वैश्विक वित्तीय संकट: उद्गम, प्रभाव और सबक *

दीपक मोहंती

आदरणीय डॉ.रेड्डी, प्रो.टी.एन.श्रीनिवासन, प्रो.एस.डी.तेंडुलकर, प्रो.टी.कृष्णकुमार, आमंत्रितगण और साथियों। मुझे वैश्विक वित्तीय संकट पर अपने विचार व्यक्त करने का अवसर देने के लिए मैं सी.आर.राव एडवान्स्ड इंस्ट्यूट ऑफ मैथेमैटिक्स, स्टैटिस्टिक एंड कंप्यूटर साइन्स और हैदराबाद विश्वविद्यालय का आभारी हूं। मैं भारतीय रिज़र्व बैंक के पूर्व गवर्नर डॉ.रेड्डी की उपस्थिति में इस विषय पर बोलते हुए एकदम विनीत हूं जिन्हें ऐसी विवेकपूर्ण नीति बनाने का व्यापक श्रेय है जिसने वैश्विक वित्तीय संकट के गंभीर प्रभाव से भारत की रक्षा की।

आज की अर्थव्यवस्था 1930 के दशक की महामंदी के बाद अब सर्वाधिक गंभीर संकट से उबरती हुई दिख रही है। जैसा कि आप जानते हैं, यह अमरीका में सबप्राइम क्षेत्र में अगस्त 2007 में उभरी थी और लेहमन ब्रदर्स की विफलता के बाद सितंबर 2008 में इसने वैश्विक संकट का रूप ले लिया। अनेक देशों में इसके एकसाथ फैल जाने के कारण इसे वित्तीय पूंजीवाद के इतिहास में सबसे बड़ा संकट कहा गया।

इस संकट के प्रभाव को इस बात से नापा जा सकता है कि बैंकों और अन्य वित्तीय संस्थाओं द्वारा संभाव्य राइट-डाउन के अनुमान में तेज ऊर्ध्वमुखी संशोधन हुआ और यह मार्च 2008 के 500 बिलियन अमरीकी डॉलर से बढ़कर अक्तूबर 2009 में 3.5 ट्रिलियन अमरीकी डॉलर हो गया। वित्तीय लागत से अधिक, वास्तविक अर्थव्यवस्था पर अधिक प्रतिकूल प्रभाव पड़ा: 2009 में, आइएमएफ के अनुमान के अनुसार वैश्विक जीडीपी में 0.8 प्रतिशत का संकुचन होगा और वैश्विक व्यापार की मात्रा में 12 प्रतिशत की गिरावट होगी।

संकट के विस्तार ने विश्वभर के नीति निर्माताओं को उपलब्ध पारंपरिक और अपारंपरिक नीति विकल्पों की सभी

* सी.आर.राव एडवान्स्ड इंस्ट्यूट ऑफ मैथेमैटिक्स, स्टैटिस्टिक एंड कंप्यूटर साइन्स और हैदराबाद विश्वविद्यालय द्वारा प्रो. सी.आर.राव के 90 वें जन्मदिन के अवसर पर उनके सम्मान में आयोजित इंटरनैशनल कॉन्फ्रेन्स ऑन फ्रंटियर्स ऑफ इंतरफेस बिटवीन स्टैटिस्टिक एंड साइन्स में दीपक मोहंति, कार्यपालन निदेशक द्वारा 30 दिसंबर 2009 को हैदराबाद में दिया गया भाषण। डॉ.राजीव रंजन और श्री बिनोद बी.भोई से प्राप्त सहयोग के लिए हम उनके प्रति आभारी हैं।

वैश्विक वित्तीय संकट: उद्गम, प्रभाव और सबक

दीपक मोहंती

सीमाओं की परीक्षा ली है। वस्तुत:, वह गति और गहनता जिससे अमरीकी सबप्राइम संकट वैश्विक वित्तीय संकट में और फिर वैश्विक आर्थिक संकट में बदल गया था, से समष्टि अर्थव्यवस्था में मुख्य मतों पर एक नई बहस चल पड़ी। इसने वित्तीय बाजारों के स्व-सुधारक स्वरूप पर पारंपरिक दृष्टिकोण को चुनौती दे डाली। आर्थिक वृद्धि में वित्त की भूमिका पर बहस पुन: केंद्र बिंदु बन गई।

इस पृष्ठभूमि के संदर्भ में, मैं निम्नलिखित प्रश्नों के सेट पर ध्यान देना चाहूंगा। वर्तमान संकट पूर्ववर्ती संकट से कारण और अभिव्यक्ति के संदर्भ में किस प्रकार समान या भिन्न है? विभिन्न देशों में इस संकट का उत्तर किन नीतियों से दिया गया? भारत पर इसका कैसा और क्यों प्रभाव पड़ा और हमने इसका उत्तर किस प्रकार दिया? इस संकट के मुख्य सबक कौनसे हैं? मैं भारत पर फोकस के साथ समापन करूंगा।

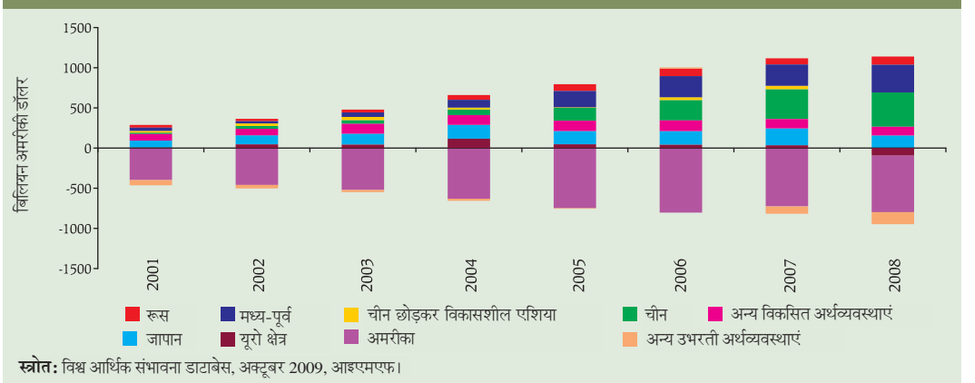
I. संकट की उत्पत्ति

यह संकट समष्टि आर्थिक और व्यष्टि आर्थिक कारकों के बीच आंतरिक क्रिया का परिणाम था। समष्टि आर्थिक दृष्टिकोण से, इस संकट के लिए वैश्विक असंतुलन की निरंतरता, प्रमुख विकसित अर्थव्यवस्थाओं में अधिक उदार मौद्रिक नीति अपनाना और नीति तैयार करने में संपत्ति की कीमतों की पहचाह के अभाव को जिम्मेदार ठहराया गया है। व्यष्टि आर्थिक दृष्टिकोण से, इस संकट के लिए पर्याप्त नियमन के बिना तेज वित्तीय नवोन्मेष, क्रेडिट बूम और क्रेडिट मानकों में गिरावट, अपर्याप्त कंपनी संचालन और वित्तीय क्षेत्र में अनुचित प्रोत्साहन प्रणाली तथा वित्तीय प्रणाली में समग्र ढीला निरीक्षण जिम्मेदार ठहराया गया।

वैश्विक असंतुलन

यह तर्क दिया जाता है कि जब सबप्राइम समस्या उभरी हुई थी, वर्तमान दशक के शुरू संकट का मूल कारण वर्तमान दशक के शुरू से वैश्विक असंतुलन में है (बीआइएस, 2009)। विकसित देशों में भारी चालू खाता घाटा उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) में भारी चालू खाता अधिशेष में दिखता है जिसका अर्थ यह है कि अतिरिक्त बचत का प्रवाह विकासशील देशों से विकसित देशों की ओर हुआ (चार्ट 1 और सारणी 1)। बर्नान्के (2005) ने इसे इस संकट के लिए प्रमुख कारकों में से एक के रूप में

चार्ट 1: वैश्विक असंतुलन - चालू खाता स्थिति



स्रोत: विश्व आर्थिक संभावना डाटाबेस, अक्टूबर 2009, आइएमएफ।

सारणी 1: बचत और निवेश

(जीडीपी के प्रतिशत के रूप में)

देश	बचत		निवेश		बचत-निवेश अंतर	
	2001	2008	2001	2008	2001	2008
1	2	3	4	5	6	7
विकसित अर्थव्यवस्थाएं	**20.4**	**19.5**	**20.9**	**21.0**	**-0.5**	**-1.5**
जिनमें से						
अमरीका	16.5	12.6	19.3	18.2	-2.8	-5.6
जापान	26.9	26.6	24.8	23.5	2.1	3.1
जर्मनी	19.5	25.6	19.5	19.2	0.0	6.4
यूनाइटेड किंगडम	15.4	15.3	17.4	17.0	-2.0	-1.7
यूरो क्षेत्र	21.2	21.4	21.1	22.2	0.1	-0.8
उभरती और विकासशील अर्थव्यवस्थाएं	**25.0**	**34.8**	**24.4**	**30.9**	**0.6**	**3.9**
जिनमें से						
विकासशील एशिया	31.5	47.7	30.1	41.9	1.4	5.8
चीन	38.4	49.2	36.3	42.6	2.1	6.6
भारत	23.5	32.5	22.8	34.9	0.7	-2.4
मध्य पूर्व	29.7	41.9	23.4	22.8	6.3	19.1
स्वतंत्र राज्यों का कॉमनवेल्थ	28.8	30.9	21.8	26.2	7.0	4.7

नोट: चीन के लिए डाटा विश्व विकास संकेतकों का ऑनलाइन डाटाबेस, विश्व बैंक से है; भारत के लिए डाटा राष्ट्रीय स्रोत (सीएसओ) से है।

स्रोत: विश्व आर्थिक संभावना (डब्ल्यूईओ), अक्टूबर 2009, आइएमएफ।

'बचत की भरमार' माना है। विकसित देशों के बीच, यह अमेरिका है जिसमें बचत-निवेश का बड़ा अंतर है। ईएमई के बीच, यह चीन है जहां सबसे बड़ा बचत अधिशेष है। हालांकि, इसका कारण बहुत स्पष्ट नहीं है: क्या यह चीन में अधिक बचत या अमेरिका में अधिक उपभोग है जिसने इस संकट को बढ़ाया है।

बचत-निवेश असंतुलनों के अलावा, ईएमई और खासकर चीन द्वारा पूंजी प्रवाह के अचानक पलट जाने के विरुद्ध स्व-बीमा के रूप में भी बड़े विदेशी मुद्रा भंडार का समवर्ती संचय किया गया (सारणी 2)। यह तर्क दिया जाता है कि मुद्रा भंडार के संचय, विशेष रूप से व्यापार अधिशेष से, के कारण विनिमय दरों में असमानता आई। इससे वैश्विक असंतुलन को समायोजित करना रुक गया। इसके अलावा, समायोजन का भार देशों ने लचीली मुद्राओं के साथ असमानुपातिक रूप से वहन किया। हालांकि इस तर्क में वजन है, यह स्पष्ट नहीं है कि विनिमय दरों में स्वयं द्वारा होने वाली घट-बढ़ कुल मांग में समायोजन - अमेरिका में कम उपभोग और चीन में उच्च उपभोग - के बिना वैश्विक असंतुलन को रोका सकता था या नहीं।

सारणी 2: विदेशी मुद्रा भंडार - उभरती और विकासशील अर्थव्यवस्थाएं

(बिलियन अमरीकी डॉलर)

देश	2001	2008
1	2	3
उभरती और विकासशील अर्थव्यवस्थाएं	**857**	**4,963**
जिनमें से		
विकासशील एशिया	380	2,538
चीनी	216	1,950
भारत	46	248
मध्य पूर्व	135	826
स्वतंत्र राज्यों का कॉमनवेल्थ	44	504
रूस	33	413
पश्चिमी गोलार्द्ध	159	498
ब्राजील	36	193
मेक्सिको	45	95

स्रोत: डब्ल्यूईओ, अक्तूबर 2009, आइएमएफ।

मौद्रिक नीति

अनेक विकसित देशों में, नीतिगत दरें कम बनी रहीं जिसे तटस्थ दरों के रूप में माना जा सकता है। अमेरिका और जापान में मौद्रिक नीतियां अधिक आगे जाने योग्य नहीं थीं (ट्रूमैन, 2009)। अमरीकी फेडरल फंड दर जून 2003 तक 1 प्रतिशत तक कम थी जबकि बैंक ऑफ जापान की डिस्काउंट दर सितम्बर 2001 तक 0.1 प्रतिशत पर पहुंच गई थी। बाद में, हालांकि नीतिगत दरें बढ़ गई थीं, संकट के कारण उन्हें उनके न्यूनतम स्तर पर लाया गया (चार्ट 2)।

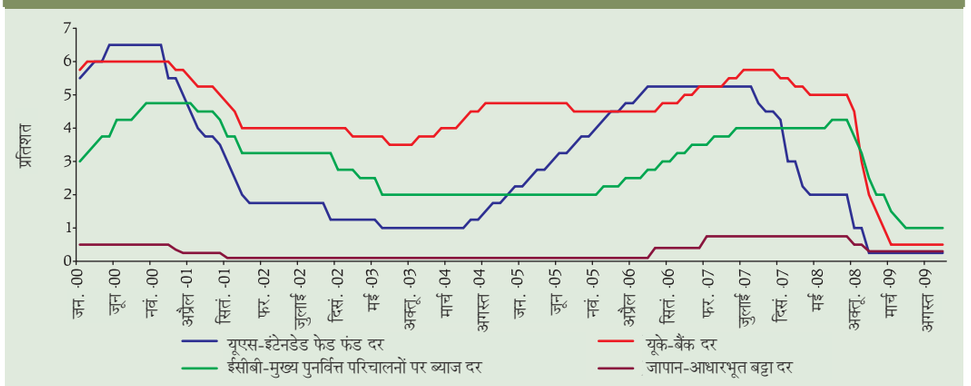
कई आलोचकों का तर्क है कि नीतिगत दरों के वर्तमान कम स्तर से अगला संकट उत्पन्न हो सकता है। दोनों पक्षों के तर्कों के होते हुए भी, एक पहलू स्पष्ट है कि विकसित देशों में मौद्रिक नीति का ईएमई पर प्रभाव अंतरित हुआ है। मौद्रिक नीति संचालित करते समय आम तौर पर देशी उद्देश्य ध्यान में रखा जाता है लेकिन अंतरराष्ट्रीय अंतरण प्रभाव महत्वहीन नहीं हैं। उदाहरण के लिए, ब्याज दर अंतर में वृद्धि के कारण विकसित देशों से विकासशील देशों को अत्यधिक पूंजी प्रवाह हो सकता है जिसमें पूंजी प्राप्तकर्ता देशों की बुनियादी बातों के लिए असंबंधित उत्क्रमण का जोखिम बढ़ सकता है। इससे आस्ति कीमत विनिमय दर पर दबाव बढ़ा सकती हैं और इसका प्रतिकूल प्रभाव हो सकता है।

अतिरिक्त लाभ

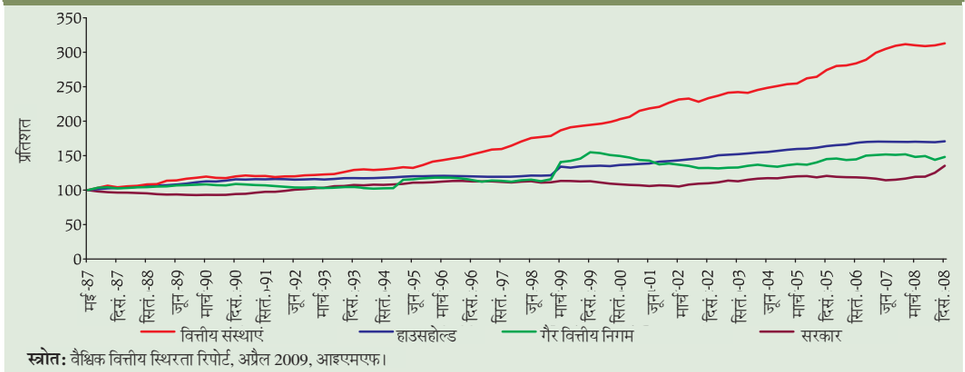
पिछले संकट के विभिन्न एपिसोडों के साथ मौजूदा संकट की तुलना से अंतर्निहित कारणों - ऋण का अत्यधिक उपयोग, ऋण मानकों में गिरावट और लाभ पर भारी निर्भरता - के संबंध में काफी समानता का पता चलता है। रीनहार्ट और रोगोफ (2009) का कहना है कि मौजूदा संकट के वैश्विक आयाम इस एपिसोड के लिए न तो नए हैं और न ही अद्वितीय हैं।

वैश्विक असंतुलनों की निरंतरता के अलावा, विकसित अर्थव्यवस्थाओं में अपनाई गई आसान मौद्रिक नीति से निवेशकों और साथ ही बैंकों और वित्तीय संस्थओं की ओर से अत्यधिक लाभ पाने को प्रोत्साहित किया। इस सदी के पहले दशक में वित्तीय संस्थाओं के लाभ में तीव्र वृद्धि विशेष रूप से उल्लेखनीय रही (चार्ट 3)।

चार्ट 2: मुख्य नीतिगत दरें: चुनिंदा विकसित अर्थव्यवस्थाएं



चार्ट 3: चुनिंदा विकसित अर्थव्यवस्थाओं में ऋण-जीडीपी अनुपात (जीडीपी-भारांकित, 1987=100)



स्रोत: वैश्विक वित्तीय स्थिरता रिपोर्ट, अप्रैल 2009, आइएमएफ।

प्रतिफल की खोज

ब्याज दरों के कम स्तर के कारण प्रतिफल की खोज शुरू हुई। इसने जटिल व्युत्पन्नी लिखतों और प्रतिभूतीकरण की प्रक्रिया के माध्यम से निर्मित संरचित वित्त उत्पादों के मामले में तेज वित्तीय नवोन्वेष को प्रोत्साहित किया। जोखिम के कम मूल्यण के साथ आसान ऋण ने काल्पनिक आस्ति के बुलबुले, विशेष रूप से वास्तविक संपदा में, तैयार किए। किंतु, कई मामलों में घरेलू समष्टि आर्थिक नीतियां लाभ और आस्ति मूल्य बुलबुलों से उत्पन्न होने वाली वित्तीय प्रणाली में बनने वाली प्रणालीगत जोखिम को हिसाब में नहीं ले सकीं जिससे संकट को योगदान मिला।

'उत्पत्ति से वितरण तक' मॉडल की प्रक्रिया के माध्यम से बैंकों की तुलनपत्रेतर गतिविधियों में वृद्धि के साथ वित्तीय प्रणाली का भी विस्तार हुआ था। किंतु, यह छाया बैंकिंग क्षेत्र विनियमन से परे ही रहा। नतीजतन, निवेशकों और विनियामकों को मूल्यांकन एजेंसियों और स्वतंत्र लेखा परीक्षकों के आकलन पर निर्भर रहना पड़ा जिनसे यह अपेक्षित है कि वे विभिन्न वित्तीय लेनदेन में निहित जोखिम का तृतीय-पक्षीय मूल्यांकन उपलब्ध कराएंगे। किंतु, वित्तीय प्रणाली में मौजूदा खामियों और प्रोत्साहन संरचना की खराबी के कारण मूल्यांकन एजेंसियों ने नए निर्गमों के लिए अवास्तविक रूप से उच्च रेटिंग जारी की जिससे प्रणालीगत जोखिम बढ़ने में योगदान मिला।

संकट से पता चलता है कि बेहद जटिल वित्तीय प्रणाली द्वारा उत्पन्न प्रणालीगत जोखिम महा गिरावट के रूप में विशेषीकृत सौम्य समष्टि आर्थिक परिणामों से ढंकी हुई थी। उच्च उत्पादन वृद्धि और कम मुद्रास्फीति की यह लम्बी अवधि मुक्त बाजार और सफल वैश्वीकरण का परिणाम कही जा रही थी। सुनहरे वर्षों के दौरान, वित्तीय अर्थशास्त्रियों का मानना था कि मुक्त बाजार अर्थव्यवस्थाएं कभी भटक नहीं सकती जो इस संकट से असत्य सिद्ध हो गया है (क्रुगमॅन, 2009)। किंतु, एक तरफ वित्तीय प्रणाली आसान मौद्रिक नीति में उत्क्रमण के जोखिम के प्रति और दूसरी तरफ वैश्विक असंतुलन के मुक्त प्रसार के प्रति भेद्य बनी रही । यह तर्क दिया जाता है कि महा गिरावट अपने स्वयं के विनाश के बीज स्वयं लायी थी। इस स्थिरता से संतुष्टि, अत्यधिक जोखिम लेना बढ़ा और अंततः अस्थिरता आ गई (मिन्स्की, 2008)। इसके अलावा, अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष जैसी बहुपक्षीय संस्थाएं, जिन्हें निगरानी की जिम्मेदारी दी गई थी, वैश्विक स्तर और दोनों और प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण विकसित अर्थव्यवस्थाओं के स्तर दोनों पर भेद्यता को पहचानने में विफल रहीं (रेड्डी, 2009)।

II. संकट की अभिव्यक्ति

गंभीर नकदी संकट से सर्वप्रथम विकसित अर्थव्यवस्थाओं के अंतर बैंक बाजार प्रभावित हुए क्योंकि प्रतिपक्षीय जोखिम के डर से वे एक दूसरे को उधार देने के लिए अनिच्छुक हो गए थे। यह फैलाव के असामान्य स्तर, परिपक्वताओं में कमी आने, और उनके संकुचन, या और यहां तक की कुछ बाजार घटकों की समाप्ति से प्रकट हुआ था (सारणी 3)।

सारणी 3: अंतर बैंक प्रसार में गतिविधि
(3 माह लिबोर-ओआइएस)

(आधार अंक)

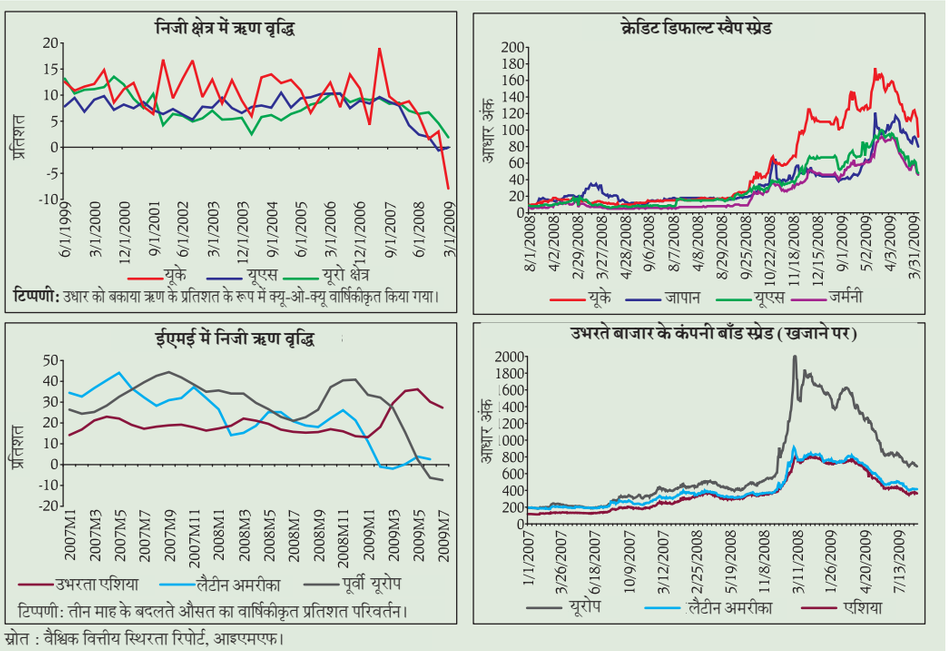
सूचक	संकट-पूर्व मार्च 2007 के अंत में	लिबोर-ओआइएस चरम स्तर	मार्च 2009 के अंत में	दिसंबर 2009 के अंत में
1	2	3	4	5
अमरीका	8	361	99	9
यूरो क्षेत्र	6	199	82	27
जापान	16	80	49	18
यूके	11	244	120	17

स्रोत: जीएफएसआर, अप्रैल और अक्टूबर 2009, अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष और ब्लूमबर्ग।

वास्तविक क्षेत्र में अंतरण

मुद्रा बाजार में संकुचन, इक्विटी की कीमतों में तेज गिरावट और ऋण विस्तार में वृद्धि के कारण निधीयन और पूंजी तक बैंकों और अन्य वित्तीय संस्थानों की पहुंच घट गई। ऋण की स्थिति कड़ी हो जाने और बैंकों और वित्तीय संस्थाओं के डिलिवरेजिंग तथा जोखिम से बचाव के कारण विशेष रूप से विकसित अर्थव्यवस्थाओं में निजी क्षेत्र की ऋण वृद्धि में तेज मंदी आई जिसने संकट को वित्तीय संस्थाओं से वास्तविक अर्थव्यवस्था में अंतरित करने के चैनल के रूप में काम किया (चार्ट 4)। इसी समय, समष्टि आर्थिक स्थिति बिगड़ने से लाभप्रदता

चार्ट 4: वित्तीय बाजार के चुनिंदा संकेतक



स्रोत : वैश्विक वित्तीय स्थिरता रिपोर्ट, आइएमएफ।

प्रभावित हुई। नतीजतन, चलनिधि की समस्या शोधन क्षमता की समस्या में बदल गई जिससे अमरीका और यूरोप में अन्य विकसित अर्थव्यवस्थाओं में बैंक विफल हो गए। आस्तियों की कीमतों में गिरावट के कारण हुई वर्तमान धन की हानि से यह समस्या वास्तविक क्षेत्र में और अधिक बढ़ गई।

ईएमई में अंतरण

इस संकट का प्रसार सभी तीन चैनलों - विश्वास, वित्त और व्यापार - के माध्यम से ईएमई तक हो गया जो वैश्विक एकीकरण में वृद्धि दर्शाता है। विश्वास चैनल ने दो तरीकों से काम किया। पहला, संकट का केंद्रबिंदु विकसित बाजारों में होने के बावजूद, जोखिम से बचने की प्रवृत्ति की वापसी के कारण उभरते बाजारों में जोखिम तेजी से कम हो गई। दूसरा, डिलिवरेजिंग में वृद्धि के साथ, अमरीकी डॉलर की व्यापक कमी हो गई थी। नतीजतन, पूंजी प्रवाह में प्रतिगमन के कारण इक्विटी बाजार हानि और मुद्रा का मूल्यह्रास हुआ (सारणी 4)। निर्यात मांग में कमी और व्यापार ऋण की तंग स्थिति से कुल मांग में कमी आ गई। तथापि, ईएमई में बैंकिंग प्रणाली ने खराब आस्तियों के प्रति उनकी सीमित जोखिम और साथ ही पूर्व एशियाई संकट के बाद विनियमनों और पर्यवेक्षण में सुधार के आधार पर संकट के दौरान तुलनात्मक रूप से लचीलापन दिखाया।

नीतिगत प्रतिसाद

इस संकट के कारण राष्ट्रीय और अंतरराष्ट्रीय स्तरों पर अपूर्व नीतिगत प्रतिक्रिया हुई। इस संबंध में सामने आए समाधान तंत्र को वित्तीय विश्व के नए और जटिल जाल का सामना करना पड़ा जिसमें ऋण चूक स्वैप (सीडीएस), विशेष निवेश साधन (एसआइवी) और ऋण रेटिंग शामिल थी। विकसित अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक अधिकारी प्रथम थे जिन्होंने मौद्रिक सुजमता के लिए तेजी से कदम उठाए जिसके तहत चलनिधि बढ़ाने के लिए पहले नीतिगत दरों को कम किया और फिर तुलनपत्रों का अपरंपरागत तरीके से उपयोग किया गया।

सारणी 4: चुनिंदा ईएमई में इक्विटी मूल्य में घटबढ़

(प्रतिशत)

मद	अमरीकी डॉलर की तुलना में देशी मुद्रा में मूल्यवृद्धि (+) / मूल्यह्रास (-)			स्टॉक मूल्य बदलाव		
	मार्च 2008 के अंत में @	मार्च 2009 के अंत में @	जनवरी 2010 के अंत में *	मार्च 2008 के अंत में @	मार्च 2009 के अंत में @	जनवरी 2010 के अंत में *
1	2	3	4	5	6	7
चीन	10.2	2.7	0.1	9.1	-31.7	26.0
रूस	10.7	-30.7	11.4	6.1	-66.4	113.7
भारत	**9.1**	**-21.6**	**9.9**	**19.7**	**-37.9**	**68.5**
इंडोनेशिया	-1.1	-20.4	23.6	33.7	-41.4	82.1
मलेशिया	8.4	-12.6	6.9	0.1	-30.1	44.3
दक्षिण कोरिया	-5.2	-28.0	19.1	17.3	-29.2	32.8
थाईलैंड	11.3	-11.4	7.4	21.3	-47.2	61.4
ब्राजील	20.5	-23.8	20.6	33.1	-32.9	59.8

@ : वर्ष-दर-वर्ष अंतर * : मार्च 2009 के अंत की तुलना में अंतर।

स्रोत: ब्लूमबर्ग और अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष।

वित्तीय संकट के साथ ही बड़े पैमाने पर आई आर्थिक मंदी के कारण भी अभूतपूर्व प्रकार की प्रति-चक्रीय राजकोषीय नीति कार्यान्वित करनी पड़ी। राजकोषीय उपाय वित्तीय और कंपनी क्षेत्र के तुलनपत्रों में सुधार लाने पर केंद्रित थे जैसा कि अमरीका और अन्य विकसित अर्थव्यवस्थाओं में बड़े पैमाने पर किए गए बेलआउट से परिलक्षित होता है।

ईएमई ने भी संसर्ग के प्रतिकूल प्रभाव को सीमित रखने के लिए विभिन्न नीतिगत उपाय किए और उनके नीतिगत प्रतिसाद वैश्विक प्रयासों के साथ अधिक समन्वित थे। किंतु, एक विशिष्ठ बात यह है कि विकसित देशों के लिए नीतिगत प्राथमिकता सामान्य स्थिति बहाल करने और वित्तीय विनियमन और पर्यवेक्षण को मजबूत किए जाने की थी, जबकि ईएमई में पूंजी प्रवाह के उत्क्रमण के साथ व्यापार में गिरावट का सामना करना मुख्य लक्ष्य था। इस तरह के अंतर होते हुए भी, वृद्धि को बहाल करना दोनों प्रकार के देशों में मुख्य उद्देश्य के रूप में उभरा। यह पहली बार है कि ईएमई किसी वैश्विक समस्या के लिए का सार्थक हल खोजने में सक्रिय रूप से भागीदार हुए।

III. भारत में प्रभाव और नीतिगत प्रतिसाद

भारत क्यों प्रभावित हुआ?

संकट के प्रारंभिक चरण में, भारतीय वित्तीय बाजारों पर इसका प्रभाव मौन था क्योंकि सबप्राइम आस्तियों के प्रति बैंकों का प्रत्यक्ष जोखिम नगण्य था। बहरहाल, भारत इससे लंबे समय तक बचा नहीं रह सका। लेहमन ब्रदर्स की विफलता के बाद संकट की गंभीरता बढ़ने से वैश्विक आघातों ने पहले घरेलू वित्तीय बाजारों को प्रभावित किया और फिर वे वित्त, व्यापार और विश्वास के चैनलों के माध्यम से वास्तविक अर्थव्यवस्था में अंतरित हो गए। इसके लिए एक ओर चालू संकट के वैश्विक स्वरूप को और दूसरी ओर 1990 के दशक से दुनिया के साथ भारतीय अर्थव्यवस्था के व्यापार और वित्तीय एकीकरण को जिम्मेदार ठहराया जा सकता है। परिणामस्वरूप, भारतीय व्यापार और कारोबार चक्र के वैश्विक चक्र के साथ एकीकरण के स्तर में अंतर आया है जो हाल की अवधि में बढ़े वित्तीय एकीकरण के साथ यह संकेत देता है कि भारत वैश्विक रुझानों से अलग नहीं रह सकता। इस प्रकार, वैश्विक आर्थिक गतिविधियों का अब घरेलू अर्थव्यवस्था पर बड़ा प्रभाव है (मोहंती, 2009)।

भारत कैसे प्रभावित हुआ था?

लेहमन के बाद, वैश्विक वित्तीय संकट का प्रभाव पहले विदेशी संस्थागत निवेशकों (एफआइआइ) द्वारा वैश्विक डिलिवरेजिंग प्रक्रिया के एक भाग के रूप में बड़े पैमाने पर बिक्री के आधार पर घरेलू शेयर बाजारों में इक्विटी की कीमतों में गिरावट और पूंजी प्रवाह के उत्क्रमण के माध्यम से महसूस किया गया। इसके साथ-साथ, अंतरराष्ट्रीय बाजारों में ऋण की तंग स्थिति के कारण भारतीय संस्थाओं द्वारा निधीयन के बाहरी स्रोतों तक पहुंच कम हो गई थी। डॉलर चलनिधि की इस कमी से घरेलू विदेशी मुद्रा बाजार पर महत्वपूर्ण दबाव आया जो अस्थिरता में वृद्धि के साथ-साथ भारतीय रुपए पर अधोमुखी दबाव में परिलक्षित हुआ। इसके साथ ही, विदेशी वित्तपोषण का घरेलू वित्तपोषण से प्रतिस्थापन हुआ जिससे मुद्रा बाजार और ऋण बाजार दोनों ही दबाव में आ गए।

इस बाहरी मांग के आघात का अंतरण भारत की निर्यात वृद्धि तेज और गंभीर था और यह वृद्धि अक्टूबर 2008 में नकारात्मक हो गई थी। आयात में भी दिसंबर 2008 तक गिरावट शुरू हो गई थी क्योंकि घरेलू गतिविधियां धीमी हो गई थीं। समग्र प्रभाव 2008-09 की दूसरी छमाही में भारतीय अर्थव्यवस्था की विकास दर में खासी गिरावट, जो कि 2009-10 की पहली तिमाही तक बना रहा, में परिलक्षित हुआ।

नीतिगत प्रतिसाद

भारतीय वित्तीय बाजारों और व्यापक अर्थव्यवस्था पर इस संसर्ग के प्रतिकूल प्रभाव को सीमित करने के लिए अधिकांश अन्य केंद्रीय बैंकों की तरह रिज़र्व बैंक ने अनेक पारंपरिक और अपारंपरिक उपाय किए। इनमें घरेलू और विदेशी मुद्रा की चलनिधि में वृद्धि और नीतिगत दरों में तेज कमी शामिल थी। रिज़र्व बैंक ने चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ), खुले बाजार के परिचालन (ओएमओ), नकदी आरक्षित निधि अनुपात (सीआरआर) और बाजार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) के तहत प्रतिभूतियां जैसे बहुविध लिखतों का प्रयोग किया ताकि प्रणाली में चलनिधि बढ़ाई जा सके। अक्टूबर 2008 और अप्रैल 2009 के बीच के सात महीनों की अवधि में, अभूतपूर्व नीतिगत सक्रियता थी। उदाहरण के लिए: (i) रेपो दर 425 आधार अंक कम करके 4.75 प्रतिशत किया गया, (ii) रिवर्स रेपो दर 275 आधार अंक कम करके 3.25 प्रतिशत किया गया, (iii) सीआरआर संचयी आधार पर 400 आधार अंक कम करके 5.0 प्रतिशत किया गया, और (iv) प्राथमिक चलनिधि का वास्तविक/संभाव्य प्रावधान 5.6 ट्रिलियन रुपए (जीडीपी का 10.5 प्रतिशत) रहा। इन उपायों से वित्तीय बाजारों में कम समय में अच्छी स्थिति की तेजी से बहाली सुनिश्चित हो सकी। इन उपायों के साथ-साथ 2008-09 के दौरान करों में कटौती, बुनियादी ढांचे में निवेश और सरकारी खपत पर व्यय में वृद्धि के रूप में राजकोषीय प्रोत्साहन पैकेज भी लाया गया। विस्तारकारी राजकोषीय रुझान 2009-10 के दौरान भी जारी रहा ताकि कुल मांग को सहारा मिल सके। जबकि संकट का विस्तार वैश्विक स्वरूप का था, नीतिगत प्रतिसाद घरेलू विकास दृष्टिकोण, मुद्रास्फीति की स्थिति और वित्तीय स्थिरता के विचार के अनुसार थी।

वैश्विक संकट का उद्भव होने तक, भारतीय अर्थव्यवस्था उच्च वृद्धि के चरण से गुजरी थी जो घरेलू मांग से प्रेरित थी: बढ़ता घरेलू निवेश ज्यादातर घरेलू बचत और उपभोग मांग की निरंतरता से वित्तपोषित था। भारत में समष्टि आर्थिक निष्पादन में हुए इस समग्र सुधार का मुख्य कारण क्रमिक वित्तीय क्षेत्र सुधार को कहा जा सकता है जिससे वित्तीय मध्यस्थता की एक कारगर प्रणाली सामने आई, हालांकि वह बैंक आधारित थी; नियम आधारित राजकोषीय नीति जिसने निजी बचत पर सार्वजनिक क्षेत्र की बाधा कम कर दी; और आगे देखने वाली मौद्रिक नीति जिसने वृद्धि और मुद्रास्फीति के बीच अल्पावधि ट्रेड ऑफ को संतुलित किया।

IV. संकट से सबक

उक्त संकट ने यह दर्शाया है कि किसी देश के वैश्वीकरण की मात्रा तथा घरेलू नीतियों की सुदृढ़ता के बावजूद, उस पर किसी अन्य अर्थव्यवस्था में उत्पन्न हुए संकट का असर हो सकता है क्योंकि वैश्विक अर्थव्यवस्था परस्पर संबद्ध है। पश्चदृष्टि के लाभ के साथ, बहुत से ऐसे महत्वपूर्ण मुद्दे उभर कर सामने आए हैं जिनसे हम सबक ले सकते हैं। मैं चार प्रमुख सबक पर प्रकाश डालूंगा।

पहला, केंद्रीय बैंकों का नीतिगत उद्देश्य परंपरागत रूप से परिभाषित मूल्य स्थिरता की तुलना में व्यापक होना चाहिए। उक्त संकट से केंद्रीय बैंकों को जो सबक मिला, वह यह है कि मूल्य स्थिरता और समष्टि-आर्थिक स्थिरता के बावजूद वित्तीय स्थिरता को खतरा पैदा हो सकता है (सुब्बाराव, 2009)। इसके अलावा, माल और सेवाओं की कीमतों में स्थिरता लाने में मिली सफलता आस्तियों की कीमतों में मुद्रास्फीति को रोक नहीं पाएगी, जिससे अधारणीय सट्टे की स्थिति के कारण आस्ति मूल्यों में तेजी आ सकती है। इस प्रकार, मूल्य स्थिरता के अलावा केंद्रीय बैंकों को आस्तियों की कीमतों को हिसाब में लेना होगा तथा नीति के स्पष्ट उद्देश्य के रूप में

वित्तीय स्थिरता पर फोकस करना होगा। जहां वित्तीय स्थिरता को एक उद्देश्य के रूप में मानने पर काफी सहमति है, वहीं इस उद्देश्य को पाने के माध्यम के बारे में कम सहमति है। आस्तियों की कीमतों के लिए समष्टि-विवेकशील साधनों को व्यापक रूप में स्वीकार किया गया है। तथापि, इस अवस्था में यह स्पष्ट नहीं है कि आस्ति मूल्य मुद्रास्फीति का समाधान करने के लिए किस सीमा तक नीतिगत ब्याज दरों का उपयोग किया जा सकता है।

दूसरा, राजकोषीय समेकन की जरूरत है ताकि समष्टि प्रबंधन के लिए राजकोषीय गुंजाइश पैदा की जा सके। संकट के दौरान, अभूतपूर्व राजकोषीय नीतिगत अनुक्रियाएं हुई थीं, हालांकि उन्हें देश-विशिष्ट कारकों द्वारा तय किया गया था। परंतु संकट संबंधी अनुक्रिया के रूप में उपयुक्त होने के बावजूद बड़े पैमाने पर राजकोषीय समर्थन ने कर्ज की धारणीयता के बारे में सवाल पैदा कर दिए हैं। यह उन्नत देशों में भी सरकारी सीडीएस अंतर (स्प्रेड) में वृद्धि के रूप में परिलक्षित हुआ है, जिसका आगे चलकर समष्टि-वित्तीय स्थिरता पर प्रभाव पड़ सकता है। अतः यह जरूरी है कि अच्छे समय में राजकोषीय बफ़र का निर्माण किया जाए ताकि बुरे समय में प्रति-चक्रीय राजकोषीय उपायों के लिए आवश्यक राजकोषीय गुंजाइश प्रदान किया जा सके।

तीसरा, वित्तीय संस्थाओं को कम लीवरेज्ड तथा बेहतर रूप से विनियमित होना चाहिए। इस वित्तीय संकट में वित्तीय संस्थाओं, बाजारों तथा भुगतान और निपटान प्रणालियों के बीच अंतर-संबद्धता पर काफी फोकस किया। इसने यह दिखा दिया है कि बाजार के स्व-विनियमन की एक सीमा है। अतः प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण सभी वित्तीय संस्थाओं, बाजारों तथा साधनों पर उपयुक्त मात्रा में विनियमन और पर्यवेक्षण लागू किया जाना चाहिए, जो इस बात पर निर्भर होगा कि समग्र वित्तीय स्थिरता में उनका सापेक्ष्य महत्व कितना है। साथ ही, यह स्वीकार करना जरूरी है कि विनियमन अपने आप चक्रों को बढ़ाने का काम कर सकता है। प्र-चक्रीयता के मुद्दे का समाधान करने के लिए, विनियामकों को निम्नलिखित बातों पर ध्यान देना चाहिएः चक्रों को बढ़ाने वाले कारकों की पहचान करना; बाजार जोखिम प्रबंधन मॉडलों में सुधार लाना एवं उनका विशाखीकरण करना; अधिक जटिल तनाव परीक्षण करना; और पूंजीगत गणना के लिए भविष्य की जरूरतों को ध्यान में रखते हुए प्रक्रियाएं अपनाना।

चौथा, इक्कीसवीं सदी की वैश्विक अर्थव्यवस्था की चुनौतियों का समाधान करने के लिए अंतरराष्ट्रीय वित्तीय संरचना को सुदृढ़ करने की जरूरत है। इस संकट ने न सिर्फ वित्त, प्रतिस्पर्धा और कारपोरेट अभिशासन को प्रभावित करनेवाली राष्ट्रीय विनियामक प्रणालियों में मौजूद मूलभूत समस्याओं को उजागर किया है, अपितु अंतरराष्ट्रीय संस्थाओं तथा वित्तीय एवं आर्थिक स्थिरता सुनिश्चित करने के लिए की गई व्यवस्थाओं में मौजूद मूलभूत समस्याओं को भी उजागर किया है। अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष, वित्तीय स्थिरता बोर्ड और जी-20 को वैश्विक मुद्दों का समाधान अधिक विश्वसनीय तरीके से करने के लिए कारगर मंच प्रदान करना चाहिए। अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष को संकट के निवारण, प्रबंधन तथा समाधान में अधिक सक्रिय भूमिका निभानी होगी। इसके द्वारा गुरुतर समष्टि-वित्तीय फोकस के साथ बहुपक्षीय चौकसी को सुदृढ़ किए जाने की जरूरत है। इस संदर्भ में, अंतरराष्ट्रीय मुद्राकोष के नियंत्रण की प्रक्रिया को आधुनिक बनाने पर जी-20 द्वारा दिया गया बल एक स्वागतयोग्य कदम है, जिससे विश्वसनीयता, वैधता और प्रभावशालिता में सुधार आना चाहिए। जी-20 उन नीतियों को लागू करने के लिए

आवश्यक राजनीतिक समर्थन प्रदान कर सकता है जिनके लिए वैश्विक स्तर पर एक समन्वित प्रयास की जरूरत है।

V. निष्कर्ष

हाल के वर्षों में भारतीय अर्थव्यवस्था के वैश्विक समन्वयन में वृद्धि के बावजूद भारत पर संकट का असर अपेक्षाकृत कम हुआ। इसका मुख्य कारण अर्थव्यवस्था की संरचना, सतर्क नीति, विवेकपूर्ण विनियमन और प्रभावी पर्यवेक्षण है।

पहला, भारत की आर्थिक वृद्धि अधिकतर घरेलू शक्तियों - उच्च देशी बचत द्वारा वित्तपोषित उच्च निवेश - द्वारा चालित है।

दूसरा, अर्थव्यवस्था के विनियमन तथा उसे खोलने का उपयुक्त रूप से अनुक्रमांकन किया गया है। अर्थव्यवस्था को खोलने के साथ वित्तीय बाजारों को भी विकसित किया गया ताकि वित्तीय मध्यस्थता में दक्षता में सुधार लाया जा सके।

तीसरा, रिज़र्व बैंक वित्तीय प्रणाली का विनियमनकर्ता तथा पर्यवेक्षक है, अतः वित्तीय प्रणाली संबंधी जानकारी हमेशा केंद्रीय बैंक के पास आती है, जिससे मौद्रिक नीति को परिष्कृत करने में मदद मिलती है। वस्तुतः, भारत में मौद्रिक नीति के उद्देश्य के रूप में वित्तीय स्थिरता का उदय वर्तमान संकट सुलझने के काफी पहले हो गया था।

चौथा, भारत में मौद्रिक नीति के संचालन के प्रति बहुल संकेतक दृष्टिकोण से ऋण बाजार के अतिरेकों की पहचान करने तथा पूर्वक्रियात्मक रूप में प्रति-चक्रीय मौद्रिक नीतिगत उपाय करने में मदद मिली।

पांचवां, मौद्रिक नीति को समष्टि-विवेकपूर्ण उपायों से समर्थित किया गया, ताकि यह सुनिश्चित किया जा सके कि वित्तीय स्थिरता पर कोई प्रतिकूल असर न पड़े। संकट के प्रारंभ होने से काफी पहले 2005 में ही पूंजी तथा प्रावधानों के संबंध में प्र-चक्रीय उपाय लागू किए गए थे।

छठा, गैर-बैंकों के प्रणालीगत महत्व को ध्यान में रखते हुए, पूंजी पर्याप्तता के निर्धारण तथा एक्सपोजर संबंधी मानदंडों की दृष्टि से इन्हें विनियामक ढांचे के अंतर्गत लाया गया। इन संस्थाओं में बैंकों का एक्सपोजर विवेकपूर्ण विनियमों के अधीन होता है।

सातवां, एक-दिवसीय बेजमानती (अनसेक्योर्ड) बाजार को विवेकपूर्ण सीमाओं के अधीन बैंकों तथा प्राथमिक व्यापारियों तक सीमित रखकर चलनिधि संबंधी जोखिमों को कम किया गया। बैंकों के लिए सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) संबंधी जो अपेक्षा निर्धारित की गयी है, वह बैंकों की तरलता तथा शोधन-क्षमता दोनों के लिए बफर का कार्य करती है।

यद्यपि समष्टि-विवेकपूर्ण विनियमों सहित सतर्कतापूर्ण तैयार की गयी समष्टि-आर्थिक नीतियों ने भारतीय अर्थव्यवस्था पर संकट के प्रतिकूल प्रभाव को कम करने में सहायता की है, इसका यह अर्थ नहीं है कि आगे कुछ न किया जाए। जैसा कि गवर्नर डॉ. सुब्बाराव ने उल्लेख किया है, इस संकट से भारत के लिए कई सबक मिले हैं। इनमें शामिल हैं: (i) प्रणालीगत तथा संस्थागत स्तर पर विनियमों को और सुदृढ़ करना; (ii) हमारे पर्यवेक्षण को अधिक प्रभावी तथा मूल्य-योजक बनाना; तथा (iii) जोखिम प्रबंधन के हमारे कौशल में सुधार लाना। भारत वैश्विक स्तर पर होने वाली चर्चाओं में सक्रिय रूप से भाग लेता रहा है, अतः हमारा यह कार्य होगा कि वैश्विक स्तर पर होने वाली बहसों में हम अपना दृष्टिकोण रखें तथा वैश्विक नीतियों तथा दिशा-निर्देशों को गतिशील आधार पर भारतीय स्थितियों के अनुकूल

बनाएं। इसके अलावा, वित्तीय समावेशन की चुनौती का सक्रिय रूप से अनुसरण किए जाने की ज़रूरत है।

वैश्विक अर्थव्यवस्था के पिछले तीन दशकों के कार्यकलाप सुझाते हैं कि वित्तीय विकास तथा वैश्वीकरण की प्रकिया संकट से शीघ्र प्रभावित होती है। इन सब के बावजूद, वित्तीय संकट दुबारा होने से वित्तीय विकास तथा वृद्धि के बीच के सकारात्मक संबंध नहीं बदले हैं (लिप्सकी, 2009)। जैसा कि हाल के संकट से स्पष्ट होता है, वित्त तथा वित्तीय विनियमन की समस्या का समाधान राष्ट्रीय तथा वैश्विक स्तर पर किया जाना चाहिए ताकि यह सुनिश्चित किया जा सके कि वित्तीय गतिविधियों से प्राप्त होने वाले लाभ ज्यादा व्यापक होने के साथ-साथ स्थायी स्वरूप के भी हों। इस प्रकार, स्थिरता के साथ बनाए रखने योग्य वित्तीय विकास को सुनिश्चित करने के लिए अधिक विनियमन के बजाय जोरदार विनियमन की आवश्यकता है।

चुनिंदा संदर्भ

1. अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक (2009), 79 वीं वार्षिक रिपोर्ट, जून।
2. बर्नान्के, बेन एस.(2004), 'दि ग्रेट मॉडरेशन' पूर्वी आर्थिक संघ, वाशिंगटन, डीसी में की गईं टिप्पणियां।
3. _____ (2005), 'दि ग्लोबल सेविंग ग्लट एंड दि यू.एस.करंट अकाउंट डेफिसिट', सॉन्ड्रिज लेक्चर, वर्जिनिया असोसिएशन ऑफ इकोनॉमिक्स, रिचमंड वर्जिनिया में की गईं टिप्पणियां।
4. कॉलोमिरीज, चार्ल्स डब्ल्यू. (2009) 'फिनान्शल इन्नोवेशन, रेग्युलेशन एंड रिफॉर्म' काटो जर्नल, खंड 29, सं. 1।
5. वैश्विक वित्तीय स्थिरता रिपोर्ट (2009), अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष, अप्रैल और अक्तूबर।
6. क्रूगमन, पॉल (2009), 'हाऊ डिड इकोनोमिस्ट गेट इट सो रॉंग?' दि न्यू यार्क टाइम्स, 2 सितंबर।
7. लिप्स्की, जॉन (2009), 'फिनान्स एंड इकोनोमिक ग्रोथ', बैंक ऑफ मेक्सिको सम्मेलन, मेक्सिको सिटी में की गई टिप्पणियां।
8. मिन्स्की, हायमन पी. (2008), स्टेबिलायजिंग एन अनस्टेबल इकोनोमी, मॅकग्रा-हिल पब्लिकेशन्स।
9. मोहंती, दीपक (2009), 'वैश्विक वित्तीय संकट और भारत में मौद्रिक नीतिगत प्रतिसाद', नई दिल्ली में 12 नवंबर 2009 को तृतीय आइसीआरआइईआर-इनवेंट वार्षिक सम्मेलन में दिया गया भाषण।
10. रेड्डी, वाइ.वी. (2009), भारत में 'एपिलोग' और वैश्विक वित्तीय संकट: मुद्रा और वित्त का प्रबंधन, ओरिएंट ब्लैकस्वान, नई दिल्ली।
11. रिनहार्ट, कारमेन एम., और केनेथ एस. रोगोफ, (2009), दिस टाइम इज डिफरंट: एट सेंचुरीज ऑफ फिनान्शल फोली, प्रिंन्सटोन विश्वविद्यालय प्रेस।
12. सुब्बाराव, डी. (2009), 'वित्तीय स्थिरता: मुद्दे और चुनौतियां', एफआइसीसीआइ और आइबीए द्वारा 10 सितंबर को संयुक्त रूप से आयोजित 'वैश्विक बैंकिंग: प्रतिमान अंतरण', पर एफआइसीसीआइ-आइबीए वार्षिक सम्मेलन में दिया गया विदाई भाषण।
13. दि टर्नर रिव्यू (2009), 'वैश्विक बैंकिंग संकट का विनियामक प्रतिसाद', वित्तीय क्षेत्र प्राधिकारी, यू. के., मार्च।
14. टुमन,एडविन एम. (2009), 'वैश्विक आर्थिक और वित्तीय संकट के सबक', वैश्विक आर्थिक संस्था और अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष द्वारा सिओल, कोरिया में 11 नवंबर को सहआयोजित 'जी-20 सुधार पहलें: विनियमन के भविष्य के लिए निहितार्थ', सम्मेलन में दिया गया मुख्य भाषण।