

पूँजी प्रवाह: क्या जानते हैं हम?

प्रो. बैरी आयकनग्रीन

भारतीय निर्यात-आयात बैंक के स्थापना दिवस व्याख्यान के मंच पर होना गर्व का विषय है। व्याख्यान की शुरुआत किसी कहानी से हो तो यह दिलचस्प होता है। मैं लंबे अरसे से कॉलेजों में पढ़ाता रहा हूँ। इसलिए मेरे पास कहानियों की कमी नहीं है। आज के दिन के लिए भी मेरे पास एक कहानी है। ये कहानी है आर्थिक इतिहास, प्रासंगिक नीति निर्माण और अंतरराष्ट्रीय विकास अर्थशास्त्र की, जिसे मैं अपने अतीत से लाया हूँ। क्योंकि इस पर शोध के दौरान मैं खुद इस कहानी का एक किरदार रहा हूँ।

बात बीस साल पुरानी है। लगभग यही दिन थे जब मैं वरिष्ठ नीति सलाहकार के रूप में अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष (आईएमएफ) पहुंचा था। वहां मैंने दो मशहूर अंतरराष्ट्रीय अर्थशास्त्रियों- आईएमएफ के पहले उप प्रबंध निदेशक स्टेनली फिशर और शोध विभाग के प्रमुख तथा आर्थिक परामर्शदाता माइकल मसा के साथ काम किया। मैं फिशर के उस चर्चित भाषण से कुछ पहले ही आईएमएफ पहुंचा था, जो उन्होंने विश्व बैंक और आईएमएफ की बैठक में एशिया और आईएमएफ पर आयोजित एक सेमिनार में दिया था। यह बात है सितंबर 1997 की और इसका विषय था- “पूँजी खाता उदारीकरण और आईएमएफ की भूमिका।” इस भाषण में फिशर ने कुछ सवाल उठाए थे। मसलन- क्या उभरते बाजारों का लक्ष्य पूँजी खाते का उदारीकरण होना चाहिए? क्या आईएमएफ सदस्य देशों के लिए पूँजी खाते की पूर्ण परिवर्तनीयता की बाध्यता होनी चाहिए? और क्या इस बाध्यता के लिए आईएमएफ की करार शर्तों में संशोधन किया जाना चाहिए।¹

फिशर के इस भाषण और मेरे आईएमएफ जाने के समय ही एक और महत्वपूर्ण घटना घट रही थी। और वह थी- थाईलैंड द्वारा अपनी मुद्रा थाई बात का अवमूल्यन किया जाना और एशियाई वित्तीय संकट का ज्वालामुखी फटना। तत्कालीन मलेशियाई प्रधानमंत्री महाथिर मोहम्मद ने इसका ठीकरा अंतरराष्ट्रीय हेज फंडों व अन्य निवेशकों और अंतरराष्ट्रीय पूँजी प्रवाह पर फोड़ा था। आईएमएफ ने तब मुझे इस वित्तीय संकट में हेज फंडों की भूमिका का पता लगाने का जिम्मा सौंपा था। उन दिनों मेरे पास पीएचडी अर्थशास्त्रियों की एक भरी पूरी टीम और कॉर्पोरेट क्रेडिट कार्ड हुआ करता था। लेकिन वह दूसरी कहानी है।² हम पहली कहानी पर ही आते हैं। आईएमएफ ने माइकल मसा और मुझे उभरते बाजारों में पूँजी खाते और पूँजी नियंत्रण के लिए बनाई गई नीतियों का पुनरीक्षण करने का जिम्मा सौंपा। परिणामस्वरूप, हमने आईएमएफ के एक्जीक्यूटिव बोर्ड को एक स्टडी प्रस्तुत की, जो आईएमएफ कार्यकारी शोधपत्र के रूप में प्रकाशित हुई। इसका नाम था- “पूँजी खाते का उदारीकरण: सैद्धांतिक और व्यावहारिक पहलू।”³

सारांश रूप में कहा जाए तो यह शोधपत्र उभरते बाजारों को दिए गए विदेशी कर्ज के रिकॉर्ड का विश्लेषण था, जो 1990 के प्रारंभ में बॉन्ड बाजार के जरिए दिए जाने वाले ऋणों की पुनः शुरुआत के बाद के आंकड़ों पर आधारित था। 1930, 1940 और 1950 के दशक में डिफॉल्ट किए जाने के बाद से ही अंतरराष्ट्रीय बॉन्ड बाजार निष्क्रिय रहा। इसमें 1980 के अंत में “ब्रेडी प्लान” के जरिए अनर्जक बैंक ऋणों को बॉन्ड में परिवर्तित करने के बाद थोड़ी सक्रियता आई। हमने पूँजी के इस प्रवाह को अंतरराष्ट्रीय बॉन्ड बाजार के पूर्व इतिहास से जोड़कर देखा, पर हमारे पास इस पर काम करने का सीमित अनुभव ही था। लेकिन हमने हर

¹ Stanley Fischer, “Capital Account Liberalization and the Role of the IMF,” IMF Seminar (19 September 1997), <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp091997>.

² Barry Eichengreen, Donald Mathieson, Sunil Sharma, Bankim Chadha, Laura Kodres and Anne Jansen, “Hedge Funds and Financial Market Dynamics,” IMF Occasional Paper (15 May 1998).

³ Barry Eichengreen and Michael Mussa, with Enrica Detragiache and Giovanni Dell’Ariccia, “Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects,” IMF Occasional Paper (30 September 1998).

संभव प्रयास किया। शिक्षाविद् होने के नाते मैंने इस पर काम जारी रखा और एकेडमिक्स में आने के बाद एक जर्नल में इस पर आलेख लिखा।⁴

अपने व्याख्यान में मैं अपने पुराने काम के आधार पर तीन बातें कहना चाहूंगा। एक, शताब्दी परिवर्तन पर अंतरराष्ट्रीय पूंजी प्रवाह और पूंजी खाता उदारीकरण पर साहित्य सृजन के अपने प्रयास के बारे में, जो वस्तुतः पूर्वोक्त आलेख “पूंजी प्रवाह का नियंत्रण” के निष्कर्षों का सारांश होगा। दो, हम पूंजी प्रवाह के 15 साल का घटनाक्रम देख चुके हैं। इस आधार पर हम यह जानने की कोशिश करेंगे कि बाज़ार की अस्थिरता, उसके बनने और विनियमन में परंपरागत नज़रिया कितना काम आया है और 15 साल के अनुभव के आधार पर विनियमन के संबंध में पुराने नज़रिये को बदलने की कितनी ज़रूरत है। इसके लिए मैं विश्व बैंक की पूनम गुप्ता और ओलिवर मसेती के साथ संयुक्त रूप से किए कुछ हालिया शोध अध्ययनों की मदद लूंगा⁵। और अंत में सामान्यतः उभरते बाजारों और ख़ास तौर पर भारत के संदर्भ में नीति निर्माण की रूपरेखा खींचने का प्रयास करूंगा।

* * * * *

मेरा वह आलेख दो विरोधाभासी विचारों से शुरू होता है। एक विचार है कि अन्य बाज़ार लेन-देनों की भांति अंतरराष्ट्रीय वित्तीय लेन-देन भी फायदेमंद होते हैं। वहीं, दूसरा विचार है कि पूंजी प्रवाह आर्थिक विकास के लिए ज़रूरी नहीं हैं और न ही इसमें मददगार हैं। ये सिर्फ अस्थिरता और संकट का ख़तरा ही बढ़ाते हैं। इससे जो स्थिति उभरती है, उसे मैंने “मेसी मिडल” कहा है। बोलचाल की भाषा में कहूं तो न इधर का, न उधर का।

उस आलेख में मैंने लिखा है कि मेसी मिडल वाले लोग यह स्वीकार नहीं कर पाते हैं कि प्रत्यक्ष विदेशी निवेश (एफडीआई) आगमन (इनफ्लो) से लाभ नहीं मिलता। 19वीं सदी में जब यूरोप अपना विस्तार कर रहा था तो उन विदेशी क्षेत्रों के विकास में विदेशी निवेश की महत्वपूर्ण भूमिका थी। यूरोप ने रेलवे, बंदरगाहों और शहरी इंफ्रास्ट्रक्चर के विकास के लिए निवेश किया। इस निवेश के साथ तकनीकी और प्रबंधकीय ज्ञान आया। 20वीं सदी का इतिहास भी यही बताता है कि आज जितनी भी समृद्ध अर्थव्यवस्थाएं हैं, उनका पूंजी खाता उदार रहा है और वे अंतरराष्ट्रीय स्तर पर कर्ज़ लेती-देती रही हैं। यदि घरेलू स्तर पर वित्तीय उदारीकरण से आर्थिक वृद्धि और विकास में फायदा मिलता है तो यह बात बाहरी स्तर पर वित्तीय उदारीकरण पर क्यों नहीं लागू होती है? और उभरते बाज़ार इससे अछूते क्यों रहें?

लेकिन यही मेसी मिडल विचारधारा इसमें विद्यमान जोखिम और उसकी लागतों से भी इनकार नहीं कर पाती है। बहुत मुमकिन है कि उभरते बाजारों तक अंतरराष्ट्रीय बाजारों की सूचनाएं पूरी तरह न पहुंच पाएं और सूचना विषमता के चलते नैतिक जोखिम और गलत चयन की स्थिति पैदा हो जाए। ऐसे में अंतरराष्ट्रीय बाजारों से जुड़े बैंक ज़्यादा कर्ज़ ले सकते हैं। ऐसा होता है तो अस्थिरता का ख़तरा बन जाएगा। सूचनाओं के अभाव वाले ऐसे परिवेश में निवेशक अन्य निवेशकों की नकल कर बाज़ार की स्थिति और अवसरों का अनुमान लगाने की कोशिश करेंगे। ऐसे में अस्थिरता और बढ़ेगी। ऐसी स्थितियां भी हुई हैं जहां विकासशील देशों द्वारा निगरानी, विनियमन, कॉर्पोरेट गवर्नेंस और पारदर्शिता को मज़बूत करने के संबंध में किए गए थोड़े से प्रयास से सूचना परिवेश में तो सुधार हुआ है, लेकिन अस्थिरता घटने के बजाय बढ़ी ही है।⁶

⁴ Barry Eichengreen, “Taming Capital Flows,” *World Development* 28, pp.1105-1116, republished in Barry Eichengreen, *Capital Flows and Crises* (MIT Press, 2003), pp.289-306.

⁵ Barry Eichengreen, Poonam Gupta and Oliver Masetti, “Are Capital Flows Fickle? Increasingly? And Does the Answer Still Depend on Type?” *World Bank Working Paper* (February 2017).

⁶ Stephen Morris and Hyun Shin, “Unique Equilibrium in a Model of Self-fulfilling Currency Attacks,” *American Economic Review* 88, pp.587-597.

इन सावधानियों के साथ पुराने अनुभवों को भी ध्यान में रखना चाहिए। विशेष रूप से ऋण वित्त पर पुराना रिकॉर्ड सूचना विषमता, एजेंसीगत समस्याओं और अस्थिरता बने रहने की ओर संकेत करता है।⁷ इसलिए पूंजीगत नियंत्रण और संकट के बीच परस्पर संबंध स्पष्ट नहीं है: कोई सोच सकता है कि सख्त नियंत्रण वाले देशों में संकट का खतरा कम है, लेकिन जब संकट का खतरा अन्य कारणों से बढ़ता है तो देश ज़्यादा नियंत्रण रखने लगते हैं।⁸ लेकिन इस तथ्य से इनकार नहीं किया जा सकता कि पूंजी के अंतरराष्ट्रीय प्रवाह में जोखिम नहीं है।

* * * * *

इस नज़रिये से देखें तो साल 2000 के आसपास से कौनसे नीतिगत निर्णय निकले? पहला, पूंजी खाते को वित्तीय बाज़ार के उदारीकरण और सरकारी नियंत्रण हटने के बाद ही खोला जाए। यदि ब्याज दरों से नियंत्रण नहीं हटाया गया है और विदेशी व घरेलू दरें एक समान नहीं की गई हैं तो पूंजी खाते का उदारीकरण पूंजी के देश से बाहर जाने का माध्यम बन सकता है। चीन को हाल ही में इसी समस्या का सामना करना पड़ा था, जब पूंजी नियंत्रण में छूट, घरेलू ब्याज दर विनियंत्रण से पहले ही घोषित हो गई थी। इसके बाद चीन ने पूंजी खाते पर सख्ती बढ़ाई और घरेलू जमा दर पर नियंत्रण लगाया, जो सही था। (देर आयद, दुरुस्त आयद।) इसके अतिरिक्त, यदि बैंकिंग सिस्टम का विनियमन कमज़ोर है और उसे पूंजी के अभाव का सामना करना पड़ा रहा है तो प्रबंधन ज़्यादा जोखिम लेने को प्रोत्साहन देगा और पूंजी खाते के ज़रिए उपलब्ध विदेशी फंडिंग का इस्तेमाल करेगा, ताकि प्राधिकारियों द्वारा बैंक की देयताओं की गारंटी दी जा सके।

दूसरा, एफडीआई का उदारीकरण किया जाए। यह ऐसा निवेश है जिसके साथ संगठनात्मक और तकनीकी जानकारी भी पैकेज होकर आती है। यह ऐसा निवेश है जिससे बैंकिंग सिस्टम के कमज़ोर होने के आसार सबसे कम रहते हैं। अस्थिरता की स्थिति में पोर्टफोलियो पूंजी की तुलना में एफडीआई को आसानी से नहीं निकाला जा सकता। ये सभी पहलू पूंजी खाते के उदारीकरण की प्रक्रिया में एफडीआई में पहले छूट देने की ओर संकेत करते हैं।

तीसरा, इसके बाद स्टॉक और बॉन्ड बाज़ार का उदारीकरण किया जाए। प्रतिभूति (सिक्योरिटी) में विदेशी निवेश, बैंक जमाओं से कम जोखिम वाला होता है। क्योंकि बैंक जमाओं को ब्याज सहित लौटाने की बाध्यता होती है। विदेशी जमाओं को निकाले जाने से बैंकिंग सिस्टम में त्वरित अस्थिरता आ सकती है। जब विदेशी निवेशक स्टॉक और बॉन्ड बाज़ार से अपना पैसा खींचते हैं तो इससे उन प्रतिभूतियों की कीमतें प्रभावित होती हैं। इक्विटी और बॉन्ड कीमतें गिरने से भी समस्या हो सकती है। स्थानीय निवेशकों और फंडिंग की ज़रूरत वाली सरकारी संस्थाओं को निश्चित रूप से समस्या का सामना करना पड़ सकता है। लेकिन इसके पुख्ता प्रमाण हैं कि मियादी पोर्टफोलियो पूंजी प्रवाह (विशेष रूप से, कुल पूंजी इनफ्लो में छोटी अवधि के प्रवाह का हिस्सा) संकट के जोखिम का प्रमुख संकेतक है।⁹

⁷ Marc Flandreau, "Reputation, Regulation and the Collapse of International Capital Markets, 1920-1935," CEPR Discussion Paper 11747 (January 2017).

⁸ Barry Eichengreen and Michael Bordo, "Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization?" in Paul Mizen ed., Monetary History, Exchange Rates and Financial Markets: Essays in Honour of Charles Goodhart, Volume 2 (Edward Elgar, 2003), pp.52-91; Reuven Glick, Xueyan Guo and Michael Hutchison, "Currency Crises, Capital Account Liberalization, and Selection Bias," Federal Reserve Bank of San Francisco and University of California, Santa Cruz (June 2004).

⁹ See Dani Rodrik and Andres Velasco, "Short-Term Capital Flows," in Boris Pleskovic and Joseph Stiglitz eds, Annual World Bank Conference on Development Economics (World Bank, 2000).

समस्या यह है कि इक्विटी बाज़ारों के विकास को प्रोत्साहन देने की बात करना तो आसान है, पर करना थोड़ा मुश्किल है। इक्विटी बाज़ार हमेशा हर जगह देर से ही विकसित होते हैं। विशेष रूप से, उभरते इक्विटी बाज़ारों में विदेशी हिस्सेदारी को प्रोत्साहन देना आसान काम नहीं है।

चौथा, बैंकों को विदेशी बाज़ारों से उधार जुटाने के नियमों में आखिर में ढील दी जाए। यह एशियाई वित्तीय संकट से मिला मूल सबक था। बैंक वित्तीय श्रृंखला की कमज़ोर कड़ी होते हैं। विदेशी बाज़ारों तक पहुंच से वे ज़्यादा उधारियां जुटा लेते हैं। काश! वैश्विक वित्तीय संकट के समय अमेरिका और यूरोप को यह सबक याद रहा होता।

पांचवां, पूंजी खाते के प्रबंधन के लिए बाज़ार के अनुकूल इंस्ट्रुमेंट्स पर भरोसा किया जाए। पूंजी खाते को ठीक करने के प्रयास के अपने जोखिम रहते हैं। भारत में लोग भ्रष्टाचार बढ़ाने वाली बोझिल प्रशासनिक नौकरशाही के बारे में जानते होंगे। इन खतरों को नौकरशाही के बजाय बाज़ार के भरोसेमंद उपाय प्रभावी रूप से कम कर सकते हैं। इस मामले में बहुधा चिली का उदाहरण दिया जाता है। चिली ने सभी पूंजीगत आयातों पर एक साल के लिए बिना ब्याज के 30 प्रतिशत राशि जमा करने की नीति अपनाई थी। फिर जैसे-जैसे देश का वित्तीय बाज़ार संभला और परिवपक हुआ, इस नीति को हटा लिया गया। इसके लिए एक साल की अवधि तय करने की खूबी यह थी कि छोटी अवधि के निवेशकों को लंबी अवधि वाले निवेशकों की तुलना में ज़्यादा टैक्स देना पड़ा था। यह प्रक्रिया पारदर्शी और प्रशासनिक दखल से मुक्त थी। इन नीतियों की प्रभावोत्पादकता का विश्लेषण करता हुआ बड़ा आर्थिक साहित्य रचा गया। मेरा निष्कर्ष यह है कि इन उपायों से कम से कम बाहरी कर्ज़ की अवधि तो बढ़ी, भले ही ये उपाय धीमी आर्थिक वृद्धि और विकास को बढ़ाने में बहुत काम न आ सके हों।¹⁰

छठा, पूंजी खाते के साथ घरेलू संस्थानों और नीतियों का तालमेल करना। यानी जिन देशों के पूंजी खाते जितने ज़्यादा उदार हैं, उन्हें विनिमय दर में उतनी ही ज़्यादा नरमी बरतनी होगी। उदार पूंजी खाते की स्थिति में विनिमय दर को स्थायी बनाए रखना मुश्किल है। या और सटीक रूप में कहें तो उदार पूंजी खाते के साथ नीतिगत स्वायत्तता बनाए रखना लोकतांत्रिक सरकारों और केंद्रीय बैंकों के लिए ज़रूरी है।¹¹ चीन ने अपने पूंजी खाते के उदारीकरण की प्रक्रिया में यह सबक भी लिया। इसी तरह, उदार पूंजी खाते वाले देशों में राजकोषीय लापरवाही की गुंजाइश कम बचती है, क्योंकि निवेशकों के लिए कर्ज़ देकर बैठे रहने के बजाय भागना ज़्यादा आसान है। आधुनिक आर्थिक साहित्य में भी बहु-वर्षीय बजट निर्धारण तथा संघ और राज्य सरकारों के बीच सीमित राजकोषीय असंतुलन रखने के साथ-साथ ऐसी स्थिति वाले देशों के लिए स्वतंत्र राजकोषीय परिषद् के गठन की ज़रूरत बताई गई है।

सातवां, ज़रूरी नहीं कि विदेशी मुद्रा भंडार पूंजी के देश से बाहर जाने यानी पूंजी पलायन की स्थिति में अर्थव्यवस्था को अपेक्षित सुरक्षा प्रदान कर ही सके। पूंजी पलायन रोकने और विनिमय दर को संतुलित बनाए रखने के लिए यदि विदेशी मुद्रा भंडार का इस्तेमाल किया जाता है तो इससे सिर्फ़ ये उम्मीदें ही बढ़ेंगी कि भविष्य में जब भी कभी असंतुलन पैदा होगा तो विदेशी मुद्रा भंडार का इस्तेमाल किया जाएगा। फिर ये उम्मीदें तब तक जारी रहेंगी जब तक कि इस्तेमाल के लिए विदेशी मुद्रा भंडार शेष न हो। विषम सूचनाओं वाले परिवेश में, विदेशी मुद्रा भंडार के इस्तेमाल को नकारात्मक लिया जा सकता है, जिससे बाज़ार में

¹⁰ See Bernard Laurens and Jaime Cardoso, “Managing Capital Flows: Lessons from the Experience of Chile,” IMF Working Paper 98/168 (December 1998); Atish Ghosh and Mahvash Qureshi, “What’s In a Name? That Which We Call Capital Controls,” IMF Working Paper no. 16/25 (February 2016).

¹¹ This is the theme of Barry Eichengreen, *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System* (Princeton University Press, 1998).

स्थिरता आने के बजाय खलबली बढ़ेगी। यह खतरा तब सबसे ज्यादा बढ़ जाता है जब सरकारों के पास देश से बाहर जाती पूंजी को रोकने के लिए कोई विश्वसनीय सुधारात्मक कदम दिखाई नहीं देता।

याद कीजिए, वैश्विक वित्तीय संकट से पहले दक्षिण कोरिया का विदेशी मुद्रा भंडार 240 बिलियन यूएस डॉलर से ज्यादा था, जो दक्षिण कोरिया जैसे छोटे देश के लिए बड़ा भंडार है। लेकिन न जाने कैसे यह मान लिया गया कि 200 बिलियन डॉलर खतरे का निशान है और यदि विदेशी मुद्रा भंडार इससे नीचे गया तो अर्थव्यवस्था के लिए सुरक्षित नहीं होगा। फिर याद कीजिए कि कैसे इसके लिए फेडरल रिज़र्व से ली गई मात्र 40 बिलियन डॉलर की स्वैप लाइन ही पर्याप्त रही। याद कीजिए चीन को 4 ट्रिलियन डॉलर के विदेशी मुद्रा भंडार के बावजूद कैसे हाल ही में कठिनाइयों का सामना करना पड़ा। लेकिन कैसे आईएमएफ द्वारा यह संकेत दिया गया कि देश को *अधिकतम* 2.8 ट्रिलियन डॉलर की जरूरत है, और निवेशकों ने इसे यह समझा कि विदेशी मुद्रा भंडार का इससे नीचे जाना खतरे से खाली नहीं है।

इसके बाद मैंने कहा था कि पूंजी खाता संकट का सामना करने वाले वाले देशों को वैश्विक सुरक्षा के दायरे में लाने के लिए मदद की जरूरत है। यह मेरा आठवां और अंतिम बिंदु था। ग्राफ 1 को देखें तो हम स्पष्टतया सही दिशा में बढ़ रहे हैं। लेकिन बीस साल बाद भी, जब आईएमएफ की नई सुविधाओं और आसियान देशों के साथ चीन, जापान और दक्षिण कोरिया के बीच करंसी स्वैप “चियांग माइ इनिशिएटिव मल्टीलेटरलाइज़ेशन” और वित्तीय सहायता देने वाली एजेंसी “यूरोपियन स्टैबिलिटी मैकेनिज्म” जैसी व्यवस्थाओं के आकार लेने के बावजूद अर्थव्यवस्था की सुरक्षा दायरों में कई खामियां हैं और भारत के लोग इसे भलीभांति जानते भी हैं।¹²

* * * * *

ये सभी सबक सिक्योरिटाइज्ड फायनेंस के पहले दशक के अनुभव से मिले हैं। पहला दशक यानी बॉन्ड बाज़ारों के दोबारा सक्रिय होने के बाद वाले पहले दस साल। अब मैं एक सवाल पूछता हूँ। बाज़ार निर्देशित आंतरिक पूंजी प्रवाह के 15 साल या उससे ज्यादा के अनुभव में इनमें से कितने सबक काम आए?

इस सवाल का जवाब पाने के लिए मैंने अपने सह-लेखकों के साथ एक विश्लेषण किया। हमने 1990 से 2015 तक के पूंजी प्रवाह का ट्रेंड निकाला।¹³ इसके लिए हमने 34 प्रमुख उभरते बाज़ारों को लिया।

हमने पाया कि राशि के मामले में एफडीआई और गैर-एफडीआई पूंजी मौटे तौर पर तकरीबन बराबर आई। हमने पाया कि इन 34 देशों की वार्षिक औसत जीडीपी का औसत वार्षिक पूंजी प्रवाह 2.6 प्रतिशत और 2.4 प्रतिशत है। लेकिन ये आंकड़े माध्यिका (मीडियन) औसत प्रवाह के हैं। यानी वास्तविक प्रवाह इससे आधा ज्यादा या आधा कम तक हो सकता है। गैर-एफडीआई पूंजी प्रवाह में अन्य (मुख्य रूप से बैंक के ज़रिए) पूंजी प्रवाह सबसे ज्यादा रहा। इसके बाद पोर्टफोलियो ऋण का स्थान रहा। वैश्विक वित्तीय संकट के बाद से अन्य प्रवाहों का तुलनात्मक स्तर गिरा है, जबकि पोर्टफोलियो ऋण बढ़ा है। पोर्टफोलियो इक्विटी प्रवाह तुलनात्मक रूप से कम बना रहा, जो पूरी अवधि की जीडीपी का 0.2 प्रतिशत और बीते पांच वर्षों में 0.16 प्रतिशत सालाना दर्ज किया गया। इन उभरते बाज़ारों में पूंजी का बहिर्गमन (आउटफ्लो), पूंजी के आगमन (इनफ्लो) की तुलना में कम है।

फिर हमने पूंजी प्रवाह के मानक विचलन (डिविएशन) और उसमें विचरण गुणांक (कोएफिशिएंट ऑफ वैरिएशन) द्वारा बाज़ार की अस्थिरता को भी मापा। यानी हमने यह पता लगाने का प्रयास किया कि किस

¹² See Ed Denbee, Carsten Jung and Francesco Paterno, “Stitching Together the Global Financial Safety Net,” Financial Stability Paper no.36 (Bank of England, February 2016).

¹³ While a majority of previous studies have utilized annual data largely for reasons of availability and convenience, I work here with quarterly data. This allows my coauthors and I to analyze capital flows at business cycle frequencies and around country-specific sudden stops and global stops, events that are hard to pinpoint using annual data.

तरह के पूंजी प्रवाह ज़्यादा अस्थिर हैं। हमने पाया कि पोर्टफोलियो ऋण प्रवाहों और बैंकिंग प्रवाहों में सबसे ज्यादा अस्थिरता है। गैर-एफडीआई पूंजी प्रवाह, एफडीआई पूंजी प्रवाह की तुलना में ज़्यादा अस्थिर और कम स्थायित्व वाले हैं।

टेबल 1 में हमने एक के बाद एक पांच साल की तुलना की है। हमने देखा कि 2006-10 और 2011-15 के बीच पोर्टफोलियो ऋण के रूप में पूंजी आगमन में बढ़ोत्तरी हुई है। हालांकि इसकी चर्चा कम हुई, लेकिन 2006-10 के बीच उभरते बाज़ारों से एफडीआई के रूप में पूंजी आउटफ्लो में अच्छी बढ़ोत्तरी दर्ज की गई। अन्य पूंजी प्रवाह भी (मुख्य रूप से बैंकों के जरिए) 2006-10 के बीच बढ़े।

इन नतीजों से कहानी में नया मोड़ आता है। पता चलता है कि पूंजी आगमन (कैपिटल इनफ्लो) का स्वरूप कुछ बदला है। उभरते बाज़ारों में पूंजी आगमन अस्थिर ज़रूर है, लेकिन यह अस्थिरता बड़ी नहीं। इसमें नया है उभरते बाज़ारों से पूंजी आउटफ्लो में बढ़ती अस्थिरता। शताब्दी परिवर्तन के बाद बैंकों के जरिए पूंजी आउटफ्लो और 2005, विशेष रूप से 2010 के बाद उभरते बाज़ारों से पूंजी आउटफ्लो में अस्थिरता बड़ी है। जब उभरते बाज़ारों से पूंजी का आउटफ्लो बढ़ता है तब उनके पूंजी खाते में भी अस्थिरता बढ़ जाती है। और हमारा मानना है कि उभरते बाज़ारों में बढ़ती अस्थिरता की आर्थिक साहित्य में पर्याप्त चर्चा नहीं की गई है।

इसके बाद हमने “सडन स्टॉप” की अवधि के आसपास के पूंजी प्रवाह के स्वरूप को परखा और देखा कि वित्तीय संकट से यह कैसे जुड़ा है। सडन स्टॉप से हमारा मतलब उस स्थिति से है जब कुल कैपिटल इनफ्लो (अनिवासी नागरिकों द्वारा एफडीआई, पोर्टफोलियो इक्विटी और ऋण तथा अन्य पूंजी प्रवाह) बीती 20 तिमाहियों में अपने औसत से कम से कम एक मानक डिविएशन गिर जाता है तथा यह गिरावट एक तिमाही से ज़्यादा समय तक जारी रहती है और पूंजी प्रवाह एक तिमाही के अपने पूर्व औसत से कम से कम दो मानक डिविएशन से नीचे आ जाते हैं। यह स्थिति फिर तब खत्म होती है जब पूंजी प्रवाह कम से कम पूर्व माध्य से एक मानक डिविएशन की स्थिति में आकर रिकवर हों। पूंजी पलायन से मतलब उस स्थिति से है जब निवासी नागरिक पूंजी देश से बाहर निकालने लगते हैं और सकल बहिर्गमन (ग्रॉस आउटफ्लो) तुलनात्मक रूप से तेज़ी से बढ़ता है।¹⁴

इसमें हैरानी नहीं होनी चाहिए कि सडन स्टॉप के दौरान पोर्टफोलियो इक्विटी, पोर्टफोलियो ऋण और अन्य रूपों में पूंजी का आगमन सब नकारात्मक हो जाते हैं। लेकिन अन्य प्रवाहों के रूप में आई पूंजी में सबसे ज़्यादा गिरावट रही और एफडीआई के रूप में आने वाली पूंजी में सबसे कम। ग्राफ 4 में देखा जा सकता है कि एफडीआई में गिरावट ज़रूर आई, लेकिन यह गिरावट अन्य प्रवाहों की तुलना में कम रही और सडन स्टॉप के दौरान एफडीआई आवक सकारात्मक बनी रही। इसके विपरीत, सडन स्टॉप अवधि के दौरान औसत पोर्टफोलियो इक्विटी और पोर्टफोलियो ऋण के रूप में पूंजी का आगमन नकारात्मक हो गया। ज़रा ग्राफ पर गौर कीजिए जहां $t=0$ पर यह गिरावट सबसे तेज़ है, लेकिन पूंजी आगमन रिकवर हुआ और यह चार तिमाही के भीतर ही वित्तीय संकट से पहले वाले स्तर पर आ गया। अन्य पूंजी प्रवाह भी $t=0$ पर नकारात्मक हुए, लेकिन उनकी रिकवरी काफी धीमी हुई। पोर्टफोलियो इक्विटी और पोर्टफोलियो ऋण से भी धीमी। अन्य प्रवाह सडन स्टॉप अवधि शुरू होने के बाद से चार तिमाही बाद भी नकारात्मक ही बने रहे।

इसके अतिरिक्त सडन स्टॉप की अवधि में पोर्टफोलियो इक्विटी व पोर्टफोलियो ऋण के रूप में बाहर जाने वाली पूंजी और विशेष रूप से अन्य आउटफ्लो महत्वपूर्ण रूप से गिरे। यह संकेत है कि निवासी नागरिकों द्वारा किए जा रहे पूंजी प्रवाहों में स्थिरता आ रही है। हालांकि, सडन स्टॉप के दौरान पूंजी का बहिर्गमन (आउटफ्लो), पूंजी के आगमन (इनफ्लो) से कम रहा। तथापि, निवासी नागरिकों द्वारा पूंजी का आउटफ्लो गिरता भी है तो अनिवासी नागरिकों द्वारा इनफ्लो में आई गिरावट से वह लगभग बराबर हो जाता है। यह

¹⁴ Specifically, a period qualifies when total capital outflows exceed the average in the previous 20 quarters by at least one standard deviation, when the increase lasts for more than one quarter, and when outflows are two standard deviations above their prior average in at least in one quarter. Capital flight episodes then end when capital outflows decline below the prior mean plus one standard deviation.

स्थिरता प्रभाव केवल आंशिक होता है और नेट इनफ्लो अब भी गिरता है। पूंजी पलायन के दौरान हर तरह का आउटफ्लो बढ़ता है। यह बढ़ोत्तरी भी अन्य प्रवाहों के लिए सबसे ज्यादा होती है। इसके बाद ऋण आउटफ्लो का स्थान आता है। इस दौरान भी एफडीआई आउटफ्लो सबसे कम होता है।

अब हम आते हैं पूंजी प्रवाह के कारकों पर। इनके विश्लेषण के लिए हम अलग-अलग तरह के पूंजी प्रवाहों का तुलनात्मक अध्ययन करते हैं, जहां ये अलग-अलग फैक्टरों के चलते अपनी पूर्व स्थिति में आ गए। इनमें फेडरल फंड रेट और वीआईएक्स जैसे वैश्विक फैक्टर और तिमाही वास्तविक जीडीपी वृद्धि, पूंजी खाते की उदारता, वित्तीय क्षेत्र की मजबूती (जीडीपी प्रतिशत की तुलना में स्टॉक बाज़ार पूंजीकरण अथवा बैंक आस्तियां) और कारोबारी परिवेश जैसे घरेलू फैक्टर शामिल हैं।¹⁵ उभरते बाज़ारों के दृष्टिकोण से देखें तो हम पहले कारणों को पुश फैक्टर और दूसरे कारणों को पुल फैक्टर कह सकते हैं। यानी पूंजी के आउटफ्लो और इनफ्लो के फैक्टर।

इस आकलन में हमने पाया कि एफडीआई मुख्य रूप से पुल फैक्टरों पर आधारित है, जबकि पोर्टफोलियो प्रवाह पुश फैक्टरों पर और बैंक प्रवाह को ये दोनों फैक्टर प्रभावित करते हैं। पोर्टफोलियो ऋण इनफ्लो के अलावा अधिकांश पूंजी प्रवाह फेडरल फंड रेट से परस्पर नहीं जुड़े होते हैं (यूएस पॉलिसी रेट बढ़ती है तो उभरते बाज़ारों में पोर्टफोलियो ऋण प्रवाह में कमी आती है)। जैसा कि वीआईएक्स द्वारा दर्ज किया गया है कि उच्च वैश्विक जोखिम विमुखता (रिस्क एवर्शन) (यानी ज्ञात जोखिम के साथ कम रिटर्न चाहने वाले निवेशकों के बढ़ जाने की स्थिति) से गैर-एफडीआई पूंजी प्रवाह घटता है, पर एफडीआई इनफ्लो नहीं (वीआईएक्स पर गुणांक ऋणात्मक है और यह सभी गैर-एफडीआई प्रवाहों के लिए महत्वपूर्ण है तथा पोर्टफोलियो ऋण एवं पोर्टफोलियो इक्विटी प्रवाहों के लिए यह सबसे ज्यादा है)। एफडीआई प्रवाह बाहरी कारणों के बजाय घरेलू कारणों यानी पुल फैक्टर से ज्यादा प्रभावित हुआ। इसके उलट, विकास व निवेश परिवेश पोर्टफोलियो पूंजी प्रवाहों के लिए पुल फैक्टर का काम नहीं करते हैं।

हमारा अगला सवाल है कि क्या हाल के कुछ वर्षों में इन फैक्टरों के प्रभावों में कोई परिवर्तन आया है? इसके लिए हम 2003 को अपने सैंपल का मध्य-बिंदु चुनते हैं। फिर 2003 के बाद की अवधि के लिए टाइम डमी बनाते हैं और इन्हें तुलनात्मक अध्ययन में शामिल किए गए फैक्टरों के साथ रखकर परखते हैं। हम देखते हैं कि 2003 के बाद गुणांक (कोएफिशिएंट) में कोई विशेष परिवर्तन नहीं आता। 2000, 2008 और 2010 से पहले और बाद की अलग-अलग समयावधि के लिए क्रमशः डमी बनाई गई और उनमें भी कोई परिवर्तन नहीं मिला।

फिर हमने आउटफ्लो का तुलनात्मक विश्लेषण किया। मोटे तौर पर देखें तो आउटफ्लो का स्वरूप अधिकांशतः इनफ्लो जैसा ही रहा। निम्न जोखिम विमुखता (यानी ज्ञात जोखिम के साथ कम रिटर्न चाहने वाले निवेशकों के कम हो जाने की स्थिति) अवधि के दौरान गैर-एफडीआई आउटफ्लो ज्यादा रहा। वीआईएक्स द्वारा आकलित अनुसार, वैश्विक निम्न जोखिम विमुखता भी उभरते बाज़ारों से एफडीआई आउटफ्लो का एक महत्वपूर्ण फैक्टर है (उभरते बाज़ारों में एफडीआई इनफ्लो के विपरीत, जहां पूर्व चर्चा अनुसार वीआईएक्स महत्वपूर्ण नहीं था)। एफडीआई और गैर-एफडीआई, आउटफ्लो दोनों मीडियन वैश्विक और क्षेत्रीय आउटफ्लो से परस्पर जुड़े हैं।

इस अध्ययन के दौरान एक बात प्रमुख रूप से उभरकर आई। वह यह कि उभरते बाज़ारों से पूंजी आउटफ्लो, विशेष रूप से एफडीआई और बैंक संबंधी पूंजी आउटफ्लो न सिर्फ ज्यादा बढ़े हैं, बल्कि उनमें अस्थिरता भी ज्यादा है। अब यदि इस तुलनात्मक अध्ययन के आधार पर पूछा जाए कि इन आउटफ्लो के कौनसे निर्धारक अपने आप में ज्यादा अस्थिर हुए, तो जवाब है- वीआईएक्स जो बेहद महत्वपूर्ण भी है और समय के साथ ज्यादा अस्थिर भी हुआ है। वीआईएक्स का विचरण गुणांक 1999-2000 और 2001-2010 के बीच आधे से ज्यादा बढ़ता है। हालांकि यह 2011-15 के बीच कुछ कम ज़रूर होता है, लेकिन यह अब भी 1990-2000

¹⁵ We lag these by one quarter (or one year for the variables that are available at annual frequency). Regressions are estimated with country-fixed effects and robust standard errors.

की अवधि की तुलना में काफी ज़्यादा है। जीडीपी वृद्धि में अस्थिरता भी बढ़ी है, जिससे 2006-2010 के दौरान पूंजी आउटफ्लो भी अन्य वर्षों की तुलना में ज़्यादा अस्थिर हुआ है। हालांकि यह परिवर्तन अन्य अवधियों के दौरान हुए परिवर्तन की तुलना में आंकड़ों की दृष्टि से इतना महत्वपूर्ण नहीं है।

इस अध्ययन के नतीजे बताते हैं कि उभरते बाज़ारों को पूंजी प्रवाह में बड़ी सावधानी बरतनी चाहिए। तब उभरते बाज़ारों से पूंजी के आउटफ्लो, एफडीआई और बैंक संबंधी फ्लो दोनों की भूमिका महत्वपूर्ण हो जाती है और विश्लेषकों तथा नीति निर्माताओं की इस पर पैनी नज़र होती है।

* * * * *

अंतरराष्ट्रीय पूंजी प्रवाह के हालिया अनुभव को देखते हुए एक सवाल और उठता है कि शताब्दी बदलने के साथ-साथ परंपरागत नज़रिये में बदलाव कैसे ज़रूरी है? मेरा जवाब है- बदलाव धीरे-धीरे होना चाहिए। हालिया अनुभवों से इस बात की पुष्टि हो जाती है कि पूंजी प्रवाह अस्थिर हैं। इसलिए भुगतान संतुलन के पूंजी खाते का उदारीकरण धीरे-धीरे ही किया जाना चाहिए। और इस बीच घरेलू वित्तीय बाज़ार और संस्थानों को मज़बूत बनाने के अन्य उपाय किए जाने चाहिए। इसके साथ ही विनिमय दर (एक्सचेंज रेट) और नीतियों को उदार पूंजी खाते के अनुकूल बनाया जाना चाहिए। पहले एफडीआई को प्रभावित करने वाले विनियमनों में ढील दी जानी चाहिए, क्योंकि एफडीआई सबसे कम अस्थिरता वाला पूंजी प्रवाह है। लेकिन जब सकल एफडीआई इनफ्लो से बड़े चालू खाता घाटे को संतुलित किया जाता है तो एफडीआई इनफ्लो में सीमित गिरावट भी समस्या पैदा कर सकती है, जैसा कि तुर्की में हुआ। (ऐसा करते वक्त आप वास्तव में एफडीआई इनफ्लो को चालू खाता घाटे के लिए इस्तेमाल नहीं करते हैं, बल्कि सिर्फ भुगतान संतुलन कर रहे होते हैं।) उभरते बाज़ारों से एफडीआई आउटफ्लो, हाल के वर्षों में और महत्वपूर्ण हो गया है, जो पूंजी पलायन का कारण बन सकता है, जैसा कि चीन में हुआ। और इस समस्या से निपटने के लिए चीन को देश से बाहर जाने वाले एफडीआई को आसान बनाने वाले उपाय वापस खींचने पड़े।

उभरते बाज़ार एफडीआई को बढ़ावा देने वाले उपायों के बाद अंतरराष्ट्रीय बॉन्ड और इक्विटी बाज़ार नीतियों को धीरे-धीरे उदार बना सकते हैं। लेकिन उभरते इक्विटी बाज़ारों में पूंजी प्रवाह सीमित रहता है; हमें उम्मीद तो ऐसी ही करनी चाहिए। आखिरकार सूचना विषमताएं और कॉर्पोरेट गवर्नेंस ही उभरते बाज़ारों का स्वरूप तय करते हैं और इन पर उठे सवाल ही इक्विटी फायनेंस की मूल बाधाएं हैं।

अब कहानी के अंत की ओर बढ़ते हैं। आपको 2000 के दशक के वो साल याद होंगे जब यह चर्चा ज़ोर पकड़ रही थी कि उभरते बाज़ार विदेशी निवेशकों के साथ अपनी खुद की मुद्रा में बॉन्ड निकालने में सक्षम हैं। (यह 'ऑरिजनल सिन' के गिरते महत्व के बारे में है। ऑरिजनल सिन से मतलब उस स्थिति से है जब कोई भी देश किसी दूसरे देश में अपनी मुद्रा में फंड नहीं जुटा पाता है।)¹⁶ इस बदलाव को उनके विकसित होते वित्तीय बाज़ार और मज़बूत होती नीतियों का संकेत कहा गया था। मोटे तौर पर देखा जाए तो यह सफलता वस्तुतः मुख्य रूप से उभरते बाज़ारों की मुद्रा की मज़बूती का संकेत थी। वह भी ऐसे समय में जब वृद्धि दर अच्छी थी और उसके बाद प्रमुख विकसित देशों के केंद्रीय बैंकों ने अपनी ब्याज दरें अप्रत्याशित रूप से घटा दी थीं और वे क्वॉंटिटेटिव ईजिंग में लगे थे। (यानी केंद्रीय बैंक ब्याज दर कम करने और पूंजी प्रवाह बढ़ाने के लिए सरकारी या अन्य सिक्योरिटी खरीद रहे थे।) ज़्यादा पीछे जाने की ज़रूरत नहीं है। बस थोड़ा सा झांकर देखिए जब 2008 से अफ्रीका और मध्य पूर्व तथा 2012 से लैटिन अमेरिका, 2013 से विकासशील यूरोप और 2014 से विकासशील एशिया-प्रशांत में विदेशी मुद्रा कर्ज़ दोबारा बढ़ने लगा।¹⁷ इसलिए प्रतिभूति बाज़ार (सिक्योरिटी मार्केट) के उदारीकरण के दौरान भी सावधानी बरतनी ही होगी। और यह सावधानी उन देशों

¹⁶ See Barry Eichengreen and Ricardo Hausmann (1999), "Exchange Rates and Financial Fragility," in Federal Reserve Bank of Kansas City, *New Challenges for Monetary Policy* (Kansas City, MO: Federal Reserve Bank of Kansas City), pp.329-368.

¹⁷ See Erik Klok, "Impact of Exchange Rate Movements on Debt Servicing Costs in Developing Countries," unpublished manuscript, Netherlands Ministry of Foreign Trade and Development, January 2017.

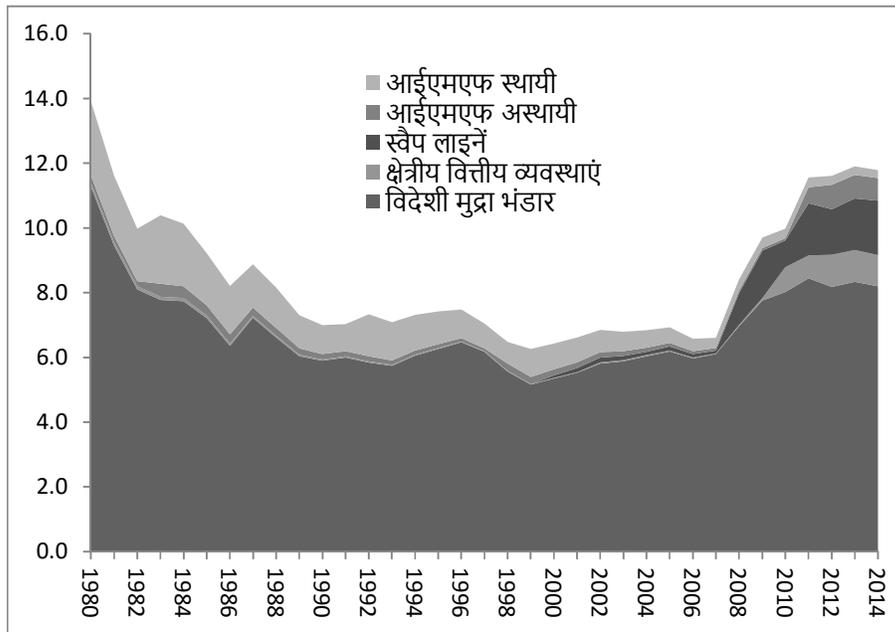
के लिए और बढ़ जाती है जो बैंक के ज़रिए आने वाले पूंजी प्रवाह को उदार बनाने पर विचार कर रहे होते हैं, क्योंकि यह सबसे ज़्यादा अस्थिर और ख़तरनाक पूंजी प्रवाह है।

अब बात आती है भारत की। तो इस पूरे परिदृश्य को देखते हुए भारत को क्या करना चाहिए? भारत निश्चित रूप से बीते 25 वर्षों में अपने पूंजी खाते को धीरे-धीरे सावधानीपूर्वक और वृद्धिशील रूप से उदार करता रहा है। भारत ने सावधानी बरती कि आउटफ्लो से पहले इनफ्लो का उदारीकरण किया। और इसमें भी सबसे पहले एफडीआई इनफ्लो, इसके बाद पोर्टफोलियो इन्व्स्टिमेंट इनफ्लो, फिर पोर्टफोलियो ऋण इनफ्लो और आखिर में आउटफ्लो का उदारीकरण किया तथा ट्रांज़ैक्शन की ऊपरी सीमा बढ़ाई और इसका दायरा बढ़ाकर ऑटोमैटिक मंजूरी तक किया।¹⁸ भारत ने इसके साथ एक्सचेंज रेट को भी लचीला बनाए रखा। हालांकि भारत को बाह्य वाणिज्यिक उधारियों (यानी वे ऋण जो हम भारत में वाणिज्यिक गतिविधियों को फायनेंस करने के लिए विदेशों से जुटाते हैं) सहित छोटी अवधि के ऋण प्रवाहों पर थोड़ा विचार करने की ज़रूरत है, जिसका तुलनात्मक महत्व कम ही सही, लेकिन हाल के वर्षों में बढ़ रहा है। भारत को देश से बाहर जाने वाले एफडीआई पर नज़र रखने की ज़रूरत है, जो अन्य उभरते बाज़ारों की तुलना में ज़्यादा है और जहां नियम व्यक्तियों के बजाय कॉर्पोरेट के लिए अधिक उदार हैं। (जहां हम जानते हैं कि व्यक्ति और कॉर्पोरेट दोनों ही अंतरराष्ट्रीय फायनेंशियल आर्बिट्रिज यानी आस्तियों की लगातार खरीद-फरोख्त में संलग्न रह सकते हैं)। भारत पूंजी खाते में ट्रांज़ैक्शन पर क्वांटिटेटिव नियंत्रण के विपरीत क्रीमत-आधारित नियंत्रण की दिशा में बढ़ सकता है। देश को अपना बैंकिंग सिस्टम और मज़बूत करने की ज़रूरत है ताकि बैंक, विशेष रूप से सार्वजनिक क्षेत्रों के बैंक जिनकी निम्न आस्ति गुणवत्ता और गवर्नेंस संबंधी मसले हैं, वे अस्थिरता की स्थिति से बेहतर तरीके से निपट सकें और अंतरराष्ट्रीय वित्तीय प्रवाह बढ़ सकें। मैं पहले भी कह चुका हूँ कि भारत की यह कहानी काफी सकारात्मक रही है। लेकिन दूसरी चुनौतियां भी कम नहीं हैं। हालांकि पूंजी खाते के उदारीकरण संबंधी ज़रूरी सुधार भारत कर चुका है और इस उभरती हुई अर्थव्यवस्था के लिए अब यह कोई चुनौती नहीं है।

धन्यवाद!

¹⁸ For details see Atish Ghosh, Mahvash Qureshi and Eun Sun Jang (2016), “Capital Flows and Capital Controls in India: Confronting the Challenges,” in Chetan Ghate and Kenneth Kletzer eds., *Monetary Policy in India* (Mumbai: Springer India), pp.299-333.

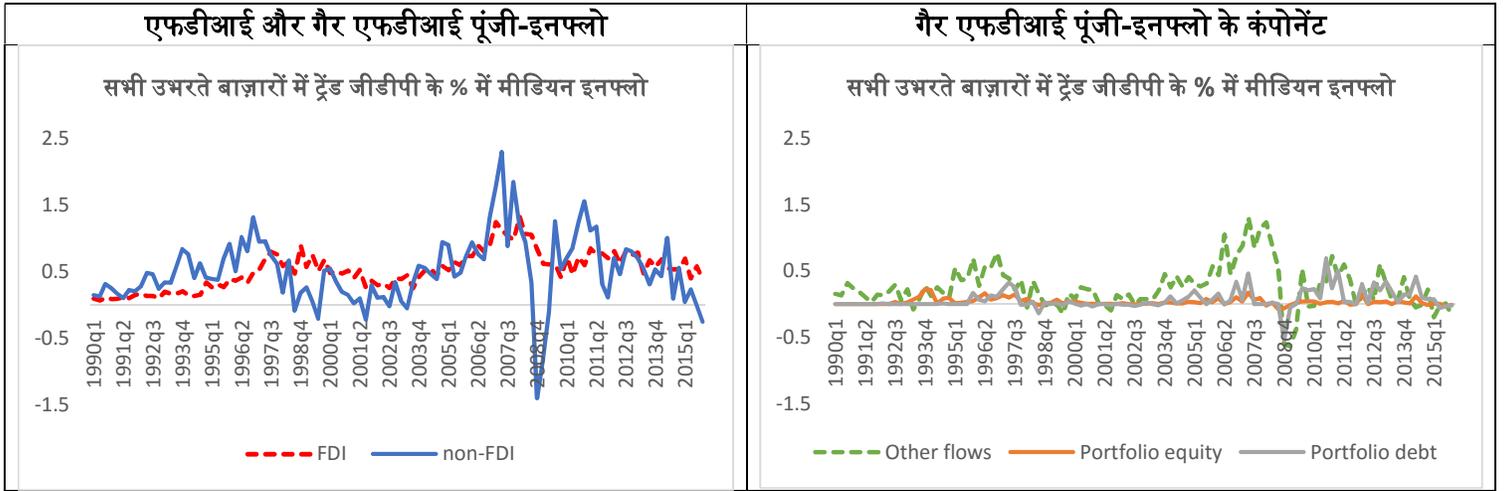
ग्राफ 1. बाहरी देयताओं के प्रतिशत की तुलना में वैश्विक वित्तीय सुरक्षा दायरा, 1980-2014



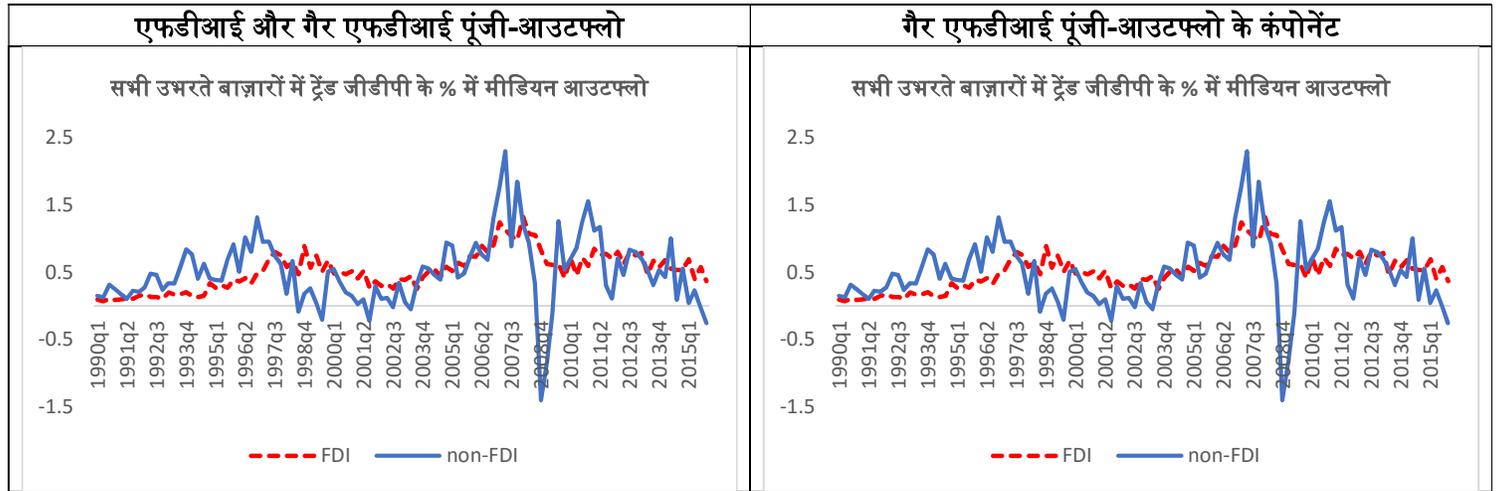
नोट: इस श्रृंखला को संदर्भ में सुविधा के लिए लेजेंड के क्रम में ही रखा गया है।

स्रोत: आईएमएफ अंतरराष्ट्रीय वित्तीय आंकड़े, आईएमएफ वर्ल्ड इकनॉमिक आउटलुक, आरएफए, फिलिप लैनेप और ज्यां मारिया मिलेसी-फेरिति द्वारा बनाए गए अपडेटेड डेटा सेट, द एक्सटर्नल वेल्थ ऑफ नेशंस मार्क II: रिवाइज्ड एंड एक्सटेंडेड एस्टिमेंट्स ऑफ फॉरेन एसेट्स एंड लायबिलिटीज़, 1970-2004, जर्नल ऑफ इंटरनेशनल इकनॉमिक्स 73 (2007), पीपी 223-250.

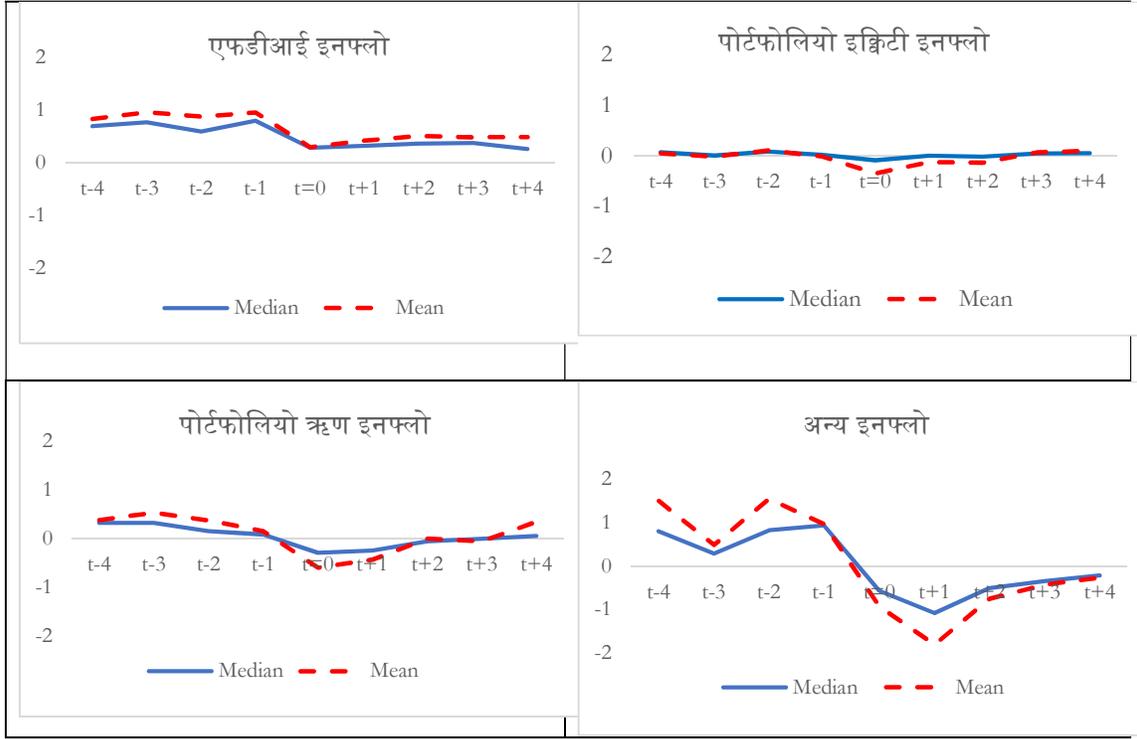
ग्राफ 2: एफडीआई और गैर-एफडीआई पूंजी इनफ्लो



ग्राफ 3: एफडीआई और गैर-एफडीआई पूंजी आउटफ्लो



ग्राफ 4: सडन स्टॉप के आसपास पूंजी इनफ्लो



नोट्स: इस टेबल में सडन स्टॉप के आसपास ट्रेड जीडीपी के प्रतिशत में विभिन्न प्रकार के पूंजी प्रवाह दिखाए गए हैं। $t=0$ एक स्टॉप अवधि की पहली तिमाही है। प्रत्येक अवधि के लिए ($t-4$ से $t+4$) किसी देश की अलग-अलग सडन स्टॉप अवधियों के लिए पहले माध्य (मीन) निकाला गया। ग्राफ में देश की माध्यिका (मीडियन) को सॉलिड लाइन और माध्य (मीन) डॉटेड लाइन से दर्शाया गया है।

टेबल 1: पूंजी इनफ्लो और आउटफ्लो के स्तर और अस्थिरता के ट्रेंड

			1991- 1995	1996- 2000	2001- 2005	2006- 2010	2011- 2015
एफडीआई	इनफ्लो	माध्य (तिमाही औसत)	0.23	0.76	0.55	0.92	0.69
		मानक विचलन	0.15	0.50	0.38	0.59	0.41
		विचरण गुणांक	0.61	0.71	0.70	0.57	0.56
एफडीआई	आउटफ्लो	माध्य (तिमाही औसत)	0.01	0.04	0.07	0.29	0.20
		मानक विचलन	0.02	0.07	0.14	0.30	0.26
		विचरण गुणांक	0.93	1.25	1.49	1.11	1.17
पोर्टफोलियो इक्विटी	इनफ्लो	माध्य (तिमाही औसत)	0.06	0.05	0.03	0.05	0.04
		मानक विचलन	0.10	0.12	0.09	0.21	0.14
		विचरण गुणांक	1.35	1.56	2.21	1.99	2.79
पोर्टफोलियो इक्विटी	आउटफ्लो	माध्य (तिमाही औसत)	0.00	0.00	0.01	0.04	0.01
		मानक विचलन	0.00	0.02	0.04	0.12	0.03
		विचरण गुणांक	1.91	2.44	2.19	1.80	1.68
पोर्टफोलियो ऋण	इनफ्लो	माध्य (तिमाही औसत)	0.03	0.11	0.10	0.20	0.38
		मानक विचलन	0.23	0.39	0.40	0.63	0.63
		विचरण गुणांक	1.52	1.72	1.58	2.64	1.97
पोर्टफोलियो ऋण	आउटफ्लो	माध्य (तिमाही औसत)	0.01	0.03	0.04	0.05	0.02
		मानक विचलन	0.07	0.09	0.14	0.24	0.17
		विचरण गुणांक	1.95	2.08	1.85	2.38	1.44
अन्य प्रवाह	इनफ्लो	माध्य (तिमाही औसत)	0.39	0.33	0.16	0.55	0.24
		मानक विचलन	0.96	0.73	0.62	1.16	0.73
		विचरण गुणांक	0.80	1.47	1.00	1.53	1.45
अन्य प्रवाह	आउटफ्लो	माध्य (तिमाही औसत)	0.09	0.22	0.18	0.31	0.19
		मानक विचलन	0.64	0.68	0.68	1.14	0.73
		विचरण गुणांक	1.43	1.68	2.21	2.32	2.29

नोट: सैंपल में सभी देशों में उनकी समयावधि मीन, मानक विचलन (डिविज़न) और विचरण गुणांक (कोएफिशिएंट ऑफ वैरिएशन) मीडियन हैं। सभी पूंजी प्रवाहों को वार्षिक ट्रेंड जीडीपी के % के रूप में दिखाया गया है।