

सकल वित्तीय प्रवाह, वैश्विक असंतुलन और संकट*

मॉरिस ऑब्सटफेल्ड

1. परिचय

मैं आज यहाँ भारतीय रिज़र्व बैंक में 12वें एल. के. झा स्मारक व्याख्यान के लिए आया हूँ। यह मेरे लिए अत्यंत गौरव की बात है। श्री लक्ष्मी कांत झा, अन्य महत्त्वपूर्ण उपलब्धियों के साथ-साथ एक राजनेता, प्रशासक, सरकार के सलाहकार और केन्द्रीय बैंक के गवर्नर थे। उनके लेखों में आज के सर्वाधिक महत्त्वपूर्ण आर्थिक और सामाजिक विषय रहे जिनपर भारत में और पूरे विश्व में विचार-विमर्श हुआ। मेरे पूर्ववर्ती 11 विद्वानों ने इस मंच पर आर्थिक चिंतकों का असाधारण दल बनाया जो शैक्षणिक क्षेत्र और नीतिगत संसार में- और अधिकांश मामलों दोनों में अग्रणी थे। उन्होंने जो उच्च स्तर की अन्तर्दृष्टि और प्रासंगिकता निर्धारित की है, उस तक पहुंच पाना मेरे लिए बहुत मुश्किल होगा। चार वर्षों से आय, धन और नौकरियाँ गंवाने के बाद भी वैश्विक अर्थव्यवस्था जो लुभावना परंतु डरावना चित्र प्रस्तुत करती रही है उससे आपकी रुचि को बनाए रखने का मेरा काम सरल हो गया है। यदि रोचक ज्वलंत विषयों में शब्दाडम्बर कम होगा तो हमारे लिए बेहतर होगा।

वैश्विक तेजी और गिरावट ऐतिहासिक रूप से बारी-बारी आए हैं और ऐसा लगता है कि पिछले वित्त संकट से सही शिक्षा लेने में असफलताने अगले संकट को जन्म दिया है। हमने यह स्थिति पहले भी देखी है। ऐसा एक बार 1980 के दशक के आरंभ में हुआ था, जब एल.के. झा ने ब्रांड्ट कमीशन के सदस्य के रूप में उक्त दल की 1983 की किंचित अल्पज्ञात दूसरी रिपोर्ट जिसका शीर्षक 'सामान्य संकट' और उपशीर्षक 'उत्तर-दक्षिण : विश्व वसूली हेतु सहयोग' था, में योगदान किया। यह अनेकों ऐसी आर्थिक और वित्तीय समस्याओं को चिह्नित करने का महत्त्वपूर्ण दस्तावेज है जो आज भी प्रासंगिक है। उदाहरण के लिए, लेखकों को शक है कि यदि अंतर बैंक बाजार, चलनिधि या शोध क्षमता की समस्याओं को तेजी से संचरित कर सकें; वे कर्जदार देशों को बैंक ऋण न दिए जाने से चिंतित थे तथा नैतिक बाधाओं की चिंता के साथ-साथ उन्हें

अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष के पर्याप्त संसाधनों के न होने तथा राष्ट्रीय बैंकों के विदेशी परिचालनों के लिए अंतिम प्रबंध में औपचारिक ऋणदाता न होने की भी बहुत चिंता थी। ये स्थिति जानी पहचानी लगती है न?

लम्बे समय से चले आ रहे हमारे वर्तमान संकट से कुछेक उपयोगी शिक्षा लेने के प्रयास करें तो मैं आज यहां एक विषय पर विशेषकर ध्यान दिलाना चाहूंगा: वित्तीय वैश्वीकरण की प्रगति। अंतरराष्ट्रीय आर्थिक समन्वयीकरण एक देश के भाग्य को अंततः दूसरे के हाथों में दे देता है। जब समन्वयीकरण वित्तीय अंतर-निर्भरता का रूप ले लेता है, बाह्य घटनाओं का संभावित विदेशी प्रभाव कई गुणा बढ़ जाता है। 2007-09 के वैश्विक आर्थिक संकट तथा बाद में यूरोप के देशों में, जो ऋण संकट आए, उनसे बाजार की शक्तियां इतनी उन्मुक्त हो गई कि परिपक्व अर्थव्यवस्थाओं में नीति निर्धारक भी प्रतिक्रिया नहीं दिखा सके। अंतरराष्ट्रीय वित्त बाजारों में विस्फोटक विकास के 25 वर्षों के बावजूद भी उन समस्याओं का, जो ब्रांड्ट कमीशन के लिए चिंता का विषय थीं, समाधान नहीं हुआ। वैश्विक नीति निर्माताओं के लिए मौजूदा सूचनापरक और संस्थागत सुविधाएं वित्तीय वैश्वीकरण की चुनौतियों के समक्ष अत्यंत अपर्याप्त रहीं।

वैश्विक वित्त संकट से पूर्व भी, देशों के मध्य चालू खाते के घाटे और अतिरेक के रूप में निवल वित्त प्रवाह, नीतिगत चिंता और असहमति के मूल कारण थे। पिछले दो वर्षों में सामान्य पैमाने और चालू खाते के निरंतर असंतुलन में निश्चित रूप से वृद्धि हुई है जो वित्तीय और आर्थिक स्थिरता के लिए अधिक आश्चर्यजनक और संभवतः अधिक भयावह है, यह सकल अंतरराष्ट्रीय आस्ति एवं देयता स्थितियों का तीव्र विस्तार है। अंतरराष्ट्रीय आस्ति की निवल स्थिति यकीनन कई प्रयोजनों के लिए प्रासंगिक रहेगी जिसे मैं इस भाषण में भी रखूंगा, परंतु यह सकल स्थिति है जिसमें विभिन्न आर्थिक आघातों का प्रतिपक्षी असफलता सहित राष्ट्रीय तुलनपत्रों पर प्रभाव अधिक स्पष्ट दिखाई देता है। फिर भी, एक पुर्तगीज, जो बाह्य देनदार है, अपने ऋणों की अदायगी हेतु किसी दूसरे पुर्तगीज, जो लेनदार है, की आस्तियों का स्वतः ही संग्रहण नहीं कर सकता। यह तथ्य और अधिक अनिश्चयकारी है कि पुर्तगाल की निवल बाह्य देयता एक

* प्रो मॉरिस ऑब्सटफेल्ड, कोलंबिया विश्व विद्यालय, बर्कले, नेशनल ब्यूरो ऑफ़ एकोनॉमिक रिसर्च व सेंटर फॉर एकोनॉमिक पॉलिसी रिसर्च का 13 दिसंबर 2011 को 12वें एल.के. झा स्मारक व्याख्यान माला में भाषण।

वर्ष के सकल घरेलू उत्पाद से काफी अधिक है। सकल अंतरराष्ट्रीय स्थितियों की मात्रा में वृद्धि से सिद्धांततः आय जोखिमों के वैश्विक आबंटन में सुधार परिलक्षित होता हो, परंतु हाल ही के अनुभवों से पता चलता है कि इन स्थितियों से आर्थिक आघातों का उनके प्रभावों के ठोस विस्तार के साथ देशों के मध्य प्रेषण हो सकता है।

आज मैं यहां प्रमाणित करूंगा कि सकल अंतरराष्ट्रीय आस्ति और देयता स्थितियां प्रचुर मात्रा में उत्पन्न होती हैं और अलग-अलग देशों की बाह्य समायोजन प्रक्रियाओं और वैश्विक वित्तीय स्थिरता हेतु कुछेक परिणामों की चर्चा करूंगा। सकल वैश्विक वित्तीय प्रवाह के तीव्र विकास और उससे जुड़े जोखिमों को देखते हुए चालू खाते के शेष द्वारा मापे गए निवल वित्तीय प्रवाह की निरंतर प्रासंगिकता के बारे में किसी को भी आश्चर्य हो सकता है। मेरा दावा है कि वैश्विक चालू खाते के असंतुलन नीतिगत संवीक्षा हेतु वित्तीय और समष्टि आर्थिक कारणों हेतु एक अनिवार्य लक्ष्य बने रहते हैं। यह नीति निर्माताओं के लिए अत्यधिक महत्त्वपूर्ण है कि वैश्विक सकल आस्तियों एवं देयताओं के तेजी से विकसित होते ढांचे को भी मॉनिटर करें। प्रसंगवश, मैं भारत के बाह्य तुलन पत्र की ओर विशेष ध्यान दूंगा और इसकी कुछेक प्रमुख औद्योगिक देशों के विशेष तुलनपत्रों से, तुलना करूंगा।

2. आस्ति अंतरराष्ट्रीय व्यापार हेतु विशुद्ध आस्ति की वृद्धि

भविष्य में प्रकृति की होने वाली यादृच्छिक स्थितियों के कारण उपभोग में उतार-चढ़ाव के सुचारुबनाने के लिए देश अलग-अलग जोखिमों वाली आस्तियों का आदान-प्रदान करते हैं। इस अन्तः अस्थायी व्यापार की, जिसमें एक ही दिन में होने वाली प्रकृति की विभिन्न स्थितियों के कारण उपभोग का आदान-प्रदान होता है, तुलना अंतर-अस्थायी व्यापार से की जा सकती है, जहां एक दिन में किसी आस्ति के लिए हुए उपभोग का व्यापार, किसी भावी तिथि को होने वाले उपभोग के लिए क्रेता को समर्थ बनाने के लिए किया जाता है। अन्य आस्तियों के साथ आस्तियों की सीमा-पार खरीद अन्तः अस्थायी व्यापार है और वस्तुओं या सेवाओं की आस्तियों के साथ सीमा पार खरीद अंतर-अस्थायी व्यापार है।

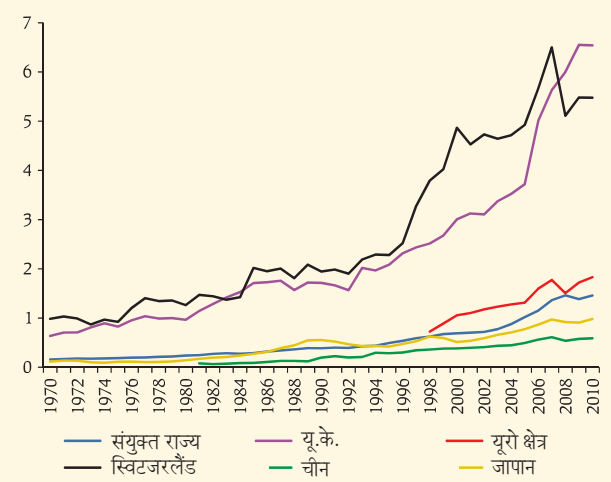
किसी देश का अंतर-अस्थायी बजट, इसके (आकस्मिक स्थिति) व्यय के वर्तमान मूल्य को, इसके (आकस्मिक स्थिति) उत्पादन के वर्तमान मूल्य जमा बाहरी विश्व पर इसके निवल वित्तीय दावों के

बाजार मूल्य (निवल अंतरराष्ट्रीय निवेश स्थिति या एनआईआईपी) तक सीमित करता है। इस प्रकार, किसी देश की अंतिम उपभोग संभावनाएं न केवल एनआईआईपी पर निर्भर करती हैं अपितु उन मूल्यों, जिनका सामना उस देश को विश्व बाजारों में करना पड़ता है तथा इसके (स्टॉक संबंधी) उत्पादन और निवेश स्तर पर भी निर्भर करती है।

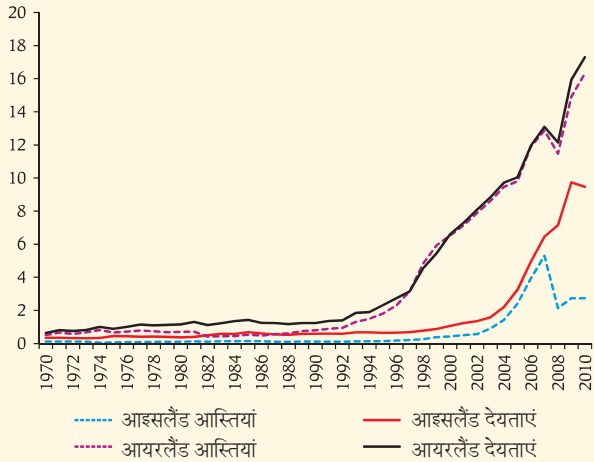
आदर्शतः, यदि किसी देश ने अपने विशिष्ट जोखिमों से विश्व आस्ति बाजारों में अधिकांशतः बचाव कर लिया तो इसकी एनआईआईपी में आघातों (चालू एवं भावी विश्व मूल्यों में आघातों सहित) से इस तरह परिवर्तन होगा कि घरेलू उपभोग की संभावनाओं की गुंजाइश बन जाएगी। इसके अतिरिक्त, यदि बाजार तीर और कमान की तरह पूर्ण हैं, तो व्यक्तियों के मध्य आस्ति व्यापार वास्तव में स्रोत आबंटन में पारेटो सुधारों का प्रतिनिधित्व करेंगे ताकि उन देशों के बारे में बात की जा सके, मानों वे प्रतिनिधि व्यक्ति हों। परंतु इस प्रकार की दुनिया, जिसमें कोई संकट न हो, वह दुनिया नहीं है जिसमें हम रहते हैं। वास्तविक संसार में, एक एजेन्ट अपना लाभ देखते हुए जो वित्तीय कारोबार करता है उससे दूसरों को हानि हो सकती है। तात्पर्य यह है कि वित्तीय व्यापार की मात्रा भर को वित्तीय अस्थिरता जोखिम से सकारात्मक रूप से जोड़ा जा सकता है।

यह अंतः अस्थायी आस्ति व्यापार के ही क्षेत्र में आता है कि अंतरराष्ट्रीय व्यापार की मात्रा में हाल ही के वर्षों में सबसे अधिक वृद्धि हुई है। कई अर्थव्यवस्थाओं में, विशेषकर छोटी अर्थव्यवस्थाओं

चार्ट 1: सकल घरेलू उत्पाद के अनुपात के रूप में सकल विदेशी आस्तियों एवं देयताओं का औसत: चुनिन्दा देश



चार्ट 2: सकल घरेलू उत्पाद के आयात के स्तर में सकल विदेशी आस्तियां और देयताएं : आइसलैंड एवं आयरलैंड

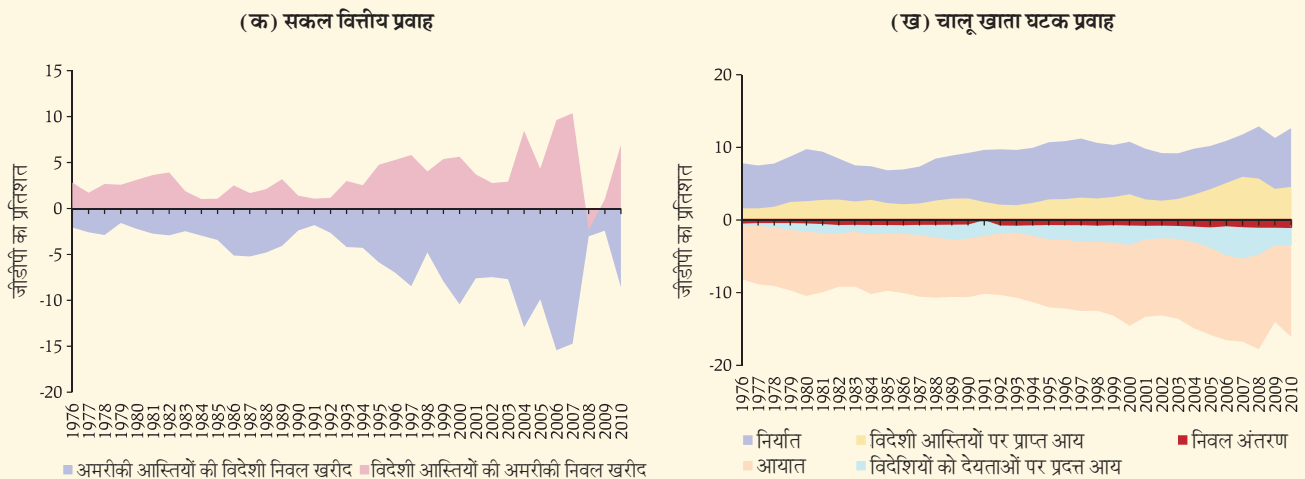


में विस्फोटक वृद्धि हुई जो वित्तीय केन्द्र भी है। चार्ट 1: देशों के विकास क्रम को दर्शाता है, जिसमें 'लेन एंड मिलेसी- फरेती डाटा'¹ की 2010 की अद्यतन स्थिति दर्शायी गई है। वैश्विक संकट के परिणामस्वरूप कुछेक कटौतियों के बावजूद सकल आस्तियों में विस्तार होता रहा। अपेक्षाकृत छोटे देशों जैसे आयरलैंड के लिए यह संख्या और भी अच्छी हो सकती है जैसाकि चार्ट 2 में दर्शाया गया है (जिसमें आइसलैंड की भी स्थिति दर्शायी गई है और सकल

आस्तियों एवं देयताओं को सकल घरेलू उत्पाद के अनुपात के रूप में अलग से दर्शाया गया है)।

यद्यपि संयुक्त राज्य अमरीका के सकल आस्ति देयता की संख्या वित्तीय रूप से अपेक्षाकृत छोटी अर्थव्यवस्थाओं से कम अमर्यादित है, अमरीकी भुगतान संतुलन में सकल आस्तियों के प्रवाह की बदलती भूमिका को देखे तो वस्तुओं एवं सेवाओं के व्यापार की अपेक्षा अंतरराष्ट्रीय आस्ति व्यापार के बढ़ते महत्त्व का पता चलता है। चार्ट 3 के दो पैनेलों में वैकल्पिक संव्यवहारपरक परिप्रेक्ष्य में अमरीकी चालू खाता शेष को दर्शाने वाला सकल प्रवाह दिखाया गया है। ऊपर के पैनेल में अमरीकी निवासियों के विदेशी आस्तियों की निवल खरीद दर्शायी गई है (अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष के छोटे भुगतान संतुलन मैनुअल के अनुसार, सकारात्मक संकेत के साथ)। इसके विदेशी निवासियों द्वारा अमरीकी आस्तियों की निवल खरीद (नकारात्मक संकेत के साथ) भी दर्शायी गई है। पैनेल (क) में दो श्रृंखलाओं के बीच बीजगणितीय जोड़, अमरीकी विदेशी आस्तियों में निवल वृद्धि घटा अमरीकी विदेशी देयताओं में निवल वृद्धि, भुगतान संतुलन आंकड़ों में, बिना किसी भूलचूक के, चालू खाते के शेष के बराबर होगी (अमरीकी चालू खाते का घाटा 2006 में सकल घरेलू उत्पाद के लगभग 6 प्रतिशत तक बढ़ गया था)। चार्ट 3 के नीचे के पैनेल में, आयात, निवेश आय प्रवाह व निवल अंतरण सहित अमरीकी निर्यात दर्शाए गए हैं। इन पांच श्रृंखलाओं के बीच दर्शाया गया बीजगणितीय जोड़ चालू खाते के शेष को बराबर कर देता है।

चार्ट 3: सकल घरेलू उत्पाद के प्रतिशत के स्तर में अमरीकी सकल भुगतान संतुलन प्रवाह



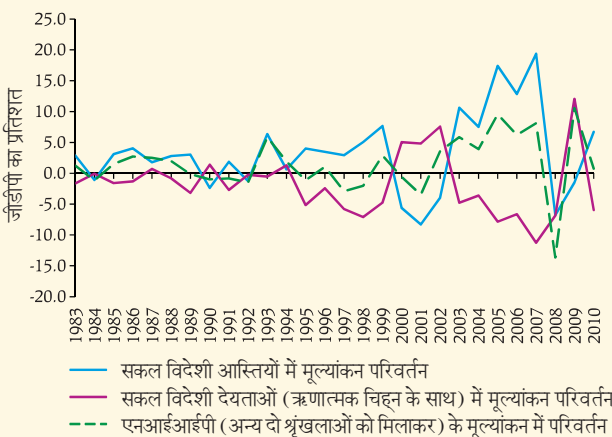
स्रोत: अमरीकी वाणिज्य विभाग : आर्थिक विश्लेषण ब्यूरो

¹ मैं फिलिप लेन व गियन मारिया मिलेसी - फेरेती का आभारी हूँ कि उन्होंने मुझे ये आंकड़े उपलब्ध कराए। मूल संदर्भ फिलिप आर. लेन व गियन मारिया मिलेसी- फेरेती (2006) दि एक्सटर्नल वेल्थ ऑफ नेशंस, मार्क II : रिवाइज्ड एंड एक्स्टेंडेड एस्टीमेट्स ऑफ फॉरेन एसेट्स एंड लायबिलिटीज, 1970-2004, 'जर्नल ऑफ इंटरनेशनल इकॉनॉमिक्स 73, 223-250.

1970 के दशक के मध्य में, सकल वित्तीय प्रवाह, व्यापार प्रवाह से काफी कम थे, परंतु वित्तीय प्रवाह में समय के साथ-साथ वृद्धि होती गई और अब औसतन व्यापार प्रवाह से तुलनीय रूप से बढ़ चुके हैं। निस्संदेह, निवेश आय अंतरराष्ट्रीय प्रवाह में समय के साथ-साथ वृद्धि हुई तथा सकल विदेशी आस्ति एवं देयता की स्थितियों में भी वृद्धि हुई।

चार्ट 3 के किसी भी पैनल में अमरीकी एनआईआईपी में हुए संपूर्ण परिवर्तन को नहीं दिखाया गया। एनआईआईपी में संपूर्ण परिवर्तन निस्संदेह निवल अंतरराष्ट्रीय ऋणों पर निर्भर करता है अपितु सकल विदेशी आस्तियों और देयताओं पर निवल पूंजीगत अधिलाभ पर भी निर्भर करता है, जिसपर कई अर्थशास्त्रियों ने बल दिया है।² अमरीकी सकल विदेशी आस्तियों में कुल मिलाकर समय के साथ-साथ हुआ परिवर्तन, अमरीकी निवासियों द्वारा निवल खरीद जमा सकल विदेशी आस्तियों के पूर्व स्टॉक पर कोई पूंजीगत अधिलाभ को बराबर कर देता है। अमरीकी निवल विदेशी देयताओं में हुआ कुल परिवर्तन, विदेशी निवासियों को आस्तियों की निवल बिक्री जमा विदेशियों द्वारा अमरीका में स्थित आस्तियों की उनकी सकल धारिता पर लिए जा रहे पूंजीगत शामिल होते हैं क्योंकि यह अमरीकी बाह्य आस्तियां घटा देयताएं में हुए कुल अधिलाभ को बराबर कर देता है। इस प्रकार एनआईआईपी में कुल परिवर्तन में ये पूंजीगत अधिलाभ परिवर्तन को बराबर कर देता है।

चार्ट 4 : सकल घरेलू उत्पाद के प्रतिशत के रूप में अमरीकी विदेशी आस्तियों, देयताओं और एनआईआईपी के गैर-प्रवाह परिवर्तन



स्रोत: अमरीकी वाणिज्य विभाग : आर्थिक विश्लेषण ब्यूरो

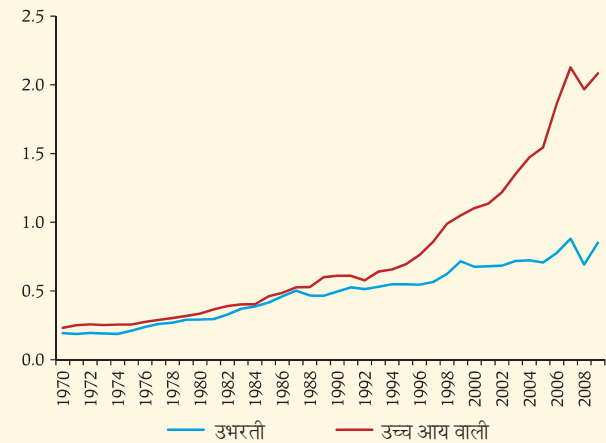
² साहित्य के कुछ संदर्भों हेतु देखें मेरा लेख, 'एक्सटर्नल एडजस्टमेंट', 'रिव्यू ऑफ वर्ल्ड इकॉनॉमिक्स', 140 (2004) 541-568.

चार्ट 4 में अमरीकी विदेशी आस्तियों व देयताओं में गैर प्रवाह परिवर्तन दर्शाए गए हैं, जहां देयताओं में हुई वृद्धि ऋणात्मक संख्या को प्रतिबिम्बित करती है। इन परिवर्तनों का विस्तार सकल प्रवाहों की मात्रा के साथ चहुँ ओर से बढ़कर उस स्तर तक पहुँच गया है जहां यह अमरीकी जीडीपी के अत्यधिक बड़े खंडों को दर्शाता है। चार्ट 3 और 4 दोनों यह दर्शाते हैं कि वर्ष 2008 में अमरीका के सकल पूंजी प्रवाह का आना और जाना दोनों ही विफल हो गए दो तरफा अवरोध से अमरीकी एनआईआईपी पर बड़ा मूल्यांकन घटा हुआ। इसी प्रकार, देश की बाह्य आस्तियां गिरीं और इसकी देयता का मूल्य बढ़ गया। 2008 का एनआईआईपी मूल्यांकन घटा, जो जीडीपी के 13.7% के बराबर था, 2009 में अधिकांशतः प्रत्यावर्तित होकर जीडीपी के 10.6% के मूल्यांकन लाभ में बदल गया।³

3. तुलनपत्र संवेदनशीलताएं

अब तक, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की सकल बाह्य आस्तियों एवं देयताओं का भंडार उतना संचित नहीं हुआ है जितना अपेक्षाकृत समृद्ध देशों का। चार्ट 5 में दो देश समूहों के औसत आस्ति बाह्य निवेशों (सापेक्ष जीडीपी भार के साथ संगणित) की आमने

चार्ट 5 : सकल घरेलू उत्पादों के अनुपात के रूप में सकल विदेशी आस्तियों और देयताओं का औसत: उभरती एवं उच्च आय वाली अर्थव्यवस्थाएं, जीडीपी-भारित औसत



³ चार्ट 5 में प्रत्यक्ष निवेश (एफ डीआई) को बाजार मूल्य पर गिना गया है। जब मैं इन गैर-प्रवाहों परिवर्तनों का उल्लेख 'मूल्यांकन' परिवर्तनों के रूप में करता हूँ तो सतर्क रहना चाहिये क्योंकि वर्धित कवरेज के कारण संभवतः काफी हद तक ये सकल आस्तियों और देयताओं के आंकड़ों में आवधिक संशोधनों को भी दर्शा सकते हैं। देखें स्टीफन बी. कुर्कुर, थामस ड्वारोक और फ्रांसिस ई. वानॉक, (2008)। 'क्रास बार्डर रिटर्न्स डिफरेंशियल, क्वाटर्ली जर्नल ऑफ इकॉनॉमिक्स 123। 1495-1530 और फिलिप आर. लेन तथा गियन मारिया मित्लेशी फेरेन्ती (2009), 'वेयर डिड ऑल दि बोरिंग्स गो? ए फोरेंसिक एनालिसिस ऑफ यू एस एक्सटर्नल पोजिशन' जर्नल ऑफ दि जेपनीज एंड इंटरनेशनल इकॉनॉमिक्स 23, 177-199.

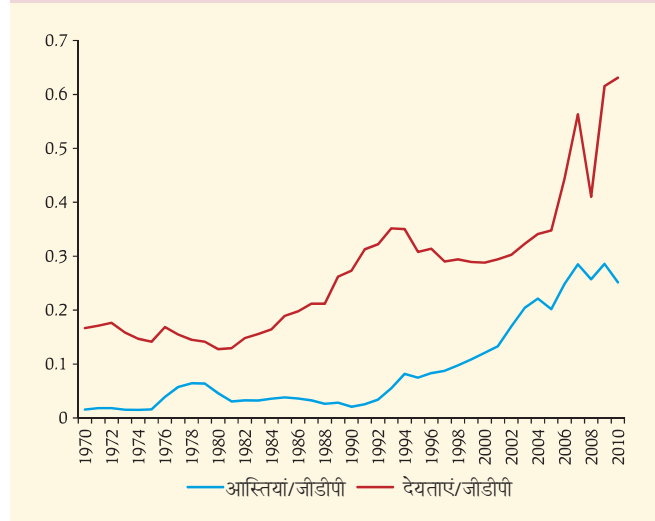
सामने तुलना दर्शाता है। आज, उभरते बाजार परिमाणात्मक रूप से लगभग वहीं हैं, जहां 1990 के दशक के अंत में एशियाई संकट के समय औद्योगिक देश थे। यद्यपि उभरते बाजार की बाह्य स्थितियों में तब से काफी सुधार हो गया है, तथापि, दो समूहों में अंतराल भी स्पष्ट रूप से बढ़ गया है।

एकबार वित्तीय एकीकरण एक स्तर तक पहुंच गया तो सकल स्थिति निर्माण में, जो चार्ट 5 में औद्योगिक देशों के लिए स्पष्ट है, संभवतः प्रतिपक्षी दायित्व अत्यधिक हो जाएं, जो संभवतः दोषपूर्ण हो और इस प्रकार विविध विशेष सुविधाओं के माध्यम से केवल एक आभास के रूप में संक्रामक वित्तीय अस्थिरता का जोखिम रहता है जिसके परिणामतः 2008-09 में समृद्ध अर्थव्यवस्थाओं में सरकार के वित्तीय हस्तक्षेप का व्यापक विस्तार हो जाता है। इसके विपरीत, किसी देश की संविभाग इक्विटी या एफडीआई देयताएं, बिना चूक किए मूल्य तंत्र के जरिए तेजी से गिर सकती हैं। परंतु विदेशियों हेतु धारण करने के लिए केवल इतनी ही घरेलू पूंजी है, इसलिए बढ़ती सकल आस्ति स्थितियों में वित्तीय स्थिरता हेतु प्रतिकूल प्रभावों सहित बढ़ती हुई संबद्ध चूक संभावनाएं निहित होती है।

भारत जैसी उभरती बाजार अर्थव्यवस्था, औद्योगिक विश्व के बाह्य शक्ति स्तरों से बहुत दूर रहती है तथा जैसाकि प्रसाद (2011) ने उल्लेख किया है कि हाल में प्रवृत्ति, इक्विटी देयताओं के लिए रही है (संविभाग इक्विटी एवं एफडीआई) ताकि कुल सकल बाह्य देयताओं के अंशों के रूप में विकसित हो सके।⁴ इससे दो तरह से आघातों को कम किया जा सकता है: जब देशी मुद्रा का मूल्य बढ़ता है तो विदेशी देयताओं के वास्तविक मूल्य में कोई स्वतः वृद्धि नहीं होती तथा ऋण की गैर-अदायगी या प्रतिपक्ष जोखिम का प्रश्न ही नहीं उठता क्योंकि इक्विटी पर भुगतान, चाहे वह राजकीय भाग हो, संविदापरक रूप से विनिर्दिष्ट नहीं होते। इस प्रकार, जब अर्थव्यवस्था में मंदी आती है तो बाह्य रूप से धारित इक्विटी का मूल्य स्वतः ही कम हो जाता है।

इक्विटी देयताओं का प्रचलन भारत में काफी अधिक है जहां 1991 के बाद सरकारी नीतियां और वित्त बाजार के सुधार, बहुत अधिक आवक इक्विटी निवेशों के पक्ष में रहे हैं लेकिन बैंक जमाराशियों या बांड निर्गमों के मार्फत उधार को हतोत्साहित किया गया है।⁵ चार्ट 6 भारत की कुल सकल विदेशी आस्तियों एवं देयताओं को

चार्ट 6: जीडीपी के अनुपात के रूप में सकल विदेशी आस्तियां एवं देयताएं : भारत



दर्शाता है जिसमें 1991 में उदारीकरण के उपायों के शुरू होने के बाद काफी अधिक दर पर वृद्धि हुई, परंतु 2010 में उस स्तर से नीचे आ गई जो उन्नत अर्थव्यवस्थाएं दर्शाती हैं। चार्ट 7 में आस्तियों एवं देयताओं की इक्विटी एवं गैर-इक्विटी घटकों में गिरावट दर्शायी गई है, जो पुनः लेन एवं मिलेसी फेरेंटी डाटा पर आधारित है। जैसाकि ऊपर उल्लेख है, बाह्य देयताएं इक्विटी के प्रति अत्यधिक भारित हैं, जबकि बाह्य आस्तियां पूरी तरह से ऋण जैसी आस्तियों के प्रति भारित हैं (गैर-स्वर्ण शासकीय आरक्षित निधि वाले किसी छोटे उपाय में नहीं)। संकट के वर्ष 2008 में, भारत की बाह्य धारित इक्विटी गिर गई जिससे एनआईआईपी में तेजी से सुधार हुआ परंतु उनमें 2009-2010 में पुनः वृद्धि हुई। इस आस्ति मूल्य वृद्धि से बाह्य ऋण संकट को बढ़ावा मिलने के बजाय आर्थिक आघातों के प्रति कुछ नैसर्गिक सुरक्षा प्राप्त हुई।

यद्यपि सकल विदेशी आस्तियां एवं देयताएं भारत के जीडीपी के संबंध में संतुलित रहीं तथापि देयताओं में उच्च इक्विटी एक अच्छा कारण है जो चालू खाते का एनआईआईपी में परिवर्तन के साथ परस्पर संबंध, 1971-2010 के पूर्वार्ध में 0.93 परंतु उत्तरार्ध में केवल 0.24 रहा।

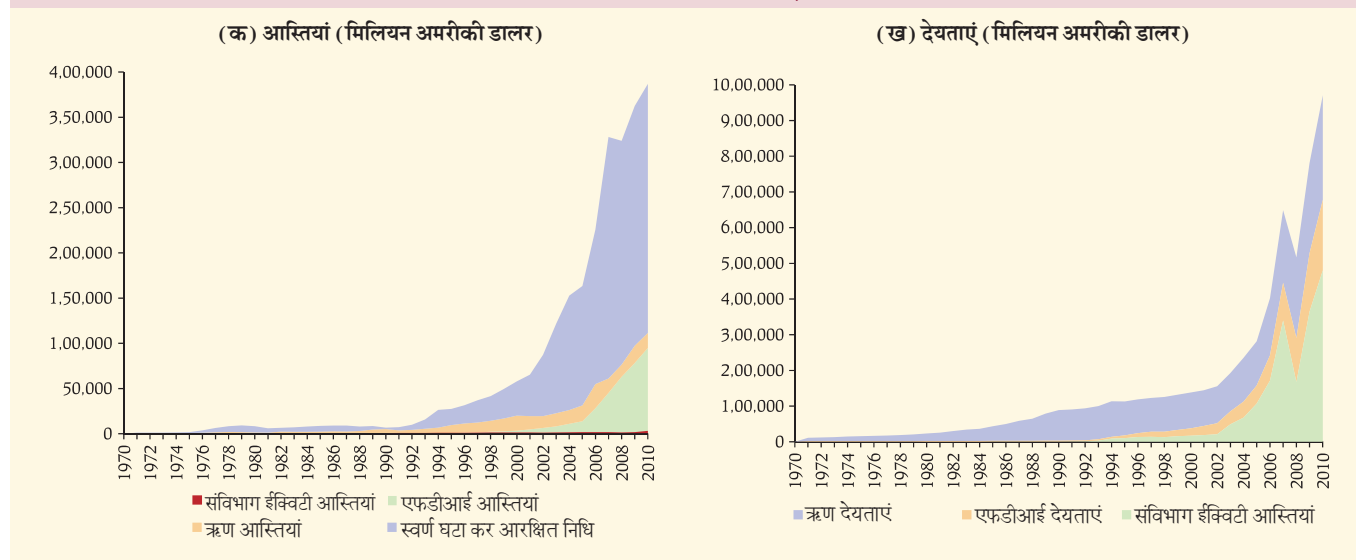
4. क्या चालू खाता अभी भी महत्वपूर्ण है?

इस संबंध में दो तर्क दिए जा सकते हैं कि चालू खाता आज के युग में असंगत हो गया है। परंतु यह विरोधाभास है कि ये दोनों तर्क संसार के चलन से प्रत्यक्ष रूप से दो विरोधी दृष्टिकोणों को दर्शाते हैं। मैं दोनों के लिए तर्क करूंगा हालांकि इनमें एक, दूसरे की अपेक्षा, लक्ष्य के अधिक निकट है।

⁴ देखें ईश्वर एस. (2011) 'रोल रिजर्वल इन इन्टर्नेशनल फाइनेंस'. यह पत्र फेडरल रिजर्व बैंक ऑफ कंसास सिटी जैक्सन होल संगोष्ठी में अगस्त में प्रस्तुत किया गया।

⁵ ताजे सर्वेक्षण के लिये देखें अजय शाह व इला पटनायक (2011), 'इन्डियाज फाइनेंशियल ग्लोबलाइजेशन' 'इन्टर्नेशनल मोनेटरी फंड वर्किंग पेपर डब्ल्यू. पी. / 11ए 7 (जनवरी) '.

चार्ट 7: भारत की सकल विदेशी आस्तियों एवं देयताओं के घटक



पहले तर्क में प्रमाण के रूप में आस्तियों की बड़ी मात्रा में अदला बदली है ताकि देशों ने अपने विशेष जोखिमों को, व्यापक रूप से आकस्मिक प्रतिभूतियों के लिए परिष्कृत और सुचारू रूप से कार्य करने वाले बाजारों में विविधीकृत कर दिया है। वस्तुतः संपूर्ण तीर-कमान स्वरूप आस्ति बाजारों के इस संसार में, देश अपने जोखिमों को अधिकतम व्यवहार्य सीमा तक एकत्र करते हैं। नितांत धर्मादा अर्थव्यवस्था के मामले में, विशिष्ट आय का आवागमन विदेशों से निवल बीमा भुगतानों द्वारा पूरी तरह से बराबर हो जाता है, अतः चालू खाते में शेष सदैव शून्य रहता है। निवेश के साथ, चालू खाते की भूमिका, निवेशकों को, पूंजी के लाभ में निर्गत शेषों की खरीद से ईक्विटी दावों के विश्व स्तर पर विविधीकृत संविभागों को बनाए रखने की अनुमति देना है। पूर्ण बाजारों में वैश्विक असंतुलन सामान्यतः छोटे होते हैं।⁶

आस्तियों की अदला-बदली की मात्रा विशेष रूप से उन्नत औद्योगिक अर्थव्यवस्थाओं में उनसे काफी अधिक है, जो ईक्विटी व्यापार पर आधारित सरल जोखिम वाले मॉडलों में निहित होगी। इसके अतिरिक्त, अंतरराष्ट्रीय आस्ति व्यापार का संपूर्ण बाजार खाता, सांख्यिकीय या कथात्मक साक्ष्य से समर्थित नहीं है, जो वैश्विक

⁶ सम्बन्धित परिप्रेक्ष्य कुख्यात लॉसन सिद्धान्त से है जो पहली बार 1988 में निरूपित किया गया, जिसमें यह अवधारणा है कि यदि सरकार घाटे में न हो तो चालू खाते का कोई भी घाटा जो निजी क्षेत्र के इष्टतम निर्णयों के परिणामस्वरूप उत्पन्न होगा उसका नीतिगत सरोकार नहीं है। अन्य समस्याओं के साथ साथ, लॉसन सिद्धान्त में यह मुद्दा उपेक्षित रह गया कि प्रतिमोचन (बेल आउट) परिदृश्यों में निजी क्षेत्र के निर्णयों का सरकारी बजट पर प्रभाव पड़ सकता है क्योंकि निजी और सरकारी के बीच की सीमारेखा बहुत अस्थिर है और प्रतिमोचनों संबंधी अपेक्षाएं निजी और सामाजिक सर्वोत्कृष्टता के बीच एक अवरुद्धता को पैदा करती हैं।

वित्तीय संकटों का लम्बा इतिहास होने के कारण बाद की श्रेणी में प्रमुख है। चार्ट 5 में दर्शाई गई अधिकांश उन्नत देशों की आस्तियां ऋण जैसी आस्तियां हैं, जैसे बैंक जमाराशि और सरकारी या कारपोरेट बाँड, ये सभी संभवतः दोषपूर्ण या प्रतिपक्ष जोखिम वाले हैं और इसलिए वैश्विक वित्तीय स्थिरता पर इसका संभवतः सुस्पष्ट प्रभाव पड़ता है। इससे दूसरा तर्क यह सामने आता है कि चालू खाता असंगत है (या कम से कम इसके आसपास तो है)। यह तर्क इस विचार पर आधारित है कि परस्पर जोखिम बांटने में अपूर्णता एक दूसरे को पुनः प्रवृत्त कर सकती है जिससे प्रणालीगत जोखिम बहुत बढ़ जाते हैं, जो स्वयं वित्तीय व्यवस्था के लिए अंतरण है। इस तर्क में यह निश्चयपूर्वक कहा गया है कि चालू खाते के शेष का स्थिरता प्रभाव उस सकल आस्ति प्रवाह के प्रभाव की तुलना में अपने आप में छोटा है जो अंततोगत्वा अंतरराष्ट्रीय वित्तीय संव्यवहारों का वित्तपोषण करता है। बोरियो और डिस्याटेट (2011) इस दूसरे परिदृश्य की अंतर्दृष्टि सारांश देता है।⁷

यह निश्चित रूप से सही है कि सकल विदेशी आस्ति एवं देयता स्थिति, संभावित स्थिरता जोखिमों का श्रेष्ठ चित्र प्रस्तुत करती है और ये जोखिमपूर्ण सकल स्थितियां किसी निवल अंतरराष्ट्रीय पूंजी प्रवाह के अभाव में भी बन सकती हैं। आचार्य और श्नेबल (2010) ने बड़ी सकल स्थितियां सृजित करने वाली नकारात्मक शक्तियों का शानदार विस्तृत उदाहरण प्रस्तुत किया है जो बैंक प्रायोजित आस्ति

⁷ देखें क्लाडियो एंड पिटी डिस्याटेट (2011), 'ग्लोबल इंबेलेसेस एंड दि फाइनैशियल क्राइसिस: लिंक और नो लिंक' बीआईएस वर्किंग पेपर सं. 346, बैंक फॉर इन्टर्नेशनल सेटलमेंट्स (मई)।

से पुष्ट वाणिज्य लेख (एबीसीपी) कंड्रूट पर आधारित है, जिससे अगस्त 2007 में वैश्विक संकट को दूर करने में सहायता मिली।

बैंकों ने इन कन्ड्रूटों की स्थापना, बंधकों, कारपोरेट ऋणों, क्रेडिट कार्ड प्रायों और अन्य दीर्घावधि ऋणों से समर्थित AAA रेटेड आस्ति से पुष्ट प्रतिभूतियों का धारण करने के लिए की। उन्होंने अल्पावधि एबीसीपी उत्कृष्ट रूप से अमरीकी मुद्रा बाजार निधियां बेचकर इन धारिताओं को वित्तपोषित किया। आचार्य व श्नेबल दस्तावेज के रूप में, कई देशों में कन्ड्रूटों की प्रयोजक बैंकों द्वारा प्रभावशाली गारंटी दी गई थी, पिछली गारंटी के सशर्त होने के कारण बैंक कंड्रूट की आस्तियों के प्रतिधारित नियामक पूंजी को कम कर सकते हैं या पूरी तरह से नकार सकते हैं / कुछेक मामलों में, जर्मनी के लांडेसबैंकन प्रसिद्ध हैं - अप्रत्यक्ष या प्रत्यक्ष सरकारी गारंटियों ने एबीसीपी धारकों को विश्वास दिलाया कि प्रायोजकों की गारंटियों के सशर्त स्वरूप के बावजूद उनकी धारिताएं पूर्णतया सुरक्षित हैं। 2000 के दशक में अंतरराष्ट्रीय वित्तीय प्रवाह को, जो उभरते बाजारों की सुरक्षित आस्तियों हेतु मांग से निश्चित होता है, समझने वाले सिद्धांतों के विपरीत, बैंक अमरीका से बाहर प्रचुर मात्रा में सुरक्षित आस्तियां जारी कर रहे थे जबकि इससे प्राप्य राशि को मुख्य रूप से अमरीका और यू.के., स्पेन और कुछेक चालू खाते में अतिरिक्त वाले देशों जैसे नीदरलैंड में भी स्थित कम तरल और कम सुरक्षित आस्तियों में निवेश कर रहे थे। चालू खाते अतिरेक और घाटे वाले देशों में बैंकों के एबीसीपी कन्ड्रूटों को समान रूप से प्रायोजित किया।

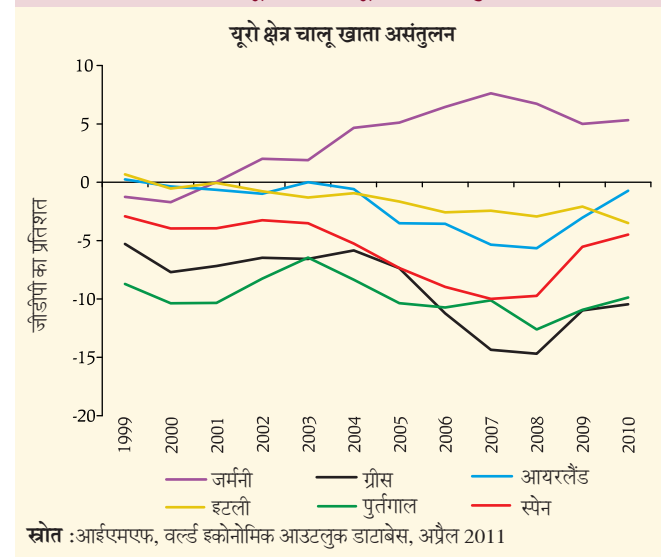
जब लैंडस बैंक प्रायोजित कन्ड्रूट अमरीकी मुद्रा बाजार कोष को एबीसीपी जारी करके अमरीकी आस्तियों की खरीदे के लिए वित्तीय सहायता देता है, अमरीकी सकल विदेशी आस्तियां एवं देयताएं और जर्मन सकल विदेशी आस्तियां और देयताएं, दोनों संव्यवहार की राशि से बढ़ जाते हैं। कोई निवल वित्तीय प्रवाह नहीं होता। यह व्यापार निजी तौर पर लाभप्रद है परंतु यह लाभ सामाजिक तौर पर महंगे स्रोतों से आता है: पूंजीगत आवश्यकताओं को नजर अंदाज करने के कारण उच्चतर प्रणालीबद्ध वित्तीय अस्थिरता, और इसके परिणामस्वरूप सरकारी धरोहर की संवर्धित लाभप्रदता। संक्षेप में, व्यापार प्रारंभिक आर्थिक अक्षमता से नहीं अपितु नियामक अंतरपणन और नैतिक जोखिम से चलता है। इन सामाजिक जोखिमों की वसूली अगस्त 2007 में हो गई थी जब इन कन्ड्रूटों द्वारा धारित AAA मूल्यांकित आस्तियां, विषाक्त हो जाती हैं और ये कन्ड्रूट अपने अल्पावधि ऋण आगे बढ़ाने में स्वयं को अचानक असमर्थ पाते हैं।⁹

⁸ विराल वी. आचार्य और फिलिप श्नाबल (2010), 'डू ग्लोबल बैंक्स स्प्रेड ग्लोबल इंबेलेसेस? एसेट बैंकड कमर्शियल पेपर ड्यूरिंग फाइनेशियल क्राइसिस ऑफ 2007-09' आई एम एफ इकोनॉमिक रिव्यू 37-73।

एसे वित्त-पोषण प्रतिरूपों से निश्चित रूप से वैश्विक वित्तीय संकट के प्रभाव और प्रसार का निर्धारण हुआ। क्या इसका परिणाम यह हुआ कि क्योंकि अतिरेक और घाटे वाले देशों के बैंक समान रूप से कठिनाई में आ गए थे, इसलिए वैश्विक असंतुलनों का पूर्व-प्रतिरूप इस संकट से संबंधित नहीं था। यह मुझे इस तर्क के समान लगता है कि क्योंकि जर्मन बैंक कठिनाई में आ गए थे और जर्मनी में आवास संबंधी बाजार तेज नहीं था, उसी तरह आवास मूल्य के उतार-चढ़ाव का इस संकट से कोई संबंध नहीं था।

यह दावा नहीं किया जा सकता कि कुछ हद तक वैश्विक असंतुलन (एक अन्तर्जात संवृत्ति) वैश्विक संकट का कारण था - बस इतना ही कि यूरो क्षेत्र के भीतर ये असंतुलन (देखें चार्ट 8) चालू संपूर्ण ऋण संकट का कारण है। कोई यह नहीं कह सकता कि इन संकटों का प्रभाव और प्रसार कहीं भी इतना अधिक था जितना कि वित्तीय पर्यवेक्षण और नियमन में विस्तृत अंतराल है जिसे आचार्य व श्नेबल द्वारा यथावर्णित सकल स्थिति के विस्तार से बढ़ावा नहीं मिला। जैसाकि बोरियो और दिस्याटैट ने तर्क किया, द्विदेशीय या द्विक्षेत्रीय प्रतिमान पर आधारित अंतर्दृष्टि, बहुदेशीय विश्व में सकल वित्तीय प्रवाहों की बहुपक्षीय संरचना से उत्पन्न जोखिमों का जायजा लेने में काफी भ्रमक हो जाती है और राष्ट्रीयता के बजाय आवास पर आधारित स्थितिपरक आंकड़े जोखिमों के स्वरूप और समूह को आवृत्त कर सकते हैं। उभरती अर्थव्यवस्थाओं से उन्नत अर्थव्यवस्थाओं तक

चार्ट 8: यूरो क्षेत्र चालू खाता असंतुलन



⁹ विनियमन संबंधी अंतरपणन और नैतिकता के संकट के साथ साथ कर अंतरपणन ही सकल बाह्य आस्ति स्थितियों के स्वतः उत्पन्न होते जाने का एक बड़ा प्रेरक तत्व है। उदाहरण के लिये बाहर भेजा गया धन कर- समर्थित विदेशी प्रत्यक्ष निवेश के रूप में उस देश में पुनः प्रवेश कर सकता है।

पूंजी का निवल अंतर्प्रवाह परिमाणान्तरक रूप से, उन अर्थव्यवस्थाओं में वैश्विक संकट के सफर में उत्पन्न स्वदेशी ऋण की राशि से कहीं कम है।¹⁰

फिर भी, मैं निश्चयपूर्वक कहूंगा (जैसाकि कीनथ रोगोफ और मैंने 2010 में सान फ्रांसिस्को फेड पेपर में कहा था) कि चालू खाते में बड़े और निरंतर चल रहे असंतुलन आने वाली कठिनाइयों का संकेतक हो सकते हैं जैसाकि 2000 के दशक में हुआ था और इसलिए नीति निर्माताओं को उन पर कड़ा नियंत्रण रखना होगा।¹¹ वैश्विक बचत और निवेश संरचनाओं के कारण कम ब्याज दरों से मुद्रा नीति की निभावपरक प्रतिक्रियाओं और अन्य सरकारी नीतियों सहित, ऋणों और गृह निर्माण में तेजी को बढ़ावा मिला जिससे वैश्विक असंतुलन और अधिक बढ़ गए। वित्तीय स्पर्धा, नवोन्मेष और अंतरपणन, लचीले नियामक परिवेश के भीतर प्रचुर मात्रा में उत्पत्ति से, इस अस्थिर तेजी के आधार पर सकल देयताओं और दावों की वित्तीय रूप से कमजोर अधिसंरचना बनी। बड़ा अमरीकी बाह्य घाटा, अस्थिरकरण शक्तियों के निहित होने का संकेत था और इससे निस्संदेह ये शक्तियां और अधिक समय तक अपना काम करने में सफल रहीं।

चालू खाते के घाटे और ऋणों में तेजी का परस्पर सामान्य संबंध क्या है? ऋण उपलब्धता में तेजी को भावी वित्तीय संकट की वर्धित संभाव्यता से जोड़ने का पर्याप्त साक्ष्य है।¹² परंतु जैसाकि ह्यूम और सेन्टेन्स ने उल्लेख किया, अनेक बड़े उभरते बाजारों ने निवल पूंजी अंतर्प्रवाह के बिना ही ऋणों में तेजी का अनुभव किया है, जापान की ऐतिहासिक तेजी का चक्र चालू खाते में अतिरेक के बावजूद 1980 के दशक के अंत में टूटा (आखिरी अवधि के दौरान अतिरेक कम हो गया था)।

ऐसे विरोधी उदाहरणों के बावजूद, कुछ साक्ष्य है (विकासशील देशों के लिए सुदृढ़) कि निजी पूंजी के निवल अंतर्प्रवाह से संभवतः ऋणों में तेजी आए और संभवतः कमजोर वित्तीय प्रणाली होने से विध्वंस की संभावना उत्पन्न हो जाए। उदाहरण के लिए ओस्ट्री एट

¹⁰ माइकल ह्यूम व एन्ड्रयूज सेन्टेन्स (2009) द्वारा उल्लिखित 'दि ग्लोबल क्रेडिट बूम: चेलेंजेस फॉर माइक्रोइकोनॉमिक्स एंड पालिसी', *जर्नल ऑफ इंटर्नेशनल मनी एंड फाइनेंस* 28, 1426- 1461।

¹¹ देखें, रुबेन ग्लिक व मार्क एम. स्पिंगेल द्वारा सम्पादित *एशिया एंड दि ग्लोबल फाइनेंशियल क्राइसेस* (सैफ्रांसिस्को: फेडरल रिजर्व बैंक ऑफ सैन फ्रांसिस्को) में मॉरिस ऑब्टफेल्ड और केनेथ रिगॉफ (2010), 'ग्लोबल इंबेलेसेस एंड दि फाइनेंशियल क्राइसेस: प्राडक्ट ऑफ कॉमन कॉसेस'।

¹² सन्दर्भों की आंशिक सूची के लिये देखें पियरे ऑलिवर गौरिंचास व मॉरिस ऑब्टफेल्ड (2012) 'स्टोरीज ऑफ दि ट्वेन्टिएथ सेंचुरी फॉर दि ट्वेंटी फर्स्ट', *अमेरिकन इकोनॉमिक जर्नल*: *माइक्रोइकोनॉमिक्स* 4 (जनवरी) आगामी अंक।

आल (2011-पृष्ठ 21) में 1995-2008 के दौरान उभरते बाजार के नमूने के लिए पैनल आंकड़ों का अध्ययन किया गया और उन्होंने निष्कर्ष निकाला ऋण तेजी का आधा भाग पूंजी अंतर्प्रवाह के आवेश से जुड़ा होता है और उनमें से जो अंत में संकट में बदल जाते हैं, लगभग 60 प्रतिशत अंतर्प्रवाह के आवेश से जुड़े होते हैं।¹³

ऐसे अध्ययन जो प्रत्यक्ष रूप से ऋणों में तेजी और चालू खाते में संबंध को नहीं दर्शाते क्योंकि निजी पूंजी के निवल अन्तर्प्रवाह और चालू खाते के घाटे का परस्पर मेल खाना जरूरी है। चालू खाते में अतिरेक वाले देश में भी निजी पूंजी का निवल अन्तर्प्रवाह हो सकता है, यदि उसकी विदेशी मुद्रा आरक्षित निधि पर्याप्त मात्रा में एकत्र हो रही हो। जोरडा, शुलारिक और टेयलर (2011 पृष्ठ 372) ने उन्नत देशों के नमूने के लिए 14 दशकों के आंकड़ों का उपभोग करके इस प्रश्न की अपेक्षाकृत अधिक प्रत्यक्ष रूप से जांच की और निष्कर्ष निकाला कि चालू खाते की स्थिति सामान्य संकट तक जाते-जाते खराब हो जाती है, परंतु वैश्विक संकट में साक्ष्य अनिर्णायक होते हैं। संभवतः इसलिए कि दोनों अतिरेक व घाटे वाले देशों में संकट में उलझनें हो जाती हैं। रिनहार्ट एवं रिनहार्ट (2009) ने साक्ष्य पाए कि विकासशील देशों में चालू खाते का घाटा आने वाले संकट का संकेत देने में सहायता करता है।¹⁴ इस सामान्य प्रश्न पर आगे और अनुसंधान किए जाने की आवश्यकता है।

इस बीच, मेरा विश्वास है कि बड़े और लगातार चालू खाते के घाटे, हालांकि कई बार हितकर और टिकाऊ होते हैं, फिर भी इनके अहानिकर होने का अनुमान लगाए बिना सावधानीपूर्वक संवीक्षा किए जाने की आवश्यकता है। बाह्य घाटे संभवतः इस समस्या का सही स्रोत न हो - न ही बाह्य घाटे को सीधे कम करके इस समस्या को सर्वाधिक प्रभावशाली ढंग से अवश्य दूर किया जा सकता है, परंतु यहां संदेह करना बुद्धिमानी होगी। यूरो क्षेत्र की वर्तमान दशा को देखते हुए यह तर्क सरलता से किया जा सकता है (दुर्भाग्य से पश्च दृष्टि से) कि 1999 के कई वर्षों बाद भी अस्थिर प्रवृत्तियों के लक्षण थे - ग्रीस का सरकारी घाटा, स्पेन और आयरलैंड में आवास व

¹³ देखें, जोनाथन त ऑस्ट्री (2011) मेनेजिंग कैपिटल इम्प्लोज: वाट टूल टू यूज, 'आई एम एफ स्टाफ डिस्कशन नोट', (अप्रैल)।

¹⁴ ऑस्कर जोर्डा, मॉरिस शुलारिक व एलेन टेल्: 'फाइनेंशियल क्राइसेस, क्रेडिट बूम एंड एक्सटर्नल इंबेलेसेस', *आई एम एफ इकोनॉमिक रिव्यू* 59 (2011), 340-378 तथा जैफ्रे फ्रेकल व पिसाराइड संपादित 'इंटर्नेशनल सेमिनार ऑन मेक्रोइकोनॉमिक्स 2008 (शिकागो: युनिवर्सिटी ऑफ शिकागो प्रेस) में कारमैन एम. रेन्हार्ट व विसेंट आर. रेन्हार्ट (2009): 'कैपिटल फ्लो बोनांजास: एन एंक्पासिंग व्यू ऑफ पास्ट एंड प्रेजेंट'।

निर्माण में तेजी; पुर्तगाल में अत्यधिक निजी उधार, यूरोपीय बैंकों द्वारा (अतिरेक वाले देशों के बैंकों सहित) बड़े पैमाने पर किए गए वित्तपोषण सहित जो अब कठिनाई में आ गए हैं (पुनः देखें चार्ट 8)। कई बार हमें सामान्यतया यह अवश्य पूछना चाहिए कि क्या देश अपने निवल बाह्य ऋणों को, जब वे समेकित राष्ट्रीय आधार पर गिने गए हों, पूर्णतया चुकाने की स्थिति में होता है। यह एक आवश्यक शर्त है, यदि यह संकट मुक्त विदेशी ऋणों हेतु पर्याप्त नहीं है और यदि इसका उत्तर नकारात्मक है तो एक और प्रश्न उठता है: प्रश्नागत देश की तुलना में उनके सकल आस्ति एवं देयता स्थिति के परिणामतः संभावित संकट में किसे घसीटा जा सकता है (अथवा जो प्राथमिक ऋण धारित करते हैं उन्हें दिए गए उनके अनुषंगी ऋणों के परिणामस्वरूप)।

चालू खाते के घाटे की स्थिरता का जायजा लेने हेतु, चालू खाते के संचित असंतुलन और एनआईआईपी के मध्य प्रतीयमान असंयोजन से हम अधिक संतुष्ट नहीं हो सकते हैं, जो चार्ट 5 में अमरीका के लिए उदाहरण स्वरूप था। चालू खाता, एनआईआईपी परिवर्तन के अनुमान लगाए जा सकने वाला घटक है। केवल अमरीका के लिए ही क्या यह संकेत है कि निवल निर्यात, बाद के एनआईआईपी मूल्यांकन परिवर्तनों का अनुमान लगाने में सहायता करेंगे।¹⁵ ऐसे अप्रत्याशित लाभों के दैवी समाधान के रूप में गिनना सामान्यतया अविवेकपूर्ण हो गया जो विदेशी लेनदारों के संबंध में शोध क्षमता बनाए रखेंगे।

निस्संदेह, विश्वसनीय लगने वाले मॉडल के बारे में सोचना मुश्किल है जिसमें चालू खाते की दिशा से एनआईआईपी की दिशा का पूर्वानुमान कम से कम मध्यावधि समस्तर पर नहीं लगाया जा सकता। ऋणों के ऋणात्मक ब्याज दर पर अनिश्चित काल के लिए मिलने की आशा नहीं होनी चाहिए। यह सच है कि 2002-2007 के दौरान अमरीका ने अपने एनआईआईपी में सतत वृद्धि किए बिना लगातार विदेशों से ऋण लिए, क्योंकि एनआईआईपी पर हुए मूल्यांकन लाभ से बढ़ते चालू खाते के घाटे का नकारात्मक प्रभाव समाप्त हो गया (चार्ट 4)। यह संरचना, जो संभवतः 2008 के साथ ही समाप्त हो गई, ऋण तेजी की घटनाओं के दौरान स्वतः सुदृढ़ गतिशीलता की याद दिलाती है। ऋण तेजी में, आस्ति का मूल्य बढ़ता है, जिससे तुलन पत्र की स्थिति में सुधार होता है और ऋण का आगे विस्तार होता है। इसके परिणामतः बाद की विफलताओं से और अधिक मानसिक

आघात पहुंचता है (वहन व्यापार में इसी प्रकार की गतिशीलता होती है)। इसी प्रकार, पूंजी अंतर्प्रवाह से संभवतः वित्तीय क्षेत्र की आस्तियां सुदृढ़ होती हैं और प्राप्तकर्ता देश में एनआईआईपी इस प्रकार सुदृढ़ होती है कि इससे सही स्थिरता के स्तर से परे स्वदेशी ऋणों को बढ़ावा मिलता है। इसके बाद अनियमित रूप से विफलता होने की गुंजाइश बढ़ जाती है।

इन स्थितियों से उबरने के लिए अंतर्निहित ऋण प्रवाह का स्पष्ट ध्यान रखना अनिवार्य है। नितांत समष्टि आर्थिक परिप्रेक्ष्य में भी कुल मांग के घटक के रूप में चालू खाते के निरंतर महत्त्व के लिए दावा किया जाता है। एक क्षेत्र में चालू खाते में अतिरेक होने से वैश्विक रूप से कुल मांग दब सकती है जिससे वैश्विक वित्तीय बाजार प्रभावित होते हैं और व्यापार संरचनाओं में नीतिगत प्रतिक्रियाएं प्राप्त होती हैं। बड़े वैश्विक असंतुलनों से संभवतः संरक्षणवाद को भी प्रोत्साहन मिलता है।¹⁶

5. निष्कर्ष

अनेक कारणों से, चालू खाते का महत्त्व है। तथापि, हाल ही के अनुभवों से पता चलता है कि सकल अंतरराष्ट्रीय आस्ति एवं देयता स्थितियों से प्रमुख कंडूट प्राप्त होता है जिससे वित्तीय मंदी संचारित और प्रसारित होती है। एक चालू खाते के असंतुलन का कई प्रकार से आस्ति व्यापार में विभिन्न संरचनाओं की विविधता से वित्तपोषण हो सकता है, जिसमें ऐसी संरचनाएं भी शामिल हैं जिनके अपने चालू खाते अधिशेष में है। बचत और निवेश में राष्ट्रीय विभेद न केवल प्रमुख समष्टि परिवर्ती बने रहेंगे अपितु वे प्रत्यक्ष प्रणालीबद्ध प्रभावों सहित वित्तीय विकास को भी भलीभांति प्रतिबिम्बित करेंगे।

वित्तीय वैश्विकरण का विकसित होता संसार जोखिमपूर्ण स्थान हो सकता है। दुर्भाग्यवश, नीति निर्माताओं के पास, वित्तीय क्रियाकलापों पर समेकित वैश्विक सूचना एकत्र करने हेतु, समष्टि

¹⁵ देखें, पियरे ऑलिवर गौरिंचास व हेलन रे (2007), 'इंटरनेशनल फाइनेंशियल एडजस्टमेंट', 'जर्नल ऑफ पॉलिटिकल इकॉनॉमी', 115 (अगस्त) 665-703।

¹⁶ ब्लान्चार्ड व मिलेसी फेरेत्ती (2011), बृहद वैश्विक असंतुलनों को घटाने या उनसे बचने के संभावित कारणों पर एक व्यापक चर्चा प्रस्तुत करते हैं। देखें, ऑलिवर ब्लान्चार्ड व गियन मारिया मिलेसी-फेरेत्ती, '(व्हाई) शुड करंट एकाउंट इंबेलेंस बी रिड्यूसड? आई ए एम स्टाफ डिस्कशन नोट (मार्च)। वास्तविक खाता आंकड़ों की व्याख्या के समय एक सामान्य प्रश्न निवास-स्थल बनाम राष्ट्रीयता पर उसकी निर्भरता से संबंधित है। क्या इससे अंतर पडता है कि कुछ देशों का निर्यात विदेशी स्वामित्व वाले किन्तु घरेलू रूप से परिचालित प्रतिष्ठानों द्वारा निर्मित है? शायद नहीं। यदि विदेशी स्वामित्व वाले प्रतिष्ठानों के बारे में यह समझा गया कि वे विदेश में हैं पर फिर भी यदि उत्पादन में वे स्वदेशी श्रम का इस्तेमाल करते हैं तो घरेलू चालू खाता - यदि वह श्रम सेवाओं के निर्यात को शामिल करने के लिये उचित तरीके से परिकल्पित है, अपरिवर्तित ही रहेगा। तथापि, पूर्ववर्ती लेखांकन परिवर्तन व्यापार-संतुलन को प्रभावित नहीं करेंगे। वित्तीय आधार-सामग्री में निवास स्थल बनाम राष्ट्रीयता के लिये देखें, बोरियो व डिस्ट्याट।

जोखिमों के प्रति नियमन बनाने हेतु तरलता पुष्टि प्रदान करने हेतु और शोधाक्षम वैश्विक वित्तीय संस्थाओं और सरकारों के समाधान हेतु पर्याप्त संस्थागत मूलभूत सुविधाएं नहीं हैं।

यदि नीतिनिर्माता, संस्थाओं के सिर पर सवार न रहे तो संस्थाओं को वैश्विक स्तर पर, न कि केवल यूरो क्षेत्र स्तर पर, अंतरराष्ट्रीय

समुदाय की ओर से राजकोषीय सहयोग सहित और अधिक सहयोग के आधार पर व्यापक विस्तार की आवश्यकता होगी। यह पुनः कहा जाता है कि ऐसी संस्था के निर्माण का प्रमुख उद्देश्य, ऐसे सूचनापरक आधार में सुधार करना होना चाहिए जिसपर सहकारी अंतरराष्ट्रीय नीतिगत निर्णय किए जाते हैं।