

## वैश्विक वित्तीय संकट: कारण, प्रभाव, नीतिगत प्रतिक्रियाएं और सबक\* राकेश मोहन

सितंबर 2008 में लेहमैन ब्रदर्स के दिवालिया होने के बाद वैश्विक वित्तीय संकट के और गहराते जाने ने विश्व अर्थव्यवस्था, वैश्विक वित्तीय प्रणाली और केंद्रीय बैंकों के लिए वर्तमान आर्थिक और वित्तीय वातावरण को एक अत्यंत कठिन समय बना दिया है। वर्तमान वैश्विक वित्तीय संकट का पैदा होना केंद्रीय बैंकों और वित्तीय विनियामक प्रणालियों के लिए एक परिवर्तनकारी युग हो सकता है। अतः, यह अत्यंत महत्वपूर्ण है कि हम मौजूदा संकट के कारणों का सही-सही पता लगाएं। तभी हम यह पता लगा सकते हैं कि पहला, सामने मौजूद संकट को हल करने के का तत्काल उपाय और व्यवस्था ढूंढ सकते हैं; दूसरा, देशों के बीच इस अंतर को समझ सकते हैं कि वे कितने प्रभावित हुए हैं और अंततः, मौद्रिक नीति और वित्तीय विनियामक व्यवस्थाओं के लिए दीर्घावधि निहितार्थों पर विचार कर सकते हैं।

ये सभी बड़े विषय हैं और इस एक भाषण में उपलब्ध सीमित समय के भीतर मैं इसके साथ न्याय करने की आशा नहीं कर सकता। नीति निर्माताओं और शिक्षाविदों दोनों ही की भीड़ जो इस संकट के कारणों का विश्लेषण करने के कार्य में जुटी हुई है और तत्कालिक तथा दीर्घावधिक दोनों ही हलों [उदाहरण के लिए, डी लारोसियरे रिपोर्ट (2009), टर्नर समीक्षा (2009), जिनेवा रिपोर्ट (2009), गुप ऑफ थर्टी रिपोर्ट (2008) और आइएमएफ लेसन्स पेपर (2009 बी)] के निष्कर्षों को देखते हुए मैं केवल कुछ संकटों को ही छू सकता हूँ, मुद्दों को उठा सकता हूँ और कुछ संभावित दिशाओं का निर्धारण कर सकता हूँ, जिन दिशाओं में हमें आगे बढ़ना चाहिए।

मैं यह करने का प्रयास करूंगा कि वर्तमान वैश्विक वित्तीय संकट को खोल कर आपके सामने रखूँ कि यह किस प्रकार हमें प्रभावित कर रहा है और भारतीय वित्तीय क्षेत्र क्यों सापेक्षतः इस संकट से बचकर निकलने में कामयाब रहा; हमारी नीतिगत प्रतिक्रियाओं का विश्लेषण

\* दिनांक 4 दिसंबर 2008 को हैदराबाद में; 16 जनवरी 2009 को इंटरनेशनल चैंबर्स ऑफ कॉमर्स, नई दिल्ली में; 3 अप्रैल 2009 को येल स्कूल ऑफ मैनेजमेंट, येल यूनिवर्सिटी में और 23 अप्रैल 2009 को लंदन बिजनेस स्कूल, लंदन में 7वें एन्युअल इंडिया बिजनेस फोरम कांफरेंस में 'मिटिंग स्पिलओवर्स एण्ड कंटेजिएन - लेसन्स फ्रॉम द ग्लोबल फाइनेंशियल क्राइसिस' विषय पर आरबीआइ-बीआइएस सेमिनार में डॉ. राकेश मोहन, उप गवर्नर, भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा की गई टिप्पणियों पर आधारित। इस भाषण को तैयार करने में श्री मुनीष कपूर द्वारा दी गई सहायता के लिए हार्दिक आभार।

और अंततः इसके चिरकाल तक रहनेवाले प्रभावों के कुछ निहितार्थ।

## I. वैश्विक वित्तीय संकट

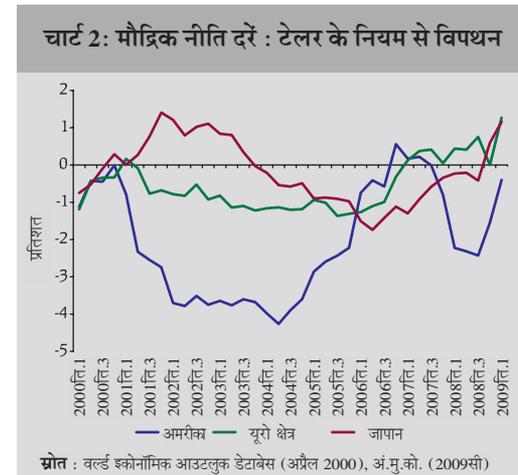
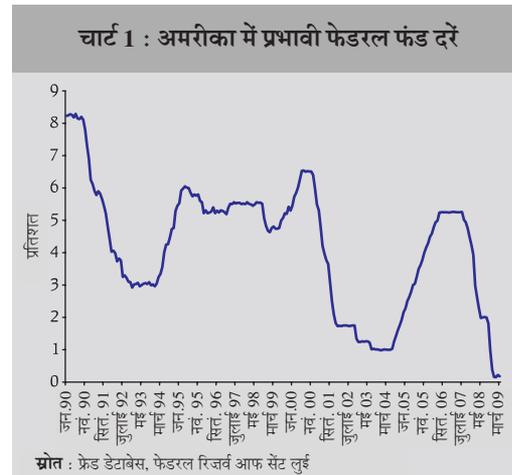
### वैश्विक वित्तीय संकट की उत्पत्ति

वर्तमान वित्तीय उथल-पुथल का प्रत्यक्ष कारण अमरीका का सब-प्राइम मार्टगेज सेक्टर है। तथापि, मौलिक स्तर पर इस संकट को भारी वित्तीय असंतुलनों की मौजूदगी के लिए जिम्मेदार ठहराया जा सकता है जो परिणाम स्वरूप इस दशक के शुरुआती हिस्से के दौरान प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति के बहुत लंबे समय तक अत्यंत ढीले होने का परिणाम है (मोहन, 2007, टेलर 2008)।

वैश्विक असंतुलन अमरीका के चालू खाता घाटे में भारी वृद्धि के माध्यम से दिखाई देते रहे जिनका प्रतिबिंब एशिया में भारी अधिशेष के रूप में दिखाई दिया, विशेषरूप से चीन में और मध्यपूर्व के तेल निर्यातक देशों तथा रूस में दिखाई दिया (लेन, 2009)। चालू खाता ने ये असंतुलन चीन और कुछ अन्य उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में करेंसी व्यवस्थाओं में अपेक्षाकृत कम लचीलेपन के परिणामस्वरूप अक्सर दिखाई देता रहा है। पोर्टेस (2009) के अनुसार वैश्विक समष्टि

आर्थिक असंतुलन इस संकट के तह में छुपे प्रमुख कारण थे। ये बचत-निवेश असंतुलन और परिणामी भारी सीमापारीय वित्तीय प्रवाह वित्तीय मध्यस्थन प्रक्रिया पर बहुत दबाव डालते हैं। वित्तीय बाजारों और लिखतों की कमियों के साथ परस्पर प्रतिक्रिया करके ये वैश्विक असंतुलन इस संकट की विशिष्ट विशेषताएं पैदा करते हैं। तथापि, ऐसा दृष्टिकोण वर्तमान वित्तीय आर्थिक वातावरण का मात्र आंशिक विश्लेषण देता है। प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति की भूमिका विशेष रूप से अमरीका में उसी अवधि के दौरान अधिक संतुलित विश्लेषण के लिए विश्लेषित करने की आवश्यकता है।

इस दशक की शुरुआत के आसपास अमरीका में डाट कॉम के बुलबुले के फूटने के बाद अमरीका और अन्य उन्नत अर्थव्यवस्थाओं को बहुत ढीला छोड़ दिया गया था। अमरीका में नीतिगत दरें जून 2003 में एक प्रतिशत के स्तर पर पहुंच गयी थीं और एक विस्तीर्ण अवधि (जून 2004 तक) के लिए इन्हीं स्तरों पर बनी रहीं (चार्ट 1)। बाद की अवधि में मौद्रिक निभाव को वापस लेना काफी धीमा रहा। अमरीकी मौद्रिक नीति का एक अनुभवजन्य मूल्यांकन भी दर्शाता है कि 2002-06 अवधि के दौरान वास्तविक नीति विशेष रूप से 2002 से 2004 के दौरान एकदम सरल टेलर सिद्धांत की अपेक्षाओं की तुलना में भी काफी ढीली थी (चार्ट 2)।



“यह असामान्य रूप से टेलर के नियम से बड़ा विपथन था। 1970 के दशक के हलचल भरे दिनों के समय से वास्तविक फेड पॉलिसी का कोई बहुत या अधिक बना रहनेवाला विपथन नहीं था। अतः इस बात के स्पष्ट प्रमाण हैं कि उस अवधि के दौरान मौद्रिक अति बहुत थी जिसके कारण आवासन क्षेत्र में उछाल आया” (टेलर, उद्धृत)। टेलर ने भी कुछ साक्ष्य पाये हैं (हालांकि वे निष्कर्षात्मक नहीं हैं) कि यूरोपियन सेंट्रल बैंक के दरों के बारे में लिए निर्णय अमरीकी फेड मौद्रिक नीति निर्णयों द्वारा भी प्रभावित हुए थे लेकिन वे नीतिगत दर से उतना नीचे नहीं गए जितना कि अमरीकी फेड नीचे गए।

डॉट कॉम अवधि के बाद की अवधि में अत्यंत ढीली मौद्रिक नीति ने अमरीका में उपभोग और निवेश को बढ़ावा दिया और जैसा कि टेलर का तर्क है, इसे मौद्रिक नीति निर्माताओं द्वारा बहुत सोच समझकर विचार करने के बाद बताया गया था। इतने मामूली और वास्तविक ब्याज दरों के साथ वास्तविक ब्याज दरें जैसी कि आशा हो सकती थी, आस्ति मूल्यों में भी जबर्दस्त लाभ दर्ज किया गया, विशेषरूप से आवासन और स्थावर संपदा क्षेत्र में जिसने संपत्ति प्रभावों के माध्यम से उपभोग और निवेश को प्रोत्साहित किया। इस प्रकार, अमरीका में सकल मांग लगातार घरेलू उत्पादन से अधिक बनी रही तथा समष्टि आर्थिक पहचान को देखते हुए यह इस अवधि के दौरान अमरीका में बढ़ते चालू खाता घाटे में परिलक्षित हुई थी (सारणी 1)। अमरीका की भारी घरेलू मांग शेष विश्व, विशेषरूप से चीन और अन्य पूर्व एशियाई देशों द्वारा पूरी की गई जिसने तुलनात्मक रूप से कम दाम पर माल और सेवाएं दीं जिसकी वजह से इन देशों में अधिशेष बढ़े। इन उभरती अर्थव्यवस्थाओं में से कुछ में सतत चालू खाता अधिशेषों ने भी एशियाई वित्तीय संकट से सीखे गए सबक भी दिखाई दिए। इसके अलावा, चीन और अन्य उभरती अर्थव्यवस्थाओं से तुलनात्मक रूप से सस्ते माल और सेवाओं की उपलब्धता ने अमरीका और अन्यत्र स्थानों में मूल्य स्थिरता बनाए रखने में भी

सहायता की जोकि अन्यथा संभव नहीं होता। इस प्रकार, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मापी गई मुद्रास्फीति निम्न बनी रही, जिसने निभावपरक मौद्रिक नीति के स्थायित्व में योगदान दिया।

दुष्क्रियात्मक वैश्विक असंतुलनों का उदय मूल रूप से एक 2000 के बाद की एक घटना है और जिसे 2004 से आगे बल मिला। पूर्व एशियाई निर्यातकों, विशेषरूप से चीन के अधिशेष 2004 से काफी बढ़े जैसा कि तेल निर्यातक देशों के मामले में हुआ था (सारणी 1)। वास्तव में, टेलर (उद्धृत अंश देखें) का तर्क है कि तेल और अन्य, पण्य मूल्यों में 2008 के शुरुआती समय में हुई तेज वृद्धि वास्तव में सब-प्राइम संकट के उभरने के बाद 2007 के अंतिम भाग में नीतिगत दरों में बहुत ज्यादा कटौती से संबद्ध थी।

प्राप्त परिणामों से यह पता लगाना रोचक होगा कि चीन और अन्य उभरती अर्थव्यवस्थाओं में विनिमय दर नीतियां काफी लचीली रही हैं। उभरती अर्थव्यवस्थाओं से कम कीमत वाली उपभोक्ता वस्तुओं तथा सेवाओं की उपलब्धता विश्वव्यापी थी। लेकिन, फिर भी, यह देखा जा सकता है कि पूरे मौजूदा दशक के दौरान समग्र रूप में पूरे यूरो क्षेत्र ने भारी चालू खाता घाटा नहीं दर्शाया। वास्तव में, इसने 2008 में एक छोटे घाटे के सिवाय अधिशेष ही दर्शाया। इस प्रकार यह तर्क देना कठिन है कि भारी अमरीकी चालू खाता घाटा चीन की विनिमय दर नीति की वजह से हुआ। अमरीका में इस बढ़ी हुई अवधि में अतिरिक्त मांग का बने रहना इसकी अपनी समष्टि आर्थिक और मौद्रिक नीतियों से अधिक प्रभावित था और हो सकता है यह चीन में और अधिक लचीली विनिमय दर नीतियों के साथ चालू रहती। चीन में और अधिक लचीली विनिमय दर नीति की स्थिति में, अमरीका के लिए आयातों के स्रोत चीन के अलावा कुछ अन्य देश होते। इस प्रकार इस बात की सबसे ज्यादा संभावना है कि अमरीकी चालू खाता घाटा उतना ही बड़ा होता जितना कि यह था - केवल आधिक्य वाले देशों की स्थिति कुछ

## भाषण

वैश्विक वित्तीय संकट:  
कारण, प्रभाव, नीतिगत  
प्रतिक्रियाएं और सबक

राकेश मोहन

सारणी 1: चालू खाता शेष (जीडीपी से प्रतिशत)

देश	1990-94	1995-99	2000-04	2005	2006	2007	2008
1	2	3	4	5	6	7	8
चीन	1.4	1.9	2.4	7.2	9.5	11.0	10.0
फ्रांस	0.0	2.0	1.3	-0.6	-0.6	-1.0	-1.6
जर्मनी	-0.4	-0.8	1.4	5.1	6.1	7.5	6.4
भारत	-1.3	-1.3	0.5	-1.3	-1.1	-1.0	-2.8
जापान	2.4	2.3	2.9	3.6	3.9	4.8	3.2
कोरिया	-1.0	1.9	2.1	1.8	0.6	0.6	-0.7
मलेशिया	-5.2	1.8	9.8	15.0	16.7	15.4	17.4
फिलिपाइन्स	-4.0	-2.8	-0.7	2.0	4.5	4.9	2.5
रूस	0.9	3.5	11.2	11.0	9.5	5.9	6.1
सउदी अरब	-11.7	-2.4	10.6	28.7	27.9	25.1	28.9
दक्षिण अफ्रीका	1.2	-1.3	-0.7	-4.0	-6.3	-7.3	-7.4
स्विट्जरलैंड	5.7	8.8	10.8	13.6	14.5	10.1	9.1
थाईलैंड	-6.4	1.0	4.2	-4.3	1.1	5.7	-0.1
तुर्की	-0.9	-0.8	-1.6	-4.6	-6.0	-5.8	-5.7
संयुक्त अरब अमीरात	8.3	4.6	9.9	18.0	22.6	16.1	15.8
यू.के.	-2.1	-1.0	-2.0	-2.6	-3.4	-2.9	-1.7
अमेरिका	-1.0	-2.1	-4.5	-5.9	-6.0	-5.3	-4.7
<i>जापान:</i>							
यूरो क्षेत्र	n.a.	0.9@	0.4	0.4	0.3	0.2	-0.7
मध्य पूर्व	-5.1	1.0	8.4	19.7	21.0	18.2	18.8

**टिप्पणी :** ऋण (-) चिह्न घाटा दर्शाता है। @: 1997-99.

**स्रोत :** वर्ल्ड इकोनॉमिक आउट लुक डेटाबेस, अप्रैल 2001 अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष (2009सी)।

भिन्न होती। अतः एशियाई अर्थव्यवस्थाओं में महसूस किया गया विनिमय दर में लचीलापन अमरीका में भारी और बढ़ते हुए चालू खाता घाटे को पूरी तरह से स्पष्ट नहीं कर सकता। वास्तविकता यह है कि यह बात इस बात को दृढ़ता प्रदान करती है कि बहुत से यूरोपीय देश लगातार अधिशेष या सामान्य घाटा दर्शा रहे हैं।

भारी वैश्विक असंतुलन पैदा करने के अलावा, निभावपरक मौद्रिक नीति और विस्तारित अवधि के लिए अत्यंत कम ब्याज दरों की मौजूदगी ने प्रतिलाभ खोजने और उधार देने के मानकों को प्रोत्साहित किया। यहां तक कि जब वित्तीय असंतुलन बढ़ रहे थे तब भी समष्टि आर्थिक स्थिरता बनी रही। 1990 के दशक के शुरुआती दौर से ही प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में सापेक्षतः स्थिर वृद्धि और कम मुद्रा स्फीति दिखाई दी है और इस अवधि को महामंदी कहा गया है। इस

स्थिर समष्टि आर्थिक वातावरण ने जोखिमों को कम आंकने की प्रवृत्ति को प्रोत्साहित किया है। वित्तीय नवोन्मेष, विनियामक क्रय-विक्रय, उधार देने की गलत प्रथाएं, प्रारंभिक और वण्टित माडल का अत्याधिक उपयोग, सब-प्राइम ऋणों का प्रतिभूतीकरण और रेटिंग के ऊपर 'एएए' श्रृंखलाओं में उनकी बंडलिंग, यह सब मिलकर वित्तीय बाजार इकाइयों के अत्यधिक लीवरेज के रूप में दिखाई देंगे।

### इस संकट के घटक

विगत कुछ दशकों के दौरान अधिकांश संकटों की जड़ें विकासशील और उभरते देशों में हैं जो अकसर पूंजी प्रवाहों में होनेवाले अचानक विपरीत प्रवाह और ढीली घरेलू मौद्रिक एवं राजकोषीय नीतियों से पैदा हुई हैं। इसके ठीक विपरीत, चल रहे मौजूदा वैश्विक वित्तीय

संकट की जड़ें अमरीका में हैं। 2002-2006 के दौरान अत्याधिक निभावपरक मौद्रिक नीति तथा उधार देने के ढीले-ढाले मानकों पर आरूढ़ अस्ति मूल्यों, विशेषरूप से घरों की कीमतों में वित्तीय नवोन्मेषों के साथ जुड़ी वहनीय वृद्धि से घरेलू लोगों, विशेषकर निम्न क्रेडिट गुणवत्तावाले घरेलू लोगों को बंधक क्रेडिट देने में भारी वृद्धि हुई। इन ऋणों में से अधिकांश ऋण कम मार्जिन मनीवाले और प्रारंभिक कम कठिन भुगतान वाले थे। 'ओरिजिनेट और डिस्ट्रीब्यूट माडल के कारण इनमें से अधिकांश बंधक प्रतिभूतिकृत किए गए थे। काम्प्लेक्स क्रेडिट व्युत्पन्नियों में जबर्दस्त वृद्धि तथा क्रेडिट रेटिंग के उपयोगों के मेल के साथ ये बंधक जोकि सब-प्राइम थे 'एएए' श्रृंखलाओं सहित विभिन्न प्रकार की श्रृंखलाओं में बांध दिए गए और तरह-तरह के वित्तीय निवेशकों को बेच दिए गए।

2004 की शुरुआत में जब मुद्रास्फीति चढ़ने लगी तो यू एस फेडरल रिजर्व ने मौद्रिक निभाव वापस लेना शुरू कर दिया। जब ब्याज दरें बढ़ने लगीं और बंधक संबंधी भुगतान भी बढ़ने लगे। कठोर मौद्रिक नीति ने सकल मांग और उत्पादन को नियंत्रित रखा और मकानों की कीमतें गिरने लगीं। कम / नगण्य मार्जिन वाले वित्तपोषण के साथ सब-प्राइम उधारकर्ताओं के लिए चूक करने में ज्यादा फायदे थे। ऐसे उधारकर्ताओं की चूकों से वित्तीय संस्थाओं और निवेशकों, दोनों को ही नुकसान हुआ। यद्यपि यह माना गया कि यह (ऋण) प्रतिभूतिकृत थे और ये तुलनपत्र से इतर विशेष संस्थागत साधनों (एसआइवी) को बेच दिए गए और अंततः यह हानि बैंकों और वित्तीय संस्थाओं को उठानी पड़ी जिससे उनकी पूंजी का एक महत्वपूर्व हिस्सा साफ हो गया। प्रतिभूतिकरण और व्युत्पन्नियों का उपयोग करने की प्रथा के पीछे का सिद्धांत और अपेक्षा के साथ जोखिम का फैलना उनसे जुड़ा था जो उसे बर्दाश्त कर सकते थे। व्यवहार में हुआ यह कि जोखिम क्रमिक रूप से बैंकों और वित्तीय संस्थाओं को पार्सल कर दी गई और

यह और भी ज्यादा घनीभूत हो गई। ध्यान देनेवाली रोचक बात यह है कि प्रमुख बैंकों और वित्तीय संस्थाओं द्वारा इस संकट अवधि से पहले किए गए दबाव परीक्षणों से पता चला था कि बैंकों के पास किसी भी समस्या से निपटने के लिए खूब पूंजी थीं। ऐसे दबाव परीक्षण, जैसा कि प्रतीत होता है, महामंदी की अवधि के अत्यंत अनुकूल आंकड़ों पर आधारित थे और इन्होंने ठीक से वास्तविकता न ग्रहण की और न दर्शायी (हाल्देन, 2009)।

बैंकों और वित्तीय संस्थाओं (उनके अपने बीच) की ओर से अत्यधिक लीवरेज इन लेनदेनों की अपारदर्शिता, बढ़ती हानियां और बैंकों तथा वित्तीय संस्थाओं की निवल मालियत के क्षीण होते जाने से बैंकों के बीच विश्वास टूट गया। बढ़ते वैश्वीकरण को देखते हुए अन्य प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं विशेषरूप से यूरोप में बैंक और वित्तीय संस्थाएं भी हानियों और पूंजी को बट्टेखाते डालने के कारण बुरी तरह प्रभावित हुईं। अंतर बैंक मुद्रा बाजार तो लगभग ठप्प पड़ गए और यह मुद्रा बाजार में अत्यंत ऊंचे स्प्रेड में परिलक्षित हुई। सुरक्षा के लिए जबर्दस्त खोज चली जो खजाना बिलों और बांडों पर अत्यंत कम प्रतिलाभ के रूप में प्रतिबिंबित हुई। सितंबर 2008 में लेहमैन ब्रदर्स के असफल होने के बाद से ये गतिविधियां महत्वपूर्ण रूप से जोर पकड़ने लगी थीं और विश्वास पूरी तरह समाप्त हो गया था।

वैश्विक वित्तीय बजारों में गहरे और चिरकालिक संकट, जोखिम से बचाव का सबसे ऊंचा स्तर, बैंकों और वित्तीय संस्थाओं की बढ़ती हानियां, पण्य मूल्यों का बढ़ा हुआ स्तर (2008 की तीसरी तिमाही तक) और बाद में उसके ढह जाने और विभिन्न प्रकार की आस्तियों के मूल्यों में तेज करेक्शन, इन सबने मिलकर प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की विशेषकर लेहमैन के फेल होने के समय से, वृद्धि की गति तेजी से घटा दी। 2009 के लिए वैश्विक वृद्धि जोकि अप्रैल 2008 में

3.8 प्रतिशत के स्वस्थ स्तर पर देखी जा रही थी, के बारे में अब अनुमान लगाया जा रहा है कि यह सिकुड़कर 1.3 प्रतिशत रह जाएगी (अंमुको, 2009 सी) (सारणी 2)। प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाएं मंदी के दौर से गुजर रही हैं और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएं जिन्हें 2008 के पहले भाग में प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं से अलग देखा जा रहा था - वे भी वित्तीय संकट प्रणित मंदी की चपेट में आ गई हैं। विश्व व्यापार (माल और सेवाएं) मात्रा भी 2006-07 के दौरान 8.2 प्रतिशत की सुदृढ़ वृद्धि से सिकुड़ कर 2009 में 11 प्रतिशत होने का अनुमान लगाया जा रहा है। उभरती अर्थव्यवस्थाओं को निजी पूंजी प्रवाह (निवल) जोकि 2007 में 617 बिलियन अमरीकी डालर थे, 2008 में घटकर 109 बिलियन अमरीकी डालर हो गये और अनुमान है कि 2009 में 190 बिलियन अमरीकी डालर का निवल बहिर्वाह रिकार्ड करेंगे। 2009 में पूंजी प्रवाहों में तेज गिरावट मुख्यतः बैंक से दिए जानेवाले उधारों और निवेश संविभाग प्रवाहों के अंतर्गत होनेवाले बहिर्वाहों के कारण होगी। इस प्रकार, बाह्य मांग में धीमेपन तथा बाह्य वित्तपोषण में कमी दोनों ने ही उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की वृद्धि की

संभावनाओं को उससे भी कहीं अधिक मंद कर दिया जिनका एक वर्ष पहले अनुमान लगाया गया था।

### पूंजी प्रवाहों में अस्थिरता : उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लिए निहितार्थ

अग्रणी अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति गतिविधियां घरेलू रूप से न केवल उन्हें प्रभावित करती हैं बल्कि जोखिम प्रीमिया और प्रतिलाभ के खोज, जिसकी वजह से आगे चलकर पूंजी प्रवाहों में परिवर्तन हैं, के माध्यम से शेष विश्व पर भी अपनी गहरी छाप छोड़ती हैं। जहां अमरीका में मौद्रिक नीति में भारी अस्थिरता, विशेषकर इस दशक के प्रारंभ से, रोजगार और मूल्य स्थिरता बनाए रखने के आंतरिक दबावों से संचालित रही होगी और परिणामस्वरूप पूंजी प्रवाहों की अस्थिरता विनिमय दर उतार-चढ़ावों पर अपना प्रभाव डालती हैं और इससे भी अधिक सामान्य रूप से कहें तो आस्ति एवं पण्य मूल्यों के इंद्रधनुष पर अपना प्रभाव डालती है। इस प्रकार उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की मौद्रिक नीति व्यवस्थाओं में उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लिए सुस्पष्ट समायोजन निहित रहते हैं।

सारणी 2: 2009 के लिए वैश्विक आर्थिक परिदृश्य (प्रतिशत)

सूचक	मासिक पूर्वानुमान											
	अप्रैल 2008		जुलाई 2008		अक्टूबर 2008		नवंबर 2008		जनवरी 2009		अप्रैल 2009	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1. वैश्विक वृद्धि	3.7	3.8	4.1	3.9	3.9	3.0	3.4	0.5	3.4	0.5	3.2	-1.3
(क) विकसित अर्थव्यवस्थाएं	1.3	1.3	1.7	1.4	1.5	0.5	1.0	-2.0	1.0	-2.0	0.9	-3.8
(ख) एएमइ	6.7	6.6	6.9	6.7	6.9	6.1	6.3	3.3	6.3	3.3	6.1	1.6
2. विश्व व्यापार मात्रा	3.7	3.8	4.1	3.9	3.9	3.0	4.1	-2.8	4.1	-2.8	3.3	-11.0
3. उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति												
(क) विकसित अर्थव्यवस्थाएं	2.6	2.0	3.4	2.3	3.6	2.0	3.5	0.3	3.5	0.3	3.4	-0.2
(ख) एएमइ	7.4	5.7	9.1	7.4	9.4	7.8	9.2	5.8	9.2	5.8	9.3	5.7

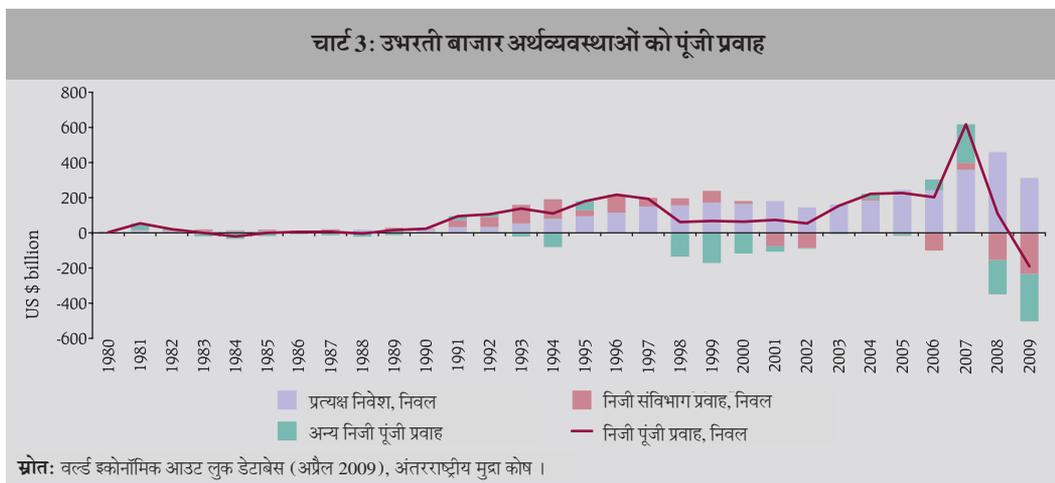
@ : माल और सेवाओं में मात्रात्मक वृद्धि।

स्रोत : विश्व आर्थिक परिदृश्य, विभिन्न मामले, अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष।

उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के निजी पूंजी प्रवाह 1980 के दशक से तेजी से बढ़े हैं लेकिन इस समय के दौरान अस्थिरता भी बढ़ी है। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के भारी पूंजी प्रवाहों का श्रेय विविध प्रकार के खींचतान वाले कारकों को दिया जा सकता है। खींचने वाले कारक जिनकी वजह से उच्च पूंजी प्रवाह पैदा हुआ है उसमें विगत दशक के दौरान उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में सुदृढ़ वृद्धि, मुद्रास्फीति में कमी, समष्टि आर्थिक स्थिरता, चालू खाते को खोला जाना और उछाल भरी वृद्धि की संभावनाओं का समावेश है। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में बड़ा दबाव देने वाला कारक मौद्रिक नीति का दृष्टिकोण है। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में ढीली मौद्रिक नीति की अवधियों तथा प्रतिलाभ हेतु खोज उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में भारी पूंजी अंतर्वाहों और कठोर मौद्रिक नीति की अवधियों में इसके विपरीत प्रवाहों को प्रोत्साहित करता है। इस प्रकार, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति का झूलना उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में पूंजी प्रवाहों के चक्र तथा अस्थिरता पैदा करता है। सूचना प्रौद्योगिकी के नवोन्मेषों ने भी उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं को होने वाले पूंजी प्रवाहों को दुतरफा चाल दी है। समग्र रूप में, इन कारकों के

प्रति प्रतिक्रिया में 1980 के दशक के शुरुआत के समय से ही उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं को होने वाले पूंजी प्रवाह कालांतर में बढ़े हैं लेकिन उनमें भारी अस्थिरता रही है (वैश्विक वित्तीय प्रणाली संबंधी समिति, 2009)।

1980 के दशक की दूसरी छमाही में लगभग सपाट रहने के बाद निजी पूंजी प्रवाह 1990-1996 के दौरान उछलकर 124 बिलियन अमरीकी डॉलर के वार्षिक औसत पर पहुंच गये<sup>1</sup>। एशियाई वित्तीय संकट के प्रारंभ होने के साथ ही कुल पूंजी प्रवाह 1997-2002 के दौरान गिरकर 86 बिलियन अमरीकी डॉलर के वार्षिक औसत पर आ गए। 2003 से प्रारंभ हुई अवधि जो अमरीका और प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में निम्न ब्याज दर व्यवस्था तथा प्रतिलाभ हेतु सहवर्ती खोज की अवधि के साथ की प्रासांगिक अवधि है, ऐसे प्रवाह 2003-2007 के दौरान कई गुना बढ़कर 285 बिलियन अमरीकी डॉलर के वार्षिक औसत के साथ 2007 में 617 बिलियन अमरीकी डॉलर के शिखर पर पहुंच गए (चार्ट 3)। जैसा कि पहले उल्लेख किया जा चुका है, एक समूह के रूप में उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में 2009 में 190 बिलियन अमरीकी डॉलर के बहिर्वाह होने की संभावना दिखाई देती है (1988 से पहला संकुचन)। प्रमुख घटकों



<sup>1</sup> पूंजी प्रवाहों से संबंधित आंकड़े अंतरराष्ट्रीय मुद्राकोष के विश्व आर्थिक संभावना आंकड़ा आधार (अप्रैल 2009) पर आधारित हैं (अ.मु.को. 2009 सी)

के बीच जहां प्रत्यक्ष निवेश प्रवाह में सामान्यतः एक स्थिर वृद्धि इस अवधि के दौरान दिखाई दी है, वहीं संविभाग निवेश प्रवाहों तथा अन्य निजी प्रवाहों (बैंक ऋण, आदि) ने भारी अस्थिरता दर्शाई है। जहां प्रत्यक्ष निवेश प्रवाह मोटे तौर पर कर्षक (पुल) कारकों को दर्शाते हैं वहीं संविभाग निवेश प्रवाह तथा बैंक प्रवाह खींचने वाले तथा तानने वाले दोनों ही प्रकार के कारकों को दर्शाते हैं। यह भी स्पष्ट है कि चालू खाता लेन देनों की तुलना में पूंजी खाता लेन देन अधिक तेजी से बढ़े हैं और सकल पूंजी प्रवाह निवल पूंजी प्रवाह तथा चालू खाता लेन देन दोनों के ही गुणक हैं। साथ ही, भारी निजी पूंजी प्रवाह ऐसे वातावरण में जब प्रमुख उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में चालू खाता अधिक दिखाई दे रहा था इसकी वजह से इनमें से बहुत से देशों में विदेशी मुद्रा आरक्षितों का भारी संचय हुआ।

जैसा कि पहले उल्लेख किया जा चुका है, 2002 के दौरान अमरीका में नीतिगत ब्याज दरें अत्यंत निम्न स्तर-एक प्रतिशत-पर पहुंच गई थीं और काफी लंबे समय तक, 2004 के मध्य तक इन्हीं स्तरों पर बनी रहीं। उसी अवधि के दौरान अन्य प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में भी बहुत मामूली ब्याज दरें देखी गईं। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं को होने वाले सुदृढ़ पूंजी प्रवाहों के मौजूदा एपिसोड की शुरुआत से ठीक पहले 2001-02 की अवधि के दौरान उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की अत्यंत निभावपरक मौद्रिक नीति के सुदृढ़ आधार मुद्रा विस्तार में परिलक्षित हुई थी। जैसे ही चरणबद्ध रूप से मौद्रिक निभाव वापस ले लिया गया, आधार मुद्रा वृद्धि में 2004 से सुधार दिखाई देने लगा। तथापि, पिछले एपिसोडों के ठीक विपरीत उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं को पूंजी प्रवाह सुदृढ़ बने रहे। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं से पूंजी प्रवाहों की दिशा में प्रत्याशित पलटाव थोड़ा विलंब से हुआ और यह अंततः 2008 में हुआ। इसी प्रकार, भारी पूंजी प्रवाहों की पिछली घटना (1993-96) के बाद

भी 1990-94 के दौरान आधार मुद्रा में महत्वपूर्ण विस्तार हुआ था और उसके बाद जबर्दस्त संकोचन हुआ था। यह संक्षिप्त चर्चा उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में एक ओर जहां मौद्रिक नीति चक्रों के बीच सहसंबंधों को रेखांकित करती है वहीं दूसरी ओर पूंजी प्रवाहों के जोखिमों और अस्थिरता के मूल्य निर्धारण/गलत मूल्य निर्धारण के बीच सहसंबंधों को रेखांकित करती है। वर्तमान में, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीतियां फिर से बहुत शिथिल की जा रही हैं और ब्याज दर उस स्तर से भी नीचे पहुंच गयी हैं जो 2002 में देखी गई थीं। जून और दिसंबर 2008 के बीच मात्र छह महीनों की अवधि के दौरान अमरीका में आधार मुद्रा दुगुने से भी ज्यादा हो गई। यदि मौजूदा मौद्रिक विस्तार की अनवाईडिंग चरणबद्ध रूप से नहीं की गयी तो ऐसे भारी मौद्रिक विस्तार और पिछले अनुभवों को देखते हुए आगे आने वाले समय में उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं को भारी पूंजी अंतर्वाह होगा।

भारत जैसी तेजी बढ़ रही अर्थव्यवस्थाओं जीडीपी की उच्च वास्तविक वृद्धि के साथ-साथ मौद्रिक समुच्चयों में सहवर्ती वृद्धि आवश्यक है जो आधार मुद्रा में विस्तार भी चाहती हैं। इस सीमा तक केन्द्रीय बैंक के तुलनपत्र के अनिष्प्रभावी विदेशी मुद्रा आरक्षितों की वृद्धि अपेक्षित दर पर आधार मुद्रा के विस्तार में सहायक होगी। तथापि, ऐसी अपेक्षाओं के अलावा निवल पूंजी प्रवाह और विदेशी मुद्रा आरक्षितों की वृद्धि से निष्प्रभावन और अधिक सक्रिय मौद्रिक एवं समष्टि आर्थिक प्रबंधन जरूरी हो जाता है। इस प्रकार, मौजूदा वित्तीयन आवश्यकताओं से बहुत ज्यादा भारी पूंजी अंतर्वाह उच्च घरेलू क्रेडिट और मौद्रिक वृद्धि, शेयर बाजार और अन्य आस्ति मूल्यों में उछाल (बूम) तथा सामान्य अतिरिक्त घरेलू मांग पैदा कर सकते हैं जिसके कारण समष्टि आर्थिक और वित्तीय अस्थिरता पैदा हो सकती है। पूंजी प्रवाहों में अचानक पलटाव भी मौद्रिक और समष्टि आर्थिक प्रबंधन में महत्वपूर्ण कठिनाइयां पैदा कर सकता है।

यद्यपि, सैद्धांतिक रूप में यह आशा की जाती है कि पूंजी खाते के उदारीकरण से पोषक अर्थव्यवस्था को लाभ होगा और इसकी वृद्धि दर बढ़ेगी लेकिन इस सैद्धांतिक अटकलबाजी को किसी संग्रह किये गये अनुभवजन्य साक्ष्य का समर्थन नहीं है। प्रतिनिधिक समूह, पैनल और घटना अध्ययनों की बहुलता के बावजूद आर्थिक कल्याण स्तरों के संबंध में वित्तीय मौकों तथा विकासशील देशों की वृद्धि दरों के प्रत्यक्ष सकारात्मक प्रभाव का अत्यंत कम कायल करने वाला दस्तावेजीकरण किया गया। बहुत थोड़ा विधिवत साक्ष्य यह भी है कि वित्तीय अवसर आर्थिक संस्थाओं अथवा नीतियों के संपार्श्विक सुधारों के संवर्धन द्वारा अप्रत्यक्ष रूप में कल्याणकारी कार्य करते हैं। ठीक उसी समय, वित्तीय लेखे को खोलना आर्थिक संकट की बारंबारता और गंभीरता को बढ़ाता हुआ दिखता है (ऑब्सफेल्ड, 2009)। यह साक्ष्य पूंजी प्रवाहों की क्रम परंपरा का पक्ष लेता हुआ दिखाई देता है। जहां इक्विटी प्रवाहों का उदारीकरण बढ़ता हुआ दिखाई देता है, यह साक्ष्य कि ऋण प्रवाहों का उदारीकरण उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लिए फायदेमंद है, अस्पष्ट है (हेनरी 2007: कमिटी ऑन ग्लोबल फायनांशियल सिस्टम (2009)।

मौजूदा वित्तीय संकट जैसा कि फिर से दर्शा रहा है, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं से पूंजी प्रवाहों का पलट जाना तेज है और इसके लिए बैंक क्रेडिट में एक दर्द भरा समायोजन तथा शेयर मूल्यों का गिरना जरूरी है। ऐसे पलटाव के परिणामस्वरूप केन्द्रीय बैंकों के तुलनपत्र का संकुचन होता है जिसका उतनी तेजी से घरेलू आस्तियों की वृद्धि से क्षतिपूर्ति करना कठिन होता है जितनी तेजी से कि आरक्षित रीतते जाते हैं। इन घटनाओं से बैंकिंग और करेन्सी संकट, रोजगार और उत्पादन का भारी नुकसान हो सकता है तथा भारी वित्तीय लागतें पैदा हो सकती हैं। इस प्रकार, जब तक कि पूंजी अंतर्वाहों के बूम और बस्ट पैटर्न का सक्रिय रूप से प्रबंधन नहीं किया जाता, यह समष्टि आर्थिक और वित्तीय

अस्थिरता पैदा कर सकता है। अतः, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के प्राधिकारियों को एक ओर उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की वित्तीय और आर्थिक गतिविधियों पर बड़ी बारीकी और सतत रूप से नज़र रखनी होगी वहीं दूसरी ओर अपने पूंजी खाते का सक्रिय रूप से प्रबंधन करना होगा।

अंत में, डॉट कॉम कंपनियों के डूबने की अवधि के बाद की अवधि प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में एक विस्तारित अवधि के लिए अत्यधिक निभावपरक मौद्रिक नीति ने वैश्विक वित्तीय और आर्थिक संकट के बीज बोये थे। 2002-04 की अवधि के दौरान अत्यंत कम नीतिगत ब्याज दरों ने, विशेषरूप से अमरीका में उपभोग और आस्ति मूल्य बढ़ा दिए थे और परिणामस्वरूप सकल मांग उत्पादन से ज्यादा हो गयी जो उभरती वैश्विक असंतुलों में परिलक्षित थी। अत्यंत कम अल्पावधि दरों ने भी प्रतिलाभ हेतु सघन खोज को घरेलू और वैश्विक रूप दोनों ही तरह से प्रोत्साहित किया जिसे वित्तीय इंजीनियरिंग, प्रतिभूतिकरण का जम कर उपयोग और शिथिल विनियमन एवं पर्यवेक्षण का प्रोत्साहन मिला। प्रतिलाभ हेतु वैश्विक खोज उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं को होनेवाले रिकार्ड ऊंची मात्रा के पूंजी प्रवाहों में दिखाई दी। चूंकि ऐसे प्रवाह उनकी वित्तीय आवश्यकताओं से बहुत अधिक थे अतः, यह अधिक मात्रा फिर से रिसाइकल होकर पुनः उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में पहुंच गयी और चिंतनीय दीर्घावधि ब्याज दरों में परिणित हुई। विगत दो दशकों के दौरान महा मंदी की वजह से जोखिमों को कम करके आंकना शुरू हो गया तथा नयी वित्तीय और आर्थिक व्यवस्था निर्वहनीय समझी गयी। इन घटनाओं का मिला जुला प्रभाव यह हुआ कि न केवल प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में बल्कि उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में भी लोगों के पास अत्यधिक कर्ज हो गया तथा क्रेडिट बूम, आस्ति मूल्य बूम और अत्यधिक लीवरेज दिखाई दिया। यद्यपि, वैश्वीकरण की ताकतें माल और सेवाओं की मुद्रास्फीति को कुछ समय के लिए काबू में रख सकीं, लेकिन निभावपरक मौद्रिक नीति

के सकल मांग दबाव शुरू में तेल और अन्य पण्य मूल्य में तथा अंत में हेड लाईन मुद्रास्फीति में परिलक्षित होने शुरू हो गए। परिणामस्वरूप मौद्रिक नीति कठोर बनाने से मकानों के मूल्यों में सुधार होने लगा, सब-प्राईम ऋणों संबंधी चूक करने को प्रोत्साहन मिला, बैंकों और वित्तीय संस्थाओं को भारी हानियां होने लगी, जोखिम से बचाव में तेज वृद्धि हुई, बाजार सहभागियों के बीच पूरी तरह से विश्वास और भरोसा खत्म हो गया, काफी डीलीवरेजिंग हुई और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में भारी पूंजी बहिर्वाह हुए। इस प्रकार 2002-06 की वित्तीय ज्यादातियां विश्रुंखल रूप से पलट गयीं और अब युद्धोत्तर काल की सबसे गंभीर मंदी पैदा हो रही है। संक्षेप में, प्रमुख आरक्षित करेंसी वाले देशों में मौद्रिक नीति की भारी अस्थिरता ने प्रारंभिक ज्यादातियों और बाद में उनके कष्टपूर्ण सुधार में अपना योगदान दिया।

## II. भारत पर प्रभाव

### सब-प्राईम संकट का प्रारंभिक प्रभाव

भारतीय अर्थव्यवस्था पर इस सब-प्राईम संकट का प्रभाव उलटे मंद है। वास्तव में, अगस्त 2007 में, यूएस फेड निधियों की दरों में कटौती के अनुसरण में देश में निवल पूंजी अंतर्वाहों में एक जोरदार छलांग थी। रिजर्व बैंक को नकदी आरक्षित अनुपात में वृद्धियों की एक श्रृंखला के माध्यम से तथा बाजार स्थिरीकरण

योजना (एमएसएस)<sup>2</sup> के अंतर्गत निर्गमों के माध्यम से भारी विदेशी मुद्रा खरीदों के चलनिधि प्रभावों को निष्प्रभावी बनाना पड़ा। सुदृढ़ घरेलू मांग और बढ़े हुए वैश्विक पण्य मूल्यों दोनों से ही उत्पन्न हो रहे सतत मुद्रास्फीतिकारी दबावों के साथ नीतिगत दरें भी बढ़ाई गईं। यह मौद्रिक नीति अगस्त 2008 तक पहले से अधिकृत उपायों के साथ चलती रही।

जटिल व्युत्पन्नियों के बारे में सीमित जानकारी और रिजर्व बैंक द्वारा लागू की गयी अन्य विवेकसम्मत नीतियों के कारण भारतीय बैंक/वित्तीय क्षेत्र पर इस सब-प्राईम संकट का सीधा प्रभाव लागभग नगण्य रहा। भारतीय बैंकिंग क्षेत्र में विदेशी बैंकों की अपेक्षाकृत कम उपस्थिति ने भी घरेलू अर्थव्यवस्था पर इसके सीधे प्रभाव को न्यूनतम रखा (सारणी 3)। विदेशी बैंकों की भारी उपस्थिति देशी अर्थव्यवस्था की विदेशी आघातों के प्रति संवेदनशीलता को बढ़ा सकती है जैसा कि पूर्वी यूरोप और बाल्टिक देशों में घटित हुआ है। महत्वपूर्ण नकदी और मूल विदेशी बैंक के प्रति पूंजी आघातों को देखते हुए घरेलू अर्थव्यवस्था के मूलभूत तत्वों के सुदृढ़ रहने के बावजूद घरेलू अर्थव्यवस्था में इसके परिचालन घटाने को बाध्य किया जा सकता है। इस प्रकार, संकट के इन एपिसोडों में घरेलू बैंक ऋण आपूर्ति संकुचित हो सकती है। उदाहरण के लिए, 1990 के दशक के शुरूआती समय में शेयर बाजार और रिपल इस्टेट बाजार के धराशायी होने की प्रतिक्रिया में जापानी बैंकों ने

<sup>2</sup> सतत भारी पूंजी प्रवाहों, रिजर्व बैंक के पास सरकारी प्रतिभूति के निश्चित स्टॉक और भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम के अंतर्गत केन्द्रीय बैंक प्रतिभूतियां जारी करने के विकल्प के अभाव के परिप्रेक्ष्य में एक नई योजना, बाजार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) अप्रैल 2004 में प्रारंभ की गई थी ताकि भारी पूंजी प्रवाहों का प्रबंधन किया जा सके। इस योजना के अंतर्गत रिजर्व बैंक को यह शक्तियां प्रदान की गई हैं कि वह विशेष रूप से निष्प्रभाव के प्रयोजन हेतु सरकारी खजाना बिल तथा मध्यावधि की दिनांकित प्रतिभूतियां जारी कर सकता है जिससे कि चलनिधि का ठीक तरह से प्रबंधन किया जा सके। बाजार स्थिरीकरण योजना से संबंधित नीलामी के अंतर्गत प्राप्त आगम भारतीय रिजर्व बैंक के पास एक अलग पहचानयोग्य नकद खाते में रखे जाते हैं और इस योजना के अंतर्गत जारी की गई प्रतिभूतियों के मोचन और/अथवा पुनर्खरीद के लिए उपयोग में लाई जाती है। बाजार स्थिरीकरण योजना प्रतिभूतियों पर ब्याज और बट्टे का भुगतान एमएसएस खाते से नहीं किए जाते हैं, लेकिन उन्हें पारदर्शी रूप सरकारी बजट में दर्शाया जाता है। धारकों के

हाथ में सामान्य सरकारी खजाना बिलों और दिनांकित प्रतिभूतियों तथा एमएसएस प्रतिभूतियों के बीच अंतर करना मुश्किल है। दैनिक चलनिधि प्रबंधन के अपने कार्य को करने में चलनिधि समायोजन सुविधा की पुनः स्थापना में एमएसएस का प्रारंभ व्यापक रूप से सफल हुआ है (देखें मोहन (2006))। एमएसएस चलनिधि के भंडार के सदृश्य कार्य करता है: यह भारी पूंजी प्रवाहों के समय में अतिरिक्त चलनिधि को सोखने तथा पूंजी प्रवाहों के विपरीत दिशा में होनेवाले प्रवाहों के समय में प्रणाली में चलनिधि डालने (इंजेक्ट) में सहायता करती है। इस प्रकार, भारी पूंजी प्रवाहों के सामने चलनिधि समायोजन सुविधा के अंतर्गत शेष राशियां जनवरी 2007 के अंत के लगभग 39,000 करोड़ रुपए से बढ़कर मई 2008 के अंत तक 1,75,000 करोड़ रुपए के आसपास हो गईं और बाद की अवधि में जब पूंजी प्रवाहों की दिशा विपरीत हो गई तो एमएसएस शेष राशियां गिरकर मार्च 2009 के अंत तक 88,000 करोड़ रुपए के आसपास आ गईं और इस प्रकार प्रणाली में पर्याप्त रुपया चलनिधि बनाए रखने में सहायता की।

सारणी 3: स्वामित्व की अधिकता के साथ विदेशी बैंकों द्वारा धारित बैंकिंग आस्तियों का हिस्सा, 2006

देश	0%-10%	देश	10%-30%	देश	30%-50%	देश	50%-70%	देश	70%-100%
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
अल्जीरिया	9	मालदोवा	30	सेनेगल	48	रवांडा	70	मेडागास्कर	100
नेपाल	9	होंडुरास	29	कांगा	47	कोट डि आइवोएर	66	मोजम्बीक	00
ग्वाटेमाला	8	युक्रेन	28	उरुग्वे	44	तंजानिया	66	स्वाजीलैंड	100
थाईलैंड	5	इंडोनेशिया	28	पनामा	42	घाना	65	पेरु	95
<b>भारत</b>	5	कंबोडिया	27	केन्या	41	बर्किना फासो	65	हंगरी	94
इक्वाडोर	5	अर्जेंटीना	25	बेनिन	40	सर्बिया और मॉण्टेंग्रो	65	अल्बानिया	93
अज़रबैजान	5	ब्राज़ील	25	बोलीविया	38	कैमरून	63	लिथुआनिया	92
मौरिटानिया	5	कजाखिस्तान	24	मॉरिशस	37	रुमानिया	60	क्रोएशिया	91
नाइजीरिया	5	पाकिस्तान	23	बुरुंडी	36	नायगर	59	बोस्निया - हर्जेगोविना	90
तुर्की	4	कोस्टा रिका	22	शोशेल्स	36	माली	57	मैक्सिको	82
उजबेकिस्तान	1	मलावी	22	लेबनॉन	34	अंगोला	53	मिसिडोनिया	80
फिलीपीन्स	1	ट्यूनीशिया	22	निकारागुआ	34	लात्विया	52	युगांडा	80
दक्षिण अफ्रीका	0	मंगोलिया	22	चिली	32	जमैका	51	अल साल्वाडोर	78
चीन	0	सूडान	20	वेनेजुएला	32	ज़िम्बावे	51	ज़ांबिया	77
वियतनाम	0	मोरोक्को	18	जॉर्जिया	32	नामीबिया	50	बोत्सवाना	77
ईरान	0	कोलंबिया	18	अर्मेनिया	31			किर्गिस्तान	75
यमन	0	मलेशिया	16					पोलैंड	73
बांग्लादेश	0	जॉर्डन	14					बुल्गारिया	72
श्रीलंका	0	रूस	13					पराग्वे	71
इथियोपिया	0	मिश्र	12						
टोगो	0								

**टिप्पणी:** 1. कोई भी बैंक विदेशी स्वामित्व वाले बैंक के रूप में केवल तभी परिभाषित किया जा सकता है यदि उस निर्दिष्ट वर्ष में उसके शेयरों का 50 प्रतिशत या उससे अधिक हिस्सा सीधे तौर पर विदेशी राष्ट्रियों द्वारा धारित रहा हो। एक बार विदेशी स्वामित्व तय हो जाए तो स्रोत देश की पहचान राष्ट्रीयता वाले देश के रूप में सबसे बड़े विदेशी शेयर धारक के रूप में की जाएगी। इस सारणी में अल्पसंख्यक विदेशी स्वामित्व वाले विदेशी बैंकों की आस्तियों के आंकड़े नहीं लिए गए हैं।

2. विश्व बैंक स्टाफ अनुमान बैंक स्कोप आंकड़ों पर आधारित है।

**स्रोत :** विश्व बैंक (2008)

अमरीका सहित विदेशी बाजारों से अपने हाथ खींच लिए ताकि वे अपने तुलनपत्र पर देयताएं घटा सकें और इस प्रकार पूंजी पर्याप्तता अनुपात संबंधी अपेक्षाएं पूरी कर सकें। ओवरनाइट इंडेक्स स्वैप (ओआइएस) दरों और यूएस ट्रेजरी बिल दरों की तुलना में अंतर बैंक ब्याज दरों के स्प्रेड द्वारा मापे गए अनुसार अर्थमितीय साक्ष्य विकासशील देशों को उधार देनेवाले अंतरराष्ट्रीय बैंकों के बीच सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण संबंध और वैश्विक चलनिधि स्थितियों में परिवर्तन दर्शाते हैं। उदाहरण के लिए अनुमान है कि लंदन अंतरबैंक प्रस्तावित दर (लिबोर) और ओआइएस के बीच के स्प्रेड में 10 आधार अंक की वृद्धि जो एक तिमाही तक बनी रही के बारे में अनुमान है कि आगे चलकर इससे विकासशील देशों को अंतरराष्ट्रीय

बैंक द्वारा दिए जाने वाले उधारों में 3 प्रतिशत तक की गिरावट आ सकती है (विश्व बैंक, 2008)।

### लेहमैन की असफलता का प्रभाव

#### भुगतान संतुलन : पूंजी बहिर्वाह

भारतीय बैंकों के सीमित एक्सपोजर के परिप्रेक्ष्य में घरेलू वित्तीय क्षेत्र पर लेहमैन की असफलता का कोई भी प्रत्यक्ष प्रभाव नहीं था। तथापि, लेहमैन की असफलता के उपरांत बाह्य वातावरण में अचानक परिवर्तन दिखाई दिया। अन्य प्रमुख उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के समान ही घरेलू इक्विटी बाजारों में संविभाग निवेशकों द्वारा बिकवाली दिखाई दी जो डीलीवरेजिंग को दर्शाती

है। परिणामस्वरूप, विदेशी मुद्रा बाजार में वचनबद्धता के दबाव के साथ सितंबर-अक्टूबर 2008 के दौरान संविभाग निवेशकों द्वारा भारी पूंजी बहिर्वाह किए गए। जहां विदेशी मुद्रा निवेश प्रवाहों ने आघात सहन क्षमता (रेजीलिएन्स) दर्शायी वहीं बाह्य वाणिज्यिक उधारों और व्यापार क्रेडिट कुछ कठिन रहे। कुल मिलाकर, 2008-09 के दौरान निवल पूंजी अंतर्वाह 2007-08 की तुलना में काफी कम रहे और प्रारक्षितों का भंडार भी खाली हुआ (सारणी 4)। तथापि, अप्रैल-दिसंबर 2008 के दौरान आरक्षितों में हुई हानियों के एक बहुत बड़े हिस्से (54 बिलियन अमरीकी डालर से 33 बिलियन अमरीकी डालर) ने मूल्यन हानियां दर्शायीं।

पूंजी प्रवाहों के संकुचन और घरेलू बाजार में बिकवाली ने कारपोरेट क्षेत्र के लिए बाह्य और घरेलू दोनों ही प्रकार के वित्तीयन को बुरी तरह प्रभावित किया। प्रमुख विकसित अर्थव्यवस्थाओं की मांग में आयी भारी मंदी का भी हमारे निर्यात और औद्योगिक निष्पादन पर बुरा प्रभाव पड़ा है। सकारात्मक पक्ष की ओर,

सारणी 4 : पूंजी प्रवाहों की प्रवृत्तियां			
(बिलियन अमरीकी डॉलर)			
घटक	अवधि	2007-08	2008-09
1	2	3	4
भारत को विदेशी प्रत्यक्ष निवेश	अप्रैल-फरवरी	27.6	31.7
विदेशी संस्थागत निवेशक (निवल)	अप्रैल-मार्च	20.3	-15.0
बाह्य वाणिज्यिक उधार (निवल)	अप्रैल-दिसंबर	17.5	6.0
अल्पावधि व्यापार क्रेडिट (निवल)	अप्रैल-दिसंबर	10.7	0.5
कूल पूंजी प्रवाह (निवल)	अप्रैल-दिसंबर	82.0	15.3
<i>ज्ञापन:</i>			
चालू खाता शेष	अप्रैल-दिसंबर	-15.5	-36.5
विदेशी मुद्रा आरक्षितों पर मूल्यन लाभ (+)/ हानि (-)	अप्रैल-दिसंबर	+ 9.0	-33.4
विदेशी मुद्रा आरक्षित (घट बढ़)	अप्रैल-दिसंबर	76.1	-53.8
विदेशी मुद्रा आरक्षित (घट बढ़)	अप्रैल-मार्च	110.5	-57.7

अंतरराष्ट्रीय तेल और अन्य वस्तुओं के मूल्यों में महत्वपूर्ण सुधार ने स्फीतिकारक दबाव दूर कर दिए हैं जैसा कि थोक मूल्य सूचकांक द्वारा मापा गया है। तथापि, खाद्यान्न मूल्यों में भारी स्फीति बने रहने के चलते उपभोक्ता मूल्यों के संबंध में किए गए विभिन्न उपाय उठे हुए स्तरों पर बने हुए हैं।

#### राजकोषीय प्रभाव

सरकारी वित्त जिन्होंने 2002-03 से शुरू करके एक ध्यान देने योग्य सुधार दर्शाया था, निम्नलिखित भारी व्ययों के कारण 2008-09 में पुनर्नवीकृत दबाव के नीचे आ गए; (i) कच्चे (कूड) तेल के ऊंचे अंतरराष्ट्रीय मूल्यों (सितंबर 2008 तक) और घरेलू मूल्यों को अपूर्ण पास-थ्रू (ii) उर्वरकों के ऊंचे मूल्य और उर्वरक मूल्यों से जुड़ी वृद्धि (iii) छठा वेतन आयोग अवार्ड और (iv) ऋण माफी योजना। राजकोषीय प्रोत्साहन पैकेज जिनमें अतिरिक्त व्यय और करों में कटौती शामिल है, ने राजकोष पर अतिरिक्त तनाव बढ़ा दिया है। इन कारकों को दर्शाते हुए केंद्र सरकार का राजकोषीय घाटा 2007-08 में जीडीपी के 2.7 प्रतिशत से दुगने से भी ज्यादा होकर 2008-09 में 6.0 प्रतिशत हो गया और 90 के दशक के अंत में देखे गए स्तरों पर फिर से पहुंच गया। जीडीपी के 4.4 प्रतिशत पर राजस्व घाटा अपने पिछली बार के शिखर पर होगा जो उसने 2001-02 और 2002-03 के दौरान छुआ था। विगत दो वर्षों में आधिक्य रेकार्ड करने के बाद 2008-09 में प्राथमिक शेष फिर से घाटे में बदल गया (सारणी 5)। 2008-09 के दौरान निवल बाजार उधार अनुमानित 1,13,000 करोड़ रुपए से लगभग तिगुने होकर संशोधित अनुमानों में 3,29,649 करोड़ रुपए हो गए (रिजर्व बैंक रेकार्ड के अनुसार वास्तविक उधार 2,98,536 करोड़ रुपए थे) और यह 2009-10 में 3,08,647 करोड़ रुपए (3,98,552 करोड़ रुपए सकल उधार पर) अनुमानित किए गए हैं।

सारणी 5 : केंद्र सरकार के महत्वपूर्ण  
राजकोषीय संकेतक

(जीडीपी से प्रतिशत)

वर्ष	सकल राज- कोषीय घाटा	सकल प्राथमिक घाटा	राजस्व घाटा
1	2	3	4
1990-91	7.8	4.1	3.3
1991-92	5.6	1.5	2.5
1992-93	5.3	1.2	2.5
1993-94	7.0	2.7	3.8
1994-95	5.7	1.3	3.1
1995-96	5.1	0.9	2.5
1996-97	4.8	0.5	2.4
1997-98	5.8	1.5	3.0
1998-99	6.5	2.0	3.8
1999-00	5.4	0.7	3.5
2000-01	5.7	0.9	4.1
2001-02	6.2	1.5	4.4
2002-03	5.9	1.1	4.4
2003-04	4.5	0.0	3.6
2004-05	4.0	0.0	2.5
2005-06	4.1	0.4	2.6
2006-07	3.5	-0.2	1.9
2007-08	2.7	-0.9	1.1
2008-09 संअ	6.0	2.5	4.4
2009-10 बआ	5.5	1.8	4.0

सं.अ. : संशोधित अनुमान. ब.आ. : बजट अनुमान.

टिप्पणी: 1. ऋण (-) चिह्न अधिशेष दर्शाता है।

2. 2008-09 के दौरान जारी किये गये तेल और उर्वरक बांड जीडीपी का 1.8 प्रतिशत थे।

नवीकृत राजकोषीय क्षरण के परिप्रेक्ष्य में स्टैंडर्ड एण्ड पुअर क्रेडिट रेटिंग एजेन्सी ने 'बीबीबी' रेटिंग को फिर से पक्का करते हुए दीर्घावधि सोविरिन क्रेडिट रेटिंग संभावना स्थिर से घटाकर नकारात्मक कर दी है। यदि तेल और उर्वरक कंपनियों को जारी किए गए बांडों को हिसाब में लें तो विभिन्न घाटा संकेतक इससे भी ज्यादा ऊंचे होंगे। फिर भी, घरेलू मांग को बढ़ावा देने के उद्देश्य से सरकार ने अंतरिम लेखा अनुदान बजट के बाद अतिरिक्त कर रियायतों की घोषणा की है तथा राजकोषीय स्थिति पर और दबाव बढ़ा दिया है। इस प्रकार, जहां घरेलू अर्थव्यवस्था में मंदी के लिए राजकोषीय प्रोत्साहनों की आवश्यकता पड़ेगी वहीं राजकोषीय संचालन (मैनोवेरेबिलिटी) सीमित है।

अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष के अनुसार पहले ही किए गए उपायों और मौजूदा योजनाओं के आधार पर अनुमान है कि सरकारी ऋण अनुपात तथा राजकोषीय घाटे, विशेष रूप से विकसित अर्थव्यवस्थाओं में काफी बढ़ेंगे। आशा है कि समग्र रूप में जी 20 के लिए सामान्य सरकारी शेष 2009 में औसतन जीडीपी के 3½ प्रतिशत तक खराब हो जाएगा। यद्यपि, कुछ देशों के लिए यह राजकोषीय लागत अल्पावधि में बड़ी होगी, लेकिन बड़े परिणाम के अर्थ में कोई भी राजकोषीय प्रोत्साहन अथवा वित्तीय क्षेत्र सहायता न देने के विकल्प की लागत अत्यंत महंगी होगी (अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष, 2009बी)।

#### वास्तविक अर्थव्यवस्था पर प्रभाव

बाह्य मांग में मंदी को दर्शाते हुए तथा पूंजी प्रवाहों के विपरीत प्रवाहों के परिणामस्वरूप औद्योगिक उत्पादन की वृद्धि 2007-08 की तदनु रूप अवधि के 8.8 प्रतिशत से घटकर 2008-09 (अप्रैल-फरवरी) में 2.8 प्रतिशत रह गई। दूसरी ओर, सेवा क्षेत्र की गतिविधि 2008-09 में अब तक (अप्रैल-दिसंबर) 9.7 प्रतिशत (2007-08 की तदनु रूप अवधि में 10.5 प्रतिशत) की वृद्धि के साथ अपेक्षाकृत रूप से अच्छी बनी रही है। सेवा क्षेत्र की गतिविधि ऊंचे सरकारी व्यय पर आरूढ़ होकर "सामुदायिक, सामाजिक, निजी सेवाएं" क्षेत्र में तेज होकर उछाल भरी बनी रही। समग्र रूप में वास्तविक जीडीपी वृद्धि 2008-09 की पहली तीन तिमाहियों में 2007-08 की तदनु रूप अवधि के 9.0 प्रतिशत से मंद होकर 6.9 प्रतिशत हो गई। व्यय पक्ष की ओर, निजी अंतिम उपभोग व्यय 8.3 प्रतिशत से घटकर 6.6 प्रतिशत रह गया। दूसरी ओर, सरकारी अंतिम उपभोग व्यय में वृद्धि राजकोषीय प्रोत्साहन और अन्य व्यय उपायों को दर्शाते हुए 2.7 प्रतिशत से चढ़ते हुए 13.3 प्रतिशत पर पहुंच गयी।

### III. वित्तीय स्थिरता के प्रबंधन हेतु वित्तीय विनियामक नीतियां : भारतीय वित्तीय क्षेत्र इस तूफान से कैसे बच निकला?

जैसी कि पिछली चर्चा दर्शाती है, यह प्रतीत होता है कि भारतीय बैंक और वित्तीय प्रणाली का उन दूषित आस्तियों में सीधा एक्सपोजर नगण्य मात्र था जिन्होंने पश्चिमी देशों की बैंकिंग प्रणाली को दूषित कर दिया है। बैंकों की क्रेडिट गुणवत्ता अभी भी उच्च स्तर की बनी हुई है। हालांकि, 2004-07 के दौरान बैंक क्रेडिट वृद्धि काफी ऊंची अर्थात् लगभग 30 प्रतिशत वार्षिक के आसपास थी। ऐसा प्रतीत होगा कि उधार देने के मानकों में कोई महत्वपूर्ण ढील नहीं दी गई थी। आवास हेतु व्यक्तियों को दिए जानेवाले बैंक ऋणों को विवेकसम्मत मूल्य से ऋण के अनुपात द्वारा समर्थन प्रदान किया गया है, तथापि कतिपय क्षेत्रों में तेज ऋण वृद्धि को देखते हुए रिजर्व बैंक ने इन क्षेत्रों के लिए विवेकसम्मत मानदंडों (प्रावधानीकरण अपेक्षाओं और जोखिम भारों) को एक पूर्वापाय के रूप में कठोर बना दिया है ताकि वित्तीय स्थिरता बनी रहे; प्रेस और लघु एवं मध्यम उद्यमों के लिए मानक आस्तियों हेतु प्रावधानीकरण मानदंड भी एक समान रूप से बढ़ा दिए गए थे। अर्थव्यवस्था के उत्पादक क्षेत्रों को ऋण का प्रवाह सुनिश्चित करने के उद्देश्य से मंदी के इस दौर में ये कठोर किए गए प्रावधानीकरण मानदंड और जोखिम भार अब वापस ले लिए गए हैं। इस ‘‘गतिशील प्रावधानीकरण’’ दृष्टिकोण से बैंकिंग प्रणाली के भीतर पर्याप्त बफर सुसाध्य हुआ है। अतः, पश्चिमी विश्व की बैंकिंग प्रणाली के विपरीत घरेलू बैंकों ने अब तक हानियां रिकार्ड नहीं की हैं और इसके लिए किसी भी प्रकार के सरकारी जीवनदान (बेलआउट) की आवश्यकता नहीं पड़ी है।

बैंकों के तुलनपत्र अच्छे और पर्याप्त रूप से पूंजीकृत बने हुए हैं। मार्च 2008 के अंत की स्थिति के अनुसार सभी अनुसूचित वाणिज्य बैंकों का सीआरएआर

कुल मिलाकर 13.0 प्रतिशत था जोकि 9.00 प्रतिशत की विनियामक अपेक्षा से काफी अधिक था। किसी भी अनुसूचित वाणिज्य बैंकों का सीआरएआर 9 प्रतिशत से नीचे नहीं है। 79 अनुसूचित वाणिज्य बैंकों में से 77 बैंकों का सीआरएआर 10 प्रतिशत से ऊपर था जबकि 2 बैंकों का सीआरएआर 9 और 10 प्रतिशत के बीच था। घरेलू बैंकों की आस्ति गुणवत्ता भी मार्च 2008 के अंत की स्थिति के अनुसार निवल अग्रिमों के मात्र 1 प्रतिशत तथा आस्तियों के 0.6 प्रतिशत रहकर निवल अनर्जक आस्तियों के साथ संतोषजनक बनी हुई थी।

वित्तीय क्षेत्र मूल्यांकन समिति (सीएफएसए) (अध्यक्ष: डॉ. राकेश मोहन) (भारतीय रिजर्व बैंक, 2009) द्वारा हाल ही में वाणिज्यिक बैंकों की स्थिति के बारे में किया गया सघन मूल्यांकन भी दर्शाता है कि वाणिज्यिक बैंक मजबूत और दमदार बने हुए हैं। सीएफएसए द्वारा किये गये एकल कारक तनाव परीक्षण बताते हैं कि यह बैंकिंग प्रणाली ऋण गुणवत्ता, ब्याज दर और चलनिधि स्थितियों में होनेवाले संभावित भारी परिवर्तनों से उत्पन्न होनेवाले भारी आघातों को भी झेल सकती है। क्रेडिट,

सारणी 6: भारत में अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के महत्वपूर्ण संकेतक

मद	2004-05	2005-06	2006-07	2007-08
1	2	3	4	5
जोखिम भारित आस्तियों में पूंजी का अनुपात (सीआरएआर) (प्रतिशत)	12.8	12.3	12.3	13.0
जिसमें से: टियर I सीआरएआर (प्रतिशत)	8.4	9.3	8.3	9.1
निवल अनर्जक आस्तियां (निवल अग्रिमों से प्रतिशत)	1.9	1.2	1.0	1.0
निवल अनर्जक आस्तियां (आस्तियों से प्रतिशत)	0.9	0.7	0.6	0.6
निवल लाभ (आस्तियों से प्रतिशत)	0.9	0.9	0.9	1.0
निवल ब्याज मार्जिन (आस्तियों से प्रतिशत)	2.8	2.8	2.6	2.3

स्रोत : भारत में बैंकिंग प्रवृत्ति और प्रगति संबंधी रिपोर्ट, 2007-08, भारतीय रिजर्व बैंक

बाजार और चलनिधि जोखिम के लिए ये तनाव परीक्षण दर्शाते हैं कि भारतीय बैंक सामान्यतः दमदार हैं। चल रहे वित्तीय संकट और भारतीय अर्थव्यवस्था पर इसके संभावित प्रभाव को देखते हुए सीएफएसए ने सितंबर 2008 के अंत के लिए तनाव परीक्षण किए। एकदम दुर्दमनीय स्थिति (सकल अनर्जक आस्तियों में 150 प्रतिशत की वृद्धि) में भी बैंकिंग क्षेत्र की सकल पूंजी पर्याप्तता स्थिति सितंबर 2008 में घटकर 10.6 प्रतिशत रह गई होती - जोकि 9 प्रतिशत की विनियामक अपेक्षा से अभी भी काफी अधिक है। इस प्रकार, किसी भी दुर्दमनीय स्थिति में भी सीआरएआर विनियामक न्यूनतम स्तर से काफी ऊंचा रहता है।

बैंक क्रेडिट में वृद्धि अक्टूबर 2008 तक सुदृढ़ बनी रही लेकिन उसके बाद गिरने लगी है। वित्तीय प्रणाली सामान्य रूप से काम कर रही है और तदनुसार बैंक जमा राशि अथवा बैंकों की अन्य देयताओं के लिए सरकार की गारंटी किसी भी प्रकार से बढ़ाने की जरूरत नहीं पड़ी है। सुदृढ़ तुलनपत्र और परिचालनों में पारदर्शिता को देखते हुए बैंकों के बीच कोई भी अविश्वास नहीं पनपा है तथा इस पूरी अवधि के दौरान अंतर बैंक मुद्रा बाजार सामान्य रूप से काम करता रहा है (सारणी 7)। विगत कुछ महीनों के दौरान वास्तव में मुद्रा बाजार में मात्रा बढ़ी है। मांग मुद्रा दर में यद्यपि कुछ अस्थिरता थी लेकिन यह पूंजी प्रवाहों में अचानक विपरीत रुख और सितंबर से अक्टूबर 2008 के दौरान चलनिधि को कठोर बनाने के परिणामस्वरूप पैदा हुई थी। इस प्रकार, भारतीय बैंकिंग प्रणाली किसी कुछ तरह की कोई भी कमजोरियां नहीं दर्शा रही है जो पश्चिमी बैंकिंग प्रणाली ने सब-प्राइम संकट की शुरुआत से दर्शायी है।

1930 के दशक से सबसे खराब वैश्विक वित्तीय संकट के सामने भारतीय वित्तीय क्षेत्र की आघात सहने की क्षमता का श्रेय वित्तीय वैश्वीकरण के प्रति हमारे दृष्टिकोण को भी दिया जा सकता है। हमारे दृष्टिकोण के

सारणी 7: मुद्रा बाजार खंडों में गतिविधि				
(औसत दैनिक मात्रा (प्रथम चरण) करोड़ रूपए में)				
वर्ष/ माह	मांग मुद्रा	रिपो बाजार (भारिबैंके बाहर)	सीबीएलओ	कुल (2+3+4)
1	2	3	4	5
<b>वर्ष</b>				
2006-07	10.863	8.419	16.195	35.477
2007-08	10.697	13.684	27.813	52.194
2008-09	11.218	14.330	30.776	56.323
<b>माह</b>				
अप्रै.-08	9.758	14.966	38.828	63.552
मई-08	9.740	14.729	36.326	60.795
जून-08	10.854	11.262	35.774	57.890
जुला-08	12.368	8.591	23.669	44.628
अग-08	11.704	10.454	22.110	44.268
सितं.-08	11.690	10.654	20.547	42.891
अक्तू-08	14.497	9.591	16.818	40.906
नव.-08	10.906	15.191	24.379	50.476
दिसं-08	10.820	16.943	32.261	60.024
जन.-09	9.248	18.053	31.794	59.095
फर-09	11.121	19.929	38.484	69.534
मार्च-09	11.909	21.593	43.819	81.821

मुख्य पहलू पूरी तरह से प्रतिबिंबित हुए हैं लेकिन चालू खाते को धीरे-धीरे खोलना बल्कि पूंजी खाते और वित्तीय क्षेत्र को खोलने की दिशा में और भी अधिक सुविचारित दृष्टिकोण अपनाना रहा है। जहां तक पूंजी खाते की बात है, विदेशी निवेश प्रवाह, विशेष रूप से सीधे निवेश प्रवाह प्रोत्साहित किए गए हैं लेकिन बाह्य वाणिज्यिक उधारों के रूप में ऋण प्रवाह सामान्यतया उच्चतम सीमाओं और कुछ अंतिम उपभोग प्रतिबंधों के अधीन हैं। सरकारी प्रतिभूतियों और कारपोरेट बांडों में संविभाग निवेश से कुछ बृहद उच्चतम सीमाएं भी निर्दिष्ट की गई हैं। पूंजी खाते को खोलने के संबंध में सुविचारित दृष्टिकोण अपनाने के साथ-साथ हमने विवेकसम्मत विनियमन विशेष रूप से वित्तीय अस्थिरता का प्रबंध करने के लिए बैंकों का विनियमन करने की पद्धतियों का भी अनुसरण किया है।

वित्तीय क्षेत्र, विशेषकर बैंक, चलनिधि और पूंजी दोनों के ही संबंधों में विवेकसम्मत विनियमन के अधीन हैं। अल्पावधि में चलनिधि जोखिमों को कम करने के

उद्देश्य से विगत 5-6 वर्षों में रिज़र्व बैंक द्वारा अल्पावधि पर, प्रणालीगत स्तर पर और संस्थागत स्तर पर अनेक कदम उठाए गए हैं यथा - (i) रात भर के बेजमानती रातभर के मुद्रा बाजार में सहभागिता बैंकों और प्राथमिक व्यापारियों तक सीमित कर दी गई है और इस बाजार में उनके लिए जाने वाले और दिए जाने वाले उधारों के संबंध में होनेवाले परिचालनों पर उच्चतम सीमा निर्दिष्ट कर दी गई है; (ii) बैंकों की निवल मालियत से संबंधित उनकी अंतर-बैंक देयताओं के संबंध में विवेकसम्मत सीमाएं लगा दी गई हैं; (iii) आस्ति-देयता प्रबंध विषयक मार्गदर्शी सिद्धांत बनाए गए हैं जो तुलनपत्र की और तुलनपत्र से इतर दोनों ही मदों के संबंध में संज्ञान लेंगे; और (iv) मानक आस्तियों के प्रतिभूतीकरण विषयक मार्गदर्शी सिद्धांतों में विशेष प्रयोजन के साधन (एसपीवी) को चलनिधि समर्थन के प्रावधान के संबंध में एक विस्तृत नीति की रूपरेखा दी गई।

पूँजी आवश्यकताओं को और सुदृढ़ बनाने के उद्देश्य से क्रेडिट परिवर्तन कारकों, जोखिम भारों और तुलनपत्रेतर विशिष्ट मद हेतु प्रावधानीकरण अपेक्षाओं जिनमें डेरिवेटिव शामिल हैं, की समीक्षा की गई है। इसके अलावा, भारत में संश्लेषित प्रतिभूतीकरण (सिंथेटिक सेक्यूरिटाइजेशन) जैसी जटिल संरचनाओं की अब तक अनुमति नहीं दी गई है। ऐसे उत्पादों का प्रारंभ जब ठीक पाया जाएगा, प्रणाली की जोखिम क्षमताओं द्वारा निर्देशित होगा।

बासेल II ढांचे के कार्यान्वयन जिसमें सभी तीनों स्तंभ कवर किए गए हैं, के संबंध में रिज़र्व बैंक द्वारा विस्तृत दिशानिर्देश जारी किए गए हैं। 9 प्रतिशत का न्यूनतम सीआरएआर निर्धारित किया गया है। बैंकों से कहा गया है कि वे मार्च 2010 के अंत के पहले अपने टियर I सीआरएआर को 6 प्रतिशत के न्यूनतम स्तर तक ले आएँ। भारत में कार्यरत सभी विदेशी बैंक और भारतीय बैंक जिनकी भारत के बाहर मौजूदगी है, ने 31

मार्च 2008 को बासेल II ढांचा अपना लिया और अन्य सभी अनुसूचित वाणिज्य बैंकों ने 31 मार्च 2009 को यह ढांचा अपना लिया।

बैंकों के संबंध में सामान्य विवेकसम्मत अपेक्षाओं के अलावा विशेष क्षेत्रों यथा रियल इस्टेट, व्यक्तियों को आवास ऋण और उपभोक्ता क्रेडिट को एक्सपोजर के संबंध में अतिरिक्त विवेकसम्मत उपाय क्रमिक रूप से गतिशील प्रावधानीकरण के आधार पर लागू किए गए हैं। इसके अलावा गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों (एनबीएफसी) के विनियमन और पर्यवेक्षण को बैंकिंग क्षेत्र की तुलना में विनियामक अंतरपणन कार्यकलाप को कम करके कठोर बना दिया गया था। जमाराशियां स्वीकार न करनेवाली गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों की तुलना में जमाराशियां स्वीकार करनेवाली गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों के मामले में विनियामक अपेक्षाएं भी ऊंची कर दी गई है जिससे इस क्षेत्र में लीवरेज को नियंत्रित करने में सहायता मिली है।

इस प्रकार, विगत 5 वर्षों के दौरान क्रमिक रूप से कई विवेकसम्मत उपाय किए गए ताकि भारतीय वित्त प्रणाली में स्थिरता बनाए रखी जा सके। वित्तीय क्षेत्र तथा बाह्य क्षेत्र उदारीकरण के प्रति समग्र रूप से सतर्क दृष्टिकोण के साथ किए गए इन उपायों ने घरेलू समष्टि आर्थिक और वित्तीय स्थिरता में अपना योगदान दिया है।

#### IV. इस संकट के फैलने के प्रभाव के प्रति हमारी प्रतिक्रिया

जैसा कि पहले उल्लेख किया जा चुका है, विगत कुछ महीनों के दौरान विशेष रूप से सितंबर 2008 में लेहमन ब्रदर्स के डूब जाने के बाद का मुख्य प्रभाव निवल पूँजी अंतर्वाहों में कमी तथा इक्विटी बाजारों में विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा की गई बिकवाली की पृष्ठभूमि में घरेलू शेयर बाजारों में महत्वपूर्ण करेक्शन रहा।

घटे हुए विदेशी निधीयन और श्रीहीन घरेलू पूंजी बाजार ने वित्तीय प्रणाली के कुछ खंडों जैसे कि गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों और म्यूचुअल फंडों पर दबाव पैदा कर दिया था। म्यूचुअल फंडों की वसूली के काफी बड़े हिस्से में मुद्रा बाजार योजना के अंतर्गत कारपोरेट क्षेत्र ने भारी निधियां दर्शायी जो आंशिक रूप से कर और अन्य विनियामक अंतरपणन को दर्शाती हैं। चूंकि निधीयन के वैकल्पिक स्रोत सूख गए और शेयरों के मूल्यों में भारी गिरावट के कारण भी म्यूचुअल फंडों पर मोचन के भारी दबाव थे। यद्यपि म्यूचुअल फंडों ने तत्काल मोचन का वादा किया लेकिन उनकी आस्तियां अपेक्षाकृत रूप से अतरल थीं। म्यूचुअल फंडों के आस्ति और देयताओं के बीच परिपक्वता विसंगतियों ने इन समस्याओं को और भी बढ़ा दिया। म्यूचुअल फंडों जोकि अन्य क्षेत्रों को निधियों के दाता थे, के पास निधियों के सूख जाने के कारण निधियों का प्रवाह और भी महत्व का हो गया। परिणामस्वरूप, निधियों की उपलब्धता के सारे दबाव बैंकों पर आकर ठहर गए, कारपोरेट क्षेत्रों को बाहर से निधियां या इक्विटी नहीं मिल रही थी तथा एनबीएफसी और म्यूचुअल फंडों से भी निधियां नहीं मिल पा रही थी और इस प्रकार क्रेडिट की कमी का बोध उत्पन्न हो गया।

#### *रिजर्व बैंक की नीतिगत प्रतिक्रिया: विश्लेषात्मकता*

पूंजी प्रवाहों का स्तर कम होने के परिप्रेक्ष्य में विदेशी मुद्रा बाजार में कुछ दबाव थे। विदेशी मुद्रा बाजार में व्यवस्थित स्थितियां बनाए रखने के अपने नीतिगत उद्देश्य के अनुरूप रिजर्व बैंक ने बाजार में अपनी विदेशी मुद्रा बेची। यद्यपि विदेशी मुद्रा की इस बिक्री से विदेशी मुद्रा बाजार की विसंगतियां कुछ कम जरूर हुईं लेकिन इन परिचालनों ने रुपया बाजार से चलनिधि निचोड़ दी और रुपया चलनिधि पर दबाव बढ़ गया। तदनुसार, सितंबर 2008 के मध्य से रिजर्व बैंक सक्रिय रूप से चलनिधि का प्रबंध कर रहा है ताकि तरह-तरह के उपायों के माध्यम से चलनिधि के दबावों को कम किया जा सके। नकदी आरक्षित

अनुपात जनवरी 2009 के शुरुआत से 9 प्रतिशत (सितंबर 2008) से घटाकर 5 प्रतिशत कर दिया गया और इस प्रकार प्रणाली में लगभग 1,60,000 करोड़ रुपए की प्राथमिक नकदी डाली गई। बाजार स्थिरीकरण योजना के अंतर्गत नए निर्गम बंद कर दिए गए थे और मौजूदा बाजार स्थिरीकरण प्रतिभूति की पुनर्खरीद भी चालू कर दी गई थी ताकि प्रणाली में और नकदी डाली जा सके। ये वापसी खरीद सरकारी बाजार उधार कार्यक्रम के समय से मेल खा रही थी। बाजार स्थिरीकरण योजना के संबंध में सहमति ज्ञापन में संशोधन के अनुसरण में बाजार स्थिरीकरण नकद खाते से सरकार के नकदी खाते में 12,000 करोड़ रुपए अंतरित किए गए थे। विभिन्न परिचालनों को दर्शाते हुए बाजार स्थिरीकरण की योजना की शेष राशियां जो मई 2008 के अंत में 1,75,362 करोड़ रुपए थी, घटकर मार्च 2009 के अंत में लगभग 88,000 करोड़ रुपए होगी। वैश्विक वित्तीय संकट की प्रतिक्रिया स्वरूप रिजर्व बैंक द्वारा उठाए गए अन्य कदमों में शामिल हैं सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) में कटौती, नई पुनर्वित्तपोषी खिड़की खोलना, सिडबी और एक्विजिमेंट बैंकों को पुनर्वित्त तथा प्रावधानीकरण और जोखिम भारों के संबंध में विवेकसम्मत मानदंडों का फिर से कठोर होना। विदेशी मुद्रा चलनिधि की स्थिति सुधारने के संबंध में किए गए उपायों में शामिल हैं - अनिवासी जमाराशियों पर ब्याज दर की उच्चतम सीमा बढ़ाना और बाह्य वाणिज्यिक उधारों के संबंध में लगे प्रतिबंधों में ढील देना तथा अल्पावधि क्रेडिट के संबंध में भी ढील देना।

साथ ही साथ, घरेलू अर्थव्यवस्था पर वैश्विक मंदी के विपरीत प्रभाव के परिप्रेक्ष्य में नीतिगत दरों में भी कटौती की गई थी - रिवर्स रिपो दर 4.25 आधार अंक कम करके 9 प्रतिशत पर 4.75 प्रतिशत और रिवर्स रिपो दर 2.75 आधार अंक घटाकर 6.00 प्रतिशत से 3.25 प्रतिशत कर दी गई थी। तथापि, यह ध्यान दिया जाना चाहिए कि इस समय रिवर्स रिपो दर (चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) कॉरिडोर के निम्न बैंड में) परिचालनीय

नीतिगत दर है जबकि सितंबर 2008 के मध्य से पहले की अवधि में यह रिपो दर (एलएएफ कॉरिडोर के ऊपरी बैंड) परिचालनीय नीतिगत दर थी। इस प्रकार इस प्रभावी नीतिगत दर में सितंबर 2008 के मध्य के 9.00 प्रतिशत से 575 आधार अंक की भारी कटौती के बाद अब 3.25 प्रतिशत हो गई है। यह मुद्रा बाजार ब्याज दरों में (मांग, बाजार रिपो और सीबीएलओ के भारित औसत) पर लक्ष्यित हुई जो सितंबर 2008 से 9.3 प्रतिशत से गिरते हुए मार्च 2009 में 3.8 प्रतिशत (22 अप्रैल 2009 को 2.8 प्रतिशत) पर पहुंच गई।

2007 में और उसके पहले वाले वर्षों में भारी पूंजी प्रवाहों और रिजर्व बैंक द्वारा उनके अवशोषण से अत्यधिक चलनिधि हो गई जो एलएएफ, एमएसएस और सीआरआर के माध्यम से चलाए जानेवाले निधि अवरोधी परिचालनों के माध्यम से अवशोषित कर ली गई थी। 2008 के दौरान, पूंजी प्रवाहों के कुछ घटकों में पलटाव को देखते हुए शुरू-शुरू में नए एमएसएस निर्गम छोटे कर दिए गए और बाद में पलट दिए गए। यह बाजार स्थिरीकरण योजना संतुलित रूप से कार्य करती है और चलनिधि के एक भंडार के रूप में कार्य करती है तथा इस प्रकार बैंकिंग प्रणाली में पूंजी अंतर्वाहों और बहिर्वाहों, दोनों ही स्थितियों में बैंकिंग प्रणाली में चलनिधि की स्थिति को सुगम बनाने की नमनीयता रखती है। इस प्रकार, मौद्रिक लिखतों के मौजूदा सेट में उभरती स्थिति को संभालने के लिए पर्याप्त नमनीयता प्रदान की है। बड़ी विकसित अर्थव्यवस्था के केंद्रीय बैंकों के विपरीत इस नमनीयता के परिप्रेक्ष्य में रिजर्व बैंक को प्रणाली में नकदी डालने के लिए संपार्श्विक अपेक्षाओं को कम नहीं करना पड़ा। तथापि, चलनिधि समायोजन सुविधा रिपो परिचालन बैंकों द्वारा धारित अत्यधिक एसएलआर प्रतिभूतियों के द्वारा सीमित किए जा सकते हैं।

इसके अलावा, भारी सरकार बाजार उधार कार्यक्रम को देखते हुए जब कभी भी मौद्रिक और वित्तीय बाजार स्थितियों से कोई आवश्यकता उत्पन्न होती है तो उस

आवश्यकता को पूरा करने के लिए रिजर्व बैंक अपने खुला बाजार परिचालनों (ओएमओ) के अंतर्गत सरकारी प्रतिभूतियों की खरीद करता रहा है। 26 मार्च 2009 को रिजर्व बैंक ने राजकोषीय वर्ष की पहली छमाही (अप्रैल-सितंबर 2009) के लिए खुला बाजार परिचालनों के कैलेंडर की घोषणा की। अप्रैल-सितंबर 2009 के दौरान 42,000 करोड़ रुपए की खुला बाजार प्रतिभूतियों की प्रत्याशित अनवाइडिंग को हिसाब में लेते हुए और अन्य कारकों को देखते हुए रिजर्व बैंक ने घोषणा की कि वह इस पहली छमाही के दौरान खुला बाजार परिचालनों के अंतर्गत 80,000 करोड़ रुपए की सरकारी प्रतिभूतियों की खरीद करेगा। यह खुला बाजार परिचालन कैलेंडर और राशियां सांकेतिक रहती है तथा रिजर्व बैंक के पास यह लचीलापन है कि वह उभरती बाजार स्थितियों तथा इसके अन्य परिचालनों के आधार पर खुला बाजार परिचालनों की राशि में जैसा चाहे वैसा परिवर्तन कर सके। ये कार्य सरकारी ऋण प्रबंध और मौद्रिक नीति परिचालनों के बीच निकट समन्वय की आवश्यकता को दर्शाते हैं। यह बड़े आराम से हमारे मामले में किया जा सकता है क्योंकि रिजर्व बैंक सरकार के ऋण प्रबंधक के रूप में भी कार्य करता है।

विश्लेषणात्मक रूप से सितंबर 2008 के मध्य से रिजर्व बैंक द्वारा की गई विभिन्न नीतिगत कार्रवाईयों का लक्ष्य इसकी विदेशी आस्तियों में गिरावट के कारण इसके तुलनपत्र में होनेवाले संकुचन को दूर करना रहा है। नीतिगत पहलों का लक्ष्य खुला बाजार परिचालनों, बाजार स्थिरीकरण योजना को स्केल बैंक करने, पुनर्वित्त सुविधाओं, चलनिधि समायोजन सुविधा के अंतर्गत नियमित परिचालन और तेल बांडों के लिए विशेष बाजार परिचालनों के माध्यम से रिजर्व बैंक के तुलनपत्र पर घरेलू आस्तियों का विस्तार करने पर रहा है। अर्थव्यवस्था में केंद्रीय बैंक का तुलनपत्र मुद्रा और क्रेडिट के निर्माण तथा विस्तार का अंतिम स्रोत है। अतः, यह महत्वपूर्ण है कि केंद्रीय बैंक का तुलनपत्र और मौद्रिक आधार/ आरक्षित मुद्रा सतत बढ़ती रहे जिससे

कि मूल्यस्थिरता के अनुरूप बढ़ती अर्थव्यवस्था की सामान्य मौद्रिक आवश्यकताएं पूरी होती रहें। सीआरआर में कटौती से मुद्रा के गुणक में वृद्धि प्रत्याशित है। विभिन्न मौद्रिक और चलनिधि उपायों ने कुल मिलाकर सितंबर 2008 के मध्य से 4,90,000 करोड़ रुपए से अधिक की, वास्तविक/संभावित नकदी जारी की है (जीडीपी का लगभग 9 प्रतिशत) (सारणी 8)। संक्षेप में, भारतीय रिजर्व बैंक के तुलनपत्र को संकुचन से बचाने के लिए सक्रियतापूर्वक की गई नीतिगत पहलें जो मुद्रा गुणक में वृद्धि से जुड़ी हुई थीं, का लक्ष्य वास्तविक अर्थव्यवस्था की आवश्यकताओं को समर्थन प्रदान करने के लिए अर्थव्यवस्था में मुद्रा आपूर्ति की गैर स्फीतिकारी वृद्धि सुनिश्चित करने पर केंद्रित है। भारी पूंजी बहिर्वाह और रिजर्व बैंक द्वारा विदेशी मुद्रा की सहवर्ती बिक्री के बावजूद तथा आस्ति पक्ष के उसके खाली होते जाने के बावजूद रिजर्व बैंक उन्हें उतनी ही मात्रा में घरेलू आस्तियों को प्रतिस्थापित करने में सक्षम रहा जिससे कि आरक्षित मुद्रा की वृद्धि स्थिर रखी जा सके। आरक्षित मुद्रा में वर्ष-दर-वर्ष वृद्धि (सीआरआर में परिवर्तन के

लिए समायोजित) पिछले वर्ष के 25.3 प्रतिशत की तुलना में मार्च 2009 के अंत में 19.0 प्रतिशत थी। इस प्रकार, आरक्षित मुद्रा विस्तार भारतीय अर्थव्यवस्था की आवश्यकताओं की वृद्धि और दीर्घावधि प्रवृत्तियों के अनुरूप बना हुआ है। प्रमुख विकसित अर्थव्यवस्थाओं (जिन पर आगे चर्चा की गई है) की प्रवृत्तियों के ठीक विपरीत आरक्षित मुद्रा का विस्तार अत्यधिक नहीं रहा है। इस प्रकार, आरक्षित मुद्रा में सतत वृद्धि के परिप्रेक्ष्य में मौजूदा अत्यधिक निभावपरक मौद्रिक और चलनिधियों के अनवाइडिंग होने और बाहर जाने का मुद्दा जोकि प्रमुख विकसित अर्थव्यवस्थाओं में अत्यंत चिंता का विषय है, हमारे लिए प्रासंगिक नहीं है।

#### प्रमुख विकसित अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक समुच्चय: हाल ही की प्रवृत्तियां

इस संबंध में अमरीकी मौद्रिक समुच्चयों का हाल ही का व्यवहार रोचक है। ब्याज दरों के लगभग शून्य स्तरों तक पहुंचने के साथ यूएस फेडरल रिजर्व ने आक्रामक मात्रात्मक सुगमता का मार्ग अपनाया है। जैसाकि इसके तुलनपत्र के विस्तार में परिलक्षित है। अमरीकी वित्तीय बाजारों में सतत तनावों के परिप्रेक्ष्य में फेड के प्रमुख नीतिगत साधनों - वित्तीय संस्थाओं को उधार देना, महत्वपूर्ण क्रेडिट बाजारों को सीधे चलनिधि प्रदान करना और दीर्घावधिवाली प्रतिभूतियां खरीदना - फेड के तुलनपत्र के आस्ति पक्ष के उपयोग को दर्शाता है, तात्पर्य यह है कि वे सभी प्रतिभूतियों की खरीद या बिक्री में संलग्न हैं। फेडरल रिजर्व के अनुसार यह नीतियां ब्याज दरों को लगातार नीचे ढकलने के लिए नमनीयता प्रदान करती है और तरह-तरह के बाजारों क्रेडिट स्थितियां सुगम बनाती है, बावजूद इसके कि फेडरल निधियों की दर शून्य होने के पास पहुंच गई है। फेड इसे 'मात्रात्मक सुगमता (क्वॉन्टिटिव ईजिंग)', जो 2001 से 2006 तक बैंक ऑफ जापान द्वारा नीतिगत दृष्टिकोण के रूप में उपयोग की गई थी, का नाम देने के

सारणी 8: प्राथमिक चलनिधि का वास्तविक/संभावित निर्गमन (मध्य सितंबर 2008 से)	
उपाय / सुविधा	राशि (करोड़ रुपए)
1	2
<b>मौद्रिक नीति परिचालन (1 से 3)</b>	
1. नकदी आरक्षित अनुपात (सीआरआर) में कमी	1,60,000
2. खुला बाजार परिचालन	68,835
3. बाजार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) अनवाइडिंग / डीसिक्वेस्टेरिंग	97,781
<b>चलनिधि सुविधाएं देना (4 से 8)</b>	
4. मीयादी रिपो सुविधा	60,000
5. निर्यात ऋण पुनर्वित्त में वृद्धि	25,512
6. एससीबी (गैर आरआरबी) हेतु विशेष पुनर्वित्त सुविधा	38,500
7. सिडबी / एनएचबी / एक्जिम बैंक हेतु पुनर्वित्त सुविधा	16,000
8. एसपीवी के माध्यम से गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों हेतु चलनिधि सुविधा	25,000
<b>कुल (1 से 8)</b>	<b>4,91,628</b>
<i>ज्ञापन:</i>	
सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) में कमी	40,000

बजाए इसे 'क्रेडिट सुगमता (क्रेडिट ईजिंग)' दृष्टिकोण के रूप में कहना ज्यादा पसंद करता है। यद्यपि दोनों दृष्टिकोणों में केंद्रीय बैंक के तुलनपत्र का विस्तार निहित रहता है, शुद्ध रूप से मात्रात्मक सुगम व्यवस्था में नीति का फोकस बैंक आरक्षितों की मात्रा (केंद्रीय बैंक की देयताएं) है; जबकि केंद्रीय बैंक के तुलनपत्र के आस्तिक पक्ष की ओर ऋण एवं प्रतिभूतियों का संगठन प्रासंगिक है। इसके ठीक विपरीत, ऋणों और प्रतिभूतियों का मिश्रण जिसे फेडरल रिजर्व अपने पास रखता है, पर इसका क्रेडिट सुगमता दृष्टिकोण फोकस करता है और घरेलू लोगों तथा कारोबारियों के लिए आस्तियों का यह संगठन किस प्रकार से क्रेडिट स्थितियों को प्रभावित करता है (बेरनॉन्के, 2009)। अब बैंक ऑफ इंग्लैंड भी इसी प्रकार मात्रात्मक सुगमता कर रहा है।

भारी चलनिधि अंतर्वेशक परिचालनों को दर्शाते हुए अमरीका में मौद्रिक आधार जून 2008 और दिसंबर 2008 के बीच लगभग दुगुना हो गया। उन्हीं छह महीनों की अवधि के दौरान मुद्रा आपूर्ति (एम<sub>2</sub>) और बैंक क्रेडिट में मात्र 6 प्रतिशत की वृद्धि हुई। उसी अवधि के दौरान एम<sub>2</sub> मुद्रा गुणक तदनुसार 8.8 से गिरकर 4.9 पर आ गया। इस प्रकार, जैसे ही फेड ने अपने तुलनपत्र में महत्वपूर्ण विस्तार दर्शाया मुद्रा आपूर्ति और बैंक ऋण

में सामान्य वृद्धि बनी रहनी दिखाई देने लगी। इसका श्रेय इस बात को दिया जा सकता है कि बैंकों ने फेडरल रिजर्व द्वारा प्रणाली में पंप की गई ऐसी अतिरिक्त चलनिधि को विनियोजित करने के बजाए इन निधियों को फेड के पास ही अतिरिक्त आरक्षितों के रूप में रखा; इस प्रकार फेडरल रिजर्व के पास बैंकों की जमाराशियां जून और दिसंबर 2008 के बीच लगभग 90 बिलियन अमरीकी डालर से उछल कर 839 बिलियन अमरीकी डालर पहुंच गईं। इस प्रकार, अमरीकी अर्थव्यवस्था में क्रेडिट और मौद्रिक समुच्चयों की गति को तेज करने के लिए फेड द्वारा किए गए सभी प्रयास फेड के पास वाणिज्यिक बैंकों की बढ़ी हुई धारिताओं द्वारा अधिकांशतः ऑफसेट कर दिए गए। जैसाकि पहले उल्लेख किया जा चुका है विलंबों के साथ उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं को पूंजी प्रवाह बढ़ाने के पीछे मौद्रिक आधार में सुदृढ़ वृद्धि की संभावना छुपी हुई है। दिसंबर 2008 से मौद्रिक आधार के विस्तार में कुछ नरमी तथा मुद्रा आपूर्ति वृद्धि में उठाव रहा है (सारणी 9)।

#### भारत में ऋण वृद्धि: अनुमान और वास्तविकता

पूंजी बहिर्वाहों और जोखिम निवारण के कारण बदले हुए माहौल को देखते हुए भारत में निधीयन के

सारणी 9: अमरीका में मौद्रिक समुच्चयों का हाल ही का व्यवहार

(बिलियन अमरीकी डॉलर)						
	दिसंबर-07	मार्च-08	जून-08	सितंबर-08	दिसंबर-08	फरवरी-09
1	2	3	4	5	6	7
1. मौद्रिक आधार जिसमें से:	847	861	863	936	1669	1587
बैंक आरक्षित	92	97	94	160	839	758
2. एम1	1364	1373	1384	1452	1596	1556
3. एम2	7415	7599	7648	7782	8124	8238
4. बैंक क्रेडिट	9206	9495	9403	9573	9975	9824
5. एम2 मनी मल्टीप्लायर	8.7	8.8	8.9	8.3	4.9	5.2
ज्ञापन:	वर्ष-दर-वर्ष वृद्धि (प्रतिशत)					
मौद्रिक आधार	1.2	1.5	1.4	9.9	97.0	85.2
एम2	5.6	6.9	6.1	6.3	9.6	9.3

स्रोत: मौद्रिक प्रवृत्तियां (अप्रैल 2009) और एफआरईडी डेटाबेस, फेडरल रिजर्व ऑफ सेंट लुईस

सारणी 10 : वाणिज्यिक क्षेत्र को संसाधनों का प्रवाह		
(करोड़ रुपये)		
मद	2007-08	2008-09
1	2	3
अ. वाणिज्यिक बैंकों द्वारा समायोजित खाद्येतर बैंक ऋण (1+2) @	4,44,807	4,14,902
1. खाद्येतर ऋण	4,32,846	4,06,287
2. गैर एसएलआर निवेश	11,961	8,615
आ. अन्य प्रमुख स्रोतों से प्रवाह (3+4)	3,35,698	2,64,138
3. घरेलू स्रोत	1,72,338	1,50,604
4. विदेशी स्रोत	1,63,360	1,13,534
<b>इ. कुल ऋण (अ+आ)</b>	<b>7,80,505</b>	<b>6,79,040</b>
<b>टिप्पणी :</b> आंकड़े अनंतिम हैं।		
<b>स्रोत :</b> भारतीय रिजर्व बैंक (2009b)		

गैर बैंक स्रोतों में काफी सिकुड़न रही - जैसेकि घरेलू पूंजी बाजार, एनबीएफसी और म्युचुअल फंडों से निधीयन और बाह्य वाणिज्यिक उधारों तथा एडीआर/जीडीआर के रूप में बाह्य निधीयन (सारणी 10)। तदनुसार, अर्थव्यवस्था के विभिन्न क्षेत्रों से बैंक क्रेडिट पाने के लिए अचानक दौड़ मच गई और ऋण के संकट का भी अनुमान होने लगा था। फिर भी, 2008-09 की पहली छमाही में घरेलू पेट्रोलियम मूल्यों को अपूर्ण पासथ्रू (कच्चे तेल के अंतरराष्ट्रीय मूल्यों में तेज सुधार से पहले) को देखते हुए पेट्रोल कंपनियों से बैंक क्रेडिट की भारी मांग रही। लगभग इसी प्रकार के कारणों के लिए उर्वरक कंपनियों ने भी बैंक क्रेडिट के लिए अधिकांशतः मार्ग चुना था। इन्हीं सब कारकों को दर्शाते हुए खाद्येतर बैंक ऋण (वर्ष-दर-वर्ष) में वृद्धि अक्टूबर 2008 तक लगभग 30 प्रतिशत बढ़ गई थी। तिस पर भी, यह भाव बना हुआ था कि इस अवधि के दौरान ऋण का संकट था जिसके लिए निधीयन के बैंकेतर स्रोतों में भारी गिरावट जिम्मेदार थी। इस अवधि के दौरान विनिर्माण क्षेत्र की मंदी और इन्वेंट्रियों के अचानक बढ़ जाने तथा साथ ही म्युचुअल फंडों और एनबीएफसी द्वारा सामना की जा रही चलनिधि की समस्याओं ने बैंक क्रेडिट के

लिए मांग बढ़ा दी। उसी समय, बढ़ी हुई अनिश्चितताओं के परिप्रेक्ष्य में बैंक ऋण के लिए एहतियाती मांग में वृद्धि हुई। इन मांग दबावों का संचयी प्रभाव यह रहा कि खाद्येतर बैंक ऋण में जो वृद्धि जुलाई-सितंबर 2008 की तिमाही में 25-26 प्रतिशत के आसपास थी, वह अक्टूबर 2008 में लगभग 30 प्रतिशत हो गई। तदनुसार, रुपया और विदेशी मुद्रा के रूप में पर्याप्त चलनिधि उपलब्ध कराने और ऋण का पर्याप्त प्रवाह सुनिश्चित करने के लिए रिजर्व बैंक द्वारा अनेक कदम उठाए गए थे।

तथापि, खाद्येतर बैंक ऋण की वृद्धि जो अक्टूबर 2008 में लगभग 30 प्रतिशत के शिखर पर थी वह मंद होकर मार्च 2009 के अंत तक लगभग 18 प्रतिशत हो गई। मांग पक्ष के कारकों में शामिल हैं विगत कुछ महीनों के दौरान औद्योगिक गतिविधि में काफी मंदी, वस्तुओं और कच्चे माल के अंतरराष्ट्रीय मूल्यों में भारी सुधार और उधार देने की बैंक दरें जो अभी भी चढ़ी हुई हैं। आस्तिक पक्ष की ओर, बैंकों की ओर से किए गए कुछ जोखिम एहतियाती कदमों ने बैंक क्रेडिट की उपलब्धता घटा दी होती। बैंक क्रेडिट ने मंदन का संचयी प्रभाव जमाराशियों में सुदृढ़ वृद्धि के सापेक्ष तथा चलनिधि बढ़ाने के लिए रिजर्व बैंक द्वारा किए गए विभिन्न उपायों के सापेक्ष रहा जो रिजर्व बैंक के एलएएफ परिचालनों में परिलक्षित हुआ है - सितंबर 2008 के लगभग 45,600 करोड़ रुपये के औसत निवल रिपो (इंजेक्शन) से बदल कर जनवरी-मार्च 2008 के दौरान लगभग 43,000 करोड़ रुपये के औसत निवल रिवर्स रिपो (अवशोषण)।

#### *बैंक जमाराशि और उधार दरों में अवरुद्धता*

यद्यपि, अक्टूबर 2008 के शुरुआत से नीतिगत दरों में काफी सुगमता आई है किंतु बैंकों की जमाराशि और उधार दरों में कुछ कठोरता देखी गई। बैंक जमाराशि और उधार दरें लगातार ऊंची बनी हुई हैं, जबकि विगत कुछ महीनों में कुछ सुगमता दिखाई दी है। इस कठोरता

के कारण विभिन्न प्रकार के कारक रहे हैं। पहला, थोक मूल्य सूचकांक के अर्थ में हेडलाइन मुद्रास्फीति में विगत कुछ महीनों ( सितंबर 2008 के 12 प्रतिशत के आसपास से मार्च 2009 के अंत तक 0.3 प्रतिशत) के दौरान महत्वपूर्ण सुगमता देखी गई है। यह सुगमता अधिकांशतः कच्चे तेल के अंतरराष्ट्रीय मूल्यों और नियंत्रित तेल उत्पादों के घरेलू मूल्यों में कुछ कमी के कारण है। थोक मूल्य सूचकांक खाद्यान्न वस्तुओं की मुद्रास्फीति उच्च स्तर (6 प्रतिशत) पर लगातार बनी हुई है। खाद्यान्न मुद्रास्फीति ऊंची दर्शाते हुए उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति के विभिन्न उपाय - जिनका थोक मूल्य सूचकांक की तुलना में खाद्यान्न वस्तुओं के लिए अपेक्षाकृत उच्चतर भार है - वे भी चढ़े हुए स्तरों (लगभग 10-11 प्रतिशत के आसपास) पर बने हुए हैं। दूसरा, अल्प बचतों पर ब्याज की दर लगातार नियंत्रित बनी हुई है और बैंक जमाराशियों पर ब्याज दरों में किसी भी प्रकार की कमी बैंक जमाराशियों को तुलनात्मक रूप से अनाकर्षक बना सकती है जिससे बैंक जमाराशियों की वृद्धि में कुछ गिरावट आ सकती है। तीसरा, बैंक की मीयादी राशियों का भारी भंडार नियत ब्याज दरों पर बना हुआ है। यद्यपि, वृद्धिशील मीयादी जमाराशियों पर वृद्धिशील ब्याज दरें नीचे आ रही हैं, परिपक्व होनेवाली

जमाराशियां जब तक नवीकृत नहीं हो जाती तब तक जमाराशियों की औसत लागत ऊंची बनी रहेगी और यह बदले में उधार दरों में तत्काल भारी कमी के लिए बाधा है। इस प्रकार, विभिन्न प्रकार के कारकों की वजह से बैंक उधार दरों में केवल क्रमिक रूप से नरमी दिखाई देने की आशा दिखाई देती है जो मौद्रिक संप्रेषण को रोकती है।

## V. निष्कर्ष एवं सीख

मौजूदा वैश्विक वित्तीय संकट के लिए मुख्य रूप से 2002-04 की अवधि के दौरान लंबे समय तक जारी अमरीका की अत्यधिक लचर मौद्रिक नीति को जिम्मेदार ठहराया जा सकता है। इस अवधि के दौरान बहुत कम ब्याज दरों ने प्रतिफल के लिए एक सघन खोज एवं दुनियाभर में जोखिम-प्रीमिया के व्यापक दमन को प्रोत्साहित किया। विकसित अर्थव्यवस्थाओं में ढीलीढाली मौद्रिक नीति से उत्पन्न प्रचुर चलनिधि ने उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में बड़े पूँजी प्रवाहों के रूप में अपना मार्ग ढूँढ लिया। इन सभी कारकों ने सम्पूर्ण स्पेक्ट्रम में तेल सहित आस्ति एवं पण्य मूल्यों को बढ़ावा दिया है जिससे उपभोग एवं निवेश को प्रोत्साहन मिला। वैश्विक असंतुलन अमरीका में ऐसी समायोजित करने वाली/उदार मौद्रिक नीति एवं कुल मांग

सारणी 11: भारत में मुद्रास्फीति के उपाय

(प्रतिशत)					
	मार्च 2008	जून 2008	सितंबर 2008	दिसंबर 2008	मार्च 2009
1	2	3	4	5	6
<b>थोक मूल्य मुद्रास्फीति</b>					
सभी वस्तुएं जिसमें से:	7.8	12.0	12.1	5.9	0.3
प्राथमिक वस्तुएं	9.7	11.0	12.0	11.6	3.5
ईंधन	6.8	16.3	16.5	-0.7	-6.1
विनिर्मित उत्पाद	7.3	10.9	10.5	6.2	1.4
<b>उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति</b>					
कृषि श्रमिक	7.9	8.8	11.0	11.4	10.8 (फर.)
ग्रामीण श्रमिक	7.6	8.7	11.0	11.4	10.8 (फर.)
शहरी श्रमेतर कर्मचारी	6.0	7.3	9.5	9.8	9.9 (फर.)
औद्योगिक कामगार	7.9	7.7	9.8	9.7	9.6 (फर.)

में आई सहगामी बढ़ोत्तरी, जिसने अमरीका में घरेलू कुल आपूर्ति को पीछे छोड़ दिया है, की अभिव्यक्ति वैश्विक असंतुलन हैं। दैवयोग से यह अवधि शिथिल उधार मानकों, डेरिवेटिव्स, क्रेडिट रेटिंग और वित्तीय इंजिनियरिंग और अत्यधिक लीवरेज के अनुचित उपयोग के साथ-साथ आ गई। जैसे ही मुद्रास्फीति 1970 के दशक से बढ़ते हुए ऊंचे स्तर पर पहुंच कर तीक्ष्ण हुई, मौद्रिक नीति को कठोर बनाने की आवश्यकता महसूस हुई। मकानों के मूल्यों में भी कुछ सुधार दिखाई देने लगा। शिथिल उधार मानकों, अत्यधिक लीवरेज एवं बैंकों के जोखिम मॉडलों/तनाव परीक्षणों की कमजोरियाँ सामने आ गयीं एवं बैंकों के घाटों में वृद्धि हुई जिससे प्रमुख वित्तीय संस्थानों की पूँजी समाप्त होने लगी। विकसित अर्थव्यवस्थाओं में जारी डीलीवरेजिंग तथा डूबते उपभोक्ता एवं कारोबारी विश्वास से प्रमुख विकसित अर्थव्यवस्थाओं में मंदी का दौर आ गया और ईएमई से बड़ी मात्रा में पूँजी बहिर्वाह होने लगे; ये दोनों चैनल अब ईएमई की वृद्धि को धीमा कर रहे हैं।

### मौद्रिक नीति एवं आस्ति मूल्य

पारम्परिक बुद्धिमानी यह है कि यदि मौद्रिक प्राधिकारी पहले से अस्ति बुलबुले की पहचान कर भी ले तो विशिष्ट मौद्रिक नीति कार्रवाइयाँ - जैसे 25 या 50 आधार अंकों का परिवर्तन - इस बुलबुले को रोकने के लिए अपर्याप्त होगा। यह तर्क दिया गया है कि केवल नीति दरों में व्यापक वृद्धि ही इस बुलबुले को फोड़ सकती है लेकिन इसके लिए वास्तविक अर्थव्यवस्था को भारी कीमत चुकानी होगी। आस्ति मूल्यों के सट्टेवाले घटक पर ब्याज दरों का प्रभाव सैद्धांतिक और अनुभवजन्य दोनों ही प्रकार के पहलुओं से अस्पष्ट है (कोन, 2008)। मौजूदा वैश्विक वित्तीय संकट के परिप्रेक्ष्य में वृद्धि, और रोजगार तथा महत्वपूर्ण राजकोषीय लागत पर हानिकारक प्रभाव के साथ मौद्रिक नीति और आस्ति मूल्यों के बीच के संबंधों के मुद्दे का पुनर्निरीक्षण करने की आवश्यकता है। यह तर्क दिया जा सकता है कि

पूर्वाधिकार प्राप्त मौद्रिक कार्रवाइयों की वजह से होनेवाली हानियाँ उन लागतों से कम होंगी जो प्रतिक्रिया न देनेवाली मौद्रिक नीति से उत्पन्न होतीं। कम से कम, कठोर मौद्रिक नीति ने चक्के में बालू फेंकने जैसा काम किया होता और आस्ति मूल्यों की चाल का आयाम (एम्पलीट्यूड) घटा दिया होता, क्योंकि आस्ति मूल्यों के बुलबुले एक एकदम अलग तरीके से रियल इस्टेड और शेयर बाजारों जैसे कतिपय क्षेत्रों को बैंक क्रेडिट की सुदृढ़ वृद्धि से जुड़े होते हैं, पूर्वाधिकार प्राप्त मौद्रिक कार्रवाइयाँ उन क्षेत्रों, जहां अत्यंत ऊंची क्रेडिट वृद्धि है, के लिए जोखिम भारों और प्रावधानीकरण मानदंडों को बढ़ाकर मजबूत की जा सकती हैं। साथ-साथ की जानेवाली मौद्रिक और विनियामक कार्रवाइयों में महत्वपूर्ण बात यह है कि ये दोनों ही कार्रवाइयाँ केंद्रीय बैंक के पास हैं। इस संदर्भ में विनियामक उत्तरदायित्व से मौद्रिक नीति उत्तरदायित्व का द्विशासन करने की हाल ही की प्रवृत्ति से कोई सहायता मिलती नहीं दिखाई देती (मोहन, 2006बी)। संतुलन पर देखें तो ऐसा लगता है कि आघूर्णी (इनर्शियल) मौद्रिक नीति प्रतिक्रिया की तुलना में पूर्वाधिकार प्राप्त एवं सुविचारित मौद्रिक और विनियामक उपाय बेहतर रहेंगे। ऐसा दृष्टिकोण चक्र के ऊपर जानेवाली पेंग और नीचे आनेवाली पेंग दोनों ही स्थितियों में बुलबुले के आयाम को घटाने में सहायता कर सकता है और समष्टि आर्थिक तथा वित्तीय स्थिरता दोनों में ही योगदान दे सकता है। ऐसा प्रतीत हो रहा है कि इस दृष्टिकोण को आधार मिल रहा है। जैसाकि अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष ने अपनी हाल ही की टिप्पणी में कहा है: “केंद्रीय बैंकों को चाहिए कि वे अपने निर्णयों में आस्ति मूल्य की चाल, क्रेडिट बूम, लीवरेज और प्रणालीगत जोखिम के इकट्ठा होने की स्थिति को ध्यान में रखते हुए एक व्यापक समष्टि विवेकसम्मत दृष्टिकोण अपनाएं। भारी असंतुलनों और भारी पूँजी प्रवाहों के प्रति पूर्वाधिकार प्राप्त नीतिगत प्रतिक्रिया के समय और स्वरूप का पुनर्निरीक्षण करने की आवश्यकता है” (अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष, 2009बी)।

इस प्रकार ऐसा लगता है कि विकसित अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति के तेज हिचकोले, विशेष रूप से निभाव की इन लंबी अवधियों के दौरान, चल रहे वैश्विक वित्तीय संकट के पीछे छुपे कारण हैं। अभी हाल ही तक, नब्बे के दशक के शुरुआती समय से इस 'महामंदी' के लिए - मुद्रास्फीति और वृद्धि अस्थिरता में कमी - आंशिक रूप से नियम आधारित मौद्रिक नीति को जिम्मेदार ठहराया जा सकता है, लेकिन अब लगता है कि मौद्रिक नीति में अस्थिरता से भी वित्तीय बाजारों और वित्तीय मूल्यों में बहुत ज्यादा अस्थिरता पैदा होने का दुष्प्रभाव हो सकता है जो तब संभवतः वास्तविक अर्थव्यवस्था में पैठ सकता है जिसके गंभीर परिणाम होंगे, जैसा कि चल रहे वैश्विक वित्तीय संकट से दिखाई दे रहा है।

#### *उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं द्वारा पूंजी प्रवाहों का प्रबंध*

उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं को होनेवाले पूंजी प्रवाहों में भारी अस्थिरता अस्सी के दशक के शुरुआती समय से वैश्विक आर्थिक परिदृश्य का एक बार-बार घटित होनेवाला पहलू रहा है। वित्तीय आवश्यकताओं से काफी अधिक भारी पूंजी अंतर्वाहों की अवधियों के बाद पूंजी प्रवाहों का अचानक सूख जाना रहा। एक अत्यंत अल्प अवधि के दौरान पूंजी प्रवाहों में होनेवाले ऐसे भारी दोलन से उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं पर भारी समयोजन लागतें आती हैं और उत्पादन तथा रोजगार में भारी हानियां होती हैं। जैसा कि सर्व विदित है, पूंजी प्रवाह प्रेरक और कर्षक (पुश-पुल) दोनों ही प्रकार के कारकों को दर्शाते हैं। प्रेरक कारक खास तौर पर अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति के दृष्टिकोण के ऊपर निर्भर रहते हैं। यह कारक एक ऐसा कारक है जिसके ऊपर देशी प्राधिकारियों का कोई नियंत्रण नहीं रहता। इन कारकों को ध्यान में रखते हुए उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लिए यह बेहतर होगा कि वे अपने पूंजी खातों का प्रबंध स्वयं करें। सैद्धांतिक अपवाद के

ठीक विपरीत अनुभवजन्य साक्ष्य से ऐसा कुछ नहीं मिलता जो स्वतंत्र पूंजी के गमनागमन को समर्थन दे जिससे कि उच्च आर्थिक वृद्धि हो। यद्यपि बाह्य ऋण प्रवाहों से मिलने वाले लाभ अपरीक्षित हैं, इक्विटी प्रवाह, विशेषकर विदेशी प्रत्यक्ष निवेश फायदेमंद पाये गये हैं। सीधे निवेश प्रवाहों के लिए यह तुलनात्मक रूप से एक उदार व्यवस्था का सुझाव देता है। ऋण प्रवाहों के उदारीकरण में प्रगति, विशेषकर उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं द्वारा अल्पावधि ऋण प्रवाहों में प्रगति, अपेक्षाकृत अधिक समष्टि आर्थिक स्थिरता, मुद्रास्फीति के स्तरों के संकेंद्रण और द्वितीयक बाजारों के विकास पर निर्भर होगी।

#### *वित्तीय विनियमन के मुद्दे*

अंततः, मौजूदा वैश्विक वित्तीय संकट ने फिर से यह दर्शाया है कि बाजार विफल हो सकते हैं और ऐसी बाजार विफलताओं की लागत भारी होती है। बैंकों और अन्य वित्तीय संस्थाओं के ऊंचे लीवरेजों को देखते हुए वित्तीय प्रणाली अति की ओर झुकती है। वित्तीय प्रणाली के भीतर बैंक 'विशेष' हैं, चाहे उनका स्वामित्व स्थानीय हो अथवा विदेशी हो, क्योंकि वे अपनी जमा स्वीकार करने की गतिविधियों के माध्यम से जन निधियों के न्यासी के रूप में कारगर रूप से कार्य करते हैं और भुगतान प्रणालियों के लिंच-पिन होते हैं। बैंक से पैसा निकालने की स्थिति में बैंक जिस तेजी से बैठता है वह किसी भी अन्य संस्था के साथ तुलनीय नहीं है। किसी भी एक बैंक का फेल होना शेष बैंकों के ऊपर एक जबर्दस्त छूट जैसी फैलाता है चाहे वे कितने भी अच्छे क्यों न हों। वैश्वीकरण के इस युग में जैसा कि मौजूदा संकट ने दर्शाया है, किसी देश में बैंकों के प्रति विश्वास में कमी होने का प्रभाव शेष विश्व के बैंकों पर भी पड़ सकता है। यही वह वजह है कि उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की बहुत सी सरकारों को 2008 के बाद की अवधि में अपनी बैंकिंग प्रणालियों की जमाराशियों की गारंटी देनी पड़ी। वित्तीय स्थिरता के प्रति जोखिमों को देखते हुए उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की सरकारों को अपने

बड़े बैंकों और वित्तीय संस्थाओं को उस संकट से उबारना पड़ा। आशय यह है कि बाजारों द्वारा कमजोरियों को संभालने की बात एक बार फिर से गलत सिद्ध हो गई है। अब तक वैश्विक रूप से बैंकिंग विनियमन का फोकस पूंजी पर्याप्तता पर रहा है। जैसा कि इस संकट ने दर्शाया है। चलनिधि विषयक मुद्दे भी उतने ही महत्वपूर्ण हैं और यह नोट करना उचित है कि भारत में हमने इन मुद्दों पर भी अपना ध्यान फोकस किया है। बैंकों और बैंकेतर संस्थाओं के बीच जटिल अंतर-संबंधों को देखते हुए तथा वित्तीय संगुटों की दिशा में आगे बढ़ने की चाल को देखते हुए यह महत्वपूर्ण है कि विनियामक आर्बिटेज की कमियों को चिह्नित किया जाए जिससे कि विनियामक आर्बिटेज से बचाव हो। इस संदर्भ में यह है कि हमने चरणबद्ध रूप से विगत कुछ वर्षों में एनबीएफसी के संबंध में विनियामक व्यवस्था कठोर बनाई है। अतः यह महत्वपूर्ण है कि बैंक और वित्तीय क्षेत्र के खिलाड़ियों को बढ़ने तथा फैलने के लिए आवश्यक लचीलेपन की अनुमति देते हुए उन्हें सुविनियमित किया जाए तथा बढ़ती अर्थव्यवस्था की वित्तीय आवश्यकताओं को पूरा किया जाए। लेखांकन, लेखा-परीक्षण और हजाने जैसे अन्य मुद्दों ने भी वैश्विक वित्तीय संकट के बाद ध्यान आकर्षित किया। यह सभी मुद्दे पूरे विश्व के समान ही नीति निर्माताओं और शिक्षाविदों का सक्रिय ध्यान अपनी ओर खींच रहे हैं (जी 20, 2009)। प्रौद्योगिकी तथा वित्तीय नवोन्मेषों के तेज कदम के परिप्रेक्ष्य में विनियामक प्राधिकारियों को ऐसे दृष्टिकोण का अनुसरण करना पड़ेगा जिसे गतिशील होना होगा तथा बदलते आर्थिक वातावरण की प्रतिक्रियास्वरूप उसमें समायोजक बदलाव लाने होंगे।

*संदर्भ :*

बर्नान्के, बेन (2009), “दि क्राइसिस एण्ड दि पॉलिसी रिसपॉन्स”, लंदन स्कूल ऑफ इकोनॉमिक्स में स्टैम्प लेक्चर, जनवरी 13. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm> पर उपलब्ध।

कमिटी ऑन दि ग्लोबल फाइनेन्शियल सिस्टम (2009), रिपोर्ट ऑफ दि वर्किंग ग्रुप ऑन कैपिटल फ्लोज टू इमर्जिंग मार्केट इकोनॉमीज (अध्यक्ष: राकेश मोहन), बैंक फार इंटरनेशनल सेटलमेंट्स, बासेल।

फेडरल रिजर्व बैंक ऑफ सेंट लुईस (2009), मॉनेटरी ट्रेन्ड्स, अप्रैल।

ग्रुप ऑफ थर्टी (2009), “फाइनेन्शियल रिफॉर्म: ए फ्रेमवर्क फॉर फाइनेन्शियल स्टेबिलिटी” (अध्यक्ष: पौल ए वोल्कर), वाशिंगटन डी.सी.।

जिनेवा रिपोर्ट (2009), “दि फंडामेंटल प्रिंसिपल्स ऑफ फाइनेन्शियल रेग्युलेशन,” जिनेवा रिपोर्ट ऑन दि वर्ल्ड इकोनॉमी 11 (बाय मार्क्स ब्रुनेरमियर, एंड्रयू क्रोकेट, चार्ल्स गुडहार्ट, अविनाश डी. परसौद एण्ड ह्युन शिन)।

जी-20 (2009), “वर्किंग ग्रुप ऑन इनहांसिंग साउंड रेग्युलेशन एण्ड स्ट्रेंथनिंग ट्रांसपेरेंसी (को-चेयरर्स: टिफ मैकलेम एण्ड राकेश मोहन)।

हाल्देन, एंड्रयू (2009), “व्हाइ बैंक्स फेल्ड दि स्ट्रेस टेस्ट?” बैंक ऑफ इंग्लैंड।

हेनरी, पीटर ब्लेयर (2007), “कैपिटल एकाउंट लिबरलाइजेशन: थियरी, इविडेंस एण्ड स्पेक्युलेशन,” जर्नल ऑफ इकोनॉमिक लिटरेचर, वाल्यूम XLV, दिसंबर।

इंटरनेशनल मॉनेटरी फंड (2009ए), “ग्रुप ऑफ ट्वेंटी: नोट बाय दि स्टाफ ऑफ इंटरनेशनल मॉनेटरी फंड,” जनवरी।

—(2009बी), “इनिशियल लेसन्स ऑफ दि क्राइसिस,” फरवरी।

—(2009सी), वर्ल्ड इकोनॉमिक आउटलुक डाटाबेस, अप्रैल।

कोन, डोनाल्ड (2008), “मॉनेटरी पॉलिसी एण्ड असेट प्राइसेस रिविजिटेड,” रिमार्क्स एट द केटो इंस्टिट्यूट 26

एन्युअल मॉनेटरी पॉलिसी कान्फ्रेंस, नवंबर 19. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20081119a.htm> पर उपलब्ध।

लेन, फिलिप (2009), “ग्लोबल इंबैलेन्सेस एण्ड ग्लोबल गवर्नेन्स”, पेपर प्रेजेंटेटेड एट दि ग्लोबल इकोनॉमी गवर्नेन्स : सिस्टेमिक चैलेंजेस, इंस्टिट्यूशनल रिस्पॉन्सेस एण्ड दि रोल ऑफ दि न्यू एक्टर्स, ब्रुसेल्स, फरवरी।

डी लेरोसियर रिपोर्ट (2009), “रिपोर्ट ऑफ दि हाइ-लेवल ग्रुप ऑन फाइनेन्शियल सुपरविजन इन दि ई यू” (चेयरमैन: जेक्स दि लेरोसियर), ब्रुसेल्स।

मोहन, राकेश (2006ए), “भारत में चलनिधि का प्रबंधन करना : एक पेशेवर का दृष्टिकोण” भारतीय रिजर्व बैंक बुलेटिन, अप्रैल।

— (2006बी) “भारत में केंद्रीय बैंकिंग का विकास,” भारतीय रिजर्व बैंक बुलेटिन, जून।

— (2007), “भारत के वित्तीय क्षेत्र सुधार : वृद्धि को प्रोत्साहन और जोखिम को रोकना” भारतीय रिजर्व बैंक बुलेटिन, दिसंबर।

पोर्टेज, रिचर्ड (2009), “ग्लोबल इंबैलेन्सेस” इन मैथियास देवाट्रिपोट, जेवियर फ्रिक्सास एण्ड रिचर्ड पोर्टेस (ईडी), “मैक्रोइकोनॉमिक स्टेबिलिटी एण्ड

फाइनेन्शियल रेग्युलेशन : की-इश्यूज फॉर दि जी20,” सेंटर फॉर इकोनॉमिक पालिसी रिसर्च, लंदन।

ऑब्सटफेल्ड, मॉरिश (2009), “इंटरनेशनल फाइनांस एण्ड ग्रोथ इन डेवलपिंग कंट्रीज़: व्हाट हैव वी लर्नड?” वर्किंग पेपर 14691, नेशनल ब्यूरो ऑफ इकोनॉमिक रिसर्च केंब्रिज, एमए।

भारतीय रिजर्व बैंक (2009ए), “भारत का वित्तीय क्षेत्र : एक मूल्यांकन, वित्तीय क्षेत्र मूल्यांकन समिति (अध्यक्ष: राकेश मोहन), मार्च।

— (2009बी), “2008-09 के दौरान समष्टि आर्थिक और मौद्रिक गतिविधियां अप्रैल।

टेलर, जॉन (2009), “दि फाइनेन्शियल क्राइसिस एण्ड दि पॉलिसी रिस्पॉन्सेस: एन इंपिरिकल एनालिसिस ऑफ व्हॉट वेंट रॉग”, वर्किंग पेपर 14631, जनवरी, नेशनल ब्यूरो ऑफ इकोनॉमिक रिसर्च।

टर्नर रिव्यू (2009), “दि टर्नर रिव्यू: ए रेग्युलेटरी रिस्पॉन्स टू दि ग्लोबल बैंकिंग क्राइसिस” बाइ लॉर्ड टर्नर, अध्यक्ष, फाइनेन्शियल सर्विसेज अथॉरिटी, यू के।

वर्ल्ड बैंक (2008), ग्लोबल डेवलपमेंट फाइनांस 2008: दि रोल ऑफ इंटरनेशनल बैंकिंग, वर्ल्ड बैंक।