

## प्रणालीगत वित्तीय जोखिमों से बचाव के लिए फ्रेमवर्क \*

वी.के. शर्मा

वैश्विक वित्तीय संकट की 'न भूतो न भविष्यति' वित्तीय आर्थिक तथा सामाजिक कीमतों को चाहे विकृत ही सही, पर एक लाभ यह हुआ है कि इसने वैश्विक विधि और नीति निर्माताओं तथा साथ ही वित्तीय और बैंकिंग जगत के प्रमुखों का ध्यान, अभूतपूर्व रूप से, जोखिम और जोखिम-प्रबंधन अनिवार्यता की ओर खींचा है और एक ऐसे विरेचक पूनर्मूल्यांकन के लिए दबाव भी डाला है कि जोखिम को परिभाषित कैसे किया जाए और इसे मापा कैसे जाए। एक प्रसिद्ध उक्ति के अनुसार जो आप देख नहीं सकते उसे आप नाप नहीं सकते और जिसे आप माप नहीं सकते, उसका, प्रबंध नहीं कर सकते। जोखिम की प्रच्छन्नता इतनी है कि इसके न्यूनमूल्यन को 'कम' अथवा 'शून्य' जोखिम मान लिया जाता है और इसीलिए जब अचानक जोखिम पैदा होता है तो नीतिनिर्माता, विनियामक, पर्यवेक्षक तथा बैंकों, कारोबार तथा उद्योग सहित आर्थिक एजेन्ट्स हक्के-बक्के रह जाते हैं। इससे पहले कि मैं जोखिम की पहचान, अंडरप्राइसिंग, प्रबंधन तथा भावी संकटों की विषय वस्तु को और आगे बढ़ाऊँ, यह उपयुक्त ही होगा कि पहले मैं संकट के उद्भव के बारे में विस्तार से चर्चा कर लूँ।

2. हाल के वित्तीय संकट ने 'आस्ति मूल्य' स्फीति/आस्ति बबलज को भी नाजुक और आवश्यक भूमिका प्रदान कर दी है जबकि पहले शॉप फ्लोर/उत्पादों/सेवा स्फीति को, मौद्रिक नीति प्रक्रिया में एकमात्र परिवर्तनीयकारक माना जाता था। जो हुआ वह पहले कभी नहीं हुआ। मौद्रिक नीति ने केवल पारंपरिक सीपीआइ पर ही अपना ध्यान केंद्रित किया। रियल एस्टेट/संपत्ति, क्रेडिट आस्तियों, इक्विटी तथा जिन्सों जैसी परिसम्पत्तियों के मूल्यों में विस्फोट के बावजूद ब्याज दरें कम रखी गईं और यह सब इसीलिए संभव हुआ क्यों कि चीन और अन्य उभरती अर्थव्यवस्थाओं में भारी चालू खाता अधिशेष राशियां थीं, और उभरती अर्थव्यवस्थाओं में उनके चालू खाते घाटे से कहीं अधिक, भारी प्राइवेट पूंजी अंतर्प्रवाह हो रहा था और फिर यह आधिकारिक पूंजी प्रवाहों के रूप में, वापस पुनर्चक्रित होकर, अमरीका जैसे रिजर्व

\* 6-7 फरवरी 2012 को मुंबई, भारत में आर-स्क्वेयर रिस्कलैब द्वारा आयोजित "विश्व जोखिम कार्यशाला 2012" में भारतीय रिजर्व बैंक के कार्यपालक निदेशक श्री वी.के. शर्मा द्वारा दिया गया उद्घाटन भाषण। इसमें व्यक्त विचार लेखक के अपने हैं न कि भारतीय रिजर्व बैंक के।

मुद्रा के देशों के सरकारी बांडों में जा रहा था, जो दीर्घावधि आय पर दबाव के रूप में परिणत हुआ और फिर जो उपरिलिखित, जोखिम वाली आस्ति श्रेणियों के लिए भी, कम दीर्घावधि ब्याज दरों में रूपान्तरित हुआ। विश्व में बचतों की भरमार होने से, आय के लिए इस दौड़ ने, सचमुच के एक क्रेडिट बुलबुले, को जन्म दिया जिसकी विशेषता थी जोखिम की अभूतपूर्व 'अंडर प्राइसिंग', जो कि सबसे कम जोखिम प्रीमियमों के रूप में परिलक्षित हुई और "जंक-बाँड-फैलाव" निवेश ग्रेड कर्ज से इतने मिल गए कि पहचाने नहीं गए और जैसा कि जिम ग्रांट ने कहा, "सर्वाधिक जोखिम वाली आस्तियों ने काफी प्रभावी रूप से रिटर्न-फ्री-जोखिम को पेशकश की"। और यह सब तब हुआ जब अमरीकी-विकास-कथा, मुख्यतः चीन, एशिया तथा उभरती अर्थव्यवस्थाओं के सस्ते आयातों की वजह से ही मुख्यतः गैर स्फीतिकारी बनी हुई थी जिसने कि विकृत रूप से, ढीली मौद्रिक नीति को जारी रहने का बल दिया जो कि, जैसा कि मैंने अभी कहा, 'शॉप-फ्लोर-मूल्य स्फीति पर ही पूर्णतः केंद्रित थी और उसने व्यापक 'आस्ति मूल्य' स्फीति को पूरी तरह नकारा हुआ था।

3. इस तरह के 'कम ब्याज दर माहौल' ने, और नक़दी की बेहद बड़ी मात्रा में सप्लाई ने, अत्यधिक लीवरेज तथा जोखिम लेने का ऐसा वातावरण बना दिया कि 'अमरीकी परिवार कर्ज' देश की जीडीपी से बढ़ गया। असल में अमरीका में, खासकर वित्तीय क्षेत्र, संपदा क्षेत्र की 'सब-सर्विंग' के साध्य का साधन बनने की बजाय खुद ही साध्य बन गया। इसी संदर्भ में, व्युत्पन्नों के विश्व प्रसिद्ध विशेषज्ञ सत्यजित दास ने अपनी विशिष्ट शैली में इस वित्तीय संलक्षण (सिड्रोम) को, 'बहुतअधिक' और 'बहुतकम' के रूप में व्याख्यायित किया है - बहुत अधिक नक़दी, बहुत अधिक लीवरेज, बहुत अधिक जटिल वित्तीय इंजीनियरिंग, जोखिम हेतु बहुत कम रिटर्न, जोखिमों की बहुत कम समझ। अत्यधिक 'आर्केन रॉकेट विज्ञान' तथा वित्तीय क्षेत्र की अत्यधिक "वित्तीय की मियागिरी" ने, पूरी तरह सिर्फ अपनी ही खातिर और संपदा क्षेत्र की जरूरतों को लगभग पूरी तरह नकारते हुए, एक बड़ा "वित्तीय क्षेत्र - संपदा क्षेत्र-असंतुलन" निर्मित कर दिया और जो, चूंकि आंतरिक रूप से टिकाऊ नहीं था, इसलिए अंततः उसकी 'इलहामी परिणति' हुई और जिससे संचयी वैश्विक

‘राइट डाउनज’ हुए और बैंकों तथा वित्तीय कंपनियों को 2 ट्रिलियन अमरीकी डॉलर की क्रेडिट हानियां हुई।

4. जैसा कि मैंने सितम्बर 2011 में सिंगापुर में दूसरी ‘‘पैन-एशियन-विनियामक-समिट’’ में ‘‘वैश्विक बाजारों में प्रणालीगत जोखिम की पहचान-संकट से ली गई सीख : ‘एशियन विनियामक’ इस पर विचार कि प्रणालीगत जोखिम को बनने से रोकने, तथा भावी संकट को फिर से होने से रोकने के लिए उन्होंने क्या किया है’’ नामक विषय पर दिए गए अपने भाषण में मैंने बताया था कि वैश्विक बाजारों में प्रणालीगत जोखिम को कुछ चयनित पैरामीटर्स के आधार पर पहचाना और मापा जा सकता है जो कि परस्पर आस्ति बुलबुलों (बबल्ज) की सीमा तथा जोखिमों की तदनुसूची अंडर-प्राइसिंग को इंगित करते हैं, और इसीलिए ऊँचे उतार-चढ़ाव, जो कि ‘प्रभाव’ हैं, चिंता का विषय तो हो सकते हैं मगर निरंतर और अत्याधिक कम उतार-चढ़ाव, जो कि ‘कारण’ हैं, वही संकट-पूर्व अवधि के ‘हॉलमार्क’ थे। खासकर पैरामीटरों की रीडिंग्स को देखना काफी ‘इन्स्ट्रुक्टिव’ हो सकता है जैसे (i) यूएसटी-बिल तथा यूरो डॉलर भावी संविदा (टीईडी) फैलाव, (3एम लिबोर-3एम ट्रेजरी बिल), (ii) 3 एम लिबोर - 3 एम ओआइएस, (iii) 3एम लिबोर - प्रभावी फंड निधि दर (iv) उतार-चढ़ाव सूचकांक (वीआइएक्स) तथा (v) ऋण चूक अदला-बदली (सीडीएक्स), क्रॉस ओवर इंडेक्स। संकट से पूर्व, ये ऐतिहासिक रूप से निम्न स्तरों पर थे। यह वह समय था जब क्रेडिट और इक्विटी बाजारों में सचमुच का बुलबुला था और नीति निर्माता पहले से ही, संकट से पूर्व, जोखिमों की भारी अंडर-प्राइसिंग की

चेतावनी दे रहे थे। परंतु दुर्भाग्य से इन चेतावनियों के अलावा, न ही तो कोई पूर्वसक्रिय, प्रीएंप्ट कदम उठाया गया और न ही कोई संतोषजनक नीतिगत प्रतिक्रिया दी गई। यदि कोई हाल के लेखों को पढ़ें तो इस बात का अकाट्य साक्ष्य मिलेगा कि वित्तीय प्रणाली में फिर से जोखिमों का भारी ‘न्यून मूल्यन’ हो रहा है; और अब प्रश्न ‘यदि’ का नहीं बल्कि ‘कब’ का है, कि केन्द्रीय बैंकों के तुलन-पत्रों में कई गुणा वृद्धि द्वारा जनित यह जेनेटिक आस्ति बुलबुला कब फूटेगा। खासकर इस समय, वैश्विक चलनिधि, 2007 के पूर्व की अवधि के मुकाबले अधिक चिंता का विषय बनी हुई है जिसका कारण है अत्यंत कम तथा शून्य के आसपास नीति दरें, और प्रमुख केंद्रीय बैंकों के तुलन-पत्र, जो 2007 से पूर्व के स्तरों से 1.50 से 3 गुणा हैं, और इसमें लगभग 4 ट्रिलियन अमरीकी डॉलर की ‘‘वृद्धिशील केंद्रीय बैंक चलनिधि’’ भी जुड़ गई है। इससे भी बुरा यह है कि यह भी कहा जा रहा है कि अमरीकी बैंक, छोटे कारोबारियों और परिवारों को ऋण देने की बजाय, 1.5 ट्रिलियन अमरीकी डॉलर की अधिक प्रारक्षित निधियाँ फेड के पास रख रहे हैं। इसके अलावा अमरीका की गैर वित्तीय कंपनियाँ भी लगभग 2 ट्रिलियन अमरीका डॉलर की नकदी और लिक्विड आस्तियों पर बैठी हुई हैं और उन्हें समझ नहीं आ रहा कि इसका क्या करें। वैश्विक चलनिधि की इस भीषण बाढ़ की पृष्ठभूमि में, आस्ति बुलबुले फिर से बनने के अचूक संकेत हैं जो कि गत वैश्विक वित्तीय संकट का लगभग एक ‘रीप्ले’ ही होगा। जैसा कि तालिका से ज्ञात होता है, 27 जनवरी 2012 को, सोने का अधिमूल्यन - जिसे हम सोने का बुलबुला भी कह सकते हैं - 7 प्रतियोगी श्रेणियों

सारणी

आस्ति/सूचकांक	आस्ति मूल्य से सोने के दैनिक अनुपात का औसत (मार्च 2000-फर.2010)	27 जन. 2012 को चालू अनुपात	27 जन. 2012 को स्तर	27 जन. 2012 को सोने का इंप्लाइड मूल्य	27 जन. 2012 को ओवर वैल्यूएशन	14 सितं. 2011 को ओवर वैल्यूएशन	27 अक्टू. 2010 को ओवर
	(1)	(2)	(3)	(1)x(3) = (4)	वैल्यूएशन	(6)	(7)
केस शिलर यूएस नेश.होम. प्राइस इन्डेक्स	3.57	13.34	130.39	465.49	274%	292%	169%
डीएक्स वाइ	6.24	22.04	78.90	492.34	253%	280%	174%
सीडीएक्सआइजी*	5.50	18.21	95.48	525.14	231%	251%	149%
डो जोन्स	0.05	0.14	12660.46	633.02	175%	224%	138%
जे पी मॉर्गन यू एस ट्रेजरी 7-10 वर्षीय बांड सूचकांक	1.27	2.66	654.73	831.51	109%	123%	78%
एलएमईएक्स	0.26	0.46	3753	975.78	78%	84%	34%
डब्ल्यू टी आई	10.76	17.47	99.56	1071.3	62%	90%	50%

(27 जनवरी 2012 को बंद सोना हाजिर मूल्य 1739.07 अमरीकी डॉलर था)

(स्रोत := ब्लूमबर्ग)

\* नवीनतम सीडीएक्स आइ पी आंकड़े 24 सितंबर 2004 से उपलब्ध हैं। श्रृंखला 3 के औसत मूल्य 1 मार्च 2000 से सीडीएस हेतु प्रॉक्सी के रूप में प्रयुक्त किए गए हैं। सीडीएक्स फैलाव आधारित सूचकांक मूल्य, क्रोमट आधारित मूल्यों के रूप में परिवर्तित किए गए हैं ताकि सोने के मूल्य और इंप्लाइड सीडीएस प्राइस के अनुपात ‘केपेअरिंग एप्पल-विद-एप्पल आधार’ पर आगणित किए जा सकें।

\*\* केस-शिलर यूएस नेशनल होम प्राइस सूचकांक तिमाही रूप से प्रकाशित किया जाता है। नवीनतम सूचकांक सितंबर 2011 को समाप्त तिमाही के लिए उपलब्ध है। सूचकांक के स्तर की तुलना, अप्रैल 2000 से दैनिक स्वर्णमूल्य की तिमाही औसत से की गई।

के संदर्भ में, उच्चतर रूप से समवायित (कोरिलेटेड) धातु की कीमतों के समक्ष 78 प्रतिशत था, जिसकी प्रॉक्सी लंदन धातु एक्सचेंज (एलमेक्स) द्वारा दी गई डब्ल्यूटीआइ कूड के समक्ष 62 प्रतिशत था; अमरीकी ट्रेजरीज के समक्ष 109 प्रतिशत था जिसकी प्रॉक्सी जे पी मॉर्गन सूचकांक द्वारा दी गई; और क्रेडिट डिफाल्ट स्वेप सूचकांक, डो जोन्स, द यू.एस. डॉलर एक्सचेंज डीएक्सवाय तथा यूएस होम प्राइस केस - शिलर सूचकांक के समक्ष अनुमानतः 230-275 प्रतिशत था। आस्ति बुलबुले की खोज के लिए (इस संदर्भ में स्वर्ण), अमरीकी डॉलर, अमरीकी स्टॉक मार्केट, कच्चे तेल, अमरीका खजाने, क्रेडिट जोखिम, बेस धातुओं तथा अमरीकी हाउसप्राइस, जिनकी प्रॉक्सी क्रमशः डीएक्सवाई (यूरो, पाउंड-स्टर्लिंग, जापानी येन, स्विस् फ्रैंक, कॅनेडियन डॉलर तथा स्वीडिश क्रोना), डो जोन्स इन्डस्ट्रियल एवरेज (डीजेआइए) डब्ल्यू टी आइ स्पॉट, जे पी मॉर्गन, बॉन्ड इन्डेक्स, सीडीएक्सआइजी, निवेश ग्रेड अमरीकी बॉन्ड्स के लिए सीडीएस सूचकांक, लंदन मेटल एक्सचेंज (एलमेक्स) (निकल, टिन, एल्यूमीनियम, तांबा, जस्ता तथा सीसा) तथा एस एण्ड पी केस-शिलर सूचकांक जैसी प्रतियोगी आस्ति श्रेणियों के संदर्भ में स्वर्ण की उचित वैल्यू / कीमत आगणित की गई है। सारणी I स्वयं स्पष्ट है। उचित मूल्य के आगणन की यह अन्तर्दृष्टि परक अपीलिंग विधि' काफी मजबूत और श्रमाधारित है क्योंकि इसमें धारण यह है कि निवेशक को अपने पोर्ट फोलियो के आबंटन के लिए इनमें से चुनने के लिए अधिकतम निवेश अवसर मिलते हैं।

5. असल में, बीआइएस रिव्यू 34/2009 में प्रकाशित मेरे भाषण "वर्तमान वैश्विक वित्तीय संकट की उत्पत्ति निदान तथा फलानुमान" में मैंने उल्लेख किया था कि बहुत कम ब्याज दरों और चलनिधि की अभूतपूर्व बाढ़ के, तब के मौद्रिक नीति वातावरण से, एक बड़ा जोखिम दिख रहा है कि कहीं निकट भविष्य में वैसा ही कोई दूसरा गुब्बारा न बन जाए। असल में, एक जिन्सों का बुलबुला भी बनते-बनते रह गया था जो अपने सभी आशयों और प्रयोजनों से, नकदी के इस भारी भंडार के कारण ही पैदा हुआ था, मगर फट गया; जिसका सामान्य कारण वैश्विक आर्थिक उलट फेर तथा विशेष कारण न्यूयॉर्क मर्केन्टाइल एक्सचेंज (एनबाइमेक्स) द्वारा कच्चे तेल के भावी सौदों पर नकदी मार्जिन बढ़ाकर प्रतिचक्रिक उपाय करना तथा कमोडिटी फ्यूचर्स ट्रेडिंग आयोग द्वारा सट्टेबाजी की पोजीशन की चैकिंग था। अगर इस चलनिधि और मौद्रिक सरलीकरण के दलदल का हल उचित ढंग से और समय पर नहीं किया गया तो अगला संकट सचमुच में एक 'वित्तीय और आर्थिक न्यूक्लियर विंटर' के रूप में हमारे सामने होगा। इस प्रकार आपने देखा कि कैसे हमारे सामने एक बुलबुला बनने ही

वाला था कि वह फट गया और अब हम एक और बुलबुले की तरफ बढ़ रहे हैं जिसकी छाया हमने हाल ही में 4 अगस्त 2011 को देखी और 20 सितंबर 2011 को फेडरल ओपन मार्केट कमेटी (एफओएमसी) की बैठक में भी हमने इसका अनुभव किया जब मेरे पूर्वानुमान की लगभग पुष्टि हो ही गई थी जब उपर्युक्त विश्लेषण के आधार पर, कच्चा तेल और वैश्विक शेयर बाजार लगभग 5 प्रतिशत लुढ़क गया और सोना 1920 अमरीकी डॉलर के उच्चतम स्तर को छूने के बाद शिकागो मर्केन्टाइल एक्सचेंज में 1530 अमरीकी डॉलर प्रति ट्राय आउंस पर आ गिरा जिससे सोने के अगाऊ सौदों पर कैशमार्जिन, 20 प्रतिशत बढ़ा दिया गया।

6. ऐसे प्रणालीगत जोखिमों के निर्माण को रोकने के लिए मेरे उसी भाषण में मैंने पहले ही हल सुझाया था कि 'कारण' को रोकें। दोहराने का जोखिम लेते हुए भी मैं यहाँ उल्लेख करना चाहूंगा कि चाहे वैश्विक असंतुलनों और समायोजनशील मौद्रिक नीति ने अत्यधिक लीवरेज और जोखिम होने का वातावरण भले ही बनाया हो फिर भी यह जिम्मेदारी विनियामकों और पर्यवेक्षकों की ही थी कि वे काम होने पर प्रतिक्रिया दिखाने की बजाय, पूर्व सक्रिय होकर तथा निर्णायक होकर, उपयुक्त प्रतिचक्रिक - वृहत् विवेकाधीन उपाय करते। परंतु दुर्भाग्य से विश्व की, और खासकर पश्चिम की, इस निश्चेष्ट विनियामक और पर्यवेक्षकीय प्रणाली की इस व्यापक असफलता से, स्थितियाँ इतनी खराब हुई, और यह अभूतपूर्व वैश्विक वित्तीय संकट सामने आया। इसकी स्पष्ट स्वीकारोक्ति, इतनी देर में ही सही, मगर अब सामने आ ही गई है जब अमरीकी फेडरल रिजर्व के भूतपूर्व उपाध्यक्ष डोनाल्ड काह्न ने यह कह कर क्षमा मांगी कि, "हम सतर्क नहीं थे जिसके कारण हमें इस सबसे बुरी आर्थिक मंदी का सामना करना पड़ा और लाखों नौकरियाँ गंवानी पड़ी"। यह विनियामक और पर्यवेक्षकीय जड़ता, जो विश्व भर में अभूतपूर्व जोखिम निर्माण का कारण बनी, मुझे तड़क-भड़क और हल्ले-गुल्ले वाले, संकट पूर्व के वित्तीय वातावरण की याद दिलाती है जिसके बारे में मार्क ट्वेन ने 100 वर्ष पूर्व कहा था, "जो अज्ञात है वो आपको संकट में नहीं डाल रहा है जिसके बारे में आप पूरी तरह से जानते हैं वही आप को संकट में डाल रहा है", यही जोखिम की प्रच्छन्नता है। खासकर, आस्तियों के बुलबुले और जोखिम की अंडर-प्राइसिंग को खोजने के लिए वित्तीय पैरामीटरों के आधार पर, जिन्हें कि मैंने ऊपर अनुच्छेद 5 में रेखांकित किया है विनियामकों/ नीतिनिर्माताओं को क्षेत्र-विशिष्ट प्रतिचक्रिक विवेकाधीन उपाय लागू करने चाहिए जैसे कि, जहाँ बुलबुले हों या बन रहे हों, वहाँ आस्ति क्षणियों के लिए जोखिम भार बढ़ाकर, आस्तियों के जोखिम वाले

वर्गों के लिए, चयनित रूप से, पूंजी प्रभार बढ़ाना। इसके अलावा इन्हें, जोखिम-भारित, आस्ति आधारित पूंजी प्रेस्क्रिप्शन के अतिरिक्त, अधिकतम एब्सोल्यूट लीवरेज’ (आस्तियों के लिए जोखिम भारों हेतु अनुमति न देना) नियत करके, पूरक किया जाना चाहिए। संदर्भतः यहाँ प्रख्यात निवेशक वारेन बफ़ेट की टिप्पणी उद्धृत की जा सकती है जिन्होंने 80 के दशक के अंत में बासेल I शुरू होने के वक्त कहा था कि, “मैं ऐसे बैंकिंग स्टॉक्स को पसंद नहीं करता जहां आस्तियाँ, इक्विटी की 20 गुनांहीं जो कुल आस्ति से साक्षी इक्विटी का अनुपात 5 प्रतिशत पर रूपांतरित करती हैं, जो कि बासेल III द्वारा आस्तियों से साक्षी इक्विटी के लिए निर्धारित न्यूनतम 3 प्रतिशत के अनुपात से, अंदाजन 1.67 गुना है (33.33 गुना लीवरेज)। चाहे कुछ भी हो, ये विनियामक उपाय, मौद्रिक नीति को कसने के उपायों को, अत्यावश्यक बनाते हैं जो कि एक ऐसा ‘ब्लंट उपकरण’ है जो वित्तीय बाजारों और संपदा अर्थव्यवस्था को अविवेकी तरीके से प्रभावित करता है। यद्यपि बहुत अधिक ढंग से अपने भाषण में अलग से मैं इस बात को ले रहा हूँ कि, प्रणालीगत वित्तीय जोखिमों के निर्माण से बचने के लिए, मौद्रिक नीति को कैसे एक पूरक उपकरण के रूप में प्रभावी ढंग से इस्तेमाल किया जा सकता है। इसके अतिरिक्त ऋण संकट ने इस बात को और भी उजागर कर दिया है कि ‘चलनिधि जोखिम’ तथा ‘अपारदर्शी तुलनपत्रेतर एक्सपोज़र्स’ के बीच मजबूत जुड़ाव है, चाहे वे कितनी भी साइज़ के हों। अतः इन जोखिमों के प्रति उपयुक्त पर्यवेक्षकीय तथा विनियामक जवाब यह होगा कि तुलनपत्रेतर वायदों / एक्सपोज़र्स की पूर्ण पारदर्शिता तथा प्रकटन पर जोर दिया जाए तथा पर्यवेक्षण में यह जोर दिया जाए कि ‘भंडारित’ तथा ‘खरीदी गई’ चलनिधि का उपयुक्त मिश्रण रखा जाए तथा नकदी (चलनिधि) जोखिम के लिए उपयुक्त पूंजी प्रभार आयद किया जाए; खरीदा गया चल-निधि घटक जितना अधिक होगा पूंजी प्रभार उतना ही अधिक होगा और “भंडारित चलनिधि” घटक जितना बड़ा होगा, पूंजी प्रभार उतना ही कम होगा। इसलिए बैंकिंग पर्यवेक्षकों और विनियामकों को अब इस नाजुक जोखिम वर्ग के लिए पहले से भी अधिक तैयार और पूर्व क्रियाशील होकर इनके पर्यवेक्षण पर ध्यान केंद्रित करना होगा। (वस्तुतः भारत में, वित्तीय क्षेत्र आकलन समिति ने, अगस्त 2007 के चल नकदी और ‘क्रेडिट क्रंच’ से बहुत पहले, मई में ही इस नाजुक जोखिम पर, पूर्वद्रष्टा रूप से, अपना ध्यान केंद्रित कर दिया था)।

7. इसके उलट भारत में, उल्लेखनीय वित्तीय स्थिरता थी जो कि दैवयोग से नहीं थी, बल्कि पूर्व सक्रिय रूप से लिए गए प्रतिक्रिक

विवेकाधीन उपायों के कारण थी, जैसे वाणिज्यिक रियल एस्टेट पूंजी बाजार, वेन्चर पूंजी निधियों तथा प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण, जमाराशियां न स्वीकार करने वाली गैर-वित्तीय कंपनियों पर जोखिम भार बढ़ाना। भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा संकट से पूर्व किए गए ये विवेकाधीन विनियामक उपाय, अब “प्रतिक्रिक विवेकाधीन उपायों” के रूप से विख्यात हैं और अंतरराष्ट्रीय विनियामकों के हाल में गठित विभिन्न कार्यदलों/समितियों ने, इन्हें अपनाए जाने की ज़बरदस्त सिफारिश की है। असल में वैश्विक वित्तीय संकट और उसके बाद आई अर्थिक मंदी के कारण संकट के प्रतिकूल असर से बचने के लिए इन “प्रतिक्रिक विवेकाधीन उपायों” को वापस ले लिया गया जिससे भारतीय अर्थव्यवस्था को काफ़ी लाभ पहुंचा केवल इतना ही नहीं, बासेल II के बाद, रिजर्व बैंक ने, पश्चिम के विपरीत, भारत में, बैंकों को अपनी पूंजी कम करने की अनुमति नहीं दी और विवेकपूर्ण ढंग से अधिदेश दिया कि वे तब की अपनी विद्यमान ‘एब्सोल्यूट पूंजी’ धारित करके देखें। इसके परिणाम स्वरूप हम भारत में सुखद स्थिति में हैं जहां कि कुल आस्तियों से साक्षी इक्विटी अनुपात’ 7 प्रतिशत से अधिक है जो कि इस महत्वपूर्ण पैरामीटर पर बासेल-II की अपेक्षा से दुगुने से भी अधिक है। हाल ही में एक और महत्वपूर्ण क़दम के रूप में रिजर्व बैंक ने, संभावित प्रणालीगत चलनिधि जोखिम को रोकने के लिए “फिक्स्ड आय म्युचुअल फंडों” में बैंकों के निवेश पर उनकी नेटवर्क के 10 प्रतिशत तक की सीमा लगा दी है।

8. अब मैं उसपर आता हूँ, जैसा कि मैंने पहले अनुच्छेद 6 में कहा था, कि प्रणालीगत वित्तीय जोखिमों के निर्माण को सफल, प्रभावी और निर्णायक तरीके से रोकने के लिए कैसे मौद्रिक नीति को, प्रति चक्रिक विवेकाधीन विनियामक उपायों के संग-संग, एक पूरक उपाय के रूप में इस्तेमाल किया जा सकता है। मेरे विचार से, सुप्रसिद्ध ‘टेलर नियम’ को उपयुक्ततः परिवर्तित करके, स्फीति और जीडीपी के साथ-साथ वित्तीय पैरामीटरों पर आधारित प्रणालीगत वित्तीय स्थितियों की प्रतिनिधिक अतिरिक्त शर्तों को, आस्ति बुलबुलों तथा जोखिमों की अंडर प्राइसिंग खोज के लिए शामिल किया जा सकता है, जैसा कि मैंने अपने भाषण के अनुच्छेद 4 में पहले ही रेखांकित किया है। हालांकि इस चुनौती को अभी तक मैंने खुद तक ही सीमित रखा है फिर भी मैं अनुसंधानकर्ताओं से अनुरोध करूंगा कि वे इस विचार धारा को आगे ले जाएं। मुझे विश्वास है कि एक बार टेलर नियम का यह संशोधित रूप लागू हो जाने से मौद्रिक नीति निर्माण के लिए यह एक अवधारणात्मक रूप से मजबूत और तकनीकी रूप से कड़ा विश्लेषणात्मक तत्व उपलब्ध करवाएगा जिससे संभावित आस्ति बुलबुले को, पूर्व सक्रिय और निर्णायक रूप से रोका जा सकेगा।

9. संक्षेप में, इस “विद्वान और विवेकशील श्रोता-सभा” को मेरा संदेश यह है कि टेलर नियम के प्रस्तावित संशोधित रूप पर आधारित मौद्रिक नीति उपकरण, तथा प्रतिचक्रिक विवेकाधीन विनियामक उपायों को अपना कर, प्रणालीगत वित्तीय जोखिमों के निर्माण को पूर्वक्रमिक, पूर्वक्रियात्मक तथा विश्वसनीय और निर्णायक तरीके से रोकने की जरूरत है। मैं कार्यशाला की सफलता की कामना तो करता ही हूँ, साथ ही यह आशा भी करता हूँ कि कार्यशाला, नए तथा अपरंपरागत मगर अवधारणात्मक रूप से सुदृढ़ और तकनीकी रूप से सख्त, जोखिम की मॉडलिंग के विकल्पों पर भी प्रकाश डालेगी जो संभवतः अपनी अन्तर्निहित प्रच्छन्नताओं से विच्छिन्न

हैं। पर अंत में, एकदम बुनियादी और मूलभूत स्तर पर, एकदम अमधुर शब्दों में बोलते हुए मेरा कहना है कि जब पार्टी चल रही हो तो ‘पंच बाउल’ को हटाने में अंदर तक का हौसला जुटाना पड़ता है (1980 में इसी प्रकार की चर्चाओं में यह ‘फ्रेज’ बहुत आम था)। क्यों कि समस्या न जानने की नहीं है, परंतु जानकर भी कंपित होने, विकल्पों पर दुखी होने, टालमटोल करने, काम को रोके रखने, तथा कुछ भी विश्वसनीय, सार्थक, प्रकट, निर्णायक न करने की है। जॉन रस्किन के शब्दों में, “सार्थकता यह जानने में नहीं है कि क्या करना है, बल्कि जो किया जाना चाहिए, उसे करने में है, और समय पर करने में है”।