



भारतीय रिज़र्व बैंक
Reserve Bank of India



मौद्रिक नीति रिपोर्ट Monetary Policy Report

अक्तूबर/OCTOBER 2017



मौद्रिक नीति रिपोर्ट

अक्टूबर 2017



भारतीय रिज़र्व बैंक
मुंबई

विषय

अध्याय I: मैक्रोइकोनोमिक दृष्टिकोण	1
I.1 : मुद्रास्फीति दृष्टिकोण	3
I.2 : वृद्धि संबंधी दृष्टिकोण	6
I.3 : जोखिमों का संतुलन	7
बॉक्स I.1 : खेती ऋण छूट, राजकोषीय प्रोत्साहन तथा मुद्रास्फीति	5
बॉक्स I.2 : भारत के लिए प्रोटोटाइप डाइनेमिक स्टॉकेस्टिक सामान्य समीकरण (डीएसजीई) मॉडल	8
अध्याय II: मूल्य और लागतें	12
II.1 : उपभोक्ता मूल्य	12
II.2 : मुद्रास्फीति के संचालक	14
II.3 : लागतें	22
बॉक्स II.1 : सीपीआई मुद्रास्फीति पर जीएसटी का प्रभाव	20
अध्याय III: मांग और उत्पादन	25
III.1 : सकल मांग	25
III.2 : समग्र आपूर्ति	31
III.3 : उत्पादन अंतर	37
बॉक्स III.1 : वित्त तटस्थ उत्पादन अंतर	38
अध्याय IV: वित्तीय बाजार और चलनिधि की स्थिति	41
IV.1 : वित्तीय बाजार	41
IV.2 : मौद्रिक नीति का संचारण	52
IV.3 : चलनिधि स्थितियाँ तथा मौद्रिक नीति की प्रचालन प्रक्रिया	54
बॉक्स IV.1 : प्रचालन लक्ष्य अस्थिरता व मौद्रिक नीति अंतरण	43
बॉक्स IV.2 : विमुद्रीकरण के बाद चलनिधि प्रचुरता का प्रबंधन : मुद्रास्फीति के जोखिमों को कम करना	55
अध्याय V: बाह्य वातावरण	58
V.1 : वैश्विक आर्थिक परिस्थिति	58
V.2 : पण्यों की कीमतें तथा वैश्विक मुद्रास्फीति	60
V.3 : मौद्रिक नीति के रुझान	62
V.4 : वैश्विक वित्तीय बाजार	62
बॉक्स V.1 : यूएस फेड तुलन-पत्र की वास्तविकता उजागर होने के प्रभाव	63

संक्षिप्ताक्षर

एई (AEs)	- Advanced Economies
एआरसीएच (ARCH)	- Autoregressive Conditional Heteroscedasticity
एआरडीएल (ARDL)	- Autoregressive Distributed Lag
एआरआईएमए (ARIMA)	- Autoregressive Integrated Moving Average
एयएम (AUM)	- Assets Under Management
बीई/बजट अनुमान (BE)	- Budget Estimates
बीके (BK)	- Baxter-King
बीपीएस/आधार अंक (bps)	- Basis Point
बीएसई (BSE)	- Bombay Stock Exchange
बीवीएआर (BVAR)	- Bayesian VAR
सीएडी/चालू खाता घाटा (CAD)	- Current Account Deficit
सीएसए/चालू एवं बचत खाता (CASA)	- Current Account and Saving Account
सीबीएलओ (CBLO)	- Collateralised Borrowing and Lending Obligation
सीसीआईएल (CCIL)	- Clearing Corporation of India Ltd.
सीडी/जमा प्रमाणपत्र (CD)	- Certificate of Deposit
सीएफ (CF)	- Christiano-Fitzgerald
सीजीए (CGA)	- Controller General of Accounts
सीआईआई/भारतीय उद्योग संघ (CII)	- Confederation of Indian Industry
सीएलआई (CLI)	- Composite Leading Indicator
सीएमबी (CMBs)	- Cash Management Bills
सीएमआईई (CMIE)	- Centre for Monitoring Indian Economy
सीपी/वाणिज्य पत्र (CP)	- Commercial Paper
सीपीबी (CPB)	- Central Planning Bureau
सीपीसी/केंद्रीय वेतन आयोग (CPC)	- Central Pay Commission
सीपीआई/उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (CPI)	- Consumer Price Index
सीपीआई-एल (CPI-AL)	- Consumer Price Index for Agricultural Labourers
सीपीआई-आईडबल्यू (CPI-IW)	- Consumer Price Index for Industrial Workers
सीपीआई-आरएल (CPI-RL)	- Consumer Price Index for Rural Labourers
सीआरएआर (CRAR)	- Capital to Risk Weighted Assets Ratio
सीआरआर (CRR)	- Cash Reserve Ratio
सीएसओ/केंद्रीय सांख्यिकीय कार्यालय (CSO)	- Central Statistics Office
सीयू (CU)	- Capacity Utilisation
सीवी (CV)	- Coefficient of Variation
डीईए (DEA)	- Digestive Enzymes and Antacids
डीजीसीआईएस (DGCI&S)	- Directorate General of Commercial Intelligence and Statistics
डीआईएससीओएम (DISCOMs)	- Distribution Companies
डीएसजीई (DSGE)	- Dynamic Stochastic General Equilibrium
ईसीबी/यूरोपियन केंद्रीय बैंक (ECB)	- European Central Bank
ईसीबी (ECBs)	- External Commercial Borrowings
ईसीएम (ECM)	- Error Correction Model
ईएमडीई (EMDEs)	- Emerging Market and Developing Economies
ईएमई/उभरती अर्थव्यवस्थाएँ (EMEs)	- Emerging Market Economies
ईयू/यूरोपियन यूनियन (EU)	- European Union
एफएओ (FAO)	- Food and Agriculture Organisation
एफसी/वित्त आयोग (FC)	- Finance Commission
एफसीसीबी (FCCB)	- Foreign Currency Convertible Bond
एफसीएनआर (FCNR)	- Foreign Currency Non-Resident
एफडीआई (FDI)	- Foreign Direct Investment
एफआई/वित्तीय संस्थान (FI)	- Financial Institution
एफआईसीसीआई/फिक्की (FICCI)	- Federation of Indian Chambers of Commerce and Industry
एफआईएमएमडीए (FIMMDA)	- Fixed Income Money Markets and Derivatives Association
एफएमसीजी (FMCG)	- Fast-moving Consumer Goods
एफओएमसी (FOMC)	- Federal Open Market Committee
एफपीआई (FPI)	- Foreign Portfolio Investment
एफआरबीएम (FRBM)	- Fiscal Responsibility and Budget Management
एफवाई/वित्त वर्ष (FY)	- Financial Year

जीएआरसीएच (GARCH)	- Generalised Autoregressive Conditional Heteroscedasticity
जीडीपी/सकल घरेलू उत्पाद (GDP)	- Gross Domestic Product
जीएफसी (GFC)	- Global Financial Crisis
जीएफसीई (GFCE)	- Government Final Consumption Expenditure
जीएफसीएफ (GFCF)	- Gross Fixed Capital Formation
जीएफडी/सकल वित्त घाटा (GFD)	- Gross Fiscal Deficit
जीआईसी (GIC)	- General Insurance Corporation of India
जीएनडीआई (GNDI)	- Gross National Disposable Income
जीएनपीए (GNPA)	- Gross Non-Performing Assets
भारत सरकार (GoI)	- Government of India
जी-सिक्यूरिटी (G-Secs)	- Government Securities
जीएसटी/वस्तु एवं सेवा कर (GST)	- Goods and Services Tax
जीएसटीएन (GSTN)	- Goods and Services Tax Network
जीएसटीआर (GSTR)	- Goods and Services Tax Return
जीवीए (GVA)	- Gross Value Added
पहली छमाही (H1)	- First Half of the Year
दूसरी छमाही (H2)	- Second Half of the Year
एचडीएफसी (HDFC)	- Housing Development Finance Corporation
एचपी (HP)	- Hodrick-Prescott
एचआरए/आवास किराया भत्ता (HRA)	- House Rent Allowance
आईबीसी (IBC)	- Insolvency and Bankruptcy Code
आईसीआरआर (ICRR)	- Incremental Cash Reserve Ratio
आईजीएसटी (IGST)	- Integrated Goods and Services Tax
आईआईपी (IIP)	- Index of Industrial Production
आईएमडी/भारतीय मौसम विभाग (IMD)	- India Meteorological Department
आईएमएफ (IMF)	- International Monetary Fund
आईएनडी-एस (IND-AS)	- Indian Accounting Standard
आईएनआर (INR)	- Indian Rupee
आईओसीएल (IOCL)	- Indian Oil Corporation Limited
आईओएस (IOS)	- Industrial Outlook Survey
आईपीओ (IPO)	- Initial Public Offering
आईआरएफ (IRFs)	- Impulse Response Functions
आईएसएम (ISM)	- Institute for Supply Management
एलएएफ/चलनिधि समायोजन सुविधा (LAF)	- Liquidity Adjustment Facility
एलसीआर (LCR)	- Liquidity Coverage Ratio
एलआईसी (LIC)	- Life Insurance Corporation of India
एलपीए (LPA)	- Long Period Average
एलपीजी (LPG)	- Liquefied Petroleum Gas
एम3 (M3)	- Broad Money
मिलियन बैरल प्रति दिन (mb/d)	- Million Barrels Per Day
एमबीएस (MBS)	- Mortgage Backed Securities
एमसीए (MCA)	- Ministry of Corporate Affairs
एमसीएलआर (MCLR)	- Marginal Cost of Funds Based Lending Rate
एमआईबीओआर (MIBOR)	- Mumbai Inter-bank Outright Rate
एमआईएफओआर (MIFOR)	- Mumbai Inter-bank Forward Offer Rate
एमएनआरईजीए (MNREGA)	- Mahatma Gandhi National Rural Employment Guarantee Act
माह दर माह	- Month-on-Month)
वित्त मंत्रालय	- Ministry of Finance
एमओयू (MoU)	- Memorandum of Understanding
मौद्रिक नीति समिति (MPC)	- Monetary Policy Committee
एमपीआर/मौद्रिक नीति रिपोर्ट (MPR)	- Monetary Policy Report
एमएससीआई (MSCI)	- Morgan Stanley Capital International
एमएसएमई (MSMEs)	- Micro, Small and Medium Enterprises
एमएसपी/न्यूनतम समर्थन मूल्य (MSP)	- Minimum Support Price
एमएसएस (MSS)	- Market Stabilisation Scheme
एमवीकेएफ (MVKF)	- Multivariate Kalman Filter
एनबीएफसी (NBFCs)	- Non-Banking Financial Companies
एनबीएफसी-डी (NBFCs-D)	- Deposit-taking NBFCs

एनबीएफसी -एनडी-एसआई (NBFCs-ND-SI)	- Systemically Important Non-deposit Taking NBFCs
एनसीआईआर (NCAER)	- National Council of Applied Economic Research
एनडीएस- कॉल (NDS-CALL)	- Negotiated Dealing System-Call
एनडीटीएल (NDTL)	- Net Demand and Time Liabilities
एनईईआर (NEER)	- Nominal Effective Exchange Rate
एनएफसी (NFC)	- Non-Food Credit
एनएचबी/राष्ट्रीय आवास बैंक (NHB)	- National Housing Bank
एनआईएम (NIM)	- Net Interest Margin
एनपीए/अनर्जक आस्ति (NPA)	- Non-performing Asset
एनआरई (NRE)	- Non Resident Rupee
एनएसडीएल (NSDL)	- National Securities Depository Limited
एनएसई (NSE)	- National Stock Exchange
एनएसएसएफ (NSSF)	- National Small Savings Fund
ओवरड्राफ्ट (ODs)	- Overdrafts
ओईसीडी (OECD)	- Organisation for Economic Co-operation and Development
ओआईएस (OIS)	- Overnight Index Swap
ओएमओ (OMOs)	- Open Market Operations
ओपेक (OPEC)	- Organisation of the Petroleum Exporting Countries
पीएडीओ (PADO)	- Public Administration, Defence and Other services
पीसीई (PCE)	- Personal Consumption Expenditure
पीएफसीई (PFCE)	- Private Final Consumption Expenditure
पीएमआई (PMI)	- Purchasing Managers' Index
पीपीएसी (PPAC)	- Petroleum Planning and Analysis Cell
पीआरएन (PRN)	- Production Weighted Rainfall Index
पीएसबी/सरकारी बैंक (PSBs)	- Public Sector Banks
पीवीबी (PVBs)	- Private Sector Banks
क्यूई (QE)	- Quantitative Easing
तिमाही दर तिमाही (q-o-q)	- Quarter-on-Quarter
आरबीआई (RBI)	- Reserve Bank of India
आरईईआर (REER)	- Real Effective Exchange Rate
आरएचएस (RHS)	- Right Hand Side
आरआरबी/क्षेत्रीय ग्रामीण बैंक (RRBs)	- Regional Rural Banks
एसएआर (SAAR)	- Seasonally Adjusted Annualised Rate
एसबीएन (SBNs)	- Specified Bank Notes
एससीबी/अनुसूचित वाणिज्य बैंक (SCBs)	- Scheduled Commercial Banks
एसडीएल (SDLs)	- State Development Loans
सेबी (SEBI)	- Securities and Exchange Board of India
एसआईएम (SIAM)	- Society of Indian Automobile Manufactures
एसएलआर (SLR)	- Statutory Liquidity Ratio
एसएमई (SME)	- Small and Medium Enterprise
टी-बिल (T-Bill)	- Treasury Bill
यूडीएवाई (UDAY)	- Ujwal DISCOM Assurance Yojana
यूके (UK)	- United Kingdom
यूएस (US)	- United States
यूएसडी (USD)	- US Dollar
वीएआर (VAR)	- Vector Autoregression
वेट (VAT)	- Value Added Tax
वीआर (VR)	- Variable Rate
डबल्यूएसआईआर (WACR)	- Weighted Average Call Money Rate
डबल्यूएडीटीआर (WADTDR)	- Weighted Average Domestic Term Deposit Rate
डबल्यूएलआर (WALR)	- Weighted Average Lending Rate
डबल्यूएमए (WMA)	- Ways and Means Advances
डबल्यूपीआई (WPI)	- Wholesale Price Index
डबल्यूटीआई (WTI)	- West Texas Intermediate
डबल्यूटीओ (WTO)	- World Trade Organisation
वर्ष -दर वर्ष (y-o-y)	- Year-on-Year

I. समष्टि आर्थिक दृष्टिकोण

मुद्रास्फीति संबंधी बेस प्रभाव विपरीत होने एवं केंद्र सरकार द्वारा अपने कर्मचारियों को बढ़े हुए आवास किराए भत्तों के वितरण के प्रभाव से, अब तक निचले स्तर पर रही मुद्रास्फीति के बढ़ने की संभावना है। हालांकि निवेश गतिविधियां लगातार क्षीण रही हैं, फिर भी सेवाक्षेत्र में सुधार से आर्थिक गतिविधियों के गति पकड़ने की उम्मीद है।

अप्रैल 2017 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट के समय से, मौद्रिक नीति को अमल में लाने संबंधी समष्टि आर्थिक संरचना में महत्वपूर्ण बदलाव आए हैं। वैश्विक वृद्धि में, खासकर विकसित अर्थव्यवस्थाओं में, धीरे-धीरे आई मजबूती से प्रतिफलों की नई खोज में तेजी आई है जिससे वैश्विक वित्तीय बाजारों में उछाल आया है। विकासशील बाजार अर्थव्यवस्थाओं में पूंजी प्रवाह की गति तेज हुई है, हालांकि कुछ भिन्नता के साथ, वह उन क्षेत्रों में ज्यादा है जहाँ के फंडामेंटल्स तुलनात्मक रूप से ज्यादा मजबूत हैं। इस प्रवाह में आगे वहाँ तक कमी भी हो सकती है जहाँ तक अमेरिकी फेडरल रिज़र्व क्वांटिटेटिव इर्जिंग में ढील देगा।

भारत में वर्ष 2016-17 की प्रथम तिमाही में आर्थिक गतिविधि की गति में हुई कमी जो दूसरी छमाही में ज्यादा दिखाई पड़ी, ऐसा प्रतीत होता है कि वह वर्ष 2017-18 की प्रथम छमाही तक दिखाई दी। पुनश्च औद्योगिक उत्पादन में सतत बनी हुई कुछ कमजोरी के सेवा क्षेत्र में कुछ सुधारों से संतुलित होने की गुंजाइश है। मुद्रास्फीति में नाटकीय रूप से कमी आई, जो जून में ऐतिहासिक रूप से निचले स्तर तक पहुँच गई किंतु उसमें जुलाई और अगस्त में वृद्धि होने की संभावना रही जिससे मुद्रास्फीति का अनुमान (प्रक्षेप वक्र) उर्ध्वगामी रहा जो वर्ष 2017-18 की शेष अवधि में भी बना रह सकता है। इन घटनाओं के साथ-साथ, सितंबर 2017 के अंत तक विदेशी मुद्रा रिज़र्व 11.5 माह के आयात के समतुल्य था जिसे बाह्य अर्थक्षमता में सुधार हुआ है।

मौद्रिक नीति समिति : अप्रैल से अगस्त 2017

इस परिप्रेक्ष्य में उल्लेखनीय है कि मौद्रिक नीति समिति की बैठकें पूर्व घोषित द्विमासी अनुसूची के अनुसार जून और अगस्त में आयोजित हुईं। अप्रैल 2017 में नीतिगत दरें अपरिवर्तित रखने के अपने निर्णय को ध्यान में रखते हुए मौद्रिक नीति समिति ने जून 2017 की बैठक में उन्हें यथास्थित रखा। हालांकि, मुद्रास्फीति में काफी घटोत्तरी को ध्यान में रखा गया, तथापि मौद्रिक नीति समिति ने यह टिप्पणी की कि विकासशील मुद्रास्फीति प्रक्षेपी वक्र में अनिश्चितता बरकरार रहने का संकेतक है। तदनुसार, उसने (समिति ने) अपना रुख तटस्थ बनाए रखा, जबकि समिति प्राप्त होने वाले आंकड़ों के प्रति सजग रही और यह नोट किया कि अपरिपक्व कार्रवाई से बाद में व्यवधानात्मक नीतिगत बदलाव संबंधी जोखिम उत्पन्न हो सकता है और विश्वसनीयता

पर फर्क पड़ सकता है। अगस्त 2017 की अपनी बैठक में मौद्रिक नीति समिति ने नीतिगत रेपो रेट में 25 आधार अंकों की घटोत्तरी का निर्णय लिया। उसने यह भी नोट किया कि (i) सातवें केंद्रीय वेतन आयोग की संस्तुतियों के अंतर्गत आवास किराए भत्ते संबंधी पंचाट के प्रभाव को शामिल न करने पर हेडलाइन मुद्रास्फीति के आधार पाथ (बेसलाइन पाथ) में चौथी तिमाही में जून के अनुमान के साथ थोड़ा कम रहते हुए 4 प्रतिशत से थोड़ा अधिक हो सकती है; (ii) 2016-17 में रही अस्थिरता के बाद, मई से खाद्य और ईंधन को छोड़कर शेष मामलों में मुद्रास्फीति में कमी आई है; (iii) जुलाई 2017 के दौरान वस्तु एवं सेवाकर तुलनात्मक रूप सुगमता से लागू हो गया है; (iv) मानसून के सामान्य रहने की संभावना है। इससे यह निष्कर्ष निकला कि बेसलाइन मुद्रास्फीति नीतिगत अनेक संभावित जोखिम या तो कम हो गए हैं अथवा अप्रभावी रहे हैं। विशेषकर विकास संबंधी दृष्टिकोणगत जोखिमों को ध्यान में रखते हुए इन तत्वों ने मौद्रिक निभाव के लिए कुछ गुंजाइश उत्पन्न की है।

मौद्रिक नीति समिति के विकास में एक रोचक तथ्य उनके मतदान की प्रोफाइल में परिवर्तन के रूप में देखा गया। अप्रैल में आयोजित बैठक में जहाँ समिति एकमत रही, वहीं जून में बहुमत से निर्णय लिया गया। जबकि पांच सदस्यों ने नीतिगत रेपो रेट अपरिवर्तित रखने के लिए वोट किया वहीं एक सदस्य ने नीतिगत रेपो रेट में 50 आधार अंकों की कमी के लिए वोट किया। मौद्रिक नीति समिति की अगस्त की बैठक में चार सदस्यों ने 25 आधार अंकों की नीतिगत रेपो रेट में कमी करने के लिए वोट किया, जबकि एक सदस्य ने नीतिगत रेपो रेट में 50 आधार अंकों की कटौती के लिए वोट किया और एक सदस्य ने यथास्थिति बनाए रखने के लिए वोट किया। ये पैटर्न विविधता, व्यक्तिगत अनुभव, बौद्धिक स्वतंत्रता को दर्शाते हैं। बाहरी सदस्यों सहित मौद्रिक नीति समिति के सदस्यों की यह प्रवृत्ति बाहरी देशों में भी परिलक्षित होती है (देखें तालिक 1.1)

समष्टि आर्थिक दृष्टिकोण

अध्याय II और III में वर्ष 2017-18 के दौरान समष्टि आर्थिक विकास का विश्लेषण प्रस्तुत किया गया है जिसमें यह दर्शाया गया है कि अप्रैल 2017 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में स्टाफ द्वारा प्रक्षेपित मुद्रास्फीति और योजित सकल मूल्य (जीवीए) की वृद्धि में मामूली कमी क्यों हुई। उक्त दृष्टिकोण को देखने से पता चलता है कि स्टाफ के आकलन घरेलू और

सारणी 1.1: मौद्रिक नीति समिति तथा वोटिंग पैटर्न

देश	अप्रैल-सितंबर 2017 के दौरान नीति बैठकों की संख्या		
	कुल बैठकें	पूर्ण सहमति के साथ बैठक	असहमति के साथ बैठक
ब्राज़ील	4	4	0
चिली	6	3	3
कोलम्बिया	6	0	6
चेक गणराज्य	4	3	1
हंगरी	6	6	0
जापान	4	0	4
थाईलैंड	4	4	0
स्वीडन	3	3	0
यू के	4	0	4
यू एस	4	3	1

स्रोत : केन्द्रीय बैंक वेबसाइट

वैश्विक समष्टि आर्थिक एवं वित्तीय स्थितियों के संभावित विकास के मूल्यांकन पर आधारित थे जो अप्रैल 2017 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में दिए गए बेसलाइन अनुमान के अनुरूप थे (तालिका 1.2)

प्रथम, जहाँ दक्षिण-पश्चिमी मानसून समग्रतः सामान्य और संतोषजनक रहा वहीं बारिश का प्रभाव स्थानिक और असमान भी रहा जिससे खरीफ की उपज में कमी हो सकती है। दूसरे, विगत छह महीने में वैश्विक कच्चे तेल की कीमतें 44-57 अमेरिकी डॉलर के बीच रहीं। वैश्विक उत्पादन, मांग और मालसूची के दृष्टिकोण के विपरीत प्रभाव के तहत फ्यूचर्स कीमतें यह दर्शाती हैं कि कच्चे तेल की कीमतें 2017-18 की दूसरी छमाही के दौरान 55 अमेरिकी डॉलर की सीमा में रहने की संभावना है (चार्ट 1.1)। तीसरे, जुलाई 2017 से देश में पूंजी के प्रवाह की मजबूती और अन्य प्रमुख मुद्राओं की तुलना में अमेरिकी डॉलर में कमजोरी से अमेरिकी डॉलर की तुलना में मार्च 2017 से रुपये की विनिमय दर में दोतरफा चलन

सारणी 1.2: निकट अवधि के पूर्वानुमानों के लिए आधारभूत अनुमान

वेरिएबल	अप्रैल 2017 एमपीआर	वर्तमान (अक्टूबर 2017) एमपीआर
कच्चा तेल (भारतीय बास्केट)	2017-18 वित्तीय वर्ष के दौरान यूएस\$ 50 प्रति बैरल	2017-18 : एच 2 के दौरान प्रति बैरल यूएस\$55
विनिमय दर	₹.65/US\$	वर्तमान स्तर
मानसून	2017 के लिए सामान्य	एलपीए से 5 प्रतिशत नीचे
वैश्विक संवृद्धि	2017 में 3.4 प्रतिशत 2018 में 3.6 प्रतिशत	2017 में 3.5 प्रतिशत 2018 में 3.6 प्रतिशत
राजकोषीय घाटा	बीई 2017-18 (जीडीपी का 3.2 प्रतिशत) के भीतर रहेगी	बीई 2017-18 (जीडीपी का 3.2 प्रतिशत) के भीतर रहेगी
पूर्वानुमान की अवधि के दौरान घरेलू समष्टि आर्थिक / स्ट्रक्चरल नीतियां	कोई बड़ा परिवर्तन नहीं	कोई बड़ा परिवर्तन नहीं

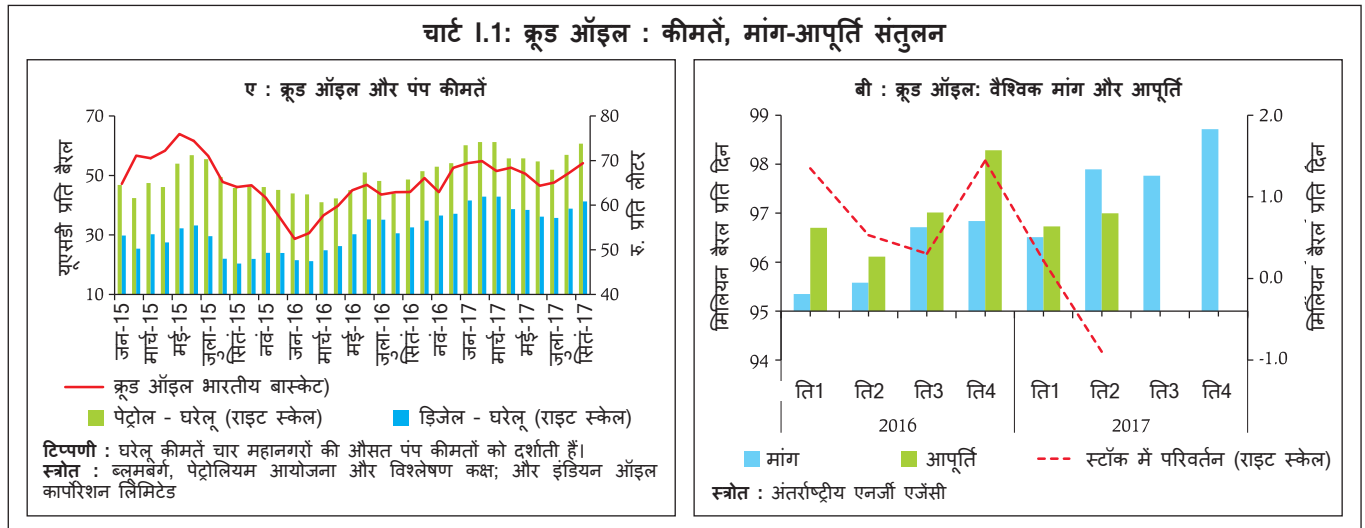
नोट:

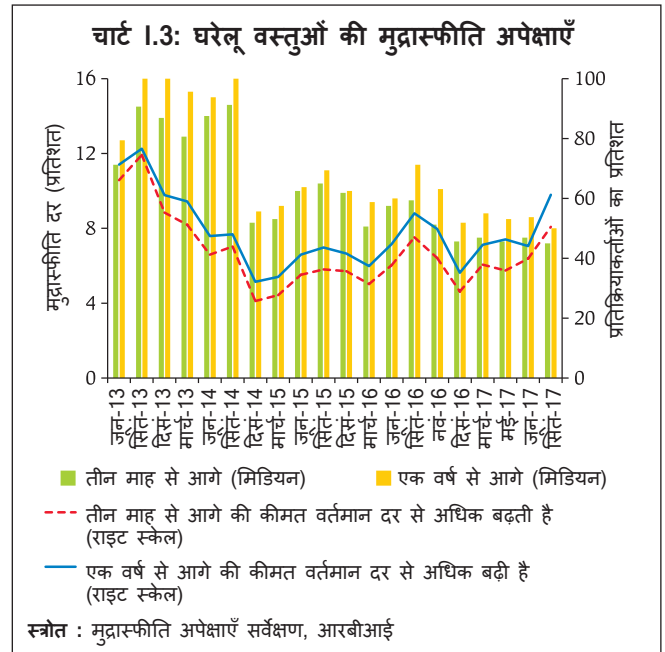
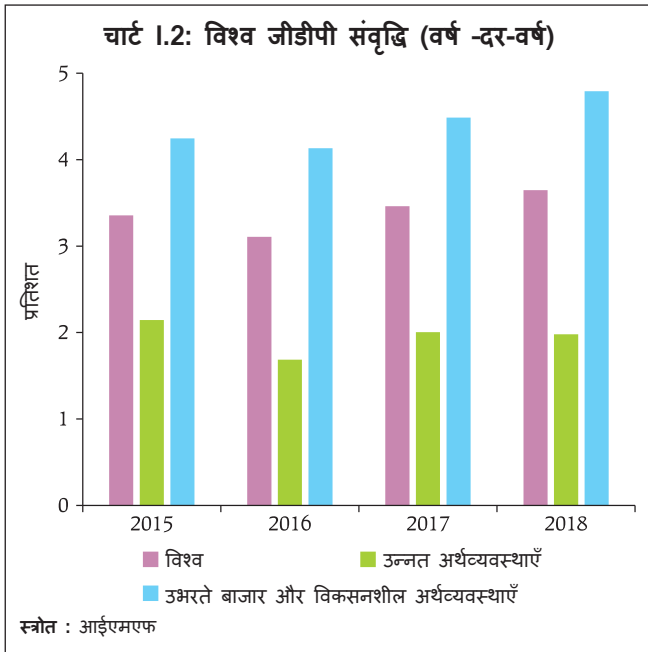
- 72:28 के अनुपात में भारतीय रिफाइनरियों में प्रसंस्कृत एक डेराइव जिसमें खड़ा ग्रेड (ओमान और दुबई औसत) और मोटा ग्रेड (ब्रेट) शामिल है, वह कच्चे तेल के भारतीय बास्केट का प्रतिनिधित्व करता है।
- यहाँ अनुमानित विनिमय दर पथ स्टाफ के आधारभूत विकास और मुद्रास्फूर्ति के अनुमान हासिल करने के उद्देश्य के लिए है तथा यह विनिमय दर के स्तर पर कोई "मते" प्रकट नहीं करता है। रिजर्व बैंक विदेशी मुद्रा बाजार को नियंत्रित करने के लिए निर्देशित है, न कि विनिमय दर के आसपास किसी भी विशिष्ट स्तर / बैंड के उतार-चढ़ाव से।
- विश्व आर्थिक दृष्टिकोण (जनवरी 2017 तथा जुलाई 2017 अपडेट्स), अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष (आईएमएफ) से वैश्विक संवृद्धि अनुमान लिये गए हैं।
- बीई : बजट अनुमान
- एलपीए: लंबी अवधि औसत (1951-2000 के दौरान औसत वर्ष)

दिखाई दिया है। फेड रिजर्व द्वारा क्वांटिटेटिव इर्जींग में ढील देने की घोषणा से भारतीय रुपये की मूल्यवृद्धि का रुख बदल गया है।

चौथे, वैश्विक विकास और व्यापार संबंधी अप्रैल 2017 में किए गए अनुमान मोटे तौर पर अपरिवर्तित बने रहने की संभावना है, हालांकि वर्ष 2016 की तुलना में विकसित अर्थव्यवस्थाओं तथा उभरते बाजारों और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं (EMDEs) दोनों में तुलनात्मक रूप से कुछ बढ़ोत्तरी हो सकती है। वर्ष

चार्ट 1.1: क्रूड ऑइल : कीमतें, मांग-आपूर्ति संतुलन





2017-18 के दौरान, विकसित अर्थव्यवस्थाओं की इस गति में कमी प्रत्याशित है क्योंकि अमेरिका में राजकोषीय नीति संबंधी अनुमान अप्रैल की तुलना में कम बढ़ा हुआ रहेगा। इसके विपरीत, विकसित अर्थव्यवस्थाओं तथा उभरते बाजारों और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं (EMDEs) के संबंध में आशा की जाती है कि वे हाल में प्राप्त गति बनाए रखेंगी। निर्यात आदेशों के बढ़े हुए होने और तत्संबंधी अन्तरराष्ट्रीय हवाई भाड़ा और कंटेनर पोर्ट संबंधी आंकड़ों से यह प्रतीत होता है कि 2017 की तीसरी तिमाही में कुछ सुदृढ़ता के साथ इस वर्ष¹ के अंत में धीमा हो सकता है। इससे बाहरी मांग के संबंध में स्टाफ के बेसलाइन दृष्टिकोण पर प्रभाव पड़ सकता है।

1.1 मुद्रास्फीति - दृष्टिकोण

अप्रैल से जून 2017 के दौरान हेडलाइन मुद्रास्फीति में आई नरमी, आगामी महीनों में सख्त होने की संभावना है। प्रथम, खाद्य पदार्थों की कीमतों, विशेषकर सब्जियों, जिनमें खासकर विगत वर्ष के समान महीनों में मौसमी वृद्धि हुई थी, की तुलना में प्रथम तिमाही (अप्रैल से जून) में तेजी से गिरावट आई, हालांकि जो धीमे-धीमे बढ़ने लगी। जुलाई 2017 से प्रभावी कर्मचारियों के मकान किराए भत्ते में केंद्र सरकार द्वारा लागू की गई वृद्धि दूसरा कारण रही। जुलाई - अगस्त 2017 में मुद्रास्फीति संबंधी अंतरलयित विभिन्न उपायों में मोटे तौर पर उठान महसूस की गई जो अप्रैल से जून के दौरान देखी गई नरमी को काफी हद तक उलट देती है।

आर्थिक एजेंटों की मुद्रास्फीति संबंधी प्रत्याशा मजदूरी और कीमत संबंधी रुझान के निर्धारण में मुख्य भूमिका अदा करती है। रिजर्व बैंक द्वारा जून 2017 में की गई सर्वेक्षण अवधि की

तुलना में सितंबर 2017² की सर्वेक्षण अवधि में शहरी परिवारों द्वारा मुद्रास्फीति में 30 से 60 आधार अंक नरम हुई है। उत्तरदाता परिवारों का अनुमान था कि आगामी तीन महीनों में मुद्रास्फीति बढ़कर 7.2 प्रतिशत और आगामी एक वर्ष के अंत में 8.0 प्रतिशत हो सकती है। उत्तरदाताओं के एक अनुपात ने यह आशा की है कि सामान्य कीमत स्तर में मौजूदा दर से बढ़ेगा हालांकि वह तीन महीने और एक वर्ष के लिए क्षैतिज अनुमान थोड़ा और अधिक रहेगा (चार्ट 1.3)।

रिजर्व बैंक के औद्योगिक रुख सर्वेक्षण की सितंबर 2017 अवधि में उत्पादन फर्मों ने आगामी एक तिमाही के लिए कच्चे माल और स्टाफ लागत³ दोनों की इनपुट लागत में नरमी की आशा व्यक्त की। उत्तरदाताओं ने कमजोर कीमत निर्धारण शक्ति का उल्लेख करते हुए विक्रय मूल्य में कुछ घटोत्तरी और लाभ मार्जिन में कमी की आशा जताई है (चार्ट 1.4)। सितंबर 2017 के लिए निक्की के "क्रेता प्रबंधकों" संबंधी सर्वेक्षण में उत्पादन क्षेत्र की फर्मों ने उच्च कर दरों और स्टील तथा पेट्रोलियम उत्पादों की कीमतों संबंधी इनपुट और आउटपुट कीमत दबाव का सामना किया वही सेवा क्षेत्र की फर्मों ने अगस्त 2017 में उच्च कर दरों संबंधी कीमत दबाव का सामना किया

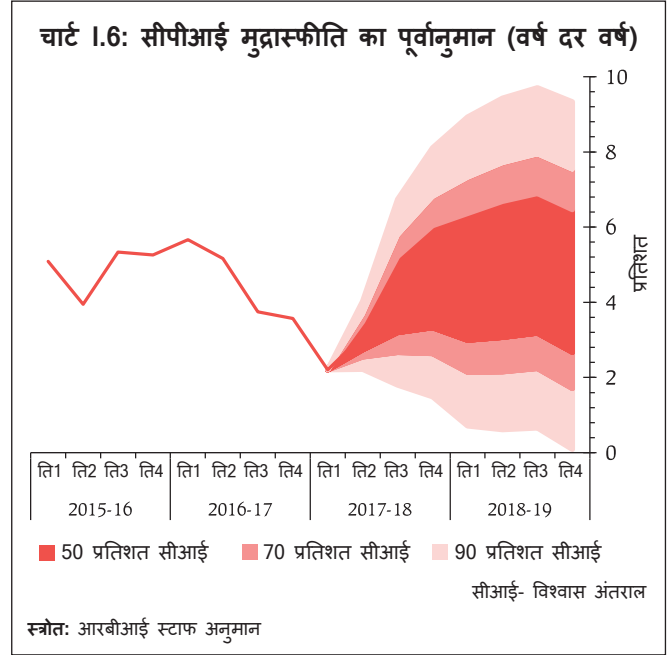
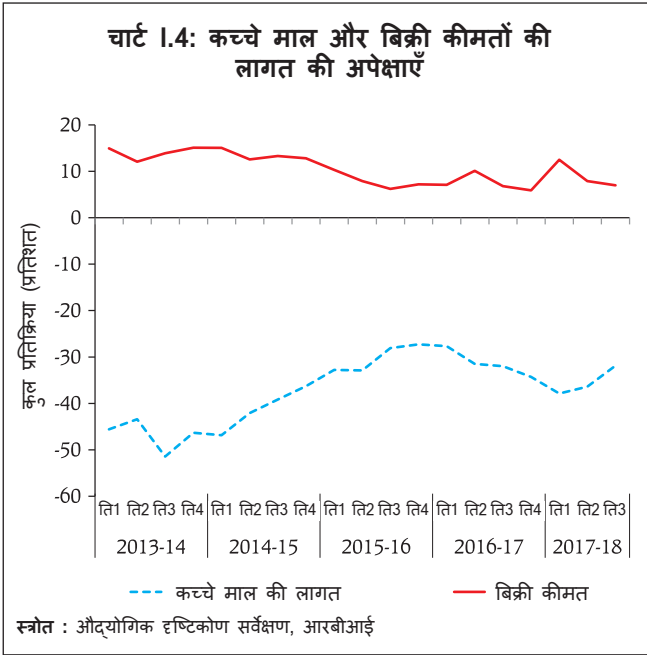
रिजर्व बैंक द्वारा प्रोफेशनल फोरकास्टर्स सर्वे सितंबर 2017 में वर्ष 2017-18 की चौथी तिमाही तक अनुकूल बेस प्रभाव के उलट उपभोक्ता मूल्य सूचकांक आधारित मुद्रास्फीति बढ़कर 4.5 प्रतिशत तक होने की संभावना जताई गई (चार्ट 1.5)।⁴

¹ विश्व व्यापार दृष्टिकोण संकेतक, अगस्त 7, 2017, विश्व व्यापार संगठन (डबल्यूटीओ)

² पारिवारिक इकाइयों के संबंध में रिजर्व बैंक की मुद्रास्फीति संभावनाओं का सर्वेक्षण 18 शहरों में किया गया तथा सितंबर 2017 के सर्वेक्षण के परिणाम 4,996 पारिवारिक इकाइयों से प्राप्त प्रतिक्रियाओं पर आधारित है।

³ सितंबर चक्र के परिणाम 1,141 कंपनियों से मिली प्रतिक्रियाओं पर आधारित है।

⁴ व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं के रिजर्व बैंक के सर्वेक्षण के सितंबर चक्र में 30 पूर्वानुमानकर्ताओं ने सहभाग लिया।

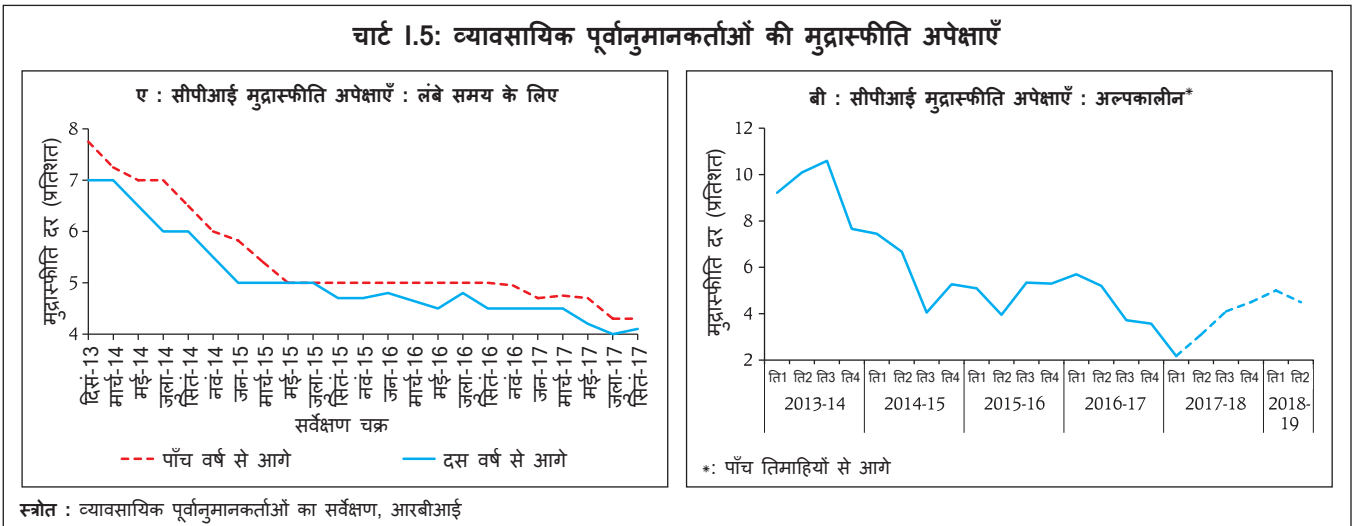


उनके मध्यावधि मुद्रास्फीति अनुमान (आगामी 5 साल हेतु) अपरिवर्तित 4.3 प्रतिशत रहे जबकि दीर्घावधि मुद्रास्फीति अनुमान (आगामी दस वर्ष हेतु) 10 आधार अंक बढ़कर 4.1 प्रतिशत रहे।

प्रारंभिक स्थितियों के पुनरीक्षित अनुमानों को ध्यान में रखते हुए, आगामी रुख संबंधी सर्वेक्षण और स्ट्रक्चरल तथा अन्य मॉडलों के अनुमान यह संकेत देते हैं कि उपभोक्ता मूल्य सूचकांक आधारित मुद्रास्फीति अगस्त 2017 के दौरान रही 3.4 प्रतिशत से बढ़कर वर्ष 2017-18 की तीसरी तिमाही में (4.2 प्रतिशत) और चौथी तिमाही में (4.6 प्रतिशत) हो सकती है जो खाद्य कीमतों में बढ़ने के रुझान और केंद्र सरकार द्वारा मकान किराए भत्ते में घोषित की गई वृद्धि के संयुक्त प्रभाव से बेस प्रभाव के अननुकूलन को दर्शाती है (चार्ट 1.6)। 2017-18 की चौथी तिमाही हेतु मुद्रास्फीति के लिए 50 प्रतिशत और 70 प्रतिशत विश्वास अंतराल क्रमशः (3.3-6.0) प्रतिशत और

(2.6-6.8) प्रतिशत है। यह मानते हुए कि 2018-19 में मानसून सामान्य रहे और कोई बड़ा बाहरी आघात नहीं होने पर संरचनागत मॉडल अनुमान के अनुसार मुद्रास्फीति 2018-19 की पहली तिमाही में 4.6 प्रतिशत से तीसरी तिमाही में 4.9 प्रतिशत और उसके बाद केंद्र सरकार के एचआरए वृद्धि के सांख्यिकीय प्रभाव के कारण चौथी तिमाही तक असर कम होकर यह 4.5 प्रतिशत हो सकती है। 2018-19 की चौथी तिमाही 1.7-7.5 प्रतिशत है।

इन बेसलाइन पूर्वानुमानों के प्रति अपसाइड तथा डाउनसाइड जोखिम विद्यमान है। राज्य सरकारों द्वारा वेतन तथा भत्तों में प्रत्याशित वृद्धि से प्रमुख अपसाइड जोखिम पैदा हो सकते हैं; कुछ राज्य सरकारों द्वारा कृषि ऋण माफी और केंद्र सरकार द्वारा संभाव्य प्रोत्साहन कदम उठाने की स्थिति में राजकोषीय स्लिपेज की संभावना है (बॉक्स 1.1) ; और जीएसटी प्रभाव से अल्पावधि अनिश्चितता बनी रहेगी; और



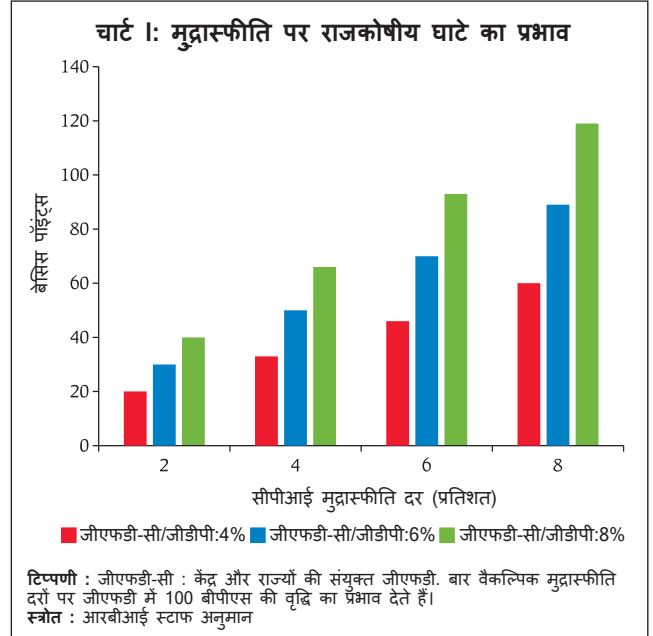
बॉक्स 1.1 : खेती ऋण में छूट, राजकोषीय प्रोत्साहन तथा मुद्रास्फीति

अभी तक 2017-18 में पाँच राज्यों - महाराष्ट्र, उत्तर प्रदेश, पंजाब, कर्नाटक तथा राजस्थान ने खेती ऋण में छूट देने की घोषणा की है। इनमें से दो राज्यों -उत्तर प्रदेश तथा कर्नाटक - ने वर्ष 2017-18 के अपने बजटों में संभावित वृद्धि के लिए प्रावधान किए हैं। 2014-16 के दौरान, तीन राज्यों - आंध्र प्रदेश, तेलंगाणा तथा तमिलनाडु ने कुल 470 बिलियन रु. की खेती ऋण में छूट देने की घोषणा की है, किन्तु यह पाँच वर्षों के दौरान के लिए है। सूचनानुसार कुछ और अधिक राज्य भी खेती ऋण में छूट पर विचार कर रहे हैं।

इसके अलावा, धीमी संवृद्धि की पृष्ठभूमि में, ये रिपोर्टें आई हैं कि केंद्रीय सरकार संवृद्धि में तेजी लाने के लिए नीतिगत कार्रवाईयां कर सकती है। धीमे विकास/संवृद्धि से कर राजस्वों पर कुछ बुरा प्रभाव पड़ सकता है। अतः केन्द्रीय सरकार का राजकोषीय घाटा इन कारकों के कारण बढ़ सकता है। इन प्रगतियों पर विचार करते हुए, 2017-18 में राज्यों के जीडीपी अनुपात में संयुक्त (केंद्र के साथ राज्यों) के राजकोषीय घाटे में लगभग 100 बीपीएस की वृद्धि हो सकती है।

अधिक राजकोषीय घाटे से स्वतः ही मुद्रास्फीति संभावनाओं तथा वास्तविक मुद्रास्फीति में वृद्धि हो सकती है (कटाओ एण्ड टेरेन्स 2005)। इसके अलावा, बजट नियंत्रण कुछ राज्यों पर अपने पूंजी व्यय में कमी करने के लिए दबाव डाल सकते हैं। यदि पूंजी/ इन्फ्रास्ट्रक्चरल नियंत्रण को रोका नहीं जा सकता, पूंजी व्यय में कमी करने से यह मुद्रास्फीतिय साबित होगी क्योंकि क्षमता नियंत्रण के और विकट होने तथा उसके साथ के “कंजेशन प्रभावों” के परिणामवश लागत के साथ-साथ समय/ विलंब की अवसर लागत तथा मटीरियल नुकसान बढ़ने लगते हैं (पटेल, 2017)। अधिक घाटे के साथ ही अधिक बाज़ार उधार से राज्यों की ऋण लागतों पर दबाव बढ़ सकता है, जो अर्थव्यवस्था में सर्वत्र फैल सकता है।

अनुभवजन्य मूल्यांकन से यह स्पष्ट है कि: (ए) भारत में राजकोषीय घाटे तथा मुद्रास्फीति के बीच एक दीर्घकालीन संबंध है; (बी) कैजुएल्टी राजकोषीय घाटे से मुद्रास्फीति में चलती है; तथा (सी) मुद्रास्फीति पर राजकोषीय घाटे का प्रभाव नॉन-लिनिअर है, अर्थात, जितना अधिक राजकोषीय घाटे तथा मुद्रास्फीति का प्रारम्भिक स्तर होगा, उतना अधिक मुद्रास्फीति



पर राजकोषीय घाटे में वृद्धि का प्रभाव होगा। (मित्रा एट आल.; 2017) (चार्ट ए)⁵। 2017-18 में आम सरकार राजकोषीय घाटा 5.9 प्रतिशत पर बजट किया गया है, अनुभवजन्य अनुमान यह दर्शाते हैं कि जीडीपी अनुपात में [100] बीपीएस का राजकोषीय घाटे से मुद्रास्फीति में लगभग [50] बीपीएस की स्थायी वृद्धि हो सकती है।

संदर्भ:

कटाओ, एल.ए., एंड एम. ई. टेरेनेस (2005), “फिस्कल डेफिसिट्स एंड इन्फ्लेशन”, जर्नल ऑफ मोनेटरी इकोनॉमिक्स, 52(3), 529-554।

मित्रा, पी., आई. भट्टाचार्य, जे. जॉन, आई. मन्ना, एंड ए. टी. जॉर्ज(2017), “फार्म लोन वेवर्स, फिजकल डेफिसिट एंड इन्फ्लेशन”, मिंट स्ट्रीट मेमो नंबर 5, रिज़र्व बैंक ऑफ इंडिया।

पेसारन, एम. एच., वाय. शीन, एंड आर.जे. स्मिथ (2001), “बाउंड्स टेस्टिंग एप्रोचेस टू एनलेसिस ऑफ लेवल रेशनशिप्स”, जर्नल ऑफ अपलाइड इकोनोमेट्रिक्स, 16(3), 289-326।

⁵ मुद्रास्फीति तथा राजकोषीय घाटे के बीच अनुभवजन्य संबंध - दीर्घवधि तथा अल्पवधि गत्यात्मकता - का परीक्षण पीसेरेन तथा अन्य (2001) द्वारा प्रस्तावित ऑटोरिग्रेसिव डिस्ट्रिब्यूटेड लेग कोइन्टीग्रेशन दृष्टिकोण का उपयोग करते हुए निम्नानुसार किया जाता है -

$$\Pi_t = a + b * X_t \quad (1)$$

$$\Delta \Pi_t = C_{01} + C_{11} * \Pi_{t-1} + C_{21} * X_{t-1} + C_{31} * \Delta \Pi_{t-1} + C_{41} * \Delta X_t + C_{51} * OG_{t-2} + C_{61} * OG_{t-3} + C_{71} * \Delta LC_t + C_{81} * \Delta LE_t + \epsilon_{1t} \quad (2a)$$

$$\Delta X_t = C_{02} + C_{12} * \Pi_{t-1} + C_{22} * X_{t-1} + C_{32} * \Delta X_{t-1} + C_{42} * \Delta \Pi_t + C_{52} * OG_{t-2} + C_{62} * OG_{t-3} + C_{72} * \Delta LC_t + C_{82} * \Delta LE_t + \epsilon_{2t} \quad (2b)$$

समीकरण 1 दीर्घकालिक संबंध का पता लगाता है तथा समीकरण 2a-2b त्रुटि सुधार (अल्पकालिक) का पता लगाता है। परिवर्तियों को निम्नानुसार परिभाषित किया गया है - $\Pi = \log(1 + \text{सीपीआई मुद्रास्फीति})$; $X = (\text{जीएफडी/जीडीपी})^2$; $OG = \text{उत्पादन अंतर}$; $LC = \text{कच्चे तेल के मूल्यों का log}$; $LE = \text{विनिमय दर का log}$ (रुपया प्रति अमरीकीडालर)। मुद्रास्फीति तथा राजकोषीय घाटे के बीच नॉन-लीनियर संबंध का पता, मुद्रास्फीति के लॉग को निर्भर परिवर्ती तथा व्याख्यात्मक परिवर्ती के रूप में राजकोषीय घाटे / जीडीपी अनुपात की समानता सहित, प्रयोग करके लगाया गया है। आंकड़ों के इन बदलावों से मुद्रास्फीति दरों तथा राजकोषीय घाटे को विपरीत रूप से परिवर्तित करने के लिए मुद्रास्फीति-राजकोषीय घाटे की लोच का पता लगाया जा सकता है। अनुभवजन्य विश्लेषण के लिए 2006-17 के तिमाही आंकड़ों का उपयोग किया गया है।

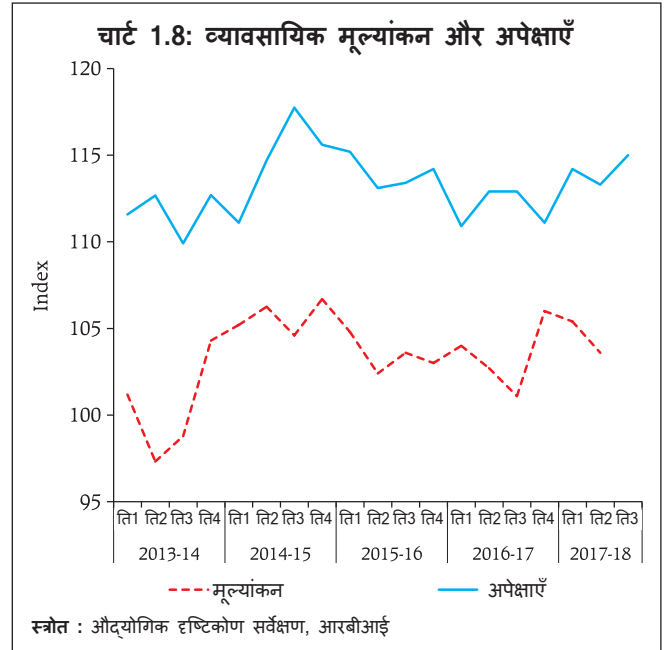
खरीफ की फसल के खाद्यान्नों की उपज में कमी होने का अनुमान है। डाउनसाइड जोखिम के मामले में, पर्याप्त खाद्य भंडार और सरकार द्वारा प्रभावी आपूर्ति प्रबंधन आदि से खाद्य मुद्रास्फीति प्रत्याशित स्तर से कम रह सकती है और हेडलाइन मुद्रास्फीति को बेसलाइन से नीचे ला सकती है।

1.2 वृद्धि संबंधी दृष्टिकोण

अप्रैल 2017 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में (ए) पुनर्मुद्रीकरण की गति से प्रभावित विवेकशील व्यय में बढ़ोत्तरी ; (बी) विमुद्रीकरण से प्रेरित नकदी उपलब्धता से बैंकों द्वारा नए ऋणों को उधार देने संबंधी उधार दरों में कमी; (सी) वर्ष 2017-18 के संघीय बजट में (जीडीपी) वृद्धि को बढ़ाने संबंधी प्रस्ताव; (डी) सामान्य दक्षिणी-पश्चिमी मानसून; और (ई) विदेशी मांग में सुधार (बढ़ोत्तरी) के परिप्रेक्ष्य में वर्ष 2017-18 के लिए वास्तविक योजित सकल मूल्य में तेजी का अनुमान किया है। बैंकों के दबावग्रस्त तुलन-पत्रों और उच्च वैश्विक पण्य कीमतों की संभावना को वृद्धि के अनुमान के लिए डाउनसाइड जोखिमों के रूप में देखा गया है।

उनमें से कुछ उम्मीदें पूरी हुईं, जबकि विवेकशील व्यय और निवेश संबंधी व्यय प्रत्याशा से कम रहा एवं पिछले वर्ष की तुलना में खरीफ में पैदा होने वाले खाद्यान्नों की उपज कम रह सकती है। जीएसटी लागू करने संबंधी अनिश्चितता का आर्थिक गतिविधियों पर प्रतिकूल असर पड़ा जबकि यह आशा की जाती है कि मध्यम और दीर्घवधि के दौरान उत्पादन बढ़ने के प्रभाव से इसकी भरपाई होगी।

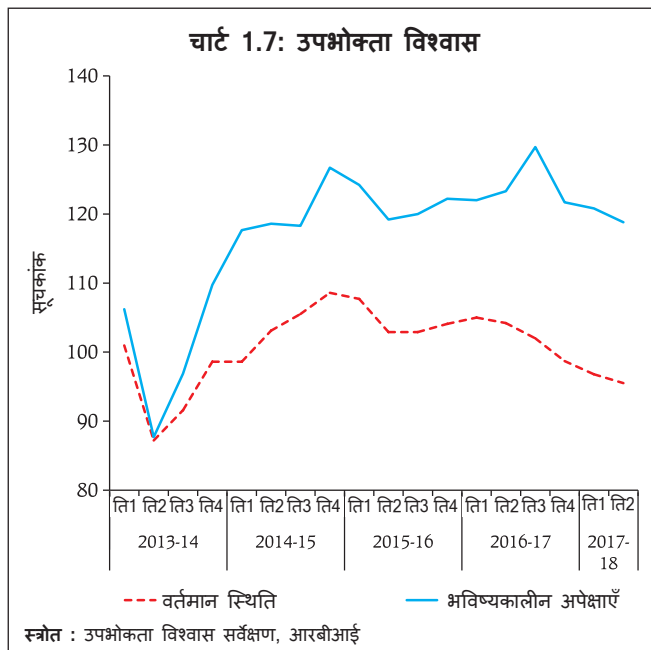
भारतीय रिज़र्व बैंक के सितंबर 2017 के सर्वेक्षण के दौरान यह पाया गया कि आगामी 1 वर्ष में, आय और रोजगार संबंधी



अपेक्षाओं के संबंध में ग्राहकों के विश्वास में कमी आई है (चार्ट 1.7)⁶।

औद्योगिक दृष्टिकोण संबंधी भारतीय रिज़र्व बैंक के सितंबर के सर्वेक्षण में उत्पादन, ऑर्डर बुकिंग क्षमता उपयोग, निर्यात और लाभ संबंधी मार्जिन की बेहतर उम्मीदों के कारण आगामी तिमाही के लिए उत्पादन (मेन्युफेक्चरिंग) क्षेत्र के संबंध में समग्र आशा में सुधार हुआ (चार्ट 1.8)।

अन्य एजेंसियों द्वारा किए गए सर्वेक्षणों में पिछले सर्वेक्षण की तुलना में कारोबारी विश्वास में कमी आई है (तालिका 1.3) ; हालांकि निक्की के "क्रेता प्रबंधकों" के सर्वेक्षण में उत्पादन क्षेत्र



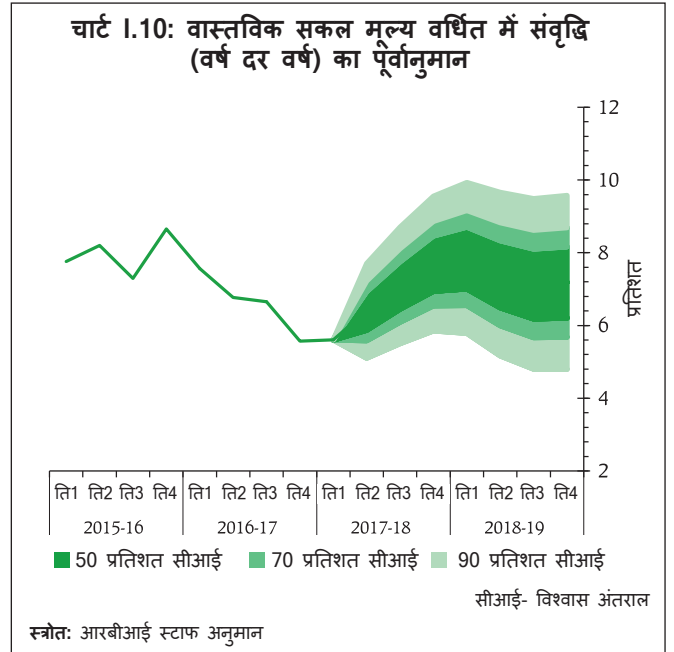
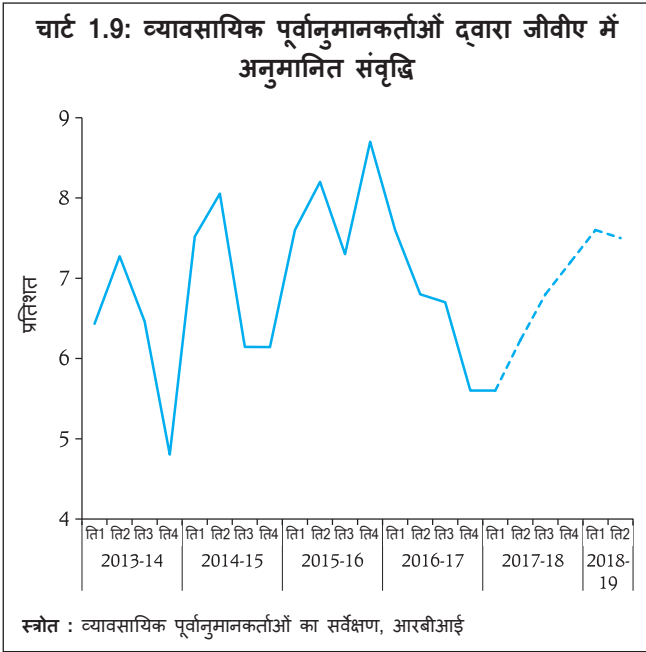
सारणी 1.3: कारोबारी प्रत्याशा सर्वे

मद	एनसीईआर बिजनेस कांफिडेंस इंडेक्स (जुलाई 2017)	फिक्की समग्र बिजनेस कांफिडेंस इंडेक्स (अगस्त 2017)	दून और ब्रेडस्ट्रीट बिजनेस आप्टिमिज्म इंडेक्स (जून 2017)	सीआईआई बिजनेस कांफिडेंस इंडेक्स (सितंबर 2017)
सूचकांक का वर्तमान स्तर	136.0	66.1	72.1	58.3
पिछले सर्वे के अनुसार सूचकांक	139.5	68.3	78.9	64.4
% परिवर्तन (ति-दर-ति) क्रम में	-2.5	-3.2	-8.6	-9.5
% परिवर्तन (वर्ष दर वर्ष)	9.4	-1.8 [@]	-13.3	0.5

नोट :

1. एनसीईआर : राष्ट्रीय अनुप्रयुक्त आर्थिक अनुसंधान परिषद .
 2. एफआईसीसीआई : भारतीय वाणिज्य और उद्योग मण्डल परिषद (फिक्की)
 3. सीआईआई : भारती उद्योग संघ
- @: अक्टूबर 2016 पर परिवर्तन

⁶ इस सर्वेक्षण को रिज़र्व बैंक द्वारा छ: महानगर शहरों में किया गया तथा सितंबर चक्र द्वारा 5,100 प्रतिक्रियादाताओं से प्रतिक्रियाएँ प्राप्त हुईं।



की फर्म (सितंबर 2017) और सेवा क्षेत्र की फर्म (अगस्त 2017) भावी उत्पादन वृद्धि के प्रति आशान्वित हैं।

भारतीय रिज़र्व बैंक के सितंबर सर्वेक्षण में प्रोफेशनल फोरकास्टर्स ने उद्योगों और सेवाक्षेत्र संबंधी गतिविधियों में होने वाले सुधार के जरिए वास्तविक सकल योजित मूल्यवृद्धि वर्ष 2017-

18 की प्रथम तिमाही में 5.6 प्रतिशत से वर्ष 2017-18 की चौथी तिमाही तक 7.2 प्रतिशत और वर्ष 2018-19 की दूसरी तिमाही में 7.5 प्रतिशत होने की आशा व्यक्त की है (चार्ट 1.9 और तालिका 1.4)।

पहली छमाही में हुई आमद (outturn) को ध्यान में रखते हुए बेसलाइन अनुमानों में सर्वेक्षण संकेतकों और मॉडल फोरकास्ट से यह लक्षित होता है कि बेसलाइन पथ से समान रूप से जोखिम संतुलित होते हुए वास्तविक सकल योजित मूल्य संबंधी वृद्धि में, बेसलाइन परिदृश्य के अन्तर्गत वर्ष 2017-18 के लिए यह 6.7 प्रतिशत दूसरी तिमाही में 6.4 प्रतिशत, तीसरी तिमाही में 7.1 प्रतिशत चौथी तिमाही में 7.7 प्रतिशत होने का अनुमान है। 2018-19 के लिए स्ट्रक्चरल मॉडल से यह अनुमान लगता है कि घोषित प्रक्षेप वक्र के अनुसार यदि मानसून सामान्य रहा, वित्तीय समेकन निर्धारण के अनुरूप रहा और कोई प्रमुख बाहरी नीतिगत आघात नहीं लगा तो वास्तविक सकल योजित मूल्य बढ़कर (7.4) प्रतिशत तक हो सकता है (चार्ट 1.10)।

सारणी 1.4: रिज़र्व बैंक का बेसलाइन तथा व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं का माध्यिका पूर्वानुमान

(प्रतिशत)

	2017-18	2018-19
रिज़र्व बैंक का बेसलाइन अनुमान		
मुद्रास्फीति, चौथी तिमाही (वर्ष दर वर्ष)	4.6	4.5
वास्तविक सकल मूल्य वर्धित (जीवीए) संवृद्धि	6.7	7.4
व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं का सर्वेक्षण @		
मुद्रास्फीति, चौथी तिमाही (वर्ष दर वर्ष)	4.5	4.5#
जीवीए संवृद्धि	6.6	7.4
कृषि तथा उससे संबन्धित गतिविधियां	3.2	3.0
उद्योग	4.8	7.0
सेवाएँ	8.1	8.7
सकल घरेलू बचत (जीएनडीआई का प्रतिशत)	31.2	32.3
सकल फिक्स्ड पूंजी निर्माण (जीडीपी का प्रतिशत)	26.5	27.6
अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के ऋण में वृद्धि	8.0	10.0
संयुक्त सकल राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	6.5	6.0
केंद्र सरकार सकल राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	3.2	3.0
रेपो रेट (समाप्त अवधि)	6.00	6.00#
91-दिवसीय खजाना बिल पर प्रतिफल (समाप्त अवधि)	6.0	6.1
10-वर्षीय केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों पर प्रतिफल (समाप्त अवधि)	6.7	6.9
समग्र भुगतान शेष (यूएस \$ बिलियन)	30.0	25.0
पण्य निर्यात वृद्धि	6.5	7.9
पण्य आयात वृद्धि	11.5	9.5
चालू खाता शेष (जीडीपी का प्रतिशत)	-1.5	-1.8

@: माध्यिका पूर्वानुमान ; जीएनडीआई : सकल राष्ट्रीय प्रयोज्य आय
#: 2018-19 की दूसरी तिमाही का पूर्वानुमान
स्रोत : स्टाफ अनुमान; तथा व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं का सर्वेक्षण (सितंबर 2017).

गतिशील यादृच्छिक सामान्य संतुलन (DSGE) मॉडल अनेक केंद्रीय बैंकों द्वारा नीतिगत विश्लेषण के लिए प्रमुख टूल के रूप में इस्तेमाल किया जाता है और रिज़र्व बैंक स्टाफ ऐसा एक मॉडल विकसित करने का प्रयास कर रहा है ताकि मौद्रिक नीति के संव्यवहार के लिए विश्लेषणात्मक सूचनाओं (Inputs) को प्रभावी बनाया जा सके (बॉक्स 1.2)।

1.3 जोखिमों का संतुलन

तालिका 1.1 में निर्धारित अनुमानों के तहत वृद्धि और मुद्रास्फीति संबंधी बेसलाइन प्रोजेक्शन अन्य बातों के साथ-साथ सशर्त हैं। इस सचेतक शर्त के साथ कि, राज्य सरकारों द्वारा अपने कर्मचारियों के लिए वेतन और भत्तों में संभावित

बॉक्स 1.2: भारत के लिए प्रोटोटाइप डाइनेमिक स्टॉकेस्टिक सामान्य समीकरण (डीएसजीई) मॉडल

व्यष्टिआर्थिक आधार पर बनाए गए डीएसजीई मॉडल एजेंट्स के इंटर-टैम्पोरल चयन पर बल देते हैं और मेक्रों इकोनोमिक निष्कर्षों का लगभग निर्धारण करने में एजेंट की अपेक्षाओं को एक केंद्रीय भूमिका प्रदान करते हैं। ये मॉडल नीतिगत प्रोत्साहनों से ऐसे परिणाम हासिल करने में समर्थ हैं जो प्रत्यक्षतः परंपरागत मेक्रो-इकोनोमिक मॉडलों के आलोचक लुकास (1976) से काफी हद तक प्रभावित हैं। इन मॉडलों में लघुकृत प्रारूप वाले ऐसे निरूपकों का प्रयोग किया जाता है जो नीतिगत परिवर्तनों द्वारा प्रेरित आर्थिक दांच में स्थानांतरित होने में रुखाई नहीं बरतते। सामान्य साम्यता का स्वरूप निर्दिष्ट होने पर, डीएसजीई मॉडल नीतिगत कार्रवाई और एजेंटों के व्यवहार के बीच की अन्योन्य क्रिया (इंटरप्ले) का पता लगा सकता है (स्बोरडोन तथा अन्य, 2010)। बिना गड़बड़ी वाली अर्थव्यवस्था का प्रतिनिधित्व करने वाला पूर्व डीएसजीई मॉडल वास्तविक व्यापार चक्र वाला ऐसा मॉडल था जो उत्पादकता आघातों के प्रभावों पर ध्यान केंद्रित करता था (किडलैंड और प्रेसकॉट, 1982)। उसके बाद से विनिर्देशन तथा अनुमान तकनीकों में काफी सुधार हुआ है। विद्यमान डीएसजीई मॉडल में, पहले वाली पीढ़ियों के प्रयासों की अपेक्षा, विकृतियों तथा आघातों के व्यापक सेट को शामिल किया जाता है (क्रिस्टिआनो तथा अन्य, 2005; स्मेट्स और वाउटर्स, 2007)।

उन्नत अर्थव्यवस्था और उभरती बाजार अर्थव्यवस्था दोनों के केंद्रीय बैंकों ने, जिनमें से कुछ हैं - बैंक ऑफ कनाडा; बैंक ऑफ इंग्लैंड; यूरोपियन सेंट्रल बैंक; सेंट्रल बैंक ऑफ चिली - नीतिगत विश्लेषण के लिए इस प्रकार के मॉडल विकसित किए हैं और उनका व्यापक प्रयोग वैकल्पिक नीति परिदृश्य के मूल्यांकन तथा उपायों के चयन के लिए किया है।

भारत के लिए प्रोटोटाइप न्यू कीनीज़ियन डीएसजीई मॉडल भारत की विशिष्ट स्थितियों को ध्यान में रख कर विकसित किया जाना होगा। आयरलैंड (2004) का उदाहरण लें, यह माना जाता है कि इसकी अर्थव्यवस्था में ऐसी प्रतिनिधिक पारिवारिक इकाइयां निवास करती हैं जो इंटर-टैम्पोरल बजट बाधा के अधीन जीवन-पर्यन्त अपेक्षित उपयोगिता फलन को अधिकतम करती हैं। प्रसन्नता फलन⁷ उपभोग (C) तथा श्रम (l) पर निर्भर करता है जिनकी आपूर्ति अर्धनिर्मित वस्तु उत्पादक क्षेत्र को की जाती है। पारिवारिक इष्टतमता की पहली शर्त में शामिल है - (i) इयूलर समीकरण जो वास्तविक ब्याज दर और प्रतिस्थापन की इंटर-टैम्पोरल सीमांत दर के बीच संबंध स्थापित करता है, तथा (ii) इंटर-टैम्पोरल इष्टतम स्थिति जो आराम और उपभोग के बीच प्रतिस्थापन की सीमांत दर को वास्तविक मजदूरी से जोड़ती है।

$$\beta r_t E_t [C_t / (\pi_{t+1} C_{t+1})] = 1 \quad (1)$$

$$l_t^{\mu-1} = W_t / C_t \quad (2)$$

यहां β सबजेक्टिव डिस्काउंट फेक्टर है, μ फ्रिस्क इंटर-टैम्पोरल लोच का प्रतिलोम है, W वास्तविक मजदूरी है, π_t मुद्रास्फीति की दर है तथा r_t सकल नाममात्र ब्याज दर है।

विभिन्न अर्धनिर्मित माल i की $Y_t(i)$ इकाइयों का निर्माण करने वाली अर्धनिर्मित माल उत्पादक फर्मों का एक सातत्यक काल है जिसके लिए निम्नलिखित प्रौद्योगिकी का प्रयोग किया गया है:

$$Y_t(i) = z_t l_t(i) \quad (3)$$

यहां z_t बाहरी उत्पादकता आघात है जो मंद धारा के साथ यादृच्छिक रूप से चलता है। अर्धनिर्मित माल उत्पादक प्रतिनिधिक फर्म निर्मित माल उत्पादकों की मांग-अनुसूची, प्रौद्योगिकी संबंधी बाधाओं तथा $\frac{\Omega}{2} \left[\frac{P_t(i)}{\pi_{t-1}(i)} - 1 \right]^2 Y_t$, द्वारा दी गई चतुष्कोणीय कीमत समायोजन की लागत के अधीन, कुल बाजार मूल्य को अधिकतम करने के लिए मूल्य $P_t(i)$ का चयन करती है, यहां Ω कीमत समायोजन की लागत की डिग्री को व्यक्त करता है। इस इष्टतम अभ्यास की पहली शर्त को पूरा करने पर नॉन-लीनियर न्यू कीनीज़ियन फिलिप्स वक्र नीचे दिए गए अनुसार सामने आता है -

$$\Omega (\pi_t / \pi - 1) \pi_t / \pi = (1 - \tau) \left[\frac{P_t(i)}{P_t} \right]^{-\tau} + (W_t / P_t) (P_t(i) / P_t)^{-(1+\tau)} \tau + \beta \Omega E_t [(C_t / C_{t+1}) (\pi_{t+1} / \pi - 1) (\pi_{t+1} Y_{t+1} / (\pi Y_t))] \quad (4)$$

यहां τ उत्पादन की कीमत लोच है।⁸ यह समीकरण बताता है कि फर्म चतुष्कोणीय कीमत समायोजन की लागतों को विचार में लेते हुए, मूल्यों का निर्धारण सीमांत लागतों से ऊपर "मार्क-अप" के रूप में करती है (मुमताज और जनेट्ट, 2013). जैसा कि आयरलैंड (2004) के उदाहरण से स्पष्ट होता है, अर्धनिर्मित माल बनाने वाली फर्म मंहगे कीमत समायोजन के अभाव में $P_t(i)$ मूल्य के अपने मार्क-अप का निर्धारण सीमांत लागत के ऊपर $\tau / (\tau - 1)$ के आनुपात में करती है। कीमत समायोजन लागत के साथ एक फर्म का वास्तविक मार्क-अप वांछित मार्क-अप से भिन्न हो सकता है और समय गुजरने के साथ वांछित मार्क-अप के निकट आ सकता है।

केंद्रीय बैंक सांकेतिक ब्याज दरों का निर्धारण टेलर नियम के अनुसार करता है :

$$r_t = \beta_r r_{ss} + (1 - \beta_r) r_{t-1} + (1 - \beta_r) \beta_\pi (\pi_t - \pi) + (1 - \beta_r) \beta_y (y_t - y_{ss}) + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

यहां r_{ss} और y_{ss} क्रमशः स्थिर स्थिति ब्याज दर तथा स्थिर स्थिति उत्पादन को व्यक्त करते हैं तथा ε_t बाहरी नीतिगत

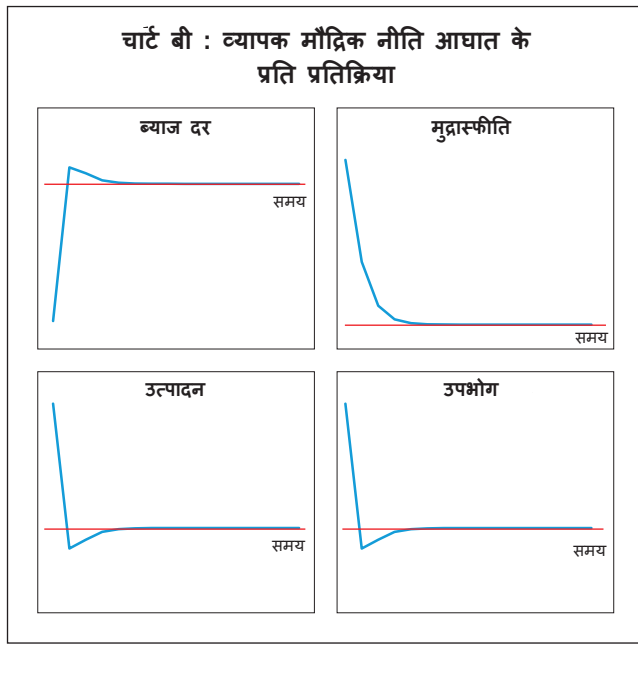
(जारी...)

⁷ The household maximises $E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \{ \ln(C_t) - \frac{1}{\mu} l_t^\mu \}$ subject to $C_t + \frac{B_t}{r_t} \leq B_{t-1} + W_t l_t + T_t$. The household enters period t with B_{t-1} bonds which provides B_{t-1} units of currency upon maturity. The household uses this money to purchase new bonds of value $\frac{B_t}{r_t}$, where is r_t the gross nominal interest rate between t and $t+1$. T_t is the nominal profits from intermediate goods producing firms.

⁸ π स्थिर स्वरूप की मुद्रास्फीति है, W_t वास्तविक मजदूरी है, Y_t उत्पादन है और P_t कीमत स्तर है।

आघात को व्यक्त करता है। बाजार समाशोधन स्थिति के साथ समीकरण (1)-(5), समीकरणों की ऐसी प्रणाली गठित करता है जिसका समाधान मानक डीएसजीई विधियों का उपयोग करके किया जा सकता है।⁹

भारतीय अध्ययनों के लिए मॉडल पैरामीटर निर्धारित किए जा सकते हैं (पात्रा और कपूर, 2012)। इस प्रोटोटाइप मॉडल में तब प्रति-वास्तविक अभ्यास, जैसे विस्तारक मौद्रिक नीति के अर्थव्यवस्था-व्यापी प्रभाव का अनुरूपण, 2 अगस्त 2017 के तीसरे द्विमासी मौद्रिक नीति वक्तव्य में दिए गए अनुसार नीतिगत रेपो दर में कमी, करना संभव हो सकता है। विस्तारक मौद्रिक नीति आघात चार्ट बी में दर्शाए गए अनुसार ब्याज दरों



में कमी लाता है और उत्पादन, उपभोग तथा मुद्रास्फीति में वृद्धि का कारण बनता है।

संदर्भ:

क्रिस्टीयानो, एल.जे. एल. ईकेन्बौम एंड सी.एल. एवान्स (2005), "नोमिनल रिजिडीटीस एंड डायनेमिक इफ़ेक्ट्स ऑफ ए शॉक टू मोनेटरी पॉलिसी", जर्नल ऑफ पोलिटिकल इकोनोमी, 113 (1), 1-45

आयरलैंड, पी. (2004), "टेक्नोलोजी शॉक्स इन द न्यू कीनेसीएन मॉडल", एनबीईआर वर्किंग पेपर्स, नं०10309, फरवरी

किडलैंड, एफ.ई. एंड ई. सी. प्रेसकोट (1982), "टाइम टू बिल्ड एंड एग्रीगेट फ्लक्चुएशन्स", इकोनोमेट्रिका: जर्नल ऑफ इकोनोमेट्रिक सोसायटी, 50, 1345-1370

लुकास आर. (1976), "इकोनोमिक पॉलिसी वेल्थिएशन" "अ क्रिटिक". इन कार्नेजी-रोकेस्टर कॉन्फरेंस सीरीज ऑन पब्लिक पॉलिसी वॉल्यूम 1. 19-46. नॉर्थ होलैंड.

मुमताज़, एच. एंड एफ. जनेट्टी (2013), "द इम्पैक्ट ऑफ द वोलेटिलिटी ऑफ मोनेटरी पॉलिसी शॉक्स", जर्नल ऑफ मनी, क्रेडिट एंड बैंकिंग, 45(4), 535-558

पात्रा, एम. डी. एंड एम. कपूर (2012), "आल्टरनेटिव मोनेटरी पॉलिसी रूल्स फॉर इंडिया", आईएमएफ वर्किंग पेपर, डबल्यूपी/12/118

साबर्डन, ए एम, ए. तंबालोटी, के राव एंड के. वाल्श (2010), "पॉलिसी एनेलेसिस युसिंग डीएसजीई मॉडल्स - एन इंटरॉडक्शन", एफआरबीएनवाई इकोनोमिक पॉलिसी रिव्यू, अक्टूबर, 23-43

स्मेट्स, एफ. एंड आर. वुटर्स (2007), "शॉक्स एंड फ्रीक्वेंस इन यू एस बिजनेस साइक्ल्स", ईसीबी वर्किंग पेपर सिरीज, नंबर 722, फरवरी

वृद्धि बेसलाइन वृद्धि और मुद्रास्फीति प्रक्षेपण (अनुमान) में शामिल नहीं है। इस खंड में बेसलाइन प्रक्षेपण स्वीकार्य विकल्प स्थितियों / संभावनाओं के निर्धारण के तहत जोखिमों के संतुलन का आकलन करता है।

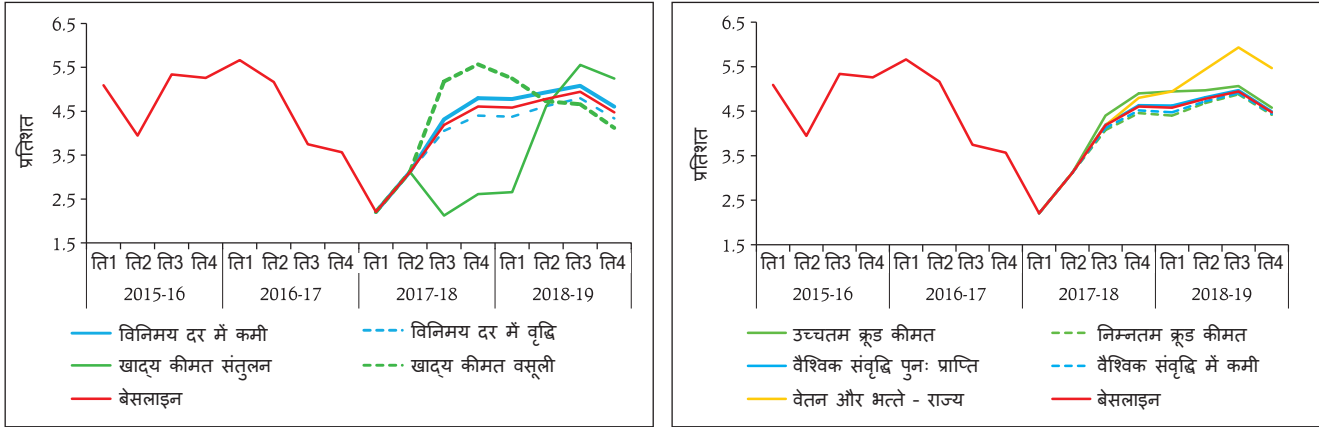
(i) कच्चे तेल की अन्तरराष्ट्रीय कीमतें

बेसलाइन पूर्वानुमान के अनुसार, वैश्विक मांग को पूरा करने के लिए वैश्विक तेल आपूर्ति संतोषजनक बनी रहने की आशा के तहत वर्ष 2017-18 की दूसरी छमाही में कच्चे तेल की कीमतें प्रति बैरल औसतन / लगभग 55 अमेरिकी डालर रह सकती हैं। तथापि, भू-राजनैतिक व्यवधान से आपूर्ति में बाधा

और तेल की मांग मजबूत रहने से कच्चे तेल की कीमतें ऊंची हो सकती हैं। हालांकि, तेल की ऊंची कीमतों में वृद्धि के दबाव को शेल गैस उत्पादन में वृद्धि से कम किया जा सकेगा। मान लीजिए वर्तमान परिदृश्य में वर्ष 2017-18 की दूसरी छमाही में कच्चे तेल के भाव/कीमतें 65 अमेरिकी डॉलर तक पहुँच जाते हैं तो 2017-18 में मुद्रास्फीति 30 आधार अंक तक बढ़ सकती है। वास्तविक सकल योजित मूल्य वृद्धि वर्ष 2017-18 में उच्चतर इनपुट लागत के साथ-साथ विश्व मांग में घटोत्तरी के प्रभाव से 15 आधार अंक तक कमजोर हो सकती है। इसके विपरीत, यदि अन्तरराष्ट्रीय पैट्रोलियम निर्यातक देशों (ओपीईसी) द्वारा अधिक आपूर्ति से कच्चे तेल की कीमतें बेसलाइन अनुमान से कम हो जाती हैं और / अथवा प्रत्याशित वैश्विक मांग कमजोर हो जाती है और विशेषकर तेल की कीमतें घटकर 50 अमेरिकी डॉलर तक आ जाती हैं, तो मुद्रास्फीति 15 आधार अंक तक मंद हो सकती है और

⁹ मल्टी-सेक्टरल मॉडल बैंकों के साथ साथ गैर बैंकिंग वित्तीय संस्थानों, बाहरी क्षेत्र, कृषि क्षेत्र तथा सरकारी क्षेत्र से मिले ऋण की भूमिका को दर्शाते हुए वित्तीय टकरावों को समायोजित करते हुए डायनेमिक्स को मजबूत बना सकते हैं। उदाहरण के रूप में, इस प्रकार के मॉडल राजकोषीय स्टैमल्स के वित्तीय आशयों या अंतरराष्ट्रीय आघातों के पास थु की प्रतिकृति बना सकते हैं।

चार्ट I.11: आधारभूत मुद्रास्फीति पथ पर जोखिम परिदृश्य का प्रभाव



स्रोत : आरबीआई स्टाफ अनुमान

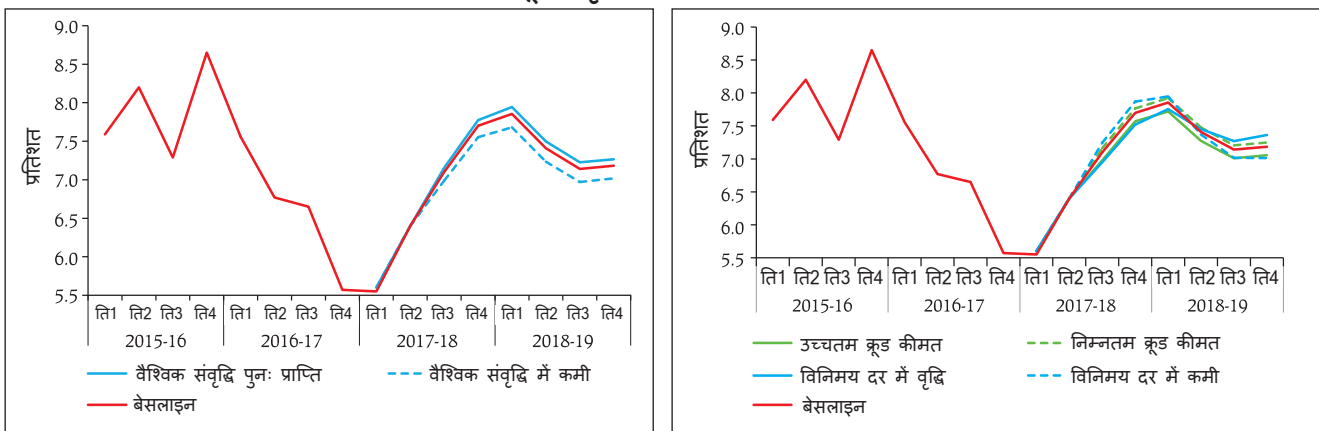
वास्तविक सकल योजित मूल्य में वृद्धि बढ़कर 2017-18 में बेसलाइन से लगभग 5 से 10 आधार अंक तक बढ़ जाएगी (चार्ट 1.11 और 1.12)।

(ii) वैश्विक मांग

बेसलाइन परिदृश्य में अनुकूल और प्रतिकूल जोखिमों सहित वैश्विक मांग वर्ष 2017 और 2018 में ऊंची रहने की संभावना है। इसके विपरीत, अमेरिका में हाल ही की घटनाओं के मद्देनजर अमेरिकी विस्तारवादी राजकोषीय नीति संभवतः साकार न हो। चीन में वृद्धि बनी रही है किंतु विगत भारी कर्ज के मद्देनजर उसका लगातार बने रहना चिंता का विषय है। आकलन में बाजार सहभागियों और अमेरिकी मौद्रिक नीति सामान्यीकरण प्रक्रिया की गति के संबंध में अमेरिकी फेडरल ओपन मार्केट कमिटी के बीच असहमति से विशेषकर बाजार मूल्यन को लेकर वित्तीय बाजारों में अस्थिरता प्रारंभ हो

सकती है। अन्तर्मुखी संरक्षणवादी प्रवृत्तियों के वातावरण में वैश्विक वित्तीय स्थितियों में प्रारंभ हुई सख्ती, विशेषकर विकासशील बाजार अर्थव्यवस्थाओं, में नकारात्मक (डाउनसाइड) जोखिमों को बढ़ा सकती है। अगर यह मान लें कि वैश्विक वृद्धि बेसलाइन से 50 आधार अंक नीचे होती है तो घरेलू वृद्धि और मुद्रास्फीति क्रमशः बेसलाइन पूर्वानुमान के 20 आधार अंक और 10 आधार अंक तक गिर सकती है। हालांकि, यूरो क्षेत्र में राजनैतिक जोखिम घटने से सतत और मजबूत चक्रीय गति से वृद्धि (Rebound) हो सकती है, जिससे वैश्विक वृद्धि को मजबूती मिल सकती है। उदाहरण के लिए, यदि 25 आधार अंक वैश्विक वृद्धि में जुड़ते हैं तो उल्लिखित बेसलाइन से वास्तविक सकल योजित मूल्य में वृद्धि और मुद्रास्फीति में बदलाव क्रमशः 10 आधार अंक और 5 आधार अंक तक हो सकता है।

चार्ट I.12: आधारभूत संवृद्धि पथ पर जोखिम परिदृश्य का प्रभाव



स्रोत : आरबीआई स्टाफ अनुमान

(iii) विनिमय दर

वर्ष 2017-18 की प्रथम छमाही में अमेरिकी डॉलर की तुलना में भारतीय रुपये की विनिमय दर में उतार-चढ़ाव बना रहा है। पुनश्च, अमेरिकी (और संभवतः विकसित अर्थव्यवस्थाओं के केंद्रीय बैंकों) में मौद्रिक नीति के सामान्यीकरण तथा विकसित अर्थव्यवस्थाओं और विकासशील बाजार अर्थव्यवस्थाओं की संरक्षणवादी नीतियों से विदेशी मुद्रा बाजार में कुछ अस्थिरता पैदा हो सकती है और मुद्रा विनिमय दर में गिरावट आ सकती है। बेसलाइन के मद्देनजर भारतीय रुपये में 5 प्रतिशत की गिरावट आने से वर्ष 2017-18 में मुद्रास्फीति में 20 आधार अंकों की वृद्धि हो सकती है, जबकि उसके परिणामस्वरूप निवल निर्यात और वृद्धि में कुछ सकारात्मक प्रभाव पड़ सकते हैं। दूसरी ओर, बहुराष्ट्रीय परिप्रेक्ष्य में भारतीय अर्थव्यवस्था की प्रत्याशित सशक्त वृद्धि, जीएसटी के सरल कार्यान्वयन और प्रत्यक्ष विदेशी निवेश को आकृष्ट करने के लिए किए गए विभिन्न उपायों के मद्देनजर भारत विदेशी निवेशकों के लिए आकर्षक निवेश स्थल बना रहेगा एवं इससे घरेलू मुद्रा और मजबूत हो सकती है। भारतीय रुपये में 5 प्रतिशत मजबूती से मुद्रास्फीति में 20 आधार अंक की नरमी आ सकती है किंतु उससे वास्तविक सकल योजित मूल्य वृद्धि पर 10 से 15 आधार अंकों का नकारात्मक प्रभाव भी पड़ सकता है।

(iv) खाद्य मुद्रास्फीति

वर्ष 2017-18 की प्रथम तिमाही में हेडलाइन मुद्रास्फीति में भारी कमी से यह परिलक्षित होता है कि खाद्य कीमतों में, विशेषकर सर्दी के मौसम के बाद दलहन और सब्जियों की कीमतों में सामान्य मौसमी तेजी नहीं दिखाई दी। खाद्य कीमतों में स्ट्रक्चरल और चक्रीय तत्व दोनों ही गतिमान रहते हैं यद्यपि उन्हें इस वक्त अलग-अलग करना मुश्किल है। यदि वर्ष 2016 की दूसरी छमाही से खाद्य कीमतों संबंधी मुद्रास्फीति में नरमी प्रमुखतः स्ट्रक्चरल रही, तो वर्ष 2017-18 की शेष अवधि में खाद्य कीमतों की गति में नगण्य परिवर्तन होगा और हेडलाइन मुद्रास्फीति बेसलाइन के 2 प्रतिशत बिंदु तक नीचे हो सकती है। हालांकि, यदि खाद्य कीमतें प्रमुखतः चक्रीय होने के कारण कम रही हैं तो वे पुरानी प्रवृत्ति अख्तियार कर सकती हैं। तत्वों की वजह से कमी रहती है तो खाद्य कीमतें

संभवतः पूर्व प्रवृत्ति धारण करेंगी। यदि यह मान लें कि खाद्य कीमतों में परिवर्तन की गति आगामी महीनों में विगत पांच वर्षों के औसत के अनुसार रहेगी तो हेडलाइन मुद्रास्फीति बेसलाइन से 100 आधार अंक ऊपर रह सकती है।

(v) वेतन और भत्ते - राज्यों द्वारा लागू करना

वर्ष 2016 में केंद्र सरकार के कर्मचारियों के वेतन और पेंशन तथा जुलाई 2017 में आवास किराए में वृद्धि करने के प्रभाव को बेसलाइन पूर्वानुमान में शामिल किया गया है। यदि राज्य सरकारें उल्लेखानुसार वेतन और भत्तों में उसी प्रकार की वृद्धि करें तो बढ़े हुए आवास किराए के प्रभाव से मांग बढ़ सकती है और मुद्रास्फीति में वृद्धि हो सकती है जिससे प्रत्यक्ष सांख्यिकीय प्रभाव के कारण उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति बेसलाइन से 100 आधार अंक ऊपर हो सकता है।

(vi) राजकोषीय विचलन (स्लिपेज)

जैसा कि पहले नोट किया गया है, घरेलू मांग को मजबूती प्रदान करने के लिए किए गए उपायों और कम कर राजस्व के कारण केंद्र सरकार के राजकोषीय घाटे में अपसाइड जोखिमों की संभावना है। उच्च राजकोषीय घाटे के कारण मुद्रास्फीति पर (बढ़ोत्तरी का) प्रभाव पड़ सकता है। उदाहरण के लिए, यदि केंद्र सरकार का राजकोषीय घाटा / जीडीपी अनुपात वर्ष 2017-18 में 50 आधार अंक बढ़ जाता है तो मुद्रास्फीति बेसलाइन से 25 आधार अंक तक ऊपर हो सकती है।

अंत में, वर्ष 2017-18 की दूसरी छमाही के लिए वृद्धि संबंधी अनुमान बेहतर है, हालांकि धीमे निवेश और निर्यात गतिविधि के कारण इसमें कमी हो सकती है। ऊंची खाद्य कीमतें और अपने कर्मचारियों के लिए केंद्र सरकार द्वारा आवास किराए भत्ते में की गई वृद्धि से वर्ष 2017-18 की दूसरी छमाही में हेडलाइन मुद्रास्फीति में वृद्धि हो सकती है। अग्रलिखित कारणों से मुद्रास्फीति दृष्टिकोण में अपसाइड जोखिम हो सकते हैं (i) खरीफ खाद्यान्न की कम उपज; (ii) कुछ राज्य सरकारों द्वारा कृषि ऋण में छूट और केंद्र सरकार द्वारा किए गए प्रोत्साहन उपाय ; (iii) राज्य सरकारों द्वारा अपने कर्मचारियों के लिए उच्च वेतन और भत्तों को लागू करने की संभावना के परिणामस्वरूप (जीडीपी) वृद्धि के बेसलाइन प्रोजेक्शन और मुद्रास्फीति प्रभावित हो सकते हैं।

II. मूल्य और लागतें

वर्ष 2017-18 की पहली तिमाही में उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति में तेजी से गिरावट हुई, जिसकी वजह यह थी कि खाद्यान्न मुद्रास्फीति काफी कम हो गई थी और खाद्यपदार्थों, ईंधन, पेट्रोल एवं डीजल को छोड़कर अन्य से संबंधित मुद्रास्फीति में उल्लेखनीय कमी आई थी। यह मार्ग जुलाई में विपरीत अवस्था में बदल गया क्योंकि सब्जियों की कीमतें चुभने लगी थीं तथा अन्य वस्तुओं एवं सेवाओं की कीमतें बढ़ गई थीं। इनपुट लागतें अंतरराष्ट्रीय स्तर पर वस्तुओं की कीमतों में गिरावट के अनुरूप रही, जबकि संगठित एवं ग्रामीण क्षेत्रों में मजदूरी में मामूली वृद्धि की स्थिति बनी रही।

अप्रैल 2017 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में यह अनुमान लगाया गया था कि उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) मुद्रास्फीति¹ 2017-18 की पहली तिमाही में 4.2 प्रतिशत बढ़ेगी तथा दूसरी तिमाही में और बढ़कर 4.7 प्रतिशत हो जाएगी, इस उम्मीद पर कि विमुद्रीकरण से जो दबाव बन गया है उसके कारण नश्वर खाद्य वस्तुओं की कीमतें घट जाएंगी तथा सामान्य मौसमी उठाव बन जाएगा जैसाकि मानसून के पहले के महीनों में स्थिति बन जाती है। इस घटनाक्रम में, 2017-18 की पहली छमाही में मुद्रास्फीति को लेकर जो प्रगति हुई उसका आभास पहले से ही हो गया था क्योंकि लंबे समय से खाद्य वस्तुओं की आपूर्ति की किल्लत का प्रभाव पड़ रहा था। फलस्वरूप, मुद्रास्फीति के जिस वास्तविक परिणामों की कल्पना की गई थी वह उससे भी नीचे के स्तर पर चला गया था। सबसे पहले खाद्य संबंधी मुद्रास्फीति मई एवं जून 2017 में अपस्फीति की स्थिति तक डूबती चली गई, ऐसा सीपीआई के इतिहास में पहली बार हुआ था। दूसरे, कच्चे तेल की कीमतें अप्रैल में कम हुई, आगामी महीनों में ये दरें नरम एवं एक दायरे में बनी रहीं, साथ ही विनिमय-दर भी उत्साहवर्धक थी, फलस्वरूप 2017-18 के प्रारंभ में पेट्रोल और डीजल की कीमतें तीव्र अपस्फीति का शिकार हो गईं। ईंधन समूह में, 2017-18 की पहली तिमाही में तरल पेट्रोलियम गैस (एलपीजी) की कीमतें घट गई थीं, जो अंतरराष्ट्रीय कीमतों के अनुरूप बन रही थीं। तीसरी, खाद्य-पदार्थों, ईंधन, पेट्रोल तथा डीजल को छोड़कर अन्य के

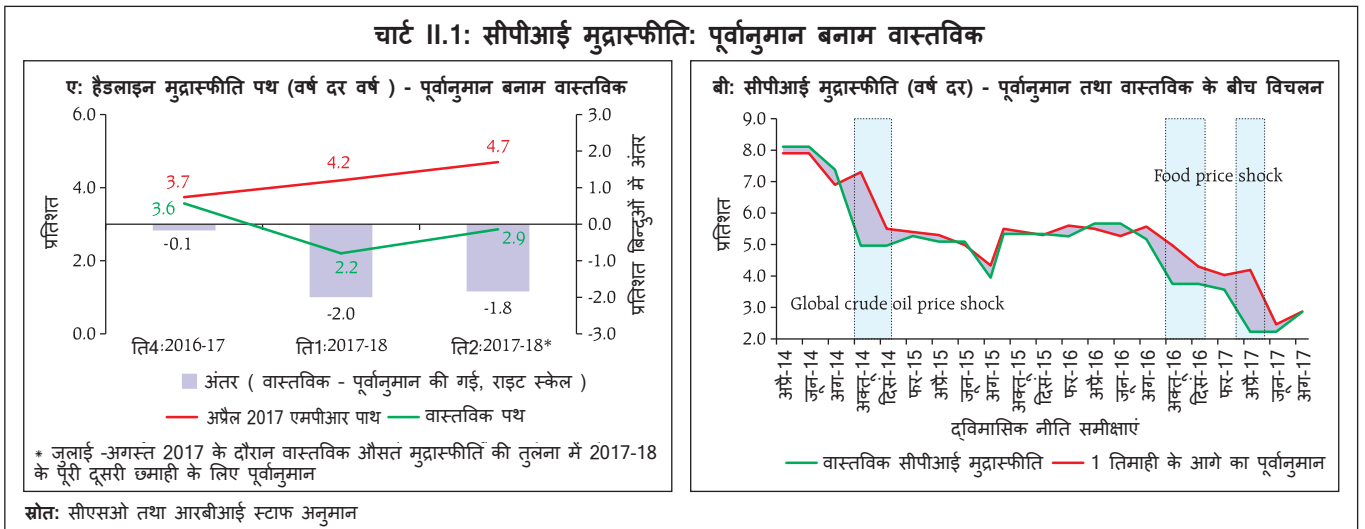
मामले में मुद्रास्फीति 2017-18 की पहली तिमाही में काफी सहज बनी रही, यह जीएसटी लागू करने के बाद मूल्य-संशोधन किए जाने से पहले की स्थिति थी। कुल मिलाकर जो प्रभाव पड़ा वह यह था कि हेडलाइन मुद्रास्फीति 2017-18 की पहली तिमाही में 2.2 प्रतिशत पर और दूसरी तिमाही के पहले दो महीने में 2.9 प्रतिशत पर गिरकर चली गई - यह अप्रैल 2017 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट के समय किए गए मूल्यांकन से भी काफी नीचे चले जाने की स्थिति थी। यद्यपि ये दबाव मुद्रास्फीति को स्तर के हिसाब से वास्तविक एवं अनुमानित दोनों के बीच बारीक अंतरों में लगातार संचालित कर रही हैं, और जुलाई महीने से धीरे-धीरे इनकी दिशाओं में एक अनुरूपता उत्पन्न होती जा रही है (चार्ट II.1ए)।

आपूर्ति के बड़े एवं अप्रत्याशित आघातों ने नये सूचकांक की दृष्टि से वास्तविक एवं अनुमानित मुद्रास्फीति स्तर के क्रमानुसार कम से कम दो विचलन उत्पन्न किए हैं (चार्ट II.1बी)। ये दोनों मुद्रास्फीति-संवेदी वस्तुओं एवं सेवाओं के मांग-आपूर्ति संतुलन में होने वाले अंतर्निहित प्रमुख बदलावों को उद्घाटित करते हैं, जिसके लिए मौद्रिक नीति के सीमित प्रसारण से परे बड़े पैमाने पर एवं बड़े दायरे में नीतिगत प्रतिक्रिया की आवश्यकता होनी चाहिए।

II.1 उपभोक्ता मूल्य

जनवरी 2017 के निचले स्तर के बाद उपभोक्ता मूल्य सूचकांक दो महीने तक लगातार बढ़ा है जो मार्च में 3.9 प्रतिशत तक

चार्ट II.1: सीपीआई मुद्रास्फीति: पूर्वानुमान बनाम वास्तविक



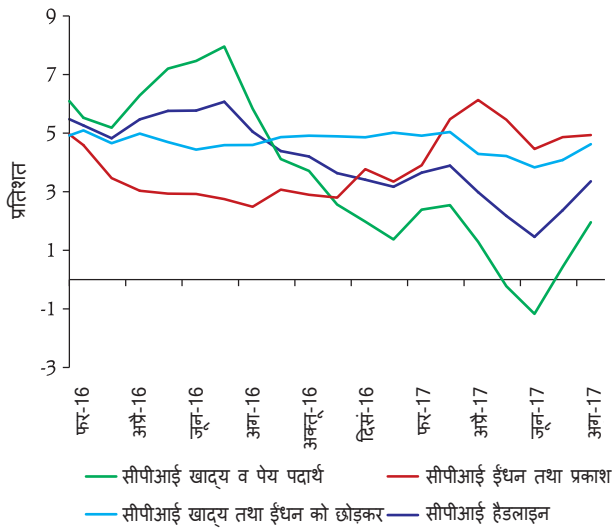
¹ हेडलाइन मुद्रास्फीति को पूरे भारत की संयुक्त सीपीआई (ग्रामीण + शहरी) में वर्ष-दर-वर्ष परिवर्तनों के द्वारा मापा जाता है।

पहुंच गया था। उसके बाद मुद्रास्फीति में तेज़ी से गिरावट शुरू हो गई जो जून में ऐतिहासिक रूप से 1.5 प्रतिशत के निचले स्तर पर आ गई (चार्ट 11.2), ऐसा इसलिए हुआ कि खाद्य मूल्यों में क्रमशः गिरावट होती गई तथा सकारात्मक आधारगत प्रभाव ने उसे नीचे खींचकर जून तक (-) 1.2 प्रतिशत के अपस्फीति के स्तर तक ला दिया। यह नाटकीय गिरावट सब्जियों की कीमतों में सामान्य मौसमी वृद्धि के मंद होने के कारण हुई थी जिसके बारे में खासतौर से मानसून शुरू हो जाने के बाद की अवधि के समय के लिए घोषणा की गई थी। खाद्य एवं ईंधन को छोड़कर अन्य के बारे में मुद्रास्फीति मार्च के 5.0 प्रतिशत के स्तर से तेजी से गिरकर जून में 3.8 प्रतिशत पर गई, यह स्थिति एक लंबे अंतराल की अचलता के बाद पैदा हुई थी। वस्तुओं और सेवाओं में अप्रैल से जून 2017 के बीच

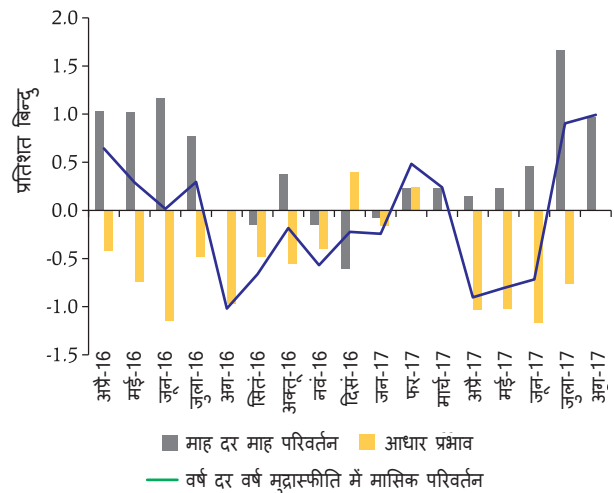
हुई तीव्र अपस्फीति की स्थिति इस श्रेणी में आती है, जो सकारात्मक आधारगत प्रभाव की वजह से उत्पन्न हुई है जिसने अनुकूल तरीके से किंतु कमजोर गति को समायोजित कर रही है (चार्ट 11.3ए, बी और सी)।

सीपीआई में तीव्र अवस्फीति की स्थिति 2016-17 की दूसरी छमाही में 3.7 प्रतिशत रही, जबकि इस वर्ष की पहली छमाही में वह 2.5 प्रतिशत हो गई, जिससे विभिन्न मर्दों पर सीपीआई मुद्रास्फीति का वितरण प्रभावित हुआ। वितरण की केंद्रीय प्रवृत्ति की गति में धीमापन के साथ-साथ अस्थिरता कुर्टोसिस में वृद्धि तथा अत्यधिक नकारात्मक ढलान की स्थिति पैदा हो गई, जबकि पिछले वर्ष की समान अवधि में सकारात्मक ढलान की स्थिति थी (चार्ट 11.4)। मुद्रास्फीति, जो कि मौसमी आधार पर समायोजित है, ऐतिहासिक रूप से निचले स्तर पर

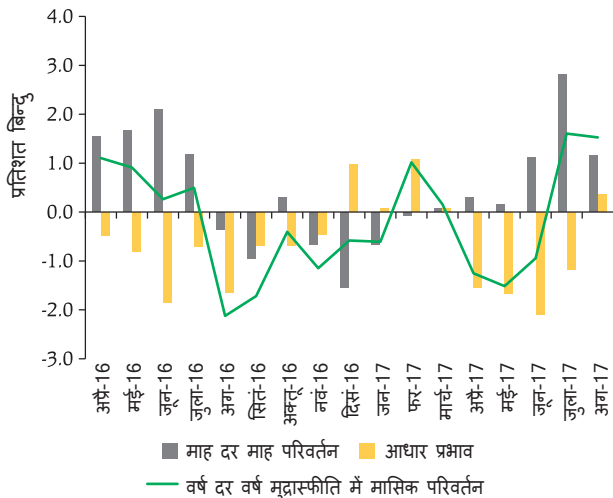
चार्ट 11.2: सीपीआई मुद्रास्फीति (वर्ष-दर-वर्ष)



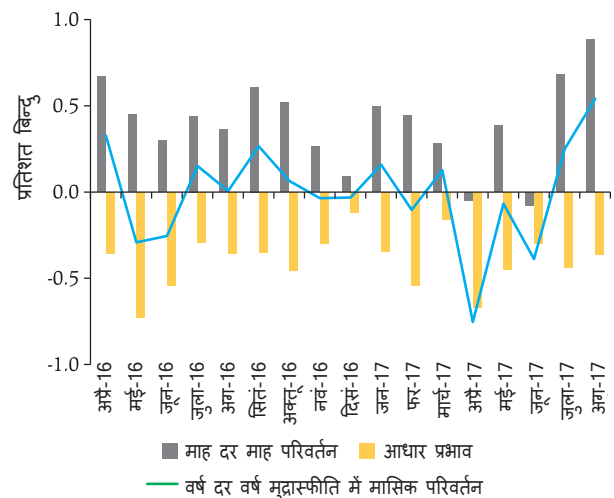
चार्ट 11.3ए: सीपीआई हैडलाइन मुद्रास्फीति - गति तथा आधार प्रभाव



चार्ट 11.3बी: सीपीआई खाद्य मुद्रास्फीति - गति तथा आधार प्रभाव

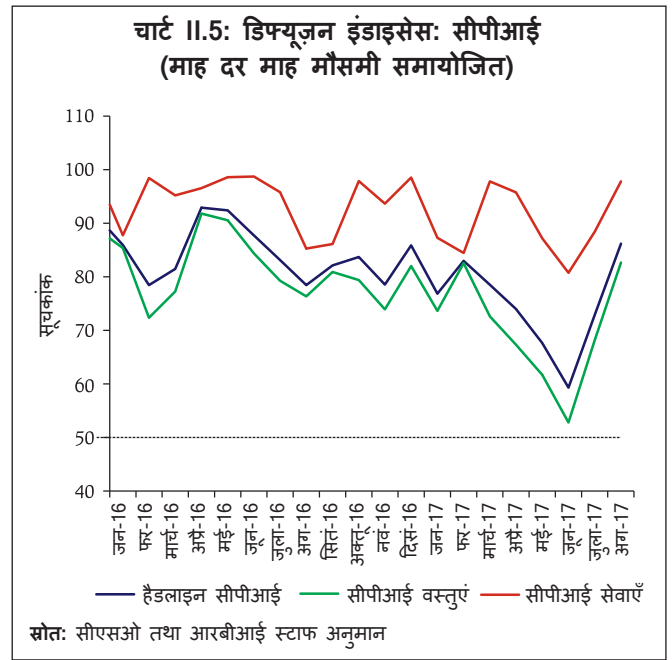
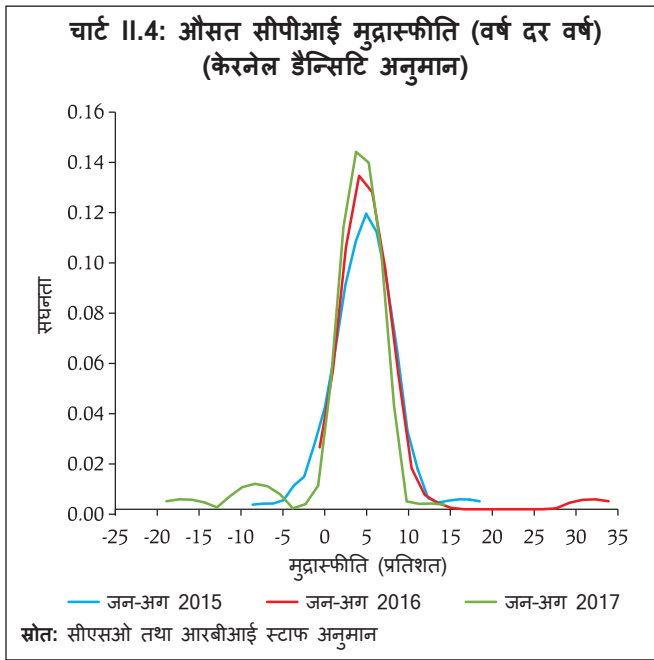


चार्ट 11.3सी: खाद्य ईंधन मुद्रास्फीति को छोड़कर सीपीआई - गति तथा आधार प्रभाव



नोट: किसी भी दो महीनों के बीच सीपीआई में परिवर्तन का अनुमान कीमत सूचकांक में (गति) मौजूदा माह-दर-माह परिवर्तन के बीच भिन्नता के रूप में तथा पहले के 12 महीनों (आधार प्रभाव) के कीमत सूचकांक में माह-दर-माह परिवर्तन के रूप में मापा जा सकता है। अधिक जानकारी के सितंबर 2014 एमपीआर का बॉक्स 1.1 देखें।

स्रोत: सीएसओ तथा आरबीआई स्टाफ अनुमान



पहुंच गई थी, फिर भी अधिकांश वस्तुओं की कीमतें बढ़ गईं और मालों, सेवाओं एवं समग्र सीपीआई के डिफ्यूज़न इंडेक्स² 50 से ऊपर रहे (चार्ट II.5)। जुलाई और अगस्त 2017 में जीएसटी को लागू करने की दौड़ में वस्तुओं एवं सेवाओं के मूल्य समग्र रूप से स्थिर होते जा रहे थे, उसी दरम्यान मुद्रास्फीति-संवेदी सब्जियों की कीमतों में विलंब से चुभन की घटना ने हेडलाइन मुद्रास्फीति के पथ को विपरीत दिशा में कर दिया था।

II.2 मुद्रास्फीति के संचालक

मुद्रास्फीति के ऐतिहासिक संचालकों³ को अलग-अलग करके देखें तो पता चलता है कि 2017-18 की पहली छमाही में अपस्फीतिकारी स्थिति पर आपूर्ति संबंधी झटकों का वर्चस्व बना रहा था, जिसका हिस्सा इसमें 3.6 प्रतिशत है। इससे यह पुष्टि हो जाती है कि बाहरी झटकों, जैसे तेल की कीमतों और अवरोधों का भारतीय अर्थव्यवस्था पर प्रभाव पड़ता है जिसने

कृषि क्षेत्र को प्रभावित किया है, बावजूद इसके कि कई चीजें इधर से उधर की गईं तथा मौसम के बदलाव का असर न पड़ने पाए इसके लिए समय रहते नीतिगत हस्तक्षेप किए गए थे। ये जो प्रगति हुई है उसे देखते हुए यह ज़रूरी हो गया है कि खाद्य प्रबंधन के कार्यों की रणनीति एवं उसकी गुणवत्ता का पुनः मूल्यांकन किया जाए क्योंकि ऐसा लगता है कि इस प्रकार के झटके किसी भी दिशा में हों उससे रणनीति असफल हो जाती है। बीते समय में भी बड़े पैमाने पर आपूर्ति संबंधी झटकों ने अपस्फीति जन्य प्रकरण पैदा कर दिए थे, जिसमें अनुमानित मुद्रास्फीति के स्तर से काफी हद तक विचलन हो जाना उसका एक लक्षण मात्र है। विनिमय दर में वृद्धि होने के साथ-साथ तेल की कीमतें कम होने से और अभी भी ऋणात्मक उत्पादन-अंतर की स्थिति ने अपस्फीतिकारी परिस्थितियां बनने में योगदान दिया है (चार्ट II.6ए)।

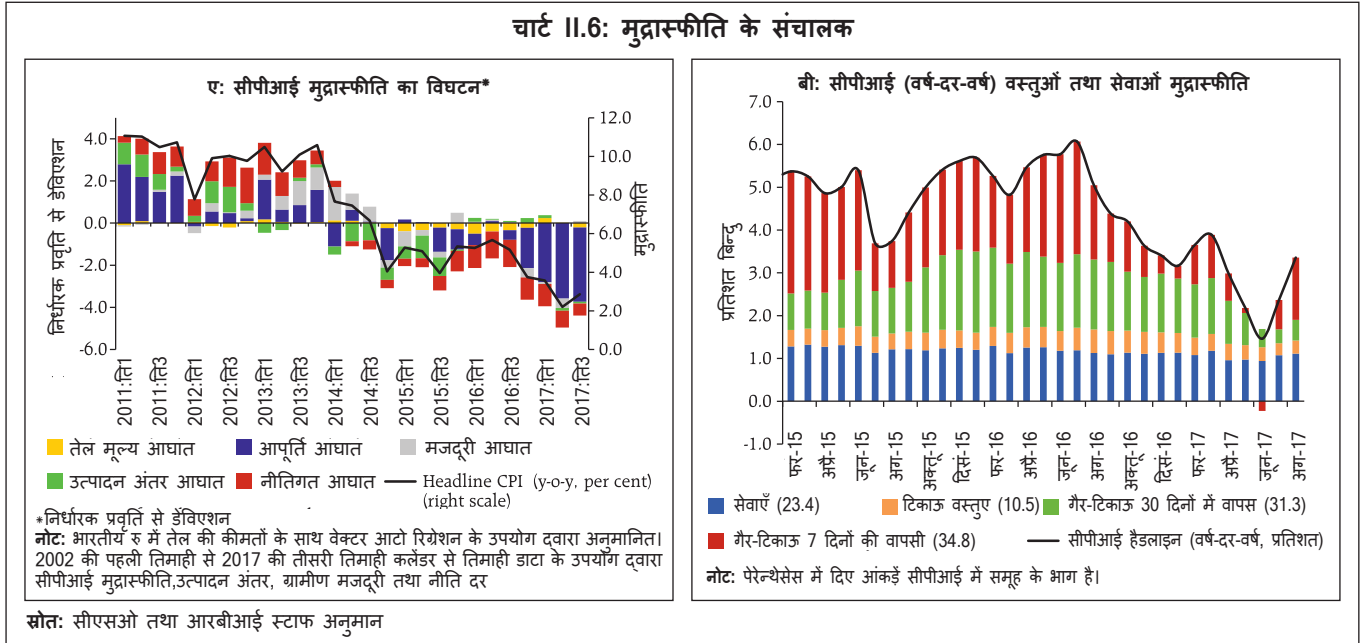
इसके एक-एक घटकों की गहराई से जांच करने पर पता चलता है कि गैर-टिकाऊ वस्तुओं का सीपीआई बास्केट में हिस्सा 66 प्रतिशत है और इसमें शामिल हैं खाद्य पदार्थों सहित पेट्रोल एवं डीज़ल, जो अपस्फीतिकारी स्थिति के प्रमुख संचालक रहे हैं। दूसरी ओर, इसमें सेवाओं का योगदान कमोबेश यथावत बना रहा है। जुलाई और अगस्त में यह स्थिति उलट गई थी जो बड़े पैमाने पर थी, क्योंकि गैर-टिकाऊ वस्तुओं की मुद्रास्फीति समस्त स्तर पर पुनः छा गई थी, जो खाद्यान्न के मूल्यों के कारण थी (चार्ट II.6बी)।

यदि खाद्यान्न से जुड़ी महंगाई के बारे में एक-एक करके विश्लेषण करें तो हाल ही में घटित अपस्फीति के प्रकरण से कई सबक मिलते हैं कि आगे चलकर मैक्रो-इकोनामिक नीतियों के निर्धारण में इसका ध्यान रखा जाना चाहिए ताकि खेती की अर्थव्यवस्था में बड़े पैमाने पर व्याप्त यातनाओं को दुबारा न होने दिया जाए या कम से कम उसे दूर किया जा

² सीपीआई सूचकांक प्रसार, कीमत में आए परिवर्तनों के प्रसार की एक माप है, जो सीपीआई बास्केट में मदों को इस प्रकार श्रेणीबद्ध रखती है चाहे पिछले माह के दौरान उनकी कीमतें बढ़ें, स्थिर रहे या गिर जाए। प्रसार सूचकांक की 50 से ऊपर की रीडिंग एक व्यापक बढ़ोतरी या कीमत वृद्धि के व्यापकीकरण की सीमा को तथा 50 से नीचे की रीडिंग एक व्यापकीय-आधार पर अपस्फीति को दर्शाती है।

³ ऐतिहासिक विघटन को निम्नलिखित वेरिबलों (जो वेक्टर Y_t के रूप में दिए हैं) जैसे कि - भारतीय रुपयों में कच्चे तेल के मूल्यों में वार्षिक संवृद्धि दर, मुद्रास्फीति, होडरिक-प्रेसकोट फिल्टर के इस्तेमाल से मापा गया आउटपुट का अंतर, ग्रामीण मजदूरी में वार्षिक संवृद्धि दर तथा नीतिगत रेपो दर के साथ वेक्टर आटो रिग्रेशन (वीएआर) के आधार पर नमूने अवधि के दौरान मुद्रास्फीति में हुए उतार-चढ़ाव के प्रति प्रत्येक आघात के व्यक्तिगत योगदान की माप करने के लिए इस्तेमाल किया जाता है। वीएआर को साझे रूप में $Y_t = c + A Y_{t-1} + e_t$ लिखा जा सकता है, जहां e_t आघातों (तेल) कीमत आघात, आपूर्ति आघात (मुद्रास्फीति आघात), आउटपुट अंतर आघात, मजदूरी आघात तथा नीतिगत आघात के रूप में दर्शाया है। वोल्ट विघटन Y_t के इस्तेमाल को निर्धारकीय प्रवृत्ति के प्रयोजन तथा सभी आघातों के योग e_t के रूप में दर्शाया जा सकता है। इस निरूपण से विभिन्न आघातों से योगदानों के जोड़ के रूप में निर्धारकीय प्रवृत्ति से मुद्रास्फीति के विचलन/डेविएशन को विघटित किया जा सकता है।

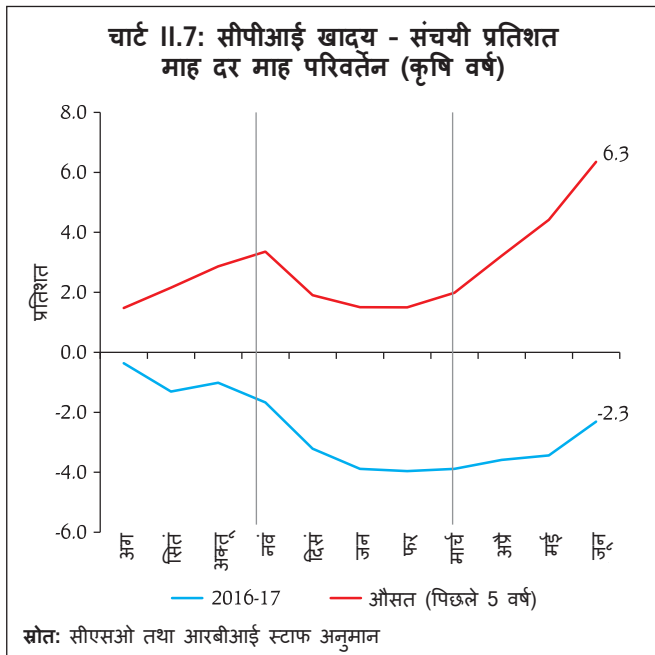
चार्ट II.6: मुद्रास्फीति के संचालक



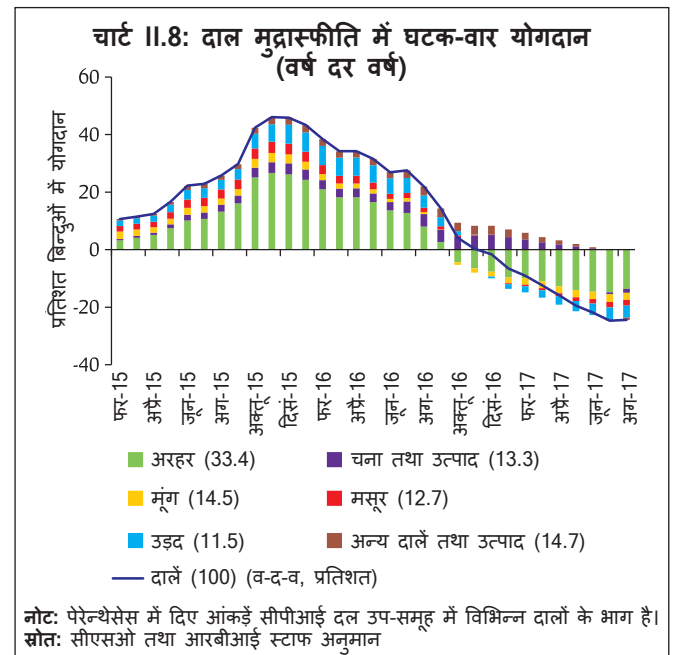
सके। पहला सबक यह है कि खाद्यान्न के कीमतों में आँधे मुंह गिरावट से लगता है कि आपूर्ति संबंधी प्रबंधन के अतिरिक्त प्रयास किए गए, बावजूद इस सच्चाई के कि कीमतों में गिरावट की गति 2016-17 की दूसरी छमाही के प्रारंभ से ही शुरू हो चुकी थी तथा जो 2017-18 की पहली तिमाही तक जारी रही, और इस प्रकार से उसमें सुधार करने के लिए काफी समय उपलब्ध था। अगस्त 2016 से जून 2017 की अवधि के बीच खाद्यान्न मूल्यों में जो गिरावट हुई (-2.3 प्रतिशत), वह पिछले पांच वर्षों (2011-12 से 2015-16) के पैटर्न से बिल्कुल विपरीत थी जब खाद्यान्न की कीमतों में औसत वार्षिक वृद्धि 6.3 प्रतिशत की दर से हुई थी (चार्ट II.7)। इस अनुभव में दो कारक बहुत ही उल्लेखनीय

हैं। पहला, सब्जियों की कीमतों में असाधारण रूप से कमी और मौसमी उठाव भी विलंब से होने के साथ-साथ मंडियों में सामान्य से अधिक सब्जियां आ गईं जिसकी सूचना कृषि संबंधी अलर्ट देने में उसी समय नहीं दी गई। साथ ही एक बहुत ही असामान्य बात यह हुई कि इसका प्रभाव सामान्य रूप से जिन सब्जियों के बारे में संदेह किया जाता था उससे इतर सब्जियों पर पड़ा- आलू, प्याज़, टमाटर- इससे यह पता चलता है कि अधिक सप्लाई के कारण उन्हें सही स्थानों पर नहीं ले जाया गया, क्योंकि अन्य सब्जियों के मूल्यों में मौसम के अनुरूप ज्यादा वृद्धि नहीं हुई। दूसरा अनुभव यह था कि दालों के मामले में व्यापक रूप से अपस्फीति की स्थिति थी - जुलाई-अगस्त 2017 में (-) 24.6 प्रतिशत (चार्ट II.8) का

चार्ट II.7: सीपीआई खाद्य - संचयी प्रतिशत माह दर माह परिवर्तन (कृषि वर्ष)



चार्ट II.8: दाल मुद्रास्फीति में घटक-वार योगदान (वर्ष दर वर्ष)



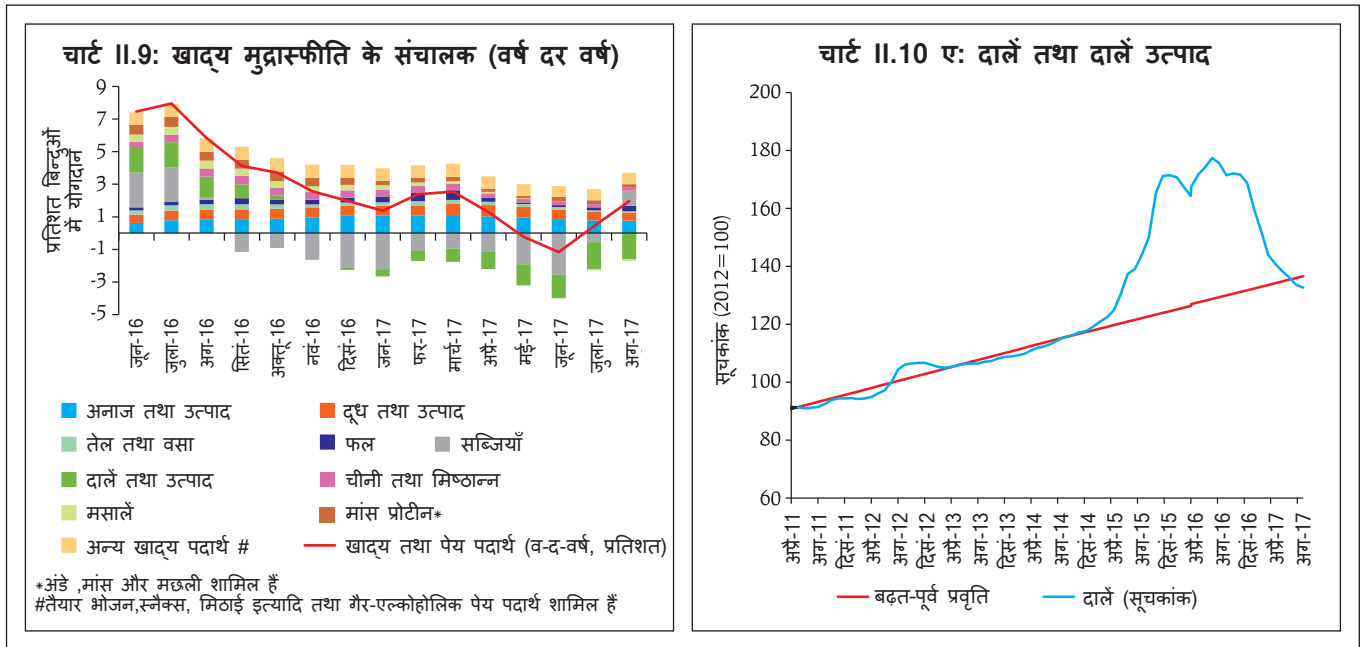
स्तर दर्ज हुआ था, जिसमें दालों की सभी मदों ने योगदान किया। तथापि, उसके पहले वर्ष 2015-16 की दूसरी तिमाही से एक स्थिर और बड़ी मात्रा में विमुद्रास्फीति रही जिसकी झलक दाल अर्थव्यवस्था के प्रमुख मॉनीटरों में दिखाई पड़ती। किसी सुधारात्मक कार्रवाई के अभाव में, उपलब्धता में वृद्धि और अपर्याप्त प्रापण/विपणन परिचालन के चलते आपूर्ति में अत्यधिक वृद्धि हुई जिससे खाद्य आपूर्ति प्रबंधन लॉजिस्टिक ठीक नहीं कर पाया।

यदि खाद्य वर्ग में विशिष्ट घटकों की बात करें तो सीपीआई में दालों का 2.4 प्रतिशत हिस्सा है और खाद्य वर्ग में 5.2 प्रतिशत। दालों की कीमतें घटने से मई और जून के दौरान खाद्य अपस्फीति में (-) 1.4 प्रतिशत अंकों की वृद्धि हुई और हेडलाइन अवस्फीति में (-) 0.7 प्रतिशत अंकों की वृद्धि हुई (चार्ट II.9)। यदि पिछले आंकड़े देखें तो दालों का घरेलू उत्पादन और उनकी आयात की मात्रा घरेलू मांग की तुलना में लगातार कम रही है जिससे हेडलाइन पर मुद्रास्फीति दबाव बढ़ा। अपने इस अनुभव को ध्यान में रखते हुए सरकार ने 2016-17 के दौरान आपूर्ति बढ़ाने के लिए अन्य बातों के अलावा कुछ उपाय किए, जैसे न्यूनतम समर्थन कीमतें बढ़ाना जिससे कि किसान प्रोत्साहित हों और वे इसके उत्पादन के लिए अधिक कृषि भूमि का उपयोग करें (2016-17 में खरीफ और रबी के लिए क्रमशः 7.7-9.2 प्रतिशत और 14.3-16.2 प्रतिशत न्यूनतम समर्थन कीमतें बढ़ाई गईं); उचित कीमतों

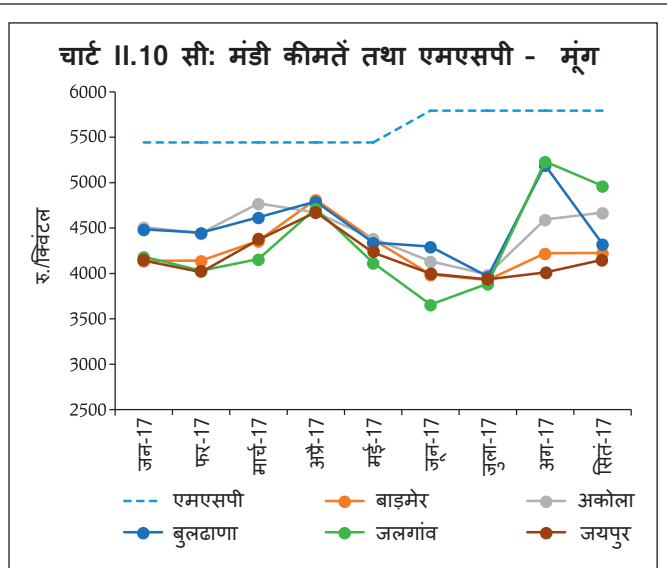
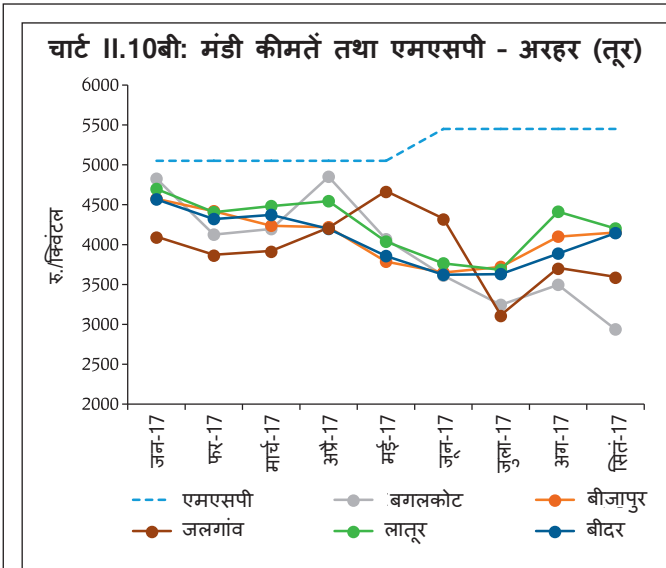
पर दालों की घरेलू उपलब्धता बढ़ाने के लिए दालों पर शून्य आयात शुल्क को जारी रखा गया (मार्च 2017 में तूर पर 10 प्रतिशत आयात शुल्क लगाया गया ताकि कीमतें न्यूनतम समर्थन कीमतों से कम न हों); निर्यात पर रोक (15 सितंबर 2017 से तूर, मूंग और उड़द दालों की निर्यात पर से रोक हटाई गयी); भारतीय खाद्य निगम, भारतीय राष्ट्रीय कृषि सहकारी विपणन परिसंघ लिमिटेड (नाफेड), लघु कृषक कृषि कारोबार सहायतासंघ जैसी एजेंसियों की सेवाएं लेते हुए पहली बार दालों का बफर स्टॉक रखना; जमाखोरी को हतोत्साहित करने के लिए व्यापारियों के लिए दाल के स्टॉक पर सीमा तय करना (जिसे मई 2017 में उठाया गया); और कृषि क्षेत्र को सामान्य रूप से पुनःसशक्त करने के लिए उपाय करना⁴।

वर्ष 2015-16 में दालों की घरेलू उपलब्धता 22.2 मिलियन टन थी जो 2016-17 में बढ़कर 29.6 मिलियन टन हो गई। इससे दालों की कीमतें उनकी दीर्घावधिक प्रवृत्ति स्तर के साथ ही कई मंडियों में न्यूनतम समर्थन कीमतों से कम हो गईं (चार्ट II.10ए, बी और सी)। इससे आपूर्ति और प्रापण के बीच बड़ा अंतर बन गया जो किसानों के लिए एक धक्कादायक स्थिति थी जो समर्थित कीमतों से आशा लगाए बैठे थे।

सब्जियों के मामले में देखें तो उनकी कीमतों में 2016 से काफी गिरावट देखी गई। सांख्यिकीय जांच यह बताते हैं कि



⁴ यह अन्य बातों के साथ-साथ, जिसमें मिट्टी की दशा तथा उसकी उपजाऊशक्ति को बेहतर करने के लिए उपयोगी पोषक तत्वों की उचित मात्रा पर सिफारिशें देने के साथ-साथ मिट्टी के पोषक तत्वों की स्थिति पर किसानों को जानकारी देने के लिए सभी किसानों को मिट्टी का हेल्थ कार्ड जारी करना शामिल है, का मूल्यांकन करता है; प्रधान मंत्री कृषि सिंचाई योजना द्वारा निश्चित सिंचाई के साथ जोता गया क्षेत्र बढ़ाने, जल की बर्बादी रोकने तथा जल उपयोग क्षमता सुधारने के प्रयोजन है; राष्ट्रीय कृषि बाजार योजना के तहत ई-मार्केटिंग प्लेटफार्म (ई एनएएम) पर 13 राज्यों में (585 नियंत्रित बाजार में से) 455 बाजार हैं - 2 जुलाई 2017 तक, 47.95 लाख किसान तथा 91,500 व्यापारियों ने ई-एनएएम पोर्टल पर पंजीकरण किया है।



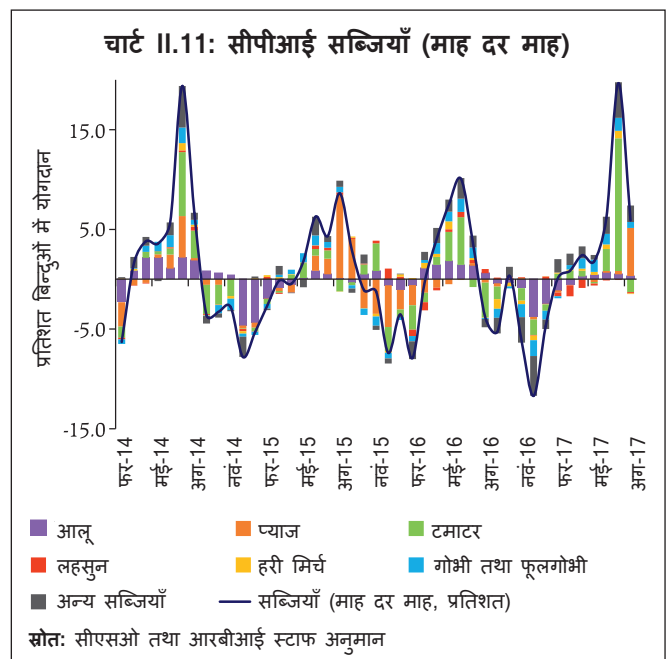
नोट: इन दालों के लिए बड़े उत्पादक राज्यों से मंडियाँ हैं
 स्रोत: एगमार्केट एंड कमीशन फॉर एग्रीकल्चर कॉस्ट्स एंड प्राइसेस (सीएसपी)

यह पारंपरिक कीमतों में एक प्रकार का खंड⁵ है जिसने कीमतों के बढ़ने की दिशा को ही बदल दिया है जिसका कारण विमुद्रीकरण से उत्पन्न संक्रमणकालीन असर बताया जाता है। अनुकूल आघातों के सिलसिले ने पारंपरिक कीमतों की दिशा में कुछ परिवर्तन लाया। गर्मी में जो कीमतें बढ़ जाती थीं, उसमें बदलाव आया और इसके विपरीत जाड़े में कीमतें सामान्य से ऊपर रहीं। विमुद्रीकरण के चलते नवंबर-दिसंबर के दौरान सस्ते दामों पर बिक्री से 'अन्य सब्जियाँ' (बंदगोभी, फूलगोभी; पालक/अन्य पत्तेदार सब्जियाँ; बैंगन; कद्दू, मटर और सेम) की कीमतों में अत्यधिक गिरावट आयी जबकी इनकी कीमतों में मौसम के अनुसार मामूली परिवर्तन ही होता है जैसे कि पहले उल्लेख किया गया है। अंततः प्रमुख सब्जियों की बड़े पैमाने पर आवक के कारण 2017 के शुरुआती महीनों में सब्जियों की कीमतें कुछ असामान्य रूप से बढ़ीं (चार्ट II.11 and II.12)। यह घटनाएं बता रही हैं कि कीमतों, मंडियों में आने वाले सामान, आपूर्ति-मांग संतुलन और

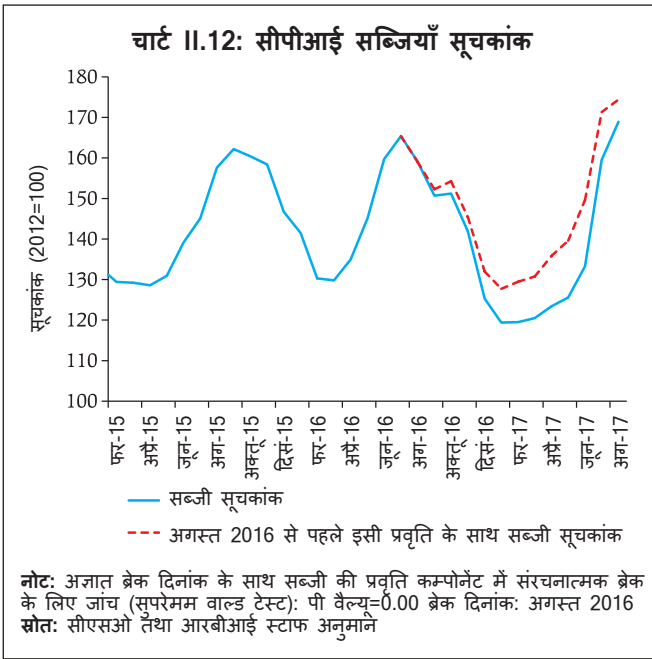
स्टॉक स्थिति, विशेषकर बागबानी पर प्रमुख सब्जियों की अधिक आवक के कारण कम अंतरालों पर नज़र रखना बहुत आवश्यक है।

दूसरी तिमाही में अब तक की स्थिति के अनुसार खाद्य मुद्रास्फीति में वृद्धि हुई है जिसका मुख्य कारण है सब्जियों की कीमतों में अत्यधिक वृद्धि, जिसमें टमाटर और प्याज की बढ़ी हुई कीमतें प्रमुख हैं (चार्ट II.11)। टमाटर के मामले में महीना-दर-महीना देखें तो इसके मूल्य में आई अचानक गति के कारण इस मद में मुद्रास्फीति जो कि जून 2017 में (-)40.8 प्रतिशत थी वह जुलाई में बढ़कर 49.9 प्रतिशत तथा अगस्त में 94.0 प्रतिशत तक पहुंच गई। इसका मुख्य कारण

⁵ जनवरी 2012 से जून 2017 तक मासिक शृंखला या सीपीआई सब्जी सूचकांक, को युनिवैरिएट अनबसोर्ड कोम्पोनेंट्स मॉडल (यूसीएम) का उपयोग करते हुए प्रवृत्ति, चक्र, मौसमी तथा अनियमित घटकों में अलग-अलग बांटा गया है। सुपरमम वाल्ड जांच अनुसार अगस्त 2016 में, ब्रेक के बाद की प्रवृत्ति के नकारात्मक रूप से नीचे जाने के बाद, सांख्यिकीय रूप से एक बड़ा ब्रेक दर्शाया है। ब्रेक के बाद के अपघटन पर ब्रेक से पहले की प्रवृत्ति मढ़ते हुए तैयार किए सूचकांक के साथ अवलोकन किए सब्जी सूचकांक की तुलना करने पर, 2017 में मुद्रास्फीति में 6 से 10 प्रतिशत का डेविएशन दिखता है। चेतावनियाँ, अर्थात (i) नमूने के अंत में ब्रेक है; (ii) ब्रेक के बाद की प्रवृत्ति नकारात्मक गिरावट की है जिसका अर्थ है, अन्य आघातों तथा मौसमियता पर नियंत्रण रखते हुए निरंतर आधार पर कीमतों में कमी की संभावना नहीं है; तथा (iii) जुलाई 2017 का डाटा जो पहले से ही सब्जियों की कीमतों में एक तेज परिवर्तन दर्शाता है उसकी व्याख्या संरचनात्मक परिवर्तन के रूप में करते हुए इस विचार किए जाने की आवश्यकता है। represented as a function of deterministic trend and sum of all the shocks e_t . This formulation allows the decomposition of the deviation of inflation from its deterministic trend as the sum of contributions from various shocks.



स्रोत: सीएसओ तथा आरबीआई स्टाफ अनुमान



आपूर्ति में व्यवधान उत्पन्न होना था जो जून में महाराष्ट्र में किसानों के आंदोलन और महत्वपूर्ण उत्पादन केंद्रों पर प्रतिकूल मौसम की वजह से था। अगस्त की शुरुआत में प्याज की कीमतों में मुद्रास्फीति जुलाई में (-) 10 प्रतिशत से बढ़कर 49.3 प्रतिशत होने के साथ बढ़त आने के आसार नज़र लगे थे जिसकी वजह यह बताई जाती है कि जुलाई में हुई वर्षा के कारण नुकसान हुआ और कुछ राज्य सरकारों ने बड़े पैमाने पर प्याज की खरीद की। खुदरा बाज़ार में इनकी कीमतों में आई अत्यधिक तेजी सांख्यिकीय दृष्टि से यह बताती है कि 2017-18 की दूसरी तिमाही में मार्जिन⁶ में उल्लेखनीय वृद्धि हुई है। सीपीआई आधारित क्षेत्रीय कीमतों का विश्लेषण यह बताता है कि शहरी और ग्रामीण क्षेत्रों में सब्जियों की कीमतों में कोई खास अंतर नहीं है - सब्जियों की कीमतों में अत्यधिक वृद्धि ग्रामीण और शहरी भारत, दोनों को समान रूप से प्रभावित करती है।⁷

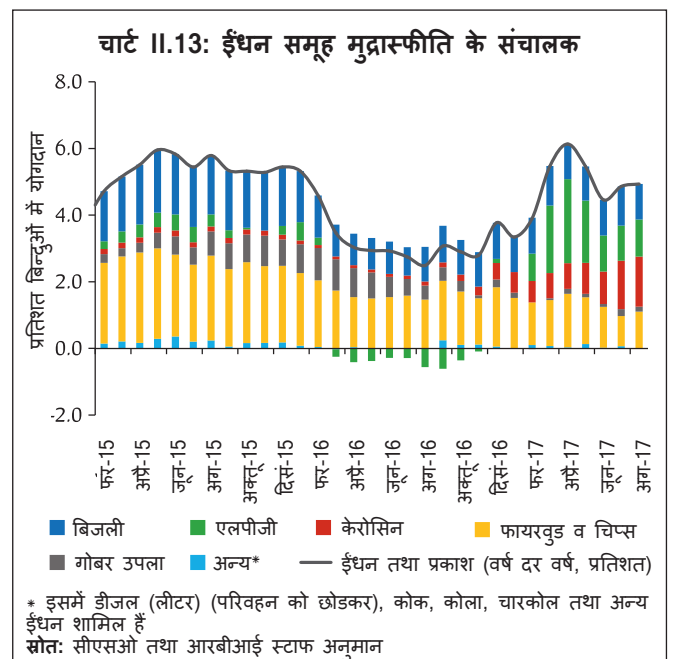
अन्य खाद्य पदार्थ देखें तो जून 2017 से मसालों की कीमतों में गिरावट आई है जिसका कारण है मिर्च, धनिया और काली मिर्च की कीमतों में कमी। कृषि मंत्रालय के तीसरे अग्रिम आकलन के अनुसार 2016-17 में 17.4 प्रतिशत की वृद्धि हुई जो एक वर्ष पहले 14.4 प्रतिशत थी। चीनी मुद्रास्फीति भी, जो 2016-17 में दो अंकों (औसतन 20 प्रतिशत) में थी, 2017-18 में अगस्त तक अब तक कम स्तर बनी हुई है जिसका मुख्य कारण है आयात को सुविधाजनक बनाया जाना और

⁶ मार्जिन को खुदरा तथा थोक कीमतों के बीच अंतर के रूप में मापा गया है। मार्जिनों में 5 प्रतिशत स्तर पर वृद्धि सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण है। कर्नेल डेंसीटी कार्य भी यह दर्शाता है कि मई तथा जून 2017 की तुलना में जुलाई तथा अगस्त के दौरान अधिकांश केन्द्रों में प्याज तथा टमाटर कीमतों तथा मार्जिन में बड़ी वृद्धि हुई है।

⁷ वेरिएन्स के मूल्यांकन (एएनओवीए) फ्रेमवर्क के आधार पर

घरेलू उत्पादन बढ़ने की संभावना। मोमेंटम कमजोर रहने और आधारभूत प्रभाव अनुकूल रहने से पशु प्रोटीन तथा दूध मुद्रास्फीति 2017-18 में अब तक की स्थिति के अनुसार कम बनी हुई है। अनाज मुद्रास्फीति कम बनी रही और प्रचुर उपलब्धता-उत्पादन अतिरिक्त स्टॉक 5.09 मिलियन टन से बढ़ गया जिसकी वजह से अनाज मुद्रास्फीति के तेवर नरम बने रहे।⁸ गेहूं की उपलब्धता बढ़ जाने से आयात शुल्क को मार्च 2017 में पुनः लागू किया गया जिसे दिसंबर 2016 में शून्य किया गया था।

ईंधन और लाइट समूह में वित्तीय वर्ष की शुरुआत में मुद्रास्फीति बढ़ी लेकिन मई-जून में वह धीरे-धीरे कम हुई। अंतर्राष्ट्रीय उत्पाद मूल्यों के अनुकरण में लिक्विफाइड पेट्रोलियम गैस (एलपीजी) और केरोसीन की कीमतें बढ़ने पर इसमें फिर वृद्धि हुई। ऑयल मार्केटिंग कंपनियों (ओएमसी) को सबसिडी प्राप्त केरोसीन और एलपीजी कीमतों में चरण बद्ध ढंग से वृद्धि करने की अनुमति देने के निर्णय से अंतर्राष्ट्रीय गतिविधियों का घरेलू पेट्रोलियम उत्पाद कीमतों पर प्रभाव बढ़ गया। समग्र ईंधन मुद्रास्फीति में बिजली का हिस्सा 2017-18 की पहली छमाही में लगभग उतना ही रहा जितना की पिछले वर्ष की पहली छमाही में जबकि जलाऊ लकड़ी की हिस्सेदारी कम हुई (चार्ट II.13)। 2017-18 की पहली तिमाही में बिजली उत्पादन⁹ वृद्धि विनिर्माण क्षेत्र के अपेक्षाकृत कम निष्पादन के चलते 5.3 प्रतिशत (जो पिछले वर्ष 10 प्रतिशत थी) तक नीचे आ गई। यद्यपि सिंचाई के



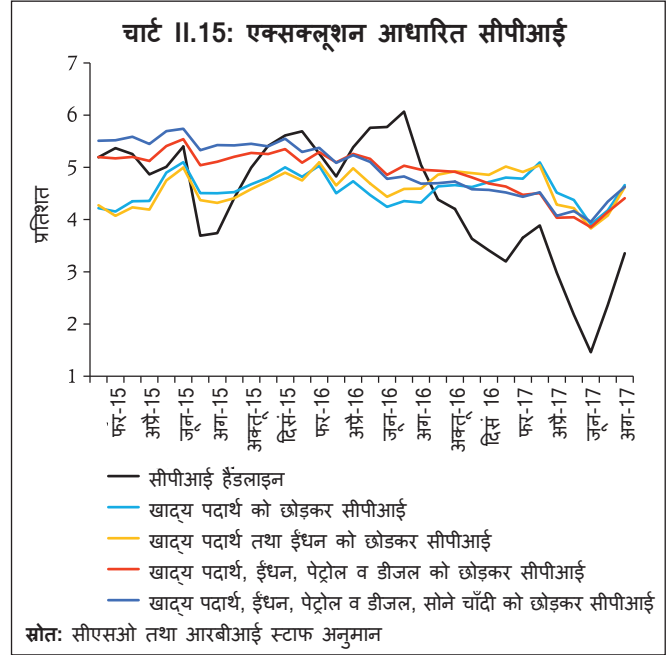
⁸ अगस्त 2016 के अंत की तुलना में अगस्त 2017 के अंत का चावल, गेहूं और अपरिष्कृत अनाज का कुल स्टॉक

⁹ विद्युत उत्पादन औद्योगिक उत्पादन के सूचकांक (आईआईपी) पर आधारित है।

लिए ग्रामीण मांग में वृद्धि होने की खबरों के साथ यह 7.5 प्रतिशत की संवृद्धि दर के साथ (पिछले वर्ष की 2.1 प्रतिशत से) जुलाई तथा अगस्त के महीनों में बहुत अधिक बढ़ गई थी। इसके अलावा वितरण कंपनियों (डिस्कॉम) द्वारा बिजली क्रय करार (पीपीए) करने के चलते दीर्घावधि थर्मल आधारित पावर टैरिफ (बिजली का प्रमुख स्रोत) सामान्यतः अपरिवर्तित रहा। हालांकि, ऊर्जा एक्सचेंजो पर रिपोर्ट किए गए बिजली की स्पॉट कीमत जो अप्रैल 2017 में पिछले वर्ष तक मोटे तौर पर अपरिवर्तित थी, में मई 2017 के बाद से वृद्धि होने लगी।

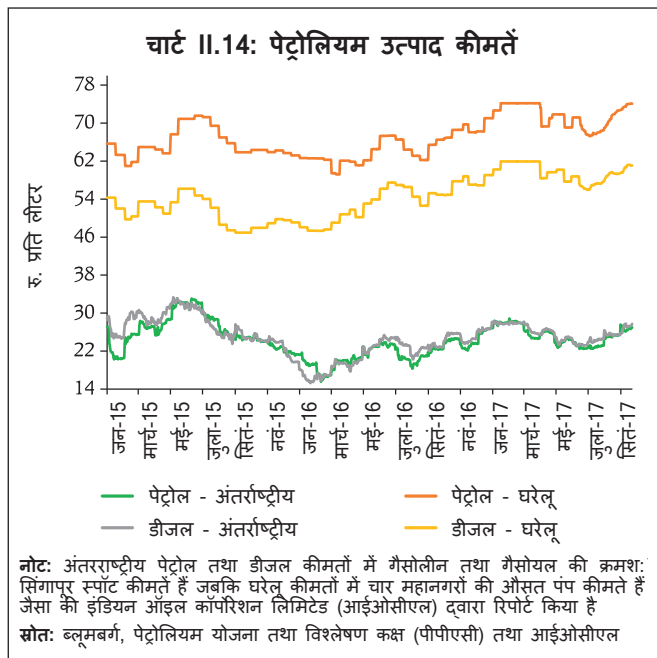
मौजूदा मुद्रास्फीति की गति में परिवर्तन से वर्ष के दौरान सीपीआई मुद्रास्फीति, खाद्य और ईंधन छोड़कर, जून तक 120 आधार अंकों से कम हुई जिसमें पहली तिमाही में परिवहन और संचार समूह के भीतर पेट्रोल और डीजल की कीमतों में आई नरमाई का बड़ा योगदान है (चार्ट 11.14) . यदि पेट्रोल और डीजल की कीमतों को छोड़ भी दें, तब भी इस वर्ग में मुद्रास्फीति कम हुई (चार्ट 11.15) .

वर्ष 2017-18 की पहली तिमाही में मुद्रास्फीति, जिसमें खाद्य पदार्थ, ईंधन, पेट्रोल और डीजल शामिल नहीं हैं, में अकस्मात और तेजी से गिरावट माल व सेवा दोनों के कारण दर्ज हुई। जहां तक मालों का सवाल है, व्यक्तिगत देखभाल और वस्तुओं की कीमतों में सर्वाधिक गिरावट अंतरराष्ट्रीय कीमतों के अनुरूप घरेलू सोने की कीमतों में हुए बदलाव के अनुरूप दर्ज हुई। वस्त्र और स्वास्थ्य जैसे उप-समूहों के मामले में भी जीएसटी के कारण कीमत-निर्धारण पूरा न होने, तथा वस्त्रों के मामले में क्लियरिंग बिक्री के कारण कीमतों में गिरावट आई (चार्ट 11.16)।

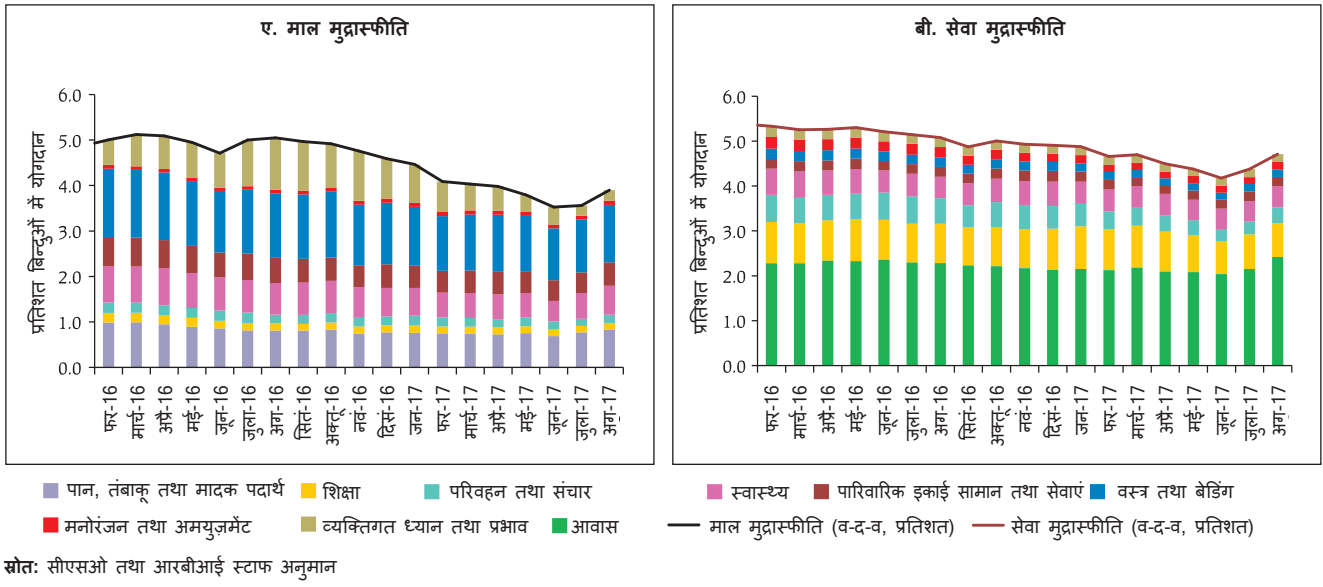


वर्ष 2017-18 की पहली तिमाही में मोटे तौर पर सेवाओं से संबंधित मुद्रास्फीति में कमी आई। शिक्षा सेवाओं से संबंधित मुद्रास्फीति में काफी गिरावट दर्ज हुई, संभवतः शैक्षिक वर्ष के लिए केंद्रीय स्कूल बोर्डों के शुल्क भुगतान चक्र में संशोधन की वजह से यह गिरावट आई हो। ईंधन की कीमतों के रेंज-बाउंड रहने, खाद्य मुद्रास्फीति - जोकि जीवनयापन के लिए लागत का यह प्रमुख निर्धारक है - में अत्यधिक गिरावट आने की वजह से परिवहन शुल्कों में निम्नतर मुद्रास्फीति दर्ज हुई। दूरसंचार क्षेत्र में कीमत-निर्धारण को लेकर चल रही होड़ के कारण मोबाइल संचार व्यय की कीमतों में काफी कमी आई। आवास संबंधी मुद्रास्फीति में भी पहली तिमाही में गिरावट आई, जिससे यह पता चलता है कि किराए की दरों में कमी हुई है (चार्ट 11.16बी)।

जुलाई तथा अगस्त में, खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई मुद्रास्फीति में व्यापक वृद्धि हुई, पेट्रोल तथा डीजल के कारण परिवहन तथा संचार में मुद्रास्फीति में तेज वृद्धि हुई (चार्ट 11.14)। घरेलू समान और सेवाएँ; पान, तंबाकू और नशीले पदार्थों; स्वास्थ्य; मनोरंजन; और कपड़े तथा फुटवेयर उप समूहों की मुद्रास्फीति भी बढ़ गई। इससे जीएसटी के तहत सेवा कर में कुछ वृद्धि हुई और जिसका असर कुछ वस्तुओं, विशेषकर कपड़ों और फुटवेयर; तथा मदिरा और तंबाकू उत्पादों पर पड़ा। जुलाई से केंद्र सरकार द्वारा मकान किराया भत्ता (एचआरए) में बढ़ोतरी किए जाने की वजह से आवास संबंधी मुद्रास्फीति की दिशा बदली। परिणामस्वरूप, अन्य अपवाद आधारित उपायों में भी दूसरी तिमाही में वृद्धि आई (चार्ट 11.15)। जुलाई 2017 में वस्तु और सेवा कर



चार्ट II.16: खाद्य पदार्थ, ईंधन, पेट्रोल व डीजल को छोड़कर मुद्रास्फीति में योगदान - माल और सेवाएं



(जीएसटी) लागू किया गया। मौजूदा समय में किए गए आकलन से यह पता चला है कि उससे हेडलाइन मुद्रास्फीति पर कोई महत्वपूर्ण प्रभाव नहीं पड़ने वाला है, हालांकि, जीएसटी क्रियान्वयन में आई अनिश्चितता के कारण वृद्धि में डाउनवर्ड रीजिडीटी आई, मुद्रास्फीति प्रभाव उभर सकते हैं (बॉक्स II.1)।

मुद्रास्फीति के अन्य उपाय

मई 2017 में सकल घरेलू उत्पाद (जीडीपी) और औद्योगिक उत्पादन सूचकांक (आईआईपी) जैसे अन्य समष्टि-आर्थिक संकेतकों के आधार वर्ष के साथ तालमेल बिठाने की दृष्टि से थोक मूल्य सूचकांक (डब्ल्यूपीआई) के आधार वर्ष को 2004-05 से बदलकर 2011-12 कर दिया गया। आधार वर्ष

बॉक्स II.1 : उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) मुद्रास्फीति पर वस्तु एवं सेवा कर (जीएसटी) का प्रभाव

01 जुलाई, 2017 से वस्तु और सेवा कर (जीएसटी) लागू कर दिया गया है जिसके तहत जीएसटी काउंसिल ने पाँच श्रेणी दर ढांचे का अनुमोदन किया है। फलों, सब्जियों, दूध, हैंडलूम, चयनित कृषि उपकरणों तथा अखबारों पर 0 प्रतिशत, अन्य वस्तुओं के साथ कोयला, चीनी, कॉफी, खाद्य तेल, इकोनॉमी हवाई किरायों पर 5 प्रतिशत; अन्यों के साथ-साथ कुछ चयनित प्रसंस्कृत खाद्य पदार्थों के लिए 12 प्रतिशत; गैर-टिकाऊ वस्तुओं और अधिकांश सेवाओं पर 18 प्रतिशत, वित्तीय, दूर संचार तथा अधिकांश अन्य सेवाओं के लिए 18 प्रतिशत; तथा अधिकांश टिकाऊ उपभोक्ता वस्तुओं और मनोरंजन सेवाओं पर 28 प्रतिशत कर लगाया गया है। गैर-प्रसंस्कृत खाद्य वस्तुओं, शिक्षा, स्वास्थ्य देखभाल, जमीन-जायदाद, विद्युत तथा ईंधन वस्तुओं जैसे कि पेट्रोल तथा डीजल को जीएसटी से बाहर रखा गया है। स्वर्ण के लिए 3 प्रतिशत की दर विनिर्दिष्ट की गई है। जिन प्रमुख अप्रत्यक्ष करों को जीएसटी में शामिल किया गया है, उनमें उत्पाद शुल्क, सेवा कर, केन्द्रीय बिक्री कर तथा सीपीआई मर्दों पर राज्य मूल्यवर्धित कर (वेट) शामिल हैं।

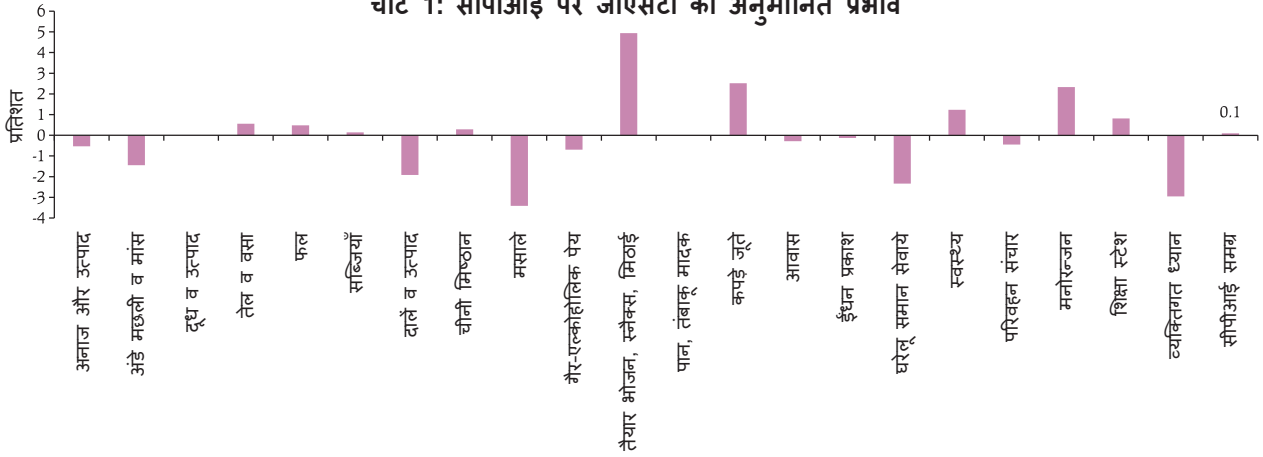
बिक्री कर की दरों से करना उचित रहेगा। सीपीआई बास्केट के लगभग आधे हिस्से में खाद्य मर्द शामिल हैं जिन पर उत्पाद तथा बिक्री कर शून्य है, नई जीएसटी दर संरचना के तहत भी इन पर करों की दर शून्य ही बनी रहेगी। इसके अलावा, पेट्रोल तथा डीजल भी जीएसटी के दायरे से बाहर हैं जो मौजूदा कर प्रणाली (वेट तथा केन्द्रीय उत्पाद कर) के तहत बने रहेंगे। अतः, सीपीआई पर जीएसटी का प्रभाव सीपीआई बास्केट के बचे हुए घटकों के संबंध में कर की दरों में आए अंतर के कारण ही उभरा है।

उपभोक्ता मूल्य सूचकांक ढांचे पर जीएसटी संरचना के सीधे प्रभाव को जानने के लिए, जीएसटी दर संरचना की तुलना सीपीआई मर्दों पर विद्यमान उत्पाद शुल्क तथा राज्य वेट /

पहले की कर दरों तथा नई जीएसटी दर संरचना के मद स्तर की मैपिंग करने से यह पाया गया है कि जीएसटी के बाद प्रमुख उप-समूहों के बीच, मूल्यों में अधिकांश वृद्धि तैयार भोजन, वस्त्र और जूतों के संबंध में तथा अन्य उप-समूहों में मनोरंजन और आमोद-प्रमोद जैसी सेवाओं में होना अनुमानित है। इन मर्दों की कीमतों में हुई वृद्धि जीएसटी के बाद वस्तुओं, विशेष रूप से “घरेलू सामान तथा सेवा उप-समूह में” तथा ‘व्यक्तिगत देखभाल तथा प्रभावों’ के साथ-साथ चुनिन्दा खाद्य उप-समूहों जैसे कि मसालों तथा दालों की कीमतों में गिरावट से काफी हद तक प्रतिलुलित (ऑफसेट) हो जाएगी। समग्रतः, प्रमुख उप-समूहों में परिवर्तनों के भारित योगदान को विचार में लेते हुए, नई

(जारी...)

चार्ट 1: सीपीआई पर जीएसटी का अनुमानित प्रभाव



स्रोत: भारत सरकार, सीएसओ तथा आरबीआई स्टाफ अनुमान

जीएसटी दर संरचना के कारण सीपीआई कीमतों में लगभग 10 आधार अंक की वृद्धि हो सकती है (चार्ट 1)। अतः सीपीआई मुद्रास्फीति पर कोई महत्वपूर्ण प्रभाव पड़ने की संभावना नहीं है। अन्य एजेंसियों द्वारा किए गए अनुमानों से भी सीपीआई मुद्रास्फीति¹ पर नई जीएसटी दर संरचना का कोई असर नहीं पड़ने का संकेत मिलता है।¹⁰

तथापि, जैसा कि अक्टूबर 2016 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में उल्लेख किया गया है (बॉक्स II.1: जीएसटी का मुद्रास्फीति प्रभाव - पूरे देश का साक्ष्य) पूरे देश के अनुभव ये दर्शाते हैं कि जीएसटी शुरू होने के बाद पहले वर्ष में कीमतों में “वन-ऑफ” वृद्धि हुई है। यह संभवतः उन फर्मों के कारण हुआ है जिन्होंने नई कर प्रणाली के कार्यान्वित होने तथा व्यवसाय प्रक्रियाओं पर उसके प्रभाव पड़ने से जुड़ी अनिश्चितताओं के जवाब में शुरुआत में कीमतों में वृद्धि कर दी थी। जीएसटी कार्यान्वयन के प्रत्युत्तर में भारत में फर्मों द्वारा इसी प्रकार के व्यवहार से यहां मुद्रास्फीति के संबंध में जो मूल्यांकन प्रस्तुत किया गया है, उसमें वृद्धि के जोखिम की संभावना बन सकती है।

अठारह पण्यों की कीमतों पर जीएसटी लागू होने के प्रभाव का मूल्यांकन करने के लिए चुने हुए शहरों में रिजर्व बैंक द्वारा एक सर्वे किया गया था। इस सर्वे के परिणाम यह दर्शाते हैं कि सीपीआई बास्केट में लगभग 10.0 प्रतिशत के भार के साथ इन पण्यों की कीमतों में नियमित मूल्य परिवर्तन सहित लगभग 0.8 प्रतिशत की वृद्धि होने की संभावना है। प्रसंस्कृत खाद्य वस्तुओं, वस्त्र तथा रसोई बर्तनों की कीमतें बढ़ गई हैं, जबकि जीएसटी कार्यान्वित होने के बाद दुपहिया वाहनों तथा कुछ तेज

बिक्री वाली उपभोक्ता वस्तुओं की कीमतों में गिरावट आई है (सारणी 1)। जिन वस्तुओं की कीमतों में वृद्धि हुई है, यदि उनमें गिरावट नहीं आती तो उनकी भारत औसत मूल्य वृद्धि उच्चतर अर्थात् 1.5 प्रतिशत हो सकती है (सारणी 1 कॉलम 4)।

सारणी 1 : जुलाई 2017 के अंत में आरबीआई द्वारा संचालित सर्वेक्षण के आधार पर मुद्रास्फीति पर जीएसटी का प्रभाव

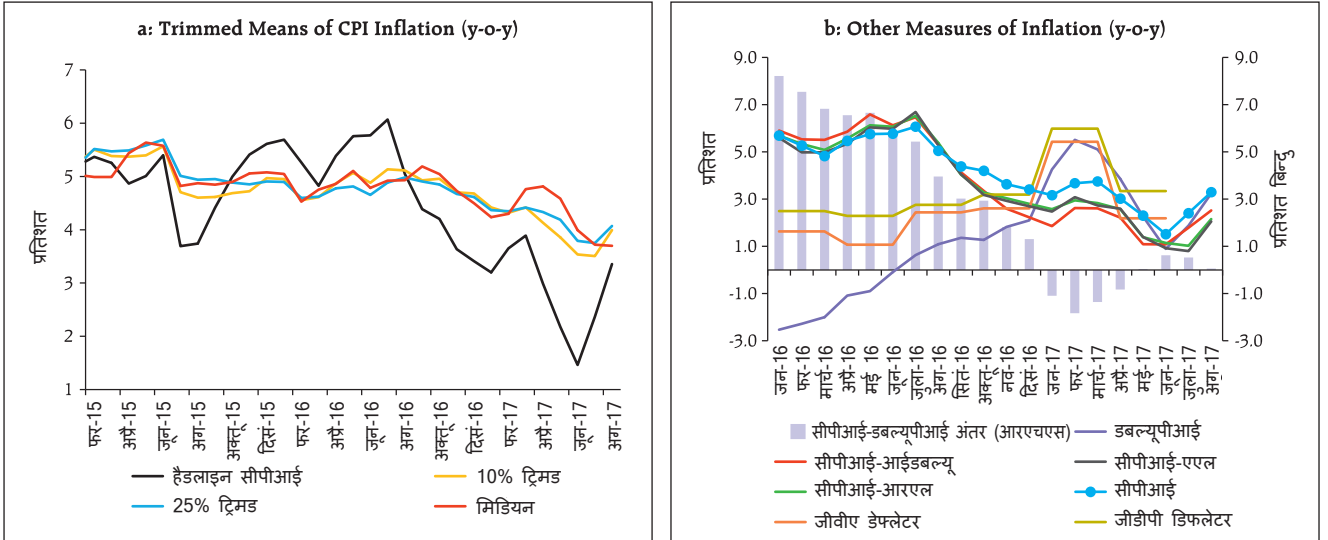
मदं	सीपीआई बास्केट में भार	प्रतिशत परिवर्तन	अधिकतम (0, % परिवर्तन)
(1)	(2)	(3)	(4)
बिस्किट	0.9	3.9	3.9
आइसक्रीम	0.0	7.6	7.6
तैयार मिठाई	0.6	2.5	2.5
चाय	1.0	-1.5	0.0
खाद्य तेल	3.0	0.1	0.1
कमीजें	0.6	3.7	3.7
साड़ी	0.9	5.7	5.7
चमड़े के जूते	0.2	4.6	4.6
रबड़/पीवीसी फुटवेयर	0.3	3.6	3.6
टेलीविज़न	0.2	1.0	1.0
रेफ्रीजरेटर	0.1	0.6	0.6
स्टेनलेस स्टील बर्तन	0.2	2.3	2.3
प्रेसर कुकर/पैन	0.0	1.9	1.9
विद्युत बल्ब /ट्यूबलाइट	0.2	0.8	0.8
वाशिंग सोप/पाउडर	0.9	-2.3	0.0
मोटरसाइकल /स्कूटर	0.8	-2.9	0.0
हेयर ऑयल /शैंपू	0.5	0.9	0.9
टूथपेस्ट	0.4	-4.1	0.0
कुल	10.4	0.8	1.5

स्रोत : आरबीआई सर्वेक्षण

¹⁰ वर्ष 2016-17 के आर्थिक सर्वे में यह अपेक्षा की गई थी कि जीएसटी का प्रभाव अपस्फीतिकारी होगा। जबकि कुछ विश्लेषक यह मानते हैं कि खाद्यान्न और तंबाखू तथा सेवाओं की कीमतों में सीमांत वृद्धि के साथ उपभोक्ता मूल्य सूचकांक में मुद्रास्फीति बढी है, वहीं कुछ अन्य विश्लेषक यह मानते हैं कि जीएसटी का प्रभाव कई कारकों पर निर्भर करेगा जिनमें निविष्टि कर क्रेडिट व्यवस्था की कार्यकुशलता तथा कर कटौतियों को उत्पादकों द्वारा अंतिम कीमतों में अंतरित किया जाना शामिल है।

में परिवर्तन करने का उद्देश्य अर्थव्यवस्था में संरचनात्मक परिवर्तनों को पकड़ पाना तथा सूचकांक की गुणवत्ता, कवरेज और प्रतिरूपण-पद्धति में सुधार लाना भी है। अद्यतन मद बैस्किट के अलावा, संशोधित डब्ल्यूपीआई में अंतरराष्ट्रीय उत्तम व्यवहारों के अनुसरण में दो नई विशेषताएं शामिल की

चार्ट II.17: मुद्रास्फीति के मापन



स्रोत: सीएसओ, श्रम ब्यूरो, वाणिज्य तथा उद्योग मंत्रालय तथा आरबीआई स्टाफ अनुमान

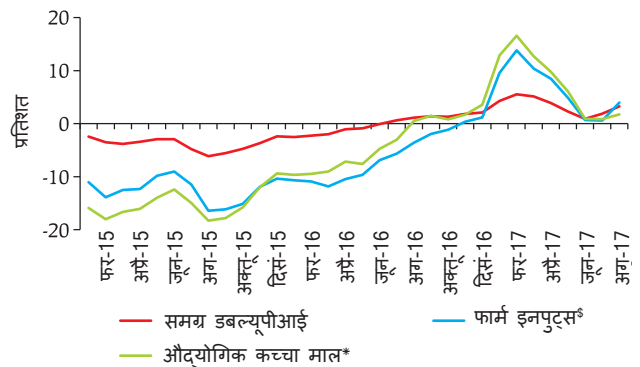
गई हैं : (i) मद-स्तरीय सूचकांकों के संकलन के लिए ज्यामितीय माध्य का उपयोग; तथा (ii) थोक बिक्री की कीमतों से परोक्ष करों का निकाला जाना, जिससे उसे संकल्पना की दृष्टि से उत्पादक मूल्य सूचकांक के निकट लाया जा सके। इन परिवर्तनों के परिणामस्वरूप, 2004-05 को आधार वर्ष मानने वाले सूचकांक की तुलना में नई पद्धति के अनुसार हेडलाइन डब्ल्यूपीआई मुद्रास्फीति में अप्रैल 2013 से मार्च 2017 के दौरान औसतन 1 प्रतिशत की गिरावट दर्ज हुई।

फरवरी में डब्ल्यूपीआई मुद्रास्फीति उच्चतम स्तर पर पहुंच गई थी और जून तक उसमें काफी गिरावट दर्ज हुई, परंतु जुलाई में खाद्य पदार्थों की कीमतों बढ़ने के कारण पुनः उसमें बढ़ोतरी हुई। अप्रैल 2017 की मौद्रिक नीति दर के बाद से ट्रिम्ड मीन्स¹¹ में कमी आई। मार्च 2017 के बाद से माध्य मुद्रास्फीति, जो कि ट्रिम्ड मीन का एक विशिष्ट कारक है, में भी औसतन 4.2 प्रतिशत की गिरावट दर्ज हुई (चार्ट II.17ए)। क्षेत्र-वार उपभोक्ता मूल्य सूचकांकों को लेकर मापित मुद्रास्फीति हेडलाइन सीपीआई मुद्रास्फीति से लगातार कम रही। इससे अन्य बातों के साथ-साथ यह पता चलता है कि क्षेत्र-वार उपभोक्ता मूल्य सूचकांकों को लेकर मापित मुद्रास्फीति में खाद्य पदार्थों को अधिक महत्व दिया जाता है। वर्ष के आरंभ से जीडीपी और जीवीए अपस्फीतिकारकों में परिवर्तन डब्ल्यूपीआई मुद्रास्फीति की प्रवृत्ति के अनुरूप रहा (चार्ट II.17बी)। जुलाई और अगस्त में, हेडलाइन सीपीआई और सभी क्षेत्र-वार सीपीआई की तुलना में डब्ल्यूपीआई मुद्रास्फीति स्थिर रही।

II.3 लागतें

अंतर्निहित लागत की परिस्थितियां मुद्रास्फीति पर काबू पाने के लिए किए गए उपायों के अनुरूप रहीं, जबकि 2016-17 की अंतिम तिमाही में इसमें जो बढ़ोतरी हुई थी, वह अस्थिर थी। 2017-18 की पहली तिमाही के दौरान डब्ल्यूपीआई के अंतर्गत मापी गई औद्योगिक और खेती से संबंधित लागतों में काफी नरमी आई (चार्ट II.18)। चीन, जो कि धातु के मामले में विश्व का सर्वाधिक खपतकर्ता है¹², की मांग में नरमी आने के कारण

चार्ट II.18: फार्म तथा गैर-फार्म इनपुट लागत मुद्रास्फीति (वर्ष दर वर्ष)



* औद्योगिक कच्चे माल में प्राथमिक गैर-खाद्य वस्तु (फ्लोरिकचर), खनिज, कच्चा पेट्रोलियम, कोला, विमानन टर्बाइन ईंधन, तेज गति डीजल, नफथा, बिटुमेन, फरनेस आयल, ल्यूब ऑइल, बिजली, खोई तथा डब्ल्यूपीआई से तैयार टेक्सटाइल फाइबर शामिल है।
 \$ फार्म इनपुट में उच्च गति डीजल, बिजली, उर्वरक तथा नाइट्रोजन योगिक का उत्पादन, कीटनाशक तथा अन्य कृषि रसायन का उत्पादन व डब्ल्यूपीआई से साज समान शामिल है।
 स्रोत: वाणिज्य व उद्योग मंत्रालय आरबीआई स्टाफ अनुमान

¹¹ ट्रिम्ड का अर्थ है - ट्रिम्ड के सबसे उत्तम प्रतिशत के अनुरूप वितरण की अधिकतम और न्यूनतम सीमाओं के चुनिंदा अनुपात को हटाकर उसका प्रभाव कम करना। इनका उपयोग मुद्रास्फीति के अंतर्निहित व्यवहार के संकेतक के रूप में किया जाता है।

¹² यह अपने नाममात्र बैंकिंग क्षेत्र में लगाम लगाने के लिए चीन के प्रयासों की वजह से है, जहां से ऑफ-बैलेंस शीट उधार से ऋण क्रेडिट, वेल्थ मैनेजमेंट प्रोडक्ट्स के जरिए धातु क्षेत्र में जा पहुंचा है। क्रेडिट को सीमित करने से, चीन की अर्थव्यवस्था और उसकी धातु की मांग धीमी हो रही है। आईएमएफ कम्पोजिट मार्केट मासिक, 9 जून, 2017।

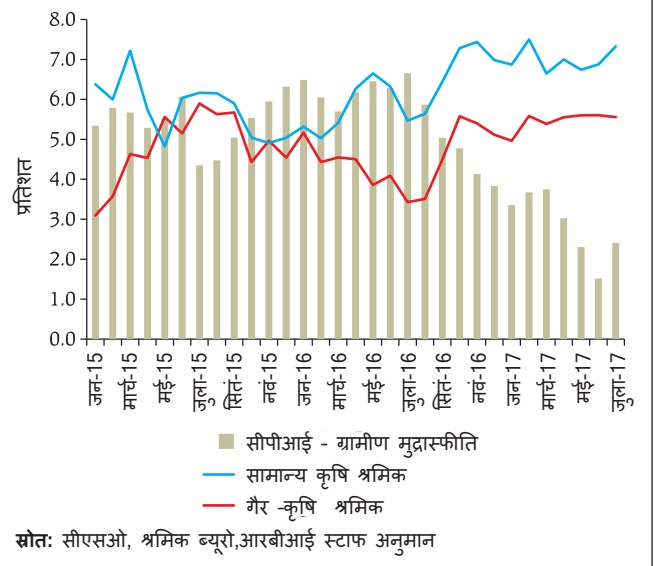
वैश्विक स्तर पर कच्चे तेल तथा धातु की कीमतों में आई गिरावट ने भी देशी खेती और गैर-खेती इनपुट लागतों में काफी कमी करने में योगदान किया है। उल्लेखनीय है कि इसका प्रभाव हाई स्पीड डीजल, विमानन टर्बाइन ईंधन, नैफ्ता, बिटुमन, भट्टी के तेल तथा लूब तेलों पर भी पड़ा। तथापि, हाल में दुसरी तिमाही में, वैश्विक मांग, विशेष रूप से चीन की मांग की मजबूती की प्रत्याशाओं के कारण जून से धातु की कीमतें बढ़ने लगीं। लेकिन सितंबर के अंत तक की कीमतें कुछ हद तक नियंत्रित हुईं।

जहां तक अन्य औद्योगिक कच्चे मालों का मामला है, देशी कोयले की कीमतें रैंज-बाउंड रहीं, जबकि फाइबरों, तिलहनों और पल्प जैसे अन्य इनपुट की कीमतों में या तो गिरावट दर्ज हुई या फिर उनमें नरमी की प्रवृत्ति दिखाई पड़ी। जहां तक खेती क्षेत्र के इनपुट का सवाल है, डीजल की कीमतों में अंतरराष्ट्रीय कीमतों के अनुरूप भारी गिरावट आई। बिजली, उर्वरक, कीटनाशक और ट्रैक्टर जैसे अन्य कृषि इनपुट की कीमतों में नरमी आई। 2017-18 की पहली तिमाही में उत्पादन में गिरावट और कीमतों में नरमी के बावजूद अत्यधिक इन्वेंटरी के कारण उर्वरक की आपूर्ति सही सलामत रही। मुख्य रूप से जीएसटी-पूर्व बिक्री, जब छूट दिए जाने के कारण कीमतों को गति नहीं मिली थी, के दौरान स्टॉक निकाले जाने के कारण 2017-18 की पहली तिमाही में ट्रैक्टर की बिक्री में 8.0 प्रतिशत की बढ़ोतरी (पिछले वर्ष 12.1 प्रतिशत) दर्ज हुई। तथापि अंतरराष्ट्रीय कीमतों में हुई वृद्धि के चलते उर्वरकों तथा नाइट्रोजन घटकों, हाइस्पीड डीजल और अन्य खनीज तेलों की कीमतें बढ़ीं जिससे अगस्त प्रिंट तक खेती में उपयोग होने वस्तुओं और उद्योगिक कच्चे सामान से संबंधित मुद्रास्फीति की गिरावट रुकी।

अच्छे मॉनसून और कृषि कार्यकलापों में तेजी आने के कारण 2017-18 में कृषि श्रमिकों की मांग में काफी बढ़ोतरी हुई। यह ग्रामीण कृषि श्रमिकों की वास्तविक मजदूरी की वृद्धि दर में बढ़ोतरी के रूप में प्रदर्शित हुई, जो कि खेती लागतों का एक प्रमुख निर्धारक है (चार्ट II.19)।

जहां तक संगठित क्षेत्र का मामला है, 2017-18 की पहली तिमाही के दौरान सूचीबद्ध निजी विनिर्माता कंपनियों में इकाई कर्मचारी लागत की वृद्धि दर की प्रवृत्ति में बदलाव आकर बढ़ने लगी, जबकि 2016-17 के दौरान उसमें गिरावट आई थी। तथापि, जहां तक सेवा क्षेत्र की कंपनियों का मामला है, उनमें 2016-17 की दूसरी तिमाही से चली आ रही प्रवृत्ति बरकरार है।¹³ उत्पादन¹⁴ के मूल्य की वृद्धि दर

चार्ट II.19: ग्रामीण क्षेत्रों में मजदूरी वृद्धि व मुद्रास्फीति (वर्ष दर वर्ष)



की तुलना में स्टाफ लागत वृद्धि दर बढ़ने के कारण सेवा क्षेत्र में इकाई श्रमिक लागतों¹⁵ में लगातार बढ़ोतरी होती रही। 2017-18 की पहली तिमाही¹⁶ में विनिर्माण क्षेत्र में स्टाफ लागतों और उत्पादन के मूल्य के अनुपात की वृद्धि दर में मामूली बढ़ोतरी हुई, जबकि 2016-17 की अंतिम दो तिमाहियों में उसमें गिरावट आई थी (चार्ट II.20)। विनिर्माण कंपनियों के उत्पादन के मूल्यों में कमी हुई (संभवतः इसका कारण जीएसटी से पूर्व-बिक्री के कारण कंपनियों अपने स्टॉक निकालना हो सकता है) तथा स्टाफ लागतों में मामूली बढ़ोतरी दर्ज हुई।

रिज़र्व बैंक के औद्योगिक आउटलुक सर्वेक्षण में शामिल विनिर्माण फर्मों की प्रतिक्रिया पर आधारित कच्चे माल की लागत वर्ष 2017-18 की प्रथम तिमाही में उच्च रही जो कि पिछली तिमाही की तुलना में कुछ नियंत्रित थी जो संभवतया पण्य कीमतों में नरमी को दर्शाती है। फर्मों को अपेक्षा है कि कच्चे माल की लागत में दूसरी तिमाही में भी वृद्धि बनी रहेगी। हालांकि, बिक्री मूल्यों को बढ़ाने में उनकी अक्षमता से यह पता चलता है कि मूल्य निर्धारण की शक्ति अभी भी कमजोर है। सूचीबद्ध गैर-सरकारी गैर-वित्तीय कंपनियाँ तथा विनिर्माण क्रय प्रबंधकों के सूचकांक (पीएमआई) के तिमाही परिणामों से यह पता चलता है कि वर्ष 2017-18 की प्रथम तिमाही में कच्चे माल की लागत उच्च बनी रही लेकिन कमजोर मूल्य निर्धारण शक्ति के कारण बिक्री कीमतों पर उसका प्रभाव नहीं पड़ा। इसके विपरीत, पीएमआई ने सेवाओं की कीमतों में तेजी से

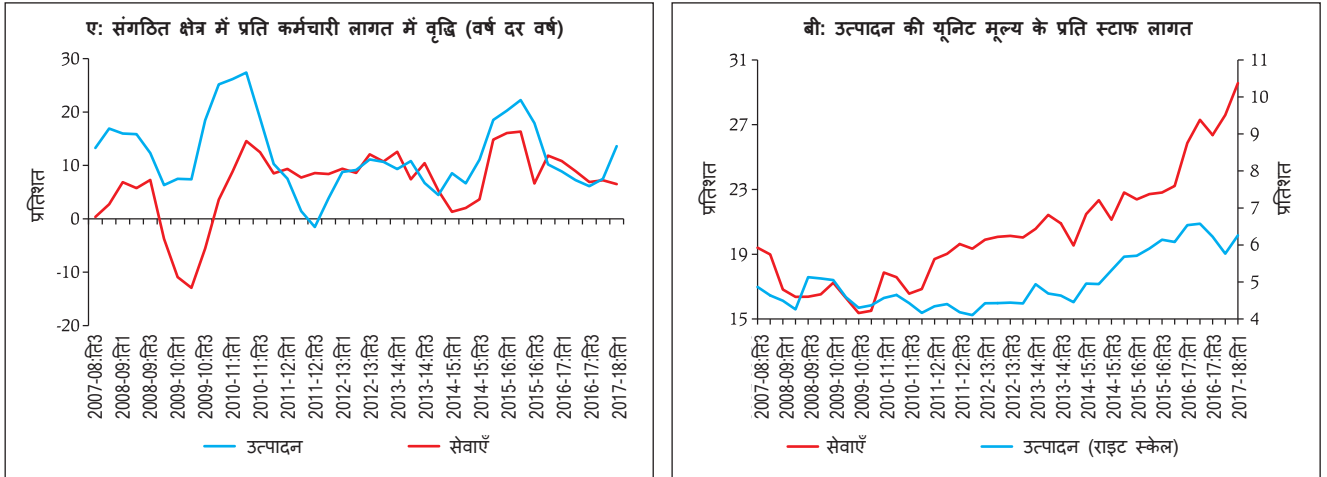
¹³ 2017-18 की पहली तिमाही के परिणाम अन्तरिम है।

¹⁴ युनिट श्रम लागत उत्पादन की कीमत में स्टाफ लागत के अनुपात के रूप में परिभाषित की गई है।

¹⁵ 2017-18 की पहली तिमाही के परिणाम सेवाओं के 363 सामान्य सेट पर आधारित तथा अन्तरिम है।

¹⁶ 2017-18 की पहली तिमाही के परिणाम उत्पादक कंपनियों के 992 सामान्य सेट पर आधारित तथा अन्तरिम है।

चार्ट II.20: उत्पादन तथा सेवाओं में श्रम लागत



नोट: प्रति कर्मचारी लागत = कुल स्टाफ लागत/कर्मचारियों की कुल सं.
 ₹500 करोड़ से अधिक की निवल मालियत की सूचीगत कंपनियों द्वारा भारतीय लेखा मानकों को अपनाने के लिए कॉर्पोरेट मामले मंत्रालय की अधिसूचना 2016-17 की पहली तिमाही से लागू हैं अतः अनुपात पूर्ण रूप से तुलनायोग्य नहीं हैं। डाटा को तदनुसार ले /उपयोग करें
स्रोत: कैपिटलाइन डाटा बेस तथा आरबीआई अनुमान

सुधार दर्ज की - जीएसटी के तहत उच्च कर दरों के चलते कीमतों में वृद्धि परिलक्षित होती है।

वैश्विक स्तर पर, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं तथा उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति कम है किन्तु मांग में कुछ वृद्धि हुई है। भारत में, शेष वर्ष के दौरान मुद्रास्फीति के संबंध में अनिश्चितता है। मुद्रास्फीति के समग्र परिणाम आगे चलकर इस बात पर निर्भर करेंगे कि खाद्यान्न में हाल की अवस्फीति कब तक बनी रहती है जबकि आधारभूत प्रभाव अगस्त से प्रतिकूल स्थिति में रहेंगे। इसके अलावा, जीएसटी के बाद

अस्थायी मेनू लागत समायोजन से प्रतिकूल प्रभाव, एचआरए वृद्धि (मौद्रिक नीति रिपोर्ट, अप्रैल 2017 का अध्याय 1 देखें) के प्रत्यक्ष और दूसरे चरण के प्रभाव और वर्ष 2017-18 की दूसरी छमाही में मांग में सुधार होने की संभावना से आउटपुट अंतर में कमी आएगी। परिणामस्वरूप, जैसे कि अध्याय 1 दर्शाता है, शेष वर्ष के दौरान मुद्रास्फीति की गति मजबूती की दिशा में बनी रहेगी। अंततः मुद्रास्फीति बढ़ने का जोखिम राज्य स्तरीय कृषि ऋण का बड़ी मात्रा में माफ किया जाना और हाल ही में घोषित किए गए राजकोषीय प्रोत्साहन में दिखाई पड़ता है (अध्याय 1, बॉक्स 1.1)।

III. मांग और उत्पादन

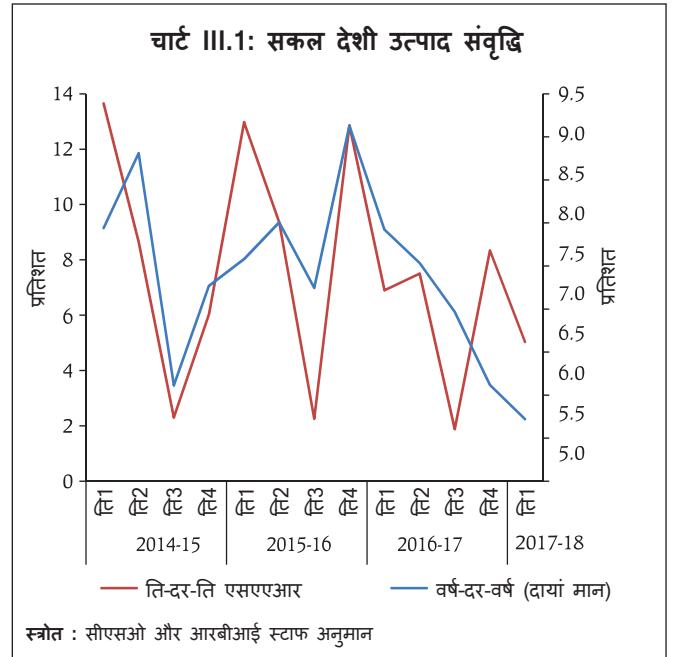
उपभोग मांग में कमी आने के चलते सकल मांग की स्थिति प्रभावित हुई जो 2017-18 के शुरुआती माह में निवेश में मंदी आने और निर्यात के निष्पादन में गिरावट आने की वजह से थी। विनिर्माण गतिविधियों का सकल आपूर्ति की स्थितियों पर भारी असर पड़ा क्योंकि जीएसटी के कार्यान्वयन के चलते एकबारगी असर के रूप में विनिर्माण गतिविधियों में कमी आ गई थी। अन्य बातों के साथ-साथ कृषि क्षेत्र की संभावनाएं प्रारंभ में कम हो गई थीं किंतु बाद में बेहतर हुई, और सेवा क्षेत्र की गतिविधियों में तेजी आने के चलते वर्ष 2017-18 की शेष अवधि में आपूर्ति की समग्र स्थिति में बेहतर रह सकती है।

एक वर्ष पहले शुरू हुई स्थिति के अनुरूप वर्ष 2017-18 की पहली तिमाही में समग्र मांग की स्थिति में गिरावट आई, परंतु गिरावट का स्तर अनुमान से अधिक था। निवेश में आई गिरावट और निर्यात में आई सुस्पष्ट कमी के चलते वास्तविक सकल देशी उत्पाद (जीडीपी) की वृद्धि दर पहली बार तेरह तिमाहियों में वर्ष 2017-18 की पहली तिमाही में 6 प्रतिशत से नीचे आ गई। आर्थिक कार्यकलापों में गिरावट की दर और अधिक हो सकती थी, परंतु वर्ष की शुरुआत में ही सरकारी व्यय के चलते सरकारी खपत में वृद्धि हुई और इसने राहत का काम किया। वर्ष 2016-17 की चौथी तिमाही में निजी उपभोग मांग, जो अभी भी अर्थव्यवस्था में समग्र मांग का संतुलन बनाए रखने का कार्य करती है, में गिरावट आनी शुरू हुई और वर्ष 2017-18 की पहली तिमाही में इसमें और गिरावट आई। यद्यपि सकल पूंजी निर्माण की स्थिति वर्ष 2016-17 के प्रारंभ से निरंतर गिरावट के दौर से उबरकर आ गई, परंतु वर्ष 2017-18 की पहली तिमाही में इसकी वृद्धि दर कमजोर रही और आगे आने वाले आंकड़ों से ही यह पुष्टि हो पाएगी कि स्थिति में सुधार प्रारंभ हो गया है।

रबी फसलों के उत्पादन में तेज वृद्धि के बावजूद कृषि तथा संबद्ध कार्यकलापों की गति में गिरावट आने से सकल आपूर्ति की स्थिति पूर्ववत बनी रही। 2017-18 की पहली तिमाही में औद्योगिक उत्पादन बीस तिमाहियों के निम्नतम पर आ गया जिसके कारणों में वस्तु एवं सेवा कर (जीएसटी) के कार्यान्वयन का एकबारगी असर, बढ़ी हुई निविष्टि लागत और सकल मांग की स्थिति में आई कमी थी। लेकिन, सेवा क्षेत्र में आई वृद्धि का विस्तार इसके विभिन्न घटकों में भी हुआ। भविष्य में कृषि क्षेत्र में थोड़ी वृद्धि और सेवा क्षेत्र में स्थायी वृद्धि को देखते हुए आपूर्ति की स्थिति को सुदृढ़ समर्थन मिलने की संभावना है। विनिर्माण कार्यकलापों की गति धीमी हो जाना चिंता का प्रमुख कारण बनी हुई है।

III.1 सकल मांग

वास्तविक सकल देशी उत्पाद (जीडीपी) में बाजार मूल्य पर वर्ष-दर-वर्ष होने वाले परिवर्तन द्वारा मापे जाने वाले सकल मांग में 2016- 2017 की चौथी तिमाही में 6.1 प्रतिशत की गिरावट आई और 2017-18 की पहली तिमाही में और घटकर तेरह तिमाहियों के 5.7 प्रतिशत के निम्नतम स्तर पर



आ गई जो पांचवी लगातार गिरावट थी। स्थिति में आई गिरावट मौसम समायोजित आधार पर भी स्पष्ट थी (चार्ट III.1)। सरकारी अंतिम उपभोग व्यय (जीएफसीई) में हुई सुदृढ़ वृद्धि से प्राप्त समर्थन न होता तो वास्तविक सकल देशी उत्पाद की वृद्धि दर वर्ष 2016-17 की चौथी तिमाही में 4 प्रतिशत के स्तर पर आ जाती और 2017-18 की पहली तिमाही में 4.3 प्रतिशत रह जाती। वर्ष 2016-17 की दूसरी तिमाही से सकल नियत पूंजी निर्माण (जीएफसीएफ) में गिरावट आने के चलते मांग की स्थिति में गिरावट आई; यद्यपि जीएफसीएफ की स्थिति में गिरावट के बाद सुधार हुआ परंतु 2017-18 की पहली तिमाही में इसकी वृद्धि दर कमजोर रही। वर्ष 2017-18 की पहली तिमाही में निजी अंतिम उपभोग व्यय (पीएफसीई) में गिरावट आई जो पिछली छह तिमाही की सबसे कम वृद्धि दर है। वर्ष 2016 17 की चौथी तिमाही में निर्यात की तेज वृद्धि को बनाए नहीं रखा जा सका और लगातार दो तिमाहियों में आयातों के हुई वृद्धि को देखते हुए 2017-18 की पहली और दूसरी तिमाहियों में इसे बनाए रखना कठिन प्रतीत होता है। इसके परिणामस्वरूप निवल निर्यात की स्थिति ने अर्थव्यवस्था में सकल मांग की स्थिति को कम किया (सारणी III.1)।

सारणी III.1: वास्तविक जीडीपी संवृद्धि

(प्रतिशत)

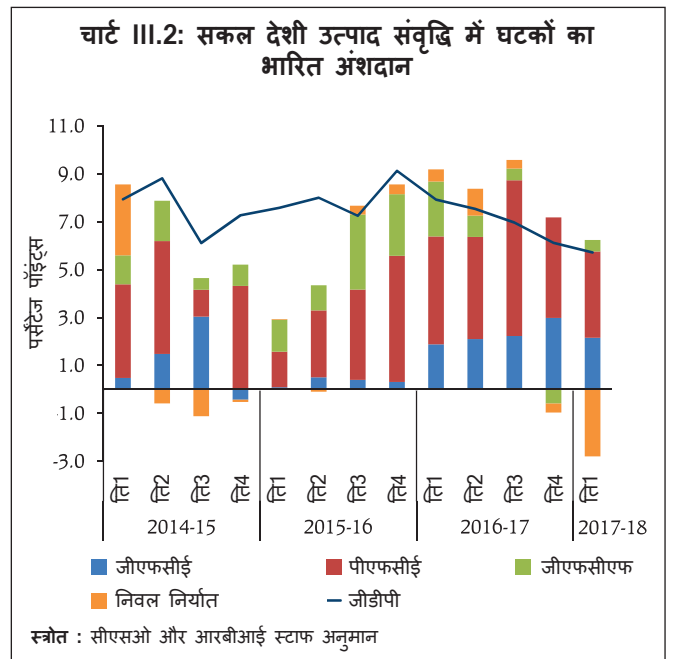
मद	2015-16	2016-17	2016-17 में संवृद्धि में भारत योगदान (प्रतिशत बिन्दु)*	2015-16				2016-17				2017-18
				ति1	ति2	ति3	ति4	ति1	ति2	ति3	ति4	
निजी अंतिम उपभोग व्यय	6.1	8.7	4.8	2.8	5.2	6.7	9.3	8.4	7.9	11.1	7.3	6.7
सरकारी अंतिम उपभोग व्यय	3.3	20.8	2.0	0.9	4.3	4.2	4.1	16.6	16.5	21.0	31.9	17.2
सकल फिक्स्ड पूंजी निर्माण	6.5	2.4	0.7	4.3	3.4	10.1	8.3	7.4	3.0	1.7	-2.1	1.6
निवल निर्यात	15.1	37.4	0.4	1.6	-5.3	27.4	95.3	36.6	59.3	30.8	-	-
निर्यात	-5.3	4.5	0.9	-6.1	-4.1	-8.7	-2.3	2.0	1.5	4.0	10.3	1.2
आयात	-5.9	2.3	0.5	-5.9	-3.4	-9.9	-4.3	-0.5	-3.8	2.1	11.9	13.4
बाज़ार मूल्यों पर जीडीपी	8.0	7.1	7.1	7.6	8.0	7.2	9.1	7.9	7.5	7.0	6.1	5.7

*:घटक-वार योगदान को सारणी में जीडीपी ग्रोथ के साथ नहीं जोड़ा है क्योंकि स्टॉक, कीमती वस्तुएँ और विसंगतियों को यहाँ शामिल नहीं किया है।
 स्रोत: केंद्रीय सांख्यिकीय कार्यालय, (सीएसओ)

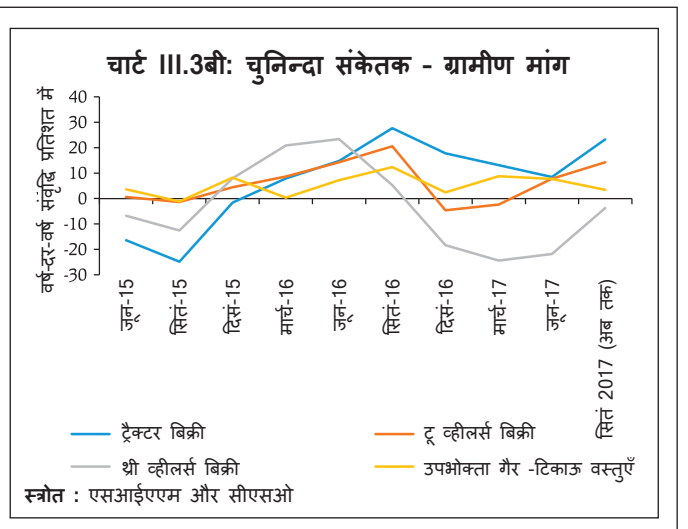
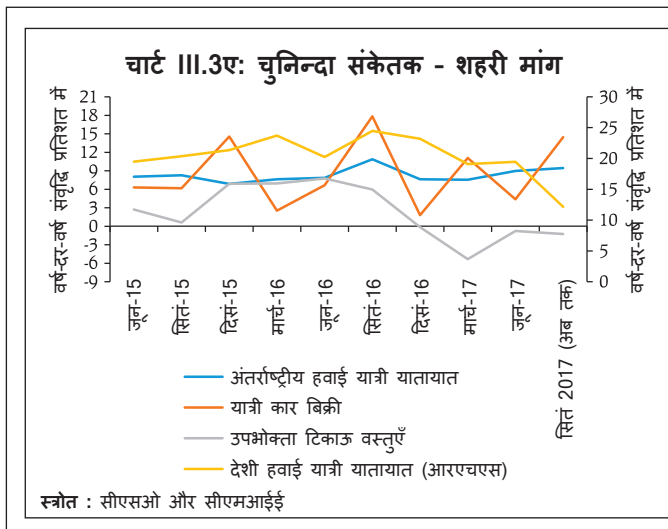
III.1.1 निजी अंतिम उपभोग व्यय

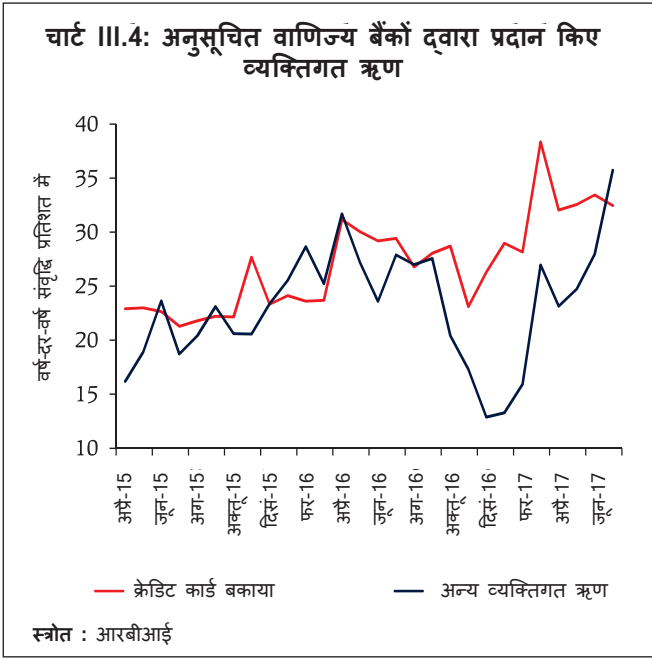
वास्तविक जीडीपी वृद्धि दर में 54.0 प्रतिशत का योगदान करने करने वाला निजी अंतिम उपभोग व्यय, अर्थव्यवस्था में सकल मांग को बढ़ाने की दिशा में प्रमुख कारक बना रहा। तथापि, 2016-17 की चौथी तिमाही और 2017-18 की पहली तिमाही में पिछली तीन तिमाहियों की तुलना में उल्लेखनीय गिरावट देखी गई (चार्ट III.2)।

शहरी खपत के अधिक बारंबारता वाले संकेतक मिश्रित परिदृश्य दर्शाते हैं जिसमें यात्री वाहनों और हवाई यात्रा करने वाले यात्रियों की संख्या में वृद्धि दिखती है परंतु टिकाऊ उपभोक्ता वस्तुओं के उत्पादन में गिरावट परिलक्षित होता है (चार्ट III.3ए)। भविष्य में, केंद्र सरकार के कर्मचारियों के मकान किराया भत्ते (एचआरए) में बढ़ोतरी किए जाने और उप-राष्ट्रीय स्तर पर सातवें वेतन आयोग (सीपीसी) की सिफारिशों को लागू किए जाने की संभावना को देखते हुए शहरी उपभोग की स्थिति में सुधार होने की संभावना है। ग्रामीण मांग के



उच्च बारंबारता वाले संकेतक, अर्थात् दुपहिया वाहनों, ट्रैक्टरों की बिक्री में हाल के महीनों में क्रमशः सुधार हुआ है। हालांकि,





उपभोक्ता गैर-टिकाऊ वस्तुओं, जोकि सामान्यतः नकद रूप में और अधिक मात्रा में खरीदी जाने वाली वस्तुएं (एफएमसीजी) होती हैं, के उत्पादन में कमी हुई है, लेकिन अभी भी औद्योगिक उत्पादनों के घटकों में इसमें सबसे अधिक वृद्धि दिखाई देती है (चार्ट III.3बी)।

खुदरा खपत संबंधी कार्यकलाप, जोकि अनुसूचित वाणिज्य बैंकों (एससीबीज) से लिए जाने वाले निजी ऋण के रूप में परिलक्षित होता है, से आभास होता है कि भविष्य में खपत आगे बढ़ाने की दिशा में समर्थनकारी स्थिति बनी हुई है (चार्ट III.4)।

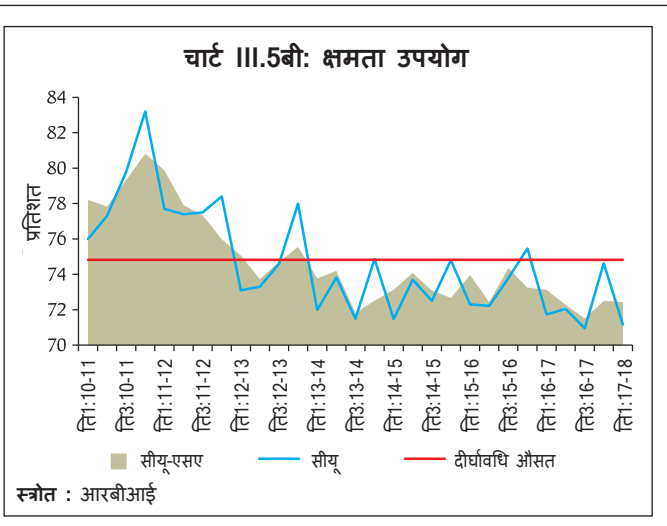
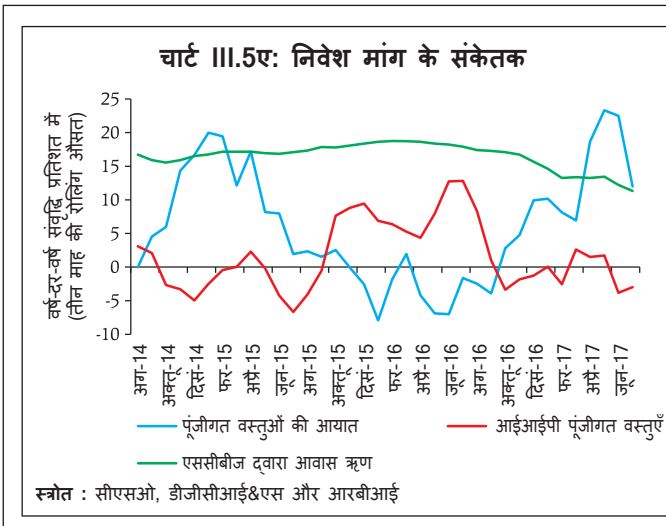
III.1.2 निवेश मांग

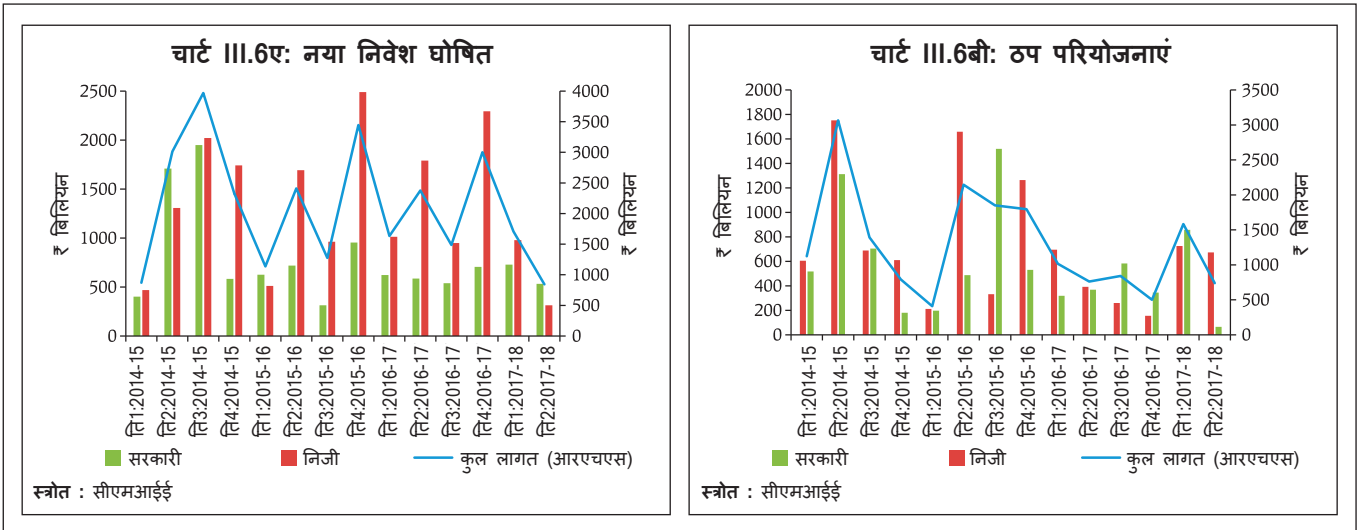
निवेश मांग निम्नतर बनी रही और जीडीपी में इसका प्रतिशत 2011-12 के 34.3 प्रतिशत की तुलना में घटकर 2016-17

में 29.5 प्रतिशत रह गई। यद्यपि जीएफसीएफ ने 2017-18 की पहली तिमाही में मामूली बहाली दर्शाई, परंतु समग्र निवेश का वातावरण कमजोर बना रहा। विनिर्माण क्षेत्र में अतिरिक्त क्षमता के चलते कारपोरेट निवेश चक्र कमजोर बना रहा। कतिपय पूंजीगत वस्तुओं के आयात में सुदृढ़ वृद्धि के बावजूद निवेश संबंधी गतिविधियों के स्तर में कमी देखी गई जो पूंजीगत वस्तुओं के उत्पादन में आई गिरावट को दर्शाती है (चार्ट III.5ए)। वर्ष 2016-17 की चौथी तिमाही में क्षमता के उपयोग (सीयू) की स्थिति में सुधार हुआ, लेकिन वर्ष 2017-18 में यह फिर से कम रही जो उसकी कमजोर मांग को दर्शाती है (चार्ट III.5 बी)। बैंकों और कारपोरेशनों के तुलन-पत्रों पर अत्यधिक दबाव की स्थिति के बने रहने से निवेश संबंधी गतिविधियों में कमी बनी रही। रिहायशी मकानों की इन्वेंटरी का स्तर उच्च बने रहने के कारण और कीमतों में गिरावट की संभावना के चलते परिवारों द्वारा आवासीय मकानों के अलावा अन्य भवनों तथा ढांचों के निर्माण में निवेश की स्थिति कमजोर बनी रही।

सेंटर फॉर मॉनिटरिंग इंडियन इकोनॉमी (सीएमआईई) के अनुसार वर्ष 2017-18 की दूसरी तिमाही में नए निवेश संबंधी प्रस्तावों में संख्या एवं मूल्य दोनों ही दृष्टि से कमी आई (चार्ट III.6ए)। केवल 403 नई परियोजनाओं की घोषणा की गई जोकि 2004-05 की पहली तिमाही के बाद सबसे कम है। रुकी हुई परियोजनाओं के कार्यान्वयन में पर्याप्त प्रयास किए जाने की आवश्यकता है। रुकी हुई परियोजनाओं की संख्या में 2017-18 की पहली तिमाही में वृद्धि हुई तथा 2017-18 की दूसरी तिमाही में इसमें सुधार की पाया गया है (चार्ट III.6बी)।

साथ ही, अपुष्ट संकेतों से आभास मिलता है कि सड़क क्षेत्र में राजमार्ग परियोजनाओं के संबंध में कार्य आर्बिटिट करने





और निर्माण कार्य किए जाने का स्तर अब तक का उच्चतम रहा है, हालांकि सड़क निर्माण में अतिरिक्त संयोजन का स्तर उच्चतम पर पहुंच गया है। बिजली प्रसार, सड़क तथा नवीकरणीय ऊर्जा जैसे कुछ क्षेत्रों में निवेश संबंधी गतिविधियों में कुछ प्रगति दिखाई दे रही है। आगे, 2017-18 के केंद्रीय बजट में पूंजीगत व्यय में 6.7 प्रतिशत की वृद्धि की गई है जिसके चलते इसका असर कई गुना होने एवं इस ओर अन्यों को आकर्षित करने जैसे लाभ होने की संभावना है, यद्यपि निवेश चक्र में आने वाली टिकाऊ किस्म की तेजी काफी हद तक निजी निवेश की ललक बहाल होने पर निर्भर करेगी।

III.1.3 सरकारी व्यय

जैसा कि पहले उल्लेख किया गया है, 2017-18 की पहली तिमाही में सकल मांग में आई गिरावट को रोकने में जीएफसीसी ने कुशन का कार्य किया। केंद्रीय बजट की घोषणा की तारीख आगे लायी जाने के बाद केंद्र सरकार ने वर्ष की

शुरुआत में ही भारी मात्रा में व्यय किया। विशेष रूप से अप्रैल-अगस्त, 2017 में सब्सिडी के संवितरण में तेजी से वृद्धि हुई थी। फलस्वरूप, राजस्व व्यय का हिस्सा बजट में निर्धारित व्यय का लगभग 46 प्रतिशत था (सारणी III.2)। दूसरी तिमाही के दौरान अब तक (जुलाई - अगस्त 2017) राजस्व व्यय के चलते जीएफसीसी में वर्ष-दर-वर्ष आधार पर 4.4 प्रतिशत (जुलाई -अगस्त 2016 में -7.6 प्रतिशत) की वृद्धि हुई।

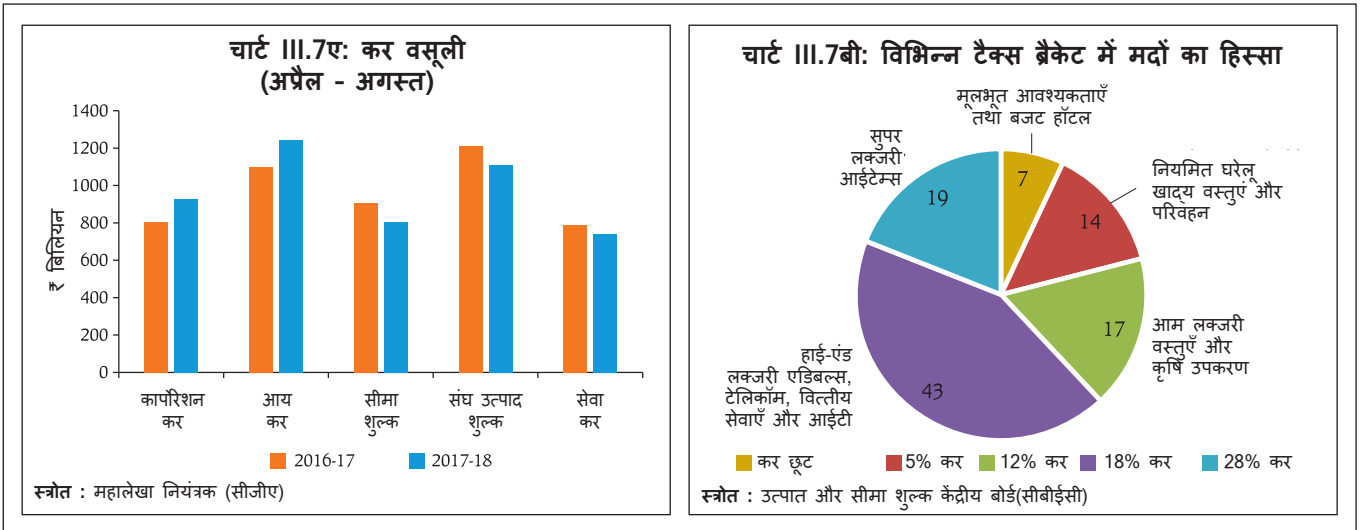
अप्रैल-अगस्त, 2017 के दौरान कर राजस्व (निवल) का स्तर पिछले वर्ष की वसूली के स्तर की तुलना में अधिक था क्योंकि कारपोरेट और आयकर के अंतर्गत अधिक वसूली हुई थी। सीमा-शुल्क, यूनियन उत्पाद शुल्क तथा सेवा कर के अंतर्गत प्राप्तियां कम हुई थीं, लेकिन इसका मुख्य कारण यह था कि चुनिंदा परोक्ष कर सतत आधार पर जीएसटी की ओर चले गए (चार्ट 17ए)। इसके अलावा, राजस्व में हो रही अनिश्चितता सरकारी वित्त पर प्रतिकूल प्रभाव डाल सकती है।

जीएसटी परिषद ने मूलभूत वस्तुओं पर छूट सहित सभी 1211 वस्तुओं और सेवाओं के लिए करों के चार स्तरीय ढांचे अर्थात- 5, 12, 18 तथा 28 प्रतिशत की सिफारिश की थी (चार्ट III.7बी)। जीएसटी लागू होने के बाद मोटर वाहनों (जीएसटी और प्रतिपूरक उपकर) पर कर के सकल भार में जीएसटी पूर्व की तुलना में कमी आई। तदनुसार, जीएसटी परिषद ने सिफारिश की कि केंद्र सरकार मोटर वाहनों पर वर्तमान के 15 प्रतिशत के स्थान पर अधिकतम 25 प्रतिशत उपकर लगाने के लिए विधायी संशोधन लाए। इस बीच सरकार ने भी संकेत दिया है कि वह कार्यान्वयन की प्रगति को देखते हुए दरों को और युक्तिसंगत बनाएगी। जीएसटी में पंजीकरण करने वाले नए करदाताओं की संख्या 29 अगस्त 2017 को 1.9 मिलियन तक पहुंच गई थी। अद्यतन सूचना

सारणी III.2: मुख्य राजकोषीय सूचक - केन्द्रीय सरकार वित्त (अप्रैल-अगस्त)

संकेतक	बीई के प्रतिशत के अनुसार वास्तविक	
	2016-17	2017-18
1. राजस्व प्राप्तियाँ	28.0	27.0
क. कर राजस्व (निवल)	26.6	27.8
ख. गैर-कर राजस्व	32.5	24.0
2. कुल गैर- कर प्राप्तियाँ	12.7	18.4
3. राजस्व व्यय	41.0	45.8
4. पूंजी व्यय	37.0	35.4
5. कुल व्यय	40.5	44.3
6. सकल राजकोषीय घाटा	76.4	96.1
7. राजस्व घाटा	91.8	134.2
8. प्राथमिक घाटा	565.9	1401.3

बीई: बजट अनुमान
सोर्स: लेखा महानिदेशक (सीजीए)



के अनुसार (25 सितंबर 2017 तक) जीएसटी के अंतर्गत संग्रह किए गए राजस्व की राशि जुलाई, 2017 माह के 940.6 बिलियन रुपए की तुलना में 906.7 बिलियन रुपए हो गई थी।¹ आगे चलकर जीएसटी लागू किए जाने के कारण कर के आधार में विस्तार करने से प्राप्त होने वाले लाभ और विमुद्रीकरण के बाद कर अपेक्षा के अनुपालन की स्थिति में बेहतर आने के चलते मध्यावधि में कर राजस्व की स्थिति में तेजी आने की संभावना है।

तथापि, कार्यान्वयन के प्रारंभिक चरण में कारोबारियों को आईटी से संबंधित कुछ चुनौतियों का सामना करना पड़ रहा है जिसके बारे में जीएसटी परिषद विचार कर रही है। जीएसटी लागू होने के बाद निर्यातकर्ता, घरेलू टैरिफ क्षेत्र में निविष्टि कर क्रेडिट का लाभ बिक्री के बाद अथवा देश के बाहर सामान भेजने के बाद ही ले सकता है। बाद में वे अप्रयुक्त क्रेडिट का रिफंड के रूप में दावा कर सकते हैं। इस प्रक्रिया में उनकी कार्यशील पूंजी अचल हो जाती है जिसके चलते परिचालन लागत बढ़ती है। जीएसटी लागू होने के बाद निर्यातकर्ताओं ने रिफंड और कार्यशील पूंजी के ब्लॉक हो जाने की चिंता से सरकार को अवगत कराया और उन्हें तत्काल राहत देने के उद्देश्य से सरकार ने अदा किए गए करों का एक बड़ा हिस्सा

लौटाने का निर्णय लिया। रिटर्न भरने में करदाताओं को होनेवाली असुविधा को ध्यान में रखते हुए विभिन्न जीएसटीआर भरने की तारीख को आगे बढ़ाया गया। इसके अतिरिक्त, जीएसटी की अपेक्षाओं के अनुपालन सहित जीएसटी संबंधी प्रावधानों और कारोबार पर इसके असर को समझना अभी भी शेष है। इसके अतिरिक्त, मुनाफाखोरी रोकने वाले प्रावधान और हाल में आस्थगित ई-वे बिल, जो कंसाइनमेंट को विभिन्न राज्यों में ट्रैक करता है, संबंधी प्रावधान अस्पष्ट हैं। 40 मदों पर लगाए गए जीएसटी में फिटमेंट समिति द्वारा विसंगति पाई जाने के बाद जीएसटी परिषद ने इन उत्पादों पर कर की दरें कम कीं। उपयुक्त को देखते हुए वर्ष 2017-18 के केंद्रीय बजट में कर राजस्व संबंधी आकलित राशि को प्राप्त करना चुनौतीपूर्ण कार्य होगा।

केंद्र सरकार का उधार कार्यक्रम ऋण प्रबंधन रणनीति की समग्र रूपरेखा के अनुसार निर्धारित निर्गम अनुसूची के अनुसार किया गया। निर्गमों को वर्ष के प्रारंभ में लाने (फ्रंटलोडिंग) की रणनीति के तहत केंद्र सरकार ने सकल उधार कार्यक्रम का 64.1 प्रतिशत (2016-17 के दौरान तदनु रूप अवधि में 58.6 प्रतिशत) पूरा कर लिया (सितंबर 2017 तक ₹5800 बिलियन) (सारणी III.3)। राज्य सरकारों द्वारा भारी

सारणी III.3: सरकारी बाज़ार उधार

(₹ बिलियन)

मद	2015-16			2016-17			2017-18 (29 सितंबर तक)		
	केंद्र	राज्य	कुल	केंद्र	राज्य	कुल	केंद्र	राज्य	कुल
निवल उधार	4,406	2,594	7,000	4,082	3,426	7,508	2,493	1,598	4,091
सकल उधार	5,850	2,946	8,796	5,820	3,820	9,640	3,720	1,779	5,499

स्रोत: आर बी आई

¹ प्रेस सूचना ब्यूरो, एमओएफ भारत सरकार सितंबर 26, 2017।

मात्रा में किए गए उधार कार्यक्रम के चलते निवेश योग्य सीमित संसाधनों पर दबाव पड़ सकता है और निजी निवेश को हतोत्साहित कर सकता है।

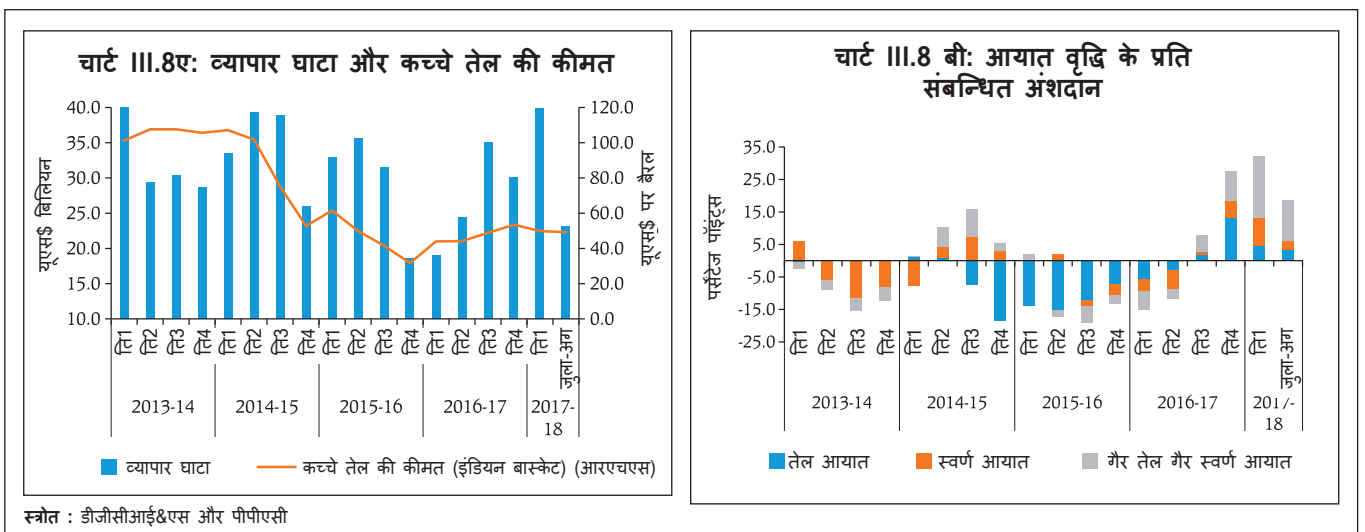
सकल राजकोषीय घाटा-जीडीपी अनुपात कम रहने के चलते वर्ष 2017-18 में समेकित राज्य वित्त की स्थिति में सुधार आने की संभावना है। चूंकि वर्ष 2017-18 के बजट में पिछले वर्ष की तुलना में पूंजीगत व्यय-जीडीपी अनुपात को निम्नतर रखा गया है, अतः पूंजीगत परिव्यय अपरिवर्तित रहने का अनुमान है, जो व्यय की गुणवत्ता की दृष्टि से अच्छी बात है। तथापि, वर्ष के दौरान (अब तक) की गई कृषि ऋण माफी की घोषणा, जोकि जीडीपी का लगभग 0.5 प्रतिशत है, और सातवें वेतन आयोग की सिफारिशों के आंशिक कार्यान्वयन के चलते वर्ष 2017-18 के दौरान राज्य वित्त के दबाव में आने की संभावना है। इसका वित्तपोषण अतिरिक्त बाजार उधार कार्यक्रम के जरिए करना होगा जिसके चलते ब्याज दरें न केवल राज्य सरकारों के लिए बल्कि समस्त अर्थव्यवस्था के लिए बढ़ सकती हैं। इसके चलते अनापेक्षित हानि उधार राशि की लागत में बढ़ोतरी के रूप में हो सकती है जिससे निजी उधारकर्ताओं के लिए राशि कम पड़ सकती है। ऋण माफी की राशि को बजट प्रावधानों के अंतर्गत शामिल किए जाने पर भी इसके चलते अन्य मदों से संबंधित व्यय में कमी करने की जरूरत पड़ेगी। अनुभव से यह देखा गया है कि जिस श्रेणी के व्यय पर इसका अत्यधिक असर पड़ता है वह पूंजीगत व्यय है। उदाहरण के तौर पर, उत्तर प्रदेश में जहां कृषि ऋण माफी के बाद बजट प्रस्तुत किया गया था, पूंजीगत परिवेश तथा पूंजीगत व्यय में 2017-18 के दौरान क्रमशः 26.2 प्रतिशत तथा 30.4 प्रतिशत की गिरावट आई। दूसरी ओर महाराष्ट्र में, जहां ऋण माफी की घोषणा से पहले बजट प्रस्तुत किया था, पूंजीगत व्यय में लगभग 4.2 प्रतिशत की गिरावट आने का

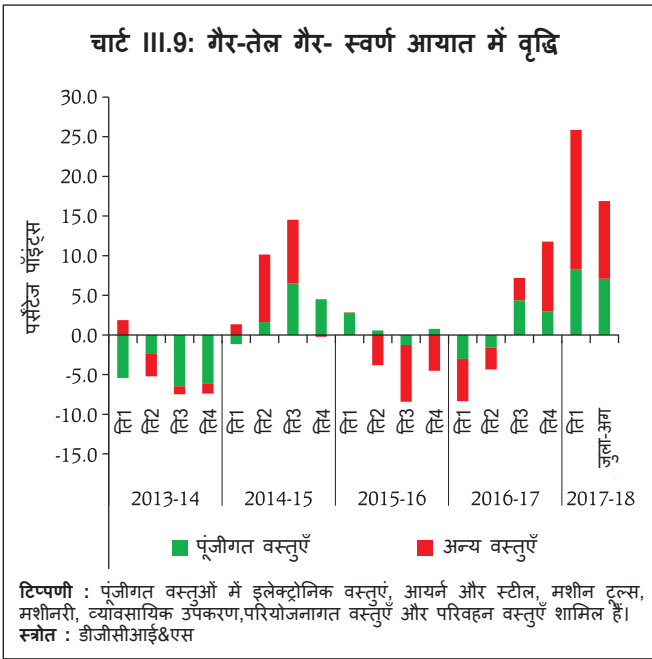
अनुमान लगाया गया है। इसके चलते व्यय की गुणवत्ता में गिरावट आ सकती है और इसका असर उत्पादकता पर पड़ सकता है।

III.1.4 बाह्य मांग

आयात में हुई वृद्धि जो निर्यात से कहीं अधिक थी, के साथ-साथ सकल घरेलू उत्पाद में निवल विदेशी मांग का योगदान वर्ष 2017-18 की प्रथम तिमाही में नकारात्मक रहा, यहि स्थिति पूर्वर्ती तिमाही में भी थी। 2017-18 की प्रथम तिमाही में निर्यात में मंदी काफी ज्यादा थी जो तेल और तेल से इतर खंडों में व्याप्त थी और निर्यात बास्केट का 74 प्रतिशत थी। जुलाई 2017 के दौरान तेल के निर्यात में तेजी से बढ़ोतरी होने के बावजूद भी निर्यात वृद्धि धीमी रही, लेकिन अगस्त 2017 में फिर से ठीक हो गया गया, जिसका मुख्य कारण इंजीनियरिंग वस्तुओं, इलेक्ट्रिक वस्तुओं तथा औषधि फार्मास्युटिकल्स के निर्यात में हुई वृद्धि थी। 2013-14 (चार्ट III.8ए) में कच्चे तेल की जितनी कीमत थी उसकी आधी कीमत होने के बावजूद भी 2017-18 की प्रथम तिमाही में व्यापार घाटे में बढ़ोतरी के कारण पण्य आयात में तेजी आई, जो कि 2013-14 के दूसरी तिमाही से व्यापार घाटा के अपने उच्चतम स्तर पर बनी रही थी। जुलाई-अगस्त में भी, लगातार आयात मांग के कारण व्यापार माल घाटा फिर हो गया। तेल के आयात की मात्रा में कमी होने के बावजूद, जीएसटी का कार्यान्वयन (चार्ट III.8बी) किए जाने की उम्मीद में 2017-18 की पहली तिमाही में सोने के आयात में काफी बढ़ोतरी हुई। हालांकि बाद में धीरे-धीरे जून-अगस्त 2017 के दौरान उनमें कमी आती गई क्योंकि उनके भंडारण से स्थिति सहज होती गई, जबकि वह वर्ष-दर-वर्ष उच्च स्तर पर बना रहा था।

तेल से इतर तथा स्वर्ण से इतर आयात, 2016-17 की चौथी तिमाही से दो अंकों में बढ़ रहे थे, जिसमें मोती और मणि/





रत्न, इलेक्ट्रॉनिक्स सामान, कोयला और अन्य पूँजीगत वस्तुओं का काफी योगदान था, अंतरराष्ट्रीय वस्तु/पण्य की कीमतों की भूमिका को रेखांकित करती हैं, वहीं रुपये की कीमत में घट-बढ़ और बिजली के लिए घरेलू मांग में वृद्धि, निर्माण और दुग्ध मशीनरी सहित यहां तक कि घरेलू उत्पादन में वृद्धि के साथ-साथ परिवहन उपकरणों के आयात में गिरावट, इस बात को सिद्ध करती है कि घरेलू उत्पादन में वृद्धि हुई है (चार्ट III.9)। जहां पूँजीगत वस्तुओं में घरेलू उत्पादन में गिरावट हुई थी, वहीं परिवहन उपकरणों को छोड़कर पूँजीगत वस्तुओं के आयात में अप्रैल-अगस्त 2017 के दौरान धीरे-धीरे वृद्धि हुई थी। इसी प्रकार चीनी के अधिक आयात से पता चलता है कि इसकी घरेलू खपत, वर्ष 2016-17 के उत्पादन से अधिक थी।

वर्ष-दर-वर्ष आधार पर 2017-18 की पहली तिमाही में सेवाओं से निवल प्राप्तियां 15.7 प्रतिशत तक बढ़ गई थीं, जिसकी खास वजह यह थी कि यात्रा, निर्माण तथा अन्य कारोबारी सेवाओं से होने वाली निवल आमदनी बढ़ गई थी। चूंकि चालू खाता घाटा में प्राथमिक आय का बहिःप्रवाह बना हुआ है, गौण आय में मामूली वृद्धि हुई है जो खासकर यह कामगारों द्वारा किए गए विप्रेषण के कारण संभव हुआ है जो कि अंशतः बराबर हुआ है।

निवल प्रत्यक्ष विदेशी निवेश और निवल विदेशी पोर्टफोलियो निवेश दोनों के भारत में प्रभाव पिछले एक वर्ष के स्तर की तुलना में वर्ष 2017-18 की प्रथम तिमाही में बढ़े हैं जिससे यह प्रमाणित होता है कि भारतीय अर्थव्यवस्था निवेश स्थल के रूप में एक आकर्षण का केंद्र बना हुआ है। रुपए नाम के बांडों के निर्गमन में तेजी से वृद्धि के चलते बाह्य वाणिज्यिक उधार (ईसीबी) राशियों के प्रवाह में थोड़ी सी वृद्धि हुई है। इसके विपरीत अनिवासी भारतीय जमा राशियों में आंशिक रूप से कमी हुई है जिससे यह पता चलता है कि अनिवासी बाह्य (एनआरई) रुपए खाते में कम प्रवाह हुआ है। बाह्य क्षेत्र की मजबूत स्थिति के साथ ही विदेशी मुद्रा भंडार 29 सितंबर 2017 को 399.7 बिलियन अमेरिकी डॉलर के स्तर तक पहुंच गया जो 11.5 महीने के आयात² मूल्य के समतुल्य था।

III.2 समग्र आपूर्ति

2016-17 की शुरुआत में शुरू हुई चक्रीय गिरावट ने 2017-18 की पहली तिमाही के दौरान मूलभूत मूल्यों पर योजित सकल मूल्य (जीवीए) द्वारा मापे जाने वाले उत्पादन की वृद्धि दर में 5.6 प्रतिशत तक कम करते हुए उसकी गति धीमी की, जबकि पिछली तिमाही में इसका स्तर एकसमान रहा (सारणी III.4)। औद्योगिक गतिविधि, खासतौर पर विनिर्माण क्षेत्र की मंद स्थिति से इसके खराब प्रदर्शन का पता चलता है। हालांकि

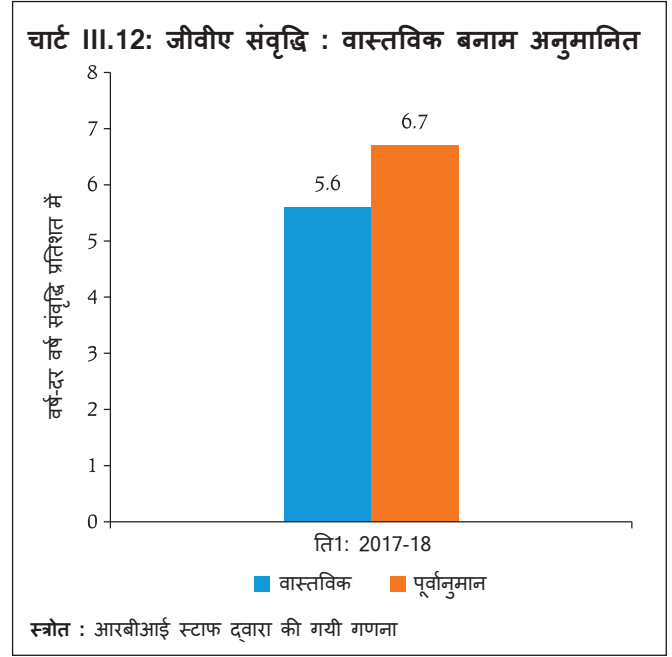
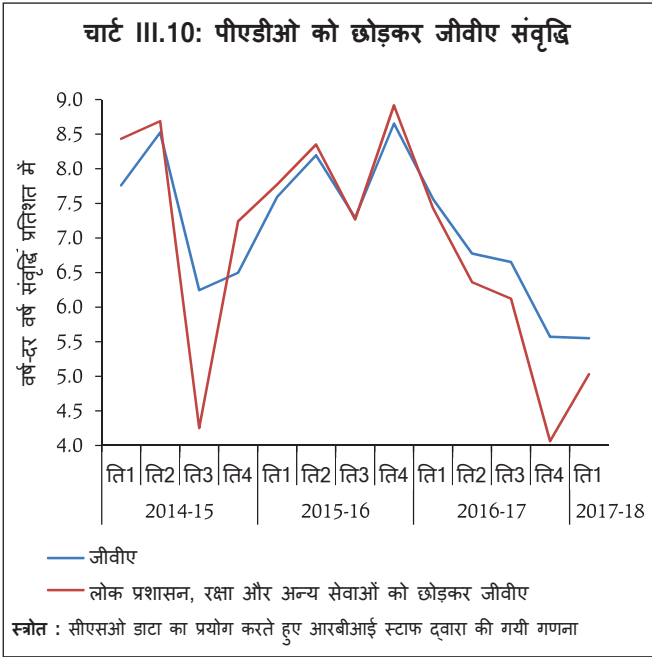
सारणी III.4: जीवीए में क्षेत्र वार संवृद्धि

(प्रतिशत)

क्षेत्र/उप क्षेत्र	भारत योगदान 2016-17	2015-16	2016-17	2015-16				2016-17				2017-18
				ति1	ति2	ति3	ति4	ति1	ति2	ति3	ति4	
कृषि एवं सहायक गतिविधियां	0.8	0.7	4.9	2.4	2.3	-2.1	1.5	2.5	4.1	6.9	5.2	2.3
उद्योग	1.6	10.2	7.0	7.7	9.2	12.0	11.9	9.0	6.5	7.2	5.5	1.5
खनन तथा उत्खनन	0.1	10.5	1.8	8.3	12.2	11.7	10.5	-0.9	-1.3	1.9	6.4	-0.7
विनिर्माण	1.4	10.8	7.9	8.2	9.3	13.2	12.7	10.7	7.7	8.2	5.3	1.2
विद्युत, गैस, जल आपूर्ति तथा अन्य उपयोगी सेवाएँ	0.2	5.0	7.2	2.8	5.7	4.0	7.6	10.3	5.1	7.4	6.1	7.0
सेवाएँ	4.3	9.1	6.9	8.9	9.0	9.0	9.4	8.2	7.4	6.4	5.7	7.8
निर्माण	0.1	5.0	1.7	6.2	1.6	6.0	6.0	3.1	4.3	3.4	-3.7	2.0
व्यापार, होटल, परिवहन, संचार	1.5	10.5	7.8	10.3	8.3	10.1	12.8	8.9	7.7	8.3	6.5	11.1
वित्त, रियल एस्टेट एवं व्यावसायिक सेवाएँ	1.2	10.8	5.7	10.1	13.0	10.5	9.0	9.4	7.0	3.3	2.2	6.4
लोक प्रशासन, रक्षा तथा अन्य सेवाएँ	1.4	6.9	11.3	6.2	7.2	7.5	6.7	8.6	9.5	10.3	17.0	9.5
मूल कीमतों पर जीवीए	6.6	7.9	6.6	7.6	8.2	7.3	8.7	7.6	6.8	6.7	5.6	5.6

स्रोत: केंद्रीय सांख्यिकीय कार्यालय (सीएसओ)

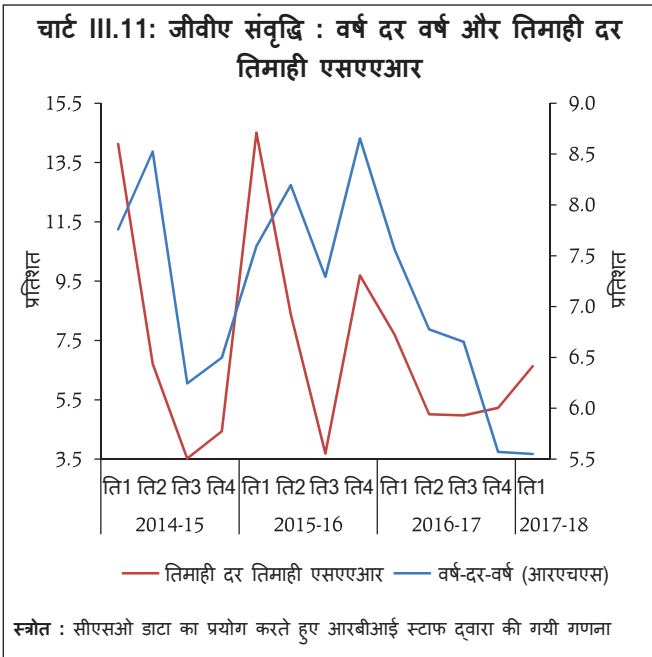
² जून 2017 तक की चार तिमाहियों के आयातों का उपयोग करते हुए की गयी गणना।



कृषि और संबद्ध क्षेत्र की गतिविधियां 2016-17 की तीसरी तिमाही से क्रमिक रूप से सुस्त रहीं, फिर भी वर्ष की पहली तिमाही में उनकी प्रवृत्ति सामान्य प्रवृत्ति के अनुरूप रही। तथापि, सेवा क्षेत्र की गतिविधियों का प्रदर्शन काफी अच्छा रहा, जबकि 2016-17 से इस क्षेत्र काफी सुस्त रहा। वस्तुतः जीवीए में गिरावट लोक प्रशासन, रक्षा और अन्य सेवाओं (पीएडीओ) की वृद्धि दर, जो कि सेवा क्षेत्र का घटक है, में लगातार हुई तेजी से बल मिला। उल्लेखनीय है कि 2017-18 की पहली तिमाही में सरकार द्वारा शुरुआत में ही किए गए व्यय से इसमें उछाल आया। यदि इस कंपोनेंट को निकाल दें तो जीवीए संवृद्धि दर 2017-18 की पहली तिमाही में 5.0 प्रतिशत पर पहुंच गई होती (चार्ट III.10)। तथापि, मौसम के आधार पर समायोजित तिमाही-दर-तिमाही वार्षिकीकृत जीवीए

संवृद्धि दर के मामले में 2016-17 की चौथी तिमाही की तुलना में 2017-18 की पहली तिमाही में मामूली वृद्धि दर्ज हुई (चार्ट III.11)।

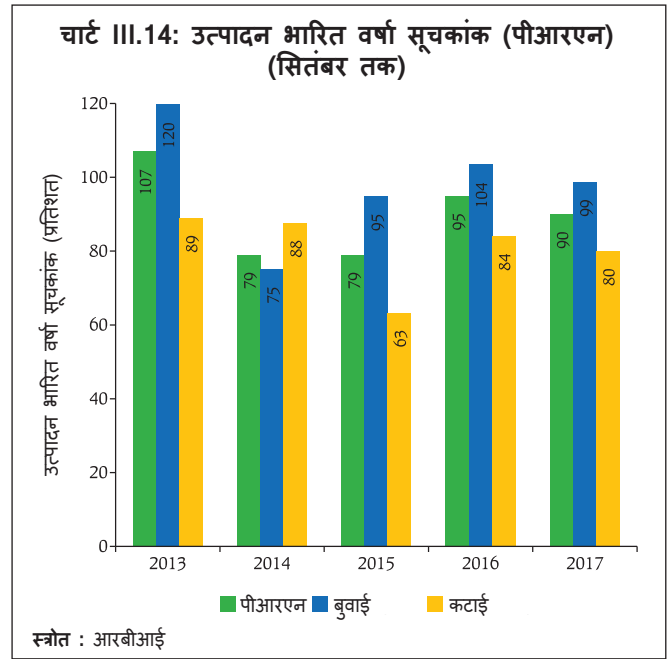
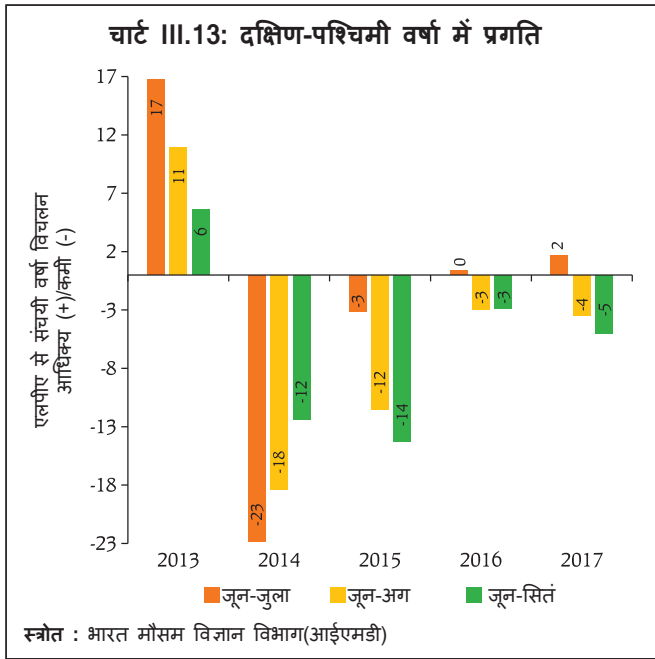
अप्रैल की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में 2017-18 की पहली तिमाही के दौरान जीवीए वृद्धि दर में 6.7 प्रतिशत की बढ़ोतरी होने का अनुमान जताया गया था। जबकि वास्तविक दर में इससे एक पूर्ण अंक की गिरावट दर्ज हुई, जिससे यह पता चलता है कि हानि की गति उस हद से भी काफी कम रही, जितनी उम्मीद की गई थी (चार्ट III.12)। पशुधन जैसी संबद्ध गतिविधियों में अप्रत्याशित रूप से आई धीमी गति ने कृषि और संबद्ध गतिविधियों की वृद्धि दर को प्रभावित किया, जिसका असर क्षेत्रगत संवृद्धि दर पर बहुत अधिक पड़ा है। इसके अलावा, विनिर्माण क्षेत्र में हुई गिरावट से पता चलता है कि जीएसटी के कार्यान्वयन को लेकर अनिश्चितताएं मंडरा रही थीं और इनपुट लागतों में उम्मीद से अधिक बढ़ोतरी हो सकती है।



III.2.1 कृषि

कृषि और इससे संबद्ध गतिविधियों में 2016-17 की चौथी तिमाही से लेकर 2017-18 की पहली तिमाही तक काफी गिरावट दर्ज की गई है, हालांकि रबी खाद्य उत्पादन में 8.5 प्रतिशत वृद्धि हुई जो कि पिछले 13 वर्षों में सबसे ज्यादा थी। इसके अलावा, वर्ष 2016-17 में बागबानी का क्षेत्र पिछले वर्ष की तुलना में 2.6 फीसदी बढ़ गया, जबकि उत्पादन 4.8 फीसदी बढ़कर 300 मिलियन टन के रिकॉर्ड पर पहुंच गया। पूर्ववर्ती तिमाहियों से संबंधित औसत कृषि जीवीए वृद्धि प्रमुख रूप से पशुधन उत्पादों, वानिकी तथा मत्स्य पालन में मंदी को दर्शाता है।

दक्षिण-पश्चिम मानसून शुरू होने से लेकर हुई वर्षा लंबी अवधि के औसत (एलपीए) से अधिक थी जो जुलाई की चौथी तिमाही



तक बनी रही लेकिन उसके बाद काफी कमजोर पड़ गई थी (चार्ट III.13)। देश में 36 उप-संभागों में से 30 संभागों में 30 सितंबर 2017 तक अत्यधिक/सामान्य वर्षा हुई जबकि शेष संभाग (पूर्व और पश्चिम उत्तरप्रदेश, हरियाणा, चंडीगढ़ और दिल्ली, पंजाब, पूर्वी मध्यप्रदेश तथा विदर्भ) देश के उप-संभागीय क्षेत्रों के 17 प्रतिशत के क्षेत्र में कम वर्षा के कारण प्रभावित हुए। उत्पादन भारत वर्षा सूचकांक (पीआरएन) के अनुसार पिछले वर्ष की तुलना में इस साल 5 प्रतिशत वर्षा

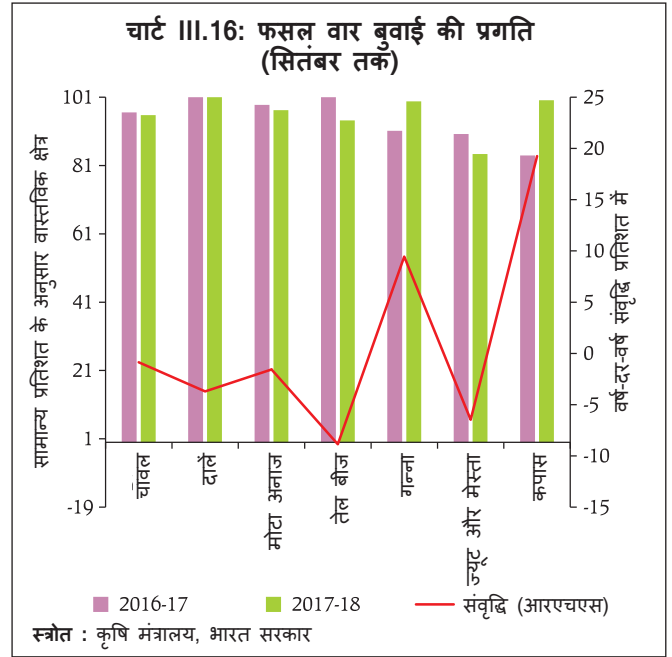
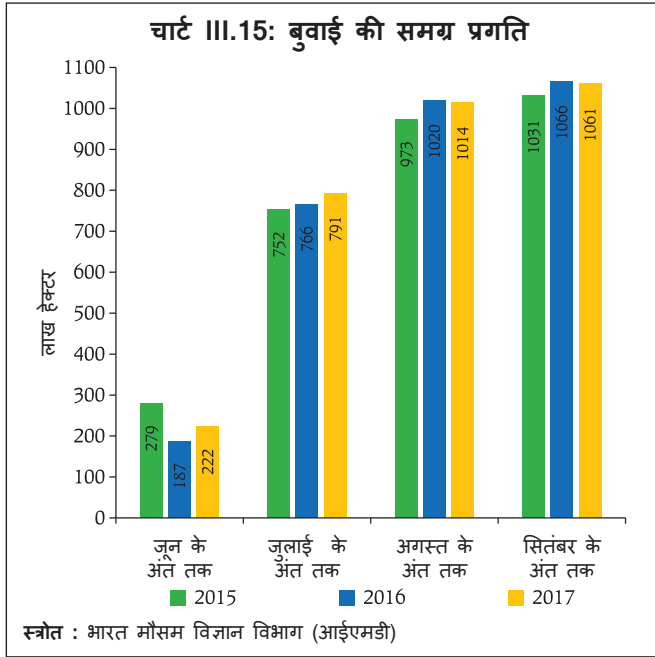
कम थी जिसके फलस्वरूप प्रमुख फसल बुआई क्षेत्र घट गया था (चार्ट III.14)।

यद्यपि खरीफ की बुआई बड़े उत्साह से शुरू हुई लेकिन अगस्त में इसकी गति धीमी हो गई जिसके प्रमुख कारण कमजोर दक्षिण-पश्चिम मानसून और एमएसपी में अनुमान से कम वृद्धि होना (सारणी III.5) तथा अधिक फसल पैदावार के कारण सभी मंडियों में प्रमुख खाद्य वस्तुओं के थोक मूल्यों में गिरावट थी। नवीनतम आंकड़ों के मुताबिक सितंबर के दौरान

सारणी 5: खरीफ फसलों के लिए न्यूनतम समर्थन मूल्य (एमएसपी)

	एमएसपी (₹/क्विंटल)			प्रतिशत में वर्ष दर वर्ष संवृद्धि	
	2015-16	2016-17	2017-18	2016-17	2017-18
धान सामान्य	1410	1470	1550	4.3	5.4
धान (एफ) /ग्रेड 'ए'	1450	1510	1590	4.1	5.3
ज्वार -हाइब्रिड	1570	1625	1700	3.5	4.6
ज्वार-मल्टीप्री	1590	1650	1725	3.8	4.5
बाजरा	1275	1330	1425	4.3	7.1
रागी	1650	1725	1900	4.5	10.1
मकई	1325	1365	1425	3.0	4.4
तूर (अरहर)	4625	5050	5450	9.2	7.9
मूंग	4850	5225	5575	7.7	6.7
उड़द	4625	5000	5400	8.1	8.0
मूंगफली	4030	4220	4450	4.7	5.5
सूरजमुखी बीज	3800	3950	4100	3.9	3.8
सोयाबीन काला	2600	2775	3050	6.7	9.9
सोयाबीन पीला	2600	2775	3050	6.7	9.9
सीसम	4700	5000	5300	6.4	6.0
निगरसीड	3650	3825	4050	4.8	5.9
मीडियम स्टेपल कपास	3800	3860	4020	1.6	4.1
लॉन्ग स्टेपल कपास	4100	4160	4320	1.5	3.8

स्रोत: कृषि तथा किसान कल्याण मंत्रालय, भारत सरकार



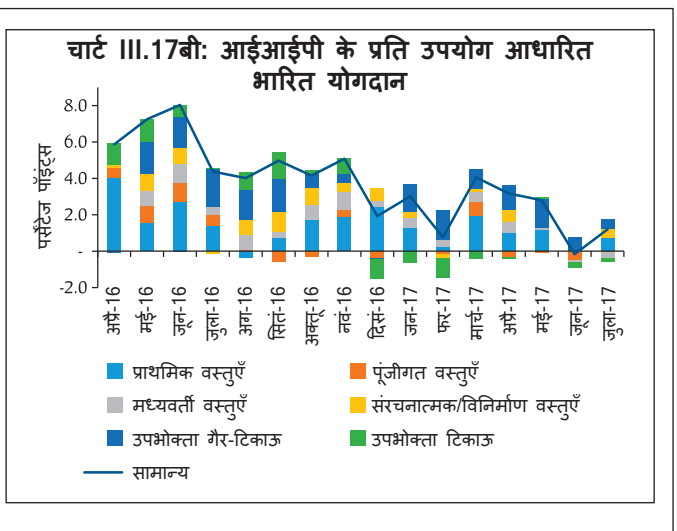
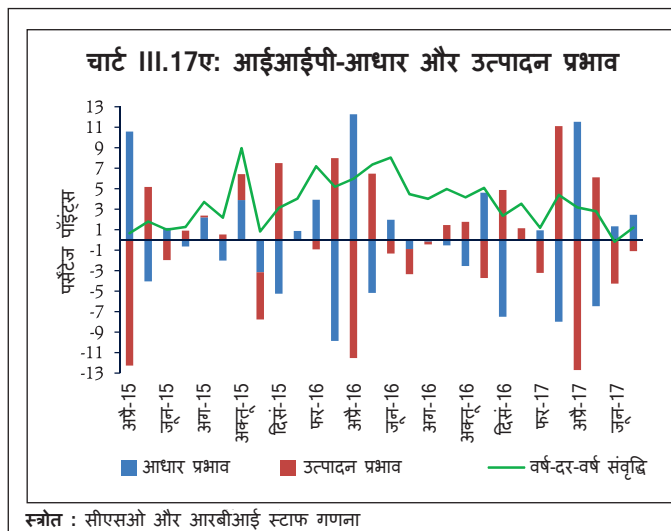
बुआई क्षेत्र में पुनः वृद्धि हुई लेकिन पूरे वर्ष में खरीफ की बुआई पिछले वर्ष के दौरान हुई बुआई के कुल रकबे से कम थी (चार्ट III.15)। फसल के मामले में चावल, दाल, तिलहन, जूट तथा मेस्ता का बुआई क्षेत्र कम था लेकिन गन्ना तथा कपास का बुआई क्षेत्र अधिक था (चार्ट III.16)। प्रथम अग्रिम अनुमान (ईई) के अनुसार खरीफ में अनाजों का उत्पादन 2017-18 में 134.7 मिलियन टन था जो पिछले वर्ष के उत्पादन से 2.8 प्रतिशत कम था (चौथा अग्रिम अनुमान)।

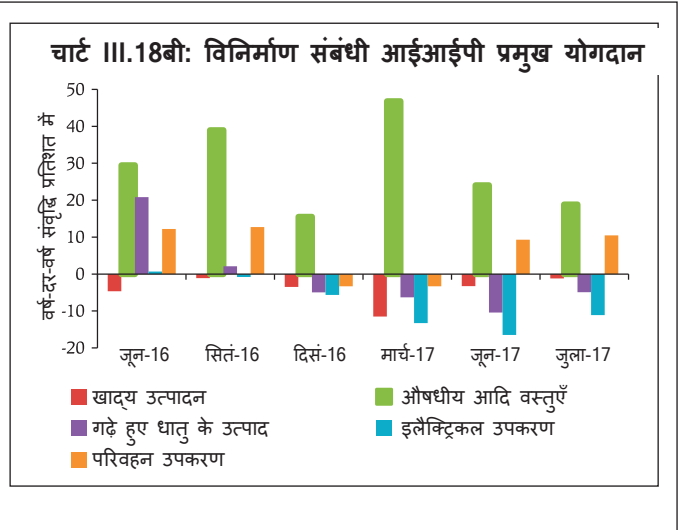
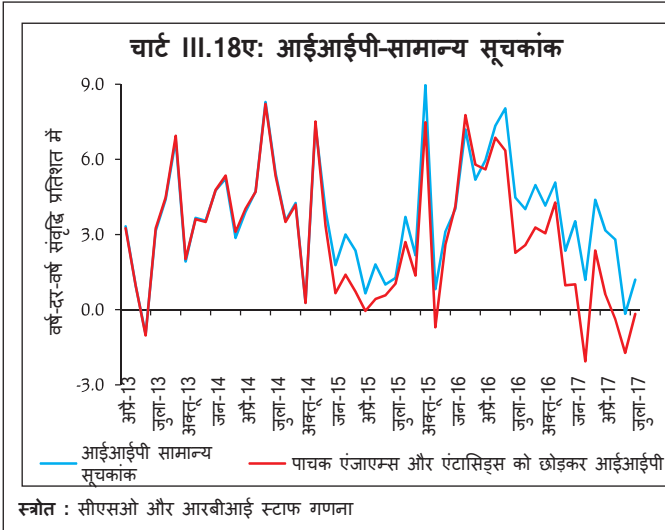
देश के 91 जलाशयों का जल संग्रहण स्तर 28 सितंबर 2017 तक कुल जलाशय स्तर (पिछले वर्ष के 74 फीसदी) से कम अर्थात् 66 फीसदी पर था। उत्तरी क्षेत्र को छोड़कर अन्य सभी क्षेत्रों के जलाशयों में जल स्तर पिछले वर्ष की इसी अवधि से कम रहा। इससे वर्ष 2017-18 के लिए 274.6 मिलियन टन

के लक्षित फसल उत्पादन की प्राप्ति के लिए चुनौती उत्पन्न हो सकती है।

III.2.2 औद्योगिक क्षेत्र

2017-18 की पहली तिमाही में औद्योगिक जीवीए वृद्धि में 1.5 प्रतिशत की गिरावट आई - जो पिछली 20 तिमाहियों में सबसे कम रही। इसका मुख्य कारण जीएसटी से संबंधित अनिश्चितताएं थीं। औद्योगिक उत्पादन (आईआईपी) में पहली तिमाही में मोटे तौर पर कमी दिखाई दी। उत्पादन में भारी कमी का प्रभाव अनुकूल आधारभूत प्रभाव से आंशिक रूप से पूरा हुआ, विशेषकर अप्रैल और जून में (चार्ट III.17ए)। उपयोग आधारित विश्लेषण करने पर, पूंजीगत सामान और उपभोक्ता टिकाऊ वस्तु, दोनों के निष्पादन में कमी आई जिससे निवेश क्षमता में कमी और उपभोक्ता मांग में मंदी का





संकेत मिलता है। भारत अंशदानों के संबंध में मंदी का मुख्य कारण प्राथमिक सामान और उसके चलते मध्यवर्ती स्तर का सामान था (चार्ट III.17बी)।

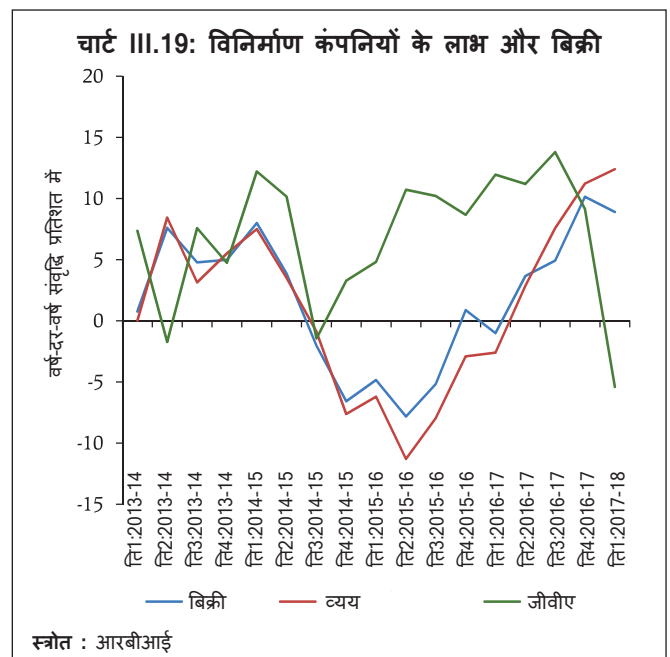
गैर टिकाऊ वस्तुओं में तेजी आने का मुख्य कारण केवल एक वस्तु से था, 'पाचक एंजाइम और एन्टासिड' (डीईए); यदि इन घटक को अलग किया जाता है तो जुलाई 2017 में इसके सूचकांक में 0.2 प्रतिशत की गिरावट दर्ज होती जबकि जुलाई 2016 में 2.2 प्रतिशत की वृद्धि दर्ज हुई थी (चार्ट 3.18ए)। 23 औद्योगिक समूहों, जिनको मिलाकर विनिर्माण क्षेत्र बनता है, में से 15 उद्योगों में जुलाई 2017 के दौरान कमी आई। कुछ उद्योग, जैसे कि दवा और परिवहन उपकरण बनाने वाली कंपनियां, जिनका निष्पादन अच्छा था, अन्य उद्योगों में समग्र मंदी आने के कारण प्रतिकूल रूप से प्रभावित हुए, विशेषकर इलेक्ट्रिकल उपकरण क्षेत्र से (चार्ट 18ए.18बी)।

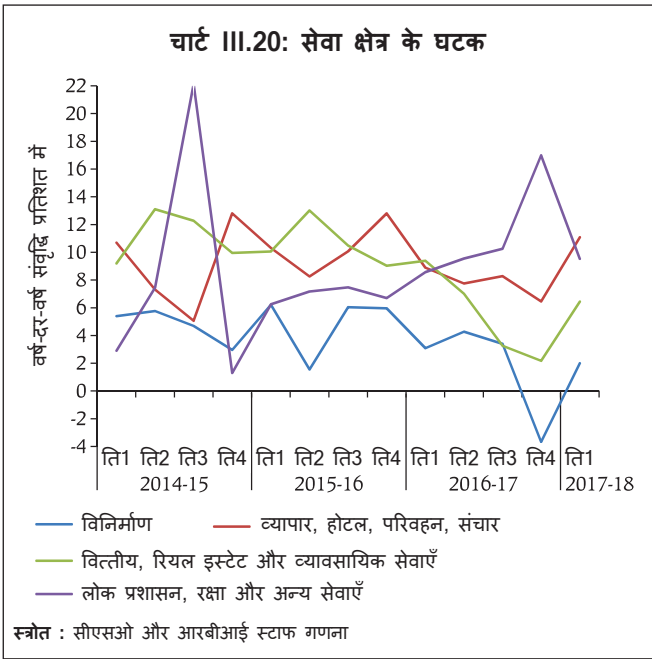
2017-18 की पहली तिमाही में विनिर्माण क्षेत्र में तीव्र गिरावट के संयुक्त रूप से कई कारण थे जिनका प्रभाव एक साथ पड़ा। एक ओर जीएसटी को लागू करने के संबंध में अनिश्चितता के कारण समूचा कारोबार क्षेत्र असमंजस में था, तो दूसरी ओर मूल्य-योजन घट गया था क्योंकि बिक्री कम हो गई थी तथा व्यय बढ़ गया था (चार्ट III.19)।

खनन और उत्खनन खंड में 2016-17 की दूसरी छ:माही में सुधार के कुछ आसार दिखाई दिए किंतु 2017-18 की पहली तिमाही में वह फिर वापस संकुचन रूप में आ गया। हालांकि प्राकृतिक गैस का उत्पादन, जिसमें पिछले साल की दूसरी छमाही से पुनः आई वृद्धि बरकरार रही, कोयले के उत्पादन में कमी और कच्चे तेल के उत्पादन में अपेक्षाकृत कम उत्पादन होने से खनन उत्पादन में गिरावट आई। बिजली उत्पादन की कम मांग के कारण कोयला उत्पादन में कमी हुई। बिजली के

क्षेत्र में उल्लेखनीय बदलाव हुआ है। हालांकि सरकार के प्रोत्साहन की वजह से नवीकरण उर्जा में तेज प्रगति हुई, रिपोर्ट से यह पता चलता है कि इन प्रोजेक्टों में से कुछ कम टेरिफ/टैरिफ पर पुनःविचार, कम मांग और कर लाभ में कमी के कारण चुनौतियों का सामना कर रहे हैं। ये ऐसे कारक हैं जिनसे ऐसे प्रोजेक्टों की व्यावहारिकता के बारे में चिंता उत्पन्न हुई है। इस खंड में आगे भी मंदी जारी रहेगी जब तक कि मांग में उल्लेखनीय वृद्धि न हो।

आईआईपी में आया धीमापन यह दर्शाता है कि प्राकृतिक गैस और इस्पात को छोड़कर आठ प्रमुख उद्योगों का निष्पादन मंद रहा। सीमेंट, ख़ाद और कोयले के उत्पादन में गिरावट ने उनकी कमी को बढ़ा दिया। अतः 2017-18 के शुरूआती संकेतक इस ओर इशारा करते हैं कि औद्योगिक गतिविधि में मंदी रही। रिज़र्व बैंक के 79वें औद्योगिक परिदृश्य सर्वेक्षण ने यह संकेत





दे दिया था कि 2017-18 की दूसरी तिमाही में मांग की स्थिति कमजोर रहने वाली है।

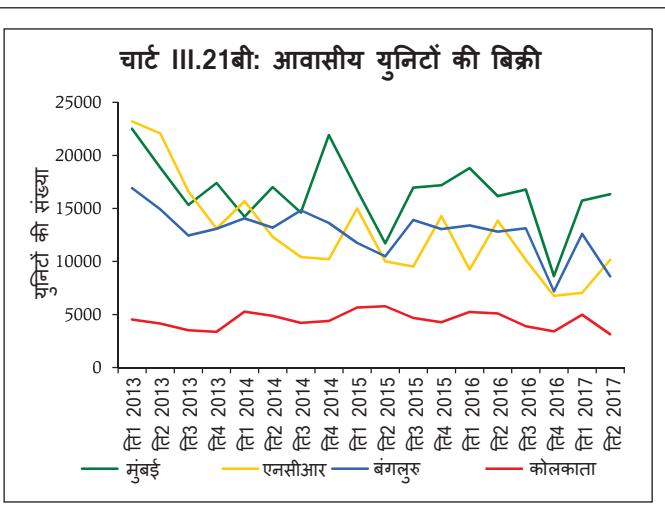
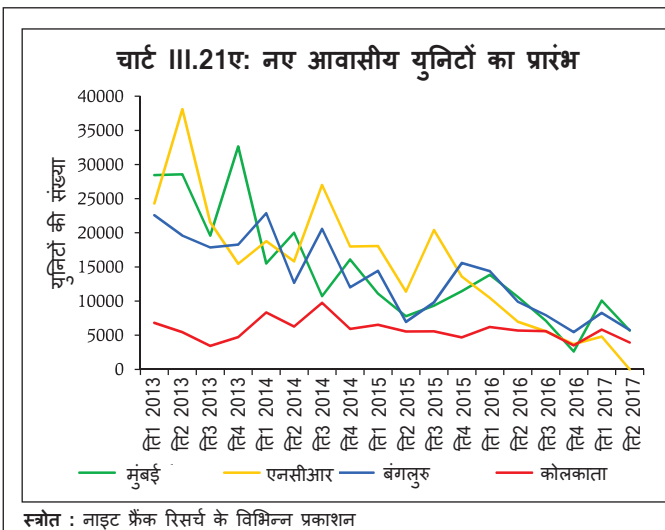
III.2.3 सेवा क्षेत्र

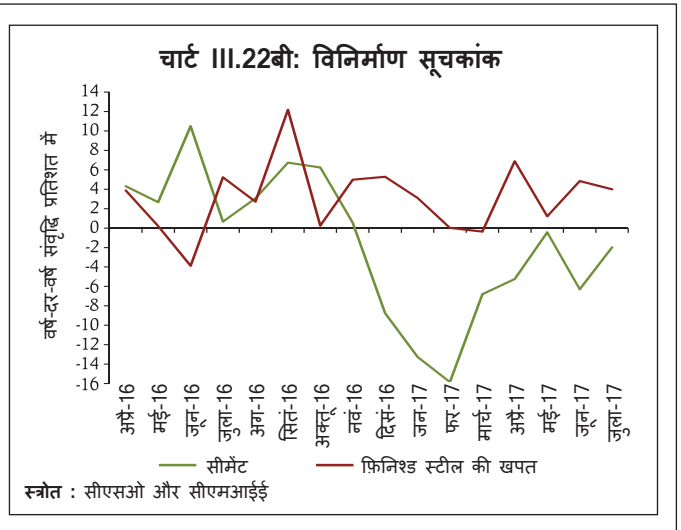
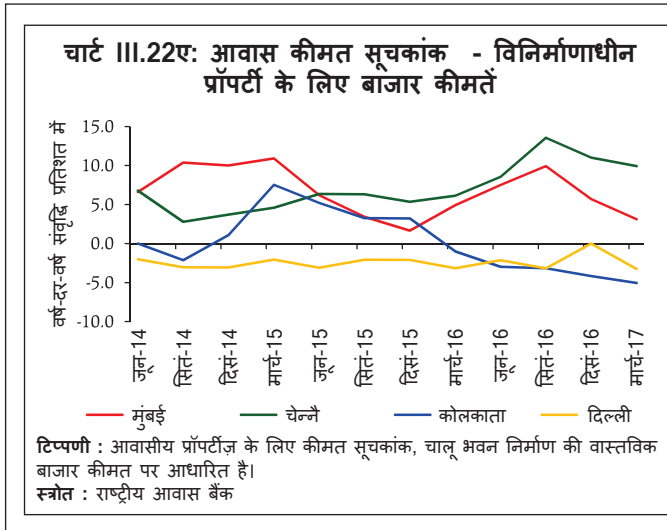
सेवा क्षेत्र, जोकि मुख्य रूप से व्यापार, होटल, परिवहन और संचार के साथ-साथ लोक प्रशासन, रक्षा और अन्य सेवाओं द्वारा संचालित है, में 2016-17 से लगातार गिरावट देखी जा रही थी परंतु 2017-18 की पहली तिमाही में इसमें उल्लेखनीय सुधार हुआ (2016-17 की चौथी तिमाही के 5.7 प्रतिशत से बढ़कर 7.8 प्रतिशत हो गया)। वित्तीय, रियल और व्यावसायिक सेवाओं में भी 2017-18 की पहली तिमाही में सुधार देखा गया। हालांकि विनिर्माण क्षेत्र ने 2016-17 की चौथी तिमाही में अपनाई गई संकुचन प्रवृत्ति के स्थान पर विस्तार प्रवृत्ति अपना ली, प्रवृत्ति टिकाऊ होगी यह कहना जल्दबाजी होगी (चार्ट III.20)।

गृहनिर्माण क्षेत्र की नई ईकाईयां बाजार में कम उतारी गईं हालांकि हाल के समय में कुछ शहरों में ज्यादा इकाईयां बेची गईं (चार्ट III.21ए और बी)। यह स्थिति इसके आगे भी जारी रहने का अनुमान है क्योंकि यह उद्योग स्वयं को मज़बूत बनाने की दिशा में अग्रसर है, सभी राज्यों में रियल इस्टेट विनियामक अधिनियम (रेरा) के कार्यान्वयन में जैसे जैसे और स्पष्टता उभरेगी यह स्थिति आगे बढ़ती रहेगी।

भारी मात्रा में न बिकी हुई इन्वेंट्री के बावजूद 2016-17 की चौथी तिमाही में प्रमुख शहरों में संपत्ति के मूल में सुधार देखा गया (चार्ट III.22ए)। निर्माण जीवीए, जिसमें 2016-17 की चौथी तिमाही में संकुचन आया था उसमें 2017-18 की पहली तिमाही में मामूली सुधार हुआ था। सीमेंट उत्पादन- जो निर्माण गतिविधियों का सूचक है, अभी भी गिरावट की हालत में है, जबकि इस्पात के उपभोग में हाल के महीनों में बढ़ोतरी हुई है (चार्ट III.22बी)।

व्यापार, होटल, परिवहन और संचार जोकि विमुद्रीकरण के कारण प्रभावित हुए थे उनमें 2017-18 की पहली तिमाही में 11.1 प्रतिशत के साथ पांच तिमाहियों की सबसे अधिक वृद्धि दर्ज की गई। इस खंड में परोक्ष कर, जो इस खंड कि प्रमुख गतिविधियों का संकेतक है, वर्ष 2017-18 की पहली तिमाही में 14 प्रतिशत की वृद्धि हुई थी। इस खंड की गतिविधियों के अग्रणी घटक जैसेकि विदेशी पर्यटकों का आगमन, हवाई माल दुलाई, अंतरराष्ट्रीय यात्री यातायात, बंदरगाह यातायात, रेलवे यातायात, और टेलीफोन उपभोक्ताओं में हाल के महीनों में वृद्धि देखी गई। 2017-18 की पहली तिमाही में वित्तीय, रियल इस्टेट और व्यावसायिक सेवाओं में भी वृद्धि हुई, जो आंशिक रूप से प्रदर्शित करती है कि व्यावसायिक सेवाओं के खंड में सूचना प्रौद्योगिकी कंपनियों द्वारा तीव्र मूल्य-योजन किया गया था। कुल जमा और बैंक क्रेडिट में आई कमी से नजर



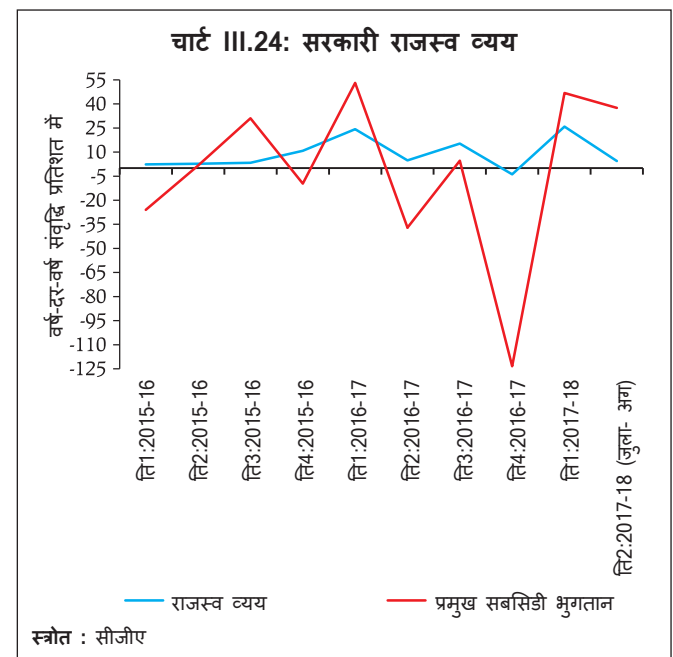
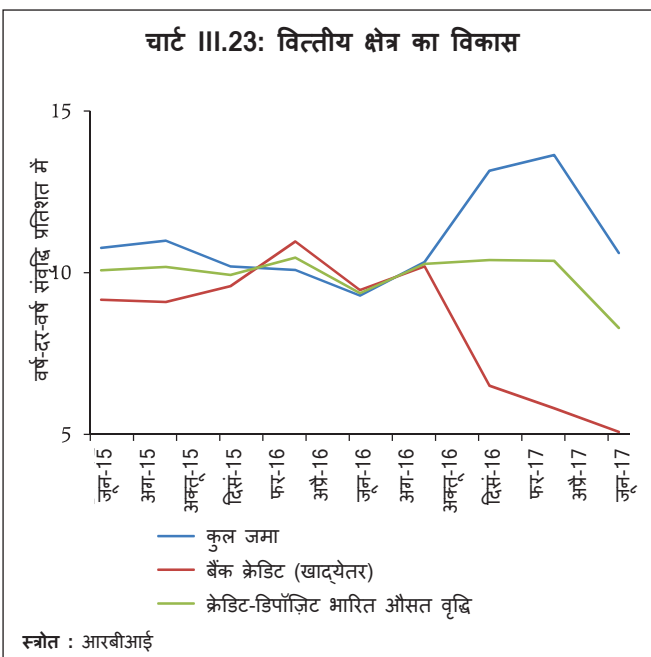


आता है कि हाल की अवधि में वित्तीय क्षेत्र की वृद्धि में कमी हुई है, हालांकि क्रेडिट में न्यून वृद्धि होते हुए भी 2016-17 कि दूसरी छमाही में जमाराशियों में हुई उच्च वृद्धि से उप-क्षेत्रों की गतिविधियों को आगे बढ़ाने में मदद मिली है, जिसने इन दोनों खंडों के भारत औसत को बनाए रखा है। लेकिन, वर्ष 2017-18 की पहली तिमाही में क्रेडिट तथा जमा में गिरावट गई जिसने उप-क्षेत्रों की गतिविधियों को नीचे खींच लिया है (चार्ट III.23)। पिछली तिमाही की तरह ही लोक प्रशासन, रक्षा और अन्य सेवाओं ने जीवीए वृद्धि को सहारा प्रदान करना जारी रखा (चार्ट III.24)।

III.3 उत्पादन अंतर

उत्पादन अंतर की माप अपनी क्षमता स्तर की तुलना में वास्तविक उत्पादन में हुए विचलन द्वारा की जाती है, और संभावित उत्पादन के प्रतिशत के रूप में व्यक्त किया जाता है,

जिसे मांग की स्थिति की माप कहते हैं। सकल मांग के चक्रीय घटक के सारांश-उपाय के रूप में इसकी उपयोगिता होने के बावजूद इसकी दुर्बलता यह है कि इसका अनुमान डाटा से किया जाना चाहिए। चूंकि अलग-अलग फिल्टरिंग तकनीकें अवधि के चयन, पद्धति और डाटा की उपलब्धता के प्रति अत्यधिक संवेदनशील होती हैं, इसलिए स्टाफ द्वारा व्यावहारिक दृष्टिकोण अपनाया जाता है जिसमें विभिन्न पद्धतियों जैसे-यूनिवैरियेट फिल्टर के तहत-बैकसटर किंग (बीके); हॉड्रिक-प्रेस्कॉट (एचपी); क्रिस्टीयानो-फिट्ज़गेराल्ड (सीएफ); मल्टीवैरिएट कालमैन फिल्टर (एमवीके) - और उत्पादन कार्यनीति। आउटपुट-अंतर की वित्तीय चर समायोजित माप, जो वित्तीय क्षेत्र से उत्पन्न होने वाले असंतुलों को नियंत्रित करता है, को मौद्रिक नीति रिपोर्ट में दिया जाना प्रारंभ किया गया (बॉक्स III.1)। एक समग्र माप तैयार करने के लिए इन



बॉक्स III.1: वित्त तटस्थ उत्पादन अंतर

संभावित उत्पादन का अनुमान - उत्पादन का वह स्तर जो एक अर्थव्यवस्था निम्न और स्थिर मुद्रास्फीति की स्थिति में मध्यावधि में निरंतर बनाए रख सकती है - इस संभावित स्तर से वास्तविक उत्पादन के विचलन के रूप में उत्पादन अंतर का निर्धारण किया जा सकता है। उत्पादन अंतर के परंपरागत अनुमान अधिकांशतः वित्तीय क्षेत्र की भूमिका को नजरअंदाज करते हैं (बोरियो तथा अन्य, 2016)। वैश्विक वित्तीय संकट से पूर्व की अवधि को उच्च उत्पादन वृद्धि, निम्न मुद्रास्फीति तथा वित्तीय क्षेत्र में असंतुलन की ऐसी स्थिति के तौर पर जाना जाता था, जो ऋण तथा आस्तियों के मूल्यों में तेज वृद्धि के कारण उत्पन्न हुई थी और जो अंततः वर्ष 2008 में वैश्विक वित्तीय संकट के रूप में परिणत हुई। ऐसे समय जब वित्तीय क्षेत्र में असंतुलन की स्थिति बनने से उत्पादन में अनिरंतरता बनी हुई हो, मुद्रास्फीति का निम्न और स्थिर बना रहना एक तर्कसंगत बात है। उक्त तथ्यों को विचार में लेते हुए बोरियो तथा अन्य, (2016) उत्पादन अंतर की माप के लिए एक वैकल्पिक उपाय “वित्त तटस्थ उत्पादन अंतर” प्रस्तुत करते हैं - जिसमें आर्थिक चक्र के मूल्यांकन के लिए वित्तीय क्षेत्र के परिवर्तियों (वेरिबल्स) की भूमिका को शामिल किया गया है।

वैश्विक वित्तीय संकट से पूर्व की अवधि में भारत में भी उत्पादन वृद्धि तथा निम्न मुद्रास्फीति के साथ ऋणों और आस्तियों के मूल्यों में भारी वृद्धि देखी गई थी। उदाहरण के लिए, वर्ष 2002-03 से 2007-08 के दौरान खाद्येतर ऋणों में औसत वार्षिक वृद्धि तथा आस्तियों पर वार्षिक लाभ (सेंसेक्स द्वारा मापा गया) क्रमशः 27 प्रतिशत और 32 प्रतिशत रहा, वहीं उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति औसतन लगभग 5 प्रतिशत ही रही थी। वर्ष 2005-06 से 2007-08 के दौरान उत्पादन वृद्धि लगभग द्विअंकी हो गई थी (चार्ट ए)।

वित्तीय कारकों तथा व्यापार चक्र के बीच महत्वपूर्ण संबंध के अनुभवजन्य साक्ष्यों को ध्यान में रखते हुए, सेमी-स्ट्रक्चरल मल्टीवेरिएट कॉलमेन फिल्टर फ्रेमवर्क में उत्पादन अंतर का आकलन करने के लिए वास्तविक नीतिगत दरों के साथ वास्तविक ऋण वृद्धि और आस्तियों के मूल्यों में हुई वास्तविक वृद्धि को भी शामिल किया गया।

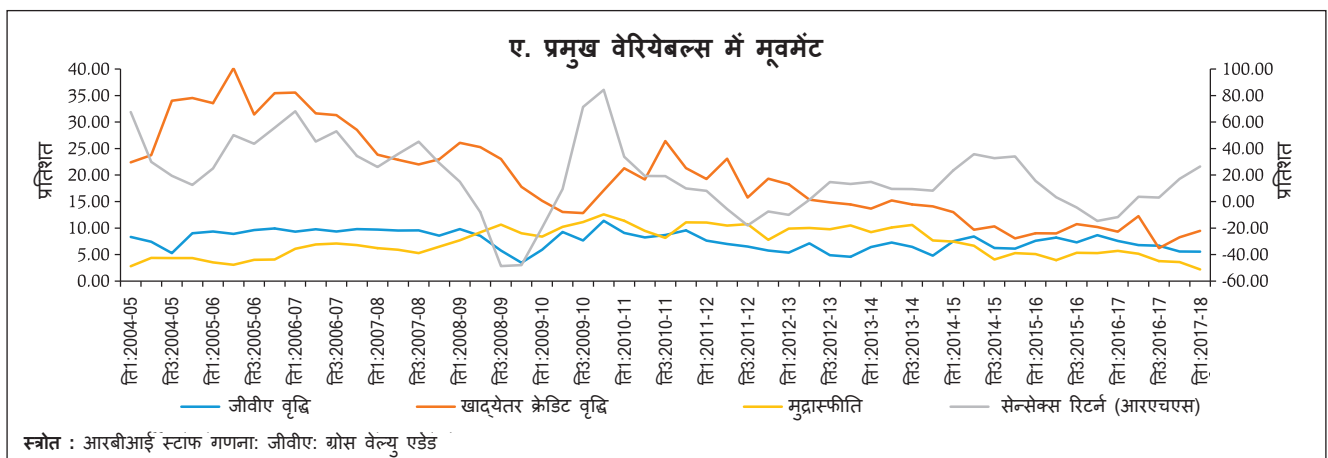
वित्त तटस्थ उत्पादन अंतर का अनुमान, निम्नांकित स्टेट स्पेस मॉडल में क्वासी मैक्सिमम लाइकलिहुड विधि द्वारा तिमाही1: 2006-07 से तिमाही1:2017-18 के आंकड़ों का उपयोग करते हुए, लगाया गया।

$$y_t = Y_t - \bar{Y}_t \quad (1)$$

$$\bar{Y}_t = \bar{Y}_{t-1} + G_{t-1} + \epsilon_t^Y \quad (2)$$

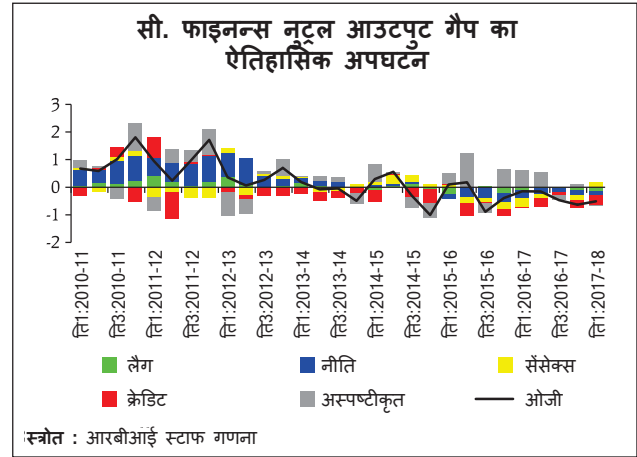
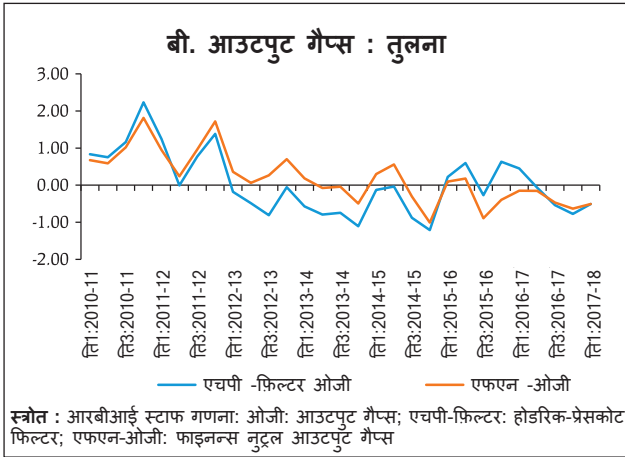
$$y_t = \phi y_{t-1} + \gamma x_t + \epsilon_t^Y \quad (3)$$

Y_t उत्पादन अंतर का प्रतिनिधित्व करते हैं, वहीं Y_t और \bar{Y}_t क्रमशः आधार मूल्यों पर जीवीए तथा संभावित उत्पादन (दोनों दीर्घावधि में) को दर्शाते हैं। G_t संभावित उत्पादन की वृद्धि दर तथा x_t व्याख्यात्मक परिवर्तियों का वेक्टर है - उपयुक्त रूप से चयनित अंतरों³: ϵ_t^Y और ϵ_t^Y सहित वास्तविक नीतिगत दर, वास्तविक ऋण वृद्धि तथा वास्तविक आस्ति मूल्य लाभ; तथा ये प्रत्येक सामान्यतः और स्वतंत्र रूप से संवितरित “एरर टर्म्स” को व्यक्त करते हैं। समीकरण (1) से (3) वित्तीय क्षेत्र की गतिविधियों को शामिल करते हुए इकॉनामिक थ्योरी के अनुमानों को व्यक्त करते हैं। इस विधि से निकाला गया उत्पादन अंतर पिछले दो वर्षों में अधिकांशतः नकारात्मक रहा है। वर्ष 2015-16 तथा 2016-17 की प्रथम छमाही में वित्त तटस्थ उत्पादन अंतर एकतरफा हॉट्रिक-प्रेसकॉट फिल्टर से निकाले गए उत्पादन अंतर की अपेक्षाकृत कम था। लेकिन,



(जारी...)

³ ओप्टिमाइजेशन एल्गोरिथम के संयोजन को सुनिश्चित करते हुए युनिवेरिएट विश्लेषण, क्रॉस सह-मिलान तथा ओएलएस रिग्रेशन के आधार पर अंतराल चुने गए हैं।



हाल की तिमाहियों में उत्पादन अंतर के ये दोनों माप समा-भिरूप हो गए हैं (चार्ट बी)।

उत्पादन अंतर में विभिन्न कारकों के योगदान का चित्रण करते हुए, उत्पादन अंतर के ऐतिहासिक विश्लेषण से यह पता चलता है कि वर्ष 2012-13 से उत्पादन अंतर में वित्तीय कारकों का योगदान नकारात्मक रहा है। (रथ तथा अन्य, 2017) (चार्ट सी)। अभी हाल ही में, ऋण वृद्धि में हुई गिरावट से मांग स्थिति पर नकारात्मक प्रभाव पड़ा है।

संदर्भ :

बोरियो, सी, दिस्वाट्ट, पी, एंड जूसलिएस, एम (2016), "रिथिंकिंग पोटेन्शाल आउटपुट : एंबेडिंग इन्फोर्मेशन अबाउट द फाइनेंशिएल साइकल", ऑक्सफोर्ड इकोनोमिक पेपर्स, 69 (3), 655-677

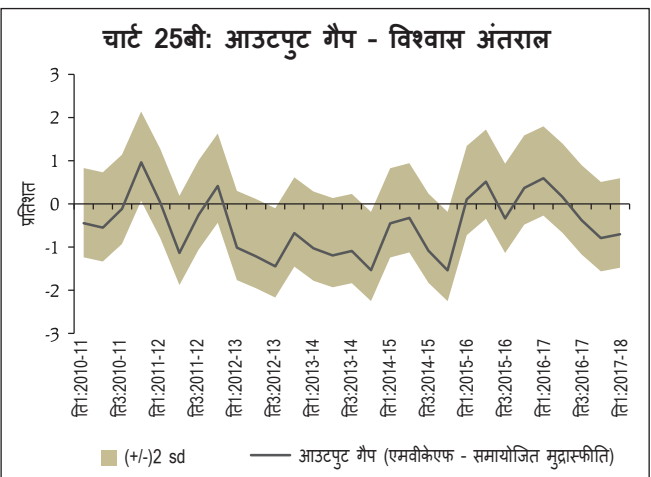
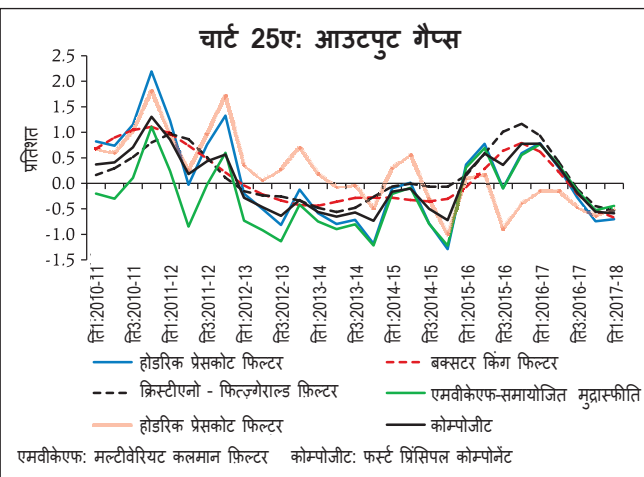
रथ, डी.पी, मित्रा, पी एंड जॉन, जे (2017), "ए मिज़र ऑफ फाइनेंस-न्यूट्रल आउटपुट गैप फॉर इंडिया", आरबीआई वर्किंग पेपर सिरीज़, डब्ल्यूपीएस (डीईपीआर) : 03/2017

सभी आउटपुट अंतर कि मापों को मुख्य घटक विश्लेषण का उपयोग करके समुचित किया गया है। यह माप इंगित करती है कि 2016-17 की तीसरी तिमाही के बाद से आउटपुट का अंतर ऋणात्मक रहा है (चार्ट III.25ए और बी)।

निष्कर्ष

2017-18 की दूसरी तिमाही के शुरुआती संकेतक औद्योगिक गतिविधि, विशेष रूप से विनिर्माण क्षेत्र की कमी को दर्शाते हैं। यद्यपि अनेक अत्यधिक प्रयुक्त सेवा क्षेत्र के संकेतक सुधार

के लक्षण दिखा रहे हैं, कुछ अन्य क्षेत्र जैसे बंदरगाह यातायात तथा घरेलू हवाई माल ढुलाई यातायात में अभी भी धीमी वृद्धि दिखाई दे रही है। रियल एस्टेट विनियामक अधिनियम के जरिए आवश्यक बुनियादी ढांचे, किफायती आवास, बेहतर ग्राहक संरक्षण और पारदर्शिता में सरकार की पहल, निर्माण गतिविधि के लिए सकारात्मक होगी, बशर्ते उन्हें पूरी गति से एवं और क्षमता के साथ कार्यान्वित किया जाए। जीएसटी के द्वारा अर्थव्यवस्था में अधिक औपचारिकता आने की संभावना है क्योंकि इनपुट टैक्स क्रेडिट प्राप्त करने के लिए फर्म



पंजीकरण करती हैं भले ही इस समय उनके लिए शुरुआती समस्याओं की चुनौती क्यों न बनी रहे। 2017-18 के दौरान ग्रामीण आय की बेहतर संभावनाएं, उच्च एमएसपी और मनरेगा के लिए बड़े बजटीय आवंटन से ग्रामीण मांग में सुधार हो सकता है। शहरी इलाकों में घरेलू खपत की मांग को सरकारी कर्मचारियों के लिए एचआरए में वृद्धि और राज्यों द्वारा सातवें सीपीसी के लागू होने से बढ़ावा मिलेगा। तथापि

उच्च वृद्धि की बढ़ने की कुंजी निवेश गतिविधि को पुनर्जीवित करने में निहित है। पहले से ही शुरू किए गए प्रमुख संरचनात्मक सुधार, जैसे जीएसटी, दिवाला और दिवालियापन कोड (आईबीसी), सरकारी क्षेत्र के बैंकों को पुनः पूंजी प्रदान किए जाने की संभावना तथा दबावग्रस्त परिसंपत्तियों का तेजी से समाधान किए जाने से यह उम्मीद बंध रही है कि आगे का परिदृश्य अच्छा रहेगा।

IV. वित्तीय बाज़ार और चलनिधि स्थिति

वर्ष 2017-18 की पहली छमाही में वित्तीय बाज़ार की स्थिति स्थिर बनी रही, जहां भारत औसत मांग मुद्रा दर (डब्ल्यू-एसीआर) क्रमिक रूप से नीतिगत रेपो दर के निकट पहुंचती जा रही थी, स्टॉक बाज़ार नई ऊंचाइयों को छू रहा था, मुद्रास्फीति हल्की बनी रहने से बांड पर अर्जन बढ़ रहा था और भारी मात्रा में पोर्टफोलियो प्रवाहों के कारण विदेशी मुद्रा बाज़ार में तेजी का माहौल था। जोखिम न उठाने वाले बैंकों की ओर से ऋण का उठाव लगातार धीमा बना रहा, हालांकि बाज़ार में अभी भी काफी मात्रा में चलनिधि की उपलब्धता होने के बावजूद मौद्रिक नीति प्रसारण को नये ऋणों के प्रयोजन से मज़बूत बनाया गया था।

वर्ष 2017-18 की पहली छमाही के दौरान विश्व के वित्तीय बाज़ारों में उभार पैदा हुआ है क्योंकि बाज़ार में अब तक की सबसे कम अस्थिरता की स्थिति थी, क्रेडिट स्प्रेड घट रहे थे तथा बाज़ार के मूल्यांकन आराम से हो रहे थे जिसका कारण यह था कि उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (एईज) में मुद्रास्फीति की स्थिति बहाल होने एवं मौद्रिक नीति के सामान्य हो जाने की चिंताएं कम हो गई थीं। इक्विटी बाज़ार अर्जन की अपेक्षा नई ऊंचाइयों पर था, जिसके पीछे प्रतिफल पाने की नई शक्ति कार्य कर रही थी। बांडों पर प्रतिफल जो 2017 के प्रारंभ तक पूरी दृढ़ता से बना रहा था, अप्रैल से विपरीत अवस्था में चला गया क्योंकि वस्तुओं के मूल्य अपेक्षा से भी कम हो गए थे और मुद्रास्फीति संबंधी जोखिम कम हो जाने से अमरीका में अत्यधिक उदार मौद्रिक नीति की अपेक्षाएं बढ़ गई थीं। अधिकांश करेंसियों की तुलना में अमरीकी डालर का मूल्य घट गया था, जिसमें अमरीकी राष्ट्रपति के चुनाव के बाद थोड़ा सा सुधार हुआ था। लेकिन अगस्त में बाज़ार की अस्थिरता के दौर आते गए। सितंबर आधारित फेड तुलनपत्र सामान्यीकरण वैश्विक वित्तीय बाज़ार लचीले बने रहे। उभरते बाज़ार की अर्थव्यवस्थाओं में वित्तीय बाज़ार की स्थिति चमकदार बनी रही, इक्विटी बाज़ार ऊपर उठ रहे थे एवं बड़े पोर्टफोलियो के वापसी प्रवाहों के चलते उनकी मुद्राओं पर अधिमूल्यन का दबाव बढ़ रहा था।

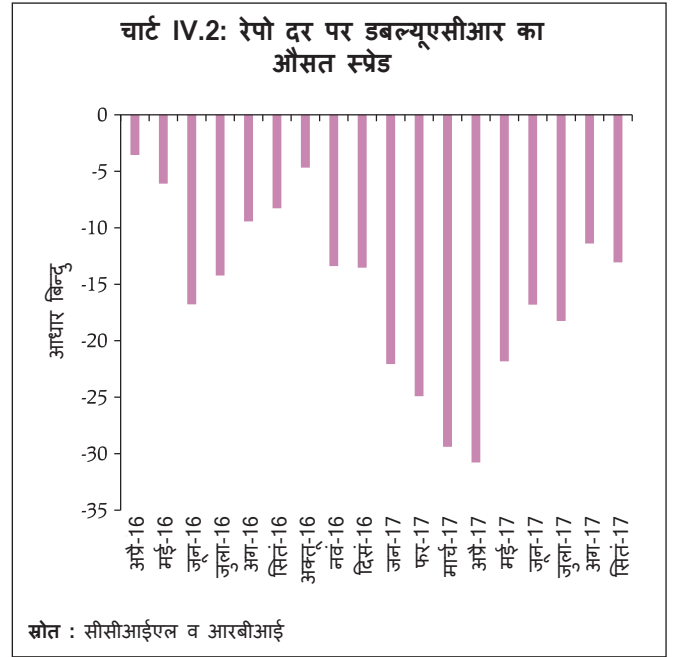
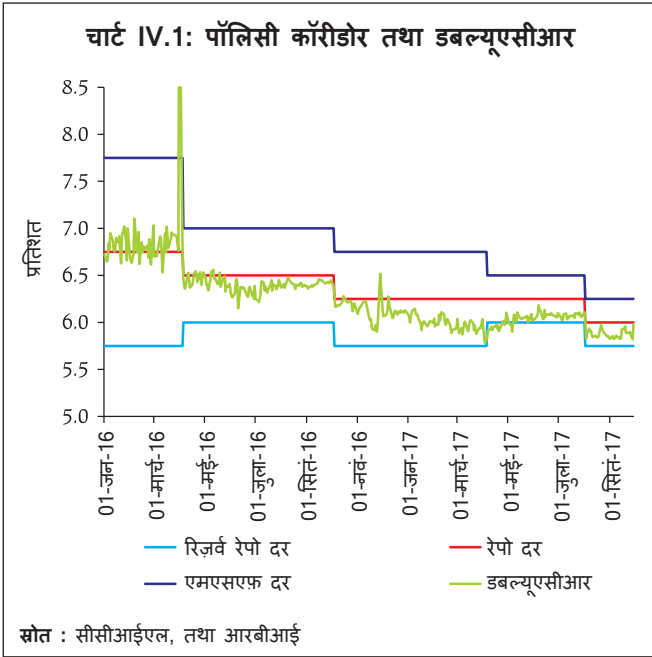
घरेलू वित्तीय बाज़ार पर अनेक कारकों का प्रभाव था जो इस प्रकार थे: मुद्रास्फीति का नाटकीय अंदाज़ में घट जाना, चलनिधि में अधिशेष की स्थिति पैदा हो जाना, जीएसटी संभावनाएं और उसका लागू होना, तथा पुनर्मुद्रीकरण। भारत औसत मांग मुद्रा दर (डब्ल्यू सीआर) - मौद्रिक नीति का परिचालनगत लक्ष्य- दोनों ही, प्रणाली में लगातार चलनिधि की अधिशेष स्थिति बनी रहने के बावजूद नीतिगत रेपो दर के निकट आते गए। म्युचुअल फंड द्वारा निवेश करने से इक्विटी बाज़ार नई ऊंचाइयों पर पहुंच गया था, हालांकि कुछ ऋण बाज़ारों में विदेशी पोर्टफोलियो निवेश लगभग स्थूल विवेकपूर्ण सीमा तक निवेश करने की समाप्ति स्थिति तक पहुंच गया था। कांपैरिट बांड पर प्रतिफल कम हो गया था, जिससे सरकारी-प्रतिभूतियों पर होने वाली आय तथा क्रेडिट-स्प्रेड में कमी आने का पता चल रहा था। रुपये की विनिमय-दर थोड़ी सी रेंज में बनी हुई थी, और पोर्टफोलियो प्रवाहों की वजह से

उसके मूल्यों में वृद्धि का रुझान था। फेड की घोषणा कि वह अक्टूबर में तुलनपत्र सामान्यीकरण करने जा रहा है और कुछ देशांतर्गत गतिविधियों के चलते, विशेषकर उच्च मुद्रास्फीति प्रिंट तथा राजकोषीय घाटे में वृद्धि से प्रतिफल में कमी आने संबंधी चिंता, स्टॉक कीमतों में करेक्शन और रुपए में गिरावट के कारण सितंबर बाज़ार प्रभावित हुए। ऋण बाज़ार में जमा-दरें घट रही थीं क्योंकि बैंकों के पास चलनिधि बेचना आ गई थी। बैंकों से ऋणों का प्रवाह धीरे-धीरे बढ़ा था, हालांकि अभी भी दबावग्रस्त-आस्तियों से जनित डिलीवरेजिंग तथा कमज़ोर निवेश की मांग उसे बाधित कर रही थी। जनवरी 2015 से लेकर रेपो दर में कुल मिलाकर 200 आधार अंक (बीपीएस) की कटौती किए जाने से कमोबेश इसका प्रभाव नये ऋणों की उधार-दर पर पड़ा था, लेकिन विगत ऋणों के मामले में इसका प्रभाव अधूरा ही रहा।

IV.1 वित्तीय बाज़ार

सितंबर के मध्य तक घरेलू वित्तीय प्रणाली में स्थित विभिन्न बाज़ार खंडों ने घरेलू संकेतों के प्रति विभिन्न प्रकार से प्रतिक्रिया की, और विश्व की ओर से पड़ने वाले प्रभाव अपेक्षाकृत नियंत्रण की स्थिति बने रहे। मुद्रा बाज़ार में अधिक चलनिधि की स्थिति थी, बांड और इक्विटी बाज़ार का उच्च मूल्यांकन किया जा रहा था तथा विदेशी मुद्रा बाज़ार का रुख ऊपर की ओर था, इन सब के एकसाथ मौजूद होने की वजह से ऋण बाज़ार की गतिविधियां वर्ष 2017-18 की पहली छमाही में धीमी बनी रहीं।

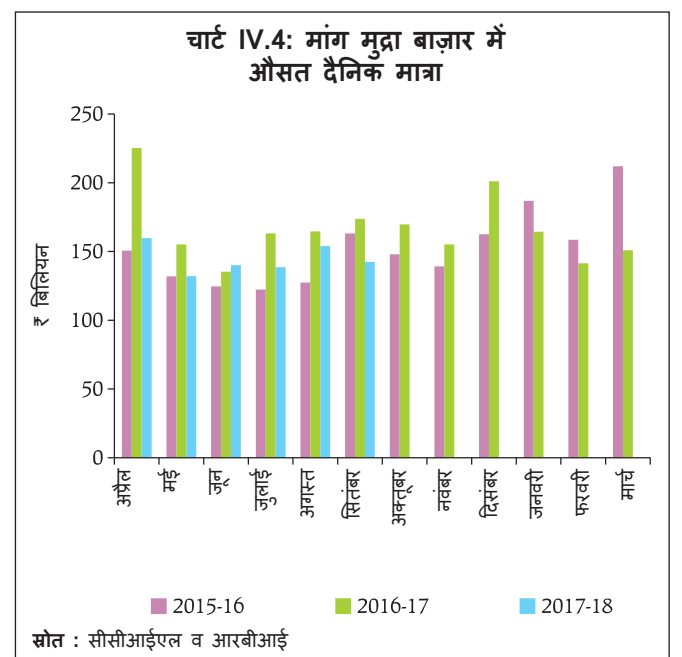
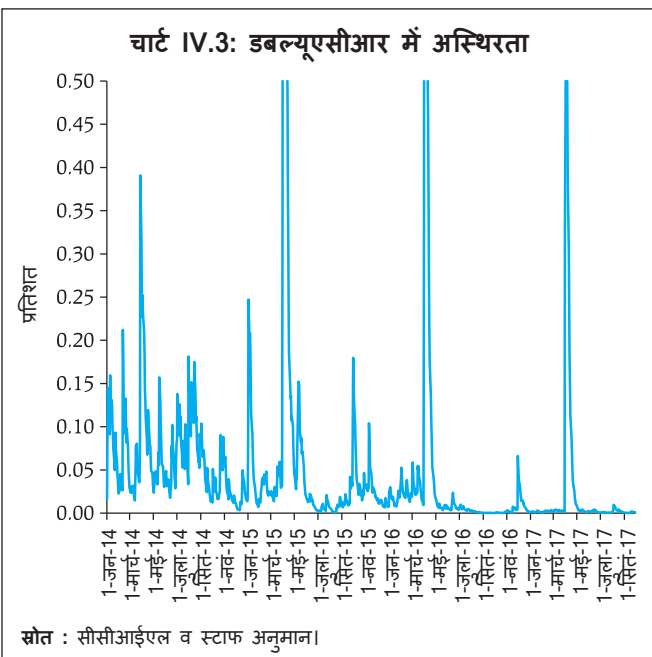
IV.1.1 मुद्रा बाज़ार: प्रणाली में प्रचुर मात्रा में चलनिधि का बन जाना, जो मुख्यतया सरकारी खर्चों की प्रत्यक्ष खेपों के कारण बनी थी, जिसने इस अवधि के अधिकांश समय में अर्थोपाय अग्रिमों (डब्ल्यूएमए) एवं ओवरड्राफ्ट का सहारा लेने की अनिवार्यता बना दी थी, जिसके फलस्वरूप 2017-18 की पहली छमाही में ओवरनाइट मुद्रा बाज़ार में झुकाव का रुख बना गया था। जहां अप्रैल, 2017 में चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) की गुंजाइश +/- 50 आधार अंक से घटकर +/- 25 आधार अंक हो गई थी, वहीं भाग IV.3 में उल्लिखित चलनिधि की सक्रिय व्यवस्था ने क्रमिक रूप से ओवरहैंग की स्थिति को कम कर दिया था और डब्ल्यूएसीआर तथा नीतिगत दर के बीच के स्प्रेड को अप्रैल के 31 आधार अंक से सितंबर



में 13 आधार अंक तक घटा दिया था (चार्ट IV.1 और 2)। भारतीय रिज़र्व बैंक के विदेशी मुद्रा संबंधी परिचालनों एवं सरकारी-प्रतिभूतियों के निर्धारित अवधि पर मोचन से चलनिधि पर जो प्रभाव पड़ा उसे इन स्वतंत्र प्रवाहों ने पुनर्मुद्रीकरण के कारण पैदा हुई चलनिधि संबंधी किल्लत को ज़रूरत से ज्यादा पूरा कर दिया था।

मुद्रा बाज़ार दरों ने चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) की गुंजाइश के प्रति स्वयं को आहिस्ता से समायोजित कर लिया। वस्तुतः मांग मुद्रा बाज़ार में किए गए व्यापार की मात्रा पर इसका कोई प्रभाव नहीं दिखाई दिया (चार्ट IV.3 और IV.4)। अनुभवजन्य प्रमाण बताते हैं कि डब्ल्यूएसआर में होनेवाले उतार-चढ़ाव की मौद्रिक नीति संचरण में अपेक्षाकृत मौन भूमिका है।

अन्य मुद्रा बाज़ार की दरों में व्यापार डब्ल्यूएसीआर के अनुरूप किया गया था (चार्ट IV.5)। चलनिधि की सहज उपलब्धता तथा क्रेडिट की कमज़ोर मांग को ध्यान में रखते हुए बैंकों ने जमा प्रमाणपत्र (सीडी) जारी करना कम कर दिया था। नये जारी किए गए जमा प्रमाणपत्र 2016-17 की पहली छमाही के दौरान जारी किए गए 1, 518 बिलियन रुपए की तुलना में 2017-18 (1 सितंबर 2017 तक) की पहली छमाही में घटकर 1, 308 बिलियन रुपए के ही थे। मई 2017 में सीपीआई मुद्रास्फीति अपेक्षा से कम स्तर पर रहने से मुद्रा बाज़ार में व्यापार सहज तरीके से हुआ, खासतौर से द्वितीयक बाज़ार खंड में। 12 मई, 2017 के बाद से 3-महीने कमर्शियल पेपर, 3-महीने सीडी तथा 91-दिवसीय ट्रेजरी बिल क्रमशः 15 आधार अंक, 20 आधार अंक तथा 20 आधार अंक कम हो गए थे। अगस्त, 2017 में



बॉक्स IV.1 : परिचालन लक्ष्य अस्थिरता तथा मौद्रिक नीति अंतरण

परिचालन लक्ष्य में अधिक अस्थिरता आने से मौद्रिक नीति के अंतरण पर बुरा प्रभाव पड़ने की संभावना हो सकती है। कुल मांग को प्रभावित करने हेतु मौद्रिक नीति अंतरण के लिए अत्यधिक महत्वपूर्ण दीर्घावधि ब्याज दरों में परिवर्तनों को भावी अल्पावधि दरों के अपेक्षित पथ तथा मीयादी प्रीमियम में भिन्नताओं द्वारा नियंत्रित किया जाता है। एक दिवसीय दरों में अधिक अस्थिरता से मीयादी प्रीमियम में भी अस्थिरता आ सकती है, जिससे नाममात्र की तथा वास्तविक दीर्घावधि दरों का 'साम्यता स्तर' प्रभावित होगा और मौद्रिक नीति आवेग की अंतरण प्रणाली गड़बड़ा जाएगी" (कोलारोसी एंड जाघिनि, 2009) अनुभवजन्य लेखों में आय वक्र के साथ एक दिवसीय ब्याज दर से हुई अस्थिरता के अंतरण की पुष्टि, आमतौर पर सामान्यीकृत ऑटोरिग्रेसिव कंडीशनल हेटेरोसेडस्टीसिटी (जीएआरसीएच) स्पेसिफिकेशनों के प्रकारों में एकदिवसीय दर से संबंधित परिस्थितिजन्य अस्थिरता के सांख्यिकीय महत्व द्वारा, की जाती है। देश के अनुभव एकदिवसीय दर से अस्थिरता फैलने के थोड़े ही प्रमाण देते हैं। अधिक सक्रिय चलनिधि प्रबंधन तथा अधिक पारदर्शिता, अधिक प्रभावी सम्प्रेषण के साथ, बाज़ार की उम्मीदों को बेहतर रूप से थामे रखती है (ओसबोर्न, 2016)।

मीयादी संरचना में ब्याज दरों पर डबल्यूएसीआर की परिस्थितिजन्य अस्थिरता के प्रभाव - भारत में मौद्रिक नीति के परिचालन लक्ष्य के अध्ययन को देखते हुए, निम्नलिखित जीएआरसीएच (1, 1) माध्यिका तथा अस्थिरता समीकरण विनिर्दिष्ट किए गए हैं -

माध्य समीकरण :

$$\Delta r_t = c + \rho (r - o)_{t-1} + \sum_i \beta_i \Delta r_{t-i} + \sum_j \gamma_{t-j} \Delta o_{t-j} + \theta liq_t + \omega DX_t + \varepsilon_t \quad \dots(1)$$

भिन्नता समीकरण

$$\sigma_t^2 = \mu + \alpha \varepsilon_{t-1}^2 + \delta \sigma_{t-1}^2 + \tau DX_t \quad \dots (2)$$

जहां r_t का अर्थ है दैनिक डबल्यूएसीआर, o_t नीतिगत रेपो दर है liq_t दैनिक निवल एलएएफ़ स्थिति है तथा Δ संबन्धित भिन्नताओं में दैनिक परिवर्तन दर्शाता है। डबल्यूएसीआर पर विशिष्ट प्रगतियों का प्रभाव - जैसे कि टेपर टैटूम, विमुद्रीकरण, वर्ष अंत के चलनिधि प्रभाव, तथा बैंकों के पाक्षिक आरक्षी निधियों रखरखाव पैटर्न - DX_t द्वारा दर्शाये गए डम्मी परिवर्तियों (वेरिएबल्स) के इस्तेमाल द्वारा नियंत्रित किए जाते हैं।

कंडीशनल वेरिएन्स इक्वेशन (2) मीन इक्वेशन से निकाले गए रेसिड्युएल की समय-भिन्नता अस्थिरता की पहचान करने में मदद करती हैं (1) σ_t^2 को इसके लंबी अवधि के औसत (लगातार अवधि) के भारित औसत के प्रयोजन, अंतिम अवधि पूर्वानुमान वेरिएन्स (द जीएआरसीएच अवधि) तथा पिछली अवधि में पायी गई अस्थिरता (द एआरसीएच अवधि) के रूप

में दर्शाया गया है, जिसका इससे पूर्व में उल्लिखित डम्मिस के प्रभाव का पता लगाने के लिए विस्तार किया गया है। परिमाण बताते हैं कि डबल्यूएसीआर में अस्थिरता नियमित रूप से है (सारणी IV.बी.1)

सारणी IV.बी.1: जीएआरसीएच (1.1)* का उपयोग करते हुए डबल्यूएसीआर की परिस्थितिजन्य अस्थिरता

आश्रित वेरिएबल Δ डबल्यूएसीआर

	सह प्रभावी	पी वैल्यू		सह प्रभावी	पी वैल्यू
माध्य इक्वेशन			अस्थिरता इक्वेशन		
नियमित	-0.001	0.19	आरईएसआईडी (-1)^2	0.244	0.00
$\Sigma \Delta$ डबल्यूएसीआर	-0.24	0.00	जीएआरसीएच (-1)^2	0.756	0.00
Σ रेपो दर	0.8	0.03	डम_ मार्च	0.342	0.00
निवल चलनिधि	0.002	0.00			
ईसीएम	-0.050	0.00			
डम_ मार्च	1.186	0.00			
डम_ अप्रैल	-1.413	0.00			
डम_ टेपर	0.136	0.00			
डी3	0.039	0.00			
डी10	0.004	0.09			
डी11	-0.010	0.00			
डी13	-0.004	0.04			
टी-डीआईएसटी. डीओएफ	3.244	0.000			
क्यु (10)	12.446	0.256			
क्यु (20)	23.144	0.282			
एआरसीएच एलएम(5)	0.430	0.828			

*: जनवरी 2009 से दैनिक डाटा का उपयोग करते हुए
 स्रोत: आरबीआई स्टाफ अनुमान

डबल्यूएसीआर की सशर्त अस्थिरता समीकरण (1) तथा (2) से निकाले जाते हैं और उसके बाद संबन्धित माध्य तथा अस्थिरता समीकरणों में, अन्य ब्याज दरों (अर्थात 3 माह, 6 माह, 9 माह, 12 माह, 2 वर्ष तथा 10 वर्ष की परिपक्वता) में दैनिक परिवर्तन के स्पष्ट निर्धारक के रूप में, इक्वेशन 1 तथा 2 में उसी संरचनात्मक विनिर्देशनों को बनाए रखते हुए, इस्तेमाल किए जाते हैं। अन्य ब्याज दरों की माध्य तथा भिन्नता समीकरणों में डबल्यूएसीआर की सशर्त अस्थिरता की सह-कार्यकुशलता को सारणी IV.बी.2 में दिया गया है।

इन परिणामों से दो निष्कर्ष निकाले जा सकते हैं : (ए) डबल्यूएसीआर अस्थिरता पूरे आय वक्र (यील्ड कर्व) में अन्य ब्याज दरों में दैनिक बदलावों के माध्य मूल्यों का सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण निर्धारक नहीं है; तथा (बी) जबकि डबल्यूएसीआर अस्थिरता अन्य ब्याज दरों की अस्थिरता पर सांख्यिकीय रूप से एक बड़ा प्रभाव है, विशेष रूप से एक वर्ष की अवधि तक, संबन्धित सह-कार्यकुशलता के मूल्य इतने कम हैं कि मौद्रिक नीति के प्रसारिक असर पर प्रभाव नहीं डाल सकते। डबल्यूएसीआर की अस्थिरता में एक प्रतिशत बिन्दु वृद्धि का

(जारी...)

सारणी IV.बी.2 : ब्याज दरों की मियादी संरचना पर डबल्यूएसीआर अस्थिरता का प्रभाव*

(सह प्रभावी)

	3 माह-टीबी	6 माह-टीबी	9 माह-टीबी	12 माह-टीबी	2-वर्ष जी-सेक	10-वर्ष जी-सेक
मीन ईक्वेशन	-0.0059 (0.31)	-0.0019 (0.65)	-0.0042 (0.35)	-0.0044 (0.42)	-0.0001 (0.52)	-0.0003 (0.94)
वेरिएन्स ईक्वेशन	0.0004 (0.00)	0.0002 (0.00)	0.0003 (0.00)	0.0003 (0.00)	0.0008 (0.04)	0.0001 (0.00)

* जनवरी 2009 से दैनिक डाटा का उपयोग करते हुए
 नोट: पेरेन्थेसीस में आंकड़े पी-वैल्यू दर्शाते हैं
 स्रोत: आरबीआई स्टाफ अनुमान

अनुमान अल्प अवधि यील्ड्स की अस्थिरता को लगभग 0.02 से 0.08 बीपीएस तक बढ़ाने के लिए लगाया गया है; जबकि लंबी अवधि यील्ड्स की अस्थिरता पर पड़ा प्रभाव और अधिक नगण्य है।

ये निष्कर्ष यह दर्शाते हैं कि विशिष्ट घटनाओं द्वारा उभरी अस्थिरता में कभी कभी बढ़त होने का पूर्वानुमान लगाए जाने की आवश्यकता है तथा एक सक्रिय चलनिधि प्रबंधन द्वारा इसे तेजी से रोका जाए ताकि मौद्रिक नीति के प्रसारिक असर में आने वाली किसी भी संभावित बाधा को टाला जा सके।

संदर्भ

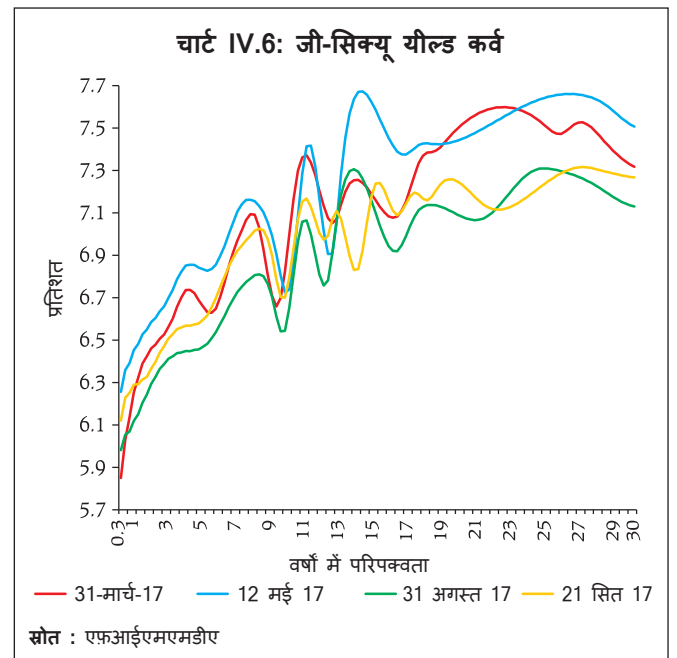
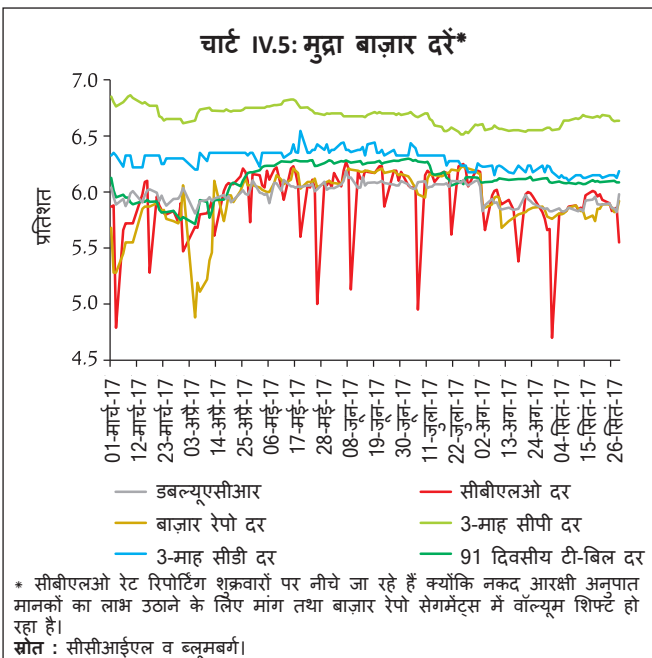
मैथ्यू ओसबोर्न (2016), "मोनेटरी पॉलिसी एंड वोलेटीलिटी इन द स्टर्लिंग मनी मार्केट", बैंक ऑफ इंग्लैंड स्टाफ वर्किंग पेपर नं. 588, अप्रैल

सिलविओ कोलरोसी, एंड एंडरिया जघिनि (2009), "ग्रेजुएलिस्म, ट्रांसपेरेंसी एंड द इम्प्रोव्ड ऑपरेशनल फ्रेमवर्क : ए लुक एट ऑवरनाईट वोलेटीलिटी ट्रांसमिशन ", इंटरनेशनल फाइनेंस, वॉल्यूम 12, इश्यू 2, समर, पेजेस 151-170

रेपो दर में कटौती किए जाने के बाद 3-महीने सीडी तथा 91-दिवसीय ट्रेजरी बिल, दोनों में क्रमशः 10 आधार अंक तथा 5 आधार अंक गिरावट हुई जबकि 3-महीने सीपी दर में 4आधार अंक की वृद्धि हुई जो यह दर्शाता है कि बाज़ारों ने रेपो रेट की कटौती को पहले ही विचार में ले लिया था।

IV.1.2 सरकारी प्रतिभूति बाज़ार: वर्ष 2017-18 की पहली छमाही की अधिकांश अवधि में सरकारी प्रतिभूतियों पर प्रतिफल समान्यतया कम बना रहा, क्योंकि मुद्रास्फीति के आंकड़े न्यून थे, विदेशी संविभाग निवेशकों से निवेश की मांग बनी हुई थी,

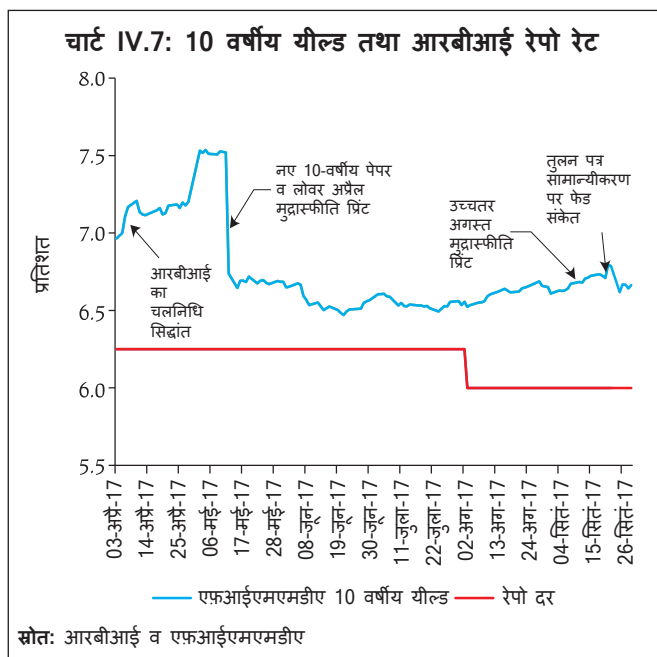
तथा अगस्त 2017 में मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) द्वारा रेपो दर में 25 आधार अंक की कटौती की गई थी। तथापि, अपेक्षा से अधिक अगस्त मुद्रास्फीति प्रिंट तथा 2017 में पुनः दर वृद्धि संभावना संबंधी फेड के 20 सितंबर 2017 के संकेत और अक्टूबर 2017 से उसके तुलनपत्र सामन्यीकरण कार्यक्रम घोषणा से सरकारी प्रतिभूतियों के प्रतिफलों में मजबूती आई (चार्ट IV.6)। अर्थव्यवस्था में तेजी लाने के लिए किसी राजकोषीय प्रोत्साहन की संभावना के चलते घरेलू राजकोषीय घाटे में होने वाली वृद्धि की आशंका से बाज़ार में उभरी चिंताओं



का भी प्रतिफल पर असर पड़ा।

अप्रैल की शुरुआत में सरकारी प्रतिभूतियों पर प्रतिफल 12 आधार अंक बढ़ गया था, इस उम्मीद पर कि पेपर की सप्लाई का आधिक्य रहेगा क्योंकि अधिक चलनिधि को सोखने के लिए भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा बाज़ार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) तथा खुले बाज़ार के परिचालन (ओएमओ) के उपयोग की संभावनाएं बनी हुई थीं। हालांकि मई के महीने में हुई दो घटनाओं के कारण प्रतिफल में काफी वृद्धि हुई (चार्ट IV.7)। पहली यह कि नये बेंचमार्क के साथ भारत सरकार प्रतिभूति 10 वर्षीय (एनआईजीएस 2027) की नीलामी 12 मई, 2017 को 6.79 प्रतिशत की अंतिम दर पर की गई, जो यह दर्शाता है कि उसपर लगाई गई 6.61 की बोली का कवर अनुपात बहुत उत्साहवर्धक था। दूसरी यह कि सीपीआई से संबंधित स्थिति सीएसओ द्वारा भी 12 मई को जारी की गई - नये बेंचमार्क की नीलामी भी उसी दिन की गई थी - यह दर्शाता है कि हेडलाइन मुद्रास्फीति अप्रैल 2017 में कम हो गई थी। मई 2017 में हेडलाइन मुद्रास्फीति आई कमी के कारण जून में प्रतिफल और अधिक घट गया।

दूसरी तिमाही में मुद्रास्फीति जून, 2017 में ऐतिहासिक रूप से सबसे कम स्तर पर, अर्थात 1.5 प्रतिशत थी, जिसके साथ मानसून भी क्रमशः अच्छा रहा था जिसने सरकारी प्रतिभूति बाज़ार की भावनाओं को और तीव्र बनाने में मदद की। जुलाई में सीपीआई मुद्रास्फीति बढ़ने लगी, अपेक्षाएं विपरीत होने लगीं और प्रतिफल अगस्त से घटने लगा, बावजूद इसके कि रेपो दर में 25 आधार अंक की कटौती की गई थी। उल्लेखनीय बात यह है कि अमरीका में 2017 की पहली छमाही के दौरान (15 मार्च तथा 14 जून को) मौद्रिक नीति के सामान्य हो जाने पर भी घरेलू प्रतिफल पर कोई खास असर नहीं पड़ा

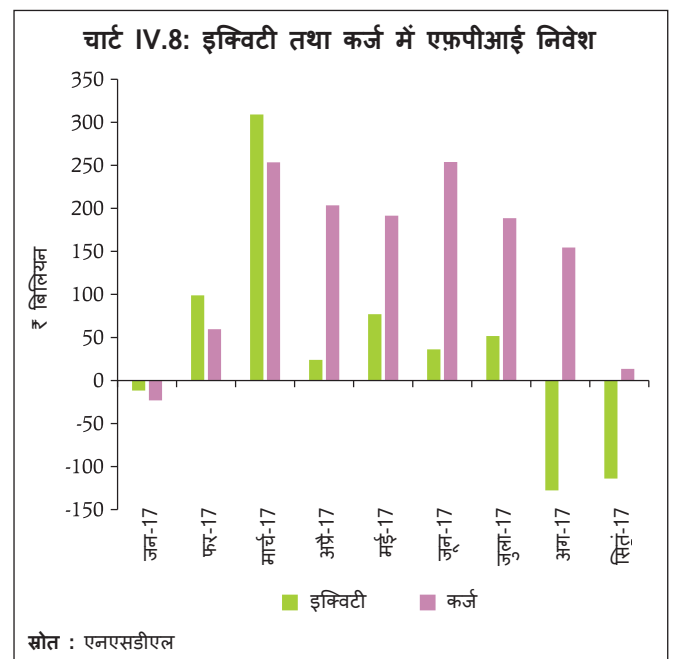


है। तथापि इसके बाद, अगस्त हेडलाइन मुद्रास्फीति अपेक्षा से अधिक गति से बढ़ने से, भारत में राजकोषीय प्रोत्साहन की संभावना और ऊपर उल्लिखित 20 सितंबर 2017 की फेड की घोषणा के चलते सरकारी प्रतिभूतियों के प्रतिफलों में मजबूती आई।

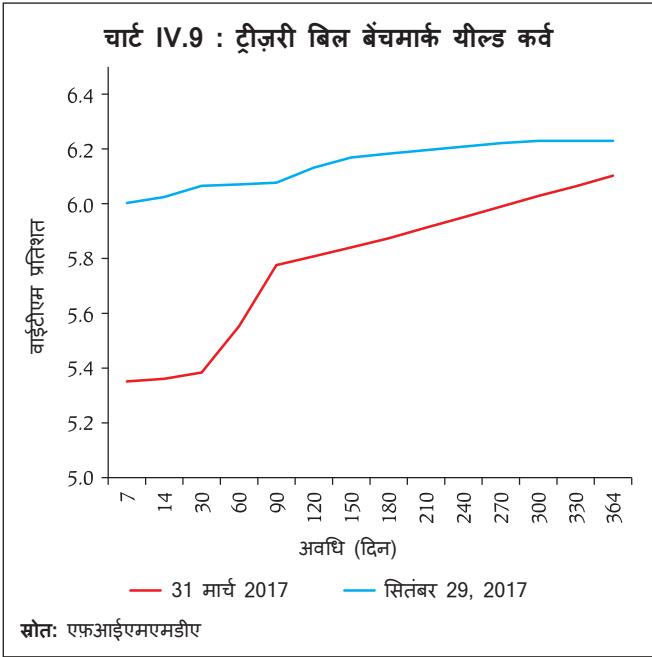
शेष विश्व की तुलना में प्रतिफल में लगातार धनात्मक अंतर रहने और रुपए के स्थिर विनिमय दर से विदेशी पोर्टफोलियो इनफ्लो के लिए अनुकूल वातावरण तैयार हुआ। पहली छमाही (28 सितंबर 2017 तक) के दौरान सरकारी प्रतिभूतियों में 617 बिलियन रुपयों (जिसमें 26.2 बिलियन रुपए का राज्य विकास ऋण निवेश भी शामिल है) का निवल विदेशी पोर्टफोलियो निवेश हुआ जिससे सरकारी प्रतिभूतियों में एफपीआई निवेश की तय सीमा की तुलना में 99 प्रतिशत निवेश दर्ज हुआ।¹ पहली छमाही के दौरान ऋण बाज़ार में एफपीआई प्रतिमाह निवल खरीदार बने रहे (चार्ट IV.8)।

अल्पावधि में सरकारी प्रतिभूति में भारी मात्रा में प्रतिभूति की आपूर्ति हुई एमएसएस के तहत बड़ी मात्रा में जारी किए गए 1 ट्रिलियन रुपए के टी-बिल और नकद प्रबंधन बिल (सीएमबी) की कुल राशि 2.5 ट्रिलियन रुपए हो गई - जिससे पहली छमाही के दौरान टी-बिलों के दर में बढ़ोत्तरी हुई (चार्ट IV.9)।

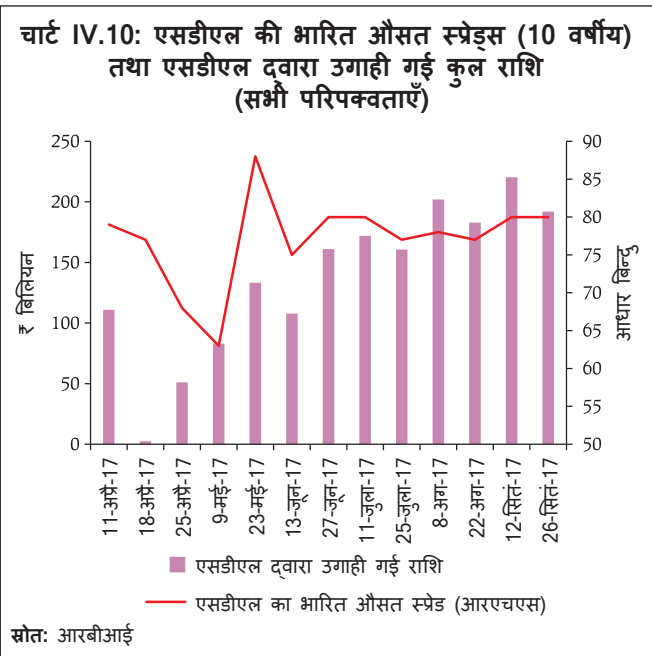
2017-18 की पहली तिमाही में राज्य विकास ऋणों का निर्गमन कम रहा, किंतु दूसरी तिमाही में उसमें तेजी आई। 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूति के संबंध में एसडीएल के कटऑफ



¹ 28 सितंबर 2017 को अक्टूबर-दिसंबर की तिमाही के लिए सरकारी प्रतिभूतियों और राज्य विकास ऋण में विदेशी पोर्टफोलियो निवेश की सीमाएं रु80 बिलियन और रु62 बिलियन से बढ़ाई गयी।



का स्प्रेड, जो अप्रैल 2017 में 77-81 बीपीएस था वह सितंबर 2017 में 74-87 बीपीएस के बीच बना रहा (चार्ट IV.10)। 2017-18 की पहली छमाही में कोई उदय बॉन्ड जारी नहीं किए गए जबकि 2016-17 में तेरह राज्यों ने 1, 091 बिलियन रुपए के उदय बॉन्ड जारी किए और उसके पहले वर्ष में आठ राज्यों ने 990 बिलियन रुपए के बॉन्ड जारी किए।² 2017-18 की पहली छमाही (29 सितंबर 2017 तक)



² 2015-16 में 75 बीपीएस के फिक्स्ड स्प्रेड की तुलना में उसी समतुल्य अवधि/10 वर्षीय एफआईएमएमडीए सरकारी प्रतिभूति यील्ड के मुकाबले 2016-17 के दौरान यूडीएवाई बोण्ड्स पर स्प्रेड में 35-75 बीपीएस की गिरावट आई। जारी किए गए कुल यूडीएवाई बॉन्ड का लगभग 45 प्रतिशत चौथी तिमाही में सबसे अधिक थे। एसडीएल जारी करने की भारी मात्रा, जिसमें यूडीएवाई शामिल हैं, इसका मुख्य कारण था जिसके फलस्वरूप 2016-17 की चौथी तिमाही में एसडीएल पर भारत औसत स्प्रेड 83 बीपीएस तक बढ़ गया।

द्वितीयक बाज़ार के कुल कारोबार की मात्रा (अंकित मूल्य) 626 बिलियन रुपए थी।

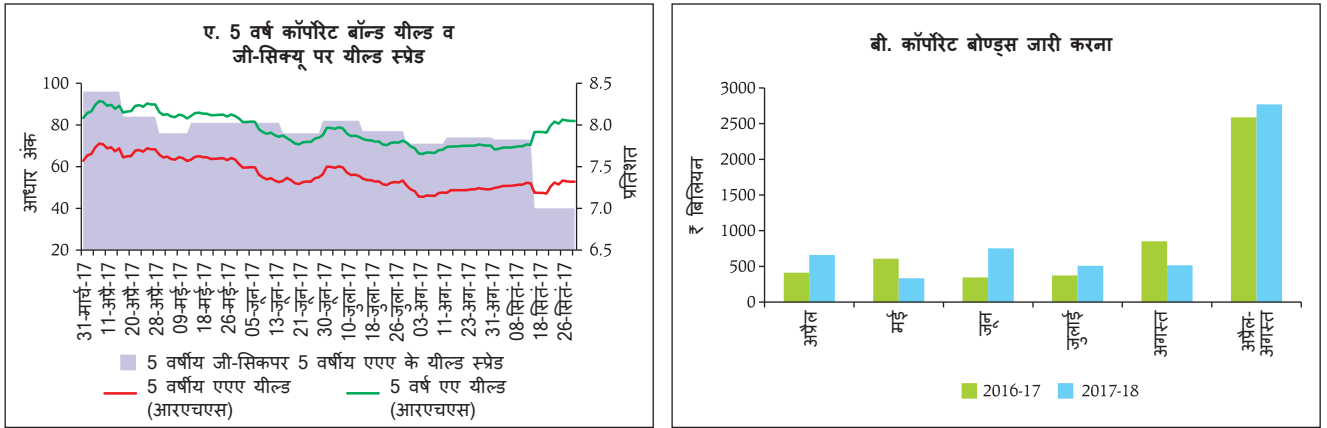
राज्य विकास ऋणों के उधार स्प्रेड और राज्यों के राजकोषीय घाटे तथा ऋण स्थिति में कोई खास अंतर-संबंध नहीं है। 2017-18 की पहली छमाही में अंतर-राज्यीय स्प्रेड औसतन 9 आधार अंकों के दायरे में रहा जबकि 2016-17 में वह 7 आधार अंक और 2014-15 में 4 आधार अंक के दायरे में था। लागत संबंधी मुद्दों को विचार में लेने से राज्य सरकारों का राष्ट्रीय लघु बचत निधि (एनएसएसएफ) पर निर्भरता काफी हद तक कम हो गयी। 14वें वित्त आयोग की सिफारिशों के अनुसरण में सभी राज्यों को (4 राज्यों को छोड़कर³) 2016-17 से एनएसएसएफ वित्तपोषण सुविधा से बाहर रखने की अनुमति दी गई। बाज़ार ऋण में उनकी हिस्सेदारी में वृद्धि हुई है क्योंकि बाज़ार से उन्हें कम लागत पर ऋण उपलब्ध हो सकता है। यह विशेष बात है कि बाज़ार में यह नहीं देखा जा रहा है कि किसी राज्य का राजकोषीय घाटा और ऋण कितना है। राज्य अपनी पिछली एनएसएसएफ देयताओं को चुकता करने के लिए भी इस ऋण का उपयोग कर सकते हैं।

IV.1.3 कारपोरेट बॉन्ड बाज़ार: कारपोरेट बॉन्ड बाज़ार ने 2017-18 की पहली छमाही में सरकारी प्रतिभूति प्रतिफल का अनुकरण किया और उसके प्रतिफल में नरमी रही (चार्ट IV.11ए)। 5-वर्षीय एएए कारपोरेट प्रतिफल में गिरावट दौर में था हालांकि जून के अंत और जुलाई की शुरुआत में कभी कभार उछाल भी देखे गए। 5-वर्षीय एएए रेटिंग प्राप्त कारपोरेट बॉन्ड के स्प्रेड में 5-वर्षीय सरकारी प्रतिभूति की तुलना में 56 आधार अंकों की कमी आई जिससे यह परिलक्षित होता है कि 4 मई 2017 को लागू किए गए बैंकिंग विनियम (संशोधन) अध्यादेश के तहत दबावग्रस्त आस्तियों के शीघ्र गति से निराकरण के लिए समग्र ऋण जोखिम संकल्पना में सुधार हुआ है। अप्रैल-अगस्त 2017 के दौरान कारपोरेट बॉन्ड बाज़ार के औसत कारोबार में बड़ी तेजी आई और वह 73.2 बिलियन रुपए तक पहुंचा जबकि पिछले वर्ष की इसी अवधि में 47.5 बिलियन रुपए का कारोबार हुआ था। अप्रैल-अगस्त 2017 के दौरान प्राथमिक बाज़ार में जारी किए गए कारपोरेट बॉन्ड के माध्यम से 2, 770 बिलियन रुपए की राशि जुटाई गई जो पिछले साल के 2, 588 बिलियन रुपए की तुलना में 7.1 प्रतिशत अधिक थी। निजी कारपोरेट बॉन्ड बाज़ार से जुटाए गए कुल संसाधनों में से निजी प्लेसमेंट का अंश 98.6 प्रतिशत था (चार्ट IV.11बी) .

28 सितंबर 2017 को कारपोरेट बॉन्ड में विदेशी पोर्टफोलियो निवेश (एफपीआई) 2.42 ट्रिलियन रुपए तक पहुंच गया जबकि मार्च 2017 के अंत में वह 1.86 ट्रिलियन रुपए था। परिणामतः मार्च 2017 के अंत में यह निवेश अनुमत सीमा के 99.2

³ दिल्ली, मध्य प्रदेश, केरल तथा अरुणाचल प्रदेश।

चार्ट IV.11: कॉर्पोरेट बॉन्ड यील्ड्स तथा इश्यूएन्स



स्रोत : ब्लूमबर्ग और एनएसडीएल

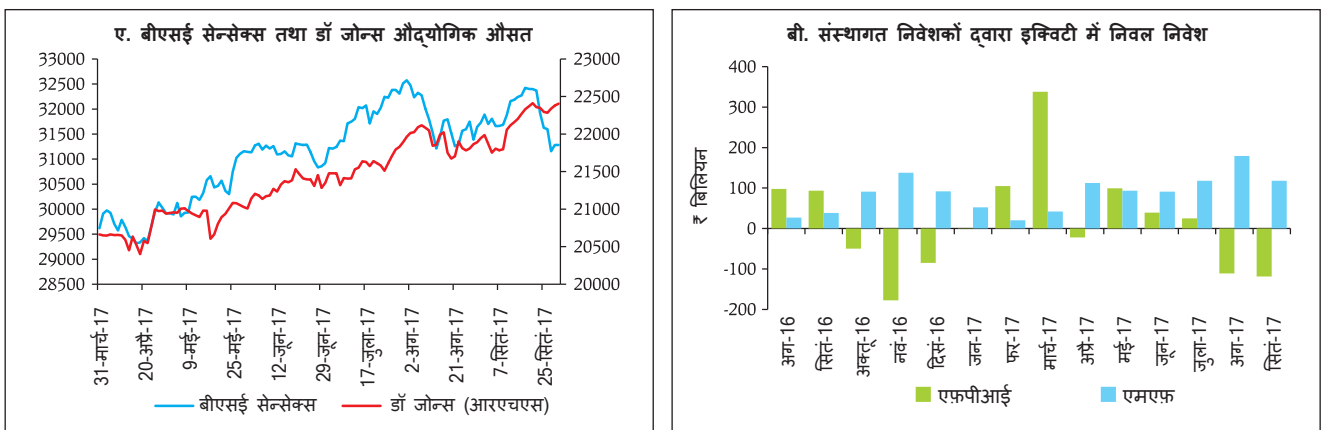
प्रतिशत तक पहुंच गया जो पहले 76 प्रतिशत था। रिज़र्व बैंक ने 22 सितंबर 2017 को कॉर्पोरेट बॉन्ड निवेश सीमा में से ओवरसीज़ जारी किए जाने वाले मसाला बॉन्ड या रुपया अंकित बॉन्ड को हटा देने की घोषणा की। यह प्रावधान 3 अक्टूबर 2017 से लागू होगा जिससे कॉर्पोरेट बॉन्ड में निवेश के लिए एफपीआई को अधिक अवसर मिलेगा। 22 सितंबर 2017 को मसाला बॉन्ड में कुल निवेश 440 बिलियन रुपए था। रुपए की विनिमय दर में स्थिरता, यूएस प्रशासन की नीतियों के संबंध में अनिश्चितता, और फेड के धीरे धीरे और भी सामान्य होने की बाज़ार अपेक्षाओं ने भारतीय बॉन्ड में आकर्षण बढ़ा दिया।

IV.1.4 स्टॉक बाज़ार: 2017-18 की पहली छमाही के अधिकांश समय में शेयर बाज़ार में उछाल बना रहा। बीएसई सेन्सेक्स ने 13 जुलाई 2017 को 32,000 का आंकड़ा पार किया जबकि एनएसई निफ्टी ने 26 जुलाई 2017 को 10,000 का आंकड़ा पार किया। सितंबर 2017 के अंत तक उत्साहित बाज़ार की अपेक्षाएं ऊंची हो गईं और अर्थव्यवस्थाओं (15.8)

और उभरती बाज़ार उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (21.0) के संबंध में यह समझा जाने लगा कि बढ़ी हुई कीमतों और लाभ अनुपात (लगभग 23.4) के चलते मूल्यों में सामान्य से अधिक वृद्धि होगी। बाज़ार में उछाल आने के मुख्य कारण थे घरेलू गतिविधियां; जीएसटी लागू हो जाने से गहन रूप से सुधार होने की अपेक्षा; बैंकों की दबावग्रस्त आस्तियों का समाधान और दिवालापन संबंधी सुशासित व्यवस्था; संतोषजनक मानसून; और मई और जून में मुद्रास्फ़िति में आई कमी, जबकि जुलाई और अगस्त में स्थिति बिल्कुल विपरीत हो गई। 2017-18 की पहली छमाही में बीएससी सेन्सेक्स में 5.6 प्रतिशत की वृद्धि हुई (चार्ट IV.12ए)। घरेलू संस्थागत निवेशकों, विशेषकर म्यूचुअल फंडों, द्वारा निवल खरीद से विदेशी पोर्टफोलियो फ्लो का उतार-चढ़ाव कम हुआ और सुचारु स्थिति बनी रही (चार्ट IV.12बी)।

अप्रैल के अंत में वैश्विक मंदी के प्रभाव से उबरने और जून के छिटपुट उतार-चढ़ाव के बाद जुलाई 2017 में स्टॉक बाज़ार

चार्ट IV.12: स्टॉक मार्किट प्रदर्शन तथा इक्विटी में एफपीआई निवेश



स्रोत: बीएसई, ब्लूमबर्ग, एनएसडीएल व सेबी

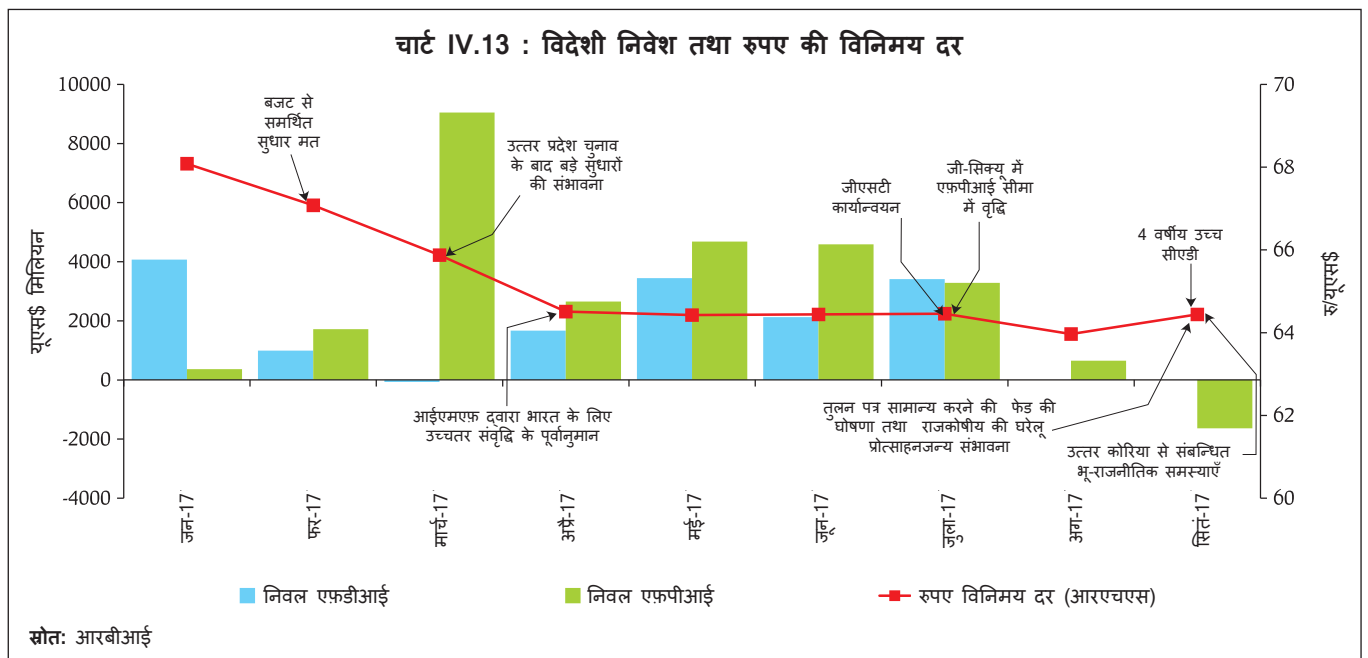
में तेजी आई और बीएसई सेन्सेक्स और एनएसई निफ्टी ने ऐतिहासिक उँचाई हासिल की। अगस्त 2017 में शेल कंपनियों पर प्रतिबंध लगाने संबंधी शेयर बाजारों को सेबी के निदेशों के चलते उतार-चढ़ाव के रहते बाजारों में सुधार हुआ, उच्च मूल्यों में संशोधन हुए, 2017-18 की पहली तिमाही में कारपोरेट आय के परिणाम अनुमान से कम रहे, जीएसटी को लागू करने संबंधी अनिश्चितता बनी रही, विदेशी संविभाग निवेशकों द्वारा निवल बिक्री और कोरियन पेनीनसुला में भू-राजनैतिक तनाओं के चलते कम दर पर वैश्विक बिक्री हुई।

बैंकों द्वारा जमा ब्याज दरों और सोने की कीमतों में कमी ने म्यूचुअल फंड योजना को इनकी तुलना में आकर्षक बनाया। इक्विटी उन्मुख योजना के अंतर्गत अप्रैल-अगस्त 2017 में संसाधनों को जुटाया गया जो पिछले वर्ष के तदनुसूची अवधि में रुपये 185 बिलियन की तुलना में रुपये 614 बिलियन उच्चतर स्तर पर था। इक्विटी बाजार में विदेशी संस्थागत निवेशकों के संतुलनकर्ता के रूप में म्यूचुअल फंड उभर रहे हैं। इक्विटी में म्यूचुअल फंड के द्वारा अप्रैल-सितंबर 2017 में निवल निवेश रुपये 752.7 बिलियन था जो विदेशी संविभाग निवेशकों के (-) रुपये 87.7 बिलियन से अत्यधिक उच्चतर था। विमुद्रीकरण के बाद हाऊसहोल्ड के वित्तीय बचतों की संरचना का वित्तीय आस्तियों में बदलाव के कारण म्यूचुअल फंड के प्रबंधन के तहत आस्तियों का आकार मार्च 2017 के अंत में लगभग 17.5 ट्रिलियन रुपये और अगस्त 2017 के अंत में लगभग 20.6 ट्रिलियन रुपये हो गया जबकि एफपीआई की अभिरक्षा के तहत आस्तियां 30.4 ट्रिलियन थीं।

प्राथमिक बाजार में, इक्विटी के पब्लिक ईश्यू (इनीशियल पब्लिक ऑफर और राइट ईश्यू) के माध्यम से जुटाए गए

संसाधन में एक वर्ष पहले की तदनुसूची अवधि की तुलना अप्रैल - अगस्त 2017 में 9 प्रतिशत की वृद्धि हुई है। 53 इनीशियल पब्लिक ऑफर (आईपीओ) ईश्यू के जरिए कंपनियों ने कुल रुपये 104.7 बिलियन जुटाए जिसमें से 41 बीएसई और एनएसई प्लेटफार्म पर सूचीबद्ध थे तथा यह लघु और मध्यम उद्यम से संबंधित थे। इक्विटी के पब्लिक ईश्यू के माध्यम से जुटाए गए कुल संसाधनों में वित्तीय उद्यमों की हिस्सेदारी 32.8 प्रतिशत थी। गैर वित्तीय उद्यमों में स्वास्थ्य क्षेत्र ने सर्वाधिक अर्थात्, 19.5 बिलियन रुपए जुटाए और कुल में उसकी हिस्सेदारी 26.1 प्रतिशत रही। इसके बाद इंजीनियरी (20.1 प्रतिशत) और उपभोक्ता सेवा (10.6 प्रतिशत) क्षेत्र का क्रम रहा। जो आईपीओ आने वाले हैं उससे यह प्रतीत होता है कि प्राथमिक बाजार में तेजी की स्थिति कुछ समय और बनी रहेगी।

IV.1.5 विदेश मुद्रा बाजार: रुपये ने अमेरिकी डॉलर की तुलना में बढ़त के साथ कारोबार किया, जिसमें लगातार छः वर्षों के मूल्यहास के बाद 2017-18 के पहली छःमाही में लगभग 4 प्रतिशत की मज़बूती परिलक्षित हुई। कमजोर अमेरिकी डॉलर और मैक्रो मूल सिद्धांतों में लचीलापन के जरिए मज़बूत प्रवाह विशेष तौर पर मुद्रास्फीति के अंतर को कम करने से रुपये को मज़बूत बनाए रखने में मददगार साबित हुआ जैसा कि उभरती बाजार अर्थव्यवस्था की करंसियों में हुआ था (चार्ट IV.13)। राज्य के चुनाव परिणाम के बाद सुधार संबंधी सुदृढ़ उपायों की आशा, 2016-17 में चालू खाता घाटा में कमी, बाह्य क्षेत्र की रिपोर्ट में आइएमएफ द्वारा भारत की बाह्य स्थिति को मध्यावधि स्थिति के अनुरूप होने संबंधी मूल्यांकन करना - और जीएसटी के लागू हो जाने से रुपए की मूल्य वृद्धि को प्रोत्साहित मिला। विनिमय दर की अस्थिरता में भारी



सारणी IV.1: नाममात्र तथा वास्तविक प्रभावी विनिमय दरें : व्यापार-आधारित (आधार : 2004-05=100)

मद	सूचकांक : 29 सितंबर, 2017 (पी)	वृद्धि (+) / कमी (-) (प्रतिशत)	
		मार्च 2017 की तुलना में सितंबर 2017 को	मार्च 2016 की तुलना में मार्च 2017 को
36-करेंसी आरईईआर	116.0	-0.6	6.3
36-करेंसी एनईईआर	76.1	-0.7	4.8
6- करेंसी आरईईआर	130.3	0.1	8.0
6- करेंसी एनईईआर	67.2	-2.7	5.5
₹/यूएस\$ (29 सितंबर, 2017 तक)	65.4	2.2	1.7

पी: अन्तरिम
 नोट: आरईईआर आंकड़ें उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (संयुक्त) पर आधारित हैं।
 स्रोत: आरबीआई

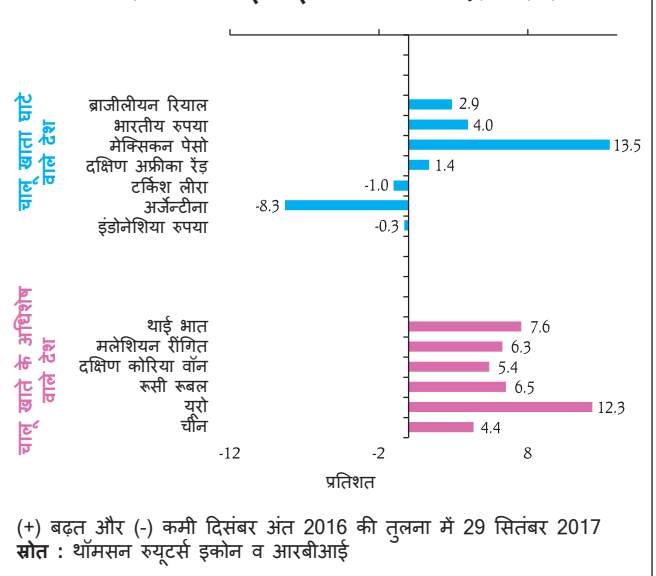
गिरावट आई : आइएनआर/यूएसडी के विनिमय दर में अंतर का गुणांक⁴ 2017-18 की पहली छ:माही में 0.6 प्रतिशत रहा जो 2005-06 के बाद सबसे कम था।

36-करेंसी नाममात्र प्रभावी विनिमय दर और वास्तविक प्रभावी विनिमय दर, दोनों के अनुसार मार्च 2017 (सारणी IV.1) की समाप्ति पर 2017-18 की पहली छ:माही (एच1) में रुपये में लगभग 1.4 प्रतिशत का मूल्यहास हुआ। जनवरी 2017 के बाद अमेरिकी डॉलर की तुलना में कुछ प्रमुख ईई और ईएमई के करेंसी में बढ़त दर्ज की गई जो अमेरिकी डॉलर की कमजोरी को दर्शाता है जिसे दिसंबर 2016 के समाप्ति पर अमेरिकी डॉलर के इंडेक्स में 8.9 प्रतिशत के गिरावट के साथ देखा जा सकता है (चार्ट IV.14)।

IV.1.6 क्रेडिट बाजार: क्रेडिट बाजार में पहली छ:माही (एच1) में गतिविधि धीमी रही हालांकि, इसके पिछली छ:माही में (चार्ट IV.15) अति मंदी होने के बावजूद गैर खाद्यान्न क्रेडिट में थोड़ा बहुत सुधार हुआ। 2016-17 के दूसरी छ:माही (एच2) में क्रेडिट का कुछ भाग में कमी हुई जिसका कारण ऋणों को उदय बांड के बदलने और बैंक ऋणों का वापस भुगतान करने के लिए विमुद्रीकृत करेंसी नोटों का उपयोग करना था और इसे बढ़ा-चढ़ाकर बताया गया था। जैसा कि अप्रैल 2017 के मौद्रिक नीति रिपोर्ट में बताया गया था कि दबावग्रस्त आस्तियां- बैंकिंग प्रणाली के समग्र एनपीए कुल एडवांसों का 10.3 प्रतिशत और दबावग्रस्त एडवांस अनुपात 30 जून 2017 की स्थिति के 12.6 प्रतिशत रहा - और

⁴ द कोएफिशिएंट ऑफ वेरिएशन (सीवी) संभावना प्रसार के छितराव या बार-बार के प्रसार की एक मानकीकृत मापन है तथा इसकी गणना माध्य में मानक विचलन के अनुपात के रूप में की जाती है।

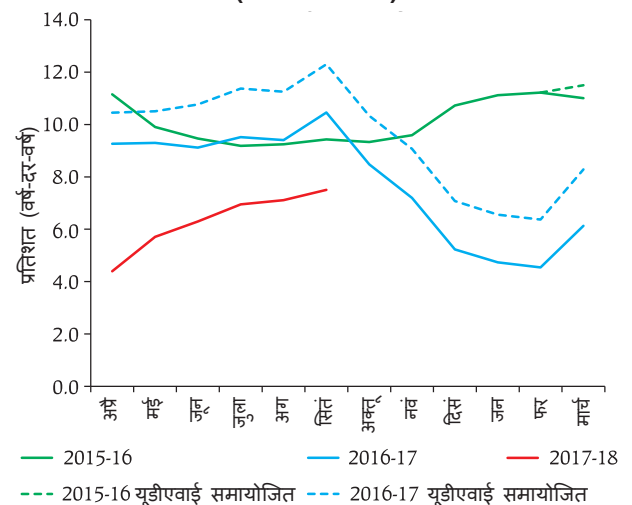
चार्ट IV.14: यू एस डॉलर की तुलना में बड़ी उन्नत अर्थव्यवस्थाओं व ईएमई की विनिमय दर परिवर्तन



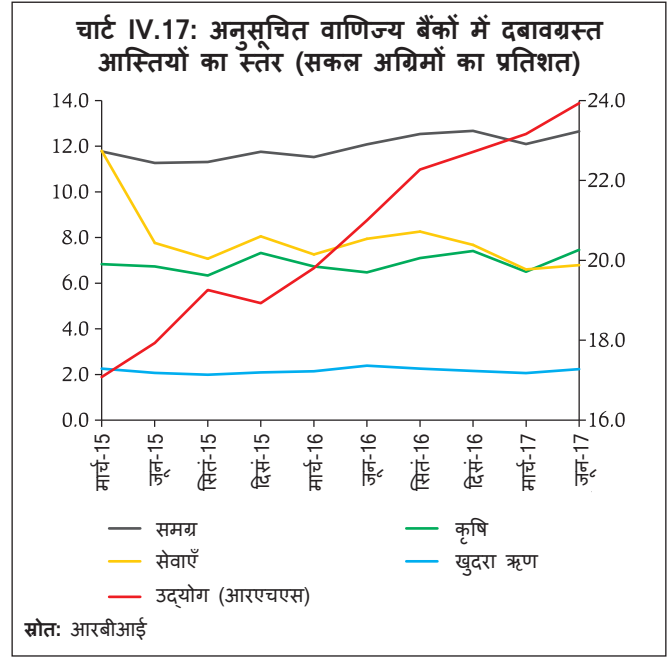
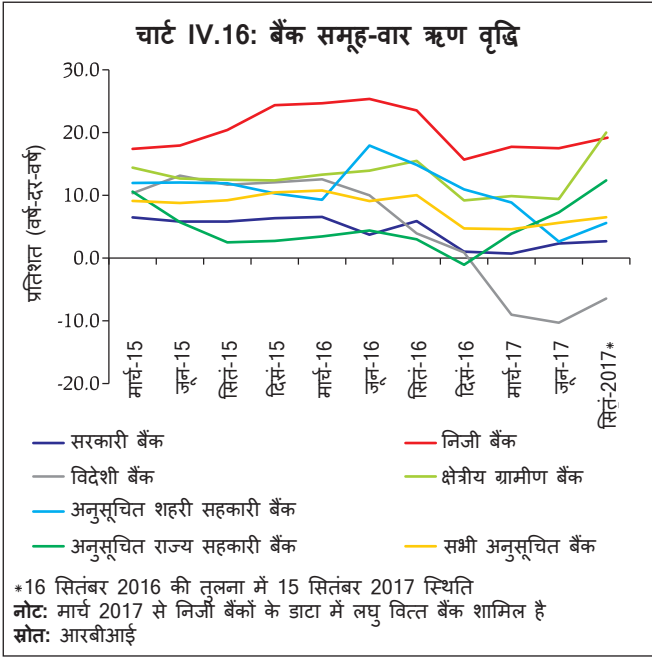
पूंजी की कमी विशेषतौर सरकारी क्षेत्र के बैंकों में मज़बूत बहाली/पुनरुत्थान हेतु बैंक क्रेडिट के प्रवाह को बाधित किया है। समस्त बैंक समूहों की ऋण वृद्धि में भारी पाया गया जो आश्चर्यजनक है। इससे यह परिलक्षित होता है कि मांग और आपूर्ति, दोनों ही ओर से कुछ घटक अपनी भूमिका निभा रहे हैं (चार्ट IV.16)।

क्रेडिट के क्षेत्रीय नियोजन (चार्ट IV.17) में बैंकिंग प्रणाली में दबावग्रस्त आस्तियों का प्रतिकूल प्रभाव भी दिखाई पड़ा। बैंकिंग प्रणाली में दबावग्रस्त आस्तियों का एक बहुत बड़ा हिस्सा उद्योग के पास है और तदनु रूप उद्योग में क्रेडिट

चार्ट IV.15: एससीबी की गैर-खाद्य ऋण वृद्धि (मासिक औसत)



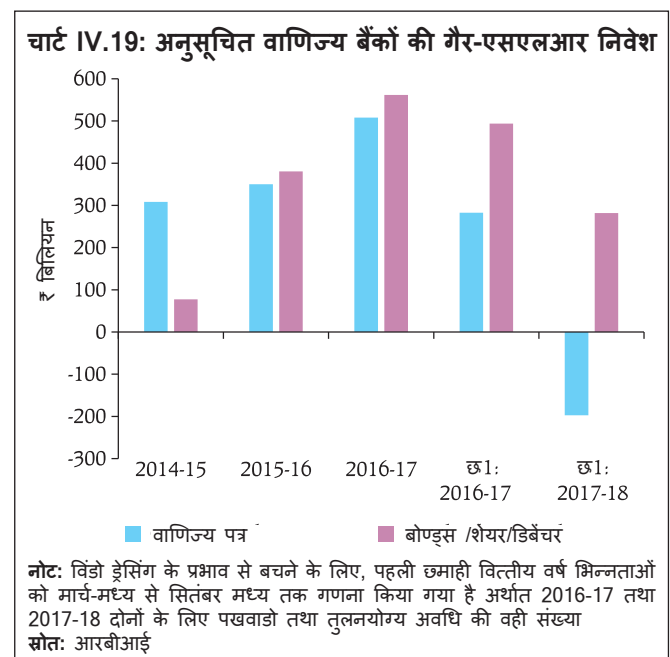
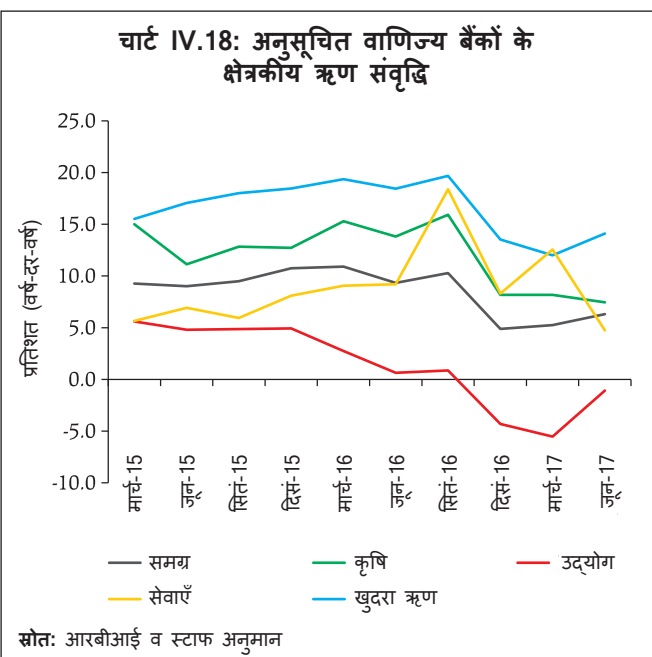
नोट: सितंबर 2017-18 का डाटा मध्य सितंबर तक का है
 स्रोत: आरबीआई तथा स्टाफ अनुमान

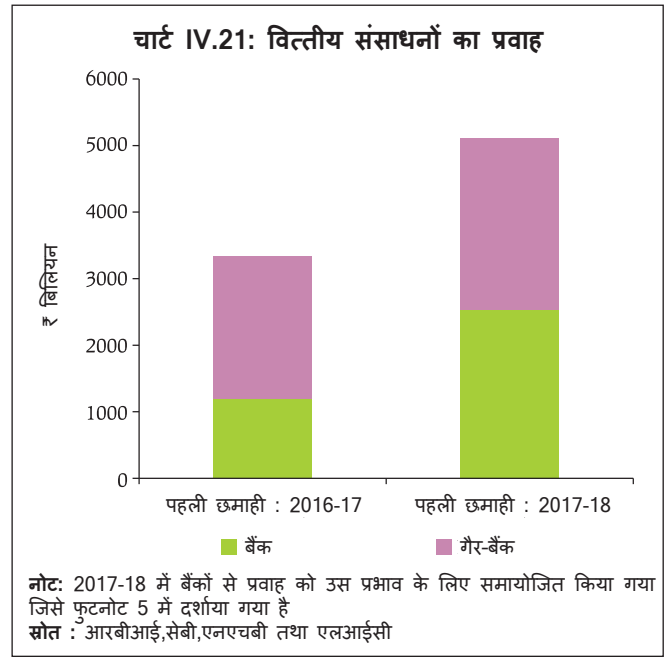
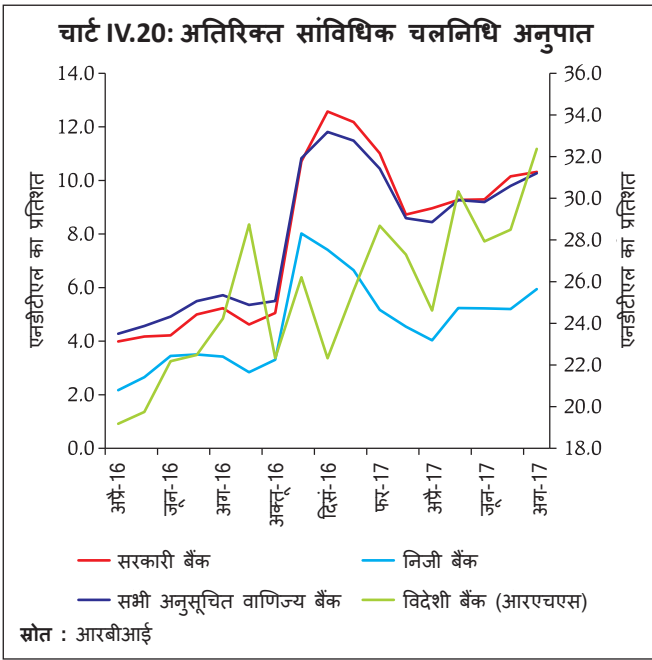


विकास संकुचित रूप में है। उद्योग के भीतर, यह क्षेत्र भारी दबाव का सामना कर रहे हैं और साथ ही बैंक के क्रेडिट एक्सपोजर में भी भारी गिरावट का अनुभव किया जा रहा है और डीलिवरेज के लिए प्रयासों को बढ़ाते हुए हानि से बचाने के लिए तुलन पत्र को मुक्त किया गया (चार्ट IV.18)।

बैंकों ने अर्थव्यवस्था के वाणिज्यिक क्षेत्र में गैर-एसएलआर निवेश के क्रम में वित्त प्रदान किया, और यह मुख्यतः गैर वित्तीय कंपनियों द्वारा जारी किए गए वाणिज्यिक पेपर और बॉन्ड /शेयर/ डिबेंचर के रूप में था। तथापि, 2017-18 की पहली छमाही में बैंकों के गैर-एसएलआर निवेश पिछले वर्ष की तुलना में कम था (चार्ट IV.19)।

प्रणाली में अधिशेष चलनिधि में धीरे-धीरे कमी और क्रेडिट विकास में बढ़ोतरी ने दिसंबर 2016 में बैंकिंग प्रणाली द्वारा सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) के अंतर्गत अत्यधिक रखरखाव के स्तर में 11.8 प्रतिशत के उच्च स्तर से जून 2017 (चार्ट IV.20) में 9.2 प्रतिशत तक की गिरावट हुई। निर्धारित सांविधिक चलनिधि अनुपात में दूसरी छःमाही के प्रथम रिपोर्टिंग पखवाड़े से 50 आधार अंक की कमी की गई और उसे एनडीटीएल के 20.0 प्रतिशत तक किया गया और यह इसलिए किया गया ताकि अर्थव्यवस्था के उत्पादक क्षेत्रों में उधार देने के लिए बैंक के संसाधनों को स्वतंत्र रूप से उपयोग किया जा सके। तथापि, सांविधिक चलनिधि अनुपात





में कमी करने के बाद जुलाई में अत्यधिक सांविधिक चलनिधि अनुपात में 9.8 प्रतिशत की वृद्धि हुई और यह अगस्त में 10.3 प्रतिशत तक और बढ़ गया जो यह दर्शाता है कि बैंक धूमिल निवेश मांग में उधार देने से झिझक रहे हैं और इस तरह बाधित निवेश को खोलने में प्रगति रुक गई है। अतिरिक्त सांविधिक चलनिधि अनुपात में वृद्धि समस्त बैंक समूहों में देखी गई लेकिन विदेशी बैंक समूह यह सर्वाधिक थी। बैंकिंग प्रणाली में सबसे कम अतिरिक्त सांविधिक चलनिधि निजी बैंकों में थी किंतु उनमें भी अगस्त में एनडीटीएल का 5.9 प्रतिशत सांविधिक चलनिधि में तेज वृद्धि दर्ज की गई। यद्यपि, उच्चतर सांविधिक चलनिधि अनुपात (एलसीआर), बैंकों को चलनिधि कवरेज अनुपात को अन्य क्षेत्राधिकार के अपने काउंटरपार्ट की तुलना में बड़ी आसानी से पूरा करने में सहायक हुआ है।

बैंक और बैंकेतर क्षेत्रों को अधिक मात्रा में निधि उपलब्ध किए जाने से वर्ष 2017-18 की पहली छमाही में वाणिज्यिक क्षेत्र को किए गए वित्तीय संसाधनों का कुल प्रवाह पिछले वर्ष⁵ की समान अवधि के स्तर की तुलना में काफी अधिक रहा (चार्ट IV.21)।

जहां तक गैर-बैंक निधि स्रोतों का सवाल है, उनमें वृद्धि मुख्य रूप से विदेशी स्रोतों, विशेषकर विदेशी प्रत्यक्ष निवेशों के कारण

हुई। देशी गैर बैंक स्रोतों के मामले में आवास वित्त कंपनियों और गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों द्वारा दिए गए ऋणों के कारण वृद्धि हुई (सारणी IV.2)।

सारणी IV.2 गैर-बैंकिंग स्रोतों से वाणिज्य क्षेत्र को फंडिंग

(₹ बिलियन में राशि)

मद	अप्रैल से अगस्त			
	2016-17		2017-18	
	राशि	कुल का प्रतिशत	राशि	कुल का प्रतिशत
ए. गैर-बैंकों से प्रवाह (ए1+ए2)	2,266	100.0	2,575	100.0
ए1. घरेलू स्रोत	1,802	79.6	1,616	62.8
1 गैर- वित्तीय कंपनियों द्वारा पब्लिक इश्यू	60	2.6	80	3.1
2 गैर-वित्तीय कंपनियों द्वारा सकल निजी प्लेसमेंट	615	27.2	449	17.4
3 गैर- बैंकों द्वारा सबस्क्राइब किए वाणिज्य पत्रों का निवल जारीकरण#	720	31.8	148	5.7
4 आवास वित्त कंपनियों द्वारा निवल ऋण देना \$	332	14.7	510	19.8
5 आरबीआई द्वारा विनियमित 4 एआईएफआई द्वारा कुल अकोमोडेशन	4	0.2	-5	-0.2
6 एनबीएफसी -एनडी -एसआई (बैंक ऋण का निवल) #	35	1.5	285	11.1
7 कॉर्पोरेट कर्ज, इन्फ्रास्ट्रक्चर तथा सामाजिक क्षेत्र में एलआईसी का निवल निवेश	36	1.6	148	5.8
ए2. विदेशी स्रोत	463	20.4	959	37.2
1 बाह्य वाणिज्यिक उधार / एफसीसीबी\$	-204	-9.0	47	1.8
2 भारत में प्रत्यक्ष विदेशी निवेश\$	667	29.4	912	35.4

#: जून 2017 तक \$: जुलाई 2017 तक
स्रोत : आरबीआई, सेबी, एनएचबी, एलआईसी

⁵ बैंकिंग कुल राशियों के लिए वित्त वर्ष भिन्नताओं की पिछले वित्त वर्ष के अंतिम रिपोर्टिंग शुक्रवार के दौरान गणना की गई है। 2017-18 के मामले में, तथापि, पिछले वर्ष का अंतिम रिपोर्टिंग शुक्रवार 31 मार्च 2017 था जो की तुलना पत्र की भी दिनांक थी। बैंकिंग क्षेत्र से वित्त वर्ष प्रवाह की गणना अतः 2016-17 के आखिरी से पहले रिपोर्टिंग शुक्रवार से की गई है, न की अंतिम से। यह समायोजन करने से 2017-18 में ऋण-प्रवाह की गणना पर ऊपरी दिखावे के प्रभाव से बचा जा सकता है। यदि प्रवाह की गणना 31 मार्च 2017 से की गई तो यह पूरे पूर्वार्ध के लिए लगभग नकारात्मक रहेगा।

सारणी IV.3: जमा तथा उधार दरों में हस्तांतरण

(प्रतिशत बिंदु में भिन्नता)

Period	रेपो दर	मियादी जमा दरें		उधार दरें			
		माध्यिका मियादी जमा दर	डबल्यूएडीटीडीआर	माध्यिका आधार दर	डबल्यूएएलआर-बकाया रुपए ऋण	डबल्यूएएलआर-नए रुपए ऋण	1-वर्षीय माध्यिका एमसीएलआर
दिसंबर -2014 की तुलना में 15 सितंबर 2017	-2.00	-1.58	-1.95	-0.75	-1.25	-1.93	-1.10
विमुद्रीकरण से पहले (दिसंबर 2014 से अक्टूबर 2016)	-1.75	-0.99	-1.26	-0.61	-0.75	-0.97	-0.15
विमुद्रीकरण के बाद (नवंबर 2016 से)	-0.25	-0.59	-0.69	-0.14	-0.50	-0.96	-0.95

डबल्यूएडीटीआर: भारत औसत घरेलू मियादी जमा दर। डबल्यूएएलआर: भारत औसत उधार दर
 एमसीएलआर: निधियन आधारित उधार दर की सीमांत लागत
 एमसीएलआर 01 अप्रैल 2016 से प्रारंभ की गई थी। माध्यिका मियादी जमा दर पर डाटा, बकाया तथा नए रुपए ऋण पर डबल्यूएडीटीआर तथा डबल्यूएएलआर पर डाटा अगस्त 2017 से संबन्धित है। 1- वर्षीय माध्यिका एमसीएलआर डाटा 15 सितंबर 2017 से संबन्धित है।
 स्रोत : आरबीआई

IV.2 मौद्रिक नीति का संचारण

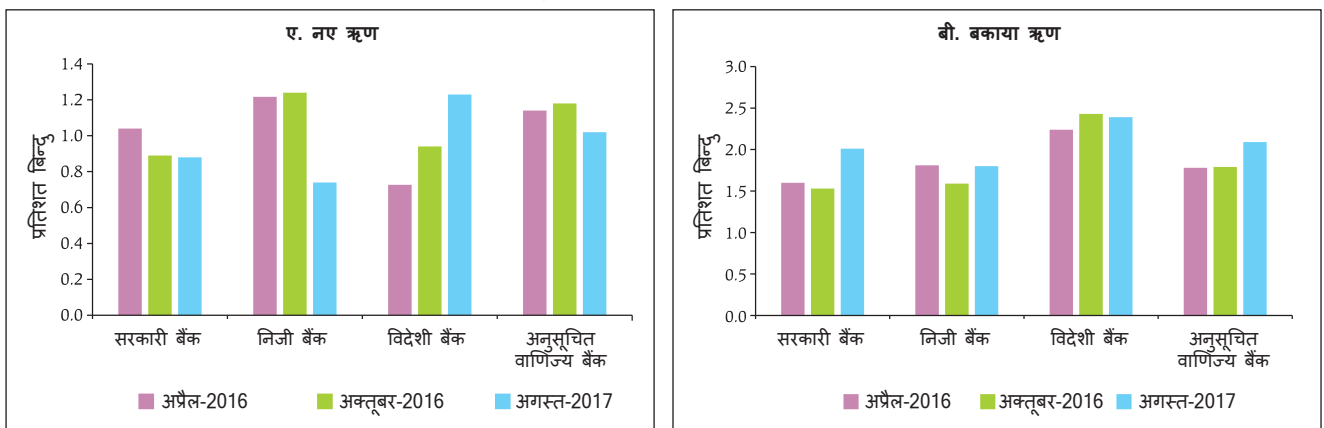
विमुद्रीकरण के बाद बैंकिंग प्रणाली में चालू और बचत खाते (कासा) की जमाराशि के भारी मात्रा में आगमन से बैंकों की निधियों की लागत में काफी कटौती हुई तथा उससे उधार दरों में मौद्रिक नीति के संचारण को बल मिला। विमुद्रीकरण के पहले जमा दरों पर संचारण का प्रभाव सापेक्षिक रूप से अधिक रहा, वहीं, विमुद्रीकरण के बाद एमसीएलआर और नए रुपया ऋणों पर उधार दरों पर संचारण के प्रभाव को दिशा मिली। (सारणी IV.3)।

जहां तक बैंक समूहों का सवाल है, नए रुपया ऋणों के अंतर्गत बकाया रुपया ऋणों के मामले में डबल्यूएएलआर और एमसीएलआर के बीच का स्प्रेड अधिक रहा। इससे यह पता चलता है कि बकाया रुपया ऋणों की दरों पर संचारण का प्रभाव अधूरा रहा, क्योंकि ऐसे ऋणों की लागत सापेक्षिक रूप से अधिक थी इसलिए ऐसे ऋण कम दिए गए और अधिकांश पुराने पोर्टफोलियो आधार दरों (जिनकी गति एमसीएलआर से धीमी रही) से संबद्ध रहे (चार्ट IV.22)। कमजोर तुलन

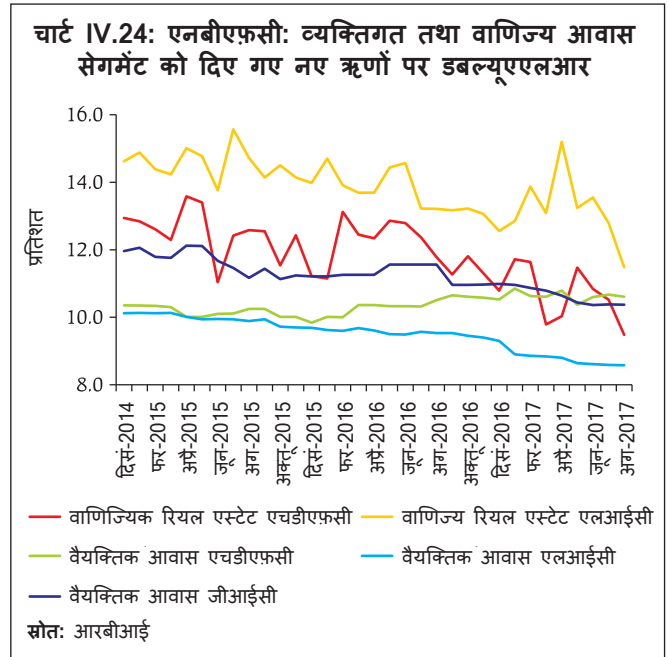
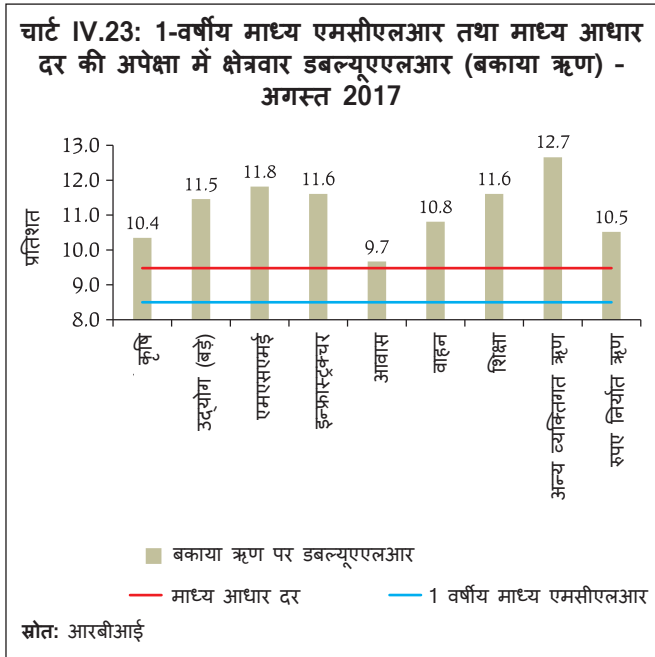
पत्रों के चलते पुराने पोर्टफोलियो पर मार्जिन बनाए रखने के लिए बैंकों के बीच आधार दरों के समायोजन में अंतर दिखाई दिया। दिसंबर 2014 के बाद से बैंकों की माध्य आधार दर में 75 आधार अंकों की कमी आई है, जबकि नीति दरों में कुल मिलाकर 200 अंकों की गिरावट हुई है। इससे पता चलता है कि निधियों की सीमांतिक लागत पर आधारित कीमत-निर्धारण की शुरुआत के बाद संपूर्ण ऋण बही पर संचारण उतना शीघ्र नहीं हो पाया। समग्र रूप से देखें तो जनवरी 2015 से नीतिगत दरों में जो 200 आधार अंकों की कटौती हुई, एमसीएलआर व्यवस्था के अंतर्गत नए रुपया ऋणों तक उसमें से केवल 193 आधार अंकों तक ही उन्हें लाभ हो पाया। तथापि, बकाया रुपया ऋण पर संचारण केवल 125 आधार अंक पर बना रहा जो यह बताता है कि बैंकों के लिए अपने लीगसी पोर्टफोलियो पर दरें कम करने की और अधिक गुंजाईश है।

आवास ऋणों पर भारत औसत उधार दरें एक वर्ष की मध्य एमसीएलआर के साथ ही साथ आधार दर के काफी करीब पाई

चार्ट IV.22: डबल्यूएएलआर तथा एमसीएलआर के बीच स्प्रेड



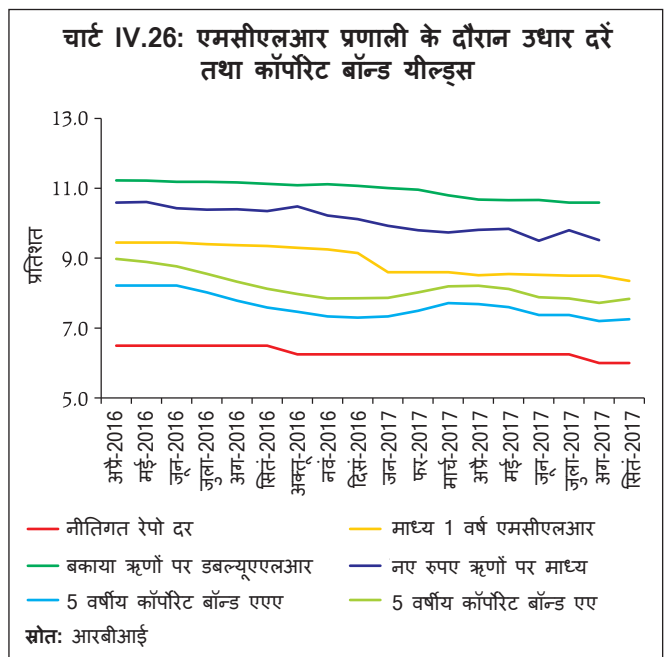
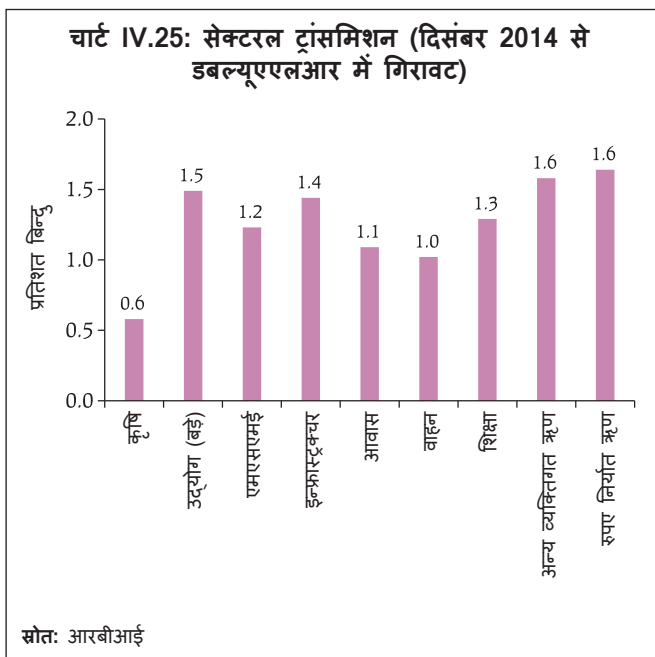
स्रोत: आरबीआई

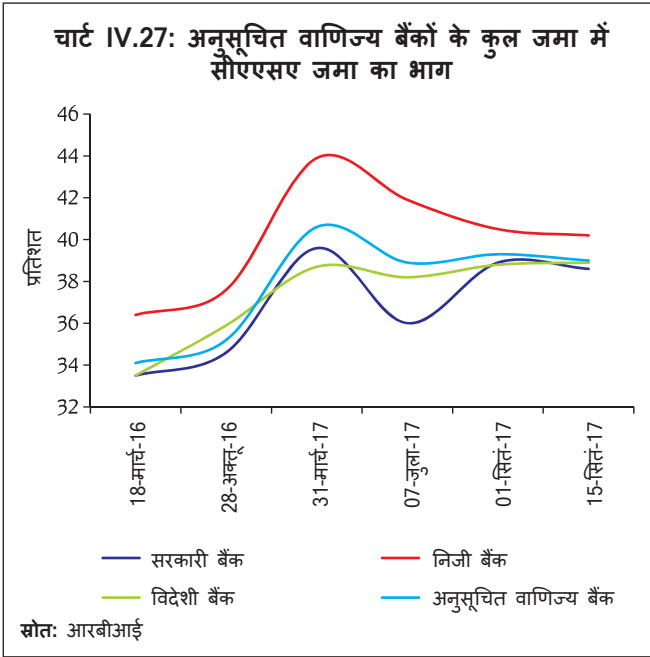


गई, जिससे यह पता चलता है कि बैंक ऐसे ऋणों पर निम्नतर स्प्रेड प्रभारित कर रहे हैं। इसकी वजह इस क्षेत्र में कम ऋण चूक और गैर-बैंकों की प्रतिस्पर्धा हो सकती है (चार्ट IV.23 और सारणी IV.24)।

बड़े उद्योग, जिसे कॉरपोरेट बॉण्ड बाज़ार सहित निधि के वैकल्पिक स्रोत प्राप्त हैं, पर बड़े पैमाने के संचारण से भी यह पता चलता है संचारण पर प्रतिस्पर्धा का कितना प्रभाव पड़ा है (चार्ट IV.25)। उदाहरण के लिए, उच्च रेटिंग-प्राप्त कॉरपोरेट बॉण्ड प्रतिफल पूरी तरह एमसीएलआर से कम रहा (चार्ट IV.26)।

ऐसा प्रतीत होता है कि 31 जुलाई 2017 से अनेक बैंकों ने बैंक समूह की कड़ी भूमिका को तोड़ते हुए बचत बैंक जमा दरों को कम किया, जिसके कारण मौद्रिक नीति के प्रभावों के प्रति बचत जमा दरों की संवेदनशीलता काफी कम हो गई है, जबकि अक्तूबर 2011 में बैंकों को दरें तय करने की पूर्ण स्वतंत्रता दी गई थी। बचत जमा दरों, जो कि बाज़ार की बदलती समाशोधन परिस्थितियों और मौद्रिक नीति के रुख में बदलाव पर आधारित हैं, के पुनर्निर्धारण में लचीलापन होना ज़रूरी है ताकि आस्ति पक्ष में मूल्य-निर्धारण करने में अधिक स्वतंत्रता बनी रहे जिससे कुल जमा में सीएएसए जमा राशियों का अधिक हिस्सा बना रहें (चार्ट IV.27)। अल्प बचतों की





द्वारा एक आंतरिक अध्ययन समूह (अध्यक्ष: डॉ. जनक राज) का गठन किया गया जो समूह मौद्रिक नीति के अंतरण में सुधार लाने के दृष्टिकोण से एमसीएलआर प्रणाली के विभिन्न पहलुओं का अध्ययन करेगा। इस अध्ययन समूह अपनी रिपोर्ट 25 सितंबर 2017 को प्रस्तुत की है जिसमें यह बताया गया है कि आधार दर/ एमसीएलआर जैसे आंतरिक बेंचमार्क मौद्रिक नीति का प्रभावी अंतरण नहीं कर रहे हैं। आधार दर/ एमसीएलआर की गणना और उस पर लगाए जानेवाले स्प्रेड्स की निरंकुशता ब्याज दर निर्धारण प्रणाली की समग्रता को खोखला कर देती हैं। साथ ही, आधार दर/ एमसीएलआर व्यवस्था बैंक ऋण की कीमत निर्धारण से संबन्धित वैश्विक पद्धतियों के समकालीन नहीं है। अतः अध्ययन समूह ने सिफारिश की है कि समयबद्ध तरीके से बाह्य बेंचमार्क को अपनाया जाएँ (और अधिक जानकारी के लिए अध्ययन समूह की रिपोर्ट को देखें)।

स्पर्धा में ब्याज दरें मियादी जमा दरों की तुलना में सामान्यतः उच्चतर थी और यह सरकार द्वारा घोषित फार्मूला के अनुरूप समय पर समायोजित नहीं थी जिसकी वजह से ट्रांसमिशन भी बाधित हुआ

अप्रैल 2016 में आधार दर से एमसीएलआर क्षेत्र में स्थानांतरण से मौद्रिक नीति का ट्रांसमिशन पूरी तरह संतोषजनक नहीं रहा। इसलिए, 2 अगस्त 2017 की विकासात्मक और विनियामक नीति विवरण में जैसा कि उल्लेख किया है, भारतीय रिज़र्व बैंक

IV.3 चलनिधि की स्थिति और मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रिया

संशोधित आरबीआई अधिनियम 1934 के अनुसार रिज़र्व बैंक द्वारा सार्वजनिक हित में मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन से संबंधित परिचालन प्रक्रिया का निर्माण करना और उसमें समय-समय पर परिवर्तन किया जाना चाहिए, यदि कोई हो तो। विमुद्रीकरण के पश्चात की अवधि में संग्रहित अत्यधिक अतिशेष चलनिधि का पारंपरिक और गैर पारंपरिक दोनों ही तरीके से प्रबंधन करने से संबंधित आरबीआई का दृष्टिकोण

सारणी IV.4: 2017-18 की तीसरी तिमाही के लिए अल्प बचत लिखतों पर ब्याज दरें

(प्रतिशत)

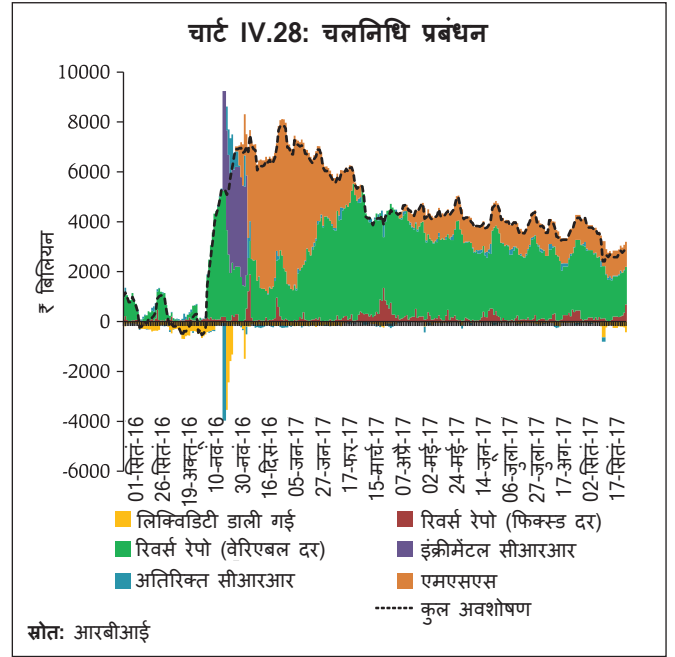
अल्प बचत योजना	परिपक्वता (वर्ष)	स्प्रेड \$ (प्रतिशत बिन्दु)	समरूपी परिपक्वता (जून से अगस्त 2017 तक) की औसत जी-सिक्कू योल्ड (%)	फार्मूला आधारित ब्याज दर (%) (अक्टूबर से दिसंबर 2017 के लिए लागू)	भारत सरकार द्वारा घोषित ब्याज दर (%) (अक्टूबर-दिस 2017 के लिए लागू)	अंतर (प्रतिशत बिन्दु) असंचरणीय
(1)	(2)	(3)	(4)	(5) = (3) + (4)	(6)	(7) = (6) - (5)
बचत जमा	-	-	-	-	4.00	-0.00
लोक भविष्य निधि मियादी जमा	15	0.25	6.70	6.95	7.80	0.85
1 वर्ष	1	0	6.17	6.17	6.80	0.63
2 वर्ष	2	0	6.25	6.25	6.90	0.65
3 वर्ष	3	0	6.32	6.32	7.10	0.78
5 वर्ष	5	0.25	6.48	6.73	7.60	0.87
डाक घर आवर्ती जमा खाता	5	0	6.32	6.32	7.10	0.78
डाक घर मासिक आय योजना	5	0.25	6.44	6.69	7.50	0.81
किसान विकास पत्र	115 माह	0	6.70	6.70	7.50	0.80
एनएससी VIII इश्यू	5	0.25	6.63	6.88	7.80	0.92
वरि. नागरिक बचत योजना	5	1.00	6.48	7.48	8.30	0.82
सुकन्या समृद्धि खाता योजना	21	0.75	6.70	7.45	8.30	0.85

\$ फरवरी 2016 की भारत सरकार प्रेस प्रकाशनी के अनुसार लघु बचत दर तय करने के लिए स्प्रेड नोट : तीसरी तिमाही 2017-18 के लिए लघु बचत योजनाओं पर ब्याज दरों को भारत सरकार ने अपरिवर्तित रखने का निर्णय लिया है

अप्रैल 2017 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में प्रस्तुत किया गया था। 2017-18 में अधिशेष चलनिधि की स्थिति बनी रहने की आशंका के चलते आरबीआई ने अप्रैल 2017 में अग्रिम दिशा-निर्देश जारी किए थे: (क) विमुद्रीकरण पश्चात बची हुई अधिशेष चलनिधि को खपाने के लिए लंबी अवधि की प्राथमिकता सहित परिवर्ती रिवर्स रेपो नीलामी का मुख्य साधन के तौर पर प्रयोग किया गया। (ख) ₹1 ट्रिलियन तक खजाना-बिल और एमएसएस के अंतर्गत दिनांकित प्रतिभूतियां जारी करना। (ग) भारत सरकार के साथ समझौता ज्ञापन (एमओयू) के अनुसार सरकारी परिचालनों के कारण हुए स्थायी अधिशेष का प्रबंधन करने के लिए ₹1 ट्रिलियन तक उचित अवधि के सीएमबी जारी करना। (घ) प्रणाली स्तर की चलनिधि को तटस्थता तक लाने की दृष्टि से खुला बाजार परिचालन और (ङ) दिन-प्रतिदिन की चलनिधि को व्यवस्थित करने के लिए रिवर्स रेपो/रेपा परिचालन का सही तालमेल।

इस आदेश के अनुसरण में रिज़र्व बैंक ने एमएसएस के अंतर्गत अप्रैल और मई 2017 में रुपये 1 ट्रिलियन के खजाना-बिलों (312 दिनों से लेकर 329 दिनों तक की अवधि) की नीलामी की। तीव्र मुद्रीकरण के कारण संचलन में मुद्रा में तीव्र वृद्धि हुई जिससे 2017-18 की पहली तिमाही में लगभग रुपये 2 ट्रिलियन अधिशेष चलनिधि कम हो गई। हालांकि, इसका प्रभाव सरकार के फ्रंट लोड व्यय, सरकारी प्रतिभूतियों के अत्यधिक मोचन, रिज़र्व बैंक के विदेशी मुद्रा परिचालन से भी अधिक था। चलनिधि की दैनिक औसत खपाई मार्च 2017 के रुपये 3, 141 बिलियन के मुकाबले बढ़कर 2017-18 की पहली तिमाही में रुपये 4, 562 बिलियन (एलएएफ, एमएसएस और सीएमबी सहित) हो गई (चार्ट IV.28)।

दूसरी तिमाही में सरकार द्वारा अर्थोपाय अग्रिमों और ओवरड्राफ्ट का बारबार सहारा लेने के कारण संचलन में मुद्रा जैसी संवर्धित बाजार चलनिधि ₹569 बिलियन तक खपाई गई। नियमित 7-दिन, 14-दिन और 28-दिन परिवर्ती दर रेपो



नीलामियों के अलावा रिज़र्व बैंक ने रुपये 600 बिलियन खपाने के लिए लगातार खुला बाजार परिचालन संचालित किए (₹200 बिलियन प्रति जुलाई, अगस्त और सितंबर में)। अगस्त के दौरान सरकार की नकद जमाराशि की स्थिति में वृद्धि होने के साथ चलनिधि की निवल दैनिक औसत खपाई अगस्त 2017 अंत तक कम होकर रुपये 4, 417 बिलियन हो गई जोकि अगस्त के पहले सप्ताह में रुपये 5, 126 बिलियन (एलएएफ, एमएसएस और सीएमबी सहित) थी। सितंबर के तीसरे सप्ताह में अग्रिम कर बहिर्वाह के साथ सरकारी नकद जमाराशि बढ़कर रुपये 1,322 बिलियन हो गई। इसके परिणामस्वरूप सितंबर के अंत में अधिशेष चलनिधि कम होकर रुपये 2, 771 बिलियन हो गई। पूर्व-सक्रिय चलनिधि प्रबंधन रणनीति में पारंपरिक और गैरपारंपरिक उपायों का सम्मिश्रण मुद्रास्फीति के बढ़ने और घटने से संबंधित संभावित खतरों को टालने में प्रभावी हो सकते थे (बाक्स IV.2)।

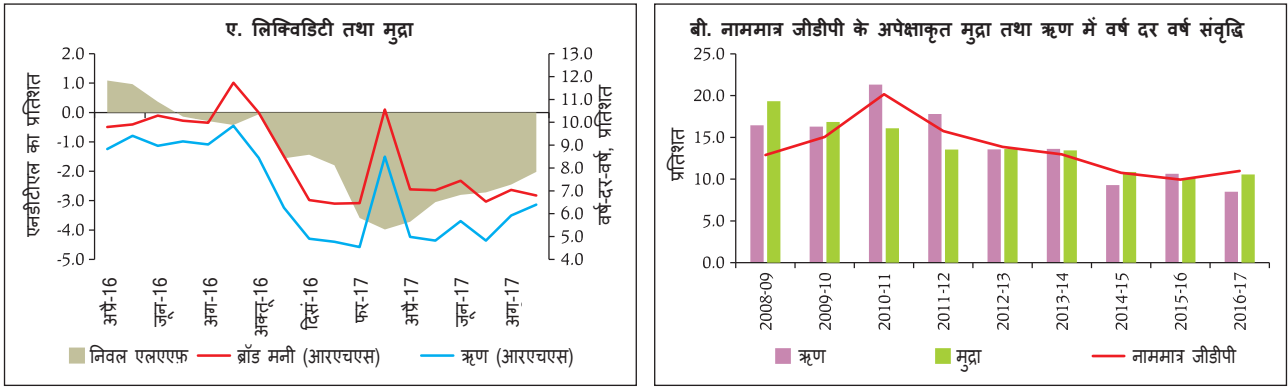
बाँक्स IV.2: विमुद्रीकरण के बाद चलनिधि प्रचुरता का प्रबंधन: मुद्रास्फीति के जोखिमों को कम करना

बैंकिंग प्रणाली में अधिक चलनिधि और मुद्रास्फीति के बीच के कारणात्मक संबंध से फ्रीडमनेस्क के इस तर्कवाक्य की पुष्टि होती है कि : “मुद्रास्फीति हमेशा और हर जगह एक मौद्रिक तथ्य रहा है”। मुद्रा-प्रसार, मूल्य स्थिरता के उद्देश्य से ब्याज दरों का निर्धारण करने वाले मौद्रिक नीति निर्माता आधुनिक केंद्रीय बैंकों की उस परिचालन क्रियाविधि में अन्तर्निहित है - जो एकदिवसीय मुद्रा बाजार दरों को नीतिगत दरों के अनुरूप रखने के लिए चलनिधि (या बैंक आरक्षित निधियों के लिए मांग) की मांग को पूरी तरह से समायोजित करते हुए केंद्रीय बैंक के तुलन-पत्र में समाविष्ट करती है। पर्याप्त ऋण मांग के अभाव

में नवंबर 2016 से बैंकिंग प्रणाली की आरक्षित निधियों में हुई अवांछित वृद्धि इस बात का प्रतीक है कि निर्दिष्ट बैंक नोट बैंकों में जमा के रूप में वापस लौट आए। पूर्व-सक्रिय चलनिधि प्रबंधन से यह सुनिश्चित किया गया कि चलनिधि की प्रचुरता के दबाव में डबल्यूएसीआर न्यूनतम चलनिधि समायोजन सुविधा से बहुत अधिक नीचे न गिर जाए। मुद्रास्फीति के बारे में जिस परिवर्ती (वेरिएबल) से सभी मुख्य सूचनाएं प्राप्त होती हैं वह संकलित मौद्रिक राशि (या व्यापक मुद्रा) है न कि केंद्रीय बैंक चलनिधि जो प्रणाली स्तर के दैनिक बेमेल को ही दुरुस्त

(जारी...)

चार्ट IV.बी.1: लिक्विडिटी स्थिति तथा मोनेटरी अग्रगेट्स



नोट : 1. चार्ट (ए) में लिक्विडिटी इंजेक्शन सकारात्मक है ; अवशोषण नकारात्मक है
 2. दोनों चार्टों में ऋण बैंकिंग प्रणाली द्वारा दिए ऋण के संदर्भ में है जैसा की एम3 में लिया है
 स्रोत: आरबीआई तथा सीएसओ

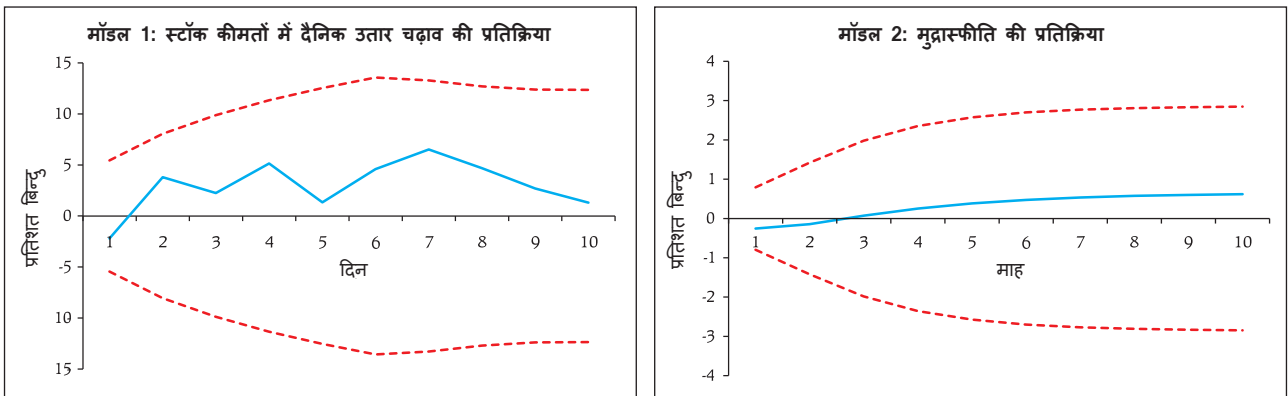
करती है। वास्तव में, हालांकि विमुद्रीकरण के बाद भारत में निवल चलनिधि में लगातार भारी वृद्धि हुई है {निवल मांग और मीयादी देयताओं (एनडीटीएल) के रूप में}, तथापि, प्रणाली में व्यापक मुद्रा (M3) तथा बैंक ऋण वृद्धि में कमी आई है (चार्ट IV.बी.1)। अतः चलनिधि प्रबंधन उस संभावित मुद्रास्फीतिकारी दबाव को कम करता रहा है जो उभर सकता था। उदाहरण स्वरूप, मुद्रास्फीतिकारी दबाव तभी उभर सकता था जब बैंकों ने ऋण विस्तार के लिए सुलभ चलनिधि का उपयोग जीडीपी में हुई नाममात्र की वृद्धि दर की अपेक्षा अधिक दर से किया होता, इससे मुद्रा की मांग में वृद्धि के साथ-साथ स्थूल मुद्रा में भी भारी वृद्धि हुई होती। मात्रात्मक चलनिधि सुलभता में भी यही स्थिति दिखाई देती है। वास्तव में, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं ने, भारी अतिरिक्त चलनिधि मौजूद होने के बावजूद, अपस्फीतिकारी जोखिम अनुभव किए हैं। (Reis.2016)

विभिन्न लेखों में, अनुभवजन्य प्रमाण यह दर्शाते हैं कि अतिरिक्त चलनिधि ईक्विटी मूल्य मुद्रास्फीति को बढ़ाती है

(बलाटी तथा अन्य, 2017)। तथापि, यह भी पाया गया है कि मुद्रास्फीति तथा आस्ति-मूल्यों पर चलनिधि आधिक्य का गत्यात्मक प्रभाव अर्थव्यवस्था की स्थिति पर, विशेष रूप से, व्यापार- चक्र, ऋण चक्र, मुद्रास्फीति की शुरुआती स्थिति, आस्ति मूल्य चक्र तथा मौद्रिक नीति के रुझान की स्थिति पर निर्भर करता है (बोमिस्टर तथा अन्य, 2008)। इन अनुभवजन्य लेखों का लाभ उठा कर आंकड़ों की उपलब्धता की बारंबारता को ध्यान में रखते हुए, प्रत्येक चार परिवर्ती (वेरिएबल) के साथ दो वेक्टर आटो-रिगेशन (वीएआर) मॉडलों का उपयोग किया गया।

प्रथम मॉडल में जुलाई 2010 से जुलाई 2017 की अवधि के दैनिक आंकड़ों का उपयोग (बैंक की एनडीटीएल के अनुपात के रूप में दैनिक निवल एलएएफ; प्रभावी फंड निधि दर पर डबल्यूएसीआर के स्प्रेड में दैनिक परिवर्तन, बीएसई सेंसेक्स में दैनिक परिवर्तन; तथा इक्विटी में दैनिक निवल एफपीआई इन्फ्लो) किया गया है। दूसरे मॉडल में, जनवरी 2011 से

चार्ट IV.बी.2: अक्युमुलेटेड रिस्पांस टू जनरलाइज्ड वन स्टैंडर्ड डेविएशन इनोवेशन टू एक्सस लिक्विडिटी +/-2 स्टैंडर्ड एरर्स



स्रोत: स्टाफ अनुमान

(contd.)

जुलाई 2017 तक की अवधि के मासिक आंकड़ों (एनडीटीएल के अनुपात के रूप में निवल एलएएफ़ में मासिक परिवर्तन; रेपो दर पर डब्ल्यूएसीआर का स्प्रेड; हेडलाइन सीपीआई सूचकांक में वार्षिकी माह-दर-माह परिवर्तन; तथा चार वेरिबल के रूप में व्यापक मुद्रा में वार्षिकी माह-दर-माह परिवर्तन) का उपयोग किया गया है। उक्त दोनों मॉडलों में उपयोग किए गए सभी परिवर्तनी (वेरिबल) स्थिर हैं तथा वीएआर अंतर का निर्धारण मानक “एकाइ के सूचना मानदंड / स्क्वार्ज सूचना मानदंड” द्वारा किया गया है।

आकस्मिक प्रत्युत्तर फलन यह दर्शाता है कि अतिरिक्त चलनिधि न तो उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) मुद्रास्फीति को और न ही इक्विटी मूल्य परिवर्तनों के पथ को प्रभावित करती है (चार्ट IV.बी.2)। लेकिन, व्यापक मुद्रा पर स्टैंडर्ड डेवीएशन के आघात (अर्थात वृद्धि) को, अपेक्षानुसार, स्फीतिकारी पाया गया है। इससे यह प्रतिबिंबित होता है कि जब चलनिधि आधिक्य से मुद्रा की मात्रा में बहुत अधिक वृद्धि नहीं होती तब वह स्फीतिकारी नहीं होती। इस मॉडल के अनुसार, चलनिधि पर बाहरी आघातों से न तो व्यापक मुद्रा में कोई वृद्धि होती है और न ही ब्याज दरों में गिरावट आती है। अतः इसमें कोई आश्चर्य

नहीं है कि विमुद्रीकरण के बाद अतिरिक्त चलनिधि से भारत में मुद्रास्फीति पर अभी तक कोई प्रभाव नहीं पड़ा है।

संदर्भ

माइक्रो बलात्ती, क्रिस ब्रुकस, माइकेल पी क्लेमेंट्स एंड कोन्स्टंटिना कपू (2017), “डिड क्वान्टिटेटिव इजिंग ओनली इनफ्लेट स्टॉक प्राइसेस? मेक्रोइकोनोमिक एविडेंस फ्रॉम यूएस एंड यूके” www.efmaefm.org/OEFMAMEETINGS/.../papers/EFMA2017_0227_fullpaper.pdf.

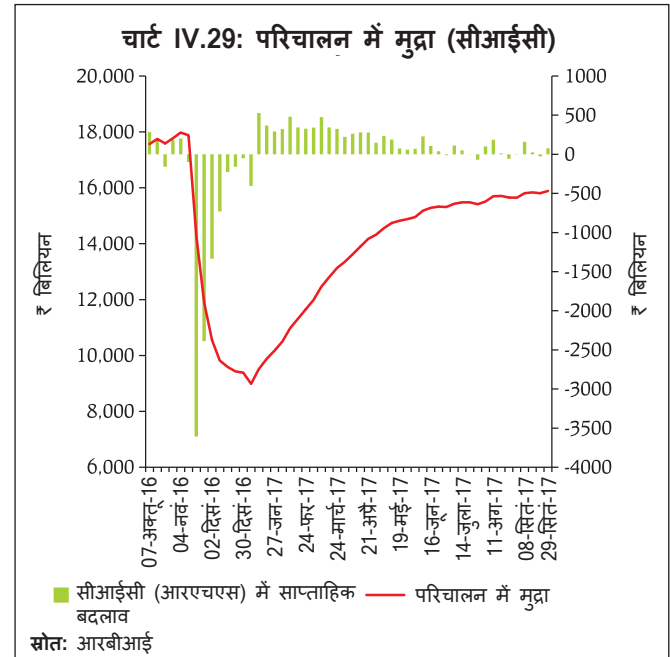
क्रिस्टीन बुमिस्टर, एवेलीन डुरिंक, गर्ट पीस्मैन (2008), “लिक्विडिटी, इंफ्लेशन एंड एसेट प्राइसेस इन ए टाइम-वेरिंग फ्रेमवर्क फॉर यूरो एरिया”, <https://www.nottingham.ac.uk/cfcm/documents/workshops/baumeister-durinck-peersman.pdf>

रिकार्डो रेइज (2016), “फंडिंग क्वान्टिटेटिव इजिंग टु टार्गेट इन्फ्लेशन”. सितंबर

<https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2016/econsymposium-reis-paper.pdf?la=en>

परिचालन में मुद्रा, पुनः मुद्रीकरण के कारण तेजी से विमुद्रीकरण के पूर्व के स्तर के काफी करीब आ गई (चार्ट IV.29) जो विमुद्रीकरण के पूर्व के ठीक पहले के मौजूदा स्तर के 88 प्रतिशत (₹17.97 ट्रिलियन) तक पहुंच गयी।

आशा है कि 2017-18 की दूसरी छमाही में भी अधिशेष चलनिधि की स्थिति बने रहने की संभावना है, जोकि नीति रेपो दर और मौद्रिक नीति - डब्ल्यूएसीआर- के परिचालन लक्ष्यों के बीच तालमेल बिठाने तथा मुद्रा बाजार विविधता में अन्य दरों को सुचारू रूप से विकसित करने हेतु सक्षम करने के प्रति अपने संकल्प के अंतर्गत आरबीआई के चलनिधि प्रबंधन ढांचे के उद्देश्यों और साधनों का परीक्षण करेगी। इक्विटी और बॉन्ड बाजार को उच्च मूल्यों के साथ जूझना पड़ता है और निवेशकों की भावनाएं पुश और पुल दोनों कारकों और अनिर्णत सुधारों की ओर जाती हैं। विदेशी मुद्रा बाजार में पूंजी के प्रवाह के लिए दृष्टिकोण और अमेरिकी डालर की संभावित राह विनिमय दरों की उचित मूल्यों का मूल्यांकन और उससे विचलन के घरेलू आधारभूतों से परस्पर प्रभावित होती है। ऋण वृद्धि के मजबूत सुधार बैंकिंग प्रणाली की दबावग्रस्त आस्तियों के निवारण और निजी निवेश मांग में स्थिर तेजी दोनों पर ही निर्भर करते हैं। उचित बाह्य मानदंड निर्धारित करने के लिए



जारी प्रयास बैंकों द्वारा ब्याज दर तय करने में पारदर्शिता लाएंगे और मौद्रिक नीति के प्रसारण संबंधी सुधार लाने में सहायक होंगे।

V. बाह्य परिदृश्य

वैश्विक संवृद्धि दर का विस्तार कई उन्नत और उभरती बाज़ार में रहा। वैश्विक व्यापार की दर में भी तेजी आई है और उसका निष्पादन वैश्विक जीडीपी की संवृद्धि दर से अपेक्षाकृत अच्छा रहने की संभावना है। अनेक देशों में पण्यवस्तु मूल्यों में नरमी के कारण मुद्रास्फीति का दबाव कम रहा।

अप्रैल 2017 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट के बाद से वैश्विक संवृद्धि दर में मज़बूती आई, जिसका असर अनेक उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के साथ-साथ कुछ पण्यवस्तु निर्यात करने वाली उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) पर भी फैला और जिसके कारण उक्त ईएमई को मंदी की चपेट से छुटकारा मिला। अनेक अर्थव्यवस्थाओं में मांग में आई मज़बूती तथा निर्यात व आयात की गतिविधियों में आई तेजी के कारण विश्व व्यापार को क्रमिक रूप से गति मिली। आपूर्ति की प्रचुरता कम हो जाने से कच्चे तेल की कीमतें तीसरी तिमाही में स्थिर बनी रहीं। चीन की मांग बढ़ने के कारण धातुओं की कीमतों में में रैली सी पैदा हो गई थी। वित्तीय आस्तियों पर जोखिम उठाने के प्रति बढ़ती रुचि के कारण बुलियन की कीमतें सितंबर में बढ़ती दर्ज करने से पूर्व पिछले कई माह के निम्नतम स्तर पर पहुंच गईं, और खसतौर से तब, जब भू-राजनैतिक जोखिम बढ़ते जा रहे थे। जहां तक मुद्रास्फीति का मामला है कई उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में लक्ष्य स्तर से कम रही और अनेक उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं में कमी आई।

वैश्विक संवृद्धि दर की संभावनाओं तथा प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के निभावकारी रुख के कारण अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाज़ारों में उछाल आया। वित्तीय बाज़ार भू-राजनैतिक घटनाओं का सामना करने में सफल रहे तथा अमरीकी फेडरल रिज़र्व के हाल के तुलनपत्र के आकार को कम करने के निर्णय को लेकर भी काफी मजबूत दशा बनी रही। अधिकतर उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में इक्विटी बाज़ारों में तेजी आई है जबकि कुछ उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं में थोड़ा सा सुधार पाया गया है। प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के मामले में मौद्रिक नीति के सामान्यीकरण की प्रत्याशाओं के चलते बॉण्ड प्रतिफलों में बढ़ती दर्ज हुई, परंतु उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं के मामले में मुद्रास्फीति में नरमी और तटस्थ या निभावकारी नीति दरों के कारण बॉण्ड प्रतिफलों में गिरावट दर्ज हुई। अमेरिकी डॉलर पिछले कई माह के निचले स्तर पर पहुंच गया, जबकि यूरो और मज़बूत हुआ। जहां तक उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं की करेंसी में उतार-चढ़ाव मिश्रित रहा, अपितु उसमें मूल्यवृद्धि के प्रति सामान्य झुकाव रहा।

V.1 वैश्विक आर्थिक परिस्थिति

जहां तक यूएस अर्थव्यवस्था का सवाल है पहली तिमाही में कमज़ोर प्रदर्शन के बाद दूसरी तिमाही में उसने तीव्र गति से वृद्धि दर्ज की। श्रम बाज़ार की परिस्थितियों में उछाल, उपभोक्ता विश्वास के बढ़ने, मुद्रास्फीति में प्रत्याशा से अधिक नरमी आने तथा आवास बाज़ार में मज़बूती के कारण उपभोक्ता व्यय में तेजी आई। औद्योगिक उत्पादन की गति बढ़ी, वहीं अनिवासी निवेश की वृद्धि दर का रुख बदला। खुदरा बिक्री और कारोबारी व्यय से यह पता चला कि तीसरी तिमाही के प्रारंभ में संवृद्धि

की गति बनी रही। तथापि, हाले में आए तूफानों ने आर्थिक गतिविधियों को अस्थायी तौर पर प्रभावित किया था।

यूरो क्षेत्र में आर्थिक सुधार पटरी पर आया और संघटक अर्थव्यवस्थाओं में आर्थिक सुधार की गतिविधियां बढ़ीं। जहां तक जीडीपी वृद्धि दर का मामला है पहली तिमाही के अपेक्षाकृत अधिक मज़बूत स्तर की तुलना में दूसरी तिमाही में उसमें और सुधार आया। बेरोज़गार में लगातार कमी आने और खुदरा बिक्री में बढ़ती होने के कारण कारोबार और उपभोक्ता के रुख में सुधार आया। इस क्षेत्र में विदेशी मांग में मज़बूती आने और राजनैतिक अनिश्चितता में कमी आने के कारण सुधार को मदद मिली।

जहां तक जापान का मामला है पिछली पांच तिमाहियों में आर्थिक वृद्धि दर में सुस्ती आने के बाद दूसरी तिमाही में तेजी आई। घरेलू मांग- अर्थात् खपत और निवेश दोनों तीन वर्ष के उच्चतम स्तर पर पहुंचे। कमज़ोर मुद्रा और मज़बूत वैश्विक मांग के बावजूद आयात दर के बढ़ने के कारण निवल निर्यात दर ऋणात्मक रही, जो कि घरेलू गतिविधियों में सुस्ती का संकेत है। वित्तीय परिस्थितियां काफी निभावकारी रहने के बावजूद औद्योगिक उत्पादन दर में बढ़ती दर्ज हुई और श्रम बाज़ार लगातार तंग बना रहा (सारणी V.1)।

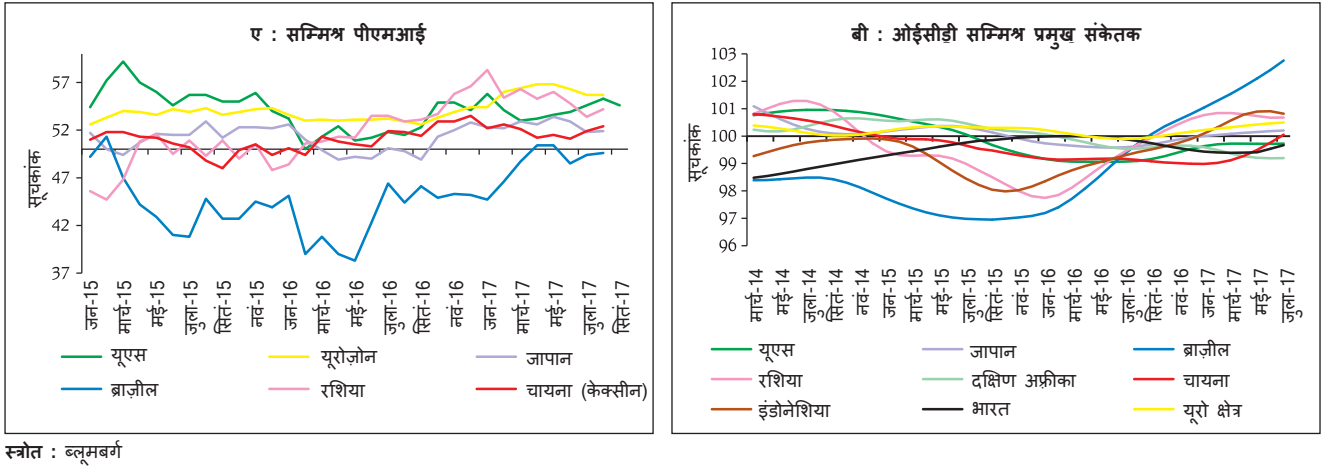
सारणी V.1: वास्तविक जीडीपी संवृद्धि (तिमाही-दर-तिमाही, वार्षिकीकृत)

(प्रतिशत)

देश	ति2-2016	ति3-2016	ति4-2016	ति1-2017	ति2-2017	2017 (पी)	2018 (पी)
उन्नत अर्थव्यवस्थाएं (ईई)							
कनाडा	-1.4	4.1	2.7	3.7	4.5	2.5	1.9
यूरो क्षेत्र	1.2	2.0	2.4	2.0	2.4	1.9	1.7
जापान	2.0	0.9	1.6	1.2	2.5	1.3	0.6
दक्षिण कोरिया	3.6	2.0	2.0	4.4	2.4	2.7	2.8
यूके	2.0	1.6	2.4	1.2	1.2	1.7	1.5
यूएस	2.2	2.8	1.8	1.2	3.1	2.1	2.1
उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाएं (ईएमई)							
ब्राज़िल	-1.6	-2.3	-1.8	4.1	1.0	0.3	1.3
चीन	7.6	7.2	6.8	5.2	6.8	6.7	6.4
मलेशिया	4.4	5.6	5.2	7.2	5.2	4.5	4.7
मैक्सिको	0.4	4.2	2.9	2.6	2.3	1.9	2.0
रूस	-0.5	-0.4	0.3	0.5	2.5	1.4	1.4
दक्षिण अफ्रीका	3.1	0.4	-0.3	-0.6	2.5	1.0	1.2
थाईलैंड	3.8	2.0	2.1	5.3	5.4	3.0	3.3
मेमो:	2016ई		2017पी		2018पी		
वैश्विक उत्पादन	3.2		3.5		3.6		
विश्व व्यापार की मात्रा	2.3		4.0		3.9		

ई : प्राक्कलन, पी : पूर्वानुमान, * : जीडीपी की वर्ष-दर-वर्ष वृद्धि दर
 स्रोत : ब्लूमबर्ग और आईएमएफ

चार्ट V.1: प्रमुख संकेतक



उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं में, वर्ष 2017 की प्रथम छमाही के दौरान विकास की गतिशीलता में कुछ साम्य पैदा हुआ क्योंकि बड़ी वस्तु निर्यातक अर्थव्यवस्थाओं तथा अनेक मध्यम आय वाले देशों की आर्थिक स्थिति में तेजी उत्पन्न हुई। चीन में, दूसरी तिमाही के दौरान कम हुई विकास दर, वित्तीय प्रोत्साहन तथा वैश्विक मांग के चलते फिर से बढ़ गई। हालांकि, उधार देने की लागत में बढ़ोत्तरी तथा प्रॉपर्टी बाज़ार में सुस्ती के कारण निवेश कमजोर रहा, यद्यपि कठिन वित्तीय स्थितियों के बावजूद विनिर्माण क्षेत्र में विस्तार हुआ। चीन में कर्ज लेकर हासिल की गई संवृद्धि वित्तीय अस्थिरता का मुख्य स्रोत थी जिसकी वजह से एस एंड पी ग्लोबल रेटिंग्स द्वारा 1999 के बाद पहली बार रेटिंग को कम किया गया था। ब्राज़ील की अर्थव्यवस्था को दूसरी तिमाही में लगातार दो तिमाहियों तक विस्तार मिलता रहा लेकिन सुस्त श्रम बाज़ार और राजनीतिक अनिश्चितता के कारण विकास का गति-शास्त्र कमजोर रहा। रूस की अर्थव्यवस्था वैश्विक वातावरण की मजबूती तथा समष्टि आर्थिक बुनियादी में सुधार लाने के चलते दो वर्ष की मंदी के बाद उभरी। इंडोनेशिया, मलेशिया तथा थाईलैंड जैसे मध्यम आय वाली एशियाई अर्थव्यवस्था की संवृद्धि दर में घरेलू तथा विदेशों की अधिक मांग के कारण वर्ष 2017 की प्रथम छमाही के दौरान सुधार हुआ। कोरिया की विकास दर जो प्रथम तिमाही में स्पष्ट रूप से बढ़ गई थी, जिसमें चीन में भू-राजनैतिक तनाव बढ़ने के कारण पर्यटन में तेजी से गिरावट के चलते दूसरी तिमाही में कमी हुई। दक्षिण अफ्रीका दूसरी तिमाही में मंदी से उबर गया, हालांकि, उसके समक्ष आर्थिक तथा राजनैतिक चुनौतियाँ आईं।

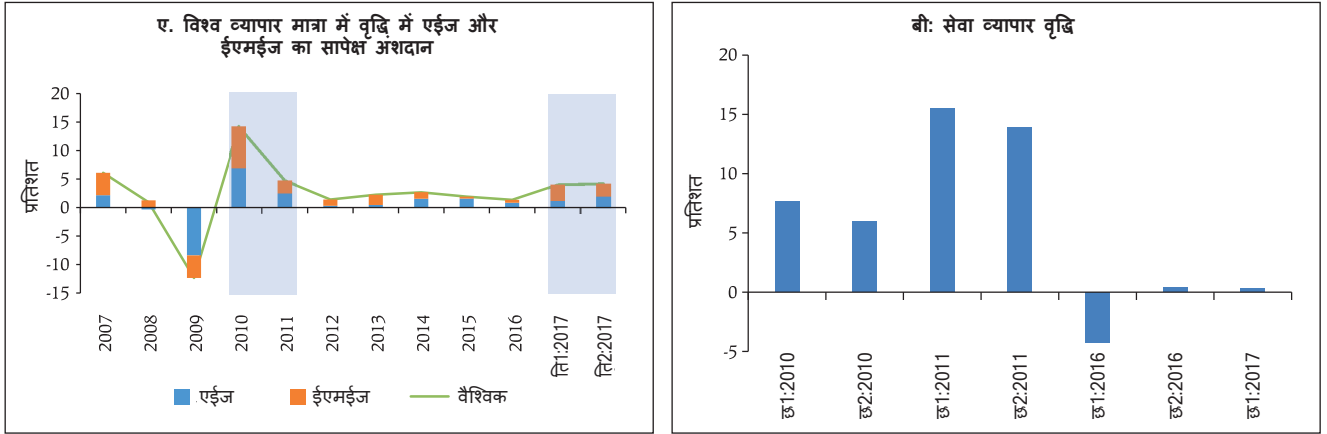
समग्र क्रय प्रबन्धकों के सूचकांक (पीएमआई) यूएस, यूरोज़ोन तथा चीन में आर्थिक संवृद्धि में तेजी, ब्राज़ील में संकुचन शक्तियों का हास तथा यूके और रूस में कम हो रही वृद्धि की

दर को दर्शाते हैं। आर्थिक सहयोग और विकास संगठन के प्रमुख संकेतक (सीएलआई) चीन और ब्राज़ील में संवृद्धि वेग की संभावनाओं तथा यूएस, यूरो क्षेत्र तथा जापान में स्थिर वेग की ओर इंगित करते हैं (चार्ट V.1)।

वैश्विक पण्य व्यापार की मात्रा में वर्ष 2016 के कमजोर निष्पादन की तुलना में 2017 की दूसरी तिमाही में वृद्धि हुई। हाल ही के आंकड़ों से पता चलता है कि वैश्विक पण्य व्यापार में उतार-चढ़ाव व्यापक आधार पर हो गया है, क्योंकि विश्व व्यापार करने वाले दो तिहाई से अधिक देशों (ब्राज़ील, चीन, ईयू, भारत, जापान, रूस तथा यूएसए) ने एक वर्ष पहले की तुलना में अधिक व्यापार गतिविधियां दर्ज की हैं। हालांकि, यह वर्ष 2010 में थी, वह अपने उस स्तर की तुलना में बहुत कम रही है (चार्ट V. 2ए)।

सेवा व्यापार ने यूएस को छोड़कर प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं में वर्ष 2017 की दूसरी तिमाही के दौरान कुछ कमी दर्ज की (चार्ट V2. बी)। विश्व व्यापार संगठन (डब्ल्यूटीओ) का विश्व व्यापार आउटलुक संकेतक वर्ष 2017 की तीसरी तिमाही में वैश्विक सेवाओं के व्यापार में मामूली से सुधार को दर्शाता है। डब्ल्यूटीओ के अनुसार यह पर्यटन, वित्तीय तथा व्यापार सेवाओं के प्रदर्शन पर निर्भर करता है, हालांकि पण्य व्यापार में वसूली भी कुछ संवेग प्रदान कर सकती थी। बहुपक्षीय संगठन जैसे अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष, विश्व बैंक तथा विश्व व्यापार संगठन (डब्ल्यूटीओ) की प्रस्तावित वैश्विक व्यापार की मात्रा वर्ष 2017 और 2018 में बढ़ रही है। हालांकि, प्रमुख अर्थव्यवस्थाएं यूएस व्यापार की धारा 301 को लागू करने पर एक सख्त नीतिगत वातावरण का सामना करना पड़ सकता था, जो इसे एकतरफा लागू करने की अनुमति देता है जिसके चलते भू-राजनैतिक और प्रतिशोधात्मक नतीजे आ सकते हैं।

चार्ट V.2: विश्व व्यापार



स्त्रोत : सीपीबी नेदरलैंड और डब्ल्यूओ

V.2 पण्य कीमतें और वैश्विक मुद्रास्फीति

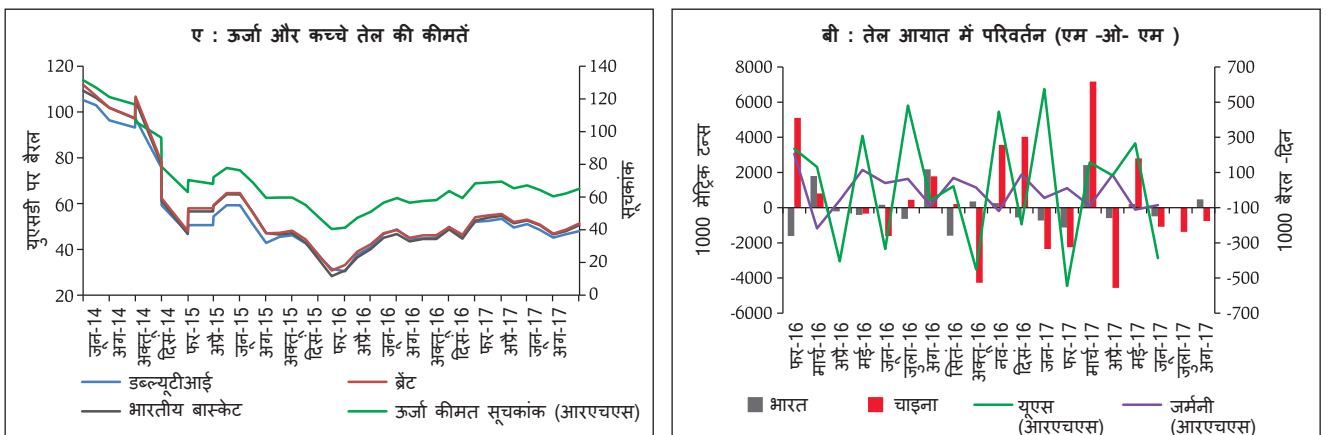
वैश्विक पण्य कीमतों पर मांग व आपूर्ति असंतुलनों, भू-राजनीतिक तनावों और पण्य विशिष्ट घटकों का असर पड़ा जबकि कृषि पण्य के संबंध में मौसमी परिस्थितियां भी कारण रहीं। जून-जुलाई के अंत में चीन की मांग में तेजी आने के कारण पण्य कीमतों में हुई कुछ वृद्धि के बावजूद अप्रैल से सितंबर 2017 की अवधि के दौरान ब्लूमबर्ग पण्य सूचकांक द्वारा मापी गई पण्य कीमतों में 1.0 प्रतिशत की कमी आई। उच्च इन्वेंट्री के कारण 2017 की दूसरी तिमाही में कच्चे तेल की कीमतों में 8.0 प्रतिशत की गिरावट आई, यद्यपि ओपीईसी द्वारा आपूर्ति कटौती पर समझौते के परिणामस्वरूप मई में कुछ मजबूती आई थी, लेकिन तीसरी तिमाही के अंत में सितंबर माह में ब्रेंट कच्चे तेल की कीमतें दो वर्ष में सबसे अधिक पहुंच गई थीं, क्योंकि ओपेक द्वारा कटौती की गई थी, अमरीका में कच्चे तेल की इन्वेंट्री घट रही थी, मौसमी हालात प्रतिकूल थे तथा भू-राजनैतिक चिंताएं बनी हुई थीं (चार्ट V.3)। हालांकि हाल में अमरीका में आए तूफान ने

कच्चे तेल एवं गौसोलीन उत्पादन को प्रभावित किया था, साथ ही स्थानीय रिफाइनरी गतिविधियां मंद पड़ गई थीं जिसके कारण थोड़े समय के लिए आपूर्ति संबंधी बाधाएं उत्पन्न हो गई थीं।

तांबा, जस्ता, निकल, एल्यूमिनियम और टिन में वृद्धि के चलते अप्रैल से सितंबर 2017 के दौरान मूल धातुओं की कीमतों में 10.1 प्रतिशत की वृद्धि हुई जबकि लोहे की कीमतों में कमी आई है। जुलाई के मध्य से धातुओं की कीमतों में, विशेषकर तांबे की कीमत में, भारी वृद्धि हुई है जिसका प्रमुख कारण है चीन की बढ़ती हुई मांग जहां पर्यावरण-निरीक्षणों के चलते उत्पादन में कमी आई है। हालांकि, हाल के कुछ सप्ताहों में कुछ नरमी दिखी।

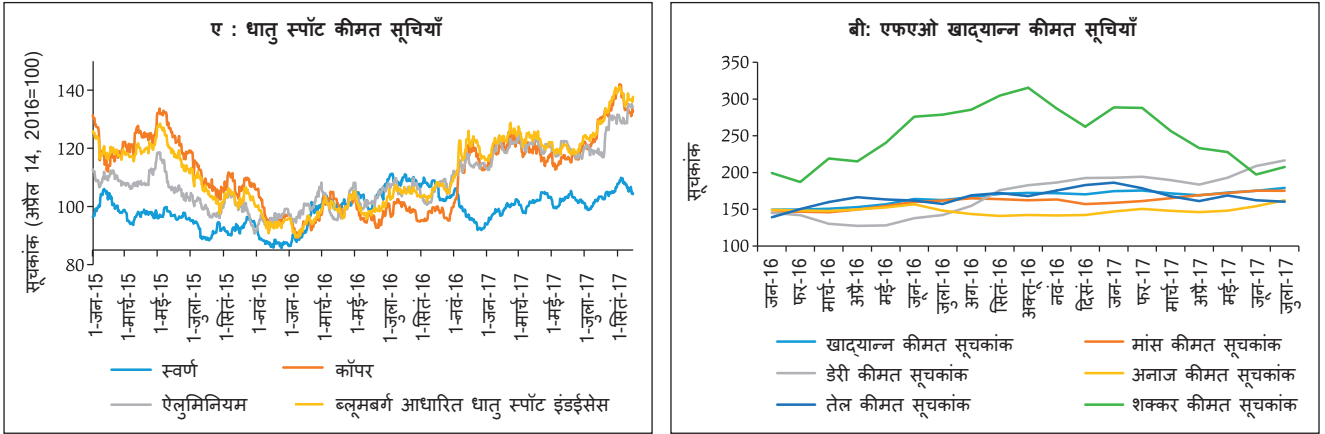
सोने तथा चाँदी में जोखिम बढ़ने की संभावना और सुरक्षित पूंजी के रूप में उनका स्तर घटने के कारण और कमजोर यूएस डॉलर के चलते सोने तथा चाँदी की कीमतों में 2017 की दूसरी तिमाही क्रमशः लगभग 1 तथा 9 प्रतिशत की गिरावट आई। 2017 की तीसरी तिमाही के दौरान, मूल्यवान धातुओं की कीमतों में, विशेषकर सोने की कीमतों में, कुछ सुधार दिखाई

चार्ट V.3: तेल कीमतें और मांग



स्त्रोत : ब्लूमबर्ग विश्व बैंक और पेट्रोलियम आयोजना और विश्लेषण कक्ष (पीपीएस)

चार्ट V.4: धातु और खाद्यान्न कीमतें



स्रोत : ब्लूमबर्ग एफएओ और विश्व बैंक

दिया जो उत्तरी कोरिया की वजह से पैदा हुए तनाव के कारण 12 महीनों के उच्चतम सीमा पर थे।

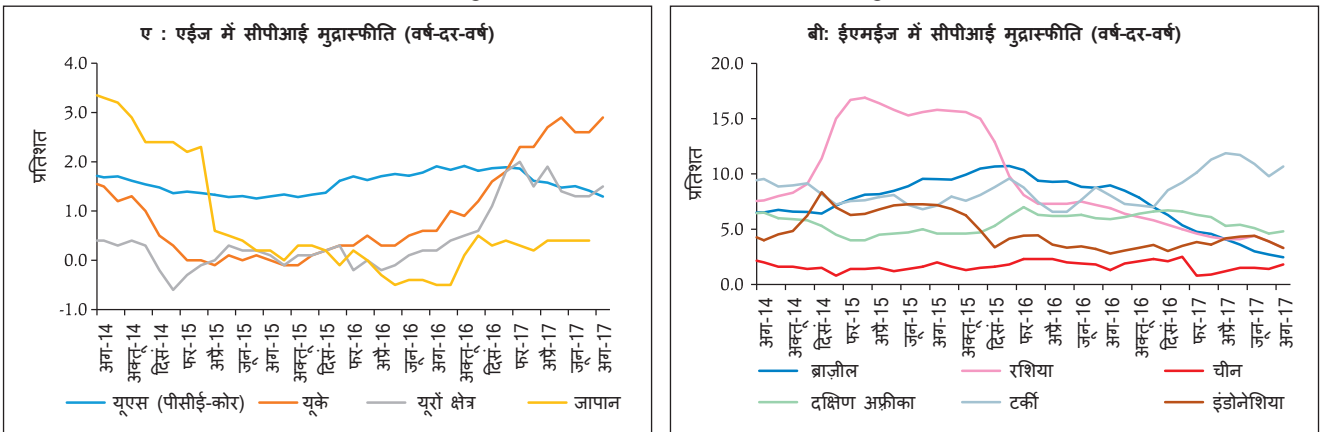
2017 की दूसरी तिमाही के दौरान खाद्य तथा कृषि संगठन (एफएओ) का खाद्य कीमत सूचकांक, मुख्य रूप से दुग्ध और मांस कीमतों में बढ़ोतरी के कारण, 2 प्रतिशत से अधिक बढ़ा है। इसके विपरीत जनवरी 2017 की शुरुआत में खाद्य तेल तथा चीनी की कीमतों के सूचकांकों में गिरावट दर्ज हुई। जुलाई से अनाज तथा चीनी की कीमतों में तेजी आना शुरू हो गयी है (चार्ट V.4)

पण्य वस्तु की कीमतों में आई नरमी ने अधिकतर उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति अपेक्षाओं को स्थिर रखा है, जबकि आर्थिक क्रियाकलाप एवं रोजगार सृजन में बढ़ोतरी हुई है। यूएस में मुद्रास्फीति 2017 में लक्ष्य से काफी नीचे रही। अगस्त में ऊर्जा कीमतों में तीव्र वृद्धि के बावजूद श्रम बाजार में अभी भी जारी शिथिलता के कारण यूरो क्षेत्र की मुद्रास्फीति लक्ष्य से नीचे रही। जापान में मुद्रास्फीति 0.5 प्रतिशत से भी कम रही, किंतु अवस्फीति संबंधी आशंका समाप्त हो गई है (चार्ट वी.5 ए)।

उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति से संबंधित दबाव भिन्न-भिन्न रहे (चार्ट V.5 बी)। चीन में, मुद्रास्फीति में दूसरी तिमाही में बढ़ोतरी हुई जबकि पहली तिमाही में इसमें बड़ी गिरावट थी, और सात महीने में सितंबर में सबसे अधिक हो गई थी क्योंकि घरेलू मांग बहुत ज्यादा थी तथा खाद्येतर वस्तुओं के मूल्यों में वृद्धि हो गई थी। रूस में, जुलाई में पहली बार मुद्रास्फीति 4.0 प्रतिशत के लक्ष्य से कम हुई, जबकि ब्राजील में जून में इसने लक्ष्य के निचले स्तर 3.0 प्रतिशत को छुआ। दक्षिण अफ्रीका में 2017 के दौरान मुद्रास्फीति में, मुख्यतः खाद्य पदार्थ मुद्रास्फीति में जारी गिरावट के कारण, कमी आई।

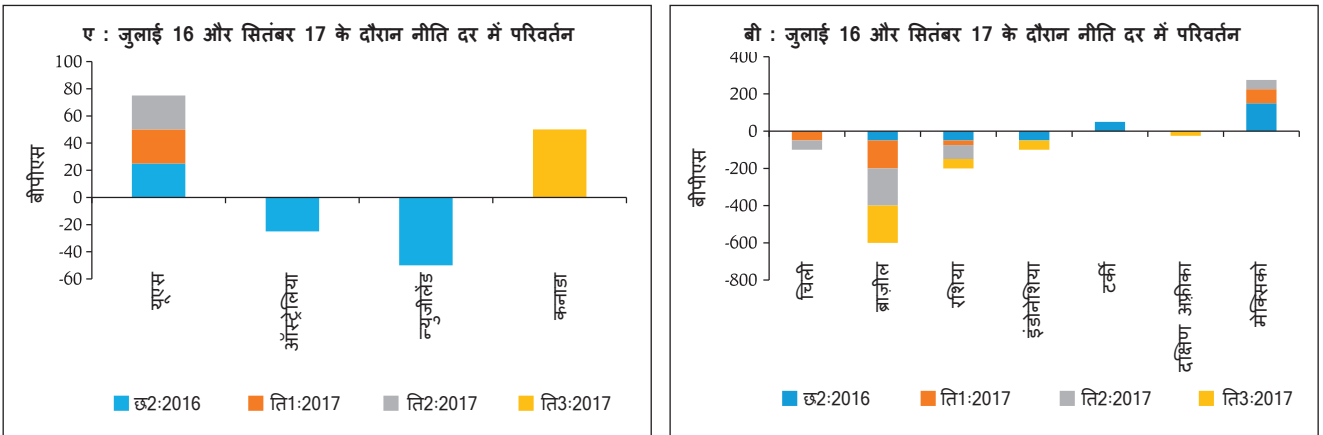
इसके विपरीत, फरवरी 2017 से खाद्य पदार्थ, परिवहन एवं हाउसिंग की बढ़ी हुई कीमतों के कारण टर्की में मुद्रास्फीति दो अंकों में बनी रही। शासित बिजली की कीमतों एवं खाद्य पदार्थों की कीमतों में त्योहार के कारण हुई बढ़ोतरी से इंडोनेशिया में दूसरी तिमाही में मुद्रास्फीति 4.0 प्रतिशत के लक्ष्य को पार कर गई थी लेकिन हाल के समय में कीमतों का दबाव कम हो गया है।

चार्ट V.5: चुनिन्दा अर्थव्यवस्थाओं में सीपीआई मुद्रास्फीति



स्रोत : ब्लूमबर्ग

चार्ट V.6: चुनिंदा बड़ी अर्थव्यवस्थाओं में नीति दरें



स्रोत : ब्लूमबर्ग

V.3 मौद्रिक नीति का रुझान

वैश्विक स्तर पर मौद्रिक नीति का रुझान निभावकारी रहा है, यद्यपि प्रणालीगत केंद्रीय बैंक ज्यादा से ज्यादा नीति को सामान्य बनाने की दिशा में कार्य करने के बारे में बात कर रहे हैं। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में यूएस एवं कनाडा जैसे केंद्रीय बैंकों ने नीतिगत दरों में बढ़ोतरी की है। अमरीका ने अक्टूबर 2017 के प्रारम्भ से तुलनपत्र को सामान्य बनाने की घोषणा की है। स्थिर आर्थिक विस्तार एवं रोजगार प्राप्ति ने यूएस फेड को अठारह महीनों में चार बार नीतिगत दरों में बढ़ोतरी करने के लिए प्रेरित किया है, ऐसी अंतिम बढ़ोतरी जून में की गई थी। ईसीबी ने सितंबर के अपनी नीति बैठक में अपना नीतिगत रुख मुद्रास्फीति के कम होने के कारण अपरिवर्तित रखा है, एवं इसने अति सहज नीतिगत रुख को जारी रखने का दावा किया है। उसी प्रकार, बैंक ऑफ इंग्लैंड ने अगस्त में अपनी नीतिगत दरों को अपरिवर्तित रखा है, लेकिन कमजोर मुद्रा के कारण मुद्रास्फीति का लक्ष्य के ऊपर रहने के कारण इसका रवैया आक्रामक रहा। धीमी वृद्धि के साथ मुद्रास्फीति के कम रहने के कारण बैंक ऑफ जापान ने अपने अति निभावकारी रुख को बरकरार रखा है (चार्ट V.6 ए)।

यद्यपि उभरती हुई अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति से संबंधित रुख भिन्न रहे, उनमें से अनेकों ने या तो नीतिगत दरों को कम किया है या उनको अपरिवर्तित रखा है। ब्राजील ने, मुद्रास्फीति से संबंधित स्थिति में सुधार एवं राजनैतिक अनिश्चितता के प्रति इसका लचीला बने रहने के कारण, अब तक 2017 में नीतिगत दर को लगातार छठी बार कम किया है। हालांकि, इस अवधि में मुद्रा में मजबूती आई। प्रथम तिमाही में अर्थव्यवस्था में आई मंदी के कारण, जबकि मुद्रास्फीति का दबाव कम हुआ, दक्षिण अफ्रीका द्वारा पाँच वर्षों में पहली बार जुलाई में अपने नीतिगत दर में कमी की गई। अर्थव्यवस्था में

सुधार लाने के लिए रूस द्वारा अभी तक चार बार अपने नीतिगत दर में कमी की गई, यद्यपि यह मुद्रास्फीति अपेक्षाओं के बारे में सावधान रहा।

हालांकि अत्यधिक ऋण वित्तपोषण को नियंत्रित करने के लिए चीन ने अक्टूबर 2015 से नीतिगत दरों में कोई परिवर्तन नहीं किया है, फिर भी खुले बाजार परिचालन जैसे माध्यमों से व्यवस्था में तरलता में कमी लाई गई है। चिली ने आर्थिक गतिविधियों को बढ़ावा देने के लिए मई में नीतिगत दरों में कटौती की थी और तब से दरों में कोई परिवर्तन नहीं किया गया है। इंडोनेशिया ने मुद्रास्फीति गिरने तथा चालू खाते घाटे के कम होने पर 2017 की तीसरी तिमाही में नीतिगत दर में दो बार कटौती की। उच्च मुद्रास्फीति बनी रहने के कारण तुर्की ने सख्त मौद्रिक नीति में कोई परिवर्तन नहीं किया। इसके विपरीत मेक्सिको ने यूएस के साथ अपने निकट आर्थिक संबंधों के चलते नीतिगत दरों में वृद्धि की (चार्ट V.6 बी)।

V.4 वैश्विक वित्तीय बाजार

उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की मौद्रिक नीति में रुझान परिवर्तन की अपेक्षाओं और सुधरती आर्थिक संभावनाओं ने निवेशकों की जोखिम धारणाओं और वैश्विक वित्तीय बाजारों को प्रभावित किया। यद्यपि बाजार अपेक्षाकृत शांत और स्थिर रहे, वैश्विक वित्तीय संकट के बाद बनाई गई फेड के तुलन पत्र की अन-वाईडिंग भविष्य में संकट का मूल केंद्र बन सकती है। सरकारी और बंधक समर्थित प्रतिभूतियों (एमबीएस) की विशाल परिसंपत्तियों के साथ फेड का यूएस बांड बाजार में सबसे महत्वपूर्ण स्थान है। इसके अलावा, फेड के बैलेंस शीट में कमी यूएस की अर्थव्यवस्था में बढ़ते हुए आत्मविश्वास को प्रतिबिंबित करेगी। बदले में यह उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के बाजारों को प्रभावित करेगी (बाक्स V.1)।

बॉक्स V.1 : यूएस फेड तुलन-पत्र की वास्तविकता उजागर होने के प्रभाव

वैश्विक वित्तीय संकट के बाद तीन दौर की मात्रात्मक सुलभता (क्यूई) से फेडरल रिज़र्व बैंक का तुलन-पत्र वर्ष 2008 के 0.7 ट्रिलियन अमरीकी डालर से बहुत अधिक बढ़ कर वर्तमान के 4.2 ट्रिलियन अमरीकी डालर पर पहुंच गया - जिसमें लगभग 2.0 ट्रिलियन अमरीकी डालर की सरकारी प्रतिभूतियां, 1.7 ट्रिलियन अमरीकी डालर की बंधक समर्थित प्रतिभूतियां तथा अन्य आस्तियां शामिल हैं। इसका पूंजीगत प्रवाहों के माध्यम से उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं पर व्यापक विस्तारक प्रभाव पड़ा, लेकिन बेहतर आधार वाले देशों पर इनका प्रभाव अपेक्षाकृत कम रहा (चेन तथा अन्य, 2014)। यूएस में आर्थिक संवृद्धि में मजबूती आने के साथ, फेडरल खुला बाजार समिति (एफओएमसी) ने यह संकेत दिया है कि जून 2017 में राज्य-दर-राज्य तुलन-पत्रों की वास्तविकता उजागर होने तथा व्यापक सिद्धांतों के निर्धारण के बाद सरकारी प्रतिभूतियों और बंधक समर्थित प्रतिभूतियों में क्रमबद्ध रूप से पुनर्निवेश किए बिना "रोल ऑफ" की अनुमति दी जाएगी, जिससे आगामी दो वर्षों में सरकारी प्रतिभूतियां में लगभग 270 बिलियन अमरीकी डालर तथा बंधक समर्थित प्रतिभूतियों में 180 बिलियन अमरीकी डालर की प्रतिवर्ष औसतन कमी आएगी। फेडरल खुला बाजार समिति (एफओएमसी) ने दिनांक 20 सितंबर 2017 को सम्पन्न अपनी बैठक में यह घोषणा की है कि वह अक्टूबर 2017 से तुलन-पत्र को सामान्य बनाने का कार्यक्रम प्रारंभ करेगी।

मात्रात्मक सुलभता (क्यूई) की स्थिति को पलटने (reversal) में संचरण के मानक माध्यम शामिल हो सकते हैं। प्रथमतः, बांडों की अधिक आपूर्ति के चलते मीयादी प्रीमियम में वृद्धि की वजह से दीर्घकालीन बांड आय में वृद्धि हो सकती है, जिससे आय वक्र में दुरारोह आ सकता है। बांड आय में वृद्धि तथा कठिन वित्तीय स्थितियों की वजह से ईक्विटी तथा जोखिम वाली आस्तियों से बांडों में संविभाग का पुनर्संतुलन स्थापित होगा। दूसरे, पोर्टफोलियो प्रतिस्थापन, जोखिम से बचने तथा निवेश के लिए सुरक्षित स्थान की मांग बढ़ने से यूएस की बांड आय में वृद्धि हो सकती है, जिसके परिणामस्वरूप उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं से बड़ी मात्रा में पूंजी के बहिर्गमन को प्रोत्साहन मिल सकता है - जिस देश का बाहरी घाटा तथा कर्ज जितना अधिक होगा उसका पूंजी बहिर्गमन भी उतना ही अधिक होगा तथा अमरीकी डालर के मुकाबले उसकी मुद्रा के मूल्य में उतनी ही गिरावट आएगी।

तीसरे, उन्नत अर्थव्यवस्था (ईई) की ओर निवेशकों द्वारा निधियों के पुनराबंटन होने के बाद, उभरती बाजार अर्थव्यवस्था (ईएमई) में वित्तीय स्थितियाँ कठिन हो सकती हैं। कम आस्ति कीमतों तथा उधार की बढ़ती लागत से इन देशों में कंपनियों तथा बैंकों के तुलनपत्रों पर प्रतिकूल प्रभाव पड़ सकता है। इससे अंतर्राष्ट्रीय बाजारों में जारी किए गए ऋणों के संबंध में 'रोलओवर' की समस्या उत्पन्न हो सकती है। चौथे, वास्तविक अर्थव्यवस्था तथा घरेलू वित्तीय बाजारों में प्रभाव-विस्तार (स्पिल ओवर) में विनिमय दर प्रणाली की महत्वपूर्ण भूमिका रहेगी। यह मानते हुए कि मात्रात्मक सुलभता के दौरान पूंजी

आगमन का संतुलित तरीके से पलटाव होता है (पात्रा तथा अन्य, 2016), भारत के मामले में यह पाया गया कि पूंजी बहिर्गमन, प्राथमिक रूप से संविभाग पुनर्संतुलन के माध्यम से (मात्रात्मक सुलभता के दौरान लगभग 35 प्रतिशत का पूंजी आगमन) और उसके बाद चलनिधि के माध्यम से होता है।¹

हम यह मानते हुए एक काल्पनिक अभ्यास करते हैं कि फेड तुलन-पत्र में लगभग एक तिहाई से आधे की कमी होती है और इसका जो प्रभाव होता है वह बेसियन वेक्टर ऑटोरिग्रेशन ढांचे में भट्टाराय तथा अन्य (2015) द्वारा अनुमानित मात्रात्मक सुलभता के अनुरूप है, तो इससे यह इंगित होता है कि (i) यूएस में बांड आय बढ़कर 40-60 आधार अंकों के बीच हो सकती है, जबकि विनिमय दर में लगभग 1 से 3 प्रतिशत की वृद्धि हो सकती है तथा ईक्विटी के मूल्यों में लगभग 4-6 प्रतिशत की गिरावट आ सकती है, और (ii) उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (भारत सहित) के वित्तीय बाजारों में प्रभाव-विस्तार से बांड आय में 12-18 आधार अंकों की वृद्धि हो सकती है, प्रभावी विनिमय दर में 0.3-1.00 प्रतिशत की गिरावट आ सकती है तथा ईक्विटी के मूल्य 2.7-5.3 प्रतिशत गिर सकते हैं।

दो दिवसीय विंडो के लिए 20 मिनट अंतराल आंकड़ों पर आधारित एक घटना अध्ययन (ईवेंट स्टडी) 20 सितंबर 2017 को आयोजित किया गया जिसका उद्देश्य फेडरल खुले बाजार समिति द्वारा फेड तुलन-पत्र के सामान्यीकरण की घोषणा का पांच चयनित अर्थव्यवस्थाओं अर्थात् ब्राजील, भारत, इंडोनेशिया, दक्षिण अफ्रीका तथा टर्की के वित्तीय बाजारों में प्रतिक्रिया का आकलन करना था। कोएफिशिएंट वेरिएशन² (सीवी) द्वारा मापे गए अनुसार, विभिन्न बाजार खंडों जैसे यूएस तथा अन्य पांच अर्थव्यवस्थाओं के बांड, मुद्रा तथा ईक्विटी बाजारों में अस्थिरता में सामान्यतः वृद्धि हुई। उक्त घोषणा का तत्काल प्रभाव यूएस के बांड बाजारों में, विशेष रूप से अल्प मीयाद वाली प्रतिभूति पर ज्यादा पड़ा, वहीं अन्य देशों के बांड बाजारों पर इसका प्रभाव मंद रहा (चार्ट V.बी.1.)। मुद्रा बाजारों में इसका प्रभाव ज्यादातर टर्की के लीरा तथा दक्षिण अफ्रीका के रैंड पर दिखाई दिया। भारतीय रुपया भी कुछ सीमा तक प्रभावित हुआ। ईक्विटी बाजारों पर इसका कोई बड़ा प्रभाव महसूस नहीं किया गया।

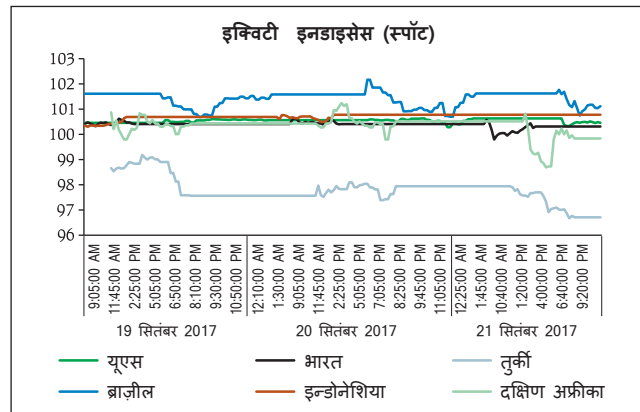
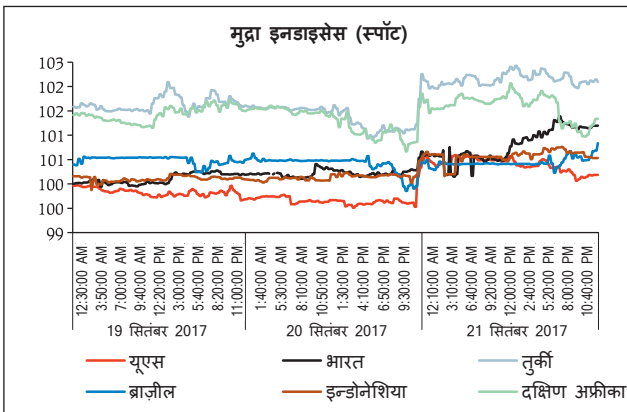
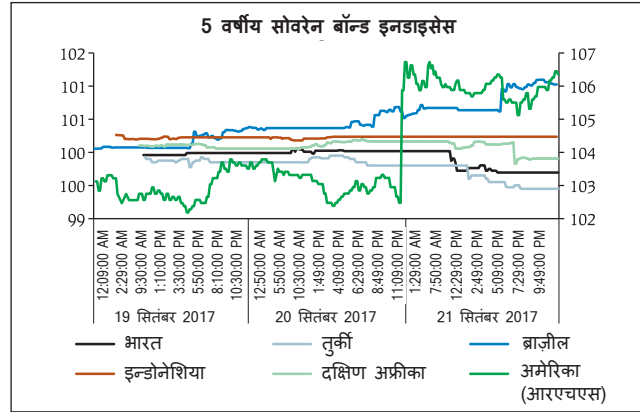
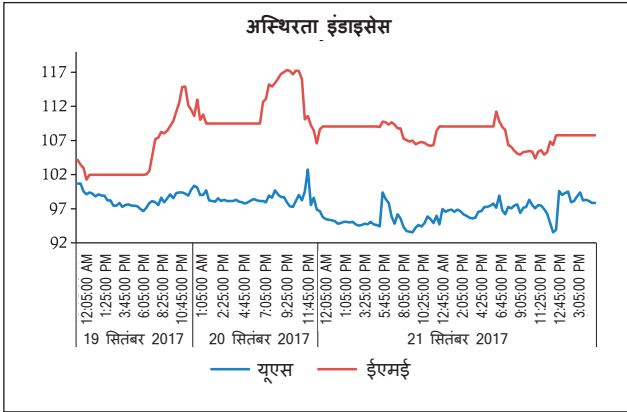
उक्त घोषणा के परिणामस्वरूप उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं में अस्थिरता की शुरुआत मिश्रित रही (चार्ट V.बी.2.)। जहां उक्त घोषणा के दिन के बाद ब्राजील, दक्षिण अफ्रीका तथा टर्की के बांड बाजारों में अस्थिरता अधिक बनी रही, वहीं इंडोनेशिया में इसमें गिरावट आई। मुद्रा बाजारों में, टर्की तथा विशेष रूप

(जारी...)

¹ मात्रात्मक सुलभता (क्यूई) अंतरण का चलनिधि माध्यम आरक्षित निधियों की उस उच्चतर उपलब्धता को संदर्भित करता है, जिससे चलनिधि प्रीमियम में गिरावट आती है, उधार की लागतों में कमी आती है तथा अब तक ऋण-बाधित उधारदाताओं द्वारा ऋण देने में बढ़ोतरी होती है।

² कोएफिशिएंट ऑफ वेरिएशन(सी वी) संभावित संवितरण के छितराव का मानकीकृत माप है तथा इसकी गणना माध्य के स्टैंडर्ड डेविएशन के अनुपात के रूप में की जा सकती है।

चार्ट V.बी.1: सितंबर 2017 में एफओएमसी बैठक का प्रभाव



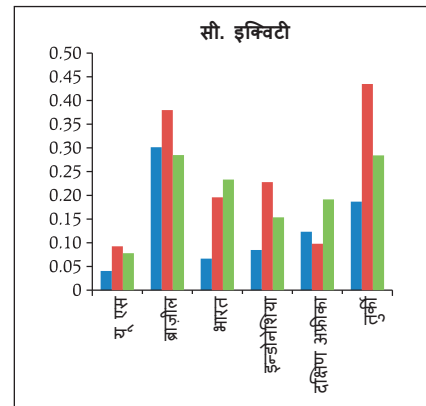
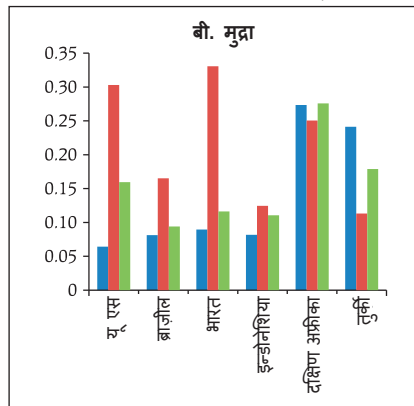
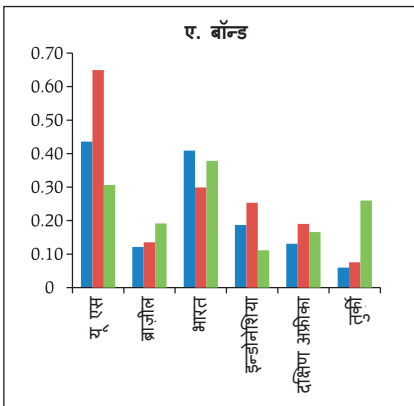
नोट : देश के समय को भारतीय मानक समय में सामान्य किया गया है (जीएमटी+5:30 बजे)

स्रोत : ब्लूमबर्ग

से भारत को छोड़कर अन्य सभी देशों में, अस्थिरता में वृद्धि हुई। इक्विटी बाजारों में, ब्राजील को छोड़कर अन्य सभी देशों में

उक्त घोषणा के पहले वाले दिन की अपेक्षा अस्थिरता उच्चतर बनी रही।

चार्ट V.बी.2: विभिन्न बाज़ार सेगमेंट्स में अस्थिरता



■ उदघोषणा से पहले के दिन ■ उदघोषणा के दिन ■ उदघोषणा के बाद वाले दिन

स्रोत: स्टाफ गणना

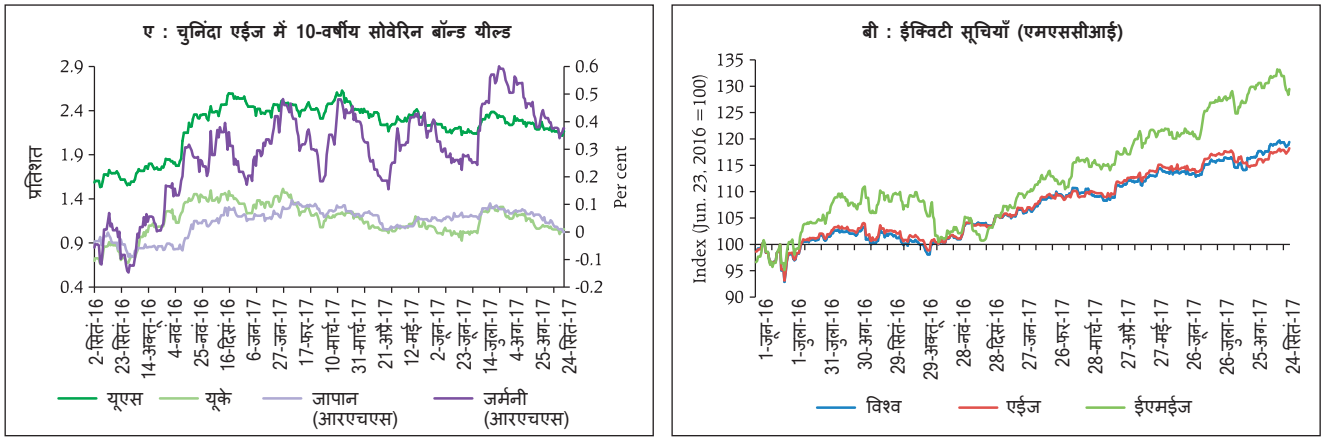
संदर्भ :

भट्टराई , सरोज , अपरिता चटर्जी, तथा वुंग योंग पार्क (2015), “ इफेक्ट्स ऑफ यू एस क्वांटिटेटिव इज़िंग ऑन इमरजिंग मार्किट इकोनोमिज़ ” , फेडरल रिज़र्व बैंक ऑफ डलास, वर्किंग पेपर नंबर 255।

चेन, जीयाकीयान, टोमासो मानसीनी-गीफोली तथा रतना सहाय (2014), “स्पीलओवर्स फ्रॉम यूनाइटेड स्टेट्स मोनेटरी पॉलिसी ऑन इमरजिंग मार्केट: डिफरेंट दीस टाइम?” आइएमएफ वर्किंग पेपर डब्ल्यूपी/14/240।

पात्रा एम. डी., खुंदरकापम जे के, गंगाधरन एस., कावेडिया आर. एंड एंथनी जे. एम (2016), “ रेस्पॉडिंग टू क्यूई टैपर फ्रॉम द रिसेविंग एंड ”, मेक्रोइकोनॉमिक्स एंड फाइनेंस इन एमेरिजिंग मार्किट इकोनोमिज 1:2 167-189।

चार्ट V.7: बॉन्ड और इक्विटी मार्केट



स्रोत : ब्लूमबर्ग

इस बीच, केंद्रीय बैंकों की बृहत् आस्ति धारण करके आवधिक किस्तों का दमन और नीतिगत दरें कम रखने के बावजूद, पिछले महीनों में कई उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में सरकारी बांड पर प्रतिफल बढ़ा है, हालांकि ऐतिहासिक मानकों के अनुसार उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में इन पर प्रतिफल कम रहता है। इसके अतिरिक्त, चूंकि अपेक्षाओं के अनुसार मुद्रास्फीति नीचे रही है इसलिए यूएस में 2017 की शुरुआत की तुलना में प्रतिफल अभी भी कम है। यूरो क्षेत्र में, बेंचमार्क 10 वर्ष जर्मन बांड प्रतिफल जून में बढ़कर शीर्ष स्तर पर पहुंच गया क्योंकि बाजार ने यह अपेक्षा करना शुरू कर दिया था कि ईसीबी द्वारा मौद्रिक सुलभता में परिवर्तन हो सकता है। यूके में लक्ष्य से अधिक मुद्रास्फीति दर के साथ उच्च भविष्य नीति मार्ग के कारण बांड प्रतिफल में वृद्धि हुई है। जापान में, बैंक ऑफ जापान की सक्रिय प्रतिफल नियंत्रण नीति के तहत बांड प्रतिफल शून्य के आसपास रहा (चार्ट V.7 ए)

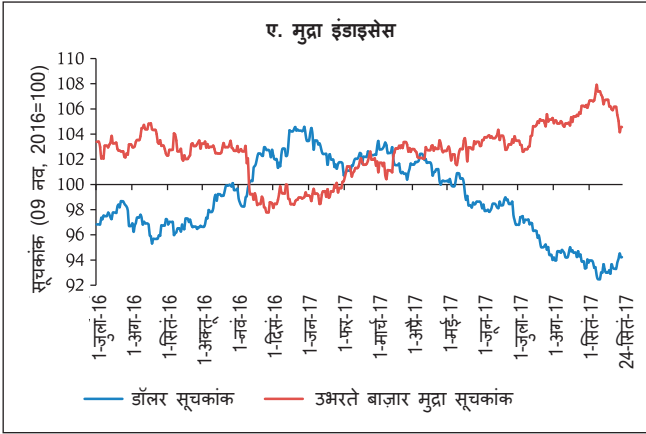
उभरते बाजारों में मुद्रास्फीति गिरने तथा सामान्य अपरिवर्तित नीति दर के कारण स्थानीय मुद्रा में मूल्यवर्गित बांडों का प्रतिफल घटा है। आर्थिक परिदृश्य में सुधार के कारण भी उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के बांड प्रतिफल में नरमी आई है क्योंकि जोखिम प्रीमियम में कमी आई और बांड बाजार में पूंजी आगमन को प्रेरित किया गया।

बेहतर वैश्विक आर्थिक परिदृश्य, उच्च कॉर्पोरेट अर्जन और निवेशकों की जोखिम सहन क्षमता बढ़ने आदि के तालमेल से सभी अर्थव्यवस्थाओं में इक्विटी कीमतों में काफी उछाल आया है। अप्रैल और सितंबर, 2017 के बीच एमएससीआई विश्व सूचकांक में 8.5 प्रतिशत की वृद्धि हुई है, यह सूचकांक वैश्विक इक्विटी कीमतों को मापता है। पूरे विश्व में सूचना प्रौद्योगिकी (आईटी) शेयरों की कीमतों में सर्वाधिक वृद्धि हुई है। दीर्घावधि

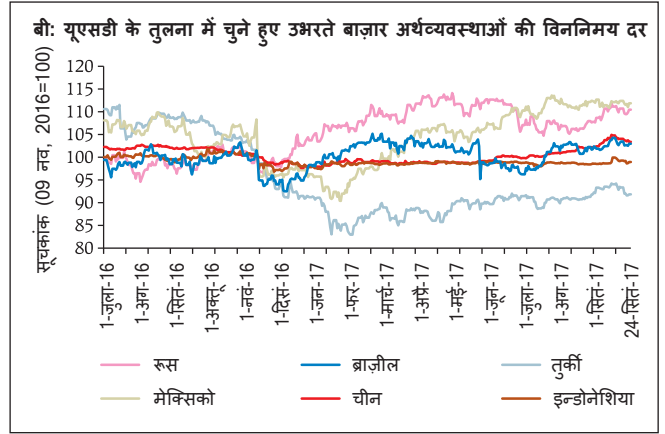
सरकारी बांड प्रतिफल में वृद्धि होने के परिणामतः बैंक शेयर कीमतों में भी वृद्धि हुई है, दीर्घावधि सरकारी बांड प्रतिफल बढ़ने से बैंकों की ब्याज आय की संभावना बढ़ी है। यूएस में फेड के अनुकूल दबाव परीक्षण के परिणामस्वरूप बैंकों की शेयर कीमतों में और अधिक उछाल आया है। इसी प्रकार यूरो क्षेत्र में यूरोपीयन कमीशन द्वारा कुछ देशों में किए गए विनियामक सुधार बैंक शेयर की कीमतों के लिए सहायक साबित हुए हैं। जापान में कमजोर मुद्रा तथा न्यून कॉर्पोरेट कर के आंशिक प्रभाव के चलते मजबूत आर्थिक निष्पादन और उच्च कॉर्पोरेट अर्जन हुआ जिसकी वजह से वर्ष 2017 के दौरान शेयर कीमतों में भारी तेजी आई। ईएमई में आर्थिक वृद्धि पर सकारात्मक आउटलुक के चलते शेयर की कीमतों में और अधिक वृद्धि हुई। उभरते हुए एशिया में यह वृद्धि काफी स्पष्ट रूप से दिखाई देती है जिसमें आइटी फर्मों की इक्विटी कीमतों का मुख्य योगदान रहा है (चार्ट V.7बी)

मुद्रा बाजार उसी तरह की अपेक्षाओं से प्रेरित थी कि कुछ उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति का रुख कम अनुकूल होगा। तथापि, फेड द्वारा नीतिगत दर को बढ़ाने के बावजूद भी 2017 की प्रथम तिमाही में अमेरिकी डॉलर का कई करेंसियों की तुलना में गिरना जारी रहा। दूसरी ओर, आर्थिक स्थिति को बहाल करने के लिए ईसीबी के अग्रिम मार्गदर्शन से प्रेरित होकर यूरो में अमेरिकी डॉलर और जापानी येन की तुलना में अत्यधिक वृद्धि हुई है और राजनीतिक अस्थिरता में भी कमी आई है। इन दो देशों (चार्ट V.8 ए) के बीच 10-वर्षीय सरकारी बॉन्ड यील्ड में अंतर और अमरीकी डालर की तुलना में जापानी येन के मूल्य में हास के दबाव को देखते हुए जापानी येन में अमेरिकी डॉलर के मुकाबले उतार-चढ़ाव जारी रहा।

चार्ट V.8: मुद्रा उतार - चढ़ाव



स्रोत: ब्लूमबर्ग



अमेरिकी डॉलर के मुकाबले उभरती बाजार अर्थव्यवस्था में करन्सी की गतिविधि मिश्रित रही और इसमें देश विशिष्ट कारकों की महत्वपूर्ण भूमिका (चार्ट V.8बी) रही है। प्रथम तिमाही में रूस की मुद्रा में मजबूती आई जो कि दूसरी तिमाही में कच्चे तेल की कीमतों में गिरावट के कारण कम हो गई। ब्राजीलियन रियल ने प्रथम तिमाही में जो भी वृद्धि दर्ज की थी वह घरेलू राजनीतिक घोटाले के कारण दूसरी तिमाही में तेजी से गिरी जो पुनः तृतीय तिमाही में संभल गई। मजबूत मैक्रोइकॉनामिक के मूल सिद्धांत (चाइना, थाइलैंड और उभरती हुई यूरोपीयन अर्थव्यवस्था); यील्ड की तलाश (दक्षिण अफ्रीका जहां की बुनियादी बातें कमजोर बनी हुई हैं); और सीमा तनाव में कमी (मेक्सिको) जैसे विभिन्न कारकों से प्रेरित होकर पूंजी प्रवाह में बढ़ोतरी के कारण अमेरिकी डॉलर की तुलना में

अधिकांश अन्य उभरती हुई अर्थव्यवस्था की मुद्राओं में वृद्धि हुई है।

संक्षेप में, चक्रीय वैश्विक आर्थिक सुधार ने कुछ गति प्राप्त की है जो संभवतः 2017 में भी बनी रहेगी। हालांकि, आर्थिक विकास कुछ प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मजबूत हुआ है जिसका प्रभाव उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में भी दिखाई पड़ रहा है। मुद्रास्फीति दबाव थमे रहेंगे, पण्य में हाल में बढ़त से वृद्ध होने का जोखिम है। यह उम्मीद की जाती है कि प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति का रुझान सामान्यीकरण प्रक्रिया की ओर जा सकता है जो विश्व के वित्तीय बाजारों को आकार देने में महत्वपूर्ण कारक सिद्ध होगा तथा साथ ही उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं को भी प्रभावित करेगा।



भारतीय रिज़र्व बैंक
Reserve Bank of India

मौद्रिक नीति रिपोर्ट
Monetary Policy Report