

पूंजी प्रवाहों में अस्थिरता: कुछ परिप्रेक्ष्य *

दुव्वुरी सुब्बाराव

जैसे-जैसे संकट कम हो रहा है, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में पूंजी अंतर्वाह आना शुरू हो गया है - यह उस वैश्विक प्रणाली का परिणाम है जिसमें काफी चलनिधि मौजूद है, जहां 'विस्तारित अवधि' में उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में कम ब्याज दरों का माहौल है तथा जहां उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में सुदृढ़ वृद्धि की संभावनाएं हैं। आइएमएफ के अनुसार, उभरती तथा विकासशील अर्थव्यवस्थाओं को निवल निजी वित्तीय प्रवाह 2006 के 254 बिलियन अमरीकी डॉलर से बढ़कर 2007 में 689 बिलियन अमरीकी डॉलर हो गया तथा उसके बाद वैश्विक वित्तीय संकट बढ़ने पर वह गिरकर 2008 में 179 बिलियन अमरीकी डॉलर तथा 2009 में 180 बिलियन अमरीकी डॉलर रह गया। पूंजी प्रवाह के पुनरारंभ ने उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में समष्टि आर्थिक तथा वित्तीय स्थिरता के बारे में सुपरिचित चिंता को जन्म दिया। इससे राष्ट्रीय स्तर पर तथा अंतरराष्ट्रीय स्तर पर पूंजी प्रवाह के प्रति नीतिगत दृष्टिकोण अपनाने के बारे में अंतरराष्ट्रीय स्तर पर तीव्र बहस भी छिड़ गयी है। इस सत्र के अध्यक्ष के रूप में मेरे अभिमतों में पूंजी प्रवाहों के पक्ष और विपक्ष में सैद्धांतिक दलीलें, पूंजी प्रवाह के प्रबंधन में अब तक के सामूहिक अनुभव और भावी मुद्दों को शामिल किया जाएगा। मैं पूंजी खाते के प्रबंधन के बारे में भारत के दृष्टिकोण की भी चर्चा करूंगा।

पूंजी प्रवाहों के पक्ष और विपक्ष में दलीलें

2. पूंजी प्रवाह के समर्थन में दी जाने वाली सैद्धांतिक दलीलें काफी विश्वासोत्पादक हैं। पूंजी प्रवाह देशी बचत की तुलना में अधिक निवेश करने के लिए बाह्य पूंजी उपलब्ध कराकर वृद्धि में मदद करते हैं। विश्व बाजार का उपयोग करने का अवसर प्रदान कर, एक खुले पूंजी खाते से बचतकर्ताओं और निवेशकर्ताओं दोनों को अपना प्रतिलाभ अधिकतम करने और जोखिमों को न्यूनतम करने में लिए अपने संविभाग को विशाखीकृत करने का

* स्विस् नेशनल बैंक तथा आइएमएफ द्वारा 11 मई 2010 को ज्यूरिक में 'अंतरराष्ट्रीय मौद्रिक प्रणाली' के बारे में संयुक्त रूप से आयोजित उच्च स्तरीय सम्मेलन में भारतीय रिजर्व बैंक के गवर्नर डा. दुव्वुरी सुब्बाराव के अभिमत।

अवसर मिलता है। पूँजी प्रवाह में नये वित्तीय बाजारों को विकसित करने, वित्तीय अनुशासन लाने तथा सरकार एवं कंपनियों दोनों के लिए उधार की लागत कम करने की संभावना भी होती है।

3. तथापि इसका खराब पहलू यह है कि पूँजी प्रवाह प्रचक्रिय होते हैं तथा वे समष्टि आर्थिक प्रबंधन को जटिल बना देते हैं। एक खुला पूँजी खाता स्थिर/प्रबंधित विनिमय दर 'पेग' के साथ-साथ प्रबंधन तथा एक स्वतंत्र मौद्रिक नीति के साथ हस्तक्षेप करता है - यह एक ऐसी प्रवृत्ति है जिसे 'असंभव त्रयी' के रूप में जाना जाता है।

4. बड़े और निरंतर पूँजी प्रवाहों से वित्तीय स्थिरता को खतरा होने की संभावना रहती है। 'प्रतिफल की खोज' में बड़े सट्टापूर्ण प्रवाहों का निवेश प्रतिरूपी तौर पर ऐसी आस्तियों में किया जाता है जिससे आस्तियों की कीमतें तेजी से तथा अस्थिरताकारी रूप में बढ़ने लगती हैं। चूंकि इस प्रकार के सट्टापूर्ण प्रवाह अस्थिर स्वरूप के होते हैं, उनसे वित्तीय बाजारों की व्यवस्थित कार्यप्रणाली में व्यवधान उत्पन्न हो सकता है। जब निवेशक एक झुंड में अचानक प्रतिभूति बाजारों से हटने लगते हैं तो उसका असर शेयर तथा बांड की कीमतों पर पड़ता है, तथा जब निवेशक उन्मोचन की राशि देश से बाहर ले जाते हैं तो उसका असर विनिमय दर पर पड़ता है। यदि केन्द्रीय बैंक विदेशी मुद्रा बाजार को स्थिर करने के लिए हस्तक्षेप करे तो उसके फलस्वरूप चलनिधि में आयी सख्ती से मुद्रा बाजार प्रभावित हो सकता है। इस प्रकार सट्टापूर्ण प्रवाहों का असर सभी वित्तीय बाजारों - प्रतिभूति बाजार, विदेशी मुद्रा बाजार, मुद्रा बाजार और ऋण बाजार - पर पड़ता है तथा इसका असर एक बाजार से दूसरे बाजार में तेजी से फैलता है। इसको नियंत्रित न करने पर, इन त्वरित गतिविधियों से वित्तीय स्थिरता को खतरा हो सकता है तथा उत्पादन एवं रोजगार संबंधी नुकसान हो सकता है।

पूँजी प्रवाहों का प्रबंधन

5. निश्चय ही, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की निवेश संबंधी जरूरतें पूरी करने के लिए पूँजी प्रवाह महत्वपूर्ण हैं। समस्या तब आती है जब ये प्रवाह अर्थव्यवस्था की अवशोषक क्षमता से काफी अधिक हो जाते हैं तथा जब वे अत्यधिक सट्टापूर्ण स्वरूप के हो जाते हैं। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने विभिन्न नीतिगत कार्रवाइयों के जरिए अस्थिर पूँजी प्रवाहों के प्रतिकूल समष्टि प्रभाव का प्रबंधन किया है। शैलीगत रूप में, इनका वर्गीकरण तीन विकल्पों के रूप में किया जा सकता है। पहला विकल्प यह है कि कुछ न किया जाए (विनिमय दर विकल्प), जिस स्थिति में विनिमय दर में वृद्धि होगी। दूसरा विकल्प यह है कि इन प्रवाहों को आने दिया जाए, परंतु विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप किया जाए (आरक्षित निधि संचय विकल्प)। पूँजीगत नियंत्रण लाना तीसरा विकल्प है। प्रतिरूपी तौर पर, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने सभी विकल्पों के मिश्रण को अपनाया है। आइए इन विकल्पों के निहितार्थ पर संक्षिप्त चर्चा की जाए।

विनिमय दर समायोजन विकल्प

6. केन्द्रीय बैंक के लिए सर्वाधिक सीधा विकल्प यह है कि बिना किसी हस्तक्षेप के इन प्रवाहों के आने की अनुमति दी जाए। तथापि, पूँजी प्रवाह अधिक मात्रा में होने पर मुद्रा के मूल्य में ऐसी वृद्धि हो सकती है जो अर्थव्यवस्था के 'फंडामेंटल्स' से असंबद्ध हो तथा इससे 'डच डिजीज' के संलक्षण को प्रेरणा मिलेगी। अनुभव से यह पता चला है कि लचीली विनिमय प्रणाली से अतिलंबन के प्रति झुकाव होता है तथा इससे कई देशों के बीच 'अस्थायित्व की आशंका' उत्पन्न हो जाती है।

आरक्षित निधि संचय विकल्प

7. पूँजी प्रवाह में वृद्धि का सामना करने वाले केन्द्रीय बैंक के लिए दूसरा विकल्प यह है कि वह विनिमय दर में

होने वाली अव्यवस्थित गतिविधियों को शिथिल करने के लिए विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप करे। इसके फलस्वरूप विदेशी मुद्रा भंडार बढ़ेगा तथा प्रणाली के भीतर अतिरिक्त चलनिधि उत्पन्न होगी। यदि इसे निष्प्रभावित नहीं किया गया तो प्रणाली के अंदर उत्पन्न ऐसी चलनिधि से मुद्रास्फीति उत्पन्न होने की संभावना होगी। प्रतिरूपी तौर पर केन्द्रीय बैंकों ने विभिन्न साधनों का उपयोग कर आंशिक अथवा पूर्ण रूप में इन प्रवाहों को निष्प्रभावित किया है, इन साधनों में शामिल हैं - खुला बाजार परिचालन, बट्टा पटल तक बैंकों की पहुंच को सख्त बनाना, आरक्षित निधि संबंधी अपेक्षाओं का समायोजन, विदेशी मुद्रा स्वैप सुविधा का उपयोग, पूंजीगत बहिर्वाहों पर प्रतिबंध को शिथिल करना तथा बाह्य ऋण की पूर्व-चुकोती। सैद्धांतिक रूप में इनमें से प्रत्येक साधन से खुला बाजार परिचालन जैसा प्रभाव प्राप्त करने की संभावना रहती है। तथापि, हमें गैर-इरादतन परिणाम संबंधी नियम को ध्यान में रखना चाहिए। इस प्रकार का हस्तक्षेप देशी मुद्रा बाजार की ब्याज दरों को गिरने से रोकेगा जिससे और अधिक अंतर्वाह आकृष्ट होंगे और इस प्रकार मूल्यवृद्धि संबंधी दबाव वस्तुतः बढ़ेगा जो ऐसी समस्या है जिसे रोकने के लिए हमने पहले ही प्रयास किया था। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के मामले में इस हस्तक्षेप की बड़ी अर्ध-राजकोषीय लागत भी होगी यदि देशी आस्तियों से उत्पन्न प्रतिफल विदेशी मुद्रा आरक्षित निधि की तुलना में उच्चतर हो।

8. आरक्षित निधियों के संचय और उन्हें रखने की लागत के बावजूद, इस प्रकार निर्मित आरक्षित निधियों से बहिर्वाहों की स्थिति में वित्तीय स्थिरता के परिरक्षण में मदद मिलती है। वस्तुतः विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों के आंतरिक अच्छाई के अलावा कई अन्य महत्वपूर्ण फायदे भी हैं यथा, स्वचालितता, प्रतिमोच्यता तथा संकट को रोकने और संकट का समाधान करने दोनों स्थितियों में उपयोग। तेज बहिर्वाह तथा उससे जुड़ी चलनिधि जोखिमों की संभावना के कारण, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में स्वतःबीमा के साधन

के रूप में आरक्षित निधियां रखने की प्रवृत्ति होती है। हाल के संकट के दौरान, स्वतःबीमा के रूप में आरक्षित निधियां रखने वाली उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने यह पाया कि इसकी वजह से वे संकट से अधिक प्रभावी तौर पर निपट सके। प्रचुर मात्रा में आरक्षित निधियां रखने मात्र से बाजार में विश्वास बनाए रखने में मदद मिली जिसे ऋण चूक स्वैप पर निम्नतर स्प्रेड के रूप में मापा जा सकता है तथा इससे इन अर्थव्यवस्थाओं में संकट के प्रवेश को रोका भी जा सका।

9. तथापि, इस प्रकार के स्वतःबीमा को बौद्धिक प्रतिकूलता का सामना करना पड़ा। इसकी आलोचना इस रूप में की गयी कि यह खर्चीला और अक्षम उपाय है तथा यह वैश्विक असंतुलन में भी अंशदान करता है। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की स्वतःबीमा की आदत छुड़ाने के लिए आइएमएफ जैसी अंतरराष्ट्रीय वित्तीय संस्थाओं ने हाल में लचीली ऋण व्यवस्था तथा अधिक सुलभ सतर्कतापूर्ण व्यवस्थाओं जैसी संशोधित व्यवस्थाएं की हैं। हाल के संकट के दौरान क्षेत्रीय स्वैप व्यवस्थाओं के मामले भी नजर में आए हैं। फिर भी यह स्पष्ट नहीं कि क्या इस प्रकार के बाह्य सुरक्षा-जाल गति, प्रभावशालिता और स्वायत्तता के रूप में राष्ट्रस्तरीय स्वतःबीमा का पूर्ण स्थान ले सकते हैं।

पूँजी नियंत्रण विकल्प

10. उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लिए तीसरा मानक विकल्प पूंजी प्रवाहों पर नियंत्रण लागू करना है। इस संबंध में मिला-जुला अनुभव है। नियंत्रण के विरोधियों की यह दलील है कि पूंजीगत नियंत्रण विकृतिकारी हैं, उन्हें लागू करना कठिन है, उनका वंचन आसान है, वे काफी जल्दी अप्रभावी हो जाते हैं तथा उनमें नकारात्मक बहिर्मुखता होती है। दूसरी ओर पूंजीगत नियंत्रणों का प्रस्ताव करने वालों की यह दलील है कि इस प्रकार के नियंत्रण वांछनीय हैं क्योंकि वे मौद्रिक नीति की स्वायत्तता का परिरक्षण करते हैं, निष्प्रभावीकरण संबंधी लागत बचाते हैं, विदेशी देयताओं

की संरचना का झुकाव दीर्घावधि परिपक्वताओं की ओर करते हैं तथा समष्टि आर्थिक और वित्तीय स्थिरता सुनिश्चित करते हैं। नीति-निर्माताओं के सामने चुनौती यह है कि वे उन स्थितियों में नियंत्रणों की अभिकल्पना करें तथा उन्हें लागू करें जहां वंचन की लागत की तुलना में अनुपालन की लागत न्यूनतर हो।

11. एशियाई संकट के दौरान मुख्य मुद्दा पूँजीगत नियंत्रण था परंतु संकट पर व्यापक रूप से यह रूढ़िवादी दृष्टिकोण हावी रहा कि 'नियंत्रण वांछनीय नहीं हैं'। पूँजीगत नियंत्रण अब एक बार फिर केन्द्रीय मुद्दा बन गया है क्योंकि हाल के संकट से यह देखा गया कि उभरती अर्थव्यवस्थाओं के बीच पूँजीगत खाते के खुलेपन की मात्रा तथा संकट के प्रतिकूल प्रभाव की मात्रा के बीच असम सहसंबंध रहा है। निश्चय ही, इसे खुले पूँजीगत खाते की समाप्ति के रूप में नहीं देखा जाना चाहिए अपितु इसे उस सिद्धांत के सशक्त प्रदर्शन के रूप में देखा जाना चाहिए कि समय से पहले पूँजीगत खाते को खोलने से मदद की तुलना में नुकसान अधिक होता है।

12. संकट के बाद की अवधि में पूँजीगत नियंत्रणों के संबंध में हुई चर्चा में टोबिन कर लागू किये जाने के बारे में प्रमुख रूप से चर्चा की गयी। कई देशों ने भारी, अल्पावधि पूँजीगत अंतर्वाहों को निरुत्साहित करने के लिए टोबिन कर के विभिन्न रूपों का उपयोग किया है। यह दलील दी गयी है कि कर से विनिमय दर की अस्थिरता को कम करने में मदद मिलती है तथापि फलस्वरूप अंतरराष्ट्रीय पूँजीगत प्रवाहों से उत्पन्न 'उछाल-गिरावट' संबंधी चक्र की तीव्रता को कम करने में मिलती है। तथापि, कई कारणों से टोबिन कर की आलोचना की गयी है: डेरिवेटिव जैसी आधुनिक वित्तीय लिखतों के जरिए आसानी से इस कर का वंचन किया जा सकता है; इससे बाजारों में चलनिधि कम होती है तथा इसे कारगर बनाने के लिए कर की व्याप्ति में निरंतर वृद्धि करने की

जरूरत है जिससे अक्षमता पैदा हो सकती है। टोबिन कर की क्षमता विवाद का मुद्दा बनी हुई है।

13. नई बात यह है कि आइएमएफ ने पूँजीगत नियंत्रणों के विरुद्ध लंबे समय से चल रही रूढ़िवादी धारणा को छोड़ दिया है। फरवरी 2010¹ में प्रकाशित आइएमएफ के नीतिगत टिप्पण में इस बात का इशारा किया गया है कि 'ऐसी कुछ परिस्थितियां हो सकती हैं जिनमें पूँजीगत प्रवाहों में हो रही वृद्धि के संबंध में पूँजीगत नियंत्रण नीतिगत प्रतिसाद का न्यायोचित घटक हो सकता है'। आइएमएफ की वैश्विक वित्तीय स्थिरता रिपोर्ट (अप्रैल 2010) में इस मुद्दे पर और अधिक विचार किया गया है तथा यह देखा गया है कि अस्थिर पूँजी प्रवाहों का सामना कर रही विकासशील/उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के 'साधनागार' में पूँजीगत नियंत्रण उचित साधन हैं। विश्व बैंक तथा एशियाई विकास बैंक की भी यह राय है कि कुछ परिस्थितियों में पूँजीगत नियंत्रण की सलाह दी जा सकती है, वह वस्तुतः अनिवार्य हो सकता है।

भारत का दृष्टिकोण

14. भारत ने पूँजीगत प्रवाहों की 'बाढ़' तथा 'आकस्मिक रुकावट' दोनों का अनुभव किया है। भारत में निवल पूँजी प्रवाह 1990-91 के 7 बिलियन अमरीकी डॉलर के न्यून स्तर से बढ़कर 2006-07 में 45 बिलियन अमरीकी डॉलर तथा संकट से ठीक पहले 2007-08 के वर्ष में और बढ़कर 107 बिलियन अमरीकी डॉलर हो गया। संकट बढ़ने पर 2008-09 में वह गिरकर 7 बिलियन अमरीकी डॉलर जितना कम हो गया। ऐसा अनुमान है कि 2009-10 में पूँजीगत प्रवाह बढ़कर लगभग 50 बिलियन अमरीकी डॉलर हो गया है।

¹ ओस्ट्रे, जोनाथन डी. तथा अन्य (2010), 'कैपिटल इनफ्लो : दि रोल ऑफ कंट्रोल', आइएमएफ स्टाफ पोजीशन नोट, एसपीएन/10/04, 19 फरवरी 2010।

15. भारत ने आम तौर पर पूँजीगत अंतर्वाहों की अनुमति देने तथा विशेष तौर पर पूँजी खाता प्रबंधन के बारे में एक संगत नीति का अनुसरण किया है। हमारी स्थिति यह है कि पूँजी खाता परिवर्तनीयता एक अकेला उद्देश्य मात्र नहीं है अपितु यह उच्चतर एवं स्थिर वृद्धि का एक साधन है। हमारा विश्वास है कि हमारी अर्थव्यवस्था एक क्रमिक मार्ग का अनुसरण करते हुए पूँजीगत परिवर्तनीयता की ओर बढ़ेगी - इस मार्ग के बारे में स्वयं देशी एवं वैश्विक गतिविधियों के प्रतिसाद में गतिशील आधार पर पुनर्विचार किया जा रहा है। हम अपने पूँजीगत खाते को उदार बनाना जारी रखेंगे परंतु संकट से मिली सीख को दर्शाने के लिए हम अपनी रूपरेखा का पुनरावलोकन करेंगे। जहां तक टोबिन स्वरूप के कर का संबंध है, हमने अब तक न तो इसे लागू किया है न ही इसके बारे में विचार कर रहे हैं। तथापि, इसे दुहराने की जरूरत है कि किसी भी नीतिगत साधन को स्पष्ट तौर पर दरकिनार नहीं किया जा सकता तथा संदर्भ के हिसाब से हम साधन के चुनाव के बारे में निर्णय लेंगे।

16. पूँजीगत प्रवाहों के घटकों के बीच हम अल्पावधि प्रवाहों की तुलना में दीर्घावधि प्रवाहों को तथा ऋण प्रवाहों की तुलना में ऋणोत्तर प्रवाहों को तरजीह देते हैं। इसका तर्क स्वतःस्पष्ट है। इक्विटी प्रवाहों के बारे में हमारी नीति काफी उदार है, तथा इस बारे में उन अन्य उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में हमारी बिल्कुल विपरीत राय है, जिन्होंने उदारीकरण लाने के बाद प्रवाहों के अस्थिर होने पर उदारीकरण की नीति बदल दी, हमारी नीति काफी स्थिर है।

17. ऐतिहासिक रूप से हमने अस्थिरता के प्रबंधन के लिए अपनी नीति संबंधी लीवर का उपयोग प्रवाहों के ऋण पक्ष की ओर किया है। लोकप्रिय अवधारणा के विपरीत, हमने ऋण प्रवाहों को कम करने के लिए मात्रात्मक तथा मूल्य आधारित परिवर्तनीयता दोनों का उपयोग किया है। सरकारी

तथा कंपनी ऋण में एफआइआइ निवेश की मात्रा पर एक अधिकतम सीमा लगाई गयी है (मात्रात्मक परिवर्तनीयता) तथा एक रोक कर (विद्दोल्डिंग टैक्स) (मूल्य परिवर्तनीयता) भी है। कंपनियों द्वारा बाह्य वाणिज्यिक उधार (ईसीबी) का उपयोग स्वचालित मार्ग तथा अनुमोदन मार्ग दोनों के जरिए किया जाता है। स्वचालित मार्ग तथा अनुमोदन मार्ग दोनों के तहत आने वाले ईसीबी प्रवाहों को ब्याज दर संबंधी अधिकतम सीमा (मूल्य परिवर्तनीयता) के माध्यम से कम किया जाता है तथा स्वचालित मार्ग के तहत आने वाले ईसीबी प्रवाहों को कुल मात्रा पर अतिरिक्त अधिकतम सीमा लगाकर (मात्रात्मक परिवर्तनीयता) कम किया जाता है। अनिवासी भारतीय जमाराशियों पर ब्याज दर संबंधी अधिकतम सीमा, एक मूल्य परिवर्तनीयता, के जरिए निगरानी रखी जाती है।

18. विनियम दर संबंधी हमारी नीति किसी नियत अथवा पूर्व-घोषित लक्ष्य या बैंड द्वारा मार्गदर्शित नहीं होती। हमारी नीति यह रही है कि अतिरिक्त अस्थिरता तथा समष्टि आर्थिक स्थिति के विघटनों के प्रबंधन के लिए बाजार में हस्तक्षेप किया जाए। विनियम दर के प्रति यह 'अस्थिरता केन्द्रित दृष्टिकोण' अस्थिरता के स्रोत से भी उत्पन्न होता है जो पूँजीगत प्रवाह है। पूँजीगत खाते को पूरी तरह से न खोलने के बावजूद, हमने पूँजीगत प्रवाहों में बड़ी अस्थिरता देखी है जो पिछले चार साल के आंकड़ों में देखा जा सकता है (नीचे सारणी देखें)। बड़ी मात्रा में पूँजीगत अंतर्वाह

सारणी : भारत के बाह्य क्षेत्र की प्रवृत्तियां				
	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
सीएडी (जीडीपी का प्रतिशत)	1.0	1.3	2.4	2.5
निवल पूँजी प्रवाह (जीडीपी का प्रतिशत)	4.8	8.7	0.6	3.8
सीएडी से अधिक पूँजी प्रवाह (बिलियन अमरीकी डॉलर)	37	92 (-)	20	14
वर्ष के दौरान अमरीकी डॉलर की तुलना में रुपए में मूल्यवृद्धि (+) मूल्यह्रास (-)	2.3	9.0 (-)	21.5	12.9

होने पर अमरीकी डॉलर की तुलना में भारतीय रुपए की विनिमय दर बढ़ी है तथा पूँजीगत अंतर्वाहों में कमी आने पर इसमें कमी आई है। दुतरफा घट-बढ़ हमारी लचीली विनिमय दर नीति को स्पष्ट तौर पर दर्शाता है।

19. भारत की विनिमय दर नीति के बारे में यह कहा जाता है कि इसकी अपनी कुछ लागत है। पिछले राजकोषीय वर्ष (2009/10) में सांकेतिक रूप में रुपए में 13 प्रतिशत की वृद्धि हुई, परंतु वास्तविक रूप में इसमें 19 प्रतिशत की वृद्धि हुई क्योंकि हमारे तथा हमारे व्यापार भागीदारों के बीच मुद्रास्फीतिगत अंतर है। इसका हमारी बाह्य प्रतिस्पर्धात्मकता के लिए ऐसे समय में एक निहितार्थ है, जब विश्व व्यापार में सुधार हो रहा है तथा संरक्षणवाद संबंधी चिंताएं दुबारा सामने आ रही हैं। साथ ही, यदि हमारे पास लचीली विनिमय दर हो तथा अन्य देशों के पास, जो उन्हीं निर्यात बाजारों के लिए हमारे व्यापार भागीदार अथवा प्रतिस्पर्धी हैं, स्थिर विनिमय दर हो, तो हम नुकसान की स्थिति में होते हैं।

20. हालांकि भारत के पास स्वतःबीमा के लिए आरक्षित निधियों के निर्माण हेतु कोई सोची-समझी रणनीति नहीं है, फिर भी हमारी अपेक्षाकृत लचीली विनिमय दर नीति के फलस्वरूप हमारी आरक्षित निधियों का निर्माण हुआ। इस प्रकार निर्मित निधियों का उपयोग पूँजी प्रवाह में बदलाव आने की स्थिति में अस्थिरता को रोकने के लिए किया गया है।

21. स्वतःबीमा की मितव्ययिता के बारे में संकट के बाद की अवधि में काफी चर्चा की गयी। मुख्य रुकावट यह है कि उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं द्वारा सुरक्षा जाल के तौर पर आरक्षित निधियों के संचय की देशी लागत होती है तथा साथ ही इससे वैश्विक असंतुलन भी पैदा होता है। चाहे जो भी हो, आरक्षित निधियों के स्तर तथा स्वतःबीमा की मात्रा का मूल्यांकन करते समय यह महत्वपूर्ण है कि उन देशों, जिनकी आरक्षित निधियां चालू खाता अधिशेष

का परिणाम हैं, तथा चालू खाता घाटा वाले उन देशों, जिनकी आरक्षित निधियां उनकी अर्थव्यवस्था की अवशेषक क्षमता से अधिक पूँजी अंतर्वाहों का परिणाम हैं, के बीच अंतर किया जाए। भारत दूसरी श्रेणी में आता है। हमारी आरक्षित निधियों में अनिवार्य रूप से उधार लिए गये संसाधन शामिल हैं और इस कारण हम चालू खाता अधिशेष वाले देशों के तुलना में आकस्मिक रोक तथा बदलाव के प्रति अधिक असुरक्षित हैं।

भावी दिशा

22. कई दशकों तक उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने अपने तरीके से पूँजीगत प्रवाहों का सामना किया है। रूढ़िवादी राय यह है कि पूँजीगत नियंत्रण अंतर्निहित तौर पर अक्षम होते हैं तथा उनका आश्रय नहीं लेना चाहिए, जिसकी वजह से इस विषय पर प्रमुख अनुसंधान नहीं किया गया। परंतु अब उक्त रूढ़िवादी राय बदल गई है तथा अधिक लचीला और खुला हुआ दृष्टिकोण सामने आ रहा है। उदाहरण के लिए अप्रैल 2010 की आइएमएफ की वैश्विक वित्तीय स्थिरता रिपोर्ट में यह उल्लेख है कि 'कई ऐसे विभिन्न प्रकार के नियंत्रण हैं जिन्हें देश की अलग-अलग परिस्थितियों में अलग-अलग मात्रा में सफलतापूर्वक लागू किया जा सकता है। कुल मिलाकर हमें यह संदेश मिलता है कि एक मात्रा सभी पर लागू नहीं होती है। चूंकि सिर्फ अस्थायी अंतर्वाहों, विशेष रूप से बाह्य कारकों से उत्पन्न अंतर्वाहों, से निपटने के लिए पूँजीगत नियंत्रण लगाना उचित होता है, वे उपयोगी होते हैं भले ही कुछ समय के बाद उनकी प्रभावशालिता कम हो जाए'। इस बात की जरूरत है कि अनुसंधान करके इस संशोधित वैश्विक राय का अनुसरण किया जाए। आइएमएफ तथा अन्य बहुपक्षीय निकायों और अनुसंधान संस्थाओं को इस संबंध में अनुसंधान करना चाहिए कि बड़े एवं अस्थिर पूँजी प्रवाहों से उत्पन्न नकारात्मक बहिर्मुखता क्या है, इन

नकारात्मक बहिर्मुखताओं का समाधान किस तरह ढूँढ़ा जाए, नियंत्रणों का उपयोग करना कब उचित होगा, किस तरह के नियंत्रण किस तरह की परिस्थितियों के तहत अच्छी तरह से कार्य करते हैं।

23. एक और क्षेत्र, जहाँ आइएमएफ का अनुसंधान मूल्यवर्धक साबित होगा, यह है कि सीमापार के बैंक एक्सपोजर सहित पूँजी प्रवाहों के बारे में एक सूचनात्मक और परिपूर्ण डेटाबेस बनाया जाए। इसमें पूँजी प्रवाहों की परिभाषा का मानकीकरण, उच्चतर आवृत्तियों पर आंकड़ों का रखरखाव तथा लेन-देनों में शामिल प्रतिपक्षकारों के बारे में जानकारी एकत्र करना शामिल है। इस प्रकार की खोज से देश इस बात का निर्धारण कर सकेंगे कि किस प्रकार के प्रवाह संभाव्य रूप से अस्थिर होते हैं तथा उनके लिए आरक्षित निधि के समर्थन की जरूरत होती है। आइएमएफ को इस प्रकार के आंकड़ों के आधार पर पूँजीगत प्रवाहों का स्वतंत्र अध्ययन करना चाहिए तथा अंतरराष्ट्रीय मौद्रिक प्रणाली में मौजूद असुरक्षितताओं, यदि कोई हों, का उल्लेख करना चाहिए ताकि देश संभाव्य दबाव बिंदुओं के विरुद्ध निवारणात्मक कार्रवाई कर सकें।

24. विभिन्न देशों के पूँजी खातों के मूल्यांकन में आइएमएफ की भूमिका के बारे में कुछ चर्चा की गई है। यह उचित होगा कि आइएमएफ पूँजी खाता संबंधी मुद्दों के बारे में सिर्फ एक परामर्शी (न कि न्यायाधिकारात्मक) भूमिका निभाए क्योंकि हमारी सामूहिक समझ अभी पूरी नहीं हुई है तथा राय / अवधारणाओं / अनुभवों के बीच मौजूद अंतरों का समाधान करने की जरूरत है। इस परामर्शी भूमिका के भीतर, निष्पक्ष उपचार इस मायने में महत्वपूर्ण है कि अस्थिरता एवं भावी असुरक्षितता के स्रोतों पर उतना ही बल दिया जाना है जितना पूँजी नियंत्रण संबंधी मुद्दों पर।

निष्कर्ष

25. 'इकॉनॉमिस्ट' में 28 जनवरी 2010 के अंक में यह लिखा गया था कि 'पानी की तरह पूँजी में इस प्रकार के अवरोधों (करों) के चारों ओर बहने की प्रवृत्ति होती है। आप एक बिंदु पर इसकी आवाजाही को रोकने का प्रयास करें तो यह धीरे से परंतु कठोरतापूर्वक आस-पास में अपना स्थान ढूँढ़ लेगा'। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लिए यह एक बुद्धिमत्तापूर्ण एवं नीतिगत चुनौती बनी हुई है कि वे इन प्रवाहों पर बांध लगाना सीखें ताकि पूँजीगत प्रवाहों का लाभ उनकी लागत की तुलना में अधिक हो।