

I. समष्टि आर्थिक दृष्टिकोण

वर्ष 2018-19 में घरेलू गतिविधि के गतिहीन हो जाने और खाद्य कीमतों में गिरावट आने के कारण मुद्रास्फीति स्थिति असाधारण रूप से अनुकूल हो गई जिससे मौद्रिक नीति संचलन के लिए समष्टि-आर्थिक विन्यास में उल्लेखनीय परिवर्तन हुए हैं। यह उम्मीद की जाती है कि 2019-20 में आर्थिक गतिविधियां बहाल हो जाएंगी। अनुकूल आधारगत प्रभाव समाप्त होने से हेडलाइन सीपीआई मुद्रास्फीति अपने हाल के निम्न स्तर से ऊपर उठ सकती है लेकिन 2019-20 में 4 प्रतिशत के लक्ष्य से नीचे रहेगी। वैश्विक आर्थिक गतिविधि और व्यापार गति शिथिल होती जा रही है और भविष्य में जोखिम बढ़ने की संभावना है।

1.1 अक्टूबर 2018 की एमपीआर के बाद से अब तक हुई मुख्य प्रगति

अक्टूबर 2018 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट (एमपीआर) जारी होने के बाद से मौद्रिक नीति संचलन हेतु समष्टि-आर्थिक विन्यास में उल्लेखनीय परिवर्तन हुए हैं। 2017-18 की तीसरी तिमाही से 2018-19 की पहली तिमाही के बीच औसतन 8 प्रतिशत के आसपास रहने के बाद घरेलू आर्थिक गतिविधि ने अपनी गति खो दी। केंद्रीय सांख्यिकी कार्यालय (सीएसओ) के फरवरी 2019 के आंकड़े और हाई फ्रिक्वेंसी इंडिकेटर्स, संयुक्त रूप से यह बताते हैं कि अर्थव्यवस्था को नरमी के दौर का सामना करना पड़ सकता था। लेकिन भारतीय रिज़र्व बैंक (रिज़र्व बैंक) द्वारा आयोजित विश्वसनीयता सर्वेक्षण यह बताते हैं कि उपभोक्ताओं का विश्वास बढ़ा है और कारोबार अपेक्षाएं आशावादी बनी हुई हैं। इसके अलावा बैंक ऋण में भी अच्छी वृद्धि हुई है जिससे बैंकों और गैर-बैंकों से वाणिज्यिक क्षेत्र को निधि की आपूर्ति पुष्ट रूप से हो रही है। खाद्य कीमतों में गिरावट के कारण मुद्रास्फीति की स्थिति असाधारण रूप से अनुकूल बनी हुई है। हालांकि बैंकिंग और गैर-बैंकिंग, दोनों ही स्रोतों से कुल वित्तीय आपूर्ति में आवश्यकतानुसार सुधार हुआ है फिर भी निवेश मांग में स्थायी मजबूती आना अभी बाकी है।

अंतरराष्ट्रीय स्तर पर देखें तो वैश्विक गतिविधि और व्यापार गति शिथिल होती जा रही है और भविष्य में जोखिम और बढ़ने की संभावना है। अन्य जिनस की कीमतों पर गौर करें तो अंतरराष्ट्रीय

कच्चे तेल की कीमतों में, यद्यपि उनमें अभी भी उतार-चढ़ाव है, अक्टूबर की उच्चतम कीमतों की तुलना में तीव्र गिरावट आई है। व्यापारिक तनाव के बने रहने से और ब्रेकिंग की चिंताओं ने प्रमुख देशों/क्षेत्रों में कारोबार और उपभोक्ता विश्वास को कम कर दिया है। इन उभरती घटनाओं को ध्यान में लेते हुए विश्व भर के मौद्रिक नीति प्राधिकारी सख्ती/सामान्यीकरण के रुख से पीछे हटे हैं। इधर कुछ समय से कुछ केंद्रीय बैंकों ने अधिक निभावकारी रुख अपनाया है।

मौद्रिक नीति समिति: अक्टूबर 2018-फरवरी 2019

अक्टूबर 2018-फरवरी 2019 के दौरान मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) की द्विमासिक समय-सारणी के अनुसार तीन बैठकें हुईं। अपनी अक्टूबर की बैठक में एमपीसी ने नीतिगत रेपो दर की 'यथास्थिति' (5-1 के बहुमत से) बनाए रखी लेकिन अपने रुख को तटस्थता से बदल कर नपी-तुली सख्ती लाने की ओर किया। एमपीसी के निर्णय के आधार थे - कच्चे तेल की अस्थिर कीमतों के कारण मुद्रास्फीति को होने वाला जोखिम; निवेश लागतों में वृद्धि; राजकोष में कमी की चिंता; न्यूनतम समर्थन कीमतों (एमएसपी) के असर के बारे में अनिश्चितता; राज्यों द्वारा मकान किराया भत्तों में की जाने वाली संभाव्य वृद्धि के असर के बारे में अनिश्चितता; और, उत्पादन अंतराल की वर्चुअल क्लोजिंग। अपनी दिसंबर 2018 की बैठक में एमपीसी ने नीतिगत दर में कोई परिवर्तन नहीं किया और नपी-तुली सख्ती के रुख को जारी रखा, जबकि मुद्रास्फीति अनुमानों की समीक्षा करके उसे कम किया गया था।

अपनी फरवरी 2019 की बैठक में एमपीसी ने नीतिगत रेपो दर को 25 आधार अंकों (बीपीएस) से घटाने का निर्णय (4-2 के बहुमत से) लिया जबकि नपी-तुली सख्ती के रुख को बदलकर तटस्थता को अपनाने का रुख एकमत से हुआ। इस निर्णय का कारण था हेडलाइन मुद्रास्फीति का निरंतर सहज रहना, कच्चे तेल के मूल्य के संबंध में स्थिरता की संभावना और लागत संबंधी दबावों में कुछ कमी आना। हेडलाइन मुद्रास्फीति के बारे में यह अनुमान था कि वह आगामी चार तिमाहियों के दौरान 4 प्रतिशत के लक्ष्य से नीचे बनी रहेगी, जिससे नरमी बरतने के लिए कुछ जगह बनी।

अक्टूबर 2018-फरवरी 2019 के दौरान कुछ अन्य केंद्रीय बैंकों की मौद्रिक नीति समिति के मतदान स्वरूप में भी विविधता दिखाई दी जो सदस्यों के व्यक्तिगत आकलनों और अपेक्षाओं तथा नीतिगत प्राथमिकताओं में भिन्नता को परिलक्षित करती है (सारणी I.1)।

* 04 अप्रैल, 2019 को जारी किया गया।

**सारणी I.1: मौद्रिक नीति समिति तथा
मतदान पैटर्न**

देश	नीति बैठकें : अक्टूबर 2018 – मार्च 2019		
	कुल बैठकें	पूर्ण सहमति के साथ बैठक	असहमति के साथ बैठक
ब्राजील	4	4	0
चिली	4	4	0
कोलम्बिया	4	4	0
चेक गणराज्य	4	0	4
हंगरी	5	5	0
इजरायल	4	2	2
जापान	4	0	4
दक्षिण अफ्रीका	3	2	1
स्वीडन	3	1	2
थाईलैंड	4	1	3
यू के	4	4	0
यू एस	4	4	0

स्रोत : केन्द्रीय बैंक वेबसाइट।

समष्टि-आर्थिक दृष्टिकोण

अध्याय II और III अक्टूबर 2018-मार्च 2019 के दौरान हुई समष्टि आर्थिक गतिविधियों का विश्लेषण करते हैं और मुद्रास्फीति तथा संवृद्धि संबंधी विचलन परिणामों के बारे में कर्मचारियों के अनुमानों को स्पष्ट करते हैं। यदि संभावनाओं की ओर देखें तो पिछले छह महीनों में जो महत्वपूर्ण समष्टि आर्थिक और वित्तीय चरों का उद्भव हुआ है उससे आधारभूत अवधारणाओं में बदलाव की जरूरत है (सारणी I.2)।

सर्वप्रथम, अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों में अक्टूबर 2018 के स्तर से तीव्र गिरावट हुई है, हालांकि हाल के महीनों में उनमें फिर से उछाल आया है। कच्चे तेल की कीमतें (भारतीय बास्केट) अक्टूबर 2018 के पूर्वार्द्ध में लगभग प्रति बैरल 85 अमरीकी डॉलर के अपने शीर्ष स्तर से गिरकर दिसंबर के अंत में लगभग 52 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल हो गईं क्योंकि आपूर्ति उच्चतर थी और वैश्विक मांग में कमी थी। जनवरी 2019 के शुरुआत में पेट्रोलियम निर्यातक देशों का संगठन (ओपेक) और रूस के उत्पादन में कटौती के बाद कीमतें मार्च के दौरान लगभग 67 अमरीकी डॉलर के औसत से ज्यादा उच्चतर रहीं और वेनेजुएला में उत्पादन बाधित हुआ। वायदा (फ्यूचर) बाजार से मिल रहे संकेतों और वर्तमान मांग-आपूर्ति के मूल्यांकन को देखते हुए बेसलाइन परिदृश्य से लगता है कि 2019-20 के दौरान कच्चे तेल की कीमतें औसतन 67 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल रह सकती हैं (चार्ट I.1)।

**सारणी I.2: निकट अवधि के पूर्वानुमानों के लिए
आधारभूत अनुमान**

संकेतक	अक्टूबर 2018 एमपीआर	वर्तमान (अप्रैल 2019) एमपीआर
कच्चा तेल (भारतीय बास्केट)	2018-19 की दूसरी छमाही के दौरान प्रति बैरल यूएस \$80	2019-20 के दौरान प्रति बैरल यूएस \$67
विनिमय दर	₹72.5/यूएस\$	₹69/यूएस\$
मानसून	2018 में एलपीए से 9 प्रतिशत नीचे	2019 के लिए सामान्य
वैश्विक संवृद्धि	2018 में 3.9 प्रतिशत 2019 में 3.9 प्रतिशत	2019 में 3.5 प्रतिशत 2020 में 3.6 प्रतिशत
राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	बीई 2018-19 के भीतर रहेगी केंद्र : 3.3 प्रतिशत संयुक्त : 5.9	बीई 2019-20 के भीतर रहेगी केंद्र : 3.4 संयुक्त : 5.9
पूर्वानुमान की अवधि के दौरान घरेलू समष्टि आर्थिक / स्ट्रक्चरल नीतियां	कोई बड़ा परिवर्तन नहीं	कोई बड़ा परिवर्तन नहीं

नोट :

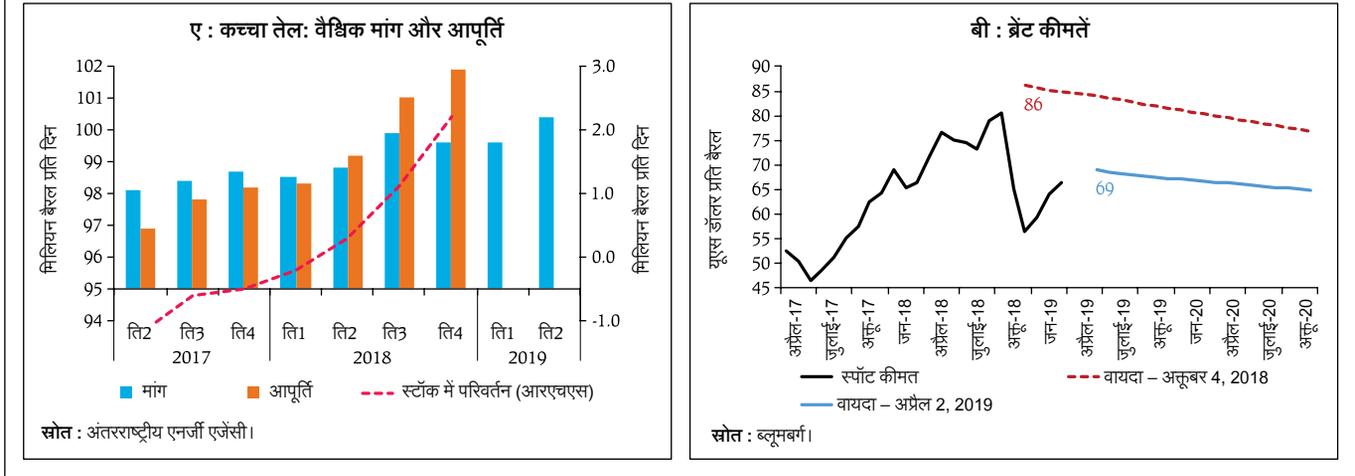
- कच्चे तेल का भारतीय बास्केट ऐसे व्युत्पन्न मूल्य मापन का प्रतिनिधित्व करता है जिसमें सॉअर ग्रेड (ओमान और दुबई औसत) और स्वीट ग्रेड (ब्रेंट) कच्चा तेल शामिल है।
- यहाँ अनुमानित विनिमय दर पथ स्टाफ के आधारभूत संवृद्धि और मुद्रास्फीति के अनुमान हासिल करने के उद्देश्य के लिए है तथा यह विनिमय दर के स्तर पर कोई "मत" 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 के और/या बैंड के उतार-चढ़ाव से।
- विश्व आर्थिक दृष्टिकोण (जुलाई 2018 और जनवरी 2019 अपडेट्स), अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष (आईएमएफ) से वैश्विक संवृद्धि अनुमान लिये गए हैं।
- बीई : बजट अनुमान।
- एलपीए: दीर्घ अवधि औसत।
- संयुक्त राजकोषीय घाटे में केंद्र और राज्यों को एक साथ लिया है। 2019-20 के लिए 2018-19 के संयुक्त वित्तीय घाटे को ही विचार में लिया गया है क्योंकि सभी राज्य सरकारों ने अभी तक अपने बजट पेश नहीं किए हैं।

स्रोत : आरबीआई स्टाफ अनुमान; बजट दस्तावेज़; आईएमएफ।

दूसरे, संविभाग प्रवाह की धीमी बहाली, कच्चे तेल की कीमतों में नरमी, कम घरेलू मुद्रास्फीति प्रिंट तथा नरम अमेरिकी मौद्रिक नीति रुझान के चलते सांकेतिक विनिमय दर (अमरीकी डॉलर की तुलना में भारतीय रूपया) में अक्टूबर 2018 के स्तर से बढ़ोतरी हुई है।

तीसरे, बढ़े हुए व्यापार तनावों, वित्तीय स्थितियों में कसाव, ब्रेजिट को लेकर अनिश्चितता और चीन में मंदी के कारण वैश्विक आर्थिक गतिविधि और व्यापार की गति पूर्वानुमानित अपेक्षा से कम रही। 'वैश्विक विनिर्माण क्रय प्रबंधक' सूचकांक फरवरी 2019 में 32 महीने के निचले स्तर तक पहुंच गया। पिछले दो वर्षों की तुलना में, उन्नत अर्थव्यवस्थाएं और उभरती बाजार एवं विकासात्मक अर्थव्यवस्थाएं

चार्ट I.1: कच्चा तेल: मांग-आपूर्ति संतुलन और कीमतें



दोनों ही मामले में 2019 में वैश्विक संवृद्धि कम रहने का अनुमान है (चार्ट I.2)।

1.2 मुद्रास्फीति का दृष्टिकोण

मध्य-2018 से हेडलाईन सीपीआई मुद्रास्फीति में तीव्र गिरावट हुई है और ऐसा खाद्यान्न मुद्रास्फीति में लगातार गिरावट (यहां तक कि अक्टूबर 2018-फरवरी 2019 के दौरान अवस्फीति में बदल जाना), केंद्रीय सरकार के कर्मचारियों के लिए आवास किराया भत्ता के सीधे प्रभाव का कम होना, और हाल ही में ईंधन मुद्रास्फीति में तीव्र गिरावट के कारण हुआ है। खाद्यान्न और ईंधन को छोड़कर सीपीआई मुद्रास्फीति में भी कुछ हद तक सुधार हुआ है, फिर भी

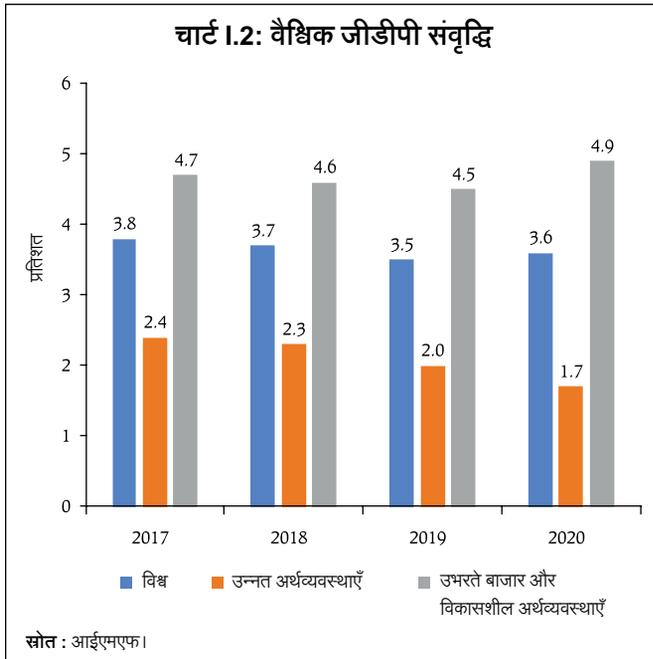
इसका स्तर बढ़ा हुआ है। समग्र रूप से, सीपीआई मुद्रास्फीति अगस्त-सितंबर 2018 के 3.7 प्रतिशत से गिरकर यह जनवरी 2019 में 2.0 प्रतिशत के कम स्तर को छूने के बाद फरवरी 2019 में 2.6 प्रतिशत हो गयी (अध्याय II)।

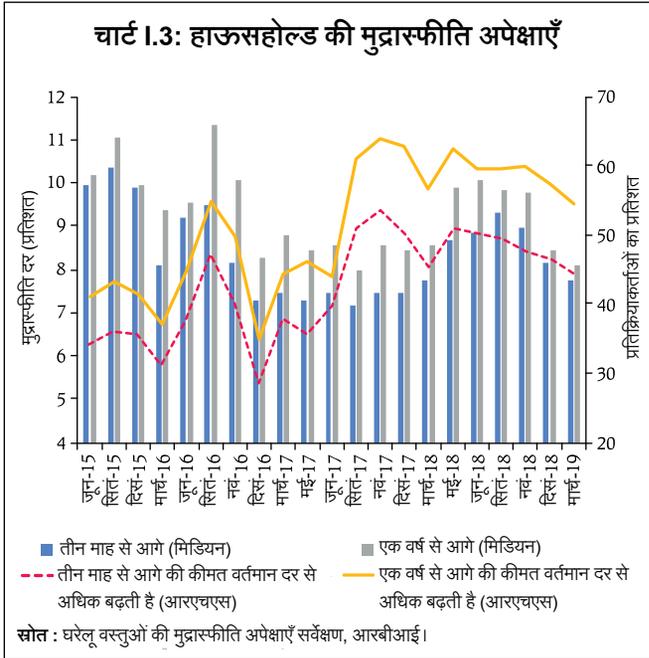
मुद्रास्फीति के परिदृश्य को देखा जाए तो, हाऊसहोल्ड और फर्मों की मुद्रास्फीति अपेक्षाएं मूल्य और मजदूरी संविदा को प्रभावित करते हुए भविष्य की मुद्रास्फीति को आकार देने में महत्वपूर्ण भूमिका अदा करती हैं। रिजर्व बैंक द्वारा अपने मार्च 2019 दौर¹ में किए गए सर्वेक्षण शहरी हाऊसहोल्ड की मुद्रास्फीति अपेक्षाओं में 40 आधार अंक की गिरावट पिछले दौर (दिसम्बर 2018) की तुलना में अगले तीन महीने और अगले एक वर्ष की सीमा, प्रत्येक के साथ क्रमशः 7.8 प्रतिशत और 8.1 प्रतिशत रही। मार्च 2019 के दौर में तीन महीने आगे की मुद्रास्फीति की अपेक्षाएं सितंबर 2018 के दौर की तुलना में 160 आधार अंक कम रहीं लेकिन उनमें मार्च 2018 के दौर में कोई बदलाव नहीं था। मार्च 2019 के दौर में एक वर्ष आगे की मुद्रास्फीति की अपेक्षाएं सितंबर 2018 और मार्च 2018 के दौर से क्रमशः 170 आधार अंक और 50 आधार अंक तक नरम रहीं। जो उत्तरदाता यह अपेक्षा कर रहे थे कि सामान्य कीमतें मौजूदा दर से बढ़ जाएंगी उनके अनुपात में तीन महीने आगे और एक वर्ष आगे की सीमा दोनों ही में कमी आई (चार्ट I.3)।

जनवरी-मार्च 2019 के दौर में जिन विनिर्माण फर्मों ने रिजर्व बैंक के औद्योगिक परिदृश्य के सर्वेक्षण में भाग लिया उन्होंने आशा व्यक्त की कि 2019-20 की पहली तिमाही में कच्ची सामग्रियों की लागत

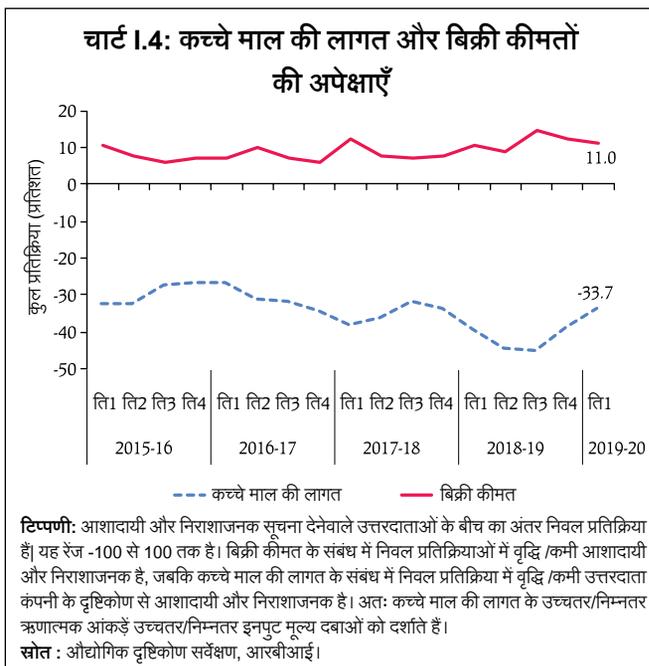
¹ रिजर्व बैंक द्वारा हाऊसहोल्ड संबंधी मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं का सर्वेक्षण 18 शहरों में किया गया और मार्च 2019 के सर्वेक्षण का परिणाम 5,829 हाऊसहोल्डों से प्राप्त उत्तरों पर आधारित है।

चार्ट I.2: वैश्विक जीडीपी संवृद्धि

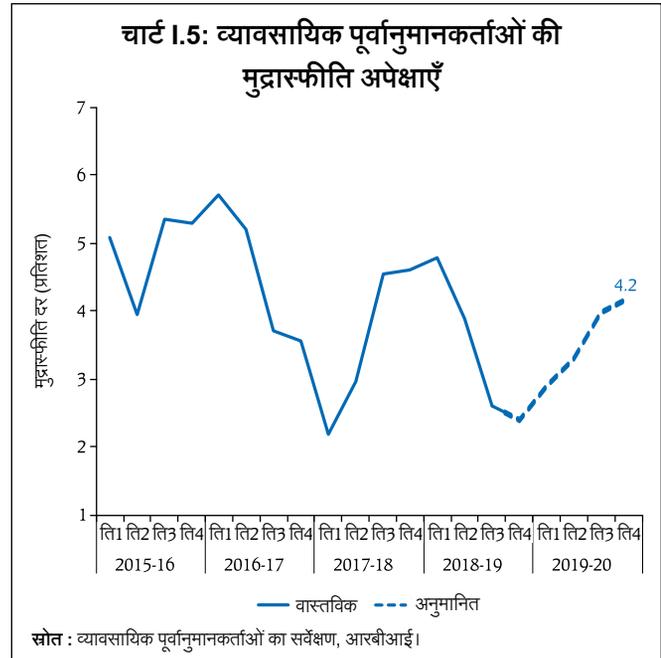




(कच्चे सामग्रियों के लागत के लिए कम नकारात्मक मूल्य कम इनपुट कीमत के दबाव को दर्शाता है) के दबाव में कमी आएगी/होगी (चार्ट I.4)²। विक्रय कीमतों का परिदृश्य अभी भी मजबूत बना हुआ है। निक्की के क्रय प्रबंधकों के सर्वेक्षण के अनुसार विनिर्माण क्षेत्र की फर्मों ने इनपुट और आउटपुट (मार्च 2019) और सेवा क्षेत्र (फरवरी 2019) कीमतों दोनों के दबाव में कुछ कमी आने की सूचना दी है।



² जनवरी-मार्च 2019 दौर के औद्योगिक परिदृश्य सर्वेक्षण के परिणाम 1,258 कंपनियों से प्राप्त उत्तर पर आधारित हैं।



मार्च 2019 में रिजर्व बैंक द्वारा सर्वेक्षित पेशेवर अनुमानकर्ताओं ने यह अपेक्षा की कि सीपीआई मुद्रास्फीति 2019-20 की फरवरी 2019 में 2.6 से बढ़कर यह चौथी तिमाही में 4.2 प्रतिशत हो जाएगी (चार्ट I.5)³।

प्रारंभिक स्थितियों को देखते हुए प्रगतिशील सर्वेक्षण के संकेतों और संरचनात्मक और अन्य माडलों (बाक्स I.1), के अनुमानों के अनुसार सीपीआई मुद्रास्फीति फरवरी 2019 में 2.6 प्रतिशत से बढ़कर 2019-20 की पहली तिमाही में 2.9 प्रतिशत, दूसरी तिमाही में 3.0, तीसरी तिमाही में 3.5 और चौथी तिमाही में 3.8 होने का अनुमान है जिसमें जोखिम संगत रूप से संतुलित रहेगा(चार्ट I.6)। 2019-20 की चौथी तिमाही के लिए हेडलाइन मुद्रास्फीति के लिए 50 प्रतिशत और 70 प्रतिशत विश्वासनीयता अंतराल क्रमशः 2.5-5.2 प्रतिशत और 1.7-5.9 प्रतिशत होगा। वर्ष 2020-21 के लिए यह मानकर कि मानसून सामान्य रहेगा और कोई बड़ा बाहरी आघात नहीं होगा, संरचनात्मक मॉडल अनुमान यह दर्शाते हैं कि मुद्रास्फीति 3.8-4.1 प्रतिशत के दायरे में रहेगी। 2020-21 की चौथी तिमाही के लिए 50 प्रतिशत और 70 प्रतिशत विश्वास अंतराल क्रमशः 2.6-5.7 प्रतिशत और 1.8-6.5 प्रतिशत होगा।

बेसलाइन मुद्रास्फीति पथ में अनेक बढ़ोतरी एवं गिरावट से संबंधित जोखिम शामिल हैं। अन्य बढ़ोतरी से संबंधित जोखिमों में भू-राजनैतिक तनाव और कच्चे तेल के वैश्विक बाजार में आपूर्ति

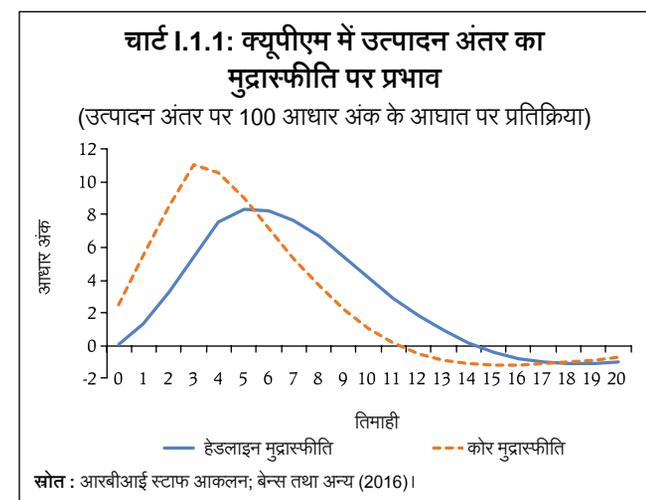
³ मार्च 2019 में रिजर्व बैंक द्वारा व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं के सर्वेक्षण के दौर में 25 पैनेलिस्टों ने भाग लिया।

बॉक्स I.1: उत्पादन अंतराल और कोर मुद्रास्फीति

मुद्रास्फीति की गतिशीलता और उनके मैक्रोइकॉनॉमिक संचालकों का सटीक दूरदर्शी मूल्यांकन एक लचीली मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण (एफआईटी) व्यवस्था में मौद्रिक नीति के प्रभावी संचालन के लिए महत्वपूर्ण है। मुद्रास्फीति अंततः अर्थव्यवस्था में मांग-आपूर्ति असंतुलन को दर्शाती है। फिलिप्स वक्र मांग-आपूर्ति की बेमेलपन के लिए प्रॉक्सी के रूप में उत्पादन अंतराल में मुद्रास्फीति से संबंधित है और अल्पावधि में मुद्रास्फीति और उत्पादन के बीच एक ट्रेड ऑफ की स्थिति बताता है, अर्थात्, आर्थिक गतिविधि को बढ़ावा देने का कोई भी प्रयास (अपनी क्षमता या क्षमता से अधिक) मुद्रास्फीति के दबाव को तेज कर सकता है; इसी तरह, मुद्रास्फीति को रोकने के लिए बनाई गई किसी भी नीतिगत कार्रवाई में उत्पादन का कुछ हद तक अस्थायी त्याग करना होगा।

फिलिप्स वक्र संबंध, जो आधुनिक मौद्रिक सिद्धांत और नीति के मूल में है, खासकर प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में पिछले दशक में मुद्रास्फीति को देखते हुए आर्थिक क्रियाकलाप और रोजगार में होने वाले बड़े परिवर्तनों से अधिकांशतया अप्रभावित रहने के कारण समीक्षा के दायरे में आ गई है। इन गतिविधियों से इस तर्क पर भरोसा बढ़ा है कि यह वक्र समतल हो गया अथवा निष्क्रिय ही बना रहा, जो अन्य बातों के साथ-साथ यह प्रकट करता है कि मुद्रास्फीति संभावनाएँ सुस्थापित रहीं, वैश्विक एकीकरण में बढ़ोतरी हुई और वास्तविक उत्पादन अंतराल के बारे में अनिश्चितता रही (हूपर तथा अन्य, 2019)। एक अन्य दृष्टिकोण यह है कि संबंध अरैखिक (उत्तल) हो सकता है: मुद्रास्फीति उत्पादन अंतराल के निम्न या नकारात्मक मूल्यों के प्रति कम संवेदनशील है, लेकिन बड़े और बढ़ते सकारात्मक आउटपुट अंतराल के लिए अत्यधिक संवेदनशील हो सकता है। यह मजदूरी और कीमतों में अधोगामी सख्ती के कारण हो सकती है, जो मजदूरी/ कीमतों पर कम या नकारात्मक उत्पादन अंतराल के प्रभाव को कम करता है और इस तरह मुद्रास्फीति को अ-रैखिकता तब भी हो सकती है जब दीर्घावधि मुद्रास्फीति में गिरावट हो, जिसके परिणामस्वरूप कंपनियाँ एक समतल फिलिप्स वक्र कीमतों को अक्सर कम करते हुए समायोजित करती हैं, और इसके विपरीत स्टीपर वक्र प्रवृत्ति मुद्रास्फीति में वृद्धि के लिए (बॉल तथा अन्य 1988)।

भारत जैसे उभरते बाजारों में मौद्रिक नीति संचालन हेतु प्रासंगिक बना हुआ है फिलिप्स वक्र पद्धति आवर्तक और बड़े आपूर्ति झटके के बावजूद, (पात्र तथा अन्य, 2017)। फिलिप्स वक्र भारतीय रिज़र्व बैंक के सर्वप्रमुख तिमाही पूर्वानुमान मॉडल (क्यूपीएम)⁵ (बेन्स तथा अन्य, 2016) का एक प्रमुख स्तंभ है। क्यूपीएम में, कोर मुद्रास्फीति (अर्थात्, खाद्य और ईंधन को छोड़कर मुद्रास्फीति) निम्न पर निर्भर करती है: (क) उत्पादन अंतर; (ख) मुद्रास्फीति प्रक्रिया के अग्रदर्शी और अनुकूलनीय (विगत-दर्शी) घटकों दोनों को हासिल करने के लिए; प्रत्याशित मुद्रास्फीति के साथ-साथ इसके विगत मान (ग) वास्तविक मुद्रा विनिमय दर: जैसा कि मूल्यहास बढ़ाता है आयातित मध्यवर्ती इनपुट और अंतिम वस्तुओं की घरेलू लागत बढ़ती है, यह घरेलू कीमतों पर ऊपर की ओर दबाव डालती है; और, (घ) घरेलू खाद्य और ईंधन की कीमतें। क्यूपीएम के भीतर-भीतर विभिन्न पारस्परिक प्रभावों, अनुक्रियाओं और नीतिगत प्रतिक्रियाओं को देखते हुए, उत्पादन अंतराल पर धनात्मक आघात से कोर और हेडलाइन मुद्रास्फीति बढ़ती है और इसका सर्वोच्च प्रभाव 3-5 तिमाहियों के बाद दिखाई देता है, यह प्रभाव हेडलाइन मुद्रास्फीति की तुलना में कोर-मुद्रास्फीति के लिए प्रबलतर और तीव्रतर होता है (चार्ट I.1.1)।



(जारी...)

⁴ उत्पादन अंतराल को वास्तविक उत्पादन और उसके संभावित स्तर (संभावित स्तर के प्रतिशत के अनुसार) (अध्याय 3) के बीच अंतर के रूप में परिभाषित किया जा सकता है। एक ऋणात्मक (धनात्मक) उत्पादन अंतराल यह दर्शाता है कि वास्तविक उत्पादन स्तर कम (अधिक) है, इसकी क्षमता अर्थात् मांग आपूर्ति की तुलना में कम (अधिक) है। एक ऋणात्मक उत्पादन अंतराल मुद्रास्फीति पर दबाव बढ़ाता है, जबकि एक धनात्मक उत्पादन अंतराल मुद्रास्फीति पर ऊर्ध्वमुखी दबाव बढ़ाता है।

⁵ क्यूपीएम नव-कीन्सवादी खुली अर्थव्यवस्था के मॉडल की परंपरा से संबंधित है, जिसमें अल्प समय में मौद्रिक नीति उत्पादन डायनामिक्स के लिए मायने रखती है। मुद्रास्फीति के समीकरणों के अलावा (कोर मुद्रास्फीति के लिए फिलिप्स वक्र, खाद्य और ईंधन मुद्रास्फीति के लिए अलग समीकरण), क्यूपीएम आउटपुट अंतराल (आईएस वक्र), अल्पकालिक ब्याज दर (एक नीति प्रतिक्रिया समारोह) और विनिमय दर (एक खुला ब्याज समता शर्त) संबंधों को शामिल करता है।

जैसा कि पहले उल्लेख किया गया है, आनुपातिक से भी अधिक तेजी से बढ़ते हुए, उत्पादन अंतराल (आउटपुट गैप) के धनात्मक होने के साथ, मुद्रास्फीति एवं उत्पादन अंतराल (आउटपुट गैप) का संबद्ध अरैखिक हो सकता है। तदनुसार, उत्पादन अंतराल (आउटपुट गैप) टर्म के लिए घातांकी सूत्रण का इस्तेमाल करते हुए, मूल मुद्रास्फीति के लिए निम्नलिखित समीकरण परिकलित किया जा सकता है:

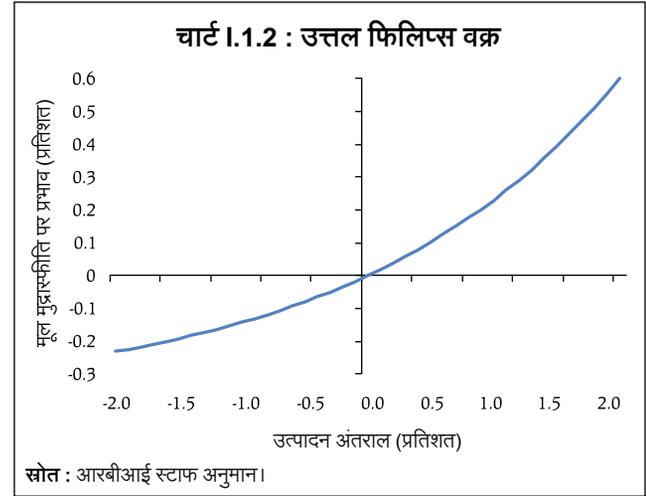
$$\pi_t = a_0 + \sum_{i=1}^3 a_{1i} * \pi_{t-i} + a_2 * (e^{a_3 * OG_{t-2}} - 1) + \sum_{i=0}^3 a_{4i} * \pi_{t-i}^{Food} + \sum_{i=0}^3 a_{5i} * \Delta crude_{t-i} + u_t,$$

जहाँ π_t मूल मुद्रास्फीति (अर्थात खाद्य एवं ईंधन मदों को छोड़कर मुद्रास्फीति) की तिमाही-दर-तिमाही मौसमी रूप से समायोजित वार्षिकीकृत दर (एसएएआर) है। ओजी बहुचरी कालमैन फ़िल्टर का इस्तेमाल करते हुए परिकलित उत्पादन अंतराल है। π_t^{Food} तिमाही-दर-तिमाही एसएएआर खाद्य मुद्रास्फीति है और $\Delta crude_t$ भारतीय बाजार में कच्चे तेल की भारतीय रुपये में कीमत में तिमाही-दर-तिमाही वार्षिकीकृत अंतर है।⁶ प्रतिगामी आकलन, तिमाही1:2004-05 से तिमाही3:2018-19 तक के तिमाही आंकड़ों का इस्तेमाल करते हुए, उत्तलता (convexity) के पक्ष में साक्ष्य देते हैं और प्रतिगामी नैदानिकी संतोषजनक हैं:⁷

$$\begin{aligned} a_0 &= 2.56 (0.00); & \sum_{i=1}^3 a_{1i} &= 0.24 (0.07); \\ a_2 &= 0.38 (0.08); & a_3 &= 0.48 (0.00); \\ \sum_{i=1}^3 a_{4i} &= 0.20 (0.01); & \sum_{i=0}^3 a_{5i} &= 0.02 (0.03). \end{aligned}$$

नोट: कोष्ठक में दिये गए अंक पी-वैल्यू हैं।

परिणाम इंगित करते हैं कि ऋणात्मक उत्पादन अंतराल के लिए फिलिप्स वक्र सापेक्षिक रूप से समतल है, लेकिन धनात्मक उत्पादन अंतराल के साथ प्रभाव तेजी से बढ़ने लगता है (चार्ट I.1.2)। ऐसा संबंध तब हो सकता है, जब यदि, उदाहरण के लिए, आर्थिक गतिविधियों में मजबूती आने के साथ कीमत निर्धारण क्षमता आनुपातिक आधार से अधिक बढ़ जाती है। परिणाम बताते



हैं कि अधिक धनात्मक उत्पादन अंतराल के समय मौद्रिक नीति को सतर्क रहने की जरूरत है।

संदर्भ:

एल. बॉल, एन. जी. मैनकीव और डी. रोमर (1988), “दी न्यू कीन्सीयन इकनॉमिक्स एंड दी आउटपुट-इन्फ्लेशन ट्रेड-ऑफ”, ब्रुकिंग्स पेपर्स ऑन इकनॉमिक एक्टिविटी, 1988(1), 1-82
जे बेन्स, के क्लिंटन, ए जॉर्ज, पी गुप्ता, जे जॉन, ओ कमेनिक, डी लैक्सटन, पी मित्रा, जी नधानियल, आर पोर्तिल्लो, एच वांग और एफ झांग (2016), क्वार्टरली प्रॉजेक्शन मॉडल फॉर इंडिया: की एलिमेंट्स एंड प्रॉपर्टीज”, आरबीआई वर्किंग पेपर सीरीज नं. 08
पी. हूपर, एफ. मिशकिन और ए. सूफी (2019), प्रोस्पेक्ट्स फॉर इन्फ्लेशन इन अ हाइ प्रैशर इकॉनमी: इज दी फिलिप्स कर्व डेड ऑर इज ईट जस्ट हाइबरनेटिंग?”, यूएस मोनेटरी पॉलिसी फोरम, 2019
एम डी पात्र, जे के खुंद्रकपम और एस गंगाधरन (2017), “दी क्वेस्ट फॉर ऑप्टिमल मोनेटरी पॉलिसी रूल्स इन इंडिया”, जर्नल ऑफ पॉलिसी मॉडलिंग 39(2), 349-370

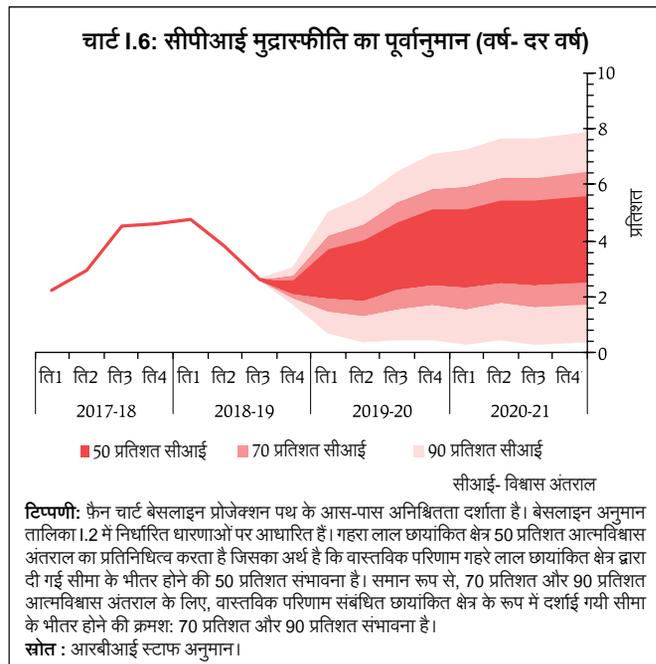
बाधाएं, अंतरराष्ट्रीय और घरेलू वित्तीय बाजार में अस्थिरता, खराब होनेवाले खाद्य पदार्थों की कीमतों में अस्थिरता परिवर्तन का जोखिम एवं राजकोषीय गिरावट शामिल हैं। अधोमुखी जोखिम में, वैश्विक वृद्धि में प्रत्याशित गिरावट और परिणामस्वरूप तेल की मांग और वस्तुओं की कीमतों में नरमी के साथ बेसलाइन मुद्रास्फीति पथ में खाद्य

आपूर्ति की दृढ़ता से संबंधित जोखिम शामिल हैं।

मुद्रास्फीति पूर्वानुमान प्रगामी मौद्रिक नीति के संचालन के लिए महत्वपूर्ण हैं और ये एक मध्यवर्ती लक्ष्य के रूप में काम करते हुए मुद्रास्फीति नियंत्रण रूपरेखा में एक विशेष भूमिका निभाते हैं। पार देशों की पूर्वानुमान त्रुटियों का एक विश्लेषण इंगित करता है

⁶ कंजंशन बास्केट में उनके अधिक भार को देखते हुए, खाद्य एवं ईंधन समूहों को भी, मूल मुद्रास्फीति पर उनके प्रभाव-विस्तार (स्पिल-ओवर) के आकलन हेतु समीकरण में शामिल किया गया है।

⁷ $R^2 = 0.79$; स्वतः-सुधार (पी-वैल्यू) के लिए डरबीन की वैकल्पिक जांच = 0.07; स्वतः-प्रतिगामी सशर्त हेट्रोस्केडास्टीसीटी (पी-वैल्यू) : 0.98; ओमिटेड वैरीएबल बायस (पी-वैल्यू) के लिए रामसे आरईएसईटी टेस्ट : 0.17। इस समीकरण में आवास किराया भत्तों पर वेतन आयोग के पंचाटों के कारण मुद्रास्फीति में आई क्षणिक तेजी (स्पाइक) को नियंत्रित करने वाले छद्म घटक (डमीज) शामिल हैं।



कि सीपीआई बास्केट में खाद्यान्न अंश के साथ इन त्रुटियों का सकारात्मक सहसंबंध है (बॉक्स 1.2)।

1.3 संवृद्धि दृष्टिकोण

जैसा कि पहले ही उल्लेख किया गया है 2018-19 की दूसरी छमाही में आर्थिक गतिविधियां धीमी हुई हैं। आगे देखने पर पाते हैं कि अनुकूल कारकों से जैसे कि वाणिज्यिक क्षेत्र में वित्तीय प्रवाह में वृद्धि, कच्चे तेल और अन्य पण्य वस्तु कीमतों में स्थायित्व, संघीय बजट 2019-20 में उपभोग और निवेश बढ़ाने वाले प्रस्तावों और मानसून सामान्य रहने की उम्मीदों से आर्थिक गतिविधियों को गति मिलने का अनुमान है। हालांकि, वैश्विक वृद्धि और वैश्विक व्यापार में अपेक्षा से अधिक कमी होने के साथ-साथ वैश्विक वित्तीय बाजारों में अप्रत्याशित अस्थिरता के कारण विपरीत परिस्थितियां हो सकती हैं।

भविष्योन्मुख सर्वेक्षणों की ओर रुख करें तो हम पाते हैं कि सामान्य आर्थिक स्थिति और रोजगार परिदृश्य से संबंधित सकारात्मक धारणा पर भारतीय रिज़र्व बैंक के मार्च 2019 के सर्वेक्षण से ज्ञात होता है कि उपभोक्ता संतुष्टि में एक वर्ष में काफी वृद्धि हुई है (चार्ट 1.7)⁸।

⁸ रिज़र्व बैंक ने 13 प्रमुख शहरों में सर्वेक्षण किया और मार्च 2019 का चरण 5,343 उत्तरदाताओं से प्राप्त प्रत्युत्तर पर आधारित है।

उत्पादन, आर्डर बुक, निर्यात और क्षमता उपयोग की संभावनाओं में गिरावट के चलते मार्च 2019 में रिज़र्व बैंक के औद्योगिक परिदृश्य सर्वेक्षण में आने वाली तिमाही में विनिर्माण क्षेत्र की समस्त आशाओं में कुछ हद तक संयमन दर्ज किया गया (चार्ट 1.8)।

अन्य एजेंसियों द्वारा किया गया सर्वेक्षण भविष्य की व्यापार संभावनाओं की मिली-जुली तस्वीर दर्शाता है (सारणी 1.3)। निक्की के खरीदारी प्रबंधकों के सर्वेक्षण (फरवरी 2019) में विनिर्माण और सेवा क्षेत्र की फर्मों आने वाले वर्ष की आउटपुट संभावनाओं के बारे में आशावादी थीं।

मार्च 2019 के रिज़र्व बैंक सर्वेक्षण के दौर में व्यावसायिक अनुमानकर्ताओं ने अनुमान लगाया है कि वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद संवृद्धि जो 2018-19 की तीसरी तिमाही में 6.6 प्रतिशत थी, सुधरकर 2019-20 की चौथी तिमाही में 7.5 प्रतिशत हो जाएगी (चार्ट 1.9)।

बेसलाइन धारणा सर्वेक्षण संकेतक, फरवरी 2019 नीति में नीतिगत रेपो दर में कमी और मॉडेल पूर्वानुमानों को ध्यान में रखते हुए वास्तविक जीडीपी वृद्धि 2018-19 के 7.0 प्रतिशत से 2019-20 में 7.2 प्रतिशत तक, पहली तिमाही में 6.8 प्रतिशत, दूसरी तिमाही में 7.1 प्रतिशत, तीसरी तिमाही में 7.3 प्रतिशत और चौथी तिमाही में 7.4 प्रतिशत सुधार होने का पूर्वानुमान किया गया है जिससे जोखिम कम हो गया (तालिका 1.4)। 2020-21 के लिए संरचनात्मक मॉडेल अनुमान ने एक सामान्य मानसून और कोई बाहरी नीति आघात नहीं मानकर 7.3-7.5 प्रतिशत की रेंज में तिमाही वृद्धि दर के साथ 7.4 प्रतिशत वास्तविक जीडीपी वृद्धि का संकेत दिया है।

बेसलाइन वृद्धि परिदृश्य के लिए ज्यादा(अपसाइड) और कम (डाउनसाइड) दोनों जोखिम हैं (चार्ट 1.10)। बढ़ती दबावग्रस्त आस्तियों के तेजी से समाधान से निवेश गतिविधि को बढ़ावा देने और बढ़ती क्षमता के उपयोग के साथ-साथ अधिक व्यापक-आधारित ऋण से आगे बढ़ने की क्षमता के आधार पर बेसलाइन संवृद्धि प्रत्याशाओं को बढ़ा सकता है। इसके विपरीत व्यापार तनाव और संरक्षणवादी प्रवृत्तियों में और वैश्विक वित्तीय स्थितियों में वृद्धि, अमेरिका और अन्य उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति की अनिश्चितता, ब्रेक्जिट के आसपास अनिश्चितता, चीन की अर्थव्यवस्था में मंदी और एक सामान्य मानसून की धारणा के बावजूद दक्षिण-पश्चिम मानसून के विचलन से बेसलाइन विकास पथ के जोखिम को बढ़ा सकता है।

बॉक्स I.2: आरबीआई मुद्रास्फीति पूर्वानुमान - एक मूल्यांकन

आरबीआई के द्विमासिक संकल्प आगामी चार तिमाहियों के लिए मुद्रास्फीति पूर्वानुमान बताते हैं। वर्ष में दो बार (अप्रैल और अक्टूबर) जारी होने वाली मौद्रिक नीति रिपोर्ट आगामी आठ तिमाहियों के मुद्रास्फीति पूर्वानुमान बताती है। आगामी चार तिमाहियों तक के लिए, कुछ बड़े केंद्रीय बैंकों के पूर्वानुमानों की तुलना में, अप्रैल 2015 से सितंबर 2018 तक की अवधि के मुद्रास्फीति पूर्वानुमान बतौर बेंचमार्क रखे जाते हैं। विमुद्रीकरण के बाद कुछ महीनों के लिए भारत में मुद्रास्फीति काफी कम हो गई थी, जिसके कारण नवंबर 2016 से पूर्व और कुछेक अगले महीनों के लिए किए गए पूर्वानुमानों को बड़ा ऊर्ध्वमुखी समर्थन (अपवार्ड बायस) मिला। अतः यह विश्लेषण सम्पूर्ण नमूना अवधि के साथ-साथ विमुद्रीकरण को छोड़कर ली गई अवधि के लिए परिणाम देता है। नमूना अवधि में जुलाई 2017 में वस्तु एवं सेवा कर की शुरुआत, जो एक बड़ा अवसरचरणात्मक सुधार उपाय है, भी शामिल है, जो, जैसा कि बहुराष्ट्रीय क्षेत्र-पार (क्रॉस-कंट्री) साक्ष्य बताते हैं, कार्यान्वयन चरण के दौरान मुद्रास्फीति परिदृश्य में अनिश्चितता जोड़ता है।

विमुद्रीकरण को छोड़कर नमूना अवधि के लिए माध्य पूर्वानुमान त्रुटि (-) 30 बीपीएस⁹ है जबकि अन्य नमूना देशों के लिए यह 0 से (-) 40 बीपीएस के दायरे में है (तालिका I.2.1)¹⁰ भारत के लिए मानकीकृत माध्य त्रुटि (अर्थात् नमूना देशों के संबंधित मुद्रास्फीति लक्ष्यों द्वारा विभाजित माध्य त्रुटि) अन्य देशों के 0-13 प्रतिशत की

तुलना में लगभग 8 प्रतिशत है। इसी तरह, आरबीआई पूर्वानुमानों के लिए माध्य निरपेक्ष पूर्वानुमान त्रुटि और वर्गमूल माध्य त्रुटि नमूना देशों के लिए पाये गए दायरों के भीतर हैं।

सीपीआई बास्केट में खाद्य मदों का अंश विभिन्न देशों में काफी बदलता रहता है, जिसका पूर्वानुमान त्रुटियों पर उल्लेखनीय असर पड़ता है। त्रुटियों के निरपेक्ष मापन का सीपीआई में खाद्य मदों के अंश के साथ सहसंबंध देखा गया है। इसलिए, जैसे ही पूर्वानुमान त्रुटियाँ संबंधित मुद्रास्फीति लक्ष्यों के साथ मानकीकृत कर दी जाती हैं, इस संबंध में खासी शिथिलता आ जाती है (चार्ट I.2.1)।

एक अच्छे पूर्वानुमान की वांछनीय विशेषता यह है कि वह निष्पक्ष होना चाहिए अर्थात् औसत आधार पर पूर्वानुमान त्रुटि शून्य होनी चाहिए। कांस्टेंट पर पूर्वानुमान त्रुटि का रिग्रेशन करके, निम्न समीकरण के आकलन द्वारा निष्पक्षता का परीक्षण किया जा सकता है:

$$e_{t+q,t} = \alpha_q + u_{t+q,t}$$

जहां $e_{t+q,t}$ पूर्वानुमान त्रुटि q आगामी तिमाहियाँ, α_q कांस्टेंट और $u_{t+q,t}$ अवशिष्ट संकल्पना है। यदि पूर्वानुमान निष्पक्ष है (अर्थात् औसत आधार पर पूर्वानुमान त्रुटि शून्य है), तब उपर्युक्त समीकरण में, $E(e_{t+q,t})$ 0 होना चाहिए, अर्थात् कांस्टेंट टर्म (α_q) का आकलन सांख्यिकीय रूप से महत्वहीन होना चाहिए। भारत के संदर्भ में, पूर्ण नमूना अवधि में सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण

सारणी I.2.1 मुद्रास्फीति पूर्वानुमान संबंधी त्रुटियाँ

(प्रतिशत अंक)

मद	भारत (पूर्ण नमूना)	भारत (अक्टूबर 2016-जून 2017 को छोड़कर नमूना)	यूके	चेक गणराज्य	स्वीडन	हंगरी
माध्य त्रुटि (एमई)	-0.7	-0.3	0.0	0.0	0.0	-0.4
मानकीकृत एमई	-18.4	-7.7	-0.2	0.5	0.6	-12.6
माध्य निरपेक्ष त्रुटि (एमएई)	0.8	0.4	0.2	0.4	0.3	0.6
मानकीकृत एमएई	20.7	10.7	11.6	19.3	14.6	19.6
मूल माध्य वर्ग त्रुटि (आरएमएसई)	1.1	0.6	0.3	0.5	0.4	0.8
मानकीकृत आरएमएसई	27.6	13.8	14.2	24.3	17.6	27.2

नोट: माध्य त्रुटि (एमई) = $\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (\pi_i - \hat{\pi}_i)$; माध्य निरपेक्ष त्रुटि (एमएई) = $\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n |\pi_i - \hat{\pi}_i|$

मूल माध्य वर्ग त्रुटि (आरएमएसई) = $\sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (\pi_i - \hat{\pi}_i)^2}$

मानकीकृत मापन की प्राप्ति संबंधित देशों की मुद्रास्फीति के लक्ष्य को इन चरों से भाग देने पर प्राप्त है

π : वास्तविक मुद्रास्फीति; $\hat{\pi}$: मुद्रास्फीति पूर्वानुमान।

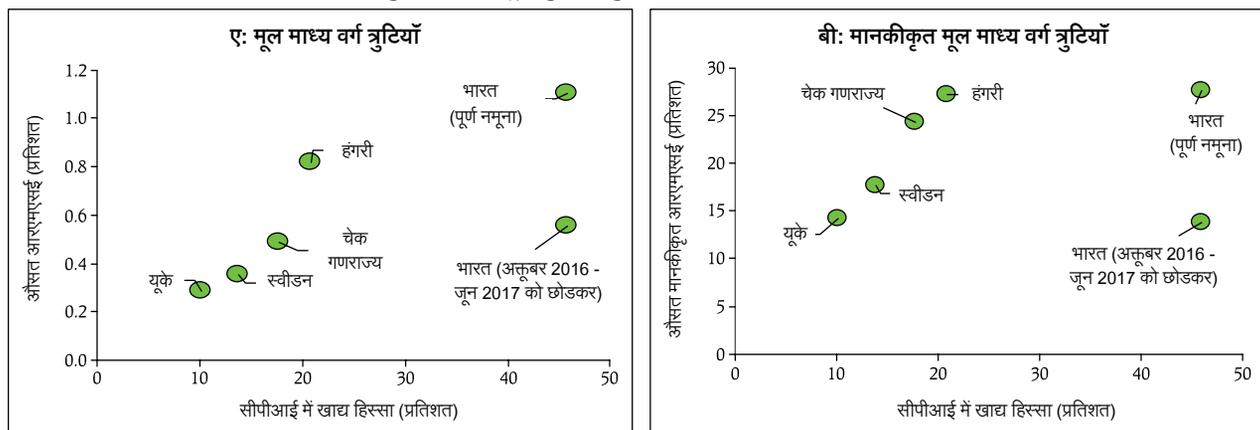
स्रोत: केन्द्रीय बैंक वेबसाइट; आरबीआई स्टाफ आकलन।

(जारी)

⁹ नकारात्मक पूर्वानुमान त्रुटि से तात्पर्य है कि वास्तविक मुद्रास्फीति पूर्वानुमानों से कम थी।

¹⁰ बहुराष्ट्रीय क्षेत्र-पार विश्लेषण में वे केंद्रीय बैंक शामिल हैं जिनके लिए मुद्रास्फीति पूर्वानुमानों के आंकड़े अप्रैल 2015 से विभिन्न पूर्वानुमान स्तरों के लिए तिमाही अंतराल पर सार्वजनिक डोमेन में उपलब्ध हैं।

चार्ट 1.2.1: मुद्रास्फीति पूर्वानुमान त्रुटियाँ और सीपीआई में खाद्य हिस्सा



नोट : आरएमएसई = मूल माध्य वर्ग त्रुटि।
 स्रोत : केंद्रीय बैंक वेबसाइट; आरबीआई स्टाफ आकलन।

ऊर्ध्वगामी पूर्वाग्रह के साक्ष्य हैं जो विमुद्रीकरण के बाद मुद्रास्फीति में गिरावट को दर्शा रहे हैं। विमुद्रीकरण की अवधि समायोजित करते हुए एक और आगामी तीन तिमाहियों के पूर्वानुमान निष्पक्ष हैं (1.2.2)। हालांकि लंबे समय तक पूर्वानुमानों के लिए अपेक्षाकृत सीमित नमूना आकार एक निर्णायक मूल्यांकन को बाधित करता है (राज एवं अन्य 2019)।

संदर्भ:

जनक राज, एम. कपूर, पी. दास, ए. थॉमस जॉर्ज, जी. वाही और पी. कुमार (2019) “मुद्रास्फीति के पूर्वानुमान: भारत में हालिया अनुभव और एक बहुराष्ट्रीय क्षेत्रपार मूल्यांकन”, भारतीय रिजर्व बैंक (मिमियो)।

सारणी 1.2.2: निष्पक्षता परीक्षण

पूर्वानुमान दायरा	भारत (पूर्ण नमूना)	भारत (अक्तूबर 2016-जून 2017 को छोड़कर नमूना)	चेक गणराज्य	हंगरी	स्वीडन	यूके
1 तिमाही आगे	-0.30** (0.03)	-0.11 (0.24)	0.07 (0.43)	-0.15 (0.24)	-0.01 (0.74)	-0.02 (0.36)
2 तिमाही आगे	-0.64*** (0.00)	-0.34** (0.03)	0.09 (0.57)	-0.27 (0.17)	0.02 (0.76)	-0.01 (0.93)
3 तिमाही आगे	-0.88*** (0.00)	-0.27 (0.11)	-0.03 (0.83)	-0.49 (0.10)	0.04 (0.68)	-0.02 (0.87)
4 तिमाही आगे	-1.13*** (0.00)	-0.51*** (0.01)	-0.09 (0.63)	-0.60 (0.10)	-0.00 (0.99)	0.03 (0.86)

नोट: कोष्ठक में दिए गये आकड़ों पी का मूल्य हैं।
 *** ** *: क्रमशः <1%, <5% और <10% स्तर पर महत्वपूर्ण।
 स्रोत : केंद्रीय बैंक वेबसाइट; आरबीआई स्टाफ आकलन।

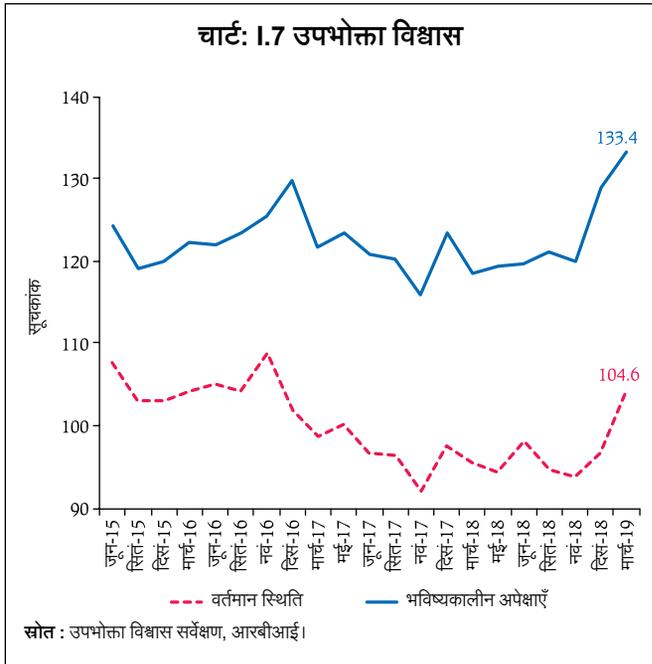
1.4 जोखिमों का संतुलन

पिछले खंडों में प्रस्तुत संवृद्धि और मुद्रास्फीति का बेसलाइन अनुमान तालिका 1.2 में दिए गए पूर्वानुमानों पर आधारित हैं। हालांकि इन बेसलाइन पूर्वानुमानों के इर्द-गिर्द मौजूद बढ़ी अनिश्चितताएँ बेसलाइन अनुमानों के लिए, कम और ज्यादा दोनों, जोखिम पैदा करती हैं। विभिन्न संभाव्य वैकल्पिक परिदृश्यों के अंतर्गत संवृद्धि

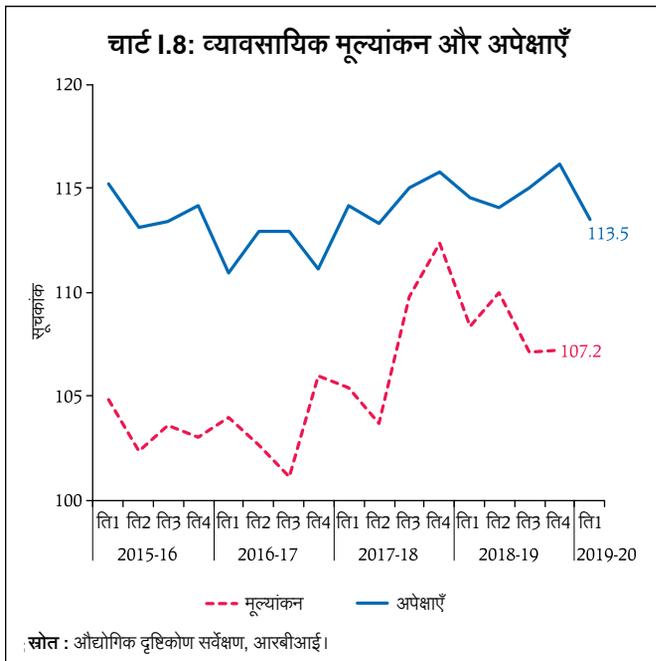
और मुद्रास्फीति के अनुमानित मार्गों के बारे में आगे विचार किया गया है :

(i) वैश्विक संवृद्धि के प्रति अनिश्चितताएँ

विगत तिमाहियों में वैश्विक संवृद्धि और व्यापार में कमी ने चौंका दिया है। इसीलिए तालिका 1.2 में बेसलाइन परिदृश्य में 2019 के



साथ-साथ पिछले वर्षों में वैश्विक संवृद्धि में धीमापन पाया गया है। हालाँकि वैश्विक विकास, व्यापार तनावों के आगे बढ़ने, वैश्विक वित्तीय बाजारों में अस्थिरता, यूरो क्षेत्र और चीन में अधिक परिकल्पित मंदी और प्रमुख देशों में सीमित मौद्रिक और राजकोषीय नीति के कारण और भी कम हो सकता है। इस प्रकार की परिस्थितियों में, यदि वैश्विक संवृद्धि बेसलाइन से 50 आधार अंक नीचे रहती है तब घरेलू जीडीपी संवृद्धि और मुद्रास्फीति बेसलाइन से क्रमशः लगभग 15-20

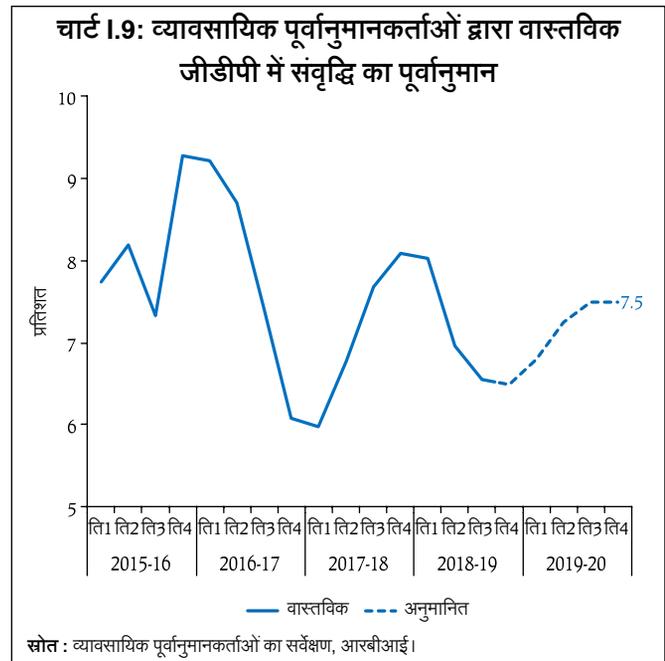


सारणी 1.3: कारोबारी प्रत्याशा सर्वे

मद	एनसीएईआर बिजनेस कांफिडेंस इंडेक्स (मार्च 2019)	फिक्की समग्र बिजनेस कांफिडेंस इंडेक्स (फरवरी 2019)	दून और ब्रेडस्ट्रीट कम्पोजीट बिजनेस आउटलुक इंडेक्स (जनवरी 2019)	सीआईआई बिजनेस कांफिडेंस इंडेक्स (मार्च 2019)
सूचकांक का वर्तमान स्तर	127.0	60.3	73.8	65.2
पिछले सर्वे के अनुसार सूचकांक % परिवर्तन (ति-दर-ति) क्रम में	133.1	61.9	79.5	61.8
% परिवर्तन (वर्ष -दर-वर्ष)	-4.6	-2.6	-7.2	5.5
	-1.8	-15.8	-18.9	8.7

टिप्पणी : 1. एनसीएईआर : नेशनल काउंसिल ऑफ एप्लाइड इकॉनॉमिक रिसर्च।
 2. एफआईसीआई : फेडरेशन ऑफ इंडियन चेंबर्स ऑफ कॉमर्स एंड इंडस्ट्री।
 3. सीआईआई : कॉन्फेडरेशन ऑफ इंडियन इंडस्ट्री।

आधार अंक और 10 आधार अंक नीचे हो सकती है। दूसरी तरफ, अमेरिका और चीन के बीच व्यापार संबंधी समस्याओं के उचित और त्वरित समाधान, और वर्तमान में कम मुद्रास्फीति प्रत्याशा के मुकाबले प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में अधिक निभावकारी मौद्रिक नीतियों ने वैश्विक अर्थव्यवस्था को बल प्रदान किया है। वैश्विक संवृद्धि यदि बेसलाइन परिदृश्य से 50 आधार अंक से ऊपर रहती है तब घरेलू संवृद्धि और मुद्रास्फीति बेसलाइन से लगभग



सारणी I.4: अनुमान : रिजर्व बैंक और व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ता

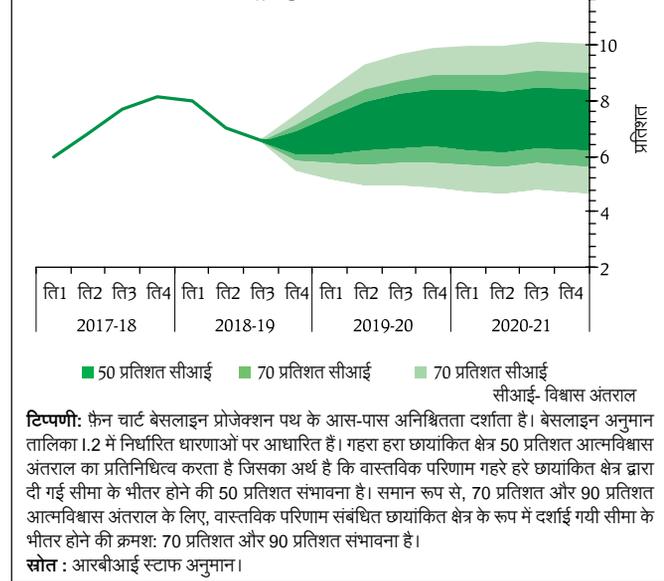
	2018-19	2019-20	2020-21
(प्रतिशत)			
रिजर्व बैंक का बेसलाइन अनुमान			
मुद्रास्फीति, चौथी तिमाही (वर्ष-दर-वर्ष)	2.4	3.8	4.1
वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद (जीडीपी) संवृद्धि	7.0	7.2	7.4
व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं के माध्यिक अनुमान			
मुद्रास्फीति, चौथी तिमाही (वर्ष-दर-वर्ष)	2.4	4.2	
वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद संवृद्धि	7.0	7.3	
सकल घरेलू बचत (जीएनडीआई का प्रतिशत)	29.9	30.2	
सकल फिक्स्ड पूंजी निर्माण (जीडीपी का प्रतिशत)	29.0	29.4	
अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के ऋण में वृद्धि	13.8	13.3	
संयुक्त सकल राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	6.4	6.3	
केंद्र सरकार सकल राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	3.4	3.4	
रेपो रेट (समाप्त-अवधि)	6.25	6.00	
91-दिवसीय खजाना बिल पर प्रतिफल (समाप्त-अवधि)	6.3	6.1	
10-वर्षीय केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों पर प्रतिफल (समाप्त-अवधि)	7.4	7.3	
समग्र भुगतान शेष (यूएस \$ बिलियन)	-13.6	11.4	
पण्य निर्यात वृद्धि	8.0	5.6	
पण्य आयात वृद्धि	10.5	6.0	
चालू खाता शेष (जीडीपी का प्रतिशत)	-2.4	-2.3	

जीएनडीआई: सकल राष्ट्रीय प्रयोज्य आय।

स्रोत : आरबीआई स्टाफ अनुमान; और व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं का सर्वेक्षण (मार्च 2019)।

15-20 आधार अंक और 10 आधार अंक के आस-पास हो सकती है (चार्ट I.11 और I.12)।

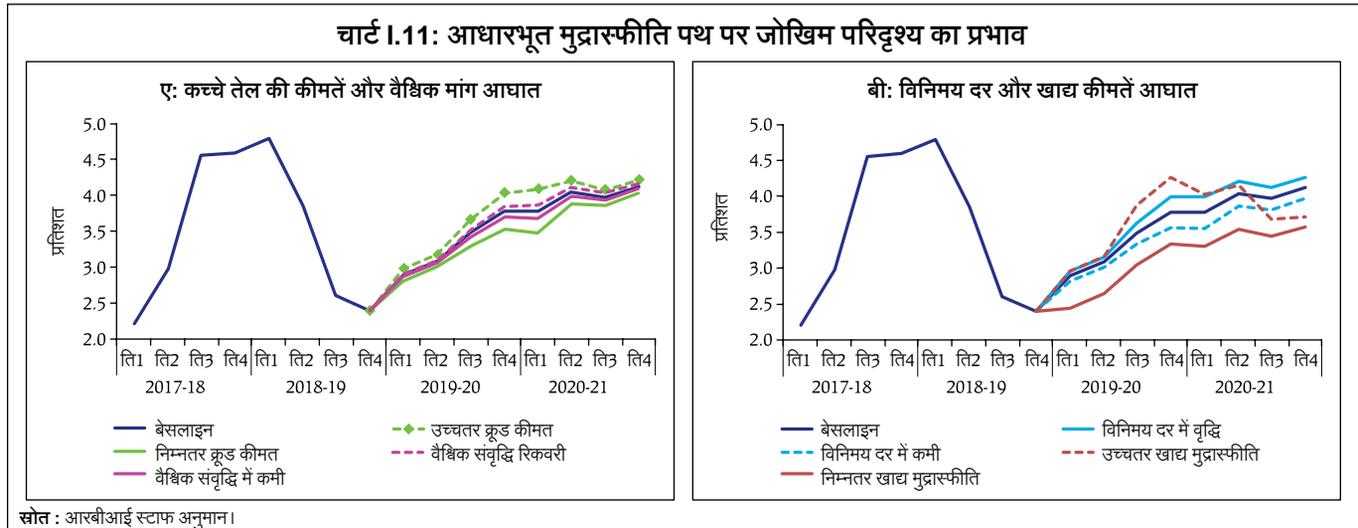
चार्ट I.10: वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद में संवृद्धि का पूर्वानुमान (वर्ष- दर- वर्ष)



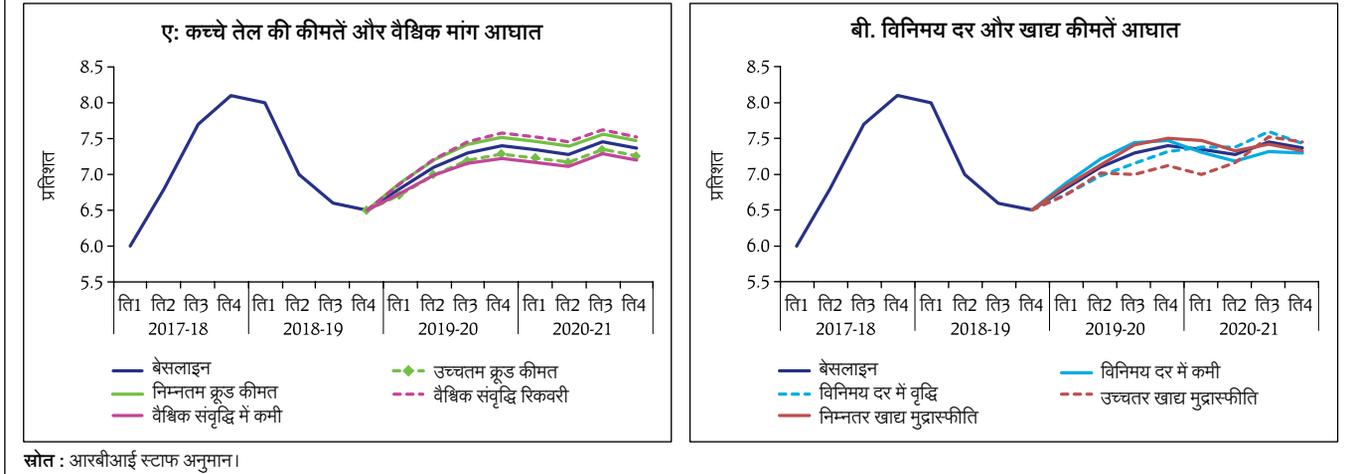
(ii) कच्चे तेल की अंतरराष्ट्रीय कीमतें

कच्चे तेल की वैश्विक कीमतों में अक्तूबर 2018 के स्तर से काफी गिरावट आई है। हालांकि लघु और मध्यम अवधि प्रत्याशा अनिश्चित बनी रही। यदि तेल की कीमतें भू-राजनैतिक तनावों और ओपेक (OPEC) द्वारा लगातार उत्पादन में कमी के कारण कम हो जाती हैं तब तेल कीमतों में अचानक और ज्यादा वृद्धि का दबाव बना रहेगा। यदि ऐसे परिदृश्य में भारतीय बास्केट में कच्चे तेल की कीमतें प्रति बैरल 77 अमरीकी डालर तक गिर जाए तो मुद्रास्फीति भी 30 आधार अंक ऊपर और संवृद्धि 20 आधार अंक से कमजोर हो जाएगी। दूसरी ओर, यदि वैश्विक आर्थिक गतिविधि पहले के विख्यात

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



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



कारणों से उम्मीद से अधिक निराश करती है, तो कच्चे तेल की मांग कम हो सकती है। इसके अलावा, ओपेक(OPEC) द्वारा उत्पादन में कटौती की प्रभावशीलता क्षीण हो सकती है यदि कच्चे तेल के उत्पादन में क्षतिपूरक वृद्धि होती है। यदि भारतीय बास्केट कच्चे तेल की कीमत गिरकर 57 यूएस डॉलर प्रति बैरल हो जाती, तो वृद्धि में लगभग 20 आधार अंक की बढ़ोतरी सहित मुद्रास्फीति में लगभग 30 आधार अंक की सहजता आती।

(iii) विनिमय दर

यूएस डॉलर के मुकाबले भारतीय रुपये की विनिमय दर अगस्त-सितंबर 2018 के दौरान लगातार दबाव में रहने के बाद, अक्टूबर के अपने स्तर से ऊपर चली गयी। कच्चे तेल की ऊंची कीमतें एवं पोर्टफोलियो अंतर्वाह में अस्थिरता भारतीय रुपये पर गिरावट वाले प्रभाव डाल सकते हैं। बेसलाइन के मुकाबले भारतीय रुपये में लगभग 5 प्रतिशत के मूल्यहास से मुद्रास्फीति लगभग 20 आधार अंक बढ़ सकती है, जबकि इससे वृद्धि में 15 आधार अंक की बढ़ोतरी हो सकती है। इसके विपरीत, भारत के मजबूत घरेलू बुनियादी सिद्धांतों एवं बढ़े हुए पूंजी प्रवाह के परिणामस्वरूप घरेलू मुद्रा के मूल्य में वृद्धि हो सकती है। भारतीय रुपये में 5 प्रतिशत तक की मूल्य वृद्धि से मुद्रास्फीति में लगभग 20 आधार अंक की कमी एवं वृद्धि में लगभग 15 आधार अंक की गिरावट हो सकती है।

(iv) खाद्य मुद्रास्फीति

2018-19 में अपेक्षाओं के विपरीत, भारत में खाद्य पदार्थ मुद्रास्फीति नरम बनी रही, जो अक्टूबर 2018-फरवरी 2019 के दौरान नकारात्मक हो गई। घरेलू खाद्य उत्पादन ऐतिहासिक रूप से उच्च

स्तर पर है। आधारभूत प्रभावों के लोप के साथ, बेसलाइन पाथ खाद्य पदार्थ मुद्रास्फीति में वृद्धि की अपेक्षा रखता है। आगे, अनाज का पर्याप्त बफर स्टॉक, खाने वाली अनेक वस्तुओं में अनुकूल मांग-आपूर्ति संतुलन तथा वैश्विक स्तर पर खाद्य पदार्थ की निरंतर निम्न कीमतें वर्ष 2019-20 में खाद्य पदार्थ संबंधी मुद्रास्फीति को नियंत्रण में रख सकते हैं। इन कारकों के कारण, खाद्य पदार्थ संबंधी मुद्रास्फीति का अनुमान से 100 आधार अंक नीचे रहने की स्थिति में, हेडलाइन मुद्रास्फीति बेसलाइन से लगभग 50 आधार अंक तक कम रह सकती है। दूसरी तरफ, असामान्य रूप से निम्न खाद्य पदार्थ मुद्रास्फीति की स्थिति में नष्ट होने वाले खाद्य पदार्थों की कीमतों में अचानक बदलाव का खतरा रहता है। मॉनसून में कमी की स्थिति में कृषिगत उत्पादन में गिरावट होगी एवं इससे खाद्य पदार्थ की कीमतों में बढ़ोतरी वाला दबाव पैदा होगा। इस परिदृश्य में, वर्ष 2019-20 में जीडीपी वृद्धि में लगभग 30 आधार अंक तक की कमी होगी, तथा खाद्य पदार्थों की उच्च कीमतें हेडलाइन मुद्रास्फीति को वर्ष 2019-20 के अंत तक बेसलाइन से लगभग 50 आधार अंक ऊपर ले जाएंगी।

(v) राजकोषीय गिरावट

वर्ष 2018-19 में, केंद्र सरकार का अप्रत्यक्ष कर संग्रहण बजट अनुमान से कम रहा तथा इसने राजकोषीय घाटे में योगदान दिया जो संशोधित अनुमान में और अधिक हो गया। बेसलाइन पूर्वानुमान का रुख राजकोषीय हो जाता है, जैसा कि वर्ष 2019-20 के लिए बजट में घोषणा की गई है। आगे, कुछ राज्य सरकारों द्वारा घोषित वैकल्पिक फार्म सपोर्ट योजनाओं एवं फार्म ऋण माफी योजनाओं, उच्च न्यूनतम समर्थन मूल्य एवं खाद्य पदार्थों का क्रय, तथा निम्न

प्रत्यक्ष कर संग्रहण, समेकित राजकोषीय घाटे में बढ़ोतरी वाले दबाव डाल सकते हैं। वैसे कारकों के कारण राजकोषीय गिरावट की स्थिति में यह निजी निवेश को कम करेगा, उत्पादन क्षमता पर प्रभाव डालेगा, तथा इसके परिणामस्वरूप मुद्रास्फीति बढ़ेगी। इसके विपरीत, जीएसटी में स्थिरता आने पर अप्रत्यक्ष कर राजस्व में वर्तमान बजट की अपेक्षाओं के विपरीत सुधार होगी जिससे घाटे पर काबू पाने में मदद मिलेगी, तथा निजी निवेश के लिए अधिक संसाधन उपलब्ध होंगे, उपदान क्षमता में वृद्धि होगी एवं मुद्रास्फीति घटेगी।

1.5 निष्कर्ष

संक्षेप में, अनुकूल आधारभूत प्रभावों के समाप्त होने पर हेडलाइन सीपीआई मुद्रास्फीति के अपने हाल की न्यूनतम स्थिति से ऊपर जाने की अपेक्षा है, परंतु इसके 4 प्रतिशत के लक्ष्य के नीचे रहने की उम्मीद है। कच्चे तेल की उच्च कीमतों, अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजार में उतार-चढ़ाव, नष्ट होने वाले खाद्य पदार्थों में अचानक परिवर्तन का जोखिम, तथा राजकोषीय गिरावट, तथापि, मुद्रास्फीति को बढ़ाने

वाले जोखिम हैं। वैश्विक वृद्धि में तेज मंदी के कारण कच्चे तेल एवं पण्य वस्तुओं की कीमतों में नरमी, तथा खाद्य पदार्थ मुद्रास्फीति की निम्न स्थिति, हेडलाइन मुद्रास्फीति के लिए गिरावट वाले जोखिम पैदा करते हैं।

वर्ष 2019-20 में वास्तविक जीडीपी वृद्धि में सुधार की अपेक्षा है। जबकि, ऐसी संभावना है कि निजी उपभोग इसका मुख्य आधार बना रहेगा, निवेश गतिविधि में मजबूती अपेक्षित है। सरकारी क्षेत्र के बैंकों का पुनःपूँजीकरण एवं उनके वित्तीय लेखा-जोखा में जारी सुधार, तथा दिवाला और बैंक शोधन अक्षमता संहिता के तहत दबावग्रस्त आस्तियों का समाधान बैंक के ऋण उठाव में सुधार करेगा और निवेश एवं कुल मांग का समर्थन करेगा। फरवरी 2019 में नीतिगत रेपो दर में कटौती एवं वर्ष 2019-20 के केंद्रीय बजट में मांग बढ़ाने वाले प्रस्ताव भी कुल मांग को बढ़ावा दे सकते हैं। तथापि, वैश्विक व्यापार में मंदी तथा वैश्विक जीडीपी वृद्धि घरेलू अर्थव्यवस्था संबंधी क्रियाकलाप के लिए गिरावट वाले जोखिम पैदा करते हैं।

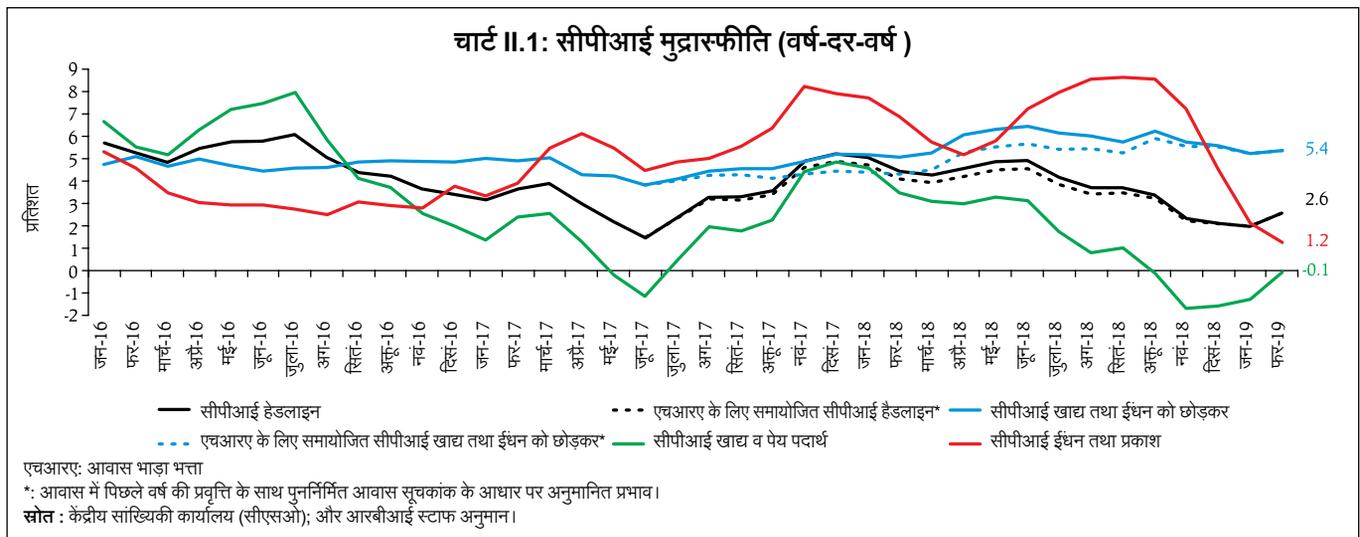
II. मूल्य और लागतें

खाद्य कीमतों में सितंबर 2018 से लगातार पांच माह तक गिरावट होने, ईंधन मुद्रास्फीति में भारी कमी आने तथा खाद्य और ईंधन को छोड़कर मुद्रास्फीति में आई नरमी से उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति में व्यापक रूप से कमी आई, हालांकि इसके बावजूद भी यह उच्च स्तर पर बनी रही। कृषिगत तथा गैर-कृषिगत दोनों श्रमिकों के लिए ग्रामीण मजदूरी में वृद्धि स्थिर रही तथा संगठित क्षेत्र में स्टाफ संबंधी लागत का दबाव 2018-19 की तीसरी तिमाही में दायरे के भीतर रहा। औद्योगिक एवं कृषि इनपुट लागतों में काफी कमी आई।

वर्ष 2018-19 की चौथी तिमाही में उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) में आश्चर्यजनक तौर पर गिरावट हुई। जो जनवरी 2019 में कम होकर सीपीआई के लिए विधि सम्मत न्यूनतम स्तर 2.0 प्रतिशत हो गयी थी।¹ यह गिरावट जून 2017 की 1.5 प्रतिशत की गिरावट के बाद से सबसे निम्न स्तर पर थी। हालांकि, फरवरी में इसमें थोड़ा सुधार हुआ लेकिन इसकी गति अपेक्षाकृत कमजोर रही। खाद्य एवं पेय पदार्थों की कीमतें सितंबर 2018 के बाद से लगातार पांच माह तक कम रही जो सीपीआई श्रेणी में इन कीमतों में अपस्फीति का अब तक का सबसे अधिक समय था। अंतरराष्ट्रीय ऊर्जा की कीमतों में नरमी तथा बिजली की कीमतों में

तेजी से गिरावट के चलते ईंधन और लाइट मुद्रास्फीति में सितंबर के दौरान हाल ही के अपने उच्च स्तर से अत्यधिक गिरावट हुई। खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई में मुद्रास्फीति भी अक्तूबर से कम रही क्योंकि हेडलाइन मुद्रास्फीति पर केंद्र सरकार के कर्मचारियों के लिए मकान किराया भत्ता (एचआरए) में वृद्धि का सांख्यिकी प्रभाव दिसंबर तक पूरी तरह समाप्त हो गया था (चार्ट II.1)। इस नरमी के बावजूद, खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई मुद्रास्फीति 2018-19 (फरवरी तक) के दौरान उच्च स्तर पर बनी रही जबकि सेवा मुद्रास्फीति विशेष रूप से स्थिर बनी रही है।

वर्ष 2016 में आरबीआई अधिनियम में संशोधन निर्दिष्ट करता है कि मुद्रास्फीति अनुमानों के निष्कर्षों में पाए गए विचलनों की पहचान की जाए, यदि हों, उसके बारे में अंतर्निहित कारणों को स्पष्ट किया जाए। अक्तूबर 2018 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट (एमपीआर) ने 2018-19 की तीसरी तिमाही में सीपीआई मुद्रास्फीति 3.9 प्रतिशत पर रहने तथा चौथी तिमाही में धीरे-धीरे 4.5 प्रतिशत तक बढ़ने का अनुमान लगाया था। वास्तविक मुद्रास्फीति अनुमानों से काफी हद तक नीचे रही जिसका प्रमुख कारण प्रारम्भिक स्थितियों (पूर्वानुमानों) में प्रमुख बदलाव है जो कि अक्तूबर 2018 के एमपीआर में विशेष रूप से अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल, विनिमय दर और घरेलू बिजली की कीमतों के संबंध में निर्धारित किया गया था।



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

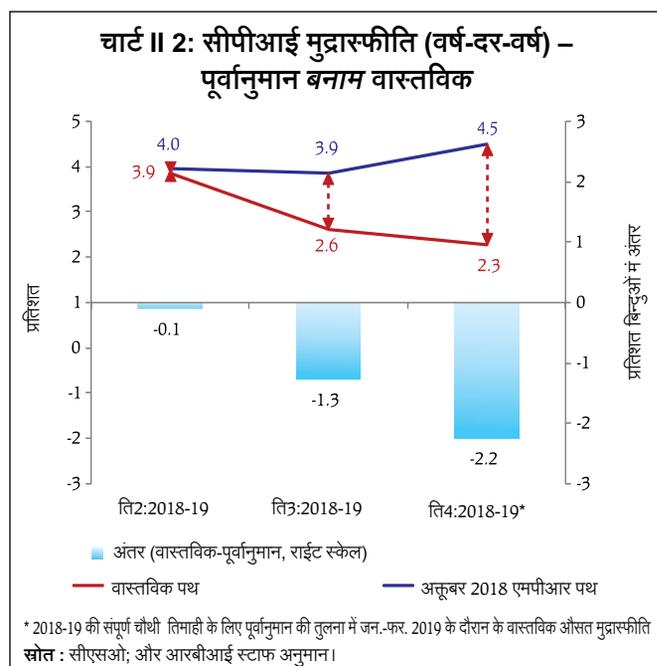
अत्यधिक आपूर्ति के चलते सब्जियों, फलों और चीनी की कीमतों में निरंतर गिरावट के साथ खाद्य कीमतों में अक्टूबर 2018 से अपस्फीति की स्थिति पैदा हो गई। पिछली प्रवृत्ति के विपरीत, दूध की अत्यधिक घरेलू उपलब्धता के चलते अक्टूबर में इसकी कीमतों में अप्रत्याशित ढंग से गिरावट आई। इसके अलावा, न्यूनतम समर्थन मूल्य (एमएसपी) में वृद्धि के बावजूद अनाज और दालों की कीमतों में भी 2018-19 की दूसरी छमाही के दौरान गिरावट आयी। कच्चे तेल की कीमतें अक्टूबर के एमपीआर के समय 80 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल रहने का अनुमान था, जो मार्च के अंत में 68 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल पर पहुँच कर दिसंबर 2018 के अंत तक तेजी से गिरकर 52 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल तक पहुँच गई। इससे खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई मुद्रास्फीति में कमी आई। कच्चे तेल की कीमतों में इस गिरावट को देखते हुए घरेलू एलपीजी की कीमतें भी हाल ही के अपने उच्च स्तर से नवंबर में गिर गईं। इसके अलावा, नवंबर 2018 से बिजली की मुद्रास्फीति की दिशा नाटकीय रूप से नीचे की ओर चली गई, जिससे ईंधन मुद्रास्फीति जो अक्टूबर में 8.5 प्रतिशत थी घटते हुए फरवरी 2019 में 1.2 प्रतिशत हो गयी। इन घटनाओं से, मुद्रास्फीति तीसरी तिमाही के दौरान अनुमान

से नीचे 1.3 प्रतिशतता अंकों तक तथा चौथी तिमाही में फरवरी तक 2.2 प्रतिशतता अंकों तक गिर गई (चार्ट II.2)।

II.1 उपभोक्ता मूल्य

वर्ष 2018-19 की दूसरी छमाही के दौरान हेडलाइन मुद्रास्फीति की निरंतर नरमी ने शुरुआत में अनुकूल आधार प्रभावों (अक्टूबर-नवंबर) के संयुक्त प्रभाव को दर्शाया है तथा इसके बाद इन आधार प्रभावों के प्रतिकूल (दिसंबर-जनवरी) होने के बावजूद भी कीमतों में तेजी से गिरावट आई।² सीपीआई खाद्य जिसमें अनुकूल आधार प्रभाव तथा कीमतों के कारण गिरावट थी, अक्टूबर 2018 में अपस्फीति में परिवर्तित हो गई, जो आगे चलकर नवंबर में ओर भी अधिक हो गई तथा फरवरी 2019 तक बनी रही। खाद्य कीमतों में गिरावट का दौर फरवरी में बंद हुआ। ईंधन समूह में, कीमतों की गति में निरंतर गिरावट के चलते मुद्रास्फीति में तेजी से कमी आई। सीपीआई जिसने, खाद्य और ईंधन मूल्य कीमतों को छोड़कर, अक्टूबर में तेजी दर्ज की, बाद में अनुकूल आधार प्रभावों के परिणामस्वरूप अनुकूल स्थिति के साथ नवंबर-जनवरी के दौरान कम हुई। हालांकि, इस समूह में फरवरी के दौरान कीमत की गति में तेजी देखी गई (चार्ट II.3)। इसके साथ-साथ खाद्य पदार्थों की कीमतों में अधिक उतार-चढ़ाव से सीपीआई हेडलाइन मुद्रास्फीति की गति बदलकर फरवरी में सकारात्मक हो गई।

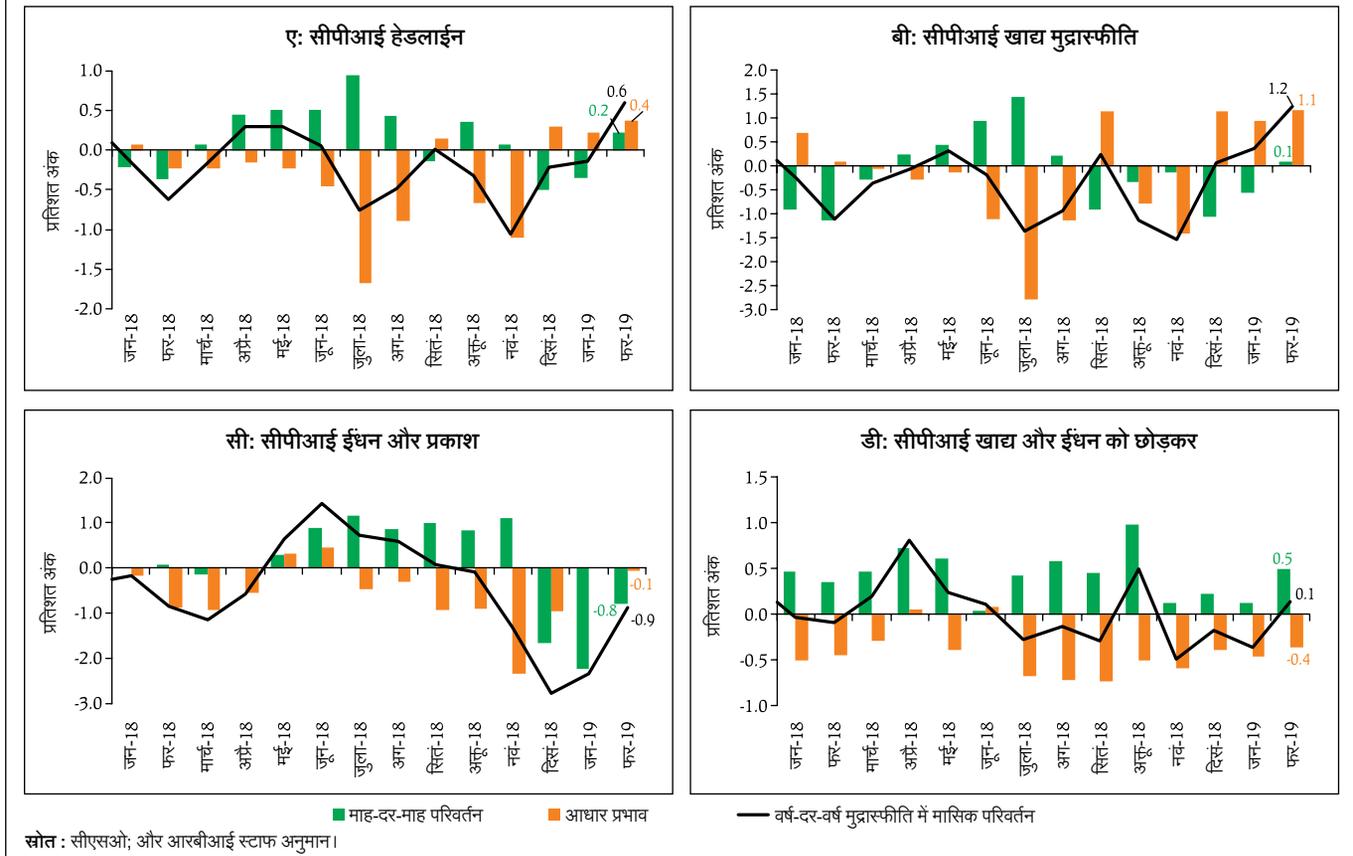
वर्ष 2018-19 में सीपीआई समूहों में मुद्रास्फीति का प्रसार विशिष्ट रूप से गत वर्ष की समानता थी जिसमें माध्यिका मुद्रास्फीति दर समान थे। मुख्यतः दोनों वर्षों में लगातार नकारात्मक झुकाव प्रमुख रूप से खाद्य कीमतों के कारण रहा (चार्ट II.4)। सीपीआई वस्तुओं में मौसमी समायोजित आधार पर मूल्य परिवर्तन का प्रसार सूचकांक सितंबर-जनवरी के दौरान नरमी को दर्शाता है। यह फरवरी के दौरान अधिकांश रूप से विपरीत स्थिति में हो गया, हालांकि, माल और सेवाओं दोनों को शामिल करते हुए सीपीआई बास्केट के चौथे-पांचवें हिस्से से अधिक मूल्य वृद्धि का अनुभव माह की कीमतों में सामान्य वृद्धि का संकेत देता है (चार्ट II.5)।³



² किन्हीं लगातार दो माह के दौरान सीपीआई मुद्रास्फीति में वर्ष-दर-वर्ष हुए परिवर्तन का अनुमान कीमत सूचकांक (गति) चालू माह-दर-माह हुए परिवर्तन तथा 12 माह पूर्व (आधार प्रभाव) के कीमत सूचकांक में माह-दर-माह हुए परिवर्तन के बीच अंतर से लगाया जा सकता है। अधिक जानकारी के लिए सितंबर 2014 की एमपीआर का बॉक्स 1.1 देखें।

³ सीपीआई प्रसार सूचकांक कीमत में आए परिवर्तनों का एक मापक है, जो सीपीआई बास्केट में मदों को इस प्रकार श्रेणीबद्ध रखती है चाहे पिछले माह के दौरान उनकी कीमत बढ़े, स्थिर या गिर जाए। प्रसार सूचकांक की 50 से ऊपर की रीडिंग एक व्यापक बढ़ोत्तरी या कीमत वृद्धि के व्यापकीकरण की सीमा को तथा 50 से नीचे की रीडिंग एक व्यापक-आधार पर कीमत में कमी को दर्शाती है।

चार्ट II.3: सीपीआई मुद्रास्फीति – गति तथा आधार प्रभाव

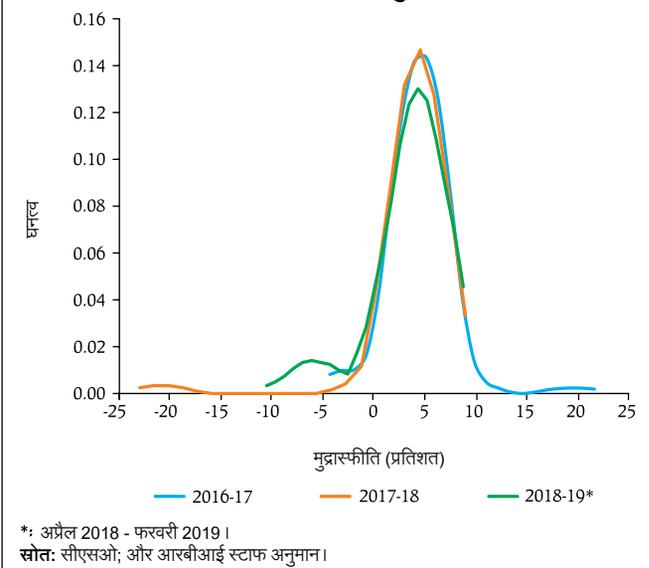


II.2 मुद्रास्फीति के संचालक

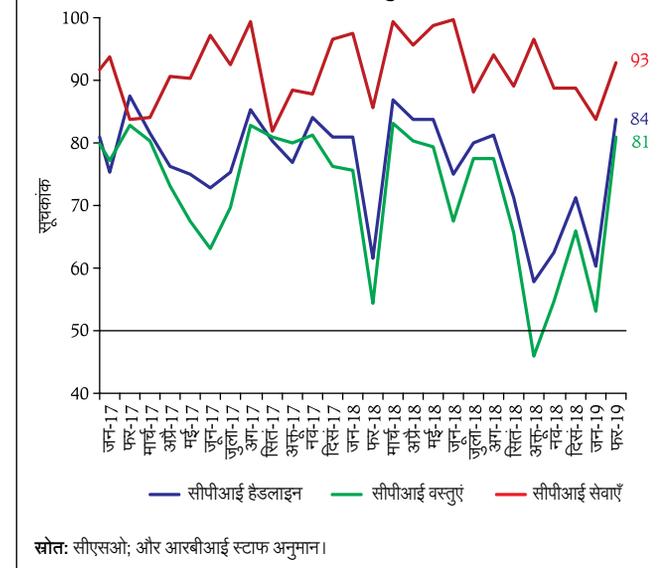
मुद्रास्फीति के ऐतिहासिक विघटन से पता चलता है कि वर्ष 2018-19 की दूसरी छमाही में मुद्रास्फीति में नरमी प्रमुख रूप से अनुकूल

आपूर्ति पक्ष के आघातों- विशेष रूप से खाद्य और कच्चे तेल की कीमतों पर हुए परिणामस्वरूप है। कमजोर मांग के दबाव ने थोड़ा नकारात्मक आउटपुट अंतराल उत्पन्न कर दिया जिसने मजदूरी में

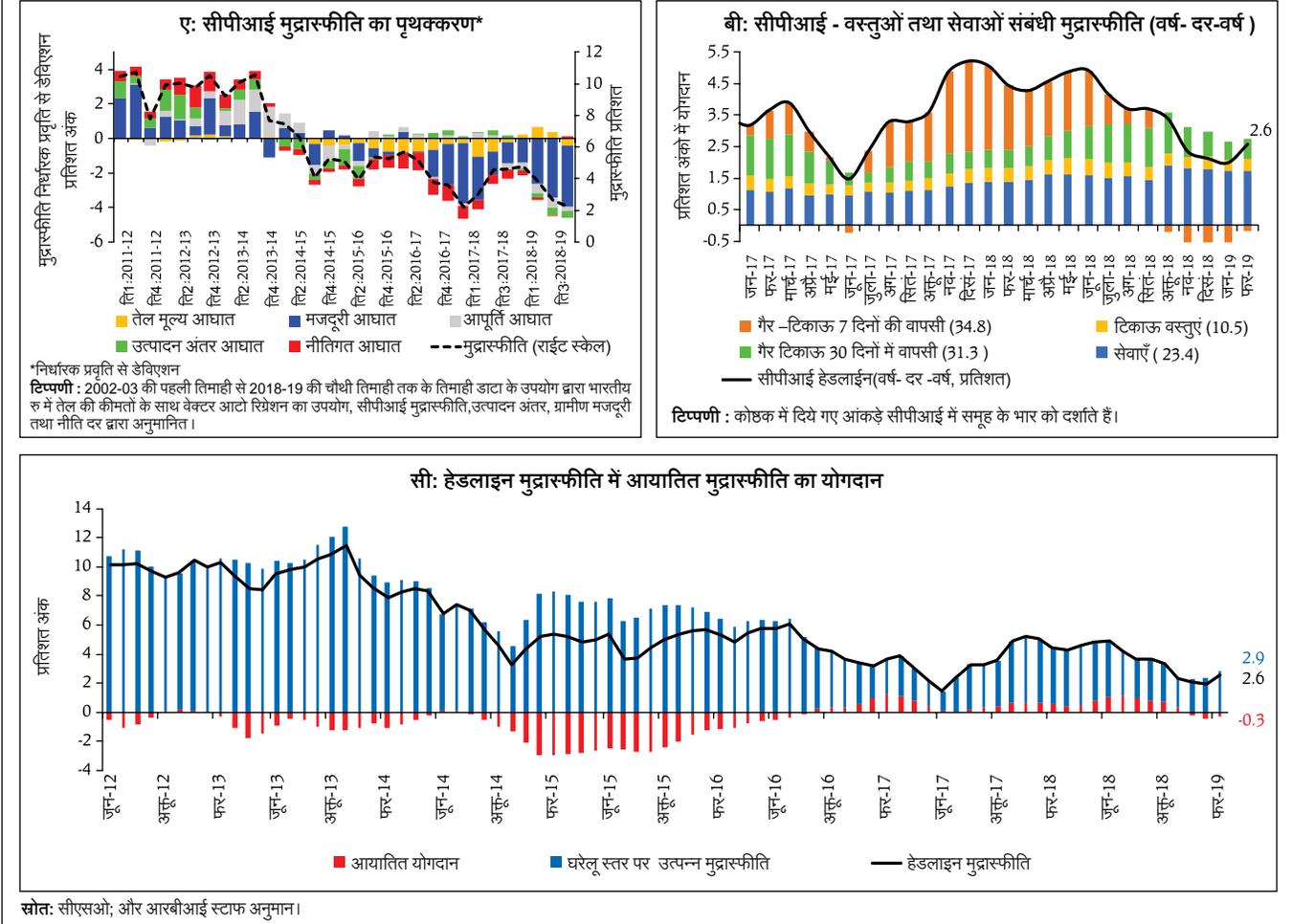
चार्ट II.4: औसत सीपीआई मुद्रास्फीति (वर्ष-दर-वर्ष) (केरनेल घनत्व अनुमान)



चार्ट II.5: सीपीआई डिफ्यूजन्स सूचकांक (माह-दर-माह मौसम के अनुसार समायोजित)



चार्ट II.6: मुद्रास्फीति के संचालक



बहुत कम वृद्धि के साथ मुद्रास्फीति में एक सामान्य गिरावट दर्ज की (चार्ट II.6ए)।⁴

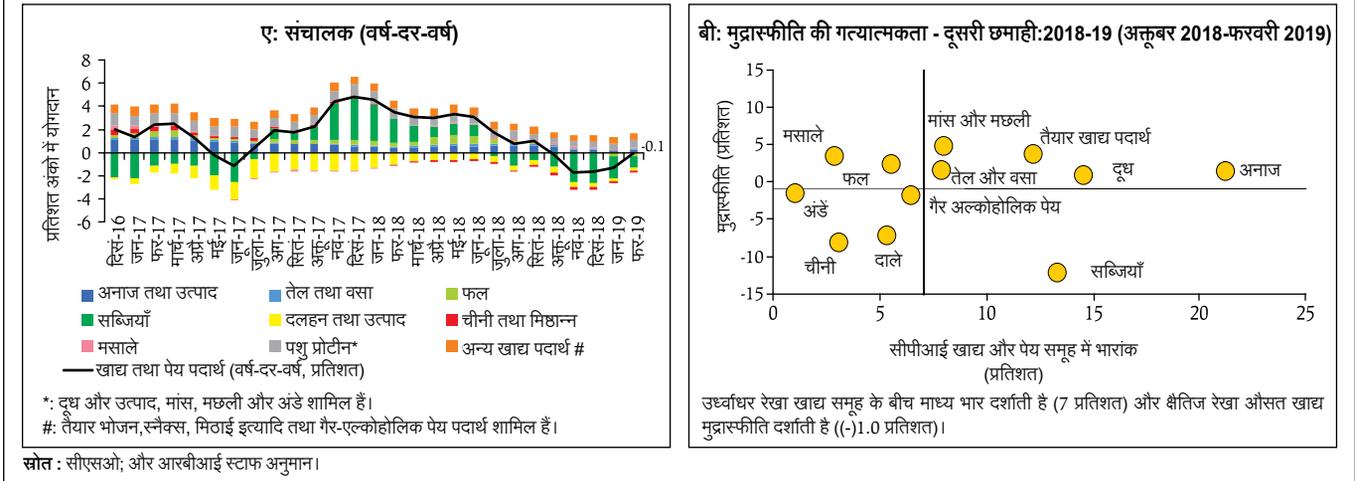
माल और सेवा घटकों में समग्र मुद्रास्फीति का ब्रेकअप इस व्यापक मंदी के समय में माल की कीमतों की प्रमुख भूमिका को दर्शाता है (चार्ट II. 6बी)। इसमें तीसरी तिमाही में सब्जियाँ तथा फलों जैसी नाशवान वस्तुएं (7 दिवसीय रिकॉल) तथा अनाज और दाल जैसी खराब न होने वाली वस्तुएं (30 दिवसीय रिकॉल)

तथा चौथी तिमाही में फरवरी आयात किया सामान (सोना, चांदी, पेट्रोल, डीजल, एलपीजी, केरोसीन, रिफाइंड वनस्पति तेल, इलेक्ट्रॉनिक सामान, रासायनिक उत्पाद, धातु उत्पाद और कपड़े) शामिल है (चार्ट II. 6सी)।⁵ केंद्र सरकार के कर्मचारियों के एचआरए में हुई वृद्धि का सांख्यिकीय प्रभाव धीरे-धीरे पूरी तरह से समाप्त होने के चलते सेवा संबंधी मुद्रास्फीति अवरुद्ध बनी रही।

⁴ ऐतिहासिक विघटन को निम्नलिखित बेरिबलों (जो वेक्टर Y_t के रूप में दिए हैं) जैसे कि - कच्चे तेल के मूल्यों में वार्षिक संवृद्धि दर, मुद्रास्फीति, आउटपुट का अंतर, ग्रामीण मजदूरी में वार्षिक संवृद्धि दर तथा नीतिगत रेफों दर के साथ वेक्टर आटो रीग्रेशन(वीएआर) के आधार पर नमूने अवधि के दौरान मुद्रास्फीति में हुए उतार-चढ़ाव के प्रति प्रत्येक आघात के 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 वेक्टर आघातों [तेल कीमत आघात, आपूर्ति आघात (मुद्रास्फीति आघात), आउटपुट अंतर आघात, मजदूरी आघात तथा नीतिगत आघात] के रूप में दर्शाया गया 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 को विघटित किया जा सकता है।

⁵ भारत के आयातों में प्रमुख रूप से कच्चे तेल और पेट्रोलियम उत्पादों (कुल आयात का लगभग 22.0 प्रतिशत) का वर्चस्व रहा है। आयात के अन्य प्रमुख घटकों में इलेक्ट्रिक सामान (10.0 प्रतिशत), सोना और चांदी (8.0 प्रतिशत), रासायनिक तथा रासायनिक उत्पाद (6.0 प्रतिशत), धातु तथा धातु उत्पाद (5.5 प्रतिशत) तथा वनस्पति तेल (3.0 प्रतिशत) हैं। इसके अलावा, कच्चे कपास जैसी वस्तुओं की घरेलू कीमतें अंतरराष्ट्रीय कपास की कीमतों के साथ चलती हैं।

चार्ट II.7: खाद्य मुद्रास्फीति

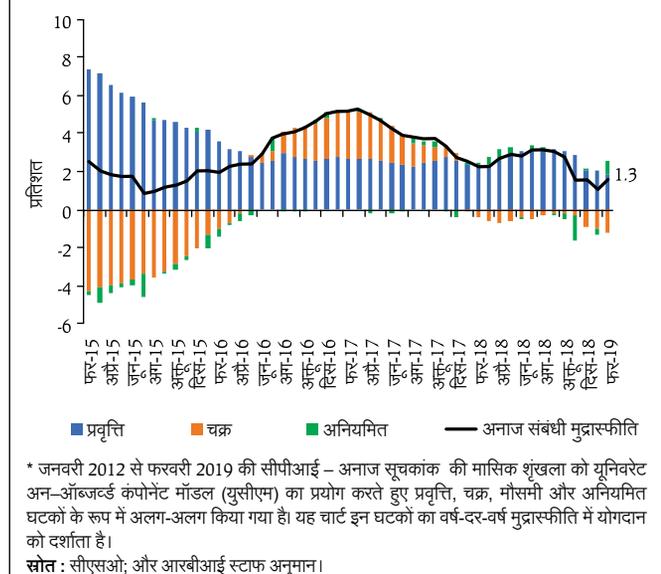


सीपीआई खाद्य समूह

भारत अंशदान की बात करें तो अप्रैल 2018-फरवरी 2019 के दौरान समग्र मुद्रास्फीति में खाद्य और पेय समूह (भार: सीपीआई में 45.9 प्रतिशत) का योगदान 9.5 प्रतिशत रहा जबकि एक वर्ष पहले इसी अवधि में यह 28.9 प्रतिशत था। अक्टूबर 2018 से खाद्य समूह की ऋणात्मक हुई मुद्रास्फीति फरवरी 2019 में (-) 0.1 प्रतिशत थी (चार्ट II.7ए)। सीपीआई बास्केट में 12.7 प्रतिशत संयुक्त भार रखने वाले चार खाद्य उप-समूह फल, सब्जी, दलहन और चीनी फरवरी 2019 में अपस्फीति में रहे (चार्ट II.7ए और बी)। खाद्य समूह के अंदर, अनाज की मुद्रास्फीति (सीपीआई में 9.7 प्रतिशत तथा खाद्य और पेय समूह में 21.1 प्रतिशत का भार) इस वर्ष जनवरी में 0.8 प्रतिशत के निचले स्तर से फरवरी 2019 में 1.3 प्रतिशत तक बढ़ी, प्राथमिक रूप से यह चावल की मुद्रास्फीति में मध्यम सुधार से संचालित था जो उच्च पैदावार और मानक से काफी अधिक बफर स्टॉक के फलस्वरूप जनवरी में (-) 2.1 प्रतिशत से फरवरी में (-) 1.9 प्रतिशत रहा। द्वितीय अग्रिम अनुमानों के अनुसार चावल का उत्पादन 2018-19 में 115.6 मिलियन टन था। यह 2017-18 के 112.9 मिलियन टन के रिकार्ड स्तर से ऊपर है (चौथा अग्रिम अनुमान)। सीपीआई अनाज मुद्रास्फीति का एक विश्लेषण 2018-19 में चक्रीय कारकों का ऋणात्मक योगदान दर्शाता है (चार्ट II.8)।

इस वर्ष असामान्य खाद्य मुद्रास्फीति गतिशीलता की प्रमुख संचालक सब्जियों की कीमतें थीं, इसकी सीपीआई में 6.0 प्रतिशत और खाद्य तथा पेय समूह में 13.2 प्रतिशत हिस्सेदारी है; दूसरा प्रमुख संचालक फल था। प्रोटीनयुक्त कुछ वस्तुओं (खासकर दूध तथा दुग्ध उत्पाद और दलहन) की कीमतों में नरमी/गिरावट, तेल और वसा, तथा चीनी व मिष्ठान्न के साथ-साथ सब्जियों तथा फलों की कीमतों में तेज गिरावट से अक्टूबर 2018 से फरवरी 2019 के बीच समस्त खाद्य पदार्थों की कीमतें अत्यधिक नीचे आ गईं। इस वर्ष के आरंभ में खाद्य पदार्थों की कीमतों में रही नरमी वास्तव में

चार्ट II.8: अनाज संबंधी मुद्रास्फीति-प्रवृत्ति और चक्रीय घटकों का योगदान*



ऐतिहासिक पैटर्न के विपरीत थी। फरवरी के दौरान खाद्य पदार्थों की कीमतों में तेजी भी पिछली प्रवृत्ति के उलट थी, यह मोटे तौर पर फलों की कीमतों में बदलाव तथा सब्जियों की कीमतों में सुधार द्वारा संचालित थी।

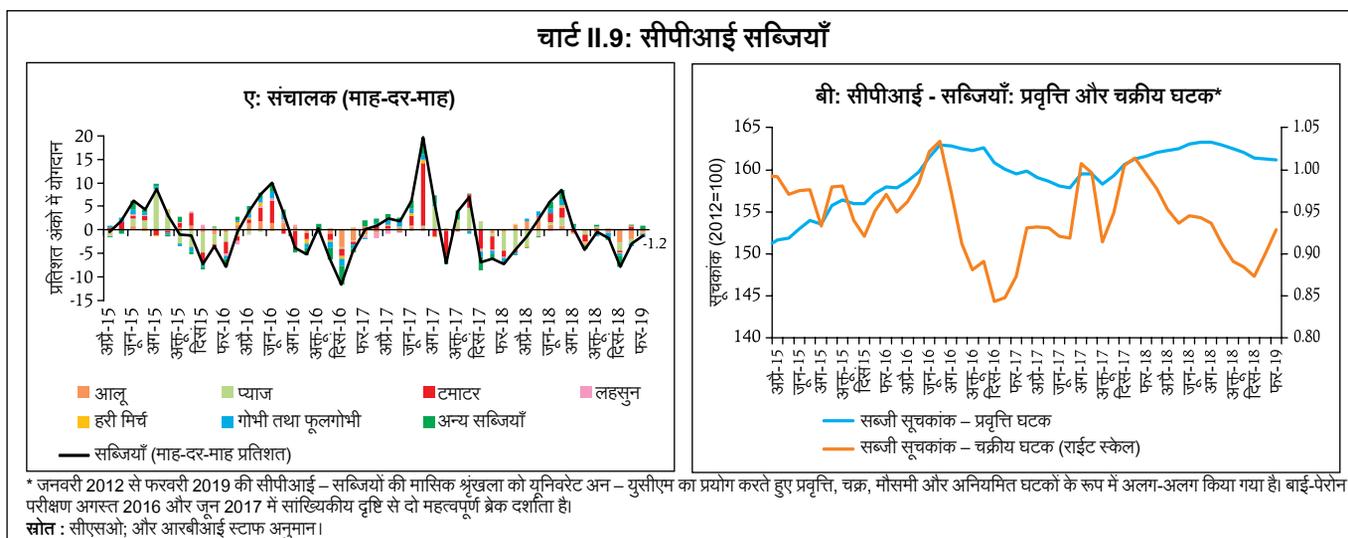
सब्जियों में, प्याज की कीमत के मामले में मुद्रास्फीति जुलाई 2018 में 40.6 प्रतिशत के ऊंचे स्तर से गिरकर जनवरी 2019 में (-) 57.1 प्रतिशत रही, फरवरी 2019 में इसमें सुधार हुआ और (-) 49.5 प्रतिशत रही। खरीफ उत्पादन में वृद्धि, मंडी तक अधिक आपूर्ति और साथ में पुराने भंडारों के निस्तारण ने गिरावट को और बढ़ाया। अगस्त 2018-फरवरी 2019 (जनवरी को छोड़कर) के दौरान ऋणात्मक चाल के साथ मार्च 2018 से जनवरी 2019 तक टमाटर की कीमत अपस्फीति में रही, यह भी मंडी तक अधिक आपूर्ति और अधिक उत्पादन के कारण था। वास्तविक साक्ष्य यह दर्शाता है कि मोटे तौर पर महाराष्ट्र का टमाटर उत्पादक एक प्रमुख जिला नासिक में वर्षा होने के कारण अधिक ठंड पड़ने से फसल काटने में हुई देरी, कर्नाटक में फफूंदी के कारण फसल के क्षतिग्रस्त होने तथा तमिलनाडु (खासकर डिंडीगुल, टमाटर का एक प्रमुख आपूर्तिकर्ता है) में गाजा चक्रवात से फसल के प्रतिकूल रूप से प्रभावित होने के कारण जनवरी 2019 में टमाटर की कीमतों में तेजी रही। यद्यपि अक्टूबर 2018 से कुछ नरमी के बावजूद भी 2018-19 में (फरवरी तक) आलू की मुद्रास्फीति दहाई अंकों में रही। शीतगृह में कम

उपलब्धता, परिवहन में बाधा और आलू उपजाने वाले किसानों द्वारा विरोध प्रदर्शन के कारण मार्च-जुलाई 2018 के दौरान कीमत में दबाव दिखा (चार्ट 11.9ए)। जाड़े की फसल का जबरदस्त उत्पादन और बाजार में उनके नए आगमन से नवम्बर-फरवरी के आरंभ में कीमत में गिरावट आई। कुल मिलाकर, पिछले वर्ष की तुलना में 2018-19 में सब्जी के कीमतों की धीमी संचयी चाल ने खाद्य मुद्रास्फीति को नीचे रखने में मदद किया।

सब्जी की कीमतों का क्षेत्रवार सीपीआई सूचकांक पर आधारित एक विश्लेषण यह दर्शाता है कि ग्रामीण बाजार के सापेक्ष शहरी बाजारों में माह-दर-माह उतार-चढ़ाव अधिक था तथा ग्रामीण और शहरी क्षेत्रों के कीमतों में बदलाव का अंतर सांख्यिकीय रूप से कम महत्वपूर्ण था, यह दर्शाता है कि ग्रामीण-शहरी कीमत में बदलाव मुख्यतः एक दिशा में रहा⁶ सीपीआई - सब्जियाँ की प्रवृत्ति तथा चक्रीय कारकों का एक विश्लेषण यह बताता है कि एक बड़ा चक्रीय कारक ही दिसंबर 2018 तक निम्न रुख के प्रमुख चालक थे क्योंकि प्रवृत्ति वाले कारक कमोबेश सपाट से ही थे (चार्ट 11.9बी)। जनवरी 2019 से चक्रीय कारकों का रुख कुछ ऊपर की ओर देखा गया जिसने चौथी तिमाही (जनवरी-फरवरी) में अब तक सब्जी की कीमतों में गिरावट की दर को घटाए रखा है।

2018-19 के दौरान फलों की कीमतों (सीपीआई में 2.9 प्रतिशत

चार्ट 11.9: सीपीआई सब्जियाँ



⁶ एफ-टेस्ट और टी-टेस्ट फ्रेमवर्क पर आधारित मौसमी समायोजित और असामाजिक दोनों आंकड़ों का उपयोग कर परिणाम की दृढ़ता को परखा गया है।

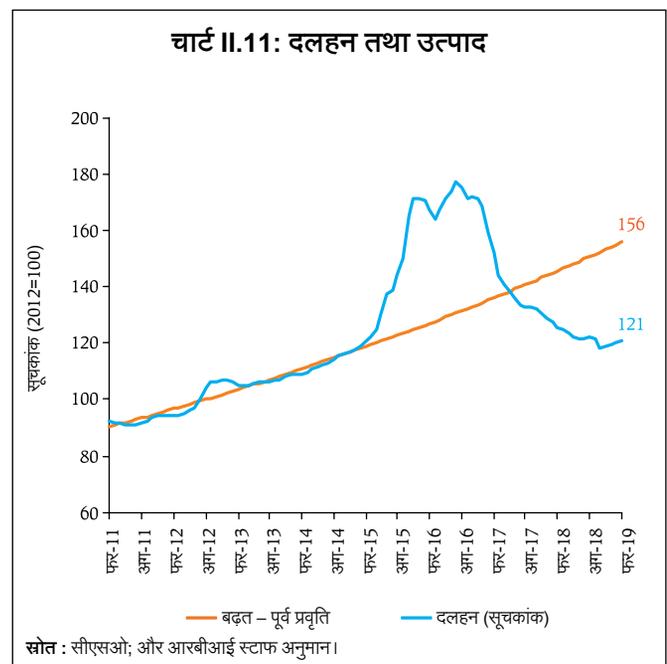
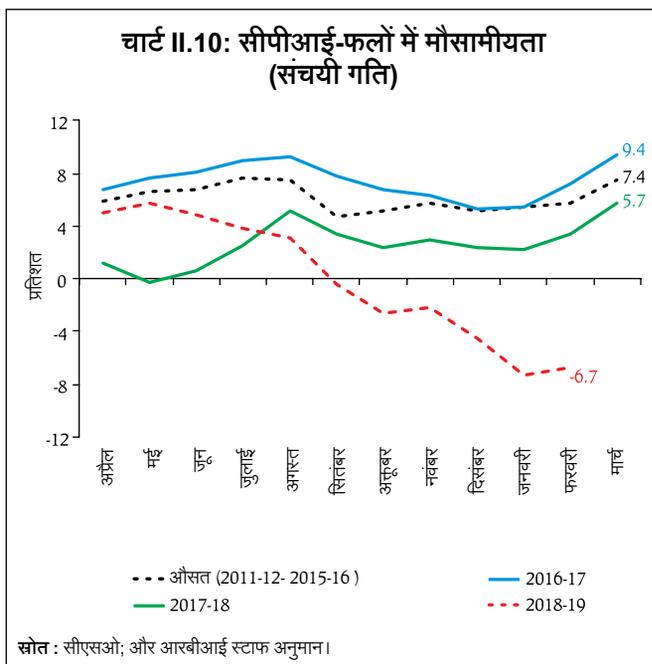
और खाद्य तथा पेय पदार्थ समूह में 6.3 प्रतिशत का भार) में नरमी एक और अपत्याशित तथ्य रही। पिछले पैटर्न के विपरीत इस वर्ष जून-जुलाई 2018 में फल की कीमतों में गिरावट रही। आम और केला की मजबूत घरेलू आपूर्ति के साथ-साथ कुछ फलों (खासकर सेब और खट्टे फल) के अधिक आयात से घरेलू कीमतों में नरमी आई। कुल मिलाकर, सामान्य पैटर्न के विपरीत जून 2018-जनवरी 2019 (नवम्बर 2018 को छोड़कर) के दौरान फलों की कीमतों में एक निरंतर गिरावट देखी गयी (चार्ट II.10)। दिसंबर 2018-फरवरी 2019 के दौरान जबकि फलों की कीमतों में अपस्फीति बनी रही वहीं पिछले दो महीनों में कीमतों में (-) 2.6 प्रतिशत की औसत ऋणात्मक चाल के विपरीत फरवरी 2019 में इस चाल में काफी तेजी आई।

दलहन की कीमतों के मामले में अति आपूर्ति से अपस्फीति बनी रही हालांकि यह प्रवृत्ति धीरे-धीरे बदल रही है। दलहन की सीपीआई में 2.4 प्रतिशत और खाद्य तथा पेय समूह में 5.2 प्रतिशत हिस्सेदारी है। सकल मुद्रास्फीति में दलहन का योगदान अप्रैल-फरवरी 2017-18 में (-) 18.9 प्रतिशत के मुकाबले अप्रैल-फरवरी 2018-19 के दौरान (-) 6.0 प्रतिशत रहा। 2018-19 के दौरान मुख्य रूप से पिछले वर्ष के स्तर के उत्पादन और खरीददारी से कुछ

क्रिस्मों जैसे अरहर और उड़द की मंडी स्तर पर कीमतों में सुधार हुआ और कुछ मुख्य उत्पादक राज्यों में यह बढ़कर अपने एमएसपी के स्तर तक आया। अभी दलहन की कीमतें अपने पिछले 10 महीने की ऐतिहासिक प्रवृत्ति के काफी नीचे चल रही हैं (चार्ट II.11)।

चीनी तथा मिष्ठान्न उप-समूह में अधिक उत्पादन, खुला बाजार बिक्री तथा चीनी की वैश्विक कीमत की मंद चाल की वजह से फरवरी 2018 से चीनी की कीमत की अपस्फीति ने घरेलू खाद्यस्फीति को नरम रखा। फरवरी 2019 में केंद्रीय सरकार द्वारा चीनी के न्यूनतम बिक्री मूल्य को ₹2 प्रति किलो बढ़ाकर ₹31 प्रति किलो किए जाने का प्रभाव घरेलू खुदरा बाजार में अभी तक नहीं दिखा है।

अंतरराष्ट्रीय खाद्य तेल की कीमतों के अनुरूप सितंबर 2018 से तेल और वसा की कीमतें अपेक्षाकृत कम रहीं। कृषि और किसान कल्याण मंत्रालय के 2018-19 के दूसरे अग्रिम अनुमानों के अनुसार तिलहन उत्पादन में 0.6 प्रतिशत की मामूली वृद्धि (2017-18 के चौथे अग्रिम अनुमानों पर) की संभावना है। मूंगफली के उत्पादन में जो गिरावट हुई उसकी भरपाई सोयाबीन और सरसों के उच्च उत्पादन से हुई। 1 जनवरी, 2019 से भारत सरकार ने मलेशिया और इंडोनेशिया से आयातित कच्चे और रिफाइंड पाम तेल, ब्लीचड और डीओडराइज्ड (आरबीडी) पाम तेल पर आयात शुल्क भी कम कर दिया है।



प्रोटीन युक्त वस्तुओं जैसे अंडे, मांस और मछली के दामों में तेजी देखी गई। अंडे के मामले में मुद्रास्फीति नवंबर 2018-जनवरी 2019 के दौरान ऋणात्मक रही किन्तु फरवरी में यह सकारात्मक हो गई। मांस और मछली की कीमतों में भी वृद्धि का दबाव बना जो सर्दियों के महीनों के दौरान आम बात है। मक्के और सोयाबीन से संबंधित उच्च लागत कीमतों के कारण, जो पशुओं और पोल्ट्री के खाने के भंडारण के रूप में किया जाता है, मांस और मछली से संबंधित मुद्रास्फीति फरवरी में 5.9 प्रतिशत थी, जो दिसंबर 2016 के बाद सबसे अधिक है।

मुद्रास्फीति पूरे वर्ष के दौरान नवंबर में 3.0 प्रतिशत के उच्च स्तर तक पहुंचने के बाद, फरवरी में मसालों में 1.8 प्रतिशत की कमी आई। यह कमी हल्दी, सूखी मिर्च, धनिया और जीरा का उत्पादन अपेक्षा से अधिक होने के कारण आई।

सीपीआई ईंधन समूह

ईंधन और लाइट मुद्रास्फीति, अक्टूबर में 8.5 प्रतिशत थी जो घटकर दिसंबर में 4.5 प्रतिशत और फरवरी में 1.2 प्रतिशत पर आ गई। यह घटोत्तरी रसोई गैस की कीमतों में गिरावट के साथ साथ बिजली की कीमतें निरंतर संयमित रहने के कारण, एवं जलाऊ लकड़ी और चिप्स की कीमतों में गिरावट के कारण हुई (चार्ट II.12ए)। जून से नवंबर के बीच घरेलू एलपीजी की कीमतों में अत्यधिक मूल्य वृद्धि होने के बाद, अंतरराष्ट्रीय बाजार में अचानक आई मूल्य गिरावट के कारण दिसंबर से घरेलू एलपीजी की कीमतों में भी अत्याधिक गिरावट आई। प्रत्यक्ष लाभ अंतरण योजना के अंतर्गत एलपीजी

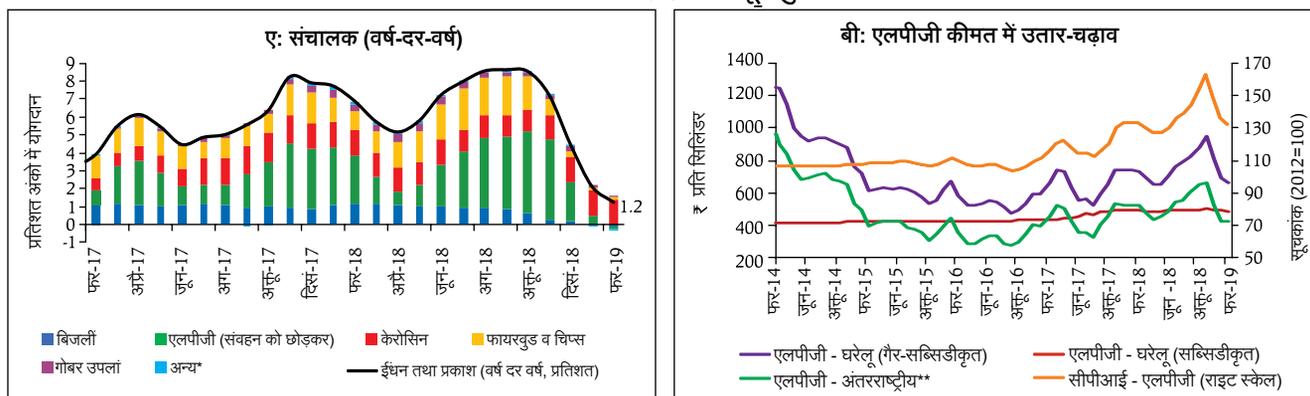
सब्सिडी को बैंक खातों में सीधे भुगतान हेतु जोड़ने के बाद अब सीपीआई में एलपीजी की कीमतें खुले बाजार में चल रही इसकी कीमतों को दर्शाता है, जो फलस्वरूप अंतरराष्ट्रीय कीमतों के बहुत निकट बनी रहती है (चार्ट II.12बी)।

बिजली संबंधी मुद्रास्फीति जो ईंधन और प्रकाश उप-समूह के एक तिहाई के बराबर होती है, वह 2018-19 की प्रथम छमाही दौरान लगभग 3 प्रतिशत की वृद्धि के बाद, 2018-19 की दूसरी छमाही (फरवरी तक) में औसतन 0.6 प्रतिशत तक नरम बनी रही। जनवरी-फरवरी 2019 में विद्युत उत्पादन (0.7 प्रतिशत वर्ष-दर-वर्ष) में गतिरोध आ जाने के बावजूद ऊर्जा में कमी लगातार बढ़ती रही, जो मांग में आई कमी को दर्शाती है, यह उस अवधि के दौरान भारतीय ऊर्जा एक्सचेंज में न्यून हाजिर भाव से भी परिलक्षित होता है। ग्रामीण उपभोग की वस्तुओं जैसे जलाऊ लकड़ी और चिप्स के संबंध में मुद्रास्फीति अक्टूबर तक स्थिर और ऊँची रही और साथ ही ईंधन समूह की मुद्रास्फीति में गिरावट के कारण, फरवरी में 5.4 प्रतिशतता अंक की गिरावट के साथ ही यह गिरावट 0.6 प्रतिशत पर आ गई। हालांकि, तेल विपणन कंपनियों (ओएमसी) द्वारा मिट्टी तेल की कीमतों से अनुदान को खत्म करने के लिए नपे-तुले तरीकों से कीमतें बढ़ाए जाने के कारण प्रशासित मिट्टी के तेल की कीमतों में निरंतर वृद्धि दर्ज की गई।

खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई

खाद्य और ईंधन को छोड़कर अक्टूबर 2018 में सीपीआई मुद्रास्फीति में अल्पावधि के लिए थोड़ी तेजी देखी गई, जो फरवरी में मामूली

चार्ट II.12: सीपीआई ईंधन समूह मुद्रास्फीति



*: डिजेल (संवहन को छोड़कर), कोक, कोयला, चारकोल और अन्य ईंधन सहित।

** : एलपीजी के लिए अंतरराष्ट्रीय मूल्य सऊदी ब्यूटेन और प्रोपेन के लिए ब्लूमबर्ग स्पॉट मूल्य पर आधारित है, जो क्रमशः 60:40 के अनुपात में संयुक्त है। ये अंतरराष्ट्रीय उत्पाद मूल्य संकेतक मूल्य हैं जो बेंचमार्क कीमतों के करीब हैं और आयात मूल्य निर्धारण के लिए तेल प्रमुखों द्वारा उपयोग किए जाने वाले वास्तविक बेंचमार्क उत्पादों का प्रतिनिधित्व नहीं करते हैं। एलपीजी के लिए इस्तेमाल किए गए अंतरराष्ट्रीय बेंचमार्क उत्पादों पर और जानकारी www.ppac.org.in पर उपलब्ध है।

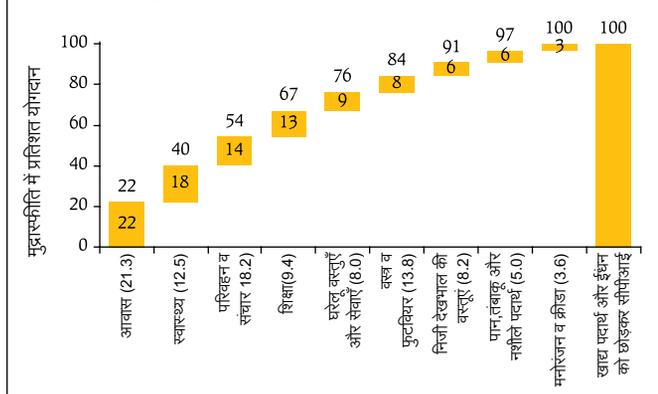
स्रोत : (i) चार्ट II.12 ए-सीएसओ; और आरबीआई स्टाफ आकलन। (ii) चार्ट II.12 बी-ब्लूमबर्ग, इंडियन ऑइल कॉर्पोरेशन लिमिटेड(आईओसीएल); सीएसओ; तथा आरबीआई स्टाफ आकलन।

वृद्धि के साथ 5.4 प्रतिशत होने से पूर्व क्रमिक गिरावट के साथ अक्तूबर में 6.2 प्रतिशत से घटकर जनवरी 2019 में 5.2 प्रतिशत रही। हालांकि यह उल्लेखनीय है कि खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई मुद्रास्फीति दिसंबर 2017 से 5 प्रतिशत से ऊपर बनी हुई है। उतार-चढ़ाव वाली वस्तुएं जैसे पेट्रोल, डीजल, सोना और चांदी को छोड़कर, सीपीआई मुद्रास्फीति अक्तूबर से 5.5-5.8 प्रतिशत के बीच बनी रही (चार्ट II.13)।

खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई मुद्रास्फीति में आवास का भारांक 21.3 प्रतिशत है जिसका इस समूह में मुद्रास्फीति के प्रति योगदान सबसे ज्यादा (22 प्रतिशत) था, जबकि केंद्र सरकार के कर्मचारियों के एचआरए के बढ़ने का सांख्यिकीय प्रभाव दिसंबर तक काफी कम हो गया था। स्वास्थ्य उप-समूह, खाद्य और ईंधन को छोड़कर जिसका भारांक 12.5 प्रतिशत है, का अक्तूबर-फरवरी के दौरान सीपीआई मुद्रास्फीति में 18 प्रतिशत का योगदान था (चार्ट II.14)।

तीसरा सबसे बड़ा योगदान परिवहन एवं संचार उप समूह रहा था जिसने खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई मुद्रास्फीति में 14 प्रतिशत का योगदान किया और नवंबर से पेट्रोल और डीजल दामों में तेज गिरावट के कारण इसका 18.2 प्रतिशत से भी काफी कम रहा (चार्ट II.15ए)। 2014 से अंतरराष्ट्रीय और घरेलू कीमतों के बीच असमान पास-थ्रू के कारण इसमें काफी अंतर बना रहा (चार्ट II.15बी)।

चार्ट II.14: खाद्य पदार्थ और ईंधन मुद्रास्फीति को छोड़कर सीपीआई: प्रमुख उप-समूहों द्वारा योगदान (अक्तूबर 18-फरवरी 19)



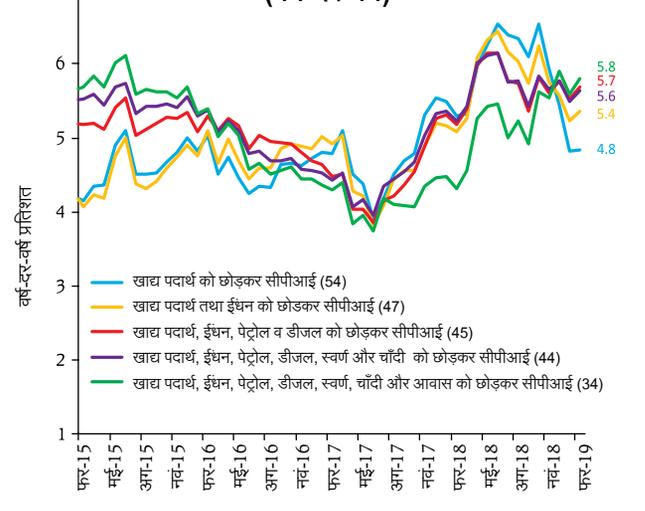
टिप्पणी: उपर्युक्त बार खाद्य पदार्थ और ईंधन मुद्रास्फीति को छोड़कर प्रत्येक उप-समूह का सीपीआई में प्रतिशत योगदान दर्शाते हैं। बार के ऊपर के आंकड़े संघीय प्रतिशत योगदान बताते हैं। कोष्ठकों के आंकड़े खाद्य पदार्थ और ईंधन मुद्रास्फीति को छोड़कर सीपीआई में उप-समूहों का भारांक हैं।

स्रोत: सीएसओ, और आरबीआई स्टाफ अनुमान।

अन्य उप-समूहों में दूसरी छमाही (फरवरी तक) में शिक्षण शुल्क, पुस्तकों और जर्नल (खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई में 9.4 प्रतिशत का योगदान) सेवाओं में मुद्रास्फीति में वृद्धि के कारण खाद्य और ईंधन को छोड़कर अब तक सीपीआई मुद्रास्फीति में शिक्षा का योगदान लगभग 13 प्रतिशत था। इसके विपरीत, अक्तूबर 2018 से कपड़े और फुटवियर मुद्रास्फीति में तेज गिरावट ने खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई मुद्रास्फीति में योगदान 8 प्रतिशत तक कम कर दिया जो खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई में अपने भार 13.8 प्रतिशत से काफी कम है (चार्ट II.14)।

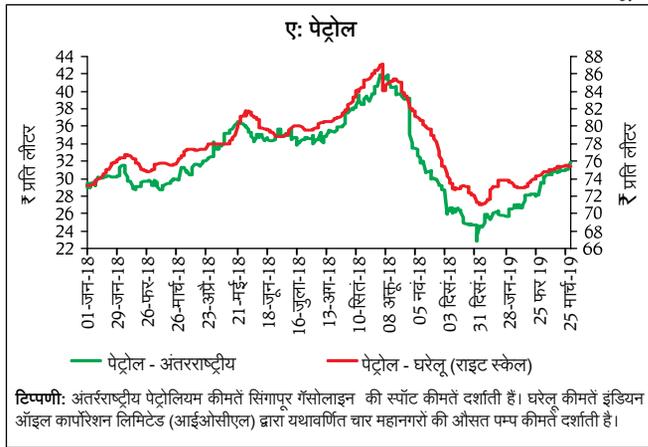
सीपीआई मुद्रास्फीति में खाद्य, ईंधन, पेट्रोल और डीजल को माल और सेवाएं के रूप में विघटित करने पर यह दर्शाता है कि 2018-19 की दूसरी छमाही (फरवरी तक) के दौरान खाद्य मुद्रास्फीति 4.9-5.1 प्रतिशत की एक सीमित दायरे में बनी रही, जबकि सेवाओं की मुद्रास्फीति उच्च स्तर - 6.0-6.6 प्रतिशत पर बनी रही। तीसरी तिमाही के दौरान सभी पण्य समूह की वस्तुओं मुद्रास्फीति में तेजी दर्ज की गई विशेष रूप से दवाइयों, घरेलू सामानों और निजी देखभाल की वस्तुओं में, जिसकी भरपाई कपड़े और फुटवियर में अत्यधिक संयम के कारण कुछ हद तक हो पाई (चार्ट II.16ए)। परिवहन किराए, शिक्षा व्यय और घरेलू सेवाओं में वृद्धि के कारण ही तीसरी तिमाही में सेवा मुद्रास्फीति में बढ़ोत्तरी हुई और स्थिर मुद्रास्फीति की मुख्य कारक रही, जो कि एचआरए प्रभावों को कम करने पर आवास

चार्ट II.13: अपवचन आधारित सीपीआई मुद्रास्फीति (वर्ष-दर-वर्ष)

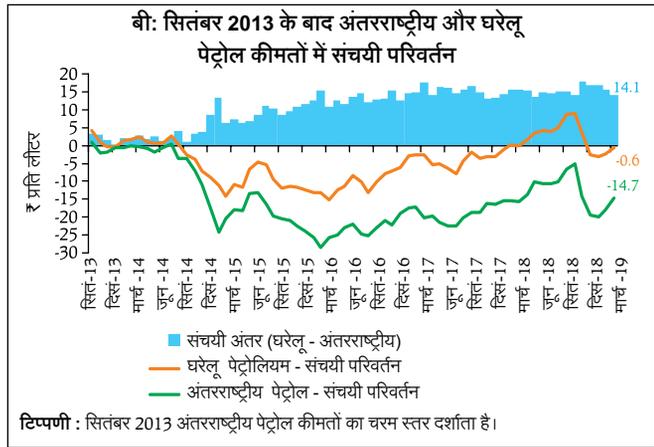


टिप्पणी: कोष्ठकों में दिये गए आंकड़े सीपीआई में भारांक को दर्शाते हैं।
स्रोत: सीएसओ, तथा आरबीआई स्टाफ अनुमान।

चार्ट II.15 : अंतरराष्ट्रीय और घरेलू पेट्रोलियम उत्पाद कीमतों में उतार-चढ़ाव



स्रोत : ब्लूमबर्ग; आईओसीएल; और आरबीआई स्टाफ अनुमान।



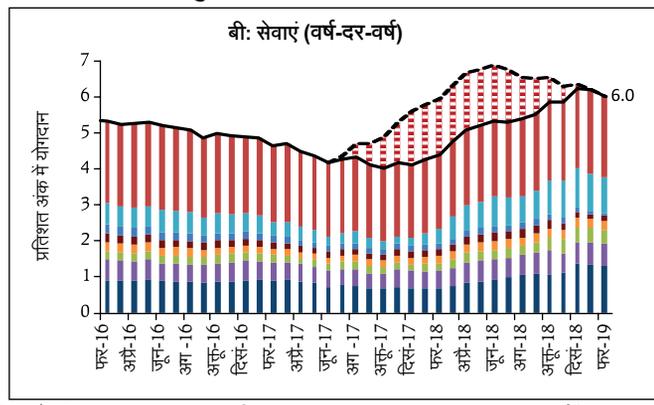
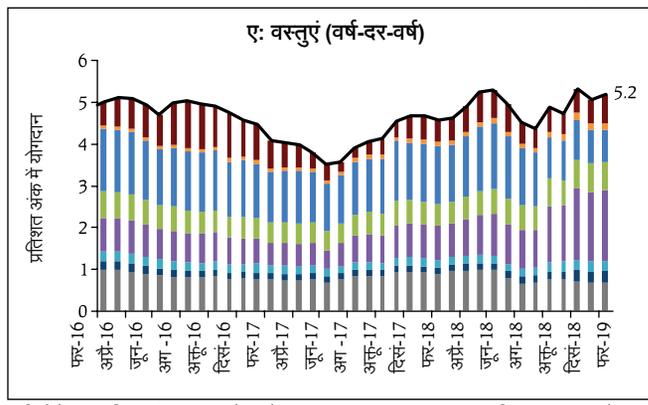
मुद्रास्फीति में महत्वपूर्ण संशोधन को काफी हद तक ऑफसेट करती है। जनवरी - फरवरी 2019 के दौरान, परिवहन सेवाओं की मुद्रास्फीति में नरमी के कारण सेवा क्षेत्र में मुद्रास्फीति कुछ हद तक संयमित होकर 6.2 प्रतिशत से 6.0 प्रतिशत तक कम हुई, जो ईंधन की कीमत में कमी, आवास, शिक्षा और व्यक्तिगत देखभाल के संदर्भ में मुद्रास्फीति की नरमी को दर्शाती है (चार्ट II.16बी)।

मुद्रास्फीति के अन्य मापक

सीपीआई से इतर मुद्रास्फीति के मापकों ने अक्तूबर की मौद्रिक नीति रिपोर्ट के बाद की अवधि में मिला-जुला उतार-चढ़ाव दर्शाया है। सेक्टरल सीपीआई- औद्योगिक श्रमिकों (सीपीआई-आईडब्ल्यू), खेतिहर मजदूरों (सीपीआई-एएल) और ग्रामीण मजदूरों (सीपीआई-आरएल) के लिए द्वारा मापी जाने वाली मुद्रास्फीति में नवंबर से

फरवरी 2019 के दौरान मामूली बढ़ोतरी हुई। प्रथम, सभी तीन सेक्टरल सीपीआई में खाद्य मुद्रास्फीति अखिल भारतीय सीपीआई के सापेक्ष अधिक थी। दूसरा, ईंधन की महंगाई एक सीमा के अंदर बनी रहने के कारण सेक्टरल सीपीआई में गिरावट नहीं हुई। सीपीआई-आईडब्ल्यू में आवास सूचकांक को छह महीने में एक बार यानि हर साल जनवरी और जुलाई में संशोधित किया जाता है। 7वें केंद्रीय वेतन आयोग (सीपीसी) के तहत एचआरए में वृद्धि के बाद, सीपीआई-आईडब्ल्यू में आवास सूचकांक 2018 के जनवरी-जुलाई में क्रमशः 8.8 प्रतिशत और 15.9 प्रतिशत बढ़ा, और जनवरी 2019 में 8.8 प्रतिशत रहा। सीपीआई-आईडब्ल्यू मुद्रास्फीति दिसंबर में 5.2 प्रतिशत से फरवरी में 7.0 प्रतिशत तक पहुंच गई, जो जनवरी 2019 में अपने आवास सूचकांक में वृद्धि का कारण बनी।

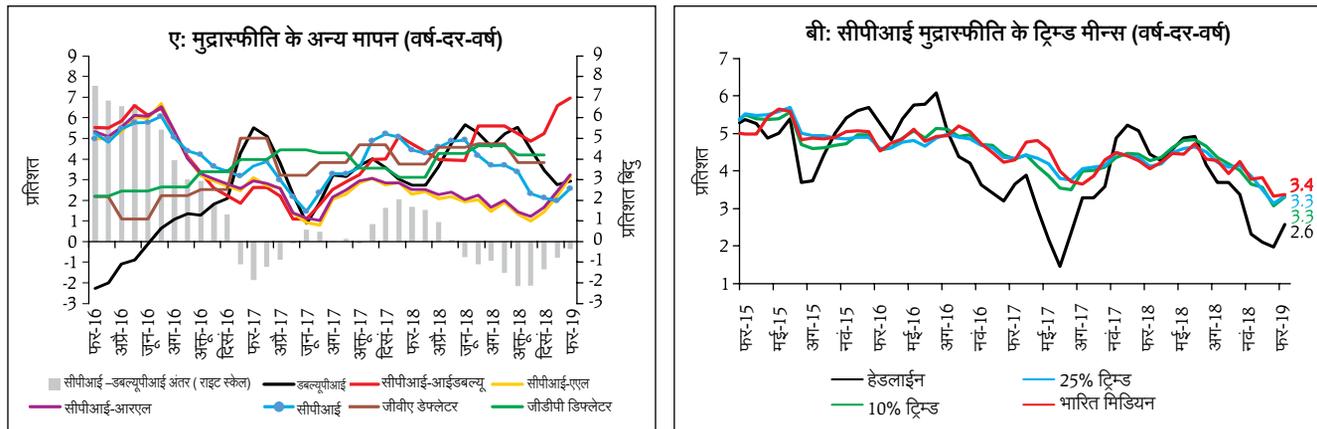
चार्ट II.16: खाद्य पदार्थ, ईंधन, पेट्रोल व डीजल को छोड़कर मुद्रास्फीति में योगदान



■ निजी देखभाल की वस्तुएं ■ आमोद-प्रमोद ■ वस्त्र तथा फूटवियर ■ घरेलू वस्तुएं तथा सेवाएं ■ स्वास्थ्य ■ परिवहन तथा संचार ■ पान, तंबाकू तथा नशीले पदार्थ
■ शिक्षा ■ आवास(एचआरए प्रभाव) ■ आवास (एचआरए प्रभाव को छोड़कर) ■ वस्तुएं मुद्रास्फीति प्रतिशत ■ सेवाएं मुद्रास्फीति (एचआरए प्रभाव को छोड़कर) (प्रतिशत) ■ सेवाएं मुद्रास्फीति (प्रतिशत)

स्रोत: सीएसओ; और आरबीआई स्टाफ अनुमान।

चार्ट II.17: मुद्रास्फीति के वैकल्पिक मापन



इसके विपरीत, जनवरी-फरवरी में थोक मूल्य सूचकांक (डबल्यूपीआई) मुद्रास्फीति अक्तूबर 2018 के 5.5 प्रतिशत के अपने शीर्ष से गिरकर 2.8-2.9 प्रतिशत हो गई। डबल्यूपीआई मुद्रास्फीति में क्रमिक गिरावट कच्चे तेल, खनिज तेल और बुनियादी धातुओं के संदर्भ में मुद्रास्फीति में महत्वपूर्ण गिरावट तथा अंतर्राष्ट्रीय वस्तुओं की कीमतों पर नज़र रखने के कारण आई। जीडीपी और जीवीए डिफ्लेटर भी डबल्यूपीआई मुद्रास्फीति के अनुरूप तीसरी तिमाही में नीचे आए (चार्ट II.17ए)।

खाद्य, ईंधन और कीमती धातुओं जैसी वस्तुओं की अस्थिर कीमतें मुद्रास्फीति के प्रसार के लिए अधिक फैलाव, विषमता और गैर-सामान्यता प्रदान करती हैं। अंतर्निहित मुद्रास्फीति की गत्यात्मकता को मापने के लिए एक तरीका यह है कि महंगाई के प्रसार में उच्च सकारात्मकता के साथ-साथ बहुत ज्यादा नकारात्मकता और अंत्य स्थूल प्रभाव की काट-छांट कर दी जाए। पहले चर्चा किए गए छंटनी आधारित उपायों के अलावा, सीपीआई के छंटनी के साधनों को पिछले छह महीनों में क्रमिक रूप से नरम कर दिया है (चार्ट II.17 बी)।

कोर मुद्रास्फीति के उपाय, जो अस्थिर घटकों को हटाते हैं और मुद्रास्फीति के टिकाऊ घटक को प्रस्तुत करते हैं, “कोर” मुद्रास्फीति के वांछनीय गुणों के लिए उनका मूल्यांकन किया जा सकता है। ग्यारह मुद्रास्फीति उपायों का मूल्यांकन यह बतलाता है कि अपवर्जन आधारित उपायों में से कोई भी “कोर” मुद्रास्फीति के सभी गुणों को संतुष्ट नहीं करता है। हालांकि दो सांख्यिकीय उपाय जैसे ट्रिंज्ड मीन्स (5 प्रतिशत और 10 प्रतिशत), संचार की सुगमता

को छोड़कर कोर उपाय के लिए वांछनीय गुणों को पूरा करती है। (बॉक्स II.1)।

II.3 लागतें

अंतर्निहित लागत वाली शर्तें काफी हद तक पर डबल्यूपीआई मुद्रास्फीति के साथ-साथ चलती हैं। डबल्यूपीआई के अंतर्गत औद्योगिक और फार्म लागतों के रूप में मुद्रास्फीति 2018-19 की पहली तिमाही में बढ़ी और नवंबर 2018 तक इसमें बढ़त बनी रही, इसके बाद यह काफी संयमित हुई (चार्ट II.18)। जनवरी और फरवरी 2019 में कुछ वृद्धि से पहले अक्तूबर 2018 में कच्चे तेल की वैश्विक कीमतों में नवंबर-दिसंबर 2018 के दौरान चरम स्तर से गिरावट आई। इस गिरावट ने हाई स्पीड डीजल, विमानन टरबाइन ईंधन, नेफ्था, बिटुमेन, फर्नेस ऑयल और पेट्रोलियम कोक आदि की इनपुट की घरेलू कीमतों को प्रभावित किया जिससे घरेलू कृषि और गैर कृषि लागत में वृद्धि हुई। यद्यपि कुछ पेट्रोलियम उत्पादों की कीमतों में फरवरी 2019 में वृद्धि हुई जिससे कच्चे तेल की कीमतों में बढ़ोतरी परिलक्षित हुई, खनिज की कीमतों में तेज गिरावट से औद्योगिक इनपुट की लागतें लगातार घटती रहीं।

अन्य औद्योगिक कच्चे मालों, घरेलू कोयले की मुद्रास्फीति में जनवरी-फरवरी 2019 के दौरान अनुकूल आधार प्रभाव के कारण कमी हुई है। कागज़ और लुगदी की कीमतों की मुद्रास्फीति में 2018-19 की तीसरी तिमाही में उत्पादन लागतों और वैश्विक कीमतों में बढ़त के कारण मामूली बढ़ोतरी हुई। फाइबर की कीमतों में मुद्रास्फीति पहली तिमाही में नकारात्मक रहने के बाद दूसरी और तीसरी तिमाही में इसमें वृद्धि हुई। हालांकि, घरेलू यार्न मिलों की

बॉक्स II.1: भारत में कोर मुद्रास्फीति उपाय- एक अनुभवजन्य मूल्यांकन

हेडलाइन मुद्रास्फीति में उतार-चढ़ाव इसकी प्रवृत्ति और अस्थायी प्रकृति में परिवर्तनों से प्रभावित होते हैं। जबकि अस्थायी तत्व मोटे तौर पर आपूर्ति के आघात को दर्शाते हैं और प्रवृत्ति घटक समग्र मांग स्थितियों और अपेक्षाओं में परिवर्तन के प्रति प्रतिक्रिया करता है। मुद्रास्फीति का यह स्थायी अवयव जो अक्सर कोर या अंतर्निहित मुद्रास्फीति के रूप में जाना जाता है, हेडलाइन मुद्रास्फीति की भावी दिशा के लिए महत्वपूर्ण मार्गदर्शन प्रदान करता है। इसलिए मध्यावधि मुद्रास्फीति के पूर्वानुमान के इनपुट के लिए मौद्रिक प्राधिकरण अक्सर कोर मुद्रास्फीति का सहारा लेते हैं। कोर मुद्रास्फीति मापन हेतु दो सामान्य दृष्टिकोण अपनाए जाते हैं (i) अपवर्जन आधारित उपायों जैसे हेडलाइन मुद्रास्फीति के कुछ अत्यधिक अस्थिर अवयव जैसे खाद्य और ईंधन; और (ii) सांख्यिकीय उपायों जैसे मीडियन और ट्रिम्ड मीन्स। मुद्रास्फीति के एक प्रमुख उपाय के लिए कुछ गुण जरूरी होने चाहिए:

विश्वसनीयता: कोर मुद्रास्फीति का मापन समय पर होना चाहिए, विश्वसनीय (केंद्रीय बैंक के स्वतंत्र एजेंटों द्वारा सत्यापित की गई) और जनसाधारण को आसानी से समझ में आने वाली होनी चाहिए।

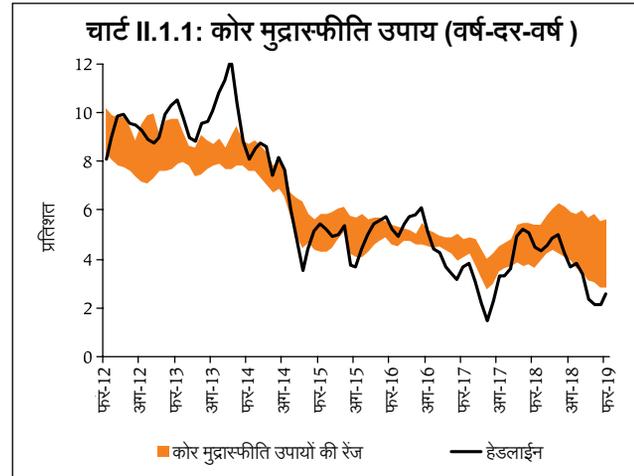
माध्य और मानक विचलन: किसी कोर मुद्रास्फीति मापन के लिए वही मापन होना चाहिए जो हेडलाइन के लिए है किंतु मानक विचलन उससे कम होना चाहिए।

प्रत्यावर्तन: कोर मुद्रास्फीति मापक का एक उपयुक्त उपाय वह है जिसमें हेडलाइन मुद्रास्फीति बदलती है; इसलिए, कोर मुद्रास्फीति मापन भविष्य की मुद्रास्फीति का एक अच्छा भविष्यवेत्ता हो सकता है।

कोर मुद्रास्फीति हेडलाइन मुद्रास्फीति का कारण बनती है, लेकिन हेडलाइन मुद्रास्फीति कोर मुद्रास्फीति का कारण नहीं बनती है: कोर मुद्रास्फीति हेडलाइन मुद्रास्फीति एकात्मक गुणांक (निष्पक्षता के रूप में कहा जाता है) के साथ जोड़ा जाना चाहिए। अन्य शब्दों में, कोर मुद्रास्फीति मजबूत बहिर्जात (हेडलाइन के साथ) है, लेकिन हेडलाइन मुद्रास्फीति नहीं।

पिछली मौद्रिक नीति के साथ सह-संबंध: एक बड़े पैमाने पर मौद्रिक नीति का टिकाऊ या कोर सीपीआई मुद्रास्फीति के साथ सहसंबंध होने की अधिक संभावना है।

भारत के लिए कुल ग्यारह सीपीआई कोर मापनों पर विचार किया गया था, जिनमें से छह अपवर्जन-आधारित मापन थे, यथा:



(i) खाद्य और ईंधन को छोड़कर; (ii) खाद्य, पेट्रोल और डीजल को छोड़कर; (iii) खाद्य, ईंधन, पेट्रोल और डीजल को छोड़कर; (iv) खाद्य, पेट्रोल, डीजल, सोना और चांदी को छोड़कर; (v) खाद्य, ईंधन, पेट्रोल, डीजल, सोना और चांदी को छोड़कर; और (vi) खाद्य, ईंधन, पेट्रोल, डीजल, सोना, चांदी और आवास को छोड़कर। पांच सांख्यिकीय उपाय हैं: (i) ट्रिम्ड मीन्स (5 प्रतिशत) (ii) ट्रिम्ड मीन्स (10 प्रतिशत) (iii) ट्रिम्ड मीन्स (20 प्रतिशत) (iv) मीडियन; और (v) ऐतिहासिक मानक विचलन के आधार पर सूचकांक को पुनः भारित करना।

जनवरी 2012 से फरवरी 2019 तक के डाटा के आधार पर, हेडलाइन मुद्रास्फीति सभी ग्यारह कोर मापनों का उपयोग करते हुए निर्मित बैंड के निचले स्तर पर पहुंच रही है (चार्ट II.1.1)।

पूरी अवधि के लिए, सभी अपवर्जन आधारित मापन इन गुणों के अलावा सभी गुणों को संतुष्ट करते हैं (i) एक मजबूत भविष्य की मुद्रास्फीति का पूर्वसूचक; तथा (ii) पिछली मौद्रिक नीति से सहसम्बद्ध (सारणी II.1.1). हालांकि, अगर आदर्श अवधि को जुलाई 2018 के मध्य से घटाकर कम कर दिया जाता है, तो एक कुशल भविष्य मुद्रास्फीति पूर्वानुमान के गुण संतोषजनक होंगे। इससे पता चलता है कि खाद्य मुद्रास्फीति की हाल की धीमी और असामान्य अवधि से अपवर्जन आधारित उपायों के भविष्यसूचक गुण बिगड़े हैं। साथ ही पिछली मौद्रिक नीति के साथ इन गुणों का सहसंबंध किसी भी अपवर्जन आधारित उपायों के लिए संतोषजनक नहीं था। यह संभवतः इस कारण से था कि केवल जनवरी 2014

(जारी...)

सारणी II.1.1: कोर मुद्रास्फीति उपायों की विशेषताएँ

उपाय	विशेषता	संचार में आसानी	साधन की समानता	कम विचरण	भविष्य की महगाई की भविष्यवाणी	सह एकीकृत	निष्पक्षता	आकर्षण की स्थिति	पिछली मौद्रिक नीति के साथ सहसंबंध
		(1)	(2a)	(2b)	(3)	(4a)	(4b)	(4c)	(5)
1.	खाद्य और ईंधन को छोड़कर	√	√	√	x	√	√	√	x
2.	खाद्य, पेट्रोल और डीजल को छोड़कर	√	√	√	x	√	√	√	x
3.	खाद्य, ईंधन, पेट्रोल और डीजल को छोड़कर	√	√	√	x	√	√	√	x
4.	खाद्य, पेट्रोल, डीजल, गोल्ड और सिल्वर को छोड़कर	√	√	√	x	√	√	√	x
5.	खाद्य, ईंधन, पेट्रोल, डीजल, सोना और चांदी को छोड़कर	√	√	√	x	√	√	√	x
6.	खाद्य, ईंधन, पेट्रोल, डीजल, सोना, चांदी और आवास को छोड़कर	√	√	√	x	√	√	√	x
7.	ट्रिम्ड मीन्स (5 प्रतिशत)	x	√	√	√	√	√	√	√
8.	ट्रिम्ड मीन्स (10 प्रतिशत)	x	√	√	√	√	√	√	√
9.	ट्रिम्ड मीन्स (20 प्रतिशत)	x	√	√	√	√	x	x	x
10.	मिडियन	x	√	√	x	√	√	x	x
11.	ऐतिहासिक मानक विचलन	x	√	√	√	√	√	√	√

नोट : √ : विशेषताएं संतोषजनक x : विशेषताएं असंतोषजनक

में आरबीआई ने सीपीआई को हेडलाइन मुद्रास्फीति के उपाय के रूप में अपनाया था। यह भी महत्वपूर्ण है कि अक्सर डब्ल्यूपीआई और क्षेत्रीय सीपीआई में मुद्रास्फीति में व्यापक विचलन दर्ज होते हैं। ट्रिम्ड मीन्स उपाय(5 प्रतिशत और 10 प्रतिशत) पूर्ण नमूने में सभी वांछनीय गुणों को पूरा करते हैं। हालांकि, कोर मुद्रास्फीति के सांख्यिकीय उपाय को समझाना इतना आसान नहीं है।

संदर्भ:

दास, ए., जे. जॉन और एस. सिंह (2009) "मेजरिंग कोर इन्फ्लेशन इन इंडिया", इंडियन इकोनॉमिक रिव्यू, जुलाई दिसंबर।

दास, पी. और ए. टी. जॉर्ज (2017), "कम्पेरिशन ऑफ कंज्युमर एंड होलसेल प्राइसेस इंडाइसेस इन इंडिया : एन एनालिसिस ऑफ प्रोपर्टिस एंड सोर्सस ऑफ डाइवर्जेंस" आरबीआई वर्किंग पेपर नंबर 5/2017, मई।

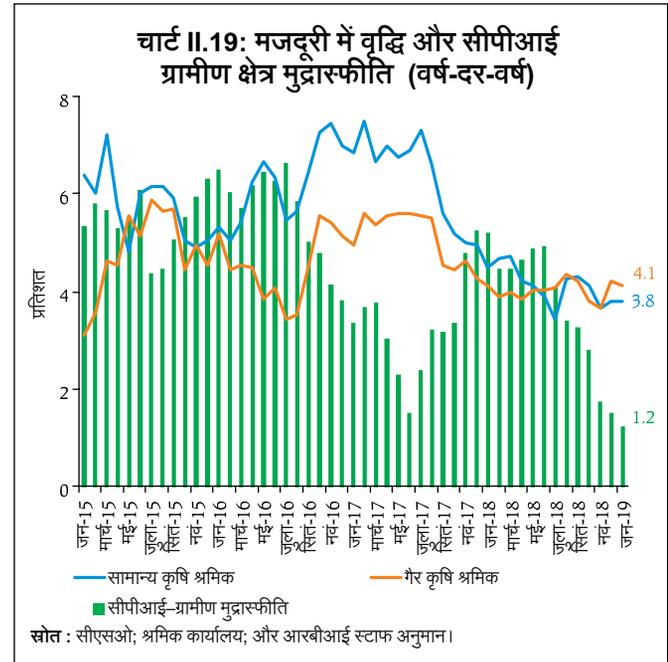
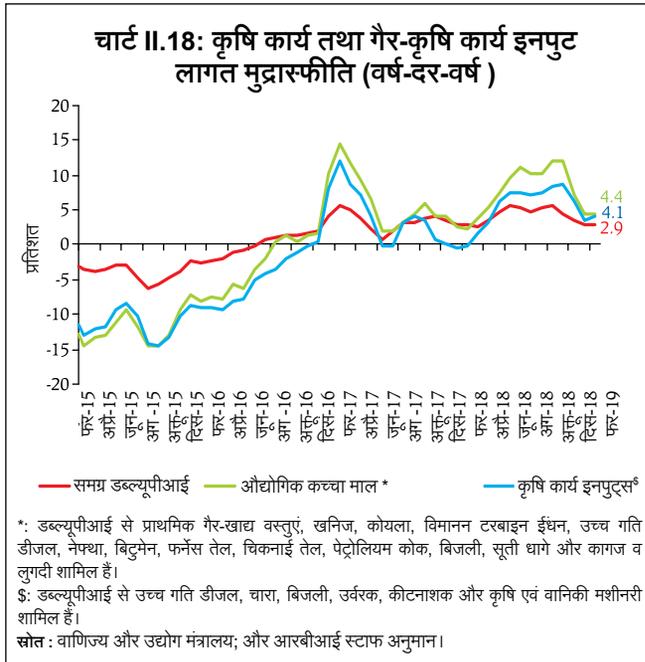
राज, जे. और एस. मिश्रा (2011), "मेजर्स ऑफ कोर इन्फ्लेशन इन इंडिया - एन एमपिरियल इवैल्यूएशन", भारतीय रिजर्व बैंक समसामयिक पत्र, वॉल्यूम। 32, नंबर 3, विंटर पीपी 37-66

राज, जे., एस. मिश्रा, ए. टी. जॉर्ज, और जे. जॉन (2019) "मेजर्स ऑफ कोर इन्फ्लेशन इन इंडिया-एन एमपिरिकल इवैल्यूएशन युजिंग सीपीआई डाटा", मिमीओ।

कमजोर मांग और विदेशी बाजारों में अतिरिक्त स्टॉक के कारण कच्चे कपास की कीमतों में नरमी के कारण दिसंबर 2018 से इसमें कमी आई है।

कृषि क्षेत्र के इनपुट में, उर्वरकों और पेस्टीसाइड संबंधी मुद्रास्फीति में 2018-19 की दूसरी और तीसरी तिमाही में वृद्धि हुई जबकि लगातार सोलह महीनों तक नकारात्मक रहने के बाद चारा संबंधी मुद्रास्फीति में जनवरी 2019 में सकारात्मक बदलाव देखे गए और फरवरी में इसमें थोड़ी वृद्धि हुई। लगातार 16 महीनों तक नकारात्मक रहने

के बाद उर्वरकों की कीमतों में फोसफेट और पोटाश की वैश्विक वृद्धि के साथ-साथ वृद्धि हुई, जबकि पेस्टीसाइड की कीमतें वैश्विक कच्चे तेल की कीमतों में वृद्धि के कारण प्रभावित हुईं। कृषि मशीनरी और औजारों के कीमतों की मुद्रास्फीति में दूसरी और तीसरी तिमाही में वृद्धि हुई लेकिन चौथी तिमाही (फरवरी तक) में इसमें थोड़ी गिरावट आई। बिजली संबंधी मुद्रास्फीति में, जिसका औद्योगिक और कृषि इनपुटों दोनों में अधिक भारांक है, 2018-19 के दौरान वृद्धि और अस्थिरता बनी रही।



2018-19 की तीसरी तिमाही में कृषि और गैर कृषि दोनों ही मजदूरों की ग्रामीण मजदूरी में कोई महत्वपूर्ण वृद्धि नहीं हुई जो यह परिलक्षित करता है कि ग्रामीण मुद्रास्फीति में आई नरमी तथा खाद्य कीमतों में आई गिरावट का देरी से असर पड़ा (चार्ट II.19)।

संगठित क्षेत्र में कर्मचारियों पर लागत का दबाव दायरे में रहा। 2018-19 की पिछली दो तिमाहियों में विनिर्माण क्षेत्र में प्रति स्टाफ खर्च में गिरावट आई है जिसमें 2018-19 की तीसरी तिमाही में थोड़ी बढ़त हुई। सेवा क्षेत्र में, प्रति स्टाफ खर्च में पिछली तिमाही में 0.1 प्रतिशत की तुलना में 2018-19 की तीसरी तिमाही में 2.2 प्रतिशत वृद्धि हुई। 2018-19 की तीसरी तिमाही में विनिर्माण क्षेत्रों में कंपनियों के लिए इकाई मजदूरी पर खर्च में थोड़ी वृद्धि हुई।⁷ सेवा क्षेत्र में इकाई मजदूरी लागत 2018-19 की पहली तिमाही में गिरावट आई लेकिन अगली दो तिमाहियों में इसमें वृद्धि हुई। तीसरी तिमाही में सेवा क्षेत्र में उत्पादन लागत में वृद्धि से स्टाफ लागत में वृद्धि हुई (चार्ट II.20बी)।

रिजर्व बैंक के औद्योगिक दृष्टिकोण सर्वेक्षण में शामिल विनिर्माण फर्मों की इनपुट लागतों में वस्तुओं की कीमतों में कमी, विशेष रूप से कच्चे पेट्रोलियम, खनिज तेलों और धातुओं की कीमतों में बदलाव को प्रतिबिंबित किया गया है। कुछ फर्म पिछली दो तिमाहियों की

⁷ इकाई श्रम लागत को उत्पादन लागत के लिए कर्मचारियों की लागत के अनुपात के रूप में परिभाषित किया गया है।

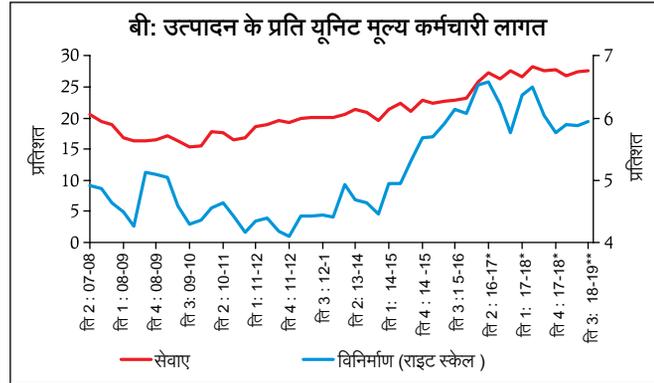
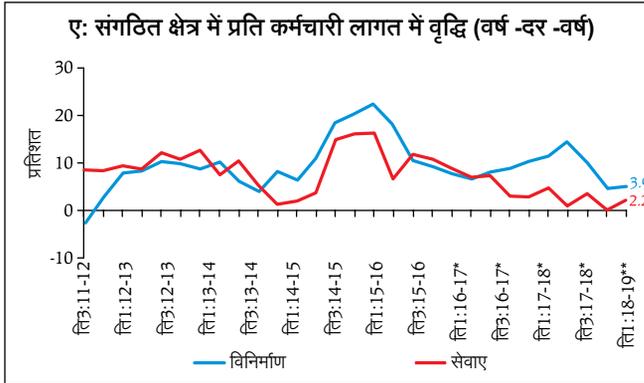
तुलना में 2018-19 की चौथी तिमाही में कच्चे माल की कीमतों में बढ़ोतरी का आकलन कर रहे हैं एवं 2019-20 की पहली तिमाही में गिरावट जारी रहने की उम्मीद है। फर्मों ने चौथी तिमाही में अपने विक्रय मूल्यों पर लागत लाभ पारित किया है और 2019-20 की पहली तिमाही में बिक्री की कीमतों में संतुलन की उम्मीद कर रहे हैं।

विनिर्माण क्षेत्र के क्रय प्रबंधक सूचकांक(पीएमआई) के अधीन आने वाली फर्मों ने भी 2018-19 की चौथी तिमाही में लगातार दूसरी तिमाही के लिए लागत और बिक्री मूल्य के इनपुट में गिरावट रिपोर्ट की है। हालांकि, बिक्री मूल्यों में गिरावट का दर उसके इनपुट लागतों से कम था। इसके विपरीत पीएमआई में सेवा क्षेत्र की फर्मों द्वारा रिपोर्ट की गई इनपुट लागत मुद्रास्फीति पिछली तिमाही की तुलना में 2018-19 के चौथी तिमाही में मामूली अधिक थी। इन फर्मों द्वारा लगाए गए प्रचारों में वृद्धि तीसरी और चौथी तिमाही में यथावत रही।

II.4 निष्कर्ष

हेडलाइन मुद्रास्फीति में उतार-चढ़ाव उसकी अभूतपूर्व विशेषता रही है और काफी हद तक खाद्य और ईंधन मुद्रास्फीति में अप्रत्याशित गिरावट रही जो सीपीआई बास्केट का लगभग 53 प्रतिशत हिस्सा है। इस तथ्य के बावजूद कि स्तर अभी भी उन्नत स्थिति में हैं, सीपीआई बास्केट का शेष 47 प्रतिशत जिसमें खाद्य और ईंधन को

चार्ट II.20: उत्पादन तथा सेवाओं में श्रम लागत



टिप्पणी : प्रति कर्मचारी लागत = कुल स्टाफ लागत/कर्मचारियों की कुल सं.।

प्रति कर्मचारी लागत पिछले वर्ष मार्च के अंत में उपलब्ध कर्मचारियों की कुल संख्या के आधार पर तैयार की जाती है।

₹5 बिलियन से अधिक की निवल मालियत की सूचीबद्ध कंपनियों द्वारा 2016-17 की पहली तिमाही से नए लेखा मानक "आईएनडी-एस" तथा शेष अनुसूचित कंपनियों को यही मानक 2017-18 की पहली तिमाही से अपनाना कॉर्पोरेट कार्य मंत्रालय की अधिसूचना द्वारा लागू है। इस परिवर्तन का प्रभाव संवृद्धि दर के मामले में समग्र स्तर पर हल्का है यद्यपि इसे अनुपात के लिए न लिया जाए। तदनुसार डाटा को यथोचित चेतावनियों को ध्यान में रखकर पढ़ा जा सकता है।

** मार्च 2017 तक के कर्मचारियों की संख्या से संबंधित डेटा को मार्च 2018 के अंत के लिए उन कंपनियों के लिए दोहराया गया है जिन्होंने यह जानकारी प्रकाशित नहीं की है। तदनुसार, 2018-19 के दौरान की तिमाहियों के लिए विकास दर को यथोचित चेतावनियों को ध्यान में रखकर पढ़ा जा सकता है।

स्रोत : केपिटलइन डाटा बेस; तथा आरबीआई स्टाफ अनुमान।

छोड़कर जिन वस्तुओं को शामिल किया गया है; को भी 2018-19 की चौथी तिमाही में कुछ हद तक नियंत्रित किया गया। आगे आने वाले मुद्रास्फीति के नतीजे खाद्य मुद्रास्फीति के उतार-चढ़ाव द्वारा आकार दिए जा सकते हैं। रिकॉर्ड कृषि उत्पादन, खाद्यान्न के उच्च भंडार और सरकार द्वारा प्रभावी आपूर्ति प्रबंधन उपायों ने हाल के वर्षों में खाद्य मुद्रास्फीति को रोक कर रखा है। यदि मानसून सामान्य रहती है तो खाद्य मुद्रास्फीति का 2019-20 में सामान्य रहने की संभावना है।

ईंधन मुद्रास्फीति प्रक्षेप पथ को भी अंतरराष्ट्रीय ऊर्जा की कीमतों में उतार-चढ़ाव द्वारा दिशा प्राप्त होने की संभावना है। यदि घरेलू आर्थिक गतिविधियों में और गिरावट आती है तो खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई मुद्रास्फीति पर अचानक मांग के दबाव का खतरा कम हो जाएगा। घरेलू उत्पादों और उत्पादकों दोनों संबंधी मुद्रास्फीति अपेक्षाओं में नरमी आई है, और पेशेवर पूर्वानुमाकर्ता भी उम्मीद करते हैं कि मुद्रास्फीति में दबाव बना रहेगा।

मुद्रास्फीति के लिए कुछ विपरीत जोखिम भी हैं, जो बड़े पैमाने पर तेल के कारण सामने आते हैं - पेट्रोलियम निर्यात देशों का संगठन (ओपेक), ईशान की मंजूरी और वेनेजुएला की उथल-पुथल के कारण उत्पादन में कटौती के कारण कच्चे माल की आपूर्ति में और अधिक कमी आई है। यदि मांग पक्ष की ओर से भी कोई व्यापार तनाव है तो उसे भी सही ढंग से हल कर लिया गया है। केंद्र और/ या राज्य स्तर पर यदि कोई राजकोषीय फिसलन हो तो, उच्च सकल मांग दबाव और निजी निवेश और वित्तीय माध्यमों के क्राउडिंग आउट के जरिए मुद्रास्फीति की गति एक मध्यम अवधि के जोखिम का प्रतिनिधित्व करती है। इसकी पिछली अस्थिरता को देखते हुए, खाद्य मुद्रास्फीति के उलट एक और महत्वपूर्ण विपरीत जोखिम है, विशेष रूप से इस साल अल नीनो की संभावना की रिपोर्ट के मद्देनजर और इसका मानसून पर प्रभाव। कुल मिलाकर, हालांकि मुद्रास्फीति मौजूदा स्तरों से बढ़ने की संभावना है, 2019-20 के दौरान यह रिजर्व बैंक के 4 प्रतिशत के लक्ष्य के अनुसार रहने का अनुमान है।

III. मांग और उत्पादन

दूसरी तिमाही में आर्थिक गतिविधि में मंदी रही जो मुख्य रूप से निवल निर्यात में गिरावट के कारण थी, तीसरी तिमाही में सार्वजनिक खर्च एवं निजी उपभोग में कमी के चलते रही। आपूर्ति के मामले में, कृषि एवं संबद्ध क्रियाकलाप सामान्य रहे जिसकी मुख्य विशेषता खरीफ एवं बागवानी उत्पादन में मामूली बढ़ोतरी थी। औद्योगिक वृद्धि भी मंद हुई जिसमें विनिर्माण संबंधी गतिविधियों में गिरावट की अग्रणी भूमिका थी। तथापि, सेवा क्षेत्र संबंधी क्रियाकलाप लचीला रहा जो प्राथमिक रूप से विनिर्माण, वित्तीय सेवाओं एवं लोक प्रशासन तथा रक्षा द्वारा समर्थित था।

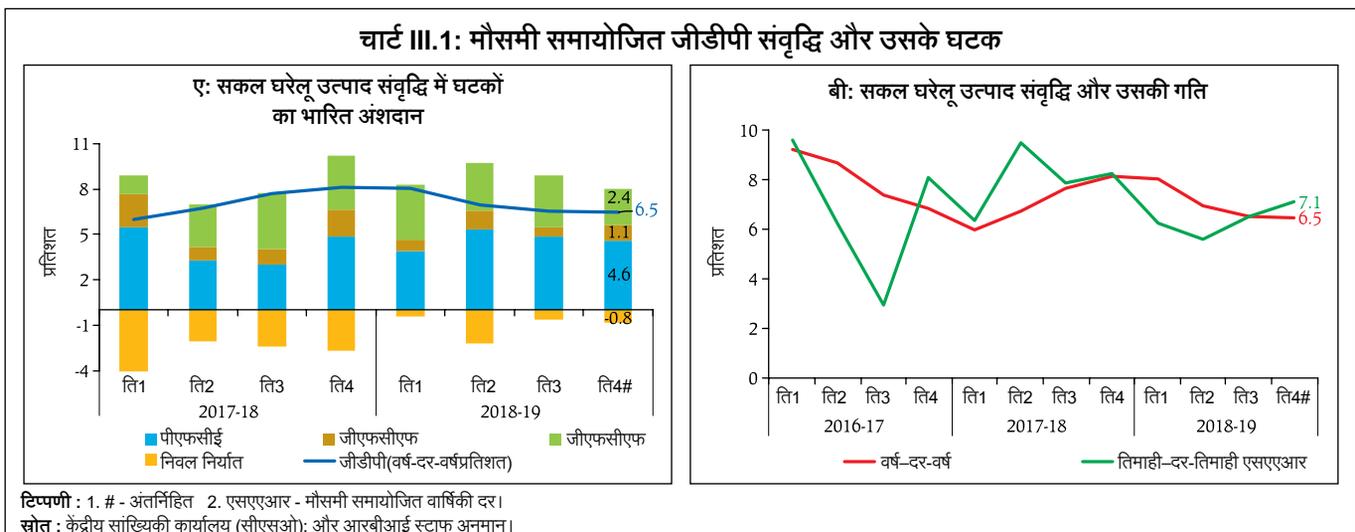
घरेलू आर्थिक गतिविधि ने दूसरी और तीसरी तिमाही में अपनी गति खो दी, वहीं संपाती संकेतकों ने चौथी तिमाही में तेज गिरावट के संकेत दिए। निवल निर्यात से उत्पन्न बड़े अवरोध के कारण दूसरी तिमाही में कुल मांग कमजोर हुई जिसके बाद तीसरी तिमाही में उपभोग – निजी एवं सरकारी दोनों – में गिरावट आई। विरोधाभास के रूप में, सकल स्थिर पूंजी निर्माण (जीएफसीएफ) वृद्धि तीसरी तिमाही में लगातार पांचवीं बार दो अंकों में बनी रही। आपूर्ति के मामले में, कृषिगत तथा संबद्ध क्रियाकलाप की गति दूसरी एवं तीसरी तिमाही में धीमी हुई, जबकि खरीफ एवं बागवानी उत्पादन में वृद्धि पिछले वर्ष के रेकार्ड उत्पादन की तुलना में नरम रही। उच्च लागत खर्च, मुख्यतः कच्चे तेल की कीमतों के कारण, एवं कमजोर कीमत निर्धारण शक्ति ने फर्मों के लाभ की गुंजाइश पर प्रभाव डाला तथा

विनिर्माण को अवरोधित किया। सार्वजनिक आधारभूत संरचना संबंधी व्यय के सहयोग से वित्तीय सेवाओं की वृद्धि और विनिर्माण संबंधी गतिविधि पर के बल पर सेवा क्षेत्र में क्रियाकलाप बढ़ा। तथापि, व्यवसाय, होटल, परिवहन तथा संचार सेवाओं ने दूसरी तिमाही में अपनी गति गवां दी तथा तीसरी तिमाही में इनकी गति एक जैसी रही।

III.1 कुल मांग

बाजार कीमतों पर वास्तविक जीडीपी में वर्ष-दर-वर्ष परिवर्तन के द्वारा मापित कुल मांग में वृद्धि, पहली छमाही के 7.5 प्रतिशत तथा एक वर्ष पहले के 7.9 प्रतिशत से वर्ष 2018-19 दूसरी छमाही में कम होकर 6.5 प्रतिशत हो गई। जीएफसीएफ में पहली छमाही के 10.9 प्रतिशत वृद्धि की तुलना में दूसरी छमाही में 9.1 प्रतिशत की निम्न, फिर भी सुदृढ़ वृद्धि इस गिरावट का कारण थी। टिकाऊ वस्तुओं तथा सेवाओं पर उच्च व्यय के कारण निजी उपभोग कायम रहा, जबकि राज्यों द्वारा उच्च व्यय के कारण सरकारी व्यय दूसरी छमाही में बढ़ गया। जीडीपी संवृद्धि के प्रति इन घटकों के भारित योगदान में देखे गए परिवर्तनों में ये असमान गतियां प्रतिबिम्बित हुईं (चार्ट III.1ए एवं सारणी III.1)। समग्र रूप से, तथापि, दूसरी छमाही में जीडीपी वृद्धि में संतुलन का श्रेय प्रतिकूल आधार प्रभावों को जाता है क्योंकि तिमाही-दर-तिमाही मौसमी तौर पर समायोजित वार्षिकीकृत वृद्धि दर (एसएएआर) द्वारा मापित गति में इसी अवधि के दौरान बढ़ोतरी हुई (चार्ट III.1बी)।

चार्ट III.1: मौसमी समायोजित जीडीपी संवृद्धि और उसके घटक



सारणी III.1: वास्तविक जीडीपी संवृद्धि

(वर्ष-दर-वर्ष प्रतिशत)

मद	2017-18 (एफआरई)	2018-19 (एसएई)	भारत योगदान*		2017-18 (एफआरई)				2018-19 (एसएई)			
			2017-18	2018-19	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4#
निजी अंतिम उपभोग व्यय	7.4	8.3	4.2	4.7	10.1	6.0	5.0	8.8	6.9	9.8	8.4	8.1
सरकारी अंतिम उपभोग व्यय	15.0	8.9	1.5	0.9	21.9	7.6	10.8	21.1	6.5	10.8	6.5	11.6
सकल फिक्स्ड पूंजी निर्माण	9.3	10.0	2.9	3.1	3.9	9.3	12.2	11.8	11.7	10.2	10.6	7.7
निर्यात	4.7	13.4	1.0	2.7	4.9	5.8	5.3	2.8	11.2	13.9	14.6	14.0
आयात	17.6	15.7	3.8	3.7	23.9	15.0	15.8	16.2	10.8	21.4	14.7	16.1
बाजार मूल्यों पर जीडीपी	7.2	7.0	7.2	7.0	6.0	6.8	7.7	8.1	8.0	7.0	6.6	6.5

एफआरई : पहला संशोधित अनुमान; एसएई: दूसरा अग्रिम अनुमान; #: अंतर्निहित संवृद्धि।

*: संवृद्धि के लिए घटक-वार योगदान को सारणी में जीडीपी संवृद्धि के साथ नहीं जोड़ा है क्योंकि स्टाक, कीमती वस्तुओं में परिवर्तन और विसंगतियों को शामिल नहीं किया है।

स्रोत : केंद्रीय सांख्यिकीय कार्यालय (सीएसओ)।

जीडीपी पूर्वानुमान बनाम वास्तविक परिणाम

अक्तूबर 2018 के मौद्रिक नीति रिपोर्ट (एमपीआर) में, वर्ष 2018-19 की जीडीपी के लिए दूसरी तिमाही में 7.4 प्रतिशत, तीसरी तिमाही में 7.3 प्रतिशत तथा चौथी तिमाही में 7.1 प्रतिशत की संवृद्धि का पूर्वानुमान किया गया जिसमें जोखिमों को बेसलाइन पथ के आस-पास समान रूप से संतुलित किया गया (चार्ट III.2)। सीएसओ द्वारा 28 फरवरी, 2019 को जारी दूसरे उन्नत अनुमान (एसएई) के रूप में वास्तविक परिणाम इन पूर्वानुमानों के दूसरी एवं तीसरी तिमाही में क्रमशः 40 एवं 70 आधार अंक नीचे रहे। दूसरी तिमाही में अकस्मात गिरावट निवल निर्यात में प्रत्याशित अवरोध के विपरीत

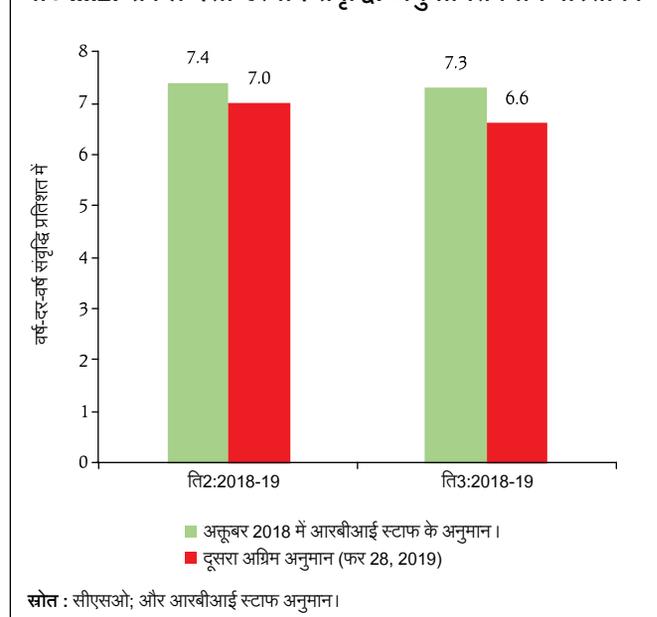
अधिक मजबूत अवरोध से उत्पन्न हुई जिसका मुख्य कारण कच्चे तेल की अंतरराष्ट्रीय कीमतों में उछाल के चलते आयात बिल में तेज बढ़ोतरी थी। तीसरी तिमाही में, मुख्यतः सरकारी उपभोग में अपेक्षा से अधिक गिरावट के कारण पूर्वानुमान संबंधी त्रुटियां सामने आईं क्योंकि केंद्रीय सरकार की राजस्व व्यय वृद्धि में भारी गिरावट आई। ऐसे में, वर्ष 2018-19 के लिए एसएई (28 फरवरी, 2019) में 7.0 प्रतिशत की दर से जीडीपी में समग्र संवृद्धि, अक्तूबर के एमपीआर के 7.4 प्रतिशत के पूर्वानुमान की तुलना में कम साबित हुई।

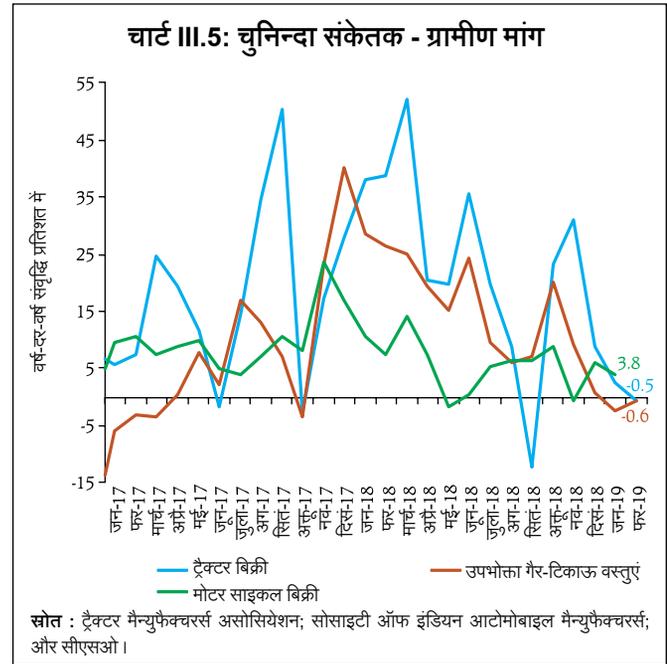
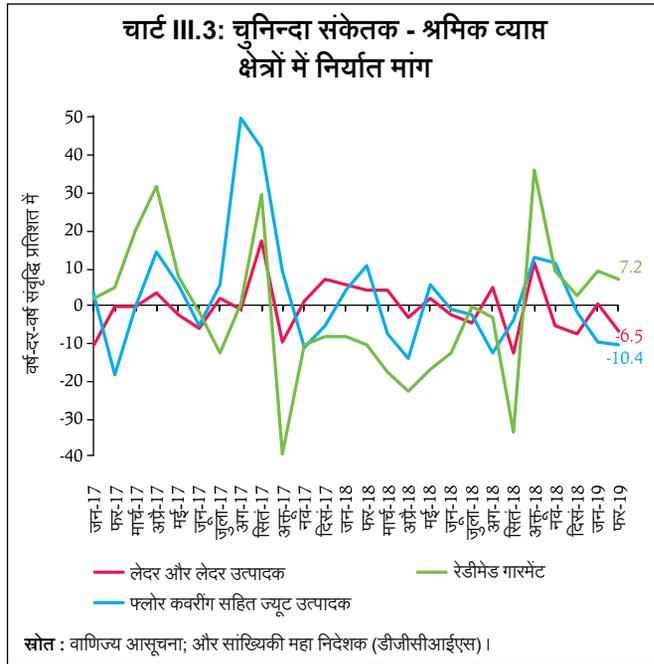
III.1.1 निजी अंतिम उपभोग व्यय

निजी अंतिम उपभोग व्यय (पीएफसीई), एक वर्ष पूर्व के 57.0 प्रतिशत की तुलना में वर्ष 2018-19 की दूसरी छमाही के 57.9 प्रतिशत की अपनी बढ़ी हुई हिस्सेदारी के साथ, कुल मांग का प्रमुख आधार बना रहा। कृषिगत तथा श्रमिक-सघन निर्यात में गिरावट, जिसने ग्रामीण उपभोग को पूरी तरह से प्रभावित किया होता, के बावजूद इसकी समुत्थान शक्ति ने कारकों के संयोजन जैसे - प्रयोज्य आय को विस्तार देने वाली निम्न खुदरा मुद्रास्फीति, वैश्विक कच्चे तेल की कीमतों में काफी नरमी और ऊर्जा पर व्यय में किफायत के परिणामस्वरूप, ग्रामीण क्षेत्रों में सार्वजनिक खर्च में बढ़ोतरी, तथा व्यक्तिगत एवं उपभोक्ता ऋण में मजबूत वृद्धि, पर कार्य किया (चार्ट III.3)।

तथापि, शहरी उपभोग के उच्च आवृत्ति संकेतक वर्ष 2018-19 की चौथी तिमाही में काफी नियंत्रण में रहे। घरेलू हवाई यात्री-संवृद्धि में धीमापन बना रहा (चार्ट III.4.ए)। यात्री कारों की बिक्री जुलाई 2018 से ही कम हो रही है जिसका कारण, अन्य के साथ-साथ,

चार्ट III.2: सकल देशी उत्पाद संवृद्धि: अनुमानित बनाम वास्तविक



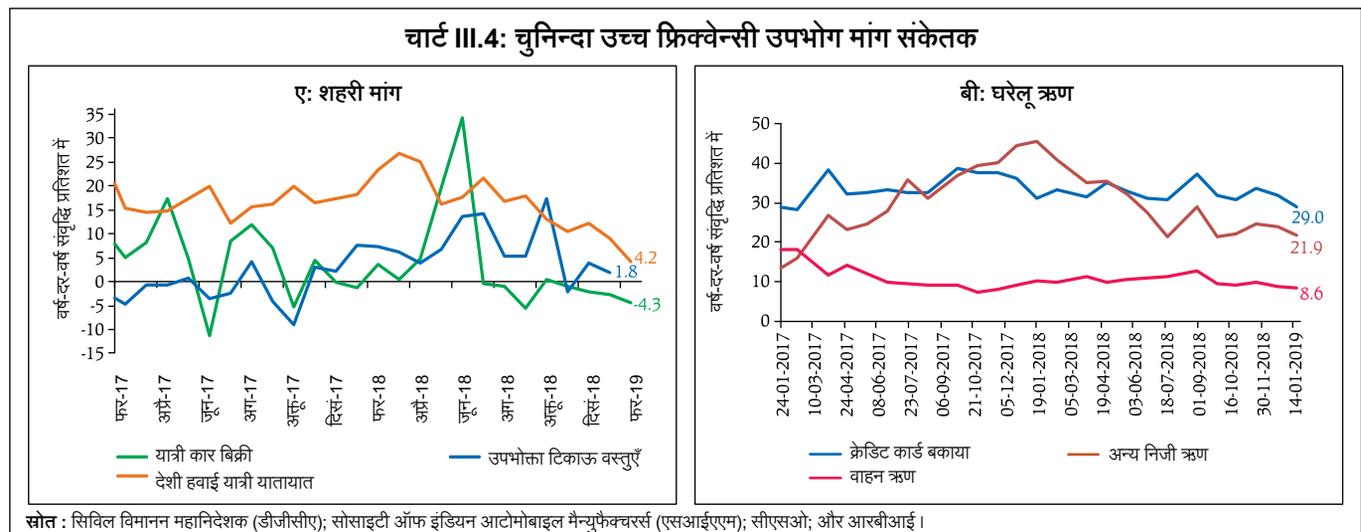


ईंधन की कीमतों में उतार-चढ़ाव तथा अनिवार्य दीर्घकालिक अग्रिम बीमा प्रीमियम भुगतान हैं। आगे, वर्ष 2019-20 में, आम-चुनाव से जुड़े हुए व्यय में बढ़ोतरी, आय कर में छूट के कारण प्रयोज्य आय में वृद्धि तथा व्यक्तिगत बैंक ऋण में धारणीय वृद्धि की संभावना से पहली छमाही में शहरी उपभोग को समर्थन मिल सकता है (चार्ट III.4बी)। ग्रामीण मांग के संकेतकों के बीच, दोपहिया वाहनों की बिक्री कम बनी रही। हाल के महीनों में, ट्रैक्टर की बिक्री तेजी से गिरी है जिसका कारण रबी की कमजोर बुआई तथा फार्म की कीमतों में गिरावट है। गैर-टिकाऊ उपभोक्ता वस्तुओं का उत्पादन फीका रहा (चार्ट III.5)। वर्ष 2018-19 की दूसरी छमाही में विनिर्माण गतिविधियों – रोजगार

का एक गहन क्षेत्र - में मजबूत वृद्धि ग्रामीण आय तथा मांग के लिए शुभ हो सकती है। हाल में घोषित नीतिगत उपायों से ग्रामीण मांग को भी कुछ समर्थन मिलेगा, जैसे पीएम किसान सम्मान योजना (पीएमकेएसवाई) का कार्यान्वयन, प्रत्यक्ष आय अंतरण योजनाएं, अनेक राज्यों द्वारा फार्म ऋण माफी, तथा ग्रामीण अवसंरचना पर खर्च के मामले में सरकार द्वारा निरंतर जोर दिया जाना।

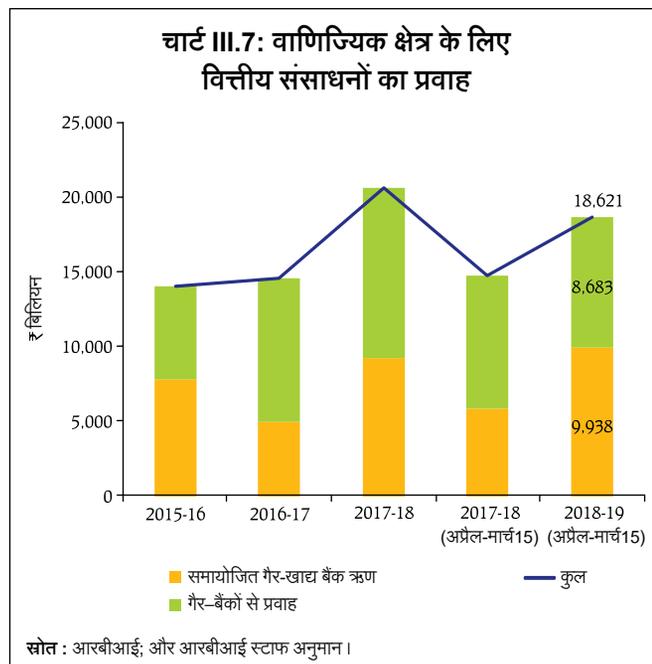
III.1.2 सकल स्थिर पूंजी निर्माण

सकल स्थिर पूंजी निर्माण (जीएफसीएफ) में संवृद्धि वर्ष 2017-18 की तीसरी तिमाही से दो अंकों में बनी हुई है, यद्यपि चौथी तिमाही में इसकी गति प्रतिकूल आधार प्रभावों के कारण धीमी पड़ने की



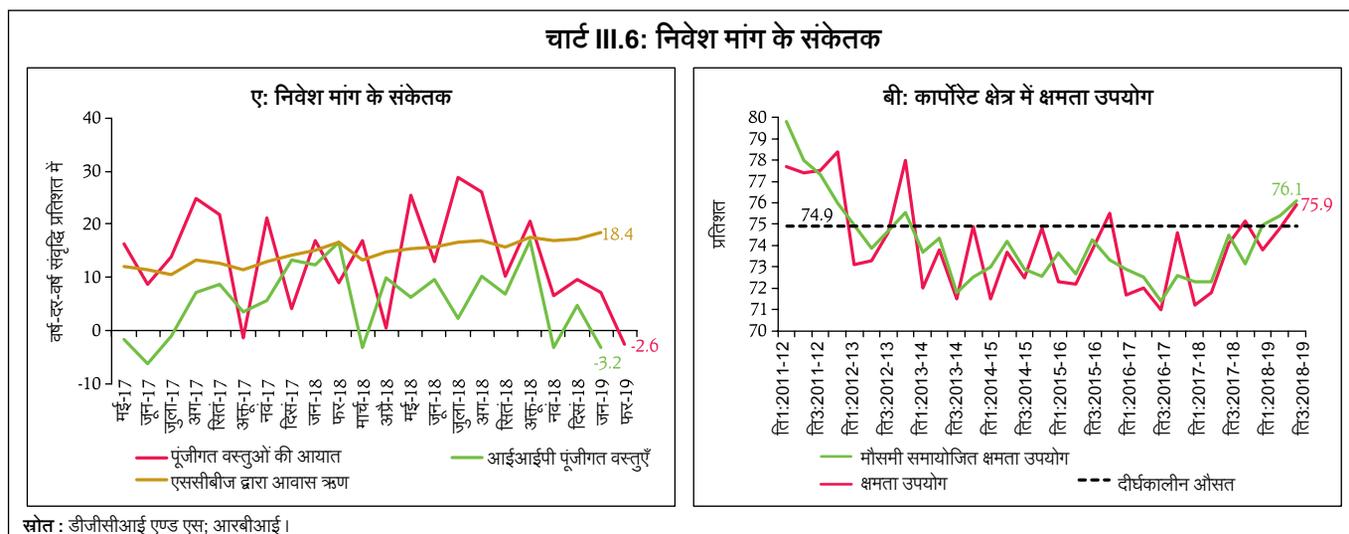
संभावना है, क्योंकि निवेश की मांग से संबंधित कुछ मुख्य संकेतकों, जैसे पूंजीगत वस्तुओं के उत्पादन तथा आयात, में गिरावट आई है। जीडीपी में जीएफसीएफ का हिस्सा एक वर्ष पहले के 31.4 प्रतिशत से वर्ष 2018-19 में सुधरकर 32.3 प्रतिशत हो गया जो निवेश की मांग में प्रारंभिक मजबूती को दर्शाता है। स्थिर निवेश में बढ़ोतरी उच्च विनिर्माण गतिविधि से समर्थित थी, जिसमें सड़क क्षेत्र एवं सस्ते घर पर व्यय को बढ़ाने की सरकार की मुहिम की अग्रणी भूमिका थी। सॉफ्टवेयर फर्मों का निष्पादन - बौद्धिक संपदा उत्पादों में निवेश के लिए एक परोक्षी - भी सुदृढ़ रहा है, जैसा कि हाल के वित्तीय परिणामों में दर्शाया गया है। दिवाला और बैंक शोधन अक्षमता कोड (आईबीसी) प्रक्रिया के तहत गैर-वित्तीय कॉर्पोरेट की दबावग्रस्त आस्तियों के लिए प्रक्रियाधीन समाधान से निवेश क्रियाकलापों के लिए संसाधन उपलब्ध होने की अपेक्षा है। तथापि, पूंजीगत वस्तुओं के आयात में वृद्धि - निवेश की मांग का एक अन्य परोक्षी - में फरवरी 2019 में गिरावट आई (चार्ट III.6ए)। नवंबर 2018 से जनवरी 2019 के दौरान पूंजीगत वस्तुओं का उत्पादन भी या तो कम हुआ या उत्साहरहित रहा। मौसमी आधार पर समायोजित क्षमता उपयोग (सीयू-एसए), तथापि, वर्ष 2018-19 की तीसरी तिमाही में अपने दीर्घकालिक औसत को पार कर गया जिससे ताजा क्षमता वृद्धि एवं कैपेक्स को प्रोत्साहन मिल सकता है (चार्ट III.6बी)। अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों द्वारा वितरित आवास ऋण में सतत वृद्धि आवासन क्षेत्र में निवेश के लिए शुभ है।

निवेश की मांग में बढ़ोतरी का वित्तपोषण गैर-खाद्य पदार्थ बैंक ऋण, गैर-वित्तीय संस्थाओं के निजी स्थानन, तथा विदेशी प्रत्यक्ष निवेश

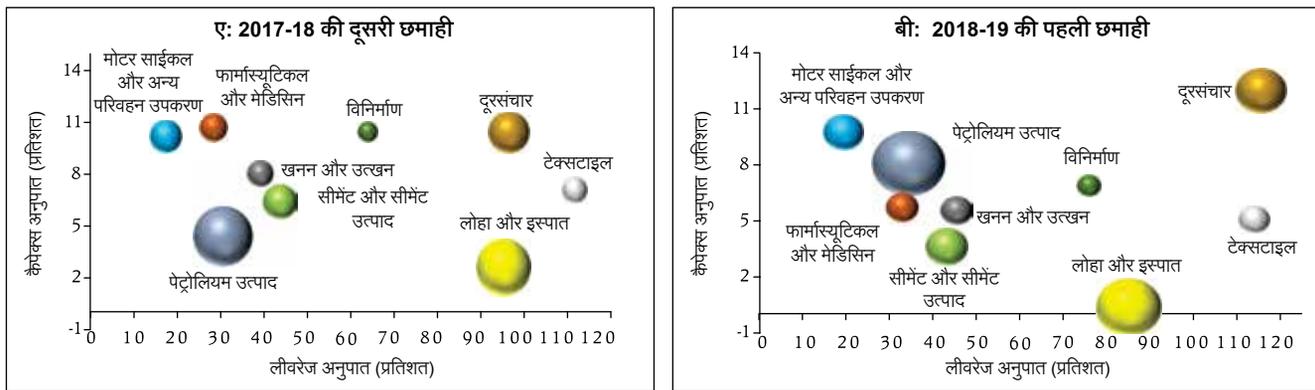


(एफडीआई) (विवरण के लिए चार्ट III.7; एवं अध्याय IV देखें) के अंतर्वाह द्वारा किया गया। समग्र रूप से, वित्तीय क्षेत्र से गैर-वित्तीय कॉर्पोरेट क्षेत्र के लिए संसाधनों के प्रवाह में सुधार हुआ है जिससे निजी कैपेक्स चक्र को समर्थन मिलना चाहिए।

सूचीबद्ध गैर-सरकारी गैर-वित्तीय (एनजीएनएफ) कंपनियों के वित्तीय विवरण वर्ष 2017-18 की दूसरी छमाही की तुलना में वर्ष 2018-19 की पहली छमाही के कैपेक्स अनुपात में कमी दर्शाते हैं, जिसका विस्तार विनिर्माण उद्योग, एवं उल्लेखनीय रूप से सीमेंट एवं सीमेंट उत्पादों, लौह एवं स्टील, फार्मा एवं औषधि, तथा वस्त्र, तक है



चार्ट III.8: लीवरेज और निवेश गतिविधि



टिप्पणी : 1. लीवरेज अनुपात : ऋण-ईक्विटी अनुपात
 2. बबलका आकार चार्ट ए में मार्च 2018 के अंत को उद्योगों द्वारा धारित निवल स्थायी आस्तियों को दर्शाता है। और यही चार्ट बी में सितंबर 2018 के अंत में भी है।
 3. यह विश्लेषण 2018-19 की पहली छमाही और 2017-18 की दूसरी छमाही से संबंधित आधे वर्ष के लिए 2403 सूचीबद्ध एनजीएनएफ कंपनियों पर आधारित है।
स्रोत : आरबीआई स्टाफ अनुमान।

(चार्ट III.8) ¹ लौह और इस्पात कैपेक्स अनुपात में गिरावट इस क्षेत्र में समग्र रूप से चल रही डिलीवरेजिंग के कारण रहा; पर दूसरी ओर, पेट्रोलियम उत्पाद कंपनियों के लिए अनुपात में काफी सुधार हुआ। कुछ क्षेत्रों में कर्ज स्तर में गिरावट के साथ-साथ आईबीसी के तहत दबावग्रस्त आस्तियों के समाधान से कैपेक्स अनुपात में आगे और सुधार हो सकता है।

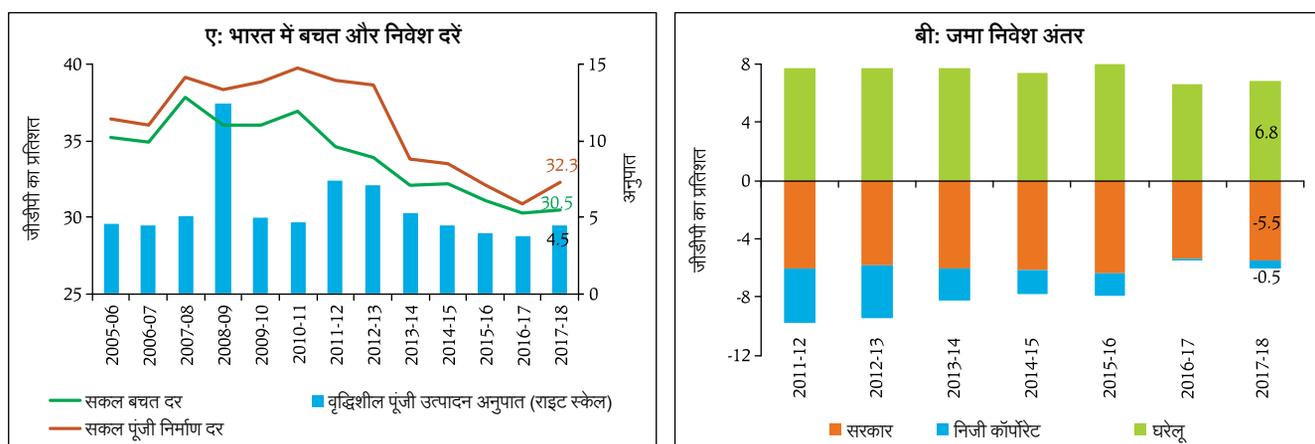
हाल में हुए सुधारों के बावजूद, 2012-13 से निवेश की दर में काफी कमी आई है जिसमें इन वर्षों में बचत की दर में आई गिरावट झलकती है (चार्ट III.9ए)। अर्थव्यवस्था में निधि के निवल आपूर्तिकर्ता, घरेलू क्षेत्र की बचत दर 2011-12 में जीडीपी के 23.6 प्रतिशत से घटकर 2017-18 में 17.2 प्रतिशत रही। निजी कारपोरेट क्षेत्र ने मुख्य

रूप से अपनी बचत से अपने निवेश को वित्तपोषित किया जबकि सार्वजनिक क्षेत्र बहुत हद तक इसके लिए घरेलू संसाधनों पर निर्भर बने हुए हैं (चार्ट III.9 बी)।

III.1.3 सरकारी व्यय

2018-19 की दूसरी छमाही विशेषकर चौथी तिमाही में सरकारी अंतिम उपभोग व्यय (जीएफसीई) ने सकल मांग को मजबूती प्रदान की। अंतरिम केंद्रीय बजट में कृषि और अन्य आय समर्थित योजनाओं पर होने वाले भारी खर्च को देखते हुए जीएफसीई द्वारा 2019-20 में भी सकल मांग को संवर्धित किए जाने की संभावना है। 2019-20 के लिए बजट किया गया राजस्व

चार्ट III.9: भारत में बचत और निवेश दरें



स्रोत : सीएसओ; और आरबीआई स्टाफ अनुमान।

¹ कैपेक्स अनुपात को इस प्रकार परिभाषित किया जाता है – [निवल स्थिर आस्तियों (वर्तमान छमाही) - निवल स्थायी आस्तियां (पिछली छमाही) + अवमूल्यन (वर्तमान छमाही)]/निवल स्थायी आस्तियां (पिछली छमाही)

सारणी III.2: मुख्य राजकोषीय संकेतक – केंद्र सरकार वित्त

संकेतक	जीडीपी का प्रतिशत		
	2018-19 (बीई)	2018-19 (आरई)	2019-20 (बीई)
1. राजस्व प्राप्तियाँ	9.1	9.1	9.4
क. कर राजस्व (निवल)	7.8	7.8	8.1
ख. गैर-कर राजस्व	1.3	1.3	1.3
2. गैर-कर्ज पूंजी प्राप्तियाँ	0.5	0.5	0.5
3. राजस्व व्यय	11.2	11.2	11.7
4. पूंजी व्यय	1.6	1.7	1.6
5. कुल व्यय	12.8	12.9	13.3
6. सकल राजकोषीय घाटा	3.3	3.4	3.4
7. राजस्व घाटा	2.2	2.2	2.2
8. प्राथमिक घाटा	0.3	0.2	0.2

बीई : बजट अनुमान; आरई: संशोधित अनुमान।

स्रोत : संघीय बजट 2019-20।

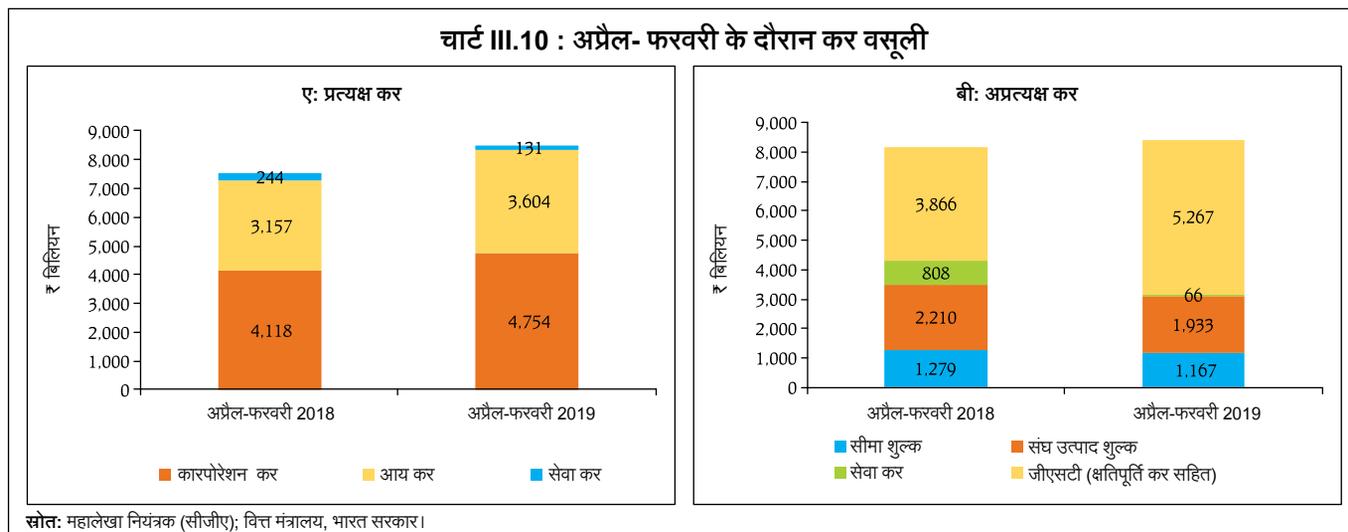
व्यय भी 2018-19 (संशोधित आंकलन) की तुलना में अधिक है (सारणी III.2)।

2018-19 (अप्रैल-फरवरी) के दौरान, केंद्र सरकार की राजकोषीय स्थिति मुख्य रूप से अप्रत्यक्ष कर राजस्व की शिथिल वृद्धि के कारण बिगड़ी (चार्ट III.10ए और बी)। राजस्व व्यय (कुल व्यय का 87.5 प्रतिशत) बजट अनुसार [फरवरी 2019 में 12.5 प्रतिशत की वृद्धि की तुलना में संशोधित आंकलन में 13.9 प्रतिशत (आरई)] खुलकर किया गया हालांकि खाद्य और उर्वरक का सब्सिडी भुगतान गत वर्ष से अधिक था। प्रमुख सब्सिडी पर होने वाले व्यय के लिए 2018-19 में जीडीपी के 1.4 प्रतिशत बजट स्तर की तुलना

में संशोधित आंकलन (आरई) में इसके अपरिवर्तित रहने का अनुमान किया गया है। 2019-20 में हालांकि पेट्रोलियम सब्सिडी का बढ़ना अपेक्षित है, फिर भी कुल सब्सिडी बिल में खाद्य सब्सिडी ही हावी रहेगी (जीडीपी का 0.9 प्रतिशत)। राजस्व व्यय की तुलना में पूंजीगत व्यय एक बड़ा राजकोषीय गुणक है, हालांकि, हाल के वर्षों में निजी निवेश बढ़ने से कुल व्यय में पूंजीगत व्यय की हिस्सेदारी 12-13 प्रतिशत के आस-पास स्थिर रही है (बॉक्स III.1)।

जीएसटी संग्रह में हुई 1 ट्रिलियन की कमी के कारण 2018-19 में मुख्य रूप से सकल कर संग्रह बजट लक्ष्य (आरई) से कम हुआ हालांकि कारपोरेट कर और सीमा शुल्क संग्रह ने बजट लक्ष्य को पार किया। अप्रैल-फरवरी 2018-19 के दौरान ₹5.3 ट्रिलियन जीएसटी राजस्व, आरई का 81.5 प्रतिशत है (चार्ट III.10बी)। अप्रत्यक्ष कर वृद्धि (अप्रैल-फरवरी 2018-19) बजट किए गए 14.3 प्रतिशत (आरई) से साफतौर पर 3.3 प्रतिशत कम रहा है जबकि प्रत्यक्ष कर 19.8 प्रतिशत (आरई) के मुकाबले मामूली वृद्धि के साथ 12.9 प्रतिशत रहा (चार्ट III.10b)। नतीजतन, केंद्र का राजकोषीय घाटा फरवरी 2019 के संशोधित जीएफडी लक्ष्य से 34.2 प्रतिशत अधिक रहा। तदनुसार, पूंजीगत व्यय में कटौती की गई तथा जीएफडी को नियंत्रित करने के लिए आरई में कल्पित 20.3 प्रतिशत की वृद्धि के मुकाबले इसे अप्रैल-फरवरी 2018-19 में 7.9 प्रतिशत से कम किया गया।

चार्ट III.10 : अप्रैल- फरवरी के दौरान कर वसूली



बॉक्स III.1: भारत के लिए राजकोषीय आकलनीय गुणक

राजकोषीय नीति आर्थिक स्थिरीकरण के साधन के रूप में कार्य करती है क्योंकि सकल मांग पर इसका प्रभाव रहता है जिसे यह व्यापार तक सुचारु बना सकती है। इस प्रक्रिया में, सरकारी व्यय और कर-निर्धारण में परिवर्तन का अंतर्निहित आर्थिक क्रियाकलाप पर महत्वपूर्ण प्रभाव पड़ सकता है। वैश्विक आर्थिक संकट (जीएफ़सी) के चरम पर राष्ट्रीय अर्थव्यवस्था को मंदी में जाने से बचाने के लिए राजकोषीय प्रोत्साहन का व्यापक उपयोग किया गया था; हालांकि, संकट के पश्चात, प्रोत्साहन वापस लिया जाना "विकास बनाम मितव्ययता" पर एक गंभीर और तेज बहस का केंद्रबिन्दु रहा। इस संदर्भ में, उपयुक्त समष्टि आर्थिक नीति की व्यवस्था राजकोषीय नीति और विकास के बीच के संबंध का सटीक आकलन करने में महत्व रखती है।

राजकोषीय चर में बहिर्जात बदलाव (यथा सरकारी व्यय/ कर-निर्धारण अथवा दोनों)के सापेक्ष उत्पादन में परिवर्तन के अनुपात के रूप में परिभाषित राजकोषीय गुणक, विवेकाधीन राजकोषीय नीति के अल्पावधि प्रभाव की गणना करता है। राजकोषीय गुणक लगाने वाले नीतिनिर्धारकों द्वारा उनके आकलनों में त्रुटियों के गंभीर नीतिगत परिणाम हो सकते हैं। उदाहरण के लिए, जीएफ़सी में राजकोषीय गुणक को कम आँकने की विकास के पूर्वानुमान में गलती होने के प्रति बड़ी भूमिका दिखाई देती है (ब्लॉचर्ड और लिह, 2013) जिसके कारण देश अप्राप्य राजकोषीय लक्ष्य तय करते हैं जिससे विकास पूर्वानुमान को पूरा करने के लिए अपेक्षित समायोजन की मात्रा तय करने में गलती होती है (इयोरौद और वेबर, 2013) जो राजकोषीय योजनाओं की विश्वसनीयता को कमजोर कर देती है (बटिनी और अन्य; 2014)।

परिचालनात्मक कार्यों के लिए राजकोषीय गुणकों का व्यापक उपयोग हमेशा नहीं किया जाता है क्योंकि इनके आंकलन में काफी कठिनाइयाँ आती हैं। खासकर "अंतर्जातता" की समस्या को देखते हुए जीडीपी पर राजकोषीय उपायों के सीधे प्रभाव को अलग रखना चुनौतीपूर्ण है - सरकारी व्यय तथा कराधान "स्वतः स्थिरक" हैं जो निःसन्देह व्यापार चक्र के प्रति

प्रतिक्रिया दिखाते हैं और प्रतिचक्रीय उपायों के रूप में भी इनका उपयोग हो सकता है, अर्थात् जब उत्पादन ऋणात्मक हो तो सकल मांग को बढ़ाने के लिए कर घटाना और व्यय बढ़ाना। अतः दृष्टिगत राजकोषीय प्रतिफल में से अंतर्जातता वाले कारक को हटाने में समस्या आती है। इसके अतिरिक्त राजकोषीय गुणक मध्यम से दीर्घावधि प्रभाव तथा राजकोषीय संधारणीयता के बारे में बहुत कम मार्गदर्शन करता है। फलस्वरूप, इसकी उपयुक्त कार्यप्रणाली तथा गुणकों के वांछित आकार पर आम सहमति बहुत कम है।

साहित्य में, राजकोषीय गुणकों का आकलन ज़्यादातर डायनामिक्स स्टोकास्टिक जेनेरल इक्विलिब्रियम (डीएसजीई) मॉडल, स्ट्रक्चरल वेक्टर ऑटो-रिग्रेशन (एसवीएआर) अथवा स्ट्रक्चरल इकोनोमेट्रिक मैक्रोमॉडल (एसईएम) का उपयोग कर किया जाता है। यद्यपि डीएसजीई मॉडल्स आर्थिक सिद्धांत में सुस्थापित है किंतु उनकी व्यावहारिक उपयोगिता सीमित है क्योंकि उनमें डाटा अच्छी तरह से समाहित नहीं हो पाते हैं। इसके विपरीत, एसवीएआर मॉडल्स केवल आर्थिक चरों के समूह के बीच ऐतिहासिक अन्योन्य क्रिया का पता लगाते हैं और उन्हें सिद्धांत से जुड़ा नहीं माना जाता है। इस संदर्भ में, एसईएम – जो डीएसजी और एसवीएआर दोनों के तत्वों को लेता है – नीतिगत विश्लेषण के लिए अधिक उपयोगी माना जाता है (रेन-लेवीस 2018))। तदनुसार, भारत के लिए राजकोषीय गुणक का आकलन एसईएम ढांचे में किया जाता है, जो कारण बताने वाले परस्पर –संबन्धों का आरेखीय निरूपण अपनाता है जैसा कि चार्ट III.1.12 में प्रदर्शित किया गया है।

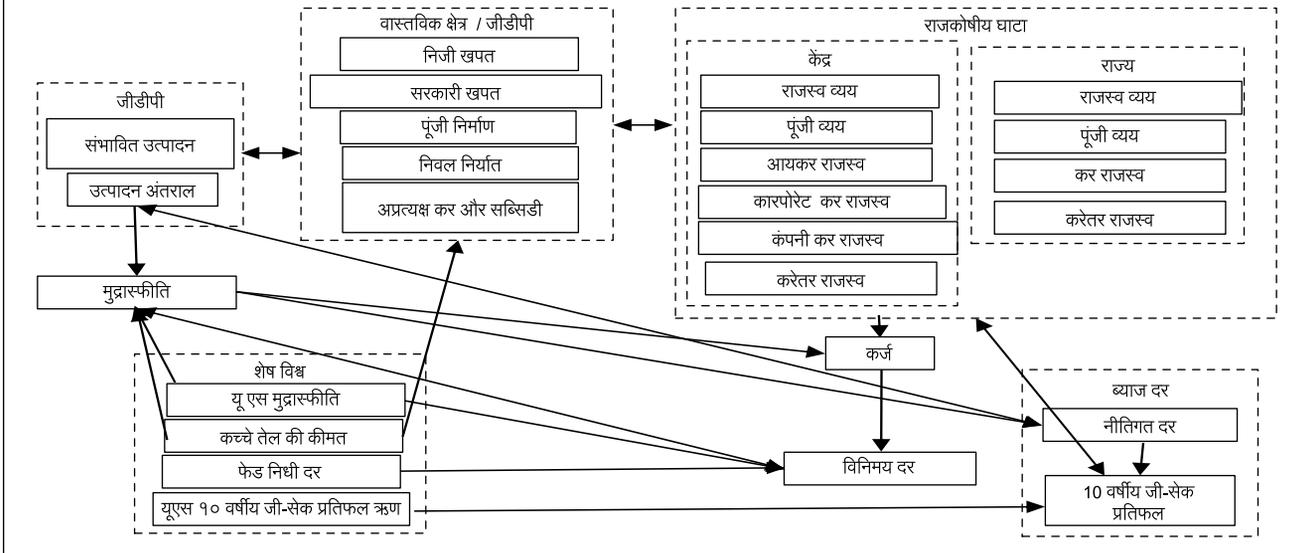
संक्षेप में, केंद्र तथा राज्य सरकारों का राजकोषीय घाटा पूंजीगत तथा राजस्व खातों के अंतर्गत विभिन्न बजट व्यय शीर्षों में अलग-अलग किया गया है जिसपर ट्रांसमिशन चैनल के प्रोपेगेशन प्रणाली द्वारा आघात लाया जा सकता है।³ राजस्व व्यय आघात निजी खपत बढ़ाता है जिससे सकल मांग (उत्पादन अंतर द्वारा मापित) तथा उत्पादन को बढ़ावा मिलता है। उसी समय, राजकोषीय

(जारी...)

² इस मॉडल में 37 समीकरण और 29 तादात्म्य हैं।

³ संक्षिप्तता को देखते हुए मॉडल में अन्य आघातों के संचरण की व्याख्या नहीं की गई है।

चार्ट III.1.1 राजकोषीय गुणकों के अनुमान हेतु एसईएम



लक्ष्य को पाने के लिए पूंजीगत व्यय में की गई अनुवर्ती कटौती निवेश मांग तथा फलतः उत्पादन को प्रतिकूल रूप से प्रभावित करेगी। राजस्व व्यय आघात राजकोषीय घाटा को भी बढ़ाता है जिससे कर्ज के दीर्घकालिक स्थायी स्तर में विचलन आता है। ये परिवर्तन देशगत जोखिम प्रीमियम के माध्यम से विनिमय दर, तथा, फलतः मुद्रास्फीति को प्रभावित करती है। सकल मांग तथा मुद्रास्फीति, मौद्रिक नीति नियम द्वारा अल्पावधि ब्याज दर को प्रभावित करती है जो, क्रमशः दीर्घावधि ब्याज दर को प्रभावित करता है और इसलिए ब्याज भुगतान के कारण राजकोषीय घाटा प्रभावित होता है। मौद्रिक नीति की चाल सकल मांग, उत्पादन, विनिमय दर और मुद्रास्फीति को प्रभावित करती है। घरेलू चरों से पूरी दुनिया विभिन्न माध्यमों से संपर्क रखती है अर्थात वैश्विक मांग की स्थिति का भारत के निर्यात पर प्रभाव, अमरीकी बांड प्रतिफल; अमरीकी मुद्रास्फीति घटनाक्रम तथा वैश्विक कच्चे तेल की कीमत में उतार-चढ़ाव। 1980-81 से 2017-18 की अवधि का वार्षिक आंकड़ा लेकर बायेसियन तकनीक द्वारा युगपत समीकरण मॉडल गुणांकों का आकलन किया गया है; खासकर अप्राप्त मापदंडों को संयुक्त वितरित यादृच्छित चर माना गया है तथा व्यक्ति-निष्ठ और/या सूचना पूर्व गैर-नमूना के साथ संभावना पद्धति (नमूना संभाव्यता वितरण) के साथ मिलकर इसका आकलन मापदंडों के पश्च घनत्व तैयार करने के लिए किया

गया है (सारिणी III.1.1)। यह, छोटे नमूना के प्रभाव संबंधी पूर्वाग्रह से बचाता है।

भारतीय संदर्भ में, यह ध्यान देना जरूरी है कि केंद्र तथा राज्य सरकारों के लिए राजस्व व्यय गुणक, इकाई से कम हैं। अगर राजस्व व्यय को एक रुपया बढ़ाया जाता है तो सरकार का अंतिम खपत व्यय भी एक रुपया बढ़ जाता है जिससे उसी मात्रा में उत्पादन बढ़ता है बशर्ते पूंजीगत व्यय अपरिवर्तित रहे। यह खपत मांग पर भी सकारात्मक प्रभाव डालता है। प्रयोगसिद्ध आकलन, यद्यपि, यह बताता है कि बजट के दबाव के कारण राजस्व और पूंजीगत व्यय के बीच ऋणात्मक संबंध होता है। अतः केंद्र और राज्य सरकारों द्वारा राजस्व व्यय बढ़ाए जाने

सारिणी III.1.1: आकलित राजकोषीय गुणक

क्रम संख्या	चर	शीर्ष गुणक
1.	राजस्व व्यय (केंद्र सरकार)	0.45
2.	राजस्व व्यय (राज्य सरकार)	0.82
3.	पूंजीगत व्यय (केंद्र सरकार)	3.25
4.	पूंजीगत व्यय (राज्य सरकार)	2.00

नोट : गुणांकों के लिए 'x' का मान यह दर्शाता है कि सरकार द्वारा व्यय ₹1 से बढ़ने से जीडीपी ₹'x' से बढ़ेगा।

(जारी...)

से पूंजीगत व्यय घट सकता है जो निजी निवेश को नकारात्मक रूप से प्रभावित करता है और खपत चैनल से आने वाले सकारात्मक प्रभाव का समंजन कर देता है और फलतः उत्पादन क्रमशः केवल 45 पैसे और 82 पैसे बढ़ता है। इसके विपरीत, केंद्र और राज्य दोनों सरकारों के लिए पूंजीगत व्यय गुणक इकाई से काफी ऊपर है: केंद्र सरकार के लिए 3.25 और राज्य सरकार के लिए 2.0। यह दर्शाता है कि केंद्र और राज्य सरकारों प्रत्येक के द्वारा पूंजीगत व्यय एक रुपया बढ़ाने से निजी निवेश बढ़ता है, अर्थव्यवस्था में आनुपातिक वृद्धि की तुलना में अधिक निवेश आता है और जिससे उत्पादन क्रमशः 3.25 रुपया और 2.0 रुपया बढ़ता है।

संदर्भ:

बाटिनी, एन., ऐरोड,एल., फोर्नि, एल. तथा वेबर, ए., 2014, फिस्कल मल्टीप्लायर्स: साइज, डिटर्मिनेंट्स, एण्ड यूज इन मैक्रोइकोनोमिक प्रॉजेक्शन्स (सं. 14), अंतरराष्ट्रीय मुद्रा निधि।

ब्लॉचर्ड,ओ. जे. तथा लेह,डी., 2013, ग्रोथ फोरकास्ट इरर एण्ड फिस्कल मल्टीप्लायर्स, अमेरिकन इकोनोमिक रिव्यू, 103 (3),पीपी. 117 -20।

ऐरोड,एल. तथा वेबर, ए.,2013, दी चेलेंज ऑफ डेट रिडक्शन ड्यूरिंग फिस्कल कंसोलिडेशन (सं. – 13- 67), अंतरराष्ट्रीय मुद्रा निधि।

घाटे, सी., गोपालकृष्णन, पी. तथा तरफदार, एस. , 2016, फिस्कल पॉलिसी इन एन इमरजिंग मार्केट बिजनेस सायकल मॉडल. दी जर्नल ऑफ इकोनोमिक असिमेट्रीज, 14, पीपी. 52 – 77

पात्रा, एम. डी. , मित्रा पी., भट्टाचार्य आई. , मिश्रा, एस., बेहेरा, एस. आर., जॉन, जे., सिंह, के. तथा मते, के. , (2019), इस्टिमेबल फिस्कल मल्टीप्लायर्स फॉर इंडिया, मिमियो।

रेन – लेविस, एस. , 2018 , इंडिंग दी मैक्रोफॉण्डेशन्स हेगोमोनी, ऑक्सफोर्ड रिव्यू ऑफ एकोनोमिक पॉलिसी, 34 (1-2) , पीपी. 55-69

अंतरिम बजट (2019-20) में केंद्र के सकल राजकोषीय घाटा (जीएफडी) में संशोधन कर पूर्व में किए गए बीई से 3.3 प्रतिशत से बढ़ाकर जीडीपी के 3.4 प्रतिशत पर तय किया गया। वर्ष 2020-21 के लिए इसका लक्ष्य जीडीपी के 3.0 प्रतिशत पर रखा गया है। वर्ष 2018-19 के लिए सकल राजकोषीय घाटे में अंतर का प्रमुख कारण वस्तु और सेवा कर (जीएसटी) के संग्रह में हुई भारी कमी तथा किसानों की प्रत्यक्ष आय बढ़ाने में सहायता प्रदान करना रहा है।

उज्ज्वल डिस्कॉम एश्योरेंस योजना (उदय), कृषि ऋण माफी, वेतन संशोधनों तथा राजस्व संग्रह में कमी जैसे कारकों के कारण वर्ष 2015-16 से 2017-18 तक राज्य वित्त पर अधिक दबाव की पृष्ठभूमि के बावजूद, 29 राज्यों का समेकित राजकोषीय घाटा 2018-19 में जीडीपी के 2.6 प्रतिशत पर रखा गया। आज की तारीख में, 28 राज्यों ने 2019-20 के लिए लेखा अनुदान / पूर्ण बजट प्रस्तुत किया है। 25 राज्यों¹ की समेकित स्थिति के अनुसार, वर्ष 2018-19 के लिए समेकित सकल राजकोषीय घाटा जीडीपी के 2.9 प्रतिशत पर रखा गया है (सारणी III.3)। 15 राज्यों में से जिन राज्यों ने गिरावट दर्ज की है उनमें से कुछ राज्यों ने या तो वैकल्पिक कृषि समर्थन योजना (आंध्र प्रदेश और पश्चिम बंगाल) अथवा कृषि

ऋण माफी (छत्तीसगढ़, मध्यप्रदेश तथा राजस्थान) शुरू की है। वर्ष 2019-20 के लिए राज्यों ने 2.5 प्रतिशत के जीएफडी-जीडीपी अनुपात के साथ समेकन के लिए बजट किया।

वित्तपोषण हेतु वर्ष 2018-19 की प्रथम छमाही के लिए केंद्र के उधारी संबंधी कार्यक्रम योजनाबद्ध निर्गमन अनुसूची के अनुसार आयोजित किए गए, सरकार ने वर्ष 2018-19 की दूसरी छमाही में कम उधार लेने का निश्चय किया जिससे 2018-19 के लिए बाजार उधार कार्यक्रम को संशोधित करके रुपये 6055 बिलियन से रुपये 5710 बिलियन कर दिया गया (पिछले वर्ष से लगभग 3 प्रतिशत कम)।

सारणी III.3: राज्य के बजट 2019-20 – मुख्य राजकोषीय संकेतक*

मद	जीडीपी का प्रतिशत			
	2017-18	2018-19 (बीई)	2018-19 (आरई)	2019-20 (बीई)
राजस्व घाटा	0.2	-0.1	0.1	0.0
सकल राजकोषीय घाटा	2.5	2.6	2.9	2.5

*: 2017-18 में 24 राज्य शामिल हैं, शेष वर्षों में 25 राज्य शामिल हैं।

†: अधिशेष को दर्शाता है।

स्रोत : राज्य सरकारों के बजट दस्तावेज।

सारणी III.4: सरकारी बाजार उधार

(₹ बिलियन)

मद	2016-17			2017-18			2018-19 (26 मार्च 2019 तक)		
	केंद्र	राज्य	कुल	केंद्र	राज्य	कुल	केंद्र	राज्य	कुल
निवल उधार	4,082	3,426	7,508	4,484	3,403	7,887	4,227	3,486	7,713
सकल उधार	5,820	3,820	9,640	5,880	4,191	10,071	5,710	4,783	10,493

स्रोत : भारत सरकार; और आरबीआई स्टाफ अनुमान।

इस प्रकार, केंद्र सरकार ने संशोधित उधारियों को 22 मार्च 2019 तक पूरा कर लिया (सारणी III.4)। वर्ष 2018-19 के दौरान रुपए 281 बिलियन की सीमा तक स्वीचेज के जरिए ऋण समेकन के लिए एक रणनीति बनाई गई। राज्यों ने 26 मार्च 2019 तक 2017-18 के दौरान रुपए 4,783 बिलियन राशि की अपनी सकल उधारियाँ पूरी कर लीं।

III.1.4 बाह्य मांग

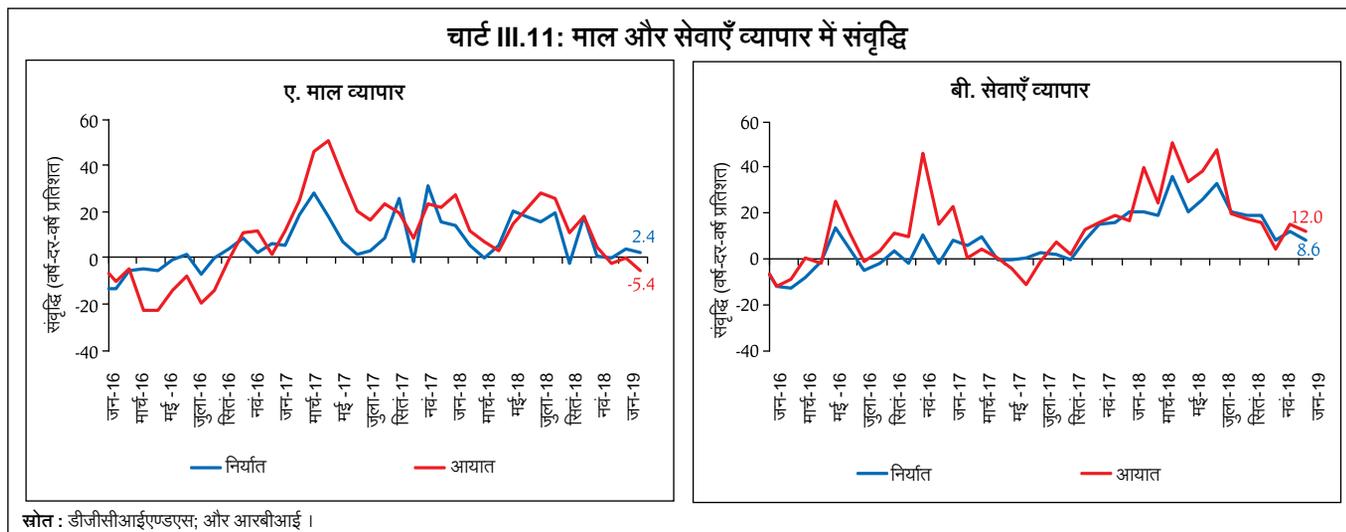
वर्ष 2018-19 की दूसरी छमाही में निवल निर्यात का सकल मांग पर दबाव बना रहा क्योंकि आयात में वृद्धि ने निवल निर्यात को पीछे छोड़ दिया (चार्ट III.11ए और 11बी)।

धीमे पड़ रहे वैश्विक व्यापार और वाणिज्यिक अंतर्राष्ट्रीय तनावों की पृष्ठभूमि के बावजूद 2018-19 की पहली तिमाही के सापेक्ष दूसरी और तीसरी तिमाही के दौरान भारत का पण्य निर्यात (वर्ष-दर-वर्ष) सामान्य रहा (चार्ट III.12ए)। दूसरी तिमाही के दौरान, रेडीमेड वस्त्रों, चावल तथा समुद्री उत्पादों के शिपमेंट में गिरावट के कारण निर्यात में मंदी रही। तीसरी तिमाही में रत्न-आभूषण, इंजीनियरिंग सामान और मांस, डेयरी व पॉल्ट्री जैसी वस्तुओं ने कुल निर्यात की संवृद्धि को नीचे धकेल दिया।

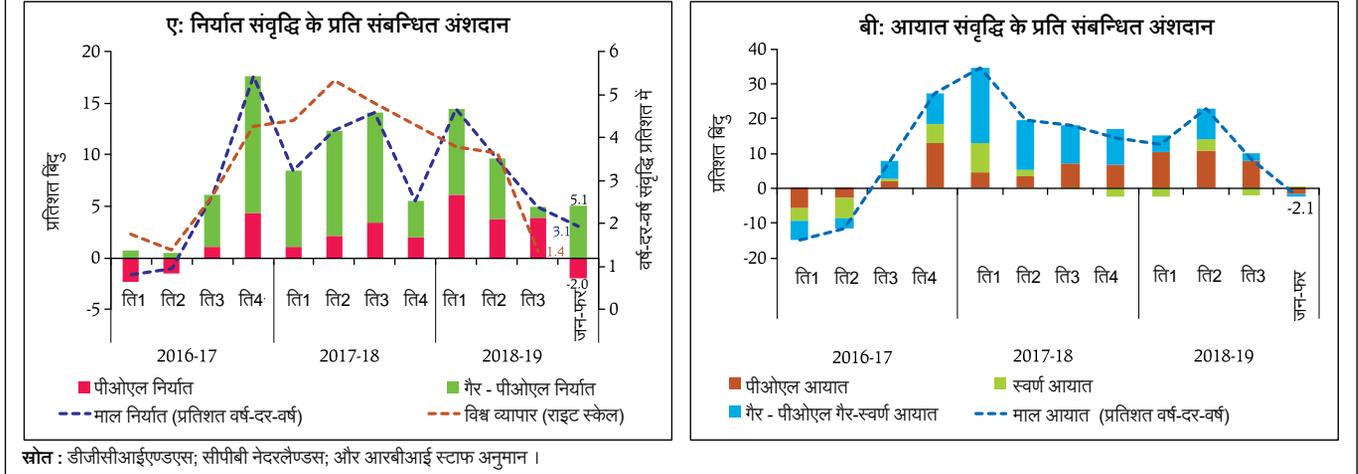
हाल के वर्षों में भारत के निर्यात बास्केट की एक प्रमुख विशेषता प्राथमिक तथा परंपरागत न्यून मूल्यवर्धित निर्यात से उच्च मूल्यवर्धित विनिर्माण तथा प्रौद्योगिकी चलित वस्तुओं की ओर शिफ्ट हो रही है। इस परिवर्तन ने प्रतिकूल अंतरराष्ट्रीय व्यापारिक परिवेश में निर्यात-मांग के लिए संवर्धनीय उपाय प्रदान किया है। वर्ष 2011-12 तथा 2018-19 (अप्रैल-फरवरी) के बीच किए गए प्रमुख वस्तुओं के निर्यात की तुलना यह दर्शाती है कि रसायनों तथा इससे संबंधित उत्पादों और इंजीनियरिंग से संबंधित सामानों के क्षेत्र में महत्वपूर्ण वृद्धि हुई है (चार्ट III.13)। इसके अलावा, सूक्ष्म, लघु और मध्यम उद्यमों (एमएसएमई) निर्यात के लिए समान ब्याज दरों में 3 प्रतिशत से 5 प्रतिशत तक की वृद्धि जैसी नीतिगत पहल के साथ-साथ कृषि निर्यात नीति, 2018 में किए गए उपाय निर्यात को प्रोत्साहित करने के लिए हैं।

वर्ष 2018-19 की दूसरी तिमाही में पांच तिमाही की सबसे अधिक वृद्धि दर्ज करने के बाद, पण्य आयात वृद्धि तीसरी तिमाही में तेजी से गिर गई, जो प्रमुख रूप से अस्थिर कीमतों तथा कम मांग के कारण स्वर्ण आयात की घटती मात्रा के चलते थी (चार्ट III.12बी)। जबकि तेल की ऊंची किमतों से आयात बिल में वृद्धि हुई है।

चार्ट III.11: माल और सेवाएँ व्यापार में संवृद्धि



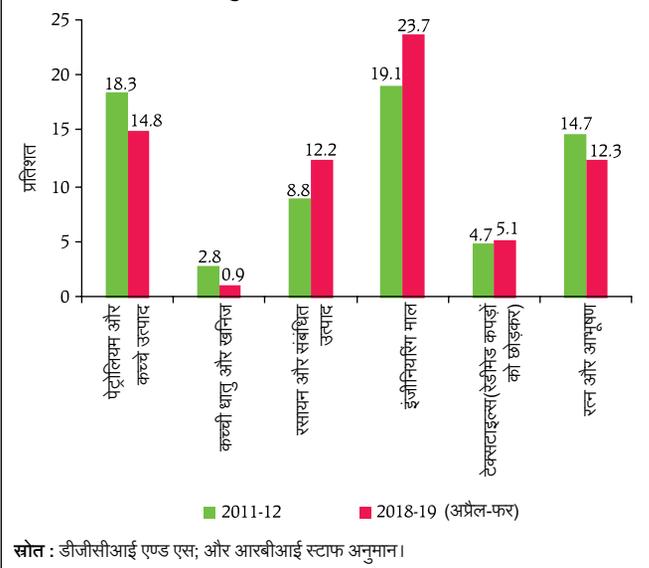
चार्ट III.12 : आयात व निर्यात संवृद्धि के प्रति संबन्धित अंशदान



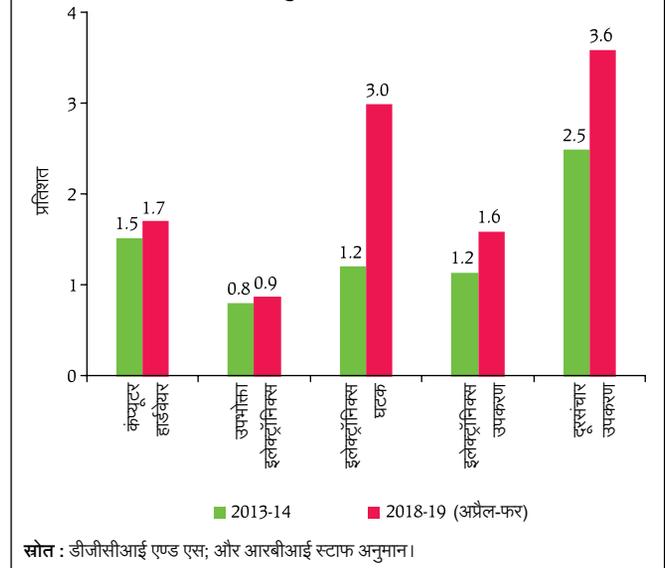
2018-19 की तीसरी तिमाही के दौरान गैर-पीओएल और स्वर्ण आयात से भी इतर वस्तुएँ जैसे मोती तथा मूल्यवान रत्नों, परिवहन उपकरणों तथा वनस्पति तेल में भी गिरावट आई। साथ ही, जनवरी-फरवरी 2019 में आयात संकुचित हुए। इन गतिविधियों को परिलक्षित करते हुए, यह फरवरी में व्यापार घाटा विगत 17 माह में सबसे निम्न स्तर पर बना रहा है। हाल ही के वर्षों में इलेक्ट्रॉनिक सामान भारत के आयात मांग के एक प्रमुख उपकरण के रूप में उभरा है जो कि कुल आयात का लगभग 11 प्रतिशत है (चार्ट III.14)। हाल की अवधि में इलेक्ट्रॉनिक उत्पादों, विशेषरूप से इलेक्ट्रॉनिक उपकरण, इलेक्ट्रॉनिक यंत्र, उपभोक्ता इलेक्ट्रॉनिक्स की मांग बढ़ी,

जिसके फलस्वरूप व्यापार घाटा उत्तरोत्तर बढ़ा। हालांकि, इनमें से कुछ आयातों पर नियंत्रण लगाने के लिए, और चरणबद्ध विनिर्माण कार्यक्रम में यथा परिकल्पित इलेक्ट्रॉनिक्स विनिर्माण में घरेलू मूल्य-वर्धन को तेज करने के लिए, 2018 में सरकार ने मोबाइल फोन तथा इससे संबंधित सहायक सामग्री, टेलीविजन तथा स्मार्ट घड़ियों सहित विभिन्न इलेक्ट्रॉनिक वस्तुओं पर उत्पाद शुल्क बढ़ा दिया। जबकि उच्च व्यापार घाटे के चलते, चालू खाता घाटा (सीएडी) 2018-19 की प्रथम छमाही के दौरान जीडीपी के 2.6 प्रतिशत तक बढ़ गया, अंतरराष्ट्रीय तेल की कम कीमतों तथा सेवा निर्यातों और धन-प्रेषण से अच्छी आमदनी से तीसरी तिमाही के दौरान चालू

चार्ट III.13: भारत के निर्यात बास्केट के प्रमुख घटक (कुल निर्यात में हिस्सा)



चार्ट III.14: भारत के कुल आयात में इलेक्ट्रॉनिक वस्तुओं का हिस्सा



खाता घाटा जीडीपी का 2.5 प्रतिशत पर आ गया। सेवाओं के तहत, सॉफ्टवेयर निर्यात में हुई वृद्धि के चलते तीसरी तिमाही में प्रमुख आईटी कंपनियों के निर्यात के राजस्व में महत्वपूर्ण सुधार हुआ। अगले दो वर्षों में वैश्विक आईटी में किए जाने वाले खर्च का आशावादी पूर्वानुमान भी सॉफ्टवेयर निर्यातों के लिए अच्छी संभावना को दर्शाता है। आय लेखा के अंतर्गत कमतर बहिर्प्रवाह भी तीसरी तिमाही में सीएडी को कम करने में सहायक रहा।

वित्तीयन-पक्ष में, निवल विदेशी प्रत्यक्ष निवेश (एफडीआई) प्रवाह वर्ष 2018-19 (अप्रैल-जनवरी) में 28.8 बिलियन यूएस डॉलर रहा, जो एक वर्ष पूर्व के अपने स्तर से उच्च था। यह प्रवाह प्रमुख रूप से विनिर्माण, संचार तथा वित्तीय सेवाओं में रहा है। विदेशी पोर्टफोलियो निवेश का 2018 में वैश्विक वृद्धि के परिवेश की चिंताओं, उच्च तेल की कीमतों तथा व्यापार और भू-राजनीतिक तनावों के कारण, सुरक्षित बने रहने के लिए पलायन हो गया था। लेकिन चौथी तिमाही में, अन्य बातों के साथ-साथ, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति के नरम रुख के कारण वह बहाल हो गया। वर्ष के दौरान अनिवासी जमा राशियों तथा बाह्य वाणिज्यिक उधारियों के प्रवाह में सुधार हुआ। जनवरी 2019 में बाह्य वाणिज्यिक उधारियों के लिए एक नया ढांचा लाया गया जिसने एक वर्ष की विभिन्न अवधियों के लिए 750 मिलियन यूएस डॉलर की सीमा की अनुमति प्रदान की तथा पात्र उधारकर्ताओं की सूची में विस्तार किया। जीडीपी अनुपात के रूप में भारत की निवल अंतरराष्ट्रीय निवेश की स्थिति (एनआईआईपी) में दिसंबर 2018 में घरेलू निवासियों (आस्तियों) की देयताओं में वृद्धि

के कारण कुछ कमी आई। भारत का विदेशी मुद्रा भंडार 31 मार्च 2019 तक 412.9 बिलियन यूएस डॉलर था जो एक संतोषजनक स्तर था। यह आयात के 9.5 माह के बराबर और अल्पकालिक बाह्य ऋण का 182 प्रतिशत (अवशिष्ट परिपक्वता द्वारा) है।

III.2 कुल आपूर्ति

मूलभूत कीमतों पर योजित सकल मूल्य (जीवीए) से आकलित उत्पादन वृद्धि, 2018-19 की पहली छमाही के 7.3 प्रतिशत से घटकर, दूसरी छमाही में 6.3 प्रतिशत पर आ गयी, जो एक वर्ष पूर्व 7.6 प्रतिशत थी (सारणी III.5)। इसके उलट, तिमाही-दर-तिमाही एसएएआर के रूप में परिकलित इसकी गति पहली छमाही के 5.7 प्रतिशत से बढ़कर, दूसरी छमाही में 6.7 प्रतिशत हो गयी (चार्ट III.15ए)।

वर्ष 2018-19 की दूसरी छमाही में जीवीए की संवृद्धि (वर्ष दर वर्ष) में सुस्ती की प्रमुख वजह कृषि और औद्योगिक गतिविधियों में तीव्र गिरावट रही। दूसरी छमाही में कृषि में मूल्य योजित तीव्र रूप से कम होकर 1.4 प्रतिशत पर पहुँच गया, जो तीसरी तिमाही में ग्यारह तिमाहियों के सबसे निचले स्तर पर था और चौथे तिमाही में भी संकुचित बना रहा। फसल उत्पादन में दूसरे अग्रिम अनुमानों के अनुसार, चावल, गन्ना और तिलहन को छोड़कर सभी प्रमुख फसलों का उत्पादन 2018-19 में कम दर्ज किया गया, जो लगातार पूर्ववर्ती दो वर्षों में रिकॉर्ड स्तर पर था। संशोधन के पैटर्न को ध्यान में रखते हुए, चूंकि राष्ट्रीय लेखा अग्रिम अनुमानों से संशोधित अनुमानों की

सारणी III.5: जीवीए में क्षेत्र वार संवृद्धि

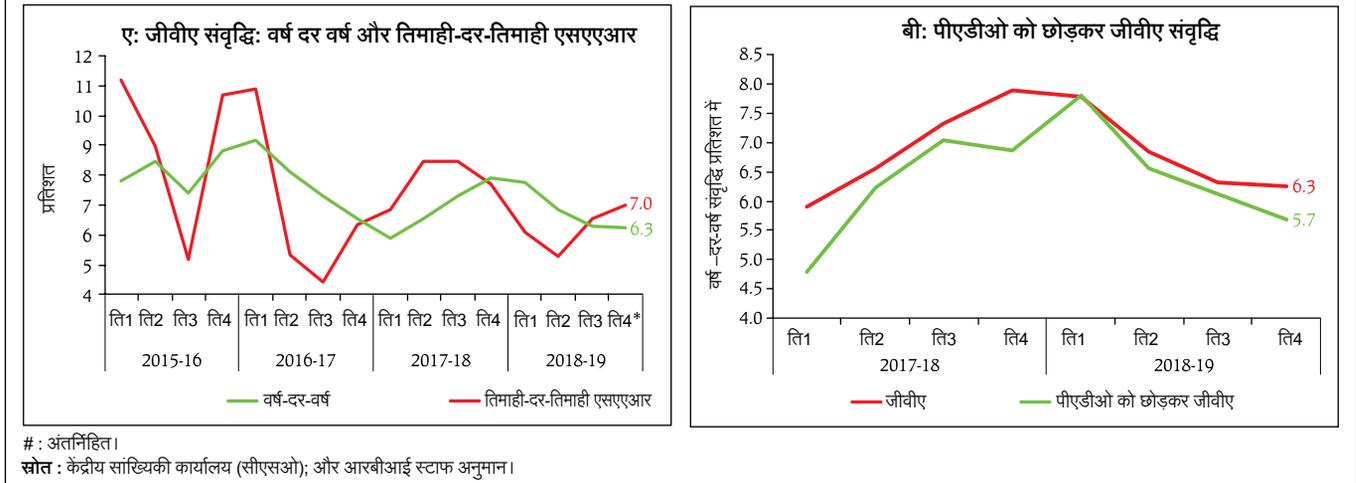
(वर्ष-दर-वर्ष प्रतिशत)

क्षेत्र	2017-18 (एफआरई)	2018-19 (एसएई)	भारत योगदान 2018-19	2017-18 (एफआरई)				2018-19 (एसएई)			
				ति1	ति2	ति3	ति4	ति1	ति2	ति3	ति4#
कृषि, फोरेस्टरी और फिशिंग	5.0	2.7	0.4	4.2	4.5	4.6	6.5	5.1	4.2	2.7	-0.1
उद्योग	6.1	7.2	1.7	-0.1	7.7	8.0	8.6	10.1	6.1	6.1	6.6
खनन तथा उत्खनन	5.1	1.2	0.0	2.9	10.8	4.5	3.8	0.4	-2.1	1.3	4.2
विनिर्माण	5.9	8.1	1.5	-1.7	7.1	8.6	9.5	12.4	6.9	6.7	6.8
विद्युत, गैस, जल आपूर्ति तथा अन्य उपयोज्यता	8.6	8.0	0.2	8.6	9.2	7.5	9.2	6.7	8.7	8.2	8.5
सेवाएँ	7.8	7.6	4.7	8.6	6.5	8.0	8.0	7.5	7.6	7.6	7.8
निर्माण	5.6	8.9	0.7	3.3	4.8	8.0	6.4	9.6	8.5	9.6	8.1
व्यापार, होटल, परिवहन, संचार	7.8	6.8	1.3	8.3	8.3	8.3	6.4	7.8	6.9	6.9	5.8
वित्त, रियल एस्टेट एवं व्यावसायिक सेवाएँ	6.2	7.3	1.6	7.8	4.8	6.8	5.5	6.6	7.2	7.3	8.2
लोक प्रशासन, रक्षा तथा अन्य सेवाएँ	11.9	8.5	1.1	14.8	8.8	9.2	15.2	7.6	8.7	7.6	10.0
मूल कीमतों पर जीवीए	6.9	6.8	6.8	5.9	6.6	7.3	7.9	7.8	6.8	6.3	6.3

एफआरई : पहला संशोधित अनुमान; एसएई: दूसरा अग्रिम अनुमान;
स्रोत : केंद्रीय सांख्यिकी कार्यालय (सीएसओ)।

अंतर्निहित संवृद्धि।

चार्ट III.15: जीवीए संवृद्धि



तरफ चलते हैं, अतः पिछले वर्ष के स्तरों के साथ कुछ कैच-अप की संभावना है। पहली छमाही में, औद्योगिक क्षेत्र संवृद्धि को, विनिर्माण आउट-पुट की धीमी मांग और तेल की कीमतों में वृद्धि के कारण उच्च इनपुट लागत के चलते, प्रतिकूल परिस्थितियों का सामना करना पड़ा। 2018-19 की दूसरी छमाही के दौरान सरकारी खर्च में वृद्धि के चलते, निर्माण गतिविधि में मजबूती और वित्तीय, अचल संपत्ति और पेशेवर सेवाओं, सार्वजनिक प्रशासन, रक्षा और अन्य सेवाओं (पीएडीओ) में सुधार के कारण, सेवा क्षेत्र की गतिविधियों में मामूली वृद्धि दर्ज की गई (चार्ट III.15बी)।

III.2.1 कृषि

कृषि और उससे संबंधित गतिविधियों की मूलभूत कीमतों पर जीवीए में 2018-19 की दूसरी छमाही में तीव्र गिरावट दर्ज की गई। इसमें कई सारे कारक संयोजक के रूप में कार्य किए जैसे दक्षिण-पश्चिम और उत्तर-पूर्व मॉनसून का खराब प्रदर्शन, और परिणामस्वरूप मिट्टी में अपर्याप्त नमी; पूर्वी, मध्य और दक्षिणी क्षेत्रों में कम जलाशय स्तर; लगातार दो बम्पर फसल की आपूर्ति की प्रचुरता और बड़ी मात्रा में अतिरिक्त आपूर्ति के प्रबंधन के लिए खाद्य प्रबंधन नीतियों की कमी के कारण कृषि उपज के लिए अलाभकारी मूल्य, जिससे कृषि संकट बढ़ा; और, बेमौसम बारिश और ओलावृष्टि। इन सभी कारकों के कारण, पिछले वर्ष की तुलना में, रबी के बुवाई रकबे में (-)3.8 प्रतिशत की कमी हुई। 2018-19 के लिए फसल उत्पादन के एसएई के प्रकाशन में खरीफ फसलों के उत्पादन में मामूली वृद्धि का संकेत दिया गया था। लेकिन रबी फसल हेतु जो लक्ष्य निर्धारित किया गया, उसकी तुलना में कम उत्पादन हुआ, जिसके

कारण इस वर्ष के लिए कृषि जीवीए विकास को 2.7 प्रतिशत पर संशोधित किया गया, जिसे सीएसओ के पहले अग्रिम अनुमान (एफएई) में 3.8 प्रतिशत रखा गया था (सारणी III.6)। 2018-19 के दौरान बागवानी फसल उत्पादन 315 मिलियन टन के रिकॉर्ड पर था, जिसकी प्रमुख वजह मसाले, सुगंधियां और औषधीय फूल और सब्जियां रहीं। हाल की अवधि में, संबद्ध गतिविधियों ने, जिसमें पशुधन, वानिकी और मछली पकड़ना शामिल है, क्षेत्र की समग्र जीवीए संवृद्धि में तीन-चौथाई के लगभग योगदान किया है (चार्ट III.16)।

अमेरिका के राष्ट्रीय महासागरीय और वायुमंडलीय प्रशासन (एनओए) के अनुसार, फरवरी 2019 के दौरान *एल नीनो* प्रबल हुआ, क्योंकि भूमध्यरेखीय प्रशांत महासागर में समुद्र की सतह के तापमान में वृद्धि हुई है। नवीनतम रिपोर्ट के अनुसार, मार्च-मई में *एल नीनो* का प्रभाव 80 प्रतिशत रहने की संभावना है, जो जून-अगस्त की अवधि में घटकर 60 प्रतिशत रह जाएगा। इसी प्रकार, ऑस्ट्रेलियाई मौसम विज्ञान ब्यूरो के अनुसार, 2019 में *एल नीनो* के पनपने की संभावना लगभग 70 प्रतिशत हो गई है। यदि मानसून सामान्य से नीचे चला जाता है, तो यह आगे जाकर, कृषि उत्पादन के लिए एक नकारात्मक जोखिम पैदा कर सकता है।

III.2.2 औद्योगिक क्षेत्र

औद्योगिक क्षेत्र की मूलभूत कीमतों पर योजित सकल मूल्य (जीवीए) 2018-19 की पहली छमाही में 8.1 प्रतिशत से घटकर दूसरी छमाही में 6.4 प्रतिशत तक आ गया और यह एक वर्ष पूर्व 8.3 प्रतिशत था। यह गिरावट मांग में कमी की स्थिति बने रहने के कारण बिक्री में

सारणी III.6: 2018-19 में कृषि उत्पादन (दूसरा अग्रिम अनुमान)

(मिलियन टन्स में)

फसल	2017-18		2018-19		2018-19 Variation (Per cent)		
	एसएई	चौथा एई	लक्ष्य	एसएई	एसएई से ऊपर 2017-18	चौथे एई से ऊपर 2017-18	लक्ष्य से ऊपर
खाद्यान्न	277	285	290	281	1.4	-1.2	-3.1
चावल	111	113	114	116	4.1	2.4	1.4
गेहूँ	97	100	102	99	2.1	-0.6	-3.0
दालें	24	25	26	24	0.3	-4.8	-7.4
तिलहन	29.9	31.3	36.0	31.5	5.4	0.6	-12.5
गन्ना	353.2	376.9	385.0	380.8	7.8	1.0	-1.1
कपास #	33.9	34.9	35.5	30.1	-11.3	-13.8	-15.2
जूट और मेस्ता ##	10.5	10.1	11.2	10.1	-4.1	-0.6	-10.1

#: प्रत्येक 170 किलोग्राम की मिलियन गांठ।

##: प्रत्येक 180 किलोग्राम की मिलियन गांठ।

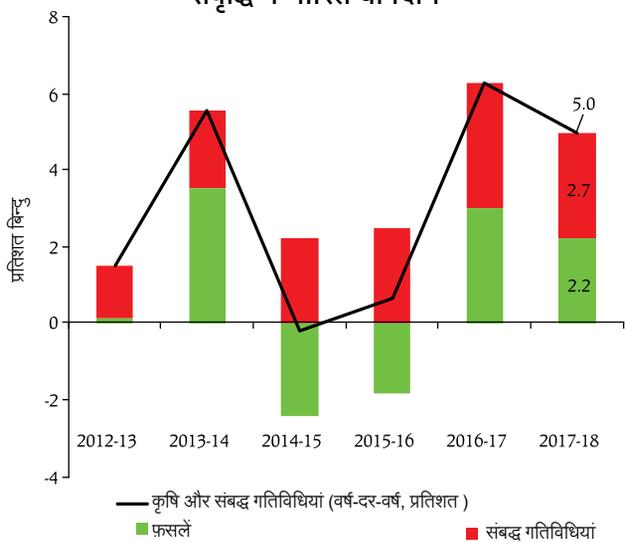
स्रोत : कृषि और किसान कल्याण मंत्रालय, भारत सरकार।

कमी से हुई, जिससे विनिर्माण गतिविधियों की वृद्धि में गिरावट आई (चार्ट III.17)।

आईआईपी-आधारित उपाय, अर्थात्, संक्षिप्त औद्योगिक उत्पादन सूचकांक (आईआईपी) और पाचक एंजाइम और एंटासिड (डीईए) को छोड़कर आईआईपी भी नवंबर-जनवरी 2018-19 के दौरान धीमे रहें (चार्ट III.18ए)। तथापि 2018-19 की तीसरी तिमाही में विनिर्माण आईआईपी में हास हुआ जिसके प्रमुख कारक हैं - मोटर वाहनों, ट्रेलरों और ट्रैक्टरों, रसायनों और रासायनिक उत्पादों, रबर और

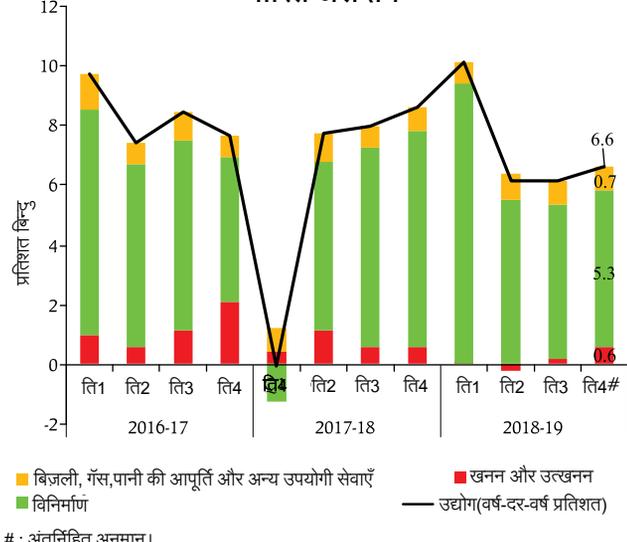
प्लास्टिक, कोक और परिष्कृत उत्पादों, कपड़ा और पेय पदार्थों के उत्पादन में मंदी। आईआईपी का गठन करने वाले 23 उद्योग समूहों में से 10 में तीसरी तिमाही के दौरान संकुचन हुआ, जबकि दूसरी तिमाही के दौरान चार में हुआ। उपयोग-आधारित वर्गीकरण के संदर्भ में, बुनियादी आधारभूत वस्तुओं और उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुओं के उत्पादन वृद्धि हुई एवं गैर-टिकाऊ उपभोक्ता वस्तुएं तीसरी तिमाही में घट गईं (चार्ट III.18 बी)। दूसरी ओर, तीसरी तिमाही के दौरान पूंजीगत वस्तुओं के उत्पादन में मंदी थी। जनवरी-फरवरी 2019 में औद्योगिक विकास की गति में कमी का असर चौथी तिमाही में भी

चार्ट III.16: कृषि और सम्बद्ध गतिविधियों का जीवीए संवृद्धि में भारत योगदान



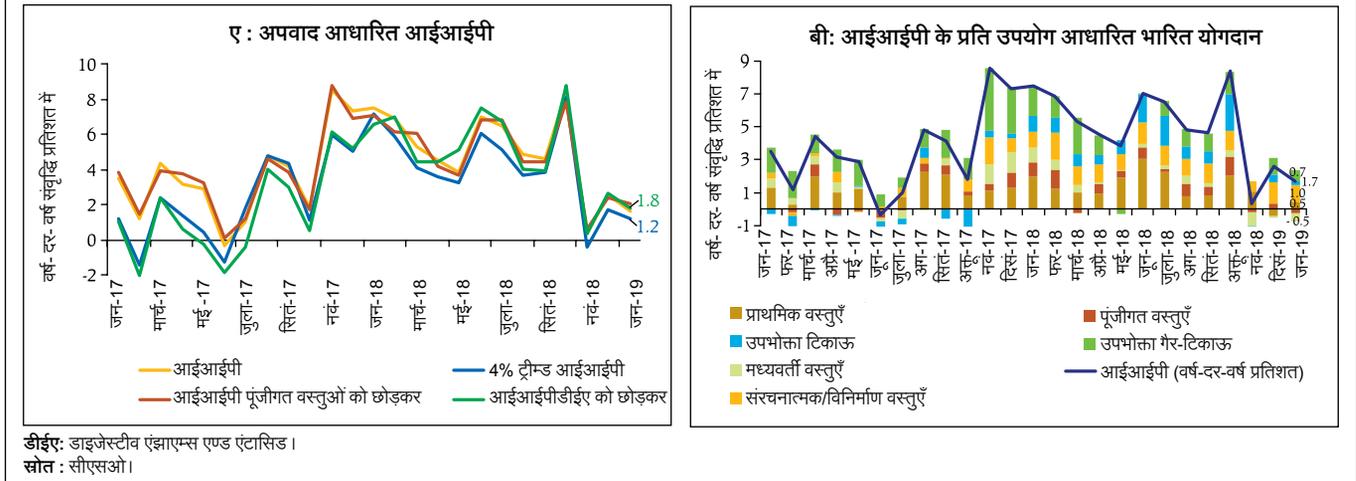
स्रोत : सीएसओ; और आरबीआई स्टाफ अनुमान।

चार्ट III.17 : उद्योग जीवीए की संवृद्धि में भारत अंशदान



स्रोत : सीएसओ; और आरबीआई स्टाफ।

चार्ट III.18: आईआईपी और उपयोग- आधारित वर्गिकरण



जारी रहा है, जिससे विनिर्माण विकास दर 1.3 प्रतिशत तक कम हो गया। उपयोग-आधारित समूहों के संदर्भ में, निर्माण / बुनियादी ढांचे के सामानों की तेजी जनवरी में बनी रही, जो कि इस्पात उत्पादों के मजबूत विकास से प्रेरित थे। हालांकि, मध्यवर्ती और पूंजीगत माल उत्पादन संकुचित हुए, और उपभोक्ता टिकाऊ और गैर-टिकाऊ विकास में गिरावट आई है।

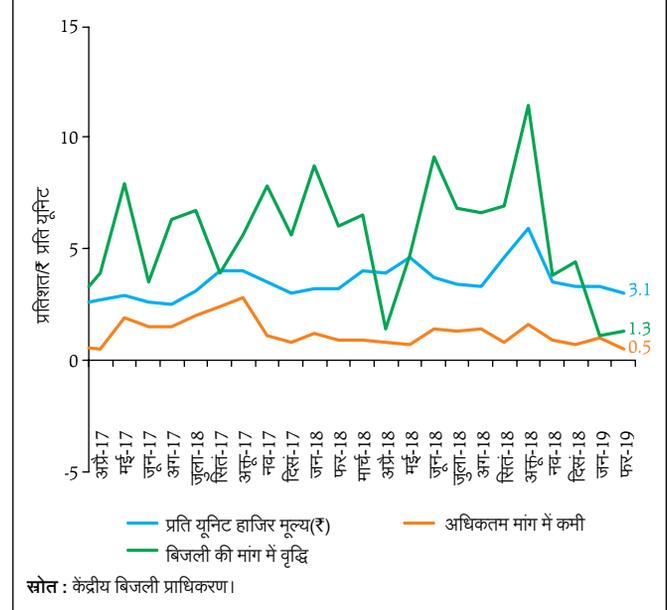
प्रथम छमाही की तुलना में दूसरी छमाही में बिजली क्षेत्र में जीवीए की गति तेज हुई। हालांकि, उच्च आवृत्ति संकेतक बताते हैं कि कोयले का काफी स्टॉक रहने के बावजूद थर्मल पावर जनरेशन में कमी के कारण जनवरी 2019 में बिजली उत्पादन में गतिरोध रहा (चार्ट III.19)। विद्युत उत्पादन में मंदी आंशिक रूप से तीसरी तिमाही के दौरान उद्योग से बिजली के लिए मांग में गिरावट के बाद, जनवरी-फरवरी के दौरान कृषि और घरेलू क्षेत्रों से कमजोर मौसमी मांग के कारण थी। दूसरी छमाही में खनन में जीवीए वृद्धि तेज थी फिर भी 2017-18 के दूसरी छमाही की वृद्धि की तुलना में कम थी।

सन 2018-19 की तीसरी तिमाही के लिए औद्योगिक आउटलुक सर्वेक्षण (आईओएस) के रिजर्व बैंक के कारोबारी अनुमान सूचकांक के अनुसार विनिर्माण क्षेत्र में मांग की स्थिति में कमजोरी दिखाई दी, यद्यपि यह चौथी तिमाही में सुधार की तरफ संकेत करता है। मार्च माह में बढ़े हुए उत्पादनों और नए ऑर्डरों के सहारे विनिर्मिता क्रय प्रबंधक सूचकांक (पीएमआई) लगातार 20वें महीने भी विस्तार के दायरे में रहा।

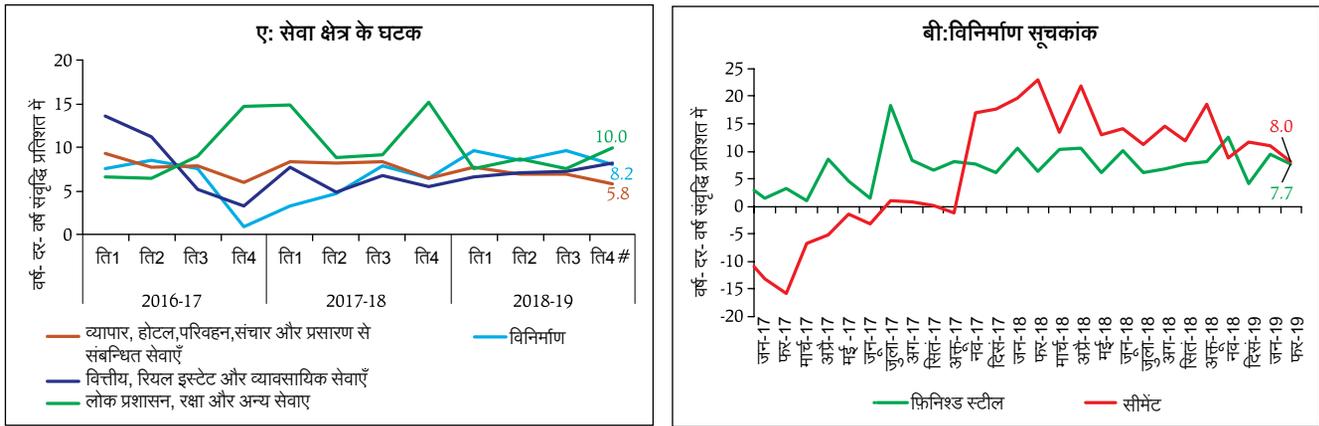
III.2.3 सेवाएं

सेवा क्षेत्र के क्रियाकलापों में बढ़ोतरी हुई और भवन निर्माण क्रियाकलापों में आघात सहनीयता तथा वित्तीय, भू संपदा और व्यवसायिक सेवाओं तथा पीएडीओ में तेजी के जरिए 2018-19 की दूसरी छमाही में उछाल के कारण इसका दायरा बढ़ गया (चार्ट III.20ए)। भवन-निर्माण क्षेत्र का प्रबल कार्यनिष्पादन इसके सन्निपाती संकेतों -इस्पात उपभोग और सीमेंट उत्पाद में भी प्रकट होता है। दिसंबर 2017 से आरंभ होकर जनवरी 2019 तक, नवंबर 2018 को छोड़ दिया जाए तो सभी महीनों में सीमेंट उत्पादन दो अंकों में रहा

चार्ट III.19: बिजली की मांग



चार्ट III.20 : सेवा क्षेत्र के घटक और विनिर्माण संकेतक



#: अंतर्निहित। पीएडीओ: लोक प्रशासन, रक्षा और अन्य सेवाएँ।
 स्रोत: सीएसओ; आर्थिक सलाहकार कार्यालय; संयुक्त आयोजना समिति; और आरबीआई स्टाफ अनुमान।

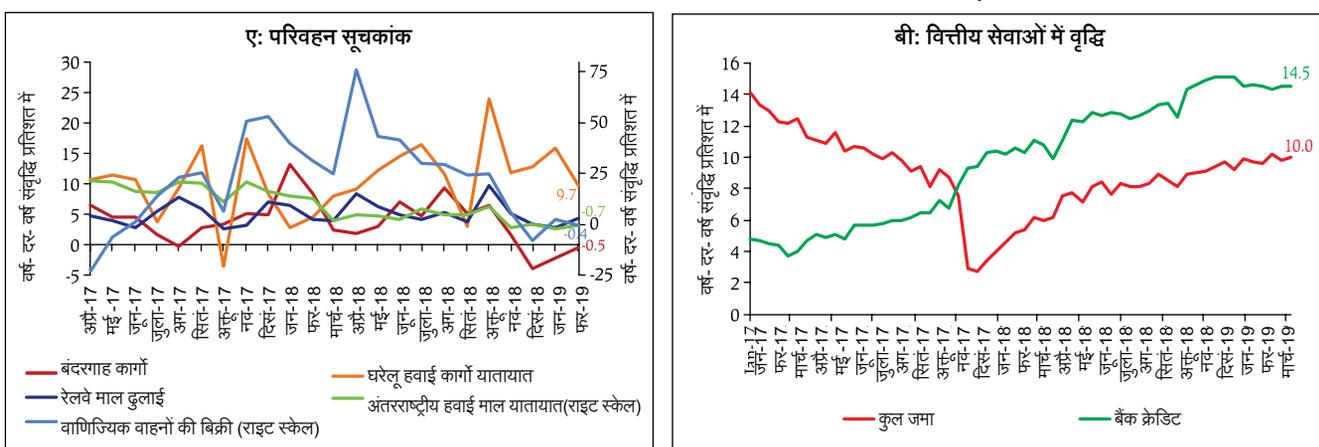
(चार्ट III.20बी)। सड़क क्षेत्र और सस्ते आवासन पर सरकार के फोकस से भी इसमें आंशिक गति रही।

व्यापार, होटल, परिवहन, संचार और प्रसारण संबंधी सेवाओं में बढ़ोतरी भी 2018 -19 की दूसरी छमाही में शांत रही। तेल की कीमतों में बढ़ोतरी और धुरों से संबंधित मापदंडों⁴ में रियायत के कारण सड़क परिवहन के प्रमुख संकेतक वाणिज्यिक वाहनों की बिक्री में अचानक गिरावट आई। परिवहन उप खंड के अन्य संकेतकों यथा रेलवे भाड़ा और प्रमुख बंदरगाहों पर संभाले गए कारगो में भी दूसरी छमाही में गिरावट रही (चार्ट III.21ए) वित्तीय सेवाओं के प्रबल कार्य निष्पादन को चौथी तिमाही में भी बढ़ाने के साथ

वित्तीय, भू-संपदा और व्यवसायिक सेवाओं में बढ़ोतरी बनी रही-इसे सेवा क्षेत्र के लिए व्यक्तिगत ऋणों और क्रेडिट में बढ़ोतरी का सहारा मिला और साथ ही सकल जमाराशियों के लिए अनुकूल आधार प्रभाव भी मिला (चार्ट III.21 बी)।

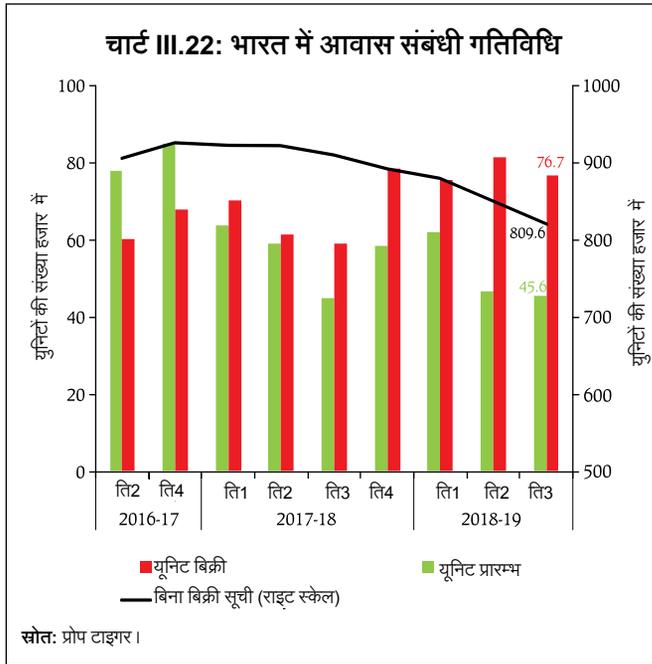
अन्य प्रमुख घटकों के बीच जो सेवाओं को वृद्धि प्रदान करती है, पीएडीओ 2018-19 की दूसरी छमाही में वृद्धि हुई। इसका कारण था राज्यों द्वारा राजस्व व्यय (ब्याज भुगतान को छोड़कर) के रूप में उच्च मूल्यवर्धन किया जाना। मांग की कमी के कारण रियल इस्टेट सेवाएं में डगमगाहट जारी रही, जो स्थिर बिक्री और कीमतों, मुख्य शहरों में लॉन्च में गिरावट, जो अभी भी उच्च स्तर पर है, लेकिन अनसोल्ड इन्वेंटरी के स्तर को कम करना जैसी चीजों से परिलक्षित होता है

चार्ट III 21: सेवा क्षेत्र के संकेतक – परिवहन और वित्तीय सेवाएँ



स्रोत : आरबीआई;एसआईएम; ट्रैक्टर मैन्युफैक्चरर्स एसोसिएशन; रेल मंत्रालय; इंडियन पोर्ट्स एसोसिएशन; भारतीय हवाई अड्डा प्राधिकरण; और भारतीय रिजर्व बैंक स्टाफ अनुमान।

⁴ सड़क परिवहन एवं राजमार्ग मंत्रालय ने भारी माल वाहनों की मालवाहक क्षमता को लगभग 20-25 प्रतिशत बढ़ाने और लॉजिस्टिक लागत को लगभग 2 प्रतिशत कम करने हेतु उनके ट्रक एक्सल लोड में बढ़ोतरी की अधिसूचना 18 जुलाई 2018 को जारी की।



(चार्ट III.22)। केंद्रीय बजट 2019-20 में बढ़ाए गए आवास हेतु कर प्रोत्साहन से मांग में सुधार की संभावना है, विशेष रूप से सस्ते आवासन खंड में।

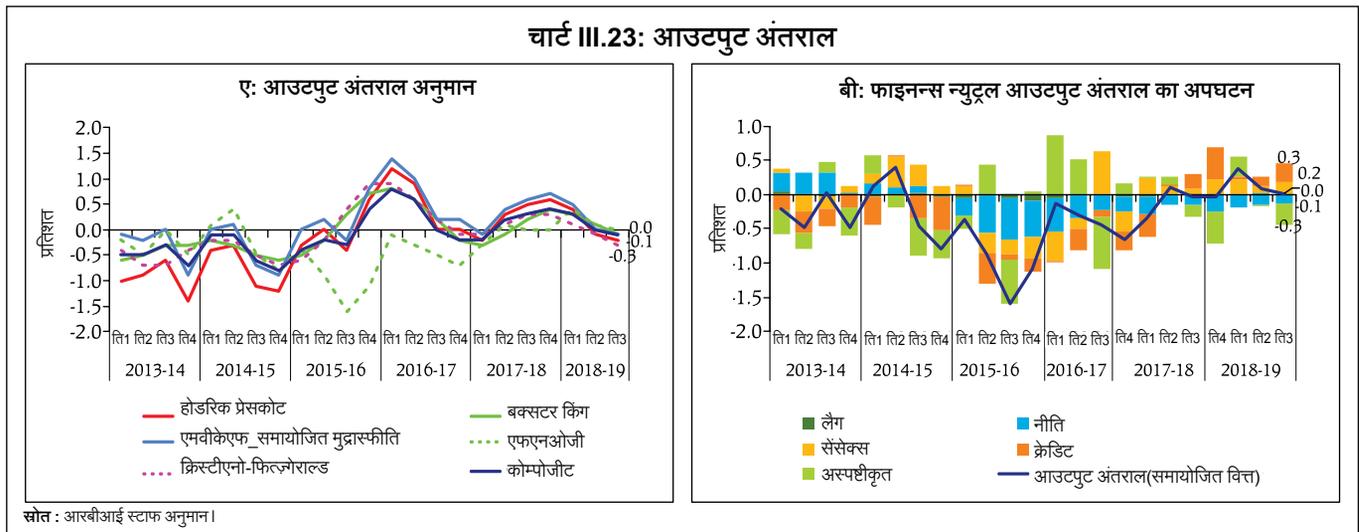
III.3 उत्पादन अंतराल

उत्पादन अंतराल(अर्थात वास्तविक उत्पादन का उसके संभावित स्तर से विचलन जिसे संभावित उत्पादन के अनुपात के रूप में अभिव्यक्त किया जाता है) अर्थव्यवस्था में मांग-आपूर्ति स्थितियों का सार संकेत दर्शाते हैं। चूंकि उत्पादन अंतराल एक अप्रत्यक्ष समष्टि आर्थिक चर है, इसके वास्तविक मूल्य के बारे में काफी

अनिश्चितता मौजूद है, जो नीति निर्माण के लिए एक चुनौती बन गया है। यह अनिश्चितता बड़े डाटा संशोधनों और वास्तविक समय में चक्र और प्रवृत्ति के बीच अंतर करने में कठिनाई से उपजी है। इन मुद्दों को स्वीकार करते हुए, आउटपुट अंतराल के अनुमानों के आकलन के लिए व्यावहारिक दृष्टिकोण को नियोजित किया गया है जो अलग-अलग अविभाज्य फिल्टर सहित उदार तरीकों को जोड़ती है – होड्रिक-प्रेसकोट (एचपी); बैक्सटर-किंग (बीके); क्रिस्टियानो- फिट्जेराल्ड(सीएफ); - मल्टीवेरेट फिल्टर – कलमन फिल्टर (एमवीकेएफ); और, वित्त तटस्थ उत्पादन अंतर उपाय (एफएनओजी)। यह एक प्रमुख घटक ढांचे में एक समीपवर्ती दृश्य प्राप्त करने के लिए किया जाता है। इस समग्र अनुमान से यह पता चलता है कि तीसरी तिमाही में एक मामूली ऋणात्मक उत्पादन अंतराल हुआ है(चार्ट III.23 ए)। यह वास्तविक जीडीपी विकास दर के साथ, जो 2017-18 की चौथी तिमाही के 8.1 प्रतिशत से 2018-19 की तीसरी तिमाही में 6.6 हो गई, घरेलू मांग की गति में कमी दर्शाता है। हांलाकि वित्त निरपेक्ष उत्पादन अंतराल, जो बैंक क्रेडिट, इक्विटी कीमतों और नीतिगत रेपो दर जैसे प्रमुख वित्तीय चरों के व्यवहार के कारक हैं, 2018-19 की तीसरी तिमाही(चार्ट III 23बी) में वस्तुतः बंद रहे।

III.4 निष्कर्ष

आर्थिक गतिविधि में मंदी, जो दूसरी तिमाही के दौरान चल रही थी, तीसरी तिमाही में भी बनी रही। आगे कई जोखिम आए जो महत्वपूर्ण रहे। पहला, ग्रामीण क्षेत्रों में सार्वजनिक खर्च पर जोर देने और आयकर छूट के कारण परिवारों की प्रयोज्य आय में वृद्धि जैसे



उपायों से निजी उपभोग को प्रोत्साहन मिलना। दूसरा, दबावग्रस्त संपत्ति का समाधान और बैंकिंग तुलन पत्र पर अनर्जक आस्तियों अग्रिम(एनपीए) के स्तर को गिरने न देने से ऋण का प्रवाह में सुधार आना अपेक्षित है जिससे आर्थिक गतिविधि बेहतर होने का संकेत है। तीसरा, क्षमता उपयोगिता में सुधार, निम्नतर तेल कीमतों का अनुकूल बने रहना और फरवरी में नीतिगत दर के कम होने से आर्थिक गतिविधि को मदद मिलने की संभावना है। इसके बावजूद घरेलू और वैश्विक मोर्चों पर कुछ नकारात्मक जोखिम बने हुए हैं।

वैश्विक अर्थव्यवस्था की गति में आ रही कमी भारत की निर्यात संभावनाओं पर असर कर सकती है। यदि व्यापार तनाव को सुलझाया नहीं गया तो यह जोखिम बढ़ सकता है। सरकार की ओर से होने वाले संरचनात्मक व्यय से निवेश को बड़ी मदद मिली है। मुख्य बात यह है कि अधिक से अधिक क्षेत्रों में निजी निवेशों को मजबूत बनाना है जिससे अल्पावधि समय के लिए मांग को समर्थन मिलेगा जबकि मध्यावधि के लिए भारत की संभाव्य वृद्धि में तेजी आयेगी।

IV. वित्तीय बाज़ार और चलनिधि स्थितियां

2018-19 की दूसरी छमाही में वित्तीय बाज़ार की स्थिति यह रही कि प्रणालीगत चलनिधि आवश्यकताओं की पूर्ति फरवरी-मार्च में नीतिगत दर के करीब चल रही भारत औसत कॉल मनी दर (डब्ल्यूएसीआर) सहित विभिन्न चलनिधि आपूर्ति लिखतों के माध्यम से हुई; शेयर बाज़ार समस्तरीय रहने के बाद मार्च में तेजी की स्थिति में; बान्ड प्रतिफलों पर घरेलू गतिविधियों और वैश्विक घटनाओं का असर रहा; और कच्चे तेल की वैश्विक कीमतों में कमी आने और विदेशी निवेश निधियों की आवक पूर्ववत् होने के कारण भारतीय रुपए की कीमत बढ़ी। फरवरी 2019 से नए ऋणों की ब्याज दरों में कुछ कमी किए जाने के कारण ऋण-उठाव में बढ़त जारी रही।

2018-19 की दूसरी छमाही के दौरान व्यापारिक तनाव बढ़ने, ब्रेक्जिट के संबंध में 'नो डील' की चिंता और वैश्विक अर्थव्यवस्था के धीमा हो जाने के आसार से वैश्विक वित्तीय बाज़ार में सतर्कता का माहौल था। जोखिम विमुखता बढ़ने और निम्न ब्याज दर वाली मौद्रिक नीति के रुझान के कारण यूएस, जर्मनी और यूके में सरकारी प्रतिफलों में गिरावट आई। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में कारपोरेट बान्ड के संबंध में क्रेडिट स्प्रेड बढ़ जाने के कारण संवृद्धि की आशाएं कम हो गईं, वहीं दूसरी ओर आय की संभावनाएं कम नजर आने पर इक्विटी के मूल्य भी घट गए। 2019 की पहली तिमाही में, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के इक्विटी बाजारों में व्यापारिक तनाव में कमी और देश विशिष्ट कारकों के कारण सामान्य रूप से लाभ की स्थिति रही। अधिकांश ईएमई में सरकारी विदेशी-मुद्रा क्रेडिट स्प्रेड बढ़ा और कुछ अग्रणी बाजारों में वह उल्लेखनीय रूप से मजबूत हुआ। जनवरी 2019 से यूएस फेड के नरम मौद्रिक नीति रुझान के बावजूद यूएस डॉलर ने अन्य प्रमुख आई मुद्राओं की तुलना में मजबूती का रुख कायम रखा।

IV.1 घरेलू वित्तीय बाज़ार

घरेलू वित्तीय बाज़ार के विभिन्न क्षेत्रों की गतिविधियां भिन्न-भिन्न पाई गईं क्योंकि 2018-19 की दूसरी छमाही में उभरते वैश्विक और स्थानीय बदलावों के प्रति इनकी अलग-अलग प्रतिक्रिया रही। रिजर्व बैंक द्वारा विभिन्न लिखतों के माध्यम से चलनिधि उपलब्ध

कराए जाने के कारण फरवरी और मार्च 2019 में एक दिवसीय मुद्रा बाज़ार में ब्याज दर नीतिगत रिपो दर के आसपास ही रही जबकि इसके पहले यह रिपो दर से कम थी। वैश्विक घटनाओं के असर और घरेलू गतिविधियों के कारण ट्रेजरी बिलों (टी-बिल)का प्रतिफल लंबी अवधि की सरकारी प्रतिभूतियों के प्रतिफलों के अनुरूप रहा। अन्य कारण भी रहे, जैसे कि-(i)खुला बाज़ार खरीद परिचालन के माध्यम से बड़ी मात्रा में चलनिधि उपलब्ध कराना; और (ii) 2019-20 के अंतरिम बजट में बड़ी मात्रा में उधार कार्यक्रम की सरकार की घोषणा। कारपोरेट बान्डों के प्रतिफल सरकारी बान्डों के प्रतिफल के अनुरूप रहे। शेयर बाज़ार समस्तरीय रहे किंतु मार्च 2019 में उन्होंने तेजी से जोर पकड़ा। तेल की अंतर-राष्ट्रीय कीमतों में कमी आने, यूएस फेड नीति का कम मुद्रास्फीति की ओर झुकाव होने, व्यापार तनाव में कमी आने तथा पूंजीगत प्रवाहों के लौट आने से उभरती बाज़ार आस्तियां सुदृढ़ बनने के कारण भारतीय रुपए की कीमत बढ़ी। बैंकों से ऋणों के प्रवाह में वृद्धि जारी रही और उनका विस्तार क्षेत्र बढ़ा। 7 फरवरी 2019 को नीतिगत रिपो दर में 25 बीपीएस की कटौती के बाद कुछ बैंकों ने अपनी जमा दरों में कटौती की। कुछ बैंकों ने निधि आधारित उधार दर की मार्जिनल लागत(एमसीएलआर) के अंतर्गत उधार राशि की ब्याज दर बढ़ा दी।

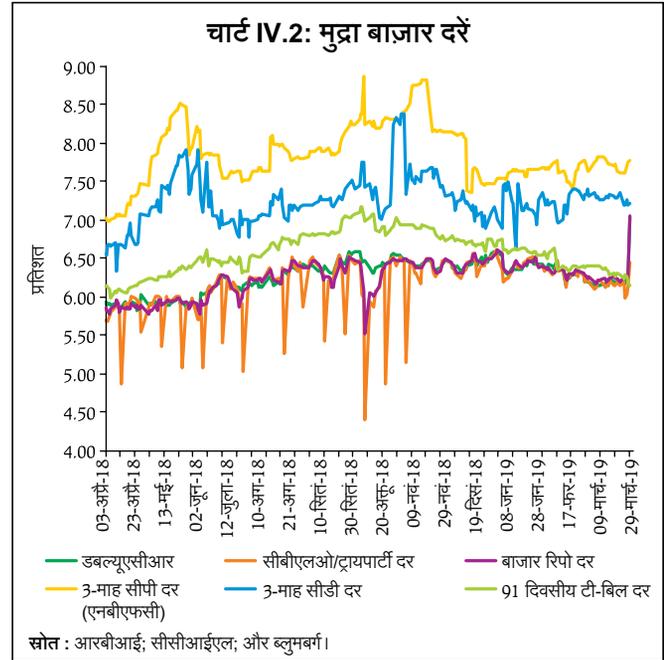
IV.1.1 मुद्रा बाज़ार

एक दिवसीय मुद्रा बाज़ार में, भारत औसत मांग दर (डब्ल्यूएसीआर) हालांकि, 2018-19 की दूसरी छमाही के दौरान सामान्य रूप से नीतिगत रेपो दर से नीचे बनी रही किन्तु फरवरी और मार्च में यह नीतिगत रेपो दर के अनुरूप बनी रही। नीतिगत दर के ऊपर डब्ल्यूएसीआर का स्प्रेड उभरती चलनिधि स्थितियों के अनुरूप रहा क्योंकि चलनिधि स्थितियों में कमी आई और 2018-19 की पहली छमाही की तुलना में दूसरी छमाही में स्प्रेड का अंतर कम हुआ(ब्योरे के लिए खंड IV.3 देखें)। डब्ल्यूएसीआर की अस्थिरता (मानक विचलन) घट कर 2018-19 की दूसरी छमाही में 0.01 हो गई जो पहली छमाही में 0.2 थी। एक दिवसीय मुद्रा बाज़ार की अन्य दरें डब्ल्यूएसीआर के अनुरूप परिवर्तित होती रहीं। 5 नवंबर 2018 से सीबीएलओ के स्थान पर त्रिपक्षीय रिपो के आ जाने से मुद्रा बाज़ार में समानता का वातावरण तैयार हुआ क्योंकि मार्केट रेपो की तरह त्रिपक्षीय रेपो के लिए भी आरक्षित नकदी निधि अनुपात (सीआआर) बनाए रखने की जरूरत नहीं है। इसका परिणाम यह

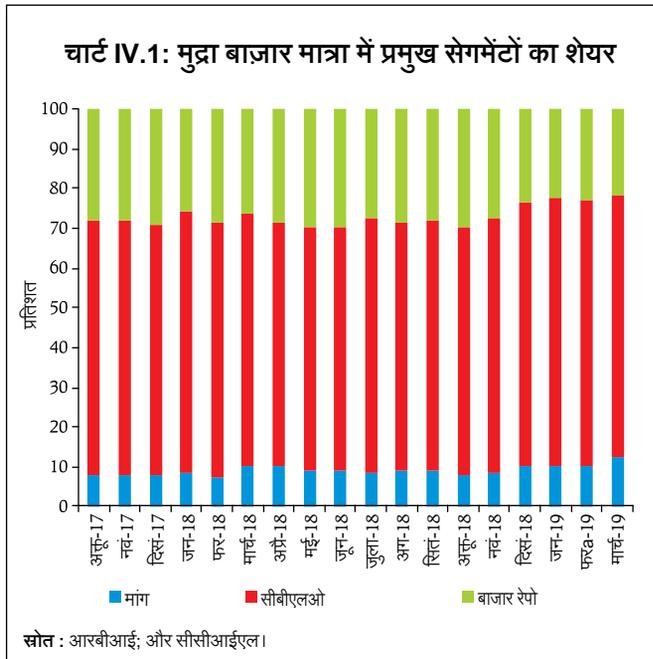
हुआ कि रिपोर्टिंग शुक्रवार को सीबीएलओ दरों में जो तीव्र गिरावट पहले देखी जाती थी वह एक दिवसीय बाज़ार के प्रचलन से समाप्त हो गई। 2018-19 की दूसरी छमाही के दौरान त्रिपक्षीय रेपो और मार्केट रेपो दर डब्ल्यूएसीआर से क्रमशः 7 बीपीएस और 1 बीपीएस कम रही।

2018-19 की दूसरी छमाही में लेनदेनों की मात्रा कुछ सीमा तक मार्केट रेपो से हट कर कॉल मनी और त्रिपक्षीय रेपो की ओर चली गई। मार्च 2019 में कॉल और त्रिपक्षीय रेपो की भागीदारी बढ़कर क्रमशः 12.3 प्रतिशत और 65.7 प्रतिशत हो गई जो अक्टूबर 2018 में क्रमशः 8.2 प्रतिशत और 62.0 प्रतिशत थी (त्रिपक्षीय रेपो के आने से पहले)। इसी अवधि के दौरान मार्केट रेपो की भागीदारी 29.8 प्रतिशत से घटकर 22.0 प्रतिशत हो गई (चार्ट IV.1)।

दीर्घ अवधि परिपक्वता वाले मुद्रा बाज़ार लिखत, जैसे कि जमा प्रमाणपत्र (सीडी), वाणिज्यिक पत्र (सीपी) और 91 दिवसीय खजाना बिलों के ब्याज दरों में 2018-19 की दूसरी छमाही में आम तौर पर समरूपता बनी रही (चार्ट IV.2)। तीन माह खजाना बिलों के दरें, जो सितंबर में तंग चलनिधि स्थिति के कारण बढ़ी हुई थी, अक्टूबर में कुछ नरम पड़ गई जिसका मुख्य कारण ओएमओ के माध्यम से स्थिर चलनिधि को उपलब्ध कराना था। टी-बिलों की तरह ही तीन महीने परिपक्वता वाले सीपी और तीन महीने परिपक्वता वाले सीडी की दरें भी नवंबर में नरम पड़ गई। 2018-19 की तीसरी तिमाही में सीपी, सीडी और टी-बिलों की दरों में क्रमशः 70 बीपीएस, 53

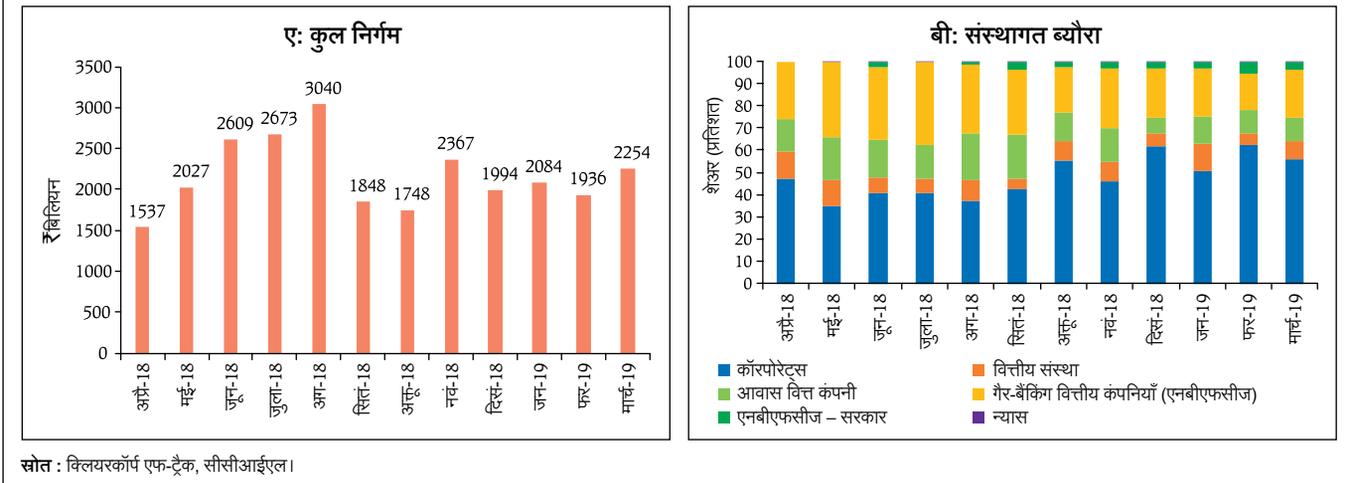


बीपीएस और 24 बीपीएस की गिरावट आई। चौथी तिमाही में रेपो दर में कटौती के बाद 08 फरवरी 2019 को ये दरें क्रमशः 15 बीपीएस, 21 बीपीएस और 21 बीपीएस से घटीं। यद्यपि, चौथी तिमाही में टी-बिलों की दरों में गिरावट जारी रही, तीन महीने वाले सीडी और तीन महीने वाली सीपी दरें क्रमशः 31 बीपीएस और 23 बीपीएस से इस प्रत्याशा में बढ़ीं कि वित्तीय वर्ष के अंत के प्रभाव के कारण सामान्य रूप से मार्च 2019 में चलनिधि स्थिति में तंगी होती है। सीडी का नया निर्गम 2018-19 की दूसरी छमाही के दौरान (15 मार्च 2019 तक) 3,030 बिलियन रुपए तक बढ़ गया जो 2017-18 की उसी अवधि में 2,482 बिलियन रुपए था।



इन्फ्रास्ट्रक्चर लीजिंग एंड फिनांशियल सर्विसेज़ लिमिटेड (आइएलएंडएफएस) के कर्ज में डूबने की घटना के बाद जोखिम विमुखता अत्यधिक बढ़ने के मुख्य कारण से सीपी का निर्गम 2018-19 की दूसरी छमाही में थोड़ा सा घट कर 12,383 बिलियन रुपए हुआ जो 2017-18 की दूसरी छमाही में 12,447 बिलियन रुपए था। आइएलएंडएफएस और उसकी सहायक कंपनियों की रेटिंग लगातार घटने से सितंबर 2018 में सीपी के प्राथमिक निर्गमों में गिरावट आई जिसमें नवंबर से फिर से सुधार होने लगा (चार्ट IV.3ए) और जिसमें गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियां (एनबीएफसी) और गैर बैंकिंग निजी कारपोरेट अग्रणी रहे (चार्ट IV.3बी)। प्राथमिक सीपी बाज़ार में ब्याज दरें, जो अगस्त से नवंबर के मध्य तक उच्च स्तर पर थी, उनमें मार्च 2019 के अंत तक लगभग 35 बीपीएस से गिरावट आई।

चार्ट IV.3: वाणिज्यिक पत्र निर्गम



IV.1.2 सरकारी प्रतिभूति (जी-सेक) बाज़ार

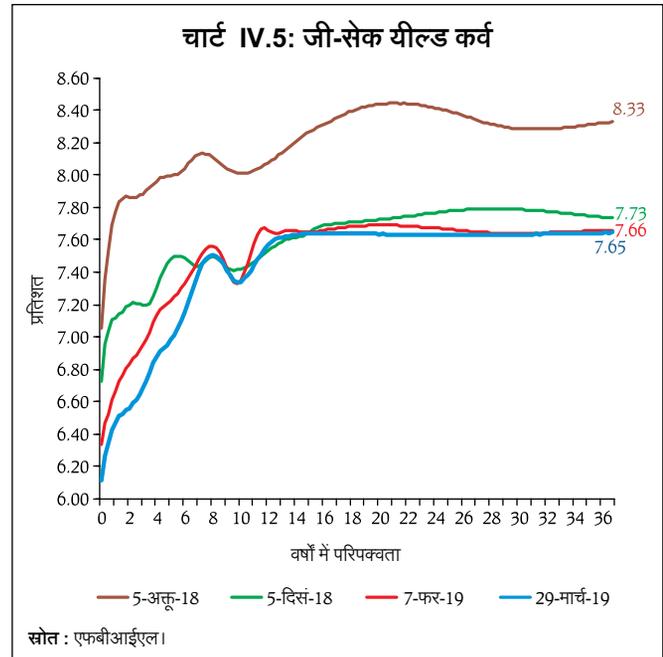
विनिमय बाज़ार दबाव संबंधी चिंताओं के चलते 2018-19 की दूसरी छमाही के शुरू में बेंचमार्क प्रतिफलों में 12 बीपीएस की वृद्धि हुई। चूंकि रिज़र्व बैंक ने अपने नीतिगत दर में कोई परिवर्तन नहीं किया इसलिए अक्टूबर की शुरुआत में प्रतिफलों में 13 बीपीएस की गिरावट आई जो बाज़ार के लिए एक आश्चर्य था। इस अधोगामी परिवर्तन को अंतर-राष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों में आई कमी ने पुष्ट कर दिया। लेकिन विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों (एफपीआई) द्वारा बड़ी बिक्री के चलते भारतीय रुपए की गिरावट के डर से 9 अक्टूबर 2018 को प्रतिफलों की गिरावट रुकी और उनमें 10 बीपीएस की वृद्धि हुई। यह चिंता तब कम हुई जब भारत का सितंबर का व्यापारिक घाटा पाँच महीनों के निम्नतर पर पहुंचा और रुपए की कीमत में सुधार हुआ। इसके अलावा रिज़र्व बैंक ने खुला बाज़ार खरीद की घोषणा भी की। निम्नतर मुद्रास्फीति स्थिति और अंतर-राष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों में आई तीव्र कमी से नवंबर के पहले पखवाड़े में प्रतिफलों में 10 बीपीएस की गिरावट आई। 16 नवंबर को प्रतिफलों में पलटकर 6 बीपीएस की वृद्धि हुई जब तेल कीमतों में तीव्र वृद्धि हुई। 22 नवंबर और 28 नवंबर को प्रतिफलों में क्रमशः 8 बीपीएस और 9 बीपीएस की गिरावट आई जिसके कारण थे – (i) कच्चे तेल की कीमतों में लगातार गिरावट; और (ii) रिज़र्व बैंक द्वारा दिसंबर के आखिर तक कई खुला बाज़ार खरीदों की घोषणा के पश्चात बाज़ार में तेजी का माहौल। दिसंबर 2018 के दौरान बेंचमार्क पेपर के प्रतिफलों में 24 बीपीएस की गिरावट आई और वह 7.37 प्रतिशत हो गया, इसमें बीच बीच में कमी आई क्योंकि कृषि राहत पैकेज से राजकोष में कमी

आने और 2019-20 में बाज़ार उधारी में संभाव्य वृद्धि का भय था। समग्रतः 2018-19 की तीसरी तिमाही में बेंचमार्क प्रतिफल में 65 बीपीएस की गिरावट आई। जनवरी 2019 को बेंचमार्क प्रतिफल में 11 बीपीएस की वृद्धि हुई जबकि उस समय बाज़ार में उत्साह का वातावरण नहीं था, क्योंकि (i) केंद्र सरकार की राजकोषीय स्थिति चिंता करने जैसी थी; (ii) पेट्रोल निर्यातकर्ता देशों के संगठन (ओईपीसी) के शुरू हो जाने से कच्चे तेल की कीमतों में वृद्धि तथा कच्चे तेल के उत्पादन में कटौती। जनवरी 2019 के अंत में एफपीआई द्वारा खरीद पुनः शुरू होने तथा कृषि ऋण माफी को आगे न बढ़ाने के सरकार के निर्णय से इसमें कुछ गिरावट आई। 2019-20 के अंतरिम बजट में 2018-19 के संशोधित आकलन के अतिरिक्त 2019-20 के लिए 1,390 बिलियन रुपए की अतिरिक्त राशि उधार लेने की घोषणा से नए बेंचमार्क पेपर के प्रतिफल (7.26 प्रतिशत जीएस 2029) में 9 बीपीएस की वृद्धि होकर वह 7.3 प्रतिशत पर पहुंचा और पुराने बेंचमार्क पेपर के प्रतिफल (7.17 प्रतिशत जीएस 2028) में 13 बीपीएस की वृद्धि होकर वह 7.61 प्रतिशत पर पहुंचा। इसके अलावा, रिज़र्व बैंक द्वारा रेपो दर में कटौती करने से, जिसकी बाज़ार ने अपेक्षा नहीं की थी, और अप्रैल से सितंबर 2019 के लिए अनुमानित मुद्रास्फीति प्रक्षेप पथ की अधोगामी समीक्षा के चलते नए बेंचमार्क में 4 बीपीएस की अतिरिक्त गिरावट आई और वह 7.32 प्रतिशत हुआ तथा पुराने बेंचमार्क में 7 बीपीएस की अतिरिक्त गिरावट आई और वह 7.50 प्रतिशत हुआ। इसके अलावा जनवरी 2019 में सीपीआई अपने उन्नीस महीने के 2.1 प्रतिशत (अनंतिम)

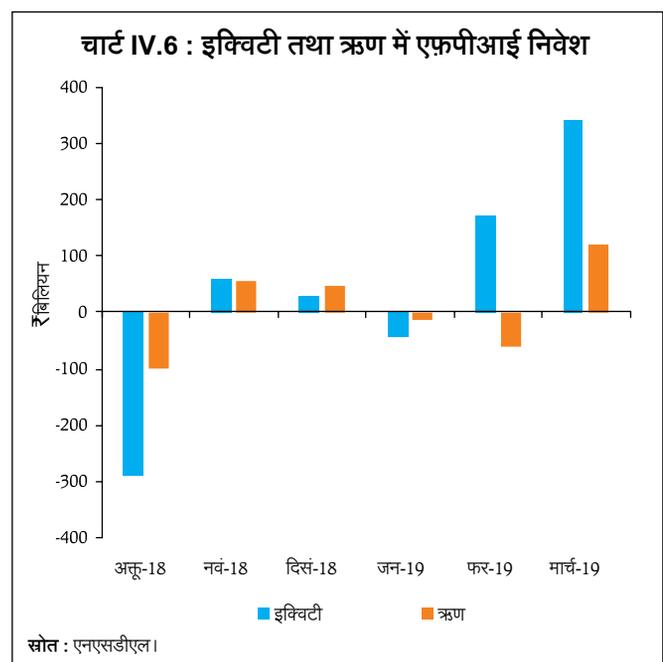
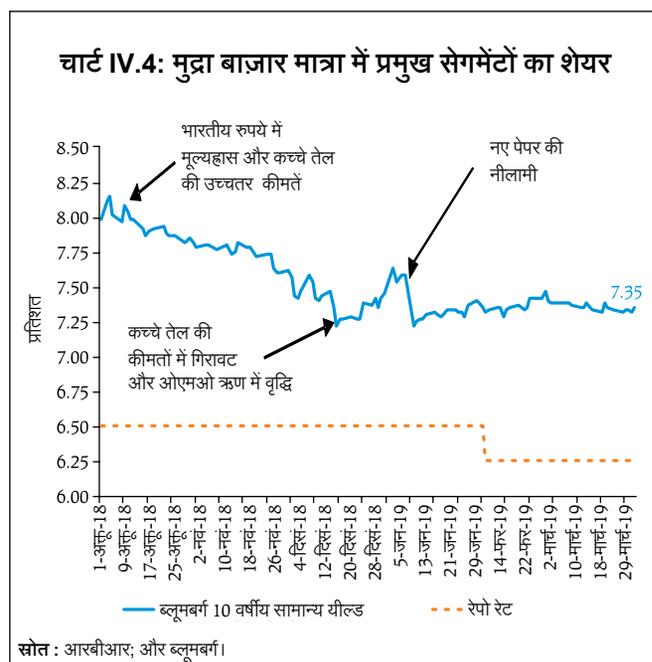
के निम्नतर स्तर उतर आने के कारण अप्रैल में ब्याज दर में और भी कटौती की अपेक्षाएं की जाने लगीं जिससे बेंचमार्क प्रतिफल¹ में और भी गिरावट आई। तथापि, नए और पुराने बेंचमार्क प्रतिफलों में जनवरी के तीसरे सप्ताह में क्रमशः 12 बीपीएस और 13 बीपीएस की मजबूती देखी गई जो सरकारी प्रतिभूतियों की आपूर्ति में तीव्र वृद्धि की चिंता के कारण हुई (चार्ट IV.4)। मार्च के दौरान प्रतिफल स्थिर रहे जो मौद्रिक नीति ईजिंग की प्रत्याशाओं के प्रति नरमी की ओर झुकाव, चलनिधि स्थितियों में सुधार, एफपीआई के लिए वोलेंटरी रिटेंशन रूट (वीआरआर), अनुकूल मुद्रास्फीति डेटा और यूएसडी/आईएनआर खरीद/ बिक्री स्वैप नीलामी के माध्यम से चलनिधि उपलब्ध करने के कारण थे।

वैश्विक घाटनाओं के प्रभावों और घरेलू कारक जैसे कच्चे तेल की कम कीमतें, घरेलू मुद्रास्फीति के प्रदेशों में नरमी, मौद्रिक नीति उपाय और नीतिगत रुझान में बदलाव जैसे कारणों से 2018-19 की दूसरी छमाही में प्रतिफल वक्र के स्तर में परिवर्तन हुआ (चार्ट IV.5)। फरवरी में रेपो दर में हुई कटौती के कारण प्रतिफल वक्र में स्पष्ट रूप से अधोगामी परिवर्तन, लघु और मध्यम अवधि (7वर्षों तक), दोनों ही क्षेत्रों तथा दीर्घावधि (20 वर्ष से अधिक) के लिए नज़र आया।

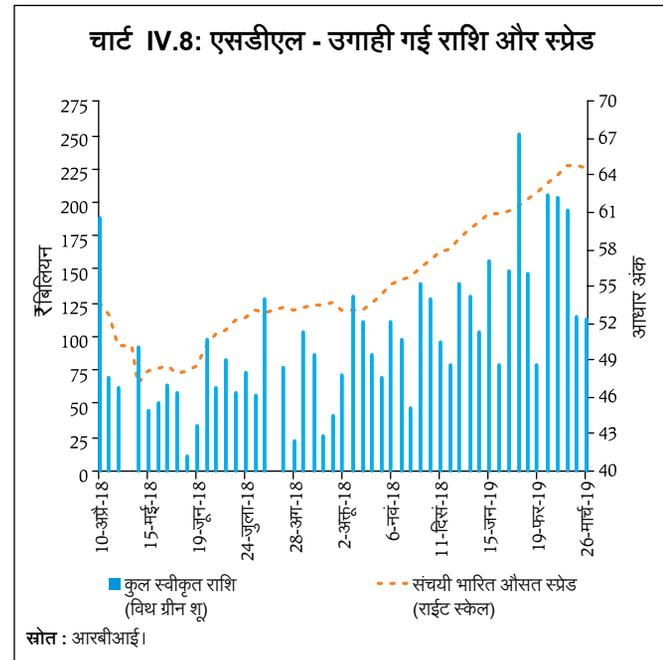
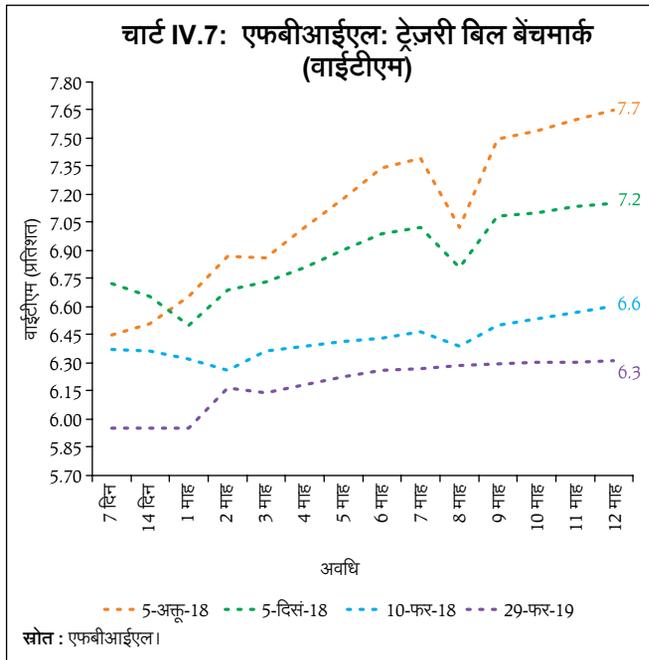
अक्टूबर 2018 और जनवरी 2019 के दौरान एफपीआई सरकारी प्रतिभूति बाज़ार में निवल विक्रेता बने रहे लेकिन कच्चे तेल की



कीमतों में गिरावट आने के बाद और जोखिम का भय कम हो जाने के बाद नवंबर-दिसंबर में वे निवल खरीददार हुए। अक्टूबर 2018 से मार्च 2019 तक एफपीआई ने सरकारी प्रतिभूति बाज़ार में 50.5 बिलियन रुपए की निवल खरीद की जिसमें राज्य विकास ऋण (एसडीएल) का अंश 0.2 बिलियन रुपए था। मार्च के दौरान एफपीआई ने इक्विटी क्षेत्र में 339.8 बिलियन रुपए और ऋण क्षेत्र में 120 बिलियन रुपए की निवल खरीद की (चार्ट IV.6)।



¹ नया बेंचमार्क प्रतिफल 7 आधार अंक गिरकर 7.29 प्रतिशत और पुराना बेंचमार्क 7 आधार अंक गिरकर 7.47 प्रतिशत हुआ।



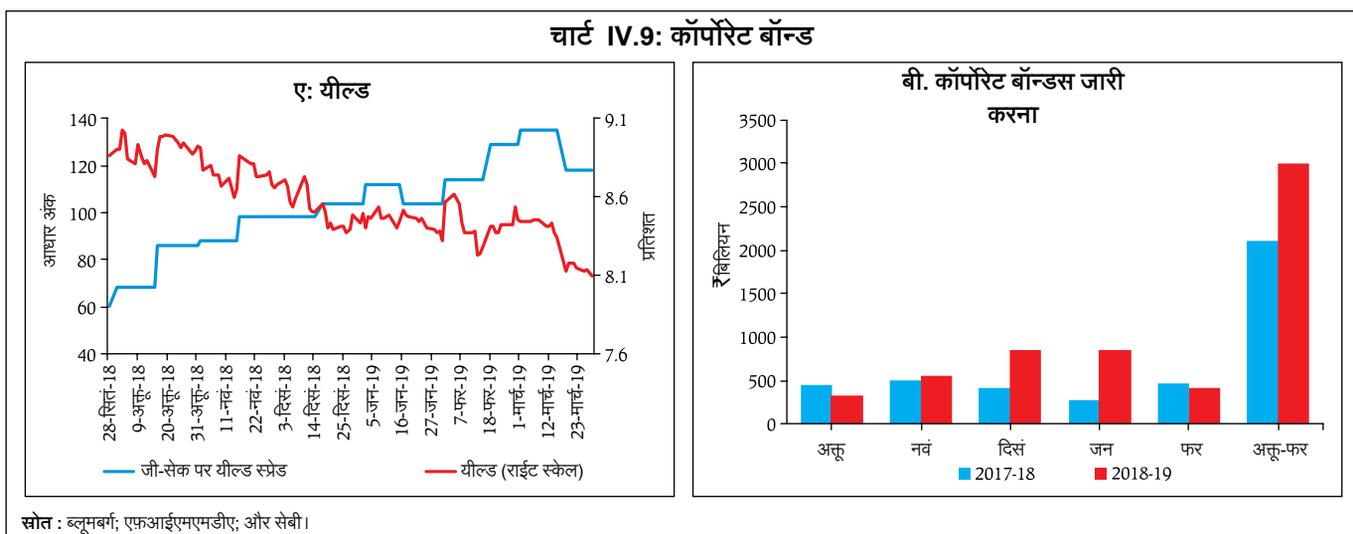
प्राथमिक बाजार खंड (सेग्मेंट) में अल्पकालिक रूप से खजाना बिल से संबंधित प्रतिफल ने बेंचमार्क प्रतिफल का अनुसरण किया था और 2018-19 की दूसरी छमाही की शुरुआत में सख्त बन गया लेकिन कच्चे तेल की कीमतों में गिरावट और नीतिगत रेपो रेट में कमी के कारण फरवरी में पुनः ठीक हुआ जैसा प्रतीत होता है (चार्ट: IV.7)। मार्च के दौरान, आगे दर में कटौती की प्रत्याशा, खुले बाजार की क्रियाओं और यूएसडी/आईएनआर खरीद/बिक्री स्वैप नीलामी के कारण खजाना बिलों के प्रतिफल में कमी आई।

दीर्घकालिक रूप से, 2018-19 की दूसरी छमाही में एसडीएल के निर्गम में वृद्धि हुई। 2018-19 की पहली छमाही में सरकारी प्रतिभूति

प्रतिफल की तुलना में एसडीएल का भारत औसत स्प्रेड कट-ऑफ 54 आधार अंक था, जो 2018-19 की दूसरी छमाही में बढ़कर 65 आधार अंक हो गया (चार्ट IV.8)। 10 वर्ष की अवधि वाली प्रतिभूतियों से संबंधित औसत अंतर-राज्य स्प्रेड को 2018-19 की पहली छमाही के आधार अंक की तुलना में 2018-19 की दूसरी छमाही में 7.5 आधार अंक रखा गया था।

IV.1.3 कार्पोरेट बॉण्ड बाजार

वर्ष 2018-19 की दूसरी छमाही में कार्पोरेट बॉण्ड प्रतिफल ने काफी हद तक सरकारी प्रतिभूति प्रतिफल का अनुसरण किया। एएए 5-वर्षीय कार्पोरेट बॉण्ड प्रतिफल सितंबर 2018 की समाप्ति



पर 8.86 प्रतिशत से 76 आधार अंक नरम होते हुए मार्च 2019 के अंत तक 8.10 प्रतिशत हो गया(चार्ट IV.9ए)। तथापि, इसमें नरमी होने के बावजूद 5 वर्षीय सरकारी प्रतिभूति प्रतिफल की तुलना में इस अवधि में 5 वर्षीय एएफ कार्पोरेट बॉण्ड प्रतिफल के स्प्रेड में 58 बीपीएस की वृद्धि हुई जो आइएल एण्ड एफएस प्रकरण के बाद बढ़े हुए क्रेडिट जोखिम प्रीमिया कतिपय गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों (एनबीएफसी) द्वारा चलनिधि संकट का सामना किए जाने को दर्शाता है। तथापि, रिजर्व बैंक के द्वारा दीर्घावधि विदेशी मुद्रा की खरीद/बिक्री स्वाप नीलामी के जरिए रुपया चलनिधि डाले जाने की घोषणा के परिणामस्वरूप प्रतिफल और स्प्रेड दोनों में तीव्र गिरावट हुई। इस अवधि के दौरान भारतीय स्टेट बैंक और आइसीआइसीआइ बैंक पेपर संबंधी क्रेडिट डिफाल्ट स्वाप (सीडीएस) स्प्रेड में गिरावट हुई है।

कार्पोरेट बॉण्ड बाजार में दैनिक औसत टर्न ओवर में एक वर्ष पहले के ₹76 बिलियन से 2018-19 की दूसरी छमाही में ₹80 बिलियन हो गई। कार्पोरेट बॉण्ड प्रतिफल में नरमी ने कार्पोरेट्स को दिसंबर 2018 और जनवरी 2019 में बॉण्ड निर्गमों की संख्या बढ़ाने के लिए प्रेरित किया। समग्ररूप से, प्राथमिक बाजार में कार्पोरेट बॉण्ड के निर्गमों के माध्यम से एक वर्ष पहले ₹2.11 ट्रिलियन के संसाधन जुटाए गए थे जिसमें अक्टूबर 2018-फरवरी 2019 के दौरान ₹2.99 ट्रिलियन तक 42.0 प्रतिशत की वृद्धि हुई (चार्ट IV.9 बी)।

कार्पोरेट बॉण्ड बाजार (98.6 प्रतिशत) में लगभग सभी संसाधन जुटाना निरंतर प्राइवेट प्लेसमेंट रूट के जरिए होता रहा है। एफपीआई द्वारा कार्पोरेट बॉण्ड में किए गए निवेश सितंबर 2018 की समाप्ति पर

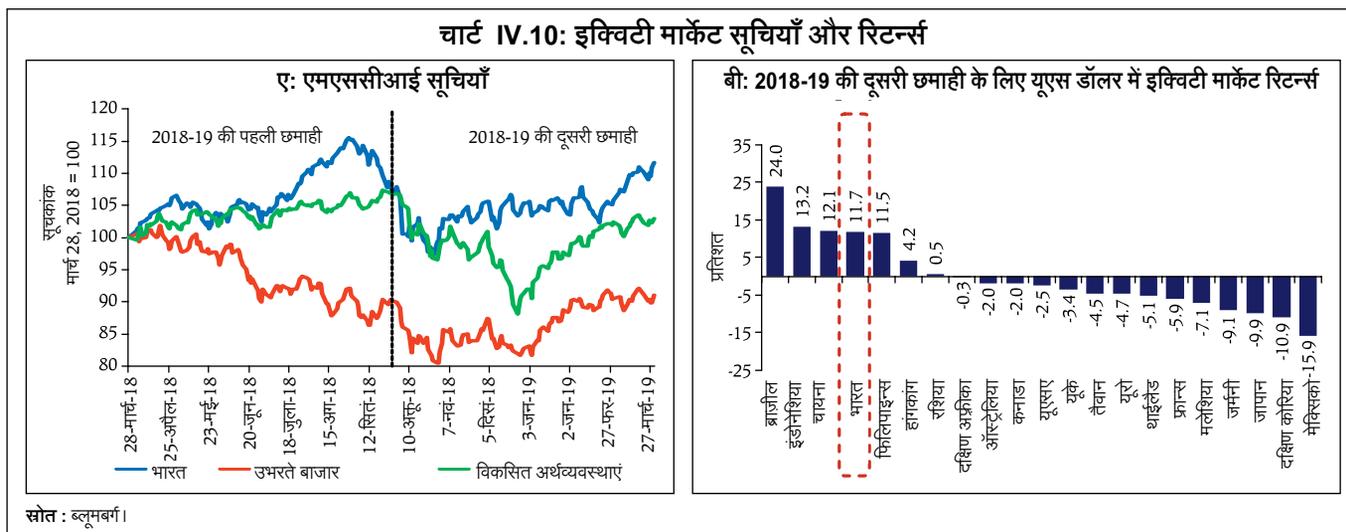
₹2.0 ट्रिलियन से बढ़कर मार्च 2019 की समाप्ति पर ₹2.2 ट्रिलियन हो गया और यह निवेश मार्च 2019 के महीने में काफी बढ़ा था। परिणामस्वरूप, कार्पोरेट बॉण्ड में निवेश के लिए एफपीआई द्वारा अनुमोदित सीमा का उपयोग करते हुए सितंबर 2018 की समाप्ति पर 75.5 प्रतिशत से बढ़कर मार्च 2019 की समाप्ति पर 75.9 प्रतिशत हो गया।

IV.1.4 इक्विटी बाजार

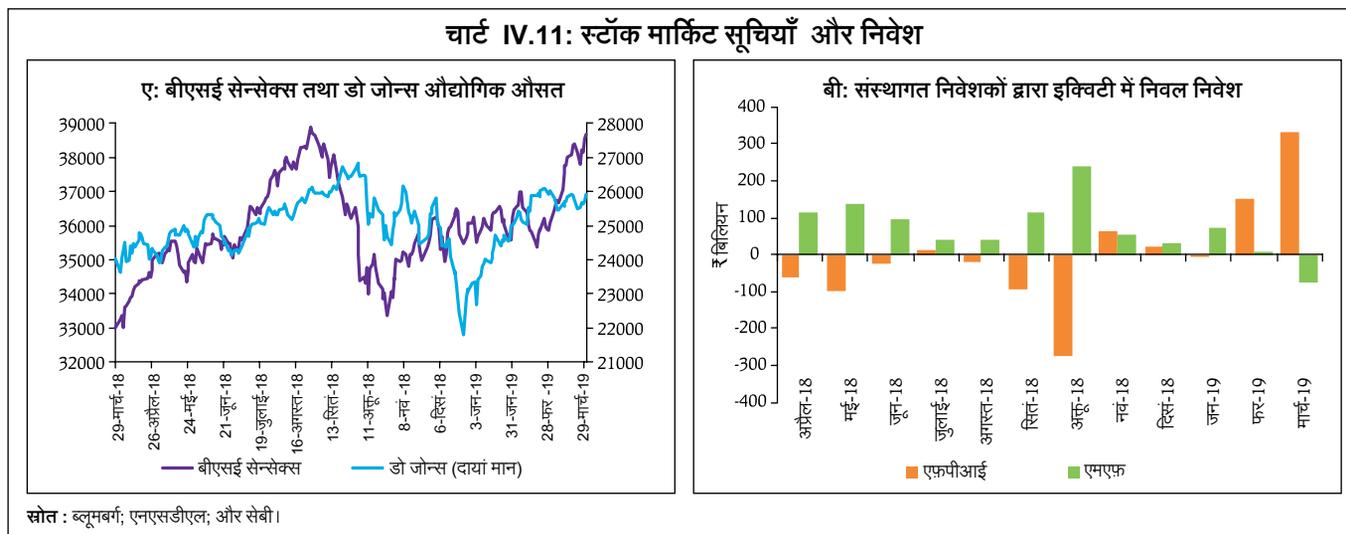
भारतीय इक्विटी बाजार, जिसमें अगस्त 2018 तक तेजी बनी हुई थी, सितंबर के दौरान उसमें भारी गिरावट देखी गई, और यह आइएल एण्ड एफएस प्रकरण के खुलासे के कारण हुआ। यह गिरावट अक्टूबर में और खराब हो गया क्योंकि बाजार सेंटिमेंट एनबीएफसी क्षेत्र में वैश्विक बाजार के तनाव के साथ चलनिधि की तंगी से और खराब हो गया। बाजार नवंबर 2018 में अल्प काल के लिए ठीक हुआ और इसका मुख्य कारण एनबीएफसी क्षेत्र में चलनिधि चिंताओं का आसान होना था। उसके बाद से बाजार में दोतरफा गतिविधियां दिखाई दीं (चार्ट IV.10.ए), लेकिन मार्च 2019 के महीने में तेजी से संभल गईं और इससे भारत का प्रदर्शन बड़ी उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं और कुछ उन्नत अर्थव्यवस्थाओं से बेहतर रहा (चार्ट IV.10 बी)। समग्र रूप से 2018-19 की दूसरी छमाही में बीएसई सूचकांक के रुपये में 6.8 प्रतिशत और डालर में 11.7 प्रतिशत की वृद्धि हुई।

घरेलू और वैश्विक कारक, अमेरिका और चीन के व्यापार तनाव से संबंधित चिंताएं, उच्चतर तेल की कीमतों के सापेक्ष अमरीकी डॉलर

चार्ट IV.10: इक्विटी मार्केट सूचियाँ और रिटर्न्स



चार्ट IV.11: स्टॉक मार्किट सूचियाँ और निवेश



की तुलना में भारतीय रुपये में तीव्र गिरावट, वर्ष 2018-19 की पहली छमाही में भारत के चालू खाता घाटे में बढ़ोतरी ने अक्टूबर 2018 में इक्विटी बाजार को दबाव में रखा था (चार्ट IV.11ए)। नवंबर 2018 में चलनिधि के संबंध में कसाव की चिंताओं में आसानी, मुद्रास्फीति दबावों का कम होना, जी-20 शिखर सम्मेलन, यूएस फेड द्वारा दिए गए सौम्य वक्तव्य, कारोबार आसान करने के सूचकांक में विश्व बैंक की रैंकिंग में भारत का सुधार, और अमरीकी डॉलर की तुलना में रुपया में बढ़त की ओर रुख पैदा हुआ है।

उच्च स्तर की अस्थिरता के बीच, कारकों के संयोग और 2018-19 की दूसरी छमाही में जीडीपी वृद्धि में अपेक्षा से कम वृद्धि, राज्य के विधानसभा चुनाव के परिणाम की अनिश्चितता और यूएस फेड द्वारा एक वर्ष में चौथी बार ब्याज दर में बढ़ोतरी से दिसंबर 2018 में इक्विटी बाजार में थोड़ी बहुत गिरावट हुई। जनवरी 2019 के अधिकांश भागों में गिरावट होने के बाद चाइनीज संवृद्धि में धीमेपन के मिल रहे नकारात्मक वैश्विक संकेत और कमजोर वैश्विक संवृद्धि का परिदृश्य, 31 जनवरी 2019 को बीएसई सूचकांक में 1.9 प्रतिशत की वृद्धि जिसका मुख्य कारण यूएस फेड के द्वारा दरों को रोके रखने का निर्णय के साथ यह दर्शाता है कि भविष्य में दरों को बढ़ाने के लिए धैर्यपूर्वक तरीका अपनाया जाएगा। 2019-20 के अंतरिम बजट से प्राप्त सकारात्मक अपेक्षाएं साथ ही मौद्रिक नीति रुझान से मिली सकारात्मक अपेक्षाओं ने भी योगदान

दिया है। तथापि, फरवरी 2019 में अमरीका सरकार के आंशिक शटडाउन, अमरीका-चीन की व्यापार वार्ता की चिंता और भारत-पाकिस्तान में तनावों के चलते बाजार की भावना विपरीत दिशा में चली गई। मार्च 2019 के महीने में बाजार में तीव्र उछाल दिखाई दिया क्योंकि सकारात्मक वैश्विक संकेत, भारत-पाकिस्तान तनाव में कमी, सामान्य चुनाव नतीजों के प्रति बढ़ती आशावादिता और एफपीआई द्वारा बड़े पैमाने में निवेश से इसमें 7.8 प्रतिशत की वृद्धि हुई।

इक्विटी बाजार में घरेलू संस्थागत निवेशक, विशेषतौर पर म्युचुअल फंड (एमएफ), और एफपीआई दोनों निवल क्रेता थे। दूसरी छमाही के दौरान एमएफ और एफपीआई द्वारा क्रमशः ₹326 बिलियन और ₹288 बिलियन की निवल इक्विटी क्रय की गई (चार्ट IV.11 बी)।

इक्विटी बाजार के प्राथमिक खंड में, सितंबर 2018-फरवरी 2019 के दौरान इक्विटी के सार्वजनिक निर्गम(प्रारम्भिक पब्लिक ऑफर और राइट निर्गम) के माध्यम से संग्रहीत संसाधन 93 प्रतिशत की गिरावट के साथ ₹58.5 बिलियन हो गये जो कि विगत वर्ष इसी अवधि के दौरान ₹781.5 बिलियन थे।

IV.1.5 विदेशी मुद्रा बाजार

अक्टूबर 2018 के बाद से, रुपए का मूल्य 11 अक्टूबर 2018 को अपने ऐतिहासिक निचले स्तर ₹74.4 प्रति अमेरिकी डालर(संदर्भ दर) से बढ़कर यह 29 मार्च 2019 (सारणी IV.1) को ₹69.2 प्रति

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

मद	सूचकांक : मार्च 22, 2019 (पी)	वृद्धि (+) / कमी (-) (प्रतिशत)	
		सितंबर 2018 के अंत की तुलना में मार्च 2019 अंत को	
36-करेंसी आरईईआर	116.6	5.3	
36-करेंसी एनईईआर	74.1	4.9	
6- करेंसी आरईईआर	123.5	4.3	
6- करेंसी एनईईआर	64.3	5.0	
₹/यूएस \$ (29 मार्च 2019 तक)	69.2	4.9	

पी: अन्तिम।

टिप्पणी : आरईईआर आंकड़े उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (संयुक्त) पर आधारित हैं।

स्रोत : आरबीआई।

अमेरिकी डालर हो गया। वर्ष 2018-19 की दूसरी छमाही में कच्चे तेल की वैश्विक बाजार में नरमी, यूएस फेड की रक्षात्मक नीति और घटते व्यापार तनाव से कई उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) की मुद्रा में यूएस डालर की तुलना में वृद्धि हुई है।

व्यापार घाटे में कमी, अनुकूल मुद्रास्फीति संभावना और एफपीआई निवेश प्रवाह में सुधार ने घरेलू विदेशी मुद्रा बाजार के दबाव को कम किया है। तुर्की लीरा के साथ-साथ भारतीय रुपया और इंडोनेशिया रुपिया में सबसे अधिक वृद्धि 2018-19 की पहली छमाही की तुलना में 2018-19 की दूसरी छमाही में देखी गई (चार्ट IV.12ए)। भारतीय ₹ में अस्थिरता जैसाकि विभिन्नता गुणांक से मापी जाती है 2018-19 की पहली छमाही की 3.0 की तुलना में 2018-19 दूसरी

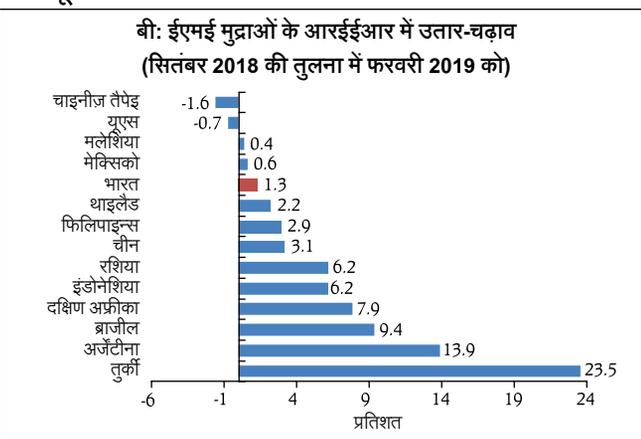
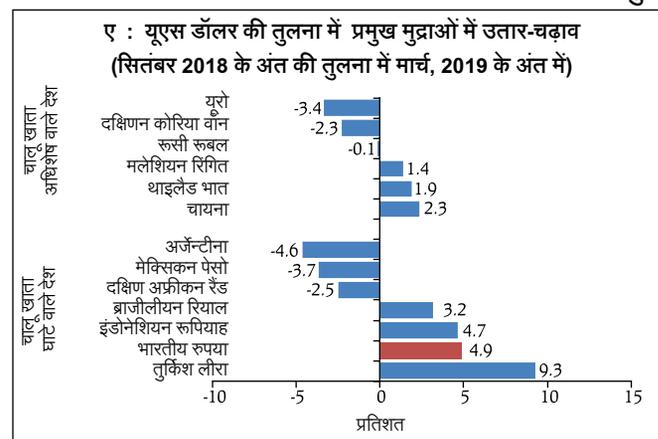
छमाही में यह 2.0 कम रही। जबकि सितंबर 2018 की समाप्ति के बाद से भारतीय रुपए में अमेरिकी डालर की तुलना में 4.9 प्रतिशत, यूरो की तुलना में 8.7 प्रतिशत और पाउंड स्टर्लिंग की तुलना में 4.9 प्रतिशत की वृद्धि हुई। सांकेतिक प्रभावी विनिमय दर (एनईईआर) और वास्तविक प्रभावी विनिमय दर (आरईईआर) के तहत सितंबर 2018 की समाप्ति के बाद से भारतीय रुपये में क्रमशः 4.9 और 5.3 प्रतिशत की वृद्धि हुई (चार्ट IV.12बी)।

V.1.6 क्रेडिट बाजार

पिछले पांच वर्षों की तुलना में नवंबर 2018 में खाद्येतर क्रेडिट वृद्धि (साल-दर-साल) अपने उच्चतर स्तर पर 15.2 प्रतिशत पर पहुंच गई (सारणी IV.13ए)। तथापि, खाद्येतर क्रेडिट में तिमाही वृद्धि 2018-19 की दूसरी तिमाही की तुलना में 2018-19 तीसरी तिमाही में कम रही और चौथी तिमाही से (साल-दर-साल) बेहतर होनी शुरू हुई और पिछले वर्ष 11.0 प्रतिशत की तुलना में 14.4 प्रतिशत (15 मार्च 2019 तक) अधिक रही (सारणी IV.13बी)।

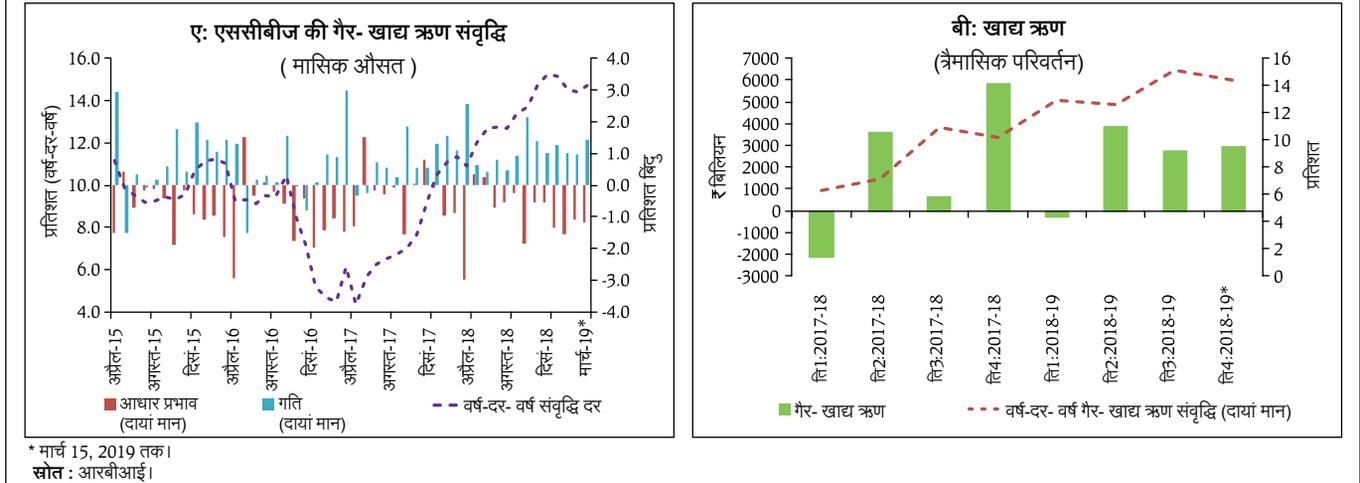
वर्ष 2018-19 की दूसरी छमाही (सारणी IV.14) के दौरान सरकारी क्षेत्र और विदेशी बैंकों में क्रमशः क्रेडिट विस्तार की वसूली में बढ़ोत्तरी हुई। 15 मार्च 2019 को अनुसूचित वाणिज्यिक बैंक द्वारा दी गई क्रेडिट में वृद्धि हुई जिसमें से 47.4 प्रतिशत सरकारी क्षेत्र के

चार्ट IV.12: विभिन्न मुद्राओं के मूल्य में उतार-चढ़ाव



स्रोत : आरबीआई; बीआईएस; आईएमएफ; थॉमसन रूटर्स; और ब्लूमबर्ग।

चार्ट IV.13: एससीबीज की गैर- खाद्य ऋण संवृद्धि



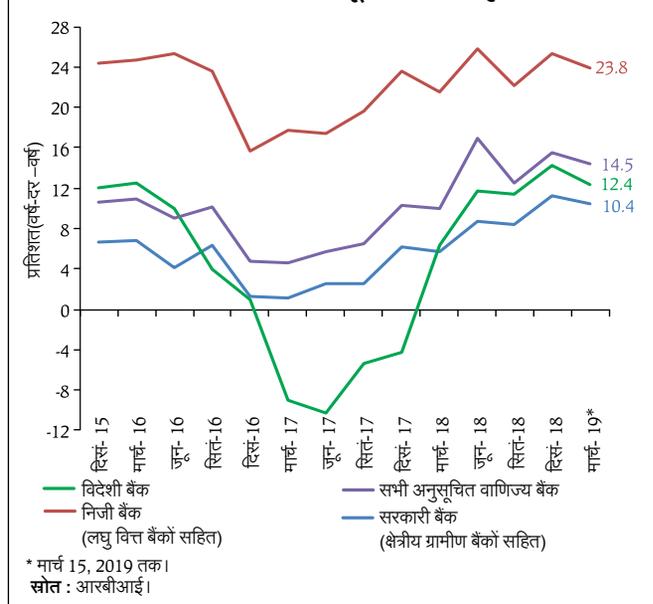
बैंकों, 48.9 प्रतिशत निजी क्षेत्र के बैंकों और 3.7 प्रतिशत विदेशी बैंकों द्वारा दिया गया।

वृद्धिमान ऋण प्रवाह भी तेजी से व्यापक आधार वाला हो रहा है जिसमें एक वर्ष पहले की तुलना में सेवाओं का सर्वाधिक अंश है (फरवरी 2019 में) (चार्ट IV. 15)। उद्योग के प्रति ऋण की वृद्धि, जो नवंबर 2017 में धनात्मक हो गई थी, में एक वर्ष से अधिक के संकुचन के बाद सुधार हुआ विशेष रूप से आधारभूत ढांचे, रासायनिक और रासायनिक उत्पाद, अभियांत्रिकी, पेट्रोलियम,

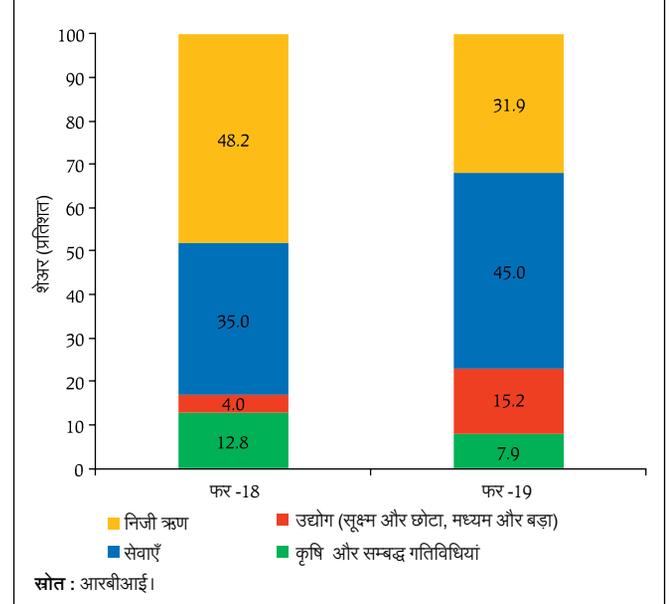
कोयला उत्पाद और नाभिकीय ईंधन में। लेकिन कृषि ऋण के हिस्से में कमी आई।

जबकि मार्च 2018 के अंत की तुलना में दिसंबर में अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों के अनर्जक आस्ति अनुपात में कमी आई लेकिन वैयक्तिक ऋण और कृषि के मामले में इसमें काफी गिरावट दिखी, इस क्षेत्र को हाल के वर्षों में बड़े ऋण दिए गए (चार्ट IV.16ए)। इसके विपरीत, दिसंबर में उद्योग और सेवाओं के अनर्जक आस्ति अनुपात में मार्च 2018 की तुलना में गिरावट आई (चार्ट IV.16बी)।

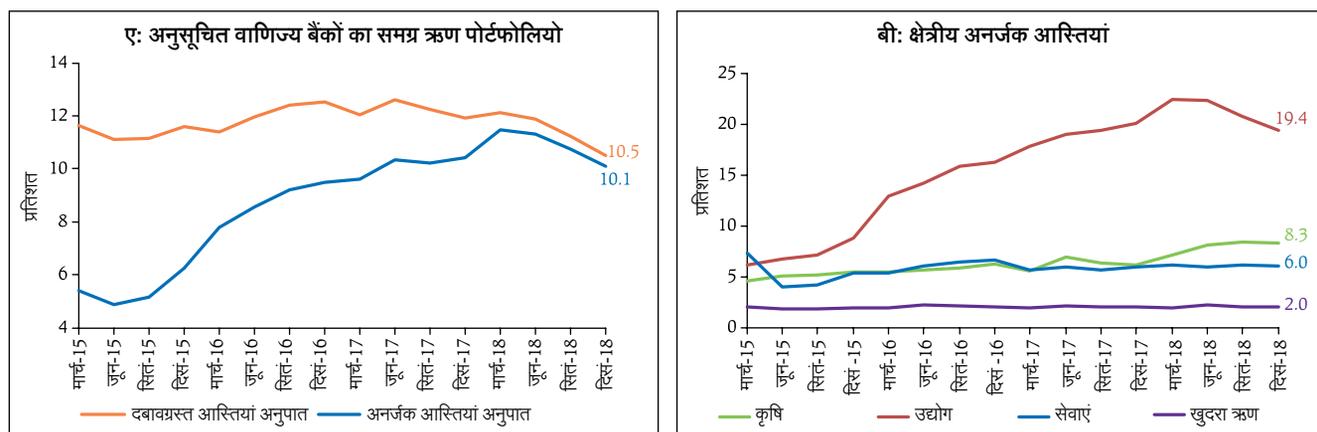
चार्ट IV.14: बैंक समूह-वार ऋण वृद्धि



चार्ट IV.15: क्रेडिट प्रवाह में क्षेत्रीय योगदान



चार्ट IV.16 : दबावग्रस्त आस्तियां और अनर्जक आस्तियां *



*सकल अग्रिमों के प्रतिशत के रूप में।
 स्रोत : आरबीआई।

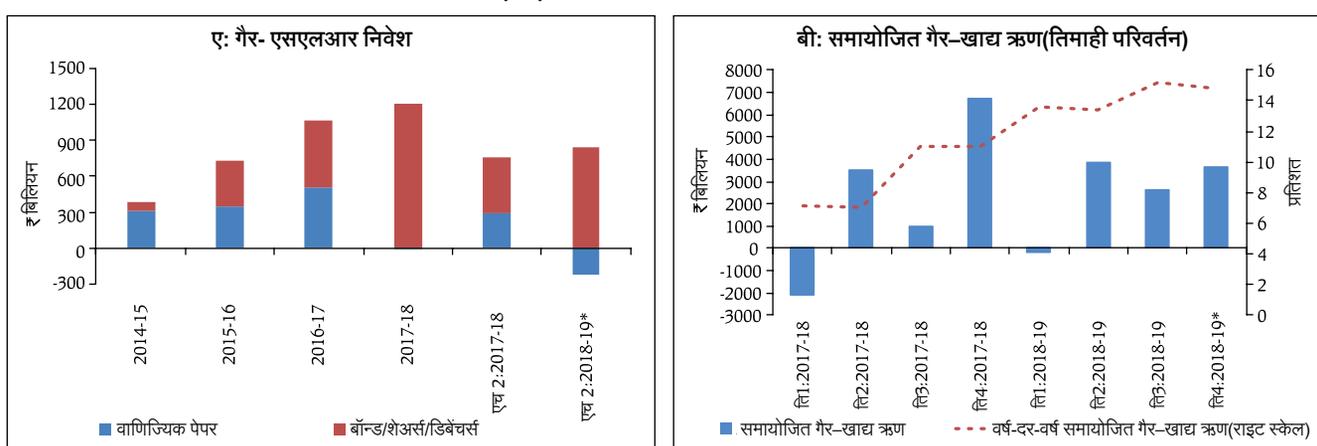
2018-19 की दूसरी छमाही के दौरान (मार्च 15 तक) एक वर्ष पहले की सीपी, बॉन्ड, डिबेंचर और जनता तथा निजी कॉर्पोरेट के शेयरों में बैंकों का निवेश काफी अधिक रहा जो मुख्य रूप से बॉन्ड/शेयरों और डिबेंचरों में अधिक निवेश के कारण था (चार्ट IV.17ए)। परिणाम के रूप में, समायोजित गैर खाद्य ऋण² वृद्धि (मात्रा) 2018-19 की तुलना में चौथी तिमाही में अधिक रही (चार्ट IV.17बी)।

ऋण प्रवाह में वृद्धि और गैर एसएलआर निवेश में बढ़ोतरी के कारण 2018-19 की पहली छमाही की तुलना में दूसरी तिमाही में बैंकों के पास रखे गए अतिरिक्त एसएलआर में कमी आई (चार्ट IV.18)।

बैंकों से बढ़े हुए ऋण उठाव के अलावा, वाणिज्यिक क्षेत्र के लिए वित्तीय प्रवाह में भी वृद्धि हुई, इस क्षेत्र को मुख्य रूप से बाह्य वाणिज्यिक उधारों, विदेशी प्रत्यक्ष निवेश और वाणिज्यिक पत्रों के निर्गम में लगभग चार गुना वृद्धि ने योगदान किया (चार्ट IV.2)।

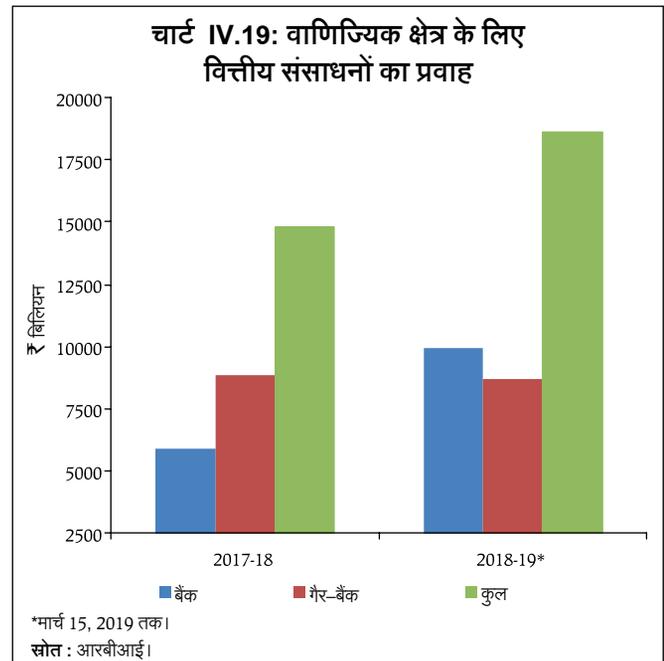
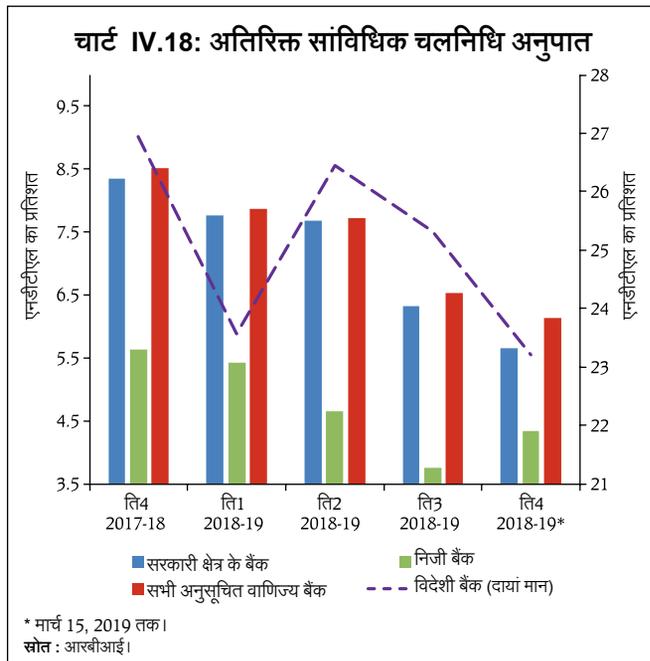
2018-19 में (15 मार्च 2019 तक) बैंक और गैर- बैंक स्रोत से वाणिज्यिक क्षेत्र में वित्तीय संसाधनों के कुल प्रवाह में पिछले वर्ष की अनुरूपी अवधि की तुलना में काफी अधिक वृद्धि हुई (चार्ट IV.19)।

चार्ट IV.17: गैर- एसएलआर निवेश और समायोजित गैर-खाद्य ऋण



* मार्च 15, 2019 तक।
 स्रोत : आरबीआई।

² सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रमों और निजी कंपनी क्षेत्र के वाणिज्यिक पत्र एवं बॉन्ड/शेयर/डिबेंचर में बैंक निवेश के लिए समायोजित।



IV.2 मौद्रिक नीति संचरण

वाणिज्यिक बैंकों की जमा और उधार दरों में मौद्रिक संचरण आंशिक और विलंबित रहा है। नीतिगत रेपो दर में 50 आधार अंक (जून एवं अगस्त 2018 में 25-25 आधार अंक) की वृद्धि से नए रुपया ऋणों पर भारित औसत उधार दर (डबल्यूएलआर) 53 आधार अंक (जून

2018 से) बढ़ गई, लेकिन बकाया रुपया ऋणों पर उधार दरों में वृद्धि जिस हद तक मंद थी (13 आधार अंक), वह सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों के उधार व्यवहार के कारण थी। 7 फरवरी, 2019 को नीतिगत रेपो दर में 25 आधार अंक की कमी के बाद, वाणिज्यिक बैंकों की जमा दरों और 1-वर्षीय माध्यक एमसीएलआर के प्रति मंद प्रतिक्रिया

सारणी IV.2: गैर-बैंकिंग स्रोतों से वाणिज्यिक क्षेत्र को निधीयन

(₹ बिलियन)

मद	अप्रैल से मार्च #			
	2017-18		2018-19	
	राशि	कुल से प्रतिशत	राशि	कुल से प्रतिशत
ए. गैर-बैंकों से प्रवाह (ए1+ए2)	8,869	100.0	8,683	100.0
ए1. घरेलू स्रोत	6,515	73.5	5,532	63.7
1. गैर- वित्तीय कंपनियों द्वारा पब्लिक इश्यू	360	4.1	102	1.2
2. गैर-वित्तीय कंपनियों द्वारा सकल निजी प्लेसमेंट \$	1,305	14.7	1,209	13.9
3. गैर- बैंकों द्वारा सबस्क्राइब किए वाणिज्य पत्रों का निवल निर्गम	453	5.1	1,767	20.3
4. आवास वित्त कंपनियों द्वारा निवल ऋण	1,452	16.4	1,186	13.7
5. आरबीआई द्वारा विनियमित 4 एआईएफआई द्वारा कुल अकोमोडेशन \$	706	8.0	960	11.1
6. एनबीएफसीज –एनडी-एसआई (बैंक ऋण का निवल)	1,959	22.1	128	1.5
7. कॉर्पोरेट कर्ज, इन्फ्रास्ट्रक्चर तथा सामाजिक क्षेत्र में एलआईसी का निवल निवेश \$	280	3.2	181	2.1
ए2. विदेशी स्रोत	2,353	26.5	3,151	36.3
1. बाह्य वाणिज्यिक उधार / एफसीसीबी *	-72	-0.8	418	4.8
2. विदेश से अल्पावधि ऋण^	294	3.3	102	1.2
3. भारत में विदेशी प्रत्यक्ष निवेश *	2,131	24.0	2,631	30.3

*: जनवरी 2019 तक \$; फरवरी 2019 तक; ^: सितंबर 2018 तक; #: मार्च 15, 2019 तक।

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक (आरबीआई); भारतीय प्रतिभूति और विनियम बोर्ड (सेबी); राष्ट्रीय आवास बैंक (एनएचबी); भारतीय जीवन बीमा निगम (एलआईसी); मुंबई शेयर बाजार (बीएसई); नैशनल स्टॉक एक्सचेंज (एनएसई); और व्यापारी बैंक।

सारणी IV.3: जमा तथा उधार दरों की ओर संचरण

(आधार बिंदु)

अवधि	रेपो दर	मियादी जमा दरें		उधार दरें		
		माध्यिका मियादी जमा दर	डब्ल्यूएडीटीडीआर	1-वर्षीय माध्यिका एमसीएलआर	डब्ल्यूएलआर - बकाया रुपए ऋण	डब्ल्यूएलआर - नए रुपए ऋण
जनवरी 2018 से जनवरी 2019 टाइटनिंग साइकल :	50	29	38	50	2	52
जून 2018 से जनवरी 2019 ईजिंग साइकिल	50	18	20	32	13	53
फरवरी - मार्च 2019	-25	-3	-1	-5	-2	-12

डब्ल्यूएडीटीआर : भारित औसत घरेलू मियादी जमा दर। डब्ल्यूएलआर : भारित औसत उधार दर।
एमसीएलआर : निधि आधारित उधार दर की सीमांत लागत। डब्ल्यूएडीटीआर तथा डब्ल्यूएलआर पर अद्यतन डाटा फरवरी 2019 से संबन्धित है।
स्रोत : आरबीआई।

के बावजूद, नए रुपया ऋणों पर डब्ल्यूएलआर फरवरी 2019 के दौरान 12 बीपीएस घट गया (तालिका IV.3)।

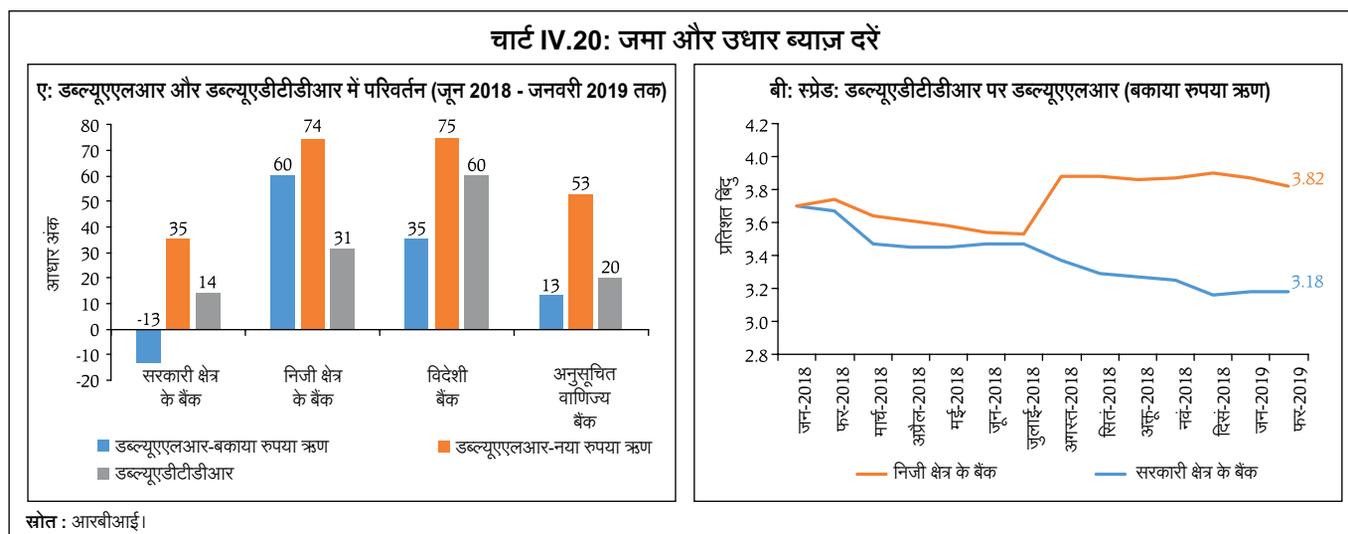
सरकारी क्षेत्र के बैंकों ने, मौद्रिक नीति के संकुचन वाले चरण (जून 2018-जनवरी 2019) के दौरान, बकाया रुपया ऋणों पर डब्ल्यूएलआर घटा दी क्योंकि वे संभवतः अपने ऋण पोर्टफोलियो में ऋण जोखिम के बेमेल कीमत निर्धारण (मिस-प्राइसिंग)के चलते, निधि की लागत में बढ़ोतरी को उधार दरों तक संचरित(पास ऑन) करने में अक्षम थे (चार्ट IV.20ए)। परिणामतः, सरकारी क्षेत्र के बैंकों की डब्ल्यूएलआर और भारित औसत घरेलू मियादी जमा दरों (डब्ल्यूएडीटीडीआर)के बीच के स्प्रेड में गिरावट आई (चार्ट IV.20बी)। इसके विपरीत, निजी क्षेत्र के बैंक सरकारी बैंकों की तुलना में उच्चतर स्प्रेड (डब्ल्यूएडीटीडीआर

पर डब्ल्यूएलआर) बनाए रखने में सक्षम थे, जो उनकी बेहतर कीमत निर्धारण क्षमता दर्शाता था, यद्यपि सरकारी बैंकों की तुलना में निजी बैंकों द्वारा दी जा रही मियादी जमा दरों में वृद्धि अधिक थी।

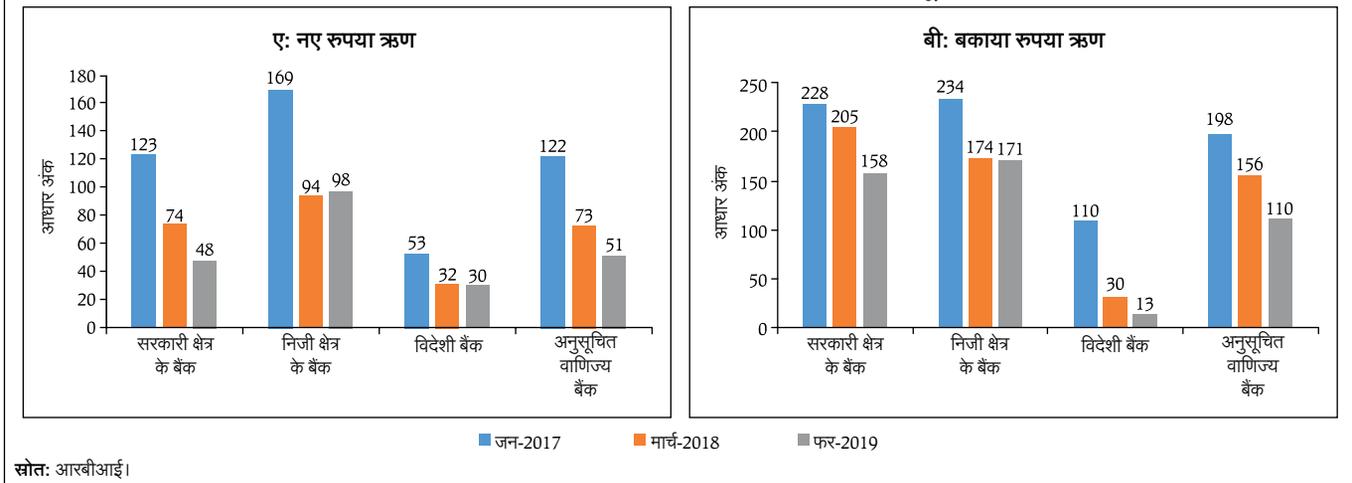
सरकारी बैंकों की तुलना में निजी बैंकों द्वारा चार्ज किए जा रहे स्प्रेड (1-वर्षीय माध्यक एमसीएलआर पर डब्ल्यूएलआर) काफी अधिक थे। तथापि सरकारी बैंकों की तुलना में निजी बैंकों द्वारा दिये जा रहे ऋण में अपेक्षाकृत अधिक तेजी से वृद्धि जारी रही (चार्ट IV.14 और IV.21 ए और बी)।

ऋण की कीमत निर्धारण के सामान्य पैटर्न का अनुसरण करते हुए, आवासन क्षेत्र, जिसमें अपेक्षाकृत कम चूक-जोखिम है, के ऋणों के लिए चार्ज किया गया स्प्रेड सबसे कम था। दूसरी तरफ,

चार्ट IV.20: जमा और उधार ब्याज दरें



चार्ट IV.21: माध्य स्प्रेड -1 वर्षीय एमसीएलआर पर - डब्ल्यूएलआर



निजी ऋणों (आवासन, वाहन एवं शिक्षा के इतर), जिनमें उच्च जोखिम घटक है, के लिए चार्ज किया गया स्प्रेड अधिकतम था (चार्ट IV.22)।

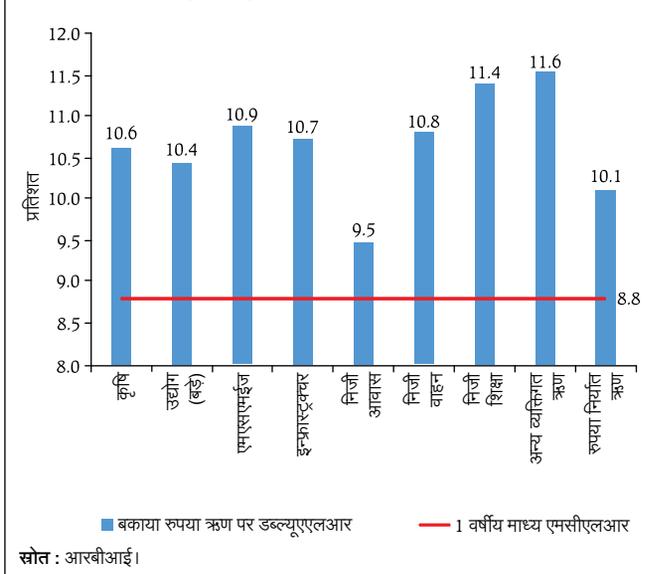
आवासन क्षेत्र में, बैंकों को आवास वित्त कंपनियों (एचएफसी) से कड़ी प्रतिस्पर्धा का सामना करना पड़ता है (चार्ट IV.23)। इसलिए, बैंक ऐसे ऋणों पर निम्नतर स्प्रेड चार्ज करते हैं।

नए रुपया ऋणों/बकाया रुपया ऋणों और बॉन्ड प्रतिफलों के बीच डब्ल्यूएलआर सितंबर 2018 से बढ़ गया है, जो ऋण मांग

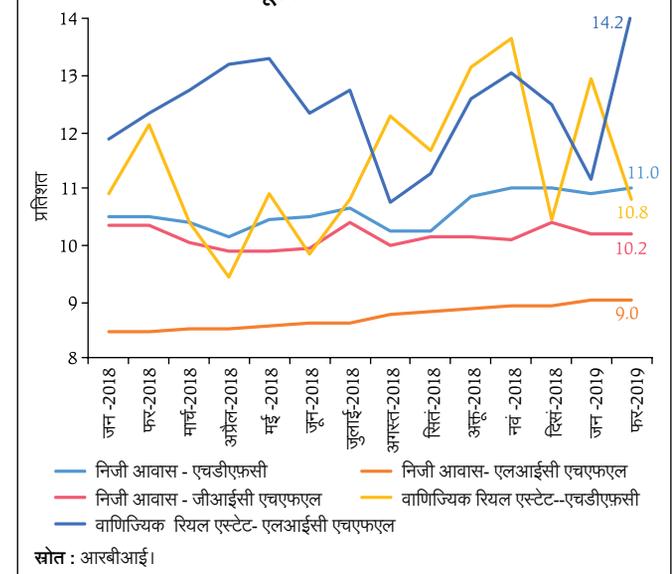
में मजबूती के कारण कीमत निर्धारण क्षमता में वृद्धि को दर्शाता है (चार्ट IV.24)।

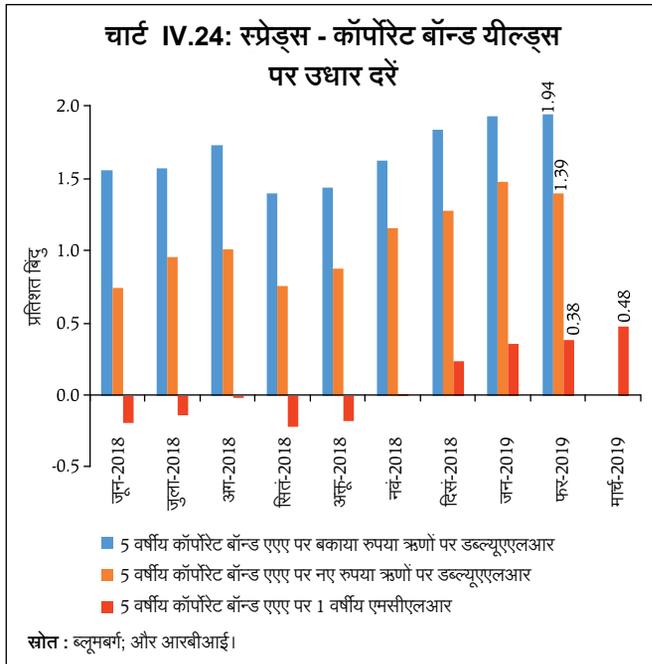
फरवरी, 2019 में नीतिगत दर में 25 बीपीएस की कमी के बाद, 38 बैंकों ने अपने 1-वर्षीय एमसीएलआर में अबतक (मार्च 2019 के अंत तक) 1-106 आधार अंक के दायरे में कमी की है। तथापि, 24 बैंकों- अधिकतर विदेशी बैंकों ने इसी अवधि में अपने एमसीएलआर में 5-113 आधार अंक के दायरे में बढ़ोतरी की है। जहाँ बैंकों की माध्यक मीयादी जमा दर (सभी परिपक्वताएँ) में 3 आधार अंक की कमी आई, वहीं शिथिलता चरण के दौरान 1-वर्षीय माध्यक एमसीएलआर में अबतक 5 आधार अंक की कमी आई है।

चार्ट IV.22: क्षेत्रवार डब्ल्यूएलआर और 1 वर्षीय माध्य एमसीएलआर - फरवरी 2019



चार्ट IV.23: नए ऋणों पर एनबीएफसी का डब्ल्यूएलआर - क्षेत्र-वार





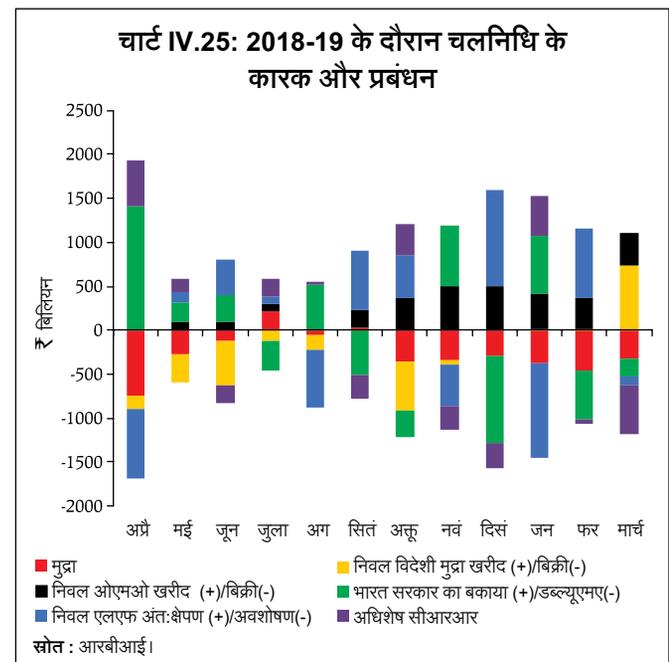
IV.3 चलनिधि स्थितियाँ और मौद्रिक नीति की परिचालन पद्धति

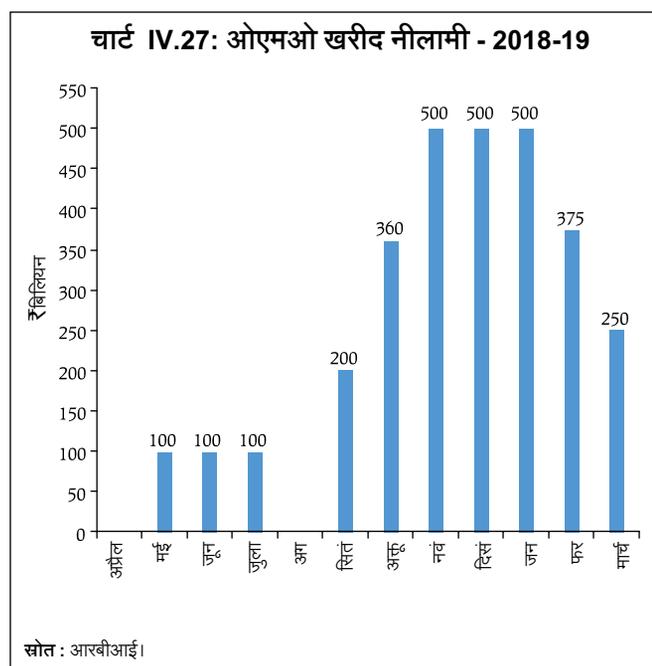
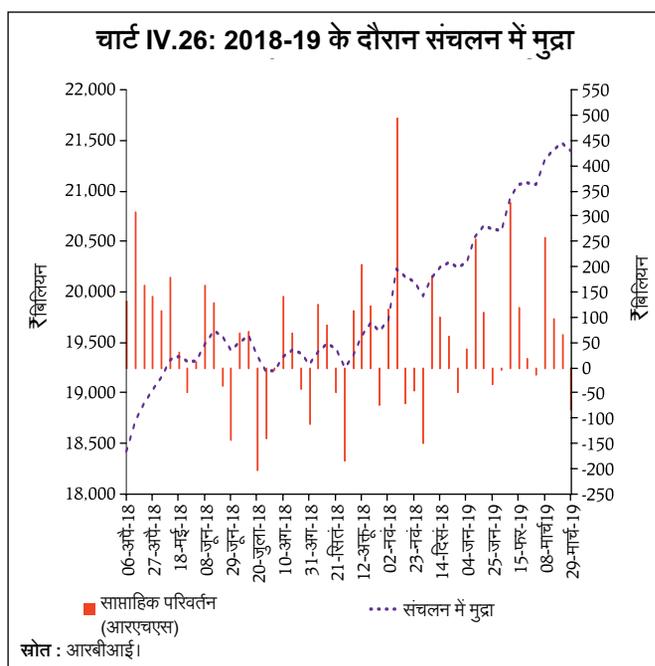
भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम, 1934 में 2016 में किए गए संशोधन के बाद आरबीआई के लिए यह आवश्यक है कि वह मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन संबंधी परिचालन पद्धति और उसमें समय-समय पर हुए परिवर्तनों, यदि हुए हों, को सार्वजनिक डोमेन में उपलब्ध कराए। 2018-19 के दौरान, आरबीआई द्वारा चलनिधि प्रबंधन परिचालनों को अप्रैल 2018 और अक्तूबर 2018 की मौद्रिक नीति रिपोर्टों में चर्चा की गई व्यापक रूपरेखा के अनुरूप बनाया गया। 2018-19 की दूसरी छमाही के दौरान, आरबीआई ने अपने नियमित परिचालनों के साथ-साथ, रेपो और रिवर्स रेपो- दोनों की परिवर्ती दर नीलामियों के माध्यम से चलनिधि को और सुसंगत बनाना जारी रखा। एक ओर जहाँ नियमित 14-दिवसीय रेपो के अलावा, ओवरनाइट से लेकर 56 दिवसीय परिपक्वताओं वाले परिवर्ती दर रेपो के माध्यम से ₹4,103 बिलियन की चलनिधि डाली गई, वहीं ओवरनाइट से लेकर 7-दिवसीय परिपक्वता वाले रिवर्स रेपो के माध्यम से ₹27,376 बिलियन की चलनिधि अवशोषित की गई। अधिक लीकेज की वजह से मुद्रा विस्तार और विदेशी मुद्रा परिचालनों के जरिये टिकाऊ चलनिधि डालने की जरूरत को देखते हुए, आरबीआई ने 2018-19 की दूसरी छमाही में कुल ₹2,485 बिलियन राशि की बाईस खुले बाजार की क्रियाओं की (ओएमओ) क्रय नीलामियाँ संचालित कीं,

जिससे 2018-19 के दौरान ओएमओ के माध्यम से डाली गई कुल राशि ₹2,985 बिलियन तक पहुँच गई। वित्तीय बाजार परिस्थितियों का आकलन करते हुए, आरबीआई ने चलनिधि कवरेज अनुपात हेतु चलनिधि लेने की सुविधा (एफएलएलसीआर) 1 अक्तूबर, 2018 से बढ़ा दी, जिससे किसी भी बैंक की, उच्च गुणवत्ता वाले संपार्श्विक के बदले, रेपो बाजार से चलनिधि लेने की क्षमता बढ़ गई। इसके साथ ही यह निर्णय लिया गया कि सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) हरेक कलेंडर तिमाही में 25 आधार अंक तब तक कम करते रहा जाए जबतक यह एनडीटीएल का 18 प्रतिशत न हो जाए ताकि यह एसएलआर चलनिधि कवरेज अनुपात (एलसीआर) अपेक्षा के अनुरूप हो जाए। एसएलआर में 25 आधार अंक की कमी जनवरी 2019 तिमाही से प्रभावी हो गई, जिससे एसएलआर घटकर एनडीटीएल का 19.25 प्रतिशत हो गया।

चलनिधि के चालक और प्रबंधन

संचलन में मुद्रा (सीआईसी) में वृद्धि के रास्ते बैंकिंग प्रणाली से चलनिधि का लीकेज 2018-19 की दूसरी छमाही के दौरान चलनिधि का मुख्य चालक रहा। यह पहली छमाही के उलट रहा, जिसमें आरबीआई फोरेक्स परिचालन चलनिधि का मुख्य चालक रहा था तथा जो पूंजीगत बहिर्प्रवाह के कारण आवश्यक हो गया (चार्ट IV.25)।





वर्ष दर वर्ष आधार पर, 2018-19 की तीसरी तिमाही के दौरान, 20.4 प्रतिशत की औसत सीआईसी संवृद्धि, तीसरी तिमाही के 11.0 प्रतिशत की सांकेतिक (नॉमिनल) जीडीपी संवृद्धि की तुलना में उल्लेखनीय रूप से अधिक थी। दीवाली (7 नवंबर 2018) के आस-पास सीआईसी में रुपये 494 बिलियन का सामाहिक विस्तार अप्रत्याशित था (चाार्ट IV.26)। चौथी तिमाही के दौरान सीआईसी में रुपये 1,147 बिलियन की वृद्धि हुई जिससे दूसरी छमाही में सीआईसी में रुपये 2,144 बिलियन का कुल विस्तार हो गया।

सीआईसी में विस्तार काफी हद तक समष्टि आर्थिक घटकों जैसे मध्यावधि में जीडीपी तथा ब्याज दरों में अल्प वृद्धि के कारण हुआ। अल्पावधि में, यद्यपि यह मौसमी घटकों जैसे त्यौहार तथा विशिष्ट घटकों जैसे विमुद्रीकरण तथा चुनाव से प्रभावित होते हैं। (बॉक्स IV.1)

अक्तूबर के दूसरे सप्ताह में, मुद्रा की मांग में भारी वृद्धि और भारतीय रिज़र्व बैंक की फोरेक्स बिक्री से प्रणालीगत चलनिधि में कमी हुई यह कमी पूरे माह बनी रही। अधिक व्यय के वित्तपोषण के लिए सरकार द्वारा अर्थोपाय अग्रिमों का सहारा लेने के कारण नवंबर माह के प्रारम्भ में घाटा कम हो गया था परंतु त्यौहार के समय अधिक करेंसी विस्तार के कारण इसमें बढ़ोत्तरी हुई। चलनिधि में कमी दिसंबर के दूसरे सप्ताह में बढ़ी जिसका मुख्य कारण अग्रिम कर बहिर्वाह था। चलनिधि आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए, भारतीय रिज़र्व

बैंक ने नियमित 14 दिवसीय रेपो के अलावा लंबी अवधि (28-56 दिन) की कई भिन्न दर वाली रेपो नीलामी आयोजित की। इसके अतिरिक्त, अक्तूबर 2018 में ओएमओ के माध्यम से ₹360 बिलियन की रकम टिकाऊ चलनिधि के रूप में डाली गई जो कि नवंबर तथा दिसंबर के प्रत्येक माह में बढ़ाकर ₹500 बिलियन कर दी गई और इस प्रकार तिमाही के दौरान डाली गई टिकाऊ चलनिधि की कुल रकम ₹1,360 बिलियन (बारह नीलामियों के माध्यम से) हो गई (चाार्ट IV.27)।

2018-19 की चौथी तिमाही में, जनवरी एवं फरवरी दोनों महीनों के कुछ शुरुआती दिनों को छोड़कर, जब चलनिधि स्थिति सरप्लस थी क्योंकि सरकार ने ओवरड्राफ्ट (ओडी)/अर्थोपाय अग्रिम (डबल्यूएमए) का सहारा लिया था, मुद्रा स्थिति में निरंतर विस्तार तथा सरकारी नकद शेष में तेजी के आलोक में चलनिधि कमी की स्थिति बरकरार रही। स्थायी चलनिधि जरूरतों को पूरा करने के लिए, भारतीय रिज़र्व बैंक ने जनवरी में ₹500 बिलियन, फरवरी में ₹375 बिलियन, तथा मार्च में ₹250 बिलियन की ओएमओ खरीद की। इसी समय अस्थायी चलनिधि जरूरतों को नियमित 14-दिवसीय मीयादी रेपो के अलावा विभिन्न परिपक्वता अवधि वाली परिवर्ती दर रेपो के जरिए पूरा किया गया। अधिक चलनिधि की छुट-पुट घटनाओं का विभिन्न परिपक्वता अवधि वाली परिवर्ती दर रिवर्स रेपो के जरिए प्रबंधन किया गया (चाार्ट IV.28)।

बाक्स IV.1-मुद्रा मांग की मॉडलिंग

वैश्विक स्तर पर केंद्रीय बैंक उनके चलनिधि प्रबंधन परिचालनों की योजनाओं के लिए मुद्रा संचलन का अनुमान और पूर्वानुमान लगाते हैं (खतात, 2018)। समग्र स्तर पर मुद्रा की मांग का अनुमान तिमाही और मासिक आवृत्ति दोनों पर ही लगाया जाता है ताकि दीर्घकालिक और अल्पकालिक निर्धारणों³ के बीच अंतर ज्ञात किया जा सके। दीर्घकालिक अवधि में मुद्रा की मांग प्रमुख समष्टि आर्थिक चरों (उदा. सामान्य जीडीपी, ब्याज दर आदि) पर निर्भर होती है जोकि अवधि के दौरान मुद्रा की मांग में बदलाव की पहचान करने में सक्षम बनाती है। संक्षेप में अल्पकालिक अवधि में मुद्रा की मांग मुख्यतः मौसमी कारकों (त्यौहारी मांग सहित) और कुछ विशेष प्रकृति के कारकों (उदाहरण के लिए चुनाव) द्वारा संचालित होती है जिसके पैटर्न की पहचान ऐतिहासिक आंकड़ों से की जा सकती है (नाचने और अन्य, 2013; भट्टाचार्या और सिंह 2018)

संचलन में मुद्रा की मांग और इसके मुख्य समष्टि आर्थिक निर्धारकों जैसे कि आउटपुट और ब्याज दर के बीच दीर्घावधिक संबंध को समझने के लिए 1998 दूसरी तिमाही से लेकर 2018 की तीसरी तिमाही के आंकड़ों का उपयोग करते हुए अनुभवजन्य विश्लेषण किया गया। मुद्रा और सकल घरेलू उत्पाद दोनों को ही लघुगुणक रूप में परिवर्तित किया गया। त्यौहारों और विमुद्रीकरण के प्रभावों को दर्ज करने के लिए प्रतिरूपों (डमी) का उपयोग किया गया है। आंकड़ों की श्रृंखलाओं (पेसरन और अन्य, 2001) के एकत्रीकरण के विभिन्न क्रमों को ध्यान में रखते हुए ऑटोरिग्रेसिव डिस्ट्रिब्यूटेड लैग (एआरडीएल) माडल का उपयोग निम्नलिखित विनिर्देशनों के साथ किया गया (राज और अन्य, 2019):

$$\Delta(LCiC)_t = a * (LCiC - b * LNGDP - c * ADR - \sum d * D_DEMO - \sum e_j * D_FEST)_{t-i} + \sum f_i * \Delta(LCiC_{t-i}) + \sum g_i * \Delta(LNGDP_{t-i}) + \sum h_i * \Delta(ADR_{t-i}) + \sum i_i * \Delta(D_DEMO_{t-i}) + \sum j_i * \Delta(D_FEST_{t-i}) + \epsilon_t \dots \dots \dots (1)$$

जहां CiC संचलन में मुद्रा है
 NGDP सामान्य सकल घरेलू उत्पाद है
 ADR औसत जमा दर है
 D_DEMO विमुद्रीकरण के लिए प्रतिरूप है
 D_FEST त्यौहारों के लिए प्रतिरूप है

मुद्रा की मांग और इसके निर्धारक तत्व के बीच की लंबी अवधि का संबंध यह दर्शाता है कि मुद्रा मांग का आय लचीलापन विचारार्थ अवधि के दौरान समानता से थोड़ा ऊपर है (सारणी IV.1.1)। जैसा कि अपेक्षित है कि मुद्रा मांग नकारात्मक रूप से एडीआर से संबंधित है लेकिन इसके प्रभाव परिलक्षित नहीं है (यद्यपि सांख्यिकी रूप से महत्वपूर्ण)। इन आधारभूत चरों को छोड़कर मुद्रा की मांग कुछ संघर्षी अवयवों से प्रभावित होती है जैसे त्योहारों, चुनावों और विमुद्रीकरण जैसी एकबारगी घटना। बहरहाल, त्रुटि सुधार टर्म द्वारा कैचर किए गए अल्पकालिक गतिशीलता इंगित करते हैं कि किसी भी आघात में समायोजन की गति महत्वपूर्ण है। यह लगभग 28 प्रतिशत विचलन निम्न तिमाही में समायोजित हो जाता है।

उच्च आवृत्ति पर इस घटना की अनुभवजन्य नियमितता की जांच करने के लिए, अप्रैल 2004 से दिसंबर 2018 की अवधि के लिए, मासिक डेटा का उपयोग करने वाले एक मॉडल को मुद्रा की मांग में दृढ़ता के लिए नियंत्रित करने के लिए एक ऑटोरिग्रेसिव प्रक्रिया के माध्यम से अनुमान लगाया गया था। डमी त्योहारों / चुनावों का प्रतिनिधित्व करती है और विमुद्रीकरण निम्न विशेषताओं के प्रयोग को दर्शाती है :

$$\Delta(LCiC)_t = a + b * \Delta(LCiC)_{t-1} + b_1 * \sum_2^0 E_i + b_j * \sum_1^2 E_i + c_k * \sum_1^5 D_k + D_FEST + \epsilon_t \dots \dots \dots (2)$$

जहां CiC (m-o-m, प्रतिशत) के लॉग में वृद्धि आश्रित वेरिएबल को

सारणी IV.1.1: दीर्घ अवधि निर्धारक

दीर्घ अवधि समीकरण निर्भर चर(सीआईसी)	एआरडीएल (4, 4, 4)
एलएनजीडीपी	1.04 (0.00)
एडीआर	- 0.03 (0.03)
डी- डेमो	- 0.17 (0.00)
डी- फेस्ट	0.14 (0.04)
मेमो मदें: डायग्नोस्टीक्स	
एर करेक्सन (-1)	- 0.28 (0.00)
एड्ज.आर2	0.98
एफ-सांख्यिकीय	6.26
कम और ऊपरी बाध्य महत्वपूर्ण मूल्य	1% [4.13 5.00]
क्यु सांख्यिकीय	1.77 (0.18)

टिप्पणी: कोष्ठकों में दिए गए आंकड़े पी-वैल्यू दर्शाते हैं। अकाईके सूचना मानदंड (एआईसी) का प्रयोग करते हुए लैग लेन्थ चुना है।

स्रोत: आरबीआई स्टाफ अनुमान। (जारी...)

³ मुद्रा की मांग और उसके मानको के बीच दीर्घकालिक संबंध का आकलन चरों के स्तर पर किया जाता है जबकि स्तरों में पाए जाने वाले अंतर को अल्प कालिक गत्यात्मकता के आकलन के लिए विचार में लिया जाता है।

तालिका IV.1.2: छोटी अवधि के डिटरमेंट

आश्रित चर: $\Delta LCiC$			
चर	गुणांक	t-सांख्यिकी	संभाव्यता
$\Delta LCiC(-1)$	0.31	5.64	0.00
DEMO_ D_1	-0.42	-32.36	0.00
DEMO_ D_2	-0.12	-4.61	0.00
DEMO_ D_3	0.15	7.80	0.00
DEMO_ D_4	0.10	7.76	0.00
DEMO_ D_5	0.09	6.10	0.00
D_FEST	0.02	4.99	0.00
D_GEL- E_1	0.09	1.03	0.31
D_GEL- E_2	0.33	0.44	0.66
D_GEL	0.02	3.16	0.00
D_GEL+ E_1	-0.02	-2.08	0.04
D_GEL+ E_2	-0.02	-2.66	0.01
C	0.01	5.38	0.00
आर-स्कवेयर्ड	0.94	समायोजित आर स्कवेयर्ड	0.90
एफ-सांख्यिकी	142.82	डर्बिन-वाटसन स्टैट	2.06

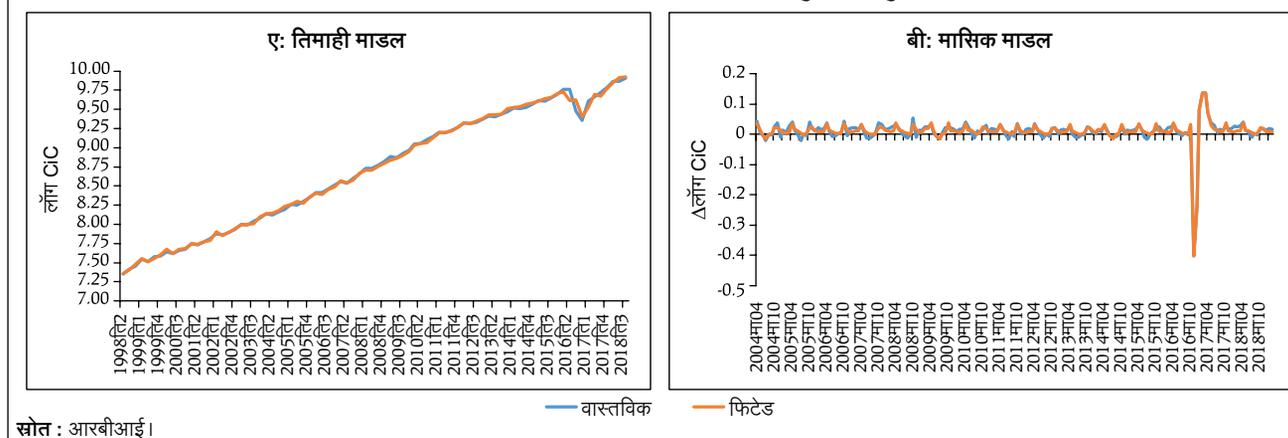
प्रदर्शित करता है, E_i आम चुनाव के पहले के i महीने के लिए डमी प्रदर्शित करता है, E_o आम चुनाव के होने को प्रदर्शित करता है, और E_i आम चुनाव हो जाने के बाद के j महीने के डमी को प्रदर्शित करता है। मुद्रा मांग में वृद्धि आटो रिग्रेशन को प्रदर्शित करता है (तालिका IV.1.2)। मासिक डमी के लिए रेग्रेसन गुणांक आम चुनाव से पहले सकारात्मक था (लेकिन सांख्यिकीय रूप से नगण्य) लेकिन आम चुनाव के समय ये सकारात्मक और सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण था जो इन माहों के दौरान मुद्रा की मांग में वृद्धि को दर्शाता है। चुनाव के बाद के महीने का डमी यद्यपि नकारात्मक था (और सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण) जो बैंकिंग प्रणाली में CiC का संकेत था। D_k डमी

k अवधि के विमुद्रीकरण के प्रभाव को दर्शाता है जो महत्वपूर्ण पाए गए उदाहरणस्वरूप विमुद्रीकरण के प्रथम दो महीने में प्रणाली में पैसे की वापसी होने के कारण है। पुनः विमुद्रीकरण तीसरे महीने से शुरू हुआ और यह पांचवे महीने तक चला। आशानुरूप CiC ने त्योहारों के महीने अक्तूबर/नवंबर (दशहरा और दीवाली) में मजबूती पकड़ी। दोनों मॉडलों की मजबूती तिमाही और मासिक मॉडल से ली गयी है जो वास्तविक और अनुमानित वेल्यू के प्लॉट से जाहिर होती है और रूट मीन स्क्वायर ईरर (आरएमएसई) मान्य स्तर तक स्वीकार है।

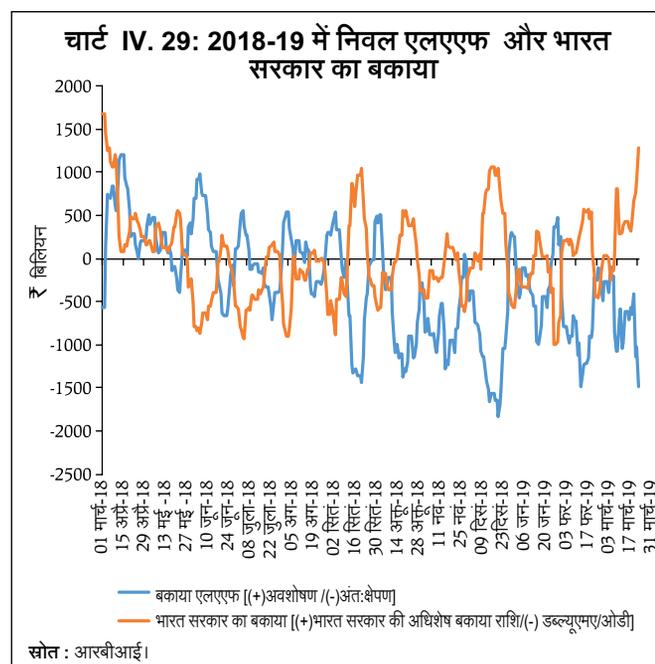
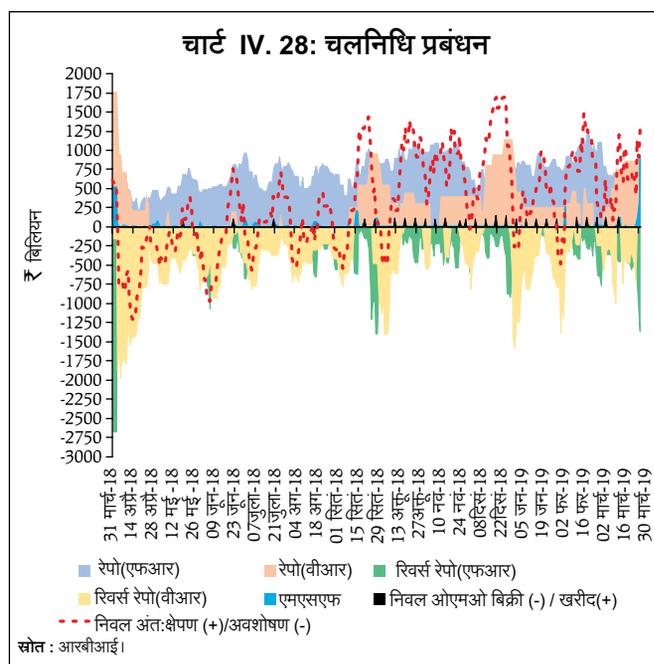
संदर्भ :

भट्टाचार्य, के., और एस. के. सिंह (2018), “द स्टोरी ऑफ करेंसी इन सर्कुलेशन : आर वी बैंक टू स्क्वायर वन आफ्टर डिमोनेटाईजेशन?”, आर्थिक और राजनीतिक साप्ताहिक वॉल्यूम L III नंबर 13, मार्च।
 खटाट एम. ई. एच. (2018) “मोनेटरी पॉलिसी और मॉडल्स ऑफ करेंसी डिमांड” आईएमएफ वर्किंग पेपर 18/28, फरवरी।
 नचाने डी. एम. , ए. बी. चक्रवर्ती, ए. के. मित्रा और एस. बारदोलोई (2013), मोडेलिंग करेंसी डिमांड इन इंडिया: ऐन इंपीरिकल स्टडी”, आरबीआई डीआरजी स्टडी नं 39 फरवरी।
 पेसारान एम शीन, वाई एंड स्मिथ आर (2001), “बाउंड टेस्टिंग अप्रोच टु द अनालिसिस ऑफ लेवल रिलेशनशिप” जर्नल ऑफ एप्लाइड इकोनोमेट्रिक्स 16, 289-326।
 राज जे., आई. भट्टाचार्य, एस. आर. बेहरा और बी. ए. तलवार (2019) “मोडेलिंग करेंसी डिमांड इन इंडिया” आरबीआई मिमो

चार्ट IV.1.1: संचलन में वास्तविक और अनुमानित मुद्रा



स्रोत : आरबीआई।



संक्षेप में, 2018-19 में आरबीआई का विदेशी मुद्रा परिचालन एवं मुद्रा विस्तार बैंकिंग प्रणाली में स्थायी चलनिधि के प्रमुख चालक थे, जबकि सरकारी खर्च प्रतिरोधक चलनिधि में उतार-चढ़ाव के प्रमुख चालक रहे। चूंकि रिज़र्व बैंक ने नियमित रूप से ओएमओ के जरिए स्थायी चलनिधि प्रवाहित की, इसलिए सरकारी नकद शेष के उतार-चढ़ाव में निवल एलएएफ स्थिति व्यापक रूप से परिलक्षित हुई (चार्ट IV.29)।

अधिकांश अवसरों पर सरकारी नकदी अधिशेषों में संचरण एलएएफ स्थिति में प्रत्यक्ष रूप से दृष्टिगत होते हैं। जहां सरकार द्वारा डब्ल्यूएमए/ओडी से चलनिधि में बढ़ोत्तरी हुई जिसे एलएएफ के तहत रिवर्स रेपो के माध्यम से अवशोषित कर लिया गया, सरकारी नकद अधिशेषों से चलनिधि में कमी आई जिसका प्रबंधन रेपो परिचालन के माध्यम से किया गया (सारणी IV.4)। 2018-19 की दूसरी छमाही के दौरान सरकार द्वारा प्राप्ति और भुगतानों में अस्थायी बेमेलपन को दूर करने के लिए चार अवसरों पर 12-59 दिनों की परिपक्वता वाले नकदी प्रबंधन बिलों के माध्यम से 1,050 बिलियन रुपए की सकल राशि जुटाई गई।

सारणी IV.4: 2018-19 के दौरान प्रमुख चलनिधि संकेतक

(दिनों की संख्या*)

माह	निवल एल ए एफ		भारत सरकार का नकद शेष	
	घाटा (रेपो)	अधिशेष (रिवर्स रेपो)	बिल्ड अप	गिरावट
अप्रैल	1	18	19	0
मई	5	17	18	4
जून	10	11	4	17
जुलाई	16	6	6	16
अगस्त	10	10	6	14
सितंबर	12	6	9	9
अक्तूबर	17	4	9	12
नवंबर	18	0	4	14
दिसंबर	19	1	13	7
जनवरी	20	3	6	17
फरवरी	15	4	15	4
मार्च	19	0	12	7

*: शनिवार को छोड़कर कार्य दिवस।

स्रोत : आरबीआई।

2018-19 की दूसरी छमाही के दौरान परिवर्ती दर नीलामी के माध्यम से चलनिधि प्रबंधन के परिचालन को दुरुस्त करना एक दूसरी विशेषता है। ओवरनाइट से 56 दिनों तक की परिपक्वता अवधि तक की रेपो नीलामी के माध्यम से बड़ी चलनिधि को डाला गया जबकि ओवरनाइट से 7 दिनों तक की परिपक्वता अवधि तक की रिवर्स रेपो के माध्यम से चलनिधि को अवशोषित किया गया (सारणी IV.5)।

आरबीआई द्वारा चलनिधि स्थितियों के क्रमिक विकास और उसके प्रबंधन ने बैंक रिज़र्व की गति को संपुटित कर दिया जिसने केंद्रीय बैंक और निक्षेपी संस्थानों के बीच की गतिशीलता को काफी बढ़ा दिया है। यदि चलनिधि के स्वतंत्र कारकों के चलनिधि तनाव

सारणी IV.5: 2018-2019 की दूसरी छमाही में परिवर्तनीय दर की नीलामियों के माध्यम से फ़ाइन ट्यूनिंग ऑपरेशन

	रेपो (दिनों में परिपक्वता)						रिवर्स रेपो (दिनों में परिपक्वता)				
	1-3	7	14	21	28	55-56	1	2	3	4	7
फ़िक्सेसि (दिनों की संख्या)	4	4	2	2	2	4	41	5	13	2	31
औसत मात्रा (₹ बिलियन)	215.1	234.6	126.9	325.0	225.0	237.5	392.1	403.4	405.3	246.3	113.6

स्रोत : आरबीआई।

को चलनिधि प्रबंधन उपायों के द्वारा पूरी तरह (उससे अधिक) समायोजित नहीं किया गया तो वे बैंक रिज़र्व में कमी (संग्रहण) के रूप में परिलक्षित होंगे। 2018-19 के दौरान चलनिधि कारकों और उनके प्रबंधन के तार्किक विश्लेषण कुछ रोचक तथ्य उजागर करते हैं। 2018-19 की दूसरी छमाही के दौरान स्वतंत्र कारकों के माध्यम से चलनिधि आहरण लगभग चलनिधि प्रबंधन परिचालन के माध्यम से समायोजित कर लिया गया। परिणामस्वरूप पहली छमाही के विपरीत बैंक रिज़र्व में बढ़त हुई। (चार्ट IV. 6)। इसलिए बैंक रिज़र्व की पूरे वर्ष के लिए एक समग्र तस्वीर आंतर-वर्ष के लिए चलनिधि गतिशीलता का प्रतिनिधित्व नहीं करती।

परिचालन लक्ष्य और नीतिगत दर

चलनिधि प्रबंधन उद्देश्य डब्ल्यूएसीआर को - जो ऑपरेटिंग लक्ष्य है - को नीतिगत रेपो दर के समान है। वर्ष 2018-19 की दूसरी

छमाही में, डब्ल्यूएसीआर आमतौर पर अक्तूबर- दिसंबर के दौरान रेपो दर से नीचे की दर पर कारोबार करती रही लेकिन इसके पश्चात बीच-बीच में मजबूत होती रही और वर्ष के अंत में इसमें बढ़त हुई (चार्ट IV.30)।

2018-19 की दूसरी छमाही के दौरान डब्ल्यूएसीआर का नकारात्मक स्प्रेड रेपो रेट से अक्तूबर के 5 आधार अंक से जनवरी में 12 आधार अंक बढ़ गया (चार्ट IV.31)। 7 फरवरी 2019 की रेपो रेट में 25 आधार अंक की कटौती के बाद यद्यपि डब्ल्यूएसीआर फरवरी और मार्च में रेपो रेट के अनुरूप रहा। कुल मिलाकर डब्ल्यूएसीआर 2018-19 की पहली छमाही के 10 आधार अंक के मुकाबले दूसरी छमाही में नीतिगत रेपो रेट से औसतन 6 आधार अंक नीचे रहा।

रेपो रेट के नीचे डब्ल्यूएसीआर की ट्रेडिंग तब भी हुई जब प्रणालीगत चलनिधि 2018-19 की दूसरी तिमाही की शुरुआत में कम हो गयी

सारणी IV.6: 2018-2019 (अप्रैल –मार्च) के दौरान चलनिधि प्रबंधन[^]

(बैंकिंग प्रणाली से चलनिधि का (+) अन्तःक्षेपण /(-) अवशोषण)

(₹ बिलियन)

मद	H1	Q3	Q4	H2	Total
ए. चलनिधि के स्वायत्त कारक(1+2+3+4+5)	-380	-2114	-215	-2328	-2708
1. अधिकृत विक्रेताओं से निवल खरीद (एडीज़) #	-1289	-591	761	170	-1120
2. संचलन में मुद्रा	-959	-997	-1147	-2144	-3103
3. भारत सरकार का नकदी शेष	1611	-603	-91	-695	916
4. बैंकों का अतिरिक्त सीआरआर बकाया	430	-199	-178	-376	54
5. अन्य*	-172	276	440	716	544
बी. चलनिधि का प्रबंधन (6+7+8+9))	119	2394	595	2989	3107
6. निवल चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ)@	-169	1113	-386	727	557
7. खुला बाजार खरीद#	507	1360	1125	2485	2992
8. प्राथमिक विक्रेताओं(पीडीज़) के लिए स्थायी चलनिधि सुविधाएं	-6	2	4	6	0
9. सीआरआर बकाया \$	-212	-82	-148	-230	-442
सी. बैंक आरक्षित निधियाँ (ए+बी)	-261	280	381	660	399

^ : यह गणना माह के अंतिम शुक्रवार से संबंधित डाटा पर आधारित है; 31 मार्च 2018 की तुलना में पहली छमाही के परिवर्तन की गणना की है।

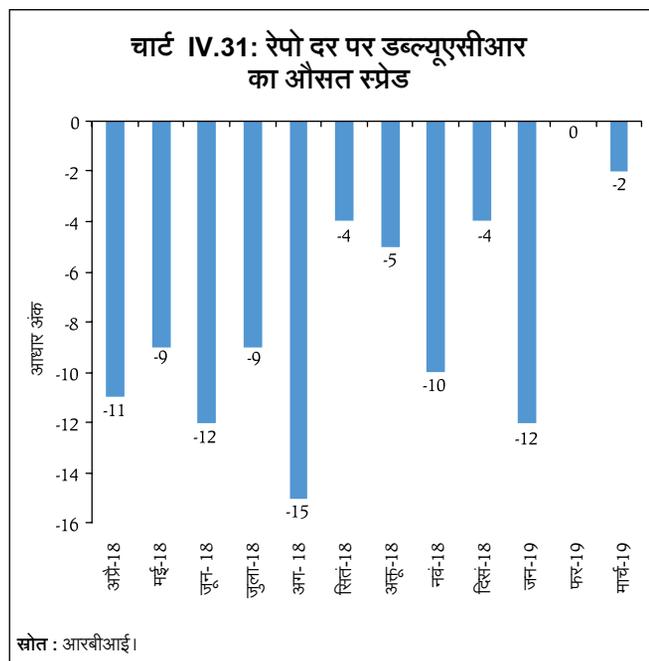
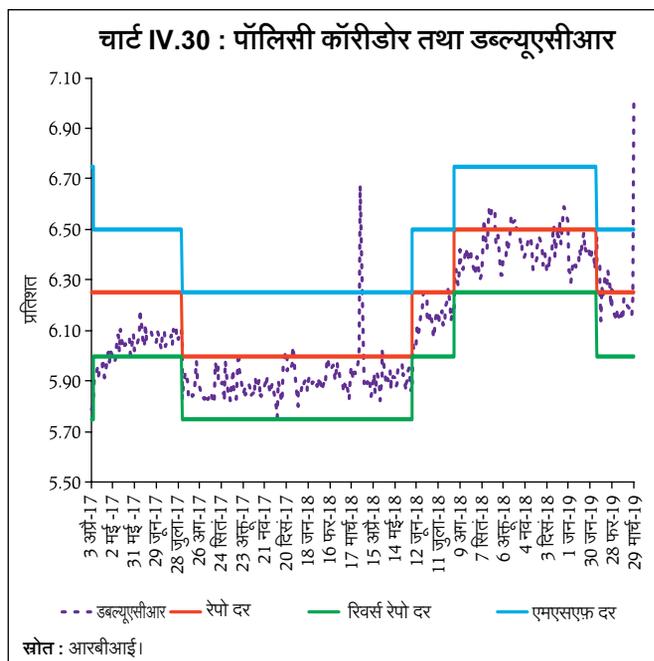
* : अन्य में मूल्यांकन परिवर्तन, परिचालन पर हेयर कट आदि शामिल हैं।

@ : निवल एलएएफ स्थायी दर और अस्थायी दर रेपो की चलनिधि स्थिति और रिवर्स रेपो परिचालन के एमएसएफ निवल का प्रतिनिधित्व करता है।

: निवल खुला बाजार परिचालन (ओएमओ) खरीद में एनडीएस-ओएम परिचालन भी संपूर्ण शामिल है।

\$: एनडीटीएल में वृद्धि के कारण।

स्रोत : आरबीआई; और कर्मचारियों का अनुमान।



जिससे रेपो के माध्यम से निवल चलनिधि उपलब्ध कराने डालने की जरूरत पड़ी (तालिका IV.7)। इस अनियमितता के तीन कारण हो सकते हैं। पहला, अधिकांश सहकारी बैंक एनडीएस-कॉल ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म में भाग नहीं लेने हैं। गैर-अनुसूचित सहकारी बैंक, जिला केंद्रीय सहकारी बैंक और राज्य सहकारी बैंक, संपार्श्विक बाजार खंडों के बंद होने के बाद व्यापारिक घंटों के अंत में अंतर-बैंक कॉल बाजार में प्रवेश करने के लिए प्रवृत्त होते हैं। वे आम- तौर पर ऋणदाता होते हैं और रेपो दर से नीचे ओवरनाइट दर को संचालित करते हैं।

दूसरा, अंतर-बैंक कॉल बाजार में ट्रेडिंग का पहला घंटा आमतौर पर पूरे दिन की राशि का 75-80 प्रतिशत होता है क्योंकि बाजार के अधिकांश प्रतिभागी दिन के लिए उनके ट्रेजरी में चलनिधि का पूर्वानुमान ढाँचा अपनी आमद/बहिर्वाह का आकलन करने में असमर्थ होते हैं। परिणामस्वरूप, देर से मांग-आपूर्ति बेमेल अक्सर कम कॉल दरों में प्रतिबिंबित होते हैं। तीसरा, बाजार का समय मुद्रा बाजार के सभी खंडों (संपार्श्विक खंडों सहित) में भिन्न होते हैं और वे तत्काल सकल निपटान (आरटीजीएस) समय के साथ भी नहीं होते हैं जो अक्सर बाजार के बंद होने के समय में डब्ल्यूएसीआर पर एक कुछ प्रभाव डालते हैं।

सारणी IV.7: डब्ल्यूएसीआर, रेपो और निवल एलएएफ

माह	डब्ल्यूएसीआर < रेपो दर	डब्ल्यूएसीआर > रेपो दर	औसत निवल एलएएफ कमी(-)/अधिशेष(+)
	दिनों की संख्या *		(₹ बिलियन)
अप्रैल	18	1	496
मई	22	0	142
जून	20	1	140
जुलाई	22	0	-107
अगस्त	20	0	30
सितंबर	11	7	-406
अक्तूबर	15	6	-560
नवंबर	18	0	-806
दिसंबर	12	8	-996
जनवरी	23	0	-329
फरवरी	8	11	-687
मार्च	18	1	-570

*: शनिवार को छोड़कर कार्य दिवस।

स्रोत : आरबीआई।

प्रत्येक वर्ष मार्च में वर्ष समाप्ति के विभिन्न कारणों से चलनिधि मांग बढ़ने से रिजर्व बैंक ने नियमित 14-दिवसीय परिवर्तनीय दर मीयादी रेपो नीलामियों के अलावा महीने के दौरान चार लंबी अवधि की परिवर्तनीय दर रेपो नीलामी (14-दिन और 56-दिन के बीच वाले) का संचालन करने का निर्णय लिया। इसके अलावा, रिजर्व बैंक ने अपनी चलनिधि प्रबंधन टूलकिट को बढ़ाने और लंबी अवधि के लिए विदेशी मुद्रा खरीदने/बेचने के माध्यम से रुपये की चलनिधि को डालने का निर्णय लिया। तदनुसार, बैंक ने प्रणाली में रुपए 345.6 बिलियन की टिकाऊ चलनिधि को डालने के लिए 26 मार्च, 2019 को 3 वर्षों के कार्यकाल के लिए 5 बिलियन अमरीकी डॉलर/रुपये की स्वैप/यूएस डॉलर की खरीद/बिक्री की। इसके बाद, रिजर्व बैंक ने 23 अप्रैल

2019 को 3 वर्ष की अवधि के लिए 5 बिलियन अमरीकी डॉलर की दूसरी खरीद/बिक्री स्वैप नीलामी की घोषणा की।

IV.4 निष्कर्ष

घरेलू वित्तीय बाजार, वैश्विक गतिविधियों विशेषकर अस्थिर पूंजी प्रवाह से प्रभावित के लिए होते रहे हैं। पूंजी प्रवाह की दिशा अनिश्चित बनी रही है जिसके कारण समष्टि-आर्थिक और चलनिधि प्रबंधन के लिए चुनौतियां पैदा हुई हैं। अक्तूबर, जनवरी और फरवरी में कुछ

मंदी को छोड़कर 2018-19 की पहली छमाही में इक्विटी बाजार में आई तेजी सामान्यता 2018-19 की दूसरी छमाही में बनी रही। हालिया महीनों में कुछ धीमी पड़ने के बावजूद ऋण संवृद्धि अच्छी रही। इसके आगे के लिए यह अनुमान है कि, नीतिगत रेपो दर के साथ अर्थव्यवस्था की टिकाऊ चलनिधि मांगों को पूरा करने हेतु डब्ल्यूएसीआर को अनुरूप करने के नीतिगत उद्देश्य के साथ चलनिधि परिचालन को जारी रखा जाएगा। पर्याप्त और सुगम मौद्रिक प्रसारण रिजर्व बैंक के लिए नीतिगत चुनौती बनी रहेगी।

V. बाह्य परिदृश्य

विश्व की प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं और उभरती बाजार-अर्थव्यवस्थाओं में मंदी के कारण वैश्विक संवृद्धि दर ने अपनी गति खो दी है। लगातार जारी व्यापारिक तनावों ने वैश्विक व्यापार परिदृश्य धूमिल कर दिया है। समस्त भौगोलिक क्षेत्रों में मुद्रास्फीति के दबाव शांत बने रहे हैं। वित्तीय बाजारों में, जो वर्ष 2018 में अस्थिरता के साथ बंद हुए थे, 2019 की पहली तिमाही में निभावकारी नीति रुझान एवं तेल की कीमतों में नरमी के कारण, जोखिम लेने का रुझान पुनः पैदा हो गया है।

अक्तूबर, 2018 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट के बाद से अमरीका, चीन एवं यूरो क्षेत्र में संवृद्धि दर में उम्मीद से कहीं ज्यादा मंदी की बढ़ती आशंकाएं समष्टि-आर्थिक एवं वित्तीय आंकड़ों के कारण बढ़ गई है। चीन द्वारा नीतिगत प्रोत्साहन दिए जाने की घोषणा किए जाने तथा प्रमुख केंद्रीय बैंकों द्वारा निभावकारी मौद्रिक नीति अपनाने से कुछ राहत हुई है, साथ ही यह भी उम्मीद बंध गई है कि अमरीका-चीन के बीच व्यापार समझौते के कुछ सकारात्मक परिणाम निकलेंगे। विश्व के वित्तीय बाजारों में जोखिम परिसंपत्तियों को अत्यधिक सस्ते दामों पर बेचे जाने के बाद ये बाजार वर्ष 2018 में अस्थिर हालत में बने रहे। निभावकारी नीतिगत रुझान अपनाए जाने तथा तेल की कीमतों कम रहने से वर्ष 2019 की पहली तिमाही में जोखिम उठाने की भावना पुनः जीवित हो उठी है, भले ही ब्रेक्जिट की डील मुश्किल से/ नहीं हो पाने तथा भू-राजनैतिक चुनौतियों को देखते हुए परिसंपत्तियों को सुरक्षित स्थान पर बनाए रखने की मांग तीव्र बनी रही हो।

V.1 वैश्विक आर्थिक स्थितियां

सभी प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में, अमरीकी अर्थव्यवस्था, घटती खुदरा बिक्री में परिलक्षित निजी उपभोग द्वारा नीचे धकेल दिए जाने के कारण, वर्ष 2018 की चौथी तिमाही में मंद पड़ गई थी (सारणी V.1)। यह मंदी वर्ष 2019 की पहली तिमाही तक जारी रहती प्रतीत होती है। अमरीका का विनिर्माता क्रय प्रबंधक सूचकांक(पीएमआई) मार्च 2019 में और गिर गया, जो कमजोर मांग, सभी विनिर्माण आपूर्ति श्रृंखलाओं में बढ़ती अनिश्चितता और अनिश्चित वैश्विक व्यापार परिदृश्य के बीच जून 2017 से फैक्ट्री गतिविधि में सबसे धीमी संवृद्धि की ओर संकेत करता है (सारणी V.1)। हालांकि, अनुकूल वास्तविक आय प्रत्याशाओं और अमरीकी फेड के वक्तव्य

कि वह भविष्य में नीति दर में समायोजन में धैर्य बरतेगा, के कारण पहली तिमाही में उपभोक्ता रुझान बेहतर हुआ है।

यूरो क्षेत्र की अर्थव्यवस्था में वर्ष 2018, शिथिल औद्योगिक गतिविधियों और नरम घरेलू मांग के कारण, नरमी के साथ समाप्त हुआ। इसकी प्रमुख घटक अर्थव्यवस्थाओं में से, जहां जर्मनी ने सपाट संवृद्धि दर दर्ज की है, वहीं वर्ष 2018 की चौथी तिमाही में इटली में तकनीकी मंदी (लगातार दो तिमाहियों में जीडीपी संवृद्धि में संकुचन) आ गई थी। यूरो क्षेत्र की मंदी वर्ष 2019 की पहली तिमाही तक चलती रही। निर्यात आदेश घट जाने की वजह से विनिर्माण पीएमआई पहली तिमाही में और ज्यादा कम हो गया। संपूर्ण परिदृश्य, आटोमोबाइल क्षेत्र में टैरिफ एवं ब्रेक्जिट के प्रति अनिश्चितता को लेकर धुंधला बना हुआ है।

जापानी अर्थव्यवस्था में संवृद्धि-दर, वर्ष 2018 की तीसरी तिमाही में घटने के बाद, चौथी तिमाही में घरेलू खपत एवं कारोबारी निवेश में तेजी आने के फलस्वरूप बहाल हो गई है। तथापि, विनिर्माण गतिविधि और खुदरा बिक्री के ताजे आंकड़े बताते हैं कि संवृद्धि

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

(प्रतिशत)

देश	ति4-2017	ति1-2018	ति2-2018	ति3-2018	ति4-2018	2019 (पी)	2020 (पी)
उन्नत अर्थव्यवस्थाएँ							
कनाडा	1.7	1.3	2.6	2.0	0.4	1.9	1.9
यूरो क्षेत्र	2.8	1.6	1.6	0.4	0.8	1.6	1.7
जापान	1.6	-0.4	1.9	-2.4	1.9	1.1	0.5
दक्षिण कोरिया	-0.8	4.0	2.4	2.4	4.0	2.6	2.8
यूके	1.6	0.4	1.6	2.8	0.8	1.5	1.6
यूएस	2.3	2.2	4.2	3.4	2.2	2.5	1.8
उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएँ							
ब्राजील	1.2	1.6	0.0	2.0	0.4	2.5	2.2
चीन	6.4	6.0	6.8	6.4	6.0	6.2	6.2
मलेशिया	4.0	5.6	1.2	6.4	5.6	4.6	4.8
मेक्सिको	4.2	4.1	-0.6	2.4	1.0	2.1	2.2
रूस*	0.9	1.9	2.2	2.2	2.7	1.6	1.7
दक्षिण अफ्रीका	3.4	-2.7	-0.5	2.6	1.4	1.4	1.7
थाईलैंड	1.2	8.3	4.4	-1.3	3.3	3.9	3.7
मेमो:	2018 (ई)		2019 (पी)		2020 (पी)		
विश्व उत्पादन	3.7		3.5		3.6		
विश्व व्यापार मात्रा	4		4		4		

ई: अनुमान पी: पूर्वानुमान *: वर्ष दर वर्ष संवृद्धि
 स्रोत: ब्लूमबर्ग और अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष

ने पहली तिमाही में अपनी गति खो दी है। उम्मीद है कि 2019 में आर्थिक गतिविधि अपना धीमा विस्तार जारी रखेगी, जिसे निभावकारी मौद्रिक नीति रुझान और तयशुदा बिक्रीकर बढ़ोत्तरी से पहले उपभोक्ताओं द्वारा व्यय में भारी तेजी को समर्थन मिलेगा।

कुछ प्रमुख उभरती अर्थव्यवस्थाओं में वर्ष 2018 की चौथी तिमाही में आर्थिक गतिविधियां विश्व में मांग कम होने के कारण औद्योगिक गतिविधि के धीमे हो जाने से मंद पड़ गई हैं। चीन की अर्थव्यवस्था में चौथी तिमाही में गिरावट आ गई क्योंकि घरेलू एवं वैश्विक मांग धीमी रही जो औद्योगिक गतिविधियों को प्रभावित कर रही है। वित्तीय डिलीवरेजिंग तथा वैश्विक संवृद्धि के धीमेपन के कारण खुदरा बिक्री ने अपनी ऊर्जा खो दी है। प्राप्त होने वाले आंकड़े बताते हैं कि आर्थिक गतिविधियों में आई यह कमजोरी अधिकांशतः वर्ष 2019 की पहली तिमाही तक बढ़ गई है क्योंकि विनिर्माण गतिविधियां मंद पड़ गई थीं और जनवरी-फरवरी में फैक्ट्री उत्पादन की वृद्धि 5.3 प्रतिशत हो गई थी, जो डाटा श्रृंखला की 1995 की शुरुआत से लेकर अब तक की सबसे कमजोर रीडिंग थी। हालांकि आगे चलकर राजकोषीय प्रोत्साहन तथा चलनिधि की स्थिति की सहजता घरेलू मांग को मजबूत बना सकती है।

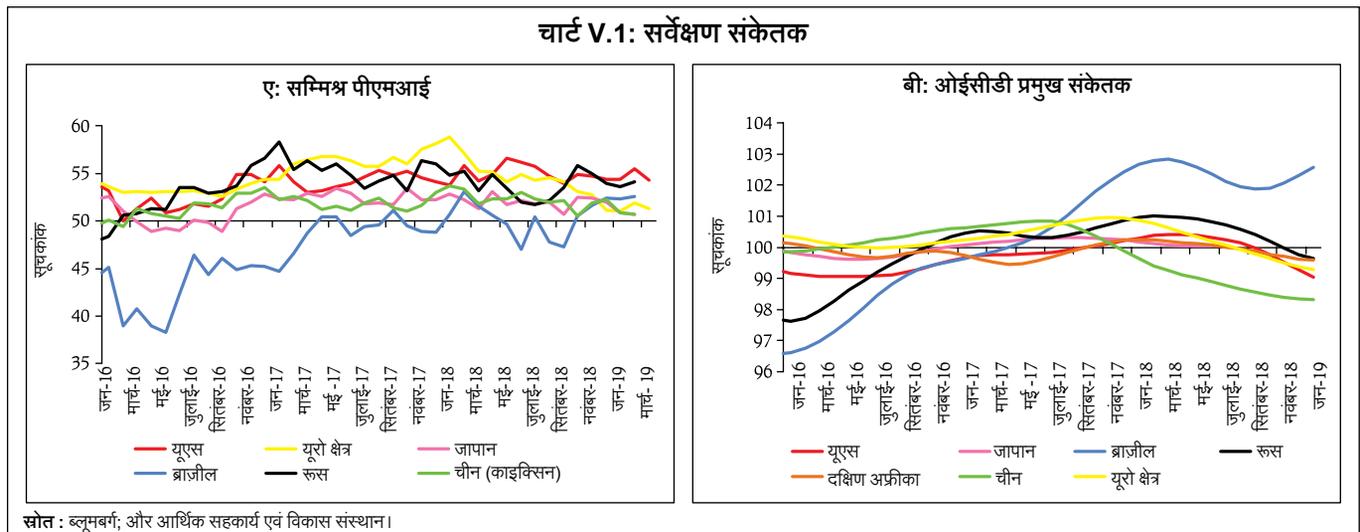
रूस में, प्राप्त होने वाले आंकड़ों से पता चलता है कि अर्थव्यवस्था ने पहली तिमाही में सुधार के कुछ संकेत दिए हैं जैसाकि खुदरा बिक्री एवं औद्योगिक उत्पादन में बढ़ोतरी से परिलक्षित होता है। दक्षिण अफ्रीका आई मंदी से वर्ष 2018 की तीसरी तिमाही में उबर सका, हालांकि औद्योगिक उत्पादन वर्ष 2018 में धीमा बना रहा और खुदरा बिक्री में दिसंबर 2018 में गिरावट आ गई। ब्राजील में आर्थिक सुधार सकारात्मक राजनैतिक प्रगति तथा पेंशन सुधार के बीच पूर्व

में किए गए परिकलन की तुलना में धीमी गति से आगे बढ़ रहा है। वर्ष 2019 की पहली तिमाही में प्राप्त होने वाले आंकड़े बताते हैं कि आर्थिक गतिविधि, विपरीत घरेलू और बाह्य परिस्थितियों के कारण मंद बनी रही।

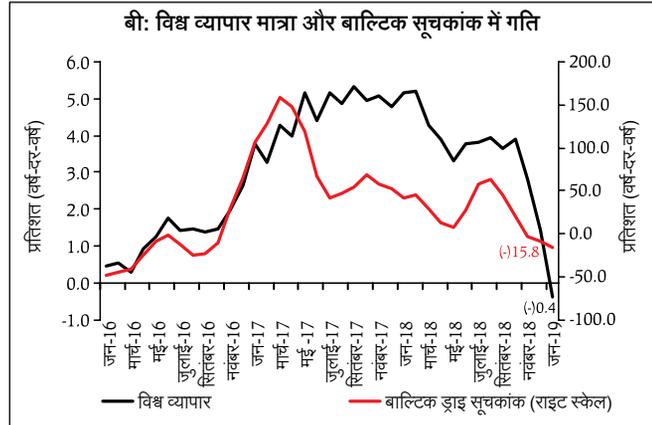
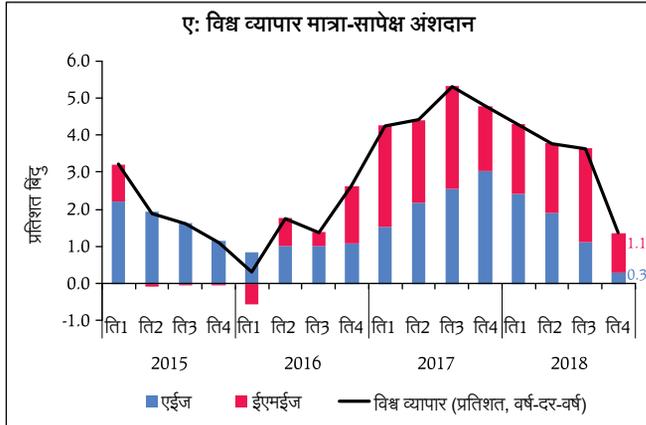
एशिया में अन्यत्र स्थानों पर आर्थिक गतिविधियां कुछ हद तक मिश्रित हालत में बनी रही हैं। थाईलैंड में, संवृद्धि पिछली तिमाही में कम हो जाने के बाद 2018 की चौथी तिमाही में सुधार आ गया है, हालांकि मंद खुदरा बिक्री एवं कमजोर औद्योगिक गतिविधियां अभी भी नाजुक बिंदु बने हुए हैं। मलेशिया में चौथी तिमाही में संवृद्धि संभल गई है क्योंकि कम होती महंगाई ने उपभोग में तेजी ला दिया है। इंडोनेशिया की अर्थव्यवस्था ने चौथी तिमाही में अपनी गति खो दिया क्योंकि खुदरा बिक्री गिरती जा रही है और निर्यात में मंदी आती जा रही है। तुर्की अर्थव्यवस्था ने एक उथल-पुथल भरे वर्ष - एक चुनौतीपूर्ण राजनैतिक स्थिति के बीच करेंसी के संकट का वर्ष, के बाद वर्ष 2018 की चौथी तिमाही में मंदी की स्थिति में प्रवेश किया है। अर्थव्यवस्था के लिए परिदृश्य अनिश्चित बना हुआ है क्योंकि मुद्रास्फीति हालांकि कम हो रही है, किंतु अभी भी लक्ष्य के ऊपर बनी हुई है।

वैश्विक कंपोजिट पीएमआई में जनवरी में 28 महीने के निचले स्तर तक गिर जाने के बाद, सेवाओं में अच्छी वृद्धि होने के फलस्वरूप, फरवरी में थोड़ी सी बढ़त दर्ज हुई है (चार्ट. V.1ए)। प्रमुख ओईसीडी अर्थव्यवस्थाओं में कंपोजिट लीडिंग संकेतक (सीएलआई) बताते हैं कि वर्ष 2018 की चौथी तिमाही में, ब्राजील को छोड़कर, प्रमुख आई और ईएमई की संवृद्धि-गति धीमी रही (चार्ट V.1बी)।

चार्ट V.1: सर्वेक्षण संकेतक



चार्ट V.2: विश्व व्यापार मात्रा



टिप्पणी : चार्ट V.2.बी के लिए डाटा 3 माह का गतिशील औसत है।
 स्रोत : सीपीबी; नेदरलैंड और ब्लूमबर्ग।

विश्व में व्यापार में वृद्धि वर्ष 2018 की चौथी तिमाही में मंद पड़ गई थी, हालांकि वस्तुओं की कीमतों में हुई वृद्धि को उनकी मात्रा में आई कमी से आंशिक रूप से समायोजित कर लिया गया था। उन्नत अर्थव्यवस्थाएं और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएं दोनों पर व्यापार में मंदी का प्रभाव पड़ा है, लेकिन संवृद्धि की गति खो जाने का प्रभाव उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं पर ज्यादा पड़ा है (चार्ट V.2ए)। हाल की प्रवृत्तियों के मद्देनज़र, भावी स्थितियों के संकेतकों से यह ज्ञात होता है कि विश्व में व्यापार की स्थिति वर्ष 2019 में और अधिक धीमी होने की संभावना है। विश्व व्यापार परिदृश्य संकेतक (डब्ल्यूटीओआई)¹ पिछली चार तिमाहियों में धीमे रहने के बाद, प्रवृत्ति स्तर से नीचे खिसक गए हैं। सभी प्रमुख घटकों जैसे- निर्यात आदेश, अंतरराष्ट्रीय हवाई भाड़ा तथा आटोमोबाइल उत्पादन- की गति पर सबसे अधिक प्रभाव पड़ा है। अन्य संकेतकों में हुए उतार-चढ़ाव, जैसे बालटिक ड्राई इंडेक्स भी बताते हैं कि विश्व का व्यापार मंद बना रहेगा (चार्ट 2.बी) और लगातार व्यापार संबंधी तनाव रहेगा जो पूरे परिदृश्य को धूमिल बनाए रखेगा।

V.2 पण्य कीमतें और मुद्रारूपीति

विश्व में वस्तुओं की कीमतों का निर्धारण काफी हद तक मांग-आपूर्ति कारकों, भू-राजनैतिक सरोकारों और व्यापारगत तनावों के आधार पर होता है। ब्लूमबर्ग कमोडिटी इंडेक्स में अक्तूबर 2018 से मार्च 2019 के बीच 6.1 प्रतिशत तक की गिरावट आ गई है।

खाद्य और कृषि संगठन (एफएओ) का खाद्य मूल्य सूचकांक अक्तूबर 2018 से फरवरी 2019 के बीच 2.8 प्रतिशत बढ़ गया। विश्व में खाद्य की कीमतें नवंबर 2018 में दो से अधिक वर्षों के न्यूनतम

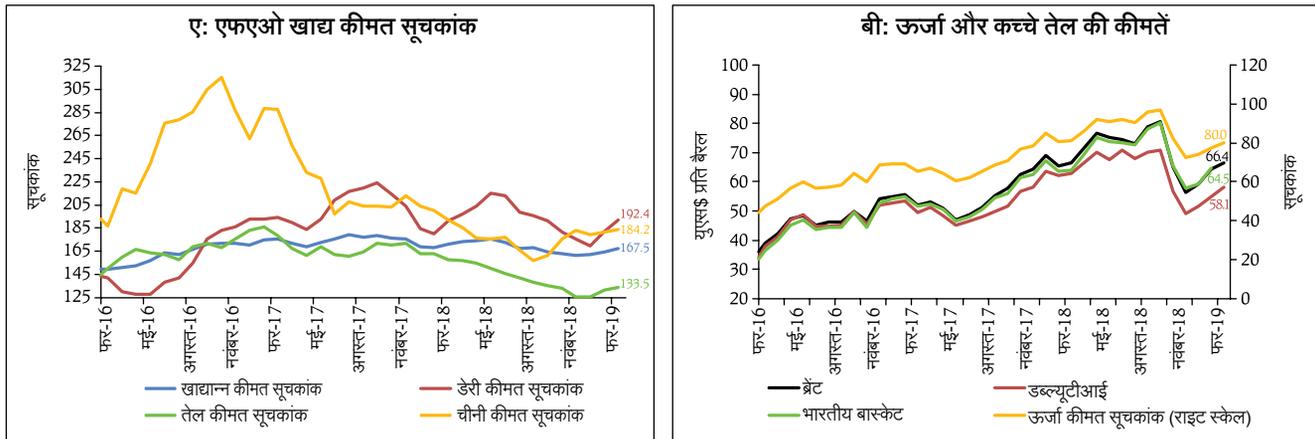
स्तर तक गिर गई थीं। लेकिन पहली तिमाही में कीमतें स्थिर हो गई हैं, क्योंकि कई खाद्य मदों खासतौर से दुग्ध उत्पाद की कीमतों में तेजी पंदा हुई है, निर्यात के अंतर्गत की जाने वाली स्पलाई को कठोर बनाने से क्योंकि उत्पादन में मौसमी रूप से गिरावट हुई थी तथा आयात की मांग बहुत तेज़ थी। उत्पादन के बारे में चिंताओं को लेकर अंतरराष्ट्रीय स्तर पर चीनी के मूल्यों में वृद्धि होने तथा साथ ही ब्राजील के रीयाल के मूल्य बढ़ जाने की स्थिति ने भी खाद्य मूल्य सूचकांक को बढ़ा दिया है (चार्ट V.3ए)।

ब्रेंट कच्चे तेल की कीमत में, अमरीका में तेल की बढ़ती इन्वेंट्री तथा विश्व में तेल की घटती मांग के कारण, अक्तूबर 2018 से मार्च 2019 के बीच 20.7 प्रतिशत की तेज़ गिरावट आई। कच्चे तेल की कीमतों में, दिसंबर में आई कमी के बाद से वर्ष 2019 की पहली तिमाही में कुछ सुधार हुआ (चार्ट V.3बी)। हालांकि कच्चे तेल की कीमतों का परिदृश्य अनिश्चित बना हुआ है (बॉक्स V.1)।

ब्लूमबर्ग आधार धातु हाजिर सूचकांक द्वारा मापी गई आधार धातु कीमतों में अक्तूबर 2018 से मार्च 2019 के बीच 3.2 प्रतिशत की वृद्धि दर्ज की गई। 2018 की चौथी तिमाही में वैश्विक व्यापार अनिश्चितता के चलते आधार धातुओं की कीमतों में बिकवाली का दबाव देखने में आया। लेकिन आपूर्ति अवरोधों और व्यापार समझौतों के सकारात्मक नतीजों की प्रत्याशाओं के कारण, 2019 की पहली तिमाही में इसके अधिकांश घाटे की भरपाई हो गई। तांबे की कीमतें, तंग आपूर्ति और बढ़ती मांग के कारण मजबूत होती प्रतीत होती हैं जो चीनी अर्थव्यवस्था की मंदी और व्यापार तनावों के कारण 2018 की चौथी तिमाही में मंद बनी हुई थी। सोने की सकारात्मक मांग के

¹ विश्व व्यापार आउटलुक सूचकांक में व्यापार से संबन्धित कई प्रकार के सूचकांक हैं जो विश्व व्यापार की वर्तमान दिशा और निकट भविष्य में वे कहाँ जाएंगे के बारे में पूर्व संकेत देते हैं।

चार्ट V.3: पण्य कीमतें



स्रोत : खाद्यान्न व कृषि संस्थान (एफएओ); और विश्व बैंक।

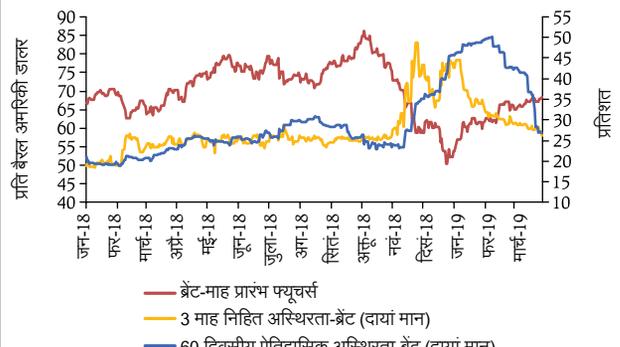
बाक्स V.1: कच्चे तेल की कीमतें: निकटतम अवधि का परिदृश्य

वर्ष 2018 एवं 2019 में अब तक वैश्विक स्तर पर कच्चे तेल की कीमतों में उतार-चढ़ाव बना हुआ है। ब्रेंट कच्चे तेल की कीमतें जो जनवरी 2018 में प्रति बैरल 69 अमेरिकी डालर के आस-पास थीं वह अक्टूबर 2018 में प्रति बैरल 80 अमेरिकी डालर तक पहुंच गईं तथा दिसंबर 2018 में धराशायी होकर प्रति बैरल 56 अमेरिकी डालर पर आ पहुंची। मार्च 2019 के अंत तक इसमें सुधार हुआ और प्रति बैरल लगभग 68 अमेरिकी डालर पहुंच गई (चार्ट V.1.1)।

मजबूत वैश्विक मांग एवं ओपेक प्लस² देशों के उत्पादन में कटौती के चलते 2018 के आरंभ से ही कच्चे तेल का स्टॉक अपने दीर्घावधि औसत से नीचे खिसक आया, जिसका परिणाम यह हुआ कि कच्चे तेल की अंतरराष्ट्रीय कीमतों में जबरदस्त उछाल हुआ और वह अक्टूबर 2018 में प्रति बैरल 80 अमेरिकी डालर तक पहुंच गई। इस अवधि के दौरान कच्चे तेल की सट्टा प्रवृत्ति में भी उल्लेखनीय बढ़ोतरी देखने में आई। इसके बाद मध्य अक्टूबर से आरंभ होकर दो माह के भीतर ही अक्टूबर 2017 से लेकर मध्य-अक्टूबर 2018 के बीच कीमतों में हुआ समस्त लाभ उल्टा पड़ गया। इसके लिए जिम्मेदार दो कारण थे, यूएस शेल तेल के अभूतपूर्व उत्पादन के साथ ही 2018 के आखिरी दौर में ओपेक का अत्यधिक उत्पादन एवं वैश्विक मांग में उल्लेखनीय कमी जिससे वैश्विक स्तर पर तेल का संतुलन बिगड़कर अतिरिक्त आपूर्ति की स्थिति में आ गया। इन घटनाक्रमों की झलक हमें देखने को मिली 2018 के आरंभ में कच्चे तेल के वायदा बाजार में तीव्र मंदी-बदला³ के रूप में, हालांकि अंततः नवंबर-दिसंबर 2018 में बाजार तेजी- बदला⁴ की स्थिति में पहुंच गया। इसके साथ ही कच्चे तेल की कीमतों में अत्यधिक अंतर्निहित एवं ऐतिहासिक अस्थिरता भी रही (चार्ट V.1.1)। दिसंबर 2018⁵ के विना समझौते के अनुरूप ओपेक कच्चे तेल की आपूर्ति

(जारी...)

चार्ट V.1.1: ब्रेंट हाजिर मूल्य और अस्थिरता



टिप्पणी : वार्षिकीकृत अस्थिरता, वर्ष में व्यापार किए गए दिवसों में वार्षिकीकृत ब्रेंट मूल्यों में दैनिक प्रतिशतता परिवर्तन के मानक विचलन को प्रस्तुत करती है।

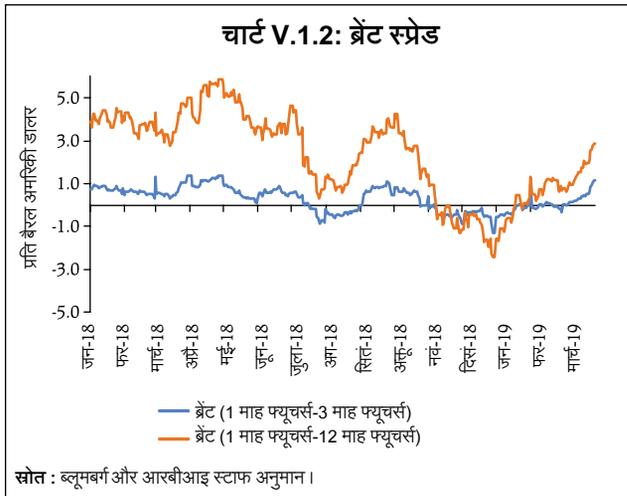
स्रोत : ब्लूमबर्ग; और भारिबैं स्टाफ अनुमान।

² ओपेक सह से तात्पर्य है ओपेक देशों के साथ ही गैर-ओपेक देश जैसे कि रूस जिससे पूर्व-निर्धारित स्तर तक ही कच्चे तेल के उत्पादन पर सहमति व्यक्त की है।

³ पण्य वायदा बाजार में मंदी –बदला का आशय ऐसी स्थिति से है जहां निकट अवधि की संविदा का मूल्य वायदा –डिलीवरीज के पण्य मूल्य से अधिक हो। मंदी –बदला की स्थिति तब पैदा होती है जब आपूर्ति की कमी होने से हाजिर अथवा निकट-अवधि के मूल्य बढ़ जाते हैं किन्तु वायदा वक्र के अगले सिरे पर मूल्य स्थिर बने रहते हैं क्योंकि आगे चलकर आपूर्ति अधिक होने की प्रत्याशा रहती है। स्रोत: <http://lexicon.ft.com/Term?term=backwardation>

⁴ पण्य वायदा बाजार में तेजी- बदला का आशय ऐसी स्थिति से है जहां हाजिर अथवा निकट-अवधि की संविदा का मूल्य वक्र के दीर्घ सिरे पर वायदा संविदा के मूल्य से कम है। स्रोत: <http://lexicon.ft.com/Term?term=contango>

⁵ इस समझौते के तहत 2019 के पहले छह महीनों के दौरान बाजार से प्रतिदिन कच्चा तेल कम होकर 1.3 मिलियन बैरल से 1.2 मिलियन बैरल होगा और जिसमें ओपेक देशों के उत्पादन में 0.8 मिलियन बैरल प्रतिदिन की कटौती और गैर-ओपेक सहभागी देशों की 0.4 मिलियन बैरल प्रतिदिन की कटौती शामिल है।



में गिरावट के साथ ही तेल बाजार में मजबूती की प्रत्याशा के चलते 2019 में कीमतों में प्रत्यावर्तन देखने में आया और इसके परिणामस्वरूप तेल के वायदा बाजार में मंदी का रुख लौट आया (चार्ट V.1.2)। चूंकि कच्चे तेल की कीमतें बढ़ने लगी थी, इसलिए कच्चे तेल के बाजारों में जनवरी 2019 के मध्य से अंतर्निहित अस्थिरता में काफी नरमी दिखाई देने लगी।

ऐतिहासिक दृष्टि से, कच्चे तेल की कीमतें मुख्य रूप से तीन कारकों से प्रभावित होती रही हैं, जैसे कि (i) मांग-आपूर्ति संतुलन; (ii) कच्चे तेल के स्टॉक का स्तर; और (iii) कच्चे तेल में सट्टेबाजी की प्रवृत्ति (जुवेनल एवं पीट्रेला, 2015)। इसे ब्रेंट कीमतों के निर्धारक कारकों के विश्लेषण द्वारा प्रतिपादित किया गया है जो जनवरी 2011 से फरवरी 2019 के मासिक आंकड़ों पर आधारित है।

ब्रेंट कच्चे तेल के मूल्य के निर्धारकों को चिन्हित करने के लिए निम्नलिखित समीकरणों का आकलन किया गया है:

माध्य समीकरण

$$\Delta P = a_0 + a_1 \varepsilon_{t-1} + a_2 \Delta I_{t-1} + a_3 \Delta I_{t-2} + a_4 NS_t + a_5 Spec_t + a_6 pmi_{t-1} + \varepsilon_t$$

अंतर समीकरण

$$\sigma_t^2 = b_0 + b_1 \varepsilon_{t-1}^2 + b_2 \varepsilon_{t-2}^2 + b_3 SpecExit_t + b_4 SpecEntry_t$$

जहाँ ΔP ब्रेंट कच्चे तेल के मूल्य में वार्षिकीकृत प्रतिशत अंतर है; ΔI वैश्विक इनवेंटरी में वार्षिकीकृत प्रतिशत अंतर है; NS निवल आपूर्ति (वैश्विक कच्चे तेल की आपूर्ति - वैश्विक कच्चे तेल की मांग) है; $Spec$ ब्रेंट बाजार में निवल दीर्घ आनुमानिक स्थितियों में वार्षिकीकृत प्रतिशत अंतर है; pmi यूएस मैनुफैक्चरिंग पचेसिंग मैनेजर्स इंडेक्स

जो वैश्विक कुल मांग का प्रतिनिधित्व करता है; $SpecExit = -1 * Spec * D$; $SpecEntry = Spec * (1-D)$; जहाँ $D=1$, $Spec$ यदि <0 और 0 अन्यथा।

$$a_0 = (-)17.83 (0.03); a_1 = (+)0.28 (0.01); a_2 = (-) 0.52 (0.14); a_3 = (-) 0.93 (0.01); a_4 = (-) 14.16 (0.05); a_5 = (+)0.14 (0.00); a_6 = (+) 3.43 (0.02)$$

$$b_0 = (+)5.09 (0.00); b_1 = (+) 0.83 (0.00); b_2 = (+) 0.10 (0.35); b_3 = (+) 0.004 (0.06); b_4 = (+) 0.007 (0.03)$$

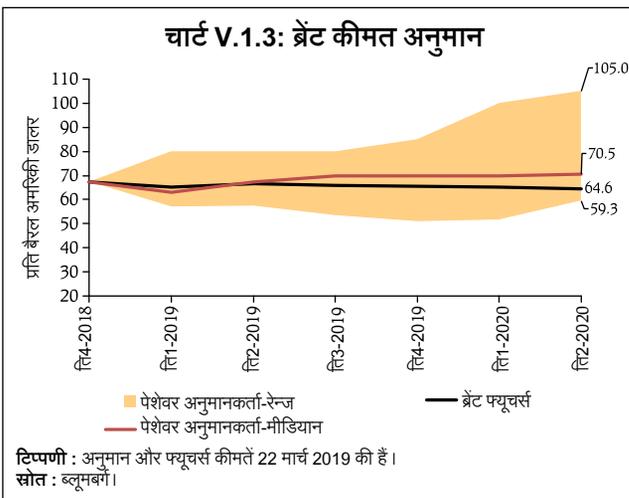
(p-मूल्य कोष्ठक में)

प्रायोगिक अनुमान बताते हैं कि वैश्विक इनवेंटरी में कोई भी वृद्धि कच्चे तेल की कीमतों को उल्लेखनीय रूप से घटाने की कोशिश करती है। यथा अपेक्षित, निवल आपूर्ति शेष भी कीमतों को नकारात्मक रूप से प्रभावित करती है। दूसरी तरफ, सकल मांग में वृद्धि कच्चे तेल की कीमतों को उल्लेखनीय रूप से बढ़ा देती है। साथ ही, बाजार में सट्टेबाजी गतिविधि भी कीमतों को बढ़ाने की कोशिश करती है। ब्रेंट कीमतों में उतार-चढ़ाव को बाजारों में सट्टेबाजी गतिविधि की मात्रा के द्वारा निर्धारित किया जाता है। यद्यपि, बड़ी एक्विजिट और एन्ट्री-दोनों की परिवर्तनीयता को बढ़ाती हैं, वहीं उतार-चढ़ाव पर स्पेकुलेटिव एन्ट्री का वृहत्तर प्रभाव पड़ता है।

2019 में देखा जाए तो मांग-आपूर्ति संतुलन की दृष्टि से उत्पादन कटौती पर ओपेक समझौते का पालन करना मुख्य कारक होगा। हाल में ओपेक उत्पादन में कटौती का 94 प्रतिशत⁶ तक पालन देखा गया है और रिपोर्ट⁷ यह भी है कि ओपेक अप्रैल 2019 में होनेवाली अपनी बैठक में उत्पादन कटौती को 2019 में आगे बढ़ा सकता है। योजनाबद्ध उत्पादन कटौती के अलावा वेनेजुएला से संबंधित बिगड़ते वैश्विक-राजनीतिक तनावों और ईरान के निर्यात पर लगाए गए प्रतिबंधों ने अम्लयुक्त कच्चे तेल की बिगड़ती वैश्विक आपूर्ति को प्रभावित किया है। इसके अतिरिक्त, शिपिंग इंधन के बारे में अंतरराष्ट्रीय मैरीटाइम संगठन (आईएमओ) 2020 वैश्विक सल्फर उच्च सीमा के लागू किए जाने से अम्लयुक्त ग्रेड के कच्चे तेल पर अतिरिक्त दबाव पड़ेगा। इन कारकों ने मिलकर विश्व के कच्चे तेल के बाजारों पर दबाव बना दिया है, और इसके फल स्वरूप ब्रेंट एवं दुबई/ओमान के कच्चे तेल की कीमतों का अंतर कम हुआ है। निकट भविष्य में कच्चे तेल की आपूर्ति के प्रति रुख भी अमेरिकन शेल तेल (जारी...)

⁶ अंतरराष्ट्रीय ऊर्जा एजेंसी (2019), "तेल बाजार रिपोर्ट - मार्च" -मार्च 15।

⁷ गमाल आर ई. वालडिमिर सोलदातकिन और नइलिया बागिरोवा (2019), सऊदी का संकेत है कि ओपेक को 2019 के अंत तक तेल कटौती करते रहने की आवश्यकता है। रियूटर्स, मार्च 18 स्रोत: <https://www.reuters.com/article/us-opec-oil/saudi-signals-opec-may-need-to-extend-oil-cuts-until-end-2019-idUSKCN1QY0V3>



उत्पादन की वृद्धि दर पर असर डालेगा। रुख ऐसा है कि शेल तेल की वजह से अमेरिका 2021 तक कच्चे तेल के निवल निर्यातकों में से एक होगा (आईईए, 2019)। तथापि, निकट भविष्य में ऐसे संकेत नजर आ रहे हैं कि निवेशकों के सतर्क होने एवं नकदी प्रवाह पर अधिक जोर देने की वजह से शेल तेल रिग की दरों में मंदी आ सकती है। चूंकि नए निवेशक कीमतों से मिलनेवाले संकेतों का इंतजार कर रहे हैं अतएव आनेवाले दिनों में शेल तेल की तेजी में कुछ ठहराव आ सकता है।

कच्चे तेल की कीमतों के प्रति भावी रुख को प्रभावित करनेवाला एक महत्वपूर्ण कारक है तेल की मांग का वैश्विक परिदृश्य। 2019 में अब तक उच्च बारंबारता संकेतक पण्यों के लिए बढ़ती चाहत को दर्शाते हैं जिससे ऊर्जा सूचकांक 2019 में अब तक का सर्वाधिक प्रतिलाभ दर्ज कर रहे हैं। इस साल अब तक शेयर बाजारों एवं पण्यों के संबंधों में भी मजबूती आई है⁸। ऐतिहासिक रूप से, कच्चे तेल की

कीमत के निर्धारकों पर आंकलन परिणाम दर्शाते हैं कि बड़े सट्टेबाजी हितों और ऐसी स्थितियों के विस्तार के समय, कच्चे तेल में बढ़ी हुई वित्तीय हितों ने कीमतों में उतार-चढ़ाव को उल्लेखनीय रूप से तीव्र किया है। मौजूदा व्यापार प्रतिरोधों का समाधान होते ही वैश्विक मांग संभावनाओं में सुधार होगा जिससे कच्चे तेल की कीमतों में वृद्धि होगी। इसका परिणाम यह हो सकता है कि कच्चे तेल की वायदा कीमतों के दीर्घकालीन सट्टेबाजी में इजाफा हो और संभवतः उसकी वजह से कच्चे तेल की कीमतों में और भी बढ़ोतरी देखने में आए। दूसरी ओर, 10 वर्षीय प्रतिफल वक्र के उत्क्रमण से अमेरिका⁹ में दोबारा मुखरित हुई मांग रुख संबंधी चिंताएं दीर्घावधि सट्टेबाजी प्रवृत्ति में तेजी से गिरावट ला सकती हैं जिसे प्रमुखता से कीमतों में गिरावट के रूप में देखा जा सकता है।

एक आधारभूत मामले में, एक ओर उच्चतर कीमतों के लिए ओपेक का जोरदार दबाव और दूसरी ओर यदि कीमतों में उल्लेखनीय वृद्धि होती है तो शेल तेल उत्पादकों की ओर से होनेवाली जोरदार प्रतिक्रिया की संभावना वर्ष के दौरान कच्चे तेल की कीमतों को एक दायरे में रखेगी जिसे पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं के माध्यम अनुमानों एवं वायदा वक्र में भी देखा जा सकता है (चार्ट V.1.3)।

संदर्भ:

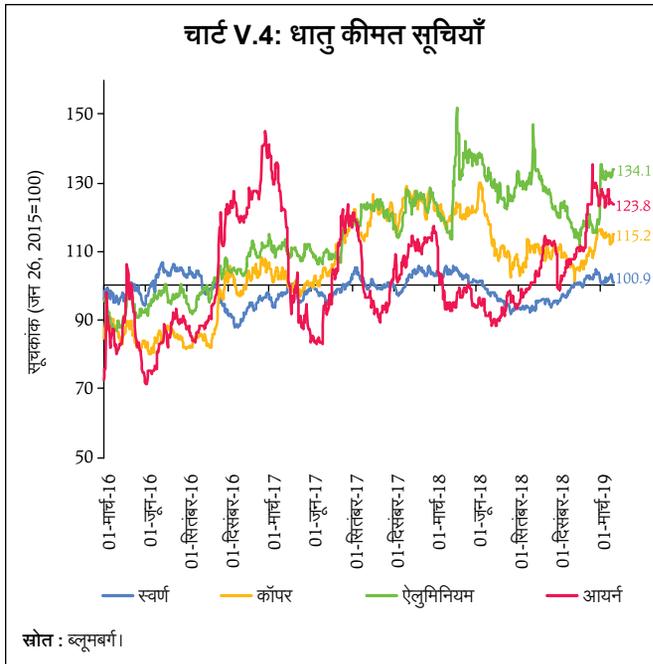
- हेमिल्टन जे.डी.(2008), “अंडरस्टैंडिंग क्रूड ऑयल प्राइसेस,” एनबीईआर वर्किंग पेपर सं. 14492, नवंबर।
- इंटरनेशनल एनर्जी एजेंसी(2019), “ऑयल 2019: एनालिसिस एंड फॉरकास्ट टू 2024”, मार्च।
- जुवेनल,एल., एंड आई. पीट्रेला, (2015), “स्पेक्यूलेशन इन दि ऑयल मार्केट्स”, *जर्नल ऑफ अप्लायड इकॉनॉमिक्स*. 30, पृष्ठ 621-649

चलते इसकी कीमतों में बढ़ोतरी बनी रही जिसमें बीच में फरवरी में एक बार गिरावट देखने में आई जिसकी वजह रही डालर की मजबूती एवं चीन-अमेरिका के बीच कारोबार में सकारात्मक रुख की खबर। आगे चलकर कमजोर वैश्विक आर्थिक परिदृश्य एवं केंद्रीय बैंकों के समायोजक नीतिगत रुख के चलते इसने अपने कुछ घाटे की भरपाई कर ली (चार्ट V.4)।

प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (ईई) एवं कई महत्वपूर्ण उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएम्ई) में मुद्रास्फीति कम रही। ईई में से अमेरिका

में नवंबर 2018 से सीपीआई मुद्रास्फीति में गिरावट हुई और वह ऊर्जा कीमतों में लगातार गिरावट एवं कमजोर आर्थिक गतिविधियों की वजह से 2.0 प्रतिशत से नीचे बनी रही। मुद्रास्फीति मापने हेतु फेड का पसंदीदा जरिया, मूलभूत निजी उपभोग व्यय (पीसीई) दिसंबर के 2.0 प्रतिशत से घटकर जनवरी 2019 में 1.8 प्रतिशत (वर्ष-दर-वर्ष) हो गया और निकटतम संवृद्धि परिदृश्य को लेकर बढ़ी हुई निराशा के कारण 2019 की पहली तिमाही में इसके कमजोर हो जाने की उम्मीद है। ऊर्जा की गिरती कीमतों एवं कमजोर संवृद्धि की

⁸ रामकुमार . ए (2019) “ऑयल्स फास्ट स्टार्ट इज वन फॉर रिकॉर्ड बुक्स” वाल स्ट्रीट जर्नल, ईस्टर्न संस्करण; न्यूयार्क 28 फरवरी।
⁹ लेसायास. एम (2019) “द पेनिक ओवर यील्ड कर्व इन्वर्जन, एक्सप्लेनड” वॉक्स। 25 मार्च स्रोत: <https://.voxx.com/2019/3/25/18279705/yield-curve-inversion-recession-explained>.



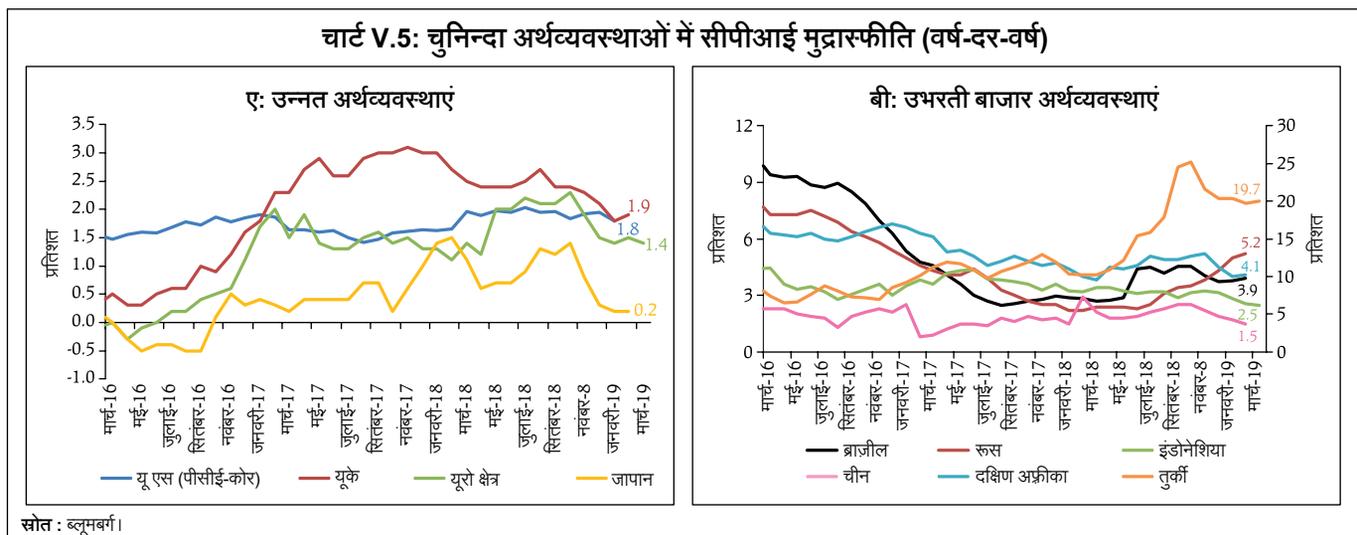
वजह से यूरो क्षेत्र में मुद्रास्फीति में अक्टूबर 2018 से सतत गिरावट आई है। जापान में खाद्य सामग्री, परिवहन एवं आवास की गिरती कीमतों की वजह से मुद्रास्फीति में नरमी आई और यह फरवरी 2019 में 0.2 प्रतिशत (वर्ष-दर-वर्ष) पर पहुंच गई (चार्ट V.5 ए)।

कई ईएमई में मुद्रास्फीति कारक दबावों में नरमी आ रही है (चार्ट V.5 बी)। अमेरिका-चीन व्यापार वार्ता में अनिश्चितता के चलते नरम घरेलू एवं अंतरराष्ट्रीय मांग से फरवरी 2019 में चीन की उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति गिरकर 1.5 प्रतिशत हो गई। ब्राजील में अक्टूबर 2018 से मुद्रास्फीति में गिरावट आई है जिसकी वजह है तेल की कीमतों में तीव्र गिरावट तथा सरकार द्वारा नियंत्रित कीमतों में कटौती। तथापि,

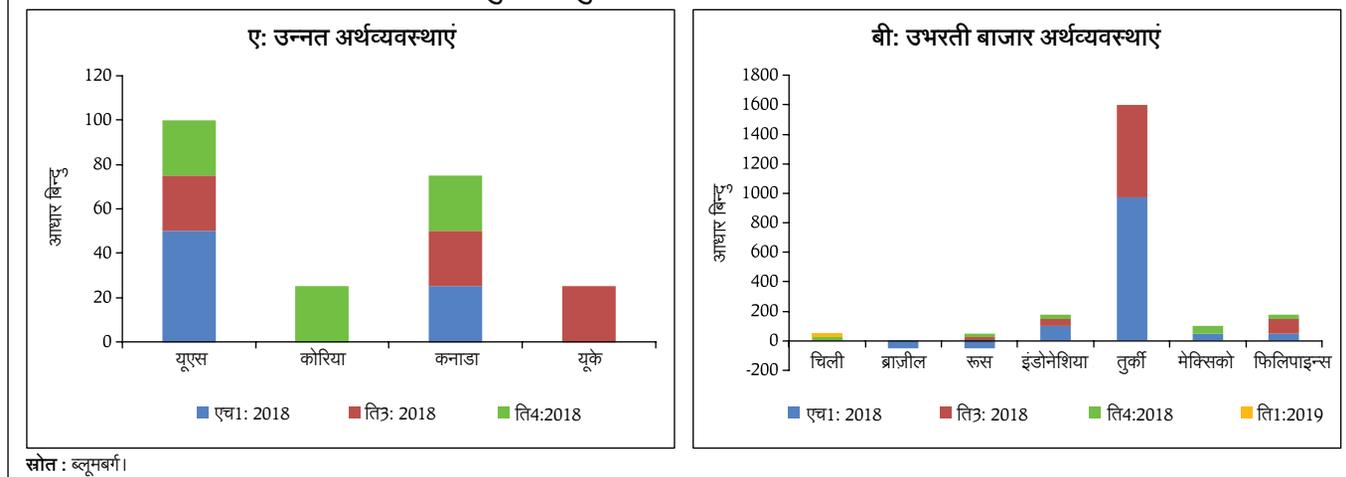
फरवरी में खाद्य पदार्थों एवं शराब से इतर पेय पदार्थों की कीमतों में वृद्धि के चलते मुद्रास्फीति में मामूली बढ़ोतरी हुई। दक्षिणी अफ्रीका में, ऊर्जा की गिरती कीमतों के कारण, पहली तिमाही में मुद्रास्फीति दर शिथिल हुई है। रूस में, बढ़े हुए मूल्य संवर्धित कर और कमजोर रुबल के कारण, मुद्रास्फीति दो वर्षों में उच्चतम स्तर पर पहुंचकर फरवरी में लगभग 5 प्रतिशत हो गई। इंडोनेशिया में मुद्रास्फीति 2018 की चौथी तिमाही के दौरान 3.5 प्रतिशत के लक्ष्य से कम रही और नियंत्रित कीमतों में अपस्फीति के कारण मार्च में और भी निचले स्तर पर पहुंच गई। तुर्की में कठोर मौद्रिक नीति रुख के साथ ही विपरीत घरेलू एवं वैश्विक परिस्थितियों के चलते मुद्रास्फीति में अक्टूबर 2018 से सतत गिरावट देखने में आई।

V.3 मौद्रिक नीति रुझान

धीमी होती वैश्विक अर्थव्यवस्था और जारी अमरीकी चीनी व्यापार झगड़ों के कारण अधिकांश आई और ईएमई में मौद्रिक नीति और अधिक समायोजनकारी हो रही है। अमरीकी फेड ने नीतिगत दर को 2018 में चार बार बढ़ाने के बाद 2019 में अपनी बैठक में अब तक 2.25 – 2.50 प्रतिशत पर अपरिवर्तित रखा। साथ ही, फेड ने संकेत दिया कि वह भविष्य में नीतिगत समायोजनों में धैर्य रखेगा। यूरोपीय केंद्रीय बैंक (ईसीबी) ने अपनी ब्याज दरों को अपरिवर्तित रखा जबकि आर्थिक परिदृश्य में निम्नगामी जोखिम बढ़ रहे थे (चार्ट V.6ए)। मार्च 2019 में, ईसीबी ने लक्षित दीर्घकालिक पुनर्विंतीयन परिचालन क्रियाओं (टीएलटीआरओ-III) की घोषणा की जो सितंबर 2019 में शुरू होकर मार्च 2021 में समाप्त होगी। इनमें से प्रत्येक की परिपक्वता दो वर्ष की होगी। यह संवृद्धि परिदृश्य के बारे में चिंता को दर्शाता है और कम से कम 2019 के अंत तक मौद्रिक नीति दरें निम्न



चार्ट V.6: चुनिंदा प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं में नीति दर परिवर्तन



स्तर पर बनी रहने का संकेत करती है। बैंक ऑफ जापान (बीओजे) ने अपने उच्च निभावकारी मौद्रिक नीति रुझान को पहली तिमाही में जारी रखा क्योंकि इसने अक्तूबर 2019 में कार्यान्वित किए जाने वाले खपत कर में वृद्धि के कारण आर्थिक गतिविधियों में कमजोरी की प्रत्याशाओं को देखते हुए जनवरी 2019 में अपने मौद्रिक पूर्वानुमानों में कटौती की।

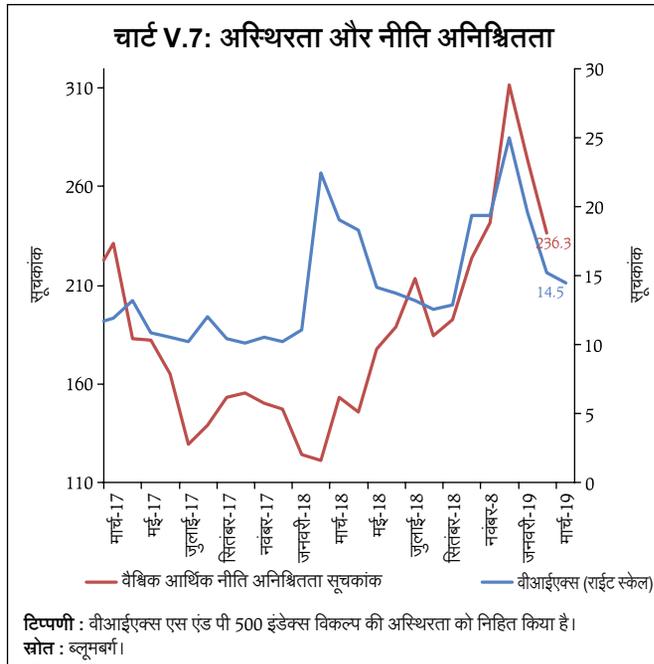
तेल के कम मूल्यों और कमजोर मांग के फलस्वरूप मुद्रास्फीति दबावों में कमी के कारण, कई उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति रुझान भी और अधिक निभावकारी हो रहे हैं। ब्रिक्स देशों में, पीपुल्स बैंक ऑफ चाइना ने अपने “विवेकपूर्ण और तटस्थ” नीति रुझान को बनाए रखा तथा और अधिक प्रगामी, लचीली और लक्षित नीति प्रतिक्रियाओं का संकेत दिया। उधार को प्रोत्साहित करने के लिए पीपुल्स बैंक ऑफ चाइना ने आरक्षित निधि अपेक्षा अनुपात को कम किया और जनवरी 2019 में लघु और मध्यम उद्यमों को दिए जाने वाले ऋणों के लिए मूल्यांकन के मानक में समायोजन किया। ब्राजील ने फरवरी-मार्च में नीतिगत दरों को अपरिवर्तित रखा। रूस ने दिसंबर में अपनी नीति दरों को बढ़ाने के पश्चात, 2019 की पहली तिमाही में इसे अपरिवर्तित रखा। दक्षिण अफ्रीका ने नवंबर में अपनी नीति दर को बढ़ाने के पश्चात पहली तिमाही में अपरिवर्तित रखा। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में मैक्सिको ने 2018 की चौथी तिमाही में अपनी नीति दरों को दो बार बढ़ाया। ऐसा बढ़ती मुद्रास्फीति के जोखिम और नई सरकार की आर्थिक नीतियों के इर्द गिर्द अनिश्चितताओं के कारण करना पड़ा। तथापि, इसने पहली तिमाही में अपनी नीति दर को अपरिवर्तित रखा। चिली ने आर्थिक नीतियों में आई गतिशीलता के अनुरूप अक्तूबर-जनवरी के दौरान दो बार अपनी नीति दरों को बढ़ाया। इसने मुद्रास्फीति में नरमी के चलते

अपनी मार्च बैठक में नीति दर को अपरिवर्तित रखा। इंडोनेशिया पहली तिमाही में अपनी नीति दर को अपरिवर्तित रखा। फिलीपीन्स ने पहली तिमाही में धीमी संवृद्धि और मौद्रिक प्रत्याशाओं के कारण अपनी नीति दर को अपरिवर्तित रखा (चार्ट V. 6 बी)।

V.4 वैश्विक वित्तीय बाजार

वित्तीय बाजार, जो अगस्त 2018 में उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रा बाजार के दबावों के प्रभाव से मुश्किल से उबर पाए थे, प्रतिकूल समष्टि आर्थिक और भू राजनैतिक गतिविधियों के कारण 2018 की चौथी तिमाही में इक्विटी की बिक्री के रूप में नए सिरे से आई अस्थिरता से अस्त व्यस्त हो गए। निवेशकों को 2018 में अमरीकी डालर की सुदृढ़ता, व्यापारगत विवाद और पाबंदियों सहित कई अर्थहीन गतिविधियों का सामना करना पड़ा। आर्थिक नीति अनिश्चितता सूचकांक भी प्रतिकूल आर्थिक और राजनैतिक गतिविधियों के कारण चौथी तिमाहि में ऊर्ध्वगामी रहा (चार्ट V.7)। इनमें से कुछ आघातों में कमी आई और बाजार 2019 में सापेक्षिक रूप से धीमी गति से आगे बढ़ा क्योंकि केंद्रीय बैंकों ने समायोजन का संकेत दिया और चीन- अमरीका के व्यापार संघर्षों के समाधान की प्रत्याशाओं को आधार मिला।

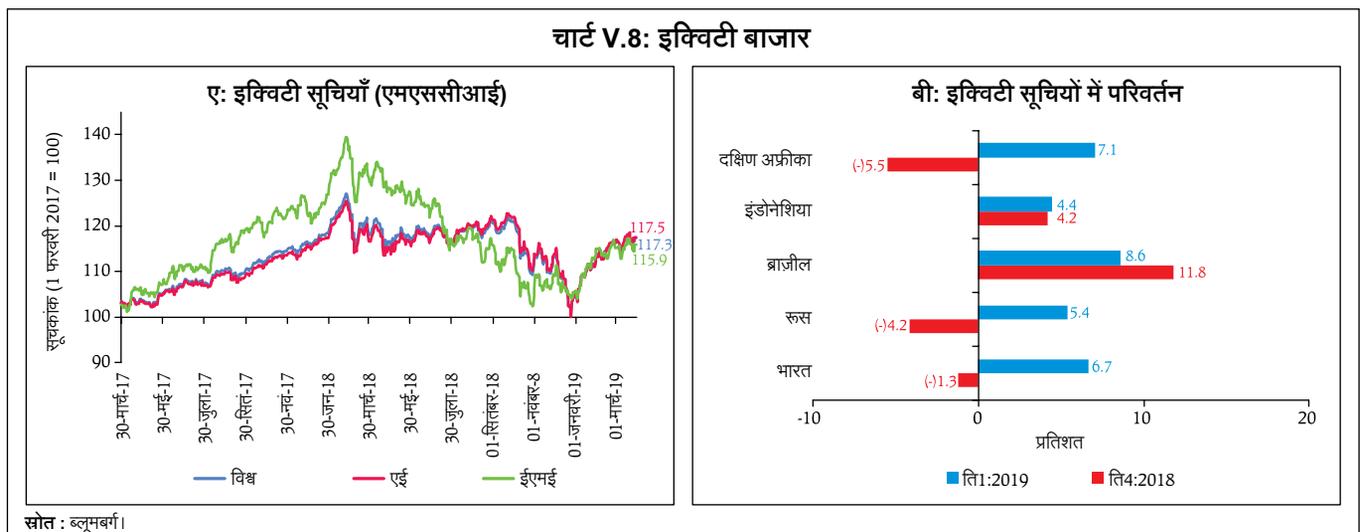
2018 की चौथी तिमाही के दौरान वैश्विक इक्विटी मूल्यों में बिक्री का दबाव दिखा, विकसित और उभरती दोनों अर्थव्यवस्थाओं के इक्विटी बाजारों में घटनाओं की श्रृंखला के कारण तीव्रता से गिरावट आई जैसे फेड की कड़ाई के कारण बॉन्ड मूल्यों में वृद्धि, निरंतर जारी व्यापार झगड़े और यूरोप में राजनैतिक अनिश्चितता। अमरीकी शेयर बाजार में अक्तूबर में सुधार हुआ लेकिन इसमें आर्थिक मंदी के प्रति चिंताओं और व्यापार गत तनावों के कारण बेहतर कमाई के बावजूद प्रौद्योगिकी सूचकांक द्वारा नीचे धकेल दिया गया। अन्य



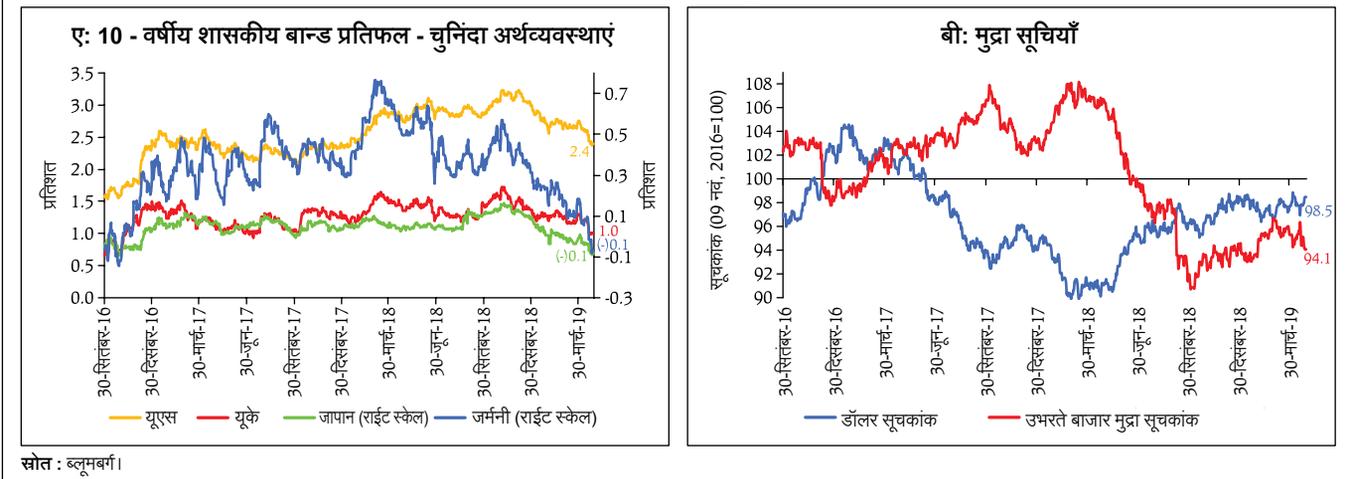
विकसित अर्थव्यवस्थाओं के बीच, वृतांत व्यापक रूप से अपरिवर्तित रहा क्योंकि इटली और ब्रेक्जिट सहित यूरोप में राजनैतिक तनाव के कारण बाजारों में गिरावट आई। कच्चे तेल के मूल्यों में गिरावट और अमरीकी डॉलर के मूल्य में वृद्धि ने भी नवंबर में जोखिम भावों को प्रतिकूल रूप से प्रभावित किया। वैश्विक इक्विटी बाजार में चौथी तिमाही के अंत तक बिकवाली की स्थिति जारी रही जो अमरीकी सरकार के शट डाउन की संभावना के प्रति बाजार प्रतिक्रिया और फेड नीति की दिशा के संबंध में सामान्य असंतोष को दर्शाती है। फिर भी, स्थिति को उलटते हुए 2019 की पहली तिमाही के दौरान वैश्विक वित्तीय बाजारों ने अपने नुकसान की भरपाई कर ली। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के शेयर बाजारों में जनवरी में काफी अधिक लाभ

दिखा जो अमरीका-चीन की व्यापार वार्ता के प्रति सुधरते परिदृश्य और फेड द्वारा निभावकारी मौद्रिक नीति रुझान के कारण बढ़कर 7.7 प्रतिशत हो गया। अमरीका में इक्विटी बाजार में मजबूती आई जिसने दिसंबर की अधिकांश हानियों को ठीक कर दिया। जैसे जैसे वैश्विक बाजारों में अच्छा प्रदर्शन हुआ यूरोपियन इक्विटी में वृद्धि हुई। लेकिन इस उत्साह को सॉफ्ट इकोनॉमिक डेटा, ब्रेक्जिट और इटली की आर्थिक व्यथा ने नीरस कर दिया। जापानी इक्विटी में वैश्विक इक्विटी के अनुरूप मजबूती आई लेकिन मिश्रित आर्थिक डेटा और बैंक ऑफ जापान का मुद्रास्फीति के प्रति निम्नगामी दृष्टिकोण निवेशक की भावनाओं पर भारी पड़ा और लाभ सीमित हो गए। कम प्रतिकूल वैश्विक वातावरण की पृष्ठभूमि में देश-विशिष्ट कारकों के चलते पहली तिमाही में उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के स्टॉक बाजार में लाभ हुआ क्योंकि प्रमुख केंद्रीय बैंकों ने नीति दरों में वृद्धि को विराम दे दिया। ब्राजील में, स्टॉक बाजार में बेहतर कारोबारी भावों और पेंशन सुधारों की घोषणा के चलते वृद्धि हुई। चीनी इक्विटी को भी व्यापार वार्ता में सकारात्मक गतिविधियों और घरेलू प्रोत्साहन योजनाओं के चलते लाभ हुआ। रूसी इक्विटी में कच्चे तेल और रूबल में काफी अधिक लाभ के चलते पहली तिमाही में वृद्धि हुई (चार्ट V.8)

2018 की चौथी तिमाही के दौरान बॉन्ड के प्रतिफल कम हुए जो अधिक जोखिम लेने के प्रति अरुचि और व्यापार तनाव, ब्रेक्जिट तथा इटली में राजनैतिक चिंताओं से जनित अनिश्चितता संबंधी अस्थिरता को दर्शाता है। फेड की डोविश टिप्पणी के कारण अमरीकी 10 वर्षीय खजाना प्रतिफल में गिरावट आई। यूरोप में, बॉन्ड के प्रतिफल में आर्थिक आंकड़ों में नरमी के कारण गिरावट आई, यद्यपि ईसीबी ने अपनी दिसंबर बैठक में पुष्टि की कि वह बॉन्ड खरीद कार्यक्रम को समाप्त कर देगा। जापानी बॉन्ड प्रतिफल में वृद्धि



चार्ट V.9: बान्ड प्रतिफल और मुद्रा उतार-चढ़ाव



की चिंताओं से उपजी जोखिम लेने की कमजोर चाहत के कारण काफी अधिक गिरावट आई और यह दिसंबर 2018 में ऋणात्मक क्षेत्र में पहुँच गई।

अमरीका में, मिश्रित आर्थिक डेटा और केंद्रीय बैंकों द्वारा सचेतक भाषा अपनाने के कारण 2019 की पहली तिमाही में बॉन्ड के प्रतिफल में गिरावट जारी रही जबकि जापान में बॉन्डों के प्रतिफल में जनवरी में संक्षिप्त सुधार के पश्चात ऋणात्मक स्तर तक गिरावट आई। यूरो क्षेत्र में बान्ड प्रतिफल मार्च में ऋणात्मक स्तर तक खिसक गया। जैसे-जैसे चौथी तिमाही आगे बढ़ी मुद्रास्फीति के दबाव में कमी, ऊर्जा के कम मूल्य और नरम मौद्रिक नीति रुझान के कारण उभरते बाजारों के बान्ड प्रतिफलों में गिरावट आई (चार्ट V.9ए)।

फेड के सख्त मौद्रिक नीति रुझान और मजबूत आर्थिक डेटा के कारण 2018 की चौथी तिमाही के अधिकांश भाग के दौरान अमरीकी डॉलर में मजबूती रही, हालांकि, तिमाही के अंत में मामूली कमी आई दिसंबर 2018 में इसमें 2019 में फेड रुझान के नरम रहने की प्रत्याशा में गिरावट आई थी। फेड के नरम मौद्रिक नीति रुझान और कमजोर विनिर्माण डेटा के कारण अमरीकी डॉलर में आई कमजोरी 2019 के अधिकांश भाग में व्याप्त रही, हालांकि पहली तिमाही में यह तेजी की स्थिति में सिमटी क्योंकि अमरीकी अर्थव्यवस्था का अपने समकक्ष अर्थव्यवस्था की तुलना में निष्पादन अपेक्षाकृत बेहतर था। वैश्विक संवृद्धि में मंदी के भय के साथ साथ निरंतर बने रहे व्यापार तनावने जापानी येन को मजबूती प्रदान करने में अपना योगदान किया। यद्यपि इसने कमजोर विनिर्माण डेटा के कारण 2019 की पहली तिमाही में कुछ आधार खोया। कुछ सदस्य देशों में अस्थिरता जारी रहने के कारण चौथी तिमाही में अमरीकी डॉलर की तुलना में यूरो में गिरावट आई। नवंबर के दौरान ब्रेक्जिट और इटली के इर्द गिर्द राजनैतिक तनाव ने स्थिति को और खराब किया लेकिन

अमरीकी डॉलर की कमजोरी में दिसंबर में थोड़ा सा सुधार हुआ। वर्ष के अंत में यूरो अपनी तेजी को बनाए रखने में असफल रहा और यूरोप में व्यापक मंदी के भय के कारण 2019 की पहली तिमाही में बिक्री का दबाव दिखा। अधिकांश उभरती बाजार मुद्राएं उस निम्नगामी दबाव से बाहर आ गईं जिसे तुर्की संकट के पश्चात उन्होंने अनुभव किया था, इससे 2018 की पहली तिमाही के दौरान उनकी पुरानी हानियाँ कम हुईं। फेड ने अन्य सकारात्मक घटनाओं जैसे तेल के नरम मूल्य, चीन द्वारा मौद्रिक ईजिंग तथा कम होते व्यापार तनावों के साथ-साथ फेड द्वारा दर सामान्यीकरण चरण को समाप्त करने का संकेत दिए जाने पर वर्ष 2019 में उन्होंने तेज रुख के साथ शुरुआत की हालांकि देश-विदेश के घटनाक्रम तथा विश्व में संवृद्धि के प्रति कमजोर होते हुए परिदृश्य के कारण फरवरी के मध्य में दबाव महसूस किया। अक्टूबर 2018 और मार्च 2019 के बीच, जे पी मार्गन के उभरते बाजार मुद्रा सूचकांक में 0.5 प्रतिशत की वृद्धि हुई यद्यपि मुद्राएँ 2018 के ग्रीष्म में दिखे उनके स्तर के नीचे कारोबार कर रही थीं (चार्ट V.9बी)।

V.5 निष्कर्ष

संक्षेप में, वैश्विक आर्थिक गतिविधियों में एक समान गिरावट दिख रही है, यद्यपि कई अर्थव्यवस्थाओं के राजकोषीय और मौद्रिक प्राधिकारियों के सहज नीतिगत रुझान से गिरावट की गति को विराम मिलने की उम्मीद है। वैश्विक व्यापार परिदृश्य अनिश्चित है क्योंकि विश्व की बड़ी अर्थव्यवस्थाएँ एक सौदा प्राप्त करने के लिए संघर्ष कर रही हैं। विभिन्न भौगोलिक क्षेत्रों में मुद्रास्फीति का दबाव वस्तुओं के कम मूल्य और घटती मांग के मद्देनजर नरम बना हुआ है। वैश्विक वृद्धि और व्यापारगत चिंताएं वर्ष 2019 के दौरान प्रमुख विषय बने रहने की उम्मीद है, ये बाजार को संचालित करेंगी और भावी मौद्रिक तथा राजकोषीय कार्रवाइयों को संतुलित करेंगी।