

क्या विकास ऋण स्थिरता को जन्म देता है? हाँ, लेकिन इसके विपरीत नहीं!

प्रजानामेव भूत्यर्थं स ताभ्यो बलिमग्रहीत्।
सहस्रगुणमुत्स्रष्टुमादत्ते हि रसं रविः॥ १-१८॥

— महाकवि कालिदास की रघुवंशम

क्या विकास ऋण स्थिरता को जन्म देता है? या, राजकोषीय तपस्या विकास को बढ़ावा देती है? कोविड-19 संकट के बीच राजकोषीय खर्च की आवश्यकता को देखते हुए, ये प्रश्न महत्वपूर्ण हैं। यह अध्याय स्पष्ट रूप से स्थापित करता है कि विकास भारतीय संदर्भ में ऋण स्थिरता की ओर जाता है लेकिन इसके विपरीत नहीं। ऐसा इसलिए है क्योंकि भारत सरकार द्वारा भुगतान किए गए ऋण पर ब्याज दर आदर्श द्वारा भारत की विकास दर से कम है, अपवाद से नहीं। जैसा कि ब्लैचर्ड (2019) अमेरिकी आर्थिक संघ के अपने 2019 के राष्ट्रपति के संबोधन में बताते हैं: “अगर सरकार द्वारा भुगतान की गई ब्याज दर वृद्धि दर से कम है, तो सरकार का सामना करने वाला इंटरटेम्पोरल बजट बाधा अब बांधता नहीं है।” यह घटना इस बात पर प्रकाश डालती है कि ऋण स्थिरता “ब्याज दर वृद्धि दर अंतर” (IRGD) पर निर्भर करती है, अर्थात् एक अर्थव्यवस्था में ब्याज दर और विकास दर के बीच अंतर।

उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में, अत्यंत कम ब्याज दर, जिसने एक ओर नकारात्मक आईआरजीडी का नेतृत्व किया है, और दूसरी ओर मौद्रिक नीति की सीमाएं रखी हैं, जिससे राजकोषीय नीति की भूमिका पर पुनर्विचार हुआ है। भारत में एक नकारात्मक IRGD की समान घटना-कम ब्याज दरों के कारण नहीं बल्कि बहुत अधिक विकास दर-राजकोषीय नीति के सामर्थ्य पर एक बहस को तेज करना चाहिए, विशेष रूप से विकास मंदी और आर्थिक संकट के दौरान।

कार्य-कारण के बारे में भ्रम-वृद्धि से लेकर ऋण स्थिरता या इसके विपरीत-कई वृहद आर्थिक घटनाओं की विशेषता है, जहाँ कार्य-कारण की पहचान करने के लिए प्राकृतिक प्रयोग असामान्य हैं। विकास और ऋण स्थिरता के विशिष्ट संदर्भ में, यह भ्रम इस तथ्य से भी उपजा है कि अकादमिक और नीति साहित्य मुख्य रूप से उन्नत अर्थव्यवस्थाओं पर केंद्रित है, जहाँ भारत की तुलना में कार्य क्षमता कम संभावित विकास से उलझा हुआ है। वास्तव में, अध्याय कई देशों के साक्ष्यों का अध्ययन करता है ताकि यह दिखाया जा सके कि विकास उच्च विकास दर वाले देशों में कर्ज का कारण बन सकता है; कम विकास दर वाले देशों में कारण दिशा के बारे में ऐसी स्पष्टता नहीं देखी गई है। कॉरपोरेट फाइनेंस के विचारों को सरकारी ऋण *a la Bolton* (2016) में एकीकृत करके, सर्वेक्षण यह समझने के लिए वैचारिक नींव

रखता है कि ये अंतर उच्च विकास वाली उभरती अर्थव्यवस्थाओं और कम-वृद्धि वाली उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के बीच क्यों प्रकट हो सकते हैं।

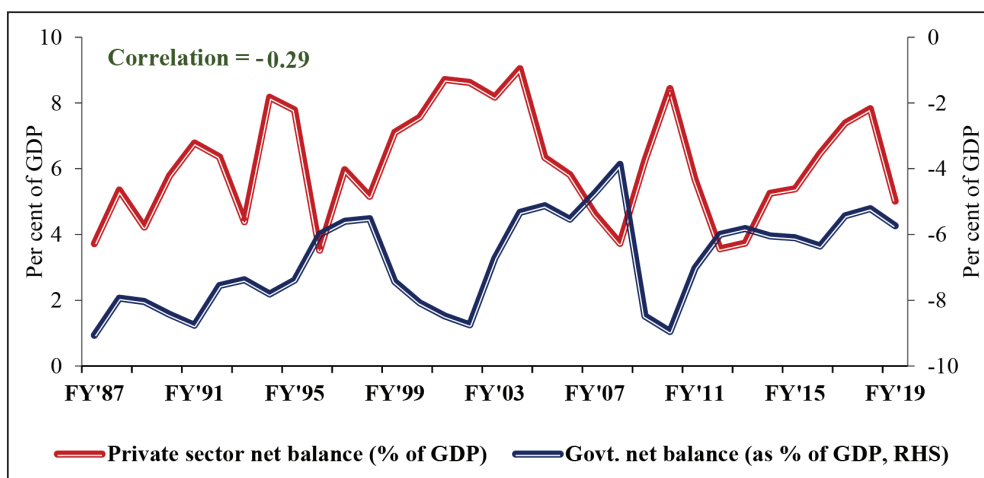
जैसा कि केविड-19 महामारी ने मांग के लिए एक महत्वपूर्ण नकारात्मक आघात पैदा किया है, सक्रिय राजकोषीय नीति-एक जो यह मानती है कि आर्थिक उछाल के दौरान आर्थिक संकटों के दौरान राजकोषीय गुणकों की मात्रा अधिक होती है-यह सुनिश्चित कर सकता है कि अर्ध-आर्थिक सुधारों का पूरा लाभ सीमित हो गया है। उत्पादक क्षमता को संभावित नुकसान। जैसा कि भविष्य में IRGD के नकारात्मक होने की आशंका है, एक राजकोषीय नीति जो विकास को गति प्रदान करती है, निम्नतर, उच्चतर, ऋण-से-सकल घरेलू उत्पाद अनुपात को जन्म देगी। वास्तव में, 2030 तक के सिमुलेशन ने भारत की विकास क्षमता को देखते हुए, ऋण स्थिरता को खराब परिदृश्यों में भी एक समस्या होने की संभावना नहीं है। इस प्रकार अध्याय आर्थिक मंदी के दौरान विकास को सक्षम करने के लिए प्रति-चक्र्रीय राजकोषीय नीति का उपयोग करने की वांछनीयता को दर्शाता है।

आलोचकों के प्रतिवाद को स्वीकार करते हुए कि सरकारों के पास खर्च करने की स्वाभाविक प्रवृत्ति हो सकती है, सर्वेक्षण का प्रयास सरकार के लिए बौद्धिक लंगर प्रदान करने के लिए है, जो विकास की मंदी या आर्थिक संकट के दौरान ऋण और राजकोषीय खर्च के बारे में अधिक आराम से हो। अधिक सक्रिय, प्रति-चक्र्रीय राजकोषीय नीति के लिए सर्वेक्षण की कॉल राजकोषीय गैरजिम्मेदारी का आह्वान नहीं है। यह बौद्धिक एंकरिंग को तोड़ने का आह्वान है जिसने राजकोषीय नीति के खिलाफ एक असममित पूर्वाग्रह पैदा किया है।

2.1 केविड-19 संकट के बीच, राजकोषीय नीति ने दुनिया भर में भारी महत्व ग्रहण किया है। स्वाभाविक रूप से, राजकोषीय विस्तार का समर्थन करने के लिए उच्च सरकारी ऋण के आसपास बहस भविष्य के विकास, ऋण स्थिरता, संप्रभु रेटिंग और बाहरी क्षेत्र पर संभावित कमजोरियों के लिए इसके निहितार्थ के बारे में चिंताओं के साथ है। यह अध्याय एक संकट के दौरान भारत में राजकोषीय नीति के इष्टतम रुख की जांच करता है और यह स्थापित करता है कि विकास भारतीय संदर्भ में ऋण स्थिरता की ओर जाता है और जरूरी नहीं कि इसके विपरीत हो।

2.2 जबकि राजकोषीय नीति विशेष रूप से आर्थिक संकट के दौरान मुख्य रूप से नमकीन होती है, सामान्य तौर पर, राजकोषीय नीति को समाप्त करने के बजाय आर्थिक चक्रों को सुचारू करने के लिए प्रति-चक्र्रीय होना चाहिए। जैसा कि संयुक्त राज्य अमेरिका और यूनाइटेड किंगडम के लिए देखा जाता है, निजी क्षेत्र और सार्वजनिक क्षेत्र के नेट बैलेंस के बीच संबंध लगभग पूरी तरह से नकारात्मक (-0.9) (चित्र 1 बी और 1 सी) है। भारत में, हालांकि, राजकोषीय नीति सामान्य रूप से प्रति-चक्र्रीय नहीं रही है (चित्र 1 ए)।

चित्र: 1: सरकारी और निजी क्षेत्र में प्रवृत्ति/रुझान
चित्र 1ए: भारत (FY 1987 – FY 2019)



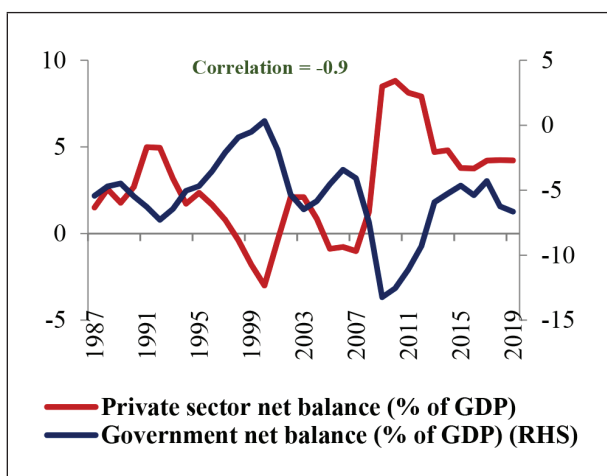
स्रोत: RBI, MoSPI

ध्यान दें:

सरकार का निवल शेष = (सार्वजनिक क्षेत्र के वित्तीय और गैर-वित्तीय निगम और सामान्य सरकारी सकल घरेलू बचत) – (सार्वजनिक क्षेत्र के वित्तीय और गैर-वित्तीय निगम और सामान्य सरकार सकल पूंजी निर्माण)

निजी क्षेत्र का निवल शेष = निजी क्षेत्र का सकल डोमेस्टिक बचत – निजी क्षेत्र का सकल पूंजी निर्माण
घरों के लिए, कुल बचत में सोना और चांदी शामिल नहीं है (इसे तुलनीय बनाने के लिए)।

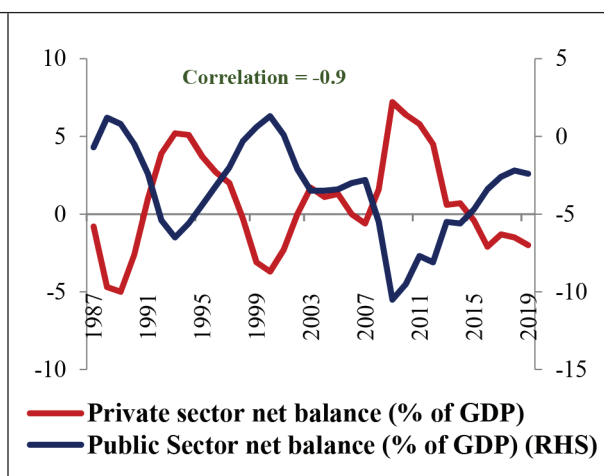
चित्र 1बी: संयुक्त राज्य अमेरिका (1987-2019)



स्रोत: BEA (यूएस)

सरकारी निवल शेष = कुल सरकारी रसीदें – कुल सरकारी व्यय निजी क्षेत्र का निवल शेष = सकल निजी घरेलू निवेश – सकल निजी बचत (घरेलू व्यवसाय, घर और संस्थान)

चित्र 1सी: यूनाइटेड किंगडम (1987-2019)



स्रोत: यूके इकोनॉमिक अकाउंट्स (ONS) और OBR (यूके)

सार्वजनिक क्षेत्र का निवल शेष = सामान्य सरकार और सार्वजनिक निगमों द्वारा निवल उधार

निजी क्षेत्र का निवल शेष = परिवारों द्वारा निवल उधार, गैर-लाभकारी संस्थाएँ जो घरों और निजी गैर वित्तीय निगमों की सेवा कर रही हैं

2.3 जबकि आर्थिक चक्रवृद्धि को समाप्त करने के लिए प्रति-चक्रित राजकोषीय नीति आवश्यक है, आर्थिक संकट के दौरान यह महत्वपूर्ण हो जाता है (बॉक्स 1)। इसका कारण यह है कि राजकोषीय गुणक, जो कि राजकोषीय खर्च के अतिरिक्त रुपये से अर्थव्यवस्था द्वारा प्राप्त कुल रिटर्न पर कब्जा करते हैं, आर्थिक (बॉक्स 2) की तुलना में आर्थिक संकटों के दौरान असमान रूप से अधिक होते हैं। भारत जैसे देश में, जिसमें अनौपचारिक क्षेत्र में कार्यरत बड़े कर्मचारियों की संख्या है, प्रति-चक्रिय राजकोषीय नीति और भी अधिक सर्वोपरि है। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में, जहां सार्वजनिक और निजी क्षेत्र के श्रम बाजार बहुत अधिक खंडित नहीं

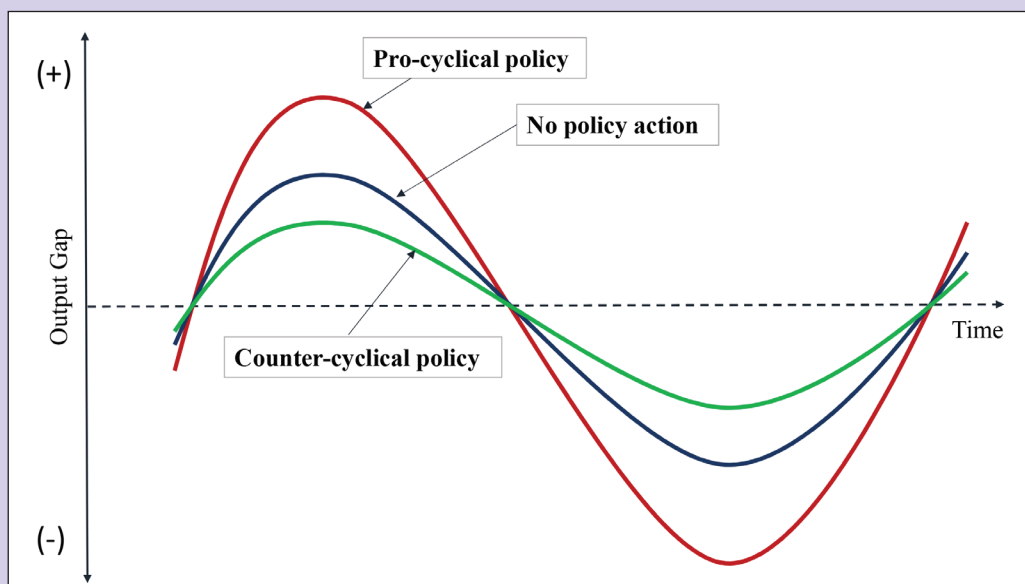
हैं, राजकोषीय खर्च सार्वजनिक क्षेत्र के रोजगार को बढ़ा सकते हैं, निजी क्षेत्र में श्रम की आपूर्ति को कम कर सकते हैं, मजदूरी में वृद्धि कर सकते हैं, और जिससे निजी क्षेत्र के रोजगार में भीड़ हो सकती है। हालांकि, भारत जैसे देश में, जहां निजी और सार्वजनिक क्षेत्र के श्रम बाजार बड़े पैमाने पर खंडित हैं, निजी क्षेत्र के रोजगार से बाहर ऐसी भीड़ न्यूनतम है (माइकिलैट, 2014)। इस प्रकार, आर्थिक उत्तोलन की तुलना में मंदी के दौरान रोजगार के लिए ऋण-वित्तपोषित सार्वजनिक व्यय अधिक लागत प्रभावी है।

बॉक्स 1. जवाबी चक्रीय राजकोषीय नीति की प्रासंगिकता

भारतीय राजा रोजगार प्रदान करने और निजी क्षेत्र के आर्थिक भाग्य को सुधारने के लिए अकाल और सूखे के दौरान महलों का निर्माण करते थे। आर्थिक सिद्धांत, वास्तव में, एक ही सिफारिश करता है: एक मंदी के वर्ष में, सरकार को विस्तार के समय से अधिक खर्च करना होगा। इस तरह की प्रति-चक्रीय राजकोषीय नीति अच्छे समय में संकुचन (खर्च में वृद्धि/करों में कमी) और बुरे समय में विस्तारक (खर्च में कमी/कर) घटाकर व्यापार चक्र को स्थिर करती है। दूसरी ओर, एक चक्रीय राजकोषीय नीति वह है जिसमें राजकोषीय नीति अच्छे समय के दौरान विस्तार और मंदी के दौरान संकुचन से व्यापार चक्र को मजबूत करती है (चित्र ए)।

| राजकोषीय नीति (एफपी) रुख | मंदी (↓ GDP) | विस्तार (↑GDP) | परिणाम |
|--------------------------|--|---|--|
| प्रो चक्रीय | संविदात्मक एफ.पी. ↓ सरकार। व्यय या/और ↑कर | विस्तार एफ.पी. ↑सरकार। व्यय या/और ↓कर | गहरी मंदी और विस्तार करता है, जिससे व्यापार चक्र में उतार-चढ़ाव बढ़ता है। |
| प्रति-चक्रीय | विस्तार एफपी ↑सरकार व्यय या और ↓ कर | संविदात्मक एफ.पी. ↓ सरकार व्यय या और ↑कर | मंदी को नरम करता है और विस्तार को नियंत्रित करता है, जिससे व्यापार चक्र में उतार-चढ़ाव कम हो रहा है। |

चित्र ए: विभिन्न राजकोषीय नीति के तहत व्यापार चक्र



ट्रांसमिशन के चैनल

राष्ट्रीय आय पहचान को याद करते हुए, वाई = सी + आई + जी + एक्सएम, निजी क्षेत्र पर मंदी का शुद्ध प्रभाव कम निजी खपत (सी), कम निजी निवेश (आई), निजी द्वारा जोखिम उठाने के संदर्भ में हो सकता है। क्षेत्र और निराशावादी अपेक्षाएँ/भावनाएँ। ऐसे परिदृश्य में, सरकारी व्यय का विस्तार करके एक प्रति चक्रवाती नीति अपनाना-खपत और निवेश दोनों-जीडीपी का समर्थन करेंगे और आउटपुट अंतर को कम करेंगे (जैसा कि ऊपर चित्र में देखा गया है)। यह मुख्य रूप से निम्नलिखित चैनलों के माध्यम से होता है:

- i. खपत और निवेश में गिरावट को दूर करके, सरकारी व्यय में विस्तार जीडीपी वृद्धि में योगदान करके आउटपुट में संकुचन को कम कर सकता है; और मंदी के दौरान अधिक खर्च करने वाले गुणकों के माध्यम से निजी निवेश और खपत को बढ़ाकर। (Auerbach और Gorodnichenko (2012), Riera-Crichton और Vegh और Vuletin (2014), जोर्ड और टेलर (2016), Canzoneri et al (2012)।
- ii. 'पशु आत्माओं' को वापस लाने के लिए निजी क्षेत्र के अधिक जोखिम-प्रतिफल की भरपाई करके जोखिम गुणक के माध्यम से।
- iii. कठिन समय में आत्मविश्वास का निर्माण करके बहु गुणक के माध्यम से: जवाबी चक्रीय राजकोषीय नीति अपनाने वाली सरकारें राजकोषीय प्रबंधन के लिए अपनी प्रतिबद्धता को विश्वसनीय रूप से प्रदर्शित करने में सक्षम हैं। नतीजतन, अर्थव्यवस्था में तर्कसंगत एजेंटों से उम्मीद होगी कि अर्थव्यवस्था में उतना उतार-चढ़ाव नहीं होगा और इसलिए उनके निजी कार्यों को मजबूत करेगा, बदले में मजबूत मैक्रोइकॉनॉमिक फंडामेंटल्स (Konstantinou और Tagkalakis (2011), Alsina et al. (2014) को सक्षम करेगा।'

आर्थिक साहित्य में कई अध्ययन इस संबंध को सैद्धांतिक और आनुभविक रूप से स्थापित करते हैं। 1950-2010 के दौरान 114 देशों के लिए मैक्रोइकॉनॉमिक परिणामों पर राजकोषीय नीति की चक्रीयता के प्रभाव का अध्ययन Ozkan और McManus (2015) ने किया और कहा कि चक्रीय राजकोषीय रुख के बाद आर्थिक विकास कम होता है, उत्पादन में उच्च अस्थिरता और मुद्रास्फीति का उच्च स्तर होता है। इसके विपरीत, चक्र के खिलाफ नीतिगत क्रियाओं के साथ एक जवाबी चक्रीय राजकोषीय नीति रुख, उत्पादन की अस्थिरता को कम करके और एक स्थिर पथ पर विकास को बनाए रखते हुए एक स्थिरता के रूप में कार्य करता है। इसी तरह से खारबोबी और अधियन (2008) के एक अध्ययन से पता चलता है कि उद्योग उन अर्थव्यवस्थाओं में तेजी से बढ़े हैं, जहां राजकोषीय नीति उत्पादन और उत्पादकता दोनों के मामले में अधिक प्रतिकूल रही है।

भारत के लिए, वर्तमान परिदृश्य में, जब निजी उपभोग, जो सकल घरेलू उत्पाद का 54 प्रतिशत योगदान देता है, अनुबंधित है, और निवेश, जो लगभग 29 प्रतिशत योगदान देता है, अनिश्चित है, प्रति-चक्रीय राजकोषीय नीतियों की प्रासंगिकता सर्वोपरि है। वास्तव में, क्रुगमैन के अनुसार, भौतिक और मानव पूंजी दोनों में, सार्वजनिक निवेश के लिए निर्देशित स्थायी प्रोत्साहन का एक निरंतर, उत्पादक कार्यक्रम समय की आवश्यकता है (Krugman 2020)।

बॉक्स 2. आर्थिक मंदी के दौरान उच्च राजकोषीय गुणक

अधिकांश अध्ययनों का उद्देश्य व्यापारिक चक्र में देश की स्थिति के साथ राजकोषीय नीतियों के प्रभावों में भिन्नता का आकलन करना है, इस बात पर सहमति व्यक्त करना कि राजकोषीय नीतियां विस्तार की तुलना में मंदी के दौर में अधिक प्रभावी हैं (बारो और रेड्लिक (2011), Auerbach और गोरवनिचेंको (2012), फजारी एट अला (2015), रमी और जुबेरल (2015)। Auerbach और Gorodnichenko (2012 (i), (ii)) अपने सेमिनल पेपर में OECD देशों और अमेरिका के लिए मंदी और विस्तार में कई गुना खर्च करने के आकार में बड़े अंतर दिखाते हैं, मंदी के दौर के दौरान उच्च राजकोषीय बहुसंख्यकों के साथ। सरकारी खर्चों के विभिन्न घटकों के लिए अलग-अलग मल्टीप्लायरों की अनुमति के बाद इन परिणामों को बनाए रखा जाता है। वे अधिकतम उत्पादन गुणक के बिंदु अनुमानों को प्राप्त करते हैं (पहले 20 तिमाहियों में) अमेरिका में मंदी के दौरान 0.57 और 2.48 के दौरान अनुमानित है।

Riera-Crichton, Vegh और Vuletin (2014) ने व्यापार चक्र की स्थिति और राजकोषीय हस्तक्षेप के संकेत/आकार दोनों पर राजकोषीय नीति की स्थिति की, और पाया कि मंदी में राजकोषीय विस्तार, बूम में राजकोषीय विस्तार की तुलना में बहुत अधिक विस्तार है। जोर्ड और टेलर (2016) टाइम सीरीज डेटा के लिए प्रॉपर्टीज-स्कोर आधारित विधियों का उपयोग करके दिखाते हैं कि जीडीपी राजकोषीय समेकन का एक प्रतिशत पांच साल में वास्तविक जीडीपी के 4 प्रतिशत के नुकसान में बदल जाता है, जब एक मंदी में लागू किया जाता है, और बस बूम में 1 फीसदी।

विभिन्न अध्ययनों में राजकोषीय गुणकों की प्रति-चक्रियता की इस घटना को अलग-अलग चैनलों में दिखाया गया है। इनमें से कुछ हैं:

1. आसान आर्थिक तंगी:

- Tagkalakis (2008) से पता चलता है कि राजकोषीय नीति घरों पर बाध्यकारी तरलता की कमी के कारण मंदी (1970-2002 के ओईसीडी देशों के लिए) के दौरान निजी खपत को बढ़ाने में अधिक प्रभावी है। चूंकि मंदी के दौरान तरलता की कमी घरों और फर्मों की एक विस्तृत शृंखला में बंध सकती है, इस प्रकार घरों और फर्मों का एक बड़ा हिस्सा अप्रत्याशित कर कटौती या सरकारी खर्च में वृद्धि के बाद उत्पन्न अतिरिक्त आय का उपभोग करेगा, जिससे खपत (धन प्रभाव) पर अधिक प्रभाव पड़ेगा। और इसलिए आउटपुट।
- इसी तरह की तर्ज पर, Canzoneri et al (2012) का तर्क है कि राजकोषीय उत्तेजना फैलने (बैंक जमा दर और बैंक ऋण दर के बीच) में कमी आती है, जो बैंक की मध्यवर्ती लागतों में चक्रिय भिन्नता के कारण चक्रिय रूप से काउंटर में उतार-चढ़ाव करता है। यह बदले में अधिक उधार लेने और वर्च को प्रोत्साहित करता है, जो अर्थव्यवस्था को आगे बढ़ाता है और फिर से प्रसार को कम करता है, और अधिक उधार को प्रोत्साहित करता है; और प्रक्रिया खुद को दोहराती है। चूंकि यह वित्तीय घर्षण (फैलाव) मंदी के दौरान बढ़ता है, इसलिए उधार अवधि बढ़ाने और उत्पादन में राजकोषीय उत्तेजना का चेन प्रभाव विस्तार अवधि के मुकाबले मंदी के दौरान अधिक होता है।
- मंदी के दौर में राजकोषीय गुणक अधिक होने की संभावना है क्योंकि बचत करने के लिए एहतियाती मकसद से निजी बचत बढ़ जाती है। इसलिए, किसी भी संभावित निजी निवेश से बाहर भीड़-भले ही यह सभी विस्तारक अवधि के दौरान प्रकट होता है-ऋण योग्य धन के बढ़ते पूल के कारण प्रकट होने की संभावना नहीं है।
- Michailat (2014) श्रम बाजार के माध्यम से एक और चैनल का दस्तावेज बनाता है जो मंदी में वित्तीय गुणकों को बढ़ाता है। सार्वजनिक रोजगार में वृद्धि श्रम की मांग को बढ़ाती है, जिससे तंगी बढ़ती है और इसलिए निजी रोजगार में भीड़ होती है। गंभीर रूप से, अर्ध-श्रम आपूर्ति उत्तल है। इसलिए, जब श्रम की मांग उदास होती है और बेरोजगारी अधिक होती है, तंगी में वृद्धि और परिणामस्वरूप भीड़-भाड़ कम होती है।

2. भविष्य की उत्पादकता में वृद्धि के लिए बड़ी उपभोक्ता भावना:

- Bachmann vkSj Sims (2011) तर्क देते हैं और सबूत पेश करते हैं कि आर्थिक मंदी की अवधि के दौरान एक झटका लगने से मंदी के दौरान सरकारी खपत के सापेक्ष सरकारी निवेश की मात्रा में लगातार वृद्धि होती है (जो सामान्य समय में ऐसा नहीं है)। सरकारी निवेश व्यय में यह सापेक्ष वृद्धि, उत्पादन और उत्पादकता में भविष्य में वृद्धि के बारे में संकेत प्रदान करती है, और इसलिए उच्चतर मापा आत्मविश्वास में परिलक्षित होती है। इससे खपत और आउटपुट पर अधिक प्रभाव पड़ता है।

भारत में (आर-जी) अवकलन और ऋण स्थिरता

2.4. जैसा कि राजकोषीय नीति सार्वजनिक ऋण पर बहस के साथ बहुत निकट से संबंधित है, हम सार्वजनिक ऋण और विकास के बीच संबंधों की वैचारिक बुनियाद को समझने से शुरू करते हैं, जैसा कि बॉक्स 1 में चर्चा की गई ऋण गतिशीलता के लिए सरल समीकरण में देखा गया है। यह देखा गया है कि प्राथमिक से $(g-r) \cdot d_{t-1} / (1+g)$, के बराबर होने पर ऋण-से-जीडीपी अनुपात समय के साथ स्थिर रहता है (यानी $dt-1$ $dt \& 1$)। जब $g > r$ होता है, तो प्राथमिक घाटे का यह सीमा स्तर सकारात्मक होता है। इसलिए, जब तक प्राथमिक घाटा इस सीमा से नीचे रहता है, ऋण स्थायी रहता है। इन पंक्तियों के साथ, डी लुका (2012) दर्शाता है कि जब तक प्राथमिक घाटा सकल घरेलू उत्पाद का एक निरंतर अंश है, $(r-g)$ अभी भी ऋण स्थिरता के लिए पर्याप्त सांख्यिकीय है। इस प्रकार, जिस आसानी से सरकार अपने ऋण-से-जीडीपी अनुपात (d_t) को कम कर सकती है, वह मुख्य रूप से ब्याज दर-विकास अंतर (उसके बाद IRGD) या $(r-g)$ पर निर्भर करती है। आईआरजीडी जितना अधिक नकारात्मक, उतना (और तेज) सरकार के लिए ऋण स्थिरता सुनिश्चित करना आसान है। इसके विपरीत, यदि आईआरजीडी सकारात्मक है, तो ऋण स्थिरता सुनिश्चित करना

सरकार के लिए कठिन (और धीमा) है। एक नकारात्मक आईआरजीडी इस प्रकार ऋण स्थिरता के लिए एक सक्षम वातावरण बनाता है।

भारतीय राजा रोजगार प्रदान करने और निजी क्षेत्र के आर्थिक भाग्य को सुधारने के लिए अकाल और सूखे के दौरान महलों का निर्माण करते थे। आर्थिक सिद्धांत, वास्तव में, एक ही सिफारिश करता है: एक मंदी के वर्ष में, सरकार को विस्तार के समय से अधिक खर्च करना होगा। इस तरह की प्रति-चक्रीय राजकोषीय नीति अच्छे समय में संकुचन (खर्च में वृद्धि/करों में कमी) और बुरे समय में विस्तारक (खर्च में कमी/कर) घटाकर व्यापार चक्र को स्थिर करती है। दूसरी ओर, एक चक्रीय राजकोषीय नीति वह है जिसमें राजकोषीय नीति अच्छे समय के दौरान विस्तार और मंदी के दौरान संकुचन से व्यापार चक्र को मजबूत करती है (चित्र ए)।

बॉक्स 3. ऋण गतिकी का सिद्धांत

ऋण गतिकी की साधारण पहचान सरकारी ऋण-से-सकल घरेलू उत्पाद के अनुपात में परिवर्तन को अपने प्रमुख ड्राइवर्स में बदलने के लिए एक लेखांकन ढांचा प्रदान करती है, अर्थात् (i) सरकारी ऋण पर लगाए गए (वास्तविक या नाममात्र) ब्याज दर के बीच का अंतर और (वास्तविक या नाममात्र) विकास दर; (ii) पिछली अवधि में ऋण-से-जीडीपी अनुपात, और (iii) जीडीपी के प्राथमिक घाटे का अनुपात।

ऋण गतिकी की पहचान निम्नानुसार लिखी जाती है:

$$\Delta d_t = (r_t - g_t) \cdot d_{t-1} / (1 + g_t) - pb_t$$

जहाँ Δd_t : वर्ष T में सामान्य सरकारी ऋण-से-जीडीपी में परिवर्तन;

r_t : वर्ष T में भुगतान की गई वास्तविक ब्याज दर;

g_t : वर्ष T में वास्तविक जीडीपी विकास;

d_{t-1} : वर्ष में सामान्य सरकारी ऋण-से-सकल घरेलू उत्पाद ($T-1$);

pb_t : वर्ष T में प्राथमिक शेष-से-सकल घरेलू उत्पाद।

समान पहचान को नाममात्र ब्याज दर और नाममात्र विकास दर का उपयोग करके भी लिखा जा सकता है:

$$\Delta d_t = (i_t - \gamma_t) \cdot d_{t-1} / (1 + \gamma_t) - pb_t$$

जहाँ i_t : नाममात्र ब्याज दर वर्ष T में भुगतान किया;

γ_t : वर्ष T में नाममात्र जीडीपी विकास

और अन्य चर ऊपर के रूप में हैं।

इस समीकरण को मूल पहचान से प्राप्त किया जा सकता है जो सरकार के लिए अंतर्वाह और बहिर्वाह के बराबर होना चाहिए।

$$\underbrace{D_t}_{\text{Debt borrowed in year } t} + \underbrace{R_t}_{\text{Revenues in year } t} = \underbrace{D_{t-1}}_{\text{Repayment of debt borrowed in year } t-1} + \underbrace{I_t}_{\text{Interest on debt borrowed in year } t-1} + \underbrace{NIE_t}_{\text{Non-interest expenditure in year } t}$$

या

$$D_t = D_{t-1} + I_t D_{t-1} - PB_t$$

जहाँ PB_t , $NIE_t - R_t$ के रूप में परिभाषित प्राथमिक शेष राशि है और यह वर्ष t में ऋण पर भुगतान किया गया ब्याज है। जीडीपी द्वारा समीकरण के दोनों किनारों को विभाजित करने पर, और सभी अनुपातों को जीडीपी के अनुपात के रूप में उनमें निचले मामले के अक्षरों द्वारा, अर्थात् उदाहरण के लिए, $d_t \equiv D_t / GDP_t$ द्वारा, हम प्राप्त करते हैं:

$$d_t = \frac{1 + i_t}{1 + \gamma_t} d_{t-1} - pb_t$$

जहां हम विकल्प देते हैं $\frac{GDP_t}{GDP_{t-1}} = (1 + \gamma_t)$.

दोनों ओर से d_{t-1} घटाकर, हम नाममात्र ब्याज और विकास दर का उपयोग करके ऊपर दूसरा समीकरण प्राप्त करते हैं। हम फिशर के समीकरण से जानते हैं कि $(1 + i_t) = (1 + r_t)(1 + \pi_t)$ और $(1 + \gamma_t) = (1 + g_t)(1 + \pi_t)$, जहां π_t वर्ष t में मुद्रास्फीति को दर्शाता है। उसी का उपयोग करते हुए, हम प्राप्त करते हैं:

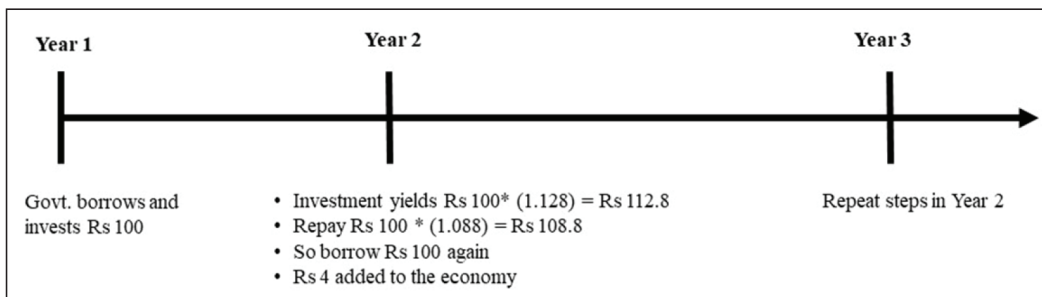
$$d_t = \frac{1 + r_t}{1 + g_t} d_{t-1} - pb_t$$

ध्यान दें कि दोनों समीकरण-नाममात्र ब्याज और विकास दर का उपयोग करने वाले और वास्तविक ब्याज और विकास दर का उपयोग करने वाले-एक दूसरे के समान और समकक्ष हैं। कभी-कभी, संदेह उत्पन्न होता है कि क्या दो समीकरण वास्तव में

समान हैं? यह भिन्न $\frac{r_t - g_t}{1 + g_t}$ और $\frac{i_t - \gamma_t}{1 + \gamma_t}$ के बीच तुलना के कारण है। ऐसा प्रतीत होता है कि एकमात्र अंतर अंश

के भाजक में होता है, जिसका वास्तविक विकास दर नाममात्र की विकास दर से होता है क्योंकि अंतर $r-g$ और $i-I$ समान होना चाहिए। भ्रम की स्थिति समीपता $i?r + \text{छ}$ और $+g + ar$ का उपयोग करने से उत्पन्न होती है, जो गलत अनुमान की ओर ले जाती है कि $r-g$ और $i-\gamma$ समान होना चाहिए। हालांकि, भ्रम तब हो जाता है जब कोई यह पहचान लेता है कि ये केवल अनुमान हैं जहां फिशर समीकरण ($r \cdot \pi$ और $g \cdot \pi$ gets) में उत्पाद की शर्तों को अनदेखा किया गया है।

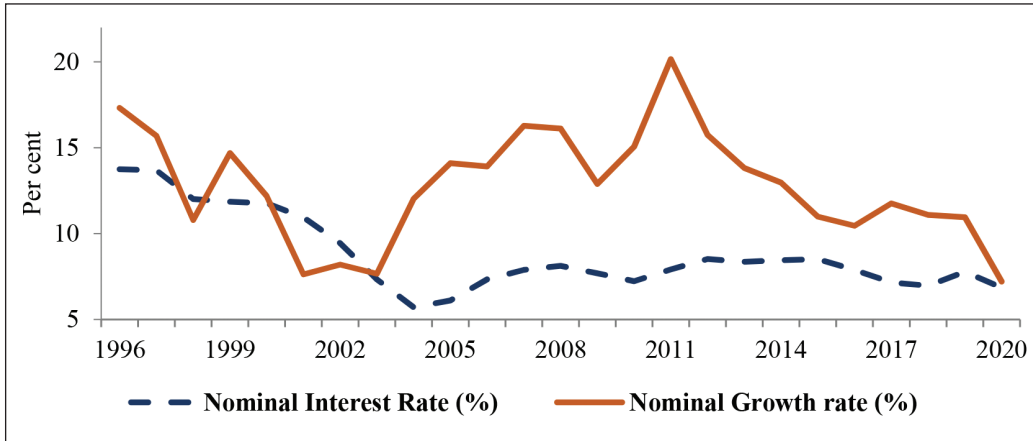
2.5. भारत में एक मानक के रूप में, पिछले तीन दशकों में, जीडीपी विकास दर ब्याज दरों (चित्र 2 ए) से अधिक रही है। यह सबूत अमेरिकी आर्थिक संघ को अपने 2019 के राष्ट्रपति के संबोधन में ब्लैंचर्ड (2019) द्वारा वर्णित घटना के अनुरूप है: “यदि सरकार द्वारा भुगतान की गई ब्याज दर विकास दर से कम है, तो तब सरकार के सामने आने वाला इंटरटेम्पोरल बजट अब बाध्यकारी नहीं है।” सहज रूप से, जब $i_t > \gamma_t$ या नाममात्र की विकास दर भविष्य के निकट भविष्य के लिए नाममात्र ब्याज दर से अधिक हो जाती है, तो ऋण स्थिरता को नीचे दिए गए आंकड़े में बताया गया है। यहाँ, i_t और γ_t पिछले 25 वर्षों के लिए उनका ऐतिहासिक औसत माना जाता है, क्रमशः 8.8% और 12.8%। सरकार के निवेश के रूप में रु. 100 का उत्पादन 112.8 है जबकि मूलधन और ब्याज चुकौती 108.8, के बराबर है। रुपये 4 का ऋण अर्थव्यवस्था में जोड़ा जा सकता है जब 100 रुपये अगली अवधि में लुढ़के हुए है। बेशक, ऋण के इस रोल-ओवर जो कि ऋण स्थिरता को जन्म देता है, केवल तभी प्रकट हो सकता है जब $i_t > \gamma_t$ यदि असमानता उलट जाती है, तो ऋण के रोलओवर स्वचालित नहीं हो जाते हैं, जिससे ऋण स्थिरता खतरे में पड़ जाती है।



2.6. इस असमानता ने 1990-2020 के दौरान अधिकांश वर्षों के लिए एक नकारात्मक IRGD का नेतृत्व किया है, जो बदले में, ऋण के स्तर में गिरावट का कारण बना है। चित्र 2 सी IRGD और सामान्य सरकारी ऋण में परिवर्तन के बीच मनाया गया मजबूत संबंध दर्शाता है। चूंकि यह असमानता एक ऋण रोलओवर (Blanchard 2019) की राजकोषीय लागत को कम करती है, यह राजकोषीय नीति के लिए गुंजाइश को बढ़ाता है (i) कुल मांग में मंदी को पूरा करता है और (ii) जिससे ऋण स्थिरता को बढ़ावा मिलता है।

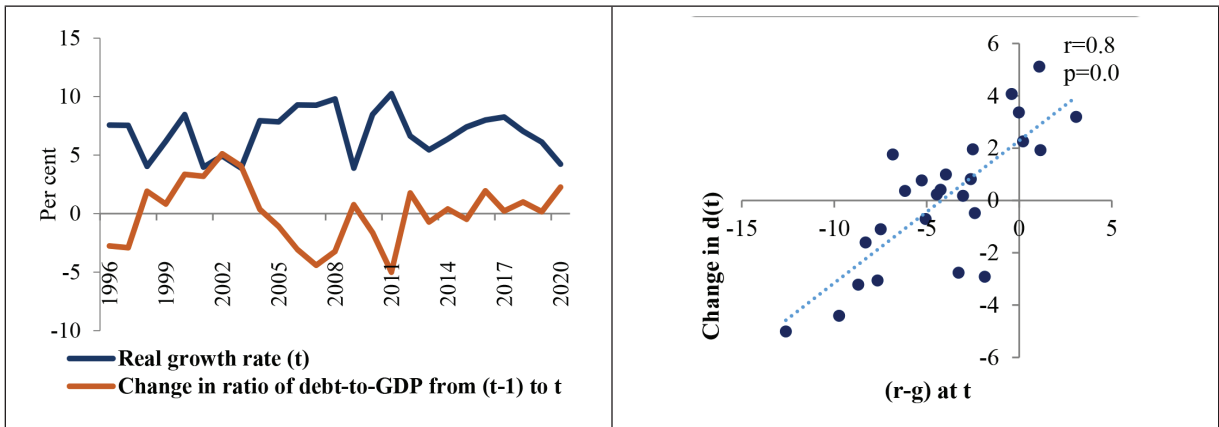
चित्र 2: ब्याज दर और विकास दर में रुझान, रू-बरू ऋण-स्तर में बदलाव

2a: पिछले 25 वर्षों के दौरान, पड़ एक मानक है, एशियाई वित्तीय संकट के दौरान छोटी अवधि को छोड़कर



2b: वास्तविक विकास दर (ह) और ऋण-से-जीडीपी अनुपात में परिवर्तन (क)

2c: (त.ह) और जीडीपी अनुपात में ऋण में परिवर्तन के बीच मजबूत संबंध



स्रोत: RBI] MoSPI

नोट: d (t)–सामान्य सरकार ऋण समय अवधि में जीडीपी : के रूप में (t),

2018-19 के लिए ऋण त् है और 2019-20 ठ् है।

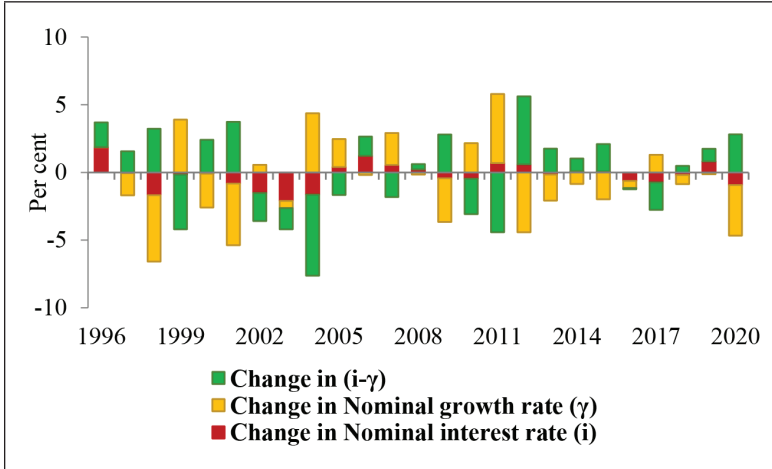
आंकड़ों में दर्शाए गए वित्त वर्ष समाप्त हो रहे हैं।

नाममात्र ब्याज दर केंद्रीय सरकार की प्रतिभूतियों पर भारत औसत ब्याज दर है, वास्तविक ब्याज दर की गणना नाममात्र की ब्याज दर और जीडीपी अप. स्फीतिकारक के उपयोग से की जाती है।

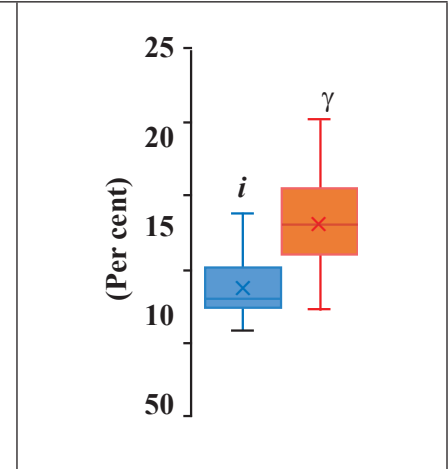
2.7. भारत में ब्याज दर और विकास दर के रुझानों पर करीब से नजर डालें तो पिछले दो-ढाई दशकों (चित्र 3 ए) में ब्याज दरों के सापेक्ष विकास दर में एक उच्चतर परिवर्तनशीलता दिखाई देती है। इसका तात्पर्य यह है कि IRGD में बदलाव ज्यादातर ब्याज दरों में बदलाव (चित्र 3 बी, 3 सी, 3 डी) के बजाय वृद्धि दर में बदलाव के लिए जिम्मेदार हैं। इस प्रकार, यह उच्च विकास है जो भारत के लिए ऋण की स्थिरता (चित्रा 2 बी) की कुंजी प्रदान करता है।

चित्र 3: जीडीपी की वृद्धि दर में परिवर्तन (γ) पिछले 25 वर्षों के दौरान ब्याज दर वृद्धि अंतर (i -years) में सबसे भिन्नता बताता है (FY1996 से FY2020)

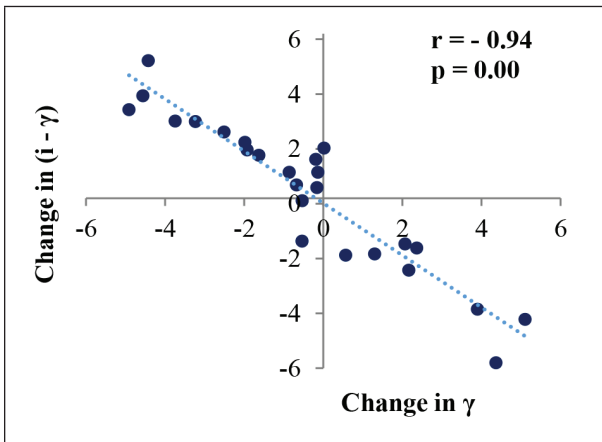
चित्र 3a: (i - γ) में भिन्नता का अपघटन



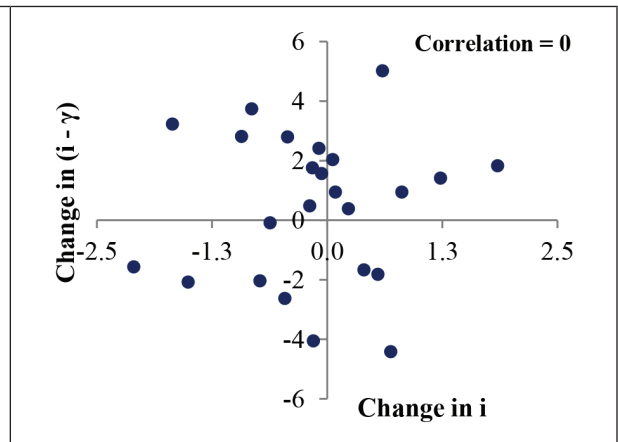
चित्र 3b: i और γ में परिवर्तनशीलता



चित्र 3c: मजबूत सहसंबंध i भिन्नता और (i - γ) भिन्नता में



चित्र 3 डी: i भिन्नता में और (i - γ) के भिन्नता के बीच कोई संबंध नहीं

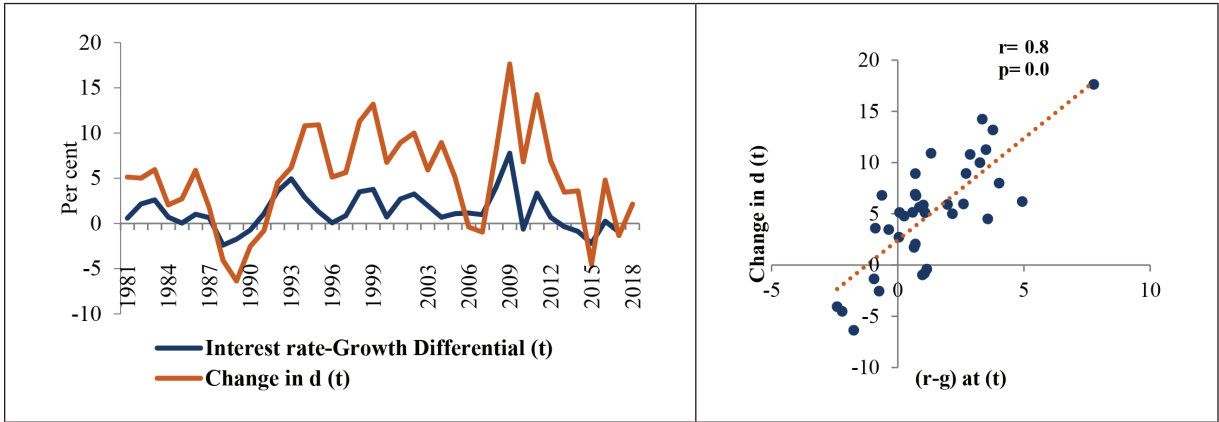


अन्य अर्थव्यवस्थाओं के लिए IRGD और ऋण स्थिरता

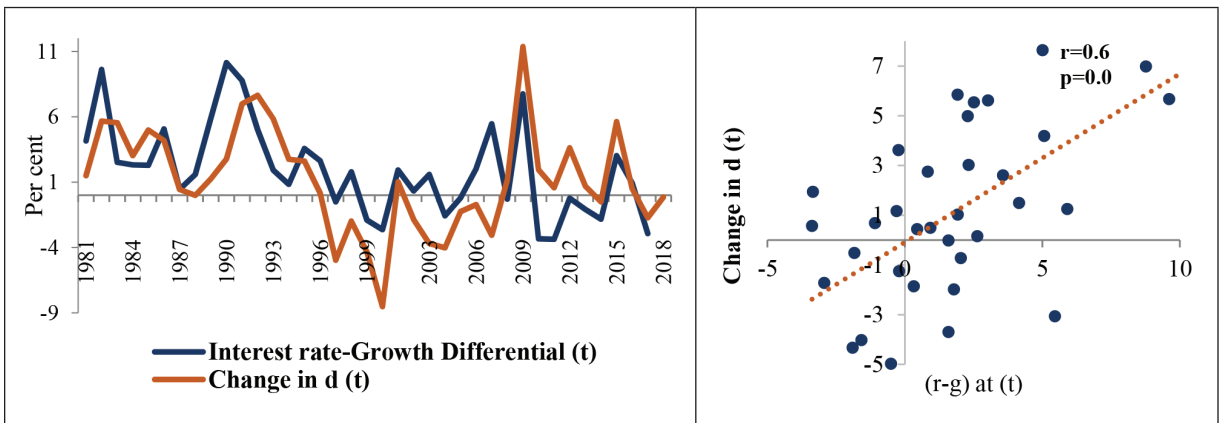
2.8 भारतीय अनुभव के समान, IRGD और वृद्धिशील ऋण-से-जीडीपी अनुपात के बीच एक मजबूत सहसंबंध अन्य देशों (चित्र 4) के लिए देखा जाता है। यह आंकड़े से देखा जा सकता है कि जिन वर्षों में नकारात्मक IRGD के अनुरूप होते हैं, उनके बाद देशों में ऋण के स्तर में गिरावट देखी जाती है।

चित्र 4: IRGD (r-g) और देश भर में सरकारी ऋण-से-जीडीपी (d) में संबंध

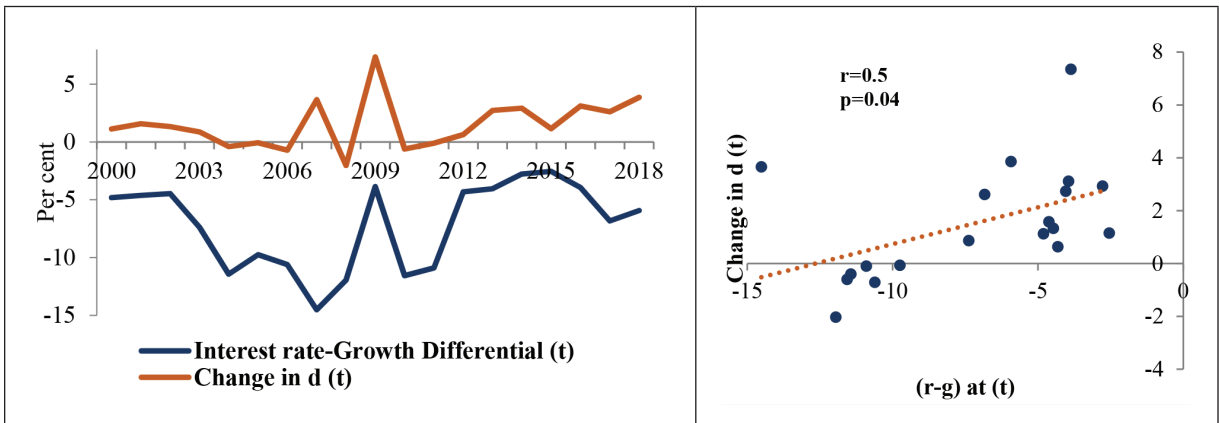
जापान



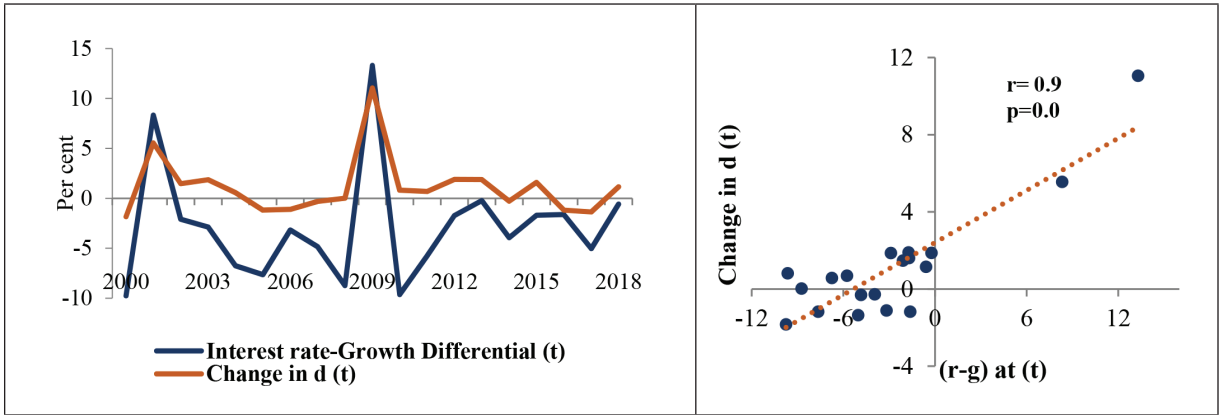
कनाडा



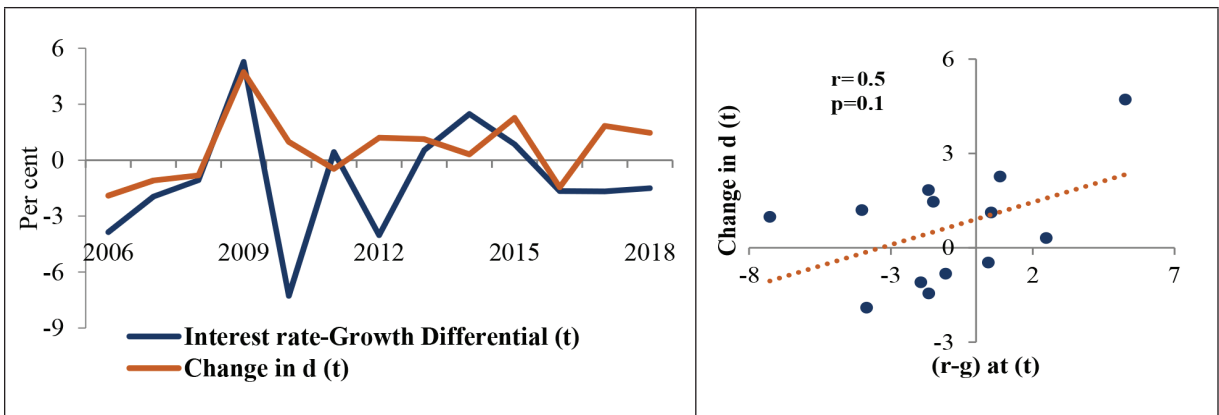
चीन



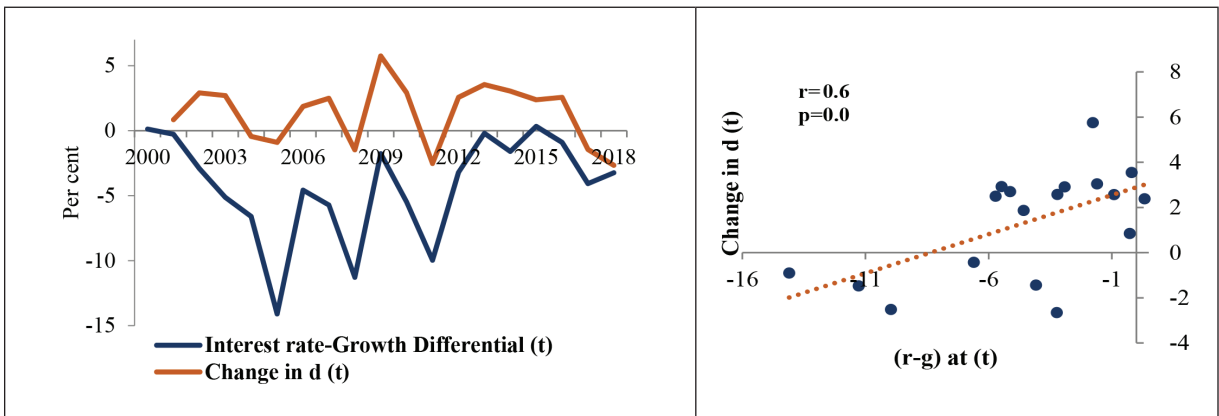
मलेशिया



थाईलैंड



वियेतनाम



टिप्पणियाँ:

d: जीडीपी के % के रूप में सामान्य सरकार ऋण में परिवर्तन

r: वास्तविक ब्याज दर; g: वास्तविक विकास दर

डेटा की कमी के कारण ईएमई के लिए डेटा वर्ष 2000 से शुरू किया गया है।

थाईलैंड के लिए डेटा 2006 से उपलब्ध है।

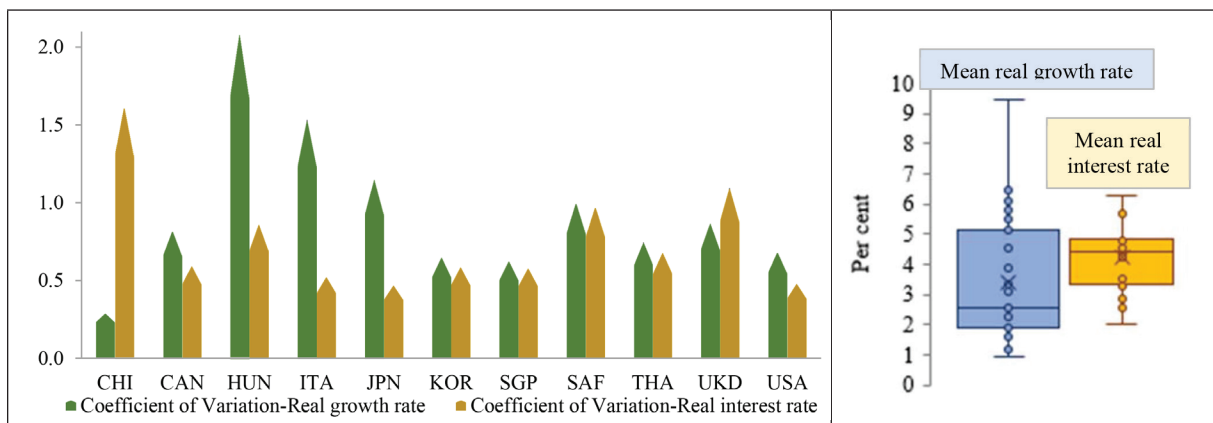
2.9 क्रॉस कंट्री सबूत से यह भी पता चलता है कि, देशों के भीतर, विकास दर ब्याज दरों (चित्र 5 बी) की तुलना में बहुत अधिक भिन्न होती है। वास्तव में, औसत ब्याज दरों (चित्र 5 ए) में भिन्नता के सापेक्ष देशों में वृद्धि दर में उच्चतर परिवर्तनशीलता देखी जाती है। इस प्रकार, जब एक साथ लिया जाता है, तो देश और देश के भीतर भिन्नता दोनों स्पष्ट रूप से है, इसका मतलब है कि IRGD में परिवर्तनशीलता मुख्य रूप से g के

भिन्नता पर निर्भर करती है। इस प्रकार कम विकास वाले लोगों के लिए अलग से उच्च विकास अर्थव्यवस्थाओं के लिए ऋण स्थिरता की गतिशीलता की जांच करना महत्वपूर्ण है।

चित्र 5.g में भिन्नता के रू-बरू त में भिन्नता (1980-2018)

5a. देशों में औसत विकास दर और औसत ब्याज दर में भिन्नता

5b. देशों के भीतर विकास दर और ब्याज दरों में परिवर्तन



समय अवधि- 1980 से 2018

स्रोत: आईएमएफ, विश्व बैंक

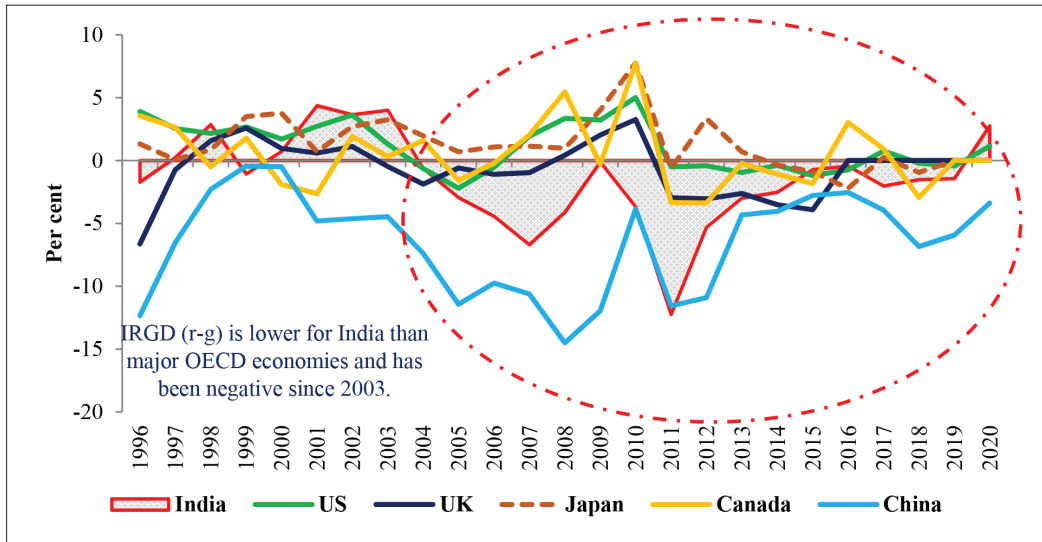
विश्व बैंक डेटा पोर्टल में वास्तविक ब्याज दर पर डेटा उपलब्ध नहीं होने के कारण ब्राजील, फ्रांस, जर्मनी जैसे देशों को शामिल नहीं किया गया है; पैनेल असंतुलित है।

2.10. चयनित उभरती और उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में 1990-2018 की अवधि के लिए वास्तविक ब्याज दर, वास्तविक विकास दर और IRGD के औसत का विश्लेषण करने पर, यह देखा जा सकता है कि भारत-उच्च विकास अर्थव्यवस्थाओं में से एक-नकारात्मक औसत IRGD वाले देशों में से है, अन्य देशों के साथ जैसे चीन, रूस और सिंगापुर (तालिका 1)। यह चित्र 6 से भी देखा जा सकता है जो दर्शाता है कि 2003 के बाद से भारत की IRGD नकारात्मक रही है और प्रमुख OECD अर्थव्यवस्थाओं के लिए सबसे कम है।

तालिका 1: वास्तविक ब्याज दर, वास्तविक विकास दर और IRGD, 1990-2018 की अवधि के लिए औसत और परिवर्तनशीलता

| | R | | | G | | | r-g | | |
|------------|-----|-------|-----|-----|-------|-----|------|-------|------|
| | औसत | मध्यम | SD | औसत | मध्यम | SD | औसत | मध्यम | SD |
| कनाडा | 3.3 | 3.4 | 2.2 | 2.3 | 2.7 | 1.8 | 1.0 | 0.8 | 3.2 |
| चीन | 1.9 | 2.4 | 3.5 | 9.6 | 9.4 | 2.3 | -7.8 | -6.7 | 5.2 |
| भारत | 2.6 | 2.8 | 2.6 | 6.5 | 6.6 | 2.1 | -3.9 | -3.6 | 3.5 |
| इंडोनेशिया | 5.2 | 6.5 | 7.6 | 5.0 | 5.4 | 3.9 | 0.1 | 1.2 | 5.7 |
| इटली | 4.8 | 3.8 | 2.5 | 0.7 | 1.3 | 1.8 | 4.1 | 3.0 | 2.9 |
| जापान | 2.7 | 2.9 | 1.4 | 1.0 | 1.2 | 1.8 | 1.7 | 1.1 | 2.1 |
| रूस | 0.2 | -0.3 | 9.2 | 1.0 | 2.2 | 6.5 | -3.2 | -4.6 | 13.0 |
| सिंगापुर | 4.3 | 4.3 | 2.4 | 5.9 | 6.0 | 3.8 | -1.6 | -1.9 | 5.4 |
| यूके | 1.9 | 1.8 | 2.8 | 2.0 | 2.4 | 1.7 | -0.1 | -0.1 | 2.9 |
| अमेरिका | 3.7 | 3.1 | 2.0 | 2.5 | 2.8 | 1.6 | 1.2 | 0.8 | 2.0 |

चित्र 6: पिछले 25 वर्षों में अन्य देशों के साथ भारत के लिए IRGD की तुलना



भारत में विकास ऋण की स्थिरता की ओर जाता है, इसके विपरीत नहीं

2.11. भारत में ऋण और वृद्धि के बीच लगातार नकारात्मक IRGD कैसे प्रभावित करता है? क्या उच्च विकास से ऋण कम होता है या निम्न ऋण उच्च विकास का कारण बनता है? वैचारिक रूप से, कार्य-कारण दोनों दिशाओं में प्रवाहित हो सकते हैं। निम्न विकास के लिए उच्च ऋण का समर्थन करने वाला तर्क निम्नानुसार है: सार्वजनिक ऋण का उच्च स्तर भविष्य में ऋण का भुगतान करने के लिए अधिक करों के साथ होता है, जिससे जीवनकाल धन कम होता है, जिससे उपभोग और बचत कम हो सकती है, जिसके परिणामस्वरूप अंततः सकल मांग और विकास दर कम हो जाएगा। यदि उच्च सार्वजनिक ऋण (यानी कम सार्वजनिक बचत) निजी बचत में वृद्धि के साथ नहीं है, तो इससे अर्थव्यवस्था में कुल बचत कम हो सकती है। यह ब्याज दरों पर ऊपर की ओर दबाव डाल सकता है, जिसके परिणामस्वरूप निवेश में भीड़ बढ़ जाती है और इस प्रकार विकास दर पर नकारात्मक प्रभाव पड़ता है। दूसरी ओर, जैसा कि बॉक्स 1 में वर्णित है, उच्चतर सकल घरेलू उत्पाद में वृद्धि के कारण सार्वजनिक ऋण कम होता है, यानी सकल घरेलू उत्पाद।

बॉक्स 4. मोदिग्लिआनी-मिलर प्रमेय, कॉर्पोरेट वित्त और प्रधान ऋण के सिद्धांत

जैसा कि दूसरों ने पहले किया है, कोई भी देशों को निगमों के रूप में सोच सकता है। स्पष्ट रूप से अत्यधिक आसान, एक देश में सभी एजेंटों को एक एकल प्रतिनिधि निर्णय निर्माता में समेकित करना एक राष्ट्र के आर्थिक उद्देश्यों और बाधाओं का एक सरल तरीके से सामना करने का लाभ है, जो विशेष रूप से इसकी वित्तीय बाधाओं का सामना करता है। कॉर्पोरेशनों के साथ, यह दोष यह है कि समेकन सभी एजेंसी और शासन के मुद्दों को दफन करता है।” (महत्व दिया)

– पैट्रिक बोल्टन, अमेरिकी वित्त एसोसिएशन का अध्यक्षीय भाषण, शीर्षक “ऋण और धन: वित्तीय बाधाओं और संप्रभुप्रधान वित्त, 2016”

वैश्विक वित्तीय संकट से पहले, मैक्रोइकॉनॉमिक्स ने बड़े पैमाने पर वित्त और वित्तीय क्षेत्र की भूमिका को नजरअंदाज कर दिया। हालाँकि, हाल के मैक्रोइकॉनॉमिक शोध मैक्रो-इकॉनॉमी में वित्त की भूमिका को शामिल करता है। इसलिए, किसी देश की राजकोषीय नीति के बारे में सावधानीपूर्वक और स्पष्ट रूप से सोचने के लिए और यह कि इसकी निवेश नीति को कैसे प्रभावित कर सकते हैं, कॉर्पोरेट वित्त परिप्रेक्ष्य एक ला पैट्रिक बोल्टन (2016) के अमेरिकी वित्त संघ का अध्यक्षीय भाषण उपयोगी है। अध्ययन बताता है कि किसी देश में फिएट मनी एक निगम में इक्विटी से मिलता-जुलता है क्योंकि फिएट मनी का एक रुपया मालिक को देश के आउटपुट पर एक रुपये का दावा करने में सक्षम बनाता है, जैसे कि आम स्टॉक का हिस्सा धारक को प्रो-राटा प्रदान करता है। एक फर्म के अवशिष्ट नकदी प्रवाह का हिस्सा; एक नागरिक के स्वामित्व वाली फिएट

करेंसी अधिक होती है, यह दावा अधिक होता है कि नागरिक देश के आउटपुट पर लेट सकता है। इस चतुर समानांतर को चित्रित करके, बोल्टन (2016) कॉर्पोरेट वित्त के सिद्धांतों को सैद्धांतिक रूप से एक देश के लिए संप्रभु ऋण की पसंद को नियुक्त करता है। इस ढांचे में संप्रभु ऋण के बारे में सोचने के लिए, मोदिग्लिआनी-मिलर प्रमेय (मोदिग्लिआनी और मिलर, 1958) के साथ शुरू करना उपयोगी है, जो ऋण और पूंजी संरचना के बारे में सोचने के लिए वैचारिक आधार प्रदान करता है। प्रमेय का कहना है कि, नीचे वर्णित कुछ आदर्श स्थितियों में, ऋण की राशि या फर्म की पूंजी संरचना (या विस्तार द्वारा एक संप्रभु) अप्रासंगिक है। प्रमेय इस महत्वपूर्ण निष्कर्ष पर पहुंचने के लिए “होममेड लीवरेज” की संकल्पना को नियुक्त करता है। होममेड लीवरेज एक वित्तीय संकल्पना है जो धारण करती है कि जब तक निवेशक एक फर्म के रूप में एक ही शर्तों पर उधार ले सकते हैं, जो केवल आदर्श परिस्थितियों में प्रबल होती है, वे कॉर्पोरेट लीवरेज के प्रभावों को कृत्रिम रूप से नकली बना सकते हैं या तो फर्म द्वारा किया गया कोई भी ऋण-इक्विटी विकल्प। इसलिए, आदर्श परिस्थितियों में, निवेशक शून्य ऋण वाले फर्म में निवेश करने और अपनी पूंजी संरचना में ऋण लेने का विकल्प चुनने के बीच परवाह नहीं करेंगे। इसी तरह, आदर्श परिस्थितियों में, किसी देश में निवेशक, जिसमें फिएट के धारकों के माध्यम से इक्विटी धारक के रूप में नागरिक शामिल हैं, देश द्वारा उठाए गए ऋण की राशि की परवाह नहीं करेगा।

अधिकांश सिद्धांतों के साथ, मोदिग्लिआनी-मिलर प्रमेय की व्यावहारिक उपयोगिता उन यथार्थ परिस्थितियों के सेट को समझने से उत्पन्न होती है, जो इसकी विफलता की ओर ले जाती हैं, विशेष रूप से उन तरीकों से जो व्यवहार में पोस्ट किए गए आदर्श परिस्थितियों का उल्लंघन करते हैं। वास्तव में, जैसे कि मिलर (1988) ने समीक्षा की, “दिखावा करने से क्या फर्क पड़ता है, यह भी दिखा सकता है कि निहितार्थ क्या है।” (मूल में जोर) आदर्श परिस्थितियों की ओर ले जाने वाली मान्यताओं को शिथिल करना हमें यह समझने में सक्षम बनाता है कि पूंजी संरचना पर क्या व्यावहारिक विचार प्रभाव डालते हैं। ये करों, दिवालियापन की लागत, एजेंसी की समस्याओं या असममित जानकारी और Arrow-Debrew निर्माण में पूर्ण बाजारों की उपस्थिति के अभाव हैं। यदि ये सभी धारणाएं धारण करते हैं, तो निवेशक/नागरिक, फर्म/संप्रभु के समान शर्तों पर उधार ले सकते हैं।

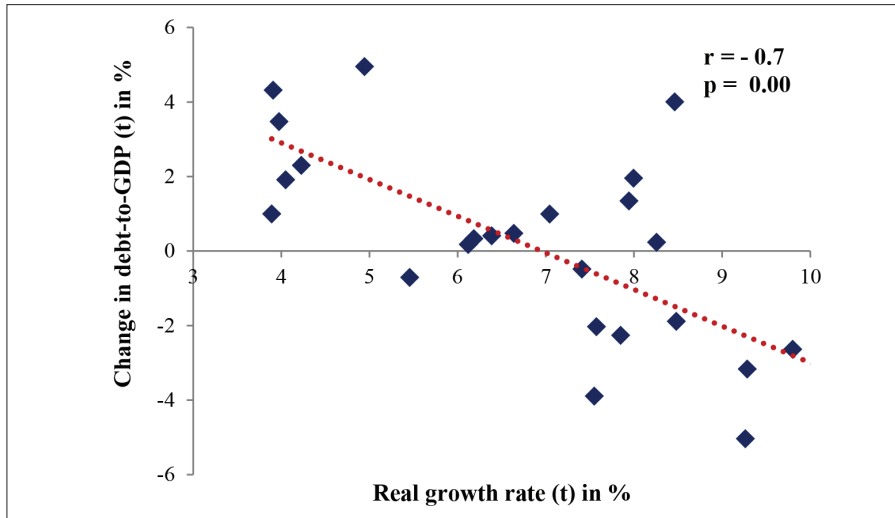
भारत जैसी विकासशील अर्थव्यवस्थाओं में, अनुमान है कि नागरिक उतनी ही शर्तों पर उधार ले सकते हैं क्योंकि दिवालियापन की लागत और असममित जानकारी के संयोजन के कारण संप्रभु का तेजी से उल्लंघन होता है, जिसके परिणामस्वरूप जनसंख्या के बड़े वर्गों के लिए क्रेडिट बाजारों तक पहुंच की कमी होती है। भारत जैसी विकासशील अर्थव्यवस्थाओं में, संप्रभु के लिए उधार लेने की लागत और एक औसत (आम) नागरिक के लिए लागत विकसित अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में बहुत अधिक है। इस कील में औसत नागरिक और आंतरिक और बाह्य मार्जिन पर होने वाली लागतें शामिल हैं, अर्थात् उधार लेने में सक्षम होने पर ब्याज दर का भुगतान सशर्त और क्रेडिट राशन होने से होने वाली लागत। इसलिए, होममेड लीवरेज तर्क के आवेदन से यह निष्कर्ष निकलता है कि विकसित अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में भारत जैसे विकासशील अर्थव्यवस्था में राजकोषीय गुणक काफी अधिक होगा।

बोल्टन (2016) के विश्लेषण में विशेष रूप से आर्थिक संकट की अवधि के दौरान पूंजी निवेश के लिए राजकोषीय नीति के महत्व पर प्रकाश डाला गया है। कॉर्पोरेट वित्त पर साहित्य में इस बात पर प्रकाश डालता है कि वित्तपोषण में बाधा निवेश को प्रभावित करती है। चूंकि आर्थिक संकट के दौरान निजी क्षेत्र द्वारा सामना की जाने वाली वित्तीय बाधाएं काफी हद तक समाप्त हो जाती हैं, इसलिए राजकोषीय नीति को बढ़ावा देने के लिए संप्रभु की भूमिका निवेश को बढ़ावा देने के लिए एक संकट में विशेष रूप से मुख्य बन जाती है। जैसा कि बोल्टन (2016) ने नोट किया है, “अगर 2007-09 के वैश्विक वित्तीय संकट से एक गहरा, सामान्य, सबक है, तो यह है कि वित्तीय बाधाएं मायने रखती हैं: वे ज्यादातर समय थोड़ा काटते हैं, बहुत कुछ समय (और) वे अत्यधिक संकट में घातक हैं। क्या अधिक है, जब वे एक बहुत ठहराव काटते हैं जो वे संलग्न करते हैं वह लंबे समय तक फैला रहता है ... इसलिए, जो कॉर्पोरेट वित्त को प्रासंगिक बनाता है वह है वित्तीय बाधाओं की सार्वभौमिक उपस्थिति। मार्जिन पर, अधिकांश आर्थिक निर्णय वित्तीय बाधाओं से प्रभावित होते हैं। इसलिए, इन बाधाओं को समझना आर्थिक निर्णय लेने में हमारी मदद करता है। और वित्तीय बाधाओं को शिथिल करने के तरीके को समझने से हमें अधिक कुशल संसाधन आवंटन प्राप्त करने में मदद मिलती है।” निजी क्षेत्र द्वारा सामना की जाने वाली वित्तीय बाधाएं-जिनमें फर्म और घर शामिल हैं-विशेष रूप से आर्थिक संकट की अवधि के दौरान काट रहे हैं और जब वे बहुत अधिक गति को काटते हैं, तो वे लंबे समय तक खींचते रहते हैं। इसलिए, संप्रभु के लिए उधार लेने की लागत और नागरिकों के लिए कॉर्पोरेट नागरिकों सहित, आर्थिक संकट की अवधि के दौरान विषमतापूर्वक बढ़ा है। बोल्टन (2016) के विश्लेषण में घरेलू मुद्रा में ऋण जुटाने की प्राथमिक लागत के रूप में संभावित मुद्रास्फीति पर प्रकाश डाला गया है। एक घरेलू-मुद्रा संप्रभु बांड, वास्तव में, एक पे-इन-प्रकार नोट है, क्योंकि बॉन्ड को फिएट घरेलू मुद्रा का उपयोग करके चुकाना पड़ता है, जो देश के उत्पादन पर

एक दावा करता है। इसलिए, घरेलू मुद्रा में संप्रेषित ऋण देश के (भविष्य के) उत्पादन पर दावा है। इस तरह से, नए इक्विटी जारी करने और मुद्रास्फीति के कारण लागतों से कमजोर पड़ने की लागत के बीच एक दिलचस्प समानांतर उत्पन्न होता है, जो कि अधिक धन मुद्रित होने पर जो भविष्य के उत्पादन के मूल्य को अनिवार्य रूप से हल्का करता है। किसी कंपनी में असंबद्ध इक्विटी धारक अपने स्वामित्व को तब कमजोर देखते हैं जब कंपनी अपने आंतरिक मूल्य से कम मूल्य पर नए इक्विटी धारकों को स्टॉक जारी करती है। हालांकि, इसका मतलब यह नहीं है कि किसी भी शेयर के मुद्दे में जरूरी इक्विटी धारकों के लिए मूल्य का कमजोर पड़ना शामिल है। जैसा कि स्टीन (1996) और बेकर, स्टीन और वेगलर (2003) ने तर्क दिया है, निगम उन स्थितियों में भी हो सकते हैं जब वे कंपनी के शेयर के अधि मूल्यांकित होने पर नए शेयर जारी करने में सक्षम होते हैं। ऐसी स्थितियों में, इक्विटी इश्यू, प्रभाव में आने वाले शेयरधारकों के लिए अधिक मूल्यवान स्वामित्व होता है। इसी तरह, अधिक धन छापने से घरेलू निवासियों के लिए मुद्रास्फीति और क्रय शक्ति का नुकसान हो सकता है यदि धन की आपूर्ति में वृद्धि, उत्पादन में वृद्धि से बड़ी है। हालांकि, नए स्टॉक के मुद्दों और कमजोर पड़ने के साथ, अधिक पैसे छापने से मुद्रास्फीति और मुद्रा का एक नुकसान नहीं होता है। वास्तव में, यदि बड़ी हुई धन आपूर्ति से उत्पादन में असमान वृद्धि होती है, क्योंकि धन का निवेश सकारात्मक शुद्ध वर्तमान मूल्य (जहां इस तरह के मूल्य निवेश द्वारा उत्पन्न सभी सामाजिक मूल्य को शामिल करता है) के साथ निवेश परियोजनाओं को वित्त करने के लिए किया जाता है, तो बड़ी हुई धन आपूर्ति लाभकारी होते हैं नागरिक।

2.11. पिछले ढाई दशकों में साक्ष्य स्पष्ट रूप से प्रदर्शित करता है कि भारत में उच्च जीडीपी वृद्धि से ऋण-से-जीडीपी का अनुपात घटता है, लेकिन इसके विपरीत नहीं। वास्तविक जीडीपी विकास और सामान्य सरकारी ऋण-से-जीडीपी के अनुपात के बीच समकालीन संबंध की एक परीक्षा-हालांकि स्पष्ट रूप से नकारात्मक और सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण है जैसा कि चित्र 7 में देखा गया है-कार्य-कारण की दिशा के बारे में स्पष्टता प्रदान नहीं करता है।

**चित्र 7: भारत के लिए सामान्य सरकारी ऋण में समकालीन संबंध
जीडीपी विकास और परिवर्तन (वित्तीय वर्ष 1996 से वित्त वर्ष 2020 तक)**

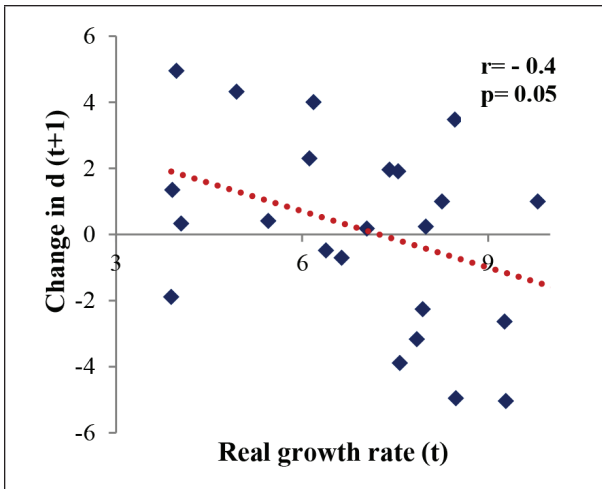


2.12. भारत में प्रकट होने वाले कार्य-कारण की दिशा का उल्लेख करना महत्वपूर्ण है क्योंकि चित्र 7 में देखे गए नकारात्मक समकालीन संबंध की गलत तरीके से व्याख्या की जा सकती है क्योंकि उच्च ऋण के कारण जीडीपी के विकास दर में गिरावट आती है, जब यह संभव है कि कार्य-कारण की दिशा विपरीत हो-उच्च जीडीपी की वृद्धि दर ऋण के कारण जीडीपी के प्रतिशत में गिरावट का कारण बनती है। कार्य-कारण की दिशा जानने के लिए, हम उनके पिछड़े हुए सहसंबंधों में अंतरों की जाँच करते हैं। चित्र 8 वास्तविक जीडीपी विकास दर और पिछले 25 वर्षों में सामान्य सरकारी ऋण-से-जीडीपी स्तरों में परिवर्तन के बीच के संबंध को दर्शाता है। पिछले दो-ढाई दशकों में, वास्तविक जीडीपी विकास दर और सामान्य सरकारी ऋण-से-जीडीपी

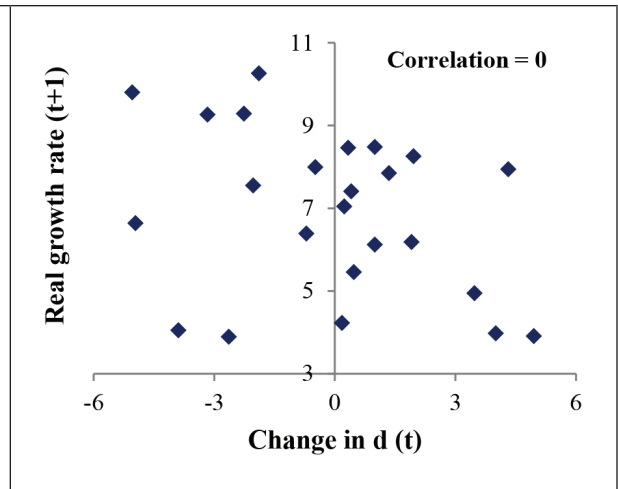
स्तरों में एक-वर्षीय परिवर्तन एक महत्वपूर्ण नकारात्मक सहसंबंध दिखाते हैं। हालांकि, एक ही समय अवधि के दौरान, सामान्य सरकारी ऋण-से-जीडीपी के स्तर में बदलाव और एक साल की आगे की वृद्धि दर के बीच संबंध 0 से सांख्यिकीय रूप से अप्रत्यक्ष रूप में बदल जाता है, इसलिए सबूत दो चर के बीच कार्य-कारण की दिशा को दर्शाता है उच्च विकास से भारत में सार्वजनिक ऋण कम होता है, लेकिन इसके विपरीत नहीं।

चित्र 8: भारत के लिए जीजी ऋण में वृद्धि और परिवर्तन के बीच कार्य-कारण की दिशा (वित्तीय वर्ष 1996 से वित्त वर्ष 2020 तक)

चित्र 8ए: विकास → ऋण: जी और 1 वर्ष के बीच सहसंबंध Δd



चित्र 8बी: → ऋण वृद्धि: Δd और 1 वर्ष आगे जी के बीच सहसंबंध



स्रोत: RBI, MoSPI,

नोट: क-सामान्य सरकारी ऋण-से-सकल घरेलू उत्पाद अनुपात (:)

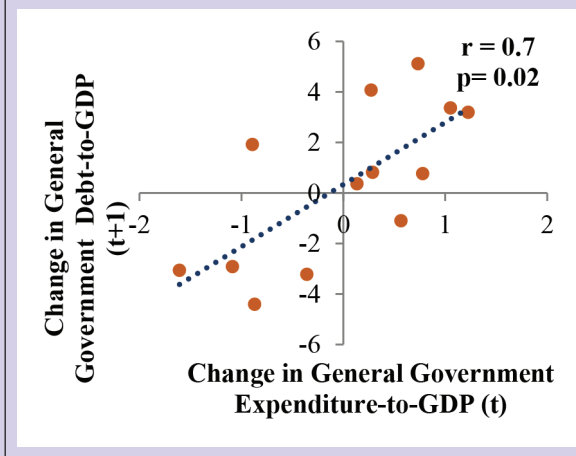
जीडीपी 2011-12 श्रृंखला का इस्तेमाल किया

2018-19 के लिए प्रयुक्त ऋण आरई और 2019-20 बीई है

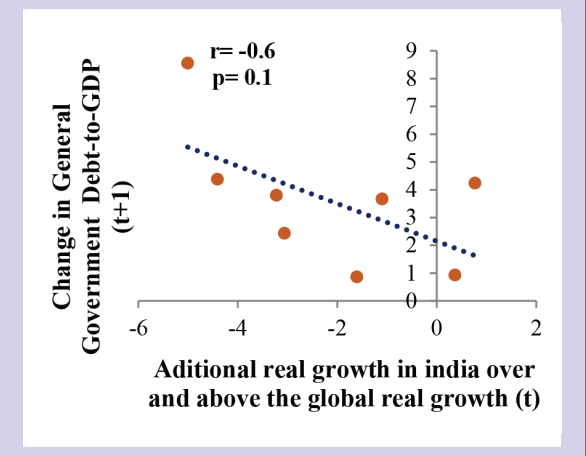
बॉक्स 5. एशियाई वित्तीय संकट के बाद उच्च वृद्धि के माध्यम से ऋण स्थिरता

पिछली शताब्दी में आर्थिक संकटों के कारण, राजकोषीय नीति आर्थिक विकास को वापस लाने के लिए एक प्रमुख उद्धारक रही है। पिछले तीन दशकों से, भारतीय आर्थिक कहानी में उच्च जीडीपी विकास के लंबे मंत्रों की विशेषता है। राजकोषीय नीति में वृद्धि त्वरण प्रमुख निर्धारक रहा है क्योंकि एक वैश्विक झटके के बाद विकास में गिरावट आई है। एशियाई वित्तीय संकट (1997-98) के कारण आघात पर विचार करें। 1997-98 से 2002-03 की अवधि के दौरान, विकास वास्तविक रूप से 5.3% की औसत तक धीमा रहा। विकास के स्तर में गिरावट के बावजूद, सरकार द्वारा बुनियादी ढांचे के खर्च पर ध्यान केंद्रित करने वाली एक विस्तारवादी नीति को अपनाया गया था। इन वर्षों के दौरान सरकारी व्यय में लगातार वृद्धि हुई, जिसके कारण सामान्य सरकारी ऋण रिकॉर्ड स्तर पर पहुंच गया। इस राजकोषीय धक्का ने 2003-04 से 2008-09 तक अगले छह वर्षों में वास्तविक रूप से वृद्धि और औसतन 8% की वृद्धि के लिए आवश्यक प्रेरणा प्रदान की। इस अवधि में उच्च वृद्धि ने 2003-04 में प्राप्त सकल घरेलू उत्पाद के 83% के रिकॉर्ड उच्च स्तर से ऋण को 2009-10 में सकल घरेलू उत्पाद के लगभग 70% (चित्र 9 ए और 9 बी) में लाया। यह प्रकरण उस सार्वजनिक ऋण को उजागर करता है-जब उत्पादक रूप से सुव्यवस्थित-अर्थव्यवस्था को उच्च विकास पथ तक पहुंचने में सक्षम कर सकता है और बदले में, ऋण स्थिरता सुनिश्चित करता है।

चित्र 9 ए: अधिक से अधिक खर्च के कारण वित्त वर्ष 1996- वित्त 2006 के दौरान ऋण-से-जीडीपी अनुपात ऐतिहासिक रूप से उच्च स्तर तक बढ़ गया: राजकोषीय व्यय में परिवर्तन और ऋण-से-जीडीपी स्तर में 1 वर्ष आगे के परिवर्तन के बीच मजबूत सकारात्मक संबंध।



चित्र 9 बी: ऋण-से-जीडीपी अनुपात में उच्च वृद्धि की वजह से गिरावट आई जिसके परिणामस्वरूप वित्त वर्ष 2003 से वित्त वर्ष 2011 तक: वैश्विक वास्तविक विकास के ऊपर और ऊपर वास्तविक ऋण वृद्धि के बीच नकारात्मक सहसंबंध और ऋण-से-जीडीपी के स्तर में 1 वर्ष आगे का परिवर्तन।



स्रोत: IMF, MoSPI, RBI

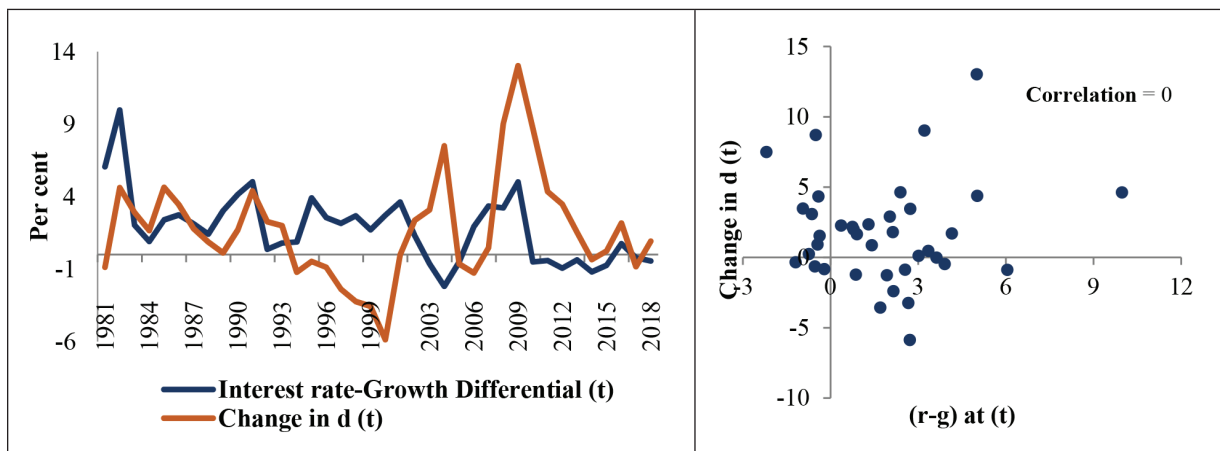
अन्य अर्थव्यवस्थाओं में causality की दिशा

2.15. क्या भारत एक गैर है, जहां उच्च विकास दर कम सार्वजनिक ऋण की ओर ले जाती है, लेकिन इसके विपरीत नहीं? कार्य-कारण की दिशा के बारे में भ्रम-वृद्धि से लेकर ऋण स्थिरता या इसके विपरीत-संभवतः इस तथ्य से उपजा है कि अकादमिक और नीति साहित्य मुख्य रूप से उन्नत अर्थव्यवस्थाओं पर केंद्रित है, जहाँ कार्य-क्षमता की दिशा निम्न संभावित विकास से उलझ सकती है-तुलना में भारत जैसे उच्च विकास वाली अर्थव्यवस्था।

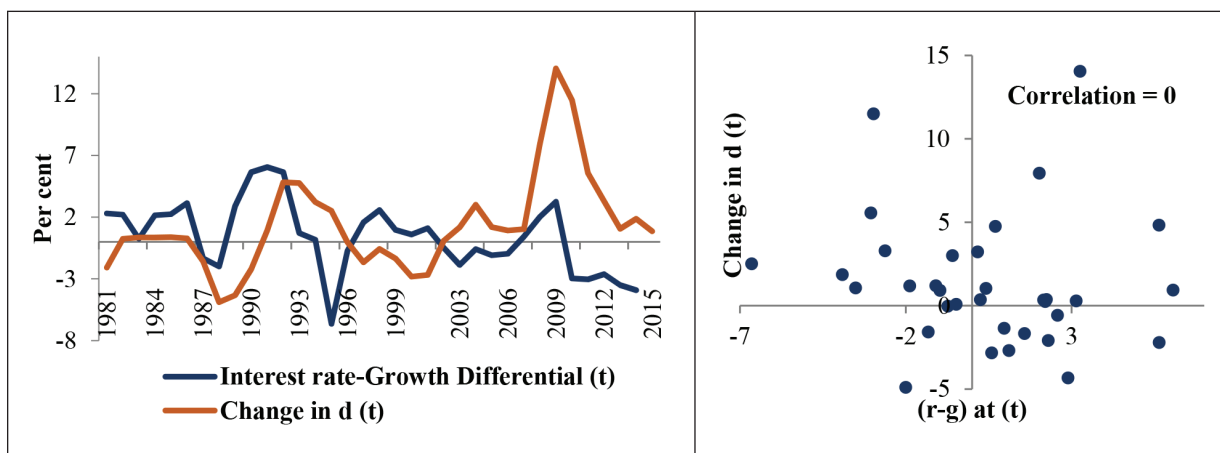
2.16. IRGD में रुझानों की जांच करने और चित्र 10 में यूएस और यूके जैसी कम विकास अर्थव्यवस्थाओं के लिए ऋण-से-जीडीपी अनुपात में बदलाव पर, दो चर के बीच कोई सहसंबंध नहीं देखा गया है। यह वास्तविक विकास दर से लेकर सरकारी ऋण-दर-जीडीपी तक इन देशों में कार्य-कारण की दिशा में साक्ष्य की कमी को इंगित करता है

चित्र 10: IRGD के बीच कोई संबंध नहीं है और यूएस और यूके के लिए ऋण-से-जीडीपी अनुपात में परिवर्तन

अमेरिका



यूके



टिप्पणियाँ:

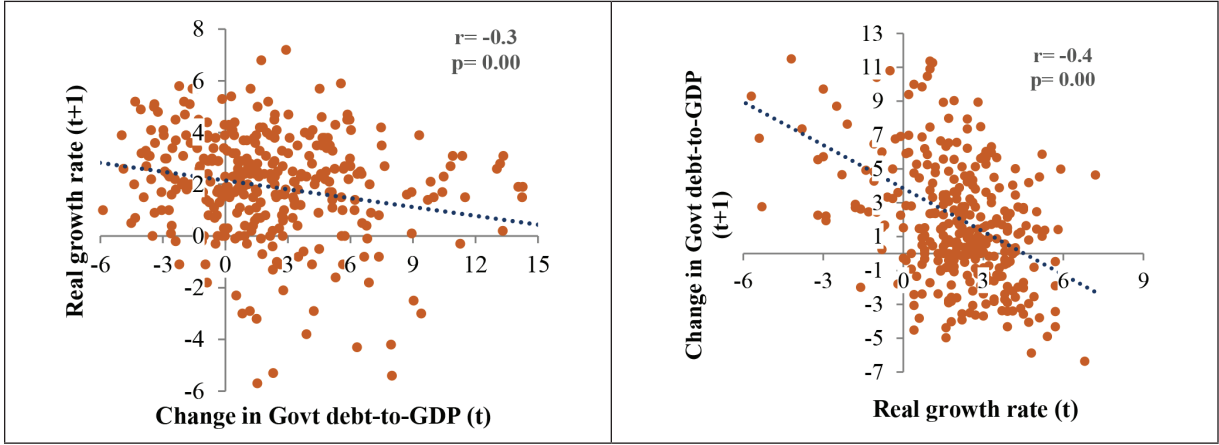
d: जीडीपी के % के रूप में सामान्य सरकार ऋण में परिवर्तन

r: वास्तविक ब्याज दर; जी: वास्तविक विकास दर

यूके- 2014 तक वास्तविक ब्याज पर डेटा

2.17. चित्र 11 ए में भारत के लिए उन्नत अर्थव्यवस्थाओं-कनाडा, फ्रांस, जर्मनी, ग्रीस, इटली, स्पेन, जापान, अमेरिका और यूके के लिए अनुमानित समय-श्रृंखला सहसंबंधों को दिखाया गया है। इन सहसंबंधों का अनुमान पिछले चार दशकों में इन देशों के आंकड़ों को एकत्र करके लगाया गया है। हम देखते हैं कि वास्तविक जीडीपी विकास दर और सामान्य सरकारी ऋण-से-जीडीपी के स्तर में एक साल के आगे के बदलाव के बीच संबंध काफी नकारात्मक है। इसी तरह, सामान्य सरकारी ऋण-से-जीडीपी के स्तर में बदलाव और एक साल की आगे की विकास दर के बीच संबंध भी नकारात्मक और सांख्यिकीय महत्वपूर्ण है। इस प्रकार, भारत के मामले के विपरीत, समय-श्रृंखला सहसंबंध कार्य-कारण की दिशा का सुझाव नहीं देते हैं क्योंकि सहसंबंध के दोनों सेट सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण हैं। यह अंतर उजागर करना बेहद महत्वपूर्ण है क्योंकि राजकोषीय नीति के लिए निहितार्थ-विशेष रूप से वर्तमान संकट के दौरान-भारत के लिए अलग-अलग हैं जब नीतियों की तुलना में उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की नकल करते हैं।

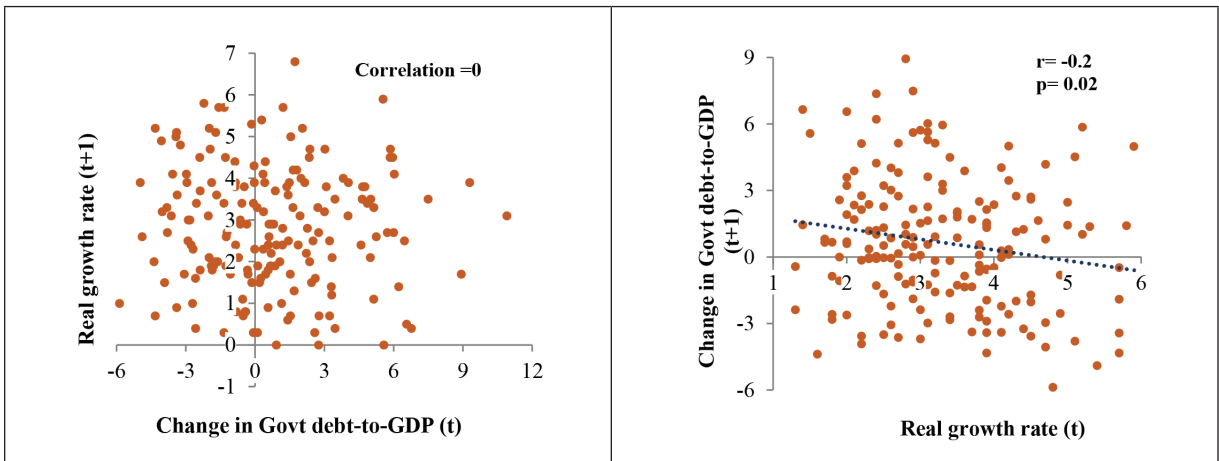
चित्र 11ए: भारत के विपरीत, विकास और ऋण के बीच कार्य-कारण की दिशा उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के लिए गलत नहीं हो सकती है



देश: कनाडा, फ्रांस, जर्मनी, ग्रीस, इटली, स्पेन, ब्रिटेन, अमेरिका, जापान
 स्रोत: आईएमएफ

2.18. हालाँकि, जब उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के लिए उपरोक्त समय-श्रृंखला सहसंबंध पिछले दो दशकों में उच्च विकास चरणों तक ही सीमित है, अर्थात् 1980-2018 के दौरान देश के लिए औसत विकास से अधिक वृद्धि, परिणाम उसी के समान है जो भारत के लिए प्राप्त किया। विशेष रूप से, उच्च विकास निम्न-ऋण-जीडीपी की ओर जाता है लेकिन इसके विपरीत (चित्र 11 बी) नहीं। निश्चित रूप से, हम देखते हैं कि उच्च वृद्धि से सहसंबंध कम ऋण-से-जीडीपी की ओर बहुत अधिक है, भले ही यह सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण हो, क्योंकि उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में उच्च विकास के एपिसोड के दौरान भी विकास दर बहुत अधिक नहीं है। यह अनुमान स्पष्ट है कि उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में भी, जहां जीडीपी की वृद्धि भारत जैसे उच्च विकास वाले देश की तुलना में काफी कम रही है, उच्च विकास चरणों से कर्ज कम होता है।

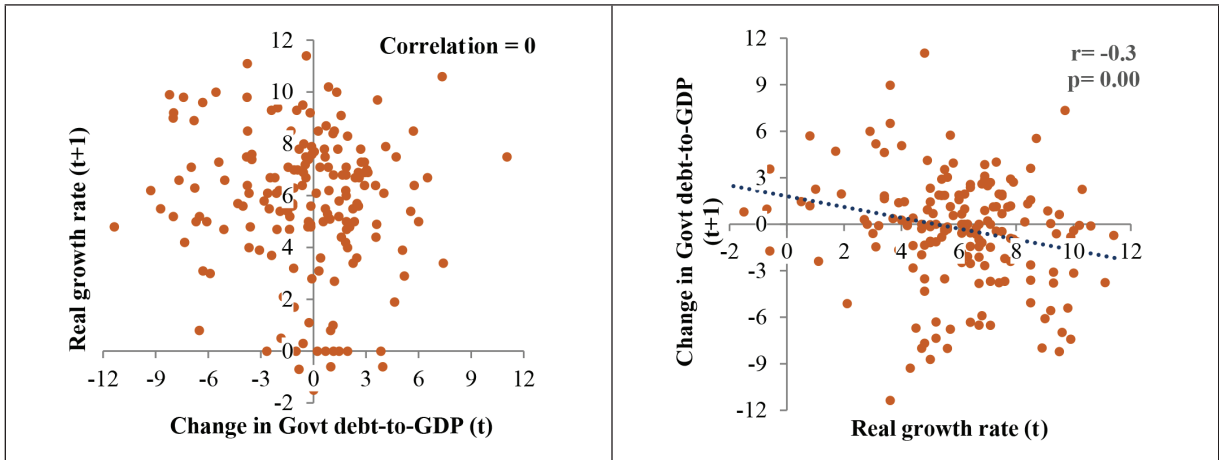
चित्र 11बी: कार्य-कारण की दिशा: उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में उच्च विकास के चरणों में ऋण में वृद्धि



देश: कनाडा, फ्रांस, जर्मनी, ग्रीस, इटली, स्पेन, ब्रिटेन, अमेरिका, जापान
 स्रोत: आईएमएफ

2.19. जीडीपी वृद्धि का परिमाण विकास से ऋण की स्थिरता तक कार्य-क्षमता की दिशा को प्रभावित करता है, सभी उच्च विकास ईएमई के लिए इस कारण संबंध के प्रमाणों को एक साथ रखा गया है, जिसमें भारत, चीन, इंडोनेशिया, मलेशिया, थाईलैंड शामिल हैं। फिलीपींस, वियतनाम और तुर्की। चित्र 12 से पता चलता है कि 1980 से 2018 की अवधि में उच्च विकास से ऋण-से-जीडीपी अनुपात कम होता है, लेकिन इसके विपरीत नहीं। यह वास्तविक विकास दर और सामान्य सरकारी ऋण-से-जीडीपी में 1 साल के आगे के परिवर्तन, और ऋण-से-जीडीपी में परिवर्तन के बीच सांख्यिकीय रूप से महत्वहीन सहसंबंध और वास्तविक विकास दर से 1 वर्ष आगे के बीच सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण नकारात्मक सहसंबंध से अनुमान लगाया जा सकता है।

चित्र 12: कार्य-कारण की दिशा: उच्च विकास ईएमई में ऋण की वृद्धि



देश: भारत, चीन, इंडोनेशिया, मलेशिया, थाईलैंड, फिलीपींस, वियतनाम, तुर्की आईएमएफ ऋण डेटाबेस पर सामान्य सरकारी ऋण डेटा की उपलब्धता के आधार पर। पैनेल असंतुलित है।

2.19. इस प्रकार, साक्ष्य स्पष्ट रूप से बताते हैं कि उच्च दरों पर अपनी जीडीपी बढ़ाने वाले देशों के लिए, विकास उनके सार्वजनिक ऋण को कम करने की ओर जाता है जैसा कि उनके ऋण-से-जीडीपी अनुपात द्वारा मापा जाता है, लेकिन इसके विपरीत नहीं। इसके विपरीत, जब जीडीपी की वृद्धि दर कम होती है, तो विकास और सार्वजनिक ऋण के बीच ऐसा कोई कारण नहीं होता है। यह अब तक दिखाए गए परिणामों के निम्नलिखित सारांश के माध्यम से देखा जाता है।

- भारत और अन्य ईएमई के लिए, जिन्होंने पिछले कुछ दशकों में लगातार अपने सकल घरेलू उत्पाद को उच्च दरों पर उगाया है, ऋण और विकास के बीच संबंध कार्य-क्षमता की स्पष्ट दिशा प्रदर्शित करता है: उच्चतर विकास ऋण-से-सकल घरेलू उत्पाद अनुपात को कम करता है, लेकिन कम ऋण जरूरी नहीं होता है उच्च विकास के लिए।
- उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के लिए उच्च विकास के चरणों के दौरान एक ही घटना प्राप्त होती है, जो अन्यथा भारत और अन्य ईएमई की तुलना में काफी कम जीडीपी वृद्धि दर पर बड़ी है।
- इसके विपरीत, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में, जहां उच्च और निम्न दोनों विकास के एपिसोड हैं, जहां पिछले कुछ दशकों में जीडीपी विकास दर औसतन कम रही है, यह संबंध प्रकट नहीं होता है।
- भारत सहित उन्नत देशों और ईएमई के पैनेल के लिए इस संबंध का एक ग्रैंगर कार्य-कारण परीक्षण से पता चलता है कि वास्तविक जीडीपी विकास दर के कारण ईएमई में सामान्य सरकारी ऋण-से-जीडीपी होता है, यह संबंध उन्नत देशों में स्पष्ट रूप से नहीं देखा जाता है (देखें बॉक्स 3)।

बॉक्स 6. ईएमई और उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के पैनेल डेटा पर उपयुक्तता

औपचारिक सांख्यिकीय परीक्षणों का उपयोग करके कार्य-कारण की दिशा की पुष्टि करने के लिए, ईएमई और उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के नमूने के लिए युग्मानुसार डिमिनेस्कु हर्लिन पैनेल कॉजेलिटी टेस्ट किया गया। परीक्षण गुणांक को देशों में भिन्न होने की अनुमति देता है। यह परीक्षण व्यक्तिगत रूप से प्रत्येक क्रॉस-सेक्शन के लिए मानक ग्रेंजर कॉजेलिटी रिग्रेशन चलाता है। लैग ऑर्डर को सभी देशों के लिए समान माना जाता है।

परीक्षण ईएमई के नमूने के लिए विकास से ऋण तक कार्य-कारण का प्रमाण पाता है। हालांकि, उन्नत देशों के नमूने के लिए, टेस्ट डेट-टू-जीडीपी और विकास के बीच किसी भी कारण संबंध स्थापित करने में सक्षम नहीं है।

| नमूना 1-उभरते बाजार की अर्थव्यवस्थाएं | नमूना 2-उन्नत अर्थव्यवस्थाएँ |
|--|---|
| समय अवधि: 1981-2018 (असंतुलित) | समय अवधि: 1981-2018 |
| देश: भारत, चीन, इंडोनेशिया, मलेशिया, थाईलैंड, फिलीपींस, वियतनाम, तुर्की, | देश: कनाडा, फ्रांस, जर्मनी, ग्रीस, इटली, स्पेन, ब्रिटेन, अमेरिका, जापान |
| Hv: वास्तविक विकास दर सभी क्रॉस सेक्शन के लिए ऋण/GDP में परिवर्तन का कारण नहीं है। | Hv: वास्तविक विकास दर सभी क्रॉस सेक्शन के लिए ऋण/GDP में परिवर्तन का कारण नहीं है। |
| महत्व के 5% के स्तर पर अस्वीकृत | अस्वीकार नहीं किया गया। |
| Ho: डेट/जीडीपी में परिवर्तन से सभी क्रॉस सेक्शन के लिए वास्तविक विकास दर नहीं होती है। अस्वीकार नहीं किया गया। | Ho: डेट/जीडीपी में परिवर्तन से सभी क्रॉस सेक्शन के लिए वास्तविक विकास दर नहीं होती है। अस्वीकार नहीं किया गया। |

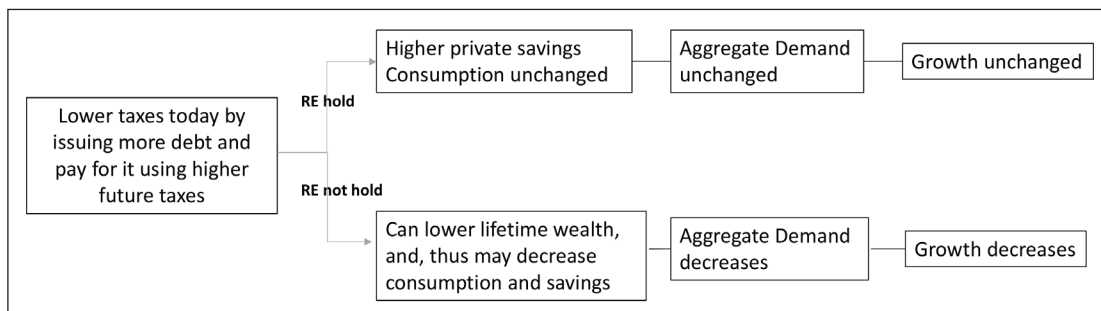
डेटा स्रोत: IMF

सार्वजनिक व्यय के कारण Crowding Out

2.21. अब तक, हमने उन देशों के लिए विकास और ऋण के बीच कार्य-कारण की स्पष्ट दिशा स्थापित की है जहां विकास दर अधिक है; विशेष रूप से, विकास ऋण स्थिरता और इन देशों में इसके विपरीत नहीं होता है। हालांकि, कार्यक्षमता की यह दिशा उन देशों के मामले में स्पष्ट नहीं है जहाँ विकास दर कम है। ऐसा इसलिए है क्योंकि उच्च विकास IGRD को नकारात्मक बनाता है और जिससे ऋण स्थिरता सुनिश्चित होती है। अब हम उन संभावित तंत्रों की जांच करते हैं, जो विकास से लेकर ऋण स्थिरता तक के कारण को बताते हैं और भारत के लिए इसके विपरीत नहीं।

2.22. वैचारिक रूप से, उच्च वृद्धिशील ऋण से निम्न विकास दर के लिए प्रशंसनीय लिंक निजी निवेश और रिकार्डियन इक्विवेलेंस प्रोजेक्ट (आरईपी) के संभावित भीड़ पर आधारित है। आरईपी बताता है कि दूरदर्शी उपभोक्ता, जिन्हें पूरी तरह तर्कसंगत और पूरी तरह से सक्षम माना जाता है, अपने उपभोग निर्णय लेते समय सरकार के राजकोषीय विकल्पों को आंतरिक करते हैं। विशेष रूप से, सरकारी खर्च के दिए गए पैटर्न के लिए, वर्तमान अवधि में सरकारी खर्च में वृद्धि (या करों को कम करना) भविष्य के कर वृद्धि की आशा करने के लिए दूरदर्शी उपभोक्ताओं को आगे ले जाता है, जिससे उन्हें वर्तमान अवधि में बचत करने के लिए भुगतान करने में सक्षम हो जाता है। भविष्य कर बढ़ता है। परिणामस्वरूप, मौजूदा अवधि में कुल मांग अपरिवर्तित बनी हुई है (बारो, 1974, 1979)। REP, हालांकि, सख्त धारणाओं की विफलता के कारण अधिकांश अर्थव्यवस्थाओं में टूट जाता है-एकमुश्त करों सहित-इसके लिए इसे पकड़ना आवश्यक है। जब REP धारण नहीं करता है, उदाहरण के लिए आनुपातिक करों के कारण, उच्च सार्वजनिक ऋण स्तर (कम सार्वजनिक बचत) निजी बचत में वृद्धि के साथ नहीं हो सकता है, वर्तमान अवधि में उच्च सरकारी व्यय (या कम कर) राष्ट्रीय बचत को

कम कर सकता है। यह ब्याज दरों पर ऊपर की ओर दबाव डाल सकता है, जिसके परिणामस्वरूप निवेश में भीड़ बढ़ जाती है और इस प्रकार विकास दर पर नकारात्मक प्रभाव पड़ता है। यह खंड भारत के लिए इन तंत्रों की जांच करता है।



Crowding Out

2.23. निजी निवेश से छोटी कंपनियों के निर्गम हेतु सही समय की घटना इस धारणा पर आधारित है कि अर्थव्यवस्था में बचत की आपूर्ति तय है। इसलिए, उच्च राजकोषीय व्यय से ऋण योग्य धन की मांग में वृद्धि हो सकती है और इसलिए ब्याज दरों पर ऊपर की ओर दबाव बढ़ जाता है, जिससे निजी निवेश को हतोत्साहित किया जाता है (ब्लॉचार्ड, 2008)।

2.24. हालांकि, भारत जैसी उभरती हुई अर्थव्यवस्थाओं के लिए, निजी क्षेत्र की बचत और निवेश करने के लिए निजी क्षेत्र की प्रवृत्ति को बढ़ावा देने वाले क्षेत्रों में सार्वजनिक व्यय में वृद्धि, इसे छोटी कंपनियों के निर्गम हेतु सही समय के बजाय निजी निवेश को सक्षम कर सकती है। दूसरे शब्दों में, एक ऐसी अर्थव्यवस्था जिसमें बेरोजगार संसाधन हैं, सरकारी खर्चों में वृद्धि से अर्थव्यवस्था में कुल मांग में वृद्धि होती है, जो निजी क्षेत्र को प्रेरित कर सकती है कि वह नई मशीनरी में अपने निवेश को बढ़ाने के लिए बढ़ी हुई मांग को पूरा कर सके, और इसलिए अप्रयुक्त को रखा जाए। उत्पादक उपयोग के लिए संसाधन। इससे सकल मांग पर गुणक प्रभाव पड़ सकता है, जिसके परिणामस्वरूप उच्च विकास दर (Eisner, 1994) हो सकता है। वास्तव में, अगर सार्वजनिक व्यय ऐसे क्षेत्रों के लिए निर्देशित किया जाता है, जहां राजकोषीय गुणक बड़े हैं—उदाहरण के लिए, बुनियादी ढांचे के निर्माण के लिए—इस तरह के खर्च के रूप में अच्छी तरह से निजी निवेश में निजी खर्च को उत्तेजना मिल सकती है।

2.25. हालिया शोध ने तेजी से बढ़ती अर्थव्यवस्थाओं में निजी खर्च को उत्तेजना मिलने वाली घटना पर आगे संदेह व्यक्त किया है, यह दिखाते हुए कि बचत की आपूर्ति तय नहीं है, लेकिन आय में वृद्धि के साथ फैलती है। Sandri (2014) ने गैर-ओईसीडी देशों के बीच 1960 से 2011 तक विकास क्षेत्रों के 62 प्रकरणों की जांच की और दिखाया कि इन प्रकरणों में उत्पादकता वृद्धि न केवल तेजी से बढ़ती निवेश दर बल्कि एक और भी अधिक तेजी से बढ़ती बचत दर के साथ संयुक्त है। Carroll and Weil (1994), Attanasio, Picci and Scorcu (2000) और Rodrik (2000) बताते हैं कि बचत और विकास न केवल सकारात्मक रूप से सहसंबद्ध होते हैं, बल्कि विकास और निवेश के बीच उनका सकारात्मक संबंध इससे भी अधिक मजबूत होता है।

2.26. हाल के शोध ने तेजी से बढ़ती अर्थव्यवस्थाओं में भीड़ की घटना पर आगे संदेह व्यक्त किया है, यह दिखाते हुए कि बचत की आपूर्ति तय नहीं है, लेकिन आय में वृद्धि के कारण है। सैंड्री (2014) ने गैर-ओईसीडी देशों के बीच 1960 से 2011 तक विकास क्षेत्रों के 62 प्रकरणों की जांच की और दिखाया कि इन प्रकरणों में उत्पादकता वृद्धि न केवल तेजी से बढ़ती निवेश दर बल्कि एक और भी अधिक तेजी से

बढ़ती बचत दर के साथ संयुक्त है। कैरोल और वेइल (1994), अट्टानासियो, पिक्सी और स्कोर्कु (2000) और रोड्रिक (2000) बताते हैं कि बचत और विकास न केवल सकारात्मक रूप से सहसंबद्ध होते हैं, बल्कि विकास और निवेश के बीच उनका सकारात्मक संबंध इससे भी अधिक मजबूत होता है। वीएआर फ्रेमवर्क का उपयोग करते हुए, कुलकर्णी और एरिकसन (1995) को भारत में भीड़ के सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण सबूत नहीं मिले। सार्वजनिक निवेश और जीडीपी के बीच गतिशील अन्योन्याश्रितताओं के कारण, साहित्य ने भीड़ से बाहर होने की घटना का अनुमान लगाने के लिए वेक्टर ऑटो-रिग्रेशन (वीएआर) का उपयोग किया है। मित्रा (2005) एक संरचनात्मक VAR का उपयोग करता है, और इस बात का प्रमाण देता है कि निजी निवेश से बाहर भीड़ पर सार्वजनिक निवेश का प्रभाव एक से कम है। ये परिणाम मोटे तौर पर नीचे दिए गए स्थिर, बिना शर्त अनुमानों का समर्थन करते हैं।

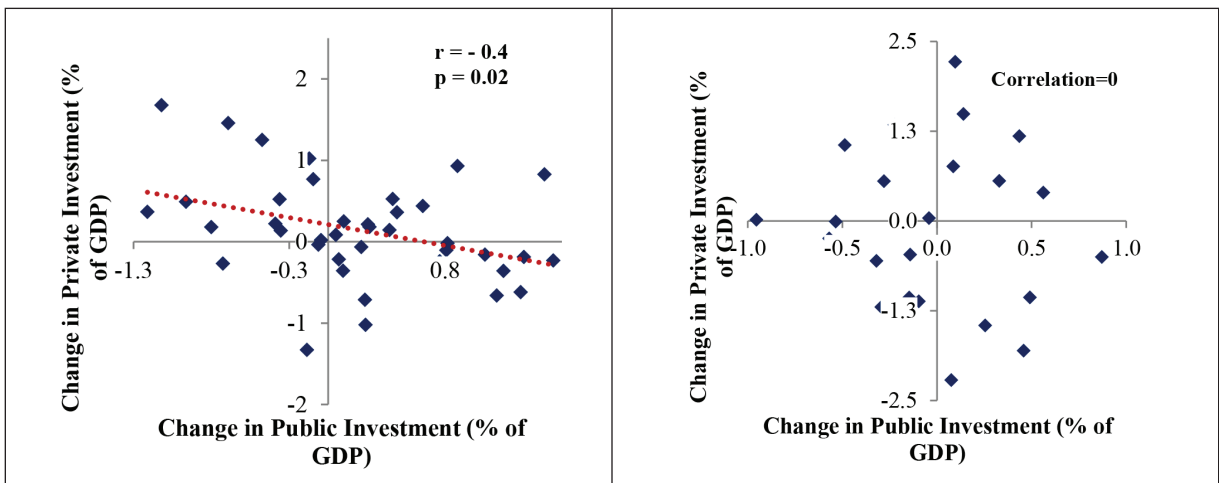
2.27. छोटी कंपनियों के निर्गम हेतु सही समय के खिलाफ इन तर्कों के अनुरूप, अध्ययन विकासशील अर्थव्यवस्थाओं के लिए सार्वजनिक निवेश के कारण निजी निवेश से छोटी कंपनियों के निर्गम हेतु सही समय का कोई सबूत नहीं मिलता है। Erden और Holcombe (2005) विकासशील और विकसित अर्थव्यवस्थाओं में सार्वजनिक और निजी निवेश का विश्लेषण करते हैं, और निष्कर्ष निकालते हैं कि जबकि सार्वजनिक निवेश विकासशील देशों में निजी निवेश का पूरक है, विकसित देशों के लिए विपरीत है। Eisner (1994) का तर्क है कि क्या वस्तुओं और सेवाओं के लिए सरकारी खर्च में वृद्धि, घरेलू निजी निवेश को बढ़ाती है, यह इस बात पर निर्भर करता है कि अर्थव्यवस्था पूर्ण रोजगार के कितने करीब है। Bahal et al. (2015) 1980-2012 की अवधि में भारत में छोटी कंपनियों के निर्गम हेतु सही समय के कोई सबूत नहीं मिले।

2.28. हम वित्त वर्ष 1991- वित्त 2019 की अवधि के लिए सार्वजनिक निवेश में बदलाव और निजी निवेश में बदलाव के बीच संबंधों का विश्लेषण करते हैं और सहसंबंध को महत्वहीन पाते हैं (चित्र 13 बी)। इस प्रकार, Bahal et al में परिणामों के अनुरूप है। (2015), हमें पिछले तीन दशकों के उदारीकरण के बाद छोटी कंपनियों के निर्गम हेतु सही समय का कोई सबूत नहीं मिला। हालांकि, वित्त वर्ष 1951-वित्त 1990 के पूर्व उदारीकरण की अवधि के दौरान, सार्वजनिक निवेश में बदलाव और निजी निवेश में परिवर्तन के बीच एक नकारात्मक सहसंबंध निश्चित उधार योग्य धन के औचित्य और संभावित छोटी कंपनियों के निर्गम हेतु सही समय (चित्र 13 ए) के अनुरूप सबूत प्रदान करता है।

चित्र 13: सार्वजनिक निवेश और निजी निवेश के बीच संबंध

13a. वित्त वर्ष 1951 से वित्त वर्ष 1990 तक

13b. वित्त वर्ष 1991 से वित्त वर्ष 2019 तक



स्रोत: MosPI

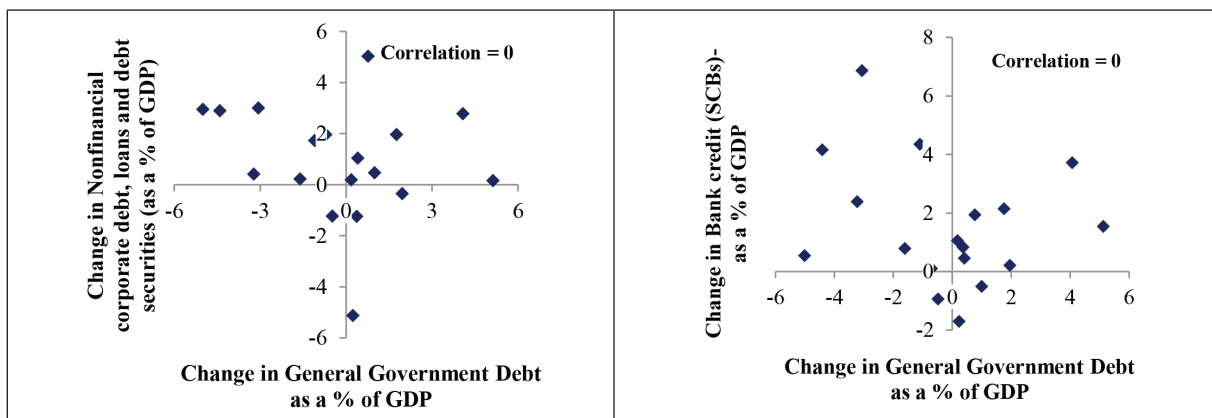
FY2011 तक निवेश और ढक्क 2004-05 श्रृंखला है और वित्त वर्ष 2011 से वित्त वर्ष 2019 तक 2011-12 श्रृंखला है

2.29. उपरोक्त निष्कर्षों की मजबूती की जांच करने के लिए, हम यह भी विश्लेषण करते हैं कि गैर-वित्तीय कॉर्पोरेट ऋण-जीडीपी और बैंक ऋण सरकारी ऋण-से-जीडीपी में परिवर्तन के साथ कैसे बदलते हैं। हमें वित्त वर्ष 2001 और वित्त वर्ष 2019 के दौरान छोटी कंपनियों के निर्गम हेतु सही समय का कोई सबूत नहीं मिला है, जो परिवर्तनीय (चित्र 14) के दो सेटों के बीच कोई संबंध होने का संकेत नहीं देता।

चित्र 14: क्या उच्च सरकारी ऋण वित्त वर्ष 2001 से वित्त वर्ष 2019 तक कम कॉर्पोरेट ऋण की ओर ले जाता है?

14a: सरकारी ऋण में परिवर्तन और कॉर्पोरेट ऋण में परिवर्तन के बीच संबंध

14b: सरकारी ऋण परिवर्तन और बैंक क्रेडिट परिवर्तन में संबंध



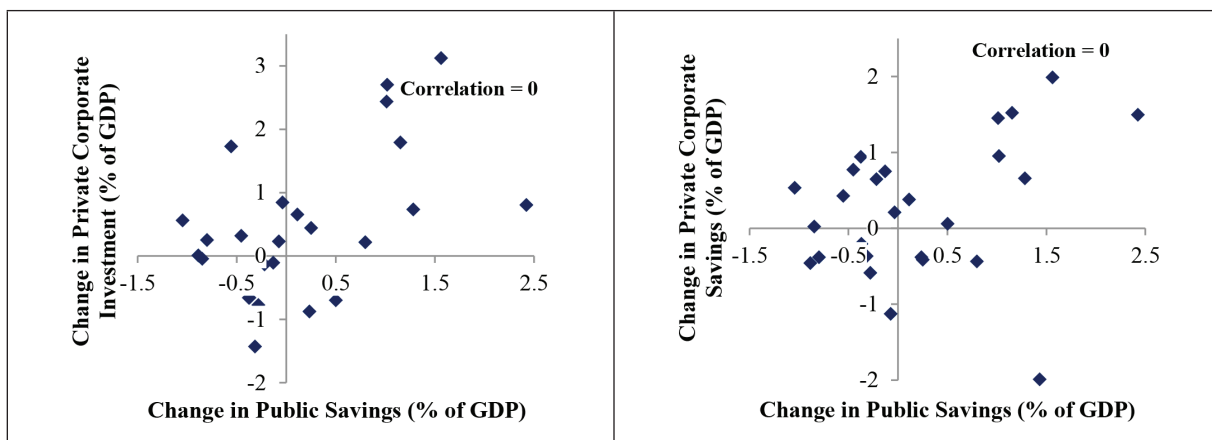
स्रोत: RBI, IMF, MosPI

2.29. इसी तरह, इसी तरह, हमें कॉर्पोरेट सेक्टर द्वारा सार्वजनिक क्षेत्र की बचत और निजी निवेश के बीच या कॉर्पोरेट सेक्टर द्वारा सार्वजनिक क्षेत्र और निजी बचत में वित्त वर्ष 2019 से वित्त वर्ष 2019 की अवधि में कोई संबंध नहीं पाते हैं। (चित्र 15)

चित्र 15: बचत चैनल (FY 1991-FY 2019) के माध्यम से छोटी कंपनियों के निर्गम हेतु सही समय का कोई सबूत नहीं है।

15: निजी कॉर्पोरेट निवेश में 1 वर्ष आगे के बदलाव के साथ सार्वजनिक क्षेत्र में बचत के बीच कोई संबंध नहीं है।

15: निजी कॉर्पोरेट बचत में 1 वर्ष आगे के परिवर्तन के साथ सार्वजनिक क्षेत्र में बचत के बीच कोई संबंध नहीं है।



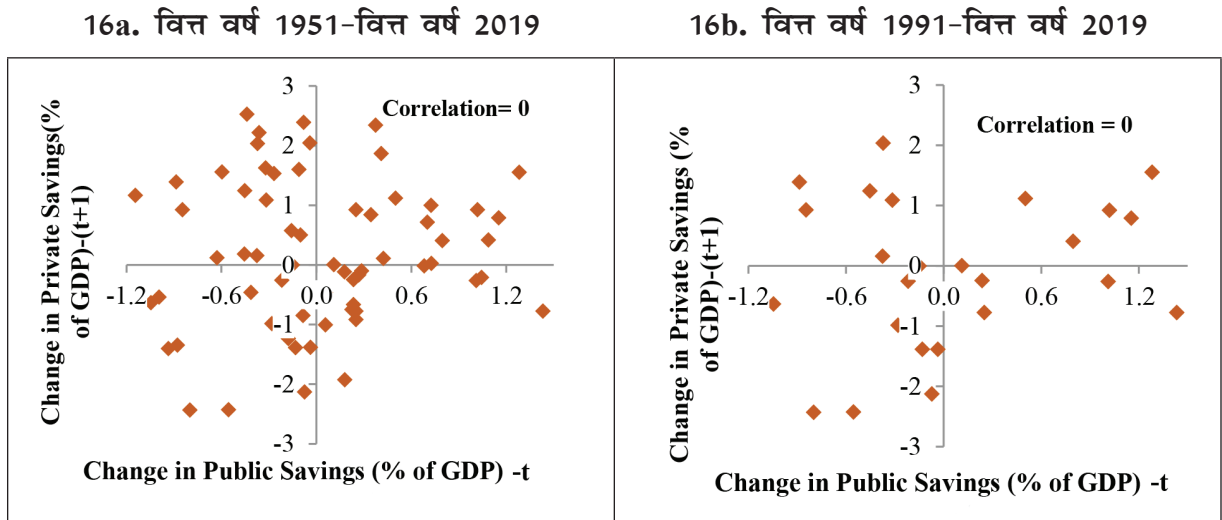
स्रोत: MosPI

वित्त वर्ष 2011 तक की बचत, निवेश और जीडीपी 2004-05 श्रृंखला है और वित्त वर्ष 2011 से वित्त वर्ष 2019 तक 2011-12 श्रृंखला है।

2.30. हम इसकी भी जांच करते हैं कि क्या REP भारतीय संदर्भ में असर करता है। ध्यान दें कि REP की वैधता कई मान्यताओं पर टिकी हुई है (i) प्रतिनिधि नागरिक करों का भुगतान करता है; (ii) कर गैर-विरूपण हैं और एकमुश्त के रूप में एकत्र किए जाते हैं; (iii) सही पूंजी बाजार जिसमें कोई उधार की कमी नहीं है; (iv) भविष्य की आय के प्रवाह और भविष्य की कर देनदारियां निश्चित हैं; (v) प्रतिनिधि नागरिक अनंत जीवित, तर्कसंगत और अग्रगामी है। कई अध्ययनों में पाया गया है कि REP विकासशील देशों (Haque and Montiel (1989), Khalid 1996) में असर नहीं करता है। Leiderman and Blejer (1988) विभिन्न चैनलों पर चर्चा करते हैं जो REP अंतर्निहित धारणाओं से संभावित विचलन को जन्म देते हैं। Ghatak और Ghatak (1996) भारत के लिए 1950-1986 के वर्षों के लिए REP का परीक्षण करते हैं और पाते हैं कि REP भारतीय संदर्भ में असर नहीं करता है।

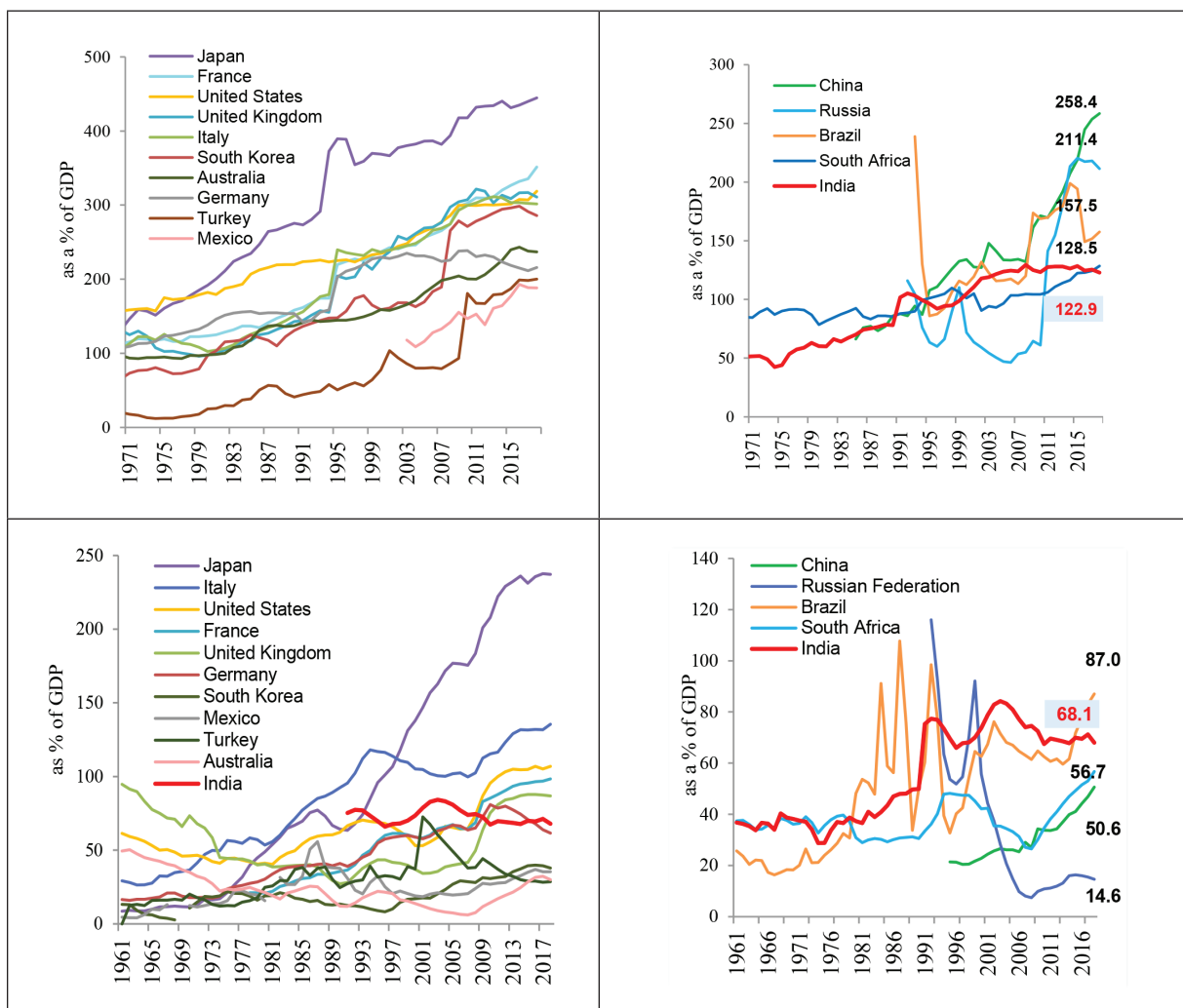
2.31. हम 1950-2019 और 1990-2019 की समय अवधि के लिए भारत के लिए REP की वैधता की जांच करते हैं। चित्र 16 यह दर्शाता है कि पिछले 70 वर्षों में विभिन्न समय की अवधि के लिए सार्वजनिक बचत में परिवर्तन और भारत के लिए सार्वजनिक बचत में 1-वर्ष के परिवर्तन के बीच कोई महत्वपूर्ण संबंध नहीं है। परिवर्तनीय 'निजी बचत में परिवर्तन' को अनुकूली उपभोक्ता अपेक्षाओं में 1 साल की बढ़त के साथ लिया गया है क्योंकि प्रतिनिधि उपभोक्ता सरकार की बजट घोषणाओं के जवाब में अपने बचत व्यवहार में तुरंत बदलाव नहीं कर सकता। परिणाम तब मिलते-जुलते रहते हैं, जब इन दोनों परिवर्तनों के बीच समकालीन संबंध की जांच की जाती है।

चित्र 16: सार्वजनिक बचत में परिवर्तन और निजी बचत में 1 वर्ष आगे परिवर्तन में आपस में संबंध



स्रोत: MoSPI

चित्र 18: पिछले 3 दशकों में मैक्रो भेद्यता सूचकांक का संचलन

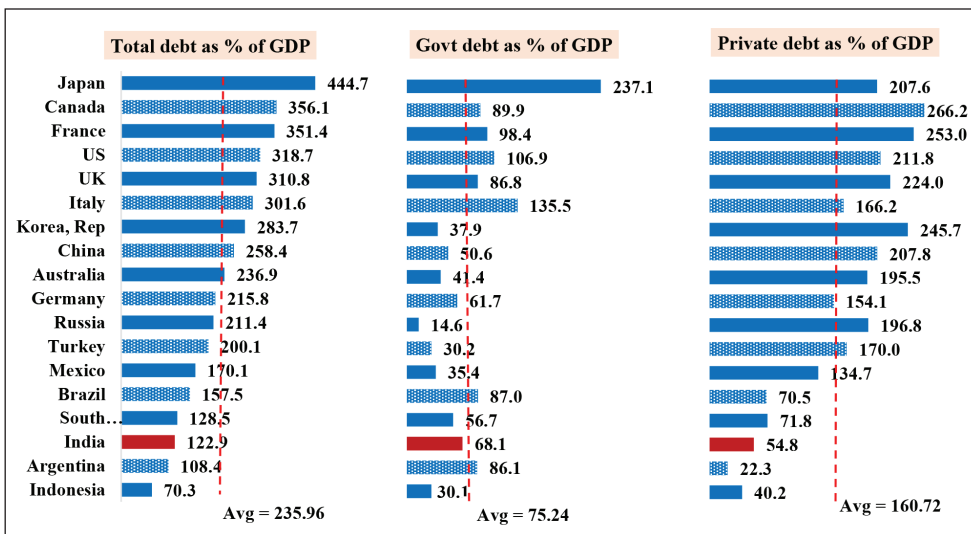


स्रोत: IMF, RBI.

भारत के ऋण की संरचना

2.33. ऋण गतिकी के प्रमुख मापदंडों और उनके निहितार्थों के विश्लेषण के बाद, भारत के सार्वजनिक ऋण की संरचना और विशेषताओं को समझना अनिवार्य है। भारत का सार्वजनिक ऋण-से-सकल घरेलू उत्पाद उच्च वैश्विक ऋण स्तरों (चित्र 17) की तुलना में काफी कम है। ऋण स्तरों की एक क्रॉस-कंट्री तुलना बताती है कि भारत के लिए, जीडीपी के अनुपात के रूप में सरकारी ऋण स्तर जी -20 OECD देशों के समूह और ब्रिक्स राष्ट्रों के समूह में मंज़ले के बराबर है। जीडीपी के एक प्रतिशत के रूप में भारत के समग्र ऋण स्तर जी -20 OECD देशों के समूह में सबसे कम हैं और ब्रिक्स देशों के समूह (चित्र 18) के बीच भी हैं। इसके अलावा, भारत के लिए सार्वजनिक ऋण और समग्र ऋण स्तर में 2003 के बाद से गिरावट आई है और 2011 के बाद से स्थिर है। हालांकि, जीडीपी के लिए सामान्य सरकारी ऋण वित्त वर्ष 2020-21 के दौरान 87% तक पहुंचने की उम्मीद है, सामान्य सरकारी राजकोषीय घाटे में 6.5% की कमी मानकर।

चित्र 17: शेष विश्व के बीच भारत के लिए ऋण-से-जीडीपी अनुपात (2018)



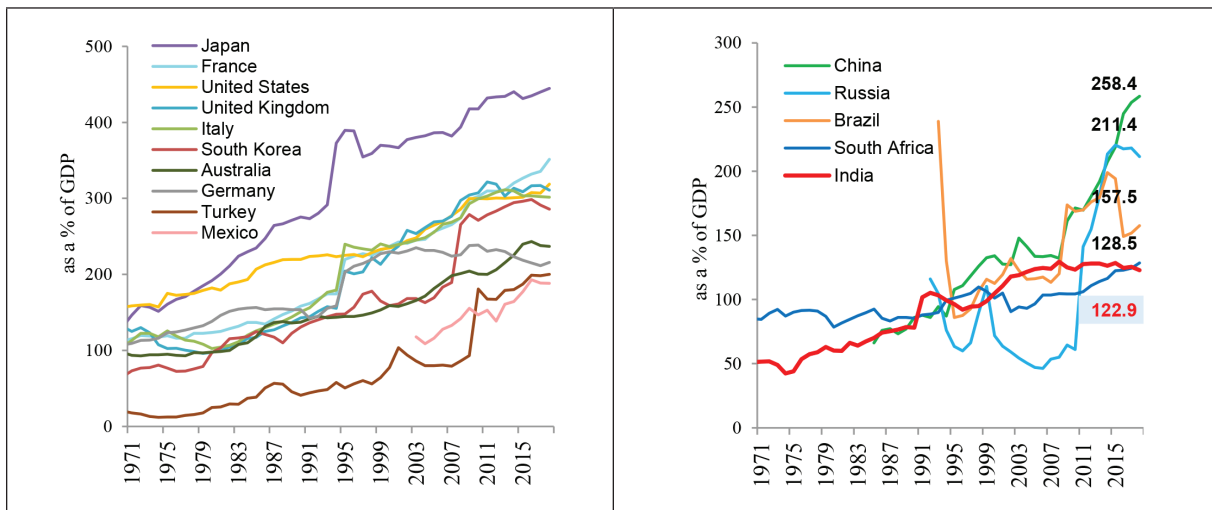
स्रोत: IMF ऋण डेटाबेस

निजी ऋण डेटा: जापान, कनाडा, फ्रांस, यूएस, यूके, इटली, कोरिया, जर्मनी, रूस, तुर्की, मेक्सिको सभी उपकरणों के लिए निजी ऋण की रिपोर्ट करते हैं, और शेष देशों के नमूने रिपोर्ट में निजी ऋण (ऋण और ऋण प्रतिभूतियां)। तुर्की और मेक्सिको के लिए निजी ऋण डेटा 2017 के लिए है। कोरिया, दक्षिण अफ्रीका, अर्जेंटीना को छोड़कर सामान्य सरकारी ऋण डेटा का उपयोग किया जाता है जहां केंद्र सरकार के ऋण का उपयोग किया गया है।

चित्र 18: भारत के अन्य देशों के ऋण-से-सकल घरेलू उत्पाद में रुझान

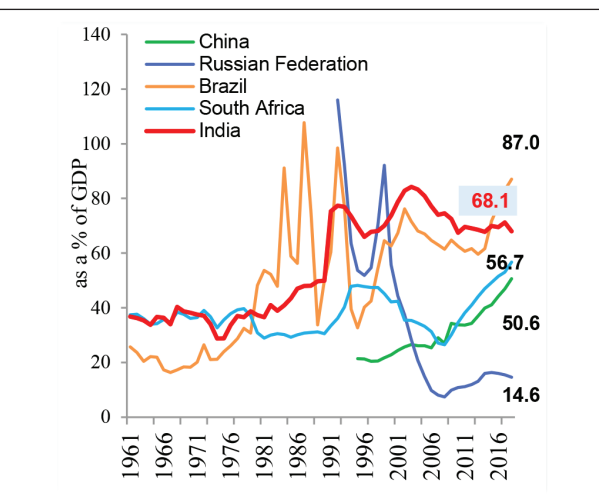
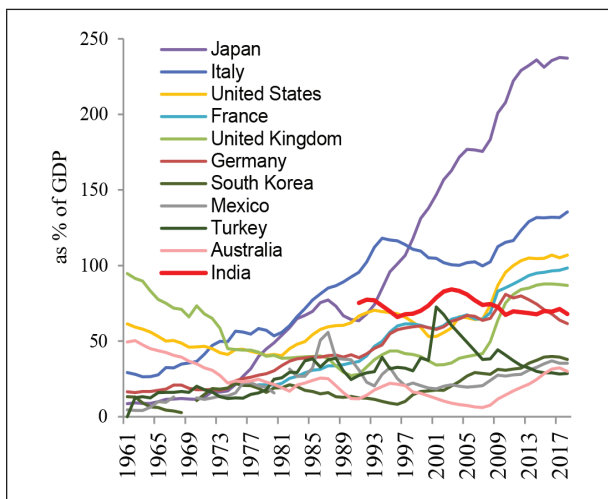
18a जीडीपी के % के रूप में कुल ऋण का उपयोग करते हुए जी-20 OECD देशों में भारत सबसे कम है

18b जीडीपी के % के रूप में कुल ऋण का उपयोग करते हुए जी-20 ब्रिक्स देशों में भारत सबसे कम है



18c G.20 OECD देशों के लिए सकल घरेलू उत्पाद के : के रूप में भारत सरकार रकारी ऋण का उपयोग कर रही है

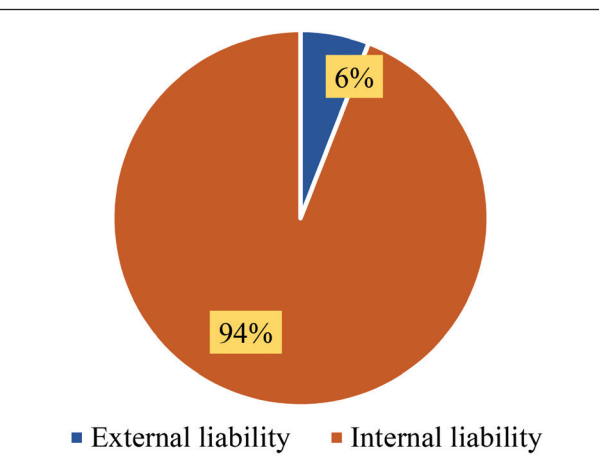
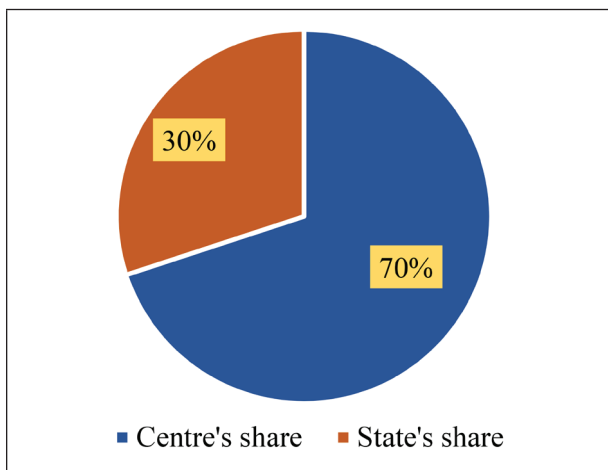
18d मंडला में भारत जी-20 ब्रिक्स देशों के लिए सकल घरेलू उत्पाद के % के रूप में सरकारी ऋण का उपयोग कर रहा है



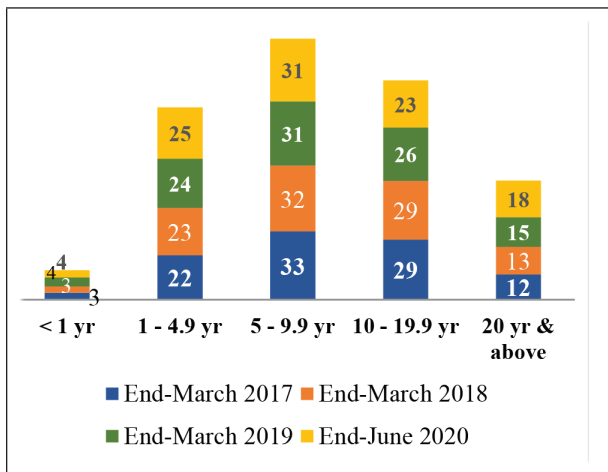
2.34 सरकार के ऋण पोर्टफोलियो में बहुत कम विदेशी मुद्रा जोखिम की विशेषता है क्योंकि बाहरी ऋण सकल घरेलू उत्पाद का 2.7% (केंद्र सरकार के कुल देनदारियों के 5.9% है) (चित्र 20)। कुल सार्वजनिक ऋण में से 70% केंद्र (19 चित्र) के पास है। जैसा कि केंद्र सरकार को मैक्रो-इकोनॉमिक मैनेजमेंट की जिम्मेदारी सौंपी जाती है, केंद्र और राज्यों के बीच कर्ज का वितरण उस प्रोत्साहन अनुकूलता के कारण वांछनीय है जो इसे उत्पन्न करता है। भारत के सार्वजनिक ऋण की लंबी परिपक्वता प्रोफाइल (लंबी अवधि के बांड जारी करना) के साथ-साथ फ्लोटिंग रेट डेट (केंद्र सरकार का फ्लोटिंग रेट ऋण सार्वजनिक ऋण से 5 प्रतिशत से कम है) रोलओवर जोखिमों को सीमित करता है, और ब्याज दर में उतार-चढ़ाव से ऋण पोर्टफोलियो को सुरक्षित करता है (चित्र 21 और 22)।

चित्र 19: सामान्य सरकार ऋण-जीडीपी अनुपात (केंद्र + राज्य % में)

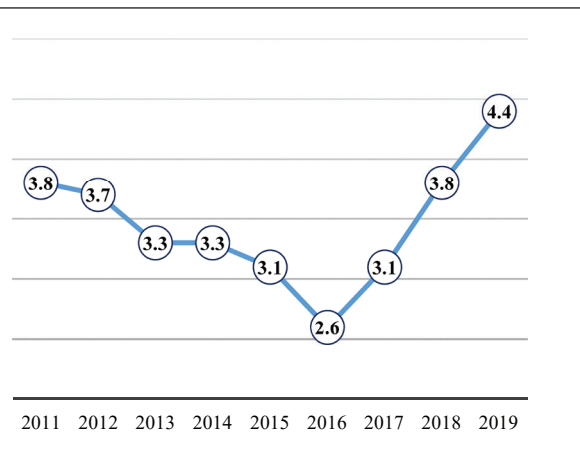
चित्र 20: सामान्य सरकारी सार्वजनिक ऋण की संरचना



चित्र 21: केंद्रीय सरकारी ऋण की संरचना



चित्र 22: दिनांकित केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों की परिपक्वता प्रोफाइल (कुल का %)



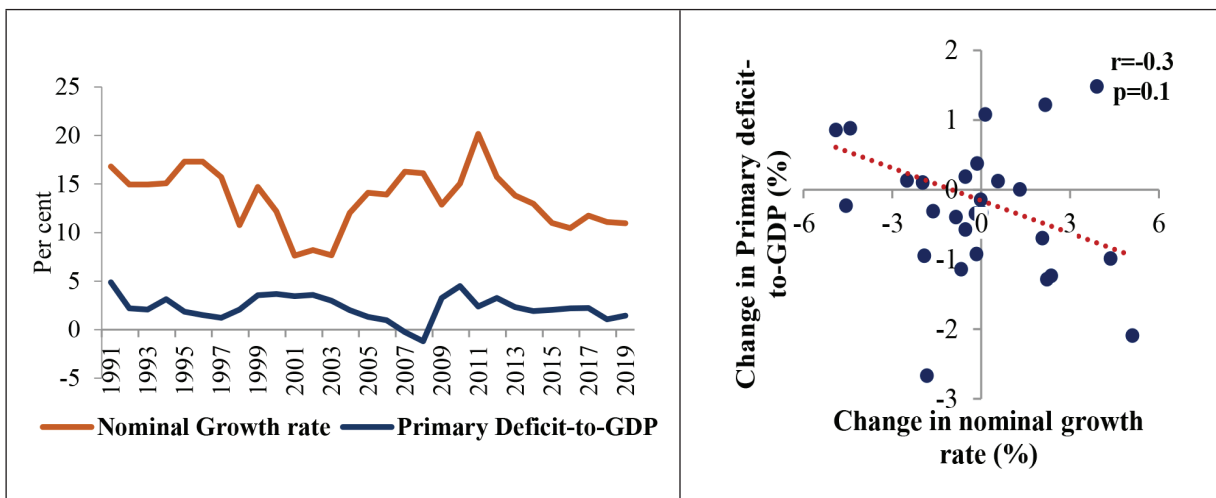
परिदृश्य विश्लेषण: क्या भारत का वर्तमान ऋण टिकाऊ है?

2.35. हम इस अनुभाग में मैक्रोइकॉनॉमिक परिदृश्य-आधारित सिमुलेशन/बहाने (विभिन्न सबसे खराब परिदृश्यों का पता लगाने के लिए) के माध्यम से भारत के ऋण की स्थिरता का मूल्यांकन करते हैं। ऋण स्थिरता को सुनिश्चित करने के लिए, अर्थात् $dt < dt-1$, हम बॉक्स 1 में बताए गए ऋण गतिकी के लिए पहचान का उपयोग करते हैं। नकारात्मक प्राथमिक संतुलन को प्राथमिक घाटा (पीडी) के रूप में दर्शाते हुए, हम प्राप्त करते हैं:

$$d_t < d_{t-1} \Leftrightarrow pd_t < (\gamma_t - i_t) \cdot d_{t-1} / (1 + \gamma_t)$$

2.36. इस प्रकार, जब तक प्राथमिक घाटा एक अधिकतम सीमा से कम है, तब तक ऋण स्थायी रहेगा। ध्यान दें कि उपरोक्त असमानता इस तथ्य को नहीं पकड़ती है कि प्राथमिक घाटा स्वयं उच्च विकास दर के साथ घटता है जैसा कि चित्र 23 में देखा गया है। यह समझ में आता है क्योंकि उच्च वृद्धि के साथ कर राजस्व में वृद्धि होती है और जिससे प्राथमिक घाटा नीचे आता है। वृद्धि के साथ प्राथमिक घाटे में गिरावट की संभावना बढ़ जाती है कि उपरोक्त असमानता संतुष्ट हो जाती है। ऐसा इसलिए है क्योंकि असमानता का दाहिना हाथ विकास के साथ बढ़ता है और असमानता (पीडी) का बायां हाथ विकास के साथ कम हो जाता है।

चित्र 23: उच्चतर नाममात्र वृद्धि के साथ प्राथमिक घाटा-से-जीडीपी में गिरावट

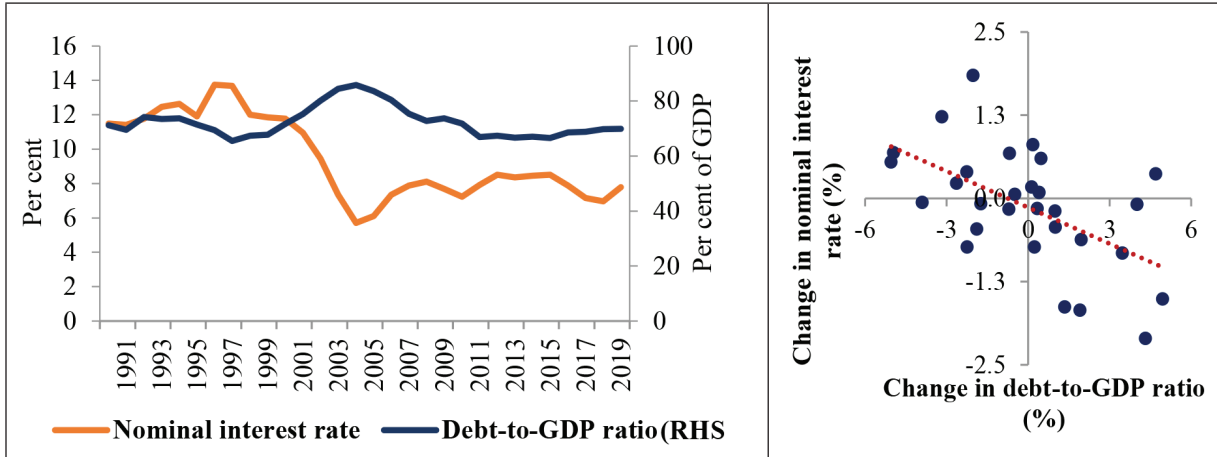


स्रोत: MoSPI, RBI

एक्स-अक्ष वित्तीय वर्ष समाप्त होने को दर्शाता है (वित्तीय वर्ष 1991 से वित्त वर्ष 2019 तक)

2.37. परिदृश्य विश्लेषण करने से पहले, ड्राइवर्स के लिए मामूली ब्याज दर की जांच करना महत्वपूर्ण है। यदि निजी क्षेत्र के निवेश से छोटी कंपनियों के निर्गम हेतु सही समय बढ़ रहा है, तो सामान्य सरकारी ऋण-से-जीडीपी में वृद्धि से ब्याज दर में वृद्धि होगी। हालांकि, नीचे दिए गए चित्र 24 में दिखाया गया है कि सामान्य सरकारी ऋण-से-जीडीपी में वृद्धि कम (अधिक नहीं) नाममात्र ब्याज दरों के साथ संबद्ध है। यह वास्तव में, ऊपर की धारा V में प्रदर्शित छोटी कंपनियों के निर्गम हेतु सही समय की उपस्थिति के खिलाफ सबूत के अनुरूप है।

चित्र 24: एक उच्च ऋण-से-सकल घरेलू उत्पाद अनुपात कम (अधिक नहीं) नाममात्र ब्याज दरों के साथ संबद्ध है



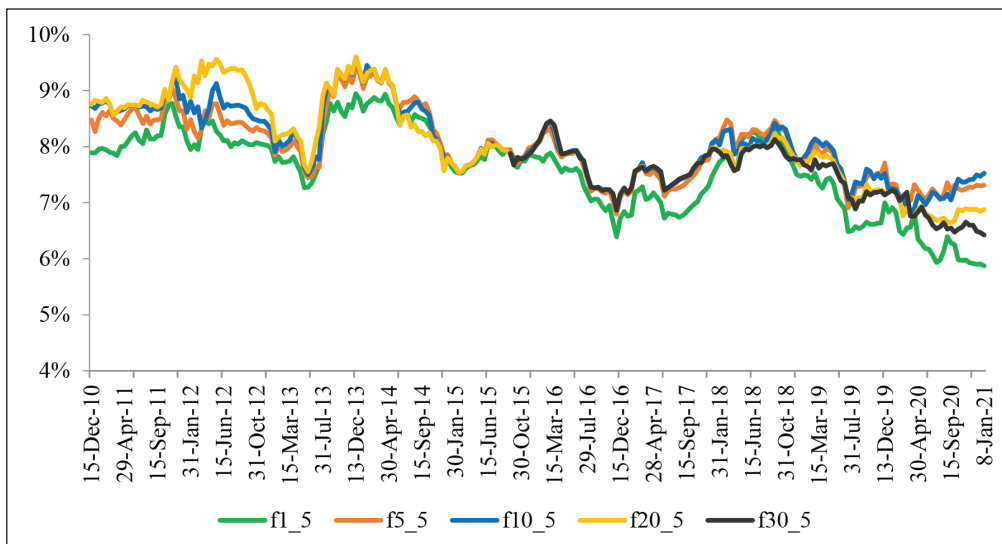
स्रोत: RBI

2.38. जैसा कि इस अध्याय के पिछले खंडों में चर्चा की गई है, ऋण की स्थिरता सुनिश्चित करने में नकारात्मक IRGD महत्वपूर्ण भूमिका निभाता है। IRGD को आगे बढ़ाने के लिए, हमें सबसे पहले उस ब्याज दर का अनुमान लगाना होगा, जिसके आगे बढ़ने की उम्मीद है। पिछले तीन दशकों में, हम भारत में ऋण-से-जीडीपी अनुपात और नाममात्र ब्याज दरों के बीच एक मजबूत नकारात्मक सहसंबंध का पालन करते हैं (चित्र 24)। इसके अलावा, जैसा कि चित्र 25 स्पष्ट रूप से दिखाता है, सभी परिपक्वताओं (1 वर्ष, 5 वर्ष, 10 वर्ष, 20 वर्ष और 30 वर्ष) के लिए 5 साल की आगे की ब्याज दरों में पिछले एक दशक में तेजी से गिरावट आई है। यहां तक कि 10-वर्ष की दर वर्षों को आगे बढ़ाती है, जो सभी 5-वर्ष की आगे की दरों में अधिकतम है, 7.5% से कम है। यहां तक कि 4% के मुद्रास्फीति लक्ष्य में निचली सीमा को मानते हुए, इसका तात्पर्य है कि अगले पांच वर्षों में 3.4% की वास्तविक विकास दर के साथ भी, IRGD के नकारात्मक रूप से आगे बढ़ने की संभावना है। वास्तव में, चूंकि सरकारी उधार की औसत दर विभिन्न परिपक्वताओं पर दरों का भारित औसत है, इसलिए उधार की लागत काफी कम होने की संभावना है। इसलिए, 5 साल के क्षितिज में IRGD भारत के लिए नकारात्मक होने की संभावना है।

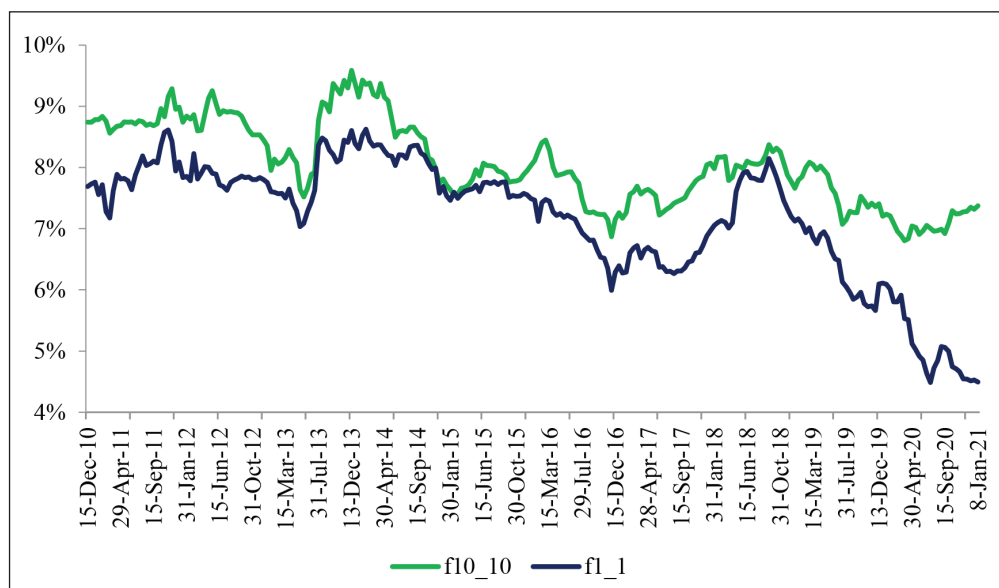
2.39. ध्यान दें कि आगे की दरों का उपयोग करके आगे जाने वाले अपेक्षित ब्याज दरों का आकलन करते समय, मौद्रिक नीति की अंतर्जात भूमिका का हिसाब नहीं दिया जा रहा है। विशेष रूप से, चूंकि मौद्रिक नीति अंतर्जात है, कम वृद्धि का विस्तार मौद्रिक नीति और कम वित्तपोषण लागत के साथ होने की संभावना है। इस प्रकार, आगे के विश्लेषण में, IRGD पर मौद्रिक नीति के लाभकारी प्रभाव को कम करके देखा जाना चाहिए। इसके परिणामस्वरूप, यहां तक कि सबसे खराब स्थिति में भी, जहां विकास मध्यम अवधि से अधिक एनेमिक है, ऋण पर इसका प्रभाव लगातार नियंत्रित होता है। सहायक मौद्रिक नीति द्वारा। इस प्रकार, यहां तक कि सबसे खराब स्थिति में भी, आईआरजीडी को भारत के लिए नकारात्मक बने रहने की उम्मीद है, जिससे

ऋण की स्थिरता सुनिश्चित होगी। इसलिए हम स्थिर स्थिति में अत्यधिक संभावना वाले नकारात्मक IRGD में परिदृश्य विश्लेषण फैक्टरिंग करते हैं।

चित्र 25a: विभिन्न परिपक्वताओं के लिए 5-वर्षीय अग्रेषित दरों में रुझान



चित्र 25b: विभिन्न परिपक्वताओं के लिए अग्रेषित दरों में रुझान



स्रोत: ZCYC डेटा CCIL से पिछले 10 वर्षों से पाक्षिक आवृत्ति पर लिया गया है (नवीनतम डेटा 23 नवंबर 2020 तक) f1_5 1-yr परिपक्वता अवधि के साथ बांड की 5-लत आगे की दर को दर्शाता है।

बॉक्स 7. ऋण सिमुलेशन के लिए मान्यताएँ:

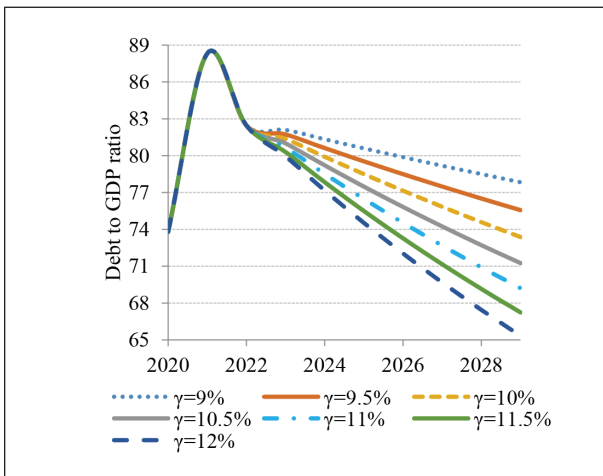
सबसे खराब स्थिति वाले ऋण विश्लेषण के लिए ऋण सिमुलेशन निम्नलिखित मान्यताओं पर आधारित हैं:

- (i) विकास दर (वास्तविक) FY21 के लिए -7.7 (MOSPI) और FY22 के लिए 11.5% (IMF के अनुमान के समान)
- (ii) वित्त वर्ष 20 के लिए सामान्य सरकारी ऋण GDP का 73.8% लिया गया है। (RBI से सशोधित आकलन)

- (iii) FY21 के लिए प्राथमिक घाटा जीडीपी का 6.8% माना जाता है। यह जीडीपी का 1.3% बेसलाइन पीडी (0.4% केंद्र + 0.9% राज्यों) के बराबर है। जीडीपी का 5.5% राजस्व की कमी और आत्मनिर्भर भारत पैकेज के कारण दोनों में वृद्धि होती है। प्राथमिक घाटे की गिरती संख्या जीडीपी के 1.5% (0.2% केंद्र पीडी + 0.5% राज्यों पीडी + 0.8% ईबीआर) तक पहुंचने के लिए माना जाता है, और यह इसके बाद 1.5% रहने के लिए माना जाता है। यह EBR का समावेश है।
- (iv) नाममात्र ब्याज दर 6% माना जाता है। तर्क इस प्रकार है। 26-जनवरी 2021 तक, हम अनुमान लगाते हैं कि परिपक्वता के दौरान सामान्य सरकार के उधार का उपयोग करके भारत की औसत औसत लागत 6.0% होगी।
- (v) मुद्रास्फीति को 5%, यानी 4% -6% की सीमा के मध्य-बिंदु के रूप में लिया जाता है।

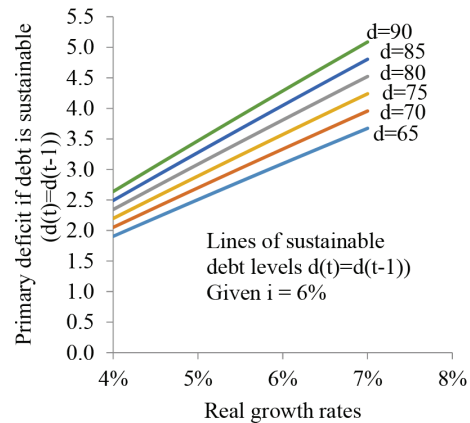
चित्र 26: सबसे खराब स्थिति ऋण गतिशीलता का सिमुलेशन

26a

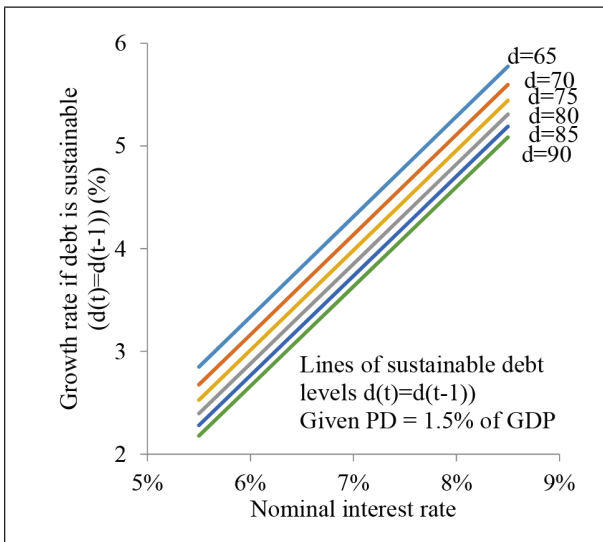


26b वित्त वर्ष 22 से

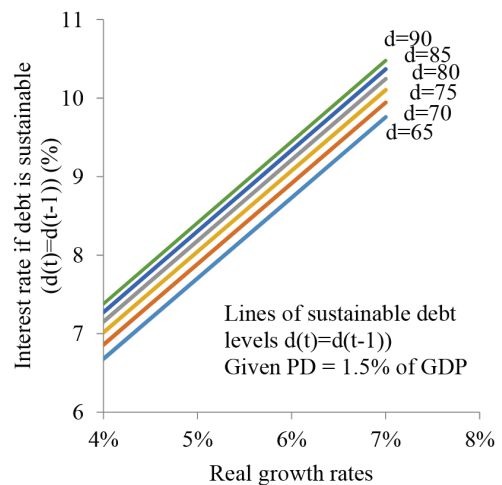
अधिकतम प्राथमिक घाटा जिसके नीचे ऋण स्थायी है



26c वित्त वर्ष 2012 की न्यूनतम वास्तविक विकास दर, जिसके ऊपर ऋण स्थायी है



26d वित्त वर्ष 22 से अधिकतम ब्याज दर, जिसके नीचे ऋण स्थायी है



चित्र 26 सी और 26 डी बताते हैं कि एक निश्चित स्तर के स्थायी ऋण के लिए, IRGD नकारात्मक रहेगा

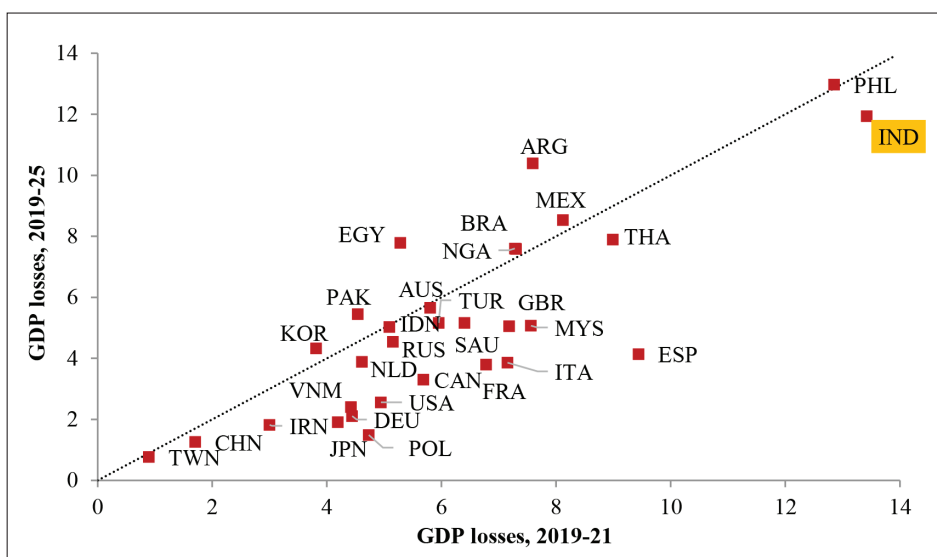
2.40. चित्र 29 बी-डी के परिणाम यह भी बताते हैं कि उच्च प्राथमिक घाटे, कम वास्तविक विकास और उच्च नाममात्र ब्याज दरों पर भी, भारत का ऋण धारणीय रहेगा।

नीति क्रियान्वयन

2.41 जैसा कि ऊपर तर्क दिया गया है, कोविड महामारी ने मांग को एक महत्वपूर्ण नकारात्मक झटका दिया है। कि कंपनियों का सामना वित्तीय संकट के विभिन्न लागत भी संभावित दिवालियापन से पहले (Andrade और Kaplan (1998), Hotchkiss et al. (2008), Senbet और Wang (2010)) दम घुटने वाली दिवालियापन प्रणाली में संभावित फर्म दिवालिया होने के साथ संयुक्त, और लॉकडाउन के दौरान खो जाने वाली नौकरियों को पूरी तरह से पुनर्प्राप्त नहीं किया जा सकता है, दूसरी ओर, आर्थिक हिस्टैरिसिस की संभावना पैदा करता है जिसे हर कीमत पर बचा जाना चाहिए। दूसरी ओर, आर्थिक हिस्टैरिसिस की संभावना पैदा करते हैं जो हर कीमत पर टालना चाहिए। The World Economic Outlook (अक्टूबर 2020) संस्करण भारत के मामले में इस पर प्रकाश डालता है (चित्र 27 देखें)। मध्यम से दीर्घावधि में वृद्धि के प्रभावित होने की संभावना को समाप्त करने के लिए, सरकार कई लाभदायक सुधारों को शुरू करने में बेहद सक्रिय रही है। हालांकि, उनका प्रभाव मध्यम में दीर्घकाल में प्रकट होगा। यह सुनिश्चित करने के लिए कि अर्थव्यवस्था इन महत्वपूर्ण सुधारों का पूरा लाभ उठाने के लिए अच्छे स्वास्थ्य में है, मध्यम और दीर्घकालिक के लिए “आर्थिक सेतु” बनाना होगा। केवल एक सक्रिय राजकोषीय नीति-वह जो यह मानती है कि बहुत कम करने से होने वाले जोखिम बहुत अधिक करने से होने वाले जोखिमों से बहुत अधिक हैं-यह सुनिश्चित कर सकता है कि यह “आर्थिक पुल” अच्छी तरह से निर्धारित है।

2.42 नीतिगत रुख में इस बदलाव के केंद्र को मान्यता है कि अगर हम आज की वास्तविकता के लिए पुराने ढांचे को लागू करते हैं, अगर हम अर्थव्यवस्था को उत्तेजित करने में विफल रहते हैं, तो हम कम संभावित विकास (Blanchard et al. 2015) के लिए मांग में अस्थायी कमजोरी का जोखिम उठाते हैं। भविष्य में भारत के लिए IRGD काफी नकारात्मक होने की उम्मीद के साथ, प्रो-चक्रीय राजकोषीय नीतियों के कारण उच्चतर हो सकता है, कम नहीं, ऋण/GDP अनुपात

चित्र 27: विकास पर कोविड संकट के दीर्घकालिक प्रभाव के लिए संभावित/शक्य



स्रोत: IMF World Economic Outlook, अक्टूबर 2020

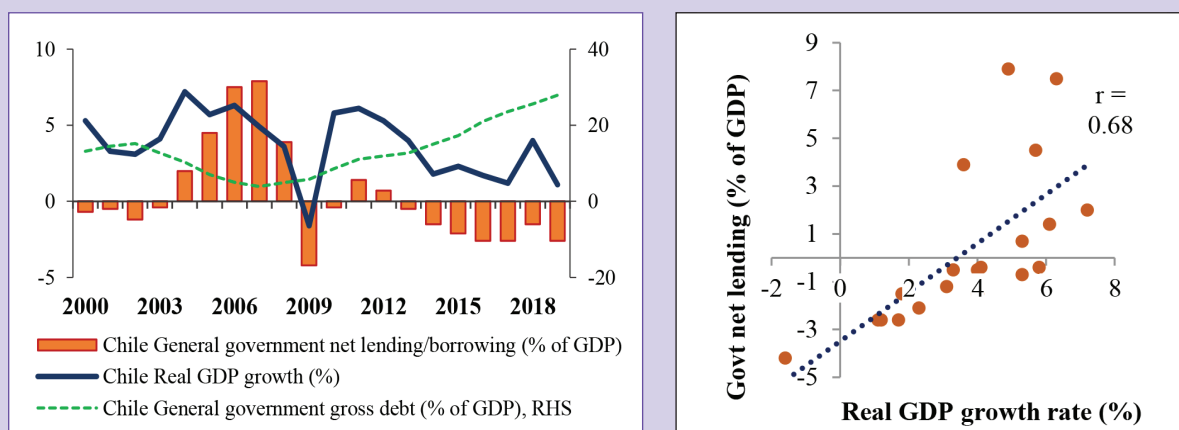
बॉक्स 8. काउंटर चक्रीय राजकोषीय नीति के लिए राजकोषीय नियम

राजकोषीय नियम घाटे, ऋण, व्यय या राजस्व जैसे बजटीय समुच्चय के संबंध में मात्रात्मक लक्ष्य हैं, जो राजकोषीय नीति पर लंबे समय तक चलने वाला अवरोध पैदा करते हैं। मोटे तौर पर उन्हें “बजटीय संस्थान” (Alesina और Perotti, 1999) के रूप में संदर्भित किया जाता है, अर्थात् नियमों और विनियमों का एक सेट जिसके अनुसार बजट तैयार किया जाता है, अनुमोदित और कार्यान्वित किया जाता है। IMF के अनुसार, 78 देशों ने वर्ष 2015 तक राजकोषीय ढांचे में महत्वपूर्ण सुधारों के हिस्से के रूप में राष्ट्रीय राजकोषीय शासन के कुछ रूप को अपनाया था। हालाँकि, सावधानी बरतना जरूरी है क्योंकि इनमें से कुछ नियमों के लिए खराब आर्थिक समय में एक चक्रीय रुख की आवश्यकता हो सकती है।

इस संदर्भ में, राजकोषीय नियमों के साथ चिली का अनुभव जो प्रति-चक्रीय राजकोषीय नीति को सक्षम बनाता है, महत्वपूर्ण सीख प्रदान करता है। 2000 में, चिली सरकार ने संरचनात्मक अधिशेष नियम को अपनाया जिसने केंद्र सरकार के संरचनात्मक संतुलन को प्रति वर्ष सकल घरेलू उत्पाद का 1% अधिशेष होने का लक्ष्य दिया। इस लक्ष्य को बाद में 2007 में सकल घरेलू उत्पाद के 0.5% तक संशोधित किया गया था, और आगे 2009 में एक साधारण संतुलित बजट के लिए (जब ऋण लगभग भुगतान किया गया था)। प्रभावी बजट संतुलन के विपरीत, जो वर्तमान राजकोषीय स्थिति को इंगित करता है, संरचनात्मक संतुलन मध्यम अवधि के राजकोषीय दृष्टिकोण को दर्शाता है। संभावित जीडीपी और तांबे की कीमतों के फॉरवर्ड दिखने वाले अनुमानों का उपयोग करते हुए बजट में चिली के लिए संरचनात्मक संतुलन का अनुमान लगाया गया है (क्योंकि तांबा चिली में राजस्व का प्रमुख चालक है-तांबे का सबसे बड़ा निर्यातक)। इसलिए यह वर्ष के लिए बजट में अनुमत कुल अधिकतम व्यय स्तर के लिए एक अनुमान देता है। यदि अर्थव्यवस्था अनुमानित संभावित जीडीपी से अधिक दर से बढ़ती है या मध्यम अवधि में तांबे की कीमतों में वृद्धि होती है, तो अधिक राजस्व एकत्र किया जाता है। हालाँकि, चूँकि सरकारी व्यय को वित्तीय वर्ष के लिए कैप किया जाता है, इसलिए सरकार आर्थिक उछाल के दौरान अधिशेष चलाती है। इसी तरह, ऐसे वर्षों में जब उत्पादन और राजस्व क्षमता से कम होते हैं, सरकार घाटे में चलती है क्योंकि राजकोषीय नियम खर्च में कटौती की अनुमति नहीं देते हैं। इस प्रकार, चिली शासन स्वचालित स्टेबलाइजर्स/स्थिरकारी को संचालित करने की अनुमति देता है, और अर्थव्यवस्था की स्थिति के साथ समायोजित करने के लिए समग्र बजट संतुलन। इसका अर्थ यह होगा कि आर्थिक वृद्धि के साथ, ऋण-से-जीडीपी अनुपात धीरे-धीरे गिरना चाहिए।

चिली की अर्थव्यवस्था को इस बजट नियम से काफी फायदा हुआ है, क्योंकि 2000 और 2005 के बीच राष्ट्रीय बचत 20.6% से बढ़कर 23.6% हो गई, जिससे केंद्र सरकार के ऋण-से-सकल घरेलू उत्पाद अनुपात में तेज गिरावट और संप्रभु ऋण रेटिंग में सुधार हुआ (Frankel, 2011)। 2003-2008 के तांबे के उछाल के दौरान, तांबे की उच्च कीमतों के बावजूद उच्च निर्यात आय और आर्थिक विकास के कारण, काउंटर चक्रीय राजकोषीय नीति के कारण लगभग 8% का बजट अधिशेष और सरकारी ऋण जीडीपी के 4% तक कम हो गया। वैश्विक मंदी के बाद के चरण के दौरान जब तांबे की कीमतों में गिरावट आई थी, सरकार ने संकट के प्रभावों को कम करने के लिए अभूतपूर्व विस्तारवादी नीति (तांबे के उछाल के दौरान संचित ससों का उपयोग करके) को अपनाया (बजट घाटा जीडीपी के 4% को पार कर गया)।

चित्र 33: चिली सरकार द्वारा काउंटर-चक्रीय राजकोषीय नीति Period- (2000 to 2019)



हालाँकि, संभावित जीडीपी पर आधारित राजकोषीय नियमों की ताकत अनुमानित संभावित जीडीपी की यथार्थता पर निर्भर करती है। जब संभावित जीडीपी का सटीक अनुमान लगाया जाता है, एक संरचनात्मक संतुलन नियम एक जवाबी काउंटर चक्रीय राजकोषीय नीति सुनिश्चित करता है और ऋण-से-जीडीपी अनुपात में क्रमिक कमी की ओर जाता है।

2.43 आर्थिक संकटों के दौरान, एक अच्छी तरह से डिजाइन की गई विस्तारक राजकोषीय नीति का रुख दो तरीकों से बेहतर आर्थिक परिणामों में योगदान कर सकता है। सबसे पहले, यह उत्पादकता बढ़ाने वाले बहु-वर्षीय सार्वजनिक निवेश पैकेजों के साथ संभावित विकास को बढ़ावा दे सकता है। सार्वजनिक निवेश की बहु-वर्ष की प्रकृति विकास की उम्मीदों को विश्वसनीय रूप से बढ़ाने में योगदान करेगी। नेशनल इन्फ्रास्ट्रक्चर पाइपलाइन (एनआईपी) के साथ पहले से ही महत्वाकांक्षी सार्वजनिक खर्चों के लिए एजेंडा तैयार कर रहा है, पहले कुछ वर्षों में एनआईपी को वित्तपोषित करने के लिए राजकोषीय नीति से विकास को बढ़ावा मिल सकता है और इस तरह से स्व-वित्तपोषण/वित्तव्यवस्था (DeLong and Summers, 2012) हो सकता है। निजी क्षेत्र में अत्यधिक जोखिम के फैलाव के समय, जो किसी भी आर्थिक संकट की विशेषता है, सार्वजनिक निवेश के माध्यम से जोखिम निजी निवेश को उत्प्रेरित कर सकता है और एक नेक चक्र को प्राप्त कर सकता है। निजी क्षेत्र के निवेश में वृद्धि के बजाय निजी निवेश के खर्च में कमी होगी। दूसरा, भारतीय अर्थव्यवस्था के कम मजदूरी-वृद्धि के जाल में गिरने की जोखिम है, जैसा कि पिछले दो दशकों के दौरान जापान में हुआ है। राजकोषीय व्यय के माध्यम से एनआईपी को लागू करना उच्चतर भुगतान वाली नौकरियों और उत्पादकता को बढ़ावा दे सकता है।

2.44 राजकोषीय नियमों को लागू करने में चिली का अनुभव जो काउंटर-साइक्लिकल राजकोषीय नीति को सक्षम करता है, इस संदर्भ में काफी जानकारीपूर्ण है (विवरण के लिए बॉक्स 8 देखें)। जैसा कि संभावित विकास का अनुमान इस तरह के राजकोषीय नियमों को लागू करने के लिए चुनौतीपूर्ण हो सकता है, यह भारतीय संदर्भ में राजकोषीय नियमों को फ्रेम करने के लिए व्यावहारिक होगा ताकि राजकोषीय नीति को विकास में मंदी का जवाब देने के लिए जगह मिल सके। राष्ट्रीय आर्थिक अनुसंधान ब्यूरो (NBER) संयुक्त राज्य अमेरिका में जीडीपी में लगातार दो तिमाहियों में गिरावट के रूप में मंदी को परिभाषित करता है। संयुक्त राज्य में विकास की औसत वृद्धि और मानक विचलन को देखते हुए, नकारात्मक वृद्धि विकास में 1.5 मानक विचलन गिरावट से मेल खाती है। इसी तरह, वृद्धि में 1.65 मानक विचलन गिरावट, दस तिमाहियों में एक बार एक प्राथमिकता प्रकट होगी या 10% की संभावना के साथ 3.5% के बराबर होगी। इसलिए, एक व्यावहारिक राजकोषीय नियम को राजकोषीय नीति के लिए ट्रिगर-रूम प्रदान करना चाहिए, जो पिछले 20 तिमाहियों के मुकाबले सकल घरेलू उत्पाद की वृद्धि की तुलना में 3.5% की जीडीपी वृद्धि में दो-चौथाई मंदी के रूप में ट्रिगर को काउंटर-साइक्लिकल होने के लिए प्रदान करता है। (= 10%)। समय के साथ विकास के औसत और मानक विचलन में बदलाव हो सकता है, हर पांच साल में 3.5% की गिरावट के इस दौर की समय-समय पर समीक्षा की जा सकती है।

2.45 आलोचकों द्वारा एक प्रतिवाद-Paul Krugman का “घाटा डांट” 5-हो सकता है कि सरकारों के पास खर्च करने की स्वाभाविक प्रवृत्ति हो। तो, क्या सर्वेक्षण उन्हें दुर्व्यवहार करने के लिए तर्क देता है? यह सर्वेक्षण के निष्कर्षों की एक गलत व्याख्या का प्रतिनिधित्व करता है। सही व्याख्या यह ढांग करने के लिए नहीं है कि ऋण भयावह है अगर यह नहीं है। सर्वेक्षण का प्रयास इस प्रकार है कि आर्थिक संकट के समय जैसे कि हम देख रहे हैं, सरकार के लिए सरकार को बौद्धिक लंगर प्रदान करना। इस प्रकार, सर्वेक्षण के लिए एक अधिक सक्रिय, प्रति-चक्रीय राजकोषीय नीति राजकोषीय गैर-जिम्मेदारता के लिए एक आह्वान नहीं है। यह बौद्धिक एंकरिंग को तोड़ने का आह्वान है जिसने राजकोषीय नीति के खिलाफ एक असममित पूर्वाग्रह पैदा किया है। एक बार जब वृद्धि स्थायी रूप से उठती है, तो यह राजकोषीय समेकन का समय होगा। लेकिन, अभी के लिए, राजकोषीय नीति को दूरदर्शितापूर्ण भविष्य में विकास का समर्थन करने के लिए केंद्र-चरण में रहना होगा।

अध्याय एक नजर में

- यह अध्याय स्पष्ट रूप से स्थापित करता है कि विकास भारतीय संदर्भ में ऋण स्थिरता की ओर जाता है लेकिन इसके विपरीत नहीं। ऐसा इसलिए है क्योंकि भारत सरकार द्वारा भुगतान किए गए ऋण पर ब्याज दर आदर्श द्वारा भारत की विकास दर से कम है, अपवाद से नहीं। जैसा कि ब्लैचर्ड (2019) अमेरिकी आर्थिक संघ के अपने 2019 के राष्ट्रपति के संबोधन में बताते हैं: “अगर सरकार द्वारा भुगतान की गई ब्याज दर वृद्धि दर से कम है, तो सरकार का सामना करने वाला इंटरटेम्पोरल बजट बाधा अब बांधता नहीं है।” यह घटना इस बात पर प्रकाश डालती है कि ऋण स्थिरता “ब्याज दर वृद्धि दर अंतर” (IRGD) पर निर्भर करती है, अर्थात् एक अर्थव्यवस्था में ब्याज दर और विकास दर के बीच अंतर।
- उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में, अत्यंत कम ब्याज दर, जिसने एक ओर नकारात्मक आईआरजीडी का नेतृत्व किया है, और दूसरी ओर मौद्रिक नीति की सीमाएं रखी हैं, जिससे राजकोषीय नीति की भूमिका पर पुनर्विचार हुआ है। भारत में एक नकारात्मक IRGD की समान घटना-कम ब्याज दरों के कारण नहीं बल्कि बहुत अधिक विकास दर-राजकोषीय नीति के सामर्थ्य पर एक बहस को तेज करना चाहिए, विशेष रूप से विकास मंदी और आर्थिक संकट के दौरान।
- कार्य-कारण के बारे में भ्रम-वृद्धि से लेकर ऋण स्थिरता या इसके विपरीत-कई वृहद आर्थिक घटनाओं की विशेषता है, जहाँ कार्य-कारण की पहचान करने के लिए प्राकृतिक प्रयोग असामान्य हैं। विकास और ऋण स्थिरता के विशिष्ट संदर्भ में, यह भ्रम इस तथ्य से भी उपजा है कि अकादमिक और नीति साहित्य मुख्य रूप से उन्नत अर्थव्यवस्थाओं पर केंद्रित है, जहां भारत की तुलना में कार्य क्षमता कम संभावित विकास से उलझा हुआ है। वास्तव में, अध्याय कई देशों के साक्ष्यों का अध्ययन करता है ताकि यह दिखाया जा सके कि विकास उच्च विकास दर वाले देशों में कर्ज का कारण बन सकता है; कम विकास दर वाले देशों में कारण दिशा के बारे में ऐसी स्पष्टता नहीं देखी गई है। कॉरपोरेट फाइनेंस के विचारों को सरकारी ऋण ए ला बोल्टन (2016) में एकीकृत करके, सर्वेक्षण यह समझने के लिए वैचारिक नींव रखता है कि ये अंतर उच्च विकास वाली उभरती अर्थव्यवस्थाओं और कम-वृद्धि वाली उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के बीच क्यों प्रकट हो सकते हैं।
- जैसा कि कोविड-19 महामारी ने मांग के लिए एक महत्वपूर्ण नकारात्मक आघात पैदा किया है, सक्रिय राजकोषीय नीति-एक जो यह मानती है कि आर्थिक उछाल के दौरान आर्थिक संकटों के दौरान राजकोषीय गुणकों की मात्रा अधिक होती है-यह सुनिश्चित कर सकता है कि अर्ध-आर्थिक सुधारों का पूरा लाभ सीमित हो गया है। उत्पादक क्षमता को संभावित नुकसान। जैसा कि भविष्य में IRGD के नकारात्मक होने की आशंका है, एक राजकोषीय नीति जो विकास को गति प्रदान करती है, निम्नतर, उच्चतर, ऋण-से-सकल घरेलू उत्पाद अनुपात को जन्म देगी। वास्तव में, 2030 तक के सिमुलेशन ने भारत की विकास क्षमता को देखते हुए, ऋण स्थिरता को खराब परिदृश्यों में भी एक समस्या होने की संभावना नहीं है। इस प्रकार अध्याय आर्थिक मंदी के दौरान विकास को सक्षम करने के लिए प्रति-चक्रीय राजकोषीय नीति का उपयोग करने की वांछनीयता को दर्शाता है।
- आलोचकों के प्रतिवाद को स्वीकार करते हुए कि सरकारों के पास खर्च करने की स्वाभाविक प्रवृत्ति हो सकती है, सर्वेक्षण का प्रयास सरकार के लिए बौद्धिक लंगर प्रदान करने के लिए है, जो विकास की मंदी या आर्थिक संकट के दौरान ऋण और राजकोषीय खर्च के बारे में अधिक आराम से हो। अधिक सक्रिय, प्रति-चक्रीय राजकोषीय नीति के लिए सर्वेक्षण की कॉल राजकोषीय गैरजिम्मेदारी का आह्वान नहीं है। यह बौद्धिक एंकरिंग को तोड़ने का आह्वान है जिसने राजकोषीय नीति के खिलाफ एक असममित पूर्वाग्रह पैदा किया है।

संदर्भ

- Alberto F. Alesina & Roberto Perotti, 1999_ “बजट में कमी और बजट संस्थान,” NBER के अध्याय: राजकोषीय संस्थाएं और राजकोषीय प्रदर्शन में, पृष्ठ 13-36, राष्ट्रीय आर्थिक अनुसंधान ब्यूरो, इंक।
- Andrade, Gregor and Steven N. Kaplan, 1998, “वित्तीय संकट कितना महंगा है (आर्थिक नहीं)?” अत्यधिक प्रभावित लेनदेन से साक्ष्य, जो व्यथित हो गए, “जर्नल ऑफ़ फायनान्स, 53, 1443-1493।
- Antoinette Schoar, Luo Zuo, 2017. “बूम और बस्ट द्वारा आकार दिया गया: कैसे अर्थव्यवस्था सीईओ करियर और प्रबंधन शैलियों को प्रभावित करती है”, वित्तीय अध्ययन की समीक्षा, वॉल्यूम 30, अंक 5, मई 5, 2017, पृष्ठ 1425-1456।
- Atanasio, Orazio P., Lucio Picci, and Antonello E. Scorcù, 2000, “बचत, विकास और निवेश: देशों के एक पैनेल का उपयोग करते हुए एक मैक्रोइकॉनॉमिक विश्लेषण”, अर्थशास्त्र और सांख्यिकी की समीक्षा 82 (2): 182-211।
- Auerbach, Alan and Yuriy Gorodnichenko] 2012, “राजकोषीय नीति के लिए आउटपुट प्रतिक्रियाओं को मापना।” अमेरिकी आर्थिक पत्रिका: आर्थिक नीति 4 (2): 1-27
- बाजपेयी, N.2011। “वैश्विक वित्तीय संकट, भारत पर इसका प्रभाव और नीति प्रतिक्रिया।”
- Baker, Malcolm, Jeremy C Stein, and Jeffrey Wurgler, 2003 “बाजार कब मायने रखता है?” स्टॉक की कीमतें और इक्विटी-डिपेंडेंट फर्म का निवेश-त्रैमासिक जर्नल ऑफ़ इकॉनॉमिक्स 118 (3): 969-1005।
- Barro, Robert J. 1974, “क्या सरकारी बांड नेट वेल्थ हैं?” (पीडीएफ) राजनीतिक अर्थव्यवस्था के जर्नल। 82 (6): 1095.1117।
- Barro, Robert J. 1979. “सार्वजनिक ऋण के निर्धारण पर”। राजनीतिक अर्थव्यवस्था के जर्नल। 87 (5): 940.971।
- Barro, Robert J. और Charles J. Redlick] 2011, “सरकारी खरीद और करों से मैक्रोइकॉनॉमिक प्रभाव।” त्रैमासिक जर्नल ऑफ़ इकॉनॉमिक्स 126 (1): 51-102
- Blanchard O., E. Cerutti and L. Summers, 2015 “मुद्रास्फीति और गतिविधि-दो अन्वेषण और उनकी मौद्रिक नीति के निहितार्थ,” आईएमएफ वर्किंग पेपर्स 15/230, अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष।
- Blanchard, Olivier 2008, “क्लाउडिंग आउट,” द न्यू पालग्रेव डिक्शनरी ऑफ़ इकॉनॉमिक्स, दूसरा संस्करण।
- Blanchard, Olivier 2019, “सार्वजनिक ऋण और कम ब्याज दरें।” अमेरिकी आर्थिक समीक्षा, 109 (4): 1197-1229।
- Bloom, David E., David Canning, Richard K. Mansfield, and Michael Moore, 2007 “जनसांख्यिकीय परिवर्तन, सामाजिक सुरक्षा प्रणाली और बचत।” मौद्रिक अर्थशास्त्र के जर्नल 54 (1): 92-114।
- Bolton. P. 2016. अध्यक्षीय संबोधन: ऋण और धन: वित्तीय बाधाएं और संप्रभु वित्त। द जर्नल ऑफ़ फायनान्स, 71: 1483-1510।
- Bosworth, Barry, and Gabriel ChodorowReich] 2007, “जतन और जनसांख्यिकी परिवर्तन: वैश्विक आयाम” SSRNA <https://ssrn-com.abstract=1299702>
- Carroll, Christopher D., and David N., Weil, 1994. ‘बचत और विकास: एक पुनर्व्याख्या। सार्वजनिक नीति पर कार्नेगी-रोचेस्टर सम्मेलन शृंखला, 40 (1): 133-192।