

## उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं और भारत के विशेष संदर्भ में वैश्विक वित्तीय संकट से सीख\*

डी. सुब्बाराव

1. अगस्त-सितंबर 2008 में अमेरिका के अग्रणी निवेश बैंकों के पतन से लेकर अंतर-बैंक और अंतर-संस्थागत उधार में विश्वास-भंग रहा है। हालांकि इस प्रकार की अत्यधिक जोखिम का अवबोधन धीरे-धीरे ही उलटा जा सकता है, इस संकट का पूरी तरह से समाधान करने में अनिवार्यतः समय लगेगा।

2. इसके अलावा, बाजारों, संस्थाओं और देशों के बीच संक्रामकता की समस्या है। प्रत्येक दिन विश्व के किसी नये भाग में अथवा किसी नई संस्था में संकट के फैलने का समाचार मिल रहा है। हम एक अभूतपूर्व संकट से गुजर रहे हैं; और यदि हम इस संकट की पुनरावृत्ति को रोकने के लिए इससे कोई सीख नहीं लेते तो हम विश्व को असफलता से बचा नहीं पाएँगे। इसी सीख पर मैं ध्यान केंद्रित करना चाहता हूँ।

3. पहला, वित्तीय पर्यवेक्षण ने व्यापक समीक्षा को आमंत्रित किया है। रूढ़िबद्ध बोध यह है कि जोखिम प्रबंध और पर्यवेक्षी प्रथाएँ वित्तीय नवोन्मेषों और उभरते हुए नये व्यावसायिक मॉडलों के पीछे रह गई हैं। वर्तमान संकट इस आवश्यकता को रेखांकित करता है कि विनियमन को वक्र के आगे रहना चाहिए तथा वित्तीय विनियमन और पर्यवेक्षण के लिए कौशल और साधनों का स्तर निरंतर बढ़ाते रहना चाहिए। फिर भी, यहाँ एक चेतावनी को ध्यान में रखना आवश्यक है। एक स्पष्ट जोखिम यह है कि नवोन्मेषण से आगे रहने की कोशिश में विनियमन इतना कठोर बन सकता है कि वह नवोन्मेषण को ही रोक दे। यह एक ऐसी जोखिम है जिसके विरुद्ध हमें रक्षात्मक स्थिति में होना चाहिए।

4. दूसरा पाठ अंतर-एजेंसी समन्वय से संबंधित है। वर्तमान संकट के मूल स्रोत को दोनों समष्टि-वैश्विक असंतुलनों के निर्माण एवं वित्तीय प्रणाली में जोखिमों के गलत मूल्यन से देखा जा सकता है जो लंबे समय तक जारी सरल मौद्रिक नीति और

\* अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष, वाशिंगटन डीसी में अंतरराष्ट्रीय मौद्रिक और वित्तीय समिति की बैठक में डॉ. डी. सुब्बाराव, गवर्नर, भारतीय रिज़र्व बैंक एवं भारतीय प्रतिनिधि मंडल के प्रमुख द्वारा 11 अक्टूबर 2008 को दिया गया वक्तव्य।

अत्यधिक चलनिधि से प्रोत्साहित है। हम अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष (आइएमएफ) की इस धारणा का समर्थन करते हैं कि वित्तीय स्थिरता के संबंध में केंद्रीय बैंकों, विनियामकों, पर्यवेक्षकों तथा राजकोषीय प्राधिकारियों की संबंधित भूमिकाओं की पुनः समीक्षा करने की आवश्यकता है। केंद्रीय बैंकों को चाहिए कि वे वित्तीय स्थिरता बनाए रखने में एक केंद्रीय भूमिका अदा करें तथा इसे कारगर ढंग से निभाने के लिए अपने पास आवश्यक सूचनात्मक आधार रखें। इसमें वित्तीय स्थिरता बनाए रखने का कार्य जिन एजेंसियों को सौंपा गया है उन सभी एजेंसियों के बीच गहन सहयोग की अपेक्षा निहित है।

5. तीसरा पाठ यह है कि वित्तीय समस्याओं से उबरने के लिए बड़े पैमाने पर दिए जानेवाले (बैल आउट) पैकेजों के निहित प्रभाव वित्तीय प्रणाली के विनियामक संरचना के लिए तथा देशों के राजकोष के लिए होंगे। साथ ही, एक देश के द्वारा प्रदान किए जानेवाले बचाव के पैकेजों का फैलाव अन्य देशों के लिए हो सकता है, ऐसी स्थिति में भी जब वे संकट के अधिकेंद्र से दूर हैं। इस संदर्भ में एक संगत प्रश्न जमा बीमा की क्षमता और सुरक्षा का है। जमा बीमा की सुरक्षा क्या होनी चाहिए? छोटी जमाराशियों की परिभाषा कैसे दी जानी है? छोटी जमाराशियों के अलावा क्या इस प्रकार की संकट की स्थिति में हमें मुद्रा बाजारों और म्युचुअल फंडों के लिए गारंटियाँ प्रदान करने पर विचार करना चाहिए?

6. चौथे, प्रकट हो रहे संकट ने ऋण बाजारों में संरचनाबद्ध उत्पादों और व्युत्पन्न साधनों (डेरिवेटिव्स) की कमजोरियों को उजागर किया है। यह ऋण डेरिवेटिव्स जैसे विभिन्न संरचनाबद्ध उत्पादों की उपयुक्तता और उनके वित्तीय स्थिरता संबंधी निहितार्थों पर प्रश्न-चिह्न लगाता है। क्या विनिमय व्यापार किए गए डेरिवेटिव्स काउंटर (ओटीसी)

डेरिवेटिव्स की तुलना में बेहतर हैं? क्या हमें ओटीसी उत्पादों के लिए भी उचित निकासी और निपटान प्रथाएं निर्धारित करने और प्रारंभ करने पर ध्यान केंद्रित करने की आवश्यकता है? हम किस प्रकार से "उत्पादन से वितरण" (ओरिजिनेट-टू-डिस्ट्रिब्यूट) मॉडल की कमियाँ दूर कर सकते हैं?

7. अंत में, अमेरिका के वित्तीय क्षेत्र के लगभग विघटन को कुछ पर्यवेक्षकों द्वारा इस बात के साक्ष्य के रूप में देखा जाता है कि बाजार और प्रतिस्पर्धा ठीक से नहीं चल सकते। यह ग्रहण करने के लिए स्पष्ट रूप से गलत पाठ है। ग्रहण करने योग्य सही पाठ यह है कि बाजार और संस्थाएँ कभी-कभी अधिकताओं के समक्ष विफल हो जाती हैं जिसके कारण विनियामकों को जोखिम उठाना कम करने और वृद्धि को रोकने के बीच सही संतुलन का निरंतर पता लगाते हुए सतर्क रहना होगा।

8. अब मैं भारत के संबंध में एक संक्षिप्त टिप्पणी करना चाहता हूँ।

9. भारत अपनी वृद्धि के लिए मजबूत आंतरिक प्रेरकों के साथ वैश्विक वित्तीय संकट के सबसे बुरे परिणामों से बच सकता है। भारतीय बैंकों का एक्सपोजर प्रत्यक्ष रूप से अथवा डेरिवेटिव्स के माध्यम से अमेरिका के बंधक बाजार में तथा असफल और दबावग्रस्त वित्तीय संस्थाओं में बहुत ही सीमित है। ईक्विटी और विदेशी मुद्रा बाजार वे माध्यम उपलब्ध कराते हैं जिनके द्वारा वैश्विक संकट भारतीय प्रणाली में फैल सकता है। वित्तीय बाजारों के अन्य तीन खंड - मुद्रा, कर्ज और ऋण बाजार - पर अप्रत्यक्ष रूप से प्रभाव पड़ सकता है। जोखिम से विमुक्तता, वृद्धिरहितता और अवरोधित (फ्रोजन) मुद्रा बाजारों ने न केवल भारतीय कंपनियों के लिए निधियों की लागत बढ़ाई है, बल्कि अंतरराष्ट्रीय बाजारों में इनकी उपलब्धता को भी प्रभावित किया है। इसका अर्थ यह

होगा कि निकट भविष्य में देशी बैंक ऋण के लिए अतिरिक्त माँग रहेगी। उभरती हुई अर्थव्यवस्थाओं में निवेशकों की रुचि में कमी पूँजी के प्रवाह को उल्लेखनीय रूप में प्रभावित कर सकती है। भारतीय निर्यातों पर आसन्न मंदी का भी असर रहेगा।

10. सारांश के रूप में, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएँ (ईएमईएस), जिनका दबावग्रस्त वित्तीय लिखतों और संकटग्रस्त वित्तीय संस्थाओं में प्रत्यक्ष या उल्लेखनीय एक्सपोजर नहीं है, वित्तीय संकट के परोक्ष प्रभाव को महसूस कर रही हैं और यह प्रभाव किसी भी तरह से उपेक्षणीय अथवा नगण्य नहीं है। वास्तव में, यह आनेवाले महीनों में और गहरा सकता है।

11. यह ढाढ़स देनेवाली बात है कि संकट के प्रबंध में विकसित देशों के बीच समन्वय विद्यमान है। यह स्वागतयोग्य और आवश्यक तो है, परंतु पर्याप्त नहीं है। उभरती और विकसित अर्थव्यवस्थाओं के लिए इस संकट से अधिकाधिक प्रभावित होने की जितनी संभावना है, उतनी ही आगे बढ़ते हुए दो बातें आवश्यक हैं। पहली, संकट का प्रबंध करने में उभरती और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं के लिए उस प्रबंध के निहितार्थों को स्पष्ट रूप से सम्मिलित करना चाहिए। दूसरी, उभरती और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं को विश्वास में लेना चाहिए तथा जब भी उनके लिए विकसित देशों की नीतियों और कार्यों के निहितार्थ होंगे, तब उनका ध्यान रखना चाहिए।