

मौद्रिक नीति रिपोर्ट - अप्रैल 2017

विषय

अध्याय I : समष्टि-आर्थिक दृष्टिकोण

I.1 मुद्रास्फीति के लिए दृष्टिकोण

I.2 संवृद्धि के लिए दृष्टिकोण

I.3 जोखिमों का संतुलन

बॉक्स I.1 मुद्रास्फीति के संयुक्त पूर्वानुमान

अध्याय II: मूल्य और लागतें

II.1 उपभोक्ता मूल्य

II.2 मुद्रास्फीति के कारक

II.3 लागतें

बॉक्स II.1 खाद्य अपस्फीति की संरचना : विमुद्रीकरण के बाद

अध्याय III: मांग और उत्पादन

III.1 सकल मांग

III.2 सकल आपूर्ति

III.3 उत्पादन अंतर

बॉक्स III.1 : भारत में निवेश चक्र : वेवलेट विश्लेषण

अध्याय IV: वित्तीय बाजार और चलनिधि की स्थिति

| | |
|------------|--|
| IV.1 | वित्तीय बाजार |
| IV.2 | मौद्रिक नीति प्रसार |
| IV.3 | चलनिधि स्थितियाँ तथा मौद्रिक नीति की प्रचालन प्रक्रिया |
| बॉक्स IV.1 | दबावग्रस्त आस्तियाँ, पूंजी अवरोध तथा ऋण की आपूर्ति |
| बॉक्स IV.2 | छोटी बचत दरों में प्रसार |

अध्याय V: बाहरी आर्थिक वातावरण

| | |
|-----------|---|
| V.1 | वैश्विक आर्थिक स्थितियाँ |
| V.2 | वस्तु मूल्य तथा वैश्विक मुद्रास्फीति |
| V.3 | मौद्रिक नीति के रुझान |
| V.4 | वैश्विक वित्तीय बाजार |
| बॉक्स V.1 | वैश्विक आर्थिक गतिविधि तथा व्यापार : एक नया सामान्य ? |

1. समष्टि-आर्थिक दृष्टिकोण

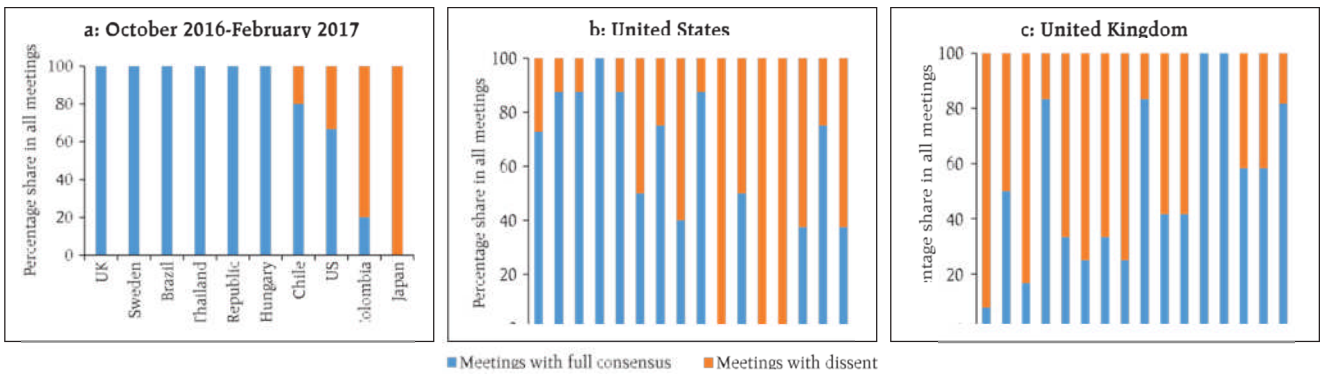
प्रणाली में जहां आंतरिक तौर पर अनुकूल मुद्रास्फीति की स्थिति है, वहीं व्यापक रूप से मुद्रास्फीति दबाव भी बने हुए हैं, जिसके कारण 2017-18 के लिए मुद्रास्फीति दृष्टिकोण चुनौतीपूर्ण हो गया है। 2017-18 में वास्तविक योजित सकल मूल्य में संवृद्धि होने की संभावना है, जो मजबूत उपभोग मांग द्वारा समर्थित है जबकि निवेश गतिविधि में मंदी रही है तथा बाह्य मांग में अनिश्चितता है।

भारतीय रिज़र्व बैंक (आरबीआई) अधिनियम में किए गए संशोधनों द्वारा प्रारंभ किए गए मौद्रिक नीति ढांचे के तहत, मौद्रिक नीति संबंधी निर्णय छः सदस्यीय मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) को सौंपा गया है। अक्टूबर 2016 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट (एमपीआर) के समय पर नीतिगत रेपो दर 25 आधार अंक (बीपीएस) कम करने के निर्णय के अनुसरण में एमपीसी ने, अपने द्वैमासिक कार्यक्रम की दिसंबर 2016 तथा फरवरी 2017 की बैठकों में यह निर्णय लिया था कि नीतिगत दर को अपरिवर्तित रखा जाए।

इस नई व्यवस्था के तहत इन प्रारम्भिक निर्णयों की पहचान चार विशेषताओं से होती है। पहली, नपे-तुले तरीके से निभावकारी रुझान में तटस्थ पॉलिसी रुझान की ओर धीरे-धीरे बदलाव आया था। दूसरा, विमुद्रीकरण के अस्थायी प्रभावों तथा सम्पूर्ण विश्व में अस्थिर राजनैतिक वातावरण की समाप्ति की प्रतीक्षा थी। तीसरा, प्रत्येक निर्णय सर्वसम्मति से लिया गया था। चौथा, इस सर्वसम्मति के भीतर, ऐसा प्रतीत होता है कि इन निर्णयों को लेने में सदस्यों ने व्यक्तिगत दृष्टिकोण अपनाए हैं, जैसा कि लिखित सार्वजनिक वक्तव्यों से प्रतीत होता है।

यूके, स्वीडन, ब्राज़ील, थाईलैंड, चेक गणराज्य तथा हंगरी में एमपीसी के हाल के अनुभव यह दर्शाते हैं कि दर संबंधी निर्णय सर्वसम्मति (चार्ट 1.1) से लिए गए हैं। यूएस संघीय खुला बाज़ार समिति (एफएमओसी) के अपने दिसंबर 2016 तथा फरवरी 2017 की बैठकों में, तथा बैंक ऑफ इंग्लैंड की एमपीसी की अपनी अक्टूबर-फरवरी के दौरान बैठकों में लिए गए निर्णय हाल के इसी प्रकार के अन्य मामले हैं। भिन्नताएँ नीतिगत दर में आए बदलाव के आकार से संबन्धित हैं न कि समग्र रूप से बढ़ते (ओवरआर्चिंग) नीतिगत रुझान से भिन्नता रखने से। मौद्रिक नीति निर्णय पर वर्तमान अनुसंधान यह दर्शाते हैं कि ये विविधताएँ मुख्य रूप से जिन कारणों से होती हैं, वे इस प्रकार हैं (i) एमपीसी सदस्यों की नीतिगत प्राथमिकताएँ - कीमत स्थिरता तथा आउटपुट स्थायित्व पर संबन्धित भार, उनके प्रतिक्रियात्मक कार्यों में तथा (ii) प्रत्याशित आर्थिक स्थितियों का आकलन - मुद्रास्फीति का आविर्भाव तथा उत्पादन अंतर^{2,3}। भारत में एमपीसी का निर्णायक अनुभव क्या इसी नीतिगत प्राथमिकताओं तथा दृष्टिकोण के आकलन को दर्शाता है? अभी इस पर इतनी जल्दी कुछ कहा नहीं जा सकता है।

Chart 1.1: Monetary Policy Committees and Voting Pattern



Sources: Central bank websites; and Thornton and Wheelock (2014).

रिबोनी, एलेसन्दरो एंड फ्रेंसिस्को रूज़ -मक्रिया (2014), " डिसेंट इन मोनेटरी पॉलिसी डिजिजन्स", जर्नल ऑफ मोनेटरी इकोनॉमिक्स , 66, पीपी.137-154 .

थोर्नटन, डेनियल एंड डेविड विलोक (2014), " मेकिंग सेंस ऑफ डिसेंट्स : ए हिस्टरी ऑफ एफओएमसी डिसेंट्स ", फेडरल रिज़र्व बैंक ऑफ सेंट. लुईस समीक्षा , तीसरी तिमाही, पीपी.213-227
 बरवेल, रिचर्ड (2016), " नो हावक्स, नो डोव्स, ओनली कन्सेन्सस: होव सेंट्रल बैंक्स सेट इंटररेस्ट रेट्स?", वोकसेयु.ऑर्ग

2 हैन्सेन, स्टेफेन, मार्कमोहन, एंड कार्लोस रिबेरा (2014) , " प्रेफरेंस और प्राइवेट एसेसमेंट्स ऑन ए मोनेटरी पॉलिसी कमिटी ? ", जर्नल ऑफ मोनेटरी इकोनॉमिक्स, 67, पीपी 16-32

3 इस लेख में कुछ अन्य कारकों पर प्रकाश डाला गया है जो कि दर परिणाम पर प्रभाव डाल सकते हैं : (ए) सदस्यों में यह धारणा कि एक असहमति को एक अयोग्यता के एक लक्षण के रूप में देखा जाए ; तथा (बी) चेंबर द्वारा डोमिनंस

अध्याय II तथा III में जो मैक्रोइकोनोमिक प्रगतियों का विश्लेषण दिया गया है उसमें यह स्पष्ट किया गया है कि क्यों मुद्रास्फीति तथा आउटपुट संवृद्धि अक्टूबर 2016 की एमपीआर में दर्शाये गए पूर्वानुमान से नीचे रही। ये विचलन कुछ हद तक विमुद्रीकरण के प्रभाव को दर्शाते हैं। दृष्टिकोण की बात करें तो, हाल ही की घरेलू तथा विश्वव्यापी घटनाओं के मद्देनजर अक्टूबर 2016 एमपीआर (सारणी I.1) में निर्धारित प्रारम्भिक स्थितियों पर बेसलाइन पूर्वानुमानों में किए गए फेरबदल न्यायसंगत हैं। सर्वप्रथम, अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों में पिछले छः महीनों के दौरान व्यापक रूप से उतार-चढ़ाव आया है, उत्पादन नियंत्रण करने के लिए तेल उत्पादक एवं निर्यातक देश (ओपेक) द्वारा किए गए करारनामे के समर्थन पर उत्पादन घटाना विश्वास योग्य है। कुछ ही दिनों पहले, शेल उत्पादन में वृद्धि होने, यूएस इनवेंटरियों तथा पिछली आपूर्ति मात्रा में बहुत अधिक वृद्धि होने के साथ इन कीमतों में थोड़ी नरमी आई है। फिर भी, जैसा कि अक्टूबर 2016 में अनुमान लगाया गया था, तेल की कीमतें (यूएस डॉलर 46 प्रति बैरल) अनुमानित स्तर से 10 प्रतिशत ऊपर कायम रही। घरेलू पेट्रोल तथा डीजल की कीमतें नवंबर 2016 तथा फरवरी 2017 के बीच क्रमशः लगभग 5.5 रु. प्रति लीटर तथा 4.2 रु प्रति लीटर तक बढ़ गई थीं तथा 1 अप्रैल 2017 से, इसमें क्रमशः लगभग 4.9 रु. प्रति लीटर तथा 3.5 रु. प्रति लीटर तक की कटौती की गई। (चार्ट 1.2)

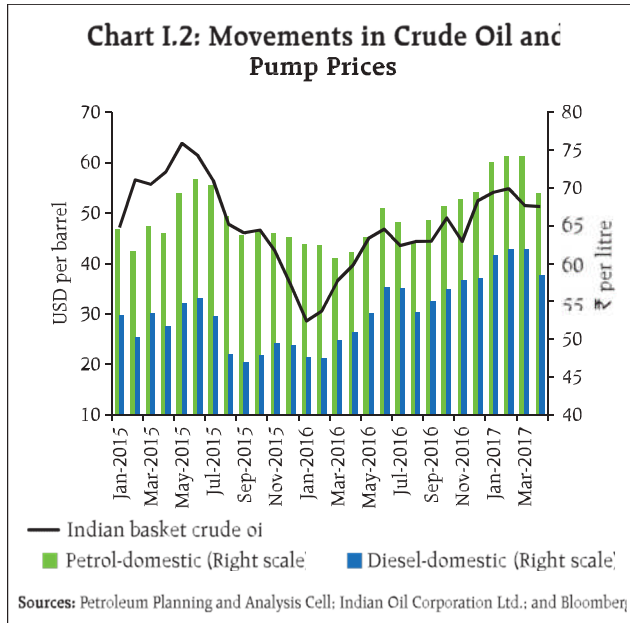
सारणी I.1: निकट अवधि पूर्वानुमानों के लिए बेसलाइन अनुमान

| वेरिएबल | अक्टूबर 2016 एमपीआर | वर्तमान (अप्रैल 2017) एमपीआर |
|--|---|--|
| कच्चा तेल (भारतीय बास्केट) | वित्त वर्ष 2016-17 के उत्तरार्द्ध के दौरान 46यूएस डॉलर प्रति बैरल | वित्त वर्ष 2017-18 के दौरान 50यूएस डॉलर प्रति बैरल |
| विनिमय दर | ₹67 रु/यूएस डॉलर | वर्तमान स्तर |
| मानसून | 2016 के लिए सामान्य | 2017 के लिए सामान्य |
| वैश्विक विकास | 2016 में 3.1 प्रतिशत 2017 में 3.4 प्रतिशत | 2017 में 3.4 प्रतिशत 2018 में 3.6 per |
| राजकोषीय घाटा | 2016-17 के बीई के भीतर रहेगा (3.5 प्रतिशत) | 2016-17 के बीई के भीतर रहेगा (3.5 प्रतिशत) |
| पूर्वानुमान अवधि के दौरान घरेलू /मैक्रोइकोनोमिक संरचनागत नीतियाँ | कोई बड़ा परिवर्तन नहीं | कोई बड़ा परिवर्तन नहीं |

- 1 कच्चा तेल (भारतीय बास्केट) से अभिप्राय है एक व्युत्पन्न बास्केट जिसमें अम्लीय ग्रेड (ओमान तथा दुबई औसत) तथा भारतीय रिफायनरियों में प्रसंस्कृत किया गया मधुर ग्रेड (ब्रेण्ट) जो की 71: 29 के अनुपात में है ।
- 2 विनिमय दर पाथ यहाँ पर आरबीआई स्टाफ बेसलाइन संवृद्धि तथा मुद्रास्फीति पूर्वानुमान तैयार करने के उद्देश्य के लिए है तथा विनिमय दर के स्तर पर कोई 'विचार' प्रकट नहीं करते । रिज़र्व बैंक विदेशी मुद्रा बाज़ार में अनावश्यक अस्थिरता को नियंत्रण में रखने के लिए तत्पर है न की विनिमय दर के पास किसी विशिष्ट स्तर/ बैंड के लिए ।
- 3 वैश्विक संवृद्धि पूर्वानुमान आईएमएफ के विश्व आर्थिक दृष्टिकोण के जुलाई 2016 तथा जनवरी 2017 के अपडेट्स पर आधारित है ।
- 4 बीई: बजट अनुमान ।

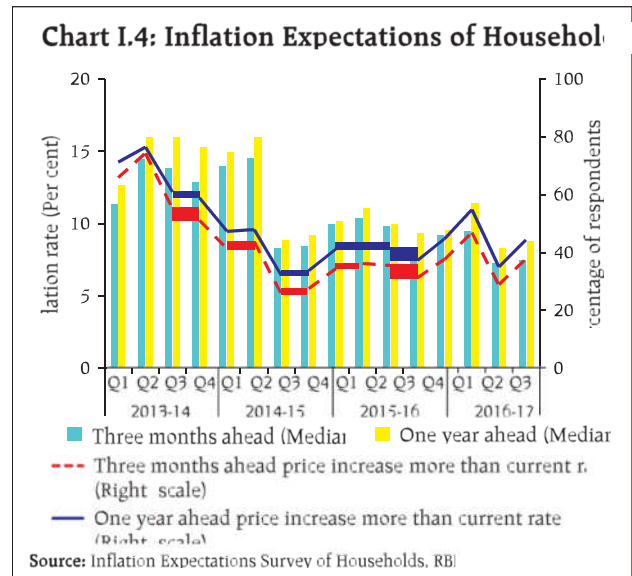
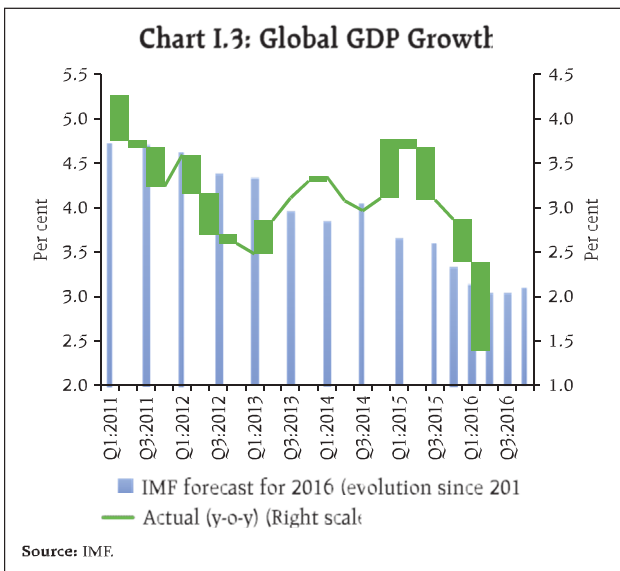
⁴ 30 नवंबर, 2016 को ओपेक सदस्यों ने 1.2 मिलियन बैरल प्रतिदिन से 32.5 मिलियन प्रति दिन तक की उत्पादन में कटौती करने की सहमति प्रकट की, जो 1 जनवरी 2017 से प्रभावी/लागू हुई ।

5 ओपेक अनुबंध में शामिल नहीं किए गए देशों से बढ़ते उत्पादन से भी समझौते की प्रभावोत्पादकता क्षीण हुई है ("ऑयल'स प्रोमिस्ड लैंड स्लिप्स अवे ऑन ओपेक लीक्स", ब्लूमबर्ग, 5 फरवरी 2017)



द्वितीय, अंतर्राष्ट्रीय स्तर पर हुई प्रगति के कारण विदेशी मुद्रा बाज़ार में अस्थिरता का दौर आया है। यूएसए के राष्ट्रपति के चुनाव नतीजों के बाद के परिणामों में 8-28 नवंबर 2016 के दौरान यू एस डॉलर की तुलना में भारतीय रुपए में तेजी से गिरावट आयी। उसके बाद से, रुपए की दशा में सुधार आया है तथा अक्टूबर 2016 के बाद के स्तर (₹.67 प्रति यूएसडी) से इसमें उठाव आया है।

तृतीय, वैश्विक विकास तथा व्यापार अपेक्षानुसार धीमी गति से आगे बढ़े हैं। भविष्य में, यह उम्मीद है कि यूएसए में अपेक्षित राजकोषीय प्रोत्साहन का लाभ उठाते हुए तथा बड़े उभरते बाज़ार तथा विकासशील अर्थव्यवस्थाओं (ईएमडीई) में हाल ही के मैक्रोइकोनोमिक दबावों से दशा में सुधार आने से 2017 में इनकी गति में थोड़ा और सुधार आएगा। गंभीर मुद्दा यह है कि, पिछले कुछ वर्षों में वैश्विक विकास ने प्रारम्भिक उम्मीदों पर बार-बार निराशा मिली है। परिणामवश, 2017-18 के लिए घरेलू दृष्टिकोण में जोखिम बढ़ेंगे। (चार्ट 1.3)



1.1 मुद्रास्फीति के लिए दृष्टिकोण

हैडलाइन मुद्रास्फीति नवंबर 2016 - फरवरी 2017 के दौरान बहुत निचले स्तरों पर चली गई, अक्टूबर 2016 एमपीआर में लगाए पूर्वानुमान से भी काफी नीचे। फिर भी, खाद्य तथा ईंधन को छोड़कर मुद्रास्फीति का लगातार बने रहने से मुद्रास्फीति दृष्टिकोण के लिए चुनौती पैदा हुई है। इसके अलावा, यह भी एक बड़ी अनिश्चितता है कि आने वाले महीनों में कीमतें किस प्रकार बढ़ेंगी। जैसे सब्जी की कीमतें मौसमी कारकों⁶ के अलावा विमुद्रीकरण के कारण तंग स्थिति के चलते सस्ती बिक्री की वजह से संभवतः गिर गई थीं, उसी तरह पुनर्मूद्रीकरण से सब्जी की कीमतें वापस बढ़ सकती हैं। आगे चलकर, इस प्रगति से मुद्रास्फीति के लिए निकट भविष्य में अनिश्चितता की स्थिति बनी रहने वाली है।

पारिवारिक इकाइयों ने प्रमुख कीमतों में आए पिछले उतार-चढ़ाव के आधार पर, विशेष रूप से खाद्य तथा ईंधन में, मुद्रास्फीति अपेक्षाओं में अत्यधिक सामंजस्य बिठाया है। रिज़र्व बैंक के मार्च 2017 के पारिवारिक इकाइयों के सर्वेक्षण के अनुसार मुद्रास्फीति संभावनाओं में 20-50 बीपीएस की वृद्धि दिखाई दी जबकि पिछले अर्थात् दिसंबर चक्र में इसमें 2-3 प्रतिशत बिन्दुओं की गिरावट आई थी। आगामी तीन महीनों तथा एक वर्ष की मुद्रास्फीति अपेक्षाएँ क्रमशः 7.5 प्रतिशत तथा 8.8 प्रतिशत आँकी गई हैं। सामान्य कीमतों में वर्तमान दर से अधिक की वृद्धि होने की प्रतिक्रिया व्यक्त करने वाले व्यक्तियों का अनुपात भी बढ़ गया था (चार्ट 1.4)

6 हालांकि हैडलाइन मुद्रास्फीति में जनवरी 2017 में 3.2 प्रतिशत की कमी आयी है, सब्जियों को छोड़कर मुद्रास्फीति 4.5 प्रतिशत थी।

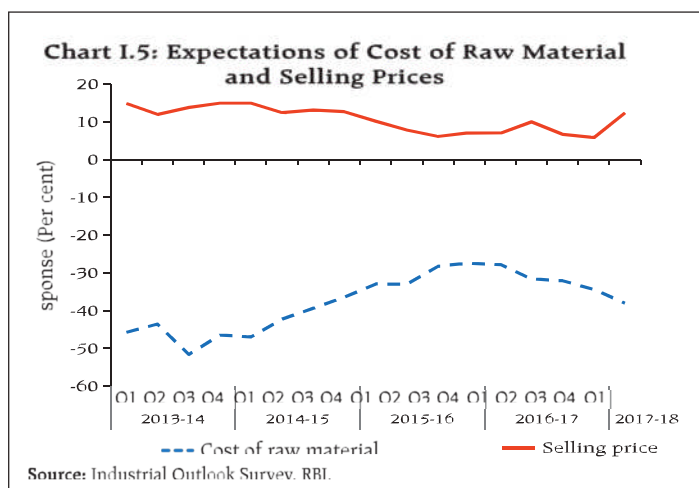
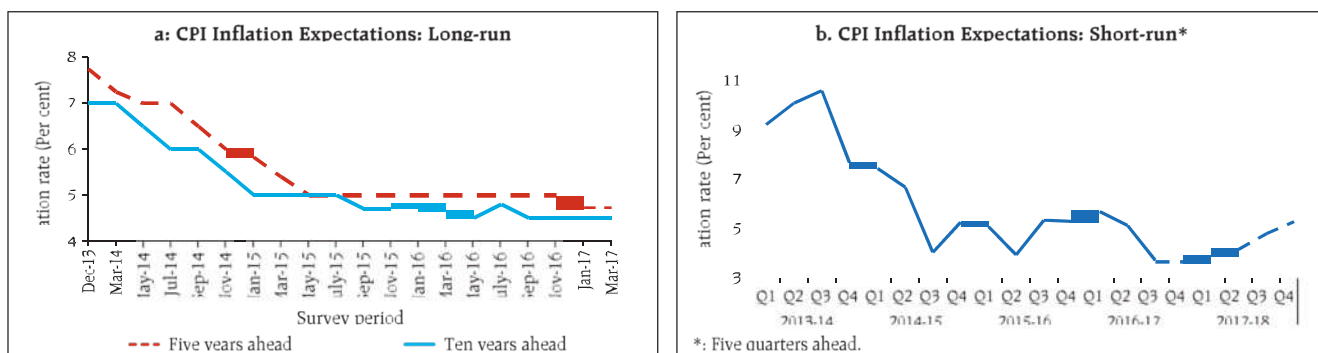


Chart I.6: Inflation Expectations of Professional Forecasters



वैश्विक तेल, धातु तथा अन्य सामानों के मूल्य में वृद्धि जिससे हाल में भारत की थोक मुद्रास्फीति तेज होने से फर्मों के लिए इनपुट मूल्य के दबाव पैदा हो गए हैं। जैसाकि रिज़र्व बैंक के औद्योगिक दृष्टिकोण सर्वेक्षण जनवरी-मार्च 2017 चक्र (चार्ट 1.5) में सर्वेक्षण की गई विनिर्माण फर्मों द्वारा दर्शाया गया है कि मूल्य दबाव में सुधार आने की संभावना है। 2017-18

की पहली तिमाही में विनिर्माण क्षेत्र में स्टाफ लागत के भी बढ़ने की संभावना है। विमुद्रीकरण के आंशिक कारण से दिसंबर-जनवरी में ग्रामीण क्षेत्रों में नाममात्र मजदूरी संवृद्धि में गिरावट आई है। मार्च 2017 के निक्केई के क्रय प्रबन्धक सर्वेक्षण में विनिर्माण तथा सेवा क्षेत्र फर्मों के अनुसार इनपुट तथा आउटपुट दोनों ही कीमतों से दबाव के बारे में रिपोर्ट किया गया है। मार्च 2017 में रिज़र्व बैंक द्वारा सर्वेक्षण किए गए व्यवसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं ने यह उम्मीद की है कि 2017-18 की चौथी तिमाही तक सीपीआई मुद्रास्फीति अपने वर्तमान स्तर से 5.3 प्रतिशत तक जाएगी (चार्ट 1.6)। उनकी मध्यावधि मुद्रास्फीति अपेक्षाएँ (आगामी पाँच वर्षों के लिए) 10 आधार अंक द्वारा थोड़ी सी ऊपर 4.8 प्रतिशत तक बढ़ गई। उनकी दीर्घावधि मुद्रास्फीति अपेक्षाएँ (आगामी 10 वर्षों के लिए) 4.5 प्रतिशत पर अपरिवर्तित रही, जो कि रिज़र्व बैंक की मध्यावधि मुद्रास्फीति के चार प्रतिशत के लक्ष्य के करीब रही।

संशोधित बेसलाइन अनुमानों, विभिन्न प्रगतिशील सर्वेक्षणों से प्राप्त संकेतों तथा संरचनात्मक तथा अन्य मॉडलों (बॉक्स 1.1.) से प्राप्त अनुमानों को ध्यान में रखते हुए, हैडलाइन सीपीआई मुद्रास्फीति के लिए आरबीआई स्टाफ बेसलाइन पाथ के अपने वर्तमान 3.7 प्रतिशत (फरवरी 2017) के स्तर से 2017-18 की पहली तिमाही में 4.2 प्रतिशत तथा दूसरी तिमाही में 4.7 प्रतिशत तक जाने की उम्मीद है। इसके बाद 2017-18 की चौथी तिमाही में इसमें 4.9 प्रतिशत तक की कमी आने से पहले विमुद्रीकरण के आधार प्रभावों के कारण इसके तीसरी तिमाही में थोड़ा अधिक 5.1 प्रतिशत होने का पूर्वानुमान है, जो कि जोखिमों के साथ संतुलन बनाए रखते हुए इस वक्ररेखा (3.4-6.4 की रेंज में 2017-18 की चौथी तिमाही में मुद्रास्फीति के लिए 50 प्रतिशत विश्वास अंतराल तथा 70 प्रतिशत विश्वास अंतराल 2.6-7.2 प्रतिशत की रेंज में) के करीब है (चार्ट 1.7)। ढांचागत मॉडल से पूर्वानुमान यह दर्शाते

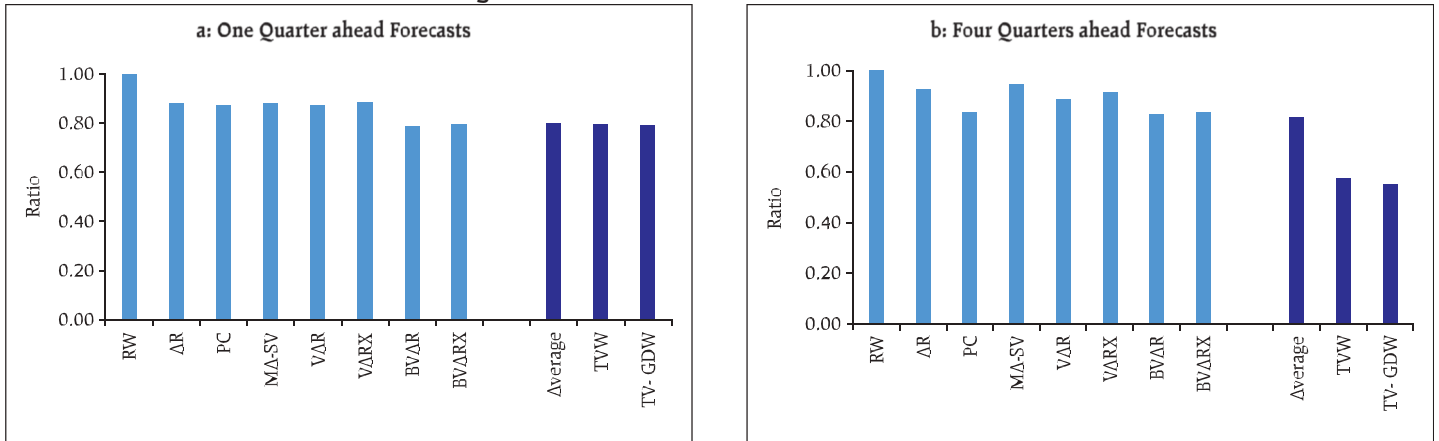
1.1 मुद्रास्फीति के संयुक्त पूर्वानुमान

प्रगतिशील मौद्रिक नीति तय करने के लिए मुद्रास्फीति के समय पर प्रस्तुत किए गए विश्वसनीय पूर्वानुमान अहम इनपुट देते हैं। उन्नत तथा उभरते हुए सभी देशों में मुद्रास्फीति का पूर्वानुमान लगाना चुनौतीपूर्ण कार्य है, किन्तु आपूर्ति आघातों के बार-बार होने के कारण उभरती हुई अर्थव्यवस्थाओं में यह गौण हो गया है। अतः अधिकतर केंद्रीय बैंक सही सटीक पूर्वानुमानों को प्राप्त करने के लिए सूचनामयी नतीजों के साथ मॉडलों के एक समूह का प्रयोग करते हैं। इसे अपनाने में निहित इन बातों को देखते हुए, यह अनकहे रूप से माना गया है कि सभी प्रकार के मॉडल्स किसी न किसी पहलू से या किसी समय विशेष पर पूरी तरह स्पष्ट नहीं हो पाते हैं। इस संदर्भ में, पूर्वानुमान की एक संयुक्त पद्धति- एक विवेकपूर्ण संतुलन प्रणाली द्वारा वैकल्पिक मॉडलों से पूर्वानुमान को मिलाते हुए उपयोगकर्ताओं द्वारा अपनायी जाती है। संयुक्त पूर्वानुमान व्यक्तिगत मॉडलों के गलत पूर्वानुमान की अपेक्षा एक उपयोगी रक्षा कवच के समान है, विशेष रूप से मुद्रास्फीति के अस्थिर होने की स्थिति में (हुबरीच एंड स्काडेल्सिन, 2017)। व्यक्तिगत मॉडलों की तुलना में, भारतीय संदर्भ में क्या एक संयुक्त पूर्वानुमान पद्धति बेहतर परिणाम देगा, को सिद्ध करने के लिए, निम्नलिखित आठ समय श्रेणी मॉडलों का विश्लेषण किया गया है: (i) रैंडम वाक (आर डबल्यू) मॉडल; (ii) फर्स्ट ऑर्डर ऑटो रिग्रेशन (एआर) मॉडल; (iii) फिलिप कर्व (पीसी) मॉडल; (iv) स्टोकास्टिक अस्थिरता के साथ एक चलन औसत मॉडल (एमए-एसवी); (v) तीन-चर आधारित वेक्टर आटो रिग्रेशन (वीएआर) मॉडल; (vi) बहिर्जात चर (वीएआरएक्स) मॉडल के साथ एक तीन-चर आधारित वीएआर; (vii) बाएसियन वीएआर (बीवीएआरएक्स) मॉडल⁷। तीन पद्धतियाँ व्यक्तिगत मॉडलों के पूर्वानुमानों को मिलाने के लिए उपयोग में लायी गयी है: (i) व्यक्तिगत मॉडल पूर्वानुमान का एक साधारण औसत (ii) पिछले तीन वर्षों के व्यक्तिगत पूर्वानुमान से भिन्न समय भार (टीवीडबल्यू) के आधार पर; तथा (iii) समय-भिन्नता जियोमेट्रिकली बैकवर्ड डिफेयिंग वेट्स (टीवी-जीडीडबल्यू) (अर्थात् मॉडल के हाल के प्रदर्शन पर अधिक जोर दिया जाता है) 2000 की पहली तिमाही से 2016 की तीसरी तिमाही तक लिये गए तिमाही डाटा का उपयोग इन मॉडलों के आकलन के लिए किया गया है।

(आगे जारी है)

7 वीएआर तथा बीवीएआर मॉडल्स में तीन एंडोजेनस वेरिएबल्स (उत्पादन संवृद्धि, सीपीआई मुद्रास्फीति तथा नीतिगत रेपो दर) हैं, जबकि वीएआरएक्स तथा बीवीएआरएक्स मॉडलों में चार वेरिएबल्स (तीन एंडोजेनस वेरिएबल्स (जैसा कि पहले स्पष्ट किया गया है) तथा एक एक्सोजेनस (तेल मूल्य) वेरिएबल]। एक वास्तविक मिथ्या-वास्तविक आउट-ऑफ सैंपल तुलनात्मक आकलन के लिए, एक्सोजेनस वेरिएबल (वीएआरएक्स /बीवीएआरएक्स मॉडलों में तेल के मूल्य तथा फिलिप कर्व मॉडल में उत्पादन अंतर) आउट-ऑफ - सैंपल पूर्वानुमान दायरे के लिए एआर प्रक्रियाओं के रूप में तैयार किए जाते हैं।

Chart 1: Inflation Forecasting Performance: Individual Models versus Combination



नोट:

- उपर्युक्त चार्ट व्यक्तिगत मॉडलों के आरएमएसई के अनुपात तथा बेंचमार्क आरडबल्यू मॉडल की तुलना में संयुक्त मॉडलों को दर्शाते हैं ।
- आरडबल्यू: रेंडम वाक मॉडल ; फ्रस्ट ऑर्डर आटो रिग्रेशन मॉडल ; पीसी: फिलिप्स कर्व; एमए-एसवी: स्टोचेस्टिक अस्थिरता के साथ मुविंग औसत मॉडल ; वीएआर: वेक्टर आटोरिग्रेशन ; वीएआरएक्स : एक्सोजेनस वेरिएबल के साथ वीएआर ; बीवीएआर; बाएसियन वीएआर; बीवीएआरएक्स ; एक्सोजेनस वेरिएबल के साथ बाएसियन वीएआर ।
- साधारण औसत , टाइम वेरिंग वेट्स तथा टाइम वेरिंग जियोमेट्रिकली डिफेयिंग वेट्स के साथ व्यक्तिगत मॉडलों के क्रमशः औसत, टीवीडबल्यू तथा टीवी -जीडीडबल्यू संयुक्त मॉडल है ।

स्रोत : आरबीआई स्टाफ अनुमान

पूर्वानुमान का पता व्यक्तिगत मॉडलों के रूट मीन स्केवर एरर्स (आरएमएसई) के इनवर्स तथा दो अन्य पूर्वानुमान संभावनाओं (एक तिमाही आगे तथा चार तिमाही आगे) के लिए उनके योग (बेंचमार्क आरडबल्यू मॉडल से संबन्धित) द्वारा लगाया जाता है।

(चार्ट 1) इन नतीजों से यह पता चलता है कि (a) कार्य-प्रदर्शन के आधार पर संयुक्त पूर्वानुमान व्यक्तिगत मॉडलों तथा साधारण औसतों दोनों पर कारगर है; (b) संबन्धित पूर्वानुमान के कार्य-प्रदर्शन में बड़ा सुधार आता है, जब दायरा एक तिमाही से चार तिमाहियों तक बढ़ने लगता है, यह विशेषता मौद्रिक नीति के परिपेक्ष्य में विशेष रूप से उपयोगी है। इन अंतरालों को देखते हुए, परिणाम यह दर्शाते हैं कि कई मॉडलों के संयुक्त पूर्वानुमान एक व्यक्तिगत मॉडल से बेहतर सिद्ध होते हैं। इस पद्धति को आरबीआई स्टाफ अपनाते हैं, जैसा कि सितंबर 2015 एमपीआर में दर्शाया गया है।

संदर्भ : हबरीच, के तथा एफ. स्कूडेलनी (2017), “ फोरकास्ट कंबिनेशन फॉर यूरो एरिया इंफ्लेशन : अ क्यूरे इन टाइम ऑफ क्राइसेस ?” जर्नल ऑफ फोरकास्टिंग, डीओआई : 10.1002 2451

हैं कि 2018-19 तक मुद्रास्फीति स्थिर हो सकती है तथा मौद्रिक नीति रुझान को अपरिवर्तित रखते हुए बेसलाइन परिदृश्य के तहत 2018-19 की चौथी तिमाही में 4.6 प्रतिशत तक जा सकती है। बेसलाइन मुद्रास्फीति पाथ में तीन मुख्य बढ़ते हुए जोखिम हैं - कच्चे तेल की कीमतों में अनिश्चितता; वैश्विक वित्तीय बाजार में हुई प्रगतियों के कारण विनिमय दर अस्थिरता, विशेष रूप से राजनैतिक जोखिमों के घटित होने पर ; तथा 7वें केंद्रीय वेतन आयोग (सीपीसी) के अंतर्गत आवास किराया भत्ते का कार्यान्वित

होना। हैडलाइन मुद्रास्फीति पर पड़ने वाले इन संभावी आघातों पर खंड 1.3 में चर्चा की गई है। 2017-18 में वस्तु तथा सेवा कर (जीएसटी) की प्रस्तावित शुरुआत से भी बेसलाइन मुद्रास्फीति पाथ के लिए कुछ अनिश्चितता पैदा हुई है, जो कि विशिष्ट रूप से समूचे देश में मूल्य वर्धित पर करों की शुरुआत करने से संबद्ध है, विशेष रूप से यह एकबारगी के किन्तु अनिश्चित काल के कीमत प्रभावों के कारण है । (समीक्षा के लिए अक्टूबर 2016 एमपीआर देखें)

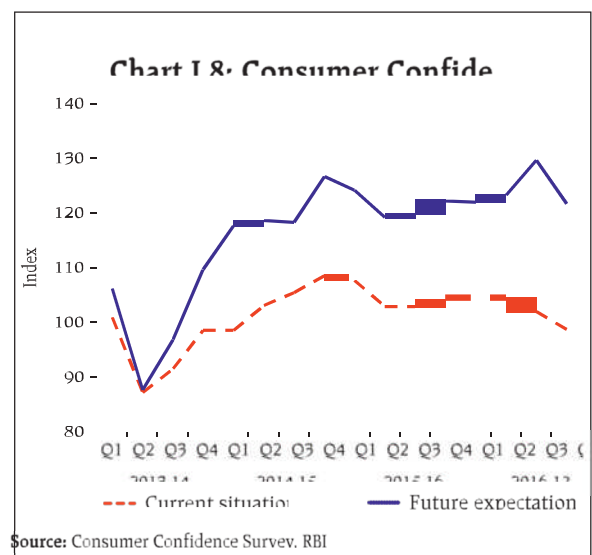
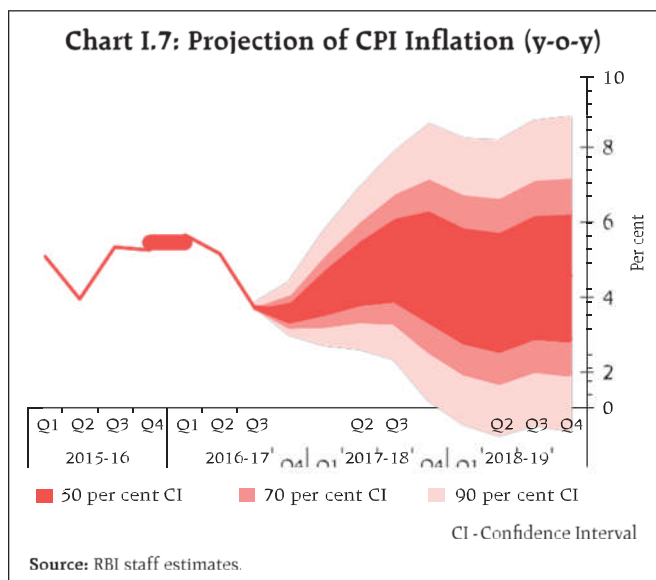
1.2 संवृद्धि के लिए दृष्टिकोण

चूंकि विमुद्रीकरण के प्रभाव थोड़े समय के लिए ही थे, 2017-18 के लिए दृष्टिकोण कई कारकों द्वारा अत्यधिक फलीभूत हुआ है। प्रथम, पुनर्मुद्रीकरण की तेज गति के साथ ही, विमुद्रीकरण द्वारा उपभोक्ता ने समझ-बूझ से व्यय पर जो रोक लगा रखी थी, उसमें 2016-17 की चौथी तिमाही से वह रोक हटने की संभावना है तथा आगामी कई तिमाहियों के दौरान इसकी गति में तेजी

आएगी। चालू तथा बचत खातों (सीएसए) की जमा राशियों के अधिक आने से, बैंक की ऋण दरों में कमी आएगी जिससे वसूली बढ़ने की संभावना है, तथापि बैंकों को दबावग्रस्त तुलनपत्र तथा बैंक ऋण की धीमी मांग से विमुद्रीकरण का सम्पूर्ण प्रभाव पड़ने में बाधा आ सकती है।

द्वितीय, केंद्रीय बजट 2017-18 में विभिन्न प्रस्तावों के विकासोन्मुख होने के आसार हैं : इसमें पूंजी व्यय बढ़ाने, ग्रामीण अर्थव्यवस्था तथा कृषिआयती आवास संवर्धन, जीएसटी की योजनाबद्ध शुरुआत, तथा विदेशी निवेश संवर्धन बोर्ड (एफआईपीबी) की समाप्ति जैसे प्रयासों द्वारा अधिक प्रत्यक्ष विदेशी निवेश को आकर्षित करने जैसे उपाय हैं ।

तृतीय, वैश्विक व्यापार तथा उत्पादन के हाल के वर्षों की अपेक्षा में 2017 तथा 2018 में तेज गति से बढ़ने की संभावना है, जिससे घरेलू विकास संभावनाओं पर बाहरी मांग की बाध्यता कम होगी। हालांकि वैश्विक वस्तु कीमतों में हाल ही में की गई वृद्धि, यदि जारी रही तो हमारी निवल वस्तु आयात करने वाली घरेलू अर्थव्यवस्था पर संभवतः बुरा असर पड़ सकता है। अंत में, आर्थिक गतिविधि की गति दक्षिण-पश्चिम मानसून के परिणामों पर काफी निर्भर रहेगी, विशेष रूप से जुलाई-अगस्त 2017 में एल निनो की बढ़ती संभावनाओं को ध्यान में रखते हुए। प्रगतिशील सर्वेक्षणों पर गौर करें, तो रिज़र्व बैंक सर्वेक्षण (चार्ट 1.8) के मार्च 2017 राउंड में उपभोक्ता विश्वास में कमी आयी है ,इस पर प्रतिक्रिया करने वाले आगामी वर्ष की आर्थिक स्थितियों, नियोजन तथा आय की संभावनाओं को लेकर पूर्ण रूप से आशान्वित नहीं थे।



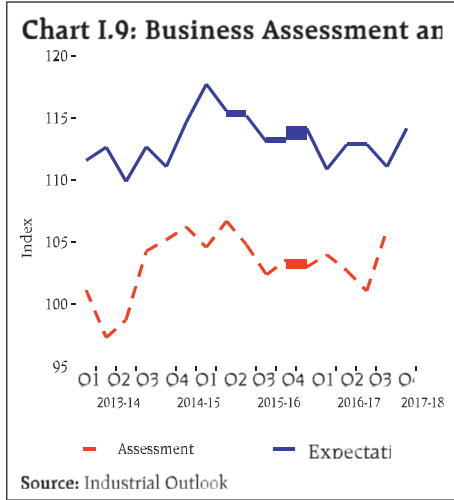
रिज़र्व बैंक के दृष्टिकोण सर्वेक्षण अनुसार, जनवरी-मार्च 2017 के दौरान कॉर्पोरेट जगत की भावनाओं में सुधार आया है।(चार्ट 1.9)

भावी उत्पादन, ऑर्डर बुक्स, निर्यात, नियोजन, वित्तीय स्थिति, बिक्री कीमतें तथा लाभ के मार्जिन पर उम्मीदों से यह सुधार आया है। हाल के महीनों में प्रारम्भिक सार्वजनिक प्रस्ताव (आईपीओ) द्वारा जुटायी गई राशि तथा भारतीय प्रतिभूति और विनिमय बोर्ड (सेबी) के पास अच्छी स्थिति दर्शाने वाले प्रस्तावों की प्रस्तुति में वृद्धि आई है, जो यह दर्शाता है कि आने वाले समय में निवेश अच्छा रहेगा। मार्च 2017 के खरीद प्रबन्धकों के अनुसार, विनिर्माण तथा सेवा फ़र्मों ने यह आशा व्यक्त की है कि एक साल बाद उत्पादन अधिक होगा। अन्य एजेंसियों द्वारा किए गए सर्वेक्षणों के अनुसार अपने पिछले चक्रों के दौरान इसमें गिरावट आयी है। (सारणी 1.2)

मार्च 2017 में रिज़र्व बैंक द्वारा सर्वेक्षित किए व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं ने यह अपेक्षा की है कि 2016-17 की चौथी तिमाही में जीवीए संवृद्धि 6.5 प्रतिशत से 2017-18 की चौथी तिमाही में 7.6 प्रतिशत हो जाएगी जोकि सेवाओं तथा उद्योग में विकास के कारण होगी (चार्ट 1.10 तथा सारणी 1.3)

सारणी 1.2: व्यवसाय संभावना सर्वेक्षण

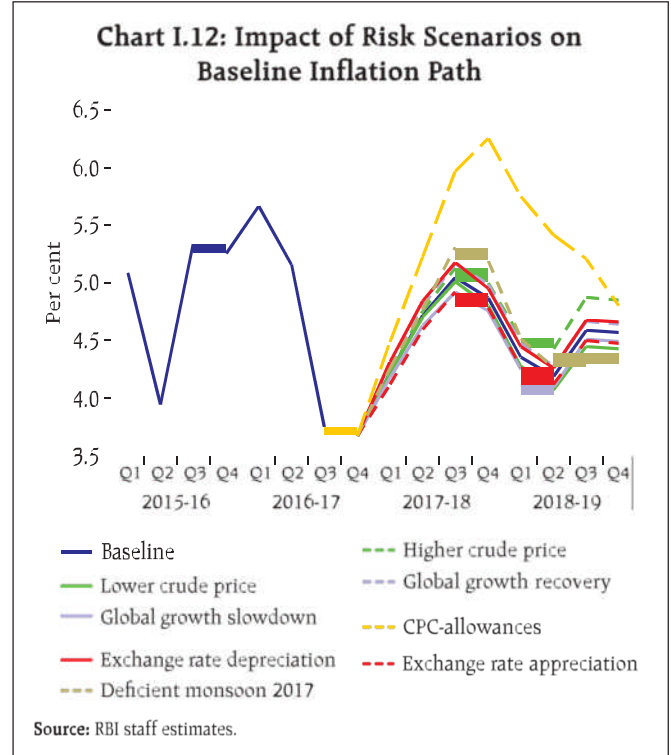
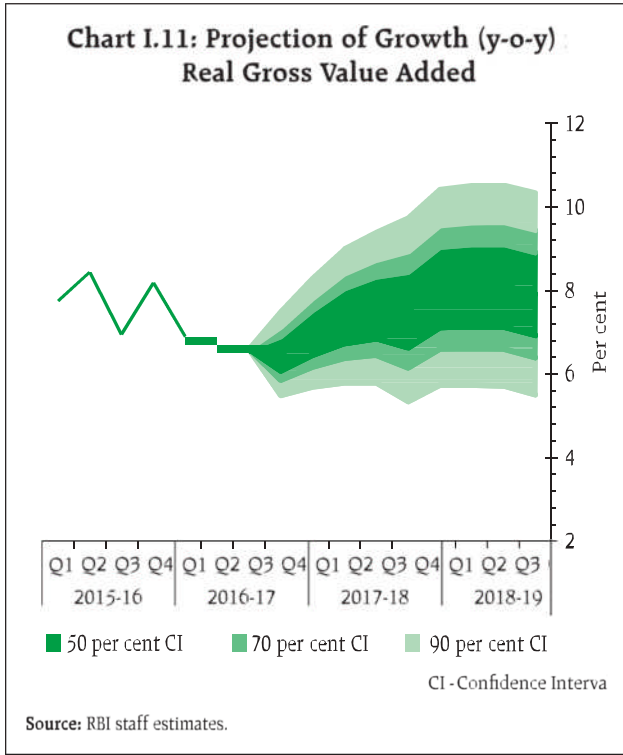
| मद | एनसीएई आर व्यवसाय विश्वास सूचकांक (जनवरी 2017) | फिक्की समग्र व्यवसाय विश्वास सूचकांक (जनवरी 2017) | डून एवं ब्रेडशीट संयुक्त व्यवसाय सकारात्मकता सूचकांक (जनवरी 2017) | सीआईआई व्यवसाय विश्वास सूचकांक (जनवरी 2017) |
|----------------------------------|--|---|---|---|
| सूचकांक के वर्तमान स्तर | 112.0 | 58.2 | 65.4 | 56.5 |
| पिछले सर्वे के अनुसार सूचकांक | 133.3 | 67.3 | 80.0 | 58.0 |
| % परिवर्तन (तिमाहीवार) क्रम | -16.0 | -13.5 | -18.3 | -2.6 |
| % परिवर्तन (वर्षवार) | -14.0 | 2.6 | -23.9 | 4.8 |



सारणी 1.3 : रिज़र्व बैंक की बेसलाइन तथा व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं की माध्यिका अनुमान (प्रतिशत)

| | 2016-17 | 2017-18 | 2018-19 |
|--|---------|---------|---------|
| रिज़र्व बैंक का बेसलाइन पूर्वानुमान | | | |
| मुद्रास्फीति चौथी तिमाही (वर्षवार) | 3.6 | 4.9 | 4.6 |
| वास्तविक सकल मूल्य वर्धित (जीवीए) संवृद्धि | 6.7 | 7.4 | 8.1 |
| व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं के | | | |
| सर्वेक्षण का आकलन | | | |
| मुद्रास्फीति तिमाही4 (वर्षवार) | 3.6 | 5.3 | |
| जीवीए संवृद्धि | 6.7 | 7.3 | |
| कृषि व अन्य संबद्ध कार्य | 4.2 | 3.5 | |
| उद्योग | 6.1 | 7.0 | |
| सेवाएँ | 7.6 | 8.5 | |
| सकल घरेलू बचत (जीएनडीआई का प्रतिशत) | 31.5 | 31.8 | |
| सकल अचल पूंजी (जीडीपी का प्रतिशत) | 27.0 | 28.8 | |
| मुद्रा आपूर्ति (एम3 संवृद्धि) | 7.5 | 10.5 | |
| अनुसूचित वाणिज्य बैंकों की ऋण संवृद्धि | 6.0 | 10.0 | |
| संयुक्त सकल राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत) | 6.5 | 6.3 | |
| केंद्र सरकार सकल राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत) | 3.5 | 3.2 | |
| रेपो दर (अवधि अंत) | 6.25 | 6.00 | |
| सीआरआर (अवधि अंत) | 4.00 | 4.00 | |
| 91-दिन ट्रीज़री बिल की यील्ड (अवधि अंत) | 6.0 | 6.3 | |
| 10 वर्षीय केंद्र सरकार सिक्यूरिटी की यील्ड (अंत अवधि) | 6.8 | 6.7 | |
| समग्र भुगतान शेष (यू एस डॉलर बिलियन) | 20.8 | 32.2 | |
| व्यापारिक माल निर्यात संवृद्धि | 2.8 | 5.9 | |
| व्यापारिक माल निर्यात संवृद्धि | -2.0 | 7.1 | |
| व्यापारिक माल व्यापार शेष (जीडीपी का प्रतिशत) | -5.0 | -5.1 | |
| चालू खाता शेष (जीडीपी का प्रतिशत) | -0.9 | -1.2 | |
| पूंजी खाता शेष (जीडीपी का प्रतिशत) | 1.8 | 2.4 | |

@ माध्यिका पूर्वानुमान: जीडीएनआई:सकल राष्ट्रीय प्रयोज्य आय स्रोत: आरबीआई स्टाफ अनुमान: तथा व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं के सर्वेक्षण (मार्च 2017) बेसलाइन मान्यताओं, पुनर्मुद्रीकरण की तीव्र गति, सर्वेक्षण संकेतकों तथा अद्यतन मॉडल पूर्वानुमानों को ध्यान में रखते हुए, आरबीआई स्टाफ का बेसलाइन परिदृश्य अनुमान यह है कि इस बेसलाइन पाथ के इर्द-गिर्द संतुलित जोखिमों के साथ, वास्तविक जीवीए संवृद्धि 2016-17 की तीसरी तिमाही में 6.6 प्रतिशत तथा चौथी तिमाही में 6.5 प्रतिशत से 2017-18 की पहली तिमाही में 7 प्रतिशत तक तथा 2017-18 की शेष तिमाहियों में 7.4-7.6 प्रतिशत तक सुधार आएगा। (चार्ट 1.11)। 2017-18 के बाद के समय के बारे में सोचें और यह मानकर चलें कि मानसून सामान्य रहेगा, वैश्विक परिवेश अनुकूल रहेगा, नीति द्वारा कोई संरचनात्मक बदलाव नहीं किया जाएगा तथा आपूर्ति संबंधी कोई आघात नहीं पहुंचेगा, तब ऐसी स्थिति में संरचनात्मक मॉडल का यह अनुमान है कि 2018-19 में यील्ड वास्तविक जीवीए संवृद्धि अर्जन 8.1 प्रतिशत होगा ।



1.3 जोखिमों का संतुलन

पिछले खंडों में प्रस्तुत किए गए विकास तथा मुद्रास्फीति के बेसलाइन पूर्वानुमान सारणी 1.1 में दिए गए पूर्वानुमानों पर आधारित हैं। प्रायः, इन पूर्वानुमानों के साथ कुछ अनिश्चितताएँ जुड़ी हैं जो बेसलाइन पूर्वानुमानों से विचलन की स्थिति उत्पन्न कर सकती हैं। इस खंड में, संवृद्धि के पूर्वानुमानित आधारगत मार्ग तथा मुद्रास्फीति की संभावनी वैकल्पिक परिदृश्यों के प्रति संवेदनशीलता का मूल्यांकन प्रस्तुत किया गया है।

(i) अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतें

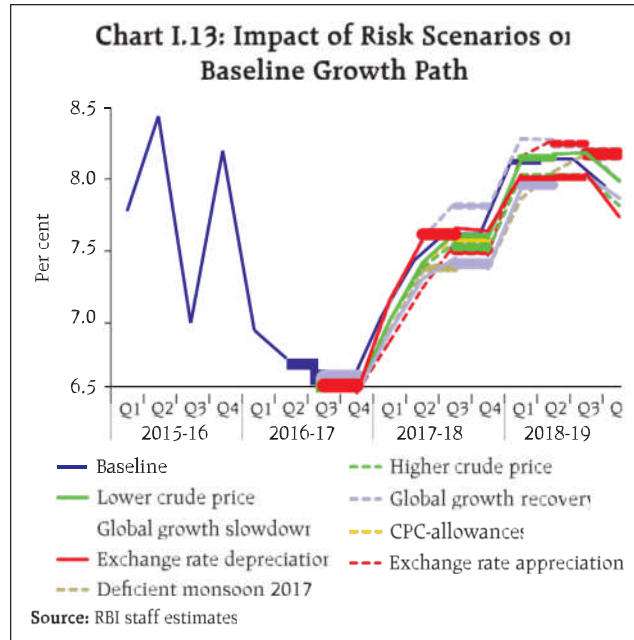
उत्पादन कटौती किए जाने के करारनामे की ओपेक द्वारा सितंबर 2016 में की गई घोषणा पर सदस्यों द्वारा संदेह प्रकट किया गया। नवंबर के अंत में करारनामे के हस्ताक्षर किए जाने से, वैश्विक कच्चे तेल की कीमतों में तेज उछाल आया। मई 2017 में करारनामे की अगली समीक्षा तक, यदि ओपेक स्वीकृत किए गए 1.2 एमबी प्रति दिन की उत्पादन कटौती पर कायम रहता है, तथा वैश्विक कच्चे तेल के उत्पादन शेष 2017-18⁸ की पहली तिमाही तक घाटे में जाता है, तो बेसलाइन अनुमानों पर कच्चे तेल की वक्र रेखा में जोखिम बढ़ने की संभावना बढ़ेगी। भूराजनैतिक प्रगतियों के कारण किसी भी आपूर्ति व्यवधान से इन जोखिमों के बढ़ने की संभावना है। इस परिदृश्य के तहत यह अनुमान लगाया जाए कि कच्चे तेल की कीमतें 60 यू एस डॉलर प्रति बैरल तक बढ़ती हैं तो, मुद्रास्फीति के लगभग 30 बीपीएस अधिक तक बढ़ने की संभावना है तथा संवृद्धि लगभग 10 बीपीएस घट सकती है (चार्ट 1.12 तथा 1.13)। इसके विपरीत, यदि कुछ ओपेक सदस्य स्वीकृत उत्पादन कटौती तथा/या शेल गैस उत्पादक उत्पादन जारी रखते हैं, वैश्विक कीमतें बेसलाइन से नीचे जा सकती हैं। इस परिदृश्य के तहत 2017-18 तक यदि कच्चे तेल की कीमतें 45 यू एस डॉलर प्रति बैरल नीचे जाती हैं, तो मुद्रास्फीति लगभग 15 बीपीएस कम हो सकती है जिससे संवृद्धि को लगभग 5 बीपीएस का लाभ मिल सकता है।

(ii) वैश्विक मांग

बेसलाइन परिदृश्य के अनुमान के अनुसार 2017 तथा 2018 के दौरान वैश्विक विकास में तेजी आएगी। बेसलाइन में आगे दिए गए कारणों से जोखिम पैदा हो सकते हैं: (ए) अमेरिकी राजकोषीय प्रसार के कम होने से या इसमें विलंब होने के कारण; -----

8 तेल बाजार रिपोर्ट, फरवरी 2017, अंतरराष्ट्रीय ऊर्जा एजेंसी

(बी) फेडरल रिज़र्व की मौद्रिक नीति प्रतिक्रिया विस्तारमयी राजकोषीय नीति पर उम्मीद से अधिक रहती है, विशेष रूप से हाल ही के आकलन के संदर्भ में कि अमेरिकी अर्थव्यवस्था पूर्ण रोजगार के करीब बढ़ रही है"; (सी) व्यापक रूप से संरक्षणवाद द्वारा वैश्विक व्यापार पर प्रभाव : (डी) चीन के क्रेडिट चक्र पर लगातार बढ़ती चिंता ; (ई) कच्चे तेल तथा वस्तुओं की वैश्विक कीमतों में अस्थिरता; (एफ) इन सभी कारणों का अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाज़ारों पर प्रभाव ।



ये फीडबैक लूप इनमें से कई कारकों का विश्व संवृद्धि पर पड़ने वाले प्रभाव को बढ़ा-चढ़ा कर दिखा सकते हैं⁹¹। यह अनुमान लगाते हुए कि 2017 तथा 2018 में वैश्विक विकास उतना ही रहता है जितना कि 2016 में दर्ज किया गया था। (अर्थात बेसलाइन अनुमान से 30-50 बीपीएस नीचे) वास्तविक जीवीए विकास तथा मुद्रास्फीति बेसलाइन से नीचे, क्रमशः लगभग 20 बीपीएस तथा 10 बीपीएस हो सकती है। यदि अमरीका में नीतिगत दिशा वर्तमान उम्मीद से बढ़ती है तो वैश्विक आर्थिक गतिविधि की गति बढ़ सकती है। इस परिदृश्य में, यह अनुमान लगाते हुए कि वैश्विक विकास में 50 बीपीएस की वृद्धि होगी, तो घरेलू विकास बेसलाइन से लगभग 25 बीपीएस की वृद्धि हो सकती है। उच्चतर घरेलू मांग तथा उच्चतर वैश्विक वस्तुओं की कीमतों से आयातित आवेश के चलते मुद्रास्फीति लगभग 10 बीपीएस से अधिक हो सकती है।

(iii) सातवां केंद्रीय वेतन आयोग भत्ता

7वें केंद्रीय वेतन आयोग (सीपीसी) की सिफारिश के अनुसार आवास किराया भत्ता (एचआरए) में मूल वेतन के 8-24 प्रतिशत की वृद्धि होगी। एचआरए वृद्धि से आवास मुद्रास्फीति में वृद्धि होने के कारण सीपीआई हैडलाइन पर प्रत्यक्ष और तुरंत प्रभाव पड़ेगा। यह अनुमान लगाते हुए कि 2017-18 के प्रारम्भ के बाद से 7वें सीपीसी द्वारा प्रस्तावित एचआरए में वृद्धि की दर लागू होने से तथा राज्य सरकारों द्वारा एक तिमाही के अंतराल से इसी प्रकार के आदेश लागू करने से, 2017-18¹⁰ के लिए सीपीआई मुद्रास्फीति 100-150 बीपीएस ऊपर जा सकती है। एचआरए का मुद्रास्फीति पर प्रभाव 6-8 तिमाहियों के लिए बने रहने की आशंका है, इसके लागू होने से लगभग 3-4 तिमाहियों के तेज प्रभाव के साथ। इसके अलावा, मुद्रास्फीति वृद्धि की अपेक्षाओं से अप्रत्यक्ष प्रभाव भी पड़ सकते हैं ।

(iv) विनिमय दर

यूएसए के राष्ट्रपति चुनावों के परिणाम के बाद घरेलू विदेशी मुद्रा बाजार में बढ़ती अस्थिरता को देखते हुए, वैश्विक गिरावट आने तथा घरेलू वित्तीय बाजारों में इससे जुड़ी अस्थिरता के कारण वैश्विक वित्तीय बाजारों में फिर से आए खतरे के जोखिम से भारतीय अर्थव्यवस्था पर एक स्पष्ट तथा मौजूदा खतरा बन गया है। बेसलाइन अनुमान के संबंध में, भारतीय रुपए में पाँच प्रतिशत के मूल्यहास से, 2017-18 में मुद्रास्फीति में 10-15 बीपीएस की वृद्धि हो सकती है। मूल्यहास द्वारा, तथापि, निवल निर्यातों को बढ़ाते हुए 2017-18 में विकास दर पर सकारात्मक प्रभाव पड़ सकता है। इसकी तुलना में, एक अच्छे वैश्विक मैक्रोइकोनोमिक तथा वित्तीय परिवेश के मिल जाने से, घरेलू विकास में अपेक्षित तेजी तथा एफडीआई प्रवाह आकर्षित करने के लिए पॉलिसी नवप्रयासों के कारण घरेलू मुद्रास्फीति पर एक फायदेमंद प्रभाव के साथ घरेलू मुद्रा का मूल्य बढ़ सकता है। बेसलाइन अनुमान के संबंध में भारतीय रुपए में पाँच प्रतिशत की वृद्धि होने से 2017-18 में मुद्रास्फीति 10-15 बीपीएस कम हो सकती है।

(v) मानसून की कमी

भारतीय कृषि की वर्षा पर निर्भरता से पूरी अर्थव्यवस्था मानसून परिणामों पर टिकी है। भारत मौसम -विज्ञान विभाग (आईएमडी) द्वारा 2017 के लिए दक्षिण-पश्चिम मानसून के अपने पूर्वानुमान जारी किए जाएंगे। इस प्रकार, बेसलाइन परिदृश्य ने एक सामान्य दक्षिण-पश्चिम मानसून का अनुमान लगाया है। हालांकि, जैसाकि पहले बताया जा चुका है, *एल निनो* के घटने की संभावना बढ़ रही है; जिससे कृषि उत्पादन की संभावनाओं पर बुरा असर पड़ा है।¹¹ यह अनुमान लगाते हुए कि कृषि तथा उससे संबद्ध गतिविधियों के आउटपुट में वृद्धि एक प्रतिशत पॉइंट तक नीचे जाती है, तो 2017-18 में समग्र जीवीए संवृद्धि लगभग 20 बीपीएस तक नीचे जा सकती है। खाद्य कीमतों में साथ-साथ हुई वृद्धि से परिणामवश हैडलाइन मुद्रास्फीति बेसलाइन से 30 बीपीएस ऊपर जा सकती है।

संक्षेप में, पुनर्मुद्रीकरण की तेज गति तथा सरकार द्वारा पूंजी व्यय, ग्रामीण अर्थव्यवस्था तथा आवास पर ध्यान दिये जाने से 2017-18 में आर्थिक गतिविधि में सुधार आएगा। वैश्विक आर्थिक वातावरण में थोड़ा सुधार आ सकता है, हालांकि इस बीच कई अनिश्चितताएँ रहेंगी। हैडलाइन मुद्रास्फीति में 2017-18 के दौरान वृद्धि का पूर्वानुमान है, जिससे आवश्यकता पड़ने पर उचित मौद्रिक नीति के लिए पूरी सतर्कता के साथ तैयार रहना होगा।

कोस, एम. एहयान, सीसीला लकाटोस, फ्रांजिसका ओहन्सोर्ज एंड मार्क स्टॉकर (2017), " द ग्लोबल रोल ऑफ द यू एस इकोनोमी: लिकेजेस , पॉलिसीज़ एंड स्पील-ओवर्स ", पॉलिसी रिसर्च वर्किंग पेपर 7962, विश्व बैंक

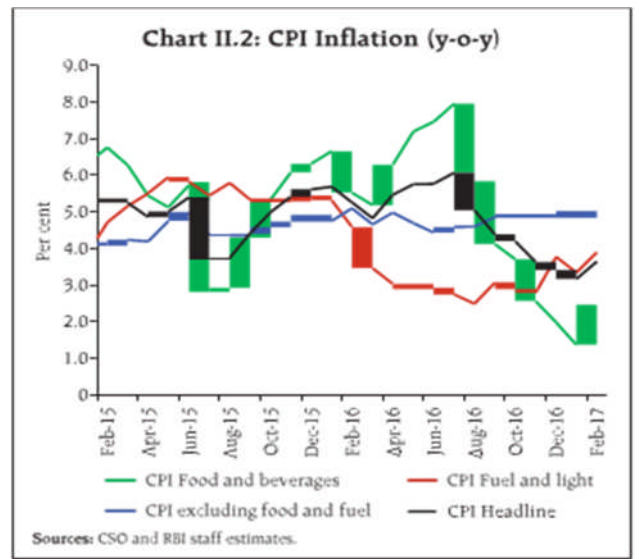
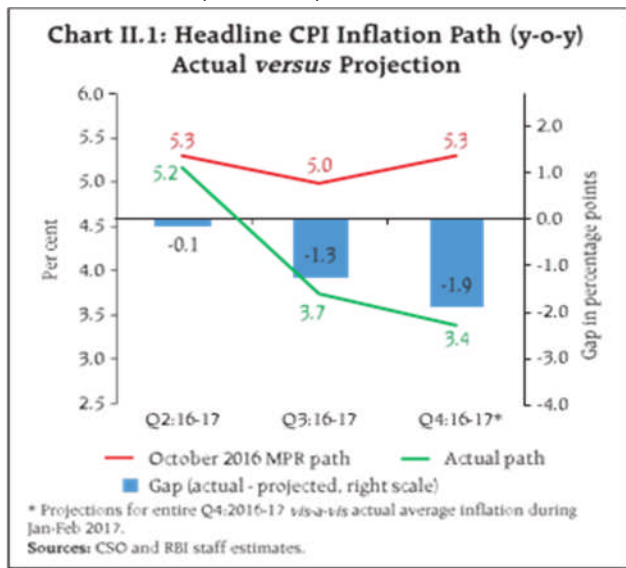
10 मुद्रास्फीति में वृद्धि बढ़ते एचआरए के सांख्यिकीय प्रत्यक्ष प्रभाव से है क्योंकि आवास भाड़े का सीपीआई में 9.5 प्रतिशत का भार है ।

मार्च 2017 में, यू एस नैशनल ओशियनिक एंड एट्मोस्फेरिक एडमिनिस्ट्रेशन (एनओए) ने 2017 उत्तरार्द्ध में एल निनों के लिए बढ़त (50-55 प्रतिशत) को दर्शाया है, जबकि आस्ट्रेलियन ब्यूरो ऑफ मिटिरीओलोजी ने 2017 में एल निनों की लगभग 50 प्रतिशत की संभावना का आकलन किया है ।

II मूल्य तथा लागतें

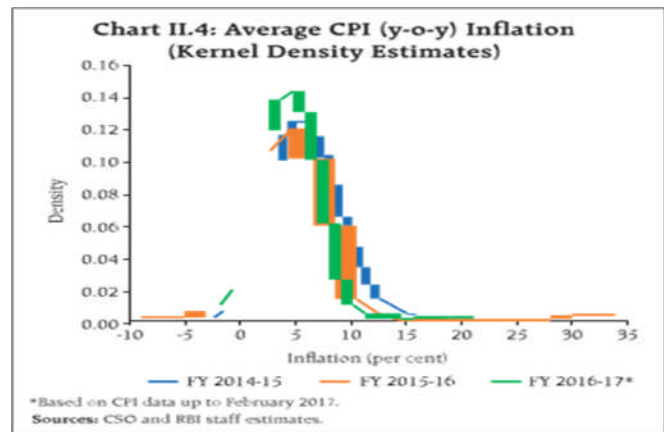
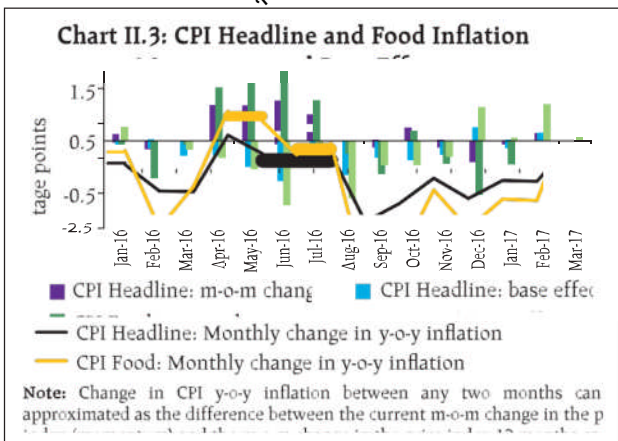
खाद्य मुद्रास्फीति, विशेष रूप से सब्जियों में बड़ी गिरावट आने के कारण उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति काफी कम हुई है। किंतु यदि खाद्य तथा ईंधन को छोड़ दें तो, मुद्रास्फीति में कोई विशेष बदलाव नहीं आया। इनपुट लागते बढ़ी हैं तथा भविष्य में मुद्रास्फीति बढ़ने का जोखिम है।

खाद्य मुद्रास्फीति के कम होने तथा कच्चे तेल के मूल्यों के अनुकूल होने कि उम्मीद से, अक्टूबर 2016 की एमपीआर रिपोर्ट ने यह पूर्वानुमान लगाया था कि 2016-17 की तीसरी और चौथी तिमाही के दौरान सीपीआई मुद्रास्फीति¹ 5.0 से 5.3 प्रतिशत के सीमित दायरे में रहेगी। खाद्य मुद्रास्फीति अपने जुलाई 2016 के ऊंचे स्तर से नीचे आई तथा अगस्त-अक्टूबर 2016 के दौरान कम हो गई। विमुद्रीकरण के आघात से खाद्य मुद्रास्फीति में अचानक कमी आई जिसके कारण मुद्रास्फीति वक्र रेखा अपने पूर्वानुमानित पथ से तेजी से नीचे आ गई। सब्जियों के मूल्य अपस्फीति में रहे, जिसके कारण नवंबर 2016 - जनवरी 2017 के दौरान हैडलाइन मुद्रास्फीति में गिरावट आई। नवंबर अंत में ओपेक द्वारा उत्पादन कटौती पर हुए करारनामे के चलते कच्चे तेल के वैश्विक मूल्य बढ़ने के बावजूद, 2016-17 की दूसरी छमाही के दौरान वास्तविक तथा पूर्वानुमानित मुद्रास्फीति के बीच अंतर बढ़ गया। (चार्ट 11.1)



11.1 उपभोक्ता मूल्य

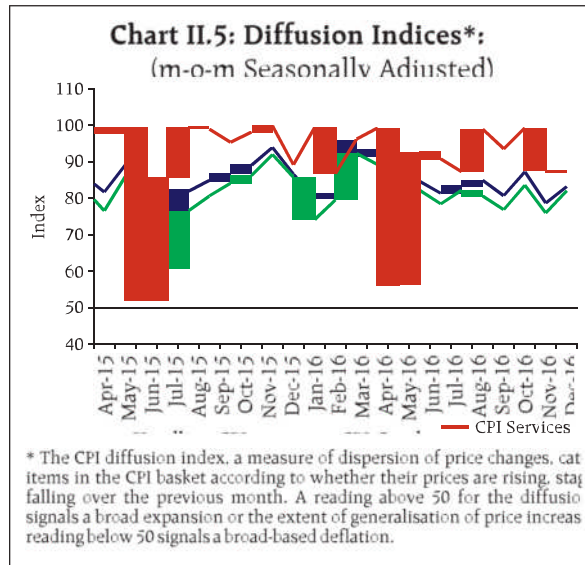
हैडलाइन मुद्रास्फीति अपनी जुलाई उंचाई के स्तर से नीचे आ गई तथा अगस्त से अक्टूबर तक चली आ रही थी। जब नवंबर में विमुद्रीकरण हुआ तो इससे इसमें गिरावट आई तो यह गिरावट इतनी तेज थी कि जनवरी 2017 में मुद्रास्फीति 3.2 प्रतिशत तक नीचे चली गई, जो पूरे भारत की समस्त सीपीआई के इतिहास में सबसे कम थी (चार्ट 11.2)



¹हैडलाइन मुद्रास्फीति को पूरे भारत की संयुक्त सीपीआई (ग्रामीण + शहरी) में वर्ष- दर- वर्ष आए बदलावों के माध्यम से मापा जाता है।

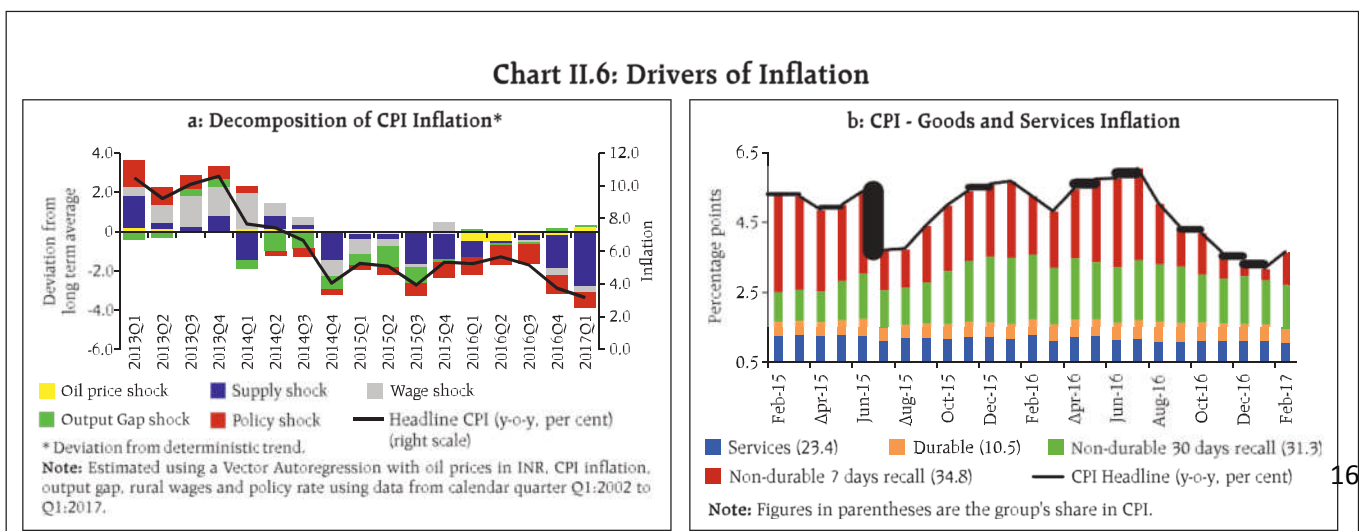
नवंबर 2016 से जनवरी 2017 के दौरान आई समस्त गिरावट का कारण यह कहा जा सकता है कि सब्जी तथा दालों के मूल्यों में भारी गिरावट थी। परिणामवश, नकारात्मक बेस प्रभाव, जिसके कारण दिसंबर 2016 से जनवरी 2017 के दौरान हैडलाइन मुद्रास्फीति में वृद्धि होनी चाहिए थी, माह-दर-माह (एमओएम) एक बड़ी गिरावट आई जिसके चलते हैडलाइन मुद्रास्फीति में लगभग 100 बेसिस पॉइंट्स की गिरावट आ गई (चार्ट II.3)। फरवरी में, हालांकि, ये अस्थायी प्रभाव क्षीण होने लगे तथा खाद्य और ईंधन मूल्यों में वृद्धि होने से हैडलाइन मुद्रास्फीति में वृद्धि हुई।

वर्ष के उत्तरार्ध में खाद्य मुद्रास्फीति में तेज गिरावट आने के बावजूद, सभी श्रेणियों में मुद्रास्फीति का प्रसार लगभग 4.5 प्रतिशत के इर्द-गिर्द रहा, करटोसिस उच्च बना तथा स्क्यू सकारात्मक रहा (चार्ट II.4)। वस्तुओं, सेवाओं तथा समग्र सीपीआई के लिए डिफ्यूजन इंडाइसेस वित्तीय वर्ष के दौरान 50 से ऊपर रहे, जो यह दर्शाता है कि हैडलाइन मुद्रास्फीति ऐतिहासिक रूप से नीचे चली आने पर भी इसका विस्तार अधिक नहीं था (चार्ट II.5)



II.2 मुद्रास्फीति के कारक

गत समय का एक ऐतिहासिक विश्लेषण यह दर्शाता है कि विमुद्रीकरण के द्वारा यह एक बड़ा आघात तथा उससे जुड़ा वेतन आघात था जिसने 2016-17 के उत्तरार्ध में मुद्रास्फीति गति रेखा में समग्र रूप से एक बड़ा परिवर्तन ला दिया। पिछली तंग मौद्रिक नीति मुद्रास्फीति को नियंत्रित रखने में अहम रूप से बहुत प्रभावी रही (चार्ट II.6 ए)। इसके विपरीत, कच्चे तेल के दृढ़ मूल्य तथा उत्पादन अंतर धीरे-धीरे घटने से मुद्रास्फीति बढ़ने का दबाव उत्पन्न हुआ, लेकिन विमुद्रीकरण के आघात के आकार के कारण वह प्रकट नहीं हो सकी। अधिकांश वित्तीय वर्ष के दौरान गैर-खाद्य मुद्रास्फीति बहुत स्थिर बनी रही, क्योंकि अधिकांश वित्तीय वर्ष के दौरान समग्र मुद्रास्फीति में टिकाऊ वस्तुओं तथा सेवाओं का योगदान अपरिवर्तित रहा (चार्ट II.6 बी)। खाद्य तथा पेय पदार्थों की श्रेणी में मुद्रास्फीति (जिसका सीपीआई में 46 प्रतिशत भार) 2016-17 के उत्तरार्ध में समग्र मुद्रास्फीति का एक सक्रिय भाग सिद्ध हुई।



हाल के अनुभवों से चार कारण उभर कर आए हैं :

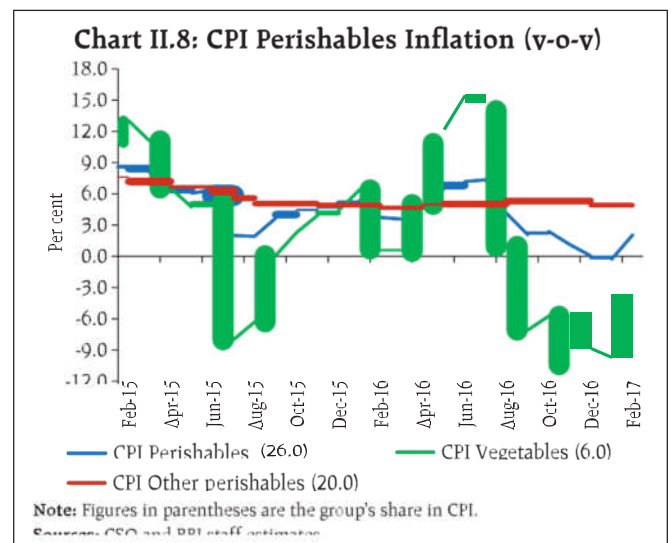
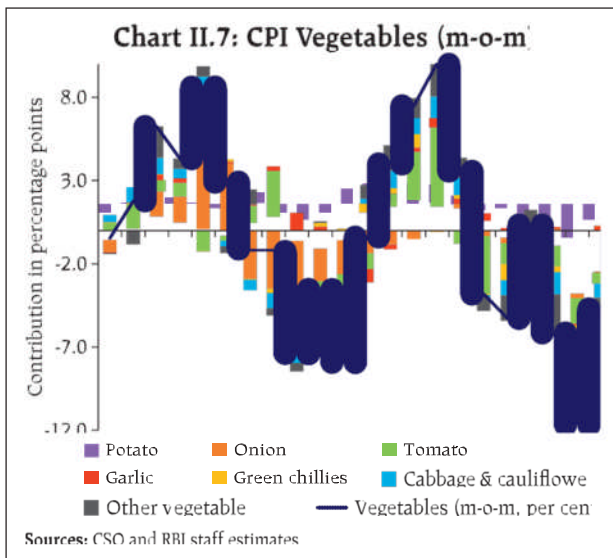
प्रथम, नाशवान वस्तुओं के मूल्यों की विमुद्रीकरण के पहले के तीन महीनों के दौरान भी इसमें बड़ी निर्णायक भूमिका रही। विमुद्रीकरण के तुरंत बाद के महीनों में भी, नाशवान वस्तुएँ पहले से अधिक अग्रणी रहीं क्योंकि नवंबर 2016 से फरवरी 2017 के दौरान 21 प्रतिशत की गिरावट के बाद सब्जियों के मूल्य के उतार-चढ़ाव का महत्व बढ़ने लगा। फलों तथा सब्जियों में लेनदेन हमेशा से ही नकद प्रधान रहा है। पिछली घटनाएँ इस बात का प्रमाण हैं कि ये नाशवान होने के कारण किसान इसे कम मूल्य पर भी बेच देते हैं। आमतौर पर हर वर्ष नवंबर-फरवरी के दौरान सब्जी के मूल्य एक मौसमी गिरावट आती है: किन्तु 2016-17 की अवधि के दौरान, यह गिरावट पिछले वर्षों की तुलना में सब्जी के मूल्यों से अधिक आयी।

दूसरे, सब्जी की मूल्यों में जनवरी 2017 में गिरावट आयी तथा उसके बाद फरवरी से इसमें 0.1 प्रतिशत की माह-दर माह वृद्धि आयी।

तीसरे, सब्जी के मूल्यों में मौसमी गिरावट विशेष रूप से आलू, प्याज तथा टमाटर के मूल्यों के कारण होती है जो मिलाकर सब्जी सूचकांक का लगभग 40 प्रतिशत है। इस समय भी, आलू तथा टमाटर के मूल्यों में मौसमी गिरावट आयी है परंतु यह उल्लेखनीय है कि अन्य सब्जियों - गोभी, फूलगोभी, पालक/अन्य पत्तेदार सब्जियों, बैंगन, घिया, मटर तथा बीन के मूल्यों में तेजी आई - जबकि साधारण रूप से मौसमी मूल्यों में इनका योगदान कम ही रहता है (चार्ट II.7)

चौथे, नवंबर के बाद से सब्जियों को छोड़कर नाशवान वस्तुओं में मुद्रास्फीति औसतन 5 प्रतिशत रही, जो कि औसत हैडलाइन मुद्रास्फीति से काफी ऊपर रही (चार्ट II.8)²

विमुद्रीकरण के बाद खाद्य मूल्यों के स्थानिक तथा अस्थायी डायनेमिक्स यह दर्शाते हैं कि खाद्य समूह के भीतर, सब्जी के मूल्यों में गिरावट विशेष रूप से बहुत अधिक थी जो सभी राज्यों में तथा सभी थोक तथा खुदरा बाजारों में देखी गयी (बॉक्स II.1) सब्जियों को छोड़कर, खाद्य मुद्रास्फीति नवंबर 2016 से जनवरी 2017 के दौरान 2.7 प्रतिशत बिन्दुओं से तथा हैडलाइन मुद्रास्फीति 1.3 प्रतिशत तक से अधिक हो सकती थी।

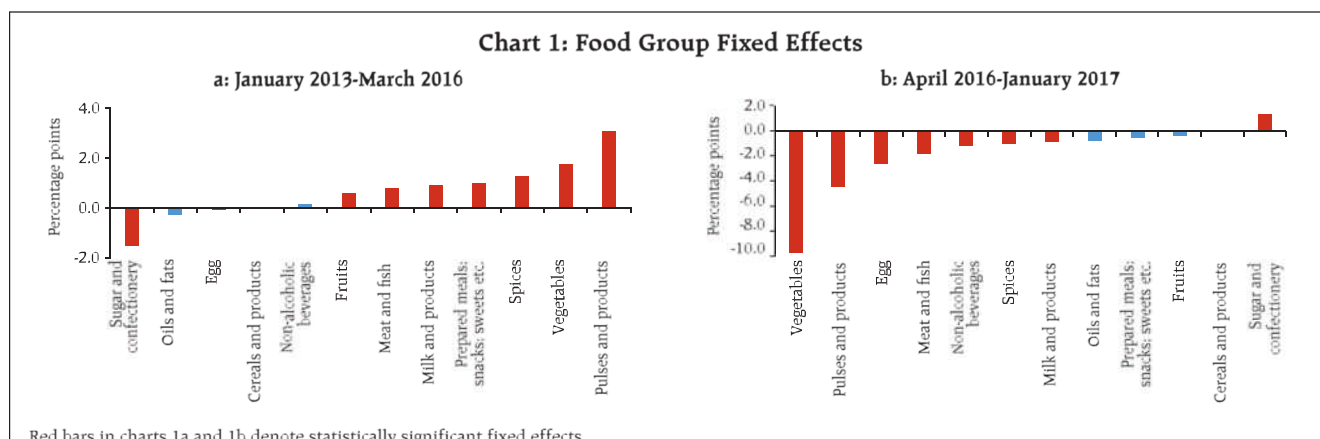


दालों के मूल्यों में असाधारण वृद्धि के एक विश्लेषण को शामिल किए बिना 2016-17 के पूर्वार्ध में खाद्य तथा पेय पदार्थों की श्रेणी में मुद्रास्फीति पर कोई टिप्पणी करना अधूरा ही रहेगा। दालों का खाद्य समूह में 5.2 प्रतिशत तथा सीपीआई में केवल 2.4 प्रतिशत है, इसके बावजूद 2016-17 के पूर्वार्ध में दालों का बढ़ती सीपीआई मुद्रास्फीति गतिरेखा में 13 प्रतिशत का योगदान था। इसके उत्तरार्ध में अब तक, दालों के मूल्य अपस्फीति में आ गए तथा (-) 2.5 प्रतिशत के योगदान से साथ यह सीपीआई श्रृंखला में हैडलाइन मुद्रास्फीति अब तक के इतिहास की सबसे कम रही। अरहर तथा उड़द में मुद्रास्फीति, जिसने 2015-16 में तथा 2016-17 के प्रारंभिक अवधि के दौरान दाल मुद्रास्फीति में वृद्धि की थी, उसमें सितंबर 2016 से फरवरी 2017 के दौरान

² सीपीआई में पेरिशेबल सूचकांक (लगभग 26 प्रतिशत का भार) को बार-बार खरीदे गए वस्तुओं (7 दिवस की रिवाल अवधि के साथ) के उप-सूचकांक के रूप में बनाया गया है। जिसमें सब्जियाँ, अंडे, मांस तथा मछली, दूध तथा उत्पाद, फल, तथा प्रसंस्कृत खाद्य पदार्थ शामिल हैं। अन्य पेरिशेबल में सब्जियाँ शामिल नहीं हैं।

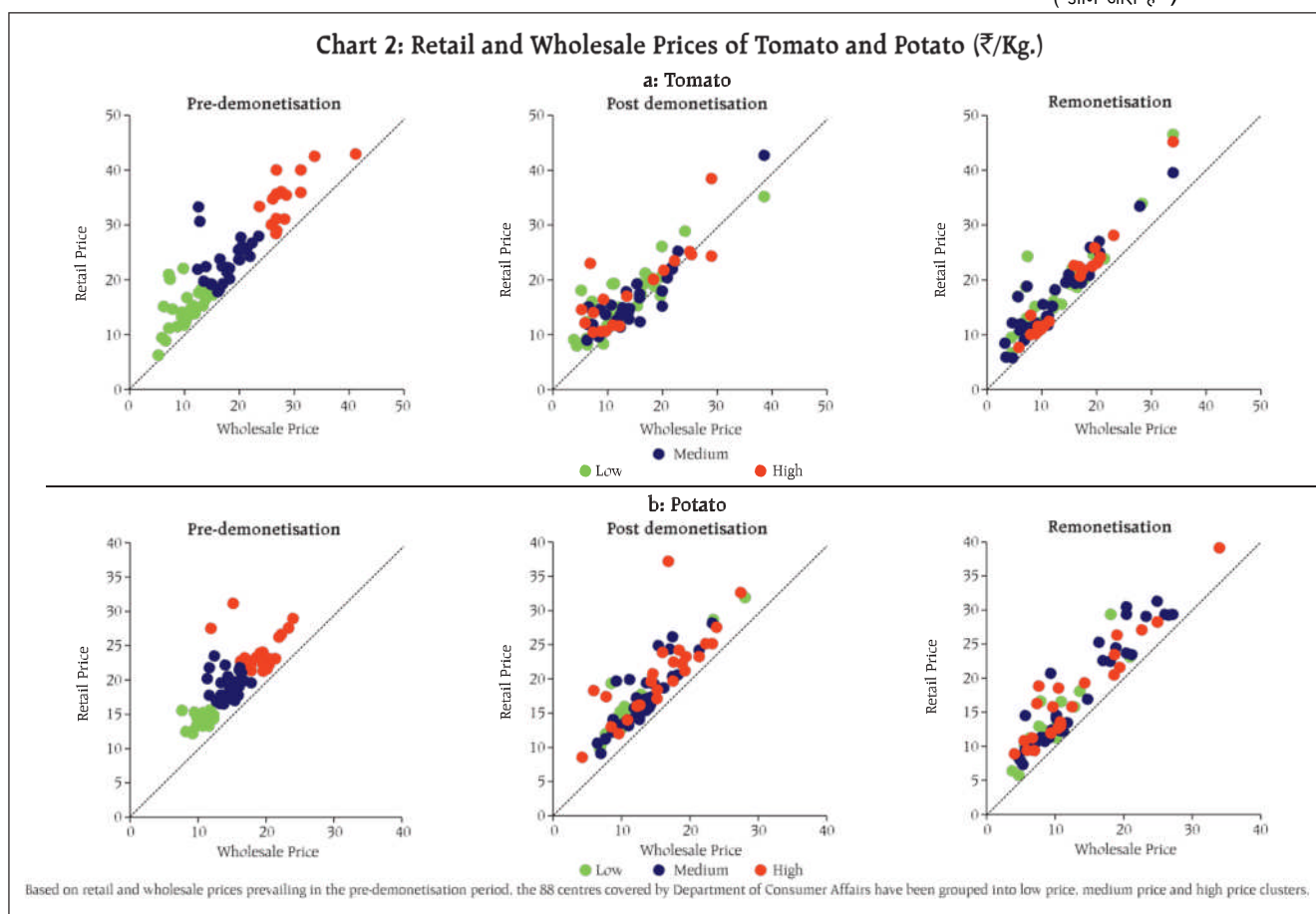
बॉक्स II.1: खाद्य अपस्फीति की संरचना : विमुद्रीकरण के बाद

खाद्य मुद्रास्फीति में परिवर्तन लाने के लिए स्थानिक, अस्थायी तथा आंतर-खाद्य समूह के नियत प्रभावों का एक तुलनात्मक मूल्यांकन करने के लिए एक पैनल ढांचे में मासिक अंतराल पर जनवरी 2013 से जनवरी 2017 अवधि का राज्य-वार सीपीआई खाद्य मुद्रास्फीति डाटा का विश्लेषण किया गया। मौसमी आधार पर समायोजित की गई वार्षिक माह-दर-माह सीपीआई खाद्य मुद्रास्फीति पर डायनामिक पैनल अनुमान तैयार किया गया। परिणामों से पता चला कि अधिकांश राज्यों के लिए नियत प्रभाव महत्वहीन थे, बल्कि खाद्य समूहों के उप-वर्गों में मुद्रास्फीति दरों में विविधता का अत्यंत महत्व था। यदि 2016-17 वित्तीय वर्ष पर ही केवल विचार किया जाए, तो आंतर-खाद्य समूह में बरकरार प्रभाव अधिकांश समूहों के लिए महत्वपूर्ण बने रहे। हालांकि, सामान्य पैटर्न के साथ तुलना करने पर सब्जियाँ तथा दालें मात्रा तथा दिशा के संदर्भ में ऊपर रही (चार्ट 1ए तथा 1 बी)। विमुद्रीकरण के संदर्भ में, पैनल विश्लेषण से यह भी स्पष्ट हुआ कि सब्जियों के कारण नवंबर 2016 के लिए नियत समय का उल्लेखनीय प्रभाव पड़ा, जो कि विमुद्रीकरण के बाद कीमतों में आयी असामान्य गिरावट दर्शाते हैं।



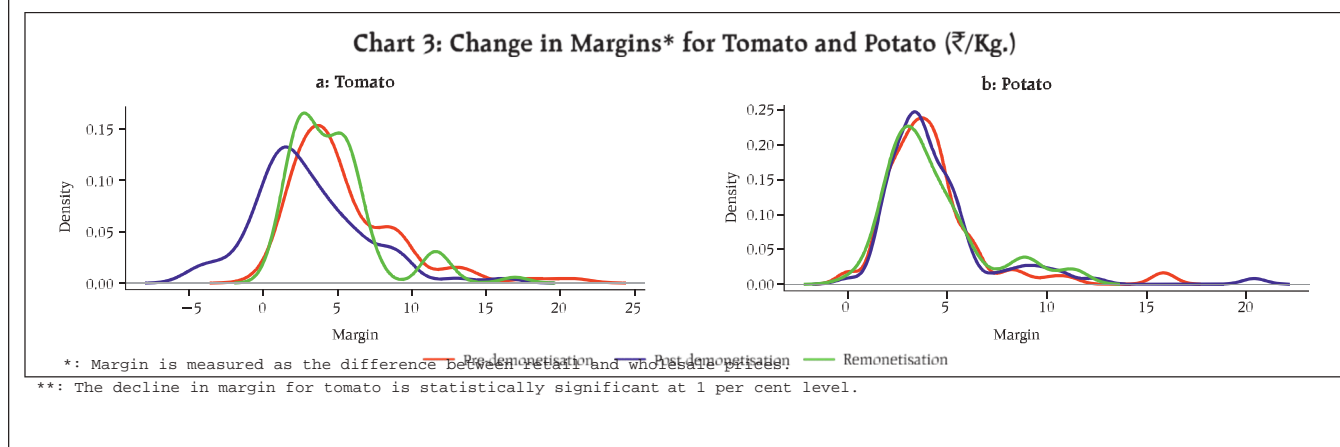
इसके अलावा, विमुद्रीकरण के बाद खुदरा सब्जी की कीमतों में गिरावट मोटे तौर पर थोक कीमतों में गिरावट जैसी ही प्रतीत होती थी। भारत के 88 केन्द्रों पर उपलब्ध आलू तथा टमाटर की दैनिक नियमित समायोजित कीमतों को विमुद्रीकरण (09 नवंबर -31दिसंबर 2016), तथा पुनर्मुद्रीकरण (जनवरी- फरवरी 2017) के बाद सब्जी की कीमत मार्जिन का विश्लेषण करने के लिए उपयोग में लाया गया।

(आगे जारी है)



के-मीन्स क्लस्टरिंग तकनीकों के आधार पर क्लस्टर विश्लेषण का उपयोग करते हुए, थोक तथा खुदरा कीमतों को विमुद्रीकरण से पहले की अवधि (सितंबर- अक्टूबर 2016) के डाटा के आधार पर- तीन बड़े क्लस्टरों - कम, मध्यम तथा उच्च कीमत क्लस्टरों के समूह में रखा गया। विमुद्रीकरण के बाद, थोक तथा खुदरा बाजारों में मध्यम तथा उच्च कीमत समूह में नरमी दिखी, जैसे-जैसे पुनरमुद्रीकरण की गति बढ़ी, इन सब्जियों में कीमतें थोक तथा खुदरा बाजारों, दोनों में बढ़ने लगी थी।

चार्ट 2 में 45 डिग्री रेखा वह स्तर दर्शाती है जहां थोक तथा खुदरा कीमतें एक समान हैं। टमाटर के मामले में, कुछ केन्द्रों पर खुदरा मूल्य थोक मूल्यों से भी नीचे गिर गए, जो विमुद्रीकरण के बाद खुदरा मार्जिन में एक गिरावट दर्शाता है। आलू के मूल्यों के मामले में, यह मूल्य 45 डिग्री लाइन के साथ या ऊपर रहा है, जो यह दर्शाता है कि उसके मार्जिन पर कोई असर नहीं पड़ा। मार्जिन में उतार-चढ़ाव चार्ट 3 से भी देखा जा सकता है। टमाटर के मामले में, विमुद्रीकरण के बाद मार्जिन में गिरावट आई। जैसे-जैसे पुनरमुद्रीकरण की गति आगे बढ़ी, मार्जिन भी बढ़ता गया। मार्जिनों में ये उतार-चढ़ाव सांख्यिकी की दृष्टि से अति महत्वपूर्ण हैं*। आलू के मामले में, इस विश्लेषण से यह भी स्पष्ट हुआ कि विमुद्रीकरण के बाद कुछ केन्द्रों में थोक मूल्यों की तुलना में खुदरा कीमतों में अधिक वृद्धि हुई, जो यह दर्शाता है कि खुदरा-थोक मार्जिन के बीच के अंतर कुछ मामलों में केंद्र-विशिष्ट थे।



इतनी तेजी से गिरावट आयी कि महाराष्ट्र, मध्यप्रदेश, गुजरात तथा कर्नाटक जैसे बड़े उत्पादक राज्यों में मंडी स्तर पर अरहर के मूल्य न्यूनतम समर्थन मूल्य (एमएसपी) से नीचे चले गए, दूसरी ओर, चने के मूल्य इस मैदान से बाहर ही रहे, 2016-17 की चौथी तिमाही में थोड़ी कम होने से पहले इस मद में मुद्रास्फीति तेजी से ऊपर उठी, उत्पादन में कमी के दो लगातार वर्षों के बाद, 2016-17 के दौरान पर्याप्त वर्षा तथा बेहतर क्षेत्र कवरेज से दालों का उत्पादन बढ़ गया तथा इससे मूल्य पर दबाव काफी कम हो गए। सरकार द्वारा आयातों पर शून्य आयात शुल्क³, दालों की स्टॉक सीमा में वृद्धि, दालों की पैदावार बढ़ाने के लिए एमएसपी बढ़ाने तथा बफर स्टॉक रखने जैसे सकारात्मक आपूर्ति उपायों से भी मूल्य दबाव को नियंत्रण में रखा जा सका। खाद्य समूह में, चीनी, अनाज तथा अन्य खाद्य पदार्थों जैसे की बने-बनाए भोज्य पदार्थों में मूल्य में वृद्धि करने के दबाव बढ़ने लगे थे। 2015-16 तथा 2016-17 के दौरान उत्पादन घटने से इस वर्ष के दौरान चीनी के मूल्यों की मुद्रास्फीति दो आंकड़ों में पहुँच गयी। (चार्ट 11.9 ए तथा बी) अनाज समूह के तहत, अक्टूबर 2016- जनवरी 2017 के दौरान चावल के संबंध में मुद्रास्फीति थोड़ी कम हो गई, जबकि गेहूँ के मूल्य चढ़े रहे। चीनी तथा खाद्य तेल के मामले में मूल्य वृद्धि को नियंत्रित करने के लिए सरकार द्वारा कीमत रोकने के लिए कई उपाय किए गए, जिनमें स्टॉक -रखने की सीमाओं को लागू करना, निर्यात को प्रोत्साहन न देना तथा कतिपय खाद्य तेलों पर आयात शुल्क कम करना जैसे उपाय शामिल हैं।

ईंधन समूह में, वित्तीय वर्ष के पूर्वाद्ध में मुद्रास्फीति में कमी पूरी तरह से उलट गई तथा एलपीजी तथा केरोसिन द्वारा इसमें

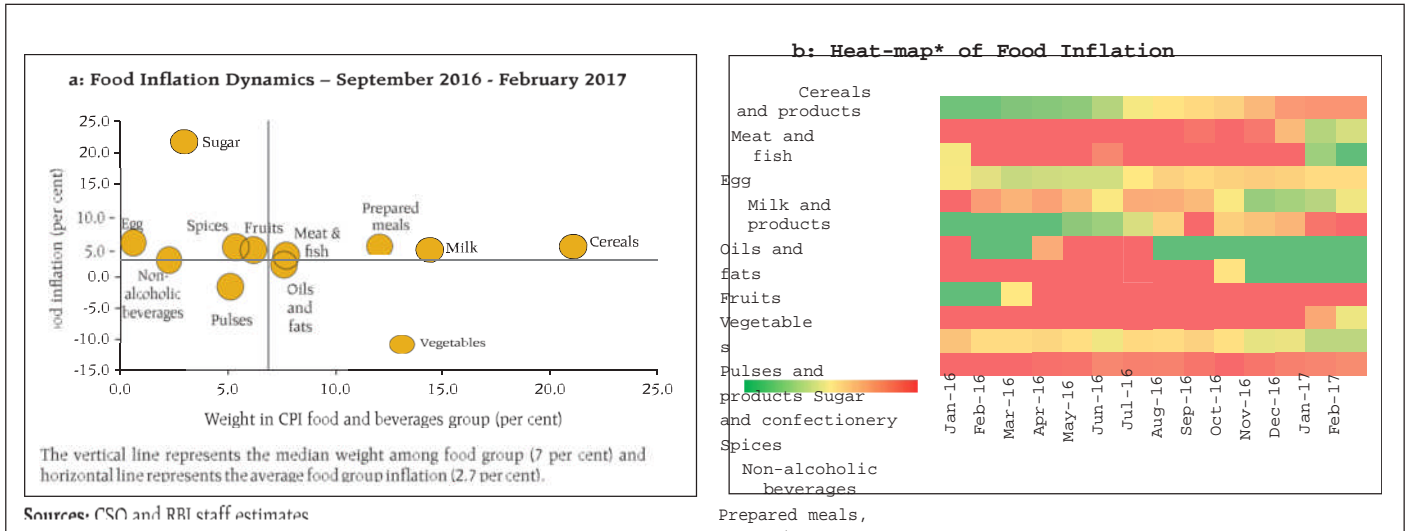
3 तूर के मामले में, आयात शुल्क 10 प्रतिशत तक बढ़ा दिया गया है

दिसंबर 2016 से वृद्धि हो गई। एलपीजी में यह वृद्धि मुख्य रूप में अंतरराष्ट्रीय एलपीजी मूल्यों में वृद्धि होने से हुई थी। केरोसिन के मामले में, बढ़ती अंतरराष्ट्रीय मूल्यों के अलावा, जुलाई 2016 से फरवरी 2017 के दौरान सब्सिडीकृत केरोसिन मूल्यों में 0.25 प्रति लीटर प्रति माह की वृद्धि से इसके मूल्य बढ़े।

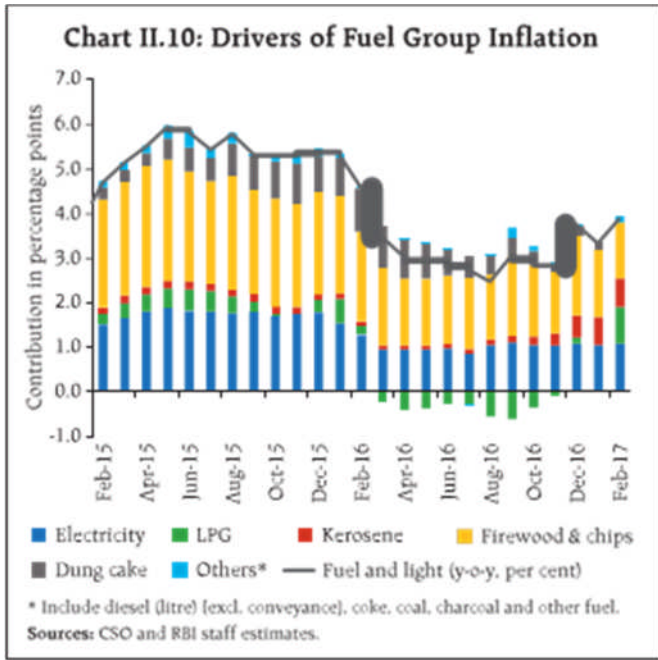
समग्र ईंधन मुद्रास्फीति में जलाऊ लकड़ी तथा गोबर चिप्स का भारित योगदान मुख्यतः ज्यों का त्यों रहा जो सभी ग्रामीण क्षेत्रों में ईंधन मुद्रास्फीति का बना रहना दर्शाता है (चार्ट II.10) ।

खाद्य तथा ईंधन को छोड़कर सीपीआई मुद्रास्फीति 2016-17 के उत्तरार्द्ध के अधिकांश समय के दौरान लगभग 5 प्रतिशत पर बनी रही (चार्ट II.11 ए) आवास और 'कपड़े तथा जूते' उप-समूह इसमें मुख्य कारक थे जिनकी वजह से समग्र रूप से इस श्रेणी में मुद्रास्फीति का 36.2 प्रतिशत था

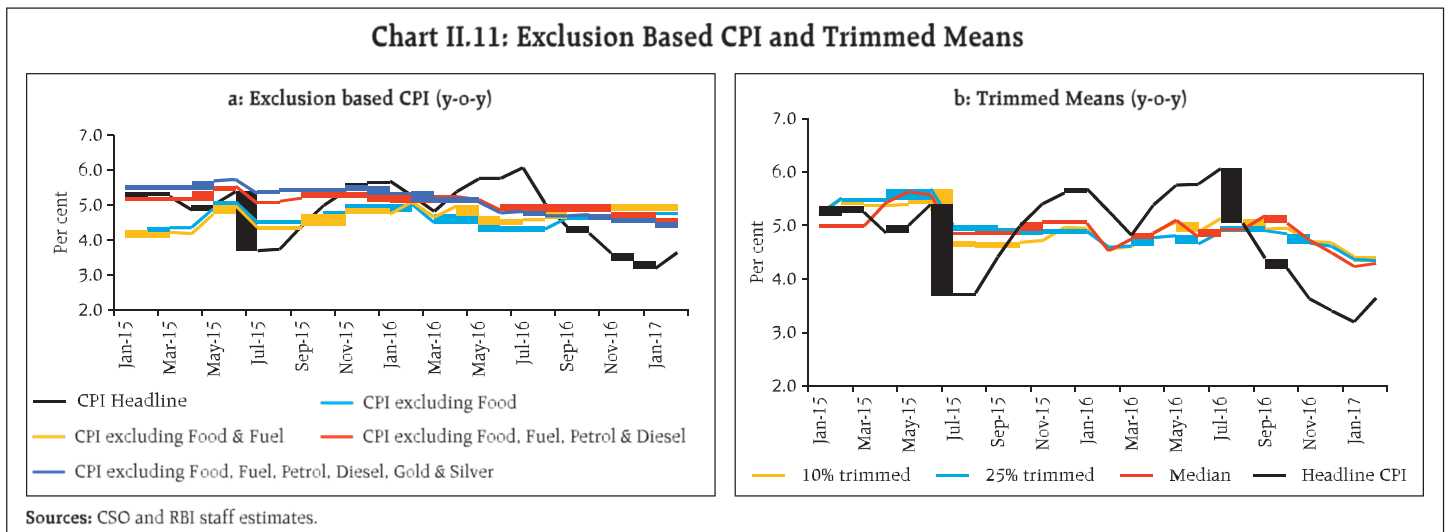
Chart II.9: Drivers of Food Inflation



दिसंबर 2016 से अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल के मूल्य बढ़ना तथा पेट्रोल तथा डीजल के घरेलू मूल्यों पर इसके मंद असर , जो कि परिवहन तथा संचार से संबन्धित है , इस समूह में वृद्धि होने के अन्य दबाव कारक थे । अतिरिक्त राजस्व वसूली उपायों (एआरएम) के तहत पेट्रोल तथा डीज़ल, दोनों के लिए लगभग 12 रु. प्रति लीटर की उत्पाद शुल्क की वृद्धि के कारण , वैश्विक मूल्यों की तुलना में घरेलू मूल्यों की वृद्धि अधिक दिखी ।



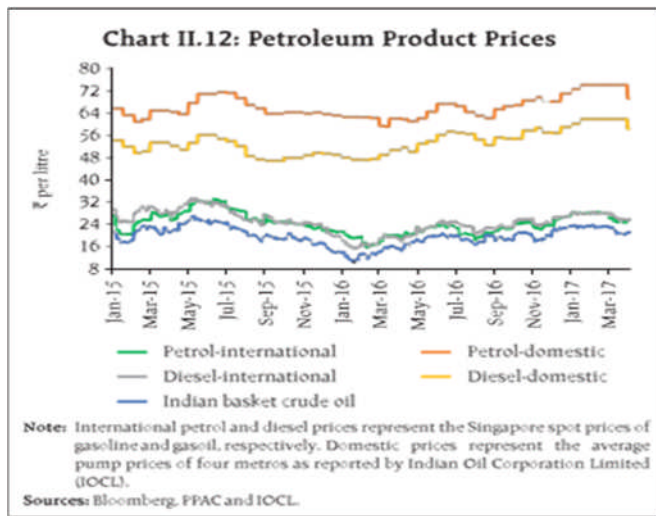
फरवरी 2017 की शुरुआत से अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल के मूल्य कम हुए लेकिन , घरेलू पेट्रोल तथा डीज़ल की पंप मूल्य पर अप्रैल 2017 की शुरुआत में इसका असर देरी से हुआ और मूल्य कम हो गए थे। (चार्ट II.12)
अस्थिर घटक जैसे कि पेट्रोल तथा डीज़ल को छोड़कर, सितंबर 2016 तथा फरवरी 2017 के बीच इस समूह (सीपीआई, खाद्य तथा ईंधन छोड़कर) में मुद्रास्फीति औसतन 4.7 प्रतिशत पर रही। (चार्ट II.11 a)



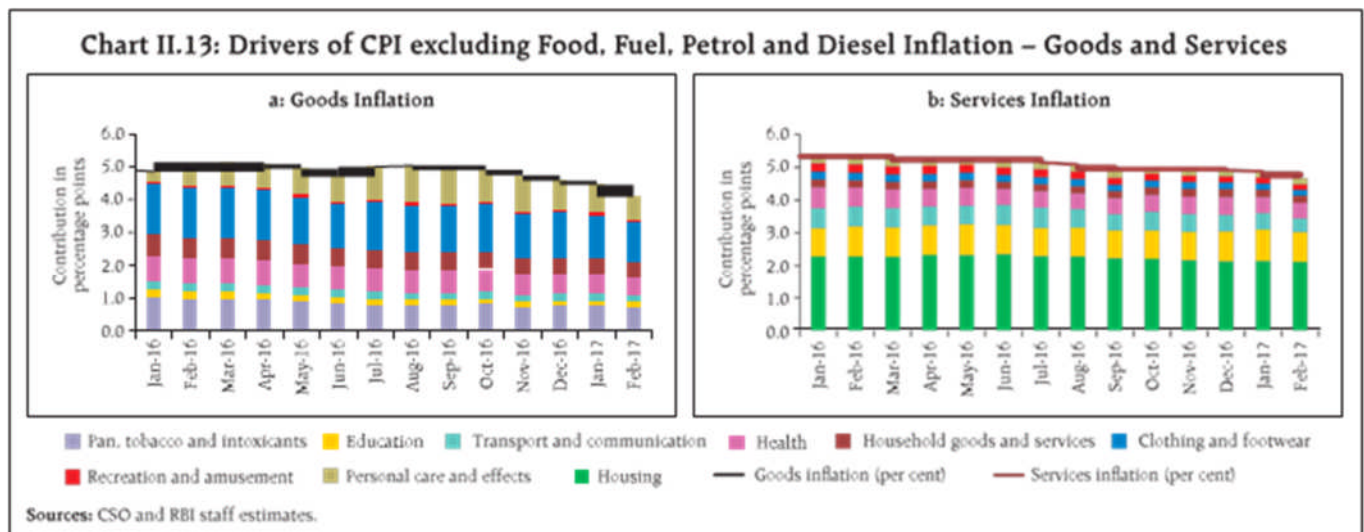
फरवरी में थोड़ी बहुत कमी इस वर्ग के सामानों के कारण थी , जैसे कि व्यक्तिगत पहनावे में सोना तथा चांदी; स्वास्थ्य में फार्मास्युटिकल; तथा कपड़े उप-समूह में गारमेंट्स- हालांकि यह आकलन करने के लिए कि यह कमी क्या आगे भी बनी रहेगी , और अधिक निगरानी व अध्ययन की आवश्यकता है (चार्ट II.13 a)
इसके विपरीत, इन सभी उप-समूहों में सेवा क्षेत्र के योगदान, विशेष रूप से आवास तथा शिक्षा सेवा का कोई अंतर नहीं आया (चार्ट II.13 बी)

खाद्य तथा गैर-खाद्य वस्तुओं पर बड़े तथा बार-बार के आपूर्ति आघातों के मद्देनजर, वितरण के अपर तथा लोवर टेल्स के विशिष्ट भागों को हटाकर मुद्रास्फीति विवरण की छंटनी करते हुए मुद्रास्फीति की अंतर्निहित गतिविधियों का आकलन व्यापक रूप से किया गया, जिसमें भारत मिडीयन छटणी का विशिष्ट कारक है। सीपीआई मुद्रास्फीति के ट्रिम मीन्स, भारत मिडीयन तथा

एक्सक्लूशन आधारित उपाय, सितंबर 2016 से फरवरी 2017 (चार्ट II.11 बी) के दौरान 4.7 प्रतिशत की केंद्रीय प्रवृत्ति को प्रकट करती हैं ।



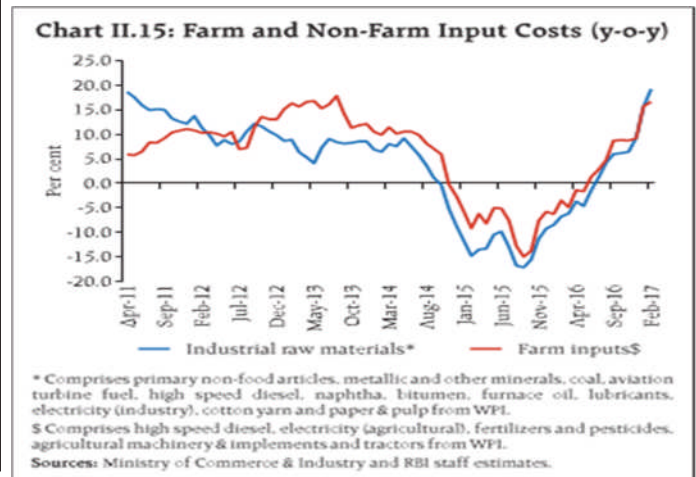
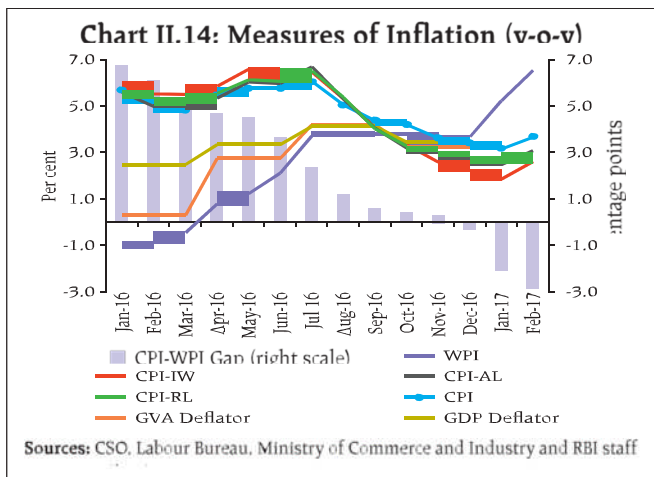
फरवरी में आयी कुछ कमी के बावजूद, खाद्य तथा ईंधन को छोड़कर, मुद्रास्फीति में गिरावट के कोई चिन्ह नहीं हैं जिससे निकट भविष्य में उसके बढ़ने का बढ़ा जोखिम है । 7वें केंद्रीय वेतन आयोग के अनुसार दिए जाने वाले आवास किराया भत्तों का प्रत्यक्ष तथा अप्रत्यक्ष प्रभाव जब कभी उसे सरकार लागू करेगी और 'जीएसटी प्रभाव' का आकार तथा अवधि ऐसे जोखिम है जो इस श्रेणी में सीपीआई मुद्रास्फीति को बढ़ा सकते हैं।



मुद्रास्फीति के अन्य पैमाने

सीपीआई आधार पर आँकी गई मुद्रास्फीति तथा अन्य तरीके से आँकी गई मुद्रास्फीति के बीच का अंतर 2016-17 के उत्तरार्ध में एक महत्वपूर्ण घटना थी । इससे आगामी महीनों में सीपीआई मुद्रास्फीति की प्रोफाइल में महत्वपूर्ण बदलाव देखने को मिलेंगे । सेक्टरल उपभोक्ता मूल्य सूचकांक द्वारा मापी गई मुद्रास्फीति हैडलाइन मुद्रास्फीति से कम रही, जो अन्य बातों के साथ-साथ, मुद्रास्फीति में खाद्य का अधिक भार तथा अन्य मर्दों जैसे, सोना तथा चांदी का न होना दर्शाता है , जो हाल के दबाव बिन्दु रहे हैं। थोक मूल्य सूचकांक (डबल्यूपीआई) आधारित मुद्रास्फीति अक्टूबर-दिसंबर 2016 के दौरान सीपीआई मुद्रास्फीति के करीब साथ-साथ रही किन्तु इसमें जनवरी में वृद्धि हो गई तथा बाद में फरवरी में अंतरराष्ट्रीय वस्तु मूल्यों में तेज उछाल आने

से सीपीआई मुद्रास्फीति से तीन प्रतिशत बिन्दु ऊपर चली गई। साल के प्रारम्भ में जीडीपी तथा जीवीए डीफ्लेटर में वृद्धि हुई, किन्तु 2016-17 की तीसरी तिमाही से नीचे आ गई और सीपीआई मुद्रास्फीति के करीब पहुँच गई।(चार्ट II.14)



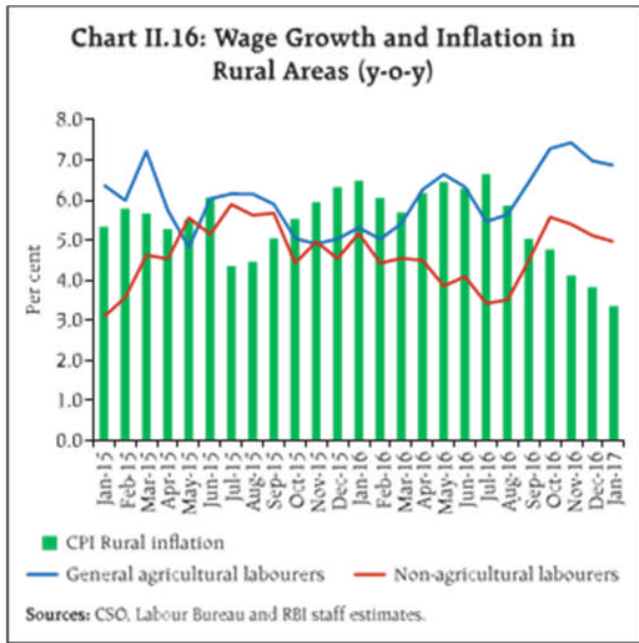
4 एसयूटी का उपयोग करते हुए, कतिपय वस्तुओं के घरेलू मूल्यों में 1 प्रतिशत वृद्धि के प्रथम दौर में पास-थ्रू प्रभाव (जो की अंतरराष्ट्रीय मूल्य दबाव के कारण है), को डबल्यूपीआई मुद्रास्फीति पर मापा गया है। थोक से खुदरा मुद्रास्फीति के अगले प्रसार को वेक्टर आटो रिग्रेशन (वीएआर) फ्रेमवर्क में फिर ब्याज दर के साथ आकलित किया जाता है जिसमें डबल्यूपीआई हैडलाइन मुद्रास्फीति तथा सीपीआई हैडलाइन मुद्रास्फीति एंडोजेनस वेरिएबल है। भानुमूर्ति, एनआर, एस दास, तथा एस बोस (2012), ऑयल प्राइस शोक, पास थ्रू पॉलिसी एंड इट्स इम्पैक्ट ऑन इंडिया, नैशनल इंस्टीट्यूट ऑफ पब्लिक फाइनेंस एंड पॉलिसी, नई दिल्ली, वर्किंग पेपर सीरीज, 99 (2), 1-10

II.3 लागतें

यद्यपि खुदरा मुद्रास्फीति तथा अन्य पैमानों द्वारा उसके आकलन ने विमुद्रीकरण के अस्थायी प्रभाव को बाहर रखा और फरवरी 2017 में इसकी अंतर्निहित वक्ररेखा को उजागर किया, इसके बावजूद लागत आधारित दबाव एकत्रित होना प्रतीत हुआ। कच्चे तेल के वैश्विक मूल्यों में वृद्धि, धातु की मूल्यों में मजबूती आने तथा अमेरिकी राजकोषीय व्यय के बढ़ने की अपेक्षाओं के कारण 2016-17 के उत्तरार्ध में घरेलू फार्म तथा गैर-फार्म इनपुट लागतें बहुत अधिक बढ़ गईं (चार्ट II.15)

कोयला मुद्रास्फीति जनवरी तथा फरवरी में बढ़ गई, क्योंकि कोल इंडिया लि. ने अपने प्रीमियम गुणवत्ता वाले कोयले को अंतरराष्ट्रीय मूल्यों के साथ लिंक कर दिया, जिससे 2016 के अंत तक आस्ट्रेलिया तथा चीन में आपूर्ति व्यवधानों के कारण इसमें वृद्धि हुई थी। हाई स्पीड डीजल, नाफथा, फरनेस तेल, सूती धागे तथा रेशे में भी काफी मूल्य दबाव पाए गए, जिनके कारण 2011 के प्रारम्भिक अवधि से औद्योगिक इनपुट लागतों में मुद्रास्फीति उच्चतम स्तर पर पहुँच गई। फार्म सेक्टर में, हाई स्पीड डीजल तथा कीटनाशकों, विशेष रूप से खरपतवारनाशकों के संबंध में मूल्य वृद्धि, फार्म इनपुट लागतों में वृद्धि होने का मुख्य कारण थी।

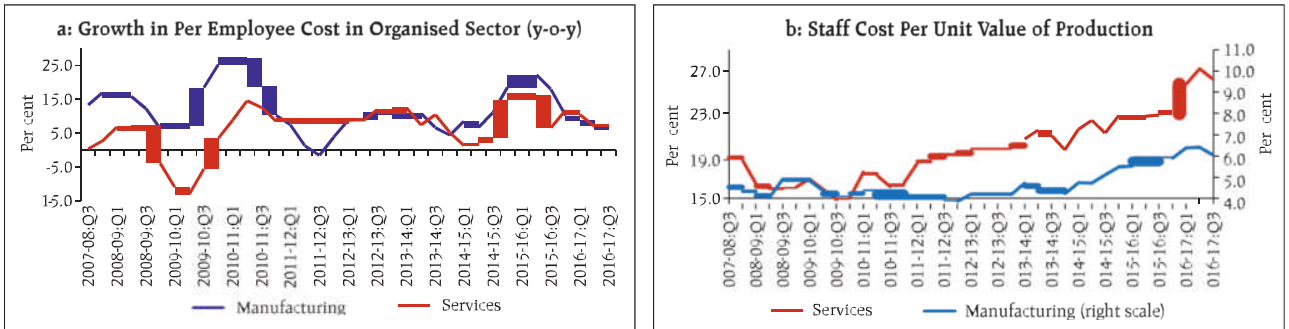
केंद्रीय सांख्यिकी कार्यालय (सीएसओ) के आपूर्ति तथा उपयोग सारणी (एसयूटी) के आधार पर एक विश्लेषण, जिसमें 140 उत्पाद/सेवाएँ और 66 उद्योगों को शामिल किया गया था, यह दर्शाता है कि कच्चे तेल, धातु तथा कोयलों के मूल्यों में एक प्रतिशत की वृद्धि से डबल्यूपीआई मुद्रास्फीति में क्रमशः 15 बीपीएस, 20 बीपीएस तथा 5 बीपीएस तथा सीपीआई मुद्रास्फीति में क्रमशः 6 बीपीएस, 7 बीपीएस तथा 2 बीपीएस की वृद्धि हो सकती है। मजदूरी और स्टाफ लागत देखें तो कृषि तथा गैर- कृषि श्रमिकों दोनों के लिए मजदूरी तथा स्टाफ लागतों, ग्रामीण मजदूरी में संवृद्धि दिसंबर तथा जनवरी में कम होने से पहले अक्टूबर-नवंबर 2016 के दौरान वृद्धि हुई (चार्ट II.16) । कृषि तथा गैर-कृषि मजदूरी संवृद्धि के बीच भिन्नता का बड़ा अंतर था, जो कृषि गतिविधि के सुदृढ़ होने के कारण खेत मजदूरी श्रम की मांग में वृद्धि दर्शाता है।



संगठित क्षेत्र में, सूचीगत निजी क्षेत्र की कंपनियों की प्रति कर्मचारी स्टाफ लागत में कॉर्पोरेट क्षेत्र कार्यप्रदर्शन में नरमी दर्शाता है (चार्ट II.17 a)

इन प्रगतियों को स्पष्ट करती सूचना यह है कि विनिर्माण तथा सेवा कंपनियों दोनों के लिए उत्पादन का मूल्य स्टाफ लागत यूनिट श्रम लागत (अर्थात उत्पादन के मूल्य के मुकाबले स्टाफ लागत अनुपात) की अपेक्षा एक मंद रफ्तार से बढ़ा जबकि, नवीनतम आंकड़ों (चार्ट 11.17 बी) में नरमी देखी गई नरमी के बावजूद । रिज़र्व बैंक के औद्योगिक आउटलुक सर्वेक्षण में सर्वेक्षित फर्मों ने कच्चे माल की लागत के साथ-साथ स्टाफ लागत में भी तेज वृद्धि रिपोर्ट की है। अधिकतर फर्मों को यह अपेक्षा है कि लागत में वृद्धि बिक्री मूल्यों में शामिल होगी। क्रय प्रबन्धक सूचकांकों में विनिर्माण फर्मों तथा सेवा प्रदाताओं दोनों ही द्वारा इनपुट लागतों में वृद्धि के बारे में एक जैसी राय मिली है। सर्वेक्षित कंपनियों को उम्मीद है कि लागतों में वृद्धि से आउटपुट मूल्य मुद्रास्फीति मजबूत होगी।

Chart II.17: Labour Cost in Manufacturing and Services



Note: Per employee cost = Total employee cost/total number of employees.
 The notification of Ministry of Corporate Affairs (MCA) for adoption of India accounting standard (Ind AS) by listed companies having net worth more than ₹500 crores is applicable since Q1: 2016-17 and hence, the ratios may not be strictly comparable. The data may be treated accordingly.
Sources: Capitaline data base and RBI staff estimates.

इसके अलावा, 7 वें केंद्रीय वेतन आयोग की घोषणा के तहत आवास किराया भत्ता लागू होने तथा जीएसटी के आने से मुद्रास्फीति मार्ग की दिशा तय होगी ; इन दोनों कारणों से हैडलाइन मुद्रास्फीति में वृद्धि होने की संभावना है, जिसका प्रभाव 12-18 महीनों के लिए रहेगा । इसके अलावा, कॉर्पोरेट क्षेत्र के कई भाग, जो एक लंबी अवधि से बैलेंस शीट दबाव झेल रहे हैं, मांग में सुधार की अपेक्षा कर रहे हैं जिससे कि फ़र्मों के मूल्य निर्धारण क्षमता का संवर्धन हो सके और वे अपना आधार स्तम्भ फिर से मजबूत बना सके। हालांकि इनपुट लागतें बढ़ गई हैं, मुद्रास्फीति की भविष्य की स्थिति इनपुट मूल्य वृद्धि की मात्रा के सही-सही आकलन पर निर्भर हैं, जो फ़र्म अपने उत्पादन मूल्यों को शामिल कर सकते हैं। इसके अतिरिक्त, अमेरिका में तेल स्टॉकों में वृद्धि होने , पिछले वर्ष की तरह कच्चे तेल के मूल्यों में मौजूदा नरमी, ओपेक द्वारा अधिक आपूर्ति तथा ओपेक तथा रूस का उत्पादन नियंत्रण में निष्फल होने की संभावना बनने से , तो वक्ररेखा नीचे जा सकती है। अंततः, जैसा कि अध्याय 1 में एल निनो के बढ़ती संभावना पर विचार किया था, आने वाले वर्ष में मानसून के परिणाम से खाद्य मुद्रास्फीति के मार्ग पर असर पड़ सकता है तथा इस संबंध में, आपूर्ति प्रबंधन उपाय जिनसे खाद्य मुद्रास्फीति जो 2012-13 तथा 2013-14 में दो आंकड़ों में थी, 5 प्रतिशत के करीब आ गई है, अहम भूमिका निभाएंगे।

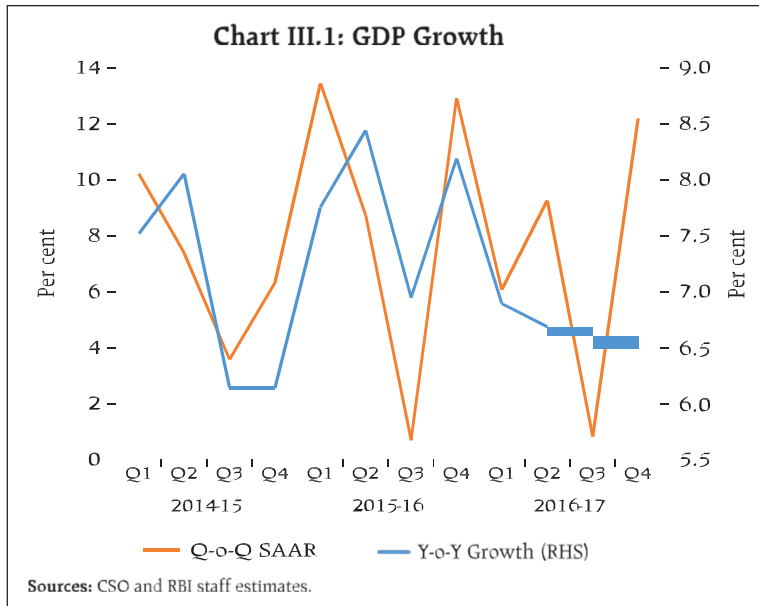
III. मांग तथा उत्पादन

2015-16 की दूसरी छमाही के प्रारम्भ में सकल मांग में जो मंदी आई थी, वह 2016-17 की दूसरी छमाही में और अधिक बढ़ गयी, हालांकि उपभोग मांग सुदृढ़ बनी रही। कृषि क्षेत्र के तीव्र निष्पादन तथा संयमित सरकारी व्यय की वजह से सकल आपूर्ति की स्थिति कायम रही।

संरचनात्मक तथा चक्रीय कारकों के मिल जाने से 2015-16 की दूसरी छमाही के बाद से आर्थिक गतिविधियों की गति धीमी होने लगी थी; 2016-17 दूसरी छमाही में, विमुद्रीकरण के अस्थायी प्रभाव के कारण गति का मार्ग और अवरूढ़ हो गया था। इस मंदी के साथ निजी तथा सरकारी उपभोग मांग दोनों काफी थम गई थी, ये दोनों ही भारत योगदान के आधार पर 2016-17 की दूसरी छमाही में वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद (जीडीपी) का 90 प्रतिशत रहे हैं। निवेश मांग, जो पूर्वार्द्ध में घटकर कम हो गई थी, वह 2016-17 की तीसरी तिमाही में सुधरने लगी। 2015-16 की तीसरी तिमाही से निवल निर्यात में मजबूती आयी किन्तु 2016-17 की तीसरी तिमाही में यह दशा सकारात्मक नहीं रही, क्योंकि घरेलू मांग के बढ़ने से निर्यात की अपेक्षा आयात तेज गति से बढ़ने लगा था। सामान्य मानसून के कारण कृषि गतिविधियों में तेज बहाली आने तथा अनाज के रिकार्ड उत्पादन से ग्रामीण आय बढ़ी तथा उपभोग को समर्थन प्राप्त हुआ। इसकी अपेक्षा, 2016-17 के उत्तरार्द्ध में उद्योग में एक हल्की तेजी तथा सेवाओं में धीमी वृद्धि से यह स्पष्ट होता है कि निवेश मांग की स्थिति अभी भी मंद थी। इसके बाद, वस्तु तथा सेवा कर (जीएसटी) का लागू किया जाना तथा ग्रामीण अर्थव्यवस्था, आधारभूत संरचना, सूक्ष्म, लघु, तथा मध्यम उद्योगों (एमएसएमईएस) एवं कम लागत के आवास को प्रोत्साहित करने के लिए केंद्रीय बजट में किए गए उपायों से घरेलू मांग में तेजी आनी चाहिए। हालांकि, निवेश की सतत बहाली से आर्थिक गतिविधि काफी हद तक अपनी मध्यावधि सुदृढ़ता पाने में सफल होगी।

III.1 सकल मांग

2016-17 के दौरान बाजार कीमतों पर वास्तविक जीडीपी में वर्ष-दर-वर्ष मापी गई सकल मांग थोड़ी कम हो गई, वर्ष के उत्तरार्द्ध में मंदी के कारण यह कमी और अधिक बढ़ गई थी। 7वें केंद्रीय वेतन आयोग के (7वें सीपीसी) के रूप में राजकोषीय प्रोत्साहन द्वारा सकल मांग को बहुत अधिक समर्थन मिला; सरकारी अंतिम उपभोग व्यय (जीएफसीई) के समर्थन के बिना,



7.0 प्रतिशत¹ की हैडलाइन स्थिति की तुलना में 2016-17 के उत्तरार्द्ध में जीडीपी विकास 5.9 प्रतिशत तक नीचे चला गया होता । साल की अंतिम तिमाही में अपेक्षित कुछ गिरावट के बावजूद, निजी उपभोग घरेलू मांग का मजबूत आधार बना रहा। मौसमी समायोजन आधार पर देखें तो, तिमाही-वार-तिमाही संवृद्धि यह दर्शाती है कि तीसरी तिमाही में कुल मांग में मंदी बहुत कम हो गई तथा निर्यात और निवेश में अस्थायी रूप से सुधार आने के कारण चौथी तिमाही में इसमें उछाल पैदा हुआ (चार्ट III.1 सारणी III.1)

सारणी III.1 : वास्तविक जीडीपी संवृद्धि

(प्रतिशत)

| मद | 2015-16 | 2016-17 (एसएई) | 2016-17 में संवृद्धि में भारित योगदान (प्रतिशत बिन्दु) * | 2015-16 | | | | 2016-17 | | | |
|-------------------------|---------|-------------------|---|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | | | तिमाही 1 | तिमाही2 | तिमाही3 | तिमाही4 | तिमाही1 | तिमाही2 | तिमाही3 | तिमाही4 |
| निजी अंतिम उपभोग व्यय | 7.3 | 7.2 | 4.0 | 4.9 | 6.7 | 6.8 | 10.6 | 7.2 | 5.1 | 10.1 | 6.5 |
| सरकारी अंतिम उपभोग व्यय | 2.9 | 17.0 | 1.7 | 0.5 | 3.9 | 3.7 | 3.6 | 15.5 | 15.2 | 19.9 | 18.1 |
| सकल अचल पूंजी निर्माण | 6.1 | 0.6 | 0.2 | 9.6 | 12.4 | 3.2 | 0.0 | -2.2 | -5.3 | 3.5 | 6.5 |
| निवल निर्यात | 13.9 | 62.0 | 0.7 | -1.1 | -4.9 | 27.0 | 89.6 | 70.4 | 74.5 | -23.4 | - |
| निर्यात | -5.4 | 2.3 | 0.5 | -5.7 | -4.3 | -9.0 | -2.5 | 2.1 | -0.9 | 3.4 | 4.4 |
| आयात | -5.9 | -1.2 | -0.3 | -5.2 | -3.6 | -10.2 | -4.4 | -2.7 | -7.4 | 4.5 | 1.4 |
| बाजार मूल्यों पर जीडीपी | 7.9 | 7.1 | 7.1 | 7.8 | 8.4 | 6.9 | 8.6 | 7.2 | 7.4 | 7.0 | 7.0 |

एसएई : द्वितीय अग्रिम अनुमान # : अंतर्निहित संवृद्धि

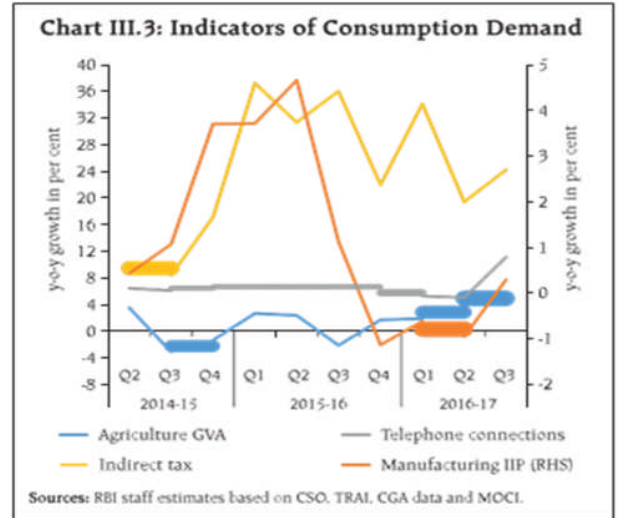
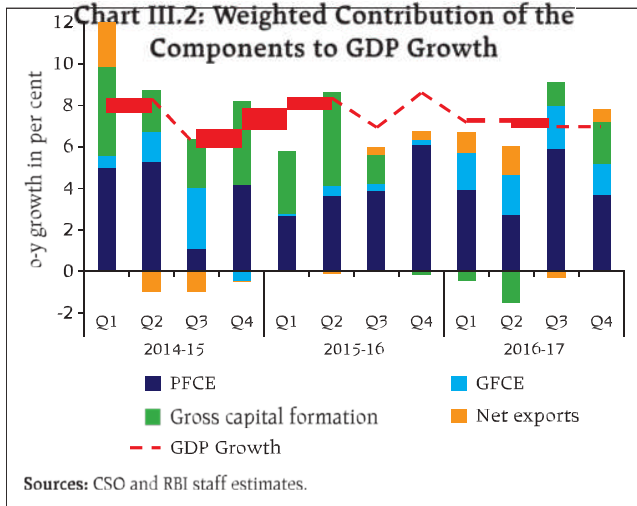
*: संवृद्धि में घटक-वार योगदानों में सारणी में दिए जीडीपी संवृद्धि में नहीं जोड़ा गया है क्योंकि स्टॉक्स, मूल्यवान वस्तुओं में परिवर्तन तथा विसंगतियों को शामिल नहीं किया गया है ।

स्रोत : केंद्रीय सांख्यिकी कार्यालय (सीएसओ)

III.1.1 निजी अंतिम उपभोग व्यय

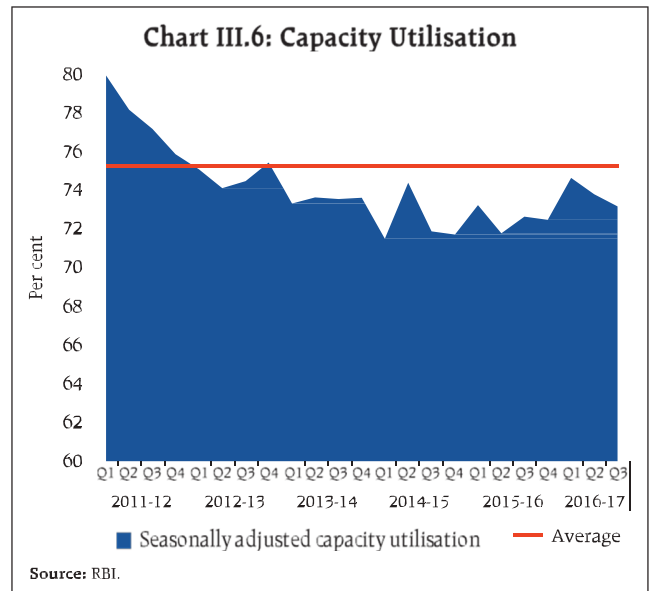
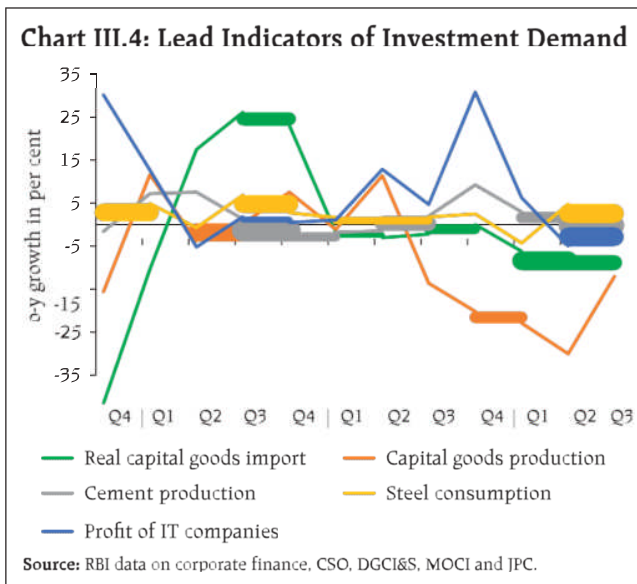
निजी अंतिम उपभोग व्यय 2016-17 के उत्तरार्द्ध में समग्र जीडीपी विकास का आधे हिस्से के रूप में घरेलू मांग का मूल आधार बना रहा (चार्ट III.2)। इसकी अंतर्निहित सुदृढ़ता विमुद्रीकरण के नकदी अभाव के कारण रही है, इस अवधि में संवृद्धि में आयी तेजी को दर्शाता डाटा क्रमवार आधार पर इसे व्यक्त कर रहा है। इस अवधि में उपभोक्ता की खरीद क्षमता में आई वृद्धि इन संयुक्त कारकों से स्पष्ट है: ग्रामीण उपभोग मांग में सुधार आया है जो कि (i) सुदृढ़ कृषि गतिविधि ; (ii) महात्मा गांधी राष्ट्रीय ग्रामीण रोजगार गारंटी अधिनियम (MGNREGA) व्यय में तेजी (2016-17 के लिए 15 प्रतिशत); तथा (iii) ग्रामीण मजदूरी स्थिर रही; 7वें सीपीसी सिफारिशों तथा एक रैंक एक पेंशन (ओआरओपी) कार्यान्वित होने जैसे कारणों से हुआ है, जिससे पहले से ही मजबूत शहरी उपभोग मांग तेज हुई तथा समग्र उपभोक्ता मुद्रास्फीति में भारी गिरावट आयी। निजी अंतिम उपभोग व्यय के लिए मुख्य संकेतकों के अनुसार, निजी उपभोग

में तेजी कृषि जीवीए, टेलीफोन कनेक्शनों, अप्रत्यक्ष कर वसूलियों तथा औद्योगिक उत्पादन के विनिर्माण सूचकांक में उछाल के चलते हुआ (आईआईपी) (चार्ट III.3)



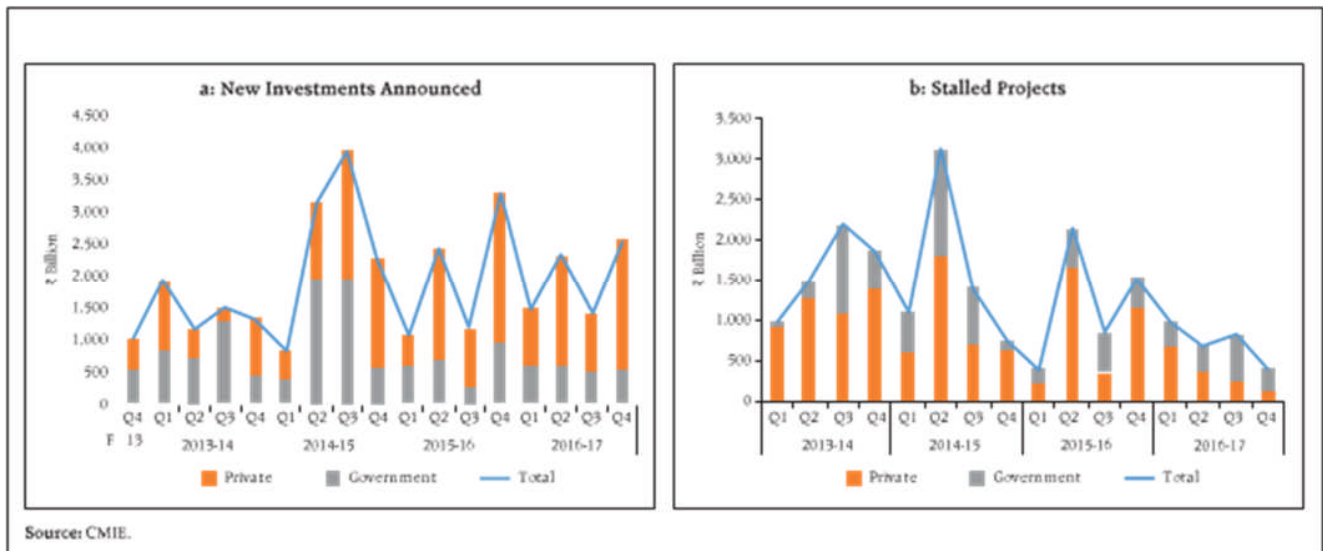
III.1.2 सकल अचल पूंजी निर्माण

तेज गिरावट या मंदी की चार लगातार तिमाहियों के बाद, सकल अचल पूंजी निर्माण की स्थिति में तीसरी तिमाही में सुधार आया तथा चौथी तिमाही में इसमें और भी वृद्धि हो गई। मुख्य संकेतकों के आधार पर, विमुद्रीकरण के प्रभावों के बावजूद निवेश मांग में यह बदलाव घरेलू पूंजी वस्तुओं के उत्पादन के साथ-साथ सॉफ्टवेयर कंपनियों के मुनाफे में आयी तेजी के कारण आया (चार्ट III.4)



निवेश में कुछ तेजी विद्युत प्रसारण, सड़क तथा अक्षय ऊर्जा जैसे क्षेत्रों में भी दिखाई दी। फिर भी, हाल की इन प्रगतियों पर यह कहना थोड़ा जल्दी होगा कि निवेश मांग को नया जीवन मिल गया है। एक विस्तृत अध्ययन यह दर्शाता है कि लोह तथा इस्पात निर्माण, वस्त्र तथा ऊर्जा जैसे क्षेत्रों में बड़े ब्राउनफील्ड प्रोजेक्टों में विशेषतः, कैपेक्स व्यय विकास से जुड़ी अनिश्चितता के वातावरण में कमजोर रहा है, दोनों ही वैश्विक तथा घरेलू परिवेश में अनिश्चितताओं के बीच लौह तथा इस्पात निर्माण, कपड़ा तथा ऊर्जा जैसे क्षेत्रों में बढ़ावा रही तथा कई क्षेत्रों में अधिक कर्ज के साथ-साथ अतिरिक्त क्षमता बनी रही। भारतीय अर्थव्यवस्था निगरानी केंद्र (सीएमआई) के अनुसार, सरकारी परियोजनाओं से, नई निवेश परियोजनाओं, जो निवेश की भावी दशा तय करती है, में तीसरी तिमाही में अपने दशक से सबसे निचले स्तर से ऊपर जाकर चौथी तिमाही में अच्छा सुधार आया है। नई निवेश परियोजनाएं पहले की नौ तिमाहियों में ₹.2.16 ट्रिलियन के औसत की तुलना में चौथी तिमाही में 2.57 ट्रिलियन रूपए बढ़ गई (चार्ट III.5a)। रुकी हुई परियोजनाओं का मूल्य तिमाही के दौरान 51 प्रतिशत तक घट गया, ऐसा मुख्य रूप से केवल सरकारी क्षेत्र की परियोजनाओं द्वारा घटित हुआ (चार्ट III.5 बी)। रुकी हुई परियोजनाओं की समस्या मुख्य रूप से पर्यावरणीय तथा गैर-पर्यावरणीय अनुमति के अभाव के कारण जारी रही। आवधिक रूप से समायोजित की गई क्षमता उपयोग अपने औसत से (2013-14 की पहली तिमाही बाद से) नीचे रही, जो मांग कमजोर होने तथा निजी निवेश में हाल के उछाल के बने रहने पर समस्याएं पैदा होने को दर्शा रहा है (चार्ट III.6)। विभिन्न बारंबारताओं की प्रवृत्ति तथा चक्रों में समयक्रम का अपघटन, इसके साथ-साथ पद्धति बदलावों को पहचानने की माकोव एक्सरसाइज यह भी दर्शाती है कि हाल में हुई यह तेजी निवेश मांग में एक सुस्पष्ट परिवर्तन आने की अभी शायद पुष्टि न करें। (बॉक्स III.1) इसके बाद केंद्रीय बजट 2017-18 में पूंजी व्यय के आबंटन में 10.7 प्रतिशत तक की वृद्धि से कुछ गुणक प्रभाव आने की उम्मीद है, किन्तु निवेश चक्र में एक बड़ा बदलाव लाने में फिसकल क्राउडिंग के उत्प्रेरक प्रभाव निजी निवेश ग्रहण क्षमता के पुनर्जीवित होने पर मुख्यतः आधारित है।

Chart III.5: Investment Announced and Stalled Projects



बॉक्स III.1 : भारत में निवेश चक्र : वेवलेट विश्लेषण

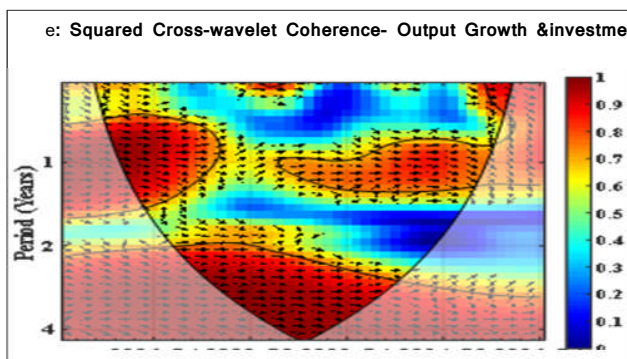
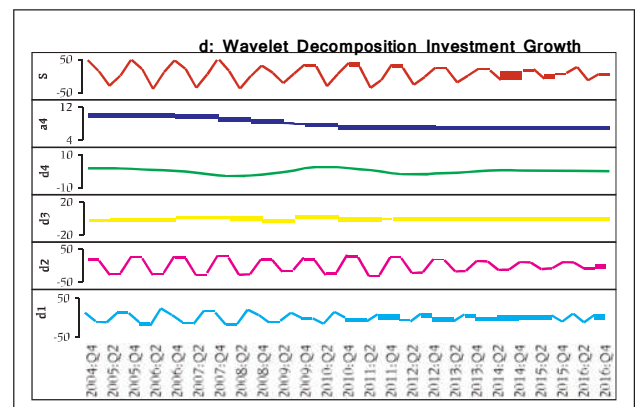
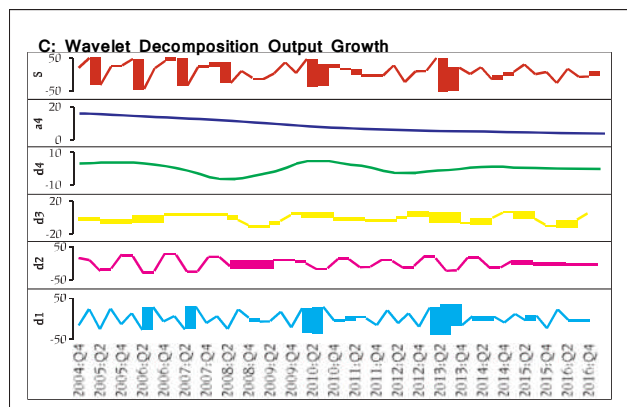
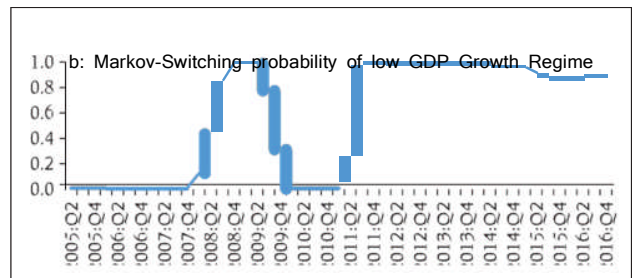
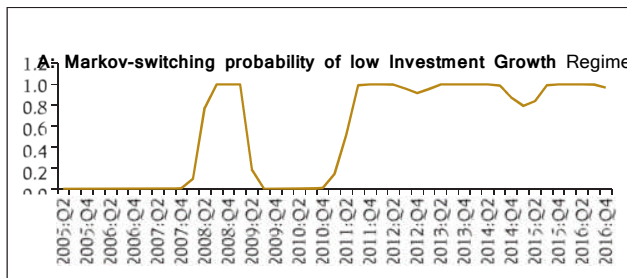
भारत में सकल घरेलू निवेश की गति, जो वैश्विक वित्तीय संकट (जीएफसी) बाद की अवधि के दौरान एक लंबे समय तक शांत रही है। इस धीमी वैश्विक तथा घरेलू मांग के कारण उत्पन्न परिवेश में क्षमता का पूरा उपयोग नहीं हुआ तथा औद्योगिक गतिविधि भी घट गई। तत्पश्चात, इस कमी के लगातार तीन तिमाहियों के बाद 2016-17 की तीसरी तिमाही में जब सकल अचल पूंजी निर्माण (जीएफसीएफ) में सकारात्मक वृद्धि आयी, तो एक रोचक प्रश्न यह उठा कि हाल ही में हुई यह वृद्धि यह दर्शा रही है कि निवेश चक्र में एक नया मोड़ आ गया है ? तथा इस वृद्धि से क्या प्रभाव पड़ेंगे ?

हैमिल्टन का मार्कोव स्विचिंग मॉडल (1989) निवेश की विकास दरों पर (वार्षिक आवधिक समायोजन तिमाही दर तिमाही) लागू किया गया था (चार्ट (a)) यह जाँचने के लिए कि क्या निवेश संवृद्धि दर में हाल में आयी वृद्धि से क्या वास्तव में एक नया मोड़ आया है। भारत में सकल घरेलू निवेश की गति, जो वैश्विक वित्तीय संकट (जीएफसी) बाद की अवधि के दौरान एक लंबे समय तक शांत रही है। इस धीमी वैश्विक तथा घरेलू मांग के कारण उत्पन्न परिवेश में क्षमता का पूरा उपयोग नहीं हुआ तथा औद्योगिक गतिविधि भी घट गई। तत्पश्चात, इस कमी के लगातार तीन तिमाहियों के बाद 2016-17 की तीसरी तिमाही में जब सकल अचल पूंजी सृजन (जीएफसीएफ) में सकारात्मक संवृद्धि आयी, तो एक रोचक प्रश्न यह उठा कि हाल ही में हुई यह वृद्धि क्या यह दर्शा रही है कि निवेश चक्र में एक नया मोड़ आ गया है ? तथा इस संवृद्धि से क्या प्रभाव पड़ेंगे ?

हैमिल्टन का मार्कोव स्विचिंग मॉडल (1989) निवेश की विकास दरों पर (वार्षिक आवधिक समायोजन तिमाही दर तिमाही) लागू किया गया था (चार्ट (a)) यह जाँचने के लिए कि क्या निवेश संवृद्धि दर में हाल में आयी वृद्धि से क्या वास्तव में एक नया मोड़ आया है। वस्तुतः यह मोड़, मार्कोव-स्विचिंग संभाव्यता यह दर्शाता है कि उच्चतर संवृद्धि के लिए निवेश चक्र में मोड़ बिन्दु अभी भी पूरी तरह से कारगर नहीं हुआ है। जीडीपी विकास दरों पर इसी तरह के प्रयोग (चार्ट (बी)) भी किसी भी नए मोड़ आने को नहीं दर्शाते हैं। इसके अतिरिक्त, उत्पादन तथा निवेश संवृद्धि चक्र (वार्षिक तिमाही-दर-तिमाही) की भी वेवलेट विश्लेषण का उपयोग करते हुए जांच की जाती है, इस विश्लेषण से विभिन्न अवधियों/बारंबारताओं को निरूपित करते हुए समय क्रम डाटा को कई आयतीय क्रमों में अलग-अलग किया जा सकता है। चार्ट (सी) तथा (डी) जीडीपी तथा जीएफसीएफ विकास दरों (चार्ट (सी) तथा (डी) में पहले पैनेल) के वेवलेट परिवर्तन को कम बारंबारता पैमाने में प्रस्तुत करता है जो विकास दरों [चार्ट (सी) तथा (डी) में दूसरा पैनेल] में लंबी अवधि की प्रवृत्ति तथा चार अपेक्षाकृत उच्च बारंबारता स्तरों (चार्ट (सी) तथा (डी) में तीसरे से छठा पैनेल) को निरूपित करता है। कम बारंबारता तथा उच्च बारंबारता अपघटन के होने से प्रयोगिक डाटा प्राप्त होता है। वैश्विक वित्तीय संकट के बाद दीर्घ अवधि जीडीपी तथा जीएफसीएफ विकास दरें इन वर्षों में कम होती प्रतीत होती हैं। दीर्घ-अवधि निवेश चक्र में कमी उत्पादन संवृद्धि चक्र की अपेक्षा तेजी से हुई है। उत्पादन संवृद्धि की कम बारंबारता चक्र (2-4 वर्षों की अवधि की) से हाल की अवधि में इस नए मोड़ आने का कोई स्पष्ट संकेत नहीं दिखता।

हालांकि, निवेश चक्र (2 वर्ष की अवधि का) यह दर्शाता है कि कुछ वृद्धि (चार्ट (डी) में चौथा पैनल) 2016-17 के उत्तरार्द्ध में हुए उच्चतर जीएफसीएफ विकास दरों के अनुरूप है। चार्ट (ई) में क्रॉस वेवलेट कोहेरेंस की काली मोटी बाहरी रेखा के अंदर लाल रंग अवधि (वर्ष एकिसस में) द्वारा निरूपित विभिन्न चक्र अवधियों पर अलग-अलग समय बिंदुओं पर (एक्स-एक्सिस में) उत्पादन तथा निवेश चक्रों के बीच एक उच्च तथा अहम और साथ-साथ चलते मूवमेंट को दर्शाता है। यह यह दर्शाता है कि संकट-पूर्व अवधि के दौरान उत्पादन तथा निवेश चक्र मजबूती से एक साथ रहे, किंतु हाल की अवधि में 3-4 वर्ष के चक्र में ही एक साथ रहे। अतः, निवेश के लिए लिए 2 वर्ष की अवधि में वृद्धि संभवतः तुरंत उच्चतर उत्पादन संवृद्धि न दर्शाये ।

संदर्भ : हैमिल्टन, जेम्स डी (1989), " ए न्यू अप्रोच टू द इकोनोमिक एनल्यसिस ऑफ नॉन स्टेशनरी टाइम सिरिज़ एंड बिज़नेस सायकल" एकोनोमेट्रीका, मार्च 57(2) योगो. एम. (2008), " मिज़रींग बिज़नेस सायकल्स: ए वेवलेट एनलायसिस ऑफ इकोनोमिक टाइम सिरिज़" इकोनॉमिक्स लैटर्स । 100 (2) 208-212



Notes: 1. Using Daubechies 4 wavelet at level 4 (Smooth wavelets like the Daubechies 4 give better approximations to continuous functions). The first panel in Charts(a) and (b) are the annualised q-o-q changes of GFCF and GDP, respectively - represented by $S = a_4 + d_4 + d_3 + d_2 + d_1$.

2. Cross wavelet and wavelet coherence software were provided by A. Grinsted <http://www.glaciology.net/wavelet-coherence>. The Morlet family of wavelet is used, as it provides a good balance between time and frequency localization.

Horizontal axis shows time, while vertical axis shows period in years. The warmer the colour of region (more red), the higher the degree of coherence between investment and output growth cycles. Arrows indicate the relative phase relationship between the series (pointing right: in-phase; left: anti-phase; up: GFCF leading GDP). Black thick contour represents 5 per cent significance.

बैंकों में जोखिम से बचने या टालने का बढ़ जाना वित्त क्षेत्रों में एक बाध्यकारी समस्या है, और ये काफी अधिक लिवरेज्ड हैं, इन कई बैंकों में सकल अग्रिमों के प्रति दबावग्रस्त आस्तियाँ दो संख्याओं की प्रतिशत में हैं। अत्यधिक वैश्विक क्षमता के कारण कुछ घटकों में सस्ते आयातों द्वारा विशेष शिथिलता तथा मांग विकल्प निवेश वृद्धि के मार्ग में अन्य बाधाएँ हैं।

III.1.3 सरकारी व्यय

सकल मांग का एक अन्य मुख्य भाग -सरकारी अंतिम उपभोग व्यय (जीएफसीई) - 7वें सीपीसी तथा ओआरओपी के कार्यान्वयन होने के कारण 2016-17 के उत्तरार्द्ध में कुल मांग को मजबूती से समर्थन देता आ रहा है। सभी बड़ी सब्सिडियों - खाद्य, उर्वरकों तथा पेट्रोलियम में कम खर्च करने से केंद्र सरकार का राजस्व व्यय 2016-17 के लिए बजट स्तर पर रहा। यद्यपि विनिवेश तथा स्पेक्ट्रम नीलामियों से बजट की गई प्राप्तियों की वसूली में कमी आई थी, परोक्ष कर वसूलियों तथा गैर-कर राजस्वों के बेहतर होने से राजकोषीय घाटा पूरा करने में सहायता मिली जबकि पिछले वर्षों से भिन्न, पूंजी व्यय में कोई कटौती नहीं की गई (सारणी III.2)। वस्तुतः, पूंजी व्यय के संशोधित अनुमान (आरई) बजट किए गए अनुमानों (बीई) से 13.3 प्रतिशत अधिक थे, जो व्यय गुणवत्ता में सुधार होने को दर्शाता है। स्वच्छ भारत कर में संशोधन से वृद्धि होने, कतिपय मोटर वाहनों पर आधारभूत संरचना कर के लागू होने, आभूषणों पर अतिरिक्त उत्पाद शुल्क तथा तंबाकू उत्पादों पर उत्पाद शुल्क में वृद्धि होने के कारण वर्ष-दर-वर्ष आधार पर केंद्र उत्पाद शुल्क वसूली में 34.5 प्रतिशत की वृद्धि हुई।

सारणी III.2 : मुख्य राजकोषीय संकेतक - केन्द्र सरकार वित्त

| मद | जीडीपी में प्रतिशत | | |
|----------------------------|--------------------|---------------|---------------|
| | 2016-17 (बीई) | 2016-17 (आरई) | 2017-18 (बीई) |
| 1 राजस्व प्राप्तियाँ | 7.9 | 9.3 | 9.0 |
| क. कर राजस्व (निवल) | 6.3 | 7.1 | 7.3 |
| ख. गैर-कर राजस्व | 1.7 | 2.2 | 1.7 |
| 2 गैर ऋण पूंजी प्राप्तियाँ | 0.4 | 0.4 | 0.5 |
| 3 राजस्व व्यय | 11.5 | 11.4 | 10.9 |
| 4 पूंजी व्यय | 1.6 | 1.8 | 1.8 |
| 5 कुल व्यय | 13.1 | 13.2 | 12.7 |
| 6 सकल राजकोषीय घाटा | 3.5 | 3.5 | 3.2 |
| 7 राजस्व घाटा | 2.3 | 2.0 | 1.9 |
| 8 प्राथमिक घाटा | 0.3 | 0.3 | 0.1 |

स्रोत : 2017-18 केंद्र बजट

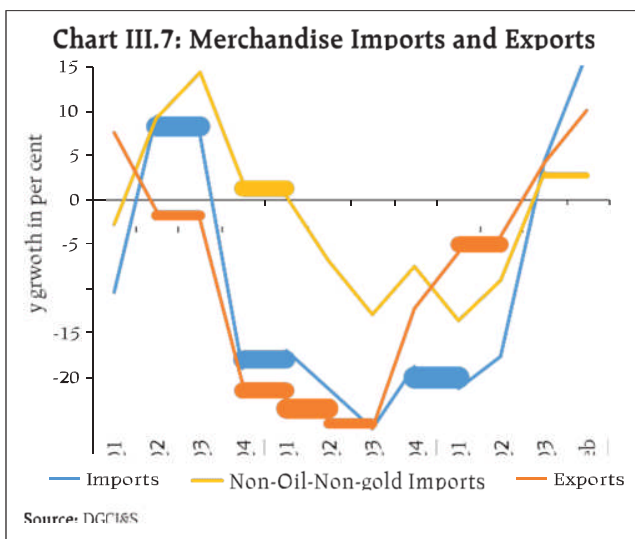
नोट: बीई: बजट अनुमान, आरई : संशोधित अनुमान

01 जून 2016 से 0.5 प्रतिशत कृषि कल्याण कर के लागू किए जाने के कारण सेवा कर से 17.1 प्रतिशत अधिक प्राप्तियाँ हुईं । अपेक्षाकृत परोक्ष कर की बेहतर वसूलियों तथा सब्सिडियों पर कम व्यय से जीवीए तथा जीडीपी विकास दरों में एक बड़ी विविधता आई। 2017-18 के केंद्रीय बजट ने सकल राजकोषीय घाटे (जीएफडी) के लिए लक्ष्य को 2017-18 से 2018-19 तक 3.0 प्रतिशत के जीडीपी अनुपात में विलंब कर दिया। इसके बावजूद, सरकार राजकोष की मजबूत दशा के लिए प्रतिबद्ध रही, गैर-कर्ज प्राप्तियों में वृद्धि होने से, विशेष रूप से कर राजस्वों तथा विनिवेश आगम राशियों में वृद्धि होने से 2017-18 में केंद्र की जीएफडी का 0.3 प्रतिशत बिन्दु से 3.2 प्रतिशत की गिरावट बजट में की गई है । इसके कारण फार्म तथा ग्रामीण क्षेत्रों, सामाजिक तथा भौतिक आधारभूतसंरचना तथा रोजगार सृजन के लिए बजट आबंटन वृद्धि के लिए मार्ग प्रशस्त हो गया। भावी राजकोषीय सुदृढ़ता प्रभावी राजस्व जुटाने, कर आधार विस्तृत करने तथा डिजिटल भुगतानों को प्रोत्साहित करने पर निर्भर है । 21 राज्यों के संबंध में नवीनतम उपलब्ध डाटा यह दर्शाता है कि 3.0 प्रतिशत के लिए गए बजट की तुलना में 2016-17 में सकल राज्य घरेलू उत्पाद (जीएसडीपी) के प्रति जीएफडी में 3.4 प्रतिशत की वृद्धि हुई है। उज्ज्वल डिस्कोम अशुरेंस योजना (उदय) बाण्ड्स का निवल हालांकि अनुपात 3.0 प्रतिशत पर निम्नतर रहा था। 2017-18 (बीई) के लिए 21 राज्यों का जीएफडी-जीएसडीपी अनुपात 2.6 प्रतिशत पर रहा था (सारणी III.3)

2016-17 के दौरान राज्य वित्त में गिरावट से सरकार की समग्र राजकोषीय स्थिति प्रभावित होगी। केंद्र का ऋण कार्यक्रम कर्ज प्रबंधन कार्यनीति की समग्र सीमा के भीतर योजनाबद्ध जारी अनुसूची अनुसार संचालित किया गया। 2016-17 के दौरान केंद्र तथा राज्यों की संयुक्त सकल बाज़ार ऋण (दिनांकित प्रतिभूतियाँ) पिछले वर्ष 2016-17 के दौरान 9.6 प्रतिशत बढ़ गई। (तालिका III.4) राज्य सरकारों द्वारा बढ़े हुए ऋण से निवेशीय संसाधनों के सीमित पूल पर दबाव पड़ सकता है तथा निजी निवेश घट सकता है।

III.1.4 बाह्य मांग

पिछली चार तिमाहियों में जीडीपी में सकारात्मक योगदान देने के बाद, निवल निर्यात तेजी से कम हुआ तथा 2016-17 की तीसरी तिमाही में जीडीपी संवृद्धि में गिरावट आयी। व्यापारिक माल निर्यात के साथ-साथ आयातों में संवृद्धि आठ तिमाहियों में पहली बार सकारात्मक रहा; हालांकि निर्यातों की अपेक्षा आयातों में तेज वृद्धि होने से तीसरी तिमाही तथा चौथी तिमाही के पहले दो महीनों में व्यापार घाटा बढ़ गया।



वैश्विक मांग में कमी आने के बावजूद, जो हालांकि उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (ईईएस) द्वारा कमजोर आयात से सुस्पष्ट है, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं को भारत के निर्यात द्वारा इस गिरावट पर काबू पाया गया तथा यह उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमईएस) को निर्यात में वृद्धि के साथ-साथ यह 2016-17 की दूसरी तथा तीसरी तिमाही में वास्तविक रूप से बढ़ गया, यह पिछले दो वर्षों के दौरान भारत के निर्यात में आई बड़ी गिरावट के कारण हुआ है। वस्तुतः 2014-15 की तीसरी तिमाही के बाद से पहली बार ईएमईएस को निर्यात की खेप में सकारात्मक वृद्धि हुई है। अंतर्राष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों में वृद्धि आने से तेल के निर्यात में आयी वृद्धि के जरिये गैर-तेल निर्यातों में बड़ा अहम बदलाव आया है। निर्यात के श्रम-प्रधान क्षेत्रों जैसे कि तैयार वस्त्रों, रत्न व आभूषणों तथा चमड़े और उत्पादों में विमुद्रीकरण के कारण अस्थायी दबाव उत्पन्न हुए। आयात की सभी बड़ी श्रेणियों जैसे तेल, स्वर्ण तथा गैर-तेल और गैर-स्वर्ण आयात में अक्टूबर-फरवरी 2016-17 के दौरान वृद्धि हुई (चार्ट III.7)। स्वर्ण आयात जिसमें विमुद्रीकरण के बाद नवंबर में वृद्धि आयी थी तथा अगले दो महीनों में तेजी से गिरावट आयी थी, त्योहार (अक्षय तृतीया) तथा विवाह के दिनों के प्रारंभ होने से घरेलू संचय के कारण फरवरी 2017 में वृद्धि हुई। पेट्रोलियम निर्यातक देशों के संगठन (ओपेक) द्वारा कीमतों में मजबूती आने से नाममात्र रूप से तेल आयातों की तेजी से उत्पादन में कमी आयी, जबकि हाल के महीनों में आयात की मात्रा में गिरावट आयी है।

2015-16 के समरूप अवधि की तुलना में 2016-17 के उत्तरार्ध (अक्टूबर 2016-जनवरी 2017) में निवल सेवा निर्यात कम हुआ। सेवाओं के निर्यात में, वैश्विक विपरीत परिस्थितियों से भारत के सॉफ्टवेयर निर्यात में, विशेष रूप से एच1-बी वीसा से संबंधित संभावी प्रतिबंधों को लगाने से अनिश्चितता बनी।

सारणी III.3: राज्य सरकारों के प्रमुख घाटा संकेतक

(जीएसडीपी का प्रतिशत)

| मद | 2016-17 (बीई) | 2016-17 (आर) | 2017-18 (बीई) |
|--|---------------|--------------|---------------|
| राजस्व घाटा | -0.1 | 0.2 | -0.1 |
| सकल राजकोषीय घाटा | 3.0 | 3.4 | 2.6 |
| सकल राजकोषीय घाटा (यूडीएवाई को छोड़कर) | - | 3.0 | - |
| प्राथमिक घाटा | 1.3 | 1.7 | 0.9 |

नोट : 1. नकारात्मक (-) चिन्ह अधिशेष को दर्शाता है .

2. 29 राज्यों में से 21 से संबन्धित डाटा

3. आरबीआई रिकार्ड के अनुसार यूडीएवाई डाटा

स्त्रोत : राज्य सरकारों के बजट दस्तावेज़

पर्यटकों के अधिक संख्या में आगमन से पर्यटन सेवाओं के निर्यात की अच्छी संभावना बनी। तीसरी तिमाही में निवेश आय भुगतानों के कारण निवल व्यय हालांकि, 2015-16 की उसी अवधि में थोड़ा सा कम था, निजी अंतरण प्राप्तियाँ, जो कि विदेशों में नियोजित भारतीयों द्वारा मुख्यतः धन-विप्रेषण थीं , में अपने एक वर्ष पहले स्तर से तीसरी तिमाही में 3-8 प्रतिशत की गिरावट आयी। घटते माल व्यापार घाटे के बावजूद, तीसरी तिमाही में चालू खाता घाटा जीडीपी के 1.4 प्रतिशत पर लगभग उसी स्तर पर था, जिस पर यह एक वर्ष पहले था, तथापि पिछली दो तिमाहियों की अपेक्षा यह अधिक था।

सारणी III.4: सरकार बाज़ार ऋण

(रु. बिलियन)

| मद | 2015-16 | | | 2016- 17 | | |
|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|
| | केंद्र | राज्य | कुल | केंद्र | राज्य | कुल |
| निवल ऋण | 4,406.3 | 2,611.9 | 7,018.2 | 4,082.0 | 3,512.8 | 7,594.8 |
| सकल ऋण | 5,850.0 | 2,945.6 | 8,795.6 | 5,820.0 | 3,906.1 | 9,726.1 |

जबकि 2016-17 के उत्तरार्द्ध (अक्टूबर 2016-जनवरी 2017) में 13.2 बिलियन यू एस डॉलर का निवल विदेशी प्रत्यक्ष निवेश (एफडीआई) देश में आया जो एक वर्ष के पहले के स्तर से कम हो गया था , चौथी तिमाही में निवल पोर्टफोलियो इन्फ्लो सकारात्मक रहा। एक संचयी आधार पर, निवल एफडीआई इन्फ्लो, हालांकि एक वर्ष पहले के 31.6 बिलियन यू एस डॉलर के साथ तुलना करने पर इसमें अप्रैल-जनवरी 2016-17 में 33.9 बिलियन अधिक की वृद्धि हुई, जो यह दर्शाता है कि निवेश के लिए भारत एक पसंदीदा देश बना रहा है। वैश्विक जोखिम से बचने का वह दौर जिसके कारण नवंबर 2016 जनवरी 2017 के दौरान विदेश पोर्टफोलियो निवेश (एफपीआई) के निवल आउटफ्लो हुए थे, बाद में उसमें गिरावट आयी क्योंकि केंद्रीय बजट प्रस्तावों तथा रिज़र्व बैंक की मौद्रिक नीति रुझान में बदलाव आने के कारण विदेशी पोर्टफोलियो निवेशक निवल क्रेता में परिवर्तित हो गए। फरवरी तथा मार्च 2017 में एफपीआई, दोनों इक्विटी तथा कर्ज, दोनों ही घटकों में 11.6 बिलियन यू एस डॉलर का निवल इन्फ्लो आया। घरेलू सुधारों, विशेष रूप से हाल के राज्य चुनावों में आए निर्णायक नतीजों के बाद से, एफपीआई उठावदार हो गया। कर्ज सेगमेंट में इन्फ्लो घरेलू तथा वैश्विक ब्याज दर अंतरों के द्वारा मुख्यतः प्रभावित हुए थे। 2016-17 के अप्रैल-फरवरी के दौरान अधिक चुकौती होने से बाह्य वाणिज्य ऋण का निवल आउटफ्लो हुआ। अक्टूबर 2016 से जनवरी 2017 के दौरान अनिवासी जमा का 18 बिलियन यू एस डॉलर का निवल आउटफ्लो हुआ था जो एफसीएनआर (बी) जमा की ऋणमुक्ति को दर्शाता है।

III.1.5 जीडीपी में विसंगतियाँ

भारत में, अर्थव्यवस्था के सभी क्षेत्रों में मूल कीमतों पर जीवीए द्वारा वास्तविक आर्थिक गतिविधि को अधिक व्यापक रूप से इसमें शामिल किया जाता है। बाजार कीमतों पर वास्तविक जीडीपी को मूल कीमतों पर वास्तविक जीवीए में निवल परोक्ष करों (उत्पाद करों में से उत्पाद सब्सिडियों को घटाकर) को जोड़कर प्राप्त किया जाता है। स्वतंत्र रूप से अनुमानित निजी तथा सरकारी अंतिम उपभोग, सकल अचल पूंजी सृजन तथा निवल निर्यात इस योग में नहीं जोड़े जाते हैं, जिससे जीडीपी में विसंगतियाँ आती हैं, विशेष रूप से, तिमाही अनुमानों में।

III.2 सकल आपूर्ति

III.2.1 उत्पादन संवृद्धि

विनिर्माण तथा सेवा क्षेत्र गतिविधि पर विमुद्रीकरण के प्रभाव पड़ने से, 2016-17 के पूर्वार्ध तथा एक वर्ष पहले की तुलना में इसके उत्तरार्द्ध में मूल कीमतों पर जीवीए के अनुसार उत्पादन विकास घटने लगा तथा यह अंदरूनी कमी की तुलना में अस्थायी रूप से हुआ जैसा कि 2015-16 के उत्तरार्द्ध के बाद से स्पष्ट दर्शाया गया है (सारणी III.5)। सूखे जैसी स्थितियों के दो वर्षों के बाद एक सामान्य मानसून के आधार पर, तेज पैदावार गतिविधि तथा सरकार द्वारा प्रभावी आपूर्ति प्रबंधन के कारण कृषि क्षेत्र में मजबूती के साथ वापसी हुई।

2016-17 के पूर्वार्ध तथा इसके उत्तरार्ध की तुलना में आवधिक समायोजित तिमाही दर तिमाही वार्षिक जीवीए में घट-बढ़ भी विकास की गति के कमजोर होने की पुष्टि करता है (चार्ट III.8a)। उत्तरार्द्ध के लिए, अक्टूबर एमपीआर में 7.7 प्रतिशत का जीवीए पूर्वानुमान लगाया गया है। यह नोट किया गया कि पहली तिमाही के वास्तविक परिणाम अप्रैल 2016 एमपीआर में किए गए पूर्वानुमानों से मेल खाते थे।

2016-17 की दूसरी तिमाही के लिए 6.7 प्रतिशत का सीएसओ का अनुमान आरबीआई के अप्रैल पूर्वानुमानों से काफी नीचे रहा है, जो यह दर्शाता है कि गिरावट आने की गति अपेक्षा से अधिक थी (चार्ट III.8बी)। सकारात्मक मूल प्रभावों के आधार पर कृषि में तेजी की गति का पूर्वानुमान फलीभूत नहीं हुआ तथा सहायक गतिविधियों से उत्पादन अपेक्षा से कम रहा। इसके अलावा, विद्युत उत्पादन तथा खनन और उत्खनन में निवेश के कारण आई तेजी से अनुमान सही सिद्ध नहीं हुआ, मांग के और कमजोर होने से निर्माण गतिविधि भी पूर्वानुमान से अधिक धीमी रही। इस गति में तेजी से आयी गिरावट के बाद के सीएसओ डाटा में स्पष्ट दिखती थी। कच्चे तेल की कीमतों में वृद्धि, जिसने कॉर्पोरेट आधार रेखा को बुरी तरह से प्रभावित किया, का इसके अतिरिक्त विमुद्रीकरण के संसर्गीय

सारणी III.5: जीवीए में क्षेत्रवार संवृद्धि

(प्रतिशत)

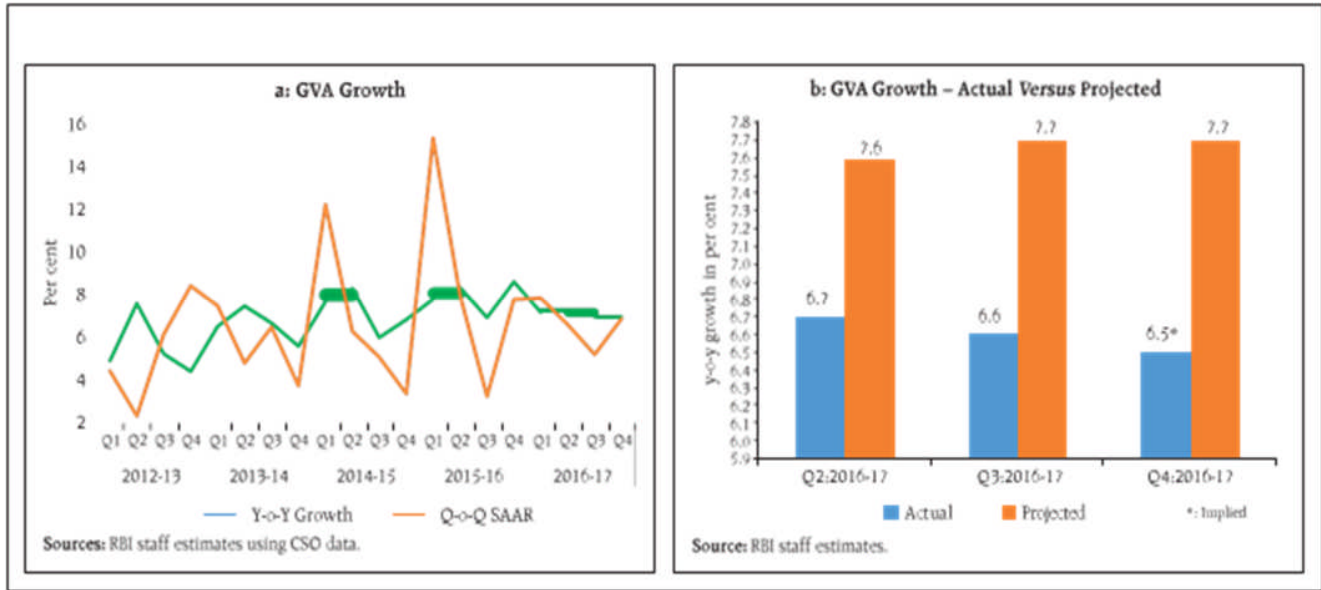
| क्षेत्र | योगदान -भारित 2016- 17 | 2015- 16 | 2016 -17 (एसए ई) | 2015-16 | | | | 2016-17 | | | |
|---|---------------------------------|-------------|---------------------------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | | | तिमाही 1 | तिमाही2 | तिमाही3 | तिमाही4 | तिमाही1 | तिमाही2 | तिमाही3 | तिमाही4 |
| कृषि व संबंध गतिविधियां | 0.7 | 0.8 | 4.4 | 2.6 | 2.3 | -2.2 | 1.7 | 1.9 | 3.8 | 6.0 | 5.0 |
| उद्योग | 1.6 | 10.3 | 6.7 | 8.3 | 10.3 | 12.0 | 10.6 | 7.6 | 5.6 | 8.0 | 5.6 |
| खनन एवं उत्खनन | 0.0 | 12.3 | 1.3 | 11.2 | 13.9 | 13.3 | 11.5 | -0.3 | -1.3 | 7.5 | -0.7 |
| विनिर्माण | 1.4 | 10.6 | 7.7 | 8.5 | 10.3 | 12.8 | 10.8 | 9 | 6.9 | 8.3 | 6.8 |
| विद्युत,गैस,जल आपूर्ति व अन्य सेवाएँ | 0.1 | 5.1 | 6.6 | 2.5 | 5.9 | 4.1 | 7.8 | 9.6 | 3.8 | 6.8 | 6.4 |
| सेवाएँ | 4.4 | 8.8 | 7.2 | 8.8 | 9 | 8.5 | 9.1 | 7.8 | 7.6 | 6.3 | 7.3 |
| निर्माण | 0.3 | 2.8 | 3.1 | 4.8 | 0.0 | 3.2 | 3.0 | 1.7 | 3.4 | 2.7 | 4.8 |
| व्यापार,होटल्स, परिवहन,संचार | 1.4 | 10.7 | 7.3 | 10.6 | 8.9 | 9.6 | 13.2 | 8.2 | 6.9 | 7.2 | 7.0 |
| वित्तीय, रियल एस्टेट व व्यवसायिक सेवाएँ | 1.4 | 10.8 | 6.5 | 10.2 | 13.1 | 10.4 | 8.9 | 8.7 | 7.6 | 3.1 | 5.9 |
| लोक प्रशासन , रक्षा व अन्य सेवाएँ | 1.4 | 6.9 | 11.2 | 6.3 | 7.2 | 7.5 | 6.7 | 9.9 | 11 | 11.9 | 11.7 |
| मूल मूल्यों पर जीवीए | 6.7 | 7.8 | 6.7 | 7.8 | 8.4 | 7.0 | 8.2 | 6.9 | 6.7 | 6.5 | 6.5 |

एसएई: द्वितीय अग्रिम अनुमान # : अंतर्निहित

स्रोत: केंद्रीय सांख्यिकी कार्यालय (सीएसओ)

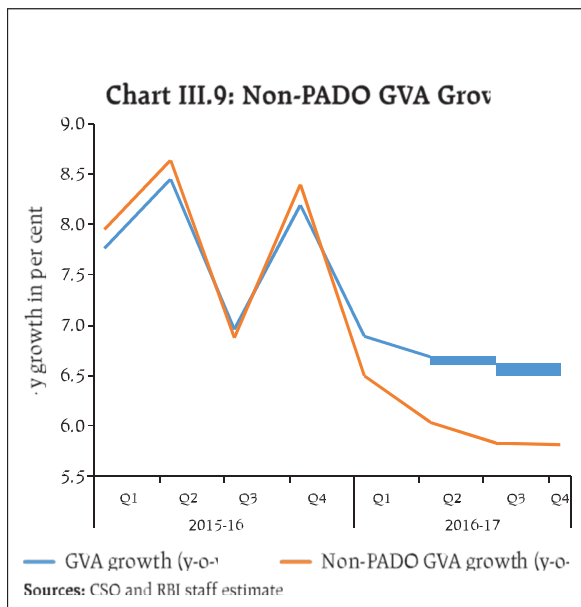
प्रभावों में योगदान रहा, विशेष रूप से औद्योगिक क्षेत्र में तथा सेवा क्षेत्र के उप-सेगमेंट अक्टूबर एमपीआर के पूर्वानुमानों में दर्शायी जीवीए संवृद्धि को पंक्ति रेखा से नीचे ले आए, किन्तु ये प्रभाव पहले वर्णित अधिक स्थानिक कारणों से, दूसरी तिमाही में गिरावट की गति की अपेक्षा काफी कम तथा अस्थायी थे। इसके अलावा, 2014-16 से संबन्धित पूर्वानुमान नहीं किए गए बड़े डाटा संशोधनों का भी अक्टूबर एमपीआर पूर्वानुमानों के पूरे सिद्ध न होने में भूमिका रही, इन प्रगतियों की बारीकी से निगरानी की गई तथा दिसंबर 2016 तथा फरवरी 2017 एमपीसी संकल्पों, जिसमें वार्षिक जीवीए संवृद्धि पूर्वानुमान क्रमशः 7.1 तथा 6.9 प्रतिशत तक कम कर दिया गया था, में पुनर्मूल्यांकन किया गया। कृषि तथा लोक प्रशासन तथा सेवा क्षेत्र के रक्षा तथा अन्य सेवाएँ सेगमेंट (पीएडीओ) में एक बड़ी संवृद्धि द्वारा समग्र जीवीए संवृद्धि पर विमुद्रीकरण के प्रभाव को कम किया गया। सरकारी व्यय को अलग करने के बाद भी, 2016-17 की तीसरी तिमाही में जीवीए संवृद्धि मोटे तौर पर अपरिवर्तित रही (चार्ट III.9)

Chart III.8: GVA Growth and Forecast Performance



III.2.2 कृषि

कृषि तथा सहायक गतिविधियों की संवृद्धि में वर्ष-दर-वर्ष आधार पर 2016-17 के उत्तरार्द्ध तथा उसके बाद भी वृद्धि रही, जो अनाज का रिकार्ड उत्पादन दर्शाता है। इसके अलावा, पर्याप्त मृदा आद्रता, सीजन का शुरुआती बेहतर उत्तर पूर्वी मानसून तथा सुविधाजनक जलाशय स्तर (10 वर्ष की औसत से ऊपर) से एक वर्ष से पहले के दौरान रबी फसलों की बुआई में 5.7 प्रतिशत अधिक की वृद्धि हुई। अधिक बुआई, विशेष रूप से गेहूं, दाल तथा तिलहन में, इसके साथ अन्य कारकों जैसे कि न्यूनतम समर्थन कीमतों (एमएसपी) की समय पर घोषणा (विशेष रूप से दालों के लिए) तथा मुख्य कृषि इनपुट्स की उपलब्धता से कृषि गतिविधि को लाभ मिला। यह बात महत्वपूर्ण है कि विमुद्रीकरण की घोषणा के बाद के सभी सप्ताहों में रबी फसल बुआई एक वर्ष पहले की अपेक्षा अधिक रही - 18 नवंबर 2016 को समाप्त सप्ताह को छोड़कर - जो यह दर्शाता है कि फसल बुआई पर कोई प्रभाव नहीं पड़ा था।

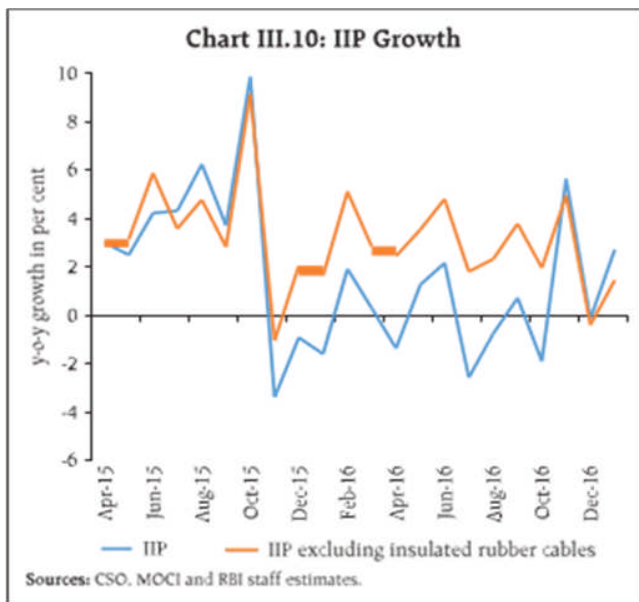


अगस्त 2016 से आज तक के दौरान गेहूँ स्टॉक में तिमाही बफर से नीचे गिरावट आने के कारण गेहूँ आयात में वृद्धि आई। इस वर्ष के दौरान दालों का आयात भी काफी अधिक रहा। 2016-17 में गेहूँ तथा दालों का रिकार्ड उत्पादन से यह अपेक्षा है कि पर्याप्त मात्रा में स्टॉक में वृद्धि होगी तथा कीमतों पर नियंत्रण रहेगा। अनाज में आई यह सुदृढ़ स्थिति हालांकि बागवानी क्षेत्र में नहीं हुई। इससे पूर्व के अनुमानों के अनुसार 2016-17 के दौरान इसकी संवृद्धि में गिरावट आयी। ऊन उत्पादन को छोड़कर, पशुधन मजबूत गति के साथ अग्रसर रहा, इसने ग्रामीण जनसंख्या को आय का एक वैकल्पिक स्रोत मिला तथा कृषि और सहायक गतिविधियों से समग्र रूप से जीवीए लाभान्वित हुई ।

III.2.3 औद्योगिक क्षेत्र

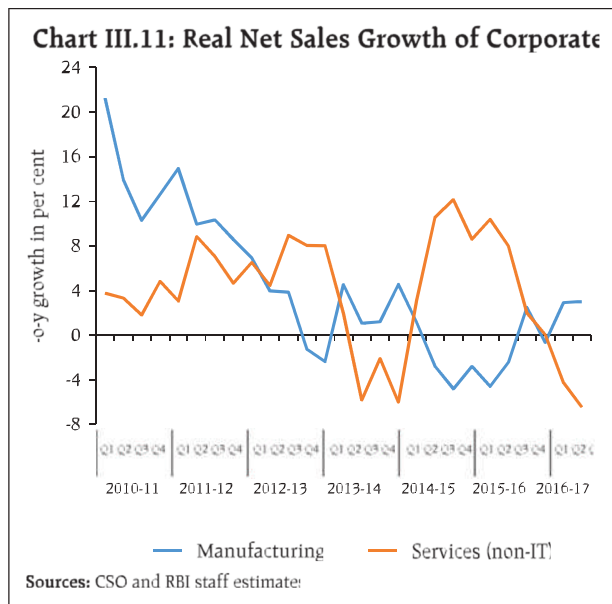
विनिर्माण द्वारा औद्योगिक क्षेत्र में वर्धित मूल्य में 2016-17 के उत्तरार्द्ध में वर्ष दर वर्ष आधार पर गिरावट आयी। हालांकि, क्रमिक रूप से इसी अवधि में इस क्षेत्र में गतिविधि ने जोर पकड़ा, जो मुख्य रूप से, खनन तथा उत्खनन के बेहतर प्रदर्शन द्वारा हुआ। विमुद्रीकरण के समक्ष संगठित उद्योग काफी मजबूती से कायम रहा। औद्योगिक क्षेत्र में गिरावट विमुद्रीकरण से पहले भी स्पष्ट दिखती थी - पिछले वर्ष की इसी अवधि में 4.8 प्रतिशत की संवृद्धि के साथ तुलना करने पर अप्रैल-अक्टूबर 2016 की अवधि में आईआईपी 0.3 प्रतिशत कम हो गया। यह गिरावट आंशिक रूप से इंसुलेटेड रबर केबल से संबन्धित नकारात्मक आधार प्रभाव के कारण आयी, जिससे आईआईपी में गिरावट आयी (चार्ट III.10)। इंसुलेटेड रबर केबल्स से अलग, आईआईपी संवृद्धि अप्रैल- अक्टूबर 2016 के दौरान 3.0 प्रतिशत रही। बाद में नकारात्मक आधार प्रभाव के कम होने से आईआईपी में वृद्धि हुई, जो गति बढ़ने से हुई।

2016-17 के प्रारम्भ से खनन तथा उत्खनन क्षेत्र की गति धीमी हो गई, जो मुख्य रूप से कोयले के कम उत्पादन को दर्शाती है। विमुद्रीकरण के बाद, खनन तथा उत्खनन क्षेत्र, जो कम नकद प्रधान है, की संवृद्धि क्रमवार बढ़ने लगी। यह कोयले उत्पादन में सुधार आने के कारण हुआ, यद्यपि प्राकृतिक गैस तथा कच्चे तेल के उत्पादन में गिरावट रही।



विनिर्माण क्षेत्र में विमुद्रीकरण का प्रभाव अस्थायी रहा - दिसम्बर 2016 में यह कम होने के बाद, जनवरी 2017 में विनिर्माण उत्पादन में वृद्धि हुई। विनिर्माण पीएमआई, जो दिसंबर 2016 में घटने की दशा में चली गई थी, जनवरी-मार्च 2017 में उसमें तेजी आयी। सूचीगत निजी कंपनियों का कार्य-प्रदर्शन मजबूती की दशा में रहा क्योंकि कुल स्तर पर निवल लाभ संवृद्धि में सुधार आया, यद्यपि गैर-सूचना प्रौद्योगिकी का कार्य-प्रदर्शन (गैर-आई टी) सेवा क्षेत्र कंपनियों में मंद बना रहा (चार्ट III.11)। नकदी प्रधान क्षेत्रों जैसे कि जल्दी चलने वाले उपभोक्ता सामान (एफएमसीजी) तथा मोटर वाहनों में पिछली तिमाही की तुलना में तीसरी तिमाही में गिरावट आयी (चार्ट III.12 ए तथा बी)। हालांकि, मुख्य सूचक जैसेकि सवारी कार बिक्रियाँ तथा उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुएँ यह दर्शाती हैं कि यह प्रभाव अल्प-कालीन था।

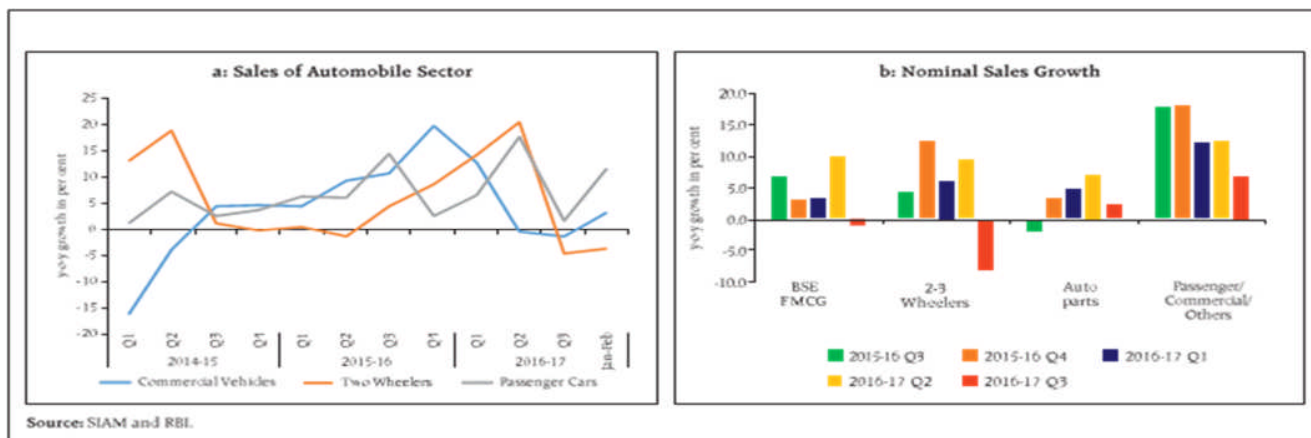
विद्युत क्षेत्र में वर्ष-दर-वर्ष आधार पर 2016-17 के उत्तरार्द्ध में तेज वृद्धि हुई। हालांकि, जल विद्युत उत्पादन कम रहा, गैर-पारंपरिक स्रोत जैसे कि सौर ऊर्जा तथा वायु ऊर्जा में उत्पादन बढ़ गया और कीमतें नीचे आ गईं। उज्ज्वल डीस्कोम अशुरेंस योजना(उदय) योजना के कार्यान्वित होने के बाद नीति अनुरूप परिवेश द्वारा तथा बिजली वितरण कंपनियों (डीस्कोम) की वित्तीय स्थिति में अपेक्षित सुधार आने से भारत ने ऊर्जा के गैर-पारंपरिक स्रोतों के विस्तार में भारत ने बड़ी अहम प्रगति की, इससे विद्युत उत्पादन के लिए भावी दृष्टिकोण सकारात्मक बना।



III.2.4 सेवाएँ

सेवा क्षेत्र में मंदी, जो 2016-17 की पहली तिमाही से स्पष्ट यह दर्शाती है कि 2016-17 के उत्तरार्द्ध में तेजी आयी है। कुछ सेवा क्षेत्र विशेष रूप से निर्माण तथा स्थावर संपत्ति, विमुद्रीकरण के कारण बुरी तरह से प्रभावित हुए, हालांकि, ये अस्थायी रूप से प्रभावित हुए थे। चौथी तिमाही के लिए अंतर्निहित सीएसओ डाटा, हालांकि यह दर्शाता है कि इन प्रभावों का असर कम होने लगा था। निर्माण गतिविधि के मुख्य सूचक - स्टील उपभोग तथा सीमेंट उत्पादन 2016-17 की दूसरी तिमाही से सकारात्मक रहे, हालांकि दिसंबर माह से सीमेंट उत्पादन में तेज गिरावट आयी थी (चार्ट III.13)

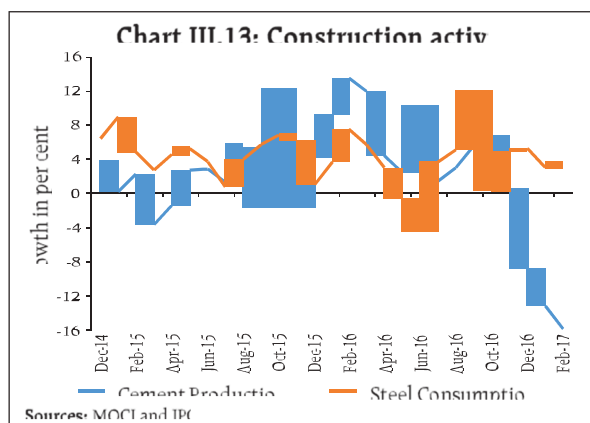
Chart III.12: Impact of Demonetisation



आधारभूत संरचना में सरकार का लगातार बढ़ता रुझान - जैसेकि स्वीकृत की गई तथा निर्माण की गई सड़क परियोजनाओं तथा ग्रामीण आवास दोनों में हुई अत्यधिक वृद्धि से स्पष्ट है, आने वाले समय में निर्माण क्षेत्र का पुनुरुत्थान करेंगे। व्यापार, होटल, परिवहन तथा संचार अन्य क्षेत्र है, जिन पर विमुद्रीकरण का प्रभाव नहीं पड़ा है तथा वे पुनुरुत्थान के मार्ग पर है। हाल के महीनों में पर्यटकों के आगमन में तेजी से वृद्धि आयी है। यातायात क्षेत्र में, बड़े मुख्य संकेतक जैसेकि वाणिज्यिक तथा सवारी वाहन बिक्रियाँ नवंबर/दिसंबर 2016 की मंदी से उबर गई हैं ।

वित्तीय, स्थावर सम्पदा तथा व्यवसाय सेवाओं में पिछली चार तिमाहियों से गिरावट की स्थितियाँ आयी हैं क्योंकि धीमे बैंक ऋण के कारण उत्पन्न बाधाओं से इसकी संवृद्धि में गिरावट आयी। ऋण संवृद्धि में मंदी बनी रही, यद्यपि बीमा प्रीमियमों में एक बढ़ोतरी होती दिखी । स्थावर संपदा खंड , जो सूचीगत स्थावर सम्पदा कंपनियों द्वारा मुख्य रूप से मूल्य-योजन को दर्शाती है, विमुद्रीकरण द्वारा प्रभावित हुआ जैसा कि बीएसई रीयल्टी इंडेक्स में एक तेज गिरावट से स्पष्ट है। बाद में, इन नुकसानों की भरपाई हो गई क्योंकि ये अस्थायी प्रभाव कम होते गए।

व्यवसाय सेवा खंड मुख्य रूप से आईटी कंपनियों के कार्यप्रदर्शन को दर्शाते हैं। इन कंपनियों की बिक्रियाँ तथा मुनाफे मजबूत स्थिति में रहे। हालांकि, अमेरिका में बढ़ते संरक्षणवाद तथा भूमंडलीकरण विरोधी रवैये को देखते हुए इस खंड के दृष्टिकोण में अनिश्चितता के बादल छा गए है। जैसा कि पहले उल्लेख किया गया है, 7वें सीपीसी निर्णय तथा ओआरओपी के कारण अधिक व्यय के कारण 2016-17 के दौरान लोक प्रशासन तथा रक्षा में मजबूती के साथ संवृद्धि हुई है, राजकोषीय सुदृढ़ता की प्रतिबद्धता को देखते हुए, हालांकि, 2017-18 में इन खंडों में दो संख्या में संवृद्धि शायद न बनी रहे।



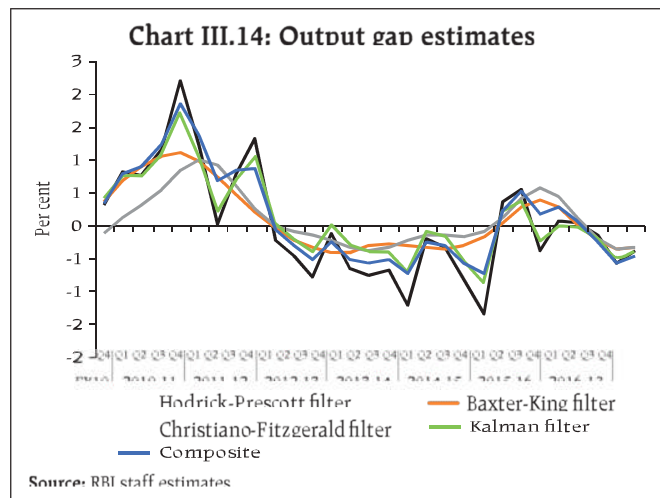
होडरिक, आरजे एंड प्रिसकोट, ई.सी(1997)" पोस्ट वार यूएस बिजनेस साइकल्स : एन एम्पायरिकल इन्वेस्टिगेशन। जर्नल ऑफ मनी, क्रेडिट, एंड बैंकिंग, पीपी 1-16 बैकस्टर, एम., एंड किंग, आर.जी (1999) "। मिजरींग बिजनेस साइकल्स : एप्रोक्सिमेट बैंड - पास फिल्टर्स फॉर इकोनोमिक टाइम सीरीज " रिव्यू ऑफ इकोनॉमिक्स एंड स्टैटिक्स , 81 (4), पीपी 575-593 क्रिसतियानो, एल.जे, एंड फिज्गेराल्ड, टी.जे (2003). " द बैंड पास फिल्टर " इंटरनैशनल इकोनॉमिक्स रिव्यू, 44 (2), पीपी 435-465 बेनेस, जे, क्लिंटन, के., गार्सिया -साल्टोस, आर. जॉन्सन, एम, लैक्सतन, डी, मांचेव, पी. बी. एंड माथेसन, टी (2010)." एस्टिमेटिंग पोटेन्शियल आउटपुट विद आ मल्टीवेरिएट फिल्टर, "आईएमएफ वकिंग पेपर, डबल्यूपी /10/285

समग्र रूप से, सेवा क्षेत्र के लिए, मुख्य संकेतक दर्शाते हैं कि एक लंबी गिरावट तथा अभी हाल के विमुद्रीकरण से चौथी तिमाही में कुछ सुधार आएगा।

III.3 उत्पादन अंतर

मौद्रिक नीति की प्रभावोत्पादकता संसाधन उपयोग के सही मूल्यांकन पर महत्वपूर्ण रूप से निर्भर है। इस संदर्भ में, संभावी उत्पादन पर एक अच्छा निदान मत्वपूर्ण है पर यह चुनौतीपूर्ण है, क्योंकि यह पता लगाने योग्य नहीं है। संभावी उत्पादन के अनुमान में अनिश्चितता बनी रहती है क्योंकि कुल गतिविधि के रियल टाइम उपाय में अत्यधिक आपाधापी रहती है तथा इन्हें अक्सर काफी संशोधनों से गुजरना पड़ता है। राष्ट्रीय खातों के लिए एक नए आधार वर्ष की शुरुआत होने से (2011-12) तथा इकोनोमेट्रिक अनुमान में उचित स्वतन्त्रता सुनिश्चित करने के लिए पिछले वर्षों के लिए एक टाइम सीरीज़ की जारी अनुपलब्धता ने इस प्रयास में बड़ी बाधाएँ पैदा की हैं। विमुद्रीकरण से इस संवृद्धि दृष्टिकोण में कुछ अनिश्चितता पैदा हुई है किन्तु इसके प्रभाव थोड़े समय के लिए थे।

भारत के लिए उत्पादन गैप के सही मूल्यांकन के लिए, जो अपने संभावी स्तर से वास्तविक उत्पादन के विपथन को दर्शाता है तथा संभावी उत्पादन के प्रतिशत के रूप में व्यक्त किया जाता है, विभिन्न युनिवैरिएट फिल्टरों जैसे होडरिक-प्रेसकोट फिल्टर, बैक्स्टर-किंग फिल्टर, क्रिस्टीयनों-फिज्गेराल्ड फिल्टर तथा एक मल्टीवैरिएट कैल्मेन फिल्टर (एमकेवी)⁴ के उपयोग से संशोधित जीवीए डाटा के पूर्वानुमानों के साथ वृद्धि की गई थी। एमकेवी फिल्टर विशेष रूप से उपयोगी है क्योंकि यह मुद्रास्फीति दबावों में घट-बढ़ को मांग स्थितियों के साथ स्थापित करता है। अनुमानित उत्पादन गैप उपायों को प्रमुख कम्पोनेंट्स का उपयोग करते हुए संचयी किया गया है, जो यह दर्शाता है कि उत्पादन अंतर (संभावना को घटाकर वास्तविक) क्रमिक रूप से समाप्त हो रहा है। (चार्ट III.14)



2017-18 में विभिन्न कारणों से संवृद्धि संभावनाओं के सुदृढ़ होने की आशा है। प्रथम, विमुद्रीकरण द्वारा थम गई विवेकाधीन उपभोक्ता मांग में वृद्धि आने की संभावना है। द्वितीय, नकद-प्रधान क्षेत्रों जैसे कि खुदरा व्यापार, होटल तथा रेस्तरां, परिवहन के साथ-साथ असंगठित क्षेत्रों में आर्थिक गतिविधि तेजी से फिर से पटरी पर आ रही है। तृतीय, विमुद्रीकरण द्वारा बैंक फंडिंग में सहजता की स्थिति आने से एमसीएलआर दरों में पिछली नीति दर कटौतियों के प्रसार में तेजी से सुधार आया है तथा बदले में सुदृढ़ उधारकर्ताओं के लिए ऋण दरों में कमी आएगी जिससे उपभोग तथा निवेश मांग दोनों में वृद्धि को प्रोत्साहन मिलना चाहिए। चतुर्थ, 2017-18 के लिए केंद्रीय बजट में ग्रामीण अर्थव्यवस्था तथा किरायाती आवास पर बल देने से भी विकास के लिए सकारात्मक वातावरण बनेगा।

IV. वित्तीय बाज़ार तथा चलनिधि स्थितियाँ

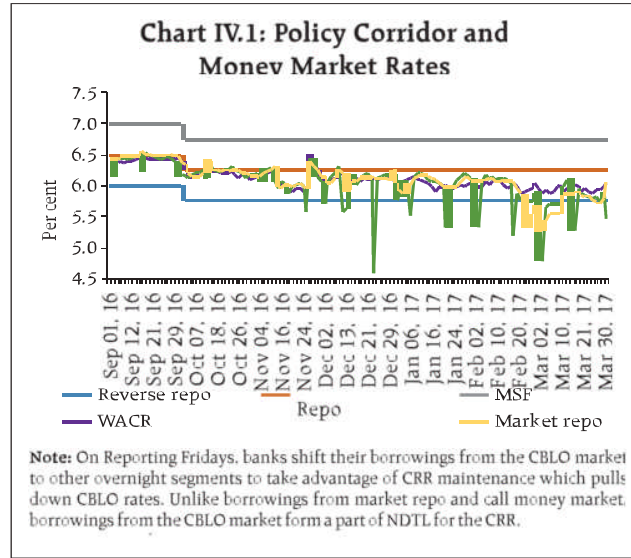
वैश्विक वित्तीय बाज़ारों में बढ़ती अस्थिरता के वातावरण में स्थानीय कारणों द्वारा घरेलू बाज़ार सेगमेंट्स को नया आयाम मिला है। विमुद्रीकरण के बाद मुद्रा बाज़ार में अधिक अधिशेष चलनिधि का प्रबंधन पारंपरिक तथा गैर- पारंपरिक लिखतों को मिलाते हुए किया गया। पोर्टफोलियो आउटफ़्लो के बावजूद विदेशी मुद्रा बाज़ार में अस्थिरता नियंत्रित रही। ऋण संवृद्धि में, विशेष रूप से उद्योग जगत में आस्ति गुणवत्ता के मुद्दों तथा कमजोर निवेश मांग के चलते मंदी बनी रही। वर्ष के अंत तक स्थिरता से पहले इक्विटी तथा कर्ज बाज़ारों में बीच-बीच में कीमत में उतार-चढ़ाव दिखाई दिया।

मौद्रिक नीति रिपोर्ट (एमपीआर) अक्टूबर 2016 के बाद से, वैश्विक वित्तीय बाज़ारों में जोखिम-वहन क्षमता मुख्य रूप से नवंबर में हुए अमेरिकी राष्ट्रपति चुनाव के अप्रत्याशित परिणामों के द्वारा, अमेरिका द्वारा तेज की गई संरक्षणवादी उपायों की आशंकाओं, दिसंबर में फेड द्वारा अप्रत्याशित सख्त मार्गदर्शन के साथ मौद्रिक नीति में कड़ाई वाले रुख के चलते अस्थिरता भरे दौर द्वारा समस्याग्रस्त रही। इसके पश्चात, नए प्रशासन के द्वारा राजकोषीय नीति पर प्रखर ध्यान दिए जाने से अमेरिका में पॉलिसी मिक्स के बड़े परिवर्तन की उम्मीदों से बाज़ारों में सकारात्मक रवैया अपनाया गया। डॉलर का मजबूत होना, बॉन्ड पर प्रतिफल (यील्ड्स) के सुदृढ़ होने, वैश्विक अपस्फीति जोखिमों के कम होने से इक्विटी बाज़ारों में तेजी तथा उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (ईई) में मजबूत संवृद्धि दृष्टिकोण से उभरती हुई बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) से पूंजी आउटफ़्लो में वृद्धि हुई। परिणामस्वरूप, नियत आय बाज़ार तथा ईएमई में विनिमय दरों पर दबाव पड़ा। अधिकांश ईएमई के बाज़ारों में अस्थिरता, हालांकि, नियंत्रण में रही, जोकि टेपर टैंटरम के दौरान जैसी नहीं थी। अभी एकदम हाल में, ईएमई में पोर्टफोलियो प्रवाह की पुनः वापसी हुई है।

घरेलू वित्तीय बाज़ारों को दो तरह के प्रहार झेलने पड़े - विमुद्रीकरण तथा अमेरिकी राष्ट्रपति चुनाव के नतीजे। केंद्रीय बजट की घोषणाओं, रिज़र्व बैंक के मौद्रिक नीति रुझान में बदलाव तथा मुद्रास्फीति संबन्धित नए डाटा रिलीज तथा आर्थिक कार्य गतिविधि से भी बाज़ार मूवमेंट्स पर असर पड़ा। विमुद्रीकरण से मुद्रा बाज़ार में चलनिधि पर असर पड़ा। हालांकि रिज़र्व बैंक द्वारा युद्ध स्तर पर चलनिधि प्रबंधन करने से चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ़) के भीतर पॉलिसी रेपो रेट के संबंध में मुद्रा बाज़ार दरों को कम करते हुए इसे काफी हद तक एक सीमा में रखा गया। सरकारी प्रतिभूति यील्ड्स का दोनों ही दिशा में रुख था, जो कई कारणों से हुआ। अक्टूबर में पॉलिसी रेट में कमी करने तथा विमुद्रीकरण की घोषणा से यह हुआ कि एक कमी आने का रुझान हो गया, अमेरिका में मौद्रिक नीति की टाइटनिंग हुई, सरप्लस चलनिधि को अवशोषित करने के लिए वृद्धिशील आरक्षित नकदी निधि अनुपात (आईसीआरआर) लागू किया गया, रिज़र्व बैंक द्वारा दिसंबर में मौद्रिक नीति पर यथा स्थिति रही तथा बढ़ गई यील्ड्स को निष्फल करने के लिए फरवरी 2017 में मौद्रिक नीति रुझान में बदलाव किया गया। रुपये में जनवरी के मध्य तक दुतरफा मूवमेंट्स हुई किन्तु इसके बाद से, कर्ज तथा इक्विटी सेगमेंट्स दोनों में पोर्टफोलियो अंतर्वाह के वापस आने से इसमें उछाल आया। अतिरिक्त चलनिधि स्थितियों से जमा तथा ऋण दरों में मौद्रिक तेजी के प्रसार में तेजी आयी। हालांकि, ऋण संवृद्धि में, विशेष रूप से उद्योग में, मंदीयुक्त निवेश चक्र से मांग कमजोर होने तथा विनिर्माण में कम क्षमता होने के दृष्टिगत दबावग्रस्त आस्तियों के उच्च स्तरों से बैंकों द्वारा जोखिम से बचने की स्थिति के कारण मंदी की स्थिति बनी रही।

IV.1 वित्तीय बाज़ार

IV.1.1 मुद्रा बाज़ार: 2016-17 की तीसरी तिमाही में, सरल चलनिधि स्थितियों के बीच अक्टूबर नीतिगत रेपो दर कटौती का पूरी तरह से मुद्रा बाज़ार में प्रसार हो गया था। विमुद्रीकरण की घोषणा के बाद (खंड IV.3 में विवरण दिया है) चलनिधि में अभूतपूर्व वृद्धि



सारणी IV.1 : चुनिन्दा देशों के मौद्रिक नीति ब्याज दर कॉरीडोर

| देश | मौद्रिक नीति कॉरीडोर चौड़ाई (बीपीएस) | देश | मौद्रिक नीति कॉरीडोर चौड़ाई (बीपीएस) |
|--------------|--------------------------------------|------------|--------------------------------------|
| आस्ट्रेलिया | 50(+/-25) | मलेशिया | 50(+/-25) |
| कनाडा | 50(+/-25) | न्यूजीलैंड | 50(+50/0) |
| यूरो प्रणाली | 65(+25/-40) | फिलीपींस | 100(+/-50) |
| भारत | 100(+/-50) | स्वीडन | 150(+/-75) |
| इन्डोनेशिया | 150(+/-75) | थाईलैंड | 100(+/-50) |
| जापान | 40(+30/-10) | यूके | 50(+50/0) |
| कोरिया | 200(+/-100) | यूएसए | 50(+50/0) |

स्रोत: संबन्धित देशों की केंद्रीय बैंक की वेबसाइट

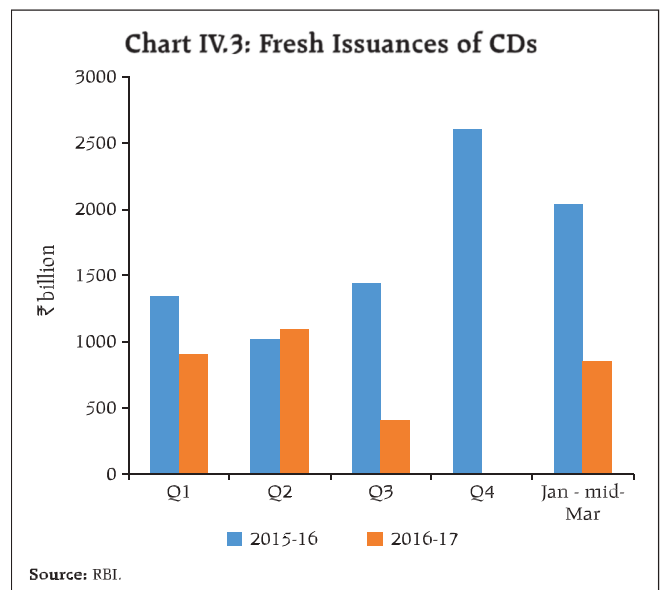
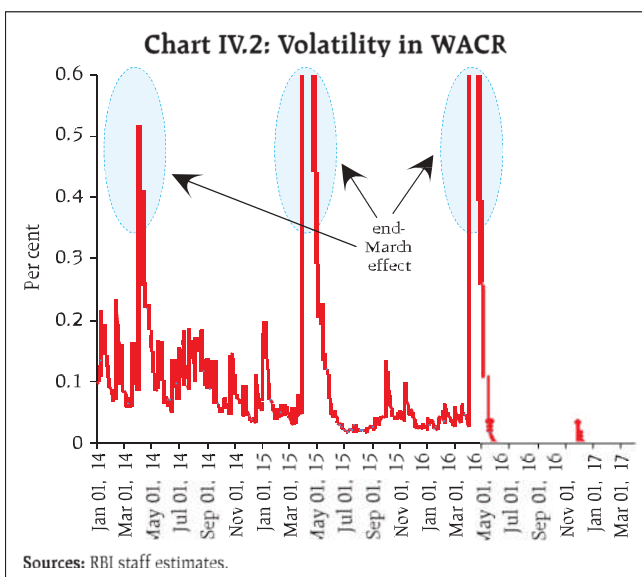
¹ To model time varying conditional volatility recognising persistence of shocks to volatility an Integrated Generalised Autoregressive Conditional Heteroscedasticity (IGARCH) model is used which is a restricted version of the GARCH model, where the persistence parameters sum up to one.

से बाज़ार सकते में आ गए। रिज़र्व बैंक द्वारा चलनिधि अवशोषण की प्रभावोत्पादकता इस तथ्य से जानी जा सकती है कि भारत औसत मांग मुद्रा दर (डबल्यूएसीआर) - मौद्रिक नीति का परिचालन लक्ष्य - 9 नवंबर 2016 तथा दिसंबर 2016 अंत के बीच रेपो दर से केवल लगभग 14 बीपीएस तक नीचे था; अक्टूबर 2016 से 08 नवंबर 2016 के दौरान यह 6 बीपीएस नीचे रहा ।

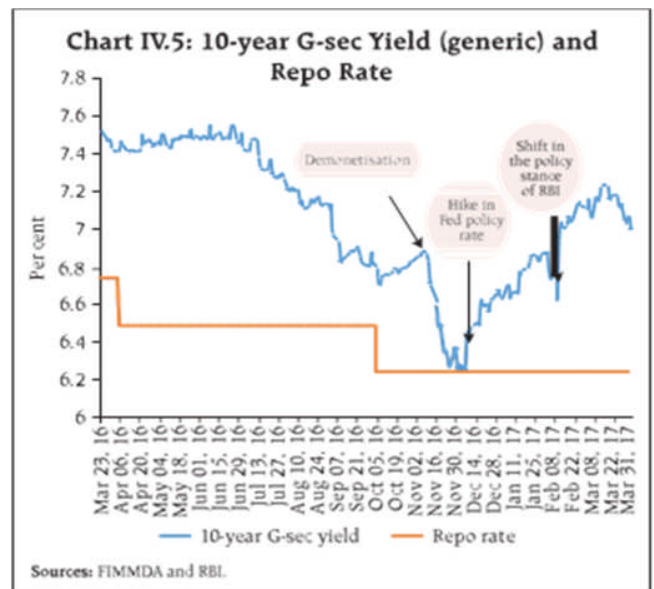
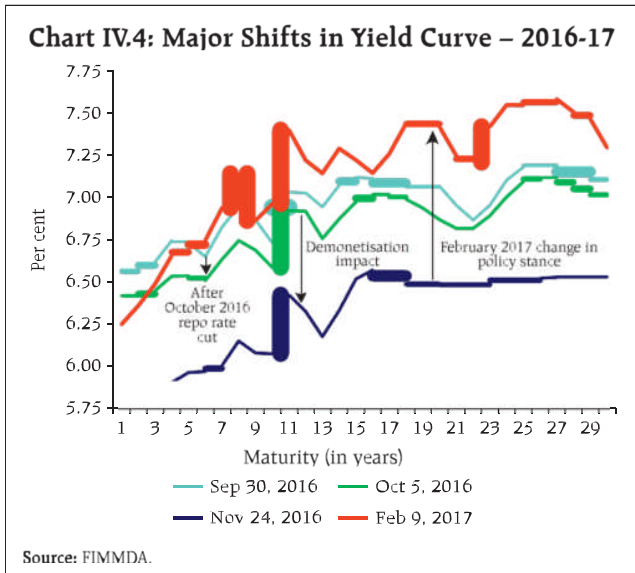
चौथी तिमाही में, पुनविमुद्रीकरण की तेज रफ्तार के चलते चलनिधि सरप्लस में कुछ कमी आई, जो कि ऐतिहासिक अनुभव की तुलना में अभी भी बहुत अधिक थी। रिज़र्व बैंक की एलएएफ़ के तहत रेपो परिचालनों को रिवर्स करने के लिए बाज़ार स्थिरीकरण योजना

(एमएसएस) के अंतर्गत खुले बाज़ार के परिचालन (ओएमओ) से चलनिधि अवशोषित करने से चलनिधि अवशोषण के लिए लिखतों के मिश्रण में नपे-तुले परिवर्तन ने डबल्यूएसीआर में बाद में और कमी आने का रुझान हुआ है, जो औसत रूप से रेपो रेट से 25 बीपीएस नीचे थी। बैंक के बैलेंस शीट समायोजनों से उत्पन्न अमूनन होने वाली वर्ष-अंत के चलनिधि दबाव से तथा सरकार को कर भुगतान करने से मुद्रा बाज़ार दरों में वृद्धि नहीं हुई, क्योंकि विमुद्रीकरण के बाद चलनिधि पर्याप्त रूप से बनी रही। अन्य एक दिवसीय मुद्रा बाज़ार दरें अर्थात सांपार्श्विकीकृत उधार लेन-देन संबंधी दायित्व (सीबीएलओ) तथा बाज़ार रेपो भी डबल्यूएसीआर के साथ-साथ बाज़ार में चलन में रही, हालांकि ये लगभग 35 बीपीएस की गिरावट के साथ रहे (चार्ट iv.1) ।

नीतिगत कॉरिडोर पर देश में व्याप्त प्रचलन एक बड़ी विविधता को दर्शाते हैं, जिससे यह स्पष्ट है कि कॉरिडोर के इस फासले का चयन समय तथा देश को ध्यान में रखकर किया गया है (तालिका IV. 1) । भारतीय प्रसंग में, अधिक सरप्लस चलनिधि के हाल में बने रहने से पारंपरिक तथा गैर पारंपरिक दोनों ही लिखतों के इस्तेमाल से पूरे अवशोषण होने के बावजूद -पॉलिसी रेपो रेट के संबंध में मुद्रा बाज़ार दरों में लगातार गिरावट हुई है, जो कि 3 महीनों की मुद्रा बाज़ार दरों पर भी हुई है, जैसा कि इसके आगे चर्चा की गई है। 3 महीने के खजाना बिल (टी-बिल) दर पॉलिसी रेपो रेट के बजाय फिक्स्ड रिवर्स रेपो रेट या एल ए एफ कॉरिडोर की निचली सीमा के अक्सर नजदीक रही है। इस प्रकार की स्थितियों के अंतर्गत एलएएफ़ कॉरिडोर को संकरा (कम) करने से परिचालन लक्ष्य को रेपो दर के साथ-साथ एक सीध में रखा जा सकता है। यह, बदले में, समग्र मुद्रा बाज़ार स्थितियों में मौद्रिक नीति रुझान के साथ और अधिक एकरूपता प्रदान कर सकती है। विमुद्रीकरण से हुई अतिरिक्त चलनिधि स्थितियों से बाज़ार माइक्रो संरचना पर भी असर पड़ा है, जो मात्राओं तथा दरों को भी प्रभावित करती है।



मांग मुद्रा बाजार में, सहकारी बैंकों की ऋण की मात्रा में बहुत अधिक वृद्धि हुई। औसत दैनिक मांग मात्रा में उनका भाग अप्रैल-अक्टूबर 2016 के दौरान 36 प्रतिशत औसत से विमुद्रीकरण (फरवरी 2017 तक) के बाद 50 प्रतिशत से अधिक हो गया। इन रिपोर्ट किए गए कारोबारों ने लेन-देन आधारित तयशुदा लेनदेन प्रणाली - मांग (एनडीएस -मांग) दरों की तुलना में समग्र डबल्यूएसीआर में, विशेष रूप से कारोबार के दिनों के बाद के समय के दौरान, गिरावट आ गई। कोलेटरलाइज्ड सेगमेंट्स में, म्यूचुअल फंड ने सीबीएलओ तथा बाजार रेपो सेगमेंट्स दोनों में अपने ऋण को बढ़ाया, जो कि अल्प-अवधि निधियों के बड़ी मात्रा में जुटाने से हुआ तथा परिणामवश, कोलेटरलाइज्ड दरें डबल्यूएसीआर से नीचे रही, सीबीएलओ तथा बाजार रेपो सेगमेंट्स दोनों में ही उनके फंडस की कम लागत का लाभ उठाते हुए बैंक ऋण लेने की ओर सक्रिय रहे (फरवरी 2017 में कुल दैनिक औसत मात्रा का क्रमशः लगभग 74 प्रतिशत तथा 79 प्रतिशत रहा), हालांकि कई बैंकों ने मुद्रा बाजार के विभिन्न सेगमेंट्स तथा रिजर्व बैंक के एलएएफ विंडो के बीच अंतरपणन (arbitrage) किया, लगातार रूप से उच्च संरचनात्मक सरप्लस चलनिधि से मुद्रा बाजार दरों पर बहुत अधिक भार पड़ा। फिर भी, आईजीआरसीएच (1.1) मॉडल से अनुमानित डबल्यूएसीआर में अस्थिरता शांत रही (चार्ट IV.2)।



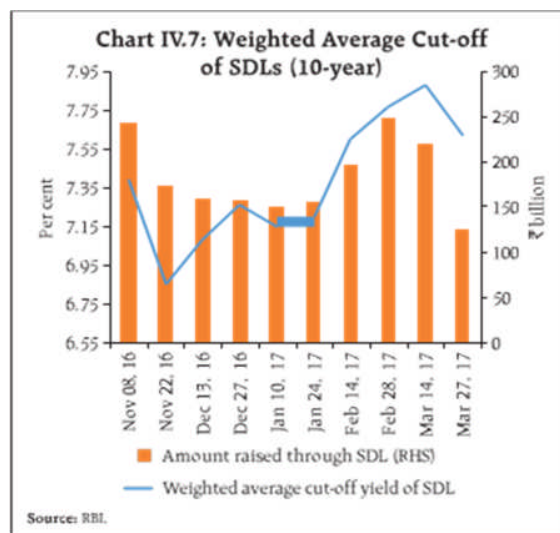
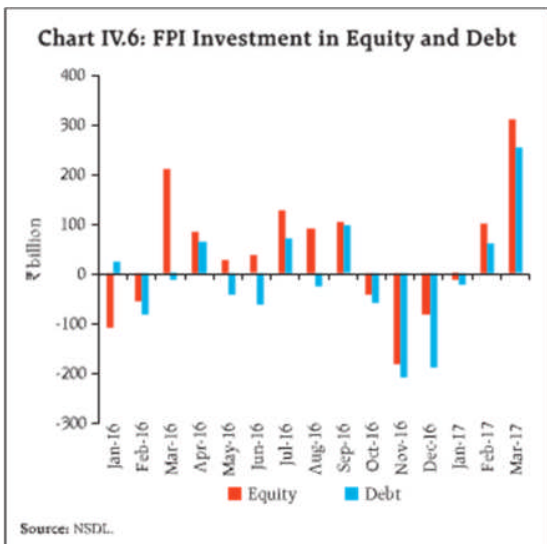
सरप्लस चलनिधि को ध्यान में रखते हुए, बैंकों ने जमा प्रमाणपत्र (सीडी) पर निर्भरता कम कर दी, जिसके चलते इनको जारी करने में तेजी से गिरावट आई। इसमें पिछले वर्ष की तीसरी तथा चौथी तिमाही के दौरान क्रमशः ₹ 1,446 बिलियन तथा ₹ 2,607 बिलियन की तुलना में 2016-17 की तीसरी तथा चौथी तिमाही (17 मार्च 2017 तक) में क्रमशः ₹ 407 बिलियन तथा ₹ 850 बिलियन की गिरावट आई (चार्ट IV.3)। कमर्शियल पेपर (सीपी) के लिए प्राथमिक बाजारों में चलनिधि भारत औसत डिस्काउंट दरों में एक नरमी का झुकाव आया। द्वितीयक बाजारों में, 3 महीने का जमा प्रमाणपत्र तथा 91-दिन टी-बिल दरें लगभग 25 तथा 63 बीपीएस क्रमशः कम हो गई जबकि 3-माह वाणिज्यिक पत्र दर 30 बीपीएस नीचे गिर गई।

IV.1.2 सरकारी प्रतिभूति बाज़ार : सरकारी प्रतिभूति (जी-सेक) बाज़ार में यील्ड उत्तरार्द्ध में अस्थिर रही, जो कि तीन बड़ी घटनाओं द्वारा घटित हुई (चार्ट IV.4)। प्रथम, सरकारी- प्रतिभूति यील्ड्स रिज़र्व बैंक द्वारा 25 बीपीएस नीतिगत रेपो दर घटाने के बाद अक्टूबर 2016 में कम हो गई तथा यील्ड कर्व नीचे चला गया। बाद में इस महीने के दौरान, हालांकि, दिसंबर 2016 में फेड रेट बढ़ने की प्रत्याशाओं पर बढ़ती वैश्विक यील्ड्स से ये यील्ड्स थोड़ा ऊपर चली गई।

द्वितीय, सरकारी प्रतिभूति यील्ड्स विमुद्रीकरण की घोषणा के बाद तथा प्रणाली में परिणामवश चलनिधि में वृद्धि होने से बहुत अधिक कम हो गई (चार्ट IV.5)। 10-वर्ष पेपर बेंचमार्क पर यील्ड 08 नवंबर 2016 को 6.80 प्रतिशत से 24 नवंबर 2016 को 6.19 प्रतिशत तक नीचे आ गई (25 नवंबर 2016 को 6.11 प्रतिशत के आंतर- दिवसीय निम्नतम को छूते हुए अर्थात नीतिगत रेपो दर से नीचे)। दिसंबर 2016 के पहले सप्ताह में यील्ड्स पॉलिसी रेट के एक समान थी। 21 नवंबर, 2016 को द्वितीयक बाज़ार में कारोबार करने की मात्रा अब तक की सबसे अधिक रु 2,051 बिलियन पर पहुँच गई। प्राथमिक बाज़ार में, 91-दिवसीय टी-बिल यील्ड्स 23 नवंबर, 2016 को नीचे जाकर 5.86 प्रतिशत पर चली गई।

दिसंबर 2016 में यील्ड्स में कई कारणों से मजबूती आई: बैंकिंग प्रणाली में सरप्लस चलनिधि को अवशोषित करने के लिए वृद्धिशील सीआरआर लागू करना; भविष्य में रेट बढ़ाने के बारे में सख्त वक्तव्य के साथ यू एस फेड द्वारा ब्याज दर में वृद्धि के बाद कर्ज बाज़ार से पोर्टफोलियो आउटफ्लो; अमेरिका में राजकोषीय प्रोत्साहन की अपेक्षाएँ (जिसके कारण अमेरिकी बॉन्ड यील्ड्स में वृद्धि हुई); कच्चे तेल की बढ़ती कीमतें; तथा रिज़र्व बैंक द्वारा घोषित मौद्रिक नीति पर यथास्थिति बनाए रखना।

तृतीय, फरवरी 2017 में सरकारी- प्रतिभूति यील्ड्स में वृद्धि हुई तथा रिज़र्व बैंक के मौद्रिक नीति रुझान के अकोमोडेटिव से अप्रत्याशित रूप से न्यूट्रल में आने से, खाद्य तथा ईंधन को छोड़कर उच्चतर सीपीआई मुद्रास्फीति बढ़ने से, उज्ज्वल डिस्कोम एशुरेंस योजना (यूडीएवाई) बॉन्ड्स के साथ राज्य विकास ऋण (एसडीएल) निर्गमों को एकसाथ रखने से, यील्ड कर्व नीचे चला गया, जैसा कि इसके आगे चर्चा की गई है। फरवरी में मौद्रिक नीति रुझान में परिवर्तन करने की घोषणा की तारीख से जेनेरिक 10-वर्षीय यील्ड्स



31 बीपीएस बढ़कर 6.93 प्रतिशत हुई। फरवरी 2017 में 10 वर्षीय यील्ड की औसत दैनिक क्लोजिंग में 6.96 प्रतिशत से बढ़कर मार्च 2017 में 7.13 प्रतिशत हुई ।

फरवरी के बाद से उच्चतर घरेलू यील्ड्स के चलते , अन्य बातों के साथ-साथ, कर्ज बाजार में पोर्टफोलियो फ़्लो की वापसी हुई (चार्ट IV.6)। अक्टूबर 2016 से जनवरी 2017 तक, भारतीय सरकारी प्रतिभूति (जी-सेक) बाज़ार से लगभग रु 336 बिलियन के निवल एफ़पीआई आउटफ़्लो हुए थे। फरवरी के बाद से, हालांकि, लगभग रु. 229 बिलियन के इनफ़्लो हुए हैं।

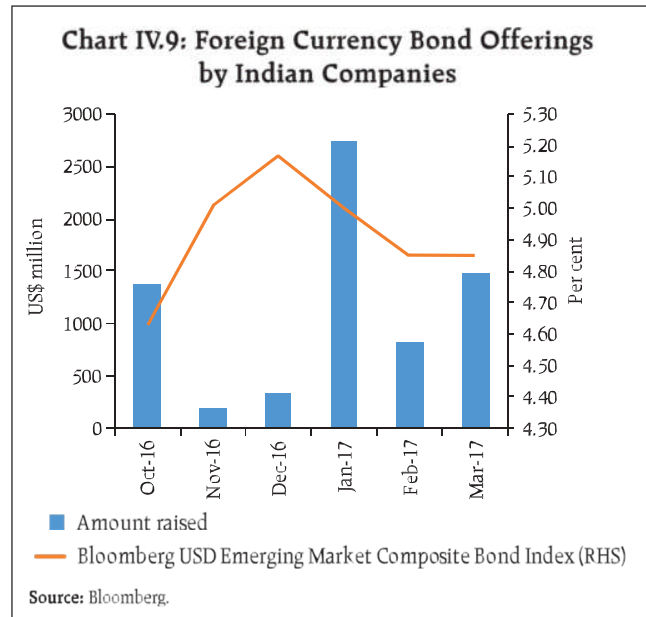
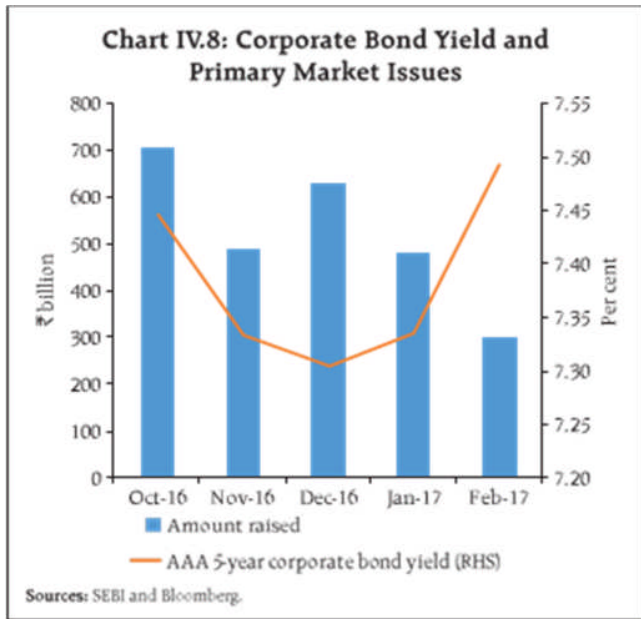
चौथी तिमाही के दौरान राजकोषीय गतिविधियों का प्रभाव सरकारी- प्रतिभूति यील्ड्स पर पड़ा। 2016-17 की चौथी तिमाही में केंद्र सरकार ने दिनांकित प्रतिभूतियों में रु 180 बिलियन तथा टी-बिलों में रु 510 बिलियन तक अपने बाज़ार ऋणों में कमी कर दी, जिसके कारण बाज़ार में सरकारी प्रतिभूतियों की आपूर्ति घट गई । सरकार ने केंद्रीय बजट में 2017-18 के लिए रु. 4,232 बिलियन (बीई) निवल बाज़ार ऋण की घोषणा की, जिसमें रु.750 बिलियन की सिक्यूरिटी की योजनाबद्ध पुनःखरीद शामिल थी। केंद्रीय बजट में सिक्यूरिटी बदलने के लिए रु 250 बिलियन का प्रावधान भी किया गया था जो एक ऋण प्रबंधन कार्यनीति है जो कि करीबी अवधि रिडेंप्शन दबाव कम करेगा तथा कर्ज की परिपक्वता अवधि में वृद्धि करेगा।

हाल के वर्षों में राज्य सरकारों द्वारा अपने राजकोषीय घाटे की फंडिंग के लिए बाज़ार ऋणों पर निर्भरता लगातार रूप से बढ़ गई है। राज्यों द्वारा एसडीएल के अधिक संख्या में जारी करने से यील्ड्स पर दबाव बढ़ गया है (चार्ट IV.7) । 10 वर्षीय सरकारी- प्रतिभूति के दौरान एसडीएल कट-ऑफ का विस्तार 2016-17 के उत्तरार्ध में अक्टूबर 2016 में 28-49 बीपीएस से मार्च 2017 में 86-114 बीपीएस तक नियमित रूप से बढ़ा है। यूडीएवाई बोण्ड्स के संबंध में, पिछले वर्ष के दौरान इशूंस उसी समान/10-वर्षीय फीमडा सरकारी- प्रतिभूति यील्ड्स के ऊपर 75 बीपीएस के फिक्सड स्प्रेड थे। 2016-17 के दौरान यूडीएवाई बॉन्ड्स के इशूंस के लिए स्प्रेड, हालांकि सभी बाजार प्रतिभागियों से बिड्स आमंत्रित करने के लिए इशूंस कार्यनीति में परिवर्तन करने के बाद 35-75 बीपीएस के दायरे में नीचे आ गए।

IV.1.3 कॉर्पोरेट बॉन्ड मार्किट: विमुद्रीकरण के बाद अधिशेष चलनिधि स्थितियों पर जी-सेक यील्ड्स में मूवमेंट्स पर नजर रखते हुए कॉर्पोरेट बॉन्ड यील्ड (एएए 5 वर्षीय बेंचमार्क) अक्टूबर 2016 में 7.52 प्रतिशत से घटकर जनवरी 2017 में 7.33 प्रतिशत हो गई । हालांकि, फरवरी में मौद्रिक नीति घोषणा के बाद, मार्च 2017-अंत पर 7.56 प्रतिशत तक नीचे जाने से पहले कॉर्पोरेट बॉन्ड यील्ड बढ़कर 7.65 प्रतिशत हो गई।

बैंकिंग प्रणाली में दबावग्रस्त आस्तियों के कारण कम यील्ड्स तथा मंद ऋण बाज़ार का लाभ उठाते हुए, कॉर्पोरेट्स ने कॉर्पोरेट बॉन्ड बाज़ार से अधिक संसाधन जुटाए अर्थात पिछले वर्ष की उसी समान अवधि के दौरान रु.1,957 बिलियन की तुलना में अक्टूबर 2016-फरवरी 2017 के दौरान रु 2,502 बिलियन (चार्ट IV.8)। जुटायी गई कुल राशि में से निजी तौर पर शेयर आबंटन का हिस्सा 97.8 प्रतिशत रहा। भारतीय कोरपोरेट्स ने बॉन्ड्स के माध्यम से अधिक संसाधनों की अंतरराष्ट्रीय बाज़ारों से उगाही की (चार्ट IV.9) ।

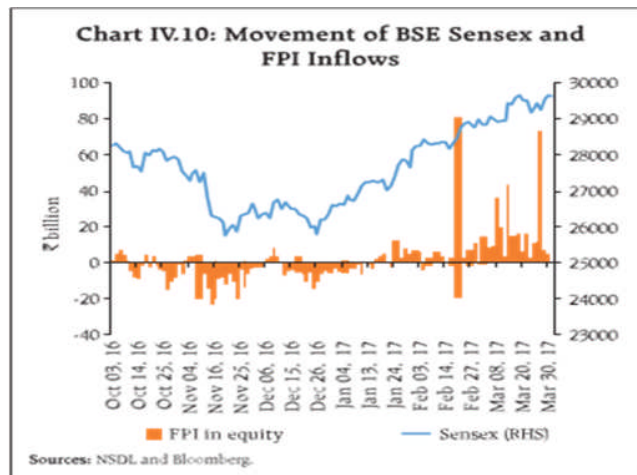
अंतर्राष्ट्रीय निवेशकों द्वारा अपनायी गई जोखिम से बचने की कार्यनीतियों के कारण नवंबर 2016 से जनवरी 2017 के दौरान कॉर्पोरेट बॉन्ड बाज़ार में विदेशी पोर्टफोलियो निवेश में गिरावट आयी। वैश्विक जोखिम भरे पोर्टफोलियो शिफ्ट्स तथा उच्चतर घरेलू यील्ड्स का लाभ उठाने के कारण फरवरी से पोर्टफोलियो फ़्लो सकारात्मक हो गया। कॉर्पोरेट बॉन्ड बाज़ार को मजबूत बनाने के लिए कई उपाय किए गए: (i) बैंक द्वारा प्रदान की गई पार्शियल क्रेडिट एन्हेंसमेंट की कुल सीमा को 50 प्रतिशत तक बढ़ाया जाना;



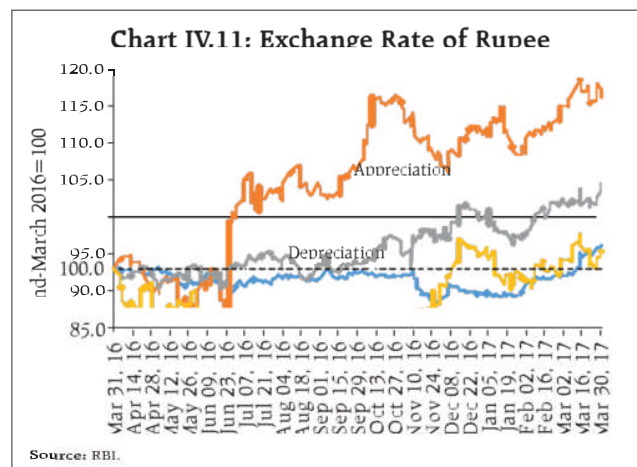
(ii) कॉर्पोरेट बॉन्ड रेपो में ब्रोकरों को अनुमति देना; तथा (iii) कॉर्पोरेट बॉन्ड्स का समेकीकरण तथा पुनः जारी करना। उत्तरार्द्ध के दौरान कॉर्पोरेट बॉन्ड बाज़ार में टर्नओवर (राशि के अनुसार) 63.8 प्रतिशत बढ़ गया, जो एक बड़ा रिकार्ड कायम हुआ। यू एस डॉलर के अनुसार, 2015-16 के उत्तरार्द्ध में 6 बिलियन यू एस डॉलर से यह टर्नओवर 2016-17 के उत्तरार्द्ध में 9.7 बिलियन यू एस डॉलर तक बढ़ गया।

IV.1.4 स्टॉक बाज़ार: स्टॉक बाज़ार (बीएसई सेन्सेक्स) 2016-17 के उत्तरार्द्ध में 6.3 प्रतिशत पर ऊपर चढ़ा (चार्ट IV.10)। अक्टूबर 2016 में, यू एस फेड द्वारा दिसंबर में ब्याज दर में वृद्धि की बढ़ती संभावनाओं तथा उसके पश्चात पोर्टफोलियो आउटफ्लो तथा दूसरी तिमाही के लिए मिश्रित कॉर्पोरेट परिणामों के कारण स्टॉक बाज़ार अस्थिर रहा। अक्टूबर 2016 में रिज़र्व बैंक द्वारा रेपो रेट में 25 बीपीएस की कटौती के बाद, इसमें थोड़ी तेजी आई। नवंबर 2016 के दौरान, आर्थिक विकास तथा कॉर्पोरेट आय पर विमुद्रीकरण के प्रभाव द्वारा उत्पन्न हुई अनिश्चितता तथा अमेरिकी राष्ट्रपति चुनाव नतीजों से जोखिम रहित बाजार प्रतिक्रियाओं द्वारा भी पोर्टफोलियो इक्विटी आउटफ्लो तेज होने से बीएसई सेन्सेक्स 4.6 प्रतिशत नीचे चला गया। विमुद्रीकरण से समग्र सेन्सेक्स की तुलना में नकद-प्रधान क्षेत्रों जैसे एफएमसीजी, उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुएँ, ऑटो तथा रियल्टी पर अपेक्षाकृत अधिक असर पड़ा। विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा निरंतर बिक्री, नवंबर का गिरावट भरा ऑटो बिक्री डाटा, तीसरी तिमाही की आय के बारे में लगातार बढ़ती समस्याओं तथा अप्रत्याशित सख्त मार्गदर्शन के साथ यूएस फेड द्वारा ब्याज दर वृद्धि के चलते दिसंबर के दौरान डाउनवर्ड झुकाव बना रहा। देशी संस्थागत निवेशकों द्वारा वैल्यू खरीद, तीसरी तिमाही के लिए उम्मीद से बेहतर तिमाही कॉर्पोरेट परिणामों, जनवरी मध्य से विदेशी पोर्टफोलियो इक्विटी निवेश में फिर से तेजी आने तथा वैश्विक बाज़ारों से सकारात्मक नतीजों के कारण जनवरी 2017 में स्टॉक बाज़ार में तेजी आई। केंद्रीय बजट में किए गए प्रस्तावों विशेष रूप से 2017-18 के लिए कम राजकोषीय घाटे के लक्ष्य, अप्रत्यक्ष अंतरणों पर कर से श्रेणी I तथा श्रेणी II विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों को मिली छूट, तथा पूंजी बाज़ार के लिए अपरिवर्तित पूंजीगत लाभ कर दर से

फरवरी 2017 में यह सुधार बना रहा। यू एस फेड द्वारा यथास्थिति बनाए रखने तथा विश्व के इक्विटी बाजारों से सकरात्मक नतीजे आने के बाद एफपीआई ने खरीद बढ़ा दी। विमुद्रीकरण का सेक्टरल इंडाइसेस पर प्रभाव अस्थायी था क्योंकि उन्होंने अपने नुकसानों की भरपाई कर ली थी तथा अपने विमुद्रीकरण पूर्व स्तरों से और ऊपर बनाए रखा। मार्च में, सीएसओ द्वारा भारत में तीसरी तिमाही जीडीपी आकलनों के उम्मीद से बेहतर होने, विमुद्रीकरण द्वारा मंदी के बाद फरवरी माह के लिए विनिर्माण तथा सेवाओं दोनों के लिए पीएमआई के कारण वृद्धि होने तथा जीएसटी परिषद द्वारा ड्राफ्ट केंद्रीय जीएसटी (सीजीएसटी) तथा संयुक्त जीएसटी (आईजीएसटी) बिलों की मंजूरी मिलने से बाद स्टॉक मार्किट में तेजी आई। मार्च में फेड दर में वृद्धि होने के बावजूद जिसे बाजारों ने पहले ही हिसाब में ले लिया था, जोखिम आस्तियों, ईएमई को शामिल करते हुए, के लिए नरम रवैये से जोखिम क्षमता में सुधार आया। इन अपेक्षाओं पर कि राज्य चुनाव नतीजे से सुधारों में तेजी आएगी, अप्रैल 05, 2017 को सबसे बड़े उछाल के साथ बीएसई सेन्सेक्स (29,974) तथा निफ्टी (9,265) पर बंद हुए।



IV.1.5 विदेशी मुद्रा बाजार : विदेशी मुद्रा बाजार में, यू एस डॉलर की तुलना में रुपया एक सीमित रेंज में रहा तथा 2016-17 के उत्तरार्ध में यूरो तथा पाउंड स्टर्लिंग की तुलना में ऊपर चढ़ा (चार्ट IV.11)। तीसरी तिमाही में, यूएस राष्ट्रपति के नतीजों के बाद यूएस डालर की तुलना में रुपए की कमजोरी मुख्य रूप से डॉलर की मजबूती; एफपीआई आउटफ्लो (इक्विटी तथा कर्ज दोनों में); विदेशी मुद्रा के लिए तेल आयातकों से मांग के बढ़ने, एफसीएनआर (बी) रीडेंप्शन दबावों, तथा अक्टूबर 2016 में नीतिगत दर में कटौती को दर्शा रही है। फेड द्वारा विस्तारित राजकोषीय नीति तथा अधिक सख्त मौद्रिक नीति की उम्मीद में यूएस डॉलर में मजबूती आई।



उसके बाद, यूएस डॉलर के मुकाबले रुपये में 2.9 प्रतिशत की गिरावट आई (8 नवंबर को यू एस डॉलर 66.71 रु प्रति यू एस डॉलर था, जबकि 28 नवंबर को यह 68.72 रु. तक गया)। दिसंबर 2016 के पहले सप्ताह तक रुपए ने गिरावट के आधे हिस्से की भरपाई कर ली थी , किन्तु फेड नीतिगत दर वृद्धि के जवाब में जनवरी 2017 अंत तक यह फिर से डाउनवर्ड दबाव में आ गया। फरवरी 2017 के बाद से, केंद्रीय बजट में की गई पॉलिसी घोषणाओं पर इक्विटी पोर्टफोलियो अंतर्वाह तथा फेड पॉलिसी रेट में वृद्धि की गति के बारे में समस्याएँ कम होने के कारण रुपए में तेजी आयी ।

कई कारकों, जैसे कि भारत के चालू खाते का कम घाटा, 4 प्रतिशत मुद्रास्फीति लक्ष्य हेतु मौद्रिक नीति में बल दिए जाने, आर्थिक गतिविधियों पर विमुद्रीकरण के अस्थायी प्रभाव तथा केंद्रीय बजट में घोषित किए गए राजकोषीय विवेकपूर्ण निर्णय के प्रति प्रतिबद्ध होने के चलते विनिमय दर में स्थायित्व आया । एफपीआई अंतर्वाह , विशेष रूप से इक्विटी, में राज्य चुनाव के नतीजों से तेजी आने से इसके बाद मार्च में रुपए में तेजी आयी, जो सुधारों की गति बढ़ने की ओर अच्छा संकेत देता है। 36 करेंसी सांकेतिक प्रभावी विनिमय दर (एनईईआर) तथा वास्तविक प्रभावी विनिमय दर (आरईईआर) दोनों के अनुसार, रुपया 2017 मार्च अंत तथा मार्च 2016 अंत के बीच क्रमशः 6.3 प्रतिशत तथा 7.9 प्रतिशत ऊपर गया। (सारणी IV.2)

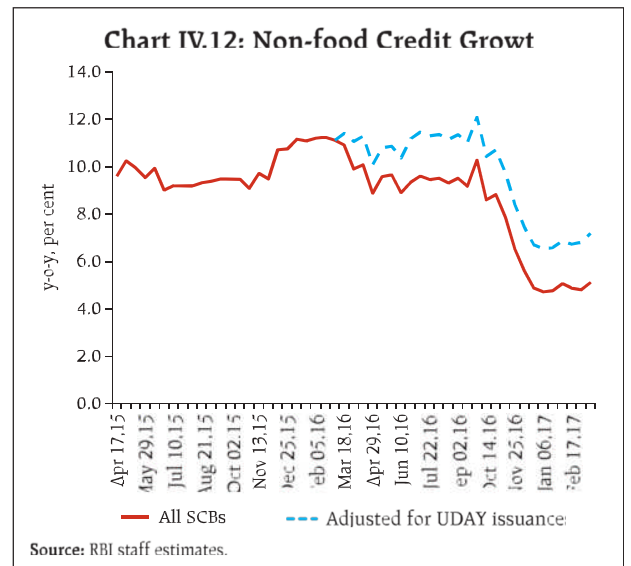
सारणी IV.2: नाममात्र तथा वास्तविक लागू विनिमय दर व्यापार आधारित (आधार : 2004-05=100)

| मद | सूचकांक मार्च 31, 2017 (पी) | वृद्धि (+)/मूल्यह्रास (-) (प्रतिशत) | |
|---------------------------------|--|---|---|
| | | Mar 31, 2017 over Mar 31, 2016 | Mar 31, 2017 over Sep 30, 2016 |
| 36-मुद्रा आरईईआर | 119.3 | 7.9 | 4.2 |
| 36-मुद्रा एनईईआर | 78.3 | 6.3 | 5.2 |
| 6-मुद्रा आरईईआर | 132.2 | 7.8 | 5.0 |
| 6-मुद्रा एनईईआर | 70.8 | 6.3 | 6.1 |
| रु/ यूएस \$ (31 मार्च 2017 को) | 64.8 | 2.3 | 2.8 |

पी: अस्थायी

नोट : आरईईआर आंकड़े उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (संयुक्त) पर आधारित है ।

स्त्रोत: आरबीआई



बॉक्स iv.1 : दबावग्रस्त आस्तियां, पूंजी अवरोध तथा ऋण की आपूर्ति -

कैपिटल क्रंच हाइपोथेसिस” अर्थात सीमित पूंजी वाले बैंक जो ऋण प्रदान करने में कटौती कर रहे हैं, को मुख्य कारण के रूप में दर्शाया गया है जिसके कारण 1990 के प्रारम्भ में यू एस मंदी पर काफी बुरा प्रभाव पड़ा था (बर्ननके एंड लोन ,1991) उसके बाद से, सैद्धान्तिक तथा अनुभवजन्य साहित्य ने पूरी तरह से “पूंजी माध्यम” जो ऋण की आपूर्ति से संचालित होता है न कि मांग पर मौद्रिक नीति प्रसार के ध्यान केंद्रण द्वारा, की भूमिका को पुख्ता किया। (रिवेरा2015)

ऋण चक्र कन्डीशनिंग में बैंक पूंजी की भूमिका पर होने वाली चर्चा में दो दलीलें दी जाती हैं। पहला अन्तर्जात मुद्रा दृष्टिकोण है जो यह दर्शाता है कि बैंक सदा ही सभी ऋण-लायक उधारकर्ताओं से ऋण की मांग को पूरा कर सकते हैं तथा फंडिंग संबंधी कोई भी रोक (इक्विटी बनाम कर्ज के अनुसार देयताएं आने से) बैंकों को ऐसा करने से नहीं रोक सकता। बैंकों पर लागू पूंजी ढांचे की असंबंधता अर्थात बैंकों की देयताएँ कीमत तथा ऋण की मात्रा को प्रभावित न करें, पर मोदिगलियानी तथा मिलर की दलील के साथ यह मैक्रो विचार मेल खाता है। दूसरा, ऋण वितरण पर पोस्ट-कियनेसियन महत्व जिसके तहत वे उधारकर्ता जो बैंक द्वारा निर्धारित अधिक ऋण मानकों को पूरा नहीं कर सकते (अर्थात मंदी या बढ़ती अनिश्चितता के बीच जो बैंकों के जोखिम आकलन को बदल सकती है) ऋण नहीं ले सकते। इस प्रकार, ऋण के लिए सभी मांग पूरी नहीं होती। जब बैंकों द्वारा विश्वासमत खो देने की स्थिति में (उदाहरण के लिए दबावग्रस्त आस्तियों में काफी अधिक अप्रत्याशित वृद्धि से) उन्हें अपनी नुकसान सहने की क्षमता को समर्थन देने के लिए अधिक पूंजी की आवश्यकता पड़ती है। इक्विटी धारकों से पूंजी उगाही हालांकि ऐसी स्थिति में कठिन, महंगा तथा अलाभकारी है, क्योंकि इससे बैंक को डिलीवरेज होना पड़ता है। यह यह भी दर्शाता है कि बाजार तथा विनियामक अनुशासन की कमी है तथा सदा इबंत ऋणों की ओर प्रवृत्ति है। इससे एक प्रतिकूल फीडबैक मिलने लगता है जिसके तहत अपर्याप्त पूंजी से व्यवहार्य परियोजनाओं को ऋण देने में कमी आ जाती है। बदले में, यह मंदी की दशा में धकेल देता है जिससे दबावग्रस्त आस्तियों में वृद्धि होती तथा बाद में पूंजी घट जाती है। भारतीय बैंकिंग प्रणाली के लिए पैनल डाटा (2009 की पहली तिमाही अवधि से 2016 की चौथी तिमाही के लिए 66 बैंकों का तिमाही डाटा) तथा चार अलग-अलग मॉडलों (अर्थात नियत प्रभावों, रैंडम प्रभावों, भिन्नता तथा एटैलेनों-बॉन्ड/बॉन्ड बोवर के पालन द्वारा सिस्टम जेनेरलाइज्ड मैथड ऑफ मुमेंट्स (जीएमएम) को लागू करना है ताकि अनुमानों की सत्यता का पता लग सके, यह पाया गया कि सकल अनर्जक आस्तियां तथा जोखिम भारत आस्तियों की तुलना में पूंजी अनुपात (सीआरएआर) ऋण संवृद्धि पर बड़ा असर डाल सकता है जहां बेहतर पूंजीगत बैंक अधिक ऋण प्रदान करते हैं वहीं उच्च जीएनपीए वाले बैंकों में ऋण वृद्धि दर धीमी रहती है। कम निवल ब्याज मार्जिन (एनआईएम) मध्यस्थता का एक प्रभावी सूचक है। हालांकि, जब बैंकों के पास काफी अधिक दबावग्रस्त आस्तियां होती हैं तो बैंक या तो (i) अपना एनआईएम बनाए रखने/ बढ़ाने का प्रयास करते हैं तथा/ या (ii) ऋण की आपूर्ति कम करते हैं। पैनल डाटा (2010 की दूसरी तिमाही अवधि से 2016 की चौथी तिमाही के लिए 72 बैंकों का तिमाही डाटा) मंदी आने के परिणाम यह बताते हैं कि दबावग्रस्त आस्तियों द्वारा ही ऋण जोखिम जुड़े हैं (अर्थात कुल आस्ति अनुपात पर पुनरसंरचित आस्तियों के साथ सकल एनपीए) का उनकी कुल आस्तियों के प्रतिशत के रूप में बैंकों के एनआईएम के साथ एक सकारात्मक तथा सांख्यिकी रूप से बड़ा अहम संबंध है (तालिका 2)। मंदी के परिणाम भी यही दर्शाते हैं कि दबावग्रस्त आस्तियों में एक (सकारात्मक) स्टैण्डर्ड डेविएशन आघात से एनआईएम में लगभग 0.15 की स्टैण्डर्ड डेविएशन वृद्धि हो

**सारणी 1 : बैंक ऋण के निर्धारक
(निर्भर परिवर्ती : / ऋण)**

| | रैंडम प्रभावी मॉडल | अचल प्रभावी मॉडल | एबी- भिन्नता जीएमएम | एबी- प्रणाली जीएमएम |
|------------------------|-----------------------|-------------------|------------------------|------------------------|
| ऋण | -0.12*** (-1.7) | -0.15** (-2.2) | 0.18* (-3.0) | -0.15** (-2.1) |
| जीएमएम | -0.64* (-7.6) | -0.64* (-5.1) | -0.56* (-4.5) | -0.63* (-7.5) |
| सीआरएआर | 0.16* (5.9) | 0.25* (5.3) | 0.36** (3.3) | 0.16* (6.0) |
| अवलोकनों की संख्या | 1848 | 1848 | 1782 | 1848 |
| एआर 1 (पी-वैल्यू) | | | 0.01 | 0.01 |
| ए आर 2 (पी-वैल्यू) | | | 0.20 | 0.30 |
| हैन्सेन (पी- वैल्यू) | | | 1.00 | 1.00 |

नोट: ऋण : ऋण संवृद्धि (तिमाही दर तिमाही) : जीएमएम : अग्रिम अनुपात में सकल अनर्जक आस्तियां : जोखिम भारित आस्ति अनुपात में पूंजी मौसमीपन, नाममात्र जीवीए संवृद्धि, इक्विटी पर प्रतिफल तथा रेपो दर समायोजनों के लिए अनुमान नियंत्रित किए जाते हैं कोष्ठकों की संख्याएँ ज़ेड सांख्यिकी हैं ।

एआर 1 तथा एआर 2 प्रथम क्रम तथा द्वितीय क्रम पारस्परिक सम्बन्धों की क्रमशः जांच हैं ।

जीएमएम अनुमानको के लिए पहचान बाधकों की जांच के लिए हैन्सेन जांच है

*, **, *** : क्रमशः 1% , 5% तथा 10% पर महत्व रखते हैं ।

0.15 की स्टैण्डर्ड डेविएशन वृद्धि हो सकती है। यह पाया गया है कि बैंक 2014-15 की तीसरी तिमाही तक अपना एनआईएम बचा सके। उसके बाद, हालांकि, उनके एनआईएम में गिरावट आयी है, जो कि ऋण संवृद्धि में आयी एक लंबी गिरावट के अनुरूप है। अप्रैल 2015 में प्रारम्भ की गई आस्ति गुणवत्ता समीक्षा के बाद, एनपीए की स्पष्ट पहचान से जुड़ी आय में गिरावट द्वारा एनआईएम में गिरावट आयी। यह जोखिम से बचने की प्रवृत्ति को बढ़ाता है तथा इससे ऋण संवृद्धि में और अधिक गिरावट आयी।

सारणी 2: निवल ब्याज मार्जिन (निम) के निर्धारक

| | एबी - भिन्नता जीएमएम | एबी - प्रणाली जीएमएम |
|---------------------|----------------------|----------------------|
| एनआईएम (निम) (-1) | 0.542* | 0.568* |
| दबावग्रस्त आस्तियां | 0.011* | 0.008* |
| सीआरएआर | 0.003* | 0.003* |
| बैंक फिक्स्ड प्रभाव | नहीं | हाँ |
| अवलोकनों की संख्या | 1944 | 1944 |

नोट:

एनआईएम = कुल आस्तियों में (ब्याज व्यय घटाकर ब्याज आय) (प्रतिशत में) ।

दबावग्रस्त आस्तियां = कुल आस्तियों में (पुनः संरचित आस्तियों के साथ सकल एनपीए मिलाकर) (प्रतिशत में) ।

मौसमीपन , ऋण संवृद्धि, बैंक आकार , आस्तियों पर प्रतिफल, परिचालन व्यय , गैर-ब्याज आय, एसएलआर सिक्यूरिटी में निवेश, जीवीए संवृद्धि तथा मुद्रास्फीति के लिए प्रतिगमनों को नियंत्रित किया जाता है ।

अधिक पहचान बाधकों के लिए हैन्सेन जांच तथा अवशेषीय स्वतः परस्पर संबंधों के लिए एरलेनों -बॉन्ड जांच संतोषजनक पायी गई है ।

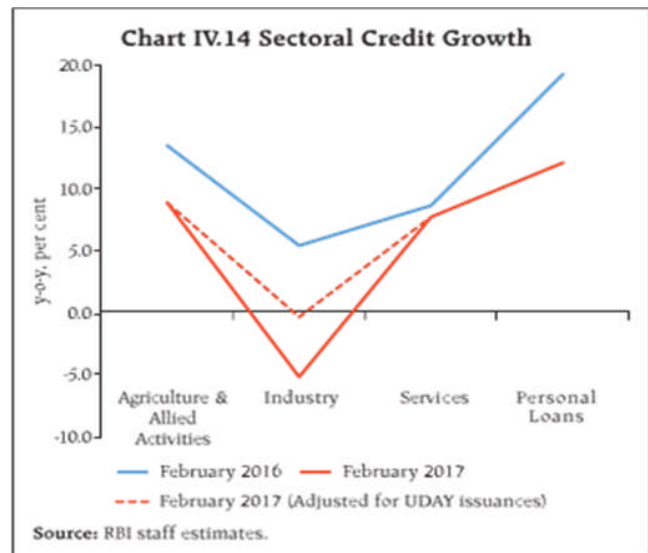
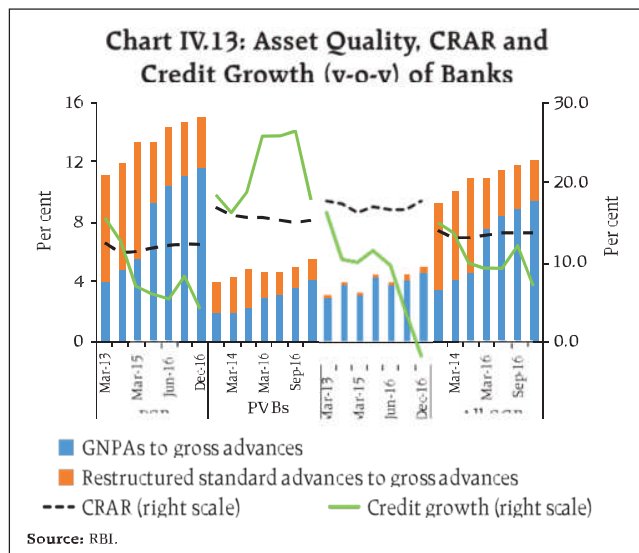
*1% स्तर पर महत्वपूर्ण ।

संदर्भ : बर्नार्नके, बेन एस तथा कारा एस लोन (1919) “द क्रेडिट क्रंच “ब्रूकिंग पेपर्स ऑन इकोनोमिक एक्टिविटी,2 रिबेरा, एलवरो सांतोस (2015), “बैंक कैपिटल एंड एंडोजेनस मनी: लिक्विडिटी प्रिफरेंस एंड कैपिटल कंस्ट्रक्ट एंड डिटरमिनेण्ट्स ऑफ राशनिंग “ ईसीबी अक्टूबर

IV.1.6 ऋण बाजार: ऋण बाजार में, गैर-खाद्य ऋण में वर्ष-दर वर्ष संवृद्धि में 17 मार्च 2017 तक 5.1 प्रतिशत की तेजी आने से पहले उत्तरार्द्ध में जनवरी की शुरुआत में 4.7 प्रतिशत की गिरावट आयी। कई कारक, हालांकि, इस गिरावट को बढ़ा-चढ़ा कर दर्शाते हैं। जैसा कि अक्टूबर 2016 एमपीआर में रेखांकित किया गया है, ऋण राइट-ऑफ करने तथा यूडीएवाय के तहत बैंक बैंक ऋण को विशेष सिक्युरिटियों में बदलने से ऋण के प्रवाह पर असर पड़ा है (चार्ट IV.12)।

इसके अलावा, ऋण चुकाने के लिए विशिष्ट बैंक नोटों (एसबीएन) का प्रयोग करने से भी बैंक ऋण की संवृद्धि दर पर बुरा असर पड़ा होगा। मांग को देखा जाए तो, एक मंदी भरे निवेश चक्र, विनिर्माण में नियमित रूप से अतिरिक्त क्षमता, तथा अपनी ऋण रेटिंग सुधारने के लिए (जैसा की अध्याय III में उल्लिखित है) कॉर्पोरेट्स द्वारा डिलीवरेजिंग के कारण ऋण वृद्धि में मंदी आई है।

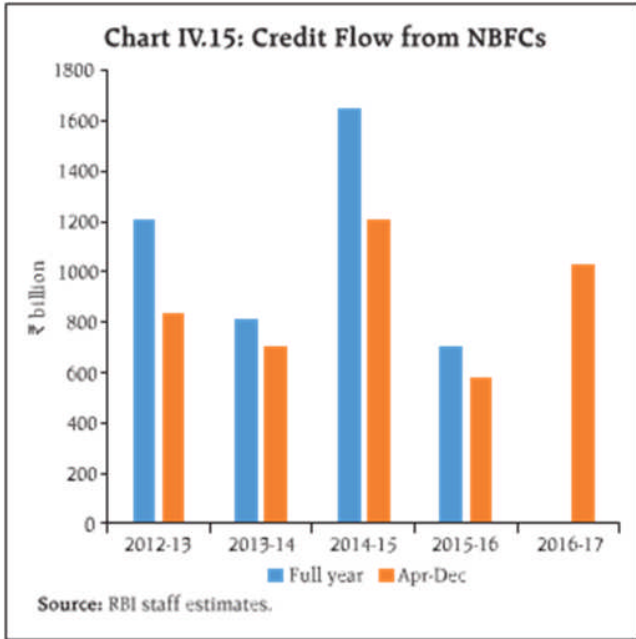
ऋण चक्र पुनरुत्थान में बाधा डालने में ऋण संवृद्धि में गिरावट आपूर्ति कारकों- दबावग्रस्त आस्तियों तथा पूंजी सीमाओं की भूमिका को दर्शा रही है (बॉक्स IV.1 तथा चार्ट IV.13)



ऋण के प्रवाह का क्षेत्रवार डाटा ऋण में गिरावट को दर्शाता है, हालांकि व्यापक आधार पर यह उद्योग के एक्सपोजर में तेजी से आई कमी के कारण हुआ है। (चार्ट IV.14) । फरवरी 2017 तक वर्ष -दर वर्ष आधार पर 18 उद्योग उप-समूहों में से 12 में ऋण में गिरावट आयी थी। यद्यपि बैंकों से फंडिंग की उपलब्धता कमजोर बनी रही है, 2016-17 की पहली तीन तिमाहियों के दौरान सभी एनबीएफसी से ऋण का प्रवाह पूरे 2015-16 के दौरान की अपेक्षा लगभग 50 प्रतिशत अधिक था। (चार्ट IV.15) हालांकि, 2016-17 (मध्य मार्च तक) में वाणिज्य क्षेत्र को वित्तीय संसाधनों का समग्र प्रवाह पिछले वर्ष की इसी अवधि में बैंकों द्वारा कम ऋण देने के कारण कम रहा था। -----

लगभग 400 गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों द्वारा दिए गए ऋणों तथा अग्रिमों से संबन्धित डाटा (एनबीएफसी-डी तथा एनबीएफसी - एन डी- एस आई जो आरबीआई को तिमाहिया विवरणियाँ प्रस्तुत करते हैं) तथा बैंकों , वित्तीय संस्थानों और सीपी के द्वारा अपने उधार राशियों के लिए समायोजित

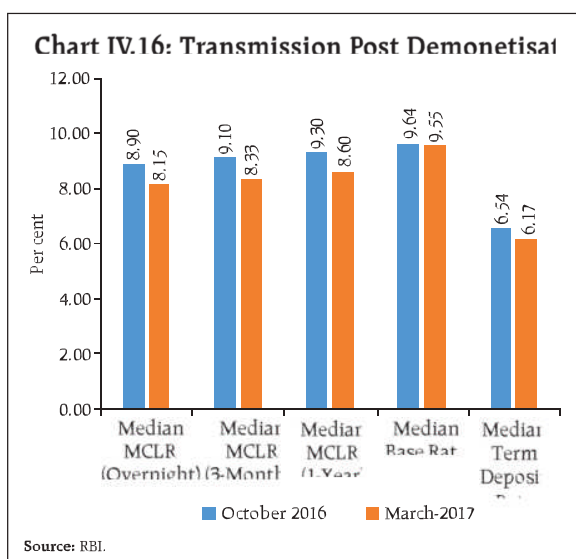
4 डबल्यूएडीटीआर नवंबर 2016 से फरवरी 2017 तक के लिए संबन्धित है ।



गैर-बैंक स्रोतों के बीच, विदेशी स्रोतों से फंडिंग थोड़े अधिक एफडीआई इन्फ्लो तथा अल्प-अवधि ऋण में तेजी से आयी वृद्धि के कारण बढ़ गई थी, घरेलू स्रोतों से वित्त मुख्य रूप से एनबीएफसी से अधिक फंडिंग, गैर-बैंकों द्वारा वाणिज्य पत्र में अभिदान किये जाने तथा सार्वजनिक निर्गम के बावजूद गैर-वित्तीय संस्थाओं द्वारा निजी तौर पर शेयर आबंटन के कारण हुआ था (सारणी IV.3) ।

IV.2 मौद्रिक नीति प्रसार

बढ़ती चलनिधि द्वारा 2016-17 के उत्तरार्द्ध में मौद्रिक नीति प्रसार में मजबूत स्थिति रही । अनुसूचित वाणिज्यिक बैंक में रखी कुल जमा राशियों में कम लागत के चालू खाते तथा बचत खाते (सीएएसए) की जमा राशियों का भाग 17 मार्च 2017 को 39.2 प्रतिशत तक जा पहुंचा - विमुद्रीकरण अवधि पूर्व के सापेक्ष यह 4.0 प्रतिशत बिन्दुओं की वृद्धि थी। मौजूदा जोखिम से बचने की प्रवृत्ति में, बैंकों ने अपनी मियादी जमा दरों को घटा दिया। नवंबर 2016 -मार्च 2017 के दौरान माध्यिका मियादी जमा दर तथा भारत औसत घरेलू मियादी जमा दर (डबल्यूएडीटीडीआर) में क्रमशः 37 बीपीएस तथा 32 बीपीएस की गिरावट आयी। सीएएसए जमा में तेज वृद्धि के साथ, ऋण लेने की समग्र लागत में गिरावट आयी, जिससे बैंक एमसीएलआर दरें घटा सके। नवंबर 2016 से एक वर्षीय माध्यिका एमसीएलआर में संचयी 70 बीपीएस की गिरावट आयी, जबकि नीतिगत दर अपरिवर्तित रही। अगर इस पर गौर किया जाए तो यह बड़ी अहम बात थी क्योंकि पिछले सात महीनों (अप्रैल -अक्टूबर 2016) के दौरान जब रेपो दर में 50 बीपीएस की कटौती की गई थी - यह गिरावट केवल 15 बीपीएस थी (चार्ट IV.16)। विमुद्रीकरण के बाद (मार्च 2017 तक); सरकारी बैंकों ने अपनी एक वर्षीय माध्यिका एमसीएलआर में 50 से 105 बीपीएस की रेंज में कटौती की तथा 19 निजी बैंकों ने 25 से 148 बीपीएस की रेंज में ऐसा किया। जमा दरों तथा एमसीएलआर के साथ तुलना करने पर, विमुद्रीकरण के बाद की अवधि के दौरान ऋण प्रदान करने की वास्तविक दरों में प्रसार पूरी तरह



सारणी IV.3: वाणिज्यिक क्षेत्रों को दिए वित्तीय संसाधनों का प्रवाह

(रु बिलियन)

| मद | 1 अप्रैल से 17 मार्च | | | |
|--|----------------------|----------------|---------------|----------------|
| | 2015-16 | | 2016-17 | |
| | रु. बिलियन | कुल का प्रतिशत | रु बिलियन | कुल का प्रतिशत |
| ए . समायोजित गैर-खाद्य बैंक ऋण (एनएफसी) | 7,754 | 54.8 | 4,818 | 38.2 |
| i) गैर-खाद्य ऋण | 7,024 | 49.6 | 3,655 | 29.0 |
| ii) अनुसूचित वाणिज्य बैंकों द्वारा गैर-एसएलआर निवेश | 731 | 5.2 | 1,164 | 9.2 |
| बी. गैर बैंकों से प्रवाह (बी1 + बी2) | 6,403 | 45.2 | 7,802 | 61.8 |
| बी1. घरेलू स्रोत | 4,479 | 31.6 | 5,511 | 43.7 |
| 1 गैर-वित्तीय कंपनियों द्वारा पब्लिक इश्यू @ | | | | |
| 2 गैर-वित्तीय कंपनियों द्वारा सकल निजी तौर पर शेयर आबंटन | 363 | 2.6 | 120 | 1.0 |
| 3 गैर -बैंकों द्वारा सबस्क्राइब किए वाणिज्यिक पत्रों का निवल जारीकरण | 985 | 7.0 | 1,599 | 12.7 |
| 4 आवास वित्त कंपनियों द्वारा निवल ऋण # | 1,173 | 8.3 | 1,467 | 11.6 |
| 5 आरबीआई विनियमित सभी 4 अखिल भारतीय वित्तीय संस्थानों द्वारा कुल अकोमोडेशन @ | 706 | 5.0 | 849 | 6.7 |
| 6 एनबीएफसी - डी तथा एनबीएफसी -एनडी-एसआई (बैंकों /वि.संस्थानों/वाणिज्यिक पत्रों का निवल) # | 459 | 3.2 | 218 | 1.7 |
| 7 कॉर्पोरेट ऋण, आधारभूत संरचना तथा सामाजिक क्षेत्र में एलआईसी का निवल निवेश | 583 | 4.1 | 1,027 | 8.1 |
| | 210 | 1.5 | 230 | 1.8 |
| बी2 विदेशी स्रोत | 1,924 | 13.6 | 2,290 | 18.1 |
| 1 बाह्य वाणिज्यिक उधार /विदेशी मुद्रा परिवर्तनीय बॉन्ड (एफसीसीबी) | -329 | -2.3 | -412 | -3.3 |
| 2 बैंकों तथा वित्तीय संस्थानों को छोड़कर एडीआर/जीडीआर इश्यू @ | 0 | 0.0 | 0 | 0.0 |
| 3 विदेशों से अल्प-कालीन ऋण # | -274 | -1.9 | 167 | 1.3 |
| 4 भारत में विदेशी प्रत्यक्ष निवेश * | 2,527 | 17.8 | 2,535 | 20.1 |
| सी . संसाधनों का कुल प्रवाह (ए+ बी) | 14,157 | 100.0 | 12,620 | 100.0 |

नोट : डाटा अस्थायी रूप से दिए हैं . #: दिसंबर तक * :जनवरी तक @: फरवरी तक

स्रोत : आरबीआई, एलआईसी, नाबाई तथा सेबी

अलग-अलग उधारकर्ता, हालांकि आपसी समझौते के द्वारा पहले की बीपीएलआर/बेस रेट आधारित कीमत निर्धारण से ऋणों के एमसीएलआर आधारित कीमत निर्धारण में परिवर्तन कर सकते हैं ।

से नहीं हुआ। नवंबर 2016- फरवरी 2017 के दौरान, बैंकों की भारत औसत ऋण दर (डबल्यूएलआर) के नए रूप ऋणों के संबंध में 69 बीपीएस की गिरावट आयी; जबकि नए रूप ऋणों के मुकाबले बकाया रूप ऋणों के लिए ऋण देने की दरों में यह प्रसार मुख्य रूप से दो कारणों के कारण सीमित रहा है। पहला, एमसीएलआर के लागू होने से पहले (अर्थात अप्रैल 2016) संकुचित हुए ऋणों का बड़ा भाग बेस रेट⁵ की कीमत पर बना रहा। वस्तुतः, बेस रेट पर संकुचित हुए ऋण बैंक ऋण पोर्टफोलियो के अभी भी लगभग 67

बॉक्स IV.2 : छोटी बचत दरों पर प्रसार

यद्यपि सरकारी- प्रतिभूति यील्ड्स में (10-वर्षीय परिपक्वता) 2016-17 के दौरान गिरावट आयी (लगभग 79 बीपीएस तक), अल्प बचत दरें 2016-17 की दूसरी तिमाही तथा चौथी तिमाही में अपरिवर्तित रही तथा 2016-17 की तीसरी तिमाही तथा 2017-18 की पहली तिमाही प्रत्येक में केवल 10 बीपीएस घट गई । 2016-17 की पहली तिमाही में सरकारी प्रतिभूति यील्ड्स से जुड़ी दरों को तय करने के फार्मूले की शुरुआत होने के समय, अल्प बचत पर ब्याज दरों को अल्प बचतों पर ब्याज दर तय करने के फार्मूले से प्राप्त की गई ब्याज दरों के साथ रखा गया था । विभिन्न बचत लिखतों के लिए 2017-18 की पहली तिमाही में वास्तविक ब्याज दर तथा फार्मूला आधारित ब्याज दर के बीच स्प्रेड 61 से 95 बीपीएस की रेंज तक बढ़ गया(सारणी)। अल्प बचत दरों तथा बॉन्ड यील्ड्स के बीच बढ़ते हुए स्प्रेड ने बैंक जमा के मुकाबले अल्प बचतों को लुभावना बना दिया तथा बैंकों को जमा को खो जाने के भय से बैंकों को अपनी जमा ब्याज दरों को पूरी तरह से समायोजित करने से हतोत्साहित किया, इस प्रकार मौद्रिक प्रसार में व्यवधान आया है ।

सारणी : 2017-18 की पहली तिमाही के लिए छोटी बचत लिखतों पर ब्याज दरें

| छोटी बचत योजना | परिपक्वता (वर्ष) | स्प्रेड (प्रतिशत बिन्दु) * * | समान परिपक्वता की औसत सरकारी प्रतिभूति यील्ड (प्रतिशत) (दिस.2016 से फरवरी 2017 तक) | फार्मूला आधारित ब्याज दर (प्रतिशत) अप्रैल-जून 2017 पर लागू) | भारत सरकार द्वारा घोषित ब्याज दर (प्रतिशत) (अप्रैल-जून 2017 पर लागू) | अंतर (प्रतिशत बिन्दु) |
|----------------------------|------------------|------------------------------|--|--|---|-----------------------|
| (1) | (2) | (3) | (4) | (5)=(3) + (4) | (6) | (7)=(6)-(5) |
| बचत जमा | - | - | - | - | 4.0 | - |
| लोक भविष्य निधि | 15 | 0.25 | 6.99 | 7.24 | 7.9 | 0.66 |
| मियादी जमा | | | | | | |
| 1 वर्ष | 1 | 0 | 6.09 | 6.09 | 6.9 | 0.81 |
| 2 वर्ष | 2 | 0 | 6.20 | 6.20 | 7.0 | 0.80 |
| 3 वर्ष | 3 | 0 | 6.31 | 6.31 | 7.2 | 0.89 |
| 5 वर्ष | 5 | 0.25 | 6.54 | 6.79 | 7.7 | 0.91 |
| डाक घर आवर्ती जमा खाता | 5 | 0 | 6.31 | 6.31 | 7.2 | 0.89 |
| डाक घर मासिक आय योजना | 5 | 0.25 | 6.50 | 6.75 | 7.6 | 0.85 |
| किसान विकास पत्र | 113 माह | 0 | 6.99 | 6.99 | 7.6 | 0.61 |
| एनएससी VIII इश्यू | 5 | 0.25 | 6.70 | 6.95 | 7.9 | 0.95 |
| वरिष्ठ नागरिक बचत योजना | 5 | 1.00 | 6.54 | 7.54 | 8.4 | 0.86 |
| सुकन्या समृद्धि खाता योजना | 21 | 0.75 | 6.99 | 7.74 | 8.4 | 0.66 |

*लिखतों में कंपाउंडिंग बारंबारता भिन्न रहती है

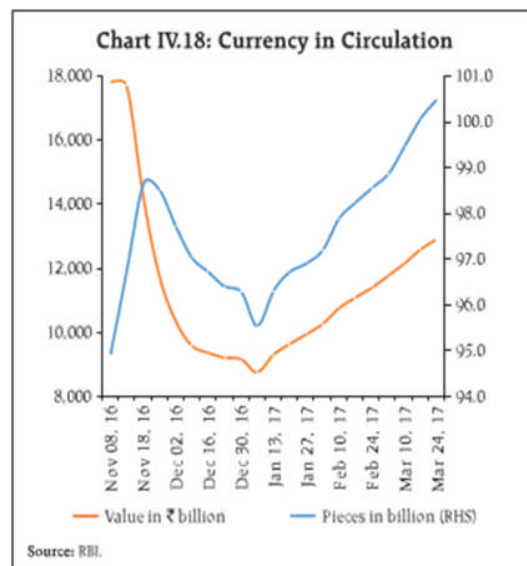
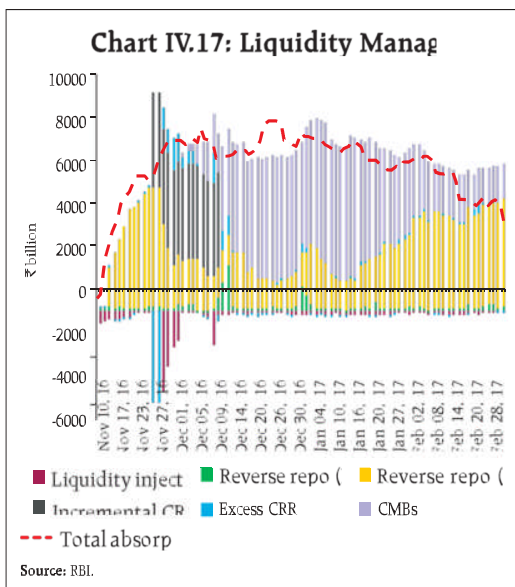
** : 16 फरवरी,2016 को भारत सरकार द्वारा की गई घोषणा अनुसार

स्रोत : भारत सरकार

प्रतिशत थे। दूसरा, एमसीएलआर आधारित ऋण की कीमत तय करने के तहत, मौजूदा ऋणों पर ब्याज दर सामान्यतः वार्षिक आधार पर ही तय किए जाते हैं, जो यह इंगित करता है कि एमसीएलआर प्रणाली के तहत दिसंबर 2016 तक अधिकांश ऋणों को एमसीएलआर में तेजी से आयी कटौती से कोई लाभ नहीं होता। इस प्रसार में अवरोध डालने वाले कारणों के एक विश्लेषण, जिसमें तिमाही बैंक स्तर डाटा (2016-17 की पहली तीन तिमाहियों के लिए) का उपयोग किया गया है, यह दर्शाता है कि बैंकों के स्प्रेड (अर्थात एमसीएलआर के दौरान बकाया/नए रुपये ऋणों पर डबल्यूएलआर) तथा दबावग्रस्त आस्तियों के बीच एक सकारात्मक समानता थी, जो यह दर्शाता है कि एनपीए से ब्याज आय के नुकसानों को वसूलने के लिए बैंक अपनी बेहतर प्रदर्शन वाली आस्तियों पर अतिरिक्त जोखिम प्रीमियम चार्ज करते हैं। एमसीएलआर के विभिन्न घटकों में से, केवल मियादी जमा दरों में ही पॉलिसी दर में आए बदलावों के अनुसार बदलाव हुआ है। दूसरा कारण जिसके द्वारा मौद्रिक नीति प्रसार में अवरोध आया है, वह यह है कि छोटी बचतों पर ब्याज दरों ने बाज़ार की ब्याज दरों में आयी मूवमेंट्स के साथ एकरूपता नहीं रखी है। यद्यपि सरकार ने यह घोषणा की है वह सरकारी प्रतिभूतियों की यील्ड्स में आए बदलाव के साथ एकरूपता रखते हुए छोटी बचत पर ब्याज दरों में संशोधन करेगी, पर इसे पूरी तरह से कार्यान्वित नहीं किया गया है। (बॉक्स IV.2)

IV.3 चलनिधि स्थितियाँ तथा मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रिया

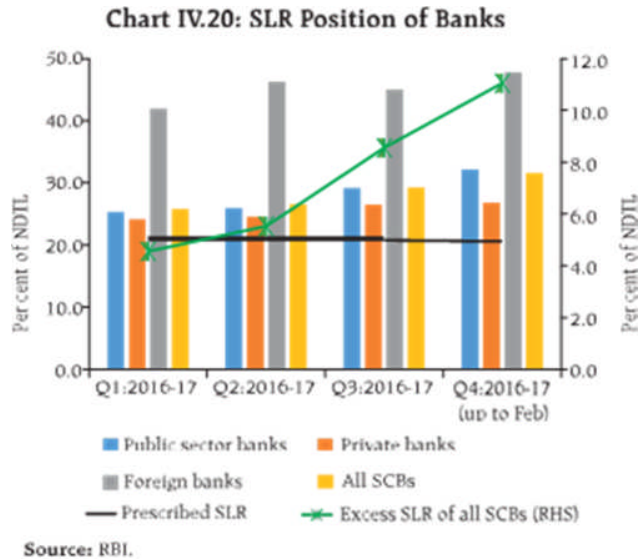
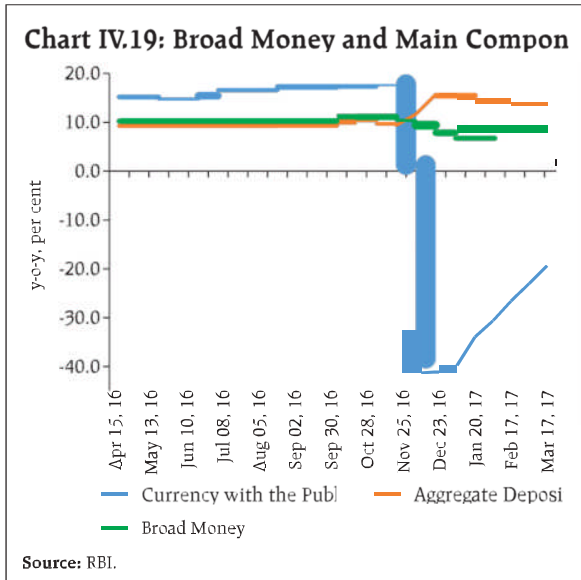
संशोधित आरबीआई अधिनियम 1934 के अनुसार, रिज़र्व बैंक मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन से संबंधी परिचालन प्रक्रिया तथा समय समय पर उसमें किए बदलावों, यदि कोई हो, को पब्लिक डोमेन में रखेगा। यह परिचालन प्रक्रिया - रिज़र्व बैंक के चलनिधि प्रबंधन रूपरेखा में दी गई है - यह अप्रैल 2015 एमपीआर के बॉक्स IV.1 में प्रकाशित की गई थी। परिचालन प्रक्रिया में यह निर्देशित है कि मौद्रिक नीति के परिचालन लक्ष्य - भारत औसत मांग मुद्रा दर (डबल्यूएसीआर) - को मौद्रिक नीति के रुझान के अनुरूप चलनिधि प्रबंधन द्वारा रेपो रेट के साथ -साथ रखा जाए। इस रूपरेखा को अप्रैल 2016 में संशोधित किया, जिसका विवरण अक्टूबर 2016 एमपीआर में प्रस्तुत है। अप्रैल 2016 की चलनिधि प्रबंधन की संशोधित रूपरेखा के तहत स्थायी तथा प्रतिरोधात्मक चलनिधि दोनों के सक्रिय प्रबंधन पर दिए गए आश्वासनों के तथा निवल मांग और मियादी देयताओं (एनडीटीएल) के एक प्रतिशत के समान औसत घाटे से प्रणाली को तटस्थ स्थिति में ले जाने के अनुरूप, रिज़र्व बैंक ने मुख्य रूप से रु 1.1 ट्रिलियन की खुली बाजार खरीद नीलामियों



के द्वारा अप्रैल-अक्टूबर 2016 के दौरान 1.9 ट्रिलियन रुपए की स्थायी चलनिधि लगायी। यह शेष दर्शाता है कि रिज़र्व बैंक के विदेशी मुद्रा बाज़ार परिचालनों के चलनिधि पर प्रभाव पड़ा है तथा सरकार द्वारा प्रतिभूतियों की पुनः खरीद हुई है। 08 नवंबर 2016 को विमुद्रीकरण की घोषणा तथा उसके बाद बैंक जमा राशियों में वृद्धि होने के बाद, रिज़र्व बैंक ने सरप्लस चलनिधि को एक रिकार्ड स्तर पर अवशोषित करने के लिए लिखतों की रेंज में विस्तार किया। तीसरी तिमाही की शुरुआत में, अप्रैल 2016 में चलनिधि प्रबंधन रूपरेखा में किए संशोधनों के तहत दिए गए आश्वासनों के अनुरूप स्थायी रूप से चलनिधि डालने से दूसरी तिमाही में प्रणाली में पहले से ही रु. 293 बिलियन का औसत सरप्लस आया। क्योंकि सरकार के नकदी शेष में वृद्धि हुई तथा त्यौहारों के कारण मुद्रा की मांग से चलनिधि बैंकिंग प्रणाली से बाहर निकल गई थी, अक्टूबर में औसत प्रणाली सरप्लस में 63 बिलियन रुपए की गिरावट आयी। विमुद्रीकरण के बाद, प्रचलन में मुद्रा में 8,997 बिलियन रुपए की गिरावट आयी (6 जनवरी 2017 तक) बैंकिंग प्रणाली में चलनिधि में अचानक से आई वृद्धि तथा उसके साथ ही ऋण के लिए कमजोर होती मांग (जैसा कि खंड IV.1 में दर्शाया गया है) के कारण रिज़र्व बैंक चलनिधि अवशोषण परिचालनों में वृद्धि करने की आवश्यकता महसूस हुई ताकि मुद्रा बाज़ार दरें नीतिगत रेपो दर के अनुरूप बनी रहें। रिज़र्व बैंक ने परंपरागत तथा गैर- परंपरागत लिखतों दोनों को संयुक्त रूप से उपयोग किया अर्थात् (i) 16 सितंबर तथा 11 नवंबर 2016 के बीच बैंकों के एनडीटीएल में वृद्धि पर 100 प्रतिशत की आईसीआरआर का अस्थायी रूप से प्रयोग किया गया ; (ii) अधिक सरप्लस चलनिधि का प्रबंधन करने के लिए एमएसएस के तहत जारी किए गए नकदी प्रबंधन बिलों (सीएमबी) की खुली बाज़ार बिक्री की गई; तथा (iii) विभिन्न अवधियों की विभिन्न दर रिवर्स रेपो का उपयोग किया (चार्ट IV.17) । 04 जनवरी 2017 को अवशोषित की गई चलनिधि चरम स्तर पर रु. 7,956 बिलियन पर पहुँच गई (रु. 2,568 बिलियन रिवर्स रेपो के द्वारा तथा 5466 बिलियन रुपए एमएसएस के तहत सीएमबी के द्वारा अवशोषित किए गए)

आईसीआरआर को एक पखवाड़े (09 दिसंबर 2016 को समाप्त) के लिए प्रयोग में लाया गया। इसके द्वारा लगभग 4,000 बिलियन रुपए की अतिरिक्त चलनिधि को प्रणाली से बाहर करने में सहायता मिली। केंद्र सरकार द्वारा 2 दिसंबर 2016 को एमएसएस के तहत प्रतिभूतियों को जारी करने की सीमा को 300 बिलियन रुपए से रु. 6000 बिलियन रु बढ़ाने के साथ ही, रिज़र्व बैंक ने आईसीआरआर का प्रयोग बंद कर दिया। उसके बाद, इसने सरप्लस चलनिधि स्थितियों का प्रबंधन रिवर्स रेपो तथा एमएसएस के ठीक उपयोग से किया। चौथी तिमाही में, पुनः मुद्रीकरण तेज गति से आगे बढ़ा, जिसमें संचयी रूप से प्रचलन में मुद्रा की लगभग रु. 4373 बिलियन की वृद्धि हुई (चार्ट IV.18)। इससे मार्च 2017 अंत तक प्रणाली में चलनिधि सरप्लस घटकर 3,141 बिलियन रुपए हो गया । पुनर्मुद्रीकरण के कारण बाद में चलनिधि सरप्लस की प्रत्याशा में, रिज़र्व बैंक ने सीएमबी को परिपक्व करते हुए रिलीज़ की गई सरप्लस चलनिधि को अवशोषित करने के लिए निरंतर रिवर्स रेपो का उपयोग किया, विशेष रूप से 14 जनवरी 2017 से। रिज़र्व बैंक ने तीसरी तिमाही में (विमुद्रीकरण के बाद) रु. 4,024 बिलियन की तथा चौथी तिमाही में रु. 5,932 बिलियन की दैनिक औसत सरप्लस चलनिधि अवशोषित की। इससे डबल्यूएसीआर का पॉलिसी रेपो रेट के साथ तारतम्य बना रहा हालांकि यह कमी आने का रुझान के साथ है ।

विमुद्रीकरण के बाद, प्रचलन में मुद्रा कम हुई क्योंकि विशिष्ट बैंक नोट सामान्य जन द्वारा लौटा दिये गए तथा परिणामस्वरूप बैंको के पास जमा में तेजी से वृद्धि हुई (चार्ट IV.19) ।



यद्यपि मुद्रा जमा अनुपात में तेजी से आई कमी से मनी मल्टीप्लायर में वृद्धि हुई, इससे व्यापक मुद्रा (एम₃) पर बेस मनी में कमी आने के प्रभाव की भरपाई नहीं हो पायी (विमुद्रीकरण से एकदम पहले की अवधि से 17 मार्च 2017 को लगभग 22 प्रतिशत तक) । संरचनात्मक सरप्लस चलनिधि से बैंक चलनिधि कवरेज अनुपात (एलसीआर) जरूरत पूरा कर सके जो कि जनवरी 2017 में 70 प्रतिशत से 80 प्रतिशत तक बढ़ गई। बैंकों की अतिरिक्त सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) 2016-17 की चौथी तिमाही में (फरवरी तक) औसतन लगभग 11 प्रतिशत थी, जिसमें एमएसएस के तहत सीएमबी में निवेश तथा रिवर्स रेपो प्रचालनों के तहत रिज़र्व बैंक के पास रखी गई अतिरिक्त चलनिधि शामिल थी (चार्ट IV.20) ।

भविष्य में, अल्पकाल के लिए चलनिधि स्थितियों के सरप्लस में रहने की उम्मीद है, जिसे रिज़र्व बैंक व्यवस्थित बनाए रखना जारी रखेगा ताकि मुद्रा बाज़ार रेट परिचालन लक्ष्य तथा मौद्रिक नीति रूझान के अनुरूप बनी रहे। सरप्लस चलनिधि को अवशोषित करने के लिए बढ़ते उपयोग से मियादी मुद्रा बाज़ार का अवश्य विकास होगा। मौद्रिक नीति रूझान को समायोजित से तटस्थ में परिवर्तित करने से बाज़ार की उम्मीदों में परिवर्तन आया है, किन्तु ऋण दरों में रेपो रेट में 175 बीपीएस की पिछली संचयी कटौती का प्रसार पूरा नहीं हुआ है। दबावग्रस्त आस्तियों का समाधान करना तथा सरकारी बैंकों के पुनर्पुंजीकरण की बैंकों द्वारा जोखिम कम करने में बड़ी अहम भूमिका रहेगी। इससे उत्पादक क्षेत्रों को ऋण देने में वृद्धि आएगी तथा मौद्रिक नीति प्रसार में भी सुधार आएगा।

V. बाहरी आर्थिक वातावरण

वैश्विक आर्थिक गतिविधि तथा कारोबार में 2016 के उत्तरार्द्ध से थोड़ी तेजी आयी। पण्यों की कीमतें सुदृढ़ होने के कारण बड़ी उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (ईई) में मुद्रास्फीति में कुछ वृद्धि हुई। मुख्य पण्य निर्यात करने वाली उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) में मंदी की स्थितियाँ पैदा हो गई थी, जिससे एक समूह के रूप में ईएमई में बड़े बदलाव के लिए मंच तैयार हुआ ।

अक्टूबर 2016 की एमपीआर से वैश्विक वृद्धि में 2016 के अंत तक थोड़ी तेजी आयी तथा ऐसा अनुमान लगाया है कि बहुपक्षीय एजेंसियों द्वारा 2017 में इसमें और सुधार होगा । 2016 में ईएमई की वृद्धि संतुलित रही । किन्तु मुख्य पण्य निर्यातक देशों में मंदी में कमी होने पर इसमें सुधार होगा । यद्यपि ऐसा प्रतीत होता है कि विश्व व्यापार इस दबाव से बाहर निकल चुका है, संरक्षणवादी नीतियों तथा बढ़ते राजनीतिक तनावों के प्रति बढ़ती हुई प्रवृत्ति नए जोखिम के रूप में उभर रही हैं। अमेरिकी आर्थिक सूचकांकों जैसे कि मजबूत श्रम बाज़ार तथा उपभोक्ता व्यय; चीन में आधारभूत संरचना में व्यय; तथा भू-राजनीतिक समस्याओं में स्थिति सुधारने से 2016 के अंत में पण्यों के मूल्यों में वृद्धि हुई है। ओपेक (OPEC) द्वारा उत्पादन में कटौती की घोषणा के बाद कच्चे तेल की कीमतें स्थिर बनी हुई हैं। अमेरिका में मुद्रा स्फीति राजकोषीय नीतियों, ऊर्जा की बढ़ती कीमतों मूल्यों तथा मांग में थोड़ी मजबूती होने के कारण मुद्रास्फीति में वृद्धि हुई है ।

अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाज़ार पर अमेरिकी चुनाव नतीजों तथा उग्र प्रगतिशील मार्गदर्शन का सहारा लेते हुए फेडरल रिज़र्व द्वारा मौद्रिक नीति की अपेक्षाओं के कारण प्रभावित हुआ है। अमेरिकी चुनाव के बाद एक बड़े पैमाने पर पूंजी प्रवाहों का मुद्रा और इक्विटी बाज़ार में जाने के कारण वित्तीय बाज़ार के ईएमई में थोड़ी अस्थिरता बनी हुई है। फिर भी, 2016 की चौथी तिमाही से ऐतिहासिक मानकों द्वारा औसत अस्थिरता नियंत्रित है , मार्च के मध्य से कुछ नरमी होने के पूर्व अमेरिकी यील्ड्स की तरह एक के बाद एक पूरे विश्व में बॉन्ड यील्ड सुदृढ़ हुआ है। अमेरिकी अर्थव्यवस्था को और मजबूत बनाने के लिए इक्विटी बाज़ार को सीमित किया गया, 2017 में फेडरल रिज़र्व द्वारा और अधिक दरें बढ़ाने की संभावनाएं के चलते उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में यील्ड्स सुदृढ़ हुईं। दिसंबर में अमेरिकी डॉलर कई वर्ष की ऊंचाईयों पर चला गया तथा यह आशा की जा रही है कि यह उच्च बनी रहेगी।

V.I वैश्विक आर्थिक परिस्थितियां

2016 की तीसरी तिमाही में अमेरिकी अर्थव्यवस्था सुदृढ़ उपभोक्ता व्यय तथा श्रम बाज़ार में लगातार जारी सुधार द्वारा मजबूती के साथ ऊपर उठी। निवल निर्यातों में भारी गिरावट आने के कारण 2016 की चौथी तिमाही में जीडीपी विकास में तेजी से गिरावट आयी, जबकि खुदरा बिक्री, उपभोक्ता विश्वास तथा खरीद विनिर्माण सूचकांक (पीएमआई) के अनुसार यह गति स्थिर बनी रही। घरेलू मांग (तिमाही दर तिमाही) लगभग दो वर्षों में अत्यंत तेज गति से बढ़ गई थी। उपभोक्ता का विश्वास मार्च में सोलह वर्ष के सबसे उच्च स्तर पर था, हालांकि फरवरी में खुदरा बिक्री में गिरावट आयी थी। आपूर्ति प्रबंधन संस्थान (आईएसएम) सूचकांक के अनुसार फरवरी में तीन वर्षों में विनिर्माण सबसे तेज गति से बढ़ा ।

सारणी V.1: वास्तविक जीडीपी विकास (तिमाहीवार)

(प्रतिशत)

| देश | तिमाही 4- 2015 | तिमाही 1- 2016 | तिमाही 2- 2016 | तिमाही 3- 2016 | तिमाही 4- 2016 | 2017 (पी) | 201 (पी) |
|-----|-------------------|-------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------|--------------|
|-----|-------------------|-------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------|--------------|

उन्नत अर्थव्यवस्थाएँ (ईई)

| | | | | | | | |
|--------------|------|-----|------|-----|-----|-----|-----|
| अमेरिका | 0.9 | 0.8 | 1.4 | 3.5 | 2.1 | 2.3 | 2.5 |
| यूरो क्षेत्र | 2.0 | 2.0 | 1.2 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| जापान | -1.0 | 1.9 | 2.2 | 1.2 | 1.2 | 0.8 | 0.5 |
| यू के | 2.8 | 0.8 | 2.4 | 2.0 | 2.8 | 1.5 | 1.4 |
| कनाडा | 0.5 | 2.7 | -1.2 | 3.8 | 2.6 | 1.9 | 2.0 |
| कोरिया | 2.8 | 2.0 | 3.6 | 2.0 | 2.0 | 3.0 | 3.1 |

उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाएँ (ईएमई)

| | | | | | | | |
|----------------|------|------|------|------|------|-----|-----|
| चीन | 6.0 | 5.2 | 7.6 | 7.2 | 6.8 | 6.5 | 6.0 |
| ब्राज़ील | -4.8 | -2.4 | -1.3 | -2.9 | -3.6 | 0.2 | 1.5 |
| रूस | -3.2 | -0.4 | -0.5 | -0.4 | 0.3 | 1.1 | 1.2 |
| दक्षिण अफ्रीका | 0.5 | -1.5 | 3.1 | 0.4 | -0.3 | 0.8 | 1.6 |
| थाईलैंड | 2.5 | 4.3 | 4.2 | 1.7 | 1.7 | 3.3 | 3.1 |
| मलेशिया | 4.8 | 4.0 | 2.8 | 5.6 | 5.6 | 4.6 | 4.7 |
| मेक्सिको | 1.6 | 1.9 | 0.4 | 4.2 | 2.8 | 1.7 | 2.0 |
| साउदी अरब | 4.3 | 2.0 | 1.5 | 0.9 | 1.2 | 0.4 | 2.3 |

मेमो :

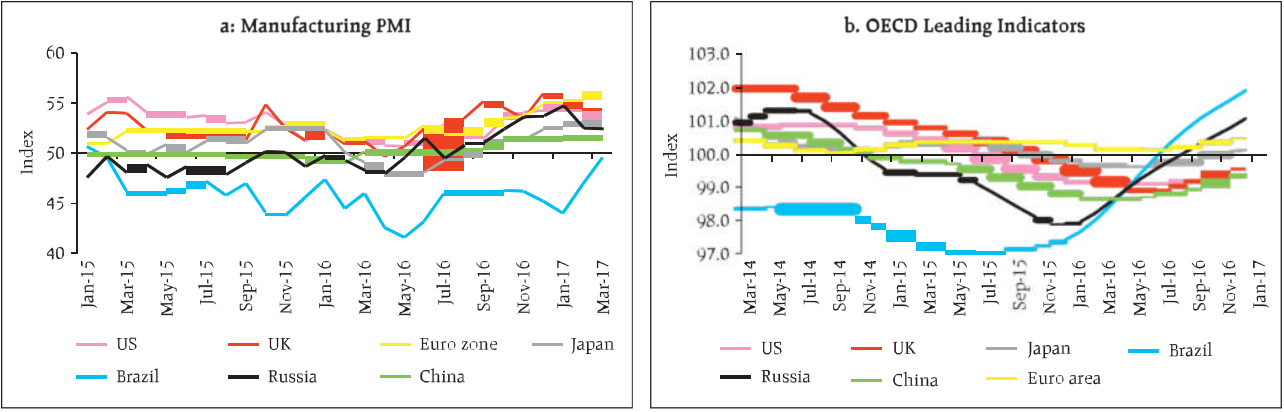
| | 2016 (ई) | 2017 (पी) | 2018 (पी) |
|----------------------|-------------|--------------|--------------|
| विश्व उत्पादन | 3.1 | 3.4 | 3.6 |
| विश्व व्यापार परिमाण | 1.9 | 3.8 | 4.1 |

ई : अनुमान , पी : पूर्वानुमान , * : वर्ष-दर-वर्ष संवृद्धि .

स्रोत : ब्लूमबर्ग तथा आईएमएफ़

यूरो क्षेत्र में, 2016 के उत्तरार्द्ध (एच 2) में जीडीपी विकास में तेजी आयी। तेल के अपेक्षाकृत कम कीमतों तथा निरंतर रूप से रोजगार में हो रही वृद्धि के चलते हाउस होल्ड आमदनी में वृद्धि होने से उपभोक्ता विश्वास तथा पीएमआई बढ़ने जो कि मार्च में छः साल की सबसे अधिक ऊंचाई पर पहुँच गया , यह दर्शाता है कि 2017 की पहली तिमाही में यह गतिविधि और बढ़ेगी। फिर भी, कई विपरीत परिस्थितियों जैसे कि ब्रेक्सिट प्रक्रिया की औपचारिक शुरुआत होने, कई घटक देशों में आने वाले चुनावों तथा वित्तीय स्थितियों के सुदृढ़

Chart V.1: Leading Indicators



Sources: Bloomberg and Markit.

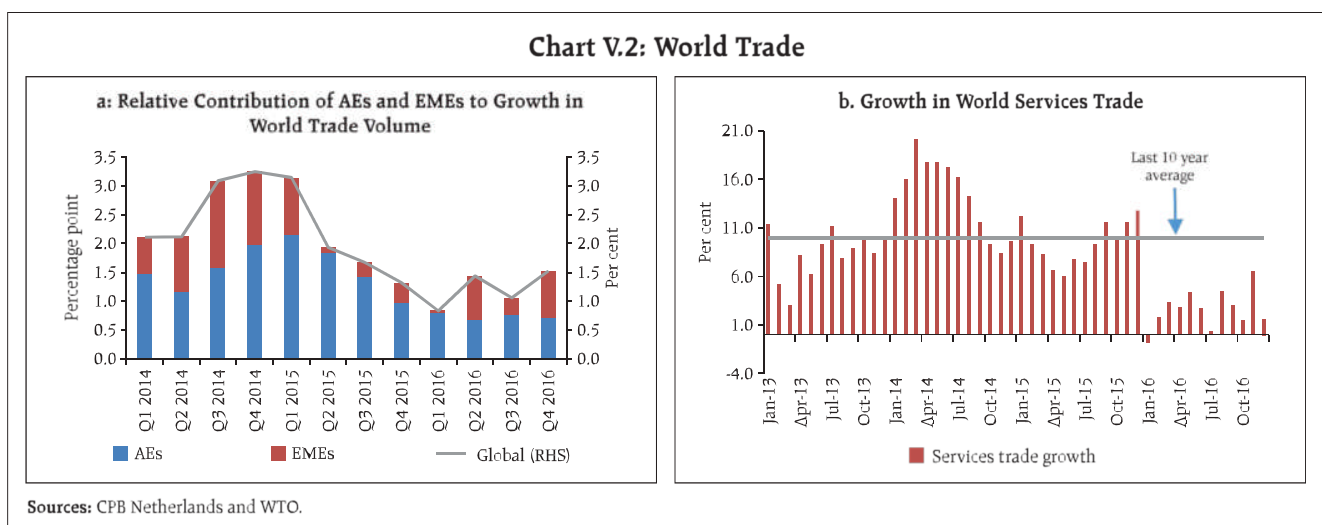
होने के चलते इस क्षेत्र को असुरक्षित बनाया है। 2016 के उत्तरार्द्ध में जापानी अर्थव्यवस्था में, गति कमजोर पड़ने के बावजूद मध्यम गति से सुधार होता दिखा। निजी उपभोग तथा नियत निवेश संतुलित रही, यद्यपि 2016 के अंत तक निर्यात तथा औद्योगिक उत्पादन में बढ़ोतरी हुई। जनवरी तथा फरवरी के दौरान विनिर्माण पीएमआई बेहतर स्थिति में थी किंतु मार्च 2017 में फिर से संतुलित हो गई।

ब्रेक्सिट से संबन्धित समझौता वार्ता को लेकर अनिश्चितताएँ होने के बावजूद, इंग्लैंड में आर्थिक विकास की गति में 2016 के उत्तरार्द्ध में तेजी आयी, क्योंकि पाउंड के कमजोर होने के बाद निर्यात में काफी पर्याप्त बढ़ोतरी हुई। हालांकि, फरवरी में लगातार दो महीनों के लिए विनिर्माण संवृद्धि में धीमापन आया, जो 2017 में मंदी की संभावना को दर्शाता है (सारणी V.1)।

उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं में आर्थिक गतिविधि में विविधता बनी रही। चीन में, यद्यपि 2016 की चौथी तिमाही में वर्ष दर वर्ष जीडीपी विकास बेहतर हुआ था, जो कि नीतिगत प्रोत्साहन तथा बढ़ते संपत्ति बाज़ार के समर्थन स्वरूप हुआ था, तिमाही दर तिमाही विकास की गति में तेजी से हुई कमी को दर्शाया है। औद्योगिक उत्पादन तथा पीएमआई में स्थिरता आई, किंतु बड़े कर्जों तथा वित्तीय स्थिरता के बारे में चिंताएँ बढ़ती जा रही हैं। परिणामस्वरूप, 2017 के लिए विकास के लक्ष्य को सरकार ने कम करके लगभग 6.5 प्रतिशत कर दिया है। ब्राज़ील में, ऐसा प्रतीत होता है कि वस्तुओं की मूल्यबढ़ने तथा विकास तेज करने के लिए सरकार द्वारा घोषित किए दिवालियापन कानून में सुधार करने जैसे कई उपायों द्वारा आर्थिक स्थिति में सुधार हुआ है। खनन तथा विनिर्माण क्षेत्रों में स्थिति सुधरने, तेल की मूल्यों में वृद्धि होने तथा नीतिगत पहल जिसमें अधिक लचीली विनिमय दर तथा बैंक पुनःपूंजीकरण शामिल हैं, के द्वारा रूस में आर्थिक मंदी कम हुई है। दक्षिण कोरिया, थाईलैंड तथा मैक्सिको में, 2016 की तीसरी तथा चौथी तिमाही में जीडीपी विकास की गति कुछ धीमी रही। आईएमएफ के अनुसार, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं तथा उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं दोनों में ही 2017 में विकास में वृद्धि होगी। ओईसीडी के संयुक्त प्रमुख संकेतक (सीएलआई) अमेरिका, जापान, चीन, ब्राज़ील तथा रूस में विकास में तेजी

आने, यूरो क्षेत्र में स्थिर गति की तथा इंग्लैंड में उभरती हुई गति के अस्थायी लक्षणों की ओर संकेत करते हैं। हालांकि, विनिर्माण गतिविधि कुछ देशों में कमजोर रही है जैसा की पीएमआई द्वारा दर्शाया गया है (चार्ट V.1)।

2016 की चौथी तिमाही में विश्व व्यापार विकास बेहतर हुआ, यह मुख्य रूप से उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्था के द्वारा हुआ क्योंकि उन्नत अर्थव्यवस्था के द्वारा आयात कम/संतुलित रूप में किया गया। जनवरी 2017 में, चीन तथा ब्राज़ील के निर्यात में पुनः उछाल आया। कुछ पूर्वी एशियन अर्थव्यवस्थाओं में निर्यात में वृद्धि हुई। व्यापारी माल तथा सेवा व्यापार में (नाममात्र रूप से) सुधार हुआ, हालांकि यह अपने दीर्घ-अवधि औसत से नीचे ही रहा (चार्ट V.2)।



आईएमएफ तथा विश्व बैंक ने 2017 में विश्व व्यापार के परिमाण/मात्रा में उच्चतर वृद्धि का अनुमान लगाया है। विश्व व्यापार संगठन (डबल्यूटीओ) का विश्व व्यापार आउटलुक संकेतक तथा नए निर्यात आदेशों के लिए वैश्विक पीएमआई भी यही दर्शाता है कि 2017 की पहली तिमाही में विश्व व्यापार की गति में तेजी आएगी। हालांकि, बहुपक्षीय/क्षेत्रीय व्यापार करारनामों, प्रशुल्कों तथा गैर-प्रशुल्क प्रतिबंधों में वृद्धि करने के वापस लिए प्रस्तावों से अमेरिका तथा इंग्लैंड में बढ़ती नीतिगत अनिश्चितता से कई जोखिम बढ़ गए हैं। इसके अलावा, मध्यावधि व्यापार आउटलुक के कमजोर रहने की संभावना है तथा इसकी संभावना कम है कि यह अपने जोखिम-पूर्व स्तर पर वापस लौटे क्योंकि कई संरचनागत कारणों से विश्व व्यापार के आय के लचीलेपन में गिरावट आई है। तथापि विश्व व्यापार के सभी विभिन्न क्षेत्रीय इलाकों में यह महत्वपूर्ण/काफी बदलाव हुआ है। (बॉक्स V.1)

V.2 वस्तु मूल्य तथा वैश्विक मुद्रास्फीति

वैश्विक आपूर्ति/मांग स्थितियाँ तथा आर्थिक सुधार तेज गति और तेज होने की आशा से पण्यों की कीमतें वस्तुओं के मूल्य में निरंतर बढ़ोतरी होती रही। नवंबर 2016 के अंत में ओपेक सदस्यों द्वारा उत्पादन घटाने पर सहमत होने के बाद दिसंबर 2016 में कच्चे तेल की मूल्य कई वर्षों में सबसे अधिक स्तर पर पहुँच गए (चार्ट V.3)। उसके बाद से, कच्चे तेल की कीमतें मुख्यत एक रेंज में सीमित रही क्योंकि अमेरिका में उच्चतर तेल रिग काउंट पर शेल उत्पादन की बढ़ने की संभावना है (चार्ट V.4ए)।

मांग तथापि तेल आयात करने वाले बड़ी उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं के विकास में एक तेज बदलाव आए बिना ही कम रही। यू एस डॉलर के मजबूत होने से कच्चे तेल के मूल्यों पर गिरावट होने का दबाव भी पड़ सकता है क्योंकि यू एस डॉलर तथा तेल के मूल्यों में सामान्य रूप से प्रतिकूल संबंध है। यह बात हाल के 1 जनवरी 2013 से 31 मार्च 2017 तक के डाटा से भी सिद्ध होती है, जो यह दर्शाता है कि डॉलर सूचकांक तथा कच्चे तेल के मूल्यों के बीच 0.94 का काफी बड़ा नकारात्मक पारस्परिक संबंध है (डबल्यूटीआई, ब्रेण्ट तथा दुबई फतेह)।

बॉक्स V.1 : वैश्विक आर्थिक गतिविधि तथा व्यापार : एक नया सामान्य ?

2011 के उत्तरार्द्ध से, विश्व की जीडीपी में विस्तार के मुकाबले वैश्विक व्यापार संवृद्धि धीमी रही है, जबकि वैश्विक वित्तीय संकट 25 वर्ष पहले, व्यापार संवृद्धि जीडीपी संवृद्धि से दोगुना थी। अतः, संकट-के-बाद के वर्षों में व्यापार की आय में तन्यता में तेजी से गिरावट आयी। संघटनात्मक प्रभाव तथा ढांचागत कारक दो मुख्य गतिविधियां हैं, जो आर्थिक विकास के मुकाबले व्यापार में आई इस धीमेपन के मुख्य कारण रहे हैं। संघटनात्मक प्रभावों में आर्थिक गतिविधि तथा व्यापार का उन्नत अर्थव्यवस्थाओं से उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं की ओर चला जाना, वैश्विक मांग के आयात-प्रधान घटक के घटते हुए हिस्से तथा व्यापार में विनिर्माण से सेवाओं की ओर चला जाना शामिल हैं। यह आवश्यक नहीं है कि ये कारक संरचनात्मक हो और मध्यावधि में वापस हो जब वैश्विक अर्थव्यवस्था के पूरी तरह से ठीक हो जाए/सुधर जाए ।

संरचनात्मक कारकों, जो वैश्विक आर्थिक मंदी से पहले पूरी तरह से व्याप्त थी , कम से कम तीन माध्यमों द्वारा मौलिक परिवर्तनों को दर्शाते हैं। पहला, परिवहन की कम लागतें, व्यापार पर लगी रोक हटाना तथा बहुपक्षीय वैश्वीय व्यापार करारनामों में वृद्धि, जिन्होंने वैश्विक व्यापार वृद्धि में योगदान दिया था, समाप्त हो चुके थे। द्वितीय, वैश्विक मूल्य श्रंखला (जीवीसी) में तेजी से मंदी आयी, यह कुछ तो उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं में बढ़ती श्रम लागतों तथा कुछ बढ़ते संरक्षणवाद के कारण हुआ था। तृतीय, वित्तीय तेज स्थिति के बीच का आपसी संबंध जो निर्यात गतिविधि उपलब्ध कराता है , वह क्षीण हो गई। इन सभी कारकों से यह पता चलता है कि विकास तथा व्यापार एक नई सामान्य दिशा की ओर जा रही है (ईसीबी, 2016)

कॉस्टइंटनेसक्यू एट एल (2015) के बाद, जनवरी 2000 से जुलाई 2016 तक की अवधि के लिए मासिक डाटा पर त्रुटि सुधार मॉडल (ईसीएम) को निम्न रूप से दर्शाया गया है:

$$\Delta \ln m_t = \alpha + \beta \Delta \ln y_t + \gamma \ln m_{t-1} + \delta \ln y_{t-1} + \epsilon_t$$

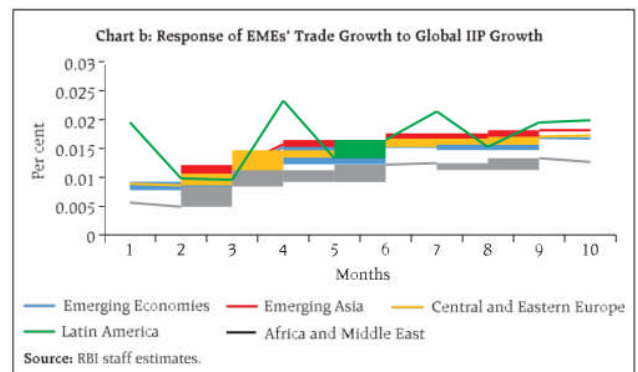
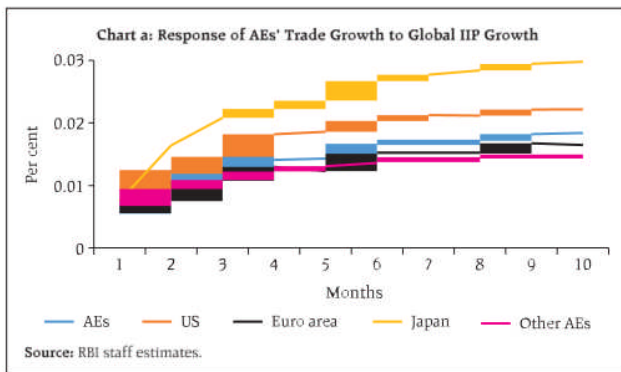
Δ प्रथम भिन्नता को निर्दिष्ट करता है, m_t विश्व व्यापार की मात्रा है तथा y_t विश्व आईआईपी द्वारा दर्शायी गई आय है ,

α निरंतर है, तथा $\#$ त्रुटि है। अल्प-कालिय व्यापार तन्यता को β द्वारा दर्शाया गया है वहीं दीर्घकालीन व्यापार तन्यता को γ द्वारा दर्शाया गया है।

बाई-पेरन परीक्षण दर्शाते हैं कि मॉडल में कम से कम तीन क्षेत्रों अर्थात जनवरी 2000 से अक्टूबर 2008; नवंबर 2008 से अप्रैल 2011; तथा मई 2011 से जुलाई 2016, जो कि संकट-पूर्व अवधि, संकट अवधि तथा संकट के बाद की अवधि के अनुरूप हैं। इन तीन क्षेत्रों में , दीर्घ-कालीन तन्यता में लगातार 1.9 से 0.8 तक गिरावट आई । जबकि अल्प-अवधि तन्यता में, इसके 0.4 तक नीचे जाने से पहले, संकट पूर्व अवधि में 0.5 से संकट अवधि के दौरान 0.9 तक तेजी से वृद्धि हुई । अतः, वैश्विक व्यापार में पहले जैसी तेज गति से वृद्धि आने के आसार कम है जबकि मध्यावधि में वैश्विक विकास पूरी तरह हुआ था।

(आगे जारी है)

-----¹ It consists of two endogenous variables (world IIP growth and corresponding region trade growth) with three lags based on lag length selection criteria. All variables are seasonally adjusted using X12 ARIMA and in log difference form

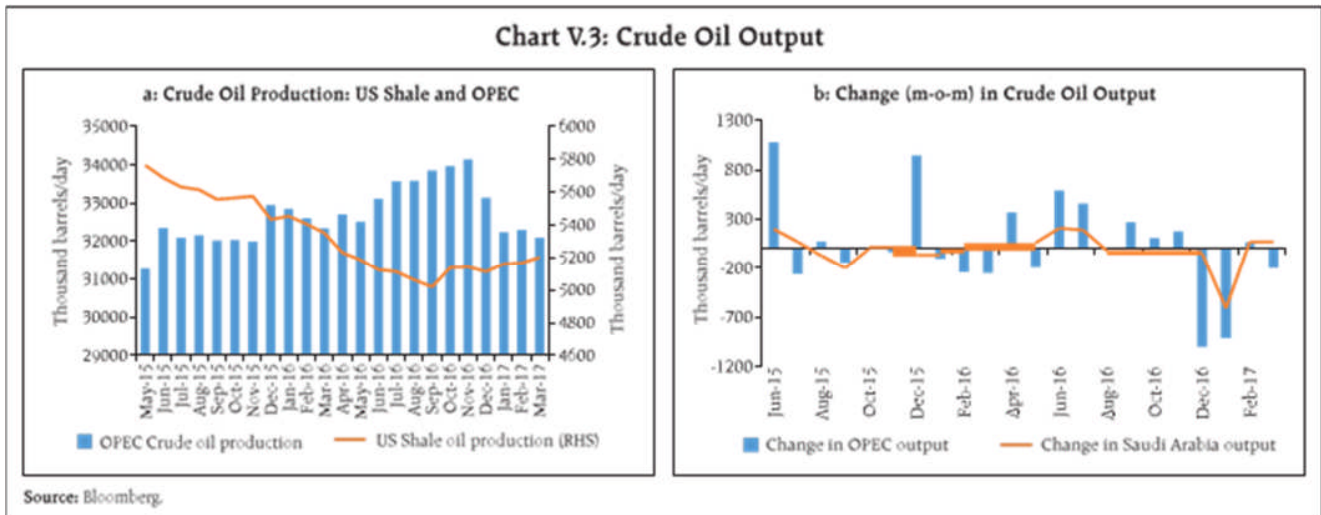


हालांकि, जैसा कि वीएआर विश्लेषण¹ द्वारा दर्शाया गया है क्षेत्रीय व्यापार में हुए सुधार में भारी विविधता आ सकती है। व्यापार का इंपल्स रिसपोन्स फंक्शन (आईआरएफ) विश्व आईआईपी विकास के प्रति यह दर्शाता है कि: उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं के मुकाबले उन्नत अर्थव्यवस्थाओं पर अधिक प्रभाव पड़ा है; (ii) उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में, अमेरिका तथा यूरो क्षेत्र के बाद जापान पर सबसे अधिक प्रभाव पड़ा है, तथा (iii) उभरती हुई अर्थव्यवस्थाओं में, सबसे अधिक प्रभाव लैटिन अमेरिका पर पड़ा किन्तु यह बहुत ज्यादा घटता-बढ़ता रहा, जबकि अफ्रीका तथा मध्य पूर्व में सबसे कम प्रभावित हुए (चार्ट ए तथा बी)

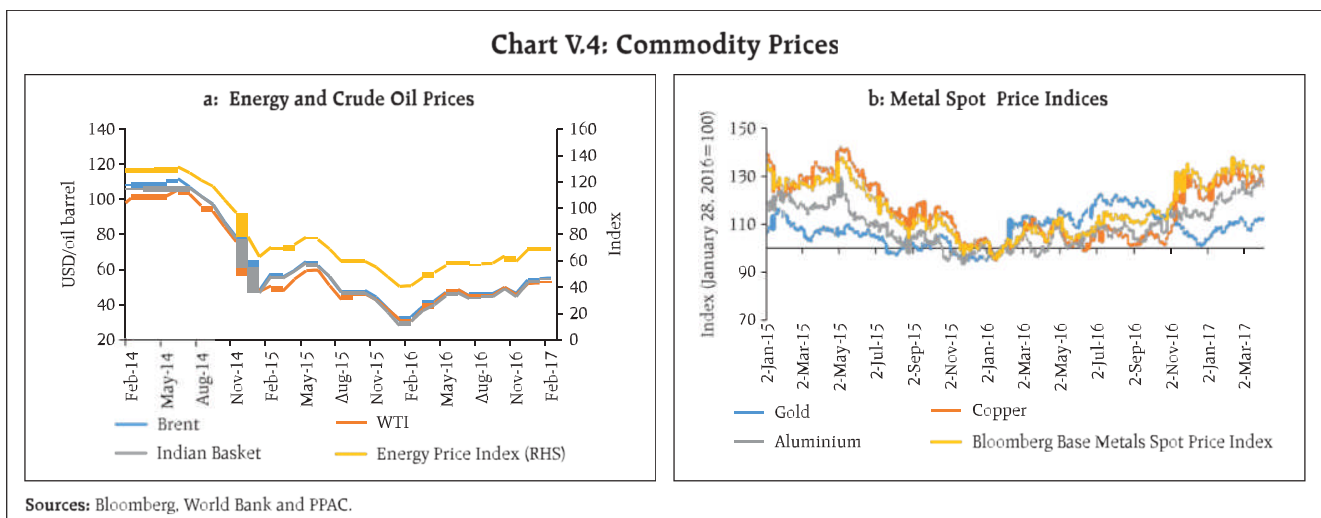
संदर्भ: क्रिस्टीना कॉस्टिंटेनेसकू, आदित्य मडू तथा माइकल रूता (2015), "द ग्लोबल ट्रेड स्लोडाउन: सयक्लिकल ओर स्ट्रक्चरल?" आईएमएफ वर्किंग पेपर, डबल्यूपी/15/6

यूरोपियन सेंट्रल बैंक (2016), "अंडरस्टैंडिंग द विकनेस इन ग्लोबल ट्रेड : वाहट इस द न्यू नॉर्मल?" ओकेशनल पेपर सिरीज़, नंबर 178

चीन द्वारा की गई तेज मांग तथा नए प्रशासन द्वारा प्रस्तावित अमेरिका में और अधिक आधारभूत संरचना व्यय द्वारा नवंबर तथा दिसंबर 2016 के दौरान आधारभूत धातुओं की मूल्य में भी सहारा मिला था। खाद्य तथा कृषि संगठन (एफएओ) खाद्य कीमत सूचकांक जो कि 2016 की चौथी तिमाही के दौरान संतुलित रहा था, मुख्यतः; अनाज की मूल्यों से 2017 के पहले दो महीनों में काफी वृद्धि हुई।



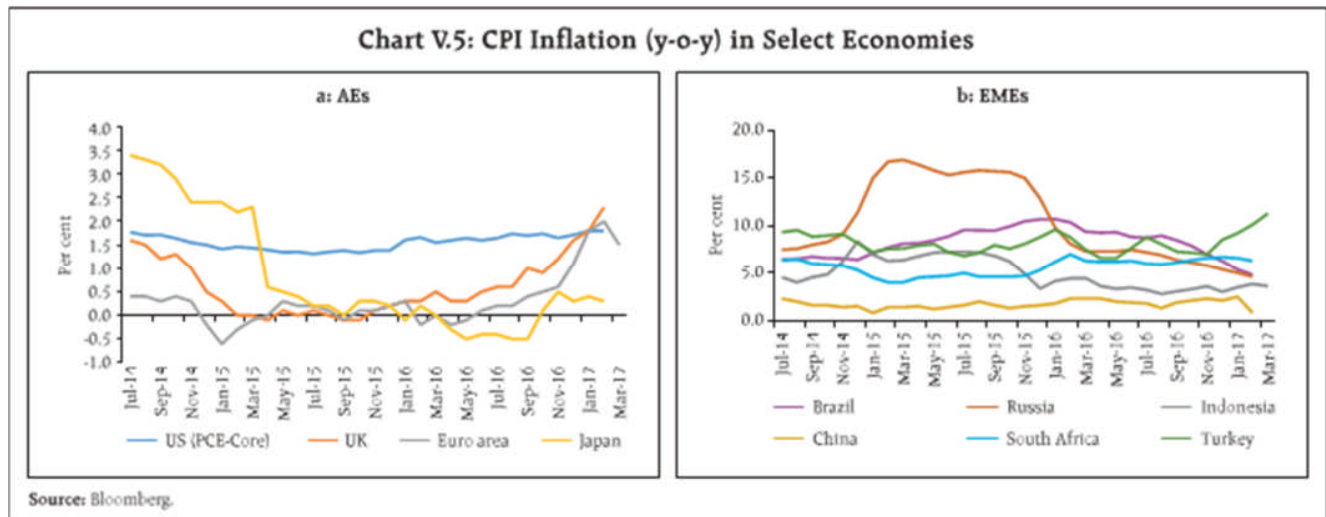
2016 की चौथी तिमाही में सोने की मूल्यों में बहुत अधिक गिरावट आयी। अमेरिका के राजकोषीय व्यय में वृद्धि होने की संभावनाओं के चलते जोखिम सीमित रहा, जिसके कारण नवंबर में सेफ हैवन मांग में गिरावट आयी। दिसंबर में फेडरल रिज़र्व द्वारा रेट बढ़ाने के बाद दीर्घावधि यील्ड्स में वृद्धि होने से सोने की मांग में और गिरावट आयी। अब तक 2017 में, अमेरिका तथा यूरोप में राजनीतिक अनिश्चितताओं के कारण सोने के मूल्यों में कुछ सुधार हुआ है (चार्ट V.4b)।



पण्यों तथा तेल के मूल्यों में वापस तेजी आने से, बची हुई क्षमता अवशोषित हो गई तथा मुद्रास्फीति की संभावनाएँ सुदृढ़ हुईं और हाल की अवधि में बड़ी उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति कुछ बढ़ गई है। हालांकि, लगातार बनी हुई आर्थिक मंदी को देखते हुए, मुद्रास्फीति अधिकांश उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में लक्ष्य से नीचे रही है। अमेरिका में, मुद्रास्फीति नवंबर तथा दिसंबर में सिलसिलेवार रूप से उस स्तर तक बढ़ गई, कि यह सितंबर 2014 बाद से सबसे अधिक थी। हालांकि, मूल व्यक्तिगत उपभोग व्यय (पीसीई) मुद्रास्फीति जनवरी तथा फरवरी 2017 के दौरान लगभग 1.8 प्रतिशत पर स्थिर बनी हुई है। इसके अलावा, 1 वर्षीय यूएसडी मुद्रास्फीति स्वैप रेट, जो मुद्रास्फीति संभावनाओं की सूचक है, मार्च 2017 से स्थिर बनी हुई है।

यूरो क्षेत्र में, मुद्रास्फीति दिसंबर 2016 से फरवरी 2017 के दौरान सिलसिलेवार रूप से 2.0 प्रतिशत तक बढ़ी, जो कि फरवरी 2013 के बाद से सबसे अधिक थी। हालांकि, मूल मुद्रास्फीति धीमी रही तथा 1.0 प्रतिशत से नीचे रही। इसी तरह से, इंग्लैंड में, मुद्रास्फीति दिसंबर में 1.6 प्रतिशत से फरवरी 2017 में 2.3 प्रतिशत तक बढ़ गई, जो कि जून 2014 के बाद से सबसे अधिक थी। इसके विपरीत, जापान में मुद्रास्फीति, अपस्फीति के छः लगातार महीनों के बाद अक्टूबर में सकारात्मक हो गई और कम स्तर पर बनी हुई है (चार्ट V.5 ए)।

बड़ी उभरती हुई बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति भिन्न रूप से व्यवहार कर रही और यह विनिमय दर के चलन तथा विशेष प्रवृत्ति के कारणों द्वारा हुआ। चीन, कोरिया, थाईलैंड तथा इन्डोनेशिया में, मुद्रास्फीति कम और ठीक रही तथा जनवरी माह में खाद्य मूल्यों में थोड़ी वृद्धि आने के बावजूद, यह केन्द्रीय बैंकों के लक्ष्यों के भीतर बनी रही। इसके विपरीत, ब्राज़ील तथा रूस में मुद्रास्फीति कम हुई, और यह पण्यों के मूल्यों में सुधार होने से मुद्रा मूल्यवृद्धि के कारण हुआ। अन्य बड़ी उभरती हुई बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं में, मुद्रास्फीति दबाव की समस्या बनी हुई है। तुर्की में, मुद्रा मूल्यहास के कारण हाल के महीनों में उच्च मुद्रास्फीति की प्रवृत्ति और ऊपर बढ़ गई। कृषि आपूर्ति में गत्यवरोधों के कारण दक्षिण अफ्रीका में उच्च मुद्रास्फीति बनी हुई है। (चार्ट V.5 बी)

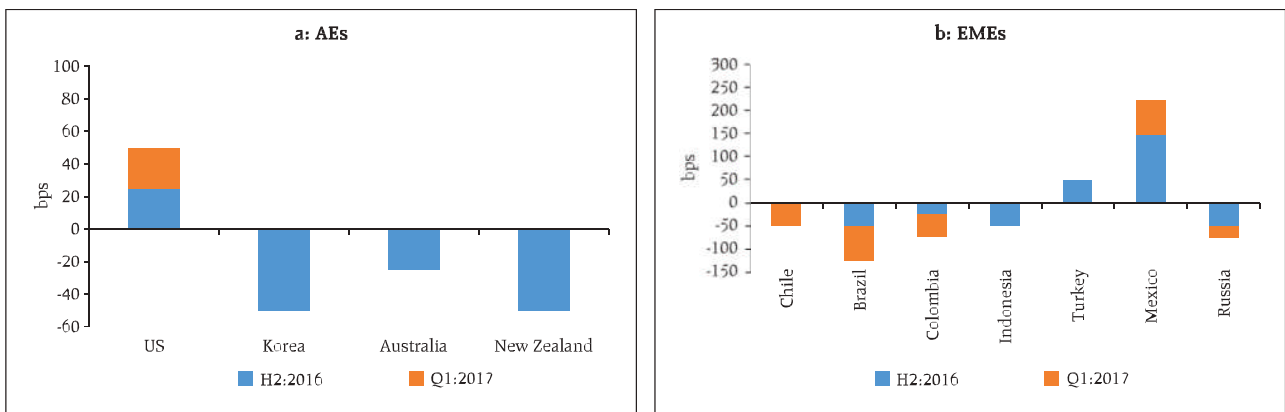


V.3 मौद्रिक नीति रुझान

यद्यपि मौद्रिक नीति रुझान साधारणतया वैश्विक रूप से अच्छा रहा, पर ऐसा प्रतीत होता है कि आस्ति खरीद कार्यक्रमों द्वारा दिए गए प्रोत्साहन से यह अपनी ऊंचाई का स्तर पार कर गई। आवक डाटा के अनुसार अमेरिकी अर्थव्यवस्था के सुदृढ़/मजबूत होने के साथ, फेडरल रिज़र्व ने दिसंबर 2016 तथा मार्च 2017 में दो बार फेडरल फंडस दरों के लक्ष्य में वृद्धि की। फेडरल रिज़र्व ने यह आशा व्यक्त की है कि आर्थिक स्थितियों का इस तरह से विकास करना होगा कि फेडरल फण्ड्स दर में क्रमिक रूप से बढ़ाना उचित रहेगा। इसके विपरीत, यूरोपीय केंद्रीय बैंक ने बॉण्ड खरीद कार्यक्रम को दिसंबर 2017 अंत तक बढ़ा दिया। मौद्रिक प्रोत्साहन के दीर्घकालीन तथा सुचारु प्रसार के लिए, बॉण्ड खरीद के लिए न्यूनतम परिपक्वता को दो वर्ष से एक वर्ष तक कम करते हुए, वर्तमान मासिक खरीद की सीमा को 80 बिलियन यूरो से 60 बिलियन यूरो तक घटा दिया गया। यूरोपीय केंद्रीय बैंक ने मार्च 2016 से अपनी पॉलिसी दर अपरिवर्तित रखी है। बैंक ऑफ इंग्लैंड ने ब्रेक्सिट के कारण अगस्त में किए गए पिछली नरमी के प्रभाव से अपने मौद्रिक रुझान में कोई परिवर्तन नहीं किया है। बैंक ऑफ जापान (बीओजे) द्वारा भी अपनी मार्च 2017 की बैठक में मौद्रिक रुझान में कोई परिवर्तन नहीं किया है।

बड़ी उभरती हुई बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं में, मौद्रिक नीति रुझान घरेलू कारकों तथा फेडरल रिज़र्व द्वारा दर बढ़ाए जाने की प्रत्याशा जैसे दोनों कारणों से प्रेरित रही है। चीन ने तीन महीनों में तीसरी बार मार्च में अपनी अल्पावधि दरों में वृद्धि की। तुर्की ने अपनी पॉलिसी दर में नवंबर में वृद्धि कर दी ताकि घरेलू राजनीतिक अनिश्चितता के बीच मुद्रा मूल्यहास से निपटा जा सके। मैक्सिको ने मुद्रा मूल्यहास से निबटने के लिए तथा सरकार द्वारा पेट्रोल के मूल्यों में वृद्धि उत्पन्न हुए अतिरिक्त मुद्रास्फीतिय दबावों पर नियंत्रण रखने के लिए नवंबर 2016 से मार्च 2017 के दौरान चार बार अपनी पॉलिसी दरों में वृद्धि की। इसके विपरीत, ब्राज़ील ने आर्थिक मंदी पर नियंत्रण रखने के लिए अक्टूबर 2016 तथा फरवरी 2017 के बीच चार बार अपनी नीतिगत दर घटाई है, क्योंकि मुद्रास्फीति दबाव कम हो गए थे। चिली ने भी मार्च 2017 में अपनी पॉलिसी दर घटा दी (चार्ट V.6)। कुल मिलाकर, उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति रुझान विविधता से भरी हुई है।

Chart V.6: Policy Rate Changes in Select Major Economies – July 2016 to March 2017



Source: Bloomberg.

V.4 वैश्विक वित्तीय बाज़ार

2016 के उत्तरार्द्ध में प्रारम्भ हुए मैक्रोइकोनोमिक परिवेश में सुधार सामान्यतया वैश्विक वित्तीय बाज़ार तीन घटनाओं अर्थात् अमेरिकी चुनाव, फेडरल रिज़र्व द्वारा पॉलिसी दर वृद्धि की अपेक्षाओं तथा कार्यान्वयन, तथा ब्रेक्सिट रूपरेखा के चारों तरफ बनी अनिश्चितता से प्रभावित रहे।

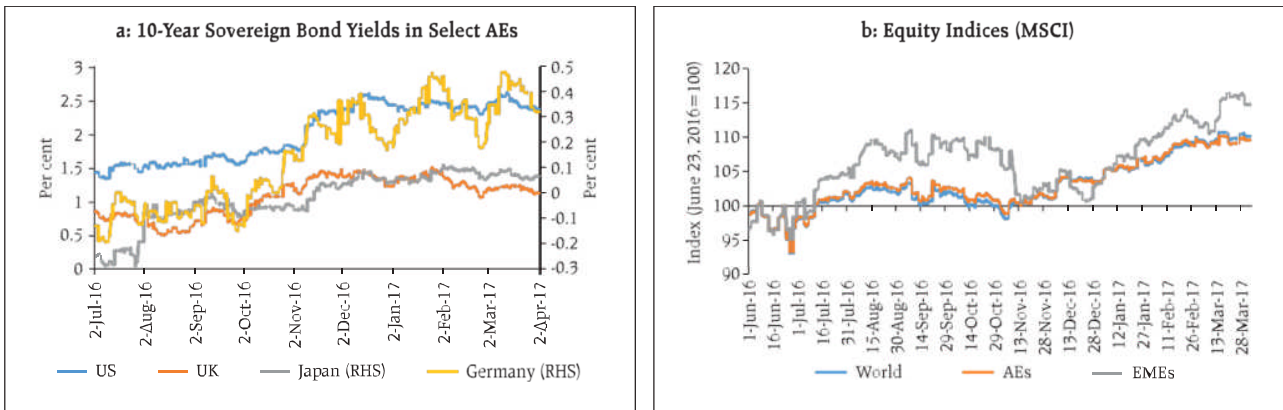
2016 की चौथी तिमाही में उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में सरकारी बॉण्ड यील्ड्स में वृद्धि हुई। राजकोषीय प्रोत्साहन की अपेक्षाओं तथा मौद्रिक नीति में सामान्य स्थिति होने की तेज गति से अमेरिकी खजाना बॉण्ड यील्ड्स में भारी वृद्धि हुई। हालांकि मियादी प्रीमियम में वृद्धि, मुद्रास्फीति की प्रतिपूर्ति के बाज़ार-आधारित उपायों ने भी यील्ड्स वृद्धि में काफी अहम भूमिका अदा की है। यूरो क्षेत्र में, आस्तियों की मासिक खरीद की मात्रा कम करने के लिए यूरोपीय केंद्रीय बैंक के निर्णय तथा दिसंबर 2016 में कम-दिनांकित तथा कम-यील्ड्स की सिक्युरिटियों की खरीद करने से बढ़ती बॉण्ड यील्ड्स में 2016 के अंत में उछाल आया। अमेरिका में यील्ड्स में वृद्धि ने भी यूरो क्षेत्र के यील्ड्स में मजबूती लाने में अच्छी भूमिका अदा की। उम्मीद से भी बेहतर मैक्रोइकोनोमिक नतीजे, जिनसे आगे भी मौद्रिक नीति को सरल करना जरूरी नहीं समझा गया तथा पाउंड में तेज मूल्यहास आने के बाद मुद्रास्फीति में बढ़ोतरी ने इंग्लैंड (यूके) में सरकारी यील्ड्स में वृद्धि हुई। इसके विपरीत, बैंक ऑफ जापान के परिणामस्वरूप यील्ड वक्र के सक्रिय नियंत्रण द्वारा जापान में बॉण्ड यील्ड्स तकरीबन शून्य पर अधिक या सामान्य से कम रही (चार्ट V.7 ए)

उभरते हुए बाज़ारों में, बॉण्ड यील्ड्स में विविधता दिखी। अमेरिकी चुनाव के बाद कई उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं में, विशेष रूप से उन देशों में जिनका अमेरिका के साथ वृहद गहरे व्यापार संबंध थे, जैसे मैक्सिको में यील्ड्स में वृद्धि हुई। चीन में, बेहतर आर्थिक निष्पादन तथा मुद्रास्फीति में वृद्धि के कारण भी दीर्घवधि बॉण्ड यील्ड्स में आंशिक रूप से वृद्धि हुई। इसके विपरीत, ब्राज़ील में बॉण्ड यील्ड्स में गिरावट आई क्योंकि केन्द्रीय बैंक ने मंदी से निपटने के लिए पॉलिसी दर में कटौती की थी। उसी प्रकार, रूस में बॉण्ड यील्ड्स में गिरावट आयी क्योंकि तेल के मूल्यों में सुधार होने तथा मुद्रा मूल्यवृद्धि से मुद्रास्फीति की उम्मीदों को संतुलित रखने में सहायता मिली।

2016 के उत्तरार्द्ध में वैश्विक रूप से मजबूती से सुधार आने के साथ ही अमेरिकी चुनाव के बाद सकारात्मक स्थिति बनी, जिससे वैश्विक इक्विटी बाज़ारों में एक मजबूत उछाल आया। एमएससीआई विश्व सूचकांक जो वैश्विक इक्विटी मूल्यों का आकलन करता है, में 1 नवंबर 2016 तथा 3 अप्रैल 2017 के बीच 9.7 प्रतिशत की वृद्धि हुई। अमेरिका में, बढ़ती बॉण्ड यील्ड के चलते कम विनयमित वाले क्षेत्र के प्रोस्पेक्टस और उच्चतर ब्याज अर्जित करने के कारण वित्तीय क्षेत्र की कंपनियों में बड़े लाभ कमाएं। यूरो क्षेत्र में, कुछ यूरोपियन बैंक की वित्तीय दशा सुधरने के कारण और मैक्रोइकोनोमिक परिवेश में सुधार ने इक्विटी मूल्यों में सुधार के लिए बड़ी भूमिका अदा की है। जापान के मामले में, येन के मूल्यहास के जरिए बेहतर निर्यात आय द्वारा कॉर्पोरेट आय में वृद्धि हुई, और उसने बड़ी भूमिका अदा की है। पूंजी आउटफ़्लो के कारण तथा बढ़ते व्यापार संरक्षणवाद तथा बढ़ती ऋण लागतों की समस्याओं के चलते उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं

में प्रारम्भ में इक्विटी मूल्यों में गिरावट आयी। हालांकि, बाद में, अधिकांश उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में इक्विटी मूल्यों में सुधार हुआ क्योंकि पूंजी आउटफ्लो बंद हो गया था तथा फिर वापस शुरू हो गया, क्योंकि अमेरिकी अर्थव्यवस्था में शुरुआत में अधिकता जो बाद में कम हो गई तथा फेडरल रिज़र्व का रुझान थोड़ा कम आक्रामक था। ब्राज़ील तथा रूस में, पण्यों की मूल्यों में हुई बेहतर स्थिति से इक्विटी बाज़ारों में भी उछाल आया (चार्ट V.7बी)।

Chart V.7: Bond and Equity Markets

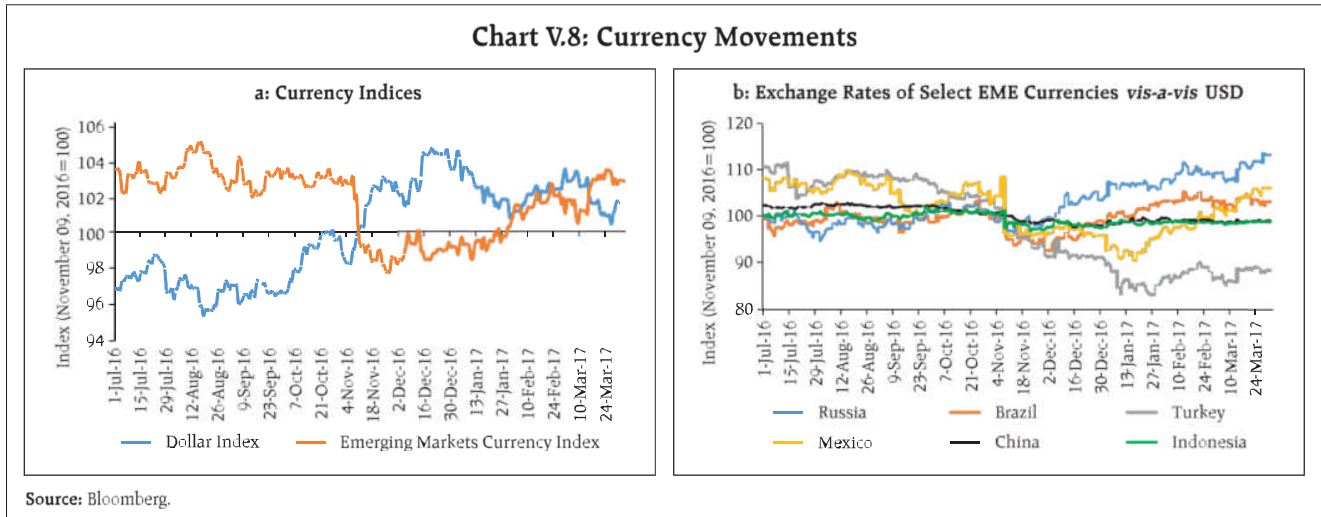


Source: Bloomberg.

मुद्रा बाज़ार मुख्य रूप से नए अमेरिकी प्रशासन द्वारा उठाए नीतिगत पहलों की प्रत्याशा तथा बड़ी उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति रुझानों से प्रबल रहे। नवंबर के प्रारम्भ में यू एस डॉलर कई मुद्राओं के मुकाबले ऊपर बना रहा। अनिश्चितता पर ट्रम्प प्रशासन की नीतिगत पहलों के पूरे होने में तथा फेडरल रिज़र्व द्वारा दर बढ़ाने की धीमी गति की अपेक्षाओं पर 2017 की पहली तिमाही में कुछ बदलाव होने से पहले, यह दिसंबर में 14 वर्ष के ऊंचे स्तर पर पहुँच गया। राजनीतिक अनिश्चितता पर यू एस डॉलर के मुकाबले यूरो में गिरावट आ गई। पाउंड यू एस डॉलर के मुकाबले अस्थिर था - इसमें यूरोपियन संघ के साथ एक सकारात्मक समझौते होने की आशाओं पर नवंबर के अंत तथा दिसंबर के शुरू में इसमें तेजी आयी, किंतु समझौते में फिर से अनिश्चितता के पैदा होने के कारण जनवरी 2017 में इसमें गिरावट हुई। जापानी येन में गिरावट आई क्योंकि 2017 की पहली तिमाही में कम होने से पहले, जापान तथा अमेरिकी/यूरो क्षेत्र के बीच यील्ड स्प्रेड बढ़ गया।

उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं की मुद्राओं में भी नवंबर 2016 से तेजी से गिरावट हुई। उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं के केंद्रीय बैंक ने जैसे कि मैक्सिको, मलेशिया, इन्डोनेशिया तथा तुर्की में मुद्रा बाज़ारों में हस्तक्षेप किया ताकि मूल्यहास से निपटा जा सके, जो आरक्षित निधियों का नुकसान करता। हस्तक्षेप के बावजूद, मैक्सिकन पेसो का यूएस के साथ करीबी व्यापार तथा वित्तीय संबंध के कारण तेजी से गिरावट आयी। तुर्की लीरा में अपनी घरेलू राजनीतिक समस्याओं के कारण गिरावट आयी। बड़ी पण्यों के निर्यात करने

में उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाएँ जैसे कि ब्राज़ील, रूस तथा दक्षिण अफ्रीका में मुद्राओं का शुरुआती मूल्यहास में बदलाव आया क्योंकि पण्यों की मूल्यों में वृद्धि से अनुकूल वातावरण बना (चार्ट V.8)



जोखिम होना तथा जोखिम न होने वाला व्यवहार तथा यील्ड्स के लिए प्रयास/खोज करना हाल की अवधि में संविभाग प्रवाह के लिए महत्वपूर्ण इकाई है। 2016 के दौरान, बढ़ती अनिश्चितता तथा अचानक आए राजनीतिक तथा नीतिगत बदलावों ने सीमा पार पूंजी फ़्लो पर मुख्य रूप से प्रभाव डाला है। हालांकि, अभी एकदम हाल ही की अवधि में, अमेरिका में ब्याज दरों में आयी वृद्धि को हटाते हुए उभरती बाजार आर्थव्यवस्थाओं में पोर्टफोलियो प्रवाह वापस लौट आया है, क्योंकि उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं ने आकर्षक बॉन्ड यील्ड्स तथा ईक्विटियों पर प्रतिफल/रिटर्न देना जारी रखा है।

कुल मिलाकर, पिछले वर्ष के उत्तरार्द्ध से ही वैश्विक सुधार में थोड़ा-बहुत बदलाव होने से इसके आगे भी सुदृढ़ होने के आसार हैं। जबकि यह उम्मीद है कि उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में समेकित आर्थिक सुधार होने की आशा है और उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं में चल रही मंदी की स्थिति बदल सकती है। कुछ सुदृढ़ स्थिति होने के बावजूद, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति के अमेरिका में 1 वर्षीय मुद्रास्फीति स्वैप दर द्वारा मुख्य रूप से स्थिर बने रहने की संभावना है। आर्थिक गतिविधि तथा वित्तीय बाज़ार पर बड़ी उन्नत अर्थव्यवस्थाओं द्वारा राजनैतिक और नीतिगत अनिश्चितताओं के साथ-साथ मौद्रिक नीति के उपायों का भी प्रभाव पड़ेगा ।

