

भारत के बाह्य ऋण का विवेचन : प्रमुख प्रवृत्तियों का निर्धारण*

इस आलेख में वर्ष 2016-17 में भारत के बाह्य ऋण से संबंधित गतिविधियों का खाका प्रस्तुत किया गया है और यह 1990 के दशक के प्रारंभ से लेकर अब तक इसके परिवर्तनशील प्रोफाइल का आकलन करता है। जहाँ एक ओर सरकारी से लेकर गैर सरकारी क्षेत्र तक की उधारियों में क्रमिक संगठनात्मक बदलाव देखने को मिले हैं, वहीं 2000 के दशक के मध्य से अल्पकालिक (मूल परिपक्वता अवधि की दृष्टि से) ऋण में तीव्र वृद्धि देखी गयी है जहां व्यापार क्रेडिट से जुड़ा हुआ ऋण एक ऐसा घटक रहा है जिसमें सर्वाधिक गति से वृद्धि हुई है।

भूमिका

बाह्य ऋण उभरते बाजार वाली अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) में बाहरी वित्तपोषण का एक महत्वपूर्ण हिस्सा होता है जो कि घरेलू पूंजी की कमी से उत्पन्न अंतराल को भरने तथा चालू खाता घाटे (सीएडी) के निधायन की जरूरत को पूरा करने के साथ-साथ उपभोग को सुचारु रूप से बनाए रखने में भी महत्वपूर्ण भूमिका निभाता है। वैश्विक स्तर पर संसाधनों की प्रचुरता से उपलब्धता होने के कारण कम पूंजी वाली अर्थव्यवस्थाओं के लिए यह संभव हो गया है कि वे कम लागत पर बाहरी उधार प्राप्त कर सकें (मंजोकी, 1997)। परंतु बाह्य ऋण जहां एक ओर घरेलू निवेश के पूरक के रूप में कार्य करते हुए घरेलू अर्थव्यवस्था की संवृद्धि में सहायक बनता है, वहीं दूसरी ओर बाहरी उधारियों पर अतिशय निर्भरता किसी भी अर्थव्यवस्था के लिए अवहनीय बोझ बन सकती है और समष्टि प्रबंधन पर भी समग्र रूप से इसका असर पड़ सकता है।

आजादी के समय भारत का बाह्य ऋण लगभग न के बराबर था। आजादी के बाद विभिन्न पंचवर्षीय योजनाओं के माध्यम से जैसे-जैसे विकास की नीतियां बनीं, भारत का बाह्य उधार (मध्यावधि एवं दीर्घावधि) मार्च 1955 के अंत के 1.8 प्रतिशत से बढ़कर मार्च 1970 के अंत में 17 प्रतिशत हो गया। विदेशी उधारियों और अनुदान के रूप में विदेशों से अंतरित राशियों का उपयोग राष्ट्रीय बचत के पूरक के रूप में करते हुए मुख्य रूप से अर्थव्यवस्था के निवेश की गति को बढ़ाने पर

ध्यान केंद्रित किया गया। 1980 के दशक में बढ़े हुए सीएडी के लिए वित्तपोषण मुख्य रूप से वाणिज्यिक उधारियों और आईएमएफ से मिले ऋणों के माध्यम से किया गया। परिणाम यह हुआ कि मार्च 1991 के अंत तक कुल बाह्य ऋण तेजी से बढ़ता हुआ जीडीपी के 28.7% तक पहुंच गया।

1991 में आर्थिक सुधारों की शुरुआत के साथ ही भारत के बाह्य ऋण के आकार और उसके संघटन में महत्वपूर्ण बदलाव देखने को मिले जिससे ऐसे नीतिगत परिवर्तन हुए जिन्होंने पूरी की पूरी बाह्य ऋण नीति को प्रभावित किया। आर्थिक सुधार प्रक्रिया के प्रमुख तत्वों में शामिल थे- सीएडी को वहनीय सीमा में बनाए रखते हुए चालू खाता लेन-देन को उदार बनाना जिससे चालू खाता परिवर्तनीयता की ओर बढ़ा जा सके; पूंजी खाते को धीरे-धीरे खोलना; पूंजी प्रवाह में संघटनात्मक बदलाव लाते हुए इसे ऋण से गैर-ऋण उत्पादक पूंजी प्रवाह की ओर ले जाना तथा बाह्य आघातों के मददेनजर बाहरी वाणिज्यिक उधार (ईसीबी), विशेष रूप से अल्पावधि ऋण के प्रति एक नपा-तुला दृष्टिकोण अपनाना जिससे पूंजी प्रवाह में अस्थिरता लाने वाले तत्वों को हतोत्साहित किया जा सके।

इसी पृष्ठभूमि में यह आलेख 2016-17 के दौरान भारत के बाह्य ऋण से जुड़ी गतिविधियों और 1990 के दशक से लेकर अब तक इसके परिवर्तनशील प्रोफाइल को सारांश रूप में समझने का प्रयास करता है। शेष आलेख पांच खण्डों में विभाजित है। खण्ड II वर्ष 2016-17 के दौरान भारत के बाह्य ऋण से जुड़ी गतिविधियों का सार-संक्षेप प्रस्तुत करता है। खण्ड III में उन प्रवृत्तियों का विश्लेषण किया गया है जो बाह्य ऋण के क्रमिक विकास की नियामक रही हैं। खण्ड IV के अंतर्गत विभिन्न प्रकार के बाह्य ऋण आधारित संकेतकों का इस्तेमाल करते हुए बाह्य जोखिमों का मूल्यांकन किया गया है और इसमें बाह्य ऋण एवं ऋण चुकौती भुगतान के बीच के संबंध की अनुभव के आधार पर जांच-पड़ताल भी की गयी है। खण्ड V विश्व के अन्य देशों, अर्थात् उभरते बाजार वाली अन्य अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) की तुलना में भारत के बाह्य उधार की स्थिति का निर्धारण करता है। खण्ड VI में निष्कर्ष प्रस्तुत किए गए हैं।

II. वर्ष 2016-17 के दौरान भारत के बाह्य ऋण से जुड़ी प्रमुख गतिविधियाँ : एक नज़र में

भारत के बाह्य ऋण की स्थिति मार्च 2017 के अंत में 471.9 बिलियन थी और वर्ष 2001-02 के बाद पहली बार इसमें वार्षिक आधार पर गिरावट दर्ज की गयी। चूंकि भारतीय रुपये की तुलना में यू एस डालर में गिरावट आयी, अतः 1.5

* यह आलेख आर्थिक और नीति अनुसंधान विभाग के अंतरराष्ट्रीय व्यापार और वित्त प्रभाग में कार्यरत डॉ. राजीव जैन (निदेशक) और श्री जॉन वी. गुरिया (सहायक परामर्शदाता) द्वारा तैयार किया गया है। श्री राजन गोयल (परामर्शदाता) से प्राप्त बहुमूल्य सुझावों को शामिल करते हुए उनके प्रति आभार व्यक्त किया गया है। आलेख में व्यक्त विचार लेखकों के निजी विचार हैं और ये भारतीय रिज़र्व बैंक के विचारों का प्रतिनिधित्व नहीं करते।

टेबल 1 : बाह्य ऋण - बकाया और अंतर

(बिलियन यूएस डालर)

घटक	मार्च के अंत में बकाया			प्रतिशत अंतर	
	2015	2016	2017 पीआर	मार्च 15 की तुलना में मार्च 16	मार्च 16 की तुलना में मार्च 17
1. बहुपक्षीय	52.4	54.0	54.5	3.0	1.1
2. द्विपक्षीय	21.7	22.5	23.2	3.4	3.4
3. आईएमएफ	5.5	5.6	5.4	2.1	-3.5
4. व्यापार क्रेडिट	12.6	10.6	9.8	-15.6	-8.3
5. वाणिज्यिक उधार	180.3	180.7	172.8	0.2	-4.4
6. एनआरआई जमा	115.2	126.9	116.9	10.2	-7.9
7. रुपये में ऋण	1.5	1.3	1.2	-15.1	-3.9
8. अल्पकालिक ऋण	85.5	83.4	88.0	-2.5	5.5
इसमें से अल्पकालिक व्यापार क्रेडिट	81.6	80.0	86.5	-2.0	8.1
कुल बाह्य ऋण	474.7	485.0	471.9	2.2	-2.7
<i>मेमो मदें</i>					
अ. दीर्घावधि ऋण	389.2	401.6	383.9	3.2	-4.4
ब. अल्पकालिक ऋण	85.5	83.4	88.0	-2.5	5.5
क. बाह्य ऋण-जीडीपी अनुपात (प्रतिशत)	23.9	23.5	20.2		

पीआर : अंशतः संशोधित

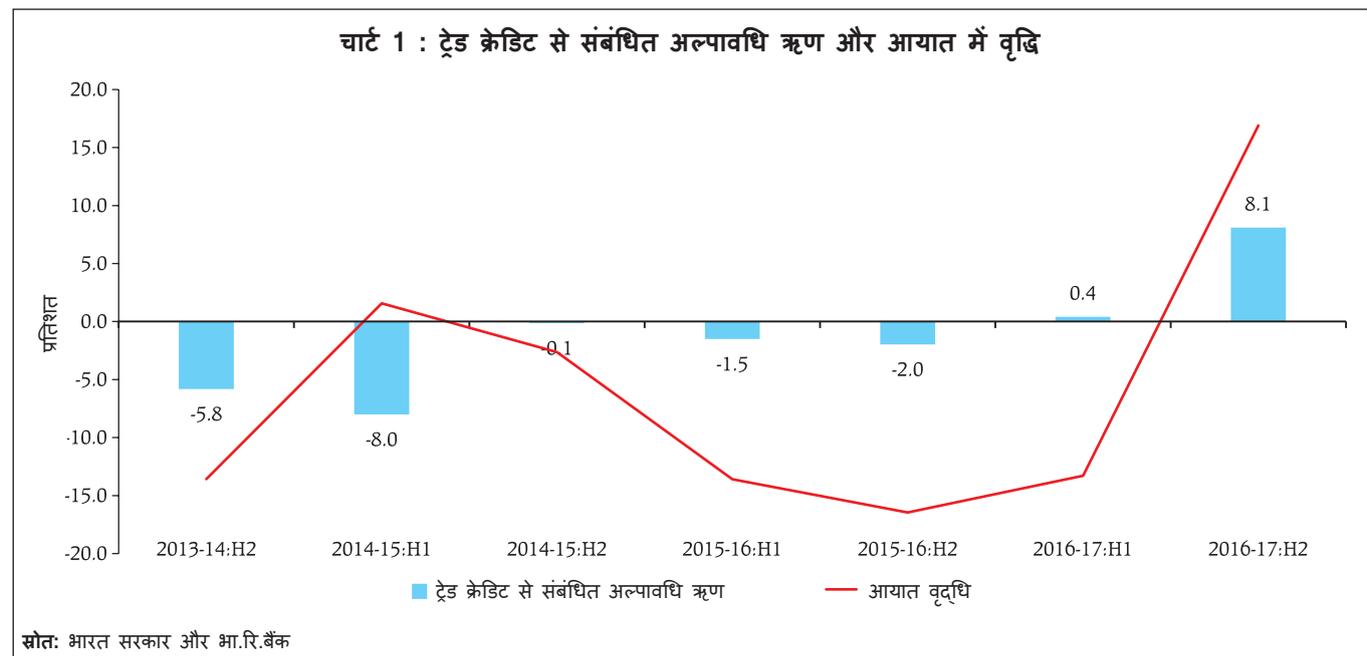
स्रोत: भारत सरकार और भा.रि.बैंक

बिलियन यूएस डालर की मूल्यन हानि हुई जिसके परिणामस्वरूप बाह्य ऋण कम होकर 13.1 बिलियन यूएस डालर रह गया जबकि अगर मूल्यन में यह परिवर्तन न हुआ होता तो 2016-17 में बाह्य ऋण में कमी 14.6 बिलियन यूएस डालर हुई होती। बैंकों द्वारा सितंबर से नवंबर 2013 के दौरान एक विशेष स्वैप योजना के तहत उगाहे गए एफसीएनआर जमा का

बड़ी-बड़ी किस्तों में मोचन अनिवासी जमा के स्टॉक में कमी आने का प्रमुख कारण रहा। इसके अलावा, चूंकि वर्ष के दौरान नये संवितरणों की तुलना में चुकौतियां ज्यादा रहीं, अतः वाणिज्यिक उधार के स्टॉक में भी कमी आयी। मार्च 2017 के अंत में जब जीडीपी 20.2% थी तब बाह्य ऋण मार्च 2016 के अंत के अपने स्तर से 3.3 प्रतिशतता अंक कम था (टेबल 1)।

घटकवार देखें तो वाणिज्यिक उधार 36.7 प्रतिशत हिस्सेदारी के साथ लगातार सबसे बड़ा घटक बना रहा और इसके बाद क्रमशः अनिवासी जमा (24.8%) और अल्पावधि व्यापार क्रेडिट (18.3%) का स्थान रहा। जहाँ परिपक्वता प्रोफाइल के अंतर्गत दीर्घावधि ऋण देयताएं सर्वाधिक रहीं, वहीं अल्पावधि ऋण (मूल परिपक्वता) की हिस्सेदारी बढ़ी क्योंकि 2016-17 की दूसरी छमाही में वस्तुओं के व्यापार में आयी तेजी के प्रभाव के कारण अल्पावधि व्यापार क्रेडिट में तीन वर्षों की अवधि के बाद निवल आवक देखने को मिली (चार्ट 1)। हालांकि, अवशिष्ट परिपक्वता के आधार पर मार्च 2017 के अंत में अल्पावधि ऋण कुल बाह्य ऋण का 41.5% था (मार्च 2016 के अंत में 42.7%) और कुल विदेशी मुद्रा आरक्षित निधि का 52.9% था (मार्च 2016 के अंत में 57.4%) (टेबल 2)। इस प्रकार, अवशिष्ट परिपक्वता की दृष्टि से देखें तो एफसीएनआर (बी) जमाराशियों की बड़े पैमाने पर चुकौती के चलते अल्पावधि ऋण 206.9 बिलियन यूएस डॉलर से घटकर 195.9 यूएस डॉलर हो गयी।

मुद्रावार पैटर्न यह दर्शाता है कि कुल बाह्य ऋण का



टेबल 2 : बाह्य ऋण की अवशिष्ट परिपक्वता मार्च 2017 के अंत में बकाया

(बिलियन यूएस डालर)

घटक	अल्पकालिक एक वर्ष तक	दीर्घकालिक	कुल
1. सरकारी ऋण (दीर्घावधि)\$	4.6	91.1	95.7
2. वाणिज्यिक उधारियां#	24.0	147.3	171.3
3. एनआरआई जमा	79.3	37.6	116.9
(i) एफसीएनआर (बी)	11.4	9.6	21.0
(ii) एनआर(ई)आरए	57.4	25.8	83.2
(iii) एनआरओ	10.5	2.2	12.7
4. अल्पकालिक ऋण* (मूल परिपक्वता)	88.0	-	88.0
कुल (अवशिष्ट परिपक्वता के अनुसार)	195.9	276.0	471.9

मेमो मदें

अवशिष्ट परिपक्वता के अनुसार अल्पकालिक ऋण निम्नलिखित के प्रतिशत के रूप में : -

कुल बाह्य ऋण	41.5	
कुल आरक्षित निधियां	52.9	

*इसमें विदेशी संविभाग निवेशकों (एफपीआई) द्वारा सरकारी प्रतिभूतियों में किए गए निवेश को भी शामिल किया गया है।

#वाणिज्यिक उधारियों के अंतर्गत व्यापार क्रेडिट, कॉर्पोरेट ऋण लिखतों में एफपीआई निवेश और गैर सरकारी बहुपक्षीय और द्विपक्षीय उधारियों का एक हिस्सा शामिल है और इसीलिए अन्य तालिकाओं में मूल परिपक्वता के तहत दिए गए आंकड़ों से ये आंकड़े भिन्न भी हो सकते हैं।

* इसके अंतर्गत आस्टि पुनर्निर्माण कंपनियों (एआरसी) द्वारा जारी जमा रसीदों में विद्यमान कॉर्पोरेट ऋण सीमाओं के तहत किए गए एफपीआई निवेश भी शामिल हैं।

स्रोत: भा.रि.बैंक

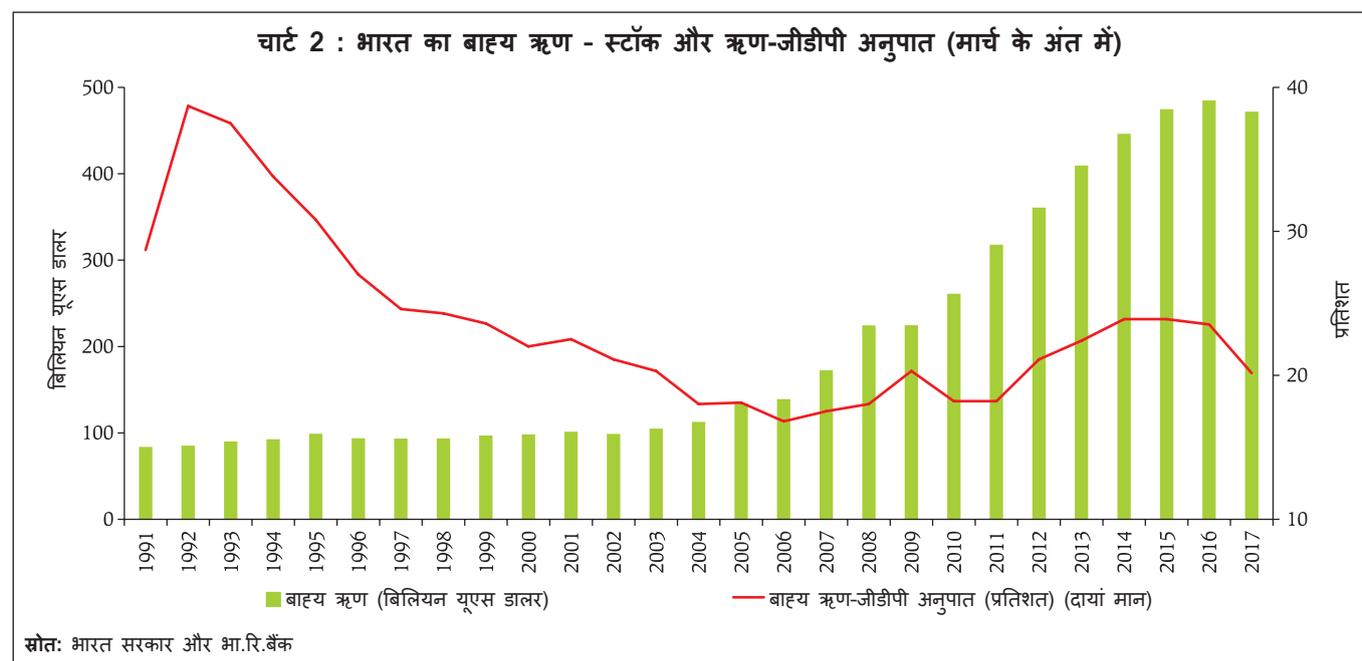
52.1% यूएस डॉलर में था, उसके बाद भारतीय रुपये (33.6%), एसडीआर (5.8%), जापानी येन (4.6%) और यूरो (2.9%) का

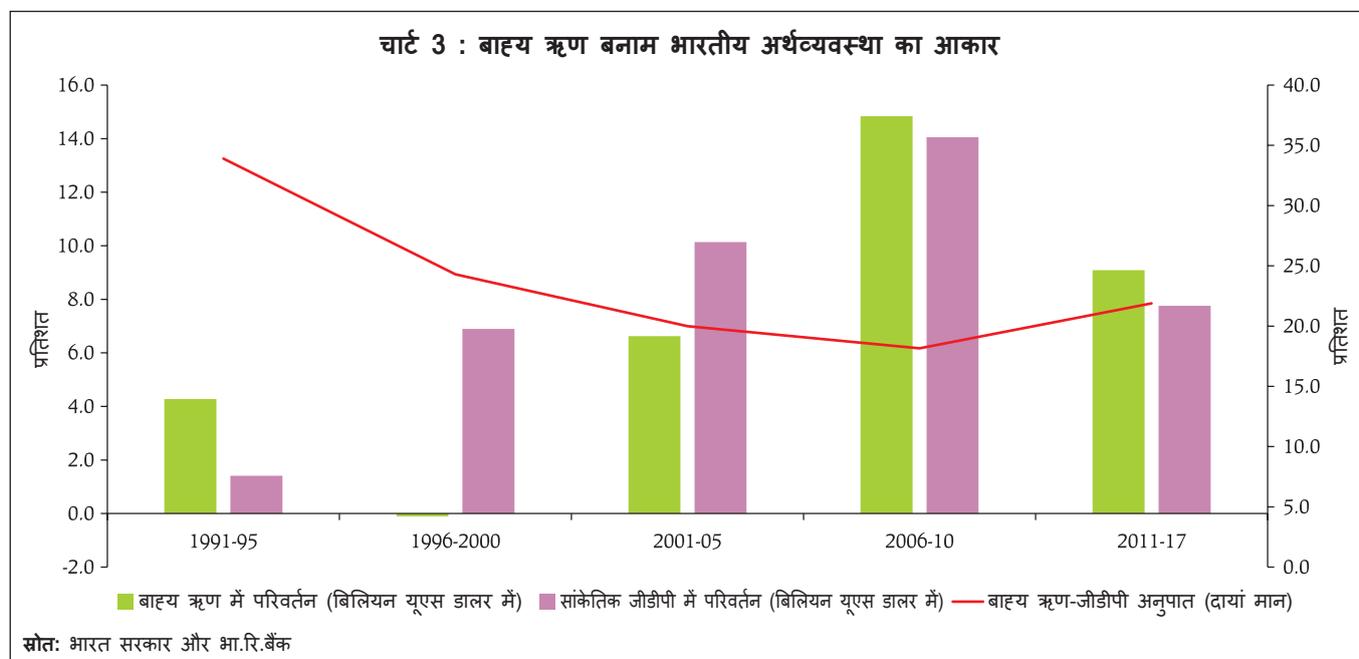
स्थान था। उधारकर्ताओं के विश्लेषण से पता चलता है कि वर्ष के दौरान प्राप्त हुई बाहरी सहायता के कारण सरकार का बकाया ऋण थोड़ा अधिक रहा, यद्यपि मार्च 2017 की समाप्ति पर गैर सरकारी ऋण में गिरावट दर्ज की गयी।

III. भारत के बाह्य ऋण को आकार देने वाले महत्वपूर्ण दीर्घावधि रुझान

1990 के दशक के शुरुआती वर्षों से ही भारत के बाह्य ऋण के स्तर और उसके संघटन में उल्लेखनीय परिवर्तन देखे गए हैं। 1991 के बाह्य भुगतान संकट और भुगतान शेष पर गठित उच्च स्तरीय समिति, 1993 (अध्यक्ष : डॉ. सी. रंगराजन) की सिफारिशों से सीख लेते हुए इस उद्देश्य से बने नीतिगत दृष्टिकोण की मार्गदर्शक बातें रहीं हैं- i) ईसीबी के आकार, परिपक्वता और उसके अंतिम उपयोग पर प्रतिबंध; ii) अनिवासी जमा पर लिबोर-आधारित ब्याज सीमा आरोपित करना ताकि इन जमाराशियों में अस्थिरता का घटक कम किया जा सके; iii) उच्च लागत वाले बाह्य ऋण का समय-पूर्व भुगतान और पुनर्वितीयन; और iv) ऋण न उत्पन्न करने वाले वित्तीय प्रवाहों- यथा विदेशी प्रत्यक्ष निवेश (एफडीआई) और विदेशी संविभाग निवेश (एफपीआई) को प्रोत्साहित करने के उपाय।

जैसे-जैसे पूंजी खाते की परिवर्तनीयता बढ़ी, भारत के बाह्य ऋण का आकार मार्च 1991 के अंत के 83.8 बिलियन यू एस डॉलर से बढ़कर मार्च 2017 के आखिर में 471.9 बिलियन यूएस डॉलर हो गया। यद्यपि बाह्य ऋण और





जीडीपी के अनुपात - जो किसी भी देश द्वारा उत्पादित वस्तुओं के निर्यात द्वारा बाह्य ऋण की चुकौती की उसकी क्षमता को मोटे तौर पर दर्शाता है - में तेजी से गिरावट हुई और यह मार्च 1992 के अंत के 37.3 प्रतिशत से घटकर मार्च 2006 के आखिर में 16.8 प्रतिशत हो गया (चार्ट 2)। यद्यपि सन् 2000 के दशक से बाह्य ऋण में हुई वृद्धि की दर - औसतन - घरेलू अर्थव्यवस्था में हुई वृद्धि की दर से अधिक रही है, तथापि 1990 के दशक की तुलना में देखें तो इसका स्तर का आनुपातिक रूप से कम ही रहा और मार्च 2017 के अंत में यह 20.2 प्रतिशत रहा (चार्ट 3)।

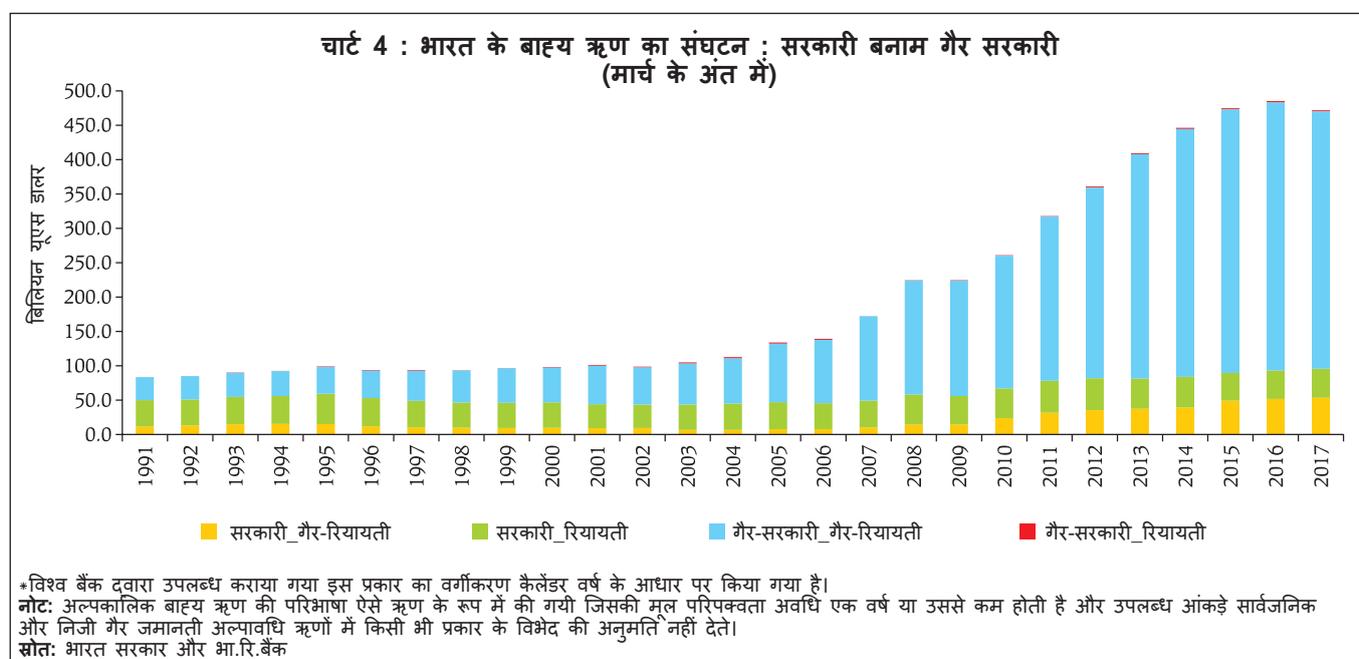
III.1 बाह्य उधारियों में संघटनात्मक बदलाव

सन् 2000 के दशक के पूर्वार्ध में सरकार ने अपने ऊपर ब्याज का भार कम करने के उद्देश्य से उच्च लागत वाले बहुपक्षीय और द्विपक्षीय ऋणों का परिपक्वतापूर्व भुगतान कर दिया। परिणामस्वरूप सरकारी ऋण की हिस्सेदारी - जिसमें सरकारी ऋणदाताओं से रियायती दरों पर प्राप्त ऋण भी शामिल हैं - मार्च 2000 के अंत के 48 प्रतिशत की तुलना में घटकर मार्च 2017 के अंत में 20 प्रतिशत हो गयी। रियायती ऋण की हिस्सेदारी भी मार्च 2011 के अंत के 15 प्रतिशत से गिरकर मार्च 2017 के अंत में 9 प्रतिशत हो गयी (चार्ट 4)।

सन् 1990 के दशक में हुए उदारीकरण के बाद विनिर्माण क्षेत्र को आधुनिक बनाने तथा इसमें विदेशी प्रौद्योगिकी तथा

विदेशी पूंजी की पहुंच सुनिश्चित करने के उद्देश्य से किए जा रहे प्रयासों के मददेनजर निजी कॉर्पोरेट सेक्टर के लिए संभावनाएं खुलीं। इसका परिणाम यह हुआ कि वर्ष 2000 के बाद पहली बार कुल बाह्य उधार में गैर सरकारी उधार की हिस्सेदारी में उल्लेखनीय वृद्धि हुई।

1991 के पहले, अल्पकालिक ऋण बहुतायत में पब्लिक सेक्टर कैनेलाइजिंग एजेंसियों द्वारा पेट्रोलियम, पेट्रोलियम उत्पादों और उर्वरकों के आयात के वित्तपोषण के लिए लिया गया उधार था। सन् 1980 के दशक के दौरान इस प्रकार का अल्पकालिक ऋण कुल बाह्य ऋण का 10 प्रतिशत था। सन् 1991 में उपजे भुगतान संतुलन संकट से मिले अनुभवों के मददेनजर बाह्य ऋण प्रबंध नीति को अधिक विवेकपूर्ण बनाते हुए अल्पकालिक विदेशी पूंजी पर निर्भरता को कम किया गया। परिणामस्वरूप 1990 के दशक में कुल ऋण में अल्पकालिक ऋण की हिस्सेदारी घटी; हालांकि मूल परिपक्वता अवधि की दृष्टि से अल्पकालिक ऋण - निजी और सरकारी दोनों क्षेत्रों द्वारा लिए गए - की हिस्सेदारी सन् 2000 के दशक के प्रारंभिक वर्षों से फिर से बढ़ने लगी जो कि आयात में तीव्र वृद्धि का आधार बनी जो कि वर्ष 1990-91 से 2001-02 की अवधि के 8 प्रतिशत की तुलना में वर्ष 2002-03 से 2011-12 की अवधि में बढ़कर औसतन 26 प्रतिशत हो गया। वेक्टर एरर करेक्शन मॉडल (वीईसीएम) के तहत वर्ष 2000 की दूसरी तिमाही से वर्ष 2017 की चौथी तिमाही तक की अवधि के लगाए गए पूर्वानुमान इस बात का संकेत करते हैं कि वाणिज्यिक वस्तुओं के आयातों से संबंधित व्यापार क्रेडिट की



प्रत्यास्थता और रुपये की विनिमय दर धनात्मक और सांख्यिकीय दृष्टि से महत्वपूर्ण हैं (टेबल 3)।

एक अन्य उल्लेखनीय घटना थी एक वर्ष तक की परिपक्वता अवधि वाले अनिवासी जमा को चरणबद्ध रूप से समाप्त करना - एफसीएनआर(बी) जमा के परिपक्वता ढाँचे के अनुसरण में अप्रैल 2003 से नये एनआर(ई)आरए जमा की न्यूनतम परिपक्वता अवधि बढ़ाकर एक वर्ष कर दिए जाने के बाद - जिसके कारण कुल अल्पावधि ऋण में अनिवासी जमा

की हिस्सेदारी मार्च 2005 के अंत तक घटकर लगभग शून्य हो गयी (चार्ट 5)।

अवशिष्ट परिपक्वता अवधि के आधार पर परिगणित अल्पावधि ऋण से यह पता चलता है कि अगले एक वर्ष में ऋण की चुकोती स्वरूप किए जाने वाले भुगतान में कुल कितनी विदेशी मुद्रा बाहर जाएगी और इस प्रकार यह परिचालनात्मक दृष्टिकोण से महत्वपूर्ण हो जाता है। मूल परिपक्वता अवधि वाले अल्पावधि ऋण के अलावा इसके अंतर्गत अगले एक वर्ष में चुकोती योग्य मूल परिपक्वता अवधि की दृष्टि से मंझोले और दीर्घावधि ऋण को भी शामिल किया जाता है। इस दृष्टि से देखें तो कुल बाह्य ऋण में अल्पावधि ऋण की हिस्सेदारी (अवशिष्ट परिपक्वता) मार्च 2008 के अंत के 37.6% की तुलना में बढ़कर मार्च 2013 के अंत में 42.1% हो गयी³। अप्रैल 2014 से ट्रेजरी बिलों के नये निर्गमों में एफपीआई द्वारा निवेश किए जाने की मनाही से 2013 और 2014 के दौरान अवशिष्ट परिपक्वता वाले ऋण की हिस्सेदारी कम हो गयी⁴। विशेष स्वाप विंडो के तहत संग्रहीत एफसीएनआर (बी) जमा के चलते, जो कि सितंबर से नवंबर 2016 की अवधि के दौरान मोचन योग्य था, अवशिष्ट परिपक्वता अवधि की दृष्टि से अल्पावधि ऋण की हिस्सेदारी बढ़कर मार्च 2016 के अंत तक 42.7% हो गयी।

टेबल 3 : वीडसीएम मॉडल : व्यापार क्रेडिट से संबंधित बाह्य ऋण (2000:ति.2 से 2017:ति.1)

	ईसीटी	सी	एलआईएमपी	एलईआर	समा.आर ²
गुणांक	-0.15	-2.70	1.40	0.55	0.80
टी-सांख्यिकी	-3.94*		3.87*	2.28**	

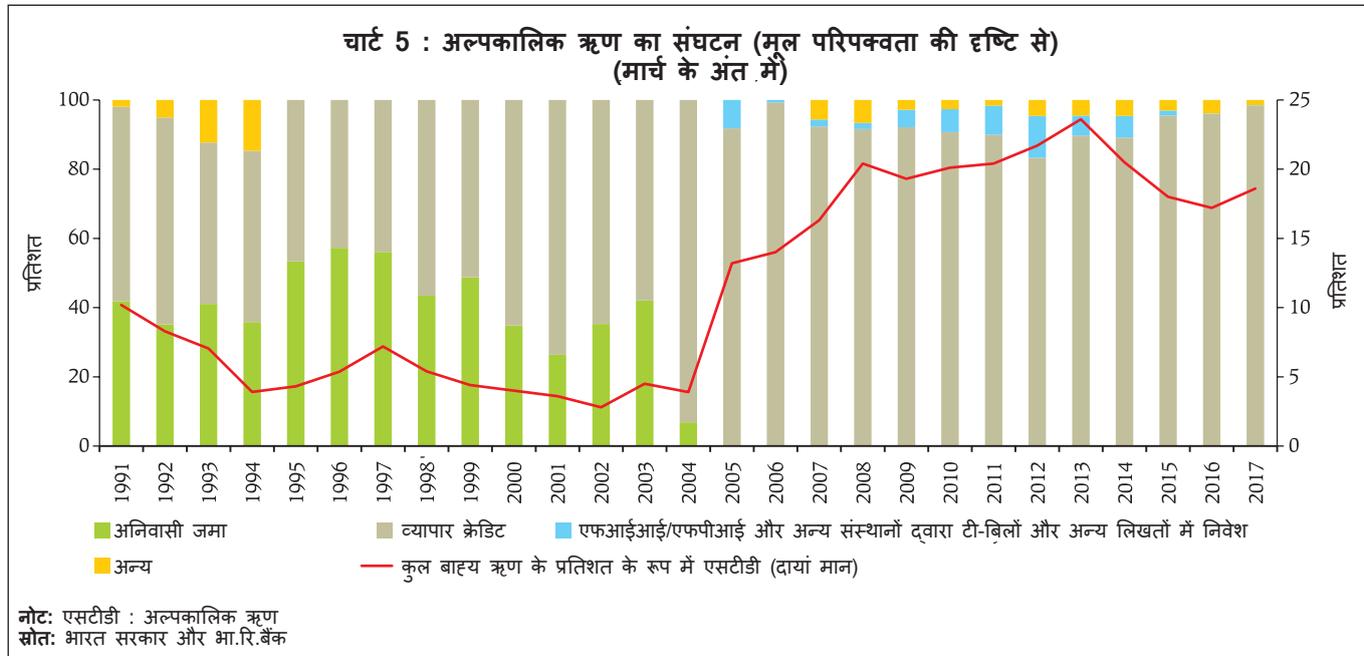
नोट: एलआईएमपी और एलईआर जो क्रमशः वस्तुओं की आपूर्ति और आईएनआर विनिमय दर का प्रतिनिधित्व करते हैं, को लॉग के रूप में परिभाषित किया गया है। ईसीटी एरर करेक्शन टर्म है।
 * और ** क्रमशः 1 प्रतिशत और 5 प्रतिशत पर सांख्यिकीय महत्व को दर्शाते हैं।

¹ रुपये की विनिमय दर में परिवर्तनों के प्रति बाह्य ऋण की संवेदनशीलता संकेत करती है- (क) कॉनफीडेंस चैनल - ऋण पात्रता और इसके परिणामस्वरूप ऋण की आपूर्ति में सुधार करते हुए मूल्यवृद्धि को दर्शाया जाता है; और (ख) लागत चैनल जिसके तहत मूल्यवृद्धि से बचाव लागत में कमी आती है।

² जोहानसन को-इंटीग्रेशन परीक्षण का उपयोग करते हुए सभी तीन चरों (1) (परिशिष्ट II देखें) और सीरीज को सहसंबद्ध पाया गया है। इस प्रकार वेक्टर त्रुटि सुधार मॉडल (वीडसीएम) को विनिर्दिष्ट किया गया है जो अंतर्जात चरों के दीर्घकालिक व्यवहार को नियंत्रित करते हुए अल्पकालिक समायोजन गतिकी की अनुमति देने के साथ-साथ उनके सह-एकीकरण को ओर ले जाता है।

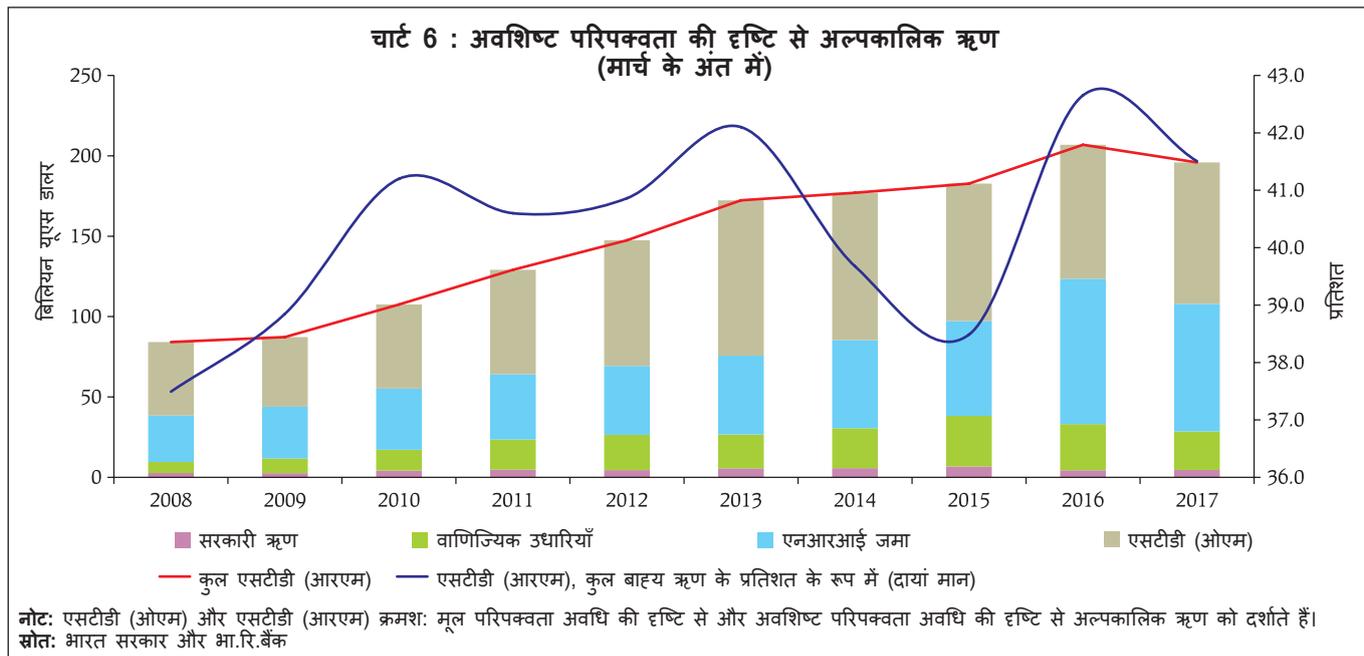
³ अवशिष्ट परिपक्वता अवधि की दृष्टि से अल्पावधि बाह्य ऋण संबंधी संगत टाइम सीरीज डाटा केवल मार्च 2008 के अंत से ही उपलब्ध है।

⁴ 07 अप्रैल 2014 की स्थिति के अनुसार सभी टी-बिलों में बकाया सभी एफपीआई धारिताओं को परिपक्वता/बिक्री पर टेपरिंग की अनुमति दी गयी थी।



बैंकों द्वारा इन जमा राशियों के एक बड़े भाग का मोचन करा लिए जाने के बाद कुल बाह्य ऋण में अवशिष्ट परिपक्वता की दृष्टि से अल्पकालिक ऋण की हिस्सेदारी मार्च 2017 के अंत

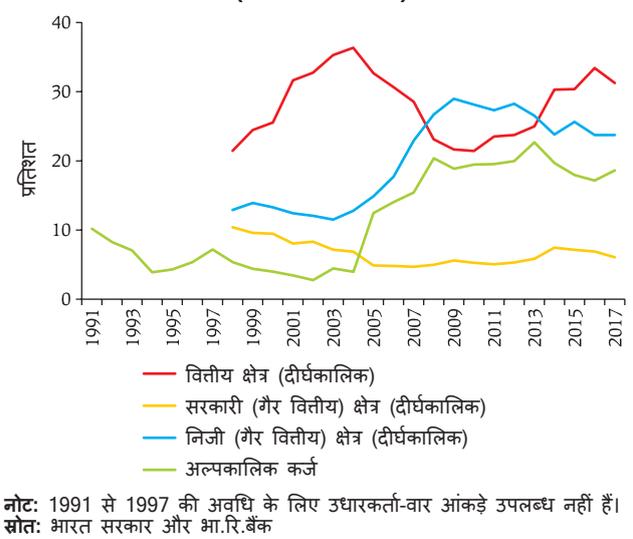
तक घटकर 41.5% हो गयी बावजूद इसके कि एनआरआई/एनआरओ और व्यापार क्रेडिट जैसे अन्य घटक नये सिरे से इसमें जुड़े (चार्ट 6)।



सन् 2000 के दशक के प्रारंभिक वर्षों में निजी क्षेत्र द्वारा उगाहे गए बाह्य ऋण में हुई भारी वृद्धि ने बाह्य वाणिज्यिक उधार (ईसीबी) से संबंधित नीतियों में आयी उदारता को दर्शाया⁵। रिज़र्व बैंक ने भी अक्टूबर 2004 से कुछ शर्तों के अधीन ईसीबी को इक्विटी में बदलने के लिए सामान्यतया मंजूरी दे दी थी। इसी प्रकार, आयात के लिए वित्त की उपलब्धता को अधिक सुलभ बनाने के लिए प्राधिकृत डीलरों (एडी) की सीमा में विस्तार करने की दिशा में भी कई कदम उठाए गए थे।

वित्तीय क्षेत्र जिसकी हिस्सेदारी 1998 के अंत में कुल बाह्य ऋण का 22 प्रतिशत थी, वह बढ़कर मार्च 2017 के आखिर में 32 प्रतिशत हो गयी। इसी तर्ज पर कुल बाह्य ऋण में निजी (गैर वित्तीय) क्षेत्र की हिस्सेदारी जो 1998 के अंत में 13 प्रतिशत थी, वह बढ़कर मार्च 2017 के आखिर में 23 प्रतिशत हो गयी। चूंकि पिछले दशक में घरेलू गैर वित्तीय कॉर्पोरेट सेक्टर द्वारा किया गया लगभग पूरा का पूरा निवेश ऋणपोषित (लीवरेज्ड) था (लिंडर एण्ड जंग, 2014), अतः वैश्विक आर्थिक संकट के बाद की अवधि में बाह्य ऋण बढ़ने की गति तेज हो गयी। वहीं दूसरी ओर कुल बाह्य ऋण में सार्वजनिक (गैर वित्तीय) क्षेत्र की हिस्सेदारी जो 1998 के अंत

चार्ट 7 : कुल बाह्य ऋण में उधारकर्ता-वार और परिपक्वता-वार गैर-सरकारी ऋण (मार्च के अंत में)



में 10 प्रतिशत थी, उसमें गिरावट दर्ज की गयी और यह मार्च 2017 के आखिर में 6 प्रतिशत हो गयी (चार्ट 7, टेबल 4)।

III.2 रुपये में मूल्यवर्गित ऋण

जब घरेलू मुद्रा में मूल्यहास होता है, तब मुख्यतया घरेलू मुद्रा में बाह्य ऋण - विदेशी मुद्रा में मूल्यवर्गित ऋण के विपरीत - में वास्तविक रूप में कमी आती है। विदेशी मुद्रा में लिए गए बाह्य ऋण पर विदेशों में आने वाले वित्तीय संकटों का कुप्रभाव पड़ने का जोखिम अपेक्षाकृत अधिक रहता है, जैसा कि उभरती अर्थव्यवस्थाओं पर आए वित्तीय संकटों के निरीक्षण से यह देखने को मिला है, स्थानीय मुद्रा के मूल्य में सहसा आए परिवर्तन से उधारकर्ता अर्थव्यवस्था के तुलन-पत्र पर विपरीत प्रभाव पड़ता है और इस प्रकार उत्पन्न मौद्रिक जोखिम के क्रेडिट जोखिम में बदल जाने की संभावना रहती है। भारत

टेबल 4: उधारकर्ता-वार बाह्य ऋण: चक्रवृद्धि वार्षिक वृद्धि दर

घटक	प्रतिशत	
	1998-2008	2009-17
गैर-सरकारी वित्तीय क्षेत्र (दीर्घावधि)	9.8	14.9
गैर-सरकारी गैर-वित्तीय निजी क्षेत्र (दीर्घावधि)	1.2	10.8
गैर-सरकारी गैर-वित्तीय सार्वजनिक क्षेत्र (दीर्घावधि)	17.2	7.0
गैर-सरकारी (अल्पावधि)	24.5	9.5
सरकारी ऋण (दीर्घावधि + अल्पावधि)	2.2	7.0
कुल बाह्य ऋण	9.0	9.7

स्रोत : भारत सरकार और भार.रि.बैंक

⁵ ईसीबी अनुमोदनों को और अधिक उदार बनाने के उद्देश्य से सितंबर 2000 में सरकार ने अपनी 01 सितंबर 2000 की प्रेस विज्ञप्ति एफ.नं.4(32)-2000 ईसीबी जारी करते हुए 50 मिलियन यूएस डॉलर तक के नये ईसीबी अनुमोदनों तथा मौजूदा सभी ईसीबी के पुनर्वित्तपोषण हेतु स्वचालित मार्ग प्रारंभ करने का निर्णय लिया [ए.पी.(डीआईआर सीरीज़) परिपत्र सं.10(5 सितंबर 2000)].

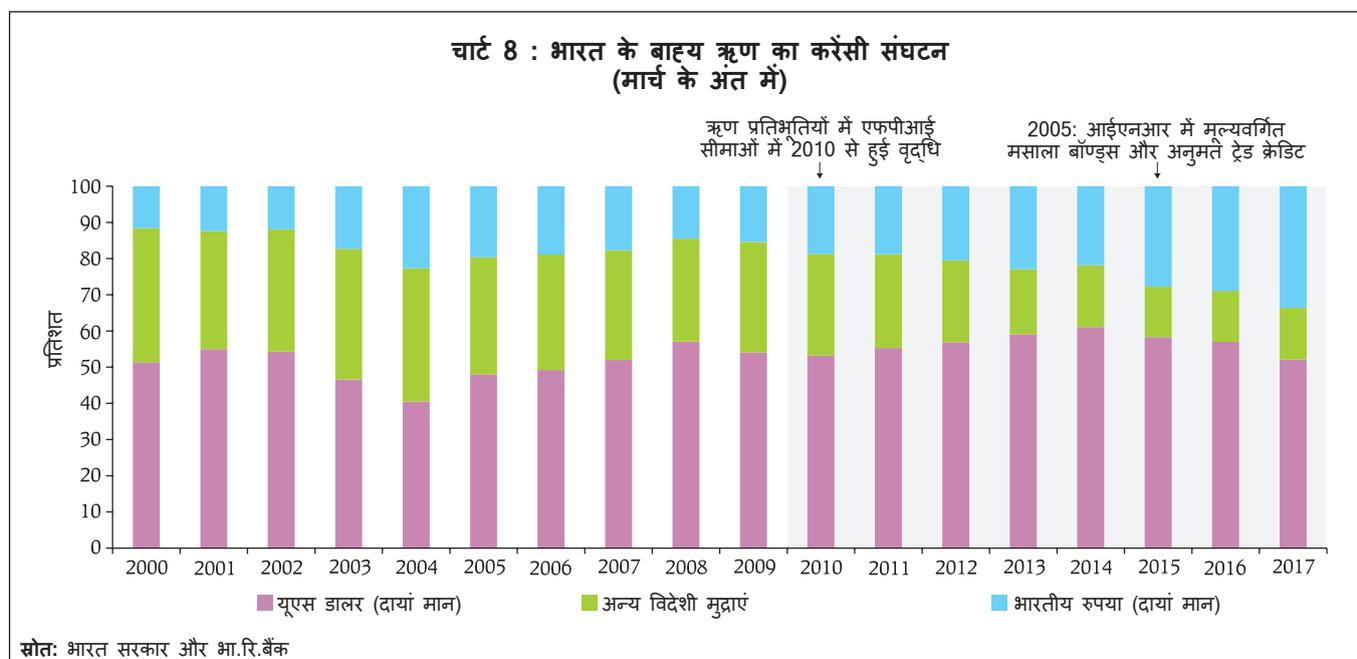
सितंबर 2002 में अंतर्राष्ट्रीय ब्याज दरों में होने वाली कमी से होने वाले लाभ को प्राप्त करने की अनुमति देने के लिए समय-पूर्व चुकोती के रूप में कॉर्पोरेटों को छूट प्रदान की गयी। [ए.पी.(डीआईआर सीरीज़) परिपत्र सं.22(17 सितंबर 2002)].

जनवरी 2003 में ईसीबी की उगाही करने वाले कॉर्पोरेटों को कुछ शर्तों के अधीन विदेशों में स्थित बैंक खातों में निधियां जमा रखने की अनुमति दी गयी ताकि विदेशी मुद्रा संबंधी अपनी जरूरतों को पूरा करने के लिए वे इनका उपयोग कर सकें। [ए.पी.(डीआईआर सीरीज़) परिपत्र सं.70(13 जनवरी 2003)].

फरवरी 2004 में, भारतीय कॉर्पोरेटों को ओवरसीज़ प्रत्यक्ष निवेश की सुविधा देते हुए उन्हें वैश्विक स्तर पर व्यापार करने में समर्थ बनाने के उद्देश्य से ईसीबी के अनुमति प्राप्त अंतिम उपभोग की परिधि में विस्तार करते हुए इसके अंतर्गत संयुक्त उद्यमों (जीवी)/पूर्णतः स्वाधिकृत सहायक संस्थाओं(डब्ल्यूओएस) में किए गए ओवरसीज़ प्रत्यक्ष निवेश को भी शामिल कर लिया गया। [ए.पी.(डीआईआर सीरीज़) परिपत्र सं.75].

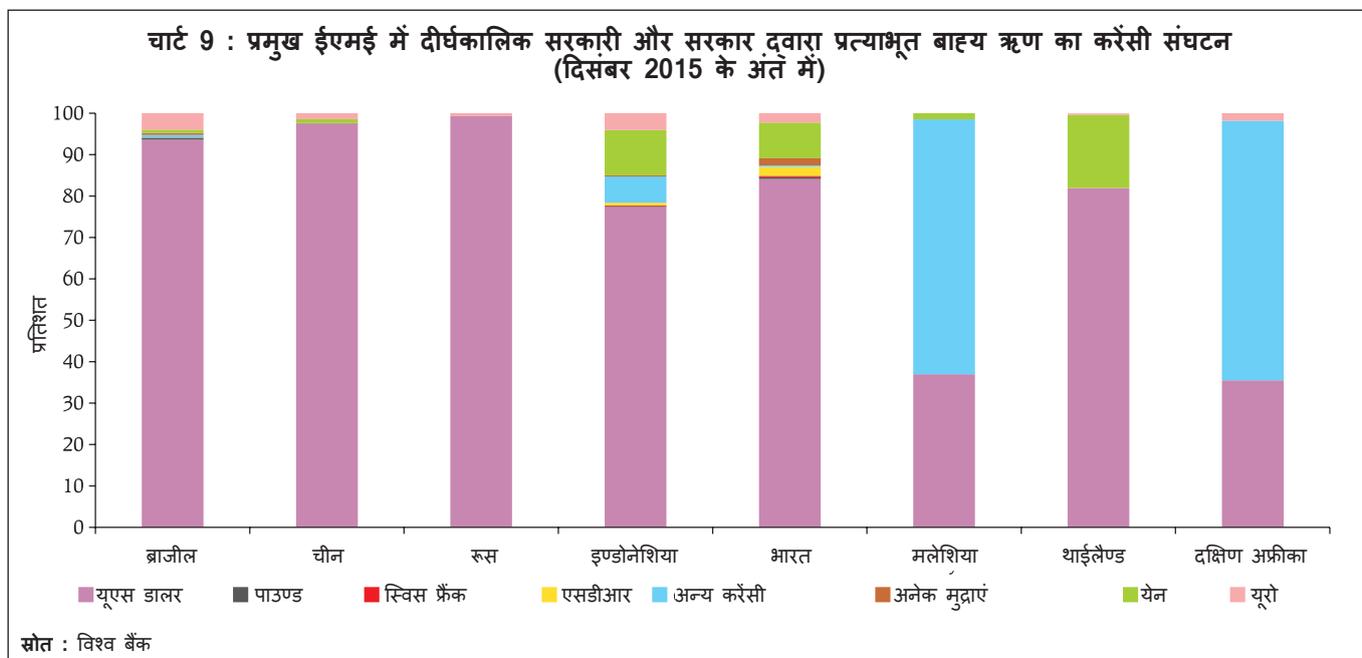
आधारिक संरचना से जुड़ी परियोजनाओं को पट्टे पर उपलब्ध कराने के लिए आधारिक संरचना उपकरणों के आयात के वित्तपोषण हेतु गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों द्वारा बहुआयामी वित्तीय संस्थानों, प्रतिष्ठित क्षेत्रीय वित्तीय संस्थानों आदि से लिए गए न्यूनतम 5 वर्ष की परिपक्वता वाले ईसीबी को 01 अगस्त 2005 से भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा अनुमोदन मार्ग के अंतर्गत माना जाए [आरबीआई/2005-06/87/ए.पी.(डीआईआर सीरीज़) परिपत्र सं.5].

नवंबर 2005 में, मल्टी-फाइबर करार को हटाये जाने के बाद भारतीय वस्त्र उद्योग में प्रौद्योगिकी उन्नयन और क्षमता विस्तार को प्रोत्साहन देने के उद्देश्य से बैंकों को यह अनुमति दी गयी कि वे गारंटियां, आपाती साख पत्र, वचन-पत्र अथवा टेक्सटाइल कंपनियों द्वारा उनकी टेक्सटाइल इकाइयों के आधुनिकीकरण और विस्तार के उद्देश्य से लिए गए ईसीबी के मामलों में चुकोती आश्वासन-पत्र जारी कर सकें [आरबीआई/2005-06/197/ए.पी.(डीआईआर सीरीज़) परिपत्र सं.15].



के संदर्भ में देखें तो बाह्य ऋण अभी भी मुख्यतया विदेशी मुद्रा आधारित ही है, हालांकि हाल के वर्षों में रुपये में मूल्यवर्गित ऋण की हिस्सेदारी धीरे-धीरे बढ़ी है (चार्ट 8)। जहां तक भारत में सरकारी और सरकार द्वारा प्रत्याभूत दीर्घावधि बाह्य ऋण का प्रश्न है, यह मुख्यतया यूएस डालर में होता है (चार्ट 9)।

आईएनआर में मूल्यवर्गित ऋण में हुई वृद्धि बहुतायत में जीएफसी-संकट के बाद की अवधि में दिखायी पड़ती है क्योंकि ऋण संविभाग - जी-सेक और कॉर्पोरेट बाण्ड - में एफपीआई के लिए निवेश सीमा धीरे-धीरे बढ़ा दी गयी (परिशिष्ट 1)। इसके अलावा, अपेक्षाकृत कम मुद्रास्फीति, आईएनआर के मूल्य में स्थिरता और प्रतिलाभ में हुए



⁶ हाल के दिनों में किए गए अन्य नीतिगत उपायों में दूसरी बातों के साथ-साथ एफपीआई को फरवरी 2017 के दौरान गैर-सूचीबद्ध कॉर्पोरेट ऋण प्रतिभूतियों एवं प्रतिभूतकृत ऋण लिखतों में निवेश की अनुमति भी शामिल है।

सकारात्मक परिवर्तनों के चलते विदेशी निवेशक भारतीय रुपये में ऋण की ओर आकर्षित हुए। हाल के वर्षों में कॉर्पोरेट बॉण्ड बाजार में आया उछाल भी बढ़ी हुई पारदर्शिता और मूल्य निर्धारण में आयी सुगमता के चलते था (सेबी, 2017)। सितंबर 2015 में निवासी आयातकों को यह अनुमति दी गयी कि वे निर्धारित फ्रेमवर्क के अंतर्गत ओवरसीज उधारदाताओं के साथ एक ऋण करार करते हुए आईएनआर में ट्रेड क्रेडिट

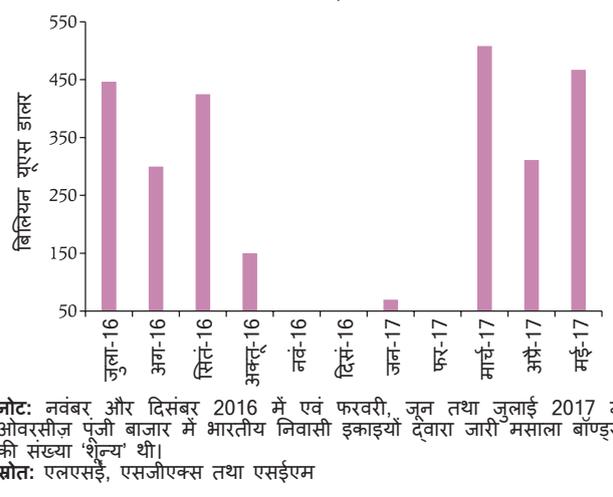
ले सकते हैं। इसी प्रकार पात्र घरेलू इकाइयों को भी आईएनआर में मूल्यवर्गित ईसीबी/बॉण्ड, जहाँ कि करेंसी जोखिम उधारदाताओं द्वारा वहन किया जाता हो, के जरिए उगाही की अनुमति दी गयी है (बॉक्स I)। इन उपायों का प्रभाव यह हुआ कि रुपये में मूल्यवर्गित ऋण की हिस्सेदारी मार्च 2000 के अंत के 11.6% से बढ़कर मार्च 2017 के आखिर में 33.6% हो गयी।

बॉक्स I : मसाला बॉण्ड

मसाला बॉण्ड हाल के वर्षों में भारतीय निवासी इकाइयों के लिए ओवरसीज उधारी के लोकप्रिय लिखतों में से एक बन गया है। रिज़र्व बैंक द्वारा सितंबर 2015 में ईसीबी नीति के संशोधन के पूर्व देश की आधारीक संरचना के विकास के लिए वित्त उपलब्ध कराने हेतु अंतर्राष्ट्रीय वित्त निगम और एशियाई विकास बैंक को अनुमति दी गयी थी कि वे ओवरसीज बाजार में रुपये में मूल्यवर्गित बॉण्ड जारी कर सकें। संशोधित नीति के तहत भारतीय कॉर्पोरेटों, स्थावर संपदा निवेश न्यासों (रिट्स) और आधारीक संरचना निवेश न्यासों (इनवित्स) को ओवरसीज मसाला बॉण्ड जारी करने की अनुमति दे दी गयी है। नवंबर 2016 में रिज़र्व बैंक ने भारतीय बैंकों को भी मसाला बॉण्डों के ज़रिए पूंजी/दीर्घावधि निधि की उगाही करने की अनुमति दी। फरवरी 2017 में बहुपक्षीय और क्षेत्रीय वित्तीय संस्थानों को रुपये में मूल्यवर्गित बॉण्डों (आरडीबी) में निवेश करने की अनुमति दी गयी और ओवरसीज निवेशकों द्वारा रुपये में ऋण की मांग बढ़ने का यह भी एक कारण रहा होगा। समष्टिगत दृष्टिकोण से देखें तो कॉर्पोरेट ऋण में विदेशी निवेश के प्रयोजन से अभी तक आरडीबी का निर्गम आईएनआर 2443.23 बिलियन की कुल सीमा के भीतर ही माना जाता रहा है। तथापि, 3 अक्टूबर 2017 से एफपीआई द्वारा कॉर्पोरेट बॉण्डों में निवेश के लिए आरडीबी के निर्गमों को इस सीमा से छूट दी गयी है।

चूंकि मसाला बॉण्ड आईएनआर में मूल्यवर्गित होते हैं, अतः जारी करने वाले के लिए इसमें निहित करेंसी जोखिम का निराकरण हो जाता है। भारतीय मसाला बॉण्ड जारीकर्ताओं के लिए लंदन स्टॉक एक्सचेंज (एलएसई) सबसे लोकप्रिय बाजार बन गया है और इसके बाद क्रमशः सिंगापुर स्टॉक एक्सचेंज (एसजीएक्स) और स्टॉक एक्सचेंज ऑफ मॉरिशस (एसईएम) का स्थान आता है। मसाला बॉण्ड का प्रथम भारतीय जारीकर्ता हाउसिंग डेवलपमेंट फाइनांस कॉर्पोरेशन (एचडीएफसी) लिमि. था और यह जुलाई 2016 में लंदन स्टॉक एक्सचेंज पर जारी किया गया। उसके बाद जुलाई 2016 से जुलाई 2017 के बीच भारतीय निवासी इकाइयों ने लगभग 2.7 बिलियन यूएस डालर मूल्य के मसाला बॉण्ड ओवरसीज पूंजी बाजारों में जारी/सूचीबद्ध किए हैं जिनकी कूपन दर 6.88 प्रतिशत से 9.05 प्रतिशत तक थी (चार्ट ए)। वर्ष 2016-17 में आरडीबी - दोनों, निजी

चार्ट ए : ओवरसीज पूंजी बाजार में भारतीय निवासी इकाइयों द्वारा जारी/ सूचीबद्ध मसाला बॉण्ड (राशि मिलियन यूएस डालर में)

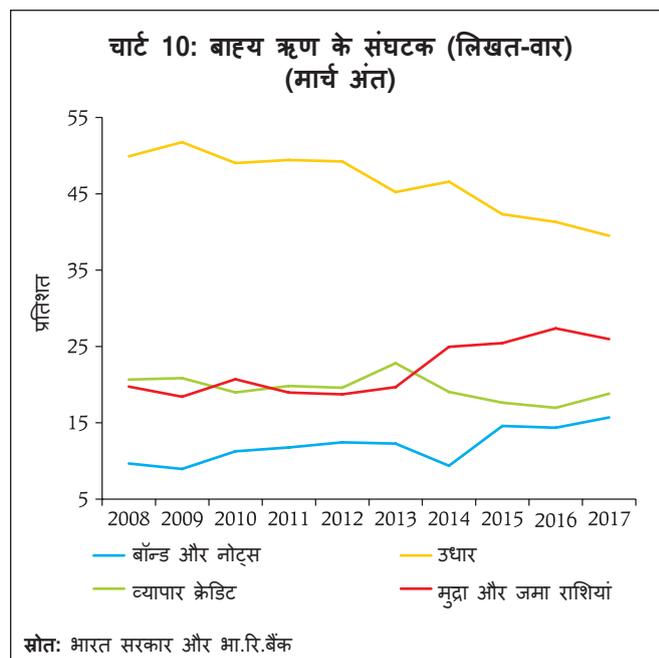


तौर पर जारी किए गए और ओवरसीज स्टॉक एक्सचेंजों में सूचीबद्ध किए गए - का मूल्य 3.5 बिलियन यूएस डालर था।

ओवरसीज बाजार में आईएनआर में मूल्यवर्गित बॉण्ड (मसाला बॉण्ड) जारी करने के फ्रेमवर्क की समीक्षा की दृष्टि से और ईसीबी फ्रेमवर्क के विभिन्न तत्वों को सुसंगत बनाने के उद्देश्य से जून 2017 में रिज़र्व बैंक द्वारा निर्णय लिया गया कि (i) प्रत्येक वित्तीय वर्ष में आईएनआर 50 मिलियन यूएस डालर के समतुल्य में राशि जुटाने वाले मसाला बॉण्डों के लिए न्यूनतम मूल परिपक्वता अवधि 3 वर्ष होगी और प्रत्येक वित्तीय वर्ष में आईएनआर 50 मिलियन यूएस डालर से अधिक राशि के समतुल्य राशि जुटाने वाले मसाला बॉण्डों के लिए यह 5 वर्ष होगी; (ii) इस प्रकार के बॉण्डों के लिए समग्र लागत (ऑल-इन-कॉस्ट) सीमा भारत सरकार की समतुल्य परिपक्वता अवधि वाली प्रतिभूतियों के तत्कालीन प्रतिलाभ से 300 आधार अंक अधिक होगी; और (iii) निवेशक के रूप में अनुमति प्राप्त इकाइयां इंडिया-एएस-24 में उल्लिखित आशय के तहत संबंधित पार्टि नहीं होनी चाहिए।

III.3 भारत के बाह्य ऋण का लिखत-वार वर्गीकरण

हाल के वर्षों में बाह्य ऋण की लिखत-वार आकृति में भी परिवर्तन हुआ है। संकट-के बाद की अवधि में जहां बॉण्डों और नोट्स जैसी बाजार आधारित लिखतों के जरिए जुटाई जाने वाली पूंजी में सतत वृद्धि हुई है जबकि, 'कर्ज' की हिस्सेदारी मार्च 2008 के अंत के 50 प्रतिशत से कम होकर मार्च 2017 के अंत में 40 प्रतिशत हो गई। फिर भी, अधिकतर बाह्य ऋण कर्ज के रूप में उठाया जाता रहा है। भारत के बाह्य ऋण में दूसरी सबसे बड़ी लिखत 'मुद्रा और जमा राशियां' है जिनमें सितंबर 2013 में रिज़र्व बैंक द्वारा एफसीएनआर(बी) डॉलर के लिए स्वैप सुविधा लागू करने के बाद सितंबर-नवंबर 2013 के दौरान काफी उल्लेखनीय तेजी देखने को मिली थी, जिसके परिणामस्वरूप इसकी भागीदारी मार्च 2013 के अंत के 20 प्रतिशत से बढ़कर मार्च 2014 के अंत में 25 प्रतिशत हो गई। 2016-17 में एफसीएनआर(बी) जमा राशियों का स्थूल मोचन होने के बावजूद यह बाह्य ऋण का एक चौथाई से अधिक बना हुआ है। मार्च 2013 के अंत से व्यापारिक उधार की कम होती हिस्सेदारी आयात गतिविधियों में धीमापन प्रदर्शित करती है (चार्ट 10)।



IV. बाह्य ऋण व्यवहार्यता और संवेदनशीलता संकेतक

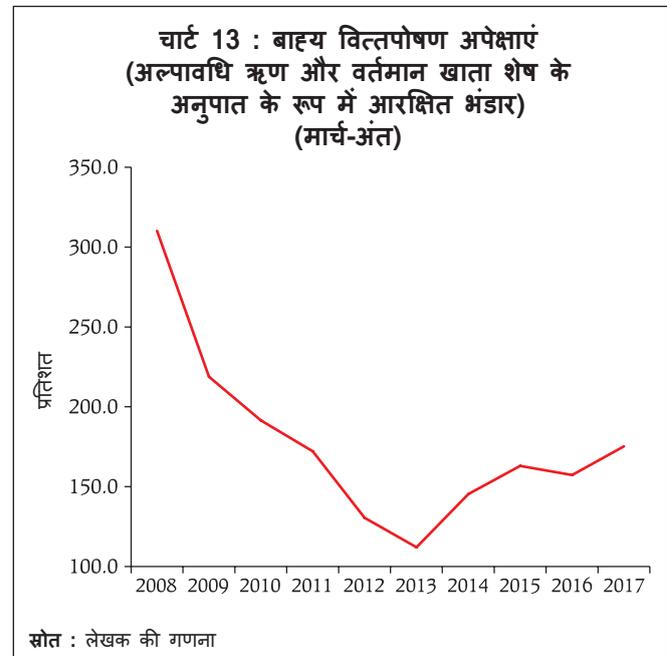
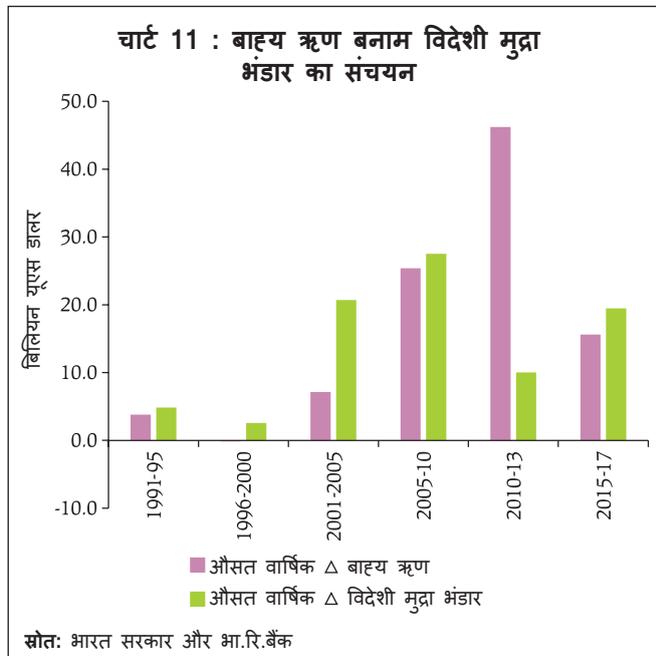
बाह्य ऋण आधारित संकेतक अर्थव्यवस्था की बाह्य संवेदनशीलता निर्धारित करने में महत्वपूर्ण होते हैं। परंपरागत रूप से बाह्य ऋण का मूल्यांकन इसके परिपक्वता ढांचे, आरक्षित निधि पर्याप्तता और इस उद्देश्य के लिए ऋण चुकौती के संदर्भ में किया जाता है।

IV.1 बाह्य ऋण का परिपक्वता ढांचा

वैश्विक वित्तीय बाजारों में उथल-पुथल की अवधि के दौरान जिन देशों का उच्च एकसपोज़र अल्पावधि बाह्य ऋण में होता है उन्हें रोल-ओवर जोखिम का खतरा होता है, विशेष रूप से यदि उनका घरेलू आधार कमजोर हो तो। इस प्रकार के जोखिमों को नापने के लिए परंपरागत संकेतक इस प्रकार हैं, (i) कुल बाह्य ऋण में अल्पावधि ऋण की हिस्सेदारी; और (ii) अल्पावधि ऋण के प्रति आरक्षित निधियां। 1990 के दौरान जैसे-जैसे बाह्य ऋण की संचयन दर में कमी आई, वैसे-वैसे वास्तविक परिपक्वता अवधि के संदर्भ में अल्पावधि बाह्य ऋण की हिस्सेदारी में भी कमी आई जो 2003-04 तक लगभग 4 प्रतिशत के करीब आ गई जो कि मार्च 1991 के अंत के स्तर की तुलना में लगभग आधी थी। बाद के वर्षों में यद्यपि इसमें इजाफा हुआ परंतु इसका मुख्य कारण आयातों में हुई तीव्र वृद्धि के कारण व्यापारिक उधार स्तर ऊंचा होना था। अवशिष्ट परिपक्वता के आधार पर अल्पावधि ऋण की गणना वास्तव में कहीं अधिक प्रचलित संकेतक है क्योंकि यह वास्तविक ऋण चुकौती भुगतानों पर आधारित होता है और इस प्रकार, यह आगामी बारह महीनों में विदेशी मुद्रा के संभावित बहिर्वाह पर निगरानी रखने में मदद प्रदान करता है।

IV.2 आरक्षित कोष

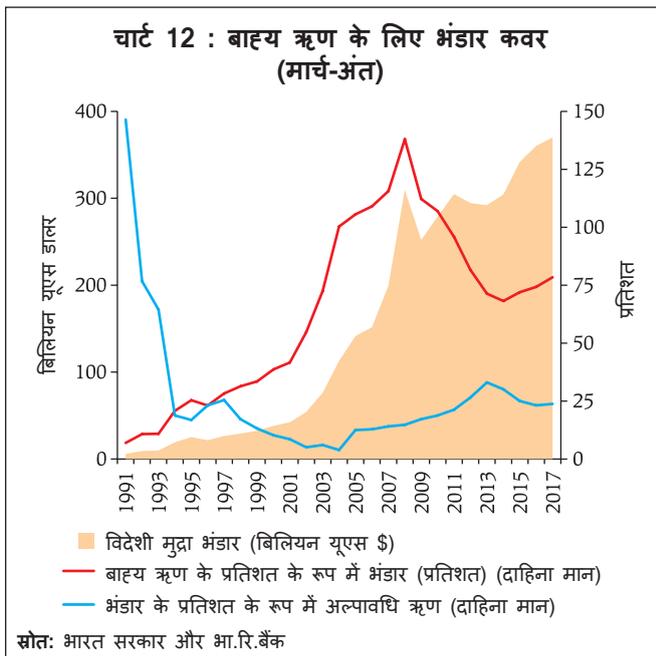
बाह्य ऋण के लिए आरक्षित कोष मार्च 1991 के अंत के 7 प्रतिशत से बढ़कर मार्च 2008 के अंत में 138 प्रतिशत हो गया (चार्ट 11)। वैश्विक वित्तीय संकट के बाद की अवधि में बाह्य ऋण में तीव्र वृद्धि हुई और आरक्षित कोष गिरकर मार्च 2014 के अंत में 68 प्रतिशत रह गया। तथापि, अगले तीन वर्षों में विदेशी मुद्रा आरक्षित निधि के निवल एकत्रण में सुधार हुआ और यह मार्च 2017 के अंत में 78.4 प्रतिशत के स्तर पर पहुंच गया जो ऋण चुकौती क्षमता की दिशा में वृद्धिशील है। एक अन्य संकेतक- जिसे अनुभवजन्य साहित्य



में एक महत्वपूर्ण चर के व्यापक मान्यता प्राप्त है, आरक्षित निधि की तुलना में अल्पावधि ऋण का अनुपात है - इसे अक्सर उभरते बाजारों में विनिमय बाजार दबावों की पूर्व चेतावनी के रूप में संदर्भित किया जाता है (उदा., आईएमएफ, 2000; और आईजेनमैन और हचिन्सन, 2010) (चार्ट 12)। वस्तुतः मार्च 2017 के अंत में विदेशी मुद्रा भंडार अवशिष्ट परिपक्वता आधार पर परिकल्पित अल्पावधि ऋण दायित्वों की तुलना में लगभग दोगुने के स्तर पर था। इसका अर्थ यह है कि आरक्षित निधि आईएमएफ (2000) द्वारा परंपरागत रूप

से संस्तुत युनिटी अनुपात की तुलना में कहीं अधिक थी, जिसे पूंजी बाजारों तक उल्लेखनीय परंतु अनिश्चित पहुंच रखने वाले देशों हेतु आरक्षित निधि पर्याप्तता विश्लेषण के लिए एक प्रारंभिक बिंदु माना जाता है।

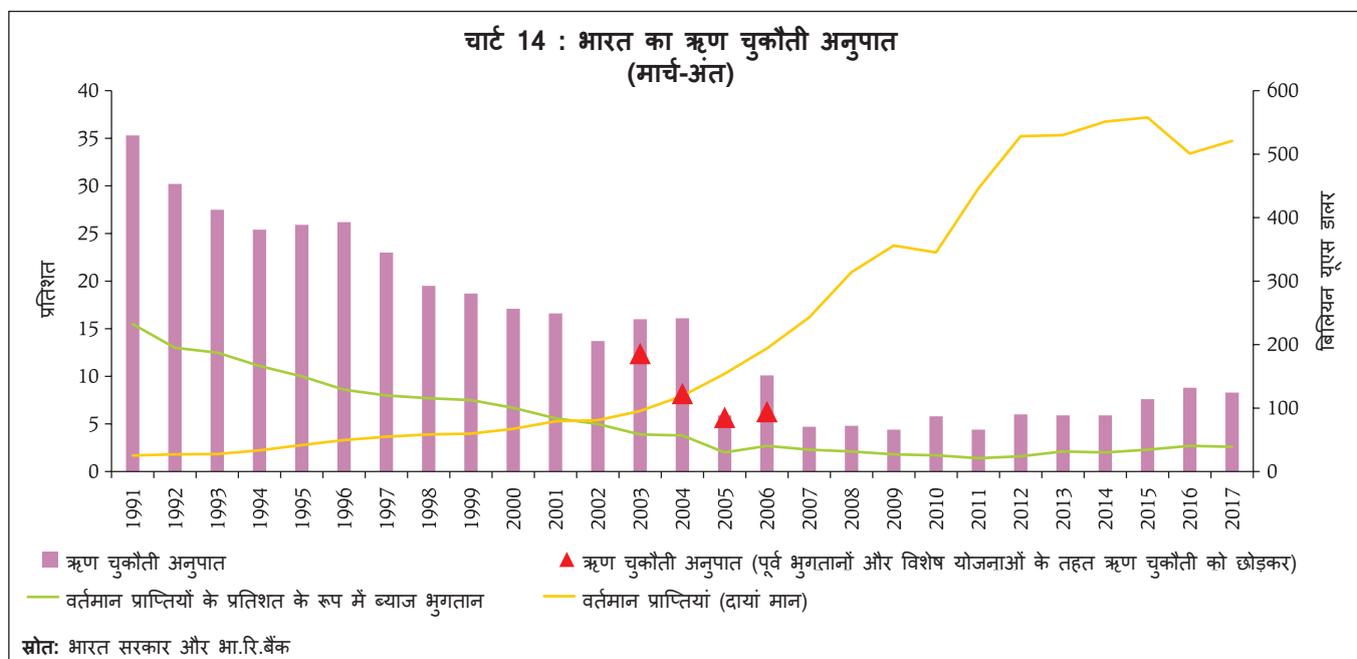
इसके अतिरिक्त, ऋण की परेशानी वाले चरणों के पूर्व खास तौर पर अल्पावधि बाह्य ऋण (अवशिष्ट परिपक्वता) और चालू खाता घाटे में वृद्धि हो जाती है जिससे मौजूदा विदेशी मुद्रा भंडारों पर दबाव बढ़ जाता है। इस पैमाने के द्वारा भी हाल के वर्षों में एक काफी सुधार आया है। मार्च 2017 के अंत की स्थिति के अनुसार, भारत के विदेशी मुद्रा भंडार इसकी बाह्य वित्तीय आवश्यकताओं के लगभग 175 प्रतिशत के स्तर पर थे जो कि टेपरिंग की बात-चीत के दौर की तुलना में कहीं अधिक थे (चार्ट 13)।



IV.3 ऋण चुकौती अनुपात 1990 के दशक की तुलना में कहीं अधिक बेहतर रहा

एक अन्य संकेतक जो ऋण संबंधी जोखिमों को दर्शाता और सामान्य तौर पर उसका प्रयोग किया जाता है वह है ऋण चुकौती अनुपात जिसे वर्तमान प्राप्तियों⁷ के अनुपात के रूप में सकल ऋण चुकौती भुगतानों के रूप में परिभाषित किया गया है। सामान्य तौर पर, 1990-91 से भारत का ऋण चुकौती अनुपात अधोगामी रहा है केवल उन वर्षों को छोड़कर जहां

⁷ आईएमएफ ऋण चुकौती अनुपात को किसी एक वर्ष के लिए निर्यात की गई सामग्री और सेवाओं की तुलना में दीर्घावधि और अल्पावधि में बाह्य ऋण चुकौती के संबंध में चुकाए गए मूलधन और ब्याज भुगतानों के अनुपात के रूप में परिभाषित करता है (एक्सटर्नल डेट स्टैटिस्टिक्स : गाइड फॉर कंपाइलर्स एंड यूजर्स, 2003)।



बाह्य ऋण के समय-पूर्व भुगतानों या विशेष योजनाओं, जैसे कि रीसर्जेंट इंडिया बॉण्ड और इंडिया मिलेनियम जमा, के मोचन के कारण स्थूल चुकौतियां की गईं। इसके अलावा, वर्तमान प्राप्तियों - जो अर्थव्यवस्था की ऋण चुकौती क्षमता को प्रदर्शित करती हैं- में भी 1999-2000 से 2011-12 के दौरान कई गुना वृद्धि दर्ज की गई और इस अवधि के दौरान इसने ऋण चुकौती अनुपात को सीमित रखने में मदद प्रदान की। 2014-15 और 2015-16 में वर्तमान प्राप्तियों में कमी आने और /या ईसीबी के मोचन के कारण उच्चतर भुगतान होने से ऋण चुकौती अनुपात में थोड़ी वृद्धि दर्ज की गई। तथापि, 2016-17 में मुख्यतः वर्तमान प्राप्तियों में वृद्धि होने से ऋण चुकौती अनुपात में सुधार आया (चार्ट 14)।

ऋण व्यवहार्यता के परिप्रेक्ष्य से, ऋण ग्रस्तता के विविध पैमानों का उपयोग शोधन क्षमता और चलनिधि जोखिम का पता लगाने के लिए किया जाता है। भारत के मामले में, ऐतिहासिक विश्लेषण यह दर्शाते हैं कि वार्षिक ऋण चुकौती भुगतानों के प्रति बाह्य ऋण के स्टॉक में एकांगी संबंध रहा है। तथापि, इस प्रकार का कोई साक्ष्य नहीं है जब अर्थव्यवस्था के आकार (बाह्य ऋण-जीडीपी अनुपात) के कारण बाह्य ऋण सामान्य हो गया हो और जबकि ऋण चुकौती भुगतानों को चुकौती क्षमता के रूप में मापा जाता है (बॉक्स II)। दूसरे शब्दों में विश्लेषण यह बताता है कि किसी प्रकार के 'पॉजी वित्तपोषण' के कोई साक्ष्य नहीं मिले हैं जहां विदेशी उधारियों को पूर्ववर्ती

बॉक्स II: भारत के बाह्य ऋण और ऋण चुकौती भुगतानों के बीच संबंध

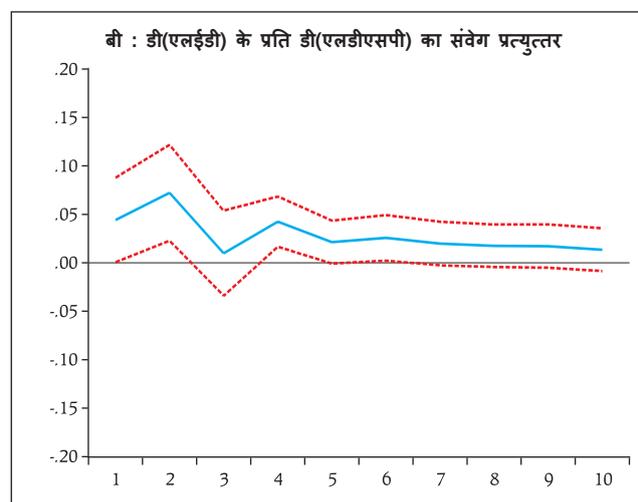
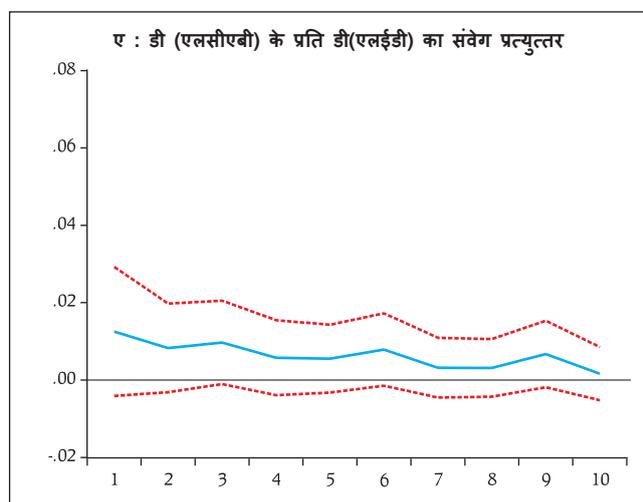
किसी अर्थव्यवस्था के बाह्य ऋण भार से संबंधित जोखिम को सामान्य तौर पर अर्थव्यवस्था की ऋण चुकौती क्षमता के प्रति मूल्यांकित किया जाता है। 'डेट ओवरहेंग' (अत्यधिक ऋण) संबंधी साहित्य इस बात को रेखांकित करते हैं कि वृहत्तर ऋण घरेलू संवृद्धि को प्रभावित करते हैं क्योंकि संभावित ऋण चुकौती लागत घरेलू और विदेशी निवेश पर प्रतिकूल प्रभाव डाल सकती है (करुगमैन, 1988 और सैक्श, 1089)। ऋण चुकौती अनुपात संसाधनों पर भारी दबाव डालने की क्षमता रखते हैं और भुगतान कठिनाइयों और परेशानी का जोखिम उनसे जुड़ा

हुआ होता है। आईएमएफ के अनुसार, एक कम और स्थिर ऋण चुकौती अनुपात का अर्थ यह होता है कि बाह्य ऋणों का मौजूदा स्तर वहनीय है। अन्य अध्ययनों की अनुभवजन्य पद्धति के अनुसरण करने से कारण कार्य-संबंधों की दिशा का सत्यापन होता है जिसके लिए 1970 से 2016 की अवधि तक के वार्षिक आंकड़ों का प्रयोग किया गया है।

दोनों श्रृंखलाओं में इकाई मूल के उपस्थिति के परिप्रेक्ष्य में (अनुबंध II और III)⁸ सभी चरों को उनके लघुगणकीय मूल्यों

(जारी...)

⁸ तथापि, संदर्भ हेतु इकाई मूल की जांच के लिए केवल संवर्द्धित डिक्ली फुलर परीक्षण के परिणाम लिए गए हैं जिन्हें अनुबंध II और III में दिया गया है।



के पहले अंतर के रूप में लिया गया है। पहले एक वेक्टर स्वचालित समाश्रयण (वीएआर) कर अनुमान लगाया गया और संवेग सुझाव दर्शाते हैं कि यद्यपि बाह्य ऋण (ईडी) चालू खाता संतुलन (सीएबी) में आघातों के प्रति सकारात्मक उत्तर प्रदान करता है, परंतु इसका प्रभाव सांख्यिकीय रूप से उल्लेखनीय नहीं है। तथापि, ऋण चुकौती भुगतान (डीएसपी) बाह्य ऋण में सकारात्मक आघात के साथ बढ़ते हैं और सांख्यिकीय रूप से इसका उल्लेखनीय प्रभाव दो वर्षों तक रहता है (चार्ट ए और बी)। अन्य सभी संवेग उत्तर सांख्यिकीय रूप से उल्लेखनीय नहीं पाए गए और इसलिए उन्हें रिपोर्ट नहीं किया गया।

डी(एलईडी) के मौजूदा मान और डी(एलडीएसपी) के पुराने मानों के बीच सह-संबंध निश्चित करने और इसका विपरीत सिद्ध करने के उद्देश्य से ग्रेणर कारण-कार्य-संबंध की भी जांच की गई (सारणी II.1)।

परिणाम यह दर्शाते हैं कि भारत के बाह्य ऋण और ऋण चुकौती के बीच कारण-कार्य-संबंध संरेखीय है अर्थात् बाह्य ऋण ग्रेणर ऋण चुकौती भुगतानों को उत्पन्न करता है और ऋण चुकौती भुगतानों से बाह्य ऋण की दिशा में कोई 'विपरीत कार्य-कारण' नहीं है, जिसका अर्थ यह हुआ कि उच्चतर बाह्य ऋण के साथ ऋण चुकौती बोझ बढ़ता है। तथापि, जब अर्थव्यवस्था के आकार के कारण (अर्थात् बाह्य ऋण-जीडीपी अनुपात) बाह्य ऋण सामान्य हो जाता है और भुगतान क्षमता (वर्तमान क्षमता) के संदर्भ में ऋण चुकौती भुगतानों को मापा जाता है तो किसी भी दिशा में ग्रेणर कारण-कार्य-सिद्धांत का संचरण नहीं होता है (सारणी II.2)। इस प्रकार स्पष्ट होता है कि बाह्य ऋण तब तक प्रबंधकीय होता है जब तक कि तदनुसूची चुकौती क्षमता बढ़ती है। इस प्रकार के कोई साक्ष्य नहीं मिले हैं कि ऋण चक्र में बढ़ते हुए ऋण स्तर और ऋण चुकौती भुगतान अवहनीय हो गए हों और परिणामस्वरूप ऋण चूक हो गई हो।

सारणी II.1 : बाह्य ऋण और ऋण चुकौती भुगतानों के बीच ग्रेणर कारण-कार्य-संबंध

कारण-कार्य संबंध की दिशा एच ₀	लैग की संख्या	एफ-सांख्यिकी	प्रायिकता	परिणाम
डी(एलईडी) के कारण ग्रेणर कारण डी (एलडीएसपी) नहीं है	2	3.80	0.03	अस्वीकार्य
डी (एलडीएसपी) के कारण ग्रेणर कारण डी(एलईडी) नहीं है	2	0.94	0.40	अस्वीकार्य नहीं

नोट: डी(एलईडी) लॉग रूप में बाह्य ऋण का पहला अंतर है और डी(डीएसपी) लॉग रूप में ऋण चुकौती भुगतानों का पहला अंतर है।

सारणी II.2 : बाह्य ऋण-जीडीपी अनुपात और ऋण चुकौती अनुपात के बीच ग्रेणर कारण-कार्य-संबंध

कारण-कार्य संबंध की दिशा एच ₀	लैग की संख्या	एफ-सांख्यिकी	प्रायिकता	परिणाम
डी(ईडीआर) के कारण ग्रेणर कारण डी (डीएसपीआर) नहीं है	2	0.86	0.48	अस्वीकार्य नहीं
डी(डीएसपीआर) के कारण ग्रेणर कारण डी(ईडीआर) नहीं है	2	0.64	0.60	अस्वीकार्य नहीं

नोट: वर्तमान प्राप्तियों के अनुपात के रूप में डी(ईडीआर) बाह्य ऋण-जीडीपी अनुपात का पहला अंतर और डी(डीएसपीआर) ऋण चुकौती भुगतानों का पहला अंतर है।

उधारियों की चुकौती करने के लिए उठाया गया हो जैसा कि 1990 के दशक में कुछ लातिन अमेरिकी देशों द्वारा किया गया था।

V. देशी-विदेशी परिप्रेक्ष्य

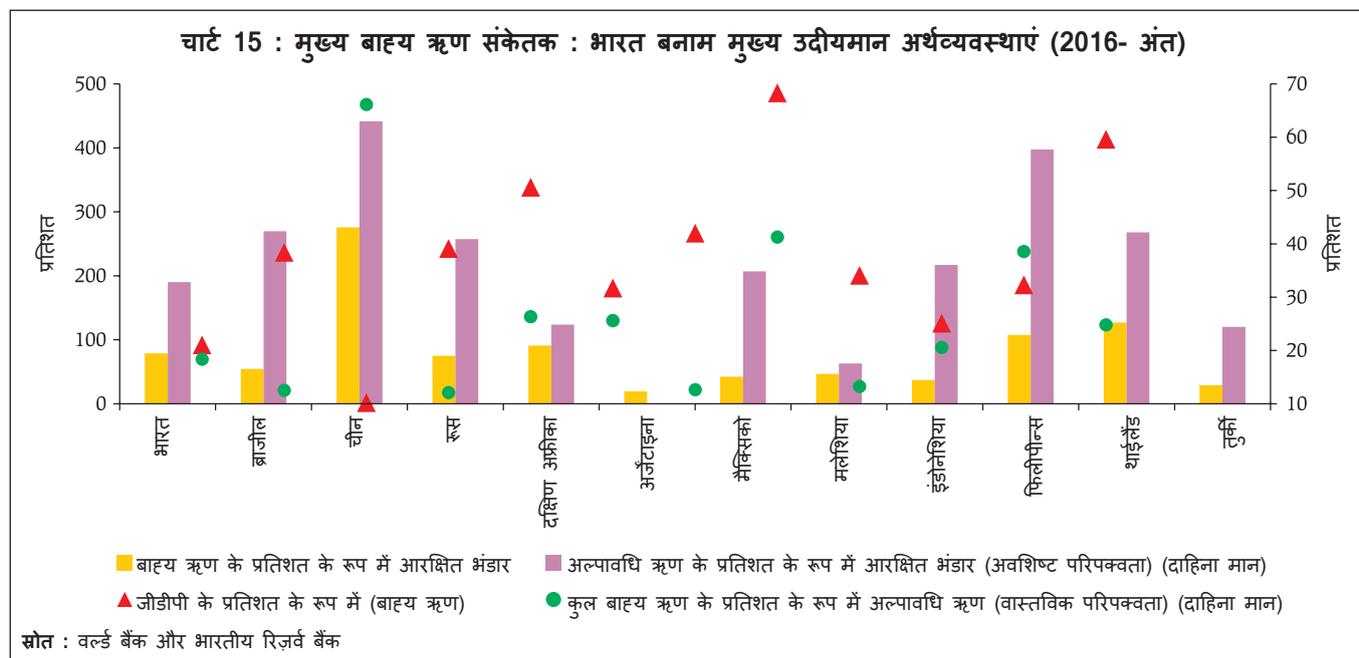
2016 के अंत में मौजूद स्टॉक के संदर्भ में भारत सर्वाधिक बाह्य ऋणग्रस्त उदीयमान बाजार अर्थव्यवस्था ईएमई था- यह चीन, ब्राजील और रूस के बाद चौथा सर्वाधिक बाह्य ऋण ग्रस्त देश था। तथापि, जीडीपी अनुपात की तुलना में बाह्य ऋण के संदर्भ में भारत की स्थिति संगत रूप से बेहतर है। कुल बाह्य ऋण के लिए आरक्षित निधि के संदर्भ में भारत की रैंक ब्राजील और रूस की तुलना में बेहतर है। इसी प्रकार, भारत के कुल बाह्य ऋण में अल्पावधि ऋण (वास्तविक परिपक्वता) की हिस्सेदारी चीन, मलेशिया, थाईलैंड, दक्षिण अफ्रीका, अर्जेंटीना, तुर्की और फिलीपीन्स की तुलना में बेहतर है। तथापि, अल्पावधि ऋण (अवशिष्ट परिपक्वता) के लिए आरक्षित कोष दक्षिण अफ्रीका, तुर्की और मलेशिया को छोड़कर अन्य ईएमई की तुलना में कम था (चार्ट 15)।

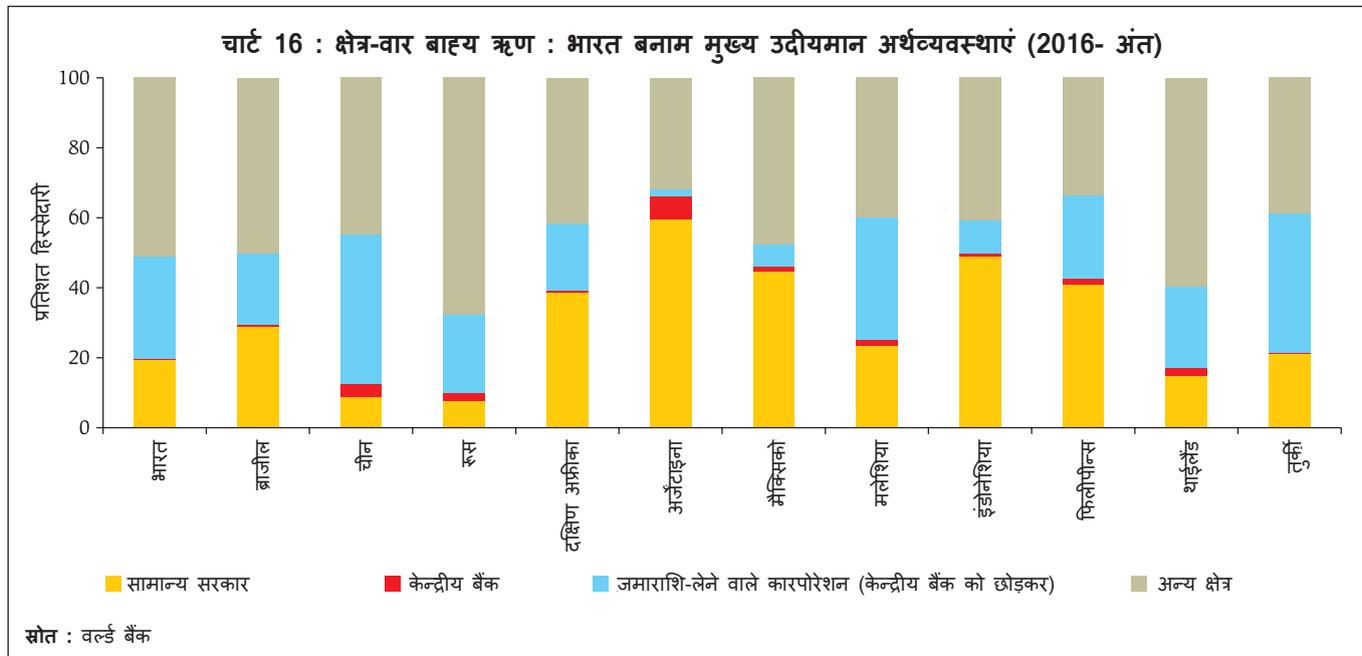
सरकारी (पूर्ण-स्वामित्व) ऋण कुल बाह्य कर्ज का लगभग 20 प्रतिशत है जो अन्य प्रमुख ईएमई जैसे कि अर्जेंटीना (59 प्रतिशत), इंडोनेशिया (49 प्रतिशत), मैक्सिको (45 प्रतिशत), फिलीपीन्स (41 प्रतिशत) और दक्षिण अफ्रीका (39 प्रतिशत) से कम है। भारत में जमाराशि ग्रहण करने वाले कारपोरेशनों (केन्द्रीय बैंक को छोड़कर) की हिस्सेदारी बाह्य

कर्ज में लगभग 29 प्रतिशत है; यह अनुपात चीन (43 प्रतिशत), तुर्की (40 प्रतिशत) और मलेशिया (35 प्रतिशत) के मामले में अधिक है। भारत के संबंध में कुल बाह्य ऋण में गैर-वित्तीय क्षेत्र (अन्य क्षेत्र) की भागीदारी रूस और थाईलैंड की तुलना में कम है (चार्ट 16)।

लिखतों के संदर्भ में, भारत की बाह्य देनदारियां मुख्यतः 'ऋणों' के माध्यम से हैं जो कि 2016 के अंत की स्थिति के अनुसार कुल बकाया देनदारियों के 40 प्रतिशत से अधिक है। मुख्य उदीयमान बाजार अर्थव्यवस्थाओं जहां देनदारियों में 'ऋण' की हिस्सेदारी भारत से अधिक है उनमें फिलीपीन्स, तुर्की, इंडोनेशिया और थाईलैंड शामिल हैं। प्रमुख उदीयमान बाजार अर्थव्यवस्थाओं में 'मुद्रा और जमा राशियों' में भारत का हिस्सा कुल बाह्य ऋण में सर्वाधिक है जबकि कुल बाह्य ऋण में 'व्यापार क्रेडिट और अग्रिमों' के तहत हिस्सेदारी में चीन के बाद दूसरे नम्बर पर है। ऋण प्रतिभूतियों के जरिए उठाई गई भारत की बाह्य देनदारियां अधिकतर अन्य उदीयमान बाजार अर्थव्यवस्थाओं, जिसमें चीन, ब्राजील और दक्षिण अफ्रीका शामिल हैं, से कम हैं। फिलीपीन्स, तुर्की, अर्जेंटाइना, रूस, मैक्सिको और ब्राजील की विदेशी मुद्राओं में उठाए गए बाह्य ऋण में हिस्सेदारी भारत से अधिक है (चार्ट 17)।

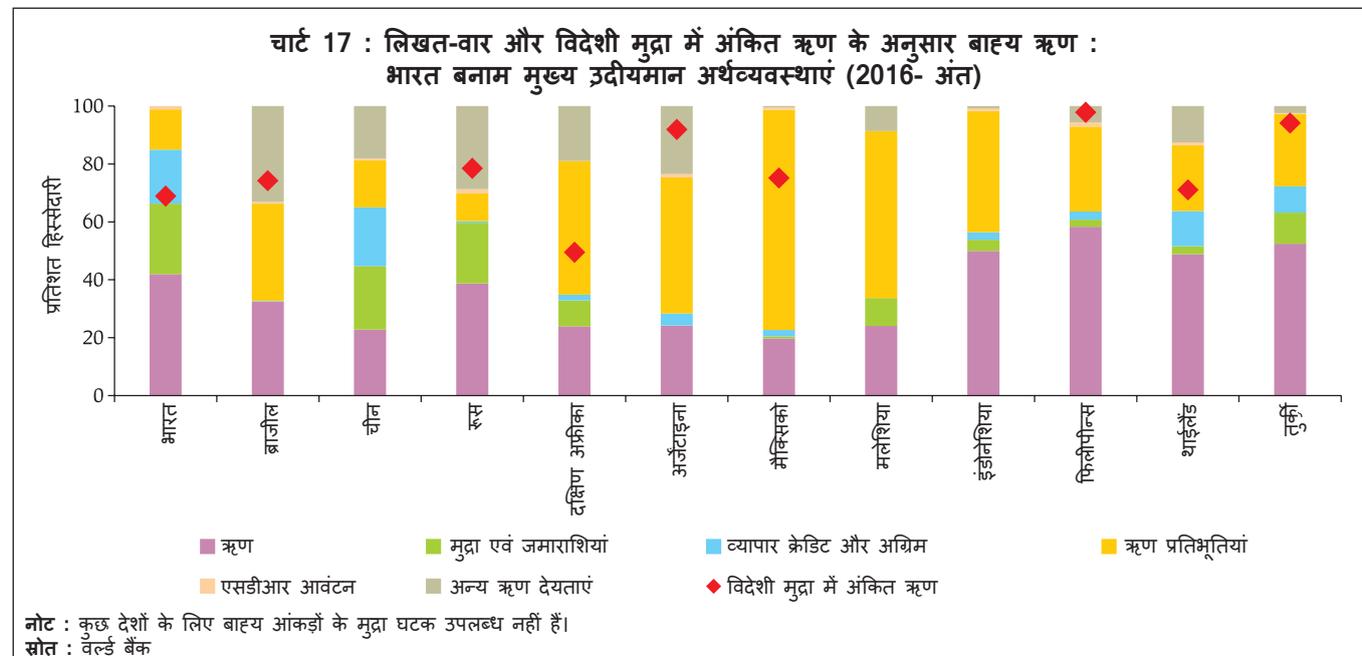
देश-विदेश का तुलनात्मक अध्ययन दर्शाता है कि कई उदीयमान बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने हाल के वर्षों में बाह्य



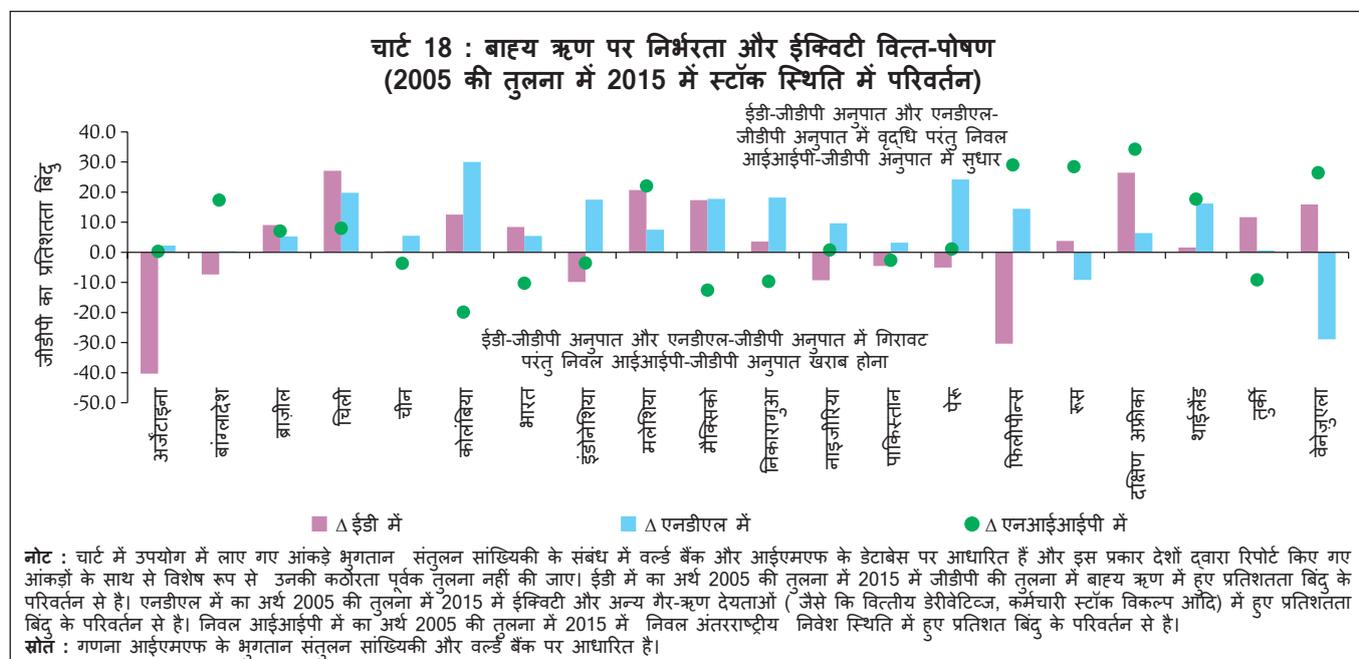


ऋण की तुलना में एक प्रवाह का निर्माण करते हुए गैर-ऋण प्रतिभूतियों पर अपनी निर्भरता बढ़ाई है। तथापि, चीन, अर्जेंटाइना, पेरू, पाकिस्तान, इंडोनेशिया और फिलीपीन्स के विपरीत 2005-2015 के दौरान गैर-ऋण विदेशी पूंजी की तुलना में बाह्य ऋण(जीडीपी के संदर्भ में मापित) के प्रति भारत के रुझान में वृद्धि हुई है⁹। इसके अतिरिक्त, भारत का

बाह्य आस्तियों का सृजन धीमा रहा है जिसके परिणामस्वरूप संदर्भाधीन अवधि के दौरान अनिवासियों के निवल दावों के रूप में निवल अंतरराष्ट्रीय निवेश स्थिति में कमजोरी आई है। कुछ ऐसी अर्थव्यवस्थाएं हैं नामतः, ब्राज़ील, चिली, मलेशिया, फिलीपीन्स, दक्षिण अफ्रीका और थाईलैंड जिन्होंने ऋण और /या इक्विटी देयताओं के प्रति रुझान बढ़ने के



⁹ किसी देश की इक्विटी और अन्य ऋण देयताओं के स्टॉक की गणना (एनडीएल) वर्ष के अंत में कुल बाह्य देयताओं से इसके बाह्य ऋण के स्टॉक को घटा कर की गई है। भारतीय रिज़र्व बैंक ने सितंबर 2005 से भारत की अंतरराष्ट्रीय निवेश स्थिति को जारी करना प्रारंभ किया।



बावजूद निवल अंतरराष्ट्रीय निवेश स्थितियों में सुधार किया है।

VI.6 उपसंहार

समाप्ति पर यह कहा जा सकता है कि भारत की बाह्य ऋण स्थिति में 1990 के पूर्वार्ध से उल्लेखनीय परिवर्तन प्रदर्शित हुआ है। जहां भारत पूंजी खाते को छूट प्रदान करने के लिए विवेकपूर्ण रूप से क्रमिक और धीरे-धीरे कार्य करता रहा है फिर भी इसके बाह्य ऋण के आकार और इसकी संघटना में वक्त के साथ विस्तार हुआ है जो कि पनपती हुई आवश्यकताओं और नीतिगत विकल्पों के अनुरूप रहा है। बढ़ता हुआ गैर-सरकारी और छूट-रहित ऋण घरेलू आर्थिक गतिविधि में भारतीय निजी कारपोरेट क्षेत्र की विस्तारित भूमिका का उल्लेख करता है, परंतु क्रेडिट और बाजार जोखिमों के प्रति संवेदनशीलता को भी बढ़ाता है। जैसा कि अनुभवजन्य विश्लेषण बताते हैं यद्यपि भारत के अल्पावधि ऋण में सन् 2000 के मध्य से इजाफा हुआ है तथापि, उसी के अनुरूप विदेशी मुद्रा भंडार में हुई वृद्धि ने बाह्य ऋण के जाल से घरेलू अर्थव्यवस्था को बचाए भी रखा है।

बाह्य ऋण की प्रोफाइल में एक अन्य महत्वपूर्ण परिवर्तन हुआ है कि हाल के वर्षों में भारतीय रुपए में अंकित ऋण की हिस्सेदारी में वृद्धि हुई है जिसे सरकार और भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा उठाया गया एक प्रमुख नीतिगत उपाय कहा जा सकता

है और यह भारतीय रुपए में अंकित ऋण के लिए विदेशी निवेशकों के बढ़ते हुए रुझान को भी दर्शाता है। बाह्य ऋण संकेतकों के विविध मानदंडों के अनुसार चीन को छोड़कर भारत अपनी समकक्ष अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में बेहतर है। फिर भी, गहराते वैश्विक वित्तीय उतार-चढ़ाव के परिप्रेक्ष्य में ऋण आधारित वित्त पोषण पर बढ़ती हुई निर्भरता - विशेष रूप से ऋण प्रवाह- बाह्य संवेदनशीलताओं का निर्माण कर सकती है और इस प्रकार इसकी नियमित निगरानी की जानी अपेक्षित है।

संदर्भ

आइज़ेनमैन, जोशुआ और माकेल एम. हचिन्सन (2010), 'एक्सचेंज मार्केट प्रेशर एंड एक्सपोज़र बाई इंटरनेशनल रिजर्व्स: इमर्जिंग मार्केट्स एंड फिअर ऑफ लॉस इयूरिंग 2008-09 क्राइसिस', एनबीईआर, वर्किंग पेपर सं. 16260

फटाई, ओ.ओ. (2016), 'कैजुअल नेक्सस बिटवीन एक्सटर्नल डेट एंड इकनॉमिक ग्रोथ: दि नाइजीरियन केस', इंटरनेशनल जर्नल ऑफ मैनेजमेंट एंड कामर्स इन्नोवेशन, खंड 4, पीपी : 92-98

इंटरनेशनल मॉनीटरी फंड (2000), 'डेट-एंड रिज़र्व रिलेटेड इंडिकेटर्स ऑफ एक्सटर्नल वलनरेबिलिटी', अन्य विभागों के परामर्श के साथ नीति विकास और समीक्षा विभाग बनाया गया, मार्च

इंटरनेशनल मॉनीटरी फंड (2003), "एक्सटर्नल डेट स्टैटिक्स : गाइड फॉर कंपाइलर्स एंड यूजर्स", जून

कुरुगमैन पॉल (1988), "फाइनेंसिंग वर्सेस फॉरगिविंग ए डेट ओवरहेडिंग", जर्नल ऑफ डेवलपमेंट इकोनॉमिक्स, खंड 29 : 253-268

लिंडनेर, पीटर एंड सुंग इयून जुंग (2014), "कारपोरेट वलनरेबिलिटीज़ इन इंडिया एंड बैंक्स लोन परफार्मेंस", आईएमएफ वर्किंग पेपर सं. 14/232

मैनज़ोची, स्टेफैनो (1997), "एक्सटर्नल फाइनेंस एंड फॉरेन डेट इन सेंट्रल एंड ईस्टर्न यूरोपियन कंट्रीज़", आईएमएफ वर्किंग पेपर सं. 97/ 134

सैक्श, जेफरी (1989), "दि डेट ओवरहेडिंग आफ डेवलपिंग कंट्रीज़", इन डेट स्टैबलाइजेशन एंड डेवलपमेंट : एसे इन मेमरी ऑफ कार्लोस डिआज़ अलेज़ेन्ड्रो ईडी बाई काल्वो ए. ग्युल्लेरिमो एंड अदर्स (बासिल ब्लैकवेल : ऑक्सफोर्ड), पी. 80-102

भारतीय प्रतिभूति और मुद्रा विनिमय बोर्ड (2017), वार्षिक रिपोर्ट, 2016-17

वर्ल्ड बैंक (2016), अंतरराष्ट्रीय डेट स्टैटिस्टिक्स, वर्ल्ड बैंक ग्रुप

वर्ल्ड बैंक (2017), अंतरराष्ट्रीय डेट स्टैटिस्टिक्स, वर्ल्ड बैंक ग्रुप

अनुबंध 1 : भारतीय ऋण बाजार में भागीदारी के लिए एफपीआई हेतु प्रमुख नीतिगत परिवर्तन

वर्ष	सरकारी बॉन्ड	वर्ष	कारपोरेट बॉन्ड
अप्रैल 2004	खजाना बिलों में एफआईआई की अनुमति प्रदान की गई	मार्च 1998	समग्र अनुमोदित सीमा के भीतर एफआईआई को गैर-सूचीबद्ध ऋण प्रतिभूतियों में भी निवेश करने की अनुमति प्रदान की गई *
नव. 2004	एफआईआई की सीमा बढ़ाकर 1.75 बिलियन यूएस \$ की गई	दिसं. 2004	सरकारी बॉन्डों के लिए निर्धारित सीमा के ऊपर 0.5 बिलियन की पृथक एफआईआई सीमा
अप्रैल 2006	एफआईआई की सीमा बढ़ाकर 2.0 बिलियन यूएस \$ की गई	अप्रैल 2006	सीमा बढ़ाकर 1.5 बिलियन यूएस \$ की गई और उसे केवल कारपोरेट बॉन्डों के लिए प्रतिबंधित किया गया
जन. 2007	एफआईआई की सीमा बढ़ाकर 2.6 बिलियन यूएस \$ की गई	सितं. 2006	टिअर II बॉन्डों के लिए 0.5 बिलियन यूएस \$ की पृथक सीमा
जन. 2008	एफआईआई की सीमा बढ़ाकर 3.2 बिलियन यूएस \$ की गई	जून 2008	सीमा बढ़ाकर 3.0 बिलियन यूएस \$ की गई
जून 2008	एफआईआई की सीमा बढ़ाकर 5.0 बिलियन यूएस \$ की गई	अक्तू. 2008	सीमा बढ़ा कर 6.0 बिलियन यूएस \$ की गई
नव. 2010	सीमा बढ़ाकर 10 बिलियन यूएस \$ की गई (बढ़ाई गई 5 बिलियन यूएस \$ की राशि को दीर्घावधि जी-सेक में निवेश किया जा सकेगा जिसकी परिपक्वता 5 वर्ष से अधिक हो)	फर. 2009	सीमा बढ़ा कर 15 बिलियन यूएस \$ की गई
नव. 2011	सीमा बढ़ाकर 15 बिलियन यूएस \$ की गई	नव. 2010	सीमा बढ़ा कर 20 बिलियन यूएस \$ की गई #
जून 2012	जी-सेक(दीर्घावधि) लिए उप-सीमा को बढ़ाकर 10 बिलियन यूएस \$ किया गया।	मार्च 2011	दीर्घावधि बॉन्डों में सीमा बढ़ा कर 25 बिलियन यूएस \$ की गई
जन. 2013	<ul style="list-style-type: none"> • कुल सीमा बढ़ाकर 25 बिलियन यूएस \$ की गई • दीर्घावधि श्रेणी के लिए उप-सीमा बढ़ाकर 15 बिलियन यूएस \$ की गई • खजाना बिलों में कोई निवेश नहीं 	नव. 2011	सीमा 5 बिलियन यूएस \$ बढ़ाई गई
जून 2013	कुल सीमा बढ़ाकर 30 बिलियन यूएस \$ की गई	सितं. 2012	क्यूएफआई (पात्र विदेशी निवेशकों) को 1 बिलियन यूएस \$ तक की अनुमति प्रदान की गई
अप्रै. 2014	एफआईआई को अवशिष्ट परिपक्वता के साथ जी-सेक में एक वर्ष या अधिक के लिए अनुमति प्रदान की गई	अप्रै. 2013	(उप-सीमाओं को मिलाते हुए) सीमा 51 बिलियन यूएस \$ की गई
जुला. 2014	जी-सेक में मौजूदा निवेश सीमा (30 बिलियन यूएस \$) के भीतर उप-सीमा को बढ़ाकर 25 बिलियन यूएस \$ किया गया, जिसमें न्यूनतम अवशिष्ट परिपक्वता 3 वर्ष की हो (तदनुसार, एसडब्ल्यूएफ, बीमा और पेंशन निधियों आदि के लिए सीमा में 5 बिलियन यूएस \$ की कमी की गई)	अप्रै. 2016	51 बिलियन यूएस \$ की सीमा को रु.2443.23 बिलियन निर्धारित किया गया (मसाला बॉन्डों सहित)
अक्तू. 2015	अक्तूबर 2015 से केन्द्रीय जी-सेक और एसडीएल के लिए एफपीआई सीमाओं में तिमाही वृद्धि	सितं. 22, 2017	<ul style="list-style-type: none"> • रु.2273.22 बिलियन (मसाला बॉन्डों को छोड़कर) 3 अक्तूबर 2017 से प्रभावी • वित्त वर्ष 18-19 के लिए रु. 170.01 बिलियन की अतिरिक्त सीमा • कारपोरेट बॉन्डों के लिए रु. 2443.23 बिलियन की एफपीआई सीमा 01 जनवरी 2017 से (मसाला बॉन्डों को छोड़कर)
मार्च 2017 के अंत की स्थिति	रु. 2,410 बिलियन (.35 बिलियन यूएस \$)^		
सितं. 2017 के अंत की स्थिति	रु. 2,751 बिलियन (.43 बिलियन यूएस \$)		
अक्तू. 2017 से	रु. 2,983 बिलियन (.44 बिलियन यूएस \$)		

* ऋण की अनुमोदित समग्र सीमा के भीतर 70:30 मार्ग के लिए 0.1 बिलियन यूएस \$ और 100 प्रतिशत ऋण सीमा के मार्ग के लिए 0.9 बिलियन यूएस \$ की पृथक उप-सीमाएँ जिन्हें बाद में जनवरी 2008 में इन मार्गों के सीमांकन के समाप्त करने तक, बाद में संशोधित किया गया।

इन्फ्रास्ट्रक्चर कंपनियों के दीर्घावधि (>5 वर्ष) बॉन्डों के लिए वृद्धिशील राशि

^ अक्तूबर 2015 से केन्द्रीय सरकार की प्रतिभूतियों में और राज्य विकास उधारों में एफपीआई द्वार निवेश के लिए सीमाओं को रूप के रूप में घोषित/निर्धारित किया गया। कोष्ठकों में दिए गए आंकड़े तिमाही के प्रारंभ में यूएस डॉलर के प्रति भारतीय रुपये के लिए संदर्भ दर का उपयोग कर अनुमानित किए गए हैं।

अनुबंध 2 : व्यापार उधार, आयातों और रुपया-डॉलर विनिमय दर के संबंध में बाह्य ऋण में इकाई मूल के लिए संवर्धित डिकी-फुलर परीक्षण

अंत्य परिकल्पना: एलटीसीओएस, एलआईएम और एलईआर के पास एक इकाई मूल है लैंग दूरी: (स्वचालित- एसआईसी आधारित) नमूना अवधि : 2000:ति2 से 2017:ति4							
संवर्धित डिकी फुलर सांख्यिकी		एलटीसीओएस		एलआईएम		एलईआर	
		टी-सांख्यिकी	प्रायिकता*	टी-सांख्यिकी	प्रायिकता*	टी-सांख्यिकी	प्रायिकता*
		-1.14	0.69	-1.28	0.63	0.07	0.96
परीक्षण के प्रमुख मान	1% स्तर	-3.53		-3.53		-3.53	
	5% स्तर	-2.91		-2.90		-2.91	
	10% स्तर	-2.59		-2.59		-2.59	

* मैककिनॉन (1996) एक-पक्षीय पी-मान

अनुबंध 3 : बाह्य ऋण और ऋण चुकौती भुगतानों में इकाई मूल के लिए संवर्धित डिकी-फुलर परीक्षण

अंत्य परिकल्पना: एलईडी और एलडीएसपी के पास एक इकाई मूल है बहिर्जात : नीयत लैंग दूरी: (स्वचालित- एसआईसी आधारित) नमूना अवधि : 1970 से 2016					
संवर्धित डिकी फुलर सांख्यिकी		एलईडी		एलडीएसपी	
		टी-सांख्यिकी	प्रायिकता*	टी-सांख्यिकी	प्रायिकता*
		-0.72	0.83	0.90	0.78
परीक्षण के प्रमुख मान	1% स्तर	-3.58		-3.59	
	5% स्तर	-2.93		-2.93	
	10% स्तर	-2.60		-2.60	

* मैककिनॉन (1996) एक-पक्षीय पी-मान

अंत्य परिकल्पना: ईडीआर और डीएसपीआर के पास एक इकाई मूल है बहिर्जात : नीयत लैंग दूरी: (स्वचालित- एसआईसी आधारित)					
संवर्धित डिकी फुलर सांख्यिकी		ईडीआर		डीएसपीआर	
		टी-सांख्यिकी	प्रायिकता*	टी-सांख्यिकी	प्रायिकता*
		-2.52	0.12	-1.53	0.51
परीक्षण के प्रमुख मान	1% स्तर	-3.60		-3.59	
	5% स्तर	-2.94		-2.93	
	10% स्तर	-2.61		-2.60	

* मैककिनॉन (1996) एक-पक्षीय पी-मान