

उद्घाटन भाषण *

दुव्वुरि सुब्बाराव

केंद्रीय बैंक और केंद्रीय बैंकर वैश्विक आर्थिक संकट के केंद्र बिंदु रहे हैं। हमें हमारी नीतियों और कार्रवाइयों के लिए दोषी ठहराया गया जिन्होंने विश्व को संकट में डाल दिया: विश्व को संकट से उबारने में अग्रणी भूमिका के लिए हमारी प्रशंसा भी की जा रही है। मैं मानता हूँ कि यह निष्पक्ष आलोचना है - केंद्रीय बैंक समस्या के एक भाग रहे हैं और समाधान के एक भाग रहे हैं।

2. जैसे ही हम इस संकट से उबरेंगे, केंद्रीय बैंक को कई कार्य तय करने होंगे: इस संकट से सबक लेना होगा, उन्हें ठोस सुधारात्मक उपायों में बदलना होगा और उन्हें दृढ़तापूर्वक लागू करना होगा। मैं मानता हूँ कि केंद्रीय बैंक क्या करता है और इसे कैसे करता है, के परिप्रेक्ष्य में इसमें महत्वपूर्ण तरीकों से बदलाव होगा। यह इस पृष्ठभूमि में है कि भारतीय रिजर्व बैंक ने अपने प्लैटिनम् जुबली समारोह के अवसर पर इस संकट के मद्देनजर केंद्रीय बैंकों के लिए चुनौतियों पर यह सम्मेलन आयोजित करना उपयुक्त समझा। मुझे हमारे सभी आमंत्रितों - केंद्रीय बैंकों के सहकर्मी गवर्नरों, अग्रणी अंतरराष्ट्रीय एवं घरेलू नीति निर्माताओं तथा विशेषज्ञों को रिजर्व बैंक द्वारा आयोजित इस पहले अंतरराष्ट्रीय सम्मेलन में स्वागत करने में अपार खुशी हो रही है। मैं विशेष रूप से प्रसिद्ध अर्थशास्त्री और नोबेल विजेता प्रो. माइकल स्पेंस के प्रति आभार प्रकट करता हूँ जो कुछ ही देर में अपना महत्वपूर्ण उद्बोधन देंगे।

3. मुझे यह तय करने में काफी मुश्किल हुई कि मुझे इस उद्घाटन भाषण में क्या कहना चाहिए। आप सब अपने साथ जो व्यापक अनुभव इस फोरम में लाए हैं, इसे देखते हुए अगले दो दिनों के विचार-विमर्श के लिए कोई कार्यसूची निर्धारित करना मेरे लिए पूर्व आकलन करना होगा। मैं कुछ कम महत्वकांक्षी तरीके का प्रयास करूंगा - इसकी शुरुआत करते हुए मैं इस संकट के मद्देनजर केंद्रीय बैंकों के समक्ष कुछ प्रमुख - चुनौतियों

* मुंबई में 12 फरवरी 2010 को 'वित्तीय संकट के संदर्भ में केंद्रीय बैंकों की चुनौतियां' विषय पर आयोजित पहले अंतरराष्ट्रीय अनुसंधान सम्मेलन में भारतीय रिजर्व बैंक के गवर्नर डॉ. दुव्वुरि सुब्बाराव का उद्घाटन भाषण।

का उल्लेख करूंगा। विशेष रूप से, मैं पांच चुनौतियों का उल्लेख करूंगा। जैसा कि आप देखेंगे कि मेरा प्रयास मुद्दों पर व्यापक रूप से तर्क-वितर्क करने के बजाय उन्हें इंगित भर करना होगा।

पहली चुनौती : वैश्वीकरण के वातावरण में मौद्रिक नीति प्रबंधन

4. इस संकट ने पहले ही स्पष्ट रूप से वैश्वीकृत संसार में समष्टिगत आर्थिक प्रबंधन की चुनौतियां प्रदर्शित की हैं। यद्यपि सरकारों और केंद्रीय बैंकों ने नीति बल के असामान्य प्रदर्शन के साथ कार्रवाई भी की, उन्होंने पाया कि वित्तीय प्रणाली के एक-दूसरे से जुड़े होने और घरेलू नीति कार्रवाइयों पर सकारात्मक एवं नकारात्मक सीमा-पार बाह्य प्रभावों के कारण वे परिस्थिति को नियंत्रित करने से समर्थ नहीं हो पाए। सबसे महत्वपूर्ण रूप से उन्होंने पाया कि भावनाएं और आत्म-विश्वास पूरे विश्व के देशों से जुड़े हुए हैं। जब इस संकट का इतिहास लिखा जाएगा, तब अप्रैल 2009 में लंदन जी-20 शिखर को एक महत्वपूर्ण घटना के रूप में चिह्नित किया जाएगा जो यह बताएगा कि वैश्वीकरण के युग में कोई वित्तीय संकट वैश्विक सहयोग और वैश्विक अनुक्रिया के बिना संभाला नहीं जा सकता।

5. भविष्य में लाभ के लिए, प्रश्न यह है कि इस घटना के बाद केंद्रीय बैंक किस प्रकार वैश्वीकरण की चुनौतियों से अपनी समष्टिगत आर्थिक नीतियों का प्रबंधन करेंगे। अनुभव बताते हैं कि बाह्य गतिविधियां घरेलू समष्टि परिवर्तनशील कारकों से जटिल, अनिश्चित और मनमाने तरीके से अंतर्क्रिया करती हैं और केंद्रीय बैंक को इन अंतर्क्रियाओं को समझने के लिए अपनी समझ तेज करने की आवश्यकता है। कुछ ऐसे चैनल जिनके जरिए सीमा-पार संप्रेषण होता है सर्वथा विदित हैं वे हैं - पण्य मूल्य उतार-चढ़ाव सहित वैश्विक मूल्य, व्यापार चक्र का

संकलन, पूंजीगत प्रवाह, आस्ति मूल्य में तेज-सह-उतार-चढ़ाव जो देश के वित्तीय एकीकरण के दर्जे से आवश्यक रूप से संबद्ध नहीं है, प्रमुख अंतरराष्ट्रीय मुद्राओं की विनिमय दर और प्रमुख केंद्रीय बैंकों की ब्याज दर नीतियां। उदाहरण के लिए, हम जानते हैं कि विनियामक प्रशासन में अंतर से विवाचन आधारित कार्रवाई शुरू हो सकती है और यह घरेलू नीतियों की क्षमता को कम कर सकती है।

6. क्या वैश्वीकरण से आई चुनौतियां सभी केंद्रीय बैंकों के लिए समान हैं? निश्चित रूप से, अर्थव्यवस्था जितनी मुक्त होगी, घरेलू नीतियों पर वैश्वीकरण का प्रभाव उतना ही अधिक होगा। इससे अलावा, यह अटकल लगाना तार्किक प्रतीत होता है कि किसी केंद्रीय बैंक का अधिदेश जितना व्यापक होगा, इसकी नीतियों पर वैश्वीकरण का प्रभाव उतना ही अधिक होगा। एक विचार है कि वैश्वीकरण के दौर में भी मुक्त अर्थव्यवस्था मध्यम और दीर्घावधि मुद्रास्फीतिकारी प्रवृत्तियों पर मजबूत नियंत्रण रख सकती है। यह चर्चा योग्य विषय है और यह केवल उस मामले में सच हो सकता है जब यह विशुद्ध मुद्रास्फीति को लक्ष्य करने वाले केंद्रीय बैंकों का हो। विस्तृत मेनेडेट वाले केंद्रीय बैंक आवश्यक रूप से अपने घरेलू नीति अनुमानों में बाह्य गतिविधियों को शामिल करें।

7. अब मैं पूंजीगत प्रवाह के प्रबंधन के मुद्दे के साथ वैश्वीकरण की चुनौती की व्याख्या करूंगा। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) में संकट के दौरान वैश्विक डिलीवरेजिंग के कारण पूंजी बहिर्वाहों में 'अचानक रुकावट' देखी गई। अब यह प्रवृत्ति एक बार फिर उलट गई है और कई उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में निवल अंतर्प्रवाह जो वैश्विक प्रणाली में चलनिधि की अधिकता का परिणाम है, उन्नत देशों में 'विस्तारित अवधि' के लिए कम ब्याज दर व्यवस्था का आश्वासन

और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में वृद्धि का वायदा दिख रहा है।

8. पूंजीगत अंतर्प्रवाह के बारे में एक ऐसा पहलू, जिसके बारे में कम जानकारी है और जिसे सभवतः पूंजी प्रवाह का नियम कहा जाएगा, यह है कि वे उस निर्धारित समय या उतनी मात्रा में नहीं आते हैं जितना आप चाहते हैं। इन प्रवाहों के प्रबंधन से, विशेषकर तब जब वे अस्थिर हों अर्ध-मुक्त उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के केंद्रीय बैंक की नीतियों की प्रभावकारिता का परीक्षण होने जा रहा है। यदि केंद्रीय बैंक विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप नहीं करता, तब उसे आधारभूत ढांचे से असंबद्ध मुद्रा मूल्यवृद्धि की कीमत को वहन करना पड़ता है। यदि वे मुद्रा मूल्य वृद्धि रोकने के लिए विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप करते हैं, तब उन्हें अतिरिक्त प्रणालीगत चलनिधि और संभावित मुद्रास्फीति दबाव से जूझना होता है। यदि वे परिणामी चलनिधि के प्रभाव को निष्प्रभावी करते हैं, तो इससे ब्याज दरें बढ़ने का जोखिम होगा और जिससे वृद्धि संभावनाओं को नुकसान होगा। पूंजी प्रवाह संभावित रूप से वित्तीय स्थिरता को कमजोर कर सकते हैं। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएं किस प्रकार असंभव त्रयी अर्थात् - एक मुक्त पूंजी खाता होने की असंभावना, एक स्थिर विनिमय दर और स्वतंत्र मौद्रिक नीति का प्रबंधन करती हैं, इसका प्रभाव उनकी वृद्धि संभावनाओं, मूल्य-स्थिरता और वित्तीय स्थिरता पर होता है।

9. वैश्विकरण अब कोई नई बात नहीं है : इसके जोखिम और फायदे भी अब नए नहीं हैं। नया क्या है और इस संकट ने क्या उजागर किया है वह यह है कि वैश्विकरण की ताकत किस तीव्रता से प्रभाव डाल सकती है और चैनलों की विभिन्नता जो सीमा-पार अंतरित हो सकती है। केंद्रीय बैंकों के लिए यह चुनौती है कि वे वैश्विक कारकों और घरेलू परिवर्तनशील कारकों के अंतर्संबंध

को बेहतर ढंग से समझें और अपने नीति अनुमानों में शामिल करें।

दूसरी चुनौती : केंद्रीय बैंक के मेनडेट को पुनर्परिभाषित करना

10. अब मैं दूसरे मुद्दे की ओर मुड़ता हूँ जो केंद्रीय बैंक के मेनडेट को पुनर्परिभाषित करने की चुनौती है। इस संकट ने केंद्रीय बैंकों की भूमिका और उनकी जवाबदेही पर बड़ी और विस्तृत चर्चा शुरू कर दर है। मैं व्यापक रूप से एक दूसरे से संबंधित तीन मुख्य मुद्दों का उल्लेख करना चाहूंगा :

- क्या केंद्रीय बैंकों को विशुद्ध मुद्रास्फीति को लक्ष्य करते रहना चाहिए?
 - आस्ति मूल्यों में अप्रत्याशित तेजी को रोकने में केंद्रीय बैंक की क्या भूमिका होती है?
 - क्या केंद्रीय बैंक को बैंकों का विनियमन और पर्यवेक्षण भी करना चाहिए?
11. मैं एक-एक कर इन सभी पर चर्चा करूंगा।

(i) क्या केंद्रीय बैंक को विशुद्ध मुद्रास्फीति को लक्ष्य करते रहना चाहिए?

12. पहला प्रश्न है; क्या केंद्रीय बैंक मुद्रास्फीति को लक्ष्य करते रहे। इस संकट के पूर्व के वर्षों में मुद्रास्फीति को लक्ष्य करने दर बौद्धिक सहमति बनती देखी गई। 1980 के दशक में न्यूजीलैंड के साथ कई केंद्रीय बैंकों और वर्तमान में लगभग 20 केंद्रीय बैंकों ने विशेष रूप से केवल मुद्रास्फीति को स्थिर करने की मौद्रिक नीति प्रतिपादित की। यहां तक कि वे केंद्रीय बैंक जिन्होंने स्पष्ट रूप से मुद्रास्फीति को लक्ष्य नहीं किया, उनकी नीति भी मूल्यस्थिरता से यदि प्रभावित नहीं होती तो कम से कम इससे निर्देशित होती है। यह दृष्टिकोण सफल

प्रतीत हुआ। स्थिर वृद्धि और कम बेरोजगारी के साथ मूल्य स्थिरता लंबी अवधि तक रही। संकट के पहले के संसार में केंद्रीय बैंक प्रसन्न थे। उन्होंने पवित्र मृगतृष्णा खोज ली थी।

13. संकट के दौरान ग्रेट मॉडेरेशन ने मुद्रास्फीति को लक्ष्य करने के न्यूनतम फार्मूले पर सहमति को समाप्त नहीं किया है इसके प्रभाव को कम अवश्य किया है। इस संकट से पहले मुख्यधारा का दृष्टिकोण था कि मूल्य स्थिरता और वित्तीय स्थिरता एक दूसरे को मजबूत करते हैं। इस संकट ने इसे गलत साबित किया है। हमने देखा है कि मूल्य स्थिरता आवश्यक रूप से वित्तीय स्थिरता सुनिश्चित नहीं करती है। वास्तव में एक मजबूत धारणा यह है कि मूल्य स्थिरता और वित्तीय स्थिरता का आपसी संबंध आमने-सामने होता है और यदि कोई केंद्रीय बैंक मूल्य स्थिरता के साथ जितना अधिक सफल रहता है, उसकी वित्तीय स्थिरता को उतना ही अधिक खतरा होने की संभावना होती है।

14. कुल मिलाकर, इस संकट ने 'नवीन वातावरण परिकल्पना' को नई प्रेरणा दी है कि विशुद्ध मुद्रास्फीति को लक्ष्य करना उचित नहीं है और केंद्रीय बैंक को मात्र मूल्य स्थिरता से आगे जाना चाहिए। इस लिए अब मैं उसकी की चर्चा करूंगा जहां तक मेनडेट होना चाहिए।

(ii) आस्ति मूल्यों में अप्रत्याशित तेजी को रोकने में केंद्रीय बैंक की क्या भूमिका है?

15. इस संकट के परिप्रेक्ष्य में आस्ति मूल्य में अप्रत्याशित तेजी रोकने में केंद्रीय बैंक की भूमिका एक बड़ा मुद्दा है। आस्ति मूल्य मुद्रास्फीति की गंभीर उदासीनता से संबद्ध मौद्रिक रुझान प्रसिद्ध ग्रीनस्पैन विचारधारा से निकला है जिसे निम्न प्रकार संक्षेप में व्यक्त किया जा सकता है। पहला, आस्ति मूल्य में अप्रत्याशित तेजी को वास्तविक समय आधार पर पहचानना मुश्किल

है और आस्ति मूल्य को प्रेरित करने वाले आधारभूत कारक सीधे दृष्टिगोचर नहीं होते हैं। इस लिए केंद्रीय बैंक को बाजार अनुमान का समर्थन नहीं करना चाहिए। दूसरा, मौद्रिक नीति एक ऐसा अप्रभावी साधन है जो आस्ति मूल्य तेजी को निष्प्रभावी नहीं कर सकता। और तीसरा, केंद्रीय बैंक इस अप्रत्याशित तेजी के बाद 'अव्यवस्था को क्लीन' कर सकता है। इसलिए यह अनुमान लगाया गया कि 'स्थिति का सामना करते हुए' अधिक क्रियाशील मौद्रिक नीति के रुझान के कीमत-लाभ की रणनीति स्पष्ट रूप से नकारात्मक थी। दूसरे शब्दों में, इस प्रहार को दूर करने का कार्य केंद्रीय बैंक का नहीं है चाहे पक्ष कितना ही उग्र क्यों न हो रहा हो।

16. इस संकट ने ग्रीनस्पैन अर्थोडोक्सी विचारधारा की विश्वसनीयता पर प्रश्नचिह्न लगा दिया है। संकट के पश्चात् यह दृष्टिकोण उभरकर आया है कि आस्ति-मूल्य में तेजी को रोकना केंद्रीय बैंक के निर्णय क्षेत्र में होना चाहिए। हालांकि, यहां पर भिन्न-भिन्न विचार हैं कि क्या केंद्रीय बैंक को मौद्रिक नीति कार्रवाई या विनियामक कार्रवाई के जरिए आस्ति में तेजी को रोकना चाहिए। एक ओर, यह शुद्धतावादी दृष्टिकोण है कि मौद्रिक कड़ाई से लेकर आनुमानिक तेजी को रोकना संदेहपूर्ण है। इसके विपरीत दूसरा तर्क यह कि आनुमानिक तेजी के लिए प्रचुर चलनिधि का होना एक आवश्यक दशा है और 'अतार्किक उत्साह' से बचने के लिए चलनिधि नियंत्रित करना पहला कदम होना चाहिए।

17. कुछ अर्थशास्त्री इस पर और सूक्ष्म दृष्टिकोण रखते हैं और उनका तर्क इस प्रकार है। यह महत्वपूर्ण है कि बैंक द्वारा दिए गए उधार से हुई आनुमानिक तेजी और इससे इतर तेजी जैसे सूचना-प्रौद्योगिकी तेजी में अंतर किया जाए। केंद्रीय बैंक की भूमिका 'केंद्रित बैंक' तेजी को रोकने में है, लेकिन इसे रोकने का साधन मौद्रिक नीति नहीं बल्कि विनियामक हस्तक्षेप है।

18. इस चर्चा का निष्कर्ष चाहे जो भी हो, यह इस चर्चा से परे है कि आस्ति तेजी मांग को रोकने के लिए केंद्रीय बैंक का प्रयास केवल विश्लेषणात्मक क्षमता नहीं बल्कि जोखिम की प्रवृत्ति के अनुसार परिपक्व निर्णय है।

(iii) क्या केंद्रीय बैंक को बैंक विनियमन और पर्यवेक्षण करते रहना चाहिए?

19. केंद्रीय बैंक के मेनडेट के संबंध में तीसरा मुद्दा जिसे मैं बताना चाहूंगा वह यह है कि क्या केंद्रीय बैंक को बैंक विनियमन और पर्यवेक्षण भी करते रहना चाहिए।

20. यह एक और मुद्दा है जिस पर इस संकट ने विशद चर्चा छेड़ दी है। ऐसे कई विनियामक मॉडल मौजूद हैं जहां केंद्रीय बैंक केवल मौद्रिक प्राधिकारी हैं और बैंक विनियमन तथा पर्यवेक्षण की शक्तियां किसी अन्य एजेंसी को दी गई हैं। संकट के बाद यह दृष्टिकोण उभरकर आया है कि यह संकट, कम से कम कुछ अंश तक, अलग-अलग निकायों के बीच ताल-मेल और संपर्क के अभाव की वजह से हुआ और यह इष्टतम है कि वित्तीय स्थिरता के हित में बैंकों के विनियमन और पर्यवेक्षण की जिम्मेदारी भी केंद्रीय बैंक को सौंपी जाए।

21. यह मामला मुख्यता दो तर्कों पर आधारित है। पहला तर्क यह है कि विनियामक ढांचा चाहे कैसा भी हो, इस तथ्य पर कोई विवाद नहीं है कि केंद्रीय बैंक को वित्तीय प्रणाली के लिए अंतिम उधारदाता (एलओएलआर) की भूमिका में बने रहना चाहिए। केंद्रीय बैंक एलओएलआर की अपनी भूमिका और सक्षम रूप से निभा सकता है यदि इसके अधिकारों को वित्तीय संस्थाओं की महज निगरानी से निवारक कार्रवाई करने तक और अधिक बढ़ा दिए जाए। यह तभी संभव है यदि बैंक पर्यवेक्षण की जवाबदेही भी केंद्रीय बैंक के पास हो।

22. दूसरा और व्यापक तर्क यह है कि मौद्रिक नीति, जो समष्टिगत-विवेकपूर्ण है और बैंक पर्यवेक्षण जो

सूक्ष्म-विवेकपूर्ण है, के बीच एक प्राकृतिक तालमेल होता है। व्यक्तिगत संस्थाओं के पर्यवेक्षण से मिलने वाली सूक्ष्म स्तर की सूचना समष्टिगत परिप्रेक्ष्य तैयार करने में महत्वपूर्ण स्रोत हो सकती है। इसके विपरीत, रुझानों की एक व्यापक समष्टि दर्जे की समझ सूक्ष्म संस्थागत स्तर पर विवेकपूर्ण सुरक्षा उपाय स्थापित करने में प्रभावी हो सकती है।

23. मैं यह मानता हूँ कि इसके विपरीत केंद्रीय बैंक से बैंक विनियमन और पर्यवेक्षण को अलग रखने के समर्थन में मजबूत तर्क हैं। अब तक सबसे प्रबोधक तर्क नैतिक खतरे के परिप्रेक्ष्य से निकला है। एक जोखिम यह है कि केंद्रीय बैंक किसी कमजोर बैंक को असफल होने देने के बजाय उसके प्रति विनियामक प्रवृत्ति रखे क्योंकि किसी असफल बैंक से अस्थिरता आ सकती है। यह कार्रवाई और संभावित हो जाती है यदि समग्र समष्टिगत आर्थिक स्थिति कमजोर हो। किसी चरम स्थिति में यह संभव है कि कमजोर बैंक को बचाने की चिंताएं केंद्रीय बैंक के मौद्रिक रख पर हावी हों क्योंकि केंद्रीय बैंक 'असफल बैंक' को अपनी प्रतिष्ठा में एक धब्बे के रूप में देखता है।

24. यह मुद्दा कि क्या केंद्रीय बैंक को भी बैंकों का विनियमन और पर्यवेक्षण करना चाहिए मॉडरेशन पर रोष की दृष्टि से देखा जाता है। प्रत्यक्ष रूप में, ऐसा कोई तर्क नहीं है जो सभी जवाबों के लिए उपयुक्त हो क्योंकि चारों ओर विनियामक मॉडल के कई रूप मौजूद हैं। स्पष्ट रूप में, प्रत्येक देश और केंद्रीय बैंक को इस मुद्दे से अपनी विशिष्ट परिस्थितियों के संदर्भ में जूझना और सुलझाना चाहिए।

तीसरी चुनौती : वित्तीय स्थिरता के प्रति केंद्रीय बैंक की जवाबदेही

25. अब मैं तीसरी चुनौती की चर्चा करता हूँ कि वित्तीय स्थिरता के प्रति केंद्रीय बैंक की क्या जवाबदेही होनी

चाहिए। हालांकि यह प्रश्न केंद्रीय बैंक के मेनडेट से संबंधित है जिस पर मैंने ऊपर चर्चा की है मैंने वित्तीय स्थिरता पर एक अलग और विशिष्ट चुनौती के रूप में चर्चा करने का निर्णय लिया है क्योंकि संकट पश्चात् वित्तीय स्थिरता की अनदेखी करना मुश्किल हो गया है।

26. जबकि इस पर व्यापक सहमति है कि वित्तीय स्थिरता न तो स्वचालित है और न ही अवश्यभावी, इस पर कम सहमति है कि इसे स्पष्ट रूप से केंद्रीय बैंक के मेनडेट में शामिल किया जाना चाहिए। एक तर्क यह है कि इसे स्पष्ट रूप से शामिल करना निरर्थक होगा क्योंकि मुद्रास्फीति, आउटपुट और रोजगार से संबंधित केंद्रीय बैंक के परंपरागत उद्देश्यों को प्राप्त करने के लिए वित्तीय स्थिरता, यद्यपि पर्याप्त नहीं, लेकिन एक आवश्यक स्थिति है। दूसरी ओर, संकट पश्चात यह दृष्टिकोण उभर कर आया है कि जब तक केंद्रीय बैंक के मेनडेट में वित्तीय स्थिरता को स्पष्ट रूप से शामिल नहीं किया जाता इसे भुला दिए जाने की संभावना है।

27. लेकिन कोई वित्तीय स्थिरता को स्पष्ट और व्यापक तथा मापन योग्य के रूप में कैसे परिभाषित करेगा? यह दुःसाध्य साबित हो रहा है। खैर, यह जैसा है इसे वैसा ही रहने दें, अब हम जानते हैं कि वित्तीय स्थिरता की दो विशेषताएं हैं: (i) समिष्टगत परिवर्तियों जैसे ब्याज दर और विनिमय दर जिसका वास्तविक अर्थव्यवस्था पर प्रत्यक्ष प्रभाव पड़ता है, की अत्यधिक अस्थिरता, और (ii) प्रणालीगत स्थिरता के खतरे में पड़ने की सीमा तक वित्तीय संस्थाओं और बाजार में अतरलता का खतरा।

28. वित्तीय स्थिरता बनाए रखने के लिए केंद्रीय बैंक के पास एक स्पष्ट साधन उपलब्ध है और वह है अंतिम उधारदाता या एलओएलआर कार्यपद्धति। पिछले कुछ वर्षों से हम विश्वास करने लगे हैं कि अतरलता के खतरे से लड़ने के लिए एलओएलआर एक समुचित मजबूत

साधन है। यह उल्लेखनीय है कि यह संकट पिछले वित्तीय संकटों से इस रूप में भिन्न है कि यह बैंकों के तुलनपत्र के आस्ति पक्ष से निकला है जबकि पिछले सभी संकट देयता पक्ष से थे। इस प्रकार यह संकट ने दर्शाया है कि आस्ति पक्ष के कारण 'बैंक रन' की स्थिति में एलओएलआर साधन अपना सामर्थ्य खो देता है।

29. मैं इसे स्पष्ट करता हूँ संकट के दौरान केंद्रीय बैंक ने एलओएलआर माध्यम से प्रणाली को चलायमान रखने के लिए अत्यधिक चलनिधि प्रवाहित की। इससे वैयक्तिक संस्थाओं में तो चलनिधि आ गई, लेकिन बाजार में अब भी नकदी की कमी रही, इस प्रकार अतरलता की स्थिति से लड़ने में एलओएलआर साधन की सीमाएं दृष्टिगोचर होती हैं। ऐसा घोड़े को पानी तक ले जाने की तरह है केंद्रीय बैंक चलनिधि प्रवाहित कर सकता है लेकिन यह किस प्रकार सुनिश्चित कर सकेगा कि इस प्रकार सस्ती और आसानी से उपलब्ध मुद्रा ऐसी आस्ति को खरीदने में प्रयोग की जाएगी जिसकी कीमत तेजी से क्षय हो रही है? तब केंद्रीय बैंक के पास केवल एक ही विकल्प है कि वह स्वयं आस्ति की खरीद करे। इसका अर्थ यह है कि केंद्रीय बैंक को 'लेंडर ऑफ लास्ट रिजॉर्ट' होने के अलावा 'मार्केट मेकर ऑफ लास्ट रिजॉर्ट' (एमएमएलआर) भी होना होगा।

30. अंत में, वित्तीय स्थिरता में केंद्रीय बैंक की भूमिका से संबंधित मुद्दे निम्नलिखित हैं :

- वित्तीय स्थिरता को किस प्रकार परिभाषित किया जाए?
- क्या केंद्रीय बैंक के मेनडेट में वित्तीय स्थिरता को एक स्पष्ट उद्देश्य के रूप में शामिल किया जाना चाहिए?
- क्या यह एक विशिष्ट या सहभागी जवाबदेही होनी चाहिए?

- क्या केंद्रीय बैंक के पास वित्तीय स्थिरता को नियंत्रित करने के लिए साधन है ?
- वित्तीय स्थिरता की जवाबदेही किस प्रकार केंद्रीय बैंक की स्वतंत्रता का अतिक्रमण करती है?

31. इसके समाधान को अलग रख दें, तो भी इन सब मुद्दों को अभी भी स्पष्ट रूप से परिभाषित किया जाना है। यह देखते हुए कि वित्तीय स्थिरता के संबंध में इस संकट के सबक प्रभावशाली रहे हैं, इसलिए सरकार और केंद्रीय बैंक के लिए यह महत्वपूर्ण है कि वह इन मुद्दों को जल्द सुलझाए।

चौथी चुनौती : विनियमन के लाभों और लागत का प्रबंधन

32. आज हर किसी के पास इस संकट के कारणों की सूची है, और सबकी सूची में विनियमन की विफलता प्रमुख कारण है। इसमें बिल्कुल आश्चर्य नहीं है कि संकट के पश्चात का सुधार एजेंडा समष्टि और सूक्ष्म स्तर पर विनियामक सुधार से प्रभावित है। निःसंदेह इन सुधारों पर अंतरराष्ट्रीय परामर्शदात्री प्रक्रिया के जरिए सावधानीपूर्वक विचार किया जा रहा है। तब भी, अधिक उत्साह में होने का जोखिम है और लागत तथा फायदे में संतुलन बनाए रखने में गलती हो सकती है।

33. वित्तीय स्थिरता की सुरक्षा सुनिश्चित के लिए रिजर्व बैंक में हमने परंपरागत रूप से एक्सपोजर मानदंड का विनिर्धारण, जोखिम भार को ऐतिहासिक कठोर बनाने और प्रावधानीकरण आवश्यकताओं जैसे कई विवेकपूर्ण उपाय किए हैं। लेकिन ये उपाय हमेशा लागत रहित नहीं होते हैं। उदाहरण के लिए जोखिम भार को कठोर बनाने से कुछ क्षेत्रों में ऋण प्रवाह तर्कसंगत रूप से कम हो जाता है लेकिन अत्यधिक, अपरिपक्व और अनावश्यक कठोरता प्रगति को कम पर देती है। इसी प्रकार, एक्सपोजर मानदंड केंद्रीकृत जोखिम से सुरक्षा प्रदान

करते हैं, लेकिन ऐसी सीमाएं महत्वपूर्ण वृद्धि क्षेत्रों के लिए उपलब्धता को रोकती हैं। इस प्रकार, मूल्य स्थिरता की स्थिति में, केंद्रीय बैंक वित्तीय स्थिरता और वृद्धि के बीच संतुलन बनाने की चुनौती से जुझते हैं।

34. इसे मानने की आवश्यकता है कि संकट के बाद भावी लाभ के लिए सभी परंपरागत नीतियां सुरक्षित प्रतीत हुईं। लेकिन जोखिम है कि अनुपयोगी वस्तु से निजात पाने के चक्कर में आवश्यक वस्तु को न त्याग दिया जाए संभावित संकट से बचने की तैयारी में अत्यधिक परंपरावाद की प्रवृत्ति वृद्धि में अड़चन है और यह नवोन्मेष की प्रक्रिया को रोकती है। सवाल यह है कि हम क्या कीमत अदा करना चाहते हैं, या दूसरा रास्ता अपनाना चाहते हैं, ब्लैक स्वैन घटना का सामना करने के लिए हम कौन सा महत्वपूर्ण लाभ छोड़ना चाहते हैं? अनुभव बताते हैं विनियमन की लागत और लाभ के संतुलन को संभालने की चुनौती विश्लेषणात्मक दक्षता के बजाय अच्छे निर्णय से संबंधित है। विशेष रूप से भारत जैसे विकासशील देश के लिए इस निर्णय दक्षता को धार देने की जरूरत है क्योंकि वे वृद्धि और वित्तीय स्थिरता दोनों लक्ष्यों को एक साथ पूरा करते हैं।

पांचवीं चुनौती : केंद्रीय बैंक की स्वायत्तता और जवाबदेही के बीच संतुलन का प्रबंधन

35. अंत में, मैं पांचवी चुनौती की ओर मुड़ता हूँ जिसका संबंध, जैसा कि मैं मानता हूँ, केंद्रीय बैंक की स्वायत्तता और जवाबदेही के बीच संतुलन के प्रबंधन से है। यह एक विस्तृत विषय है जो मेरे द्वारा ऊपर चर्चा किए गए कई मुद्दों से संबंधित है।

36. महा अवसाद के समय से सत्तर विषम वर्षों में राजकोषीय और मौद्रिक नीति के बीच विख्यात संघर्ष देखा गया। ऐतिहासिक रूप से केंद्रीय बैंक को राजकोषीय प्रभुत्व से मुश्किल का सामना करना पड़ा क्योंकि उन्हें

‘जितना संभव हो सके उतनी न्यूनतम लागत पर सरकारी उधार पर’ सहमत होना पड़ता था। यह मामला 1980 में केंद्रीय बैंक की स्वतंत्रता के समर्थन की लहर के बदलाव के साथ शुरू हुआ। यह समर्थन मुख्य रूप से 1970 के मुद्रास्फीति जनित मंदी के नुकसान के अनुक्रिया स्वरूप हुआ और यह सबक स्पष्ट था कि टिकाऊ विकास के लिए उच्च मुद्रास्फीति घातक है। इसलिए, राजकोषीय प्रभुत्व ने धीरे-धीरे केंद्रीय बैंकों को स्वतंत्रता प्रदान की और कुछ मामलों में इसने विशेष रूप से मूल्य स्थिरता पर ध्यान केंद्रित किया जो अल्पावधि में राजनीतिक अनिवार्यताओं से मुक्त थी। आनुभाविक कार्य बताते हैं कि इन दो दशकों में जब केंद्रीय बैंक की स्वतंत्रता को समर्थन मिला तब विकसित और विकासशील दोनों अर्थव्यवस्थाओं की मुद्रास्फीति और केंद्रीय बैंक की स्वतंत्रता की मात्रा के बीच नकारात्मक अंतर्संबंध था। यद्यपि कुछ मामलों में, विपरीत परिस्थिति - जब निम्न मुद्रास्फीति से केंद्रीय बैंक की स्वतंत्रता को बढ़ावा मिला, से इंकार नहीं किया जा सकता।

37. मूल्य स्थिरता पर उनके रिकार्ड होने के बावजूद, इस संकट ने केंद्रीय बैंक की विश्वसनीयता को धूमिल किया है। केंद्रीय बैंक पर आरोप काफी व्यापक है - अर्थात् आस्ति मूल्य गतिविधियों की अनदेखी के साथ शिथिल मौद्रिक नीति, वित्तीय स्थिरता के लिए केवल मुद्रास्फीति पर विशेष ध्यान देना और ढीला तथा अयोग्य विनियमन जो नवोन्मेष के साथ गति मिलाने में असफल रहा। केंद्रीय बैंक की इस प्रसिद्ध स्वतंत्रता के प्रति नाराजगी रही उपद्रव नहीं, और उसके मेनडेट को तथा जवाबदेही प्रक्रिया कठोर बनाने की बात जोर-जोर से जा रही है।

38. अल्पावधि से आगे, केंद्रीय बैंक की स्वतंत्रता को सार्वजनिक विरोध के अलावा अन्य कारकों से खतरा हुआ है। उल्लेखनीय रूप से, इस संकट में सरकार और केंद्रीय बैंक ने आपसी समन्वय से अप्रत्याशित

विस्तारवादी राजकोषीय और मौद्रिक नीतियां शुरू की। जैसा कि देश इन विस्तारवादी नीतियों को अलविदा करने पर विचार कर रहे हैं, मौद्रिक और राजकोषीय नीतियों के बीच परिचित तनाव फिर बढ़ रहा है। कई लोग मानते हैं कि ये तनाव अस्थायी हैं, और एवं एक बार रिकवरी आने के बाद ये खत्म हो जाएंगे।

39. यह मामला ऐसा ही नहीं हो सकता है। यह व्यापक आशंका है कि कई विकसित देश की सरकारें जनांकिकीय कारकों और परिणास्वरूप बढ़ते सामाजिक सुरक्षा भुगतान के कारण उधार को रोकने में समर्थ न हों। अंतरराष्ट्रीय मुद्राकोष के अध्ययन का आकलन है कि यदि चाहे विकसित अर्थव्यवस्थाओं की सरकारें संकटजनित राजकोषीय प्रोत्साहन को वापस ले लें, ये अर्थव्यवस्थाएं जीडीपी के 2 प्रतिशत संरचनागत प्राथमिक घाटे के अंतर्गत रहेंगी। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में सरकारी कर्ज संकट पूर्व के 2007 के जीडीपी के 78 प्रतिशत स्तर से काफी अधिक बढ़कर 2014 तक जीडीपी के 118 प्रतिशत होने का अनुमान है, यह मानते हुए कि कुछ विवेकाधीन कठोरता इस वर्ष शुरू हुई। ऐसी परिस्थिति में चक्रीय राजकोषीय घाटे के रूप में जो दिखता है, वह वास्तव में संरचनागत राजकोषीय घाटे में परिणत हो सकता है। तब हम राजकोषीय प्रभुत्व की वापसी और केंद्रीय बैंक की स्वतंत्रता का दुर्बल होना देखते हैं।

40. मैंने पहले वित्तीय स्थिरता बनाए रखने में केंद्रीय बैंक की भूमिका की चर्चा की और विशेषकर वित्तीय स्थिरता के लिए जवाबदेही का उल्लेख किया। इसकी प्रवृत्ति के अनुसार वित्तीय स्थिरता के लिए जवाबदेही सरकार, केंद्रीय बैंक और अन्य विनियामकों के बीच बांटी जानी चाहिए। अपने आप में, इसे बांटने में समस्या नहीं है। लेकिन इससे संबंधित दो चिंताएं हैं। पहली यह कि वित्तीय संस्थाओं को बचाना स्वाभाविक रूप से

राजनीतिक कार्य है और ऐसे निर्णयों में शामिल होना केंद्रीय बैंक की टेक्नोक्रेटिक विश्वसनीयता के साथ समझौता करना है। दूसरी चिंता यह है कि वित्तीय स्थिरता के क्षेत्र में सरकार के साथ समन्वय का जोखिम केंद्रीय बैंक के अधिकार क्षेत्र में आने वाले अन्य क्षेत्रों में हो सकता है जिससे इसकी स्वतंत्रता क्षीण होगी।

41. कुल मिलाकर, केंद्रीय बैंक की स्वतंत्रता की स्थिति संकटजनित गतिविधियों के परिणामस्वरूप तेज हमले के घेरे में आ रही है। केंद्रीय बैंक के लिए चुनौती है कि स्वतंत्रता की स्थिति भारी तर्कों के जरिए नहीं बल्कि अधिक मजबूत और स्वैच्छिक प्रयास जो पारदर्शी, प्रतिक्रियात्मक और जवाबदेह हों, के जरिए बननी चाहिए।

निष्कर्ष

42. मैं निष्कर्ष पर आता हूँ। मैंने, अपने विचार में, केंद्रीय बैंक के समक्ष पांच चुनौतियों का उल्लेख किया। वे निम्नलिखित हैं:

- i. वैश्वीकरण माहौल में मौद्रिक नीति का प्रबंधन
- ii. केंद्रीय बैंक के अधिकारों को पुनर्परिभाषित करना
- iii. वित्तीय स्थिरता के प्रति केंद्रीय बैंक की जवाबदेही

iv. विनियमन की लागत और फायदे का प्रबंधन

v. केंद्रीय बैंकों की स्वायत्तता और जवाबदेही के संतुलन का प्रबंधन।

43. ये चुनौतियां किसी भी तरह संपूर्ण नहीं हैं। और कई त्रुटियां संभव हैं। मुझे आशा है कि अगले दो दिनों तक हमारे विचार-विमर्श के दौरान हमें उन चुनौतियों पर अधिक स्पष्टता मिलेगी जिनका हम सामूहिक और व्यक्तिगत रूप से सामना कर रहे हैं और इन पर हमें एक बेहतर समझ प्राप्त होगी कि इनसे निपटने की शुरुआत कैसे की जाए।

44. एक अंतिम विचार। नियाल फेरगूसन ने अपनी हाल की सर्वाधिक बिकने वाली पुस्तक 'द एसेट ऑन मनी' में कहा है कि कभी-कभी सबसे महत्वपूर्ण ऐतिहासिक घटनाएं गैर-घटनाएं होती हैं ये चीजें कभी घटित नहीं होती। इस संकट की शानदार गैर घटना यह है कि जैसा कि हमें भय था कि ग्रेड रिसेशन दूसरे ग्रेट डिप्रेशन में परिणत नहीं हुआ। इसके लिए केंद्रीय को श्रेय का कुछ भाग मिलना चाहिए। लेकिन उन्हें अपनी प्रशंसा पर ही आराम नहीं करना चाहिए - जैसे ही संकट खत्म होगा उनके सामने आगे की बड़ी-बड़ी चुनौतियां आएंगी। सबसे बड़ी चुनौती अपनी विश्वसनीयता पुनः प्राप्त करने की है।