

2.1 विश्व की अर्थव्यवस्था ने 2008 के मध्य से निश्चय ही एक वैश्विक संकट का साक्षात्कार किया है। इस संकट ने वैश्विक वित्तीय परिदृश्य के कार्य की परिधि-रेखाओं का परीक्षण किया है, जबकि वित्तीय और वास्तविक अर्थव्यवस्था के बीच की अंतर-संबद्धताएँ आवर्धित हुई हैं। अगस्त 2007 में अमेरिका के सब-प्राइम बाजार में उठी समस्याएँ सितंबर 2008 में अपने चरम पर पहुँच गईं जब कुछ प्राइम वाल स्ट्रीट वित्तीय संस्थाएँ ढह गईं जिससे एक विश्वव्यापी विश्वासभंग सामने आया। वित्तीय संस्थाएँ परस्पर ऋण देने के लिए प्रायः अनिच्छुक हो जाने के साथ ही, ऋण बाजार वस्तुतः निक्रिय हो गये। आरंभिक चरणों में विश्वास के लोप ने विकसित अर्थव्यवस्थाओं में अवनति (डीलिवरेजिंग), परिसंपत्ति और पण्य कीमतों में गिरावट, घटती आय, हासमान माँग तथा व्यापार और पूँजी प्रवाह एवं बढ़ती बेरोजगारी का एक चक्र प्रारंभ किया। यद्यपि विकसित देश स्पष्ट रूप से हाल के वैश्विक संकट का अधिकेंद्र रहे, तथापि उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएँ (ईएमई) भी इस संकट से अत्यंत प्रभावित हुई हैं। विकसित देशों के वित्तीय क्षेत्र की अशांति ने विशेष रूप से सितंबर 2008 के बीच में लेहमैन बंधुओं के दीवालियेपन के बाद भारत सहित उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के वित्तीय क्षेत्र में पारगमन किया। उक्त संक्रामकता इन अर्थव्यवस्थाओं में उनकी अपेक्षाकृत सुदृढ़ मूलभूत व्यवस्थाओं के बावजूद वित्तीय, व्यापार और विश्वास की सरणियों के माध्यम से व्याप्त हुई। इसने कईयों को एक अधिकाधिक वैश्वीकृत विश्व में तथाकथित 'डीकपलिंग सिद्धांत' के संबंध में पुनः विचार करने के लिए अभिप्रेरित किया। इस प्रकार अगस्त 2007 में अमेरिका के आवास बाजार में एक सब-प्राइम संकट के रूप में जो कुछ शुरू हुआ, वह क्रमिक रूप से एक वैश्विक बैंकिंग संकट के रूप में, एक वैश्विक वित्तीय संकट के रूप में और आगे चलकर एक वैश्विक आर्थिक संकट के रूप में परिणत हुआ।

2.2 इस संकट के प्रकट होने से पहले की अवधि की विशेषता सामान्यतः विकसित अर्थव्यवस्थाओं में अपेक्षाकृत धीमी व नियमित संवृद्धि तथा निम्न और स्थिर मुद्रास्फीति एवं उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में तीव्र संवृद्धि और विकास थी जिसे आम तौर पर 'महान मंदन' (ग्रेट मॉडरेशन) की अवधि के रूप में जाना जाता है (बेर्नाके, 2004)। समाष्टि-आर्थिक स्थिरता की इस लंबी अवधि के

लिए कारण मुक्त बाजार और सफल वैश्वीकरण था। तथापि, आर्थिक कार्यनिष्पादन में उक्त 'महान मंदन' ने एक बाजार अर्थव्यवस्था में अनर्थपूर्ण विफलताओं की संभावना की उपेक्षा की। समृद्धि के इन समग्र संकेतों के भीतर जो कुछ प्रच्छन्न थीं, वे अत्यधिक जटिल वित्तीय प्रणालियाँ थीं जो कभी-कभी नीतिगत प्राधिकारियों के विनियामक दायरे से बाहर रहीं तथा उन्होंने भारी प्रणालीगत जोखिम उत्पन्न कर दिये। इसके अतिरिक्त, वर्षों से विश्व की अर्थव्यवस्था में कुछ संरचनागत असंतुलन भी विकसित हुए थे जो विभिन्न राष्ट्रों में बचत और निवेश तथा उत्पादन और उपभोग के बीच असंतुलनों के रूप में थे। ये विस्तृत हो रहे चालू खाता असंतुलनों, असमरेखित विनिमय दरों, तथा निम्न ब्याज दरों और आस्ति कीमतों में प्रकट हुए जिन्हें कभी न कभी खुलना ही था। ये सभी कारक अब तक के सबसे बुरे वैश्विक वित्तीय संकट के रूप में व्यक्त हुए।

2.3 जिस तीव्र गति से यह वित्तीय संकट अमेरिका से यूरोप में तथा तत्पश्चात् शेष विश्व में व्याप्त हो गया, उसने सारी दुनिया को आघात पहुँचाया। जब कि संकट युगों से वित्तीय परिदृश्य का अंग रहे हैं, अब यह व्यापक रूप से स्वीकार किया गया है कि हाल के संकट का निकटतम पूर्व उदाहरण अपनी गहराई, भौगोलिक व्याप्ति, सघनता और अवधि के तौर पर 1930 के बाद के दशक की महान मंदी है। इसकी प्रचंडता से कोई भी देश बच नहीं सका है, यद्यपि विभिन्न राष्ट्रों में इसका प्रभाव भिन्न-भिन्न रहा है।

2.4 हाल के वित्तीय संकट और उसके बाद की मंदी ने - बाजारों की प्रभावात्मकता और सरकारी नीति की भूमिका, जो तथाकथित कीनेशियनिज्म है, पर दो महत्वपूर्ण बहसों को पुनः उद्घाटित किया है तथा अर्थशास्त्र के अनुशासन के लिए नई चुनौतियाँ खड़ी कर दी हैं। हाल के संकट ने संवृद्धि के लिए मार्ग प्रशस्त करने में वित्त की भूमिका पर पुनः प्रश्नचिह्न लगा दिया है तथा बाजार के उत्थान और पतन को स्पष्ट करने में आर्थिकेतर प्रयोजनों की भूमिका को फोकस में लाया है। हाल के संकट ने तीव्र वित्तीय नवोन्मेषणों की पृष्ठभूमि में वर्तमान वैश्विक विनियामक और पर्यवेक्षी संरचनाओं और परिसीमाओं के पुनर्मूल्यांकन को भी आवश्यक बना दिया है। अंततः इसने वर्तमान अंतरराष्ट्रीय वित्तीय संरचना की पर्याप्तता और प्रभावात्मकता पर बहस को पुनः आमंत्रण दिया है ताकि जिस तरह का वैश्विक संकट

हाल में देखा गया है, उस प्रकार के वैश्विक संकटों को रोका जा सके और उनका प्रबंध किया जा सके।

2.5 इस संकट की गहराई और व्यापकता ने दुनिया भर के नीति-निर्धारकों के लिए उपलब्ध पारंपरिक और अपारंपरिक नीतिगत विकल्पों की सीमाओं का परीक्षण किया है। बैंकों और अन्य वित्तीय संस्थाओं द्वारा धारित वास्तविक और संभावित वैश्विक अपलेखनों का प्रारंभिक अनुमान, जो 2007 के मध्य लगभग 50 बिलियन अमेरिकी डॉलर पर शुरू हुआ, 2008 के अंत तक लगभग 4.0 ट्रिलियन अमेरिकी डॉलर तक बढ़ गया तथा अप्रैल 2010 में अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष द्वारा किये गये माप के अनुसार यह 2.3 ट्रिलियन अमेरिकी डॉलर तक नीचे आया। अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष के पूर्वानुमानों (अप्रैल 2010) के अनुसार वैश्विक ज़ीडीपी संवृद्धि 2007 में विद्यमान 5.2 प्रतिशत से घटकर 2008 में 3.0 प्रतिशत हो गई तथा 2009 में इसमें 0.6 प्रतिशत की कमी आई। तथापि, वैश्विक संवृद्धि के संबंध में यह अनुमान है कि यह 2010 में 4.2 प्रतिशत तक और 2011 में 4.3 प्रतिशत तक बढ़ेगी। विकसित अर्थव्यवस्थाओं ने (2008 में दर्ज 0.5 प्रतिशत की धनात्मक वृद्धि की तुलना में) 2009 में 3.2 प्रतिशत की ऋणात्मक वृद्धि प्रदर्शित की, जबकि उभरती और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं में (2008 के 6.1 प्रतिशत की तुलना में) 2009 में 2.4 प्रतिशत वृद्धि हुई। यह अनुमान है कि 2010 के दौरान विकसित अर्थव्यवस्थाओं तथा उभरती और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं में क्रमशः 2.3 प्रतिशत और 6.3 प्रतिशत वृद्धि होगी।

2.6 उपर्युक्त पृष्ठभूमि के साथ इस अध्याय में पिछली डेढ़ शताब्दी में दोनों विकसित और विकासशील विश्व को प्रभावित करनेवाले संकटों की उत्पत्ति और उनके स्वरूप की खोज करेगा जब वे भीषण शक्ति के साथ आये और नीतिनिर्धारकों के लिए महत्वपूर्ण शिक्षा देकर चले गये। इसे तीन विस्तृत खंडों के अंतर्गत समाविष्ट किया जाएगा। खंड I में हाल के वित्तीय संकट के कारणों की विस्तार से चर्चा की जाएगी और इसके साथ ही विभिन्न अंशदायी कारणों पर विकसित हो रही बहस की रूपरेखा प्रस्तुत की जाएगी। एक ऐतिहासिक परिप्रेक्ष्य में संकट का विवरण खंड II में दिया गया है। हाल के संकट और इसी प्रकार की पिछली घटनाओं के बीच तुलना खंड III में प्रस्तुत की गई है। खंड IV में निष्कर्षात्मक टिप्पणियाँ दर्शायी गई हैं।

1. संकट के लिए कारण

2.7 संकट के कारण अनेक थे और वे अंतर्जटित थे क्योंकि ऐसा व्यापक संकट किसी एक अथवा विलग कारण द्वारा प्रेरित नहीं

हो सकता। इस संकट के विभिन्न कारणों को समझने का प्रयास करने में विभिन्न दृष्टिकोण उभरे हैं। एक धारणा यह विश्वास करती है कि वित्तीय बाजारों का वर्तमान विघटन सुलभ वैश्विक मुद्रा तथा विशेष रूप से दशक के प्रारंभ से विद्यमान ऋण परिस्थितियों का लंबा चला आ रहा परिणाम है। एक ओर जहाँ इस वित्तीय संकट का तत्काल कारण अमेरिका के सब-प्राइम बंधक क्षेत्र में बनी हुई समस्याओं को माना जाता है, वहीं दूसरी ओर इसका मूल वर्तमान दशक के प्रारंभ से वैश्विक असंतुलों के बने रहने में निहित है (अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक, 2009, मोहन, 2008, पोर्टेस, 2009, टेलर, 2009)। संकट के विशिष्ट लक्षणों को उत्पन्न करने के लिए वैश्विक असंतुलों ने वित्तीय बाजारों और साधनों में विद्यमान त्रुटियों के साथ पारस्परिक क्रिया की।

2.8 एक अन्य अभिमत यह तर्क करता है कि यदि वैश्विक स्तर पर विद्यमान असंतुलन ही मूल कारण हैं तो यह संकट अमेरिका में ही क्यों उत्पन्न हुआ और अन्य देशों में क्यों नहीं जबकि वे भी वैश्विक असंतुलों के सहभागी थे? वास्तव में अमेरिका की वित्तीय प्रणाली में आधिक्य वर्तमान संकट के केंद्र में थे तथा अन्य सभी कारणों ने संकट को और बढ़ाने में योगदान किया। वित्त अतीत के अधिकांश संकटों के पीछे आसन्न कारक रहा है और हाल का संकट इससे अलग नहीं है (फेर्गुसन, 2009)। कुछ लोगों की यह भी राय है कि संकट का एक महत्वपूर्ण कारण अमेरिकी फेड की अत्यंत निम्न ब्याज दरें हैं जो एक बहुत लंबे समय से लगातार बनी हुई हैं जिन्होंने आवास और परिसंपत्ति-कीमत के खतरे (बबल) को प्रेरित किया (यूरोपीय केंद्रीय बैंक, 2007, टेलर, 2009, स्किडेलस्की, 2009) तथा एक समान रूप से महत्वपूर्ण कारण नीति-निर्माण में परिसंपत्ति-कीमतों की मान्यता का अभाव रहा है (बोरियो और लोवे, 2004; व्हाइट 2008)। कुछ लोगों के अनुसार बेसल समझौता भी हाल के बैंकिंग संकट का एक कारण है; बासेल समझौते की पूंजी पर्याप्तता की अपेक्षाओं के संबंध में प्रवंचना करने के लिए बैंकों के प्रयास उक्त वित्तीय संकट के लिए कारणभूत हैं (आचार्य *ईटी एएल.*, 2009; प्लेंडर, 2007)। सितंबर 2009 में संपन्न जी-20 शिखर सम्मेलन में प्रमुखों ने संकट के लिए वैश्विक वित्तीय विनियमन की असफलता की तुलना में वैश्विक असंतुलों को अधिक उत्तरदायी पाते हुए उनकी निंदा की।

2.9 संकट के कारणों पर बहस इस बात पर भी रही कि क्या यह संकट बाजार की विफलता का परिणाम था अथवा अभिशासन (गवर्नेंस) की विफलता का। पिछले डेढ़ दशक में आर्थिक कार्यनिष्पादन में महान नरमी ने बाजार की अर्थव्यवस्था में अनर्थपूर्ण असफलताओं की

संभावना की उपेक्षा की। स्वर्णिम वर्षों के दौरान वित्तीय अर्थशास्त्रियों का यह विश्वास रहा कि मुक्त बाजार अर्थव्यवस्थाएँ कभी पथभ्रष्ट नहीं हो सकतीं, जिसे इस संकट ने झुठला दिया (ब्रुगमैन, 2009)। अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष ने भी बाजार-उन्मुख विचारधारा का समर्थन किया।

2.10 इसके विपरीत, हाल के संकट को गवर्नेंस की विफलता के रूप में भी माना गया है। केंद्रीय बैंकों ने वित्तीय दुर्बलता की कीमत पर उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) मुद्रास्फीति पर ध्यान अत्यधिक केंद्रित किया (अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष, 2009ए)। चूँकि वित्तीय स्थिरता बनाये रखने के लिए कोई औपचारिक अधिदेश (मैंडेट) नहीं था, अतः सरकारी नीति में प्रमादवश वित्तीय दुर्बलता की उपेक्षा की गई। नरम ऋण शर्तों और बढ़ते हुए कर्ज को स्थान देने के द्वारा मौद्रिक नीति निर्माताओं ने एक प्रकार से कई अनर्थकारी जोखिमों को बढ़ा दिया। साथ ही, कई केंद्रीय बैंकों को प्रेरित किया गया कि वे अधिक पारदर्शी रहें तथा अपने नीतिगत रुख के संबंध में वित्तीय बाजारों को समय से पहले, विशेष रूप से मौद्रिक नीति की भावी दिशा के बारे में मार्गदर्शन प्रदान करें। इस प्रकार समय से पहले किये गये मार्गदर्शन ने वित्तीय बाजारों को अत्यधिक सुविधा उपलब्ध कराई तथा जोखिमों के न्यून मूल्यांकन में सहायता पहुँचाई।¹ निगरानी की जिम्मेदारी से युक्त अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष (आइएमएफ) जैसी अंतरराष्ट्रीय वित्तीय संस्थाओं की भूमिकाओं पर भी प्रश्न-चिह्न लग गया। यह चिंता व्यक्त की गई कि अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष दोनों वैश्विक स्तर एवं प्रणालीगत तौर पर महत्वपूर्ण विकसित अर्थव्यवस्थाओं के स्तर पर दुर्बलताओं का निरूपण और निर्देश करने में विफल रहा है।

2.11 एक अधिक संतुलित दृष्टिकोण यह है कि हाल का संकट बाजार एवं राज्य के पतन को प्रतिबिंबित करता है क्योंकि दोनों निजी और सरकारी क्षेत्रों में अभिशासन विफल हो गया है (रेड्डी, 2009सी)। इस तर्क को आगे और बढ़ाते हुए सभी स्तरों पर अभिशासन की विफलता का अर्थ लगाया गया जो संपूर्ण आर्थिक प्रणाली की नैतिक असफलता अथवा कुछ लोगों द्वारा की गई व्याख्या के अनुसार पूँजीवाद की असफलता का संकेत करता है (ब्रुगमैन, 2009)। बहरहाल, चूँकि संकट के कारणों के संबंध में यह बहस अभी जारी है, अतः यह उपयुक्त होगा कि उन विभिन्न कारकों का परीक्षण किया जाए जिन्होंने संकट के लिए योगदान किया है।

वैश्विक असंतुलन

2.12 एक ऐतिहासिक दृष्टिकोण से कई लोग अब यह तर्क करते हैं कि अमेरिका का सब-प्राइम बंधक संकट, हाल के संकट के लिए जोखिमों के पुनर्मूल्यान के माध्यम से केवल एक आसन्न कारण अथवा मात्र एक प्रेरक था जो प्रतिभूतिकृत बंधक डेरिवेटिव्स द्वारा विश्व के अन्य भागों में फैल गया। एक अधिक आधारभूत स्तर पर एक समयावधि में विभिन्न प्रणालीगत तौर पर महत्वपूर्ण अर्थव्यवस्थाओं के बड़े वैश्विक असंतुलनों - युनाइटेड किंगडम, ग्रीस, इटली, पुर्तगाल और स्पेन जैसी कुछ अन्य विकसित अर्थव्यवस्थाओं सहित, अमेरिका में बड़े चालू खाता घाटों, जो एशिया में, विशेष रूप से चीन, मध्यपूर्व में स्थित तेल निर्यातक देशों और रूस में भारी आधिक्य द्वारा प्रतिबिंबित हैं, की निरंतरता से इसका पता लगाया जा सकता है जिसने अव्यवस्थित रूप से खुल रही वैश्विक वित्तीय प्रणाली के लिए जोखिम उत्पन्न कर दिये हैं। सामान्य तौर पर वैश्विक असंतुलनों की परिभाषा “वैश्विक अर्थव्यवस्था के लिए विकृतियों को प्रतिबिंबित करनेवाली अथवा जोखिमों को अपरिहार्य करनेवाली, प्रणालीगत तौर पर महत्वपूर्ण अर्थव्यवस्थाओं की बाह्य स्थितियों” के रूप में दी जा सकती है (ब्रैक ईटी एएल., 2008)।

2.13 अमेरिका में डॉट.कॉम खतरे के विस्फोट के बाद की अवधि की विशेषता एक अत्यधिक अनुकूलनकारी मौद्रिक नीति रही जिसने अमेरिका एवं अन्य विकसित देशों में समग्र माँग बढ़ा दी। वित्तीय नवोन्मेषणों सहित निम्नतर ब्याज दरों ने गृहनिर्माण में तेजी को प्रोत्साहित किया तथा आवास और अन्य परिसंपत्ति की कीमतों में वृद्धि को बढ़ावा दिया जिससे धन-संपदा संबंधी परिसंपत्तियों के माध्यम से उपभोग और निवेश को और अधिक प्रेरणा मिली। एक ओर जहाँ अमेरिका में वास्तविक गतिविधि ने शेष विश्व में सक्रियता को एक प्रोत्साहन प्रदान किया, वहीं दूसरी ओर उसके साथ बड़े और वृद्धिशील चालू खाता घाटे रहे (सारणी 2.1)। समग्र रूप में अमेरिका के चालू खाता घाटे (सीएडी) ने 1995 में विद्यमान 114 बिलियन अमेरिकी डॉलर से 2006 में दर्ज 804 बिलियन अमेरिकी डॉलर तक सात-गुनी वृद्धि को देखा (सारणी 2.2)। जीडीपी के प्रतिशत के रूप में अमेरिका का चालू खाता घाटा 1990 के बाद के दशक के शुरुआती वर्षों से हर 5 साल में लगभग दुगुना हो गया (सारणी 2.3)। 2006

¹ भले ही कुछ केंद्रीय बैंकों ने समझ लिया है कि प्रणाली में कुछ अत्यधिक जोखिम विद्यमान हैं, तो भी उन्होंने निष्कर्ष निकाला कि बचाव निधियों जैसे नये मध्यस्थों तथा डेरिवेटिव्स जैसे नये साधनों के आविर्भाव के कारण ऐसे जोखिम व्यापक तौर पर दूर कर लिये गये हैं एवं समग्र रूप में वित्तीय प्रणाली पर इनका कोई प्रभाव नहीं है।

सारणी 2.1: अमेरिका के समष्टि मानदंड

(प्रतिशत, वार्षिक औसत)

अवधि	जीडीपी संवृद्धि	सीएडी/जीडीपी	सामान्य सरकारी राजकोषीय शेष/जीडीपी	बचत	निवेश	बचत-निवेश अंतर
1	2	3	4	5	6	7
1981-85	3.3	-1.3	-4.5	18.7	20.8	-2.1
1986-90	3.2	-2.4	-4.1	16.6	19.8	-3.2
1991-95	2.5	-1.1	-4.5	15.4	17.8	-2.4
1996-2000	4.3	-2.6	-0.02	18.1	20.1	-1.9
2001-2005	2.4	-4.8	-3.3	14.9	19.3	-4.4
2005-2008	1.8	-5.3	-3.6	14.4	19.4	-5.0

स्रोत : वैश्विक आर्थिक संभावना, अक्टूबर 2009, अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष ।

के दौरान चालू खाता घाटा जीडीपी के 6 प्रतिशत के बहुत नजदीक था, जो अमेरिका के लिए तब तक का उच्चतम चालू खाता घाटा था और जो वैश्विक जीडीपी का लगभग 1.5 प्रतिशत था। यद्यपि वह तब से कम हो गया है, तथापि वह ऐतिहासिक मानकों के अनुसार ऊँचा बना हुआ है। चालू खाता घाटों में अत्यंत वृद्धि केवल अमेरिका तक ही सीमित नहीं रहा; वास्तव में; 1996 से अनेक अन्य प्रमुख औद्योगिक देशों ने भी अपने चालू खातों को घाटे में जाते हुए देखा है, जिनमें फ्रांस, इटली, स्पेन, आस्ट्रेलिया और युनाइटेड किंगडम शामिल हैं। इनमें से अधिकांश देशों ने आवास-मूल्य में भारी वृद्धि तथा घरेलू धन-संपदा में बढ़ोतरी अनुभव की (बेर्नार्के, 2005)। उदाहरण के लिए,

1996 से आय की तुलना में धन-संपदा का अनुपात फ्रांस में 14 प्रतिशत, इटली में 12 प्रतिशत तथा युनाइटेड किंगडम में 27 प्रतिशत बढ़ गया है।

2.14 चालू खाता संबंधी भारी असंतुलनों के कारण पूँजी ने पूँजी-निर्धन उभरते देशों से पूँजी-धनी औद्योगिक अर्थव्यवस्थाओं, विशेष रूप से अमेरिका में पलायन किया। साथ ही, वित्तीय संकटों की शृंखलाओं की प्रतिक्रिया में 1990 के बाद के दशक में उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने अनुभव किया कि अंतरराष्ट्रीय पूँजी प्रवाहों का प्रबंध करने के लिए या तो उन्होंने नई कार्यनीतियाँ चुन ली हैं अथवा वे नई कार्यनीतियाँ अपनाने के लिए विवश हो गई हैं। सामान्यतः इन कार्यनीतियों में वित्तीय पूँजी के निवल आयातक होने की स्थिति से निवल निर्यातक होने की स्थिति में परिवर्तन संबद्ध था, जिसका परिणाम भारी चालू खाता आधिक्य थे (चार्ट II.1)। यह परस्पर विरुद्ध परिदृश्य उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई), विशेष रूप से चीन में बचत दरों में उल्लेखनीय वृद्धि, निवेश के अवसरों की न्यूनता, तथा अपनी मुद्रा की मूल्यवृद्धि को रोकने और पूँजी प्रवाहों के अचानक उलट जाने के विरुद्ध स्वयं की सुरक्षा के रूप में उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं द्वारा धारित भारी विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों के संचय के कारण था। इनमें से अधिकांश अर्थव्यवस्थाओं, विशेष रूप से पूर्वी एशियाई देशों ने वर्तमान दशक के प्रारंभ से ही विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों की विपुल राशियाँ निर्मित करना शुरू किया।

सारणी 2.2: चालू खाता शेष

(बिलियन अमेरिकी डॉलर)

	1990-94	1995-99	2000-04	2005	2006	2007	2008	2009
1	2	3	4	5	6	7	8	9
चीन	5.5	18.6	37.6	160.8	253.3	371.8	426.1	283.8
फ्रांस	0.9	32.3	18.2	-9.1	-11.6	-25.9	-64.8	38.8
जर्मनी	-10.2	-19.4	36.5	142.8	188.4	253.8	245.7	160.6
भारत	-3.8	-5.0	2.7	-10.3	-9.3	-11.3	-26.6	-25.9
जापान	97.4	101.5	125.7	165.7	170.4	211.0	157.1	141.7
कोरिया	-3.5	5.0	13.2	15.0	5.4	5.9	-5.8	42.7
मलेशिया	-3.2	0.6	10.4	20.7	25.8	29.2	38.9	32.0
फिलीपीन्स	-2.1	-2.3	-0.5	2.0	5.3	7.1	3.6	8.6
रूस	3.1	8.5	41.0	84.4	94.3	77.0	102.4	47.5
सऊदी अरब	-15.4	-3.4	23.2	90.1	99.1	93.5	132.5	20.5
दक्षिण अफ्रीका	1.5	-1.9	-1.5	-8.6	-13.9	-20.1	-19.6	-11.4
स्विट्जरलैंड	14.3	24.9	32.5	52.2	59.5	43.5	11.9	43.1
थाईलैंड	-6.9	-0.8	5.3	-7.6	2.3	15.7	1.6	20.3
तुर्की	-2.2	-1.9	-5.7	-22.1	-31.9	-37.7	-41.3	-13.6
संयुक्त अरब अमीरात	2.9	2.3	8.0	22.6	36.2	19.5	22.2	-7.0
युनाइटेड किंगडम	-21.9	-13.3	-34.6	-59.8	-80.8	-75.5	-40.7	-28.8
अमेरिका	-66.5	-178.4	-485.5	-748.7	-803.5	-726.6	-706.1	-418.0

टिप्पणी : (-) घाटे को निर्दिष्ट करता है।

स्रोत : वैश्विक आर्थिक संभावना डाटाबेस, अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष ।

सारणी 2.3: चालू खाता शेष

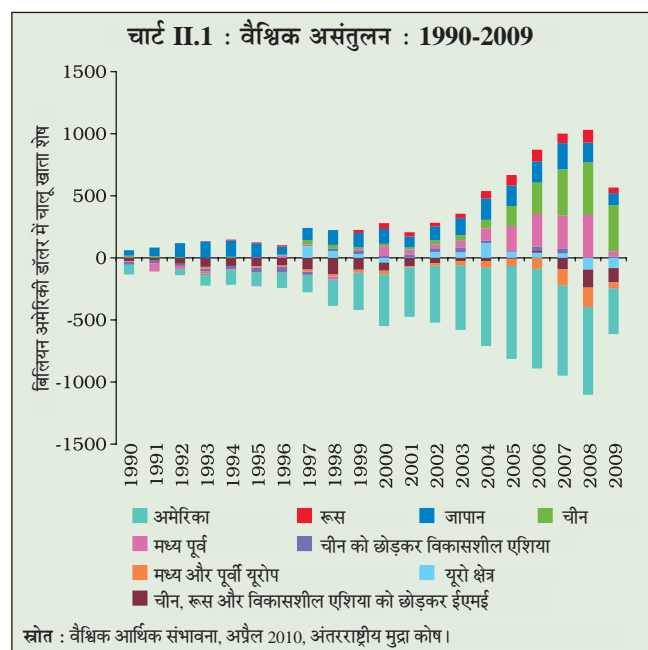
(जीडीपी का प्रतिशत)

देश	1990-94	1995-99	2000-04	2005	2006	2007	2008	2009
1	2	3	4	5	6	7	8	9
चीन	1.4	1.9	2.4	7.2	9.5	11.0	9.4	5.8
फ्रांस	0.0	2.0	1.3	-0.4	-0.5	-1.0	-2.3	-1.5
जर्मनी	-0.4	-0.8	1.4	5.1	6.5	7.6	6.7	4.8
भारत	-1.3	-1.3	0.5	-1.3	-1.1	-1.0	-2.2	-2.1
जापान	2.4	2.3	2.9	3.6	3.9	4.8	3.2	2.8
कोरिया	-1.0	1.9	2.1	1.8	0.6	0.6	-0.6	5.1
मलेशिया	-5.2	1.8	9.8	15.0	16.4	15.7	17.5	16.7
फिलीपीन्स	-4.0	-2.8	-0.7	2.0	4.5	4.9	2.2	5.3
रूस	0.9	3.5	11.2	11.0	9.5	6.0	6.2	3.9
सऊदी अरब	-11.7	-2.4	10.6	28.5	27.8	24.3	27.9	5.5
दक्षिण अफ्रीका	1.2	-1.3	-0.7	-3.5	-5.3	-7.0	-7.1	-4.0
स्विट्जरलैंड	5.7	8.8	10.8	14.0	15.2	10.0	12.4	8.7
थाईलैंड	-6.4	1.0	4.2	-4.3	1.1	6.3	-0.6	7.7
तुर्की	-0.9	-0.8	-1.6	-4.6	-6.0	-5.8	-5.7	-2.3
संयुक्त अरब अमीरात	8.3	4.6	9.9	16.9	22.1	9.4	8.5	-3.1
युनाइटेड किंगडम	-2.1	-1.0	-2.0	-2.6	-3.3	-2.7	-1.5	-1.3
अमेरिका	-1.0	-2.1	-4.5	-5.9	-6.0	-5.2	-4.9	-2.9
ज्ञापन :								
यूरो क्षेत्र	n.a.	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4	-0.8	-0.4
टिप्पणी : (-) घाटे को निर्दिष्ट करता है ।								
स्रोत : वैश्विक आर्थिक संभावना डाटाबेस, अप्रैल 2010, अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष ।								

उभरते बाजार वाले देशों ने आरक्षित निधि की इन विपुल धनराशियों को पूँजी प्रवाहों के ऐसे आकस्मिक विपर्ययों से अपनी रक्षा करने के लिए स्वागत-योग्य 'युद्ध-पेटियों' (वार चेस्ट) के रूप में देखा जिस तरह की स्थिति एशियाई संकट के दौरान बनी थी।

बचत के आधिक्य की परिकल्पना

2.15 भारी वैश्विक चालू खाता असंतुलन दोनों उभरते और उन्नत राष्ट्रों में बचत-निवेश व्यवहार में भी प्रतिबिंबित हुए। यही कारण है कि वैश्विक असंतुलन अब सार्वदेशिक तौर पर 'बचत के आधिक्य' की परिकल्पना पर आरोपित किये जाते हैं, जो यह कहता है कि अमेरिका का चालू खाता घाटा शेष विश्व में, विशेष रूप से उभरते बाजार वाले देशों में बचत के आधिक्य द्वारा प्रेरित है (बेर्नाके, 2005)। एक ओर जहाँ अमेरिका में बचत और निवेश के बीच का अंतर 2001 में विद्यमान ज़ीडीपी के माइनस 2.7 प्रतिशत से लगभग दुगुना बढ़कर 2008 में जीडीपी का माइनस 5.6 प्रतिशत हो गया, वहीं दूसरी ओर उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के मामले में इसकी विपरीत स्थिति देखी गई जहाँ अत्यधिक बचत ने उल्लेखनीय चालू खाता आधिक्यों को प्रेरित किया।



2.16 जीडीपी के प्रतिशत के रूप में वैश्विक सकल बचत में 2001 में स्थित लगभग 21.4 प्रतिशत से 2007 में प्रायः 24.2 प्रतिशत तक उल्लेखनीय वृद्धि रही। अधिकांश वृद्धि ने एशियाई संकट के बाद की अवधि में उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की अपेक्षाकृत उच्च बचत दर को प्रतिबिंबित किया जहाँ 2001 और

2007 के बीच कुल बचत में तिगुनी से भी अधिक वृद्धि ने 43 प्रतिशत तक बचत करने के लिए सीमांत प्रवृत्ति को बढ़ा दिया था (अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक, 2009)। सकल रूप में वैश्विक बचत में उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं का अंश 1992-96 में स्थित 25 प्रतिशत से बढ़कर 2003 में 30 प्रतिशत हुआ तथा 2007 में और बढ़कर 37 प्रतिशत हो गया। तुलना करने पर वैश्विक जीडीपी में ईएमई का अंश बिलकुल इतनी तेजी से नहीं बढ़ा जो 1992-96 के 21 प्रतिशत से बढ़कर 2007 में 31 प्रतिशत हुआ। उभरते बाजारों के भीतर औसत बचत दरों में वृद्धि चीन और मध्य पूर्व के लिए उल्लेखनीय थी। इसके विपरीत, अमेरिका ने 2001 से बचत में गिरावट पाई (सारणी 2.4)।

2.17 इन अर्थव्यवस्थाओं में अत्यधिक बचत के पीछे पूर्व सावधानी का उद्देश्य मुख्य कारण था। उभरती अर्थव्यवस्थाओं में वित्तीय बाजार के अल्प विकास सहित, पर्याप्त सुरक्षा जाल के अभाव तथा परिणामतः स्व-सुरक्षा की आवश्यकता ने इन अर्थव्यवस्थाओं में, विशेष रूप से चीन जैसे देशों में निजी एजेंटों को अधिक बचत करने के लिए प्रेरित किया (फ्रांसिया, 2009)। चीन में एक शिशु वाली नीति ने भी बचत में वृद्धि के लिए योगदान किया है क्योंकि बच्चे जीवन-चक्र की बचत के लिए प्रतिस्थापक हैं (मोदीग्लियानी और कैओ, 2004)। साथ ही, जैसे जैसे प्रति व्यक्ति आय उच्च दरों पर बढ़ जाती है, उपभोग सामान्यतः आय की गति से आगे नहीं बढ़ता तथा बचत की दर वृद्धि की प्रवृत्ति दर्शाती है। ग्रामीण क्षेत्रों से शहरी क्षेत्रों में अपेक्षाकृत अधिक प्रवसन ने बचत में वृद्धि को बढ़ा दिया क्योंकि प्रवासियों की उपभोग की आदतें अपरिवर्तित नहीं भले ही उनकी आय में वृद्धि हुई थी।

2.18 संकट से पूर्व की अवधि में विभिन्न ईएमई क्षेत्रों में बचत-निवेश संतुलन भी भिन्न-भिन्न रहे। चीन में सकल बचत सकल निवेश से बड़े अंतर से अधिक रही : 2008 में बचत दर जीडीपी के 59 प्रतिशत तक पहुंची यद्यपि चीन ने जीडीपी के लगभग 49 प्रतिशत की निवेश दर को बनाये रखा जो विश्व में उच्चतम निवेश दरों में से एक है। जबकि भारत ने भी बचत दर में एक तीव्र वृद्धि को देखा, निवेश दर में एक समान वृद्धि के कारण बचत-निवेश का अंतर ऋणात्मक रहा। अन्य एशियाई उभरती अर्थव्यवस्थाओं ने 2003 और 2007 के बीच बचत और निवेश दरों में केवल एक साधारण वृद्धि को देखा, जब दोनों एशियाई संकट से पहले के स्तरों से नीचे रहीं।

2.19 यह विश्वास किया जाता है कि तेल निर्यातकों द्वारा उच्चतर निवल बचत ने भी वैश्विक बचत के आधिक्य में योगदान किया है। तेल की कीमतों में तीव्र वृद्धि के परिणामस्वरूप तेल निर्यातकों के, उल्लेखनीय रूप से मध्य पूर्व एवं रूस, नाइजीरिया और वेनेजुएला जैसे देशों के भी चालू खाता आधिक्य बढ़ गये क्योंकि तेल राजस्व में उछाल आई। मध्य पूर्व और अफ्रीका का संयुक्त चालू खाता आधिक्य 1996 और 2004 के बीच 115 बिलियन अमेरिकी डॉलर से भी अधिक बढ़ा। जीडीपी के प्रतिशत के रूप में मध्य पूर्व का चालू खाता आधिक्य 2000 के लगभग 1.0 प्रतिशत से बढ़कर 2005 में लगभग 18.5 प्रतिशत हो गया। इस प्रकार विकासशील विश्व की संयुक्त चालू खाता स्थिति में परिवर्तनों के परिणामस्वरूप कई विकासशील और उभरते बाजार वाले देश शेष विश्व के लिए निवल उधारकर्ताओं के बजाय बड़े निवल उधारदाता बन गये।

सारणी 2.4: बचत और निवेश

(जीडीपी का प्रतिशत)

देश	बचत				निवेश			
	1995	2001	2007	2008	1995	2001	2007	2008
1	2	3	4	5	6	7	8	9
उन्नत अर्थव्यवस्थाएँ	21.4	20.0	19.9	18.8	21.6	20.6	21	20.4
अमेरिका	16.0	16.4	14.2	11.9	18.6	19.1	18.8	17.5
जापान	30.5	26.9	28.9	26.7	28.4	24.8	24.1	23.5
जर्मनी	21.1	19.5	25.8	25.7	22.2	19.5	18.3	19.3
युनाइटेड किंगडम	15.9	15.4	15.3	15.1	17.2	17.4	18.2	16.8
अन्य	21.4	22.5	22.5	21.9	20.1	21.2	23.5	23.2
उभरती अर्थव्यवस्थाएँ	26.8	26.6	35.4	36.6	27.6	25.1	30.2	31.8
चीन	42.1	37.6	57.6	59.0	41.9	36.3	46.6	49.0
भारत	24.4	23.4	37.7	36.3	26.0	23.1	38.7	39.1
अन्य उभरता एशिया	33.3	28.9	30.9	30.4	33.9	24.6	25.1	26.3
मध्य पूर्व	24.0	33.3	49.6	50.8	20.9	24.8	26.5	26.7

स्रोत : वैश्विक आर्थिक संभावना, अक्टूबर 2009, अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष।

2.20 बचत के आधिक्य की परिकल्पना का एक मत यह है कि बचत के आधिक्य की अपेक्षा निवेश का अकाल था। पूर्वी एशियाई संकट ने इन अर्थव्यवस्थाओं में निवेश पर स्थायी मंदी के प्रभाव डाल दिये हैं (बैरो और ली, 2003)। जबकि अधिकांश पूर्वी एशियाई ईएमई में बचत दर, जो सामान्यतः औद्योगिकृत देशों की बचत दरों से उच्चतर रही है, ने एक साधारण गिरावट दर्शाई, निवेश की दरों ने तीव्रतर कमी प्रदर्शित की, जिसके परिणामस्वरूप उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) में बचत-निवेश का अंतर चौड़ा हो गया। एक समर्थक धारणा यह है कि उन्नत देशों में उपभोग की अधिकता ने सारे विश्व में चालू खाता विसंतुलन को तीव्र कर दिया है। एक शिथिल रूप से विनियमित और अपर्यवेक्षित वित्तीय प्रणाली में उच्चतर उन्नयन (लीवरेजिंग) से युक्त अत्यधिक उपभोग ने आवास संबंधी खतरे (बबल) को और तेज कर दिया (फ्रांसिया, 2009)।

विनिमय दर का अपर्याप्त लचीलापन

2.21 अनेक उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएँ अपनी निर्यात-प्रेरित संवृद्धि की कार्यनीति के भाग के रूप में जानबूझकर अधोमूल्यित विनिमय दरें जारी रख रही थीं। 2003 और 2008 के मध्य के बीच अनेक उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के साथ तीव्र एकीकरण अनुभव किया तथा संवृद्धि की प्रेरक शक्ति के रूप में निर्यातों पर अत्यधिक निर्भर बन गये। चीन के लिए जीडीपी की तुलना में वस्तुओं और सेवाओं के निर्यातों का अंश 1992-95 के दौरान दर्ज लगभग 23 प्रतिशत से बढ़कर 2003 के दौरान लगभग 30 प्रतिशत हुआ तथा 2007 के दौरान यह आगे और बढ़कर लगभग 43 प्रतिशत हो गया, परंतु 2008 में जीडीपी के 35 प्रतिशत तक नीचे आया (सारणी 2.5)। समग्र रूप में उभरते एशिया के लिए निर्यात एशियाई संकट से पूर्व की अवधि में पहले से ही विद्यमान उच्च स्तरों से बढ़कर 2007 में जीडीपी का लगभग 75 प्रतिशत हो गये। किसी विनिमय दर की वृद्धि को रोकने के लिए उद्दिष्ट विदेशी मुद्रा के हस्तक्षेपों के संदर्भ में आरक्षित निधियाँ संचित हो गई थीं (माइकेल डूले *ईटी एएल.*, 2004)। देशों ने विशिष्ट रूप से निर्यात-प्रेरित संवृद्धि का अनुसरण किया क्योंकि यह माना गया कि देशी संसाधनों का पूर्णतः उपयोग करने के लिए देशी माँग अपर्याप्त है। इसके अलावा, इन आधिक्यों का उद्देश्य पूँजी प्रवाहों में अचानक अवरोध उत्पन्न होने की स्थिति को सँभालने के लिए पूर्व सावधानी से युक्त आरक्षित निधियों का निर्माण करना था।

सारणी 2.5: वस्तुओं और सेवाओं के निर्यात

(जीडीपी का प्रतिशत)

देश	1992-95	2003	2005	2007	2008
1	2	3	4	5	6
चीन	23.3	29.6	37.4	42.5	35.0
फ्रांस	21.8	25.6	26.1	26.5	..
जर्मनी	23.4	35.6	40.9	46.7	..
भारत	10.0	14.8	19.9	21.2	24.0
जापान	9.3	12.0	14.3
कोरिया	27.1	35.4	39.3	41.9	52.9
मलेशिया	84.5	106.9	117.5	110.2	..
फिलीपीन्स	32.7	49.6	47.6	42.5	36.9
रूस	39.4	35.2	35.2	30.5	33.4
सऊदी अरब	36.4	46.1	60.9	65.0	69.9
दक्षिण अफ्रीका	22.2	28.1	27.4	31.6	36.3
स्विटजरलैंड	36.2	44.0	48.8
थाईलैंड	38.9	65.7	77.2	76.0	..
तुर्की	17.3	23.0	21.9	22.0	23.6
संयुक्त अरब अमीरात	71.4	79.0	92.6
युनाइटेड किंगडम	25.9	25.5	26.5	25.9	..
अमेरिका	10.0	10.0	11.0	11.9	12.9

.. : उपलब्ध नहीं।

स्रोत : वैश्विक विकास संकेतक, विश्व बैंक ऑनलाइन डाटाबेस।

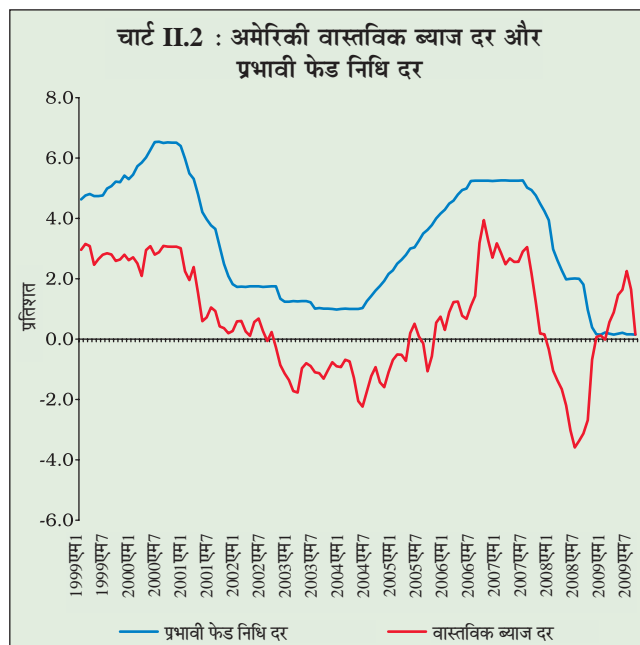
2.22 फिर भी, यह तर्क विनिमय दर नीति पर अत्यधिक बल देती है। विकसित अर्थव्यवस्थाओं में किसी बढ़ाई गई अवधि के लिए अधिक माँग का अस्तित्व उनकी अपनी समष्टि-आर्थिक और मौद्रिक नीतियों द्वारा अधिक प्रभावित हुआ तथा यह उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में और भी अधिक लचीली विनिमय दर नीतियों के साथ जारी रहा होगा। यह तर्क इस विचार पर आधारित है कि उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं से कम कीमत वाली उपभोक्ता वस्तुएँ और सेवाएँ दुनिया भर में उपलब्ध हैं। फिर भी, यूरो क्षेत्र जैसे अन्य क्षेत्रों ने समग्र रूप में पूरे वर्तमान दशक में बड़े चालू खाता घाटे नहीं दर्शाये हैं। वास्तव में, उसने 2008 में एक छोटे-से घाटे को छोड़कर आधिक्य ही प्रदर्शित किया है। इस प्रकार, कुछ ईएमई में लचीली विनिमय दर नीतियों के होते हुए भी अमेरिका का चालू खाता घाटा बड़े परिमाण में जारी रहता, यद्यपि अमेरिका के लिए आयातों का स्रोत भिन्न-भिन्न रहा हो। अतः एशियाई ईएमई में विनिमय दर के लचीलेपन का अनुभूत अभाव अमेरिका में बड़े और वर्धमान चालू खाता घाटों को पूरी तरह स्पष्ट नहीं कर सकता (मोहन, 2009)।

2.23 उभरते हुए देशों के चालू खाता आधिक्यों का उपयोग अमेरिका जैसी बाजार-आधारित वित्तीय प्रणालियों से युक्त अर्थव्यवस्थाओं में परिसंपत्तियाँ खरीदने के लिए किया गया। प्रभावी

जोखिम प्रबंध के लिए नये उत्पादों के तेज नवोन्मेषण से युक्त अमेरिकी वित्तीय बाजारों की गहराई ने वैश्विक निवेशकों की निधियों के लिए अमेरिका को एक आकर्षक गंतव्य बना दिया है। एक अन्य कारक अमेरिकी डॉलर की विशेष अंतरराष्ट्रीय हैसियत है। चूँकि डॉलर अग्रणी अंतरराष्ट्रीय आरक्षित निधि मुद्रा है, तथा चूँकि कुछ उभरते बाजार वाले देश अपनी स्वयं की मुद्राओं के मूल्यों का प्रबंध करते समय एक मूल्यमान के रूप में डॉलर का प्रयोग करते हैं, अतः विकासशील विश्व से बाहर जानेवाली बचत को डॉलर-मूल्यवर्गीकृत परिसंपत्तियों, जैसे अमेरिकी खजाना प्रतिभूतियों में अपेक्षाकृत अधिक निर्दिष्ट किया गया है।

मौद्रिक नीति का सरलीकरण और निम्न वास्तविक ब्याज दरें

2.24 वैश्विक असंतुलन उन्नत अर्थव्यवस्थाओं, विशेष रूप से अमेरिका में अत्यधिक शिथिल मौद्रिक नीति द्वारा सुस्पष्ट कर दिये गये थे। कुछ सीमा तक कुछ उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में पर्याप्त विनिमय दर के लचीलेपन के अभाव, जिसने अधिक चलनिधि और निम्न ब्याज दरों को बढ़ाया, ने समस्या को तीव्र कर दिया। वास्तव में, चूँकि प्रौद्योगिकी के स्टॉक 2000 में निष्क्रिय हो गये थे, अतः विशेष रूप से दशक के पहले आधे भाग के दौरान अमेरिका, यूरो क्षेत्र और जापान जैसी प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं द्वारा उल्लेखनीय मौद्रिक सुविधा उपलब्ध कराई गई है। अमेरिकी फेड निधियों की दर पिछले दो दशकों की तुलना में निम्नतम रही। अमेरिका में वास्तविक ब्याज दर² 2001 के मध्य से 2005 के अंत तक निरंतर 1 प्रतिशत से नीचे थी; दरअसल इस अवधि के काफी हिस्से के लिए यह ऋणात्मक थी (चार्ट II.2)। सामान्य तौर पर यह स्वीकार किया गया कि उक्त फेड ने 2002-2006 में अत्यधिक शिथिल मौद्रिक नीति का अनुसरण किया था (टेलर, 2007)। यूरो क्षेत्र में मंदी से युक्त संवृद्धि की प्रतिक्रिया में यूरोपीय केंद्रीय बैंक (ईसीबी) ने 2001 के मध्य से 2005 के बीच की अवधि के अधिकांश भाग के लिए अल्पावधि वास्तविक ब्याज दरें 1 प्रतिशत से नीचे धारित कीं; जापान में वास्तविक ब्याज दरें पिछले दशक के अधिकांश भाग के लिए लगभग 0 से 1 प्रतिशत के आसपास मँडराती रहीं। उक्त निम्न ब्याज दरें न केवल उच्चतर संवृद्धि और निम्न मुद्रास्फीति, बल्कि उनकी घटी हुई अस्थिरता के रूप में भी सुधरे हुए समष्टि-आर्थिक कार्यानिष्पादन के कारण संभव हुई थीं। 1990 के बाद के दशक के शुरुआती वर्षों से प्रारंभ हुई



अवधि, जिसने अमेरिकी अर्थव्यवस्था में समष्टि-आर्थिक अस्थिरता में भारी कमी को देखा, को 'महान नरमी' के रूप में अभिहित किया गया। बेर्नके (2004) ने इस परिदृश्य के लिए तीन स्पष्टीकरण प्रस्तुत किये, जिनमें शामिल हैं संरचनात्मक परिवर्तन (संस्थागत सुधार, वैश्वीकरण और तकनीकी प्रगति), सुधरी हुई समष्टि-आर्थिक नीतियाँ (मूल्य-स्थिरता पर सुस्पष्ट फोकस) तथा अच्छी किस्मत (अपेक्षाकृत छोटे और विरल आघात)। इसके अतिरिक्त, चीन और अन्य उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं से अपेक्षाकृत सस्ती वस्तुओं और सेवाओं ने उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मापित मुद्रास्फीति को निम्न रखने में सहायता की।

2.25 अल्पावधि वास्तविक ब्याज दरों में गिरावट के साथ ही, दीर्घावधि वास्तविक ब्याज दरें भी वर्तमान दशक के पहले आधे भाग के दौरान निम्न रहीं। इस संबंध में दो अलग-अलग धारणाएँ हैं। पहली, वैश्विक बचत के आधिक्य को देखते हुए एक सिद्धांत यह सुझाव देता है कि निवेश के एक उच्चतर स्तर पर वैश्विक संतुलन स्थापित करने के लिए वास्तविक दीर्घावधि ब्याज दर को अवश्य गिर जाना चाहिए (बेर्नके, 2005)। दूसरा सिद्धांत यह है कि सीमित वित्तीय विकास से युक्त उभरते बाजारों में वित्तीय संकटों और उच्च बचत ने निम्न जोखिम वाली परिसंपत्तियों की वैश्विक स्तर पर कमी निर्मित की, जिससे निम्नतर दीर्घावधि बांड दरों के लिए मार्ग प्रशस्त हुआ (कैबलेरो ईटी एएल, 2008)।

2 वास्तविक ब्याज दर उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति को घटाकर अमेरिकी फेड निधियों की दर है।

2.26 निम्न ब्याज दर व्यवस्था के विभिन्न प्रभाव रहे थे। विपुल चलनिधि से युक्त निम्न ब्याज दरों ने अनेक अर्थव्यवस्थाओं में सुदृढ़ ऋण संवृद्धि के लिए प्रोत्साहन प्रदान किया, तथा देशी असंतुलनों के निर्माण के लिए मार्ग प्रशस्त किया। उदाहरण के लिए, अमेरिका और युनाइटेड किंगडम में 2003 और 2007 के मध्य के बीच ऋण वार्षिक तौर पर क्रमशः 7 प्रतिशत और 10 प्रतिशत बढ़ा। जबकि सस्ता ऋण गृहनिर्माण में तेजी और घरेलू परिक्रामी कर्ज में नाटकीय वृद्धि के लिए आधार बना था, निम्न ब्याज दर ने भी अर्जक परिसंपत्तियों से उत्पन्न होनेवाले राजस्व प्रवाहों के वर्तमान बढ़ागत मूल्य को बढ़ा दिया, जिसके द्वारा परिसंपत्ति कीमतों में बढ़ोतरी की और परिसंपत्ति संबंधी खतरों (बबल्स) का निर्माण किया। अमेरिका, युनाइटेड किंगडम और कई यूरोपीय देशों में 2003 और 2007 के बीच वास्तविक आवास कीमतों में 30 प्रतिशत से भी अधिक वृद्धि हुई। तथापि, मौद्रिक नीति इस परिसंपत्ति कीमत संबंधी मुद्रास्फीति के प्रति प्रतिक्रिया व्यक्त नहीं कर सकी जो अब विख्यात ग्रीनस्पैन कट्टरपन द्वारा प्रेरित है जिसके अनुसार पहला, परिसंपत्ति कीमतों के खतरों को तत्काल पहचानना कठिन होता है तथा परिसंपत्ति कीमतों को प्रेरित करनेवाले आधारभूत कारक प्रत्यक्ष रूप से देखे नहीं जा सकते। दूसरा, मौद्रिक नीति एक ऐसा दुर्बल साधन है कि वह परिसंपत्ति कीमतों में उछाल को निष्फल नहीं कर सकती। और तीसरा, कोई भी केंद्रीय बैंक बाजार से अधिक जानने के लिए अनुमान नहीं लगा सकता क्योंकि वित्तीय बाजार हर प्रकार से कार्यकुशल, समझदार और स्व-सुधारक हैं। इस प्रकार, मौद्रिक नीति के लिए यह अधिक किफायती माना गया कि वह खतरे (बबल) को पहले ही छेदने के बजाय उसके समाप्त होने (फटने) तक प्रतीक्षा करे और उसके बाद उसे साफ-सुथरा रखे (सुब्बाराव, 2010)।

2.27 इसके अलावा, असाधारण रूप से निम्न स्तरों पर ब्याज दरों के संबंध में वित्तीय संस्थाओं ने उन प्रतिलाभों को उत्पन्न करने में कठिनाई महसूस की जिनके लिए उनके सामान्यतः दीर्घावधि स्वरूप की संविदाओं में वचन दिया गया है, जिसने उन्हें लाभप्रद रहने के लिए आवश्यक प्रतिलाभों को उत्पन्न करने की आशा में अधिक जोखिम उठाने के लिए प्रेरित किया। अतः ऋण की तेजी ने तीव्र वित्तीय नवोन्मेषणों के लिए आधार निर्मित किया तथा जोखिम उठाने के व्यवहार को बढ़ा दिया। फिर भी, जब वित्तीय असंतुलन निर्मित हो रहे थे, तब भी समष्टि-आर्थिक स्थिरता कायम रखी गई (जो महान नरमी का एक प्रतिफलन था), जिससे जोखिमों के कम कीमत-निर्धारण को प्रोत्साहन मिला। तत्काल कारण 'उत्पादन और वितरण' बंधक का मॉडल एवं

परिसंपत्ति-आधारित प्रतिभूतियाँ (एबीएस) और संपार्श्विकीकृत ऋण दायित्व (सीडीओ) जैसे सुनियोजित वित्त उत्पाद थे, जिन्होंने जोखिम उठाने की प्रवृत्ति में सामान्य वृद्धि को सुसाध्य बनाया। गृहनिर्माण में तेजी, ऋण द्वारा वित्तपोषित उपभोक्ता व्यय में उछाल और लाभ के लिए खोज ने कई अर्थव्यवस्थाओं में समष्टि-आर्थिक संरचना को विरूपित किया।

2.28 इस प्रकार उभरती अर्थव्यवस्थाओं में 'ऋण के आधिक्य' के साथ वैश्विक असंतुलनों ने तथा अमेरिका और अन्य उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में शिथिल मौद्रिक नीति ने निम्न वास्तविक ब्याज दरों और लाभ के लिए तीव्र खोज के एक नये युग का सूत्रपात किया जिसका परिणाम अनेक वित्तीय आधिक्यों में हुआ। ये दोनों ही कारक अधारणीय खतरों के स्पष्ट पूर्वगामी संकेत थे जिनकी निम्न मुद्रास्फीति सहित उच्च वैश्विक संवृद्धि के संकट-पूर्व चरण के कारण सामान्यतः उपेक्षा की गई (चक्रवर्ती, 2009)। सैद्धांतिक रूप से 2000 के बाद की अवधि की विशेषता ऐसी अवधि के रूप में मानी जा सकती है जब दोनों आइएस और एलएम वक्र इस प्रकार उत्पादन को निम्न ब्याज दरों पर बनाये रखते हुए बाई ओर अंतरित हुए (पोर्टेस, 2009)। यह चिंता व्यक्त की गई थी कि वैश्विक असंतुलनों का निरंतर विस्तारण उभरते बाजारों से अमेरिका में पूँजी प्रवाहों के अचानक रुक जाने से अव्यवस्थित रूप में खुल सकता है जिससे अमेरिका में संकट पैदा हो सकता है जो डॉलर के भारी मूल्यहास के लिए प्रेरणा बन सकता है (ऑब्सटफेल्ड और रॉगोफ, 2005)। तथापि, संकट के लिए प्रेरणा वैश्विक असंतुलनों से नहीं, बल्कि अमेरिकी अर्थव्यवस्था में आवास संबंधी खतरे से आई थी। जब वित्तीय असंतुलन बन रहे थे, तब भी समष्टि-आर्थिक स्थिरता कायम रखी गई थी जिसने फिर जोखिमों के कम मूल्य-निर्धारण को प्रोत्साहित किया। वित्तीय नवोन्मेषण, विनियामक अंतरपणन, उधार देने में भ्रष्टाचार, उत्पादन और वितरण मॉडल का अत्यधिक उपयोग एवं सब-प्राइम ऋणों का प्रतिभूतिकरण और पर्याप्त रूप से जोखिम का आकलन किये बिना एएए अंशों के रूप में उनका समूहन अमेरिका में वित्तीय बाजार की संस्थाओं के अत्यधिक उन्नयन (लीवरेज) के रूप में परिणत हुए।

अमेरिका में घरेलू असंतुलन

2.29 एक ओर जहाँ वैश्विक असंतुलन वर्तमान संकट के लिए सामान्य समष्टि-आर्थिक अथवा "समष्टिवितीय" स्पष्टीकरण प्रस्तुत करते हैं, वहीं दूसरी ओर तत्काल स्पष्टीकरण जो एक प्रकार से पहले स्पष्टीकरण का समादर करता है, अमेरिका के आवास बाजार के

असम कार्यों तथा अमेरिका में हाल ही में प्रमुखता प्राप्त विशिष्ट प्रकार के वित्तीय उत्पादों की कमियों पर फोकस करता है।

अमेरिकी आवास बाजार का कार्य

2.30 1990 के बाद के दशक के मध्य तक अमेरिका के बंधक बाजार में भारी संख्या में आवास ऋण उत्कृष्ट (प्राइम) उधारकर्ताओं को दिये गये थे। 1990 के बाद के दशक के परवर्ती वर्षों से अमेरिका में आवास ऋणों में वृद्धि बहुत अधिक रही है, जो अमेरिका के जीडीपी से भी उच्चतर संवृद्धि दरें दर्ज करती हैं। इस उधार का एक बड़ा भाग निश्चित रूप से सब-प्राइम उधार था। 12 वर्षों के भीतर कुल बंधक उत्पादन में उनका अंश 1994 के 4.5 प्रतिशत से उछलकर 2006 में 20 प्रतिशत से भी अधिक हो गया (सारणी 2.6)। सब-प्राइम उधार का आशय ऐसे उधारकर्ताओं को ऋण देने की प्रथा से है जो अपने खराब ऋण इतिहास के कारण अथवा यह साबित करने में कि ऋण की मासिक किश्तें भरने के लिए उनके पास पर्याप्त संसाधन हैं, अपनी असमर्थता के कारण बाजार की ब्याज दरों के लिए अर्हता-प्राप्त नहीं हैं। सब-प्राइम ऋण अथवा बंधक, दोनों ऋणदाता और ऋणी के लिए जोखिम से भरे हैं क्योंकि इनमें उच्च ब्याज दरों, खराब ऋण इतिहास और धुंधली वैयक्तिक वित्तीय स्थितियों का संयोजन है जो प्रायः सब-प्राइम आवेदकों से संबद्ध हैं। मंदी से भरी वर्ष 2001 और 2002 की अवधि को छोड़कर (डॉट.कॉम खतरे के विस्फोट के बाद) जब आवास कीमत (केस-शिलर) मुद्रास्फीति ने कुछ मंदन

दर्शाया, तब सब-प्राइम उधार ने विशेष रूप से 2003-06 की अवधि में मजबूत संवृद्धि दर्शाई।

2.31 माँग की ओर, आवास को प्रत्येक व्यक्ति के लिए वहन करने योग्य बनाने के लिए उद्दिष्ट निम्न ब्याज दरों ने आवास की कीमतों को बढ़ा दिया। आपूर्ति की ओर वित्तीय उत्पादों में तीव्र नवोन्मेषण सहित, 'उत्पादन से वितरण तक' के बंधक मॉडल और ऋणों के प्रतिभूतिकरण के संयोजन के परिणामस्वरूप निधियों की उपलब्धता में भारी वृद्धि हुई और इससे आवास ऋण आकर्षक बने। जबकि ऋण की मात्रा बढ़ी, उसकी गुणवत्ता में कमी आई। इनमें से अधिकांश ऋण कम मार्जिन राशि के साथ थे और कम दुष्कर भुगतानों से युक्त थे।

2.32 किसी भी परंपरागत बैंकिंग व्यवस्था में जब कोई बैंक आवास ऋण उपलब्ध कराता है, तब उसे ऋण जोखिम (उधारकर्ता द्वारा चुक का जोखिम), बाजार जोखिम (ऋण की अवधि में ब्याज दर के परिवर्तित होने का जोखिम), तथा चलनिधि जोखिम (चूँकि नकदी जमा देयताओं की जमानत पर दीर्घावधि अनकदी आवास ऋण दिये जा सकते हैं) का पूर्व अनुमान करना चाहिए। बंधकों के लिए एक अनुषंगी बाजार का निर्माण होने के कारण ये जोखिम अर्थात् ऋण जोखिम, बाजार जोखिम और चलनिधि जोखिम बैंकों से बंधक एजेंसियों को अंतरित किये जा सकते हैं। यह प्रणाली अमेरिका में 1938 से ही कार्य कर रही है जब फेडरल नेशनल मॉर्टगेज एसोसिएशन जो आम तौर पर फैनो माए के रूप में जाना जाता है, की स्थापना की गई थी। फैनो माए

सारणी 2.6: बंधक उद्भव

वर्ष	कुल बंधक उद्भव (बिलियन अमेरिकी डॉलर)	सब-प्राइम उद्भव (बिलियन अमेरिकी डॉलर)	प्राइम और आल्ट-ए उद्भव (बिलियन अमेरिकी डॉलर)	कुल उद्भवों में सब-प्राइम अंश (अमेरिकी डॉलर मूल्य का प्रतिशत)	सब-प्राइम बंधक-समर्थित प्रतिभूतियाँ (बिलियन अमेरिकी डॉलर)	प्रतिभूतिकृत सब-प्राइम उद्भव (अमेरिकी डॉलर मूल्य का प्रतिशत)
1	2	3	4	5	6	7
1994	773	35	738	4.5	उ.न.	उ.न.
1995	636	65	571	10.2	उ.न.	उ.न.
1996	785	97	689	12.3	उ.न.	उ.न.
1997	839	125	734	14.5	उ.न.	उ.न.
1998	1,430	150	1,280	10.5	उ.न.	उ.न.
1999	1,275	160	1,115	12.5	उ.न.	उ.न.
2000	1,048	138	910	13.2	उ.न.	उ.न.
2001	2,215	190	2,025	8.6	95	50.4
2002	2,885	231	2,654	8.0	121	52.7
2003	3,945	335	3,610	8.5	202	60.5
2004	2,920	540	2,380	18.5	401	74.3
2005	3,120	625	2,495	20.0	507	81.2
2006	2,980	600	2,380	20.1	483	80.5

स्रोत : सबप्राइम उधार संकट - संयुक्त आर्थिक समिति के स्टाफ के बहुमत द्वारा रिपोर्ट और सिफारिशें, अक्तूबर 2007।

ने बैंकों और अन्य प्रारंभकों से बंधक खरीदना तथा उसके द्वारा विशेष रूप से निम्न और मध्य आय वाले परिवारों के लिए बंधक उधार में सहायता करना शुरू किया। 1968 में फैंनी माए के कार्यकलापों का निजीकरण किया गया और उसे फेडरल बजट से अलग कर दिया गया तथा बंधक-समर्थित प्रतिभूतियों (एमबीएस) पर बल अंतरित किया गया जिसका उद्देश्य बंधकों का समूहन करने, उनका प्रतिभूतिकरण करने और उन्हें बाजार में बेचने के द्वारा ऋण, बाजार और चलनिधि जोखिम बाजार को अंतरित करने में फैंनी माए की सहायता करना था। बंधक-समर्थित प्रतिभूतियों (एमबीएस) ने अपना

मूल्य बंधकों के समूह से संबद्ध नकदी प्रवाहों से प्राप्त किया। 1970 में फेडरल होम लोन मॉर्टगेंज कापॉरेशन (एफएचएलएमसी), जो आम तौर पर फ्रेडी मैक के रूप में जाना जाता है, की स्थापना निजीकृत फैंनी माए के साथ स्पर्धा करने और साथ ही बंधक-समर्थित प्रतिभूतियों (एमबीएस) को और अधिक प्रोत्साहित करने के लिए की गई। इसके परिणामस्वरूप, इन दोनों संस्थाओं के माध्यम से प्रतिभूतिकृत किये गए और बेचे गए 'प्रमुख' (प्राइम) आवास ऋणों के एक भारी प्रतिशत के साथ ही आवास वित्त बाजार एक 'उत्पादन और धारण' के आधार से एक 'उत्पादन और वितरण' प्रकार में अंतरित हुआ (बॉक्स II.1)।

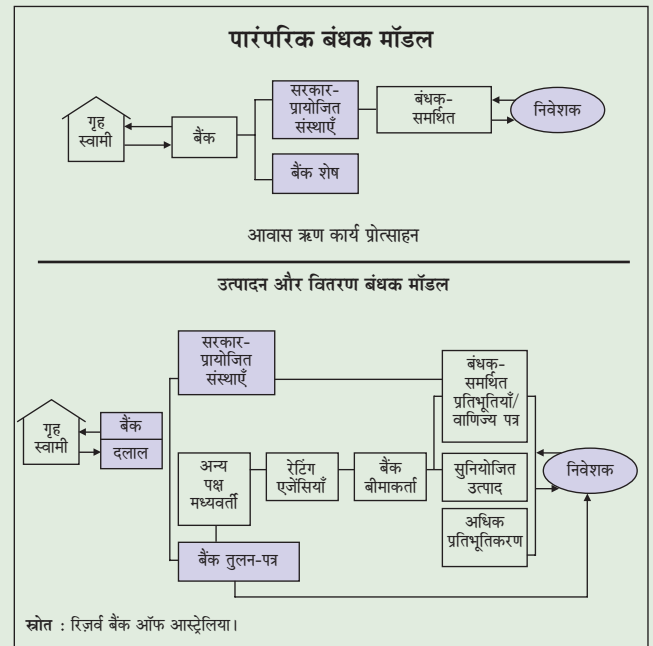
बॉक्स II.1

उत्पादन से वितरण का मॉडल

वैश्विक बैंकिंग प्रणाली ने उधार देने की प्रथाओं के तौर पर एक रूपांतरण को देखा है। बैंकिंग ऋण अपने पारंपरिक "संबंध बैंकिंग" मॉडल से "लेनदेन-उन्मुख" तक विकसित हुआ है। बैंक ऋण "उत्पादन से धारण (ओटीएच)" मॉडल, जहाँ उधारकर्ता का ऋण ऋणदाता के तुलन-पत्र में तब तक रहता है जब तक ऋण परिपक्व नहीं होता/बट्टे खाते में नहीं डाला जाता, से एक उत्पादन से वितरण (ओटीडी) के मॉडल में रूपांतरित हुआ है जहाँ बैंक ऋणों का उत्पादन कर सकते हैं, उनका शुल्क अर्जित कर सकते हैं और तब उनका वितरण अन्य निवेशकों को कर सकते हैं। उक्त ओटीडी मॉडल अनुषंगी समूहीकृत ऋण बाजार³ में हुई विस्फोटक वृद्धि की प्रतिक्रिया में पिछले दो दशकों में उभरा है। समय के चलते ओटीडी मॉडल पर निर्भरता इस मॉडल के साथ संबद्ध लाभों, जैसे जोखिम का विविधीकरण, पूंजीगत राहत और पूंजी की निम्नतर लागत के कारण बढ़ गई है। ऋण के बारे में किसी बैंक की निजी जानकारी के स्वरूप के आधार पर ऋण की संभावित पूर्ण चुकौती में अनिश्चितता को दो घटकों में विभाजित किया जा सकता है : एक तो ऐसा है जिसके लिए बैंक का सूचनात्मक लाभ अपेक्षाकृत छोटा है तथा दूसरा ऐसा है जिसके लिए ऐसा लाभ अपेक्षाकृत बड़ा है। बैंक एक अनुषंगी समूहीकृत ऋण बाजार में जा सकता है तथा बाहर वालों को पूर्वोक्त जोखिमों का अंतरण करने के लिए ऋण-डेरिवेटिव संविदा का प्रयोग कर सकता है, जबकि परवर्ती स्थिति में उक्त जोखिम बैंक के पास ही रख सकता है। चूँकि बैंक का सूचनात्मक लाभ ऋण की समयावधि तक स्थिर रहने की संभावना नहीं है, अतः अवसर का लाभ उठाते हुए उन्नति (लीवरेज) करने की गुंजाइश है। इस प्रकार ओटीडी मॉडल के पास जोखिम का वितरण व्यापक रूप से और कुशलतापूर्वक करने की क्षमता है।

यह तर्क किया गया है कि ओटीडी मॉडल में पारदर्शिता का अभाव ऋण बाजार में संकट के लिए एक कारण रहा है। अनुषंगी बाजारों की उपस्थिति होते हुए, ऋणदाता ऋणों को समूह में प्रतिभूतियों में डालने में समर्थ थे ताकि उनसे धनार्जन किया जा

सके, इस प्रकार वे बाजार में तेजी को प्रेरित कर रहे थे जो वित्तीय संकट के केंद्र में थी। इसके अतिरिक्त, प्रवर्तक बैंकों द्वारा जारी किये गये ऋणों की वास्तविक निगरानी करने के लिए कोई प्रोत्साहन नहीं था क्योंकि ऋण के प्रवर्तक और उधारकर्ता के बीच कोई प्रत्यक्ष संबंध नहीं था। यदि कोई बैंक किसी ऋण को धारित करता है तो उक्त ऋण की निगरानी करने के लिए उसके पास अधिकाधिक प्रोत्साहन है (और इस प्रकार वह उसकी चुकौती की संभावना को बढ़ा सकता है), बजाय इसके कि वह उसे बेचे। यह अनुमान है कि उधार के संबंधों के भंग होने



(जारी...)

3 1997 से 2007 तक अनुषंगी समूहीकृत ऋण बाजार वार्षिक व्यापार परिमाण में 60 बिलियन अमेरिकी डॉलर से 342 बिलियन अमेरिकी डॉलर तक बढ़ गया है जो प्रतिभूतिकरण एवं संपार्श्विकीकृत कर्ज दायित्व (सीडीओ) और संपार्श्विकीकृत ऋण दायित्व (सीएलओ) निधियों में भारी वृद्धि द्वारा समर्थित है।

(.... समाप्त)

का उधारकर्ताओं के निर्णयन पर प्रतिकूल प्रभाव पड़ता है क्योंकि संभवतः वे कम इष्टतम निवेश और परिचालन का निर्णय लेने लगते हैं। इस प्रकार अच्छे ऋणों का समापन भी खराब कार्यनिष्पादन के साथ हो सकता है। साथ ही, हाल के वर्षों में निर्मित संरचित उत्पादों से उत्पन्न होनेवाले कुछ “अज्ञात जोखिम” थे जो पारंपरिक परिसंपत्ति-समर्थित प्रतिभूतियों और कम उत्कृष्ट (सब-प्राइम) बंधकों पर आधारित नये उत्पादों के साथ संबद्ध थे। इससे इस बारे में व्यापक अनिश्चितता निर्मित हुई कि जोखिम कहाँ पर संकेंद्रित हैं तथा आर्थिक चक्र के लिए वे कितने संवेदनशील हैं। इस परिवेश में अर्थव्यवस्था के सभी खंडों में संकट की स्थिति के परिणामस्वरूप जब हालत बिगड़ गई तब अचानक हर कोई संदेह के घेरे में आ गया। अनुभवजन्य प्रमाण भी इस तथ्य का समर्थन करता है कि ओटीडी मॉडल का परिणाम यह हुआ कि निम्नस्तरीय गुणवत्ता वाले बंधक बन गए और सक्रिय अनुषंगी बाजार में संबद्ध उधारकर्ताओं का कार्यनिष्पादन न्यून रहा (ब्रेन्डट ईटी एएल, 2009; पूर्णानन्दम, 2009)।

इस सबका यह अर्थ नहीं है कि अनुषंगी समूहीकृत ऋण बाजार के रूप में ओटीडी का परित्याग कर देना चाहिए। नहाने के पानी के साथ शिशु को बाहर फेंक देने में समझदारी नहीं है। ओटीडी मॉडल के अनेक लाभ हैं तथा यह वित्तीय एजेंटों को बढ़ी हुई चलनिधि और उन्नयन (लीवरेज) के अवसर उपलब्ध कराता है। अतः इस मॉडल को अधिक लचीला बनाने के लिए कदम उठाने की आवश्यकता है।

ओटीडी को अधिक लचीला बनाने के उपाय

1. अतिरिक्त प्रकटीकरण अपेक्षाएँ सम्मिलित करें तथा निवेशकों को प्रतिभूतिकरण संरचनाओं में निहित जोखिमों के बारे में संगत सूचना उपलब्ध कराएँ।
2. नैतिक संकट और प्रतिकूल चयन समस्याओं को सीमित करने के लिए ऋणों के कुछ अनुपात को प्रवर्तकों के तुलन-पत्र में रखें।
3. बैंकों की जोखिम प्रबंध प्रथाओं को पुनः निर्मित करें ताकि किसी विशिष्ट परियोजना को उधार देने में संबद्ध सभी जोखिमों का एक प्रभावी विश्लेषण किया जा सके। अशांति ने यह दर्शाया कि उत्पादन से वितरण तक के मॉडल का उपयोग करनेवाली संस्थाओं ने प्रतिभूतिकरण व्यवसाय के साथ

संबद्ध ऋणोत्तर जोखिमों, जैसे बाजार जोखिम, चलनिधि जोखिम, संकेंद्रण जोखिम और निश्चय ही प्रक्रियाधीन जोखिम का प्रबंधन खराब ढंग से किया। इसका अर्थ यह है कि बाजार सहभागियों के लिए प्रभावी परिदृश्य विश्लेषणों और दबाव-परीक्षण प्रक्रियाओं सहित उनके एक्सपोजरों पर पर्याप्त नियंत्रण रखने की आवश्यकता है।

4. सभी सहभागियों - प्रवर्तकों, व्यवस्थापकों, प्रबंधकों, वितरकों, ऋण-पात्रता निर्धारण (क्रेडिट रेटिंग) एजेंसियों और निवेशकों - के लिए प्रोत्साहनों को श्रेणीबद्ध करें ताकि किसी भी सहभागी को कोई अनुचित लाभ न पहुँचे।
5. क्रेडिट रेटिंग एजेंसियों द्वारा अदा की जानेवाली भूमिका को अधिक उत्तरदायित्वपूर्ण बनाएँ क्योंकि उनकी सूचना विभिन्न वित्तीय संस्थाओं द्वारा निर्णय-निर्धारण के लिए आधार निर्मित करती है।

संदर्भ

1. बेर्नडट, ऐन्ड्रू और अनुराग गुप्ता, 2009। “बैंक ऋण के उत्पादन से वितरण तक के मॉडल में नैतिक संकट और प्रतिकूल चयन।” *जर्नल ऑफ मॉनिटरी इकॉनॉमिक्स*, खंड 56।
2. पूर्णानन्दम, अमियतोष के. 2009। “उत्पादन से वितरण तक का मॉडल और सब-प्राइम बंधक संकट।” एएफए 2010 अटलांटा मीटिंग्स पेपर।
3. डफ्री, ग्रेगरी आर. और चुनशेंग झऊ, 2001। “बैंकिंग में ऋण डेरिवेटिव्स : क्या जोखिम प्रबंधन के लिए उपयोगी साधन हैं?” *जर्नल ऑफ मॉनिटरी इकॉनॉमिक्स*, खंड 48।
4. पार्लर, क्रिस्टीन ए. और गिलोम प्लैन्टीन, 2008। “ऋण विक्रय और संबंध बैंकिंग।” *दी जर्नल ऑफ फाइनेंस*, खंड LXIII, सं. 3।
5. —, 2008। “उत्पादन और वितरण मॉडल की प्रोत्साहन संरचना।” *यूरोपीय केंद्रीय बैंक*, दिसंबर।
6. जी20. 2008। “वैश्विक ऋण बाजार विघटन संबंधी अध्ययन दल”। आस्ट्रेलिया द्वारा तैयार किया गया पेपर, अक्टूबर।

2.33 इस प्रकार ऋणों का प्रतिभूतिकरण कोई नई बात नहीं है। यह अमेरिका के बाजार में 1930 के बाद के दशक से प्रचलित था। तथापि, हाल ही तक केवल फैंनी माए और फ्रेडी मैक जैसी एजेंसियों को बेचे गए उत्कृष्ट (प्राइम) ऋणों का ही प्रतिभूतिकरण किया जा रहा था। इसके अलावा, इन एजेंसियों द्वारा खरीदा गया ऋण संविभाग कुछ हामीदारी मानकों के अनुरूप था। तथापि, वर्तमान दशक में जो कुछ नया था, वह सब-प्राइम ऋणों के लिए प्रतिभूतिकरण को लागू करना और हामीदारी मानकों का मंदन करना था।

संश्लिष्ट डेरिवेटिव्स और संरचित वित्त उत्पादों का प्रयोग

2.34 आवास निर्माण में तेजी ने बंधक-समर्थित प्रतिभूतियों (एमबीएस), संपाश्चिकीकृत कर्ज दायित्वों (सीडीओ) और अन्य संश्लिष्ट डेरिवेटिव साधनों के लिए बाजार में भारी रुचि उत्पन्न की। आय के लिए घोर अन्वेषण ने प्रतिभूतिकरण की प्रक्रिया और संरचित वित्त उत्पादों के निर्माण के माध्यम से नये विषाक्त वित्तीय साधनों के उत्पादन को प्रेरित किया।

2.35 संकट से पहले अमेरिका के आवास बाजार ने प्रतिभूतिकरण के एक ऐसे विस्तार को देखा जिसमें नये उत्पादों का बहुत बड़ा समुच्चय शामिल था जिसके अंतर्गत मानक एमबीएस अथवा बहुत सामान्य रूप से परिसंपत्ति-समर्थित प्रतिभूतियाँ (एबीएस) एवं संरचित वित्त उत्पादों का दायरा जिसमें सुनियोजित एमबीएस और एबीएस, सीडीओ तथा परिसंपत्ति-समर्थित वाणिज्य पत्र (एबीसीपी) सम्मिलित थे।

2.36 “संरचित वित्त” से सामान्यतः आशय बहुविध अंतर्निहित जोखिमों (जैसे बाजार और ऋण जोखिम) को उन जोखिमों (उदा० बांड, ऋण अथवा बंधक-समर्थित प्रतिभूतियाँ) के अधीन साधनों के समूहन द्वारा संकलित करने और तब परिणामी नकदी प्रवाहों को विभिन्न धारकों को प्रदत्त किये जानेवाले “अंशों” अथवा खंडों के रूप में विभाजित करने से है (आइएमएफ, जीएफसीआर, 2008)। साधारण एमबीएस (पहले चर्चा की गई है) के असमान संश्लिष्ट एमबीएस विभिन्न जोखिम अंशों में संरचित अथवा खंडित होती हैं। एक साधारण तीन अंशों वाले उदाहरण में प्रतिभूति के लिए संरचना के अंतर्गत (बढ़ते हुए जोखिम के क्रम में) एक ‘वरिष्ठ’, ‘मध्यवर्ती’ और एक ‘ईक्विटी’ अंश शामिल हो सकते हैं। वरिष्ठ अंश के लिए जोखिम और प्रतिलाभ निम्नतम हैं तथा तदनुसार इसका उच्चतम क्रेडिट रेटिंग है। इसके बाद ‘मध्यवर्ती अंश’ की बारी आती है जिसका जोखिम और प्रतिलाभ वरिष्ठ अंश की अपेक्षा काफी अधिक है, तथा इस कारण से इसके पास निवेश से नीचे के ग्रेड का रेटिंग है। ‘ईक्विटी अंश’ जो अंशीकरण में तीसरा और अंतिम स्तर है, सर्वाधिक जोखिमपूर्ण है और इसलिए सामान्यतः इसका कोई रेटिंग नहीं है। बंधक-समर्थित प्रतिभूतियों (एमबीएस) के अंतर्निहित समूह के संबंध में चूक से ईक्विटी अंश को अधिकतम हानि हो सकती है। चूक के अभाव में ईक्विटी अंश के संबंध में प्रतिलाभ सबसे अधिक होगा। मूल रूप से बचाव निधियाँ ही हैं जिनका निवेश अधिकतम प्रतिलाभ पाने के लिए ईक्विटी अंशों में किया गया है। संरचित वित्त प्रतिभूतिकरण से इस मायने में भिन्न है कि नकदी प्रवाहों को “अंशीकृत” नहीं किया जाता तथा इसके बदले ये *आनुपातिक* आधार पर प्रतिभूतिकृत लिखतों के धारकों को प्रदान किये जाते हैं।

2.37 सब-प्राइम बंधक-समर्थित प्रतिभूतियों के अत्यधिक जोखिम को देखते हुए कभी कभी ऐसी प्रतिभूतियाँ खरीदने के लिए निवेशकों को लुभाना कठिन हो गया। ऐसी परिस्थितियों में एमबीएस को एक अच्छे रेटिंग के समर्थन के साथ पुनः सीडीओ में रख दिया गया। संकट से पहले की अवधि के दौरान सीडीओ निर्गमों ने एक भारी उछाल को देखा (सारणी 2.7)। उच्च रेटिंग प्राप्त कर्ज पुनःप्रत्यक्षतः निम्न गुणवत्ता वाली संपार्श्विक जमानत से निर्मित किया गया।

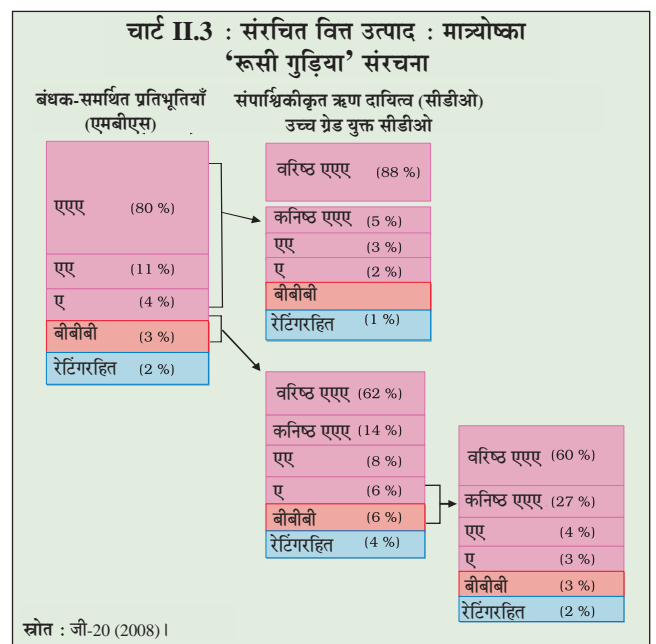
सारणी 2.7: ऋण कर्ज दायित्वों (सीडीओ) का वैश्विक निर्गम

(बिलियन अमेरिकी डॉलर)

	2005	2006	2007	2008
1	2	3	4	5
अंतर्निहित गारंटियाँ	271.8	520.6	481.6	56.1
उच्च आय वाले ऋण निवेश ग्रेड बांड	71.2	171.9	138.8	23.7
उच्च आय वाले बांड	4.0	24.9	78.6	14.7
संरचित वित्त	3.1	0.9	2.1	-
मिश्रित गारंटियाँ	176.6	307.7	259.2	16.6
अन्य स्वैप	0.1	ऋणात्मक	-	-
अन्य	2.5	0.7	1.1	-
	4.3	14.4	1.7	1.0

स्रोत : प्रतिभूति उद्योग और वित्तीय बाजार संघ, 2009।

अंतर्निहित परिसंपत्ति एक्सपोज़र अधिक निष्प्रभ हो गए तथा निवेशक ऋण की गुणवत्ता का आकलन करने के लिए ब्रेडिट रेटिंग पर अधिकाधिक निर्भर रहे। सीडीओ के मामले में असम सूचना (अथवा अकेरलोफ के नींबू) की समस्या अपने कठिनतम रूप में देखी जा सकती है जहाँ खरीदारों के पास अंतर्निहित जोखिम के बारे में कोई जानकारी नहीं है और वे ऑख मूँदकर रेटिंग में विश्वास कर रहे हैं जबकि विक्रेताओं ने अत्यधिक जोखिम वाली अंतर्निहित परिसंपत्तियों को निम्न जोखिम से युक्त उच्च रेटिंग वाली परिसंपत्तियों के रूप में बेचने के लिए सूचना के इस अभाव का लाभ उठाया है (पटनायक, 2009)। वर्गीकृत (स्क्वेयर्ड) सीडीओ, घनांकित (क्यूब्ड) सीडीओ एवं और भी गुणज बनाने के लिए पुनःसमूहन और पुनः संरचना



की यह प्रक्रिया अनेक बार दुहराई गई। इसने तथाकथित मात्र्योष्का अथवा 'रूसी गुड़िया' की संरचना निर्मित की (चार्ट II.3)। इस प्रकार सब-प्राइम जोखिम के प्रति एक्सपोजर का लगभग एक असीमित तरीके से निर्माण किया गया (वैश्विक ऋण बाजार के विघटनों पर जी-20 का अध्ययन दल)।

2.38 इस संदर्भ में रेटिंग एजेंसियों द्वारा दिये गये रेटिंग, उनके द्वारा प्रयुक्त मॉडलों एवं समग्र सब-प्राइम संकट में उनकी भूमिका के बारे में चिंताएँ प्रकट की गई हैं (बॉक्स II.2)। इन सब-प्राइम संरचित उत्पादों में से 80 प्रतिशत से भी अधिक उत्पादों को क्रेडिट रेटिंग एजेंसियों द्वारा उच्चतम रेटिंग अर्थात् एएए प्रदान किये गये। इस प्रकार

बॉक्स II.2

क्रेडिट रेटिंग एजेंसियाँ (सीआरए) : वरदान या अभिशाप ?

क्रेडिट रेटिंग एजेंसियों की आवश्यकता

क्रेडिट रेटिंग एजेंसियाँ (सीआरए) मुख्य रूप से ऐसी वाणिज्यिक संस्थाएँ हैं जो अपने ग्राहकों की ऋण-पात्रता के प्रकाशन और मूल्यांकन के लिए आय अर्जित करती हैं। विशेष रूप से वैश्विक प्रतिभूतियों और बैंकिंग बाजारों में वित्तीय बाजार जोखिम के प्रबंधन में वे एक महत्वपूर्ण भूमिका अदा करती रही हैं; वे ऋण-पात्रता के बारे में अभिमत जारी करते हैं जो कर्ज लिखत जारी करनेवालों और इन लिखतों में निवेश करनेवालों के बीच विद्यमान सूचना की असमता को दूर करने में सहायता प्रदान करते हैं। सीआरए का उद्भव अमेरिका में 20वीं शताब्दी के मोड़ पर हुआ तथा उन्होंने कंपनी बांडों के रेटिंग पर ध्यान केंद्रित किया। उसके बाद उनके कार्यकलापों के दायरे और मान में वृद्धि हुई। वर्तमान में किसी भी प्रमुख श्रेणी की प्रतिभूति, जारीकर्ता अथवा भौगोलिक क्षेत्र छूटा हुआ नहीं है। सीआरए अब ऋण जोखिम के लिए सही मायने में एक वैश्विक आधार (बेंचमार्क) परिभाषित करती हैं। महान मंदी से वित्तीय बाजारों के विनियमन में भी सीआरए के बेंचमार्क का उपयोग किया गया है। उदाहरण के लिए बासेल मानदंडों के अनुसार केवल बैंकों और कुछ अन्य प्रकार के निवेशकों को ही 'निवेश ग्रेड' के रेटिंग से युक्त निम्नतर जोखिम वाली प्रतिभूतियाँ धारित करने के लिए अनुमति दी जाती है। पिछले कुछ दशकों से ये कंपनियाँ एक व्यापक दायरे में अधिक संश्लिष्ट वित्तीय लिखतों के लिए, जो संरचित वित्त उत्पादों के रूप में जाने जाते हैं, रेटिंग प्रदान करने में लिप्त हैं।

2004 की बैंकिंग पर्यवेक्षण संबंधी बासेल समिति (बीसीबीएस) की पूँजी पर्याप्तता की नई रूपरेखा (बासेल II) के अंतर्गत बैंक अपने अनेक संस्थागत ऋण एक्सपोजरों के लिए ऋण जोखिम भार निर्धारित करने में किसी मान्यताप्राप्त सीआरए द्वारा दिये गये रेटिंगों का उपयोग कर सकते हैं। पिछली दशाब्दी से नीति-निर्धारक अनेक अवसरों पर सीआरए के प्रति अधिकाधिक ध्यान दे रहे हैं, जो सामान्यतः वित्तीय बाजारों में दबाव में वृद्धि के साथ मेल खाता है। विश्व भर के विनियामकों ने जुलाई 1997 में पूर्वी एशियाई अर्थव्यवस्थाओं की कठिनाइयाँ दूर करने में उनकी असफलता, उल्लेखनीय रूप में यूरो क्षेत्र और अमेरिका में इस शताब्दी के प्रारंभ में कंपनियों के पतन (एनरॉन, डॉटकॉम, और परमालैट), तथा हाल के वित्तीय संकट के बाद सीआरए की भूमिका की ओर अपना ध्यान दिया।

हाल के वित्तीय संकट में क्रेडिट रेटिंग एजेंसियों की भूमिका

सीआरए सब-प्राइम बाजारों संबंधी समस्याओं के उद्गम के नजदीक थीं क्योंकि वे निवेशकों को अधिक विश्वास दिलाने के लिए वित्तीय रूप से व्यवस्थित लिखतों पर अनुकूल अभिमत दे रही थीं। निवेशक - सीआरए की विशेषज्ञता पर विश्वास करते हुए इन लिखतों में निहित जोखिम के लक्षणों, अंतर्निहित परिसंपत्तियों के कार्यनिष्पादन और बाजार के सामान्य दृष्टिकोण के संबंध में कम ध्यान दिया

अथवा कोई ध्यान नहीं दिया। सीआरए ने अनेक सब-प्राइम बंधक समर्थित प्रतिभूतियों को एएए रेटिंग दिये जिनमें से कई की स्थिति बाद में घटाकर निम्न श्रेणी (जंक) की कर दी गई। रेटिंग एजेंसियों की विफलता के लिए आलोचक घटिया आर्थिक मॉडलों, हितों के संघर्षों, और प्रभावी विनियमन के अभाव को कारण मानते हैं। एक और कारक रेटिंगों पर बाजार की अत्यधिक निर्भरता है जिसका अनेक कानूनों और विनियमों ने समर्थन किया है जो रेटिंगों का उपयोग अनुमतियोग्य निवेशों के लिए मानदंड के रूप में अथवा अपेक्षित पूँजी स्तरों में एक कारक के रूप में करते हैं।

सीआरए ने बंधक आधारित प्रतिभूतियों (एमबीएस) और संपार्श्विकीकृत कर्ज दायित्वों (सीडीओ) को विकसित करने में सहायता पहुँचाई जिन्होंने संकट को चिनगारी दी। सीआरए ने जारीकर्ताओं को सूचित किया कि किसी एमबीएस अथवा सीडीओ के अंशों की संरचना और प्राथमिकीकरण कैसे करना चाहिए। लक्ष्य यह था कि किसी सीडीओ अथवा एमबीएस से उसके उच्चतम रेटिंग प्राप्त अंशों को अधिकतम करने के द्वारा अधिकतम लाभ प्राप्त करने में जारीकर्ताओं की सहायता की जाए। अंशीकरण का उद्देश्य किसी सीडीओ अथवा एमबीएस के अंतर्निहित परिसंपत्ति समूह के औसत रेटिंग की तुलना में एक उच्चतर क्रेडिट रेटिंग के साथ परिसंपत्तियों की कम से कम एक श्रेणी का निर्माण करना था। सीआरए ने प्रत्येक अंश का रेटिंग उस अंश में ऋणों की पात्रता और उसकी प्राथमिकता के आधार पर निर्धारित किया। "प्राथमिकीकरण" द्वारा अंशों को उच्चतर क्रेडिट रेटिंग मिला; जारीकर्ताओं ने गारंटी दी कि "वरिष्ठ" अंशों का भुगतान "कनिष्ठ" अथवा "अधीनस्थ" अंशों से पहले किया जाएगा। गृहनिर्माण में तेजी की ऊँचाई पर प्रायः सभी वरिष्ठ अंशों ने संभव उच्चतम रेटिंग अर्थात् एएए प्राप्त किया।

क्रेडिट रेटिंग एजेंसियाँ एमबीएस और सीडीओ में ऋण जोखिमों का पर्याप्त रूप से आकलन करने में विफल हुईं। सीआरए ने आवास बाजार के संबंध में एक अधिक आशावादी दृष्टिकोण अपनाया। उनके रेटिंग मॉडल ने अनुमान किया कि आवास की कीमतों में वृद्धि सामान्यतः लगातार जारी रहेगी। सीआरए ने एमबीएस और सीडीओ की जटिलता का कम आकलन किया। प्रतिभूति और विनियम आयोग (एसईसी) ने पाया कि 2002 से संरचित वित्त सौदों की मात्रा और जटिलता में वृद्धि कुछ सीआरए के लिए अत्यधिक साबित हुई।

जुलाई 2008 में एसईसी ने यह निष्कर्ष निकाला कि एमबीएस और सीडीओ जारीकर्ताओं एवं सीआरए के बीच हितों के संघर्षों का समाधान करने में सीआरए विफल हुईं। सीआरए से यह अपेक्षित था कि वे निवेशकों की सेवा करें, परंतु हितों के संघर्षों के कारण कुछ सीआरए एमबीएस और सीडीओ जारीकर्ताओं की आवश्यकताएँ रेटिंग बढ़ाने के द्वारा पूरी करने के लिए प्रेरित हुईं। हित के संघर्षों

(जारी...)

(... समाप्त)

के लिए कारणों में शामिल हैं : (i) संबंध के संघर्ष : सबसे बड़े एमबीएस और सीडीओ जारीकर्ताओं के साथ सीआरए का घनिष्ठ, निरंतर कार्यचालन संबंध था; (ii) जारीकर्ता द्वारा भुगतान किये गये रेटिंग : सीआरए द्वारा प्रस्तुत 98 प्रतिशत रेटिंगों के लिए भुगतान जारीकर्ताओं द्वारा किया गया था, न कि निवेशकों द्वारा। भुगतान के प्रोत्साहन ने कुछ सीआरए को भुगतान करनेवाले जारीकर्ताओं के रेटिंग बढ़ा-चढ़ाकर देने का प्रयास करने के लिए प्रेरित किया, इस आशा में कि उन जारीकर्ताओं से कारोबार के दुहराव का लाभ मिले; तथा (iii) परामर्श-रेटिंग संयोजन : सीआरए ने जारीकर्ताओं को परामर्श दिया कि उच्च रेटिंग प्राप्त करने के लिए एमबीएस और सीडीओ की संरचना कैसे करनी चाहिए। तब सीआरए ने “आश्वस्त” रेटिंग प्रदान करते हुए उस परामर्श की “पुष्टि” कर दी।

एनरॉन, डॉटकॉम और हाल के सब-प्राइम संकट पर संक्षोभ के कारण रेटिंग उद्योग में विनियामक परिवर्तनों के लिए माँग होने लगी। विनियामक मुद्दे हमेशा अत्यंत जटिल और स्वतंत्र होते हैं। आइओएससीओ (प्रतिभूति आयोग का अंतरराष्ट्रीय संगठन) ने मार्च 2008 के अपने परामर्श-पत्र में सीआरए के कार्यचालन के संबंध में कुछ महत्वपूर्ण सिफारिशें प्रस्तुत की हैं। इनमें शामिल हैं :

- सीआरए को यह सुनिश्चित करने के लिए कदम उठाने चाहिए कि किसी संरचित वित्त उत्पाद के वर्तमान रेटिंग की समीक्षा करने तथा संभावित रूप से उसका ग्रेड कम करने के लिए निर्णय लेने की प्रक्रिया को एक वस्तुनिष्ठ तरीके से संचालित किया जाए।
- सीआरए को चाहिए कि वे एक ऐसा स्वतंत्र कार्य स्थापित करें जो रेटिंग प्रक्रिया में प्रयुक्त दोनों कार्यपद्धतियों और मॉडलों एवं कार्यपद्धतियों और मॉडलों में परिवर्तनों की आवधिक रूप से समीक्षा करने के लिए उत्तरदायी हो।
- सीआरए को यह सुनिश्चित करने के लिए उपयुक्त उपाय अपनाने चाहिए कि जिस सूचना का वे उपयोग कर रही हैं, वह विश्वसनीय रेटिंग का समर्थन करने के लिए पर्याप्त गुणवत्ता से युक्त हो।

- जहाँ कोई सीआरए किसी संरचित वित्त उत्पाद के रेटिंग का निर्धारण करती है, वहाँ उसे चाहिए कि वह निवेशकों और/या अभिदाताओं (सीआरए के व्यवसाय के मॉडल के आधार पर) को उसकी हानि और नकदी-प्रवाह के विश्लेषण के बारे में पर्याप्त जानकारी उपलब्ध कराए ताकि उक्त उत्पाद में निवेश करने के लिए अनुमत निवेशक सीआरए के रेटिंग के लिए आधार को समझ सके।

अध्ययनों में भी ऐसी प्रणाली की दिशा में आगे बढ़ने का सुझाव दिया गया है जहाँ क्रेडिट रेटिंग के लिए भुगतान, निवेशकों द्वारा किया जाता है और जहाँ व्यवस्थापक और सेवा-प्रदाता संरचित वित्त उत्पादों में अंतर्निहित अलग-अलग ऋणों के संबंध में संपूर्ण आधार-सामग्री (डाटा) नःशुल्क प्रकट करते हैं। दूसरी सर्वोत्तम नीति के रूप में सीआरए के लिए जारीकर्ताओं द्वारा भुगतान किये जाने की वर्तमान प्रथा जारी रखी जा सकती है। तथापि, उक्त भुगतान, जारी किये जानेवाले रेटिंग का विचार किये बिना अग्रिम (तथाकथित “क्युओमो योजना”) अग्रिम ही अदा किया जाना चाहिए तथा ऋण के क्रय-विक्रय (क्रेडिट शॉपिंग) (तथा जारीकर्ताओं को रेटिंग एजेंसियों द्वारा सशुल्क परामर्श) पर बंदिश लगानी चाहिए (पैगानो *ईटीएल*, 2009)। निवेश करनेवाले जनसाधारण को जारीकर्ताओं और रेटिंग एजेंसियों द्वारा जो सूचना अनिवार्यतः प्रसारित की जानी चाहिए उसे निर्धारित करते हुए पारदर्शिता को बढ़ाने की आवश्यकता पर भी बल दिया गया है।

संदर्भ

1. प्रतिभूति आयोग का अंतरराष्ट्रीय संगठन (आइओएससीओ), 2008, परामर्श-पत्र, मार्च।
2. पैगानो, मार्को और पाओलो वोल्पिन, 2009। क्रेडिट रेटिंगों की असफलताएँ : कारण और नीतिगत विकल्प। इन एम. देवात्रिपोंत, एक्स. फ्रेडक्सस और आर. पोर्टेस (ईडीएस)। *समष्टि-आर्थिक स्थिरता और वित्तीय विनियमन : जी-20 के लिए प्रमुख मुद्दे* (पीपी. 129-148)। सेंटर फॉर इकॉनॉमिक एण्ड पॉलिसी रिसर्च।

संकट से पहले की अवधि ने वित्तीय अपमिश्रण के उच्चतम रूप को देखा जब सीसे को सोने में बदलने की युक्त की गई (फेर्गूसन, 2008)। बंधक-आधारित सीडीओ जैसे डेरिवेटिव साधनों को निवेश-ग्रेड रेटिंग देने के लिए क्रेडिट रेटिंग एजेंसियाँ अब संवीक्षा के अधीन हैं। रेटिंग एजेंसियों ने 2007 की तीसरी तिमाही से 2008 की दूसरी तिमाही के बीच बंधक-समर्थित प्रतिभूतियों (एमबीएस) में 1.9 ट्रिलियन अमेरिकी डॉलर के संबंध में क्रेडिट रेटिंग कम कर दिये, जो इस बात का संकेतक है कि उनके प्रारंभिक रेटिंग सही नहीं थे।

बचाव निधियों की भूमिका

2.39 जोखिम के विभाजन और क्रेडिट रेटिंग के समर्थन के परिणामस्वरूप जोखिम के लिए विभिन्न अभिरुचियों से युक्त निवेशकों को सीडीओ का विपणन किया जा सका। निवेशकों, विशेष रूप से

बचाव निधियों ने, जिन्होंने उच्चतर जोखिम एक्सपोजर के साथ प्रतिफल को अधिकतम बनाना चाहा, सीडीओ के ईक्विटी अंश को खरीदा। बचाव निधियों ने उन परिसंपत्तियों की जमानत पर, जिन्हें उन्होंने अपने निवेश संविभाग में जोड़ दिया (जैसे सीडीओ और एमबीएस), उधार लेते हुए आगे और उन्नयन (लीवरेज) निर्मित किया। उदाहरण के लिए अमेरिका में बियर स्टेर्न्स की बचाव निधियों के विषय में सीडीओ में बड़े लीवरेज वाला एक्सपोजर था। जब सब-प्राइम चूक की चिंताओं ने बाजार को घेर लिया, तब सीडीओ के मूल्य घटाये गये जिससे बचाव निधियों को दलालों से मार्जिन की माँग (अर्थात् लीवरेज का समर्थन करने के लिए अधिक परिसंपत्तियों के लिए माँग) का सामना करना पड़ा। बचाव निधियों में निवेश करनेवालों ने हानियों की संभावना को पहचान लिया तथा अचानक निधियों से माँग की कि उनके निवेश वापस कर दिये जाएँ। बचाव निधियों के लिए विकल्प या तो और

अधिक उधार लेकर (जो ऋण के दबाव को देखते हुए कठिन और अधिक महंगा था) अधीर निवेशकों को चुकौती कर देना था या (सीडीओ का गिरते मूल्य पर) एक 'आपात विक्रय' (फायर सेल) करते हुए निवेशकों द्वारा उनके पास किये गये निवेश के लिए उनकी माँग का सामना करना था। अधिक चरम विकल्प तो चूक करने का था, अर्थात् निवेशकों को उनकी माँग पर वापसी अदायगी नहीं करना था। बिलकुल ऐसी ही स्थिति का सामना बियर स्टेर्न्स को करना पड़ा जब उन्होंने अपनी दो बचाव निधियों को बंद कर दिया जिन्हें अंततः अमेरिका के फेडरल रिज़र्व द्वारा आर्थिक सहायता (बेल आउट) दी गई तथा जिन्हें जे. पी. मोर्गन द्वारा अधिगृहीत किया गया। अमेरिका में एजेंसी-वार सब-प्राइम एक्सपोज़र और हानियाँ सारणी 2.8 में दी गई हैं।

विनियामक दुर्बलताएँ

2.40 सब-प्राइम संकट को शिथिल पर्यवेक्षी चूक और विवेकपूर्ण उधार के सामान्य मानकों के शिथिलन के तौर पर वित्तीय संस्थाओं के लिए विनियामक संरचना में अनेक दुर्बलताओं के सर्वोत्तम उदाहरण के रूप में भी देखा गया है। इस संबंध में अनेक मुद्दे प्रकाश में आये हैं - प्रतिचक्र्रीय विनियमन का अभाव; प्रणालीगत जोखिमों को पहचानने में असमर्थता; विवेकपूर्ण विनियमन की आवश्यकता; बैंकों की तुलन-पत्र से इतर मदों की पहचान न करना; विनियामक दायरे से बाहर गैर-

सारणी 2.8: सब-प्राइम एक्सपोज़र और हानियाँ

	एक्सपोज़र*			हानियाँ		
	2005	2006	2007*	2005	2006	2007*
1	2	3	4	5	6	7
	कुल राशि (बिलियन अमेरिकी डॉलर में)					
बैंक [#]	155	264	127	-9	-63	-29
बचाव निधियाँ	70	98	78	-7	-27	-20
बीमा कंपनियाँ	78	106	84	-2	-21	-15
वित्त कंपनियाँ	25	30	24	-1	-5	-4
म्युचुअल फंड/ पेंशन निधियाँ	15	18	14	-0	-3	-2
कुल	343	516	326	-18	-118	-70
	कुल के प्रतिशत के रूप में					
बैंक [#]	45	51	39	49	53	41
बचाव निधियाँ	20	19	24	37	23	29
बीमा कंपनियाँ	23	20	26	9	18	22
वित्त कंपनियाँ	7	6	7	3	4	5
म्युचुअल फंड/ पेंशन निधियाँ	4	4	4	2	2	3
कुल	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

* प्रतिभूतियों के लिए सममूल्य राशियाँ और डेरिवेटिव्स के लिए आनुमानिक राशियाँ।
+ नवंबर, 2007 की स्थिति के अनुसार; # निवेश बैंकों सहित।
स्रोत : वैश्विक वित्तीय स्थिरता रिपोर्ट, 2008।

बैंकों का परिचालन; नये वित्तीय साधनों की जटिलता और अपारदर्शी स्वरूप; तथा प्रणालीगत तौर पर महत्वपूर्ण संस्थाओं की विनियामक चूक। वित्तीय क्षेत्र में विनियामकों के पास बाजारों में वित्तीय उत्पादों में नवोन्मेषणों की विविधता और जटिलता में तीव्र वृद्धि को सँभालने के लिए पर्याप्त कौशल नहीं था। पूँजीगत अपेक्षाओं और जोखिम के अनुमानों के तौर पर सुस्थापित विनियामक संरचना के प्रचलित होने के बावजूद वित्तीय संस्थाओं ने विनियामक परिसीमा से बाहर की गतिविधियों की ओर अग्रसर होने में अपेक्षाकृत सुगमता पाई। एक ओर जहाँ विनियामक पूँजीगत अपेक्षा ने बैंकों के तुलन-पत्रों पर उन्नयन (लीवरेज) के निर्माण को सीमित रखा, वहीं दूसरी ओर बैंक प्रबंधक अपने द्वारा धारण किये जाने के लिए अपेक्षित पूँजी में वृद्धि किये बिना जोखिम और प्रतिलाभ को बढ़ाने के लिए विभिन्न तुलन-पत्र में शामिल न होनेवाली गतिविधियों में लिप्त रहे।

तुलन-पत्र बाह्य संस्थाओं (ओबीएसई) की भूमिका

2.41 प्रवर्तकों के लिए अपने ऋण संविभाग का उन्नयन (लीवरेज) करने का एक प्रमुख कारण यह था कि जैसे ही उन्होंने ऋण का प्रवर्तन किया, वह अनुषंगी बाजार में बेच दिया गया जिससे वे किसी भी वित्तीय दायित्व से मुक्त रहे। बैंक संश्लिष्ट प्रतिभूतिकरण की प्रक्रिया से संबद्ध जोखिमों को पहचानने में विफल रहे। अप्रत्यक्ष रूप से बैंकों के तुलन-पत्र सब-प्राइम बाजार की गतिविधियों के समक्ष तुलन-पत्र बाह्य संस्थाओं (ओबीएसई), जैसे संरचित निवेश संस्थाओं (एसआइवी) के माध्यम से अरक्षित रहे, जो अल्पावधि वाणिज्य पत्र (सीपी) बाजार में उधार लेते हुए एमबीएस और सीडीओ में निवेश कर रही थीं। ओबीएसई, जैसे संरचित निवेश संस्थाएँ (एसआइवी), ऐसी संस्थाएँ हैं जो वित्तीय संस्थाओं को इस बात के लिए समर्थ बनाते हैं कि वे जोखिम को अपने तुलन-पत्र से बाहर अंतरित करें तथा अपने एक्सपोज़र प्रायः विनियामकों और निवेशकों को प्रकट न होने दें; एवं बासेल I के अंतर्गत विनियामक पूँजीगत अपेक्षाओं से राहत प्राप्त करें। यद्यपि वित्तीय संस्थाओं से यह अपेक्षित था कि जब मूल संस्था ओबीएसई की मताधिकार शक्ति (वोटिंग पॉवर) का आधे से अधिक भाग (अंतरराष्ट्रीय लेखांकन मानक 27.40) प्रत्यक्षतः या अप्रत्यक्ष रूप से सहायक संस्थाओं के माध्यम से अपने पास नहीं रखती तब वे मूल और सहायक संस्था के बीच संबंध के स्वरूप को प्रकट करें, तथापि संस्था की रिपोर्ट में ऐसी जानकारी प्रायः एक फुटनोट में दी गई थी (जीएफएसआर, आइएमएफ, 2008)। बैंक बासेल I मानदंडों को पूरा करने के लक्ष्य के साथ बाजार में सुरक्षा खरीदने के लिए ऋणों के प्रतिभूतिकरण तथा ऋण चूक अदला-बदली (सीडीएस) के

प्रयोग द्वारा बाजार को जोखिम के लगातार अंतरण की प्रक्रिया में लिप्त थे, इस प्रकार वे और अधिक उधार देने के लिए पूँजी को मुक्त रख रहे थे। इसने एक 'छाया बैंकिंग प्रणाली' का निर्माण किया जो लगभग पूरी तरह अविनियमित रही (बॉक्स II.3)।

2.42 वित्तीय संस्थाओं ने बंधक दावों का अंतरण अपने द्वारा स्थापित एसआइवी को कर दिया तथा तब एसआइवी ने प्रतिभूतिकृत उत्पाद जारी करने और उन्हें बेचने के द्वारा जोखिम और प्रतिलाभ निवेशकों

को अंतरित कर दिये और इससे इस प्रक्रिया में कमीशन अर्जित किये। इस प्रकार करने के द्वारा वित्तीय संस्थाएँ अपनी स्वयं की वित्तीय सुदृढ़ता बनाये रख सकीं तथा पूँजी पर्याप्तता अनुपातों संबंधी प्रतिबंधों के प्रति प्रवंचना कर सकीं, जबकि इसके साथ ही वे स्थिर उपलब्धता वाली आय अर्जित कर सकीं। इन कमीशनों से अधिकाधिक लाभ उत्पन्न करने के लिए जिनमें से प्रत्येक कमीशन अल्प था, बंधक ऋणों की व्यवस्था का विस्तार करना एवं प्रतिभूतिकरण में बड़े पैमाने

बॉक्स II.3

छाया बैंकिंग की संकल्पना

छाया बैंकिंग प्रणाली अथवा छाया वित्तीय प्रणाली के अंतर्गत बैंकेतर वित्तीय संस्थाएँ शामिल हैं जो परिचालन करने के लिए आवश्यक धनराशि उधार देने के व्यवसाय में अधिकाधिक महत्वपूर्ण भूमिका अदा करते हैं। यह शब्द "छाया बैंकिंग प्रणाली" पाल मैककली के कारण चल पड़ा है जिसे उन्होंने 2007 में जाकसन होल सम्मेलन में गढ़ा जहाँ इसकी परिभाषा उन्होंने "उन्नति-प्राप्त गैर-बैंक निवेश संवाहिकाओं, वाहनों और संरचनाओं के संपूर्ण अक्षर-रस" के रूप में दी, यद्यपि अविनियमित संस्थाओं द्वारा ऋण-वृद्धि की संकल्पना (यदि शब्दावली नहीं) पूर्व में 1935 में फ्रायडरिच हायेक (1935) तक जाती है। परिभाषा के अनुसार छाया संस्थाएँ एक निक्षेपागार बैंक की तरह जमाराशियाँ स्वीकार नहीं करतीं और इसलिए उन्हीं विनियमों के अधीन नहीं हैं। प्रणाली को बनानेवाली कुछ संश्लिष्ट कानूनी संस्थाओं में शामिल हैं बचाव निधियाँ, संरचित निवेश संस्थाएँ (एसआइवी), संवाहिकाएँ, एक ही व्यवसाय क्षेत्र वाली संस्थाएँ (मोनोलाइन्स), निवेश बैंक, और अन्य गैर-बैंक वित्तीय संस्थाएँ। वर्ष 2000 और 2008 के बीच अमेरिकी और यूरोपीय बाजारों में अनेक "छाया बैंक"-जैसी संस्थाएँ और माध्यम उभरे तथा समूची वैश्विक प्रणाली के अंतर्गत ऋण उपलब्ध कराने में एक महत्वपूर्ण भूमिका अदा की।

परिचालन के तौर पर छाया संस्थाओं ने निवेश बैंकों की तरह अल्पावधि में निवेशकों, नकदी बाजारों (जैसे मुद्रा बाजार और वाणिज्य पत्र बाजार) से उधार लिया है, जिसका अर्थ यह हुआ कि उन्हें बारंबार चुकौती करना और इन निवेशकों से पुनः उधार लेना पड़ेगा। इसी समय उन्होंने इन निधियों का उपयोग निगमों को उधार देने अथवा अपेक्षाकृत अधिक अवधि वाली कम नकदी (अर्थात् बेचने के लिए कठिनतर) परिसंपत्तियों में निवेश करने के लिए किया। कई मामलों में खरीदी गई दीर्घावधि परिसंपत्तियाँ एमबीएस/सीडीओ थीं। जब आवास बाजार क्षीण होने लगा तथा बंधक-समर्थित प्रतिभूतियों जैसे निवेशों के माध्यम से निवेशकों से निधियाँ प्राप्त करने की क्षमता घट गई, तब ये निवेश बैंक अपनी निधियों की व्यवस्था करने में असमर्थ हो गये। निवेशकों का अस्वीकार करना अथवा अल्पावधि बाजारों के माध्यम से निधियाँ उपलब्ध कराने में असमर्थ होना 2008 के दौरान बियर स्टेर्न्स और लेहमैन ब्रदर्स की असफलता का एक प्राथमिक कारण था।

तकनीकी रूप से ये संस्थाएँ बाजार जोखिम, ऋण जोखिम और विशेष रूप से चलनिधि जोखिम के अधीन हैं क्योंकि उनकी देयताएँ अल्पावधि की हैं जबकि उनकी परिसंपत्तियाँ अधिक दीर्घावधि की और अनकदी हैं। इससे एक संभावित समस्या निर्मित होती है कि वे निक्षेपागार संस्थाएँ नहीं हैं तथा उनके केंद्रीय बैंक का अंतिम उधारदाता वाला समर्थन पाने के लिए उनके पास प्रत्यक्ष अथवा अप्रत्यक्ष

पहुँच नहीं है। अतः बाजार की अनकदी की अवधियों में वे दिवालिया निकल सकती हैं यदि वे अपनी अल्पावधि देयताओं हेतु पुनर्वित्त की व्यवस्था करने में असमर्थ हैं। वे अत्यधिक उन्नति-प्राप्त (लीवरेज्ड) भी हैं। इसका अर्थ यह है कि ऋण बाजारों में विघटन उन्हें तेज अवनति (डीलिवेरोरॉजिंग) के अधीन बना सकते हैं अर्थात् उन्हें अपने कर्जों का भुगतान अपनी दीर्घावधि परिसंपत्तियाँ बेचकर करना होगा

2007 के प्रारंभ में छाया बैंकिंग प्रणाली के माध्यम से उधार बकाया शेषों के आधार पर पारंपरिक बैंकिंग प्रणाली द्वारा उधार से थोड़ा-सा बढ़ गया था (विश्लेषकों ने ऋण बाजारों के निष्क्रिय होने के लिए छाया बैंकिंग प्रणाली में संस्थाओं से उनके प्रतिपक्षियों द्वारा भारी मात्रा में "आकस्मिक आहरण" (रन) पर उल्लेखनीय रूप में दोषारोपण किया है (गेइथनेर, 2008)। छाया बैंकिंग प्रणाली से भारी मात्रा में आकस्मिक आहरण को संकट के लिए कारणभूत रूप में "जो कुछ हुआ उसके केंद्र " के रूप में अभिवर्णित किया गया है (क्लगमैन, 2009)। यह भी कहा गया है कि ऋणों के प्रतिभूतिकरण सहित तथाकथित छाया बैंकिंग प्रणाली के अपेक्षाकृत छोटी होने तथा संकट से पूर्व की तुलना में उसके अधिक विनियामक पर्यवेक्षण के अधीन होने की संभावना है (बेनकि, 2009)।

संदर्भ

1. हायेक, एफ. ए. 1935। "प्रेस एण्ड प्रोडक्शन एण्ड अदर वर्क्स।" लुडविग वोन माइसेस इनस्टिट्यूट, औबर्न, अलाबामा।
2. आइएमएफ, 2008। "ग्लोबल फाइनेंशियल स्टेबिलिटी रिपोर्ट : स्ट्रक्चर्ड फाइनेंस : इश्यूस ऑफ वैल्युएशन एण्ड डिस्कलोजर", अध्याय 2, अप्रैल।
3. बेनकि बेन एस. 2009। "सेमीएन्युअल मॉनिटरी पॉलिसी रिपोर्ट टू दी कांग्रेस।" बैंकिंग, आवास और शहरी मामलों संबंधी समिति के समक्ष, अमेरिका, सेनेट, वाशिंगटन डी.सी., फरवरी 24।
4. गेइथनेर, टिमोथी, 2008। "रेड्यूंसिंग सिस्टमेटिक रिस्क इन ए डाइनमिक फाइनेंशियल सिस्टम।" इकनॉमिक क्लब ऑफ न्यूयार्क में टिप्पणी, जून।
5. मैक कल्लो पाल, 2007। "टेटोन रिफ्लेक्शंस : ग्लोबल सेंट्रल बैंक फोकस।" जाकसन होल सम्मेलन; अगस्त/सितंबर।
6. क्लगमैन, पाल, 2009। "दी रिटर्न ऑफ डिप्रेशन इकनॉमिक्स एण्ड दी क्राइसिस ऑफ 2008।" डब्ल्यू. डब्ल्यू. नॉर्टन कंपनी लिमिटेड।

पर लिप्त होना आवश्यक हो गया। ऐसा प्रतीत होता है कि इस व्यावसायिक मॉडल ने उधार देने के मानदंडों में शिथिलन तथा अत्यधिक बंधक ऋण को प्रेरित किया है। एसआइवी सबसे पहले एनरॉन स्कैंडल के दौरान प्रकाश में आई। तब से उनका उपयोग वित्तीय जगत में व्याप्त हो गया है। संकट तक अग्रसर होनेवाले वर्षों में शीर्षस्थ चार अमेरिकी डिपॉजिटरी बैंकों ने 5.2 ट्रिलियन अमेरिकी डॉलर की अनुमानित परिसंपत्तियों और देयताओं का अंतरण तुलन-पत्र से बाहर विशेष प्रयोजन संस्थाओं अथवा इसी प्रकार की संस्थाओं में कर दिया।

बासेल मानदंडों की भूमिका

2.43 बासेल I न्यूनतम पूँजी पर्याप्तता की आवश्यकता बैंकों को सामान्यतः प्रतिभूतिकरण के माध्यम से अथवा छाया बैंकिंग संवाहिकाओं के द्वारा ऊपर वर्णित तरीके से जोखिम को अपने तुलन-पत्रों से अंतरित करने के लिए प्रोत्साहित करने में सहायक रही है। कुछ लोगों का यह विश्वास है कि यदि बासेल II अधिक देशों में प्रचलित रहता, तो हाल की तनावपूर्ण घटना कम तीव्र होती। संकट से पहले अधिक देशों में बासेल II का कार्यान्वयन सब-प्राइम से संबंधित सभी नहीं तो कुछ समस्याओं का समाधान करने में सहायक होता। यह सुनिश्चित करने से इस प्रकार संभव होता कि तुलन-पत्र से बाहर के एक्सपोजरों के लिए भी पूँजी प्रभार लगाये जाते जिनका अनुमान छाया बैंकिंग संवाहिकाओं के माध्यम से किया गया था, प्रतिभूतिकरण से संबंधित एक्सपोजरों के लिए जोखिम के प्रति अधिक संवेदनशील व्यवहार किया जाता, प्राइम ऋणों से सब-प्राइम ऋणों में अथवा कारपोरेट उधार से लीवरेज उधार में एक्सपोजर को बदलते समय अधिकाधिक जोखिम विभेदीकरण किया जाता, अधिक से अधिक प्रकटीकरण होता एवं बैंकों के अंदर कठोर जोखिम मूल्यांकन ढाँचे रखे जाते। बासेल I के अंतर्गत पूँजी प्रभार सहायक चलनिधि सुविधाओं के लिए लागू करने की आवश्यकता नहीं थी जो आवश्यक रूप से एक वर्ष से कम प्रतिबद्धता के साथ वापस ओबीएसई को ऋण आश्वासनों/वित्तीय सहायता की गारंटियों के रूप में थीं, जबकि ये अपेक्षाकृत दीर्घतर अवधियों के लिए आवश्यक थे। अमेरिका और यूरोप के अधिकांश बैंकों के लिए इन सहायक सुविधाओं के प्रवर्तक बैंकों के लिए निहितार्थ तब तक पूरी तरह नहीं समझे गए जब तक अगस्त 2007 के प्रारंभ में कठिनाइयाँ उत्पन्न नहीं हुईं।⁴ बासेल II की बैंकों से अपेक्षा यह है कि वे चलनिधि और अन्य सहायक सुविधाओं के लिए विनियामक पूँजी धारित करें

और इस प्रकार निवेशकों और विनियामकों के लिए पारदर्शिता को बढ़ाएँ।

2.44 यद्यपि बासेल II में ऐसे तत्व हैं जो कुछ दबावों को कम कर सकते थे, तथापि यह निष्कर्ष निकालना कठिन है कि इस घटना से बचा जा सकता था (जीएफएसआर, 2008)। यह मानते हुए कि बासेल II परिसंपत्ति धारिताओं पर निम्नतम जोखिम भारों तक जोखिम एक्सपोजरों के संबंध में बैंकों के बचाव को प्रोत्साहित करता है, ऋण चूक अदला-बदलियों (सीडीएस) का प्रयोग व्यापक हो गया होता। जबकि सीडीएस के माध्यम से ऋण जोखिम से बचाव सहायक हो सकता है, ऐसे स्वैप जारी करनेवालों के लिए प्रतिपक्षी जोखिम अभी भी मौजूद है। साथ ही, जबकि बासेल II की प्रकटीकरण और पूँजी संबंधी अपेक्षाएं प्रवर्तक बैंकों को निम्न निवेश ग्रेड वाले लिखतों को उच्चतर लीवरेज वाले लिखतों के रूप में जारी करने से निरुत्साहित कर सकती हैं तथा एक्सपोजरों की जोखिमपूर्णता बैंक की पूँजीगत अपेक्षाओं में अधिक स्पष्ट रूप से हिसाब में ली जाएगी, यह एक और संकट को रोक नहीं सकता था। जोखिमों के मूल्यांकन और परिकलन के लिए बासेल II का अत्यधिक बल दिया जाना बहुत प्रायः सही स्थिति को विकृत कर सकता है। एक समष्टि-आर्थिक संदर्भ में यह तर्क दिया गया है कि बासेल II की पूँजीगत अपेक्षाओं के कार्यान्वयन का व्यवसाय-चक्र पर चक्रीयता के अनुकूल प्रभाव पड़ सकता है। विशेष रूप से आर्थिक अवनति की स्थिति में प्रत्याशित हानियों को ध्यान में रखते हुए बैंकों से यह अपेक्षा होगी कि वे ऋण के प्रावधान पर और भी अधोमुखी दबाव डालते हुए तथा उसके द्वारा पतन को दबाते हुए अपनी पूँजी में वृद्धि करें (आर्थिक परिस्थितियों के प्रति रेटिंग मॉडलों की संवेदनशीलता के आधार पर)। प्रसंगवश, इस पृष्ठभूमि में इनमें से कुछ कारकों को ध्यान में रखते हुए बासेल II प्रावधानों में सुधार किया जा रहा है।

2.45 साथ ही, अनेक गैर-बैंक वित्तीय संस्थाएँ रही हैं जैसे बीमा कंपनियाँ, बचाव निधियाँ, पेंशन निधियाँ और म्युचुअल निधियाँ जो बासेल II के अंतर्गत ओबीएसई के लिए प्रकटीकरण की अपेक्षाओं द्वारा सीधे प्रभावित नहीं हुईं, फिर भी वे प्रणालीगत जोखिमों के लिए संभावित माध्यम रही हैं। बचाव निधियाँ जो संरचित उत्पादों के सर्वाधिक जोखिमपूर्ण अंशों को धारित कर रही थीं, *वास्तव में* किसी प्रकटीकरण की अपेक्षा के अधीन नहीं हैं। जबकि हाल की अशांति विनियामकों

⁴ बासेल I के मानकों का उपयोग करते हुए फिच रेटिंग ने यह अनुमान किया कि सबसे बुरी स्थिति के परिदृश्य में यदि चलनिधि की रेखाएँ पूरी तरह नीचे खींची हों, तो यूरोपीय बैंकों के टीयर I पूँजी अनुपात में गिरावट चरम स्थिति में 50 प्रतिशत पर तथा अमेरिकी बैंकों के लिए लगभग 29 प्रतिशत पर होगी। (फिच रेटिंग्स, 2007)।

के समक्ष बचाव निधियों⁵ द्वारा अधिदेशात्मक प्रकटीकरण के लिए मामले को मजबूत करती है, इस बात से इनकार नहीं किया जा सकता कि बाजार और विनियामक विश्वास को उपलब्ध कराये जानेवाले प्रकटीकरण के बीच एक संतुलन होना चाहिए जबकि बाजार के सुचारु कार्यचालन के लिए योगदान करने में बचाव निधि के लचीलेपन में कोई बाधा नहीं डाली जानी चाहिए।

2.46 इस प्रकार बैंकों और गैर-बैंक वित्तीय संस्थाओं के बीच विनियामक मध्यस्थता तथा विनियामक संरचनाओं में समन्वय के अभाव ने भी संकट के लिए योगदान किया होगा। सीमाओं के पार विनियामक मध्यस्थता का भी अधिकतम दुरुपयोग किया गया। वित्तीय सेवाओं को आकर्षित करने के प्रयास में अंतरराष्ट्रीय वित्तीय केंद्रों, जैसे लंदन और न्यूयार्क में स्थित विनियामकों ने अपेक्षाकृत तौर पर नरम विनियमों अथवा मृदु स्पर्श विनियमन के रूप में वर्णित नीति को अपनाया। कुछ केंद्रों को वैश्विक वित्तीय केंद्रों के रूप में विकसित करने की आतुरता विनियमन में आधारतल तक पहुँचने की स्पर्धा में परिणत हुई (रेड्डी, 2009बी)।

जोखिम मापन, लेखांकन और प्रोत्साहन संरचना

जोखिम मापन

2.47 संकट के लिए एक और व्यक्ति-आर्थिक कारण जोखिम मापन की समस्याओं से संबंधित है। इस संदर्भ में पाँच मुद्दे संगत हैं। पहला, ऐतिहासिक सामग्री का उपयोग नये वित्तीय लिखतों के कीमत-निर्धारण के लिए केवल हाल की अवधि (महान नरमी की अवधि) के लिए प्रतिबंधित किया गया जिसके कारण गुमराह करनेवाले परिणाम सामने आए। जोखिम इनके माध्यम से कम किया गया- (1) बचाव, जिसके द्वारा दो जोखिम एक दूसरे के पूरक माने गये क्योंकि उनकी चुकौतियाँ ऋणात्मक रूप से सहसंबद्ध थीं; तथा (2) विविधीकरण, जिसके द्वारा जोखिम उन परिसंपत्तियों में व्याप्त हो गया जिनके प्रतिलाभ पूर्ण से न्यून रूप में सहसंबद्ध थे। सामान्य तौर पर सही होने पर भी कभी कभी ऐतिहासिक सहसंबंध गुमराह करनेवाले परिणामों के लिए कारण बन सकते हैं। इस प्रकार अत्यंत परिष्कृत सांख्यिकीय मॉडल भी जोखिमों का सही तौर पर मापन और कीमत-निर्धारण नहीं कर सके, जिसके परिणामस्वरूप कई अवसरों पर जोखिमों का कुप्रबंध सामने आया। ऐतिहासिक सहसंबंध की सीमाएँ अमेरिका में सब-प्राइम बंधकों के

प्रतिभूतिकरण के साथ संबद्ध एक समस्या थीं, जिसके द्वारा वस्तुनिष्ठ रूप में बड़ी संख्या में निम्न गुणवत्ता वाले ऋण एकसाथ समूहीकृत किये गये जिनमें से उक्त समूह द्वारा समर्थित उच्च गुणवत्ता और निम्न गुणवत्ता वाली प्रतिभूतियों का एक मिश्रण निर्मित (उत्पादन) किया गया और पूर्णतः एक नई श्रेणी के उधारकर्ताओं को बेचा गया (वितरण) किया गया। तथापि, प्रमुख त्रुटि यह रही कि प्रवर्तकों ने सामान्यतः चूक का अत्यंत अल्प जोखिम रखा और जैसे ही तेजी में विकास हुआ, ऋणों की गुणवत्ता प्रगामी रूप से बदतर होती गई। संकट से पहले 'उत्पादन और वितरण' मॉडल ने भली भाँति कार्य किया क्योंकि उसने इस अनुमान के संबंध में विविधीकरण उपलब्ध कराया कि विश्व के विभिन्न क्षेत्रों में परिसंपत्ति कीमतें एकसाथ गतिशील नहीं होतीं। उदाहरण के लिए संकट से पहले यह सोचा गया कि वैश्विक तौर पर निवेश जोखिम को कम करेगा, क्योंकि कीमतें विश्व के विभिन्न क्षेत्रों में एकसाथ गतिशील नहीं होतीं। यह धारणा गलत साबित हुई। परिसंपत्ति कीमतें जो पहले स्वतंत्र रूप से गतिशील थीं (विविधीकरण प्रदान करते हुए) अथवा विपरीत दिशाओं में गतिशील थीं (बचाव प्रदान करते हुए), जब एकसाथ गतिशील होने लगीं, तब जोखिम कम होने के बजाय बढ़ गए। जब खराब समय आया, तब सहसंबंध बड़े और धनात्मक बन गए। जो कुछ जोखिम-कटौती थी, वह जोखिम संकेंद्रण बन गई।

2.48 दूसरा, इस प्रकार की बड़ी घटनाओं की कम संभावना का अनुमान करना कठिन था। जोखिम का मापन, कीमत-निर्धारण और प्रबंध के लिए आधुनिक सांख्यिकीय साधनों की आवश्यकता होती है जो अधिकतम ऐतिहासिक अनुभव पर आधारित हैं। अपनी सरलता के साथ स्वाभाविक अनुमान यह है कि अनेक विभिन्न परिसंपत्तियों के प्रतिलाभ सामान्यतः वितरित किये जाते हैं (और विरल घटनाओं पर भी यह लागू होता है)। साथ ही, यद्यपि ऐसी घटनाएँ विरल होती हैं, वास्तव में वे एक सामान्य वितरण द्वारा किये गये पूर्वानुमान की तुलना में अधिक आवर्ती हैं। यद्यपि एक सामान्य वितरण के अनुमान से संबंधित समस्या जानी-पहचानी थी, तथापि उक्त अनुमान इस अधिक आश्चर्यचकित न करनेवाले परिणाम के साथ बना रहा कि विरल विपत्तियों के विरुद्ध सुरक्षा की कम कीमत निर्धारित की गई है।

2.49 तीसरा, मापन में निहित समस्याओं के अतिरिक्त, वित्तीय संस्थाओं में विद्यमान जोखिम प्रबंध प्रथाओं में अभिशासन (गवर्नेंस) की समस्याएँ भी थीं। वित्तीय संस्थाओं ने विनियामक परिसीमा के बाहर की गतिविधियों को संरचित निवेश संस्थाओं के माध्यम से

5 यहाँ यूके बचाव निधि उद्योग की पहल का उल्लेख करना आवश्यक है, जिसने 14 सबसे बड़ी यूके बचाव निधियों द्वारा समर्थित एक कार्यदल गठित किया है ताकि इस उद्योग के लिए दिशानिर्देशों का सेट विकसित किया जा सके।

अंतरित करना अपेक्षाकृत आसान पाया। अधिक सामान्य तौर पर संकट ने यह दर्शाया कि परिवर्धित वित्तीय क्षेत्र - जिसमें दोनों पारंपरिक बैंक तथा गैर-बैंक मध्यवर्तियों और तुलन-पत्र बाह्य संस्थाओं से युक्त अधिकाधिक महत्वपूर्ण समांतर वित्तीय प्रणाली विद्यमान हैं - अतीत की तुलना में अधिक जोखिमपूर्ण बन गया है। अभिशासन की विफलता भी गंभीर वित्तीय अस्थिरता के विरुद्ध सभी संबंधित संस्थागत सुरक्षाओं की असफलता द्वारा प्रमाणित हो चुकी है। इस प्रकार, बोर्ड, प्रबंधन, जोखिम प्रबंध प्रथाओं और आंतरिक नियंत्रणों ने ज्यादातियाँ होने दीं। रेटिंग एजेंसियों, परामर्शदाताओं, विश्लेषकों और लेखा-परीक्षकों ने जोखिमों के निर्माण के विषय में चेतावनी नहीं दी, जो संभवतः संबंधित प्रोत्साहनों अथवा प्रतिपक्षी व्यवहारों के कारण था। वित्तीय विनियामकों ने इन ज्यादातियों को घटित होने दिया। अंतिम रूप से बाजार अनुशासन जिस पर सामान्यतः विश्वास किया गया है तथा जिसमें मीडिया और जनमत शामिल हैं, इन ज्यादातियों को रोक न सका।

2.50 चौथा, अधिक सामान्य तौर पर संकट ने यह दिखाया कि परिवर्धित वित्तीय क्षेत्र - जिसमें दोनों पारंपरिक बैंक तथा गैर-बैंक मध्यवर्तियों और तुलन-पत्र बाह्य संस्थाओं से संरचित अधिकाधिक महत्वपूर्ण समांतर वित्तीय प्रणाली सम्मिलित हैं - अतीत की तुलना में अधिक जोखिमपूर्ण बन गया था। एक राष्ट्रीय समरूप विनियामक प्राधिकरण के अभाव का परिणाम बंधक बाजार और सब-प्राइम बंधक उत्पादों में वित्तीय क्षेत्र की संबद्धता के मान के विषय में चूक के रूप में हुआ। बहुविध विनियामकों के कारण बाजार के सहभागियों द्वारा विनियामक मध्यस्थता सुसाध्य हुई और इस प्रकार जोखिमों में बढ़ोतरी हुई। इस तथ्य के बावजूद कि वित्तीय बाजारों का वैश्वीकरण हुआ, सीमापार विनियमन के लिए ढाँचा कमजोर था।

2.51 पाँचवाँ, जोखिम अधिकारियों और शीर्षस्थ कार्यपालकों के बीच एक बड़ी पृथक्ता थी जो निर्णयकर्ता हैं। जोखिम अधिकारियों द्वारा शीर्षस्थ निर्णयकर्ताओं के साथ विरले ही पर्याप्त दैनंदिन संपर्क होने के कारण वे प्रायः अपने मूल्यांकन प्रभावी तौर पर संप्रेषित नहीं कर सके। साथ ही, कुछ अवसरों पर जब जो कुछ हो रहा था वह लाभप्रद था, तब सुनने के लिए प्रबंधकों और निदेशकों को पाना कठिन था (अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक, 2009)।

लेखांकन प्रक्रियाएँ

2.52 सामान्यतः यह देखा गया है कि लेखांकन प्रक्रियाओं, जिनका अनुसरण बाजार के सहभागियों ने किया, का भी संकट में योगदान रहा। लेखांकन प्रक्रियाएँ चक्रीयता के अनुकूल थीं, जो विशेष रूप से परिसंपत्तियों और देयताओं के मूल्यांकन के मार्क-टू-मार्केट नियमों

की नीति के कारण था। मार्क-टू-मार्केट किसी प्रतिभूति अथवा संविभाग की कीमत अथवा मूल्य को दर्ज करने का लेखांकन कार्य है जिसमें उसके बही मूल्य के बजाय उसका वर्तमान बाजार मूल्य अंकित किया जाता है। तथापि, यह मानते हुए कि सभी प्रतिभूतियाँ व्यापार-योग्य बाजार मूल्य रखने के लिए पर्याप्त नकदी नहीं हैं, सामान्यतः एक मॉडल के आधार पर उचित मूल्य पर उन्हें अंकित किया जाता है। उक्त मॉडल को निविष्टियों से भर दिया जाता है जिनके लिए बाजार मूल्य (इसी प्रकार की प्रतिभूतियों की कीमतें, ब्याज दरें, आदि) अथवा निविष्टि मूल्यों के बारे में अनुमान उपलब्ध हैं। मार्क-टू-मार्केट लेखांकन के साथ समस्या यह है कि वह इस अनुमान पर विश्वास करता है कि बाजार किसी परिसंपत्ति के संबंध में मूल्य का सर्वोत्तम मध्यवर्ती है। प्रायः यह एक उचित मान्यता है, परंतु किसी बाजार संकट के समय यह विच्छिन्न हो जाती है। जब निवेशक भय से आक्रांत होते हैं, तब दहशत भरी बिक्री ऐसी कीमतें उत्पन्न कर सकती है जो अंतर्निहित परिसंपत्ति मूल्यों के साथ सामंजस्य के बाहर हो जाती हैं। बदतर तो यह है कि बाजार पूर्णतः व्यापार को बंद कर सकता है।

2.53 संकट से पहले संरचित वित्त उत्पादों और काउंटर पर (ओटीसी) बाजारों में संबंधित डेरिवेटिव्स के लिए बाजार के बड़े आकार को देखते हुए, उनका उचित मूल्य निर्धारित करना लगभग असंभव हो गया था। जैसा कि स्पष्ट है, हाल के संकट में उचित मूल्य लेखांकन दोषपूर्ण विभिन्न तुलन-पत्र की स्थितियाँ व्यक्त करने के लिए चयनित मूल्यों के लिए नहीं था, बल्कि गोदाम जोखिमों तक वाणिज्य और निवेश बैंकों के विभिन्न तुलन-पत्र से बाहर की मदों के विस्तारों के लिए था जिन्हें प्रतिष्ठात्मक कारणों से जब भी संचित हानियाँ विकसित होतीं, तब तुलन-पत्र पर वापस लाना चाहिए था। साथ ही, बड़ी और संश्लिष्ट वित्तीय संस्थाओं में अलग-अलग प्रबंधकों के लिए अपनी पूँजी को अधिक बताने और हानि के प्रति अपने एक्सपोजर को कम बताने के सूचना संबंधी विकल्पों की खोज करने और उनका प्रयोग करने के लिए जबरदस्त प्रोत्साहन थे। यह अंतर्निहित आर्थिक सहायता प्राप्त करने के लिए उनकी क्षमता को व्यापक बनाता है जो जोखिम उठाने से अंतर्निहित सुरक्षा-जाल की सहायता से उत्पन्न हो सकती है।

2.54 केवल मार्क-टू-मार्केट लेखांकन के कारण सर्वोत्तम कार्यनिष्पादन करनेवाली वित्तीय फर्मों के लिए किस्मत के पूरे उलटाव की यही संभावना है जिसने अंतरराष्ट्रीय लेखांकन मानदंडों की समीक्षा को आवश्यक बना दिया है। एक दृष्टिकोण यह भी है कि प्रतिभूतिकरण संकट को निर्मित करने और उसे सघन बनाने में उचित मूल्य लेखांकन की भूमिका को अधिक बताया जा रहा है। अमेरिका में उचित मूल्य लेखांकन को अपनाने का एक प्रमुख उद्देश्य समस्याग्रस्त वित्तीय

फर्मों की विकसित हो रही कुछ हानियों को पहचानना और उनका समाधान अतीत की तुलना में अधिक तत्परता के साथ करना था। परंतु वास्तव में उचित मूल्य लेखांकन के अंतर्गत संविभाग की स्थितियाँ वास्तविक लेनदेन की कीमत के बजाय “मार्कट टू मॉडल” (मॉडल के अनुसार अंकित) थीं, इस प्रकार चतुर प्रबंधकों को अवसर प्रदान किया गया कि वे तब तक मॉडल के परिणामों को समायोजित करें जब तक कि वे पूर्व-विनिर्दिष्ट परिणाम उत्पन्न नहीं करते (कैप्रियो *ईटी एल.*, 2008)। इसका संबंध लेखांकन मानदंडों के बजाय फर्म के अधिकारियों की प्रोत्साहन संरचना से था।

प्रोत्साहन संरचना

2.55 इस संकट ने निवेशकों और निधि प्रबंधकों द्वारा सामना की जानेवाली प्रोत्साहन संरचना में निहित त्रुटियों पर प्रकाश डाला। पहला, निवेशकों के संबंध में जैसे जैसे आय/अर्जन के स्तर बढ़ रहे थे, वे बैंकों के तुलन-पत्रों की ओर उचित ध्यान नहीं दे सके जहाँ वे कारोबार कर रहे थे अथवा उन फर्मों के वित्त के तुलन-पत्रों पर उन्होंने ध्यान नहीं दिया जिसमें उन्होंने शेयरों अथवा ऋण प्रतिभूतियों की खरीद के माध्यम से निवेश किया। जानकारी के अभाव के अतिरिक्त, इस विश्वास ने कि कोई और तो निगरानी कर रहा है - चाहे वह विश्वस्त प्रबंधक हो, शेयर विश्लेषक हो, क्रेडिट रेटिंग एजेंसी हो अथवा विनियामक - उन्हें यह मानने के लिए प्रेरित किया कि प्रणाली परिष्कृत है और उनके निवेश सुरक्षित हैं, जबकि वास्तव में प्रणाली जटिल और अपारदर्शी थी। वित्तीय प्रणाली और वित्तीय उत्पादों की जटिलता को प्रणाली की परिष्कृतता के रूप में गलत समझा गया (अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक, 2009)।

2.56 दूसरा, वित्तीय फर्मों के प्रबंधक भी एक विरूपित प्रोत्साहन ढाँचे के अंतर्गत कार्य कर रहे थे। व्यवसाय की मात्रा के आधार पर क्षतिपूर्ति की योजनाओं ने प्रबंधकों को वित्तीय फर्मों में अत्यधिक जोखिम उठाने के लिए प्रोत्साहित किया। उन्होंने शेयरधारकों को संतुष्ट करने एवं अपने वेतन पैकेज बढ़ाने और कभी-कभी दौड़ में अपनी नौकरियाँ बनाये रखने के लिए भी उनके शेयरों पर प्रतिलाभ बढ़ाने के प्रयास की आवश्यकता देखी। कई मिलियन डॉलर के बड़े वार्षिक बोनसों ने अनुचित जोखिम उठाने, नये वित्तीय उत्पादों का नवोन्मेषण करने और उच्चतर प्रतिलाभ की तलाश करनेवाले निवेशकों को उनका विपणन करने के लिए अप्रत्यक्ष रूप से प्रोत्साहन उपलब्ध कराया, इस प्रकार लीवरेज बढ़ा तथा दुर्बल संस्थाओं और एक अस्थिर वित्तीय प्रणाली का भी निर्माण हुआ। शेयरधारकों (सीमित देयता के

कारण) तथा परिसंपत्ति प्रबंधकों (उनकी क्षतिपूर्ति प्रणाली के कारण) को जोखिम उठाने के लिए अनुचित रूप से पुरस्कृत किया गया। लालच स्वीकृत मानदंड बन गया भले ही इसका अर्थ अल्पावधि में फर्म की विश्वसनीयता का परित्याग करना क्यों न था। यहाँ पर लोगों को उग्र निर्णय लेने, बचत के बारे में उनके निर्णयों में भविष्य के बारे में तार्किक रूप से विचार न करने और अंततः भ्रष्टाचार को प्रोत्साहित करने में पशु प्रवृत्तियों की भूमिका को समझने की आवश्यकता है (अकेल्लोफ और शिलर, 2009)। परिणामतः भले ही प्रबंधकों ने किसी परिसंपत्ति की कीमत में खतरे को पहचान लिया हो, तो भी कम विक्रय करने के द्वारा उस जानकारी का लाभ वे नहीं उठा सके, इस भय से कि निवेशक अपनी निधियाँ वापस लेंगे। ऐसे पुरस्कार कार्यनिष्पादन के अनुरूप नहीं थे क्योंकि सरकारों ने प्रणालीगत तौर पर महत्वपूर्ण वित्तीय संस्थाओं को धराशायी होने से रोकने के लिए निधीयन की सहायता उपलब्ध कराकर अनिवार्यतः मामले को समाप्त कर दिया।

2.57 समाहार के तौर पर, जबकि समष्टि-आर्थिक प्रबंध के क्षेत्र में कोई ऐसा अकेला स्पष्टीकरण नहीं है जो पूर्णतः संतोषजनक प्रतीत होता हो, अधिकांश स्पष्टीकरणों के लिए एक सामान्य सूत्र अर्थात् बाजार की असफलताओं के लिए संभावना की गंभीर कम अनुमान है क्योंकि वह सामान्य रूप से समष्टि-अर्थव्यवस्था से और विशेष रूप से वित्तीय क्षेत्र से संबंधित है (रेड्डी, 2009सी)। विभिन्न कारणों की संबद्धता यद्यपि बहुत स्पष्ट नहीं है, निम्नानुसार परिलक्षित होती है : वैश्विक असंतुलनों के परिणामस्वरूप एशिया से बचत उन्नत देशों में निवेश की गई, जिससे उनकी वास्तविक ब्याज दरें नीचे आ गई। प्रतिलाभ के लिए स्वार्थी अन्वेषण के कारण इसने ऋण की गुणवत्ता में हास के साथ ऋण की मात्रा में भारी विस्तार के लिए प्रेरणा दी। इसने फिर नये विषाक्त वित्तीय उत्पादों के उत्पादन, हालांकि खंडीकरण, बचाव तथा उत्पादन और वितरण के माध्यम से, के लिए प्रेरित किया, जिनमें से सभी एक विस्फोटक आयाम तक संकट के घटित होने के लिए मिल गए थे (सुब्बाराव, 2009)। वर्तमान वैश्विक वित्तीय संकट के आलोक में यह उपयुक्त होगा कि वित्तीय संकटों के इतिहास का पता उनकी घटना, कारणों और प्रभावों के तौर पर लगाया जाए।

II. ऐतिहासिक परिप्रेक्ष्य में वित्तीय संकट

परिभाषा और वर्गीकरण

2.58 वित्तीय आतंक अथवा संकट उतने ही पुराने हैं जितना कि स्वयं पूँजीवाद तथा इनका पता कम से कम 1636-37 के डच ट्यूलिप मैनिया और 1719-20 के दक्षिणी समुद्र खतरे (बबल) तक लगाया

जा सकता है। वित्तीय संकटों के अध्ययन का प्राथमिक उद्देश्य किसी संकट के अंतर्निहित विश्लेषण-विद्या को बेहतर समझना रहा है ताकि भावी घटना का पूर्वानुमान किया जा सके और उसे न्यूनतम बनाया जा सके। इस प्रकार वर्तमान संदर्भ में अतीत में वैश्विक अर्थव्यवस्था द्वारा देखे गये वित्तीय संकटों का विश्लेषण हाल के संकट को समझने और विश्लेषण करने के लिए महत्व रखता है।

2.59 सभी वित्तीय संकटों का एक सामान्य लक्षण वे प्रायः तीव्र शक्ति के साथ आए और नीति-निर्धारकों के लिए महत्वपूर्ण शिक्षा देते हुए चले गए। किंडलबर्गर (1978) ने वित्तीय संकट को ठीक ही एक “सदाबहार समस्या” कहा है। वित्तीय संकटों की स्वीकृत रूप में परिभाषा देना कठिन है तथा प्रायः उनका कोई सुनिश्चित प्रारंभ अथवा अंत नहीं है। उनकी परिभाषा अनकदी और वित्तीय बाजार के सहभागियों में दिवालियेपन की महत्वपूर्ण समस्याओं द्वारा सुस्पष्ट वित्तीय बाजार की अस्थिरता की घटनाओं के रूप में दी जा सकती है जिनके संबंध में ऐसे परिणामों को नियंत्रित करने के लिए सरकारी हस्तक्षेप की आवश्यकता होती है। वैकल्पिक तौर पर वित्तीय संकटों को बैंकिंग प्रणाली की पूँजी के उल्लेखनीय अंश को विलुप्त अथवा दुर्बल करनेवाली वित्तीय घटनाओं के रूप में परिभाषित किया जा सकता है।

2.60 कुछ अर्थशास्त्रियों ने भी वित्तीय संकट की परिभाषा एक ऐसी स्थिति के रूप में दी है जिसमें मुद्रा की आपूर्ति मुद्रा के लिए माँग द्वारा पीछे छोड़ दी गई हो। इसका आशय यह है कि चलनिधि त्वरित रूप से अदृश्य होती है क्योंकि उपलब्ध मुद्रा बैंकों से आहरित की जाती है (जो भारी मात्रा में आकस्मिक आहरण कहलाता है) जिससे बैंक कमी को पूरी करने के लिए अन्य निवेशों को बेचने अथवा स्वयं धराशायी होने के लिए मजबूर हो जाते हैं। वित्तीय संकट की एक और परिभाषा मिशिकन (1991ए) द्वारा प्रस्तुत की गई है जो वित्तीय संकट को वित्तीय बाजारों के विघटन के रूप में परिभाषित करते हैं जिसमें प्रतिकूल चयन और नैतिक संकट की समस्याएँ काफी बदतर हो जाती हैं ताकि वित्तीय बाजार उन लोगों को निधियाँ कुशलतापूर्वक मुहैया करने में असमर्थ हो जाते हैं जिनके पास सर्वाधिक उत्पादक निवेश के अवसर हैं। इसके परिणामस्वरूप एक वित्तीय संकट अर्थव्यवस्था को संतुलन से अत्यधिक परिमाण में दूर ले जा सकता है जिसमें वित्तीय बाजार ऐसी स्थिति में कार्य करते हैं जिसमें उत्पादन तेजी से घट जाता है।

2.61 वित्तीय संकट संबंधी साहित्य को दो विचारधाराओं में बाँटा जा सकता है, एक दृष्टिकोण मुद्रावादियों द्वारा प्रकट किया गया है तथा दूसरा अधिक उदार दृष्टिकोण किंडलबर्गर और मिन्स्की द्वारा

प्रस्तुत किया गया है। फ्रायडमैन और स्क्वाटर्ज (1963) जैसे मुद्रावादियों ने वित्तीय संकटों को बैंकिंग आतंकों के साथ संबद्ध किया है तथा यह निष्कर्ष निकाला कि बैंकिंग संबंधी आतंक मुद्रा संकुचन में परिणत होते हैं जो फिर आर्थिक कार्यकलाप में तीव्र संकुचन को प्रेरित करते हैं। वित्तीय संकट की घटनाएँ जो बैंकिंग आतंकों के रूप में परिणत नहीं हुई हैं, मुद्रावादियों द्वारा वित्तीय संकट के रूप में वर्गीकृत नहीं की गई हैं तथा उन्होंने इन घटनाओं को “छद्म वित्तीय संकट” कहा है। वित्तीय संकटों का इसके विपरीत दृष्टिकोण की रूपरेखा किंडलबर्गर (1978) और मिन्स्की (1972) द्वारा दी गई है जिनकी वित्तीय संकटों की परिभाषाएँ अधिक व्यापक हैं। उनकी दृष्टि में वित्तीय संकटों के साथ या तो परिसंपत्ति कीमतों में तीव्र गिरावट, बड़ी वित्तीय और वित्तेतर फर्मों की विफलताएँ, अपस्फीति अथवा अवस्फीति, विदेशी मुद्रा बाजारों में विघटन संबद्ध है या इन सभी में से कुछ का समूह। इन परिभाषाओं से यह निष्कर्ष निकाला जा सकता है कि वित्तीय संकट वित्तीय प्रणाली पर, बैंकों और अन्य वित्तीय मध्यवर्तियों पर दबाव को सूचित करते हैं, जिसका परिणाम सामान्यतः प्रणालीगत तौर पर महत्वपूर्ण संस्थाओं की विफलताओं एवं राष्ट्रीय अर्थव्यवस्था में तीव्र संकुचन के रूप में होता है।

2.62 साहित्य ने सामान्यतः वित्तीय संकटों को निम्नानुसार वर्गीकृत किया है : ऋण संकट, बैंकिंग संकट, मुद्रा संकट, तथा वित्तीय संसर्ग के कारण संकट। अर्थव्यवस्था इनमें से किसी भी संकट द्वारा प्रभावित हो सकती है अथवा एक ही समय आर्थिक संकट के एक से अधिक प्रकारों के घटित होने का अनुभव कर सकती है। पिछले 150 वर्षों में अनुभव किये गये वित्तीय संकटों को इन प्रकारों में से किसी एक प्रकार के रूप में वर्गीकृत किया जा सकता है।

ऋण संकट

2.63 ऋण संकट वित्तीय संकटों का सबसे पुराना ज्ञात विभेद है और ये बारंबार घटित हुए हैं। ऋण संकट तब घटित होता है जब या तो उधारकर्ता चूक करता है या ऋणदाता इसे महत्वपूर्ण जोखिम के रूप में पाते हैं तथा इस कारण से नये ऋणों को रोकते हैं और मौजूदा ऋणों के परिसमापन का प्रयास करते हैं। ऋण संकट वाणिज्यिक (निजी) और/या सर्वोत्तम (सरकारी) ऋण के संबंध में लागू हो सकता है। यदि ऐसा कोई विदित जोखिम है कि सरकारी क्षेत्र अपनी चुकौती के दायित्वों को स्वीकार करना समाप्त करेगा, तो इससे अंशतः निजी पूँजी के अंतर्वाह में तीव्र कटौती की संभावना बन सकती है क्योंकि निजी क्षेत्र के ऋण की चुकौती की अनुमति देने के लिए सरकार की

प्रतिबद्धता पर संदेह उत्पन्न होता है। इसके विपरीत यदि निजी क्षेत्र (का भाग) अपने बाह्य दायित्वों को पूरा करने में असमर्थ है, तो कोई आवश्यक नहीं कि यह किसी अधिक व्यापक संकट का कारण बने; परंतु व्यवहार में यदि निजी क्षेत्र की चूक उल्लेखनीय मात्रा में है तो वाणिज्यिक ऋण प्रायः गारंटियों, बैंक बेलआउटों इत्यादि के माध्यम से सरकारी ऋण बन जाता है। सरकार अपने सर्वोत्तम ऋण की चुकौती करने में विफल हो सकती है। इससे अकसर पूँजी के अंतर्वाह में अचानक गिरावट और पूँजी के बहिर्वाह में तीव्र वृद्धि होती है।

बैंकिंग संकट

2.64 बैंकिंग संकट अनेक ग्राहकों द्वारा बैंक जमाराशियों के आकस्मिक आहरण से प्रेरित होता है जो स्थिति 'बैंक रन' अर्थात् बैंकों से जमाराशि वापस लेने की होड़ के रूप में जानी जाती है। बैंकों के पास अनेक जमाकर्ताओं को एकसाथ वापसी अदायगी करने के लिए पर्याप्त निधियाँ नहीं हो सकतीं, क्योंकि वे अपनी निधियाँ उधार देते हैं। इस प्रकार कोई भी बैंकिंग संकट तब घटित होता है जब वास्तविक अथवा संभावित बैंक रन या विफलताएँ बैंकों को इस बात के लिए अभिप्रेरित करती हैं कि वे अपनी देयताओं की आंतरिक परिवर्तनीयता को स्थगित करें अथवा सरकार को इस बात के लिए विवश करें कि वह बड़े पैमाने पर सहायता प्रदान करने के द्वारा बैंक के पतन को रोकने के लिए हस्तक्षेप करे। बैंक रन रेडलेट और सैक्स (1998) द्वारा दिये गये सुझाव के अनुसार हो सकता है अर्थात् या तो शाब्दिक बैंक रन - चांग और वैलेस्को (1998ए, 1998बी) द्वारा प्रस्तुत धारणा - या एक प्रकार के तुलन-पत्र द्वारा प्रेरित वित्तीय संकुचन के माध्यम से स्व-पूरक पतन संभव है। बैंकिंग संकट दीर्घकालिक होने की प्रवृत्ति दर्शाते हैं तथा आर्थिक कार्यकलाप पर इनके तीव्र प्रभाव होते हैं जो वित्तीय मध्यस्थता, विश्वास, पूँजी-पलायन, मुद्रा प्रतिस्थापन और सरकारी वित्तों पर उनके असर के माध्यम से हैं। बैंकिंग संकट सामान्यतः अधिकांश अथवा संपूर्ण सकल बैंकिंग प्रणाली पूँजी के ह्रास में परिणत होता है। ब्रेटन वुड्स के जमाने के दौरान बैंकिंग संकट अपेक्षाकृत विरल थे जो पूँजीगत और वित्तीय नियंत्रणों के कारण थे, परंतु ये 1970 के बाद के दशक से प्रायः मुद्रा संकटों के आगे-पीछे अधिकाधिक सामान्य हो गये हैं (कैमिन्स्की और रेइनहार्ट, 1999)।

मुद्रा संकट

2.65 मुद्रा संकट तब घटित होता है जब विनिमय दर पर कोई काल्पनिक आक्रमण अवमूल्यन या तीव्र मूल्यह्रास में परिणत होता है अथवा देश के प्राधिकारियों को बड़ी मात्रा में आरक्षित निधियों का

व्यय करने या उल्लेखनीय रूप में ब्याज दरों को बढ़ाने के द्वारा मुद्रा की रक्षा करने के लिए विवश कर देता है। मुद्रा संकट सामान्यतः समता में बलपूर्वक परिवर्तन, नियंत्रित विनिमय दर के परित्याग, अथवा किसी अंतरराष्ट्रीय रक्षण का परिणाम है (बोर्डो ईटी एएल., 2001)। मुद्रा संकट या तो 'पुरानी पद्धति' का मुद्रा संकट हो सकता है जहाँ प्रायः व्यापक पूँजी नियंत्रणों के संदर्भ में अधिव्यय और वास्तविक मूल्यवृद्धि का चक्र चालू खाते को कमजोर बनाता है और उसकी समाप्ति अवमूल्यन में होती है या फिर 'नई पद्धति' का संकट हो सकता है जहाँ अर्थव्यवस्था (सरकारी और निजी) के उल्लेखनीय भाग के तुलन-पत्र की ऋण-पात्रता के बारे में निवेशक सरोकार अधिक उदार और एकीकृत पूँजी एवं वित्तीय बाजारों के परिवेश में विनिमय दर पर दबाव के त्वरित निर्माण को प्रेरित करते हैं (डॉर्नब्यूश, 2001)। मुद्रा संकट की कोई सामान्यतः स्वीकृत परिभाषा नहीं है। प्रमुख तत्व एक प्रकार का चक्रीय तर्क है जिसमें निवेशक किसी मुद्रा से दूर भागते हैं क्योंकि उन्हें डर लगता है कि उसका अवमूल्यन हो सकता है तथा जिसमें ऐसे अवमूल्यन के लिए कुछ (यद्यपि आवश्यक रूप से सारा नहीं) दबाव निश्चित रूप से पूँजी पलायन से आता है। मुद्रा संकटों ने अंतर-युद्ध समय की आर्थिक अशांति में, ब्रेटन वुड्स के पतन में, 1980 के बाद के दशक में घटित लातीन अमेरिकी ऋण संकट के प्रारंभिक चरणों में तथा 1997 में एशियाई वित्तीय संकट में बड़ी भूमिका निभाई।

संक्रामकता

2.66 विभिन्न राष्ट्रों के बीच दोनों व्यापार और पूँजी में अधिकाधिक बढ़ी हुई संबद्धताओं को ध्यान में रखते हुए वित्तीय संक्रामकता का प्रश्न भी महत्वपूर्ण बन गया है जो एक ऐसी प्रक्रिया है जिसके द्वारा वित्तीय प्रणाली के एक भाग में विद्यमान आघात 'संबद्धताओं' की एक शृंखला के माध्यम से फैल जाता है। संक्रामकता की सरणियों में सामान्यतः सूचना का प्रवाह और अंतर-बैंक दावे शामिल हैं। एक बाजार में कीमतों में गिरावट का अर्थ मूल व्यवस्थाओं के बारे में एक नकारात्मक संकेत के रूप में लगाया जा सकता है। यदि ये मूल व्यवस्थाएँ अन्य बाजारों के लिए समान हैं, तो प्रत्याशित प्रतिलाभ ही नहीं, बल्कि इस कारण से उन बाजारों में कीमतें भी गिर जाएँगी। इसी प्रकार, यदि एक मुद्रा का अवमूल्यन होता है, तो समान मूल व्यवस्थाओं से युक्त अन्य देश भी अपनी मुद्रा में अवमूल्यन का अनुभव कर सकते हैं। साथ ही, यह मानते हुए कि माँग के असाधारण रूप से अत्यधिक होने की स्थिति में चलनिधि उपलब्ध कराने के लिए बैंकों के लिए अन्य प्रांतों और क्षेत्रों में स्थित बैंकों में जमाराशियाँ धारित

करना इष्टतम है, जब एक प्रांत बैंकिंग संकट से ग्रस्त है, तब अन्य प्रांत हानि उठाएँगे क्योंकि समस्याग्रस्त प्रांत में स्थित बैंकों पर उनके दावों का मूल्य गिर जाता है। यदि इस फैलाव का प्रभाव काफी मजबूत है, तो यह निकटवर्ती प्रांतों में संकट का कारण बनता है। जैसे-जैसे संकट एक प्रांत से दूसरे प्रांत में चला जाता है, वह दृढ़तर हो जाता है तथा संक्रामकता बन जाता है (ऐलन और गेल, 2000बी; कोडरेस और प्रिटस्कर, 2002)। एशियाई संकट इस बात का उदाहरण है कि संक्रामकता कैसे क्षेत्र की अनेक अर्थव्यवस्थाओं को प्रभावित कर सकती है।

2.67 उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में हाल के अनेक वित्तीय संकटों, जैसे मेक्सिको का संकट और पूर्वी एशियाई संकट, की विशेषता मुद्रा, ऋण और बैंकिंग संकटों की रही है जो एक ही समय घटित हुए हैं अथवा त्वरित रूप से एक के बाद दूसरा। वित्तीय संकटों का एक विश्लेषण यह सुझाता है कि पूँजीगत नियंत्रणों से युक्त देशों में मुद्रा संकट प्रायः अधिक हैं जबकि बैंकिंग संकट कम आवर्ती हैं। बैंकिंग संकटों और मुद्रा संकटों के बीच का संबंध भी अनुभवपूर्वक जान लिया गया है (कैमिनस्की और रेइनहार्ट, 1999)। यह पाया गया है कि 1970 के बाद के दशक में जब वित्तीय प्रणालियाँ अत्यधिक विनियमित थीं, मुद्रा संकट और बैंकिंग संकट एक समय घटित नहीं हुए। 1980 के बाद के वर्षों में वित्तीय उदारीकरण के बाद मुद्रा संकट और बैंकिंग संकट अधिक अन्तर्जटित बन गए हैं। यद्यपि बैंकिंग संकट विशिष्ट रूप से मुद्रा संकट से पहले घटित होते हैं, तथापि उनका समान कारण सामान्यतः परिसंपत्तियों के मूल्यों में गिरावट है जो अर्थव्यवस्था में मंदी अथवा दुर्बलता के कारण होती है। प्रायः संकट तेजी के चक्र का भाग है जो वित्तीय उदारीकरण के बाद घटित होता है।

2.68 वास्तव में, जैसे जैसे अंतरराष्ट्रीय पूँजी और देशी वित्तीय बाजार बढ़ते हुए वैश्वीकरण के साथ अधिकाधिक एकीकृत हुए हैं, विभिन्न प्रकार के वित्तीय संकटों के बीच भेद अस्पष्ट हो गया है। हाल के विश्लेषण आंतरिक वित्तीयन के दबाव के अवसरों पर कारपोरेट, बैंकिंग और सरकारी क्षेत्रों के बीच संबद्धताओं पर फोकस करते हैं। संकट गतिसिद्धांत और व्याप्ति के प्रभावों पर ध्यान दिया गया है जिनका विस्तार अधिक पारंपरिक प्रवाह के परिवर्तियों के माध्यम से किया गया है, जैसे चालू खाता और राजकोषीय घाटे। इस प्रकार, ऋणदाता अपने कर्ज की चुकौती करने में सरकार की क्षमता में, जमाराशियों के बहिर्वाहों के लिए वित्त प्रदान करने में बैंकिंग प्रणाली की क्षमता में अथवा अपने ऋण चुकाने में कंपनी क्षेत्र की क्षमता में विश्वास खो सकते हैं। एक क्षेत्र की समस्याओं का अन्य क्षेत्रों में व्याप्त होना संभव है; उदाहरण के लिए, सरकार के तुलन-पत्र के बारे में चिंताएँ उन बैंकों में विश्वास को नष्ट कर सकती हैं जो सरकारी ऋण को धारित

करते हैं और जमाराशियों के संबंध में आकस्मिक रूप से भारी मात्रा में आहरण (रन) को चिनगारी दे सकती हैं; अथवा बैंकिंग क्षेत्र की समस्याएँ बड़ी मात्रा में आकस्मिक देयताएँ एकसपोज़ कर सकती हैं जिससे सरकार के लिए अपने ऋण की चुकौती करने में कठिनाइयाँ उत्पन्न हो सकती हैं तथा शोधक्षमता की चिंताएँ भी इससे पैदा हो सकती हैं जो मुद्रा के संबंध में भारी मात्रा में अचानक आहरण (रन) के लिए कारणभूत हो सकती हैं। इस प्रकार समुद्रतटों के भीतर और सीमाओं के आर-पार बाजारों के बढ़े हुए एकीकरण के कारण विभिन्न प्रकार के संकटों के बीच भेद अधिकाधिक अस्पष्ट हो रहा है।

वित्तीय संकटों की घटना

2.69 आर्थिक परिदृश्य में परिवर्तनों के साथ ही वित्तीय संकटों का स्वरूप वर्षों से परिवर्तित हो गया है। वित्तीय संकटों की सबसे पुरानी अभिलिखित घटनाओं ने सामान्यतः बाह्य चूक का आकार लिया है। 1300-1799 की अवधि के दौरान यूरोप ने बाह्य चूक की 19 घटनाओं का साक्षात्कार किया। चूक करनेवाले देशों में शामिल थे आस्ट्रिया, इंग्लैंड, फ्रांस, जर्मनी, पुर्तगाल और स्पेन। अठारहवीं शताब्दी में बैंकिंग क्षेत्र के विकास के साथ ही, अनेक विकसित देशों और उभरते बाजारों द्वारा बैंकिंग संकट देखे गये। उन्नत अर्थव्यवस्था का सबसे पुराना बैंकिंग संकट 1802 में फ्रांस में घटित हुआ; उभरते बाजारों में प्रारंभिक संकट चीन में हुए (1860 के बाद के वर्षों-1870 के बाद के वर्षों के दौरान अनेक घटनाएँ) तथा 1873 में पेरू में (रेइनहार्ट और रोगोफ, 2008)।

2.70 रेइनहार्ट और रोगोफ (2008) ने 1800 से 2006 तक की अवधि के दौरान वित्तीय संकटों के इतिहास का एक अपेक्षाकृत अधिक व्यापक दृश्य प्रस्तुत किया है। उनके अनुसार 1800-2006 की अवधि के दौरान सरकारी चूक की 239 घटनाएँ थीं जिनमें से सरकारी चूक की 126 घटनाएँ लातीन अमेरिका में देखी गईं जिसके बाद सरकारी चूक की 73 घटनाएँ यूरोप में तथा 26 अफ्रीका में और 14 एशिया में परिलक्षित की गईं। 1800-2006 की अवधि के दौरान पाँच सुस्पष्ट चरम स्थितियाँ अथवा चूक के चक्र थे जब सभी देशों में से अत्यधिक प्रतिशत के देश चूक अथवा पुनर्संरचना की स्थिति में थे। ऐसी पहली समस्यामूलक घटना नेपोलियन के युद्ध के दौरान हुई। दूसरी 1820 के बाद के वर्षों-1840 के बाद के वर्षों के दौरान घटित हुई जब लातीन अमेरिका के सभी देशों सहित विश्व के लगभग आधे देश चूककर्ता थे। तीसरी घटना 1870 के बाद के वर्षों और 1890 के बाद के वर्षों के बीच रखी गई। 1873 का वैश्विक वित्तीय संकट जर्मन और आस्ट्रियन शेयर बाजार के पतन के कारण उत्पन्न हुआ।

चौथी घटना 1930 के बाद के वर्षों और 1950 के बाद के वर्षों के बीच की महान मंदी में प्रारंभ हुई जब पुनः सभी देशों में से लगभग आधे देश चूक में रहे। सबसे हाल के चूक-चक्र ने 1980 के बाद के वर्षों और 1990 के बाद के वर्षों के उभरते बाजार ऋण संकटों का अधिगमन किया।

2.71 1880-2000 की अवधि के दौरान वित्तीय संकटों के इतिहास की विस्तार में जाँच-पड़ताल बोर्डो *ईटी एएल*, (2001) द्वारा भी की गई। उनके विश्लेषण के आधार पर 1875 और 2007 के बीच की अवधि को मोटे तौर पर चार अवधियों में बाँटा जा सकता है : स्वर्ण मानक काल 1875-1913; अंतर-युद्ध के वर्ष : 1919-1939; ब्रेटोन वुड्स अवधि : 1945-1971; तथा हाल की अवधि : 1973-2007।

स्वर्ण मानक काल : 1875-1913

2.72 स्वर्ण मानक काल उक्त चार अवधियों में अपेक्षाकृत अनुकूल रहा है यद्यपि इस अवधि के दौरान पूँजी बाजार वैश्वीकृत हुए थे। स्वर्ण

मानक काल (1873-1913) के दौरान संकट कम रहे। इस अवधि में सरकारी चूक की 35 घटनाएँ थीं। चूक करनेवाले राष्ट्रों में ज्यादातर लातीन अमेरिकी थे तथा कुछ यूरोपीय देश भी थे जैसे ग्रीस (1893), पुर्तगाल (1890), रूस (1885) और स्पेन (1882)। इस अवधि के दौरान बैंकिंग संकट अपेक्षाकृत विरल थे; सर्वाधिक उल्लेखनीय बैंकिंग संकट अमेरिका में था जो 1873 में प्रारंभ हुआ। अमेरिका ने एक और प्रमुख बैंकिंग संकट का सामना 1893 में किया और एक बार पुनः 1907 में।

अंतर-युद्ध के वर्ष : 1919-1939

2.73 अंतर-युद्ध के वर्ष (1919-1939) बिलकुल अशांत थे। यह कोई आश्चर्यजनक नहीं है क्योंकि महान मंदी इसी अवधि में घटित हुई (बॉक्स II.4)। बैंकिंग संकट और मुद्रा संकट अंतर-युद्ध काल के दौरान सुविस्तृत थे। इस अवधि में बैंकिंग संकटों की 21 घटनाएँ थीं तथा वे उत्तरी अमेरिका, यूरोप, अफ्रीका और लातीन अमेरिका

बॉक्स II.4 महान मंदी

विश्वव्यापी आर्थिक अवनति जो महान मंदी के रूप में जानी जाती है, 1929 में प्रारंभ हुई तथा लगभग 1939 तक बनी रही। यह सबसे लंबी और तीव्रतम मंदी रही है जो औद्योगिक पश्चिमी जगत द्वारा देखी गई। यह मंदी अमेरिका में उत्पन्न हुई तथा इसका परिणाम प्रायः समूची वैश्विक अर्थव्यवस्था में उत्पादन और रोजगार में तीव्र गिरावट और उग्र अपस्फीति के रूप में रहा (रोमर, 2003)।

पृष्ठभूमि

अमेरिका की अर्थव्यवस्था ने 1920 के बाद के दशक के अंतिम वर्षों में तेज आर्थिक वृद्धि और वित्तीय आधिकार्यों का अनुभव किया था तथा प्रारंभ में आर्थिक अवनति को मामूली तौर पर तेजी के विकास चक्र के भाग के रूप में देखा गया। कृषि में अधिउत्पादन हुआ जो कीमतों में गिरावट और किसानों में बढ़ते कर्ज का कारण बना। 1920 के बाद के दशक के बीच में वाल स्ट्रीट ने बड़ी संख्या में मध्यवर्ग के निवेशकों को आकर्षित किया। सट्टेबाजी बढ़ रही थी तथा फरवरी 1929 में फेडरल रिज़र्व ने बैंकों द्वारा सट्टेबाजी के प्रयोजनों के लिए उधार को नियंत्रित करने के लिए वक्तव्य जारी किये। इसके कारण शेयरों की कीमतों में गिरावट हुई। शेयर बाजार मार्च 1929 तक पुनः अपनी पूर्व स्थिति में वापस आ गये; फिर भी सितंबर 1929 में एक तीव्र गिरावट आई। इसी समय अक्तूबर 1929 में “वाल स्ट्रीट क्रैश” सहित एक बड़ा बैंकिंग संकट सामने आया।

कारण

अमेरिका में महान मंदी का मूलभूत कारण सकल माँग में गिरावट थी जिसके परिणामस्वरूप उत्पादन में कमी आई और स्टॉकों का ढेर लग गया। अनेक कारकों ने सकल माँग में संकुचन को प्रेरित किया जो मंदी की अवधि के दौरान भिन्न-भिन्न रहा। सकल माँग में मंदी का मुख्य कारक विश्व की मुद्रा आपूर्ति में विश्वव्यापी संकुचन था। यह मौद्रिक पतन स्वयं खराब प्रबंधन और तकनीकी तौर पर त्रुटियों से युक्त अंतरराष्ट्रीय मौद्रिक प्रणाली का परिणाम था (विश्व युद्ध I के बाद स्वर्ण मानक पुनर्गठित किया गया)। महान संकुचन में मौद्रिक आघातों ने एक प्रमुख भूमिका निभाई तथा ये आघात विश्व भर में प्राथमिक तौर पर स्वर्म मानक के कार्यचालन के माध्यम से प्रेषित किये गये (बेर्नान्के, 2000)।

अमेरिका में उत्पादन में पतन, जो 1929 के ग्रीष्मकाल में प्रारंभ हुआ, के लिए व्यापक तौर पर कारण शेयर बाजार में सट्टेबाजी में वृद्धि को रोकने के लिए सख्त की गई अमेरिकी मौद्रिक नीति थी। 1921 और 1929 के बीच अमेरिका में शेयरों की कीमतें चार गुनी से भी अधिक बढ़ गई जब शेयरों की कीमतें चरम पर थीं। शेयर बाजार में सट्टेबाजी को सीमित करने के उद्देश्य से 1928 और 1929 के बीच फेडरल रिज़र्व ने ब्याज दरें बढ़ाईं। ब्याज दरों में इस वृद्धि ने निर्माण और ऑटोमोबाइल खरीदी जैसे क्षेत्रों में ब्याज दर के प्रति संवेदनशील व्यय में गिरावट को प्रेरित किया जो घटे हुए उत्पादन में परिणत हुआ। सितंबर 1929 तक अमेरिकी शेयर बाजार में सट्टेबाजी का खतरा (बबल) निर्मित हो चुका था तथा कीमतें ऐसे स्तरों पर पहुँच चुकी थीं जिन्हें भावी अर्जन की उचित प्रत्याशाओं द्वारा न्यायसंगत सिद्ध नहीं किया जा सकता था। इस खतरे का विस्फोट अक्तूबर 1929 में हुआ। इसके पहले शेयरों की कीमतों में अल्प गिरावटें हुईं जिन्होंने निवेशकों के विश्वास को भंग किया जिससे भयभीत स्थिति में विक्रय के लिए मार्ग प्रशस्त हुआ। संतुष्ट विक्रय बुरे गुरुवार अर्थात् 24 अक्तूबर 1929 को प्रारंभ हुआ। अमेरिकी शेयरों की कीमतें चक्कर खाकर अधोमुखी हो गईं तथा उनमें सितंबर 1929 से नवंबर 1929 के दौरान 33 प्रतिशत गिरावट आई। शेयर बाजार के इस पतन ने अमेरिका में सकल माँग में तीव्र संकुचन को प्रेरित किया। उपभोक्ता और फर्म व्यय में कटौती के परिणामस्वरूप 1929 के उत्तरार्ध एवं 1930 में वास्तविक उत्पादन में तीव्र कमी आई।

शेयर बाजार के पतन के कारण सकल माँग में कमी के अलावा, बैंकिंग संक्रास और परिणामी मौद्रिक संकुचन माँग में आगे और गिरावट का कारण बना। अमेरिका ने 1930 के फ़ाल, 1931 के स्पिंग, 1931 के फ़ाल और 1932 के फ़ाल में व्यापक बैंकिंग संक्रास का अनुभव किया। अंततः 6 मार्च 1933 को राष्ट्रीय बैंक अवकाश घोषित किया गया जिससे सभी बैंक बंद किये गये जिन्हें सरकारी निरीक्षकों द्वारा शोधक्षम समझे जाने के बाद ही पुनः खोलने की अनुमति दी गई। केवल फेडरल सरकार को छोड़कर चूक और दिवालियेपन ने प्रायः प्रत्येक श्रेणी के उधारकर्ताओं को पीड़ित किया।

(जारी...)

(... समाप्त)

1930-33 के दौरान अमेरिका में लगभग 20 प्रतिशत बैंक विफल हुए। बैंकों की इन असफलताओं ने बैंक जमाराशियों की तुलना में मुद्रा के लिए माँग में नाटकीय वृद्धि को प्रेरित किया। जमाराशि की तुलना में मुद्रा के अनुपात में तीव्र वृद्धि के कारण 1929 और 1933 के बीच मुद्रा की आपूर्ति में 31 प्रतिशत संकुचन हुआ। सितंबर 1931 में फेडरल रिज़र्व ने ब्याज दर में वृद्धि लागू की जिसके कारण मुद्रा आपूर्ति में और संकुचन हुआ तथा उसके बाद उत्पादन पर संकुचनकारी प्रभाव पड़ा।

फ्रायडमैन और स्क्वार्ट्ज़ (1963) ने फेडरल रिज़र्व द्वारा की गई चार मुख्य नीतिगत त्रुटियों को पहचाना जो मुद्रा आपूर्ति में तीव्र और अवांछित गिरावट के लिए कारण बनीं :

- 1) 1928 के स्प्रिंग में प्रारंभ करते हुए मौद्रिक नीति को सख्त बनाना (जिसके परिणामस्वरूप ब्याज दरों में वृद्धि की गई) और उसे अक्टूबर 1929 में शेयर बाजार के पतन तक जारी रखना।
- 2) देशी बैंकिंग संक्रास की उपेक्षा करते हुए तथा सितंबर और अक्टूबर 1931 में देशी बैंकों के लिए अंतिम उधारदाता के रूप में कार्य न करते हुए सट्टेबाजी के आघातों की प्रतिक्रिया में डॉलर का बचाव करने के लिए ब्याज दरों में वृद्धि करना।
- 3) सकारात्मक परिणामों के साथ 1932 के प्रारंभ में ब्याज दरें कम करने के बावजूद 1932 के अंत में ब्याज दरें बढ़ाना।
- 4) 1930 के बाद के दशक के प्रारंभिक वर्षों में लगातार अमेरिकी बैंकिंग क्षेत्र में विद्यमान समस्याओं की निरंतर उपेक्षा करना तथा एक स्थिर देशी बैंकिंग परिवेश का निर्माण न करना।

कुछ अर्थशास्त्रियों के अनुसार अमेरिका में मुद्रा आपूर्ति में बड़े परिमाण में गिरावटों को अनुमति देने का फेडरल रिज़र्व का निर्णय स्वर्ण मानक को बनाये रखने के लिए था। स्वर्ण मानक के अंतर्गत व्यापार या परिसंपत्ति प्रवाहों में असंतुलनों ने अंतरराष्ट्रीय स्वर्ण प्रवाहों में वृद्धि की। अन्य अंतरराष्ट्रीय संबद्धताएँ भी विद्यमान थीं। अमेरिका में उच्च ब्याज दरों और शेयर बाजार की तेजी के परिणामस्वरूप 1928 और 1929 में विदेशों में अमेरिकी उधार में कमी आई। विदेशी उधार में यह कटौती ऋण में और संकुचन एवं जर्मनी, अर्जेंटीना और ब्राजील जैसे उधारकर्ता देशों में उत्पादन में गिरावट के रूप में परिणत हुई होगी (रोमर, 2003)।

इस आर्थिक पतन को अमेरिका में स्मूट-हाली टैरिफ के 1930 अधिनियम और संरक्षणवादी व्यापार नीतियों में विश्वव्यापी वृद्धि द्वारा आगे संयोजित किया गया। इसके अतिरिक्त 1932 के राजस्व अधिनियम ने फेडरल बजट को संतुलित करने के प्रयास में अमेरिका में कर दरों को बढ़ाया जिसने व्यय को और निरुत्साहित करने के द्वारा अर्थव्यवस्था के और संकुचन को प्रेरित किया।

आविर्भाव

महान मंदी का समय और उसकी तीव्रता विभिन्न देशों में काफी भिन्न-भिन्न रही। अमेरिका में अवनति 1929 के ग्रीष्मकाल में शुरू हुआ जो 1929 के अंत तक आते-आते उल्लेखनीय रूप में बदतर हुआ और 1933 के प्रारंभ तक जारी रहा। वास्तविक उत्पादन और कीमतें तेजी से गिरीं तथा इस अवधि में अमेरिका ने औद्योगिक उत्पादन में 47 प्रतिशत की, वास्तविक जीडीपी में 30 प्रतिशत की और थोक मूल्य सूचकांक में 33 प्रतिशत की कमी देखी।

वस्तुतः 1929 और 1933 के बीच प्रत्येक औद्योगिक देश ने थोक कीमतों में 30 प्रतिशत या उससे अधिक कमियों का साक्षात्कार किया। पण्य कीमतें इस अवधि में इससे भी अधिक नाटकीय ढंग से घट गईं।

पुनःप्राप्ति

अमेरिकी अर्थव्यवस्था में पुनःप्राप्ति (रिकवरी) 1933 के प्रारंभ से शुरू हुई। 1933 और 1937 के बीच वास्तविक जीडीपी 9 प्रतिशत प्रति वर्ष की औसत दर से बढ़ा। अमेरिकी उत्पादन अंततः अपनी दीर्घकालिक प्रवृत्ति के स्तर पर 1942 में लौट आया। विश्व के अन्य भागों में पुनःप्राप्ति अत्यधिक भिन्न रही। ब्रिटेन ने पुनःप्राप्ति 1932 की समाप्ति से प्रारंभ की। 1933 के प्रारंभ ने कनाडा तथा यूरोप के अन्य अपेक्षाकृत छोटे देशों में समुत्थान देखा। फ्रांस पुनःप्राप्ति के चरण में केवल लगभग 1938 में ही प्रवेश कर सका।

यह पुनःप्राप्ति प्राथमिक रूप से मुद्रा अवमूल्यों और मौद्रिक विस्तार के द्वारा प्रेरित थी क्योंकि मौद्रिक संकुचन और स्वर्ण मानक ने महान मंदी में प्रमुख भूमिका निभाई थी। विश्वव्यापी मौद्रिक विस्तार निम्नतर ब्याज दरों और ऋण की सुधरी हुई उपलब्धता में परिणत हुआ जिसने फिर व्यय को प्रोत्साहित किया। अवमूल्यों ने संबंधित देशों को स्वर्ण की गतिविधियों और विनिमय दरों के बारे में चिंता किये बिना अपनी मुद्रा आपूर्तियों का विस्तार करने दिया।

विरासत

महान मंदी का प्रभाव विश्व के उत्पादन और रोजगार में अत्यधिक (स्टीप) कमियों के रूप में रहा। मंदी और नीतिगत प्रतिक्रिया ने भी विश्व की अर्थव्यवस्था को प्रभावित किया। महान मंदी ने अंतरराष्ट्रीय स्वर्ण मानक का अंत कर दिया। कई देशों में यह अर्थव्यवस्था, विशेष रूप से वित्तीय बाजारों के बड़े हुए सरकारी विनियमन में परिणत हुआ। इसने नये शेयर निर्गमों और शेयर बाजार के व्यापार की प्रथाओं को विनियमित करने के लिए अमेरिका में 1934 में प्रतिभूति और विनिमय आयोग की स्थापना को प्रेरित किया। 1933 के बैंकिंग अधिनियम (ग्लैस-स्टीगाल अधिनियम) ने अमेरिका में जमा बीमा की स्थापना की तथा बैंकों के लिए प्रतिभूतियों में हामीदारी अथवा लेनदेन करना निषिद्ध कर दिया। उक्त मंदी ने आर्थिक पतन और उत्थान को संयमित करने के लिए उद्दिष्ट-आर्थिक नीतियों के विकास में एक महत्वपूर्ण भूमिका अदा की। मंदी ने कीनेशियन सिद्धांत के विकास के लिए मार्ग प्रशस्त किया जिसने पतन और मंदी की स्थितियों को दूर करने में सरकारी व्यय, कर की कटौतियों और मौद्रिक विस्तार में वृद्धि के महत्व को रेखांकित किया। इस अंतर्दृष्टि ने बढ़ती हुई इस आम राय के साथ संबद्ध होकर कि सरकार रोजगार को मजबूत करने का प्रयास करे, 1930 के बाद के दशक से एक अधिक क्रियावादी नीति को प्रेरित किया।

संदर्भ :

1. बेर्नान्के, बेन एस. 2000। “एस्सेस ऑन दी ग्रेड डिप्रेसन।” प्रिन्सटन, प्रिन्सटन यूनिवर्सिटी प्रेस।
2. बेर्नान्के, बेन एस. 1983। “नॉन-मॉनिटरी इन्फ्लैट्स ऑफ दी फाइनेंशियल क्राइसिस इन दी प्रॉपगेशन ऑफ दी ग्रेट डिप्रेसन।” एनबीईआर वर्किंग पेपर नं. 1054।
3. आइशानग्रीन, बैरी और केविन एच. ओ’राउरके, 2009। “ए टेल ऑफ टू डिप्रेसन्स”, www.voxeu.org.
4. फ्रायडमैन, मिल्टन और आन्ना जे. स्क्वार्ट्ज़, 1963। “ए मॉनिटरी हिस्टरी ऑफ दी युनाइटेड स्टेट्स।” प्रिन्सटन, प्रिन्सटन यूनिवर्सिटी प्रेस।
5. रोमर, क्रिस्टीना डी. 2003। “ग्रेट डिप्रेसन रीविजिटेड।”

सहित सभी उप महाद्वीपों में फैले हुए थे। एशिया ही एकमात्र अपवाद था। बाह्य ऋण संकट की 30 घटनाओं के साथ इस अवधि के दौरान सरकारी चूक की घटनाएँ भी आम थीं।

ब्रेटन वुड्स अवधि : 1945-1971

2.74 1940 के बाद के दशक के अंतिम वर्षों से 1970 के बाद के दशक के प्रारंभिक वर्षों तक की अवधि (ब्रेटन वुड्स अवधि) के दौरान अपेक्षाकृत शांति थी। 1945 के बाद पहला वैश्विक संकट नियत विनियम दरों की ब्रेटन वुड्स प्रणाली का विघटन था। इस शांति को अंशतः तेजी से युक्त विश्व की संवृद्धि, देशी वित्तीय बाजारों के दमन (विभिन्न मात्राओं में) तथा पूँजी नियंत्रणों के प्रयोग, जिसका अनुसरण विश्वयुद्ध II के बाद कई वर्षों तक किया गया था, के द्वारा स्पष्ट किया जा सकता है। वित्तीय बाजार 1960 के बाद के दशक के अंत तक अधिक खुले नहीं थे जो विनियमन, पूँजी संचलन के अभाव, विविध मानकों तथा प्रौद्योगिकी की सीमाओं जिन्होंने वैश्विक अर्थव्यवस्था में भौगोलिक सीमाएँ निर्मित कीं, के संयोजन के कारण था। बैंकिंग विनियमन को कठोर बनाया गया और अनेक बैंक राज्य के नियंत्रण में लाये गये। बैंकों और अन्य प्रकार की वित्तीय संस्थाओं के बीच प्रतियोगिता का सख्त विनियमन किया गया तथा कई देशों ने अपनी वित्तीय प्रणालियों का उपयोग निर्यात उद्योगों का प्रत्यक्षतः संवर्धन करने एवं देशी उत्पादकों और वितरकों को सुरक्षा प्रदान करने के लिए किया। इसके फलस्वरूप इस अवधि के दौरान बहुत कम बैंकिंग संकट हुए, केवल ब्राजील में दुहरे संकटों का अपवाद था। तथापि, ब्रेटन वुड्स अवधि के दौरान मुद्रा संकट वित्तीय परिदृश्य की एक नियमित विशेषता रहे क्योंकि एक नियत विनियम दर इस अवधि के दौरान अनुसरण की गई समष्टि-आर्थिक नीतियों के लिए प्रायः असंगत थी। मुद्रा संकटों का दमन करने में पूँजी प्रवाहों पर नियंत्रण कम प्रभावोत्पादक थे। इस अवधि के दौरान 14 देशों ने बाह्य ऋण/मुद्रा संकटों का सामना किया; इनमें से अधिकांश देश लातीन अमेरिका में थे।

2.75 1971-72 में नियत विनियम दरों वाली ब्रेटन वुड्स प्रणाली के भंग होने के बाद स्थिति नाटकीय ढंग से परिवर्तित हो गई। ब्रेटन वुड्स प्रणाली के ढह जाने के बाद उत्तरी अमेरिका में स्थित विकसित देश, यूरोप और जापान एक अस्थायी विनियम दर प्रणाली की ओर अग्रसर हुए। इसके अतिरिक्त, इसके साथ ही उन्होंने अपने पूँजी खातों का उदारीकरण करने और सीमापार वित्तीय निवेशों की अनुमति देने

का एक कार्यक्रम भी प्रारंभ किया। इसी समय उन्होंने अधिक प्रतियोगिता और वित्तीय कार्यकलापों के नये रूपों को अनुमति देने के लिए अपनी राष्ट्रीय वित्तीय संस्थाओं का अविनियमन करना शुरू किया। इन घटनाओं ने 1970 के बाद के दशक और 1980 के बाद के दशक के दौरान अंतरराष्ट्रीय बैंकिंग ऋण की तीव्र वृद्धि सहित सीमाओं के आरपार पूँजी प्रवाहों की सतत वृद्धि के लिए मार्ग प्रशस्त किया, परंतु यह मुख्य रूप से औद्योगीकृत अर्थव्यवस्थाओं तक सीमित था।

हाल की अवधि : 1973-2007

2.76 फिर भी, ब्रेटन वुड्स के बाद की अवधि (1973-2007) संकट-प्रवण रही है। वित्तीय संकट की घटना के संबंध में सूचना/आंकड़ों के विश्लेषण से विदित होता है कि दुनिया भर में अनेक वित्तीय संकट इस अवधि में, और भी अधिक तीव्रता से पिछले तीस वर्षों में उत्पन्न हुए हैं। 1970 के बाद के दशक के प्रारंभ से उन्नत देशों में पूँजी खाते के उदारीकरण के साथ ही बैंकिंग संकटों की घटनाएँ बढ़ गई हैं। एक लंबे अंतराल के बाद बैंकिंग संबंधी कठिनाइयों का सामना करनेवाले देशों की संख्या पहले 1970 के बाद के दशक में बढ़ने लगी (रेइनहार्ट और रोगोफ, 2008)। 1970 के बाद के दशक की विशेषता लातीन अमेरिकी ऋण संकट तथा बैंकों पर उसका प्रभाव रही। नियत विनियम दरों की ब्रेटन वुड्स प्रणाली के विघटन के बाद तेल की कीमतों में तीव्र वृद्धियों ने भी लंबी चली आ रही वैश्विक मंदी को उत्प्रेरित किया जिसके परिणामस्वरूप अनेक उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में भी वित्तीय क्षेत्र की कठिनाइयाँ उत्पन्न हुईं। 1970 के बाद के दशक में बैंकिंग संकटों की सात घटनाएँ थीं, अर्थात् उरुग्वे (1971), यूके (1974), चिली (1976), केंद्रीय अफ्रीकी गणतंत्र (1976), जर्मनी (1977), दक्षिण अफ्रीका (1977) और वेनेजुएला (1978) में।

2.77 1980 के दशक के प्रारंभ में अमेरिका में उच्च और अस्थिर ब्याज दरों के साथ ही वैश्विक पण्य कीमतों आई गिरावट ने उभरती अर्थव्यवस्थाओं में, सर्वाधिक प्रसिद्ध रूप में लातीन अमेरिका और फिर अफ्रीका में, बैंकिंग और सरकारी ऋण संकटों के विस्फोट में योगदान किया। 1990 के दशक में घटित बैंकिंग संकटों की 73 घटनाओं की तुलना में 1980 के दशक में बैंकिंग संकटों की 40 घटनाएँ घटीं। 1980 के दशक के प्रारंभिक वर्षों ने चिली और मोराको में संकटों का साक्षात्कार किया। 1980 के दशक ने अमेरिका को

‘बचत और ऋण संघों’ से जुड़े संकट का अनुभव करते हुए देखा । 1990 के दशक में स्वीडन, फिनलैंड और नार्वे जैसे नार्डिक देशों सहित कई अर्थव्यवस्थाएँ तथा अधिकांश संक्रमणशील समाजवादी अर्थव्यवस्थाएँ इस संकट से आक्रांत हो गईं। उक्त नार्डिक देशों ने पूँजीगत अंतर्वाहों और स्थावर संपदा की कीमतों में एक तीव्र उछाल के परिणामस्वरूप बैंकिंग संकटों को देखा। भारत ने घरेलू असंतुलनों, खाड़ी युद्ध और सोवियत संघ (यूएसएसआर) के विघटन के परिणामस्वरूप 1991 में भुगतान-संतुलन के संकट का सामना किया। यूके सहित कई

देश, जो यूरोपीय विनिमय दर व्यवस्था का अंग बने थे, 1992-93 में संकट से ग्रस्त हुए तथा इस बात के लिए विवश हुए कि वे या तो अवमूल्यन करें या उक्त व्यवस्था से बाहर हट जाएँ। 1994-95 में तेकीला संकट ने मेक्सिको को प्रभावित किया और फिर ब्राजील और वेनेजुएला इसकी चपेट में आ गए; 1997 में थाईलैंड, इंडोनेशिया, कोरिया और मलेशिया ने संकटों का सामना किया जिसे आम तौर पर पूर्वी एशियाई संकट के रूप में जाना जाता है (बॉक्स II.5)। 1998 में रूस की चूक के कारण पैदा हुआ गंभीर समस्या का प्रभाव सुदूर ब्राजील तक पड़ा। 1980 के

बॉक्स II.5 पूर्वी एशियाई संकट

पूर्वी एशियाई वित्तीय संकट, जिसने दक्षिण कोरिया, मलेशिया, थाईलैंड और इंडोनेशिया की तेजी से उभरती अर्थव्यवस्थाओं को प्रभावित किया, कई दृष्टियों से उल्लेखनीय है। इस संकट ने विश्व में सर्वाधिक तेजी से उभरती अर्थव्यवस्थाओं को आघात पहुँचाया तथा इतिहास में सबसे अधिक आर्थिक सहायताओं को प्रवर्तित किया। यह अत्यंत कम प्रत्याशित तथा तीव्रतम वित्तीय संकट था जिसने 1982 के ऋण संकट के बाद विकासशील विश्व पर प्रहार किया (रैडेलेट और सैक्स, 1998)।

पृष्ठभूमि

प्रभावित अर्थव्यवस्थाओं में समष्टि-आर्थिक प्रबंधन के मूलभूत पहलू 1990 के बाद के दशक के प्रारंभिक वर्षों में लगातार सुदृढ़ रहे। प्रत्येक देश में सरकारी बजटों में नियमित रूप से अधिशेष दर्ज किया गया तथा सरकारी ऋण विवेकपूर्ण स्तरों पर था। 1990 के बाद के दशक में इस क्षेत्र में मुद्रास्फीति की दरें 10 प्रतिशत से नीचे थीं। घरेलू बचत और निवेश की दरें अत्यंत अधिक थीं। वैश्विक वित्तीय बाजारों में विद्यमान स्थितियों ने भी किसी संकट का पूर्वाभास नहीं दिया क्योंकि विश्व की ब्याज दरें असाधारण रूप से कम थीं और मुख्य पण्य कीमतें अपेक्षाकृत स्थिर थीं। अंतरराष्ट्रीय ऋणदाताओं ने बड़ी सीमा तक इस संकट की उम्मीद नहीं की थी तथा बाजार के अधिकांश प्रेक्षकों और रेटिंग एजेंसियों ने भी तब तक बढ़े हुए जोखिम का संकेत नहीं दिया जब तक कि स्वयं संकट का प्रारंभ नहीं हो गया। दीर्घावधि सरकारी ऋण रेटिंग फिलिपीन्स को छोड़कर, जहाँ 1997 के प्रारंभ में ऋण का वास्तव में ग्रेड बढ़ाया गया था, उक्त एशियाई देशों में से प्रत्येक देश के लिए पूरे 1996 के दौरान और 1997 की पहली छमाही में अपरिवर्तित रही।

बढ़ती हुई चिंता का एकमात्र संकेत यह था कि शेयरों की कीमतों ने मंदी का रुख देखा जब थाई, सिओल और मलेशियाई शेयर बाजारों ने लगातार अधोमुखी प्रवृत्ति का साक्षात्कार किया, शेयर बाजार और बैंक उधार (दोनों) ने 1997 के मध्य तक निरंतर विश्वास को दर्शाया।

चिंता के अन्य क्षेत्र बढ़ते हुए चालू खाता घाटे, अधिमूल्यित विनिमय दरें और निर्यातों में मंदन थे। बढ़ती हुई वित्तीय दुर्बलता के अन्य महत्वपूर्ण संकेतक थे, वाणिज्यिक बैंक ऋण का तेज विस्तार और बढ़ता हुआ अल्पावधि विदेशी ऋण।

वित्तीय क्षेत्र ने बढ़ते हुए जोखिम के संकेत दर्शाये जब वित्तीय संस्थाएँ 1990 के बाद के पूरे दशक में अधिकाधिक सुभेद्य बन गईं। निजी क्षेत्र को दिए जाने वाले ऋण का बड़ी तेजी से विस्तार हुआ जब उसके काफी हिस्से का वित्तीयन बैंकिंग क्षेत्र ने विदेशी उधार से किया। इस ऋण का उपयोग प्राथमिक रूप से सट्टा निवेशों के लिए किया गया।

बैंक अधिकाधिक दुर्बल बन गए। बैंकों ने विदेशी मुद्रा में उधार लिया तथा स्थानीय मुद्राओं में उधार दिया और इस कारण वे अवमूल्यन से विदेशी मुद्रा हानियों के जोखिम के प्रति असुरक्षित थे। इसके अलावा, बैंकों ने अल्पावधि परिपक्वताओं वाले विदेशी उधार लिए तथा देश में अपेक्षाकृत लंबी अवधि में अदायगी की शर्त के साथ उधार दिये। वित्तीय सुभेद्यता इस तथ्य से बाद में और तीव्र हो गई कि देशों का अल्पावधि ऋण उपलब्ध विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों से अधिक हो गया था।

इस पृष्ठभूमि के साथ थाईलैंड में बैंक विफलता, कोरिया में कारपोरेट असफलता तथा उस क्षेत्र में राजनैतिक अनिश्चितता ने ऋण आहरणों को तेज कर दिया जिसके कारण भय से भारी मात्रा में अचानक आहरण (पैनिक रन) होने लगे। यह आगे संसर्ग के प्रभाव द्वारा और बदतर हो गया जहाँ समूचे क्षेत्र की आर्थिक और राजनैतिक स्थिरता ऋणदाताओं द्वारा असुरक्षित मानी गई।

कारण

एशियाई संकट अंतरराष्ट्रीय उधार में तेजी तथा उसके बाद निधियों के अचानक आहरण के कारण घटित हुआ। एशियाई संकट के केंद्र में वित्तीय प्रणालियों में बड़ी मात्रा में विदेशी पूँजी के अंतर्वाह थे जो संज्ञा की स्थिति में असुरक्षित हो सकते थे (रैडेलेट और सैक्स, 1998)।

अनुमानों के अनुसार संकट द्वारा सर्वाधिक आहत पाँच पूर्वी एशियाई देशों (इंडोनेशिया, कोरिया, मलेशिया, फिलीपीन्स और थाईलैंड) के मामले में प्रवाहों के उलटाव ने निवेश के माध्यम से प्राप्त होने वाले धन की मात्रा को 93 बिलियन अमेरिकी डॉलर से 12.1 बिलियन अमेरिकी डॉलर तक नीचे ला दिया, जो लगभग 935 बिलियन अमेरिकी डॉलर के संयुक्त आघात-पूर्व जीडीपी पर 105 बिलियन अमेरिकी डॉलर का झुकाव (स्विंग) था अथवा जीडीपी के 11

(जारी...)

(....समाप्त)

प्रतिशत का झुकाव। बैंक उधार में अचानक गिरावट सीमापार बैंक ऋणों में बड़ी मात्रा में वृद्धियों की निरंतरता की अवधि के बाद हुई।

आविर्भाव

विदेशी पूँजी के अचानक और तीव्रतापूर्ण आहरण के कई समष्टि-आर्थिक और व्यक्ति-आर्थिक प्रभाव पड़े। पहला, थाईलैंड और फिलीपीन्स में एक स्थिर (पेगड) विनिमय दर तथा इंडोनेशिया, मलेशिया और कोरिया में एक सीमित प्रकार की स्थिर दर (क्रालिंग पेग) के प्रारंभिक बचाव के बाद सांकेतिक एवं वास्तविक विनिमय दरों का नाटकीय ढंग से मूल्यहास हुआ। घरेलू ब्याज दरें विदेशी अंतर्वाहों के उलटाव के कारण तेजी से बढ़ीं जिसके परिणामस्वरूप देशी ऋणों की स्थितियाँ प्रतिकूल हो गईं।

वास्तविक विनिमय दर मूल्यहास और उच्च ब्याज दरों के संयोजन का परिणाम बैंकिंग क्षेत्र में अनर्जक ऋणों के स्तर में उछाल के रूप में हुआ, विशेष रूप से इस कारण से कि स्थावर संपदा की परियोजनाओं का दिवाला निकल गया। तेजी से बढ़ रहे एनपीएल तथा मुद्रा के मूल्यहास के कारण प्रत्यक्ष तुलन-पत्र हानियों के संयोजन ने इंडोनेशिया, थाईलैंड और कोरिया में बैंक पूँजी के बाजार-मूल्य के भारी अंश को समाप्त कर दिया।

प्रभाव

विदेशी वित्तपोषण के अचानक हट जाने का अत्यधिक संकुचनकारी प्रभाव पड़ा। घरेलू बैंकों की पूँजी में आई गिरावट ने बैंक उधार को कठोरतापूर्वक प्रतिबंधित करते हुए संकुचन में और वृद्धि कर दी। बैंकों ने अपने द्वारा दिये जानेवाले उधार में कटौती की जो दो कारणों से था क्योंकि बैंक स्वयं नकदी की कमी झेलने लगे थे (विदेशी ऋणों और कुछ मामलों में जमाराशियों के आहरण के परिणामस्वरूप) तथा इस कारण से भी कि वे विपूँजीकृत (डीकैपिटलाइज्ड) हो गये। विपूँजीकृत बैंकों ने बैंक पर्यवेक्षकों द्वारा अपेक्षित तथा अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष द्वारा समर्थित पूँजी पर्याप्तता अनुपातों की दिशा में अग्रसर होने के लिए अपने उधारों को सीमित कर दिया।

दिसंबर 1997 में मूडीस ने इंडोनेशिया, कोरिया और थाईलैंड के सरकारी ऋण का ग्रेड कम कर दिया और उन्हें निवेश के ग्रेड से नीचे रख दिया। ऋणदाता के

संत्रास, बैंक रनों और सरकारी ग्रेड के कम हो जाने के परिणामस्वरूप कोरिया, इंडोनेशिया और थाईलैंड आंशिक ऋण चूककर्ताओं की श्रेणी में डाल दिये गये। प्रभावित देशों में अर्थव्यवस्थाओं ने तीव्र गिरावट का अनुभव किया। थाईलैंड में जीडीपी का 97.7 प्रतिशत अनुमानित उत्पादन हानि थी तथा जीडीपी 10.5 प्रतिशत कम हुआ। कोरिया में उत्पादन हानि 50.1 प्रतिशत थी तथा जीडीपी 6.9 प्रतिशत घट गया। मलेशिया में अनर्जक ऋण बैंकिंग प्रणाली की परिसंपत्तियों के 25-35 प्रतिशत के बीच चरम पर रहे तथा मार्च 2002 तक 10.8 प्रतिशत तक नीचे आये। उत्पादन हानि जीडीपी का 50.0 प्रतिशत थी और जीडीपी में 7.4 प्रतिशत की कमी आई।

विरासत

पूर्वी एशियाई संकट अल्पावधि पूँजी प्रवाहों के साथ संबद्ध दुर्बलता को केंद्र में लाया है। इसने इस बात पर प्रकाश डाला है कि कैसे तुलन-पत्र की दुर्बलताएँ किसी अर्थव्यवस्था की वित्तीय स्थिरता को प्रभावित कर सकती हैं। संकट के बाद उक्त अर्थव्यवस्थाओं ने पूँजी खाता घाटे को आधिक्य में बदलते हुए नाटकीय ढंग से अपनी पूर्व स्थिति प्राप्त कर ली है तथा तीव्र पूँजी विपर्ययों के विरुद्ध सुरक्षा के रूप में विपुल विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों का निर्माण कर लिया है।

संदर्भ :

1. कोरसेट्टी जी., पी. पेसेन्टी, और एन. रूबिनी, 1998। “व्हाट काज्ड दी एशियन करेंसी एण्ड फाइनेंशियल क्राइसिस : दी पालिसी डिबेट”। *एनबीईआर वर्किंग पेपर* 6834।
2. काने, एडवर्ड जे. 2000। “कैपिटल मूवमेंट्स, बैंकिंग इनसॉल्वेंसी, एण्ड साइलेंट रन्स इन दी एशियन फाइनेंशियल क्राइसिस”। *एनबीईआर वर्किंग पेपर* 7514।
3. रैंडेलेट, एस. और जे. सैक्स, 1998। “दी ऑनसेट ऑफ दी ईस्ट एशियन फाइनेंशियल क्राइसिस”। *एनबीईआर वर्किंग पेपर* 6680।

दशक के अंतिम वर्षों तथा 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों में परिसंपत्ति की कीमतों में वृद्धि के विस्फोट के बाद जापान ने भी एक बैंकिंग संकट का अनुभव किया जो 1992 में प्रारंभ हुआ और लगभग एक दशक तक जारी रहा। वर्तमान दशक में विभिन्न उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं, अर्थात् तुर्की (2001), पराग्वे (2002), उरुग्वे (2002), अर्जेंटीना (2001, 2002) और मालदोवा (2002) ने वित्तीय संकटों का अनुभव किया। उल्लेखनीय रूप में अर्जेंटीना, उरुग्वे और डोमिनिकन गणतंत्र ने तिहरे संकटों का सामना किया। अमेरिका ने 2001 में डॉट.कॉम मंदी देखी जिसने विश्व की माँग को तेजी से प्रभावित किया।

2.78 वित्तीय संकट की घटनाएँ लगभग पिछले तीन दशकों में अधिकतम रही हैं (सारणी 2.9)। लीवैन और वैलेन्शिया (2008)

द्वारा संकलित आधारभूत डेटाबेस के अनुसार इस दौरान बैंकिंग संकट की 124 घटनाएँ, मुद्रा संकट की 211 घटनाएँ तथा सरकारी ऋण

सारणी 2.9: वित्तीय संकट का आपतन

अवधि	संकटों की संख्या
1	2
1875-1913	58
1919-1939	51
1945-1971	17
1973-2007	399

स्रोत : लीवैन और वैलेन्शिया (2008)।
रेइनहार्ट और रोगोफ (2008)।

संकट की 64 घटनाएँ घटीं। इनमें से 42 तो दुहरे संकट थे और 10 तिहरे संकट थे (सारणी 2.10)।

2.79 विभिन्न मौद्रिक और विनियामक व्यवस्थाओं के अंतर्गत संकटों की घटनाएं बारंबार घटी हैं। वित्तीय संकटों ने उन्नत एवं उभरती (दोनों) बाजार अर्थव्यवस्थाओं को भिन्न-भिन्न मात्रा में प्रभावित किया है (सारणी 2.11)। पिछले 150 वर्षों में वित्तीय संकट की घटनाओं के विश्लेषण से विदित होता है कि यद्यपि संकट किसी चेतावनी के बिना घटित होता है, तथापि ऐसी घटनाओं को काफी सीमा तक प्रचलित समष्टि-आर्थिक स्थितियों, वित्तीय विनियामक व्यवस्था, मुद्रा की व्यवस्था, राजकोषीय अनुशासन तथा वैश्विक पूँजी और व्यापार के प्रवाहों के द्वारा पहले से समझा जा सकता है।

सारणी 2.10: वित्तीय संकट की आवृत्ति : 1973-2007

	बैंकिंग संकट	मुद्रा संकट	सरकारी ऋण संकट	दोहरा संकट	तेहरा संकट
1	2	3	4	5	6
1970 के बाद का दशक	4	26	7	—	—
1980 के बाद का दशक	40	74	42	11	4
1990 के बाद का दशक	73	92	7	27	3
2000 के बाद का दशक	7	19	8	4	3

टिप्पणी : दोहरा संकट वर्ष टी में बैंकिंग संकट और वर्ष (टी-1, टी+1) में मुद्रा संकट सूचित करता है। तेहरा संकट वर्ष (टी-1, टी+1) में बैंकिंग संकट और वर्ष (टी-1, टी+1) में ऋण संकट सूचित करता है।

स्रोत : लीवेन और वैलेन्शिया (2008)।

सारणी 2.11: प्रमुख वित्तीय संकट : 1873-2007

नाम/देश/वर्ष	संकट का स्वरूप	संकट का प्रभाव
1	2	3
जर्मन और आस्ट्रियन शेयर बाजार पतन, मई, 1873	1871 में प्रशिया को अदा की गई फ्रांसीसी युद्ध की क्षतिपूर्ति ने जर्मनी और आस्ट्रिया में सट्टेबाजी को प्रेरित किया। 1873 के प्रारंभ में शेयर बाजार में एक सट्टे की गतिविधि कुछ महीनों में शेयर कीमतों के त्रिगुणीकरण का कारण बनी। 9 मई 1873 को आस्ट्रिया में दो बड़े बैंक विफल हुए। इसके बाद जर्मन और आस्ट्रियन शेयर बाजार का 1873 में पतन हुआ। इन संकटों का संबंध अंतरराष्ट्रीय पूँजी बाजारों के साथ माना गया। अमेरिकी रेल-सड़क उद्योग में बड़ी मात्रा में नकदी की आपूर्ति की गई जिससे एक सट्टे के खतरे का निर्माण हुआ। जर्मन संकट के संदर्भ में अमेरिका को पूँजी प्रवाहों में गिरावट हुई। सितंबर 1873 में जे कूक की निवेश बैंकिंग फर्म विफल हुई जिसके कारण आतंक फैल गया।	जर्मनी, आस्ट्रिया और अमेरिका में संकटों के बाद व्याप्त मंदी व्यापार और पूँजी प्रवाहों में एक नाटकीय गिरावट में परिणत हुई। जे कूक बैंक की असफलता ने बैंक विफलताओं की एक शृंखलाबद्ध प्रतिक्रिया को जन्म दिया। न्यूयार्क शेयर बाजार 20 सितंबर 1873 से 10 दिन के लिए बंद किया गया। 1873 और 1875 के बीच कुल 18,000 व्यावसायिक प्रतिष्ठान विफल हुए। 1876 तक बेरोजगारी 14 प्रतिशत तक पहुँच गई। स्थावर संपदा के मूल्य गिर गए तथा कंपनी लाभ तेजी से घट गए। आगे की वैश्विक मंदी (1873-1879) ने घटे हुए निर्यातों और कर राजस्वों के माध्यम से अन्य देशों में कर्ज भुगतान की समस्याओं को उत्पन्न किया। जनवरी 1873 में मध्य अमेरिकी राष्ट्रों में प्रारंभिक चूकों के कारण बांड कीमतों में गिरावट हुई। यह संकट तेजी से इटली, हालैंड और बेल्जियम, इंग्लैंड, फ्रांस और रूस में व्याप्त हुआ। 1876 तक ओटोमन साम्राज्य, मिस्र, ग्रीस और 8 लातीन अमेरिकी देशों ने चूक की।
बेरिडस संकट, 1890	यह इंग्लैंड, फ्रांस और जर्मनी में केंद्रीय बैंक के कठोर रवैये के द्वारा प्रेरित हुआ। अर्जेन्टीना ने अप्रैल 1890 में लाभांश का भुगतान रोक दिया था जिससे एक देशी बैंक रन घटित हुआ। अर्जेन्टीना के लिए एक प्रमुख ऋणदाता दी हाउस ऑफ बेरिडस ने स्वयं को नवंबर 1890 में दिवालिया घोषित किया। यह संकट शीघ्र ही अन्य लातीन अमेरिकी देशों में फैल गया।	इसने ब्रिटेन को प्रभावित किया क्योंकि व्यापार और वित्तीय एकीकरण के माध्यम से अर्जेन्टीना और ब्रिटेन के प्रगाढ़ आर्थिक संबंध थे। इस संकट ने उरुग्वे को प्रभावित किया जिसने 1891 में चूक की। इसके कारण आकस्मिक विरामों और चालू खाता उलटावों की एक शृंखला उत्पन्न हुई।
अमेरिका 1907	1897-1906 के दौरान तीव्र औद्योगिक और आर्थिक संवृद्धि हुई जब अनेक विलय और कंपनी समेकन किये गये। अप्रैल 1906 के सैनफ्रैन्सिसको के भूकंप ने पूर्वी अमेरिकी और अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजारों को सख्त बनाया। न्यास कंपनियों अर्थात् हलके तौर पर विनियमित बैंकों का तीव्र विस्तार हुआ। अक्तूबर 1907 में एक तांबे की कंपनी के शेयरों में बाजार को महत्वहीन बनाने का सट्टेबाजी का प्रयास विफल हो गया; कुछ बैंकों और न्यास कंपनियों को आलिप्त किया गया। न्यूयार्क नगर में न्यास कंपनियों और बैंकों संबंधी आहरण होड़ (रन) ने अक्तूबर 1907 के उत्तरार्ध में आतंक पैदा किया।	आहरण होड़ (रन्स) का सामना कर रहे बैंकों और न्यास कंपनियों की सहायता करने के लिए 10 मिलियन अमेरिकी डॉलर के एकत्रीकरण हेतु जेपी मोर्गन ने न्यास कंपनियों की एक सहकारी व्यवस्था का संगठन किया। 1908 में कांग्रेस ने ऐल्डरिच-ड्रीलैंड अधिनियम पारित किया। 1907 का संकट मई 1907 से जून 1908 तक एक लंबे आर्थिक संकुचन के दौरान घटित हुआ। अंतर-संबद्ध संकुचन, बैंक आतंक और गिरता शेयर बाजार उल्लेखनीय आर्थिक विघटन में परिणत हुए। औद्योगिक उत्पादन घट गया और 1907 ने दिवालियेपन की कई घटनाएँ देखीं। उत्पादन 11 प्रतिशत घटा, आयातों में 26 प्रतिशत गिरावट हुई, जबकि बेरोजगारी 3 प्रतिशत से कम की स्थिति से बढ़कर 8 प्रतिशत हो गई।
अमेरिका 1929	1920 के बाद के दशक ने शेयर बाजार की एक बड़ी तेजी देखी जो व्यापक निवेश के साथ संबद्ध थी। उसने औद्योगिक संगठनों और कंपनी वित्त में बड़े नवोन्मेषण भी देखे। अमेरिकी शेयर बाजार एक सट्टेबाजी	मंदी 1930 में प्रारंभ हुई। उसने उपभोग पर धन-संपदा के प्रभावों के माध्यम से उत्पादन को कम किया, निवेश को घटाया तथा तेजी को कम कर दिया। 1930-33 में बैंकिंग आतंकों की एक शृंखला निकल आई

सारणी 2.11: प्रमुख वित्तीय संकट : 1873-2007 (जारी)

नाम/देश/वर्ष	संकट का स्वरूप	संकट का प्रभाव
1	2	3
	<p>के निर्माण के बाद फेडरल रिजर्व की सख्त नीति के अनुसरण में 1929 में तबाह हो गया। वित्तीय संकट 1930-31 के फ़ाल और जाड़े में शुरू हुआ जब बड़ी संख्या में अमेरिकी बैंक विफल हुए जिसने अपस्फीतिकारी अधोमुखी उत्तरोत्तर घटती और गहरी मंदी के लिए मार्ग प्रशस्त किया। मई 1931 में ऑस्ट्रियन क्रेडिटैन्स्टाल्ट विफल हुआ। संकट तब जर्मनी में फैल गया जो अपने बड़े विदेशी कर्जों के संबंध में चूक की तथा उसने स्वर्ण मानक को छोड़ दिया। दबाव तब अमेरिका में अंतरित हुआ जिसने अपने स्वर्ण के संबंध में रन का साक्षात्कार किया।</p>	<p>बैंकिंग आतंकों ने फिर मुद्रा आपूर्ति में पतन के माध्यम से वास्तविक अर्थव्यवस्था को प्रभावित किया जिसने व्यापक अपस्फीति और वित्तीय अमध्यस्थता को निर्मित किया। संस्थापित स्वर्ण मानक के नियत विनिमय दर संबंधों के माध्यम से अपस्फीति विदेशों में भी फैल गई। वर्ष 1932 अमेरिका के आर्थिक इतिहास में सबसे बुरे वर्ष के रूप में माना जाता है।</p>
लातीन अमेरिकी ऋण संकट 1980 के बाद का दशक	<p>1960 के बाद के दशक और 1970 में अनेक लातीन अमेरिकी देशों, उल्लेखनीय रूप में ब्राजील, अर्जेंटीना और मेक्सिको ने विशेष रूप से बुनियादी संरचना कार्यक्रमों में औद्योगीकरण के लिए अंतरराष्ट्रीय ऋणदाताओं से मुद्रा की विपुल राशियों का उधार लिया। वाणिज्य बैंकों को लातीन अमेरिकी ऋण 20.4 प्रतिशत की एक वार्षिक संचयी दर से बढ़ा। कर्ज चुकौती इससे भी द्रुत गति से बढ़ी। जब विश्व की अर्थव्यवस्था 1970 के बाद के दशक और 1980 के बाद के दशक में मंदी में चली गई तब विभिन्न देश एक चलनिधि की चरमराहट (क्रंच) का सामना करने लगे। अमेरिका और यूरोप में ब्याज दरें 1979 में बढ़ गई जिससे उधार लेनेवाले देशों के लिए अपने कर्ज चुकाना अधिक कठिन हो गया। अगस्त 1982 में मेक्सिको अपने कर्ज की चुकौती में चूककर्ता हो गया। मेक्सिको की चूक के संदर्भ में वाणिज्य बैंकों ने लातीन अमेरिकी देशों को नया उधार देना रोक दिया।</p>	<p>1980 और 1982 के बीच 70 से भी अधिक संस्थाओं (जो वाणिज्य बैंक परिसंपत्तियों का 16 प्रतिशत और वित्त कंपनी परिसंपत्तियों का 35 प्रतिशत होती हैं) का परिसमापन किया गया अथवा वे मध्यस्थता के अधीन कर दी गईं। मार्च 1980 में अनेक वित्तीय संस्थाओं को केंद्रीय बैंक की वित्तीय सहायता पर अत्यधिक निर्भर रहने के लिए विवश किया गया जब उन्होंने जमा आहरणों का सामना किया। असफल संस्थाओं में सबसे बड़ा निवेश बैंक और दूसरा सबसे बड़ा निजी वाणिज्य बैंक शामिल थे। व्यापक तौर पर पूंजी बहिर्वाह, विशेष रूप से अमेरिका को घटित हुए। प्रभावित देशों की विनिमय दरों का तेजी से मूल्यहास हुआ, जिससे वास्तविक ब्याज दरें बढ़ गईं। उक्त क्षेत्र के लिए वास्तविक जीडीपी संवृद्धि 1980-85 के दौरान केवल 2.3 प्रतिशत थी, परंतु प्रति व्यक्ति के तौर पर प्रभावित देशों ने लगभग 9 प्रतिशत की ऋणात्मक वृद्धि का अनुभव किया।</p>
बचत और ऋण संकट अमेरिका 1980	<p>1980 के बाद के दशक और 1990 के बाद के दशक का बचत और ऋण संकट अमेरिका में 745 बचत और ऋण (एस एण्ड एल) संघों की विफलता के कारण था। 1970 के बाद के दशक के उत्तरार्ध और 1980 के बाद के दशक के पूर्वार्ध की स्थावर संपदा में तेजी और उच्च ब्याज दरों का लाभ उठाने के प्रयास में कई एसएण्डएल संघों ने विवेकपूर्ण सीमा से काफी अधिक धनराशि उधार दी थी तथा जोखिमपूर्ण उद्यमों को उधार दिया। फलस्वरूप 1982 में बड़ी संख्या में ग्राहकों को चूक और दिवालियेपन की घटनाएँ सामने आईं। अमेरिका के एफएसएलआइसी ने एसएण्डएल खातों का बीमा किया था। 1986 से 1989 तक एफएसएलआइसी ने 125 बिलियन अमेरिकी डॉलर की कुल परिसंपत्तियों से युक्त 296 संस्थाओं को बंद किया अथवा अन्यथा उनका समाधान किया। उक्त एसएण्डएल संघों की विफलता कई अन्य बैंक विफलताओं के रूप में परिणत हुई।</p>	<p>उक्त संकट का समाधान करने के लिए अमेरिकी सरकार ने 105 बिलियन अमेरिकी डॉलर का भुगतान किया। करदाताओं को लगभग 124 बिलियन अमेरिकी डॉलर की निवल हानि हुई। वित्त उद्योग और स्थावर संपदा बाजार में सहवर्ती मंदी 1990-91 की मंदी के लिए योगदान करनेवाला कारण हो सकती है।</p>
विश्व 1987	<p>काले सोमवार से आशय सोमवार, 19 अक्टूबर 1987 से है, जब दुनिया भर के शेयर बाजारों का पतन हुआ, जब अत्यधिक अल्प समय में एक भारी मूल्य को छोड़ दिया गया। यह पतन हांगकांग में शुरू हुआ, अंतरराष्ट्रीय समय क्षेत्रों के माध्यम से पश्चिम में फैल गया, अमेरिका को आघात पहुँचाया जब तक अन्य बाजारों की उल्लेखनीय मार्जिन के साथ अवनति हो चुकी थी। दी डोव जोन्स औद्योगिक औसत (डेजेआइए) में 508 अंकों की गिरावट हुई और वह 1738.74 (22.6 प्रतिशत) रह गया।</p>	<p>अक्टूबर के अंत तक शेयर बाजारों में गिरावट हांगकांग में 45.8 प्रतिशत, आस्ट्रेलिया में 41.8 प्रतिशत, स्पेन में 31 प्रतिशत, युनाइटेड किंगडम में 26.4 प्रतिशत, अमेरिका में 22.7 प्रतिशत, और कनाडा में 22.5 प्रतिशत हुई। न्यूजीलैंड का बाजार विशेष रूप से अधिक आहत हुआ जो 1987 के चरम से लगभग 60 प्रतिशत गिरा तथा फिर पहले की स्थिति प्राप्त करने में उसके लिए कई वर्ष लगे।</p>
यूके 1991	<p>1990 के बाद के दशक का पहला प्रमुख संकट 1992 में यूरोपीय विनिमय दर व्यवस्था (ईआरएम) का पतन था। बचाव निधियों से व्यापक सट्टेबाजी के अंतर्गत ब्रिटिश पौंड को ईआरएम से हटाया गया तथा स्कैंडिनेवियन बैंकिंग प्रणाली ने 100 प्रतिशत से अधिक की एक दिवसीय (ओवरनाइट) ब्याज दरों का सामना किया। सितंबर 1992 में ब्रिटिश सरकार को यूरोपीय विनिमय दर व्यवस्था (ईआरएम) से पौंड को हटाने के लिए मजबूर किया गया जब वे स्टर्लिंग को उसकी सहमत निम्नतर सीमा से अधिक रखने में असमर्थ थे। 1990 के बाद के दशक के प्रारंभ से मुद्रास्फीतिकारी प्रभावों की जवाबी कार्रवाई करने के लिए बुंडेसबैंक</p>	<p>उच्च जर्मन ब्याज दरों और उच्च देशी ब्याज दरों के प्रभाव ने यूके को मंदी में रख दिया तथा बड़ी संख्या में व्यवसाय असफल हुए। आवास बाजार का पतन हुआ। अन्य ईआरएम देश जिनकी मुद्राओं ने अपनी सीमाओं का उल्लंघन किया था, विस्तृत की गई सीमाओं के साथ प्रणाली में वापस आ गए।</p>

सारणी 2.11: प्रमुख वित्तीय संकट : 1873-2007 (जारी)

नाम/देश/वर्ष	संकट का स्वरूप	संकट का प्रभाव
1	2	3
नॉर्डिक देश (फिनलैंड, नार्वे और स्वीडन) 1991	द्वारा निर्धारित उच्च जर्मन ब्याज दरें समूची ईआरएम के अंतर्गत उल्लेखनीय दबाव का कारण बनीं। यूके और इटली की अतिरिक्त कठिनाइयाँ थीं क्योंकि उनके यहाँ दोहरे घाटे थे जबकि अमेरिकी डॉलर के मूल्यहास, जिसमें यूके के निर्यातों की कीमतें निर्धारित की गई थीं, ने उसे और भी अधिक आहत किया। तीनों नॉर्डिक देश अर्थात् फिनलैंड, नार्वे और स्वीडन एक वित्तीय उदारीकरण की प्रक्रिया से गुजरे जिसने उधार में तेजी को प्रेरित किया। तथापि, वे उच्चतर जर्मन ब्याज दरों के प्रतिकूल परिणामों से पीड़ित हुए।	बचत बैंक बुरी तरह प्रभावित हुए; सरकार ने तीन बैंकों को अपने नियंत्रण में लिया जो एकसाथ मिलकर प्रणाली की जमाराशियों का 31 प्रतिशत बनते थे। फिनलैंड में उत्पादन की हानि जीडीपी के 59.1 प्रतिशत पर रखी गई तथा जीडीपी में 6.2 प्रतिशत गिरावट हुई। स्वीडन में उत्पादन की हानि जीडीपी के 30.6 प्रतिशत पर रखी गई तथा जीडीपी में संकट के वर्ष के दौरान 1.2 प्रतिशत गिरावट हुई।
मेक्सिको संकट 1994	नमनलिखित कारणों ने मेक्सिको की अर्थव्यवस्था की वित्तीय दुर्बलता के लिए मार्ग प्रशस्त किया : (1) एक अर्ध-नियत विनिमय दर; (2) विपुल ऋण विस्तार से एक बड़ी सीमा तक परिणत काफी बड़ा चालू खाता घाटा; (3) अमेरिकी ब्याज दरों में भारी वृद्धि; तथा (4) एक प्रेरक जिसमें 1994 के दौरान संचित राजनैतिक तनाव शामिल हैं। ऋण, जिसका बड़ा भाग खराब गुणवत्ता का था, के तीव्र विस्तार के साथ विनिमय दर व्यवस्था के संयोजन ने संकट के लिए मार्ग प्रशस्त किया। बैंक ऋणों का उत्कर्ष हलके बैंक पूँजीकरण के कारण था तथा यह सुनिश्चित करने में विफलता भी इसकी वजह थी कि संस्थाओं का स्वामित्व प्राप्त करने अथवा उनका प्रबंधन करने के लिए कुछ बैंकों ने “योग्य और उचित” मानदंड पूरा किया था। इस प्रकार मूल दोष जिसने मेक्सिको के संकट को प्रेरित किया, वाणिज्य बैंकों का स्वामित्वहरण था जिसने उन्हें कमजोर बना दिया तथा निजीकरण और ऋण-विस्तार के लिए उन्हें एक दुर्बल सरणी प्रस्तुत की। यह संकट मौद्रिक नीति संबंधी तीव्र कमियों का परिणाम था जो इसलिए उत्पन्न हुई क्योंकि सरकार ने एक नियत अथवा अर्ध-स्थिर विनिमय दर बनाए रखना चाहा था। आर्थिक मंदी से बचने की आशा में मेक्सिको ने 1994 के दौरान मौद्रिक कठोरता की मात्रा को सीमित करने की कोशिश की और साथ ही व्यापक अवरुद्ध मध्यस्थता में लिप्त होने के द्वारा अपनी अर्ध-स्थिर विनिमय दर को बनाए रखा। ऐसी नीति लंबे समय तक जारी नहीं रखी जा सकी तथा इसका परिणाम विनिमय दर के पतन, ब्याज दरों में वृद्धि और मंदी में हुआ।	1994 में 34 वाणिज्य बैंकों में से 9 की मध्यस्थता की गई तथा 11 ने ऋण/खरीदी पुनःपूँजीकरण कार्यक्रम में सहभागिता की। मध्यस्थता किये गये नौ बैंक वित्तीय प्रणाली परिसंपत्तियों का 19 प्रतिशत बनते थे और वे दिवालिया माने गये। 2000 तक बैंक परिसंपत्तियों का 50 प्रतिशत विदेशी बैंकों द्वारा धारित किया गया। उत्पादन की हानि जीडीपी का 4.2 प्रतिशत थी तथा प्रभावित वर्ष में वास्तविक जीडीपी संवृद्धि में 6.2 प्रतिशत गिरावट हुई।
पूर्वी एशियाई संकट 1997	स्थिर विनिमय दर व्यवस्था के ढांचे के अंतर्गत थाईलैंड ने जबरदस्त वृद्धि के कार्यानिष्ठादन का एक दशक देखा, परंतु 1996 के अंत में बाहट पर दबाव उभर गये। स्थावर संपदा क्षेत्र को बड़े एक्सपोजर, विनिमय दर जोखिम, और चलनिधि जोखिम सहित एक अधारणीय चालू खाता घाटे, वास्तविक प्रभावी विनिमय दर की उल्लेखनीय वृद्धि, बढ़ते हुए अल्पावधि विदेशी ऋण, हासमान राजकोषीय शेष, तथा अधिकाधिक दर्शनीय वित्तीय क्षेत्र की दुर्बलताओं के बीच 1997 की पहली छमाही के दौरान दबाव बढ़ गया। संपत्ति के क्षेत्र में वित्त कंपनियों का सबसे बड़ा एक्सपोजर अनुपातहीन रूप में था और वे पहली संस्थाएँ थीं जो आर्थिक मंदी से प्रभावित हुई थीं। बढ़ते हुए विनिमय दर दबावों और इन दबावों को दूर करने के लिए निष्प्रभावी मध्यस्थताओं के अनुसरण में 2 जुलाई 1997 को बाहट को नियंत्रण से मुक्त किया गया। कमजोर समर्थक नीतियों के आलोक में जुलाई में अमेरिकी डॉलर की तुलना में बाहट का 20 प्रतिशत मूल्यहास किया गया। जुलाई 1997 में थाई बाहट के मूल्यहास, परवर्ती क्षेत्रीय संक्रामकता, तथा हांगकांग शेयर बाजार के पतन ने कोरिया की वित्तीय प्रणाली को आघात की तरंगें भेजीं। कोरिया की विनिमय दर अक्टूबर 1997 के दौरान मोटे तौर पर स्थिर रही। फिर भी, अल्पावधि ऋण के उच्च स्तर और प्रयोज्य अंतरराष्ट्रीय आरक्षित निधियों के निम्न स्तर ने अर्थव्यवस्था को बाजार की भावना में परिवर्तनों	मई 2002 तक थाईलैंड ने 59 (91 में से) वित्तीय कंपनियों को बंद किया जो कुल मिलाकर वित्तीय प्रणाली की परिसंपत्तियों का 13 प्रतिशत और वित्त कंपनी परिसंपत्तियों का 72 प्रतिशत थीं। उसने 1 (15 में से) देशी बैंक और राष्ट्रीयकृत 4 बैंकों को बंद किया। अनर्जक ऋण कुल ऋणों के 33 प्रतिशत पर चरम पर रहे तथा उन्हें फरवरी 2002 में कुल ऋणों के 10.3 प्रतिशत तक कम किया गया। जीडीपी का 97.7 प्रतिशत अनुमानित उत्पादन हानि थी और जीडीपी में 10.5 प्रतिशत गिरावट हुई। कोरिया में, मई 2002 के दौरान “खरीद और धारण” के माध्यम से 5 बैंकों को बाजार से निकलने के लिए मजबूर किया गया तथा 303 वित्तीय संस्थाएँ बंद की गई (215 ऋण संघ थे); अन्य 4 बैंकों का राष्ट्रीयकरण किया गया। उत्पादन हानि 50.1 प्रतिशत थी तथा जीडीपी में 6.9 प्रतिशत गिरावट हुई। मलेशिया में, वित्तीय कंपनी क्षेत्र की पुनः संरचना की गई तथा विलयनों के माध्यम से वित्त कंपनियों की संख्या 39 से घटाकर 10 कर दी गई। सबसे बड़ी स्वतंत्र वित्त कंपनी सहित दो वित्त कंपनियों को केंद्रीय बैंक द्वारा अपने अधिकार में लिया गया।

सारणी 2.11: प्रमुख वित्तीय संकट : 1873-2007 (जारी)

नाम/देश/वर्ष	संकट का स्वरूप	संकट का प्रभाव
1	2	3
	<p>के प्रति अधिकाधिक असुरक्षित बना दिया। कोरिया में जबकि समष्टि-आर्थिक मूल तत्व लगातार अनुकूल रहे, वित्तीय क्षेत्र में और औद्योगिक समूहों (चाएबोल्स) में समस्याओं की बढ़ती हुई जानकारी ने बैंकों के लिए अपने अल्पावधि उधार को नवीकृत करने में अधिकाधिक कठिनाइयाँ पैदा कीं। मलेशिया में निजी क्षेत्र को, विशेष रूप से संपत्ति क्षेत्र को तथा स्टाकों और शेयरों की खरीद के लिए लगभग 30 प्रतिशत की वार्षिक दर पर ऋण विस्तार की बनी हुई गति ने वित्तीय प्रणाली को 1997 में घटित संपत्ति और अन्य परिसंपत्तियों की कीमतों में गिरावटों से होनेवाले संभावित जोखिमों के प्रति अरक्षित बना दिया। 1997 की दूसरी छमाही में बाजार की अशांति और संक्रामकता के प्रभावों के संदर्भ में वित्तीय प्रणाली की सही स्थिति और उसकी आघात-सहनीयता के बारे में बाजार सहभागियों की चिंताएँ अधिकाधिक एक केंद्रीय मुद्दा बन गई जिन्हें वित्त कंपनियों के बीच ज्ञात दुर्बलताओं द्वारा रेखांकित किया गया।</p>	<p>अनर्जक ऋण बैंकिंग प्रणाली की परिसंपत्तियों के 25-35 प्रतिशत के बीच चरम पर रहे तथा मार्च 2002 तक इनमें 10.8 प्रतिशत तक गिरावट हुई। उत्पादन हानि जीडीपी का 50.0 प्रतिशत थी तथा जीडीपी में 7.4 प्रतिशत गिरावट हुई।</p>
रूस 1998	<p>1997 के मध्य से अप्रैल 1998 तक रूस का केंद्रीय बैंक (सीबीआर) उल्लेखनीय रूप में ऋण को सख्त बनाने के द्वारा नियत विनिमय दर नीति को बचाने में अपेक्षाकृत सफल रहा। फिर भी, स्थिति तब अधिकाधिक असमर्थनीय बनी जब रूस में उल्लेखनीय राजनैतिक अशांति - प्रधान मंत्री चेर्नोमिदिन की सरकार की राष्ट्रपति द्वारा बर्खास्तगी से लेकर एवं नया मंत्रीमंडल बनाने के संबंध में गतिरोध के कारण किये गये विलंब - ने रूस की राजकोषीय समस्याओं को काबू में करने के लिए राजनैतिक संकल्प के संबंध में अधिकाधिक संदेह उत्पन्न किया। तथापि, संकट से काफी पहले ही व्यापक रूप से इस बात की पहचान की गई थी कि बैंकिंग प्रणाली में दुर्बलताओं की एक शृंखला विद्यमान है। विशेष रूप से बैंक की रिपोर्टिंग और बैंक पर्यवेक्षण की स्थिति कमजोर थी एवं विदेशी मुद्रा दर संबंधी जोखिम से जुड़ा एक्सपोजर काफी था। साथ ही, आपस में जुड़े उधार और कमजोर प्रबंधन की समस्या थी। जुलाई के मध्य से जब ड्यूमा ने मुख्य राजकोषीय उपायों को पारित करने से इनकार किया, तब स्थिति तेजी से बदतर हो गई जिससे 17 अगस्त 1998 को रूबल-मूल्यवर्गीकृत खजाना बिलों और बांडों की एकपक्षीय पुनःसंरचना के लिए मार्ग प्रशस्त हुआ। तीन दिन बाद उन पिछली घोषणाओं के बावजूद कि रूबल का अवमूल्यन नहीं किया जाएगा, रूबल को नियंत्रण से मुक्त रहने दिया गया।</p>	<p>वास्तविक प्रभावी तौर पर (अभिहित तौर पर 300 प्रतिशत से अधिक) बड़ा अवमूल्यन, अंतरराष्ट्रीय पूंजी बाजारों में प्रवेश की हानि, तथा बैंकिंग प्रणाली के लिए व्यापक हानियाँ हुईं। लागू किये गये दो मुख्य उपाय थे बैंकों की विदेशी देयताओं पर एक 90-दिवसीय अधिस्थगन तथा जमाराशियों के एक बड़े भाग का दिवालिया बैंकों से स्वेरबैंक में अंतरण। लगभग 720 बैंक, अथवा परिचालित हो रहे बैंकों में से आधे बैंक दिवालिया मान लिये गये। ये बैंक क्षेत्र परिसंपत्तियों का 4 प्रतिशत और फुटकर जमाराशियों का 32 प्रतिशत बनते थे। संकट के वर्ष में जीडीपी में 5.3 प्रतिशत गिरावट हुई। 1998 में मुद्रास्फीति 84 प्रतिशत तक पहुँच गई तथा कल्याण की लागतें बहुत बढ़ गईं। अन्य देश जैसे बाल्टिक राज्य, बेलारूस, कज़खस्तान, मालदोवा, उक्रेन और उज़्बेकिस्तान बुरी तरह प्रभावित हुए।</p>
डॉट.कॉम खतरा (बबल) 2000	<p>“डॉट.कॉम बबल” (अथवा “आइ.टी. बबल”) एक काल्पनिक खतरा था जो लगभग 1998-2001 में व्याप्त था (10 मार्च 2000 को चरम पर था जब नासदाक 5132.52 की सर्वोच्च स्थिति पर था) जिसके दौरान पश्चिमी राष्ट्रों के शेयर बाजारों ने हाल के इंटरनेट क्षेत्र और संबंधित क्षेत्रों में वृद्धि से अपनी ईक्विटी मूल्य में बढ़ोतरी को देखा। इस अवधि की विशेषता नई इंटरनेट-आधारित कंपनियों के समूह की स्थापना (और कई मामलों में आश्चर्यजनक विफलता) थी जिन्हें आम तौर पर डॉट.कॉम के रूप में कहा जाता है। तेजी से बढ़ रही शेयर कीमतों, बाजार का विश्वास जिसे कंपनियाँ भावी लाभों के रूप में परिवर्तित करेंगी, शेयरों के विषय में व्यक्तिगत अनुमानों, तथा व्यापक रूप से उपलब्ध जोखिम पूंजी के संयोजन ने ऐसे परिवेश का निर्माण किया जिसमें अनेक निवेशक तकनीकी उन्नति में विश्वास के पक्ष में अर्जन की तुलना में कीमत के अनुपातों जैसे पारंपरिक माप-विद्या की उपेक्षा करना चाहते थे। 1999 से और 2000 के प्रारंभ में फेडरल रिज़र्व ने व्याज दरें छह बार बढ़ाई तथा अर्थव्यवस्था गति खोने लगी थी। डॉट.कॉम खतरे का विस्फोट 10 मार्च 2000 को हुआ, जब प्रौद्योगिकी-भार से युक्त नासदाक मिश्रित सूचकांक 5,048.62 (अंतः दिवसीय चरम स्थिति 5,132.52) के चरम स्थान पर रहा, जो केवल एक वर्ष पहले के अपने मूल्य से दुगुने से भी अधिक था। सोमवार, 13 मार्च को संसाधित विक्रय आदेशों के व्यापक प्रारंभिक समूह ने विक्रय की एक शृंखलाबद्ध प्रतिक्रिया को प्रेरणा दी जिसने अपना</p>	<p>वित्तीय इंटरनेट खतरे (बबल) का अंततः 2000 के स्पिंग में विस्फोट हुआ। नासदाक के अवपतन ने नासदाक के मूल्य के 62 प्रतिशत को लुप्त कर दिया, जो अचानक 4,260 की ऊँचाई से घटकर 12 महीने के बाद 1,620 के निम्न स्तर तक आ गया। कई डॉट.कॉम पूँजीरहित हो गये तथा उनका अधिग्रहण अथवा परिसमापन किया गया। विभिन्न सहायक उद्योगों, जैसे विज्ञापन और प्रेषण। ने अपने परिचालनों को कम कर दिया क्योंकि उनकी सेवाओं के लिए माँग में गिरावट हुई। दूरसंचार ऋण चूँकें कुल 60 बिलियन अमेरिकी डॉलर की रहीं; निवेश बैंकों के पास हजारों में आधिक्य थे; दूरसंचार उपस्कर विनिर्माताओं के पास छह महीनों में 300,000 से भी अधिक नौकरियाँ नष्ट हुईं तथा घटकों के आपूर्तिकर्ताओं और संबद्ध उद्योगों में लगभग 200,000 नौकरियाँ चली गईं। सभी दूरसंचार परिचालकों और विनिर्माताओं के शेयर बाजार मूल्य में मार्च 2000 के 6300 बिलियन अमेरिकी डॉलर की उनकी चरम स्थिति से 3800 बिलियन अमेरिकी डॉलर की गिरावट हुई। तुलनात्मक दृष्टि से 1990 के बाद के दशक के संकट की संयुक्त लागत केवल 813 बिलियन अमेरिकी डॉलर ही थी।</p>

सारणी 2.11: प्रमुख वित्तीय संकट : 1873-2007 (समाप्त)

नाम/देश/वर्ष	संकट का स्वरूप	संकट का प्रभाव
1	2	3
अर्जेंटीना 2001	<p>भरण स्वयं किया क्योंकि निवेशकों, निधियों और संस्थाओं ने अपनी स्थितियों का परिसमापन किया। केवल छह दिन में नासदाक ने लगभग 9 प्रतिशत हानि उठाई जब उसमें 10 मार्च को विद्यमान लगभग 5,050 से 15 मार्च को 4,580 तक गिरावट हुई।</p> <p>मार्च 2001 में बैंक आहरण होड़ (बैंक रन) प्रारंभ हुआ जो करेंसी बोर्ड को कायम रखने के बारे में बढ़ती हुई आशंकाओं, कांग्रेस को भेजे गए नये राजकोषीय मितव्ययिता पैकेज के प्रति जनसाधारण के तीव्र विरोध, केंद्रीय बैंक के अध्यक्ष के त्यागपत्र, तथा परिवर्तनीयता कानून में संशोधन (डॉलर के साथ स्थिर होने की स्थिति से अमेरिकी डॉलर और यूरो से युक्त मुद्रा समुदाय के साथ स्थिर होने की स्थिति की समता में परिवर्तन) के कारण था। 2001 की दूसरी छमाही के दौरान बैंक रन और गहरे हो गए। 3 दिसंबर 2001 को चूँकि कई बैंक पतन के कगार पर थे, अतः लेन-देन वाले खातों पर आंशिक आहरण के प्रतिबंध (कोरैलिटो) लागू किये गये थे जबकि नियत सावधि जमाराशियों (सीडी) को पुनः निर्धारित किया गया ताकि बैंकों से बहिर्वाहों को रोका जा सके। 4 फरवरी 2002 को बैंकिंग प्रणाली की शोधक्षमता को प्रतिकूल रूप से प्रभावित करते हुए बैंक परिसंपत्तियों को विषम रूप में प्रशमित किया गया।</p>	<p>2002 में सरकारी बांडों के लिए जमाराशियों के लिए दो स्वैच्छिक स्वेप प्रस्तावित किये गये, परंतु जनता ने इसमें कम रुचि दर्शायी। दिसंबर 2002 में उक्त कोरैलिटो हटाया गया। अगस्त 2003 तक एक बैंक बंद कर दिया गया, तीन बैंकों का राष्ट्रीयकरण किया गया, तथा कई अन्य बैंकों ने अपने स्टाफ और शाखाओं को कम कर दिया। उत्पादन हानि जीडीपी का 42.7 प्रतिशत थी तथा संकट के वर्ष में वास्तविक जीडीपी में 10.9 प्रतिशत गिरावट हुई।</p>

वित्तीय संकटों के कारण

2.80 साहित्य में संकटों के कारणों का वर्णन करने के लिए दो व्यापक दृष्टिकोण प्रयुक्त हुए हैं। पहला दृष्टिकोण जो किंडिलबर्गर (1978) द्वारा प्रतिपादित है, यह है कि संकट भीड़ के मनोविज्ञान अथवा आतंक के परिणाम के रूप में अनायास अपने आप घटित होते हैं। यदि हर कोई किसी संकट की प्रत्याशा करता है और इस तरह कार्य करता है कि कोई संकट आने ही वाला है, तो संकट एक स्वयंपूरक भविष्यवाणी सिद्ध हो जाता है तथा क्रम इसके विपरीत भी हो सकता है। दूसरा दृष्टिकोण निश्चयपूर्वक यह कहता है कि संकट व्यवसाय-चक्र का अंतर्निहित भाग होते हैं तथा आर्थिक मूल तत्वों पर होनेवाले आघातों से परिणत होते हैं (मिचेल, 1941)। जब अर्थव्यवस्था मंदी की स्थिति में पहुँच जाती है तब यह प्रत्याशित है कि परिसंपत्ति के प्रतिलाभ गिर जाते हैं, उधारकर्ताओं को ऋणों की चुकौती करने में कठिनाई होती है तथा जमाकर्ता चूकों में वृद्धि या अनर्जक ऋणों का पूर्वानुमान करते हुए बैंक जमाराशियाँ आहरित करके अपनी संपदा की रक्षा करने का प्रयास करते हैं। बैंक अपनी परिसंपत्तियों की नगदी की कमी की स्थिति और अपेक्षाकृत अपनी नकदी देयताओं के बीच फँस जाते हैं तथा दिवालिया बन सकते हैं। यह आतंक में परिणत होता है यद्यपि वास्तविक कारण कुछ और भी हो सकते हैं। संकटों के कारणों के संबंध में अनुभवजन्य साक्ष्य मिश्रित हैं। एक ओर जहाँ कुछ

लोग आतंक के दृष्टिकोण (फ्रायडमैन और स्ववार्ट्ज, 1963) का समर्थन करते हैं, वहीं दूसरी ओर कई लोग इसका विरोध भी करते हैं और एक अधिक व्यापक दायरे में सबूत प्रस्तुत करते हैं कि संकट मूलभूत तत्वों पर आधारित होते हैं, बजाय इसके कि वे आतंक पर आधारित होते हैं (कैलोमिरिस और गोर्टन, 1991; कैलोमिरिस और मैसन, 2003ए)। वित्तीय साहित्य में संकटों के कारणों के लिए विभिन्न स्पष्टीकरण दिये गये हैं। इस खंड में इन बहसों में से कुछ को निम्नलिखित शीर्षों में शामिल किया गया है :

संकटों के वित्तीय और आतंकीय आयाम

2.81 किसी संकट के सामान्यतः दो मूलभूत आयाम होते हैं - एक तो वित्तीय और दूसरा आतंक का, जो प्रायः प्रेरक है। पहला, बैंक चलनिधि, भुगतान प्रणालियों और शोधक्षमता के लिए आघात वित्तीय संकटों के सुस्पष्ट लक्षण हैं। दूसरा, आतंक की मार - जमाकर्ता और निवेशक के विश्वास की अचानक और नाटकीय ढंग से हानि - प्रायः अधःपतन की घटना है। जब वित्तीय और आतंक के (दोनों) आयाम टकराते हैं तब वे प्रतिक्रिया की एक शृंखला प्रारंभ करते हैं तथा संबंधित/प्रभावित देश चक्कर खाकर नीचे गिरने लगता है, क्योंकि आतंक और विश्वासभंग व्यष्टि-आर्थिक स्तर पर बैंकिंग प्रणाली एवं वास्तविक अर्थव्यवस्था में समस्याएँ बढ़ाते हैं (बैर्टन ईटी एएल., 2003)। साथ ही, देशों के बीच संक्रामकता भी घटित होती है। वित्तीय

संकटों के लिए काफी हद तक कारण अंतरराष्ट्रीय पूँजी प्रवाहों में तीव्र उलटाव हैं तथा ये मुख्य रूप से अंतरराष्ट्रीय निवेश की स्थितियों में परिवर्तनों द्वारा प्रेरित होते हैं। प्रवाहों के उलटाव संभवतः अचानक पूँजी खाता समायोजनों को प्रेरित करते हैं और उसके बाद मुद्रा और बैंकिंग संकटों को (ऐशेनग्रीन और रोज़, 1998; फ्रैंकेल और रोज़, 1996)।

घरेलू अर्थव्यवस्था में असंतुलन

2.82 वित्तीय संकटों के इतिहास का विश्लेषण यह संकेत करता है कि किसी संकट के लिए पाँच तत्व कारणभूत होते हैं : वास्तविक अर्थव्यवस्था; वित्तीय क्षेत्र; समष्टि-अर्थव्यवस्था; अंतरराष्ट्रीय मुद्रा और पूँजी प्रवाह; और परिसंपत्ति कीमत-निर्धारण। जब ये तत्व संतुलन में रहते हैं, तब अर्थव्यवस्था सामान्यतः भलीभाँति आगे बढ़ती है, परंतु जब इनमें से कोई तत्व संतुलन से बाहर हो जाता है और अन्य तत्वों को प्रभावित करता है तब स्थितियाँ वित्तीय संकट के लिए परिपक्व हो जाती हैं (बैर्टन ईटी एल., 2003)।

- (i) असंतुलन संपदा क्षेत्र के कम निष्पादन के कारण हो सकते हैं और समय के चलते परिसंपत्तियों के मूल्य में क्रमिक हास के लिए मार्ग प्रशस्त हो सकता है जब कंपनियाँ अपनी पूँजी की लागत से अधिक पर्याप्त प्रतिलाभ अर्जित नहीं कर सकतीं।
- (ii) असंतुलन अत्यंत आवश्यक परंतु खराब ढंग से निष्पादित बाजार के उदारीकरण के कारण हो सकते हैं, जहाँ आक्रामक सुधार लागू किये गये हों जो अर्थव्यवस्था की उनका अवशोषण करने की सामर्थ्य से बहुत ज्यादा हो गये हों।
- (iii) उन देशों की वित्तीय प्रणालियों में उनकी सहन करने की क्षमता से अधिक असंतुलन भी हो सकते हैं जहाँ विदेशी पूँजी प्रवाहों के लिए बाजार को असमान रूप से खोला गया हो अथवा वित्तीय क्षेत्र का अविनियमन किया गया हो। यह स्थिति 1980 के बाद के दशक और 1990 के बाद के दशक के दौरान अधिकांश उभरते बाजार संकटों में, तथा सर्वाधिक उल्लेखनीय रूप में पूर्वी एशियाई संकट में थी।
- (iv) असंतुलन आधारणीय समष्टि-आर्थिक नीतियों के कारण भी उत्पन्न हो सकते हैं जैसे असमर्थनीय राजकोषीय घाटे, अधिमूल्यित मुद्राएँ

तथा अर्थव्यवस्था में अत्यधिक तीव्र ऋण वृद्धि जो या तो विदेशी निधीयन के प्रवाहों द्वारा या आधारणीय मौद्रिक नीतियों से प्रेरित हों।

2.83 अधिकांश ऋण संकट इन कारकों से हो सकते हैं। इन सभी कारकों ने लातीन अमेरिकी ऋण संकट के पूर्वसूचक के रूप में कार्य किया। समय के चलते इसका स्वरूप संपदा और बैंकिंग क्षेत्रों में प्रारंभ होता है तथा तब तक निर्मित होता है जब तक कि बाह्य आघात (जैसे मुद्रा आक्रमण) अथवा आंतरिक आघात (जैसे जमाकर्ताओं द्वारा बैंक रन) अंततः संकट के पूर्ण विस्फोट के लिए प्रेरित नहीं कर देते।

वित्तीय और तकनीकी नवोन्मेष द्वारा प्रेरित संकट

2.84 इतिहासकारों, उल्लेखनीय रूप में चार्ल्स किंडिलबर्गर ने सूचित किया है कि संकट प्रायः ऐसे प्रमुख वित्तीय अथवा तकनीकी नवोन्मेषों के तत्काल बाद उत्पन्न होते हैं जो निवेशकों को नये प्रकार के वित्तीय अवसर प्रस्तुत करते हैं जिन्हें उन्होंने निवेशकों की आशाओं का “विस्थापन” कहा है। तकनीकी और वित्तीय नवोन्मेषों से अपरिचय यह समझाने में सहायक हो सकता है कि कैसे निवेशक कभी-कभी परिसंपत्तियों के मूल्यों का स्थूल रूप में अति-प्राक्कलन करते हैं। साथ ही, नई श्रेणी की परिसंपत्तियों में (उदाहरण के लिए डॉट.कॉम कंपनियों में शेयर) यदि प्रारंभिक निवेशक बढ़ते हुए परिसंपत्ति मूल्यों से लाभार्जन करते हैं, तो जैसे ही अन्य निवेशक उक्त नवोन्मेष के बारे में जानकारी प्राप्त करते हैं, और अधिक लोग उनका अनुसरण कर सकते हैं तथा वे उक्त कीमत को उच्चतर स्तर पर भी पहुँचाते हैं क्योंकि वे इसी प्रकार के लाभ पाने की आशा में उन्हें खरीदने के लिए पिल पड़ते हैं। यदि इस प्रकार की “भेड़ चाल” या “अंधानुकरण” के कारण परिसंपत्तियों के सही मूल्य से कीमतें बहुत अधिक बढ़ जाती हैं, तो विखंडन अपरिहार्य हो जाता है। यदि किसी कारणवश कीमत थोड़ी-सी गिर जाती है ताकि निवेशक यह समझें कि आगे और लाभ आश्चस्त नहीं हैं, तो तेजी का रुख विपरीत दिशा में भी जा सकता है जिससे कीमत घट जाती है और उसके कारण बिब्री के लिए भीड़ उमड़ पड़ती है तथा कीमतों में कमी करने के लिए सशक्त समर्थन मिल जाता है। पूर्व के उदाहरणों में 1720 के साउथ सी बबल⁶ और मिसिसिपी बबल शामिल हैं जो तब घटित हुए जब कंपनी स्टॉक के

⁶ प्रसंगवश, बताया जाता है कि आइज़क न्यूटन ने, जिन्होंने साउथ सी बबल में भारी नुकसान उठाया, कहा था कि मैं आकाशपिंडों की गतिविधि की तो माप कर सकता हूँ, पर लोगों के पागलपन की नहीं।

शेयरों में निवेश की कल्पना ही अपने आपमें एक नई और अपरिचित बात थी एवं 1929 का पतन भी इसमें शामिल है जो नई बिजली और परिवहन प्रौद्योगिकियों को लागू करने के बाद घटित हुआ। बहुत हाल ही में कई वित्तीय संकट निवेश के परिवेश में परिवर्तनों के बाद हुए जो वित्तीय विनियमन द्वारा लागू किये गये; 2001 में डॉ. कॉम खतरे का विस्फोट इंटरनेट प्रौद्योगिकी के बारे में “तर्कशून्यता के बाहुल्य” के साथ प्रारंभ हुआ।

वित्तीय बाजारों में प्रतिकूल चयन और नैतिक संकट

2.85 मिशिकन (1991बी) ने 1857 से 1987 तक के वित्तीय संकटों की घटनाओं का परीक्षण किया। इस विश्लेषण के अनुसार आर्थिक परिवेश में पाँच कारक वित्तीय बाजारों में प्रतिकूल चयन और नैतिक संकट को अत्यधिक बदतर होने के लिए प्रेरित कर सकते हैं, जो तब एक वित्तीय संकट उत्पन्न करते हैं तथा अर्थव्यवस्था को अधिक उत्पादन वाले संतुलन से हटाकर कम उत्पादन वाले संतुलन में अंतरित करते हैं जब वित्तीय प्रणाली उन लोगों को निधियाँ उपलब्ध नहीं करा सकती जिनके पास सर्वोत्तम निवेश के अवसर हैं। वित्तीय संकटों के लिए कारणभूत कारक हैं, ब्याज दरों में वृद्धि, शेयर बाजार का पतन, अनिश्चितता में बढ़ोतरी, बैंक आतंक और कुल मूल्य स्तर में अप्रत्याशित गिरावटें, जैसा कि नीचे विस्तार से बताया गया है:

- (i) ब्याज दरों में वृद्धि सामान्यतः संकटों की अग्रदूत हैं क्योंकि व्यक्ति और फर्म, जो उच्चतम ब्याज दरें अदा करने के इच्छुक हैं, ऐसे हैं जिनके पास सर्वाधिक जोखिमों से भरी निवेश परियोजनाएँ हैं। आम तौर पर बाजार की ब्याज दरें अचानक तीव्र वृद्धि अनुभव करती हैं जो ऋण के लिए बढ़ी हुई माँग अथवा मुद्रा आपूर्ति में कमी द्वारा संचालित है। इस परिदृश्य में जिनके पास खराब ऋण जोखिम हैं वे फिर भी उधार लेना चाहते हैं जबकि जिनके पास अच्छे ऋण जोखिम हैं वे उधार लेने की अपेक्षा खो देते हैं। परिणामी प्रतिकूल चयन संभवतः उधार देने में अत्यधिक कमी को प्रेरित करता है क्योंकि ऋणदाता ऋण प्रदान करना नहीं चाहते जो फिर निवेश और सकल आर्थिक कार्यकलाप में भारी कमी का मार्ग प्रशस्त करता है।
- (ii) जैसा कि ग्रीनवाल्ड और स्टिलिट्ज (1988), बर्नान्के और गेर्टलर (1990), तथा कैलोमिरिस और हब्बर्ड (1989) ने बल देकर कहा है, शेयर बाजार में तीव्र गिरावट वित्तीय बाजारों में प्रतिकूल

चयन और नैतिक संकट की समस्याएँ बढ़ा सकता है क्योंकि यह फर्म की निवल मालियत के बाजार मूल्य में बहुत बड़ी कमी ला सकता है। इसका परिणाम उधार देने में कमी के रूप में होता है जो फिर निवेश और कुल उत्पादन में कमी का कारण बनता है। 1930 के बाद के दशक की महान मंदी से पहले अक्टूबर 1929 में शेयर बाजार में तेज गिरावट हुई थी।

- (iii) वित्तीय बाजारों में अनिश्चितता में नाटकीय वृद्धि, जो संभवतः किसी प्रसिद्ध वित्तीय अथवा गैर-वित्तीय संस्था की विफलता, मंदी, शेयर बाजार के पतन के कारण हुई हो, ऋणदाताओं के लिए खराब ऋण जोखिमों से लाभकारी तत्व को देखना कठिनतर कर देती है। यह ऋण बाजारों में प्रतिकूल चयन की समस्याओं की तीव्रता को बढ़ा देती है, जबकि शेयर बाजार के पतन से उत्पन्न होनेवाली निवल मालियत में गिरावट भी नैतिक संकट की समस्याओं में बढ़ोतरी में परिणत होती है। यह उन्हें उधार देने के लिए कम इच्छुक बना देती है जिससे उधार, निवेश और कुल आर्थिक कार्यकलाप में कमी आ जाती है।
- (iv) बैंक आतंक भी वित्तीय संकटों में बदल जाते हैं क्योंकि बैंक महत्वपूर्ण वित्तीय मध्यवर्ती हैं। बैंक आतंक में परिणत वित्तीय संकट तथा एक ही समय कई बैंकों की विफलता बैंकों द्वारा की जानेवाली वित्तीय मध्यस्थता की मात्रा को घटा देती है और इस प्रकार निवेश और कुल आर्थिक कार्यकलाप में कमी का मार्ग प्रशस्त होगा (बर्नान्के, 1983)।
- (v) अंततः मूल्य के स्तरों में अप्रत्याशित गिरावट, वास्तविक निवल मालियत में भारी कमी तथा प्रतिकूल चयन और नैतिक संकट की समस्याओं का सामना करनेवाले उधारदाताओं में वृद्धि का कारण बनती है। प्रतिकूल चयन और एजेंसी समस्याओं में परिणामी वृद्धि के कारण निवेश और आर्थिक कार्यकलाप में गिरावट होती है।

2.86 अमेरिका में अधिकांश वित्तीय संकट ब्याज दरों में तीव्र वृद्धि, शेयर बाजार के पतन तथा प्रमुख वित्तीय अथवा गैर-वित्तीय फर्मों की विफलता (उदाहरण के लिए 1857 में दी ओहियो लाइफ इंश्योरेंस एण्ड ट्रस्ट कंपनी, 1873 में दी नॉर्दर्न पैसिफिक रेलरोड एण्ड जे कुक एण्ड कंपनी, 1884 में ग्रैन्ट एण्ड वार्ड, 1893 में दी नैशनल केर्डेज कंपनी, 1907 में दी निकरबॉकर ट्रस्ट कंपनी, और 1930 में

दी बैंक ऑफ युनाइटेड स्टेट्स) से उत्पन्न अनिश्चितता के बाद प्रारंभ हुए हैं। इस विश्लेषण के आधार पर यह निष्कर्ष निकाला जा सकता है कि शेरों की कीमतें गिर जाती हैं तथा निम्न और उच्च गुणवत्ता वाले उधारकर्ताओं के लिए ब्याज दरों के बीच अंतर (स्प्रेड) इतना बढ़ जाता है कि आतंक उत्पन्न हो जाता है। दूसरे, अधिकांश आतंकों से पहले ब्याज दरों में भारी वृद्धियाँ हुई हैं। तीसरे, अधिकांश आतंकों से पहले किसी वित्तीय संस्था की प्रमुख विफलता रही है। यह विफलता प्रायः किसी गैर-वित्तीय निगम द्वारा अनुभव की गई वित्तीय कठिनाइयों का परिणाम है। वित्तीय आतंक सामान्यतः मंदी के शुरू होने के बाद घटित होते हैं तथा अंततः आतंक के साथ संबद्ध ब्याज दर स्प्रेड में वृद्धि के बाद शीघ्र ही गिरावट होती है। तथापि अनेक मामलों में, सर्वाधिक उल्लेखनीय रूप में 1873 के आतंक, 1907 के आतंक, और महान मंदी के बाद पुनः ब्याज दर स्प्रेड बढ़ जाता है, विशेषतः तब जब अपस्फीति और तीव्र मंदी की स्थिति भी बनी हुई हो।

मुक्त पूँजी संचलन और बैंकिंग संकट

2.87 आर्थिक साहित्य ने भी अपेक्षाकृत मुक्त पूँजी संचलन और बैंकिंग संकटों की घटना के बीच एक आश्चर्यजनक सहसंबंध पाया है। ऐतिहासिक रूप से अत्यधिक अंतरराष्ट्रीय पूँजी संचलन की अवधियों के बाद अंतरराष्ट्रीय बैंकिंग संकट पैदा हुए हैं। एक और आश्चर्यजनक सहसंबंध मुद्रास्फीति और चूक के बीच रहा है। हाल ही में बाह्य ऋण के अत्यधिक निर्माण और पतन को प्रेरित करने वाले, नैतिक संकट द्वारा प्रेरित निवेश बैंक रन और मुद्रा के मूल्यहास के तुलन-पत्र संबंधी निहितार्थ वित्तीय संकट के प्रमुख कारणों के रूप में उभरे हैं। मुद्रा संकटों के लिए इन तीन स्पष्टीकरणों के अतिरिक्त, संक्रामकता के प्रभाव भी हैं। इसके अलावा, एक देश के द्वारा अवमूल्यन उसके व्यापार में साझेदारों को प्रतियोगात्मकता की हानि से बचने के लिए अवमूल्यन करने की प्रेरणा दे सकता है। वित्तीय सहसंबंध जैसे अन्य माध्यम भी संक्रामकता के प्रभावों के प्रसार में सहायक हो सकते हैं (कैल्वो और रेनहार्ट, 1996; ऐशेनग्रीन *ईटी एएल*, 1995)। वित्तीय संकटों का सदैव एक अंतरराष्ट्रीय आयाम भी रहा है जैसा कि मोर्गनस्टेर्न (1959), किंडिलबर्गर (1978) और बोर्डो (1986) ने दर्शाया है। संक्रामकता त्वरित रूप से परिसंपत्ति बाजारों के माध्यम से, अंतरराष्ट्रीय बैंकिंग के माध्यम से तथा मौद्रिक मानकों के माध्यम से फैल जाती है। शेर बाजार के पतन और बैंकिंग आतंक अनेक देशों में मूल आघात के कुछ ही महीनों के भीतर घटित हुए हैं।

मुद्रावादी आयाम

2.88 मुद्रावादी साहित्य में एक अतिरिक्त माध्यम की भी चर्चा है कि बैंक आतंकों को संबद्ध करनेवाले वित्तीय संकट कैसे कुल अर्थव्यवस्था में तीव्र गिरावट को प्रेरित कर सकते हैं। फ्रायडमैन और स्क्वार्ज (1963) प्रलेखों द्वारा प्रमाणित करते हैं कि किस प्रकार अमेरिका में बैंक आतंकों ने जमाकर्ताओं की जमाराशियों से बाहर आकर मुद्रा की ओर अग्रसर होने एवं बैंकों के ऋणों से बाहर आकर आरक्षित निधियों की ओर अग्रसर होने के परिणामस्वरूप मुद्रा आपूर्ति में तीव्र संकुचन को प्रेरित किया। इन संकुचनों ने आर्थिक कार्यकलाप और मूल्य स्तर में भारी गिरावटों को प्रेरित किया है। 1876 से 1907 के बीच के संकटों तथा महान मंदी सहित 1876 से 1970 तक की अवधि के दौरान घटित अधिकांश संकटों के लिए ऊपर वर्णित कारण दिये जा सकते हैं।

पहली, दूसरी और तीसरी पीढ़ी के मॉडल

2.89 क्रुगमैन (1979) द्वारा तैयार किये गये पहली पीढ़ी के मुद्रा संकट मॉडलों ने विनिमय दर व्यवस्थाओं के पतन का स्पष्टीकरण इस आधार पर दिया कि कमजोर मूलभूत तत्व विदेशी निवेशकों को संसाधन देश से बाहर खींचने के लिए प्रेरित करते हैं, तथा इसके परिणामस्वरूप, मुद्रा को बनाये रखने के लिए आवश्यक विदेशी आरक्षित निधियों का हास विनिमय दर व्यवस्था के पतन के लिए मार्ग प्रशस्त करता है। पहली पीढ़ी के मॉडलों ने संकटों के मूलभूत निर्धारक तत्व के रूप में राजकोषीय असंतुलनों के संबंध में एक केंद्रीय भूमिका अदा की। परंतु पहली पीढ़ी का यह दृष्टिकोण 1991 में यूके द्वारा अनुभूत विनिमय दर संकट तथा पूर्वी एशियाई संकट को स्पष्ट नहीं कर सका क्योंकि इन संकटों में निर्णायक राजकोषीय असंतुलन विद्यमान नहीं थे।

2.90 मेक्सिको, एशिया, रूस और ब्राजील में घटित संकटों ने इस बात को रेखांकित किया कि उभरते बाजारों में वित्तीय संकटों के लिए एक संतोषजनक स्पष्टीकरण भ्रांतिजनक रहा है। दूसरी पीढ़ी के मॉडलों ने स्वयंपूरक सट्टेबाजी के आक्रमणों और बहुविध असंतुलनों की संभावना पर बल दिया। मुद्रा संकट कभी कभी ऐसी स्थिति में भी हुए जब केंद्रीय बैंकों के पास उन्हें रोकने के लिए पर्याप्त संसाधन थे (ओब्सटफेल्ड, 1994)। केंद्रीय बैंक उस स्थिति में एक स्थिर विनिमय दर सीमा का परित्याग करने का निर्णय कर सकते हैं जब उसे अपनाए के लिए बेरोजगारी की लागत बहुत अधिक हो जाती है। इस नये

दृष्टिकोण में यह अंतर्निहित है कि संकट स्वयंपूरक प्रत्याशाओं द्वारा संचालित हो सकते हैं, क्योंकि उक्त सीमा (पेग) की रक्षा करने की लागतों का अनुरक्षण किया जाएगा। एक उदाहरण 1990 के बाद के दशक के प्रारंभिक वर्षों में यूरोप में घटित घटनाएँ हैं जिन्हें दूसरी पीढ़ी के मॉडलों द्वारा बड़ी हद तक स्पष्ट किया जा सकता है जो यह दर्शाते हैं कि मुद्रा संकट मजबूत मूलभूत तत्वों के बावजूद घटित हो सकते हैं जैसा कि स्वयंपूरक प्रत्याशाओं (ओबस्टफेल्ड, 1996), सट्टेबाजी से युक्त आक्रमणों, तथा बाजार की भावना में परिवर्तनों (फ्लड और मेरियोन, 1996; फ्रैंकेल और रोज़, 1996) के मामले में है। इस मामले में, *सिक्का-दलाई मुनाफा* कोई मुद्दा नहीं था; संबद्ध सरकारों ने निरंतर पूँजी बाजारों तक पहुँच बनाये रखी तथा मौद्रिक नीति समष्टि-आर्थिक नीति के विचारों द्वारा अधिप्रेरित थी, न कि बजट की आवश्यकताओं द्वारा। समष्टि-आर्थिक तालमेलों और निर्णयों के साथ यह नीति संबंधी चयन का मामला था। विनिमय दर व्यवस्था संबंधी संकट एक नियत विनिमय दर का बचाव करने के लिए आवश्यक मितव्ययिता और अत्यधिक बेरोजगारी का उन्मूलन करने के लिए अपेक्षित विस्तार के बीच संघर्ष के कारण हुआ, जिसने 1992 में ब्रिटेन को विनिमय दर व्यवस्था से बाहर आने के लिए विवश किया (ऐशेनग्रीन और वाइप्लोस्ज, 1993)।

2.91 दूसरी पीढ़ी के संकट मॉडलों ने विदेशी मुद्रा के यांत्रिक समापन पर नहीं, बल्कि समष्टि आर्थिक नीति की समस्याओं पर जोर दिया। इस मामले में मुद्रा संकट इसलिए हो सकता है क्योंकि समता की रक्षा करने के लिए सरकार की इच्छा के बारे में संदेह उसे ब्याज दरें बढ़ाने के लिए मजबूर करते हैं, और फिर ब्याज दरों को उच्च रखने की आवश्यकता समता का बचाव करने की लागत को ऐसे स्तर तक बढ़ा देती है कि सरकार उसे अस्वीकार्य पाती है। ओबस्टफेल्ड ने तर्क दिया कि संकटों के साथ एक स्वयंपूरक भविष्यवाणी का सशक्त तत्व रहता है तथा जो विनिमय व्यवस्थाएं आर्थिक व्यवस्था के ध्वस्त होने के बावजूद अनिश्चित काल के लिए बनी रह सकती थीं, यदि आवश्यक रूप से यादृच्छिक सट्टेबाजी के आक्रमण झेलने के लिए विवश होती रहें तो धराशायी हो जाएंगी। परंतु बढ़ती बेरोजगारी और घरेलू मंदी का यह स्पष्टीकरण जहाँ एक ओर विनिमय दर व्यवस्था 1992 संकट के लिए उपयुक्त था, वहीं दूसरी ओर 1994 में मेक्सिको में और 1997 में पूर्वी एशिया में तथ्यों के साथ मेल नहीं खाता (चांग और वेलैस्को, 2001)। पूर्वी एशियाई संकट के दौरान अंतर्निहित सरकारी गारंटियाँ थीं जिन्होंने

नैतिक संकट द्वारा संचालित अत्यधिक निवेश को उत्प्रेरित किया। दूसरे, इन गारंटियों को स्वीकार करने के लिए सरकार की सीमित इच्छा अथवा सामर्थ्य का यह अर्थ रहा कि वे पूरी तरह विश्वसनीय नहीं हो सकते। संकट के प्रति प्रारंभिक प्रतिक्रिया में सरकार इन गारंटियों को स्वीकार करने में समर्थ थी, परंतु ऋण के बढ़ते हुए स्तर के साथ स्वयंपूरक प्रत्याशाएँ थीं कि जिन्हें सरकार अस्वीकार करती, जिसका परिणाम उत्पादन और पूँजी के स्टॉक में तीव्र गिरावट के साथ आकस्मिक पतन था। यह तीसरी पीढ़ी का मुद्रा संकट था जिसमें मुद्रा का बड़ा मूल्यहास हुआ जिसने तुलन-पत्रों के संबंध में तबाही की स्थिति पैदा की तथा अर्थव्यवस्था संकट के दायरे में प्रविष्ट हुई। तीसरी पीढ़ी के मॉडल ने जोर दिया कि कैसे वित्तीय दुर्बलता मुद्रा संकट को प्रेरित कर सकती है।

संकटों में विद्यमान सामान्य तत्व

2.92 तथापि, ऐसे कुछ तत्व हैं जो उभरते बाजारों में वित्तीय संकटों के लिए सामान्य हैं और हाल के वर्षों में देखे गये हैं। इन सामान्य तत्वों में शामिल हैं, चालू खाते में नाटकीय विचलन, बहुत बड़ा वास्तविक मूल्यहास और वास्तविक उत्पादन में उल्लेखनीय कमी। यह प्रतीत होता है कि इन सभी संकटों एवं अनेक ऐतिहासिक संकटों के स्वरूप में तीन स्थूल तत्व संबद्ध हैं।

2.93 पहला, भारी पूँजी अंतर्वाहों की अवधि के बाद निवेशकों (देशी और विदेशी - दोनों) ने प्रभावित देश में उसकी मूलभूत व्यवस्थाओं में परिवर्तन के प्रतिक्रियास्वरूप परिसंपत्तियों का अपना स्टाक घटाने का निर्णय किया। इसके लिए कारण ये माने जा सकते हैं, जैसे विनिमय दर व्यवस्था की सक्षमता के बारे में चिंताएँ जैसी कि इनमें से अधिकांश मामलों में है, बड़े राजकोषीय घाटों के बारे में चिंता जैसी रूस और ब्राजील में है, बड़े चालू खाता घाटों के बारे में चिंता जैसी थाईलैंड और ब्राजील में है; तथा अपर्याप्त पूँजीकरण और बैंकों के पर्यवेक्षण एवं अत्यधिक लीवरेज और गारंटी के कुछ संयोजन से उत्पन्न वित्तीय क्षेत्र की दीर्घकालिक दुर्बलताओं की बढ़ती हुई सुव्यक्तता (समर्स, 2000)।

2.94 दूसरा, इन उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में कुछ समय के लिए इस प्रक्रिया के जारी रहने के बाद निवेशकों ने अपना ध्यान देश में विद्यमान स्थिति का मूल्यांकन करने से हटाकर अन्य निवेशकों के व्यवहार का मूल्यांकन करने की ओर परिवर्तित किया। जैसे-जैसे बैंक रन की मानसिकता हावी होती गई, आहरण की मात्रा बढ़ती गई।

2.95 तीसरा, पूँजी के आहरण, विनिमय दर में संबद्ध तीव्र परिवर्तन तथा पूँजी तक घटी हुई पहुँच ने मूलभूत दुर्बलताओं को बढ़ा दिया, और फिर वित्तीय बाजार की प्रतिक्रिया को तेज कर दिया। विनिमय दर के वास्तविक मूल्यहास वास्तविक आय और व्यय को कम कर दिया। गिरती हुई विनिमय दर के संबंध में असंबद्ध बाहरी अपेक्षाओं ने पूँजी पलायन के लिए दबावों को बढ़ा दिया। तथा सबसे अधिक महत्वपूर्ण, विदेशी मुद्रा देयताओं के बढ़े हुए घरेलू मूल्य और देशी उधारकर्ताओं की घटी हुई ऋण-पात्रता ने पहले से ही अस्वस्थ वित्तीय प्रणाली का दर्जा और कम कर दिया, और फिर यह उधार में और अधिक कटौतियों एवं मूलभूत व्यवस्थाओं के और अधिक बदतर होने के लिए कारण बना।

2.96 हाल के लगभग सभी संकटों में गंभीर बैंकिंग और वित्तीय क्षेत्र की दुर्बलताओं ने एक महत्वपूर्ण भूमिका अदा की। सभी मामलों में सहवर्ती मौद्रिक नीति की प्रतिबद्धताओं के बिना नियत ब्याज दरें संकट से ठीक पहले से ही विद्यमान थीं। सभी घटनाओं में पारंपरिक समष्टि-आर्थिक मूल तत्व अत्यधिक मुद्रास्फीतिकारी मौद्रिक नीतियों, बड़े राजकोषीय घाटों अथवा बड़े चालू खाता घाटों के रूप में भी विद्यमान थे। उक्त प्रत्येक संकट में सरकार की अथवा निजी क्षेत्र की बड़ी अल्पावधि देयताओं सहित राष्ट्रीय तुलन-पत्र संबंधी दुर्बलताएँ महत्वपूर्ण तत्व रहीं।

2.97 संक्षेप में, वित्तीय संकटों के अनेक कारणों में महत्वपूर्ण कारण हैं : आधारणीय समष्टि-आर्थिक नीतियों (बड़े चालू खाता घाटों और आधारणीय लोक ऋण के साथ) का मिश्रण, बड़े पूँजीगत अंतर्वाह और तुलन-पत्र संबंधी दुर्बलताएँ, तथा विभिन्न राजनैतिक और आर्थिक बाधाओं के कारण नीतिगत निक्रियता सहित, अत्यधिक ऋण वृद्धि। कुछ वित्तीय संकटों में मुद्रा और परिपक्वता की असमानताएँ एक मुख्य विशेषता थीं, जबकि अन्यो में बैंकिंग क्षेत्र के तुलन-पत्र-बाह्य परिचालन प्रमुख हैं। वित्तीय संकटों के कारणों के विश्लेषण से विदित होता है कि यद्यपि प्रेरक बिंदु अलग-अलग रहे हैं, फिर भी वित्तीय उथल-पुथल की प्रत्येक घटना में कुछ सामान्य सूत्र भी विद्यमान हैं : पहला, ऋण का अत्यधिक उपयोग; दूसरा, ऋण मानकों का एक स्पष्ट न्यूनीकरण; और तीसरा, लीवरेज पर भारी निर्भरता। संस्थागत दुर्बलताएँ विशिष्ट रूप से संकट को गहरा बना देती हैं और संकट के समाधान को जटिल बना देती हैं। दिलालियेपन और पुनर्संरचना के ढाँचे प्रायः दोषपूर्ण हैं तथा वित्तीय संस्थाओं और निगमों के लिए प्रकटीकरण और लेखांकन के नियम भी कमजोर हैं। कई वित्तीय संकट, विशेष

रूप से नियत विनिमय दरों से युक्त देशों में घटित संकट दुहरे संकटों के रूप में परिवर्तित होते हैं जब उधारकर्ताओं अथवा स्वयं बैंकों के विदेशी मुद्रा एक्सपोजरों के माध्यम से बैंकिंग क्षेत्र की समस्याओं को बढ़ाते हुए मुद्रा का मूल्यहास किया जाता है (लीवेन और वैलेन्शिया, 2008)।

संकट के प्रभाव

2.98 वित्तीय संकट विनाशकारी और संक्रामक हो सकते हैं तथा प्रायः इनके कारण अर्थव्यवस्थाएँ गहन मंदी और तीव्र चालू खाता विपर्ययों का अनुभव करती रही हैं। अधिकांश समष्टि-आर्थिक और वित्तीय परिवर्तियों (वैरियबल्स) ने मंदी के दौरान चक्रीयता के अनुकूल व्यवहार दर्शाया, केवल दो मुख्य नीति-संबंधी परिवर्तियों - अल्पावधि ब्याज दरों और राजकोषीय व्ययों - को छोड़कर जिन्होंने मंदियों के दौरान प्रायः प्रतिचक्रीय रूप में व्यवहार किया। पिछले 150 वर्षों में घटित वित्तीय संकटों के प्रभाव के विश्लेषण से यह स्पष्ट है कि अनेक माध्यमों ने वित्तीय संकट, जोखिम विमुखता में संबद्ध वृद्धि और आगामी मंदी ने समष्टि-अर्थव्यवस्था को प्रभावित किया है। वित्तीय और समष्टि-आर्थिक परिवर्तियों ने संपदा और प्रतिस्थापन प्रभावों के माध्यम से, और फर्मों और घर-परिवारों के तुलन-पत्रांत पर पड़े प्रभावों के माध्यम से घनिष्ठतापूर्वक परस्पर क्रिया की (ब्लैनवैर्ड और फिश्वर, 1989; ओब्सटफेल्ड और रोगोफ, 1999)।

2.99 यह पाया गया कि मंदी की स्थितियों में प्रायः निवेश, औद्योगिक उत्पादन, आयातों, तथा आवास और शेरों की कीमतों में भारी कमियों, उपभोग और निर्यातों में मामूली गिरावटों एवं रोजगार की दरों में कुछ कमी विद्यमान थीं। किसी भी वित्तीय संकट के बाद अधिकांश देशों ने सामान्यतः कंपनी और सरकारी बांड दरों (दोनों) में वृद्धि का अनुभव किया जो जोखिम प्रीमियमों में बढ़ोतरी को दर्शाता है। उधार की लागत में परिणामी वृद्धि ने निवेश की गतिविधि को प्रभावित किया। ऋण की उपलब्धता में भारी कमी देखी गई। चलनिधि की कमियों ने न केवल ऋण की कीमत को, बल्कि उपलब्ध मात्रा को भी प्रभावित किया क्योंकि वित्तीय संस्थाओं ने कीमत का विचार किये बिना ऋण की राशनिंग की। ऋण प्रदान करने के मामले में बैंक सतर्क रहे। इसके अलावा, आर्थिक मंदी और निम्नतर माँग के वास्तविक प्रभावों ने राजस्व के नकदी प्रवाहों पर असर डाला जिसके कर्ज भुगतान क्षमता और समग्र लाभप्रदता पर अप्रत्यक्ष प्रभाव पड़े। आम तौर पर वित्तीय संकटों का अनुभव करनेवाले देशों ने विनिमय दर संबंधी

अभूतपूर्व उतार-चढ़ाव देखे। इन गतिविधियों का भी आर्थिक संस्थाओं के तुलन-पत्रों और कर्ज भुगतान क्षमता पर प्रभाव रहा।

2.100 कुछ वित्तीय संकटों का वित्तीय क्षेत्र से बाहर अल्प प्रभाव रहा, जैसे 1987 का वाल स्ट्रीट पतन, परंतु अन्य संकटों का शेष अर्थव्यवस्था में संवृद्धि पर भारी प्रतिकूल प्रभाव पड़ा। पिछले 120 वर्षों में औसतन संकटों के बाद आर्थिक मंदी दो से तीन वर्ष तक रही तथा उनकी लागत जीडीपी के 5 से 10 प्रतिशत तक थी (बोर्डो *ईटी एएल.*, 2001)। दुहरे संकट (बैंकिंग और मुद्रा -दोनों) का सामान्यतः परिणाम उत्पादन की भारी हानि रहा। संकटों के साथ मेल खानेवाली मंदियाँ उन मंदियों से कहीं अधिक तीव्र पाई गईं जिन्होंने संकटों के साथ मेल नहीं खाया। प्रायः तीव्र वित्तीय संकटों के नतीजों की तीन विशेषताएँ रहीं। पहली, परिसंपत्ति बाजार के पतन गहरे और दीर्घकालिक थे। आवासों की वास्तविक कीमत की गिरावटें छह वर्षों तक व्याप्त रहीं तथा औसतन 35 प्रतिशत रहीं, जब कि शेयरों की कीमतों में गिरावट लगभग साढ़े तीन वर्षों तक औसतन 55 प्रतिशत रही। दूसरे, बैंकिंग संकटों का परिणाम उत्पादन और रोजगार में गंभीर कमी के रूप में रहा। बेरोजगारी की दर चक्र के अवरोह चरण में औसतन 7 प्रतिशत अंक बढ़ी, जो औसतन चार वर्ष से अधिक समय तक जारी रही। उत्पादन 9 प्रतिशत से भी अधिक औसत (शीर्ष से गर्त तक) से गिरा। मंदी की अवधि औसतन लगभग दो वर्ष की थी जो बेरोजगारी की अवधि की तुलना में काफी कम थी। तीसरे, सरकारी ऋण का वास्तविक मूल्य तेजी से बढ़ा, जिसकी विश्व युद्ध II के बाद की प्रमुख घटनाओं में 86 प्रतिशत के औसत से वृद्धि हुई (रेइनहार्ट और रोगोफ, 2008)। ऋण की वृद्धियों के प्रमुख प्रेरक थे कर राजस्वों में अपरिहार्य गिरावट जो सरकारों ने गहरे और दीर्घकालिक उत्पादन संकुचनों एवं अवनति को कम करने के उद्देश्य से अकसर अपनाई गई महत्वाकांक्षी प्रतिचक्र्रीय राजकोषीय नीतियों के फलस्वरूप झेला।

2.101 वित्तीय संकट के परिणामस्वरूप, ऋण के सर्वाधिक सामान्य स्रोत वाणिज्य बैंकों ने आम तौर पर अधिक कठोर ऋण मानकों को लागू किया तथा ब्याज दर स्प्रेडों और शुल्क को भी बढ़ा दिया। इसके अलावा, व्यवसाय और घरेलू क्षेत्रों (दोनों) में बिगड़ रही वित्तीय स्थितियों ने व्यवसाय उद्यमों की ऋणपात्रता को घटा दिया तथा इस प्रकार ऋण तक उनकी पहुँच को बाधित कर दिया। वित्तीय संकट का अर्थ वित्तीय बाजारों का खराब कार्यचालन होता है। वित्तीय बाजारों के अपर्याप्त कार्यनिष्पादन ने नई फर्मों के सीमित प्रवेश, फर्मों में निम्न उत्पादन, तथा व्यावसायिक उद्यमों के लिए अधिकाधिक

वित्तीय बाधाओं का मार्ग प्रशस्त किया (आन्ना और रोबर्ट, 2005)। मिलेसी-फेरेटी और राजीन (1998) के अनुसार उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रा संकटों और परिणामी मुद्रा के मूल्यों में भारी गिरावट ने सामान्यतः उत्पादन में तीव्र गिरावटों को प्रेरित किया। बैंक रन मुद्रा संकटों की एक सामान्य विशेषता रहे हैं जहाँ 62 प्रतिशत संकटों ने कुल जमाराशियों में अस्थायी तौर पर तीव्र कमियों का अनुभव किया। मुद्रा संकट के साथ संबद्ध बैंकिंग संकट का परिणाम बड़े पैमाने पर पूँजी पलायन था जिसने मुद्रा के मूल्य में भारी गिरावट को रोकने के लिए बैंकिंग प्रणाली को सहायता प्रदान करने एवं पूँजी नियंत्रण लागू करने के लिए हस्तक्षेप हेतु सरकार को विवश किया। तीव्र बैंक रन प्रायः प्रणाली-व्यापी रहे हैं, तथापि कमजोर बैंकों से सुदृढ़ बैंकों की ओर प्रणाली के भीतर गुणवत्ता-अभिमुख प्रभाव सामान्यतः देखा गया है। 1997 में इंडोनेशियाई संकट के दौरान अक्तूबर और दिसंबर 1997 के बीच निजी राष्ट्रीय बैंकों ने जमाराशियों में 35 ट्रिलियन रुपये की हानि उठाई, जबकि राज्य-स्वामित्व वाले बैंकों तथा विदेशी और संयुक्त उद्यम वाले बैंकों को क्रमशः 12 और 2 ट्रिलियन रुपये का लाभ हुआ (बाटून्गार, 2002)।

2.102 वित्तीय संकट और परिणामी मंदी ने अकसर आयातों में कमी का मार्ग प्रशस्त किया। वित्तीय प्रणाली, विशेष रूप से बैंकिंग प्रणाली की दुर्बलता अथवा उसका पतन समग्र व्यापार को प्रभावित करते हुए देश की निर्यात क्षमता को कमजोर कर देता है। मुद्रा संकट के दौरान विनिमय दर का परिदृश्य भी अधिक अनिश्चित बन जाता है। तीव्र मुद्रा मूल्यहास के कारण उपभोक्ता मुद्रा धारिताओं की वजह से संपदा की हानियाँ उठाते हैं, जिससे उपभोक्ता अपना उपभोग कम करने के लिए विवश हो जाते हैं। इसके अलावा, वित्तीय संकटों (मुद्रा संकटों, बैंकिंग संकटों अथवा दोनों सहित) ने विनिमय दर के साथ-साथ व्यापार को भी प्रभावित किया है। रेइनहार्ट (1999) ने बताया कि वित्तीय संकट सामान्यतः पूँजी खाता विपर्यय (“आकस्मिक विराम”) का कारण बने तथा इन्होंने आर्थिक मंदी को प्रेरित किया। मेंडोज़ा (2001) ने दर्शाया कि दोषपूर्ण ऋण बाजारों वाली अर्थव्यवस्था में ये आकस्मिक विराम संतुलन का परिणाम हो सकते हैं। आर्थिक मंदी ने न केवल घरेलू माँग को, बल्कि कुल उत्पादन को भी घटा दिया। अनेक लातीन अमेरिकी देशों (उदा. मेक्सिको, ब्राजील और वेनेजुएला) ने 1980 के बाद के दशक में ऋण संकटों के दौरान अपने विदेशी कर्ज की चुकौती को रोक दिया था।

2.103 पहले के मॉडलों में संकटों को कुछ वास्तविक परिणाम देने वाली मौद्रिक घटनाओं के रूप में माना गया था। तथापि, वित्तीय संकटों के इतिहास के विश्लेषण से यह विदित होता है कि अधिकांश मंदियों के अधिकांश भाग का कारण वित्तीय संकट रहे हैं। एक महत्वपूर्ण उदाहरण महान मंदी है, जिसके पहले अनेक देशों में बैंक रन और शेयर बाजार के पतन हुए हैं। सर्वाधिक तीव्र आतंक की घटनाएँ 1857, 1873, 1893, 1907 और 1930-33 में हुई थीं जिनके परिणामस्वरूप सर्वाधिक तीव्र आर्थिक संकुचन 1857-58, 1873-79, 1893-94, 1907-08 और 1929-33 में हुए थे।

2.104 समाहार के तौर पर, वित्तीय संकट प्रारंभ से ही आर्थिक परिदृश्य का अंग रहे हैं। समय के चलते वित्तीय संकटों की परिभाषा और वर्गीकरण विकसित हुआ है। संकट संबंधी कालक्रम यह सूचित करते हैं कि वित्तीय संकट न केवल वर्तमान युग में, बल्कि पहले की अवधियों में भी दीर्घकालिक समस्याएँ रहे हैं। वित्तीय संकटों के इतिहास का विश्लेषण यह बताता है कि वित्तीय क्षेत्र में दुर्बल वास्तविक अर्थव्यवस्था में असंतुलन व्यवस्था को कमजोर करता है तथा अंतरराष्ट्रीय मुद्रा और पूँजी को प्रभावित करता है, तथा परिसंपत्तियों का गलत कीमत-निर्धारण सामान्यतः संकट में योगदान करता है। वित्तीय संकटों के बाद की अवधि में सामान्यतः तीव्र आर्थिक संकुचन हुए हैं।

III. हाल का संकट पूर्व के संकटों से कैसे भिन्न है

2.105 हाल का वैश्विक वित्तीय संकट, जो एक आर्थिक संकट में परिणत हो गया था, 21वीं शताब्दी का पहला बड़ा वित्तीय संकट है तथा यह समझना आवश्यक है कि यह 20वीं शताब्दी के संकटों से किस प्रकार भिन्न है। एक ओर बड़ी बहस जारी है कि विश्व की व्यवस्था को ठीक रखने के लिए कौन सी नीति अपनाई जाए, वहीं इस बात के भी स्पष्ट संकेत हैं तथा इस पर मतैक्य भी है कि यह वैश्विक संकट भौगोलिक व्याप्ति और सघनता के तौर पर 1930 के बाद के दशक की महान मंदी के उपरांत सबसे बुरा संकट है। सभी उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के एक समकालिक मंदी में होते हुए यह अनुमान किया जाता है कि दूसरे विश्वयुद्ध के बाद पहली बार वैश्विक जीडीपी का संकुचन हुआ है। यद्यपि हाल के संकट की तुलना महान मंदी के साथ की जा रही है, तथापि यह संकट उससे भिन्न है क्योंकि यह सचमुच पहला वैश्विक संकट है। अमेरिका में अथवा अन्यत्र उद्भूत संकटों में यह पहला संकट

है जिसने सारी दुनिया को प्रभावित किया है जो महान मंदी भी नहीं कर सकी थी (सारणी 2.12)। अमेरिका और यूरोप, जो अपनी संवृद्धि के इंजन के रूप में वित्तीय क्षेत्र पर निर्भर थे, उक्त संकट के केंद्र में थे। एशिया इसलिए प्रभावित हुआ क्योंकि उनके निर्यातों के लिए विकसित विश्व से माँग में तीव्र कमी आई थी। पूर्वी यूरोप को पूँजी प्रवाहों के उलटाव से आघात पहुँचा, तथा अफ्रीकी और दक्षिण अमेरिकी अर्थव्यवस्थाएँ पण्य कीमतों में भारी गिरावट और उनके व्यापार की शर्तों में आई गिरावट से पीड़ित हुई। भारत महान मंदी के दौरान एवं हाल के वित्तीय संकट के दौरान भी प्रभावित हुआ। तथापि, भारत एक ब्रिटिश उपनिवेश था तथा इस कारण महान मंदी के दौरान उसपर पड़े प्रभाव का स्वरूप अधिक जटिल था (बॉक्स II.6)।

2.106 संकटों के बीच तुलनाएँ सामान्यतः उक्त संकटों की अवधि और उनकी गंभीरता पर आधारित हैं (बोर्डो *ईटी एएल.*, 2001, सेचेट्टी *ईटी एएल.*, 2009)। संकट की अवधि उन तिमाहियों की संख्या के रूप में परिभाषित है जो उत्पादन को अपने संकट-पूर्व स्तर को पुनः प्राप्त करने में लगती है। संकट की गंभीरता जीडीपी में शिखर से गर्त तक (पीक-टू-ट्रफ) प्रतिशत की गिरावट के रूप में परिभाषित है; इसके अतिरिक्त, संकट की गंभीरता संकट की लंबाई में जीडीपी में संचित हानि द्वारा सिद्ध की जाती है जो उसके शीर्ष (संकट-पूर्व) स्तर के भाग के रूप में लिया गया है। अनुमान यह बताते हैं कि जबकि हाल का संकट कुछ पिछले संकटों के साथ संकट की अवधि के मामले में तुलनीय है, संचित जीडीपी हानि के तौर पर हाल के संकट की लागत निस्संदेह महान मंदी अथवा किसी भी अन्य संकट

सारणी 2.12: वैश्विक संकट जो अमेरिका में उत्पन्न हुए

	प्रभावित देश	
	उन्नत	विकासशील
1	2	3
अक्टूबर 1907 का न्यूयार्क आतंक	अमेरिका, डेनमार्क, फ्रांस, इटली, जापान, स्वीडन	मेक्सिको
1929 की महान मंदी	अमेरिका, फ्रांस, इटली, बेल्जियम, फिनलैंड, जर्मनी, ग्रीस, पुर्तगाल, स्पेन, स्वीडन	ब्राजील, भारत, मेक्सिको, अर्जेन्टीना, चीन
2007 का वैश्विक वित्तीय संकट	अमेरिका, यूके, यूरो क्षेत्र, जापान	एशिया, अफ्रीका, लातीन अमेरिका और पूर्वी यूरोप

बॉक्स II.6 महान मंदी और भारत

1929 की महान मंदी का भारत पर बहुत तीव्र प्रभाव पड़ा, जो उस समय ब्रिटेन का उपनिवेश था। भारत उन देशों में से एक है जिन्होंने महान मंदी का सबसे पहले आघात झेला था। उक्त मंदी अमेरिका में प्रारंभ होने के केवल एक तिमाही के बाद भारत में 1929 की लगभग चौथी तिमाही के आसपास प्रारंभ हुई। भारत प्रत्यक्ष और अप्रत्यक्ष (दोनों) माध्यमों से प्रभावित हुआ। पहले, अमेरिका में उत्पन्न महान मंदी ने भारत को सीधे प्रभावित किया क्योंकि भारतीय अर्थव्यवस्था व्यापार और वित्तीय प्रवाहों के लिए अधिक खुली हुई थी। अनुमान यह निर्दिष्ट करते हैं कि विश्व व्यापार में स्वतंत्रता-पूर्व भारत का अंश लगभग 10 प्रतिशत था, जो हाल के समय के लगभग 1 प्रतिशत के समान नहीं था। दूसरे, भारत एक ब्रिटिश उपनिवेश होने के कारण अप्रत्यक्ष रूप से भी प्रभावित हुआ क्योंकि युनाइटेड किंगडम उक्त मंदी द्वारा आहत हुआ था। चूंकि भारतीय अर्थव्यवस्था ने उपनिवेशीय संरक्षण के अंतर्गत कार्य किया, इसलिए समूची समस्या में और जटिलता बढ़ गई। कृषि क्षेत्र और रेलवे सर्वाधिक प्रभावित हुए थे।

भारत सरकार द्वारा अपनाई गई अहितकारी नीतियों तथा अंतरराष्ट्रीय वित्तीय संकट के कारण पण्यों की कीमतें बढ़ गईं। जो किसान पहले खाद्य फसलों की खेती करते थे, वे युनाइटेड किंगडम में स्थित वस्त्र मिलों की माँगें पूरी करने के लिए नकदी फसलों की खेती की ओर अग्रसर हुए। ऊँची कीमतों के कारण किसान भारत में अपने उत्पाद नहीं बेच सकते थे; और न ही वे पण्यों का निर्यात युनाइटेड किंगडम में कर सकते थे जिसने भारत से आयातों को प्रतिबंधित करते हुए एक सुरक्षात्मक नीति को अपनाया था। चावल और गेहूँ जैसे खाद्यान्नों की तरह, नकदी फसलों का उपयोग निजी उपभोग के लिए नहीं हो सकता था। देश में बनी वस्तुओं की अल्प बिक्री और सीमित निर्यातों के कारण पण्यों का अंबार लग गया तथा नकदी का प्रवाह प्रतिबंधित कर दिया गया।

1929-1937 की अवधि के दौरान निर्यातों और आयातों में भारी गिरावट आई, जिससे समुद्र मार्ग से किया जाने वाला द्वारा अंतरराष्ट्रीय व्यापार कमजोर पड़ गया। निर्यातों और आयातों में गिरावट के कारण तथा उसके द्वारा वस्तुओं के परिवहन में आई कमी से रेलवे के राजस्व में अत्यंत गिरावट आई। वर्ष 1930-31 और 1931-32 के लिए सभी व्यय रेलवे प्रारक्षित निधि में से अदा किये गये।

ब्रिटिश भारत में मौजूदा आयातों और निर्यातों के अतिरिक्त, भारत के धन के विशिष्ट भाग का उपयोग प्रशासन, सेना के रखरखाव, युद्ध व्यय, सेवानिवृत्त

अधिकारियों के पेंशन तथा अपनी कॉलोनी का अनुरक्षण करने के लिए ब्रिटेन द्वारा किये गये “गृह प्रभार” कहलाने वाले अन्य व्ययों के लिए किया जाता था। अंतरराष्ट्रीय व्यापार में भीषण गिरावट और प्राप्त होनेवाले अत्यल्प राजस्व के कारण भारत को तीव्र भुगतान-संतुलन के संकट का सामना करना पड़ा। भारत केवल अपने अदृश्य आयातों के लिए, गृह प्रभारों के माध्यम से अपनी स्वर्ण आरक्षित निधियों का विक्रय करके भुगतान कर सका। वर्ष 1931-32 से 1934-35 तक भारत ने 2,330 मिलियन रुपये के मूल्य के स्वर्ण का निर्यात किया।

सभी कृषिप्रधान देशों के समान भारत ने भी व्यापार में गिरावट का अनुभव किया। आयात की कीमतों की तुलना में निर्यात की कीमतें अधिक तेजी से घटीं। अधिकांश कृषिप्रधान देशों, जैसे आस्ट्रेलिया, न्यूजीलैंड, ब्राजील और डेनमार्क ने अपनी विनिमय दरों में कमी लाकर प्रतिक्रिया जताई। तथापि, ब्रिटिश राज ने ऐसी कार्रवाई के क्रम का विकल्प नहीं चुना। इस अवधि के दौरान एक और संस्तुत नीतिगत कार्रवाई “सरकारी व्यय में वृद्धि” हो सकती थी। परंतु उपनिवेशीय सरकार ने इसके ठीक विपरीत किया, और महान मंदी की घटना को और भी अधिक तीव्र बना दिया (मणिकुमार, 2003)।

महान मंदी के दौरान भारत सरकार की नीतियों के परिणामस्वरूप देश भर में व्यापक विरोध-प्रदर्शन हुआ। ब्रिटिश भारत में प्रचलित कठोर करों के साथ ही ऊँची कीमतों ने किसानों में असंतोष बढ़ा दिया। 1930 का नमक सत्याग्रह महान मंदी के दौरान भारी कराधान के प्रतिक्रियास्वरूप किये गये उपायों में से एक था। इसके अलावा, जैसे-जैसे राष्ट्रीय संघर्ष सघन होता गया, भारत सरकार ने एक केंद्रीय बैंक की स्थापना सहित राष्ट्रवादियों की कुछ आर्थिक माँगें स्वीकार कर लीं। तदनुसार 1934 में भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम पारित हुआ तथा 1 अप्रैल 1935 से एक केंद्रीय बैंक अस्तित्व में आया जिसके प्रथम गवर्नर सर ओसबोर्न स्मिथ थे।

संदर्भ :

1. मणिकुमार, के. ए. (2003), ‘ए कॉलोनियल इकॉनॉमी इन दी ग्रेट डिप्रेशन, मद्रास (1929-1937)’, ओरिएन्ट ब्लैकस्वैन।
2. बालचंद्रन, जी. (1996), ‘जॉन बुलियन्स एम्पायर : ब्रिटेन्स गोल्ड प्रॉब्लम एण्ड इंडिया बिट्विन दी वार्स’।

की ऐसी हानि से अधिक तीव्र रही है (सारणी 2.13)। यह अभूतपूर्व मौद्रिक और राजकोषीय उपायों तथा अभूतपूर्व अंतरराष्ट्रीय समन्वयन के बावजूद है।

अतीत में वैश्विक असंतुलन

2.107 जबकि अतीत में वैश्विक असंतुलन घटित हुए हैं, हाल की स्थिति की अनोखी विशेषता यह है कि उभरती अर्थव्यवस्थाओं ने

उन्नत देशों में घाटे का वित्तपोषण करने के लिए ऋणदाता का काम किया है। अतीत में इसके विपरीत परिदृश्य देखा गया जब पूँजी धनी राष्ट्रों से निर्धन राष्ट्रों में गई। उदाहरण के लिए, स्वर्ण मानक युग के दौरान (1914 तक) पूँजी का एक बड़ा प्रवाह औद्योगिक देशों (अधिकतः युनाइटेड किंगडम और फ्रांस) से (तत्कालीन) उभरते बाजारों, जैसे कनाडा और आस्ट्रेलिया में गया जहाँ विनिमय दरों में

सारणी 2.13: वित्तीय संकटों की अवधि और गहराई

अवधि	वर्षों में संकट की औसत अवधि	संकट की औसत गहराई (चरम स्थिति के प्रति सापेक्ष संचित ज़ोडीपी हानि प्रतिशत में)
1	2	3
1880-1913 (1890 का बैरिडिंग संकट, 1907 का न्यूयार्क आतंक शामिल है)	2.4	9.8
1919-1939 (महान मंदी की अवधि शामिल है)	2.4	13.4
1945-1971	1.8	5.2
1973-1997 (1980 के बाद के दशक का लातीन अमेरिकी संकट, 1992 का ईआरएम संकट तथा 1997-98 का एशियाई और रूसी संकट शामिल हैं)	2.5-2.6	7.8-8.3
2007-08 (2008 की वैश्विक मंदी)	2.5	20

स्रोत : बोर्डो *ईटी एएल.*, 2001; सेच्चेट्टी *ईटी एएल.*, 2009 से प्राप्त अनुमान ।

उल्लेखनीय स्थिरता थी तथा उन अर्थव्यवस्थाओं के अव्यवस्थित रूप से खुलने का कोई साक्ष्य नहीं था (सारणी 2.14)। इसी प्रकार का पूँजी प्रवाह 1990 के बाद के दशक में देखा गया जब उन्नत देशों ने एशिया, लातीन अमेरिका और रूस में स्थित उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में निवेश किया था। तथापि, इनमें से अनेक उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने अपने कर्ज की संरचना के कारण तीव्र वित्तीय ऋण संकटों का सामना किया और इस प्रकार उन्होंने अव्यवस्थित रूप में अपने खुलने का संकेत दिया यद्यपि ऋणदाताओं को इससे कोई खास कष्ट नहीं हुआ। इसके अतिरिक्त ऐसी भी घटनाएँ थीं जहाँ पूँजी ने उभरते बाजारों के भीतर अथवा उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के बीच संचलन किया। 1970 के बाद के दशक में विश्व की अर्थव्यवस्था में एक प्रमुख व्यापार की शर्तों का आघात घटित हुआ जिसके अंतर्गत तेल-आयातक देशों (अधिकांशतः लातीन अमेरिका में) से संसाधनों का एक निवल अंतरण खाड़ी के तेल-निर्यातक देशों में हुआ। तथापि यह अनवाइंडिंग किसी के लिए भी सुचारु नहीं थी। इसके विपरीत,

सारणी 2.14: वैश्विक असंतुलनों की पिछली घटनाएँ

युग	क्षेत्र		निम्नलिखित के लिए व्यवस्थित मोचन	
	ऋणदाता	ऋणी	ऋणदाता	ऋणी
1	2	3	4	5
स्वर्ण मानक (<1914)	उन्नत	उभरता हुआ	हाँ	हाँ
1970 के बाद का दशक	उभरता हुआ	उभरता हुआ	नहीं	नहीं
1980 के बाद का दशक	उन्नत	उन्नत	कुछ	हाँ
1990 के बाद का दशक	उन्नत	उभरता हुआ	हाँ	नहीं
2000 के बाद का दशक	उभरता हुआ	उन्नत	?	?

स्रोत : यूरोपीय केंद्रीय बैंक आकेशनल पेपर सिरीज़, जनवरी 2008 ।

1980 के बाद के दशक में जापान, जर्मनी और नेदरलैंड्स में स्थित आधिकार्यों द्वारा वित्तपोषित अमेरिकी घाटों की व्याप्ति ने असंतुलनों के अपेक्षाकृत व्यवस्थित रूप में अनवाइंडिंग का साक्षात्कार किया जब अमेरिकी डॉलर का क्रमिक रूप से अवमूल्यन किया गया (ब्रैक *ईटी एएल.*, 2008)।

2.108 आज विश्व में कोई भी देश - चाहे उन्नत देश हो अथवा उभरती बाजार अर्थव्यवस्था - उक्त परिणामों से अछूता नहीं है, हालांकि प्रभाव विभिन्न राष्ट्रों के बीच भिन्न-भिन्न है। वास्तव में, हाल के संकट को या तो एक 'उन्नत देश' का संकट, एक 'उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं' का संकट, एक सही मायने में 'वैश्विक संकट' या इन सभी का सम्मिश्रण माना जा सकता है। अतः अध्ययनों में अधिकांशतः हाल के संकट की तुलना पिछले उन्नत देशों के संकटों, निकट अतीत के उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के संकटों, तथा 1930 के बाद के दशक की महान मंदी के साथ करने का प्रयास किया गया है।

हाल का संकट बनाम उन्नत देशों के संकट

2.109 प्रत्येक वित्तीय संकट की कुछ सुस्पष्ट विशेषताएँ होती हैं। फिर भी एक तुलना यह स्पष्ट कर देती है कि इनमें से अधिकांश संकट कभी-कभी उल्लेखनीय समानताएँ दर्शाते हैं। अधिकांश ऐतिहासिक संकटों से पहले वित्तीय उदारीकरण किया गया था (कैमिनस्की और रेइनहार्ट, 1999)। जहाँ एक ओर वर्षों से वित्तीय उदारीकरण अमेरिकी अर्थव्यवस्था की एक अंतर्निहित विशेषता रही है, वहीं दूसरी ओर हाल के संकट से पहले उल्लेखनीय घटना सामान्यतः विभिन्न वित्तीय आधिकार्यों के रूप में देखी गई जो विनियामक दायरे से बाहर चली गई। इसके अतिरिक्त, वर्तमान संकट परिसंपत्तियों की कीमतों के व्यवहार, ऋण विस्तार, ऋण संचयन और चालू खाता घाटों के संबंध में उन्नत देशों के पिछले संकटों के साथ कई समानताएँ दर्शाता है, यद्यपि उनकी सीमा भिन्न-भिन्न है।

2.110 रेइनहार्ट और रोगोफ (2008) ने हाल के अमेरिकी सब-प्राइम संकट की तुलना युद्ध के बाद की अवधि से 18 अन्य बैंक-केंद्रित उन्नत देशों के वित्तीय संकटों के साथ की। संकट की इन घटनाओं में शामिल हैं, स्पेन के पाँच बड़े संकट (1978-79), नॉर्वे (1987-88), फिनलैंड (1990-93), स्वीडन (1990-93) और जापान (1992-93) के संकट जो एक विस्तारित अवधि के लिए आर्थिक कार्यनिष्पादन में बड़ी गिरावटों (मंदियाँ) के साथ संबद्ध बड़े

परिमाण के दीर्घकालिक वित्तीय संकट हैं। इस सूची में उन्नत देशों में घटित 13 अन्य बैंकिंग और वित्तीय संकट भी शामिल हैं जो सीमित प्रभाव के साथ अपेक्षाकृत अधिक नरम थे; इनमें सम्मिलित हैं आस्ट्रेलिया (1989), कनाडा (1983), डेनमार्क (1987), फ्रांस (1994 में क्रेडिट लायोनेज बेल-आउट), जर्मनी (1977), ग्रीस (1991), आइसलैंड (1985), इटली (1990), न्यूजीलैंड (1987), युनाइटेड किंगडम (1973, 1991, 1995 का बैरिडग्स इन्वेस्टमेंट बैंक संकट), तथा अमेरिका के संकट (1984 का बचत और ऋण संकट)।

2.111 वास्तविक प्रति व्यक्ति जीडीपी पर प्रभाव के संबंध में औसत संवृद्धि की कमी बड़े पाँच संकटों के लिए लगभग 5 प्रतिशत अंक तथा

उन्नत देशों के अन्य बैंकिंग संकटों के लिए लगभग 2-3 प्रतिशत अंक रही है। संचयी उत्पादन की हानियाँ उक्त देशों के बीच भिन्न-भिन्न रही हैं। हाल के संकट के लिए जीडीपी की संचित हानि सामान्यतः कुछ उन्नत देशों के संकटों⁷ में ऐसी हानियों से अधिक होने का अनुमान है, यद्यपि अवधि के तौर पर यह अनुमान है कि हाल का संकट उन्नत देशों के अन्य संकटों से अपेक्षाकृत कम कठोर है (सारणी 2.15)।

2.112 उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के बीच प्रारंभिक स्थितियों का जहाँ तक संबंध है, हाल के संकट के साथ तुलना करने पर इनमें से अधिकांश संकटों के निर्माण में असंतुलन छोटे थे। उन्नत देशों में बैंकिंग संकटों के लिए औसत चालू खाता शेष संकटों के अवसर पर विरले ही जीडीपी

सारणा 2.15: संपूर्ण संकट : स्थूल संकेतक

(प्रतिशत में)

संकट/देश	प्रारंभ दिनांक	संकट की औसत अवधि (तिमाहियों की संख्या)	संकट की औसत गहराई*	चरम स्थिति की तुलना में सापेक्ष संचित हानि	न्यूनतम वास्तविक जीडीपी संवृद्धि दर	सकल राजकोषीय लागत (जीडीपी के प्रतिशत के रूप में)	चरम पर अनर्जक ऋणों का अंश
1	2	3	4	5	6	7	8
लातीन अमेरिकी संकट (1980 के बाद का दशक)							
अर्जेन्टीना	मार्च 1980	28	14.1	-44.5	-5.7	55.1	9
चिली	नवंबर 1981	21	20.2	-60.1	-13.6	42.9	35.6
कोलंबिया	जुलाई 1982	0	0.0	0.0	0.9	5	4.1
लातीन अमेरिकी संकट (1990 के बाद का दशक)							
अर्जेन्टीना	जनवरी 1995	7	6.1	-5.2	-2.8	2	17
ब्राजील	दिसंबर 1994	7	2.5	-1.9	2.1	13.2	16
मेक्सिको	दिसंबर 1994	9	10.4	-10.7	-6.2	19.3	18.9
ईआरएम संकट							
एस्तोनिया	नवंबर 1992	33	27.3	-116.8	-21.6	1.9	7
फिनलैंड	सितंबर 1991	25	11.8	-40.7	-6.2	12.8	13
नार्वे	अक्तूबर 1991	3	1.5	-0.6	2.8	2.7	16.4
स्वीडन	सितंबर 1991	16	5.8	-11.0	-1.2	3.6	13
स्पेन का बैंकिंग संकट							
	1977	20	-	-	0.2	5.6	-
1990 के बाद के दशक का जापानी संकट							
	नवंबर 1997	15	3.4	-6.7	-2	14	35
अमेरिकी बचत और ऋण संकट							
	1988	-	-	-	-0.2	3.7	4.1
एशियाई संकट							
इंडोनेशिया	नवंबर 1997	21	18.1	-50.7	-13.1	56.8	32.5
थाईलैंड	जुलाई 1997	23	14.9	-33.2	-10.5	43.8	33
मलेशिया	जुलाई 1997	9	11.2	-13.8	-7.4	16.4	30
कोरिया	अगस्त 1997	7	9.2	-9.3	-6.9	31.2	35
फिलीपीन्स	जुलाई 1997	6	2.7	-2.2	-0.6	13.2	20
वर्तमान वैश्विक संकट							
अमेरिका	अगस्त 2007	10	5	-20	-2.7	-	4.8
युनाइटेड किंगडम	अगस्त 2007	10	5	-20	-4.4	-	-

*: प्रतिशत में जीडीपी में शीर्ष से गत तक गिरावट

स्रोत : सेच्छेटी ईटी एएल (2009), लैवेन और वैलेन्शिया (2008) तथा आइएमएफ का डाटाबेस।

7 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों में एस्तोनिया और फिनलैंड अपवाद हैं।

के 3 प्रतिशत से अधिक हुए, जबकि हाल के संकट से पहले अमेरिकी घाटे जीडीपी के 6 प्रतिशत से ऊपर पहुँच गए थे (सारणी 2.16, सारणी 2.3 भी देखें)। अधिकांश उन्नत देशों के बैंकिंग संकट, संकट से पहले की अवधि में आवास की कीमतों में उल्लेखनीय वृद्धियों के साथ संबद्ध थे यद्यपि यह वृद्धि अन्य घटनाओं की तुलना में 2006 के दौरान अमेरिका में काफी तीव्रतर रही है। इसके अलावा, जीडीपी के अंश के रूप में लोक ऋण, संकट से पहले के वर्षों में अमेरिका में काफी अधिक मंदगति से बढ़ा है, उस गति की तुलना में जिस गति से उसमें बड़े पाँच संकटों/विनिमय दर व्यवस्था अथवा अन्य उन्नत देशों के बैंकिंग संकट से पहले वृद्धि हुई थी। यह आवश्यक रूप से इसलिए था क्योंकि अन्य घटनाओं के असमान हाल के संकट ने निजी अमेरिकी ऋण के भारी निर्माण को देखा है।

2.113 एक और समानता वर्ष 2000 के बाद के वर्षों की तुलना में 1970 के बाद के वर्षों के दौरान पुनः निवेश होने वाले (रीसाइक्लिंग)

पेट्रो डॉलरों की व्यवस्था है। 1970 के बाद के वर्षों के दौरान अमेरिकी बैंकिंग प्रणाली तेल-निर्यातक आधिक्य वाले देशों तथा लातीन अमेरिका में और अन्यत्र स्थित उभरते बाजार उधारकर्ताओं के बीच मध्यवर्ती की तरह उपस्थित थी जो अंततः 1980 के बाद के वर्षों में उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के ऋण संकटों के रूप में परिणत हुई। हाल के संकट में बड़ी मात्रा में पेट्रो डॉलर पुनः अमेरिका में प्रवाहित हो रहे थे; फिर भी कई उभरते बाजारों के चालू खाता आधिक्यों के साथ चलते हुए इन पेट्रो-डॉलरों का एक बड़ा खंड एक विकासशील अर्थव्यवस्था में पुनः निवेश किया गया जो अमेरिका के भीतर एक “विकासशील सब-प्राइम बंधक अर्थव्यवस्था” के रूप में विद्यमान थी (रेइनहार्ट *ईटी एएल.*, 2008)। इस प्रकार औद्योगिक देशों में पिछले युद्धोत्तर वित्तीय संकटों के निर्माणात्मक वर्षों के साथ अनेक गुणात्मक, समानांतर स्थितियाँ थीं, यद्यपि उनमें मात्रात्मक भिन्नताएं थीं।

सारणी 2.16: विभिन्न देशों में संकट : प्रारंभिक स्थितियाँ

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	प्रारंभ दिनांक (टी)	मुद्रा संकट (हाँ/नहीं) (टी-1, टी+1)	टी-1 पर राजकोषीय शेष/ जीडीपी	टी-1 पर सरकारी क्षेत्र ऋण/ जीडीपी (प्रतिशत)	टी-1 पर मुद्रास्फीति	टी-1 पर निवल विदेशी आस्तियाँ/ एम2	टी-1 पर चालू खाता/ जीडीपी	उल्लेखनीय बैंक रन (हाँ/नहीं)	ऋण में तेजी (हाँ/नहीं)
लातीन अमेरिकी संकट (1980 के बाद का दशक)									
अर्जेंटीना	मार्च 1980	हाँ	-2.7	10.2	139.7	34.2	0.6	हाँ	हाँ
चिली	नवंबर 1981	हाँ	5.0	0.0	31.2	42.2	-6.4	हाँ	हाँ
कोलंबिया	जुलाई 1982	नहीं	-2.3	-	26.3	46.0	-4.1	नहीं	नहीं
लातीन अमेरिकी संकट (1990 के बाद का दशक)									
अर्जेंटीना	जनवरी 1995	नहीं	0.0	33.7	3.9	25.9	-2.8	हाँ	हाँ
ब्राजील	दिसंबर 1994	हाँ	0.3	23.0	2477.2	22.7	-0.1	हाँ	नहीं
मेक्सिको	दिसंबर 1994	हाँ	-2.5	27.3	8.0	18.1	-5.8	हाँ	हाँ
ईआरएम संकट									
एस्तोनिया	नवंबर 1992	हाँ	5.3	-	-	57.6	59.7	हाँ	-
फिनलैंड	सितंबर 1991	नहीं	5.6	14.0	4.9	12.7	-4.9	नहीं	नहीं
नार्वे	अक्तूबर 1991	नहीं	2.5	28.9	4.4	10.3	2.5	नहीं	नहीं
स्वीडन	सितंबर 1991	हाँ	3.4	-	10.9	4.8	-2.6	हाँ	-
1990 के बाद के दशक का जापानी संकट	नवंबर 1997	नहीं	-5.1	100.5	0.6	1.6	1.4	नहीं	नहीं
एशियाई संकट									
इंडोनेशिया	नवंबर 1997	हाँ	-1.1	26.4	6.0	21.6	-2.9	हाँ	नहीं
थाईलैंड	जुलाई 1997	नहीं	2.4	14.2	4.8	25.1	-7.9	नहीं	हाँ
मलेशिया	जुलाई 1997	हाँ	2.0	35.2	3.3	23.2	-4.4	हाँ	नहीं
कोरिया	अगस्त 1997	हाँ	0.2	8.8	4.9	15.6	-4.1	हाँ	नहीं
फिलीपीन्स	जुलाई 1997	हाँ	-0.2	-	7.1	19.0	-0.2	नहीं	हाँ
वर्तमान वैश्विक संकट									
अमेरिका	अगस्त 2007	नहीं	-2.6	60.1	2.6	1.0	-6.2	नहीं	नहीं
यूके	अगस्त 2007	नहीं	-2.6	43.0	2.8	1.4	-3.6	नहीं	नहीं

स्रोत : लैवेन और वैलेन्शिया (2008) और अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष का डाटाबेस।

2.114 उन्नत देशों के मामले में अध्ययन यह दर्शाते हैं कि वित्तीय संकटों के साथ संबद्ध मंदियाँ विशिष्ट रूप से अधिक तीव्र और दीर्घकालिक रही हैं, जबकि वित्तीय संकटों के साथ संबद्ध मंदियों से रिकवरी की गति विशिष्ट रूप से मंदतर रही है जो कमजोर निजी माँग और ऋण की समस्या से ग्रस्त थी। उन्नत देशों में अत्यधिक समकालिक मंदी की घटनाएँ अन्य मंदियों की तुलना में सामान्यतः अधिक लंबी और अधिक गहरी हैं, तथा रिकवरी बहुत कमजोर है। साथ ही, अमेरिका में होनेवाली गतिविधियों ने इन अत्यधिक समकालिक मंदियों की तीव्रता और अवधि में (दोनों मामलों में) सामान्यतः एक निर्णायक भूमिका निभाई है (अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष, 2009बी)। हाल की मंदी भी अत्यधिक समकालिक है जैसी कि 1907 और 1939 की कुछ अन्य पिछली घटनाओं की स्थिति थी। अमेरिका में उपभोग में तेजी से गिरावट कई अन्य अर्थव्यवस्थाओं में बाह्य माँग में बड़ी कमियों के रूप में परिणत हुई। अतः उन्नत देशों के लिए अमेरिका में रिकवरी के महत्वपूर्ण निहितार्थ हैं।

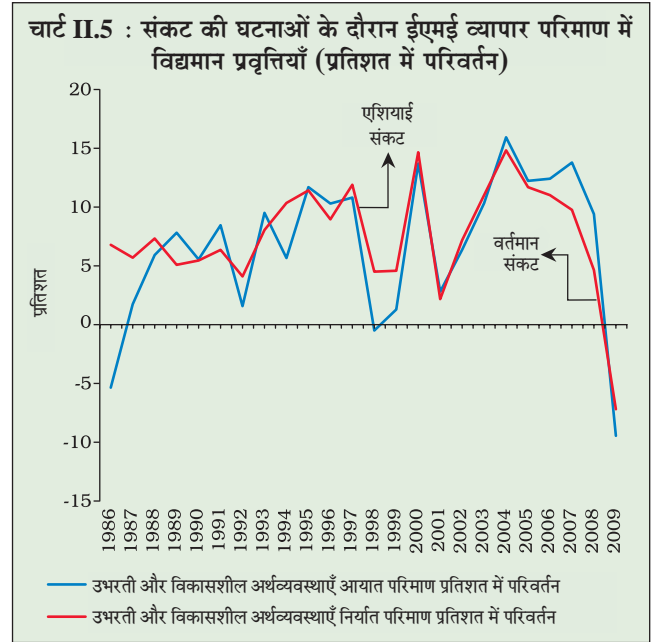
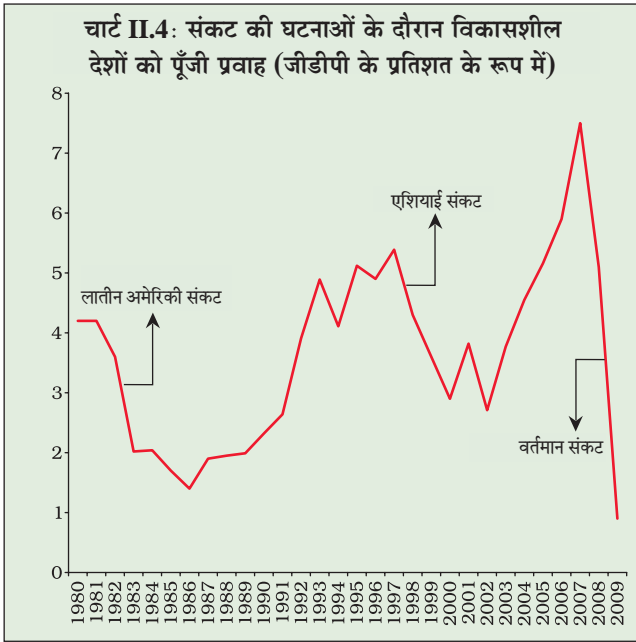
हाल का संकट बनाम उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं का संकट

2.115 सारी दुनिया में उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने विभिन्न संकटों का सामना किया है जो या तो क्षेत्रीय हैं - लातीन अमेरिकी और एशियाई संकट - अथवा अलग-अलग देश के संकट हैं जैसे कि अर्जेंटीना, रूस और तुर्की में। समष्टि स्तर पर इन उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने अपने स्वयं के पिछले मुद्रा और वित्तीय संकटों से शिक्षा प्राप्त करके प्रारक्षित निधियों का निर्माण किया तथा सतर्कतापूर्वक अपने वित्तीय बाजारों का विकास करने के अतिरिक्त अपनी वित्तीय प्रणालियों को मजबूत कर लिया। यह सुनिश्चित करने के लिए भी वे सावधान रहें कि बैंक विषाक्त परिसंपत्तियों अथवा नवोन्मेषी लेनदेनों में अत्यधिक संबद्ध न रहें (थोरात, 2009)। इसके बावजूद इन देशों को हाल के संकट के नतीजों तथा वैश्विक व्यापार और जीडीपी में परिणामी गिरावट, बेरोजगारी और मंद ऋण वृद्धि का सामना करना पड़ा है।

2.116 हाल का संकट अधिक तीव्र निकला जिसने एक ही समय उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के साथ ही विश्व के बड़े भागों को प्रभावित किया और इस कारण राष्ट्रीय और छोटे स्तरों पर पारंपरिक निर्वहण व्यवस्थाएँ अतीत की तुलना में कम प्रभावशाली हो गईं। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के पिछले संकटों के दौरान, जो अलग-अलग देशों अथवा किसी विशिष्ट क्षेत्र तक सीमित थे, देशों ने समष्टि-आर्थिक आघातों का समायोजन करने के लिए बड़े विनिमय दर मूल्यहासों पर निर्भर होने की प्रवृत्ति दर्शाई। तथापि, 2009 के वैश्विक

संकट के दौरान वास्तविक विनिमय दर के मूल्यहास के लिए गुंजाइश अधिक सीमित थी जिससे विकासशील अर्थव्यवस्थाओं के लिए तेजी से बदल रही आर्थिक स्थितियों के चलते समायोजन करने की कम गुंजाइश रह गई थी। इसके साथ ही, पिछले अधिकांश उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं संकट निश्चित रूप से परंपरागत फुटकर बैंकिंग और मुद्रा संकट थे। इन संकटों के दौरान अधिक धनी देशों ने समस्याग्रस्त क्षेत्रों को आर्थिक सहायता प्रदान करके उनके पतन का प्रतिरोध किया। इसके विपरीत, हाल के संकट ने वैश्विक वित्त के हृदयस्थल में ही आघात किया जिससे कोई प्रतिरोध न किये जा सके। वास्तव में, अतीत के संकटों से हाल के संकट को अलग करने वाला प्रमुख तत्व यह है कि विकासशील देश 20 वर्ष पहले की अपनी स्थिति की तुलना में विश्व की अर्थव्यवस्था में वित्तीय और वाणिज्यिक (दोनों) रूप से अधिक एकीकृत हुए हैं। परिणामतः अंतरराष्ट्रीय बाजार में हो रहे परिवर्तनों का उनपर ज्यादा असर पड़ा।

2.117 यद्यपि हाल का वित्तीय संकट उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में उद्भूत नहीं हुआ है, तथापि उसने उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में आनेवाले पूँजी प्रवाहों को उन पिछले संकटों की तुलना में अधिक तीव्रता से प्रभावित किया है, जो वास्तव में उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में उद्भूत हुए थे (उदाहरण के लिए लातीन अमेरिकी और एशियाई संकट)। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं को निवल पूँजी प्रवाह 1981 में जीडीपी के 4.2 प्रतिशत से घटकर 1986 में जीडीपी का 1.6 प्रतिशत हो गए। वे 1996-97 में विद्यमान जीडीपी के 5 प्रतिशत से भी अधिक की स्थिति से बहुत कम होकर 1998-99 में लगभग 3 प्रतिशत पर आ गए। हाल के संकट ने पूँजी प्रवाहों में एक अधिक तीव्रतर गिरावट की स्थिति देखी तथा ये पूँजी प्रवाह 2007 के जीडीपी के लगभग 7.5 प्रतिशत के चरम से गिरकर 2009 में अनुमानित सीमांत स्थिति पर आ गए (चार्ट II.4)। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के पिछले संकटों की तुलना में यह गिरावट बहुत ही अल्प समय-सीमा के अंदर घटित हुई। यह वैश्विक अर्थव्यवस्था के साथ उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के अधिकाधिक वित्तीय एकीकरण के प्रभाव, इन अर्थव्यवस्थाओं की बाह्य वित्तीयन की अपेक्षाएं पूरी करने में पूँजी प्रवाहों की बढ़ती हुई भूमिका तथा अमेरिका और अन्य उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में भारी डीलीवरेजिंग को प्रतिबिंबित करता है। 2007 में चरम पूँजी प्रवाह उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं को पूँजी प्रवाहों की पिछली घटनाओं में पूँजी प्रवाहों की तुलना में काफी उच्चतर था। साथ ही, पिछली घटनाओं के विपरीत, हाल के संकट से पहले उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं को हुए पूँजी प्रवाहों में उछाल सामान्यतः वैश्विक



असंतुलों से संबंधित खंड में की गई चर्चा के अनुसार चालू खाते में आधिकार्यों के साथ संबद्ध किया गया है। एक क्षेत्र-वार तुलना से यह विदित होता है कि पूँजी प्रवाहों की उपलब्धता 1980 के बाद के दशक के प्रारंभिक वर्षों में लातीन अमेरिकी क्षेत्र को अधिकतम थी तथा एशियाई क्षेत्र को 1990 के बाद के दशक के मध्य से। संकट से पहले की अवधि के दौरान 2008 में सभी क्षेत्रों में तेजी से संकुचन होने से पहले 2007 में पूँजी प्रवाहों में सभी क्षेत्रों में उछाल आया, यद्यपि यह संकुचन 'उभरते यूरोप' के लिए अपेक्षाकृत तीव्रतर रहा है जो जीडीपी के 10 प्रतिशत से भी अधिक है।

2.118 हाल के संकट और संकटों की पिछली घटनाओं के बीच उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के विभिन्न वित्तीय परिवर्तियों (वेरियबल्स) की तुलना करते समय, पिछली घटनाओं में बारंबार मुद्रा संकट हुए थे जो अकसर ऋण संकटों के रूप में परिणत हुए और इसका कारण विदेशी कर्ज की स्थानीय मुद्रा के बड़े पैमाने पर अवमूल्यों का प्रभाव था (सारणी 2.16)। हाल के संकट में मुद्रा के मूल्यहास यद्यपि मौजूद थे, तथापि पूर्वी यूरोपीय उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं को छोड़कर अन्य देशों पर सामान्यतः इनका प्रतिकूल प्रभाव नहीं रहा। इसका श्रेय पिछली घटनाओं की अपेक्षा अधिक मजबूत बाह्य वित्तीय स्थितियों को दिया जा सकता है जो बड़ी विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों तथा अपेक्षाकृत सुदृढ़ देशी वित्तीय संस्थाओं⁸ से युक्त हैं।

इसके बावजूद व्यापार और पूँजी प्रवाहों के माध्यम से संवृद्धि पर प्रभाव हाल के संकट में बिलकुल तीव्र रहा है। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के व्यापार की मात्रा ने हाल की अवधि में भारी गिरावट देखी है जो एशियाई संकट की अवधि की तुलना में काफी अधिक तेज थी (चार्ट II.5)। शोयर बाजार और निर्यात बाजारों में विद्यमान दुर्बलताओं ने निकट अतीत में उभरते विश्व को आघात पहुँचाने वाले संकटों की अपेक्षा हाल के संकट में एक बृहत्तर भूमिका निभाई है। जबकि पूर्व के संकटों की घटनाओं में बाह्य माँग की तुलना में घरेलू माँग में अधिक गिरावट आई, हाल के संकट में यह क्रम उलटा है। चीन, जो सबसे बड़ी और अग्रणी उभरती बाजार अर्थव्यवस्था है, पिछली घटनाओं में वस्तुतः अप्रभावित रहा था, परंतु हाल के संकट में वह भी प्रभावित हो गया।

महान मंदी और हाल के संकट की तुलना

2.119 हाल के संकट के लिए निकटतम समानांतर स्थिति महान मंदी रही है। दोनों ही स्थितियों में अमेरिका संकट के अधिकेंद्र में रहा है। दूसरे, दोनों संकटों का वैश्विक प्रभाव रहा। तीसरे, दोनों संकटों से पहले परिसंपत्ति और ऋण में तेजी आई थी। चौथे, दोनों ही संकटों में इस तेजी के साथ त्वरित ऋण विस्तार और वित्तीय नवोन्मेष विद्यमान थे। पाँचवें, दोनों ही घटनाओं के केंद्र में बैंकों और वित्तीय मध्यवर्ती

⁸ कोरिया इसका एकमात्र अपवाद है जहाँ अल्पावधि बाह्य बैंक देयताओं ने कुछ समस्याएँ पैदा कीं जिसके कारण बड़े मूल्यहास हुए।

संस्थाओं की चलनिधि और निधीयन की समस्याएँ रही हैं। छठवें, दोनों संकट निश्चित रूप से बैंकिंग और वित्तीय क्षेत्र के संकट थे जो आर्थिक मंदियों के रूप में परिणत हुए। वित्तीय क्षेत्र से संपदा क्षेत्र में संक्रमण का माध्यम (जिसने दोनों घटनाओं में कार्य किया) एकसमान था। वित्तीय क्षेत्र में विद्यमान समस्याओं ने उधारकर्ताओं के लिए निधियों की उपलब्धता को कम कर दिया जिससे निधियों की सीमांत लागत में वृद्धि हुई तथा गिरती हुई परिसंपत्तियों की कीमतों से हो रही हानियों ने उधारकर्ताओं की निवल मालियत को घटा दिया। सातवें, दोनों संकटों के दौरान वित्तीय और आर्थिक परिवर्तियों (वैरियेबल्स), जैसे ऋण अनुपात और शेयरों की कीमतें, के पथों और स्तरों के बीच बहुत बड़ी समानताएँ मौजूद हैं (अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष, 2009बी)। अंततः दोनों संकटों ने अर्थव्यवस्थाओं के प्रबंधन के बौद्धिक ढाँचे को परिवर्तित किया है तथा किसी संकट से बचने में सरकारी नीति की भूमिका, तथाकथित कीनेशियनवाद, पर बहस को फिर से चालू किया है।

2.120 इन समानताओं के बावजूद हाल का संकट कई पहलुओं में महान मंदी से भिन्न है। पहला, यद्यपि दोनों ही वैश्विक संकट रहे हैं, तथापि प्रभावित देशों की संख्या के तौर पर असर का मान महान मंदी की तुलना में हाल के संकट के मामले में काफी अधिक है। इसका कारण वित्तीय और आर्थिक एकीकरण के आज के स्तर हैं जो महान मंदी से पहले की अवधि से बहुत अधिक हैं, इस प्रकार अमेरिका से शेष विश्व को आघातों के अधिकतर और तीव्रतर संक्रमण के लिए प्रेरणा मिलती है। दूसरा, महान मंदी की तुलना में हाल के संकट में समष्टि-आर्थिक स्थितियाँ अधिक अनुकूल थीं। हाल के संकट से पूर्व समष्टि-आर्थिक स्थिरता से युक्त उच्च संवृद्धि और निम्न मुद्रास्फीति की अवधि थी। दूसरी ओर 1929 के मध्य में वैश्विक आर्थिक स्थितियाँ कमजोर थीं; जर्मनी पहले से ही मंदी में था तथा मंदी के प्रारंभ से पहले जर्मनी, यूके और अमेरिका में उपभोक्ता मूल्य या तो अवरुद्ध थे या उनकी गिरावट शुरू हो चुकी थी। तीसरा, जबकि महान मंदी से पहले ऋण में उछाल अमेरिका-विशिष्ट अधिक था, लेकिन हाल के संकट से पहले विद्यमान तेजी उन्नत देशों और कई उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में प्रचलित रूप में बढ़े हुए लीवरेज और जोखिम-ग्रहण के साथ वैश्विक अधिक थी (अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष, 2009ए)। चौथा, हाल के संकट के मूल फुटकर बैंकिंग के बजाय थोक बैंकिंग में थे (और इसलिए इसका निरोध करना अधिक कठिन था) जबकि महान मंदी के मामले में उसके मूल फुटकर बैंकिंग में थे। पाँचवाँ, 1930 के बाद के दशक के असमान, कोई स्वर्ण मानक नहीं है जो यह

सारणी 2.17: अमेरिका : महान मंदी की तुलना में वर्तमान संकट

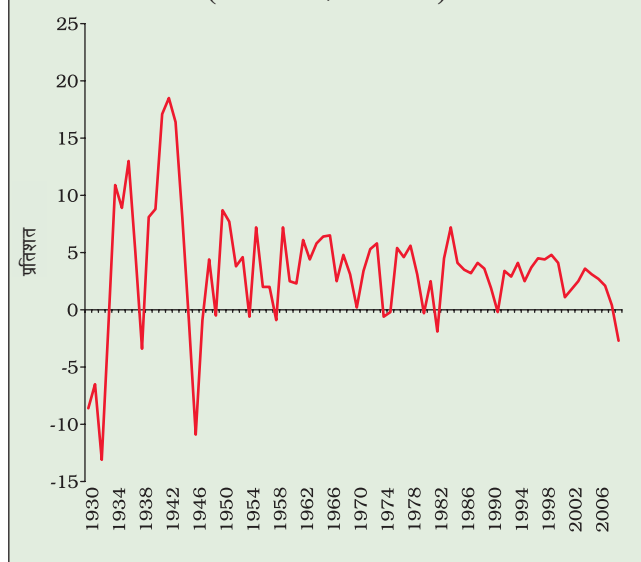
(प्रतिशत)

	महान मंदी	वर्तमान संकट
1	2	3
अधिकतम वास्तविक जीडीपी की गिरावट	1932 में 13	6
बेरोजगारी की दर	1929 में 3 से 1933 में 25	2007 में 4.6 प्रतिशत से 2009 में 9; 2010 में अनुमानित 10
कीमतों में गिरावट	24	4
शेयर कीमतों में गिरावट	85	43
राजकोषीय घाटे में वृद्धि	1.5	3.0

सीमित करने में सहायता कर सके कि कितनी मुद्रा आपूर्ति का विस्तार किया जा सकता है। अंतिम रूप से महान मंदी के प्रारंभिक चरणों में प्रतिचक्रिय नीतिगत प्रतिक्रियाएँ नहीं थीं। नीतियों का प्रारंभ केवल 1933 तक किया गया था, जब स्वर्ण मानक को छोड़ दिया गया था। इसके विपरीत, हाल की गिरावट ने मजबूत और त्वरित मौद्रिक और राजकोषीय नीतिगत समर्थन देखा है, जो विश्व की अर्थव्यवस्था का समुत्थान करने के लिए वैश्विक और भलीभांति समन्वित (दोनों) था।

2.121 केवल अमेरिका के लिए समष्टि-आर्थिक संकेतकों के आधार पर महान मंदी से तुलना यह धारणा प्रदान करती है कि हाल का संकट उतना बुरा नहीं है जितनी कि महान मंदी (सारणी 2.17)। 2009 में जीडीपी में गिरावट विश्वयुद्ध II के बाद की अवधि में तीव्रतम है, फिर भी जीडीपी में उक्त गिरावट महान मंदी के बाद और विश्वयुद्ध II के बाद की अवधियों की तुलना में कम है (चार्ट II.6)। तथापि, विश्व

चार्ट II.6 : 1930 के बाद के दशक से अमेरिका की जीडीपी संवृद्धि (वार्षिक प्रतिशत परिवर्तन)



संकेतकों, जैसे विश्व उत्पादन, विश्व शेयर बाजार, विश्व व्यापार और कुल मुद्रा आपूर्ति, के आधार पर तुलना से यह विदित होता है कि हाल का संकट महान मंदी से बदतर है (ऐशेनग्रीन और राउरके, 2008)। केवल एक ही तत्व जो हाल के संकट को महान मंदी से बेहतर ठहराता है, वह संकट की लंबाई / अवधि। यह उस त्वरित, बड़े, स्थिर और समन्वित तरीके के कारण है जिसमें दुनिया भर के केंद्रीय बैंकों और नीतिनिर्धारकों ने संभवतः आज की आर्थिक रिकवरी के लिए महान मंदी से सीख लेने के बाद हाल के संकट के प्रति प्रतिक्रिया व्यक्त की है (नीतिगत प्रतिक्रियाओं संबंधी विवरण अध्याय 4 में है)। इन्हीं उपायों ने हाल के रिसेशन को डिप्रेशन के रूप में बिगड़ने से रोक दिया है। एक ओर जहाँ मंदी से बचाव किया गया है, वहीं दूसरी ओर ग्रीस और यूरो क्षेत्र में हाल की समस्याएँ इस तथ्य को रेखांकित करती हैं कि रिकवरी अभी दुर्बल है। यहाँ इस बात को ध्यान में रखा जा सकता है कि जबकि ग्रीक अर्थव्यवस्था में समस्याएँ हाल के वित्तीय संकट के

कारण गंभीर हो गई हैं, लेकिन ग्रीक प्रणाली में निहित कमजोरियाँ अधिक संरचनात्मक हैं (बॉक्स II.7)।

2.122 समाहार के तौर पर यह प्रतीत होता है कि हाल का संकट अवधि की दृष्टि से संकटों की पिछली घटनाओं से कम प्रतिकूल है, यद्यपि यह अनुमान है कि हाल के संकट के लिए उत्पादन की हानि की सीमा अपेक्षाकृत अधिक है। ऐसा लगता है कि महान मंदी हाल के संकट के लिए निकटतम समकक्ष है। हालांकि दोनों संकटों के केंद्र में अमेरिका रहा है और दोनों ही निश्चित रूप से वित्तीय और बैंकिंग संकट हैं, फिर भी आज जो बड़ी हुई वित्तीय संबद्धताएँ प्रचलित हैं, उनके कारण हाल का संकट अधिक वैश्विक रहा है। जबकि महान मंदी ने भू-राजनैतिक और आर्थिक संतुलन को युनाइटेड किंगडम और यूरोप से उत्तरी अमेरिका में अंतरित कर दिया, हाल के संकट के परिणाम के रूप में अमेरिका से एशिया में इसी प्रकार के एक अंतरण की चर्चा की जा रही है (रेड्डी, 2009बी)।

बॉक्स II.7

ग्रीस में संकट की उत्पत्ति

ग्रीस ने एक गहरे, संरचनात्मक और बहुमुखी संकट का सामना किया जिसके मुख्य लक्षण हैं बड़ा राजकोषीय घाटा, अत्यधिक लोक ऋण, निरंतर क्षीण हो रही प्रतियोगी स्थिति जो क्रमशः क्षीण हो रहे चालू खाता शेष के रूप में प्रकट हुए हैं। इस अर्थव्यवस्था ने दुहरे घाटे का सामना किया - 2009 में जीडीपी के लगभग 13 प्रतिशत का सामान्य सरकारी घाटा तथा जीडीपी की तुलना में 115 प्रतिशत पर लोक ऋण का अनुपात; एवं 2009 में जीडीपी के 11.2 प्रतिशत तक मामूली गिरावट के साथ 2008 में जीडीपी के 14.6 प्रतिशत का चालू खाता घाटा (सारणी 1)।

मंद हो रही संवृद्धि तथा घटी हुई वैश्विक जोखिम-वहन क्षमता के बीच विदेशी उधार पर देश की भारी निर्भरता ने पुराने राजकोषीय और बाह्य असंतुलनों के संबंध में चिंताएँ बढ़ा दीं। राजकोषीय विस्तार के अभाव सहित विनिमय दर में

परिवर्तनों के माध्यम से स्थिति को सुधारने में देश की अक्षमता ने ग्रीस की अपनी बकाया ऋण देयताओं का भुगतान करने की क्षमता के बारे में प्रश्न उठाये हैं जिससे ग्रीक अर्थव्यवस्था में वैश्विक विश्वास को क्षति पहुँची है। यूरो क्षेत्र की अन्य अर्थव्यवस्थाओं अर्थात् पुर्तगाल, आयरलैंड, इटली और स्पेन में बड़े राजकोषीय और चालू खाता घाटों ने इस वर्ष के प्रारंभ से चिंताएँ बढ़ाई हैं (सारणी 2)। यूरो क्षेत्र की परिधि में समस्या की सघनता का मापन यूरोपीय बैंकों के पास सरकारी ऋण पत्रों की बड़ी धारिताओं से उत्पन्न होनेवाली प्रणालीगत चिंताओं से किया जा सकता है।

ग्रीस की समस्याएँ अधिकांशतः संरचनात्मक हैं और ये संकट से पहले भी रही हैं। वैश्विक संकट ने केवल प्रणाली में विद्यमान दीर्घकालिक कमजोरियों का परिवर्धन किया है तथा उक्त अर्थव्यवस्था में गिरावट की गति बढ़ाई है।

सारणी 1 : ग्रीक अर्थव्यवस्था के चयनित समष्टि-आर्थिक संकेतक

संकेतक	2005	2006	2007	2008	2009	2010(अ)
1	2	3	4	5	6	7
जीडीपी संवृद्धि (प्रतिशत)	2.2	4.5	4.5	2.0	-2.0	-2.0
मुद्रास्फीति (प्रतिशत)	3.5	3.3	3.0	4.2	1.4	1.9
बेरोजगारी (श्रमशक्ति का प्रतिशत)	9.9	8.9	8.3	7.6	9.4	12.0
सकल राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	-5.1	-3.1	-3.7	-7.8	-12.9	-8.7
चालू खाता शेष (जीडीपी का प्रतिशत)	-7.5	-11.3	-14.4	-14.6	-11.2	-9.7
विनिमय दर (यूरो/अमेरिकी डॉलर)	0.80	0.80	0.73	0.68	0.72	0.74
सरकारी बांड से आय	3.6	4.1	4.5	4.8	5.2	6.2

अ- अनुमान

स्रोत : अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष, वर्ल्ड इकॉनॉमिक आउटलुक डाटाबेस, अप्रैल 2010।

राजकोषीय समस्या

- उसकी दुर्बल राजकोषीय स्थिति के बड़े हिस्से का कारण उसकी निम्न घरेलू बचत दर है। घरेलू बचत दर 2009 में जीडीपी का केवल 5.0 प्रतिशत ही थी जो अंशतः निजी उपभोग में तीव्र वृद्धि के कारण और बड़ी सीमा तक उच्च राजकोषीय घाटे के कारण थी।
- आबादी में वृद्धों की संख्या बढ़ने के कारण सेवानिवृत्ति लाभों पर व्यय, शिक्षा, अनुसंधान और बुनियादी संरचना में संवृद्धि को बढ़ाने वाले व्यय के सतत टांस के साथ ही कर-वंचन वर्षों से ग्रीस में उभरी हुई सरकारी क्षेत्र की संरचना में परिणत हुआ है।

(जारी...)

(...समाप्त)

- कर्ज न केवल वार्षिक घाटों के कारण, बल्कि “घाटा-ऋण” समायोजनों के कारण भी उच्च स्तर पर बना हुआ है। ‘अत्यधिक घाटा प्रक्रिया’ को बारंबार प्रारंभ करने से भी राजकोषीय ऋण के सही आकार के बारे में संदेहास्पदता बढ़ जाती है। उदाहरण के लिए, ईडीपी को मार्च 2009 में प्रारंभ किया गया था, जिसके द्वारा जीडीपी की तुलना में कर्ज के अनुपात को 2008 में विद्यमान पूर्व के 95.4 प्रतिशत से संशोधित करके 115.1 प्रतिशत किया गया।
- ग्रीक सरकार की भारत औसत उधार लागत 2006 में विद्यमान 3.8 प्रतिशत से बढ़कर 2007 में 4.4 प्रतिशत और 2008 में 4.6 प्रतिशत हो गई तथा बाद में अप्रैल 2010 की पहली तिमाही में 5.0 प्रतिशत तक व्याप्त हो गई।

चालू खाता घाटा

- निम्न घरेलू बचत दर के कारण सरकारी ऋण का वित्तपोषण विदेशी स्रोतों से किया जाना चाहिए, जो व्यापक चालू खाता घाटा और वृद्धिशील बाह्य ऋण में परिणत हुआ। इस प्रकार राजकोषीय समस्या बाह्य ऋण के साथ अन्तर्जटित हुई तथा ऋण की समस्या और दुहरे घाटों ने स्वयंपूरक चक्र में एक दूसरे का पोषण किया।
- इसका कारण सीधे एक बड़ा व्यापार घाटा है, जो 2001-09 के बीच औसतन 20 प्रतिशत था, जिससे अंतरराष्ट्रीय बाजारों में इसकी लगातार गिरती कीमत और उत्पाद की प्रतियोगात्मकता प्रतिबिंबित होती है।

- बैंक ऑफ ग्रीस की वार्षिक रिपोर्ट 2008-09 के अनुसार निम्नतर उत्पादकता अधिकांश उप-क्षेत्रों में नई तकनीकों के अपर्याप्त प्रवेश, काम के दौरान निम्न व्यावसायिक प्रशिक्षण तथा सार्वजनिक प्रशासन की अकुशलता के कारण था। विश्व बैंक की ‘आराम से कार्य करने’ (ईज ऑफ डूइंग बिजनेस) की दृष्टि से 181 देशों के बीच ग्रीस का स्थान 96वाँ है। आर्थिक सहयोग और विकास संगठन (ओईसीडी) देशों में यह अंतिम है।

मंदी के पथ पर ग्रीस का पतन 2009 से हुआ है क्योंकि वहाँ जीडीपी का 2 प्रतिशत संकुचन हुआ तथा बेरोजगारी की दर बढ़कर 9.4 प्रतिशत हो गई। ऋण संकट अक्तूबर 2009 में गहराया तथा बाद में अप्रैल 2010 के बीच में यह और बढ़ा जब यह स्पष्ट हुआ कि बजट घाटे का आधारणीय रूप में उच्च स्तरों तक विस्तार हुआ। स्थिति का आकलन करते हुए मूडीस ने 22 अप्रैल 2010 को ग्रीस की सरकारी रेटिंग का ग्रेड घटाकर ए 3 कर दिया तथा उसके बाद स्टैंडर्ड एण्ड पूअर्स ने ग्रीस और पुर्तगाल के दीर्घकालिक ऋण का ग्रेड घटाकर क्रमशः बीबी+(जंक) और ए- कर दिया एवं जिसने वैश्विक शेयर बाजारों में विश्वास में उल्लेखनीय गिरावट को उजागर किया। तदुपरांत अनेक ग्रीक बैंकों का भी ग्रेड कम कर दिया गया जिससे अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजारों में उनकी पहुँच की सीमा निर्धारित की गई। उनके सर्वाधिक महत्वपूर्ण पुनर्वित्तीयन के स्रोत, यूरोपीय केंद्रीय बैंक तक पहुँच को खो देने की संभावना भी अप्रत्याशित रूप से बढ़ गई। यूरोपीय केंद्रीय बैंक के निधीयन स्रोत की संभावित हानि ने ऋण चूक स्वैप प्रीमियमों और ग्रीक सरकारी बांडों में प्रतिफल के स्प्रेडों को ऊँचा कर दिया।

सारणी 2 : यूरो क्षेत्र में चालू खाता, सरकारी घाटा और लोक ऋण

देश	सीएडी/जीडीपी (%)			जीएफडी/जीडीपी(%)			लोक ऋण (जीडीपी का %)		
	2000	2005	2009	2000	2005	2009	2000	2005	2009
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
आस्ट्रिया	-0.7	2.0	1.4	-1.9	-1.7	-3.6	66.5	63.9	66.5
बेल्जियम	4.0	2.6	-0.3	0.0	-2.7	-5.8	107.9	92.1	96.7
साइप्रस	-5.3	-5.9	-9.3	-2.3	-2.4	-6.1	48.7	69.1	56.2
फिनलैंड	8.1	3.6	1.4	6.8	2.6	-2.4	43.8	41.8	44.0
फ्रांस	1.6	-0.4	-1.5	-1.5	-3.0	-7.9	57.3	66.4	77.6
जर्मनी	-1.7	5.1	4.8	1.3	-3.3	-3.3	59.7	68.0	73.2
ग्रीस	-7.8	-7.5	-11.2	-3.7	-5.1	-12.9	103.4	100.0	115.1
आयरलैंड	-0.4	-3.5	-2.9	4.8	1.6	-11.4	37.8	27.6	64.0
इटली	-0.5	-1.7	-3.4	-0.9	-4.4	-5.3	109.2	105.8	115.8
लक्जमबर्ग	13.2	11.0	5.7	6.0	0.0	-1.1	6.2	6.1	14.5
माल्टा	-12.5	-8.8	-3.9	-6.2	-2.9	-4.1	55.9	70.2	69.1
नेदरलैंड्स	1.9	7.3	5.2	2.0	-0.3	-4.9	53.8	51.8	60.9
पुर्तगाल	-10.2	-9.5	-10.1	-3.0	-6.1	-9.3	50.5	63.6	76.8
स्लोवैक गणतंत्र	-3.5	-8.5	-3.2	-8.7	-2.8	-6.3	50.3	34.2	35.7
स्लोवेनिया	-3.2	-1.7	-0.3	-1.2	-1.0	-6.1	..	27.0	35.9
स्पेन	-4.0	-7.4	-5.1	-1.0	1.0	-11.4	59.3	43.0	53.2
जापान									
युनाइटेड किंगडम	-2.6	-2.6	-1.3	1.3	-3.3	-10.9	41.0	42.2	68.1

स्रोत : वर्ल्ड इकॉनॉमिक आउटलुक डाटाबेस, अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष।

1 ये सरकार के वित्तीय लेनदेन हैं, जो घाटे में दर्ज नहीं हैं, परंतु लोक ऋण को बढ़ा देते हैं।

2 अत्यधिक घाटा प्रक्रिया (ईडीपी) यूरोपीय संघ की आर्थिक और वित्तीय परिषद द्वारा तब प्रारंभ की जाती है जब यूरो क्षेत्र का कोई देश 3 प्रतिशत संदर्भ मूल्य से अधिक सरकारी घाटा दर्ज करता है।

IV. निष्कर्षात्मक टिप्पणियां

2.123 हाल के वैश्विक वित्तीय संकट, जिसने अंतिम रूप से लगभग सभी अर्थव्यवस्थाओं को अपने घेरे में लिया, ने व्यक्ति-स्तरीय विकृतियों और पिछली नीतिगत कार्रवाइयों से निर्मित प्रोत्साहनों सहित समष्टि स्तर पर विभिन्न असंतुलनों के एक कठिन समायोजन को दर्ज किया। इस संकट के विभिन्न कारणों के विश्लेषण ने विविध आर्थिक मतवादों की संगतता पर एक पूरी नई बहस छेड़ दी है तथा उस आर्थिक सिद्धांत को चुनौती दी है जिसने बाजारों की स्वयं-सुधारक व्यवस्था को स्वीकार किया है। अत्यधिक लीवरेज संकट का सर्व प्रमुख कारण था। यह अपर्याप्त विनियमन और त्रुटिपूर्ण ऋण रेटिंग के साथ मिश्रित था। निम्न ब्याज दर व्यवस्था, जो अनुकूलनकारी मौद्रिक नीति का परिणाम थी, ने ऋण स्तरों को आधारणीय अनुपात प्राप्त करने के लिए प्रेरित किया। आवास वित्त संस्थाओं द्वारा आक्रामक विपणन के साथ संयुक्त वैश्विक बचत प्राचुर्य तथा जोखिमों के कम कीमत-निर्धारण ने सब-प्राइम बंधकों के निर्माण को बढ़ावा दिया।

2.124 इस प्रकार संकट के मूल उन समष्टि-आर्थिक कारणों में थे जिन्होंने वित्तीय बाजारों के कार्यचालन को पोषित किया क्योंकि निवेशक और वित्तीय संस्थाएँ (दोनों) उच्चतर प्रतिफलों की तलाश में अत्यधिक जोखिम उठाने के लिए प्रेरित हुईं। घर-परिवारों एवं वित्तीय मध्यवर्ती संस्थाओं (दोनों) द्वारा जोखिमों के कम कीमत-निर्धारण के साथ सुलभ ऋण ने स्थावर संपदा, ऊर्जा और अन्य क्षेत्रों में परिकल्पित बढ़ी हुई कीमतों का निर्माण किया। तथापि, कई मामलों में घरेलू समष्टि-आर्थिक नीतियाँ वित्तीय प्रणाली में प्रणालीगत जोखिमों के निर्माण अथवा घरेलू आर्थिक असंतुलनों और आस्ति-कीमत खतरों का ध्यान नहीं रख पाईं जिससे संकट में उन्होंने योगदान किया। यह इसलिए क्योंकि अनेक केंद्रीय बैंकों ने मुद्रास्फीति के लक्ष्य वाली व्यवस्थाओं के माध्यम से मूल्य-स्थिरता पर या तो ध्यान केंद्रित किया या केवल मूल्य-स्थिरता पर ही ध्यान केंद्रित करने के लिए उन्हें अधिदेशित किया गया। अन्य मामलों में यद्यपि केंद्रीय बैंकों ने यह अनुभव किया कि प्रणाली में अत्यधिक जोखिम विद्यमान हैं, तथापि उन्होंने विश्वास किया कि जोखिमों को व्यापक तौर पर दूर किया गया, विशेष रूप से उनके संबंध में जो बचाव निधियों जैसी नई मध्यवर्ती संस्थाओं के आविर्भाव और डेरिवेटिव्स जैसे नये लिखतों के माध्यम से उन्हें वहन करने में सक्षम हैं तथा इस कारण से उन्होंने समग्र रूप में वित्तीय प्रणाली के लिए किसी प्रमुख जोखिम की उपस्थिति को नहीं समझा और इसलिए उचित कार्रवाई नहीं की। विनियामक निकाय यह पूर्वानुमान नहीं लगा सके कि वित्तीय

लिखतों में तीव्र नवोन्मेष जोखिम न्यूनीकरण में परिणत नहीं हुआ था; बल्कि इसके विपरीत उसने जोखिम का केंद्रीकरण और विस्तार किया था। वित्तीय स्थिरता को बनाये रखने के लिए किसी भी सरकारी संस्था को औपचारिक अधिदेश नहीं था, और इसलिए सरकारी नीति में ऐटसी स्थिरता की उपेक्षा की गई थी। इसके अलावा, छाया बैंकिंग क्षेत्र प्रभावी विनियमन के दायरे से बाहर रहा। साथ ही, अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष जैसी बहुपक्षी संस्थाएँ, जिन्हें निगरानी का दायित्व सौंपा गया था, वैश्विक स्तर पर और प्रणालीगत तौर (दोनों) पर महत्वपूर्ण उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के स्तर पर दुर्बलताओं की जाँच नहीं कर सकीं अथवा उन्हें व्यक्त नहीं कर सकीं (रेड्डी, 2009सी)।

2.125 संकट के लिए अंतिम प्रेरणा 2006 के मध्य तक अमेरिकी आवास कीमतों में गिरावट और फेड निधि लक्ष्य दर में क्रमिक वृद्धि से मिली जो सब-प्राइम बंधक बाजार में भारी हानियों और मोचन निषेधों के लिए कारण बनीं। वैश्विक वित्तीय बाजारों में परिणामी संकट, जोखिम विमुखता के चरम स्तर, बैंकों और वित्तीय संस्थाओं की बढ़ती हुई हानियों, परिसंपत्ति कीमतों के एक दायरे में तीव्र सुधार ने प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में विशेष रूप से 2008 की दूसरी छमाही से संवृद्धि की गति में तीव्र मंदी को प्रेरित किया। वैश्वीकरण ने अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजारों को खास तौर से ऋण के समूहन और वैश्विक आपूर्ति शृंखलाओं के तौर पर दुर्बल बना दिया जिसके परिणामस्वरूप मंदी का तेजी से संचरण हुआ। अन्य उभरते बाजारों और देशों में अत्यधिक एकीकृत वैश्विक वित्तीय बाजार इस अशांति की तीव्र व्याप्ति में सहायक रहे।

2.126 हाल के संकट ने वित्तीय संकटों के इतिहास में रुचि को पुनः जगा दिया है। वैश्विक अर्थव्यवस्था के इतिहास के विश्लेषण से यह विदित होता है कि वित्तीय संकट कोई हाल का परिदृश्य नहीं हैं तथा आर्थिक इतिहास ऐसी अनेक घटनाओं से भरा हुआ है। वित्तीय संकटों की अनेक परिभाषाएँ दी गई हैं, परंतु एक सामान्य सूत्र वित्तीय बाजारों/मध्यवर्ती संस्थाओं पर तीव्र दबाव है। अंतर्निहित कारणों और संकट के आविर्भाव के आधार पर वित्तीय संकटों का वर्गीकरण सामान्यतः बैंकिंग/मुद्रा/ऋण संकट और संक्रामकता के रूप में किया गया है। विविध विशेषताओं के दायरे के बीच इनमें विभिन्नता है अर्थात् मूलभूत तत्वों की भूमिका, विनिमय दर व्यवस्थाएँ और इतिहास, अंतर्निहित संरचना और स्वरूप तथा बैंक/ प्रतिभूतिकृत ऋण अथवा निजी/सरकारी ऋण का सापेक्ष महत्व। वित्तीय संकट नियमित रूप से घट रहे हैं। तथापि, उनकी घटनाएँ अत्यधिक त्रुटिपूर्ण रही हैं एवं प्रचलित

समष्टि आर्थिक स्थितियों, विनियामक व्यवस्था, वित्तीय संरचना, विनियम दर व्यवस्था और वैश्विक पूँजी प्रवाहों की दृष्टि से उनमें विभिन्नता है। संकट का कार्य-कारण संबंध सदैव बिलकुल जटिल रहा है। यहाँ किसी एक ही कारण का सिद्धांत नहीं है, तथा प्रत्येक संकट में अंतर्निहित कारणों के बीच पारस्परिक क्रिया का स्वरूप अनोखा रहा है। इनका कारण सामान्यतः आधारणीय समष्टि-आर्थिक नीतियों, तुलन-पत्र की दुर्बलताओं, लीवरेज पर अत्यधिक निर्भरता, ऋण में तेजी की स्थितियों तथा परिसंपत्ति की कीमतों में वृद्धि का सम्मिश्रण रहा है। आम तौर पर वित्तीय संकटों के बाद तीव्र आर्थिक संकुचन हुए हैं। अधिकांश आर्थिक मानदंड संकट के दौरान चक्रीयता के अनुकूल व्यवहार दर्शाते हैं। समष्टि अर्थव्यवस्था सामान्य तौर पर विभिन्न सरणियों के माध्यम से प्रभावित हुई है। जोखिम विमुखता और डीलीवरेजिंग में वृद्धि ऋण की उपलब्धता और निवेश के कार्यकलाप में परिणत होती हैं जो फिर कुल माँग को कम कर देती हैं तथा अर्थव्यवस्था के पतन की स्थिति में पहुँच जाती है। मंदियों की विशेषता प्रायः निवेश की गतिविधि, औद्योगिक उत्पादन, व्यापार, विशेष रूप से आयातों, और परिसंपत्ति कीमतों में तीव्र गिरावटें तथा उपभोग और निर्यातों एवं कुल रोजगार में मामूली गिरावटें रही हैं।

2.127 अब एक आम सहमति यह है कि हाल का संकट अपनी गंभीरता और विस्तार की दृष्टि से 1930 के बाद के दशक की महान मंदी के उपरांत सबसे बुरा संकट है। हाल के संकट की विशेषता जाने-पहचाने तीव्र और व्यापक विस्तार (बूम एण्ड बस्ट) के स्वरूप के एक उदाहरण के रूप में है जिसे आर्थिक इतिहास के क्रम में कई बार दुहराया गया है। अंतर्निहित कारणों का विश्लेषण करते समय हाल के संकट और ऐसी पिछली घटनाओं के बीच कुछ समानताएँ पाई जा सकती हैं। अतीत की तरह हाल के संकट के मुख्य कारण प्रणालीगत दुर्बलताओं और असंतुलनों के साथ संबद्ध किए जाते हैं जिन्होंने वैश्विक अर्थव्यवस्था के अपर्याप्त कार्यचालन में योगदान किया है। हाल की स्थिति के संबंध में प्रमुख अंतर्निहित कारकों में आधारणीय और अपर्याप्त रूप से समन्वित समष्टि-आर्थिक नीतियाँ शामिल हैं। वित्तीय विनियमन, पर्यवेक्षण और वित्तीय क्षेत्र की निगरानी में बड़ी विफलताओं तथा अपर्याप्त चौकसी और समय रहते चेतावनी देने में चूक के चलते ये कारण और गंभीर बन गए थे। इन विनियामक विफलताओं ने बाजार के स्व-नियंत्रण पर अधिक निर्भरता, पारदर्शिता

और वित्तीय ईमानदारी के समग्र अभाव, एवं गैर-जिम्मेदाराना व्यवहार द्वारा संयुक्त रूप में अत्यधिक जोखिम-ग्रहण, आधारणीय उच्च परिसंपत्ति कीमतें, गैर-जिम्मेदाराना लीवरेजिंग एवं उपभोग के उच्च स्तरों को बढ़ावा दिया जिन्हें सुलभ ऋण और बढ़ी हुई परिसंपत्ति कीमतों ने और तीव्र कर दिया था।

2.128 तथापि कुछ ऐसे पहलू हैं जो हाल के संकट को उसकी पूर्ववर्ती घटनाओं से अलग करते हैं। हाल का वित्तीय और आर्थिक संकट इसके पहले अनुभव किये गये संकटों से स्वरूप और परिमाण में भिन्न है। पहले, उक्त संकट अमेरिका में उद्भूत हुआ और उसके पहले की तेजी का - कम से कम उसके एक बड़े भाग का - पोषण उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में बचत द्वारा किया गया। वैश्विक असंतुलनों की पहले की घटनाएँ बड़ी सीमा तक उन्नत अर्थव्यवस्थाओं तक सीमित थीं और उनकी भूमिका ऋणदाता की थी, परंतु इसके विपरीत हाल के संकट में अमेरिका ऋणी राष्ट्र के रूप में रहा। दूसरे, व्यापकता की दृष्टि से हाल का संकट अधिक वैश्विक रहा है; इसने समग्र रूप में विश्व की अर्थव्यवस्था को तेजी से प्रभावित किया है जो उसके असामान्य परिमाण और वैश्वीकरण (दोनों) से संबंधित प्रसार की बड़ी सरणियों की उपस्थिति के कारण है। हाल के संकट का वैश्विक आयाम अर्थव्यवस्थाओं के भीतर और उनके बीच वित्तीय प्रणाली के मध्य बढ़ी हुई संबद्धताओं के कारण है जो अधिकेंद्र से परिधि तक संकट के तेज संचरण में परिणत हुईं। उत्पादन की हानि के अनुमान हाल के संकट को अतीत की अधिकांश घटनाओं से ऊपर रखते हैं, जहाँ अधिकांश उन्नत और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने एक 'वैश्वीकृत समकालिक मंदन' का सामना किया है। महान मंदी से तुलना करने पर हाल का संकट अधिक 'वैश्विक' और अधिक 'तीव्र' रहा है, फिर भी इस बात से इनकार नहीं किया जा सकता कि त्वरित नीतिगत प्रतिक्रियाओं के साथ बेहतर प्रारंभिक स्थितियाँ हाल की मंदी के दौर को 1930 के बाद के दशक की मंदी की तरह बनने से रोकने में सफल हो सकती थीं। यह प्रतीत होता है कि उन्नत देशों और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं पर उक्त संकट का तत्काल प्रभाव 'उन्नत देशों के संकटों' और 'उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के पिछले संकटों' के प्रभाव से बदतर रहा है। तथापि, अलग-अलग आर्थिक मानदंडों के तौर पर संकट के प्रभाव का विस्तृत मूल्यांकन इस संकट के समग्र स्वरूप को समझने के लिए अत्यावश्यक है।