

समष्टि नीति II पर पुनर्विचार : पूँजी खाता प्रबंधन*

दुव्वुरी सुब्बाराव

सत्र VI : पूँजी खाता प्रबंधन

तीन उप विषय

(i) पूँजी नियंत्रण

(ii) विदेशी मुद्रा भंडार (रिजर्व)

(iii) चलनिधि संबंधी अंतर्राष्ट्रीय प्रावधान

I. पूँजी खाता प्रबंधन

पूँजी नियंत्रणों पर वैचारिक परिवर्तन

- पूँजी खाता प्रबंधन पर हमारे वैश्विक नजरिये में बदलाव, संकट के परिणामस्वरूप घटित अब तक के सबसे महत्वपूर्ण बौद्धिक परिवर्तनों में से एक है।
- अपने उद्घाटन उद्बोधन में कल प्रबंध निदेशक ने कहा कि इस संकट ने कई समष्टि-आर्थिक मुद्दों पर पर सहमति और मुहावरों को चकनाचूर कर दिया। यह बात जितनी पूँजी खाता प्रबंधन के व्यापक नीतिगत क्षेत्र में सही है उतनी और कहीं नहीं।
- मेरे विचार से तीन बड़े मुद्दे जिन पर संकट पूर्व की आम सहमति बिखर चुकी है वे ये हैं :

तीन मुद्दे जिन पर आम सहमति नहीं रही

- पूर्णतः मुक्त पूँजी खाते की ओर प्रगति
 - अल्पकालिक स्थिरता के माध्यम के रूप में पूँजी नियंत्रणों का प्रयोग
 - विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप की वांछनीयता
- मैं इनमें से प्रत्येक पर संक्षेप में कुछ कहना चाहूँगा

* समष्टि नीति II पर पुनर्विचार सम्मेलन में भारतीय रिजर्व बैंक के गवर्नर डॉ दुव्वुरी सुब्बाराव की टिप्पणियाँ। वाशिंगटन डीसी, 17 अप्रैल 2013

I. पूर्णतः मुक्त पूँजी खाते की ओर प्रगति

- प्रथम विषय, खुला पूँजी खाता पर, संकट के पूर्व सहमति यह थी कि प्रत्येक देश को अंततः पूर्णतः मुक्त पूँजी खाते की ओर जाना है। बहस शेष थी तो बस उपयुक्त रणनीति - क्रम व समय निर्धारण, विशेषतः - पूँजी खाता परिवर्तनीयता की ओर संक्रमण को लेकर।

चीन और भारत

- मैं आपको भारत का उदाहरण दूँ। पूर्णतः मुक्त पूँजी खाता परिवर्तनीयता हमेशा से हमारा नीतिगत लक्ष्य रहा है। एकमात्र परिवर्तनीय विषय - इससे संबंधित कार्य-योजना - के बारे में यह तय था कि उभरती परिस्थितियों के अनुसार समय-समय पर इसे पुनर्परिभाषित किया जाना चाहिए। इसको लेकर भी सहमति थी कि शुरुआत विनिमय दर को फ्लोट करने और ब्याज दरों को नियंत्रण मुक्त करने से की जाए और इसका तर्काधार यह था कि समष्टि आर्थिक स्थिरता को बनाए रखने के लिए यह रणनीति सबसे अच्छी रहेगी।
- पूँजी खाता खोलने को लेकर चीन में भी एक लंबी और जोरदार बहस रही है तथा क्रम को लेकर मोटे तौर पर भारत जैसी ही राय कायम हुई। यद्यपि, पिछले कुछ वर्षों में, चीन की नीति की दिशा को देखते हुए लगता है कि उन लोगों ने अपनी रणनीति बदली है। यदि आप यह स्वीकार करते हैं कि आरएमबी के अंतर्राष्ट्रीयकरण करने संबंधी उपाय पूँजी खाता परिवर्तनीयता की ओर बड़े कदम हैं, तो चीन का यह कदम उनके विदेशी मुद्रा (एक्सचेंज) और ब्याज दरों को मुक्त करने संबंधी कार्रवाइयों से अधिक साहसी कदम रहा है।

नियंत्रण और वित्तीय स्थिरता

- तथापि, संकट ने यह सब बदल दिया है। इसने बहस को पूँजी खाता परिवर्तनीयता की रणनीति व टाइमिंग से हटाकर, पूँजी खाता परिवर्तनीयता की जरूरत पर ही सवाल खड़े करने पर ला खड़ा किया है।
- दूसरे शब्दों में यह आम सहमति ही अब बिखर चुकी है कि प्रत्येक देश को अंततः खुले पूँजी खाता की ओर बढ़ना है।

- नए विचार - कि अंतिम लक्ष्य पूंजी खाता परिवर्तनीयता होना जरूरी नहीं - के पक्ष में मुख्य तर्क यह है कि नियंत्रणों ने ही उभरते बाजारों को कुछ उत्पादों को अपनाने से रोका जो विकसित देशों में आगे चलकर विषाक्त हो गए थे। इसलिए तर्क दिया जाता है कि पूंजी नियंत्रणों को बनाए रखने में समझदारी है।
- इसके साथ वह पुराना तर्क भी है जो अभी भी दमदार है कि जैसे जैसे देश आर्थिक रूप से एकीकृत होते चले जाते हैं, उन्हें वित्तीय रूप से अधिक जुड़ने की जरूरत पड़ेगी।

इस पृष्ठभूमि में, पूर्णतः मुक्त पूंजी खाते की ओर प्रगति के इस उप-विषय पर निम्नलिखित प्रश्न हैं:

- i. यद्यपि इस पर लगभग आम सहमति है कि वस्तुओं में मुक्त व्यापार से अधिकाधिक भला होता है, पर वित्तीय खुलेपन के फायदों को लेकर मतभेद हैं। इस भेद के क्या कारण हैं? वित्तीय खुलापन किस प्रकार व्यापारिक खुलेपन से अलग है?
- ii. क्या पूर्ण पूंजी खाता परिवर्तनीयता हर देश के लिए उपयुक्त लक्ष्य है?
- iii. यदि ऐसा है तो इसे हासिल करने की सर्वोत्तम रणनीति क्या है? क्या यह 'फेस्टिना लेटे' हो जो कि, मुझे लगता है, लैटिन में धीरे-धीरे भागने को कहते हैं।

II. स्थिरता के साधन के रूप में पूंजी नियंत्रण

- दूसरा विषय जिस पर संकट के पहले वाली आम सहमति अब नहीं रही वह है स्थिरता के साधन के रूप में पूंजी नियंत्रण।
- संकट के पहले आम राय यह थी कि पूंजी नियंत्रण हर जगह और हर समय खराब ही होते हैं।
- यह राय अब कायम नहीं रही।
- अब तक का प्राप्त ज्ञान कहता है कि पूंजीगत नियंत्रण न केवल उपयुक्त हैं, बल्कि कुछ परिस्थितियों में वांछनीय भी हैं।
- फिर भी कई बहसों ऐसी हैं जिनका फैसला हुआ नहीं है।

पूंजी नियंत्रणों की प्रभावशीलता

- पहली बड़ी बहस पूंजी नियंत्रणों के प्रभाव के बारे में है। लोगों ने मुख्यतः दो तर्कों के आधार पर इसके प्रभाव पर प्रश्न खड़े किए हैं:

- पहला, पूंजीगत नियंत्रण, प्रवाहों की मात्रा को नियंत्रित नहीं करते, बस उनकी अवधि को बदलते हैं।
- दूसरा कि, अल्पावधि प्रवाहों को दीर्घावधि प्रवाहों का चोला पहनाकर पूंजीगत नियंत्रणों को बड़े आराम से छकाया जा सकता है।

मूल्य बनाम मात्रात्मक नियंत्रण

- फिर एक बहस यह है कि किस प्रकार के नियंत्रण कारगर हैं।
- देशों ने दोनों का प्रयोग किया है यथा टैक्स के जैसे मूल्य आधारित नियंत्रण और मात्रात्मक नियंत्रण भी। इनमें से कौन प्रभावकारी रहा है और किन परिस्थितियों में यह पक्के तौर पर स्थापित नहीं हुआ है।

भारत का अनुभव

- उदाहरण के लिए भारत में, हम मूल्य व मात्रा, दोनों पर आधारित नियंत्रण लगाते हैं। [उदाहरण के लिए अनिवासी भारतीयों की जमाराशियां, जो कि भारत में पूंजी आगम का एक महत्वपूर्ण स्रोत हैं, बैंकों द्वारा दिए जा रहे ब्याज दरों (एक प्रकार का मूल्य परिवर्ती) द्वारा नियंत्रित होती हैं। भारतीय कंपनियों द्वारा लिए जाने वाले बाह्य उधार को मात्रा और मूल्य परिवर्तियों द्वारा नियंत्रित किया जाता है।]
- हमारा अनुभव है कि यद्यपि मात्रात्मक नियंत्रण अल्पावधि में अधिक प्रभावी हैं, पर यह स्वरूप बिगाड़ने वाले भी हो सकते हैं।

पूंजी नियंत्रण बनाम विवेक सम्मत उपाय

- एक तर्क यह भी है कि पूंजीगत नियंत्रण का स्थान विवेक सम्मत उपाय ले सकते हैं या नहीं।
- यह स्पष्ट नहीं है कि ये हमेशा ही एक दूसरे का स्थान पूरी तरह ले सकते हैं या नहीं। यदि पूंजी प्रवाह बैंकिंग प्रणाली की मध्यस्थता के जरिये आते-जाते हैं तो विवेकसम्मत उपाय घरेलू बैंकों पर सीधे-सीधे लागू किए जा सकते हैं और इस प्रकार नियंत्रणों की जरूरत से बचा जा सकता है।
- पर यदि आने वाले प्रवाह प्रत्यक्ष हों, अर्थात्, घरेलू कंपनियों को विदेशी इकाइयों से सीधे लोन हो तो? उस मामले में, अतिरिक्त लीवरेज और विदेशी मुद्रा

एक्सपोजर को रोकने का एकमात्र तरीका नियंत्रण लगाना हो सकता है।

इस पृष्ठभूमि में, अल्पकालिक स्थिरता के साधन के रूप में पूंजी नियंत्रणों पर निम्नलिखित प्रश्न हैं:

- क्या उन गड़बड़ियों को हम परिभाषित कर सकते हैं जो पूंजी नियंत्रण से दूर होने वाली हैं? उदाहरण के लिए, हम कैसे तय करें कि पूंजी प्रवाह अतिरिक्त या खतरनाक है?
- स्थिरता के साधन के रूप में पूंजी नियंत्रणों की प्रभावशीलता के बारे में हमने क्या सीखा है?
- विवेक सम्मत उपाय पूंजीगत नियंत्रणों का स्थान कब लेंगे?
- मूल्य धारित और मात्रा आधारित नियंत्रणों के बीच चुनाव का आधार क्या हो?
- क्या देश में आने वाले और देश से बाहर जाने वाले पूंजीगत नियंत्रण सममित हैं? दूसरे शब्दों में, क्या हमें आने वाली पूंजी (इनफ्लोज़) को नियंत्रित करने के लिए अलग और जानेवाली पूंजी (आउटफ्लोज़) को सीमित करने के लिए अलग प्रकार के नियंत्रणों का प्रयोग करना चाहिए?

III. विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप

- तीसरा महत्वपूर्ण बिंदु जिस पर संकट पूर्व सहमति अब नहीं रही, वह है विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप।
- विकसित अर्थव्यवस्थाओं में संकट-पूर्व की सहमति यह थी कि किसी भी कीमत पर विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप सर्वोत्तम मार्ग नहीं है।
- राय अब ऐसी नहीं रही, क्योंकि कुछ विकसित अर्थव्यवस्थाएं (एईज) भी सुरक्षित पनाहों के प्रभाव (सेफ हेवन इम्पैक्ट) से अपनी मुद्राओं का बचाव कर रही हैं।
- विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप से जूझने का उभरते बाजारों का अपना लंबा व विविधतापूर्ण अनुभव रहा है। देश की अवशेष क्षमता से ज्यादा पूंजी प्रवाह प्राप्त हो जाने पर नीतिगत दुविधा बड़ी जटिल हो सकती है।
- यदि आप विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप न करें तो आपको मुद्राओं की मूल्यवृद्धि का सामना करना पड़ेगा जो आधारभूत पहलुओं से असंबद्ध होगी।
 - यदि आप हस्तक्षेप करें, पर इसके चलते जो लिक्विडिटी होगी उसे निष्क्रिय (स्टेरिलाइज) न

करें, तो आपको मुद्रास्फीतीय दबावों और आस्ति मूल्यों के बुलबुले (एसेट प्राइस बबल) का सामना करना पड़ सकता है।

- यदि आप विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप करें और पैदा होने वाली चलनिधि को निष्क्रिय (स्टेरिलाइज) करें, तो ब्याज दर ऊपर जाती दिख सकती है - जिससे प्रवाह और आकर्षित होंगे- डच डिजीज का एक क्लासिक नमूना
- इन सब का यही अर्थ है कि अस्थिर पूंजी प्रवाहों से निपटने का वास्तव में कोई ऐसा विकल्प नहीं है जिसमें केवल फायदा ही फायदा हो।
- विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप से जुड़ा एक और महत्वपूर्ण मुद्दा है। मुद्रा मूल्यवृद्धि और मुद्रा मूल्यहास, आधारभूत से बिल्कुल असंबद्ध, दोनों जटिल समस्याएं हैं। पर मूल्यवृद्धि से लड़ने के लिए हस्तक्षेप और मूल्यहास से लड़ने के लिए किए गए हस्तक्षेप में काफी असमिति (एसिमिट्री) है।
- जब आप मुद्रा मूल्यवृद्धि से लड़ रहे हैं, तो आप अपनी मुद्रा में हस्तक्षेप कर रहे हैं। ऐसा करने की क्षमता कम से कम सैद्धांतिक रूप से असीमित है, जिसका सीधा सा कारण यह है कि अपनी मुद्रा (करेंसी) तो आप छाप ही सकते हैं।
- जब आप मुद्रा मूल्यहास के खिलाफ लड़ रहे हैं, तो आप एक दुर्लभ मुद्रा (हार्ड करेंसी) में हस्तक्षेप कर रहे हैं। इस प्रकार हस्तक्षेप करने की आपकी क्षमता आपके विदेशी मुद्रा भंडार के अनुसार सीमित है। यह दुविधा इसलिए और पेचीदा हो जाती है कि बाजार को इस बात का पता होता है।
- तो यहाँ वास्तविक खतरा यह है कि विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप करके आप विदेशी मुद्रा भंडार गँवा बैठें और मुद्रा के मूल्य बढ़ने का फायदा भी नहीं मिले। जितना नीचे आपके मुद्रा भंडार जाएंगे, उतना आपको नुकसान पहुँचने की संभावना बढ़ जाएगी। और यह संभावना तब और गंभीर हो सकती है जब आपके भंडार उस स्तर से भी नीचे चले जाएं जिसे बाजार तक हाथ बढ़ाने के लिए बाजार में जरूरी समझा जाता है।
- यह भी स्पष्ट होना चाहिए कि विनिमय दर (एक्सचेंज रेट) का विफल बचाव, बचाव न करने से बदतर है।

इसलिए जब आप विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप कर रहे हों, तो यह सुनिश्चित करना महत्वपूर्ण हो जाता है कि आपका हस्तक्षेप सफल हो।

उस संदर्भ में विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप के इस विषय पर निम्नलिखित प्रश्न हैं:

- किन परिस्थितियों में देशों के लिए विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप करना उपयुक्त है?
- किन परिस्थितियों में पूंजी नियंत्रणों की तुलना में विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप को तरजीह दी जानी चाहिए?
- अधिकांश मामलों में देश यह दावा करते हैं कि वे विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप कर तो रहे हैं, किसी खास रेट को टारगेट करने के लिए नहीं, बल्कि केवल एक्सचेंज रेट में अस्थिरता को संभालने के लिए। तब क्या यह आवश्यक है कि स्पष्ट बता दें कि आपके अनुसार अस्थिरता का पैमाना क्या है जिस पर आप हस्तक्षेप कर बैठेंगे?

II. विदेशी मुद्रा भंडार (रिजर्व्स)

- संकट के बाद यह एक महत्वपूर्ण नीतिगत मुद्दा रहा है कि किसी देश के लिए विदेशी मुद्रा भंडार का इष्टतम स्तर क्या हो।
- बड़े विदेशी मुद्रा भंडार रखने के पक्ष में देश यह तर्क देते हैं कि यह युद्ध कोष (वार चेस्ट) के रूप में, चलनिधि (लिक्विडिटी) के स्रोत के रूप में, और बाजार में विश्वास भरने के काम आता है।
- रिजर्व्स रखने के विरुद्ध जो तर्क है वह इसे रखने के अवसर लागत (अपॉरचुनिटी कॉस्ट) पर केंद्रित है और यह भी कि इनके होने से जो आरामदायक स्थिति होगी उससे अधिक जोखिम लेने की प्रवृत्ति आ सकती है जो कि समष्टि स्थिरता के लिए अहितकर हो सकता है।

प्रश्न

- मुद्रा भंडार (रिजर्व्स) की लागत और लाभ का हिसाब कैसे लगाया जाए?
- मुद्रा भंडार (रिजर्व्स) द्वारा स्व-रक्षा (सेल्फ इंश्योरेंस) के बदले जो विकल्प हैं, वे कितने वास्तविक हैं? क्या

स्व-रक्षा के विकल्प आइएमएफ के नए उपकरण - फ्लेक्सिबल क्रेडिट लाइन (एफसीएल) और प्रीकॉशनरी एंड लिक्विडिटी लाइन (पीएलएल), बाइलैटरल एंड मल्टीलैटरल स्वैप लाइन्स - वास्तव में अपने युद्ध कोष के मुकाबले कितने अच्छे विकल्प हैं? क्या ये विकल्प देश की परिस्थिति के अनुसार लचीले हैं? क्या इनसे संकट की स्थिति में तुरंत राहत मिलेगी? आइएमएफ से सहायता प्राप्त करने पर सामान्यतः नाम पर लगने वाला धब्बा क्या अभी भी इनके साथ जुड़ा हुआ है?

- भंडार (रिजर्व्स) की पर्याप्तता का हिसाब आप कैसे लगाते हैं? और उस हिसाब में देश की परिस्थिति को कैसे शामिल करते हैं?

III. चलनिधि (लिक्विडिटी) की अंतर्राष्ट्रीय व्यवस्था

- वैश्विक वित्तीय संकट के चलते वैश्विक रिजर्व मुद्रा व दबाव के समय चलनिधि (लिक्विडिटी) को लेकर जानी-पहचानी चिंताएं फिर से खड़ी हो गई हैं।
- वैश्विक स्थिरता को एकल आरक्षित मुद्रा (सिंगल रिजर्व करेंसी) के चलते जो खतरा है उसे संकट ने दिखा दिया है।

प्रश्न

- एकल आरक्षित मुद्रा (सिंगल रिजर्व करेंसी) के खतरे को क्या बढ़ा-चढ़ा कर कहा जा रहा है? आखिरकार वैश्विक वित्तीय संकट का अच्छी तरह सामना दुनिया ने सिंगल रिजर्व करेंसी से ही कर लिया?
- यदि नहीं, तो उन खतरों को हम कैसे कम करें? वैकल्पिक रिजर्व करेंसियां कैसे सामने आएंगे?
- यह देखते हुए कि एसडीआर, सदस्य देशों के स्वतंत्र रूप से उपयोग-योग्य संसाधनों पर एक देयता (लायबिलिटी) है, और आइएमएफ की नहीं, तो एसडीआर निर्गमन में वृद्धि कहाँ तक चलनिधि समस्या का हल है?
- एकल आरक्षित मुद्रा (सिंगल रिजर्व करेंसी) की वैकल्पिक व्यवस्थाएं होने तक, एकमात्र रिजर्व करेंसी के निर्गमकर्ता के रूप में यूएस के दायित्व क्या हैं? विशेषतः ईएमईज के प्रति क्या दायित्व हैं जिनकी मुद्राएं पूंजी खाते पर अभी भी पूर्णतः परिवर्तनीय नहीं हैं?