाजार ऋण प्रबंधक
4. भारत	मुद्रा और वित्तीय स्थिरता और वृद्धि	पीआर ओएमओ आरआर	6.6% (2005-12)	<ul style="list-style-type: none"> भुगतान प्रणाली बैंक विनियमन ऋण प्रबंधक मुद्रा बाजार
5. इंडोनेशिया 2005 से आई टी 2010-11 में 5%	मुद्रा स्थिरता	पीआर ओएमओ आरआर	5.2% (2010-11)	<ul style="list-style-type: none"> बैंक विनियमन भुगतान प्रणाली
6. मलेशिया	मुद्रा और वित्तीय स्थिरता	पीआर ओएमओ आरआर	2.8% (2005-11)	<ul style="list-style-type: none"> बैंक विनियमन सरकार का बैंक वित्तीय समावेशन
7. मेक्सिको आईटी (2003 से 3% मध्य अवधि)	मुद्रा स्थिरता	पीआर ओएमओ	4.3% 2003-11)	<ul style="list-style-type: none"> बैंक विनियमन भुगतान प्रणाली
8. नाइजीरिया	मुद्रा स्थिरता और वित्तीय क्षेत्र का प्रबंधन	पीआर ओएमओ आरआर	11.5% (2005-11)	<ul style="list-style-type: none"> सरकार का बैंक भुगतान प्रणाली बैंक विनियमन
9. रूस (आईटी की ओर बढ़ रहा है)	मुद्रा स्थिरता	पीआर ओएमओ आरआर	10% (2005-11)	<ul style="list-style-type: none"> बैंक विनियमन विदेशी मुद्रा
10. दक्षिण अफ्रीका लचीला आईटी (2000) 2009 से 3.6% (व-द-व)	मुद्रा और वित्तीय स्थिरता	पीआर ओएमओ आरआर	5.5% (2000-11)	<ul style="list-style-type: none"> बैंक विनियमन भुगतान प्रणाली सरकार का बैंक विदेशी मुद्रा नियंत्रण

टिप्पणी: पीआर: नीतिगत दर; आरआर: आरक्षित निधि आवश्यकता ओएमओ: खुले बाजार परिचालन

स्रोत: स्वयं लेखक का संकलन और वर्ल्ड इकानामिक आउटलुक, अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष।

²⁵ फ्लेक्सिबल इम्प्लेशन टारगेटिंग (आईटी) फ्रेमवर्क विच रिक्वायर्स ऑफ दि डिजायर्ड इम्प्लेशन टारगेट ओवर दि मीडियम टर्म मेक्स इट ईजीयर फार सेंट्रल बैंक्स टु लुक नॉट ओनली फार प्राइस, स्टेबिलिटी, बट अल्सो कंसीडर आदर वेरियेबल्स सच ऐज दि आउटपुट गैप और दि एक्सचेंज रेट, इन ऐ सेंस, फ्लेक्सिबल आई टी अल्सो इम्प्लाइस ए डिपार्चर फ्राम कॉर्नर सोल्युशन्स ऑफ दि 'इम्पॉसिबिलिटी ट्रिनिटी' ऑफ फिक्सड एक्सचेंज रेट्स, इंडिपेन्डन्ट मॉनिटरी पॉलिसी एंड परपेक्ट कैपिटल मोबिलिटी।

तदनुसार, केन्द्रीय बैंकों को परम्परागत मौद्रिक स्थिरता के साथ वित्तीय स्थिरता निर्वहन की पूरी अथवा सांझी जिम्मेदारी सौंपी गई (बेटानागासे, 2012)²⁶। दक्षिण अफ्रीका में, बैंकों के विवेकपूर्ण विनियमन और पर्यवेक्षण ने केन्द्रीय बैंक को उसके वित्तीय प्रणाली स्थिरता प्रयासों में सहायता और संपूर्णता प्रदान की। इसी प्रकार, ब्राजील के केन्द्रीय बैंक ने समष्टि विवेकपूर्ण उपायों का सक्रिय प्रयोग उभरते हुए वित्तीय जोखिमों से, विशेष रूप से अर्थव्यवस्था में पूंजी प्रवाहों के आधिक्य से, निपटने में किया। एक बीआईएस सर्वेक्षण (2010) के अनुसार, किसी न किसी प्रकार के समष्टि विवेकपूर्ण साधन के उपयोग करने वालों के रूप में ईएमई की संख्या विकसित अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में काफी बढ़ गई²⁷।

वैश्विक वित्तीय संकट ने वित्तीय स्थिरता के लिये साधनों के व्यापक समूह के प्रयोग के महत्त्व को उजागर कर दिया। इस बारे में, ईएसई के अधिकांश केन्द्रीय बैंक जहाँ मौद्रिक नीति और विवेकपूर्ण पर्यवेक्षण उन्हीं के अधिकार क्षेत्र में थे, विकसित अर्थव्यवस्थाओं की अपेक्षा वित्तीय स्थिरता संबंधी मुद्दों को हल करने में बेहतर ढंग से लैस प्रतीत हुए। अब मैं विशेष रूप से भारत में हमारे अनुभव की ओर मुड़ता हूँ।

वित्तीय स्थिरता : भारतीय ढांचा

भारतीय रिजर्व बैंक (आरबीआई) के मुख्य कार्य भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम, 1934 में अंतर्निहित हैं, यथा 'बैंक नोटों के निर्गम को विनियमित करना और भारत में मौद्रिक स्थिरता प्राप्त करने के उद्देश्य से आरक्षित निधियां रखना तथा देश की मुद्रा एवं ऋण प्रणाली को उसके लाभ के लिये परिचालित करना'। इसके अलावा, रिजर्व बैंक समष्टि विवेकपूर्ण विनियामक भी है क्योंकि बैंककारी विनियमन अधिनियम, 1949 ने उसे वाणिज्यिक और सहकारी बैंकों के विनियमन और पर्यवेक्षण का अधिकार भी दिया है। रिजर्व बैंक भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम, 1934 के अंतर्गत गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों (एनबीएफसी) का विनियमन और पर्यवेक्षण भी करता है। इसी प्रकार, विदेशी मुद्रा प्रबंधन अधिनियम, 1999 इसे विदेशी मुद्रा बाजार को विनियमन का अधिकार देता है और भुगतान प्रणालियों पर निगरानी का अधिकार भुगतान और निपटान प्रणाली अधिनियम, 2007 से इसे प्राप्त होता है।

²⁶ बेटानागासे, तरीसा (2012), एशिया और पैसिफिक (ओएपी) के लिये आईएमएफ क्षेत्रीय कार्यालय द्वारा आयोजित 'समष्टि विवेकपूर्ण संरचनाओं को बल प्रदान करना' विषय पर मौद्रिक नीति कार्यशाला में की गई टिप्पणियां, मार्च 22-23, टोकियो, जापान।

²⁷ बैंक फॉर इंटरनैशनल सैटलमेंट्स (2010), 'मैक्रोप्रुडेंशियल इन्सूमेंट्स एंड फ्रेमवर्क: ए स्टॉक टेकिंग ऑफ इश्यूज एंड एक्सपीरियन्सेस', *सीजीएफएस पपर्स*, सं.38.

एक व्यापक अधिदेश से प्राप्त, भारत में मौद्रिक नीति के विकास में कीमत स्थिरता, वित्तीय स्थिरता और वृद्धि के बहुउद्देश्य शामिल हो गये हैं। इन उद्देश्यों में कोई अन्तर्विरोध अन्तर्भूत नहीं है बल्कि ये पारस्परिक रूप से लागू करने वाले हैं। रिजर्व बैंक का दृष्टिकोण इस बात को स्वीकार करता है कि वृद्धि के ऊँचे स्तरों को बनाये रखने के लिये कीमत और वित्तीय स्थिरता महत्त्वपूर्ण हैं जो कि सार्वजनिक नीति का अंतिम उद्देश्य है। रिजर्व बैंक का वित्तीय स्थिरता के प्रति दृष्टिकोण पूर्व-सक्रियता और निवारक रहा है न कि प्रतिक्रियात्मक। मौद्रिक नीति के प्राधिकारी के रूप में इसकी भूमिका ने, जो समष्टि विवेकपूर्ण विनियमन और व्यष्टि विवेकपूर्ण पर्यवेक्षण से भलीभांति एकीकृत है, जिसके पास प्रणाली की निगरानी के लिये स्पष्ट आदेश है, रिजर्व बैंक को विभिन्न आयामों से सहक्रियाओं से लाभ लेने का अधिकार दिया है (सुब्बाराव, 2011)²⁸।

संकट से पहले ही, अर्थव्यवस्था में वित्तीय स्थिरता की निगरानी के लिये अंतर-विनियामक समन्वयन के लिये वित्तीय क्षेत्र में संस्थागत व्यवस्था पहले से मौजूद थी। वित्तीय बाजारों पर उच्च स्तरीय समन्वयन समिति (एचएलसीसीएफएम) 1992 में रिजर्व बैंक के गवर्नर की अध्यक्षता में स्थापित की गई थी जिसके सदस्य भारतीय प्रतिभूति और विनियम बोर्ड (सेबी), बीमा विनियामक और विकास प्राधिकरण (इर्डा) और पेंशन फंड विनियामक और विकास प्राधिकरण (पेर्डा) के प्रमुख और भारत सरकार के वित्त सचिव थे। लेकिन, संकट के बाद वित्तीय स्थिरता के प्रति सामूहिक दृष्टिकोण को वित्तीय स्थिरता और विकास परिषद् (एफएसडीसी) के गठन द्वारा और अधिक शक्ति प्रदान की गयी है।

वित्त मंत्री की अध्यक्षता में एफएसडीसी की स्थापना दिसम्बर 2010 में वैश्विक वित्तीय संकट की पृष्ठभूमि में की गई जिसे प्रणालीगत वित्तीय स्थिरता के साथ-साथ एक विशिष्ट अधिदेश दिया गया। एफएसडीसी से वित्तीय स्थिरता, वित्तीय क्षेत्र विकास, अंतर-विनियमन समन्वयन और अर्थव्यवस्था के समष्टि विवेकपूर्ण पर्यवेक्षण जिसमें बड़े वित्तीय समूहों के क्रियाकलाप शामिल हैं, से संबंधित मुद्दों से निपटने की अपेक्षा की जाती है। रिजर्व बैंक के गवर्नर की अध्यक्षता में एफएसडीसी की एक उपसमिति ने एचएलसीसीएफएम को प्रतिस्थापित कर दिया है और यह एफएसडीसी की प्राथमिक परिचालन का साधन है। इस उपसमिति ने एक संकट प्रबंधन ढांचा भी स्थापित किया है। इसके अलावा, रिजर्व

²⁸ सुब्बाराव, डी. (2011) 'केन्द्रीय बैंकों का वित्तीय स्थिरता आदेश: अंतरराष्ट्रीय और भारतीय संदर्भ में मुद्दे', *आरबीआई बुलेटिन*, जुलाई।

बैंक के केन्द्रीय बोर्ड की विभिन्न समितियां वित्तीय स्थिरता मुद्दों की निगरानी करती हैं: वित्तीय पर्यवेक्षण बोर्ड रिजर्व बैंक की पर्यवेक्षीय और विनियामक पहलों की समीक्षा करता है और भुगतान एवं निपटान प्रणालियों के लिये बोर्ड भुगतान प्रणाली के समग्र क्रियाकलापों को देखता है।

रिजर्व बैंक की वित्तीय स्थिरता के संदर्भ में भूमिका के महत्त्व को उजागर करने वाली एक और घटना है जुलाई 2009 में वित्तीय स्थिरता इकाई की स्थापना जिसे वित्तीय प्रणाली की सतत आधार पर प्रभावी समष्टि विवेकपूर्ण निगरानी संचालित करने का अधिदेश प्राप्त है और इसे अस्थिरता के किन्हीं संभाव्य संकेतों का शीघ्र पता लगाने के लिये सक्षम बनाया गया है। रिजर्व बैंक छाया आधार पर वित्तीय स्थिरता रिपोर्ट्स भी निकालता है। प्रसंगवश, आईएमएफ ने हाल में एक वित्तीय क्षेत्र निर्धारण कार्यक्रम संपन्न किया है जो वास्तव में रिजर्व बैंक द्वारा किये गये वित्तीय क्षेत्र के व्यापक स्व-निर्धारण के काफी करीब है। इस प्रकार, रिजर्व बैंक उन कुछ केन्द्रीय बैंकों में से एक है जिसने संकट से पहले ही वित्तीय स्थिरता की मौद्रिक नीति के उद्देश्यों में से एक के रूप में पहचान कर ली थी।

केन्द्रीय बैंकों के लिये सबक

मेरे विचार में, वैश्विक वित्तीय संकट ने मौद्रिक नीति और वित्तीय स्थिरता को और उनके बीच के संबंध को देखने के हमारे अंदाज को मूलतः बदल दिया है। लेकिन, कुछ मुद्दे हैं जिन पर तीन प्रमुख क्षेत्रों में और काम किया जाना अपरिहार्य है। पहला, उद्देश्यों और साधनों दोनों ही दृष्टियों से मौद्रिक नीति संरचना की समीक्षा ताकि वित्तीय स्थिरता को स्पष्टतया पहचाना जा सके। दूसरा, देशों के अपने अनुभव और इतिहास पर आधारित उचित संस्थागत प्रक्रिया स्थापित करना ताकि संबद्ध विनियामक इकाइयों के बीच वित्तीय स्थिरता प्रदान करने हेतु बेहतर तालमेल स्थापित हो सके। तीसरा, बहु उद्देश्यों की संप्रेषण चुनौती को हल करना ताकि कीमत और वित्तीय स्थिरता सुनिश्चित करने के लिये केन्द्रीय बैंक की विश्वसनीयता बनी रहे। अब मैं इन तीनों में से प्रत्येक की विस्तार से चर्चा करूंगा।

(i) मौद्रिक नीति ढांचा

इस विचार को महत्त्व प्राप्त हो रहा है कि मौद्रिक नीति ढांचे द्वारा नीति निर्धारकों को वित्तीय असंतुलनों के एकत्र होने के विपरीत झुकने की अनुमति देनी चाहिये - भले ही निकट-अवधि स्फीति अपेक्षाएं थम चुकी हों। जहाँ इसमें कोई संदेह नहीं है कि केन्द्रीय बैंकों

के मौद्रिक नीति ढांचे में परिवर्तन की आवश्यकता है वहीं विवाद का बिंदु यह है कि वित्तीय असंतुलनों के समष्टि आर्थिक प्रभावों के बेहतर विश्लेषण के लिये आदर्श मौद्रिक नीति ढांचा क्या होना चाहिये? एक रास्ता यह हो सकता है कि मौद्रिक नीति निर्णय करने के लिये विभिन्न सूचनाओं के समूह को औपचारिक रूप से व्यापक बना दिया जाय: एक प्रकार से, उदाहरणार्थ, ईसीबी का द्विस्तंभीय दृष्टिकोण अथवा भारतीय रिजर्व बैंक का बहु संकेतक दृष्टिकोण जो वित्तीय विचारों को मौद्रिक नीति में समाहित कर लेते हैं²⁹। बहु संकेतक दृष्टिकोण के लाभ यह हैं कि वह मौद्रिक नीति परिचालनों को व्यापक-आधार प्रदान कर सकता है जो सूचनाओं के विशाल समूह यथा मुद्रा, ऋण, आस्ति मूल्य, ब्याज दरों और विनिमय दरों पर आधारित होते हैं और मौद्रिक प्रबंधन के संचालन में लचीलापन प्रदान करता है। लेकिन ऐसे दृष्टिकोण में निर्णायक तत्त्व का आधिक्य हो सकता है।

परिचालन स्तर पर, मौद्रिक नीति प्रतिक्रिया कार्य जो स्फीति और वृद्धि दोनों उद्देश्यों को जोड़ता है, का सर्वाधिक व्यापक स्वीकार्य प्रस्तुतीकरण है 'टेलर नियम'। टेलर नियम को वित्तीय चर घटकों को स्फीति और उत्पाद अंतर पर आधारित मानक मौद्रिक प्रतिक्रिया कार्य से जोड़कर गति दी जा सकती है जिससे केन्द्रीय बैंकों की वित्तीय स्थिरता चिंताओं पर प्रतिक्रिया की क्षमता को बढ़ाया जा सकता है। लेकिन, ऐसी निर्मिती की दक्षता को जाँच लेना आवश्यक है। चाहे कोई भी ढांचा अपनाया जाय, किंतु केन्द्रीय बैंक के पास वृद्धि और स्फीति नियंत्रण के अलावा अस्पष्ट असंतुलनों और जोखिमों पर प्रतिसाद देने के लिये लचीलापन होना चाहिए।

(ii) बेहतर तालमेल के लिये संस्थागत संरचना

हाल के संकट और बाद के प्रतिसाद ने वित्तीय स्थिरता को प्रोत्साहित करने की केन्द्रीय बैंकों की महत्त्वपूर्ण भूमिका पर नया प्रकाश डाला है। लेकिन, यह जान लेना आवश्यक है कि यह बढ़ी हुई जिम्मेदारी उनकी कीमत स्थिरता की परंपरागत भूमिका की कीमत पर नहीं आनी चाहिये। यह और ज्यादा सुसंगत है, विशेषरूप से ईएमई के केन्द्रीय बैंकों के लिये जिनके लिये माना जाता है कि उन्हें विश्वसनीयता का वह स्तर अभी प्राप्त होना बाकी है जो विकसित अर्थव्यवस्थाओं में उनके प्रतिपक्षियों को प्राप्त है। अनेक ईएमई के लिये विनिमय दर स्थिरता एक महत्त्वपूर्ण उद्देश्य है और कीमतों में स्थिरता के बिना विनिमय दर की स्थिरता को बनाये रखा जाना संभव नहीं है। इससे भी

²⁹ बहु संकेतक दृष्टिकोण पर चर्चा के लिये, कृपया देखें: मोहन्ती, दीपक (2010), 'भारत में मौद्रिक नीति ढांचा-बहु संकेतक दृष्टिकोण के साथ अनुभव', *आरबीआई बुलेटिन*, मार्च।

अधिक, वित्तीय बाजारों और संस्थाओं की जटिलताओं में वृद्धि हुई है, जिनकी निगरानी और विनियमन केन्द्रीय बैंक जैसी अकेली इकाई की क्षमता से परे हो सकता है। अतः, वित्तीय स्थिरता को एक संयुक्त जिम्मेदारी बनाना होगा, यद्यपि केन्द्रीय बैंक की भूमिका उसके स्वाभाविक रूप से अंतिम उधारदाता होने के कारण मजबूत रहेगी। लेकिन, वित्तीय स्थिरता की भूमिका को केन्द्रीय बैंक की संविधि में स्पष्ट रूप से शामिल किये जाने की आवश्यकता है ताकि जवाबदेही-का ढांचा स्थापित किया जा सके।

केन्द्रीय बैंक के सामने बहु उद्देश्यों को साधने की चुनौती है और वह भी कीमतों में स्थिरता के लिये जिम्मेदार एकमात्र मौद्रिक प्राधिकारी की विश्वसनीयता खोये बिना। यह केवल तभी संभव हो पायेगा जब विभिन्न हितधारकों द्वारा वित्तीय स्थिरता के लिये क्रियान्वित की जाने वाली नीतियों में समन्वय होगा। तदनुसार, तालमेल प्रक्रिया के लिये एक उपयुक्त डिजाइन का होना आवश्यक है जिससे मौद्रिक नीति और समिष्ट विवेकपूर्ण नीति के बीच

सहक्रियाओं को अपनाया जा सके और वित्तीय स्थिरता के लिये आदेश प्राप्त बहु संस्थाओं के पास उपलब्ध नीतिगत साधनों का और प्रभावी उपयोग किया जा सके।

लेकिन तालमेल प्रक्रिया का डिजाइन विभिन्न देशों में उनकी वित्तीय प्रणालियों के स्वरूप और आकार और उनके अपने ऐतिहासिक अनुभव के आधार पर भिन्न-भिन्न होगा। वास्तव में, तालमेल प्रक्रिया के विशाल संस्थानीकरण की दिशा में प्रयास पहले ही शुरू हो चुके हैं। सबसे प्रमुख उदाहरण है बनाई गई नई इकाईयां, विकसित देशों और ईएमई दोनों में, यथा यूएस में वित्तीय स्थिरता ओवरसाइट परिषद, यूके में वित्तीय नीति समिति (अंतरिम), यूरोपीयन यूनियन के लिये, यूरोपीयन प्रणालीगत जोखिम बोर्ड, फ्रांस में वित्तीय विनियमन और प्रणालीगत जोखिम परिषद, चिली में वित्तीय स्थिरता परिषद, मेक्सिको में वित्तीय प्रणाली की स्थिरता के लिये परिषद और भारत में वित्तीय स्थिरता और विकास परिषद (सारणी 3)। कुछ अन्य देशों में, वित्तीय स्थिरता ढांचे को केन्द्रीय बैंकों में समितियां

सारणी 3: संकट के बाद वित्तीय स्थिरता ढांचा

देश/संस्था	उद्देश्य और कार्य	संरचना
1. बेल्जियम प्रणालीगत जोखिमों और प्रणाली सुसंगत वित्तीय संस्थाएं (सीएस आर एस एफ आई) जुलाई 2010	<ul style="list-style-type: none"> प्रणालीगत वित्तीय संस्थाओं के विवेकपूर्ण पर्यवेक्षण के लिये जिम्मेदार 	<p>अध्यक्ष: केन्द्रीय बैंक के गवर्नर</p> <p>सदस्य:</p> <ul style="list-style-type: none"> केन्द्रीय बैंक का निदेशक मंडल कमीशन बैंकैरे फीनान्सीयरे एट डेस एश्योरेन्सेज की प्रबंधन समिति वित्त मंत्रालय से एक सदस्य बतौर प्रेक्षक
2. चिली वित्तीय स्थिरता परिषद, जुलाई 2011	<ul style="list-style-type: none"> वित्तीय प्रणाली की ईमानदारी और मजबूती पर निगरानी, प्रणालीगत जोखिम के पर्याप्त प्रबंधन को सुनिश्चित करने के लिये आवश्यक सूचनाओं के तालमेल और विनियम प्रक्रियाएं प्रदान करना और कार्य को करने में लगी हुई गंभीर परिस्थितियों का समाधान और आर्थिक क्षेत्र में अधीक्षकों की शक्तियां 	<p>अध्यक्ष : खजाना मंत्री</p> <p>सदस्य :</p> <ul style="list-style-type: none"> प्रतिभूतियों और बीमा का अधीक्षक बैंकों और वित्तीय संस्थाओं का अधीक्षक पेशनों का अधीक्षक (इसके अलावा केन्द्रीय बैंक को मीटिंग में बुलाया जाता है)।
3. ई यू यूरोपीयन प्रणालीगत जोखिम बोर्ड (ईएसआरबी), नवम्बर 2010	<p>ईएसआरबी यूरोपीयन प्रणाली के वित्तीय पर्यवेक्षण (ईएसएफएस) का एक हिस्सा है। यह</p> <ul style="list-style-type: none"> संघ की वित्तीय प्रणाली के पर्यवेक्षण को सुनिश्चित करता है: यूरोपीयन यूनियन के अंतर्गत वित्तीय प्रणाली के समिष्ट विवेकपूर्ण निगरानी के लिये जिम्मेदार है और यूनियन में वित्तीय स्थिरता के प्रणालीगत जोखिमों के निवारण अथवा मिटाने में सहयोग करता है जो वित्तीय प्रणाली के भीतर होने वाली गतिविधियों से पैदा होते हैं। यूरोपीयन संसद और परिषद को वार्षिक रिपोर्ट प्रस्तुत करता है। 	<p>अध्यक्ष : ईसीबी के अध्यक्ष</p> <p>सदस्य :</p> <ul style="list-style-type: none"> ईसीबी के उपाध्यक्ष राष्ट्रीय केन्द्रीय बैंक सदस्यों के गवर्नर यूरोपीयन कमीशन का एक सदस्य यूरोपीयन बैंकिंग प्राधिकरण (ईबीए) का अध्यक्ष यूरोपीयन बीमा और ऑक्जुपेशनल पेन्शन्स प्राधिकरण (ईआईओपीए) का चेअरपर्सन यूरोपीयन प्रतिभूति और बाजार प्राधिकरण (एस्मा) का अध्यक्ष एडवाइजरी सार्वाटिफिक समिति के चेयर और दो वाइस चेयर्स (एएससी) एडवाइजरी टेक्निकल समिति (एटीसी) के चेयर

सारणी 3: संकट के बाद वित्तीय स्थिरता ढांचा (समाप्त)		
देश/संस्था	उद्देश्य और कार्य	संरचना
4. फ्रांस वित्तीय विनियमन और प्रणालीगत जोखिम परिषद (एफआरएसआरसी)	<ul style="list-style-type: none"> सहयोग और सूचना आदान प्रदान को बढ़ावा देना और समष्टि विवेकपूर्ण परिदृश्य में फ्रेंच बाजार/संस्था के विकास का विचार करना। 	<p>अध्यक्ष: वित्त मंत्री</p> <p>सदस्य:</p> <ul style="list-style-type: none"> बैंक दि फ्रांस के गवर्नर वित्तीय बाजार प्राधिकरण के अध्यक्ष लेखांकन मानकों का प्राधिकरण के अध्यक्ष
5. भारत वित्तीय स्थिरता और विकास परिषद (एफएसडीसी)	<ul style="list-style-type: none"> वित्तीय स्थिरता बनाये रखने के लिये प्रक्रिया को मजबूत बनाना और संस्थागत करना और सभी विनियामकों एवं सरकार के बीच तालमेल के लिये संस्थागत ढांचे को मजबूती प्रदान करना 	<p>अध्यक्ष: वित्त मंत्री</p> <p>रिजर्व बैंक गवर्नर की अध्यक्षता में उप-समिति परिषद के सदस्य:</p> <ul style="list-style-type: none"> भारतीय रिजर्व बैंक भारतीय प्रतिभूति और विनियम बोर्ड बीमा विनियामक और विकास प्राधिकरण पेंशन निधि विनियामक और विकास प्राधिकरण वित्त सचिव और/अथवा सचिव, आर्थिक कार्य विभाग सचिव, वित्तीय सेवा विभाग मुख्य आर्थिक सलाहकार
6. मेक्सिको वित्तीय प्रणाली की स्थिरता के लिये परिषद (सीईएसएफ), 2010	<ul style="list-style-type: none"> जोखिमों का विश्लेषण और उन अवसरों की पहचान करना जो वित्तीय प्रणाली कार्यों में बाधा डाल सकते हैं, और इस प्रकार अर्थव्यवस्था पर उसके प्रभाव को कम करना। 	<p>अध्यक्ष: सचिव, वित्त और सार्वजनिक ऋण सचिवालय</p> <p>सदस्य:</p> <ul style="list-style-type: none"> अवर सचिव, वित्त और सार्वजनिक ऋण सचिवालय अध्यक्ष, राष्ट्रीय बैंकिंग और प्रतिभूति आयोग अध्यक्ष, राष्ट्रीय बीमा और जामिन आयोग अध्यक्ष, पेंशन प्रणाली हेतु राष्ट्रीय आयोग कार्यपालक सचिव, बैंकिंग बचत संरक्षण संस्था गवर्नर, केन्द्रीय बैंक दो उप गवर्नर, केन्द्रीय बैंक
7. यूएस वित्तीय स्थिरता निगरानी परिषद (एफएसओसी), अक्टूबर 2010	<ul style="list-style-type: none"> यूएस वित्तीय प्रणाली के लिये जोखिमों की पहचान करना और उन्हें कम करना वार्षिक रिपोर्ट प्रकाशित करना जिसमें निम्न बातें शामिल होंगी: परिषद की गतिविधियां महत्वपूर्ण वित्तीय बाजार और विनियमन गतिविधियां यूएस की वित्तीय स्थिरता पर उभरते हुए छद्म खतरे 	<p>अध्यक्ष: खजाना सचिव,</p> <p>सदस्य अधिकरण:</p> <ul style="list-style-type: none"> फेडरल रिजर्व सिस्टम का बोर्ड ऑफ गवर्नर्स कमोडिटी फ्यूचर्स ट्रेडिंग कमीशन फेडरल डिपोजिट इन्श्योरेंस कापॉरेशन फेडरल हाउसिंग फायनान्स एजेन्सी नैशनल क्रेडिट यूनियन एडमिनिस्ट्रेशन बोर्ड ऑफिस ऑफ दि कम्प्ट्रोलर ऑफ दि करेंसी प्रतिभूति और विनियम आयोग खजाना विभाग उपभोक्ता वित्तीय संरक्षण ब्यूरो
8. यूके अंतरिम वित्तीय नीति समिति (एफपीसी), फरवरी 2011	<ul style="list-style-type: none"> वित्तीय सेवा बिल (जनवरी 2012) के अनुसार, एक वित्तीय नीति आयोग (एफपीसी) को प्रणालीगत जोखिमों की पहचान करने, निगरानी करने और उन्हें दूर करने अथवा कम करने के लिये कार्यवाई करने हेतु प्राधिकृत किया जायेगा जिससे यूके वित्तीय प्रणाली की मजबूती की सुरक्षा की जा सके और उसमें इजाफा किया जा सके। बैंक ऑफ इंग्लैंड की छमाही वित्तीय स्थिरता रिपोर्ट के लिये जिम्मेदार 	<p>अंतरिम एफपीसी की संरचना</p> <p>अध्यक्ष: बैंक ऑफ इंग्लैंड (बीओई) के गवर्नर</p> <p>सदस्य:</p> <ul style="list-style-type: none"> वित्तीय स्थिरता के लिये बीओई के उप गवर्नर मौद्रिक नीति के लिये बीओई के उप गवर्नर वित्तीय सेवा प्राधिकरण के मुख्य कार्यकारी वित्तीय सेवा प्राधिकरण के अध्यक्ष वित्तीय स्थिरता के लिये बीओई के कार्यपालक निदेशक बाजारों के लिये बीओई के कार्यपालक निदेशक बाहरी सदस्य: चार वोट न करने वाले सदस्य: वित्तीय संचालन प्राधिकरण और खजाना प्रतिनिधि में से प्रत्येक एक सदस्य

स्रोत: प्रत्येक केन्द्रीय बैंक की वेबसाइट से संकलित।

स्थापित करके मजबूती प्रदान की गई है ताकि प्रणालीगत जोखिम को मापा जा सके (उदाहरण - ब्राजील में 2011 में)।

नई संस्थागत संरचना के अंतर्गत, जैसा कि सारणी 3 में दर्शाया गया है, यद्यपि वित्तीय स्थिरता की पहचान सांज्ञा जिम्मेदारी के रूप में कर ली गई है, अधिकांश देशों में केन्द्रीय बैंकों को अग्रणी भूमिका सौंपी गई है। भले ही बनाई गई नई इकाईयों के विवरणों में भिन्नता हो, परंतु जोर एक समान बात पर है, अर्थात् प्रणालीगत जोखिमों को नापने और उचित प्रतिसाद की रूपरेखा बनाने के लिए बेहतर तालमेल हो। इसके अलावा, कई अर्थव्यवस्थाओं में बढ़ती हुई सार्वभौम जोखिम चिंताओं से, विशेष रूप से विकसित अर्थव्यवस्थाओं में, बेहतर नीतिगत प्रतिसाद की अपेक्षा है क्योंकि वित्तीय स्थिरता के लिये राजकोषीय प्राधिकरण भी नये संस्थागत ढांचों का हिस्सा है। लेकिन, वित्तीय स्थिरता के लिये अधिक सामूहिक रुख के अंतर्गत भी, नीतिगत तालमेल आसान नहीं होगा, विशेष रूप से जब समय-असंगति की समस्या है और प्राधिकरणों के वस्तुनिष्ठ कार्य हमेशा एक जैसे नहीं रहेंगे (प्राएट, 2011)³⁰। इस जोखिम के विरुद्ध भी सतर्कता आवश्यक है कि सक्रिय सरकारी संलग्नता से राजकोषीय प्रभुत्व वापस न आ जाए और विनियामकों और केन्द्रीय बैंक की स्वायत्तता पर प्रतिकूल प्रभाव न पड़े।

(iii) केन्द्रीय बैंक संप्रेषण

बाजार द्वारा निर्धारित प्रणाली में, केन्द्रीय बैंकों ने मौद्रिक नीति प्रेषण को बढ़ाने और अपने निर्णयों के प्रति जनता में जवाबदेही स्थापित करने के लिये पारदर्शिता और संप्रेषण पर अधिक भरोसा किया है। अब तक का अनुभव बतलाता है कि मौद्रिक नीति मुद्दों पर संप्रेषण पूर्ण गोपनीयता से रचनात्मक संदिग्धता और इससे आगे पारदर्शिता की ओर बढ़ा है। उदाहरणार्थ, फेड और ईसीबी ने हाल के वर्षों में अपने आधिकारिक वक्तव्यों में बारबार भविष्य के ब्याज-दर संबंधी निर्णयों के सीधे संकेत दिये हैं। रिजर्व बैंक में हमने भी सितम्बर 2010 से भविष्य के लिये मार्गदर्शन देना शुरू कर दिया है। लेकिन, अनेक चुनौतियां हैं।

किसी एक उद्देश्य पर स्पष्ट संप्रेषण आसान नहीं है। आगे बढ़ने पर, केन्द्रीय बैंक ज्यों-ज्यों अपने अधिदेशों को विस्तृत करेंगे

³⁰ प्राएट, पीटर (2011), 'केन्द्रीय बैंकों की वित्तीय स्थिरता नीतियों में (बदलती) भूमिका', 14 वें वार्षिक आंतरिक बैंकिंग सम्मेलन में दिया गया भाषण, जो फेडरल रिजर्व बैंक ऑफ शिकागो और यूरोपियन केन्द्रीय बैंक द्वारा आयोजित किया गया, शिकागो, नवम्बर 10।

और संस्थागत डिजाइन जटिल होते जायेंगे, वैसे-वैसे संप्रेषण की चुनौतियां भी जटिल होंगी। उदाहरण के लिये, यदि किसी केन्द्रीय बैंक को स्फीति के ऊँचा होने के बावजूद वित्तीय स्थिरता की चिंताओं पर मौद्रिक नीति को सुगम बनाना है तो वह स्फीति अपेक्षाओं से मुक्त होने का जोखिम उठाता है जिसके परिणामस्वरूप वित्तीय स्थिरता जटिल हो जाती है।

हाल के संकट के दौरान, केन्द्रीय बैंकों को कई मौकों पर संप्रेषण चुनौतियों का सामना करना पड़ा। उदाहरण के लिये, यूएस फेड को मात्रात्मक सुगमता और उसके गैर परंपरागत उपायों की निकास नीति के संबंध में संप्रेषण चुनौती का सामना करना पड़ा। हमें रिजर्व बैंक में जनवरी और मार्च 2012 में बैंकों के लिये नकदी आरक्षित अनुपात (सीआरआर) घटाने पर चलनिधि चिंताओं पर जब स्फीति हमारे सहनीय स्तर से ऊपर थी, संप्रेषण चुनौती का सामना करना पड़ा। जहाँ कुछ लोगों ने इसकी कठोर मौद्रिक नीति रुख की समय से पहले वापसी के रूप में विवेचना की, अन्यो ने इसे शुद्ध चलनिधि कार्रवाई के रूप में देखा जो हमारे मौद्रिक रुख से असंगत नहीं थी।

यदि नीतिगत उपायों को सही मार्गदर्शित न किया जाये और यथावांछित उन्हें समझा न जाय तो उनसे सही संकेत नहीं भेजे जा सकेंगे और अंततः वित्तीय बाजार इकाइयों के लिये समस्या उत्पन्न होगी। केन्द्रीय बैंकों द्वारा मार्गदर्शन, ज्यादा से ज्यादा, सशर्त हो सकता है जिसका कारण तुरंत उपलब्ध सूचना समूह का अनन्तम स्वरूप, समष्टि मॉडलों की सीमाएं, अधूरा ज्ञान, अर्थव्यवस्था के उद्भव के बारे में अनिश्चितताएं और आवधिक गैर-पूर्वानुमानित आघात हो सकते हैं। इस प्रकार, संप्रेषण में पारदर्शिता दुधारी तलवार है जो अनेक बार अवांछित परिणाम पैदा कर देती है। जैसे-जैसे केन्द्रीय बैंक अपने उद्देश्यों को व्यापक बनायेंगे, वैसे-वैसे उन्हें अपनी संप्रेषण कुशलताओं को भी तीक्ष्ण बनाना होगा।

निष्कर्ष

सारांश : वित्तीय स्थिरता ने केन्द्रीय बैंक के एक उद्देश्य के रूप में एक पूरा चक्कर लगा लिया है जब यह प्रमुख विशेष उद्देश्य हुआ करता था, से आभासी उपेक्षा से हाल में वैश्विक वित्तीय संकट से सबक सीखते हुए एक महत्वपूर्ण उद्देश्य के रूप में पुनर्स्थापित होना। लेकिन, वित्तीय बाजार और संस्थाओं की वृद्धि इतनी जटिल हो गई है कि किसी एक इकाई के लिए वित्तीय स्थिरता प्रदान करवाना कठिन हो गया है। अतः, वित्तीय स्थिरता को सांज्ञा जिम्मेदारी बनना

होगा जिसमें केन्द्रीय बैंकों की भूमिका प्रमुख होगी। इससे मौद्रिक नीति ढांचे, नीतिगत तालमेल के लिये संस्थागत डिजाइन और प्रभावी संप्रेषण पर नये सिरे से दृष्टिपात आवश्यक हो जाता है। इससे अधिक, वित्तीय स्थिरता उद्देश्य की स्पष्ट पहचान, विशेष रूप से केन्द्रीय विधि की संविधि में, एक आवश्यकता है ताकि एक जवाबदेही ढांचा स्थापित किया जा सके। एक ओर जहां यह बहुत

स्पष्ट नहीं है कि कीमतों में स्थिरता वित्तीय स्थिरता सुनिश्चित करेगी, वहीं यह स्पष्ट है कि कीमतों में अस्थिरता वित्तीय स्थिरता को संकट में डाल सकती है। अतः वित्तीय स्थिरता के उद्देश्य को कीमतों में स्थिरता के उद्देश्य पर वर्चस्व नहीं दिया जा सकता अथवा नहीं दिया जाना चाहिये और कीमतों में स्थिरता मौद्रिक नीति का प्रमुख उद्देश्य बना रहना चाहिये।