

## I. समष्टि आर्थिक दृष्टिकोण

घरेलू आर्थिक गतिविधियों में वर्ष 2018-19 में जो मंदी शुरू हुई थी वह वर्ष 2019-20 की पहली छमाही तक बनी रही। यह अनुमान है कि हेडलाइन उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) वर्ष 2019-20 की शेष अवधि में तथा वर्ष 2020-21 के प्रारम्भिक महीनों में लक्ष्य से नीचे बना रहेगा। यह उम्मीद की जाती है कि वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद (जीडीपी) वृद्धि वर्ष 2019-20 की दूसरी छमाही में बहाल हो जाएगी, क्योंकि आधारगत प्रभाव अनुकूल था और गत मौद्रिक नीति संबंधी कार्रवाई प्रसारित हो चुकी थी। सरकार द्वारा किए गए अनेक उपायों से संवृद्धि की संभावना अच्छी बन गई है। अमरीका-चीन के बीच व्यापार संबंधी तनावों को लेकर विश्व में अनिश्चितता के तीव्र हो जाने, ब्रेक्सिट की मुश्किलें और भू-राजनैतिक तनाव बेसलाइन संवृद्धि पथ के प्रति नकारात्मक जोखिम हैं।

### 1.1 अप्रैल 2019 की एमपीआर के बाद से अब तक हुई मुख्य प्रगति

अप्रैल 2019 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट (एमपीआर) के प्रकाशन के बाद की अवधि में जैसाकि उच्च आवृत्ति के संकेतकों से पता चलता है, वैश्विक आर्थिक गतिविधियां और भी कमजोर हो गयी हैं। अप्रैल की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में जिन नकारात्मक जोखिमों को चिह्नित किया गया था वे अब दिखाई देने लगे हैं जैसे-व्यापारगत तनावों का गहरा जाना, ब्रेक्सिट व्यतिक्रम की बढ़ती संभावनाएं, कच्चे तेल की कीमतों में अस्थिरता, अशांत भू-राजनैतिक और आर्थिक घटनाओं के चलते वित्तीय बाजार में जोखिम-सहित एवं जोखिम-रहित मनोभावों का बने रहना। इन सब के होने से वैश्विक संवृद्धि ने 2019 की पहली तिमाही में जो गति पकड़ी थी, उसने उसे खो दिया है। इस चक्र के बचाव में उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (ईई) और उभरती अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) ने जवाबी कार्रवाई के रूप में मौद्रिक नीति को सहज बनाना शुरू कर दिया है। वैश्विक व्यापार अधिक संकुचन में चला गया है, जिसकी चोट का प्रभाव निवेश एवं औद्योगिक उत्पादन, खासतौर से विनिर्माण क्षेत्र को प्रभावित कर रहा है। इसकी अनुकम्पा से वस्तुओं के मूल्यों में भारी गिरावट आ गयी है, साथ ही अगस्त में कच्चे तेल की कीमतें डांवाडोल हो रही थीं और सुरक्षित स्थान पर पैसा लगाने की मांग की वजह से स्वर्ण की कीमतें तेज हो रही थीं। चीन की रेनमिनबी में अगस्त के प्रारम्भ से ही मूल्यहास होने के कारण विदेशी मुद्रा बाजार अस्थिर हो गए थे। लेकिन सऊदी अरब की तेल सुविधा

पर हुए हमले एवं विश्व में तेल की आपूर्ति में अत्यधिक बाधा उत्पन्न होने से सितम्बर के मध्य तक कच्चे तेल की कीमतें संभली रहीं।

घरेलू स्तर पर, आर्थिक गतिविधियों में जो मंदी वर्ष 2018-19 की दूसरी तिमाही में शुरू हुई थी वह वर्ष 2019-20 की पहली छमाही तक जारी रही। वास्तविक जीडीपी वृद्धि की वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में जो स्थिति थी वह पिछली 25 तिमाहियों से भी कम हो गई थी क्योंकि निजी उपभोग और निवेश कमजोर हो गए थे और दूसरी तिमाही के उच्च आवृत्ति संकेतक इस बात की ओर इशारा कर रहे थे कि सकल मांग की गहनता के विभिन्न घटकों में धीमापन आ रहा था। हालांकि कृषि एवं संबद्ध गतिविधियों के क्षेत्र में वृद्धि के आसार पैदा हो रहे हैं। दक्षिण-पश्चिम मानसून जो प्रारम्भ में देर से शुरू हुआ था उसकी कमी की भरपाई जुलाई-सितंबर में जमकर हुई वर्षा से पूरी हो गई। जलाशयों का स्तर बढ़कर संतोषजनक स्तर तक आ गया है जो रबी फसल की बुवाई के लिए पर्याप्त है तथा खाद्यान्न का भंडार बफर मानदंड के स्तर से तीन गुना ज्यादा है जो अत्यधिक मुद्रास्फीति के दबाव की हालत में राहत (कुशन) प्रदान करता है। इस बीच हेडलाइन सीपीआई मुद्रास्फीति लक्ष्य के स्तर से नीचे बनी हुई है। मार्च 2019 से जहां खाद्य सामग्री की महंगाई बढ़ी हुई थी, वहीं खाद्यान्न और ईंधन को छोड़कर अन्य के लिए मुद्रास्फीति में बड़े पैमाने पर संतुलन पैदा हुआ है।

### मौद्रिक नीति समिति : अप्रैल-अगस्त 2019

द्विमासिक कार्यक्रम के अनुसार मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) की अप्रैल-अगस्त 2019 के दौरान तीन बार बैठकें आयोजित हो चुकी हैं। अप्रैल की बैठक में जहां एमपीसी ने रेपो दर में 25 आधार अंक (बीपीएस) की कमी करते हुए उसे 6.0 प्रतिशत किया (4-2 के अनुपात में मतदान के साथ) ताकि निजी निवेश बढ़े और घरेलू संवृद्धि की रफ्तार को मजबूती मिल सके, वहीं मौद्रिक नीति का रुख तटस्थ बनाए रखा (5-1 के अनुपात में मतदान के साथ)। संवृद्धि की गति में कमजोरी के आसार को, यहाँ तक कि ऋणात्मक उत्पादन-अंतर के और ज्यादा बढ़ जाने एवं अगले 12 महीने में हेडलाइन मुद्रास्फीति लक्ष्य से नीचे बनी रहने के अनुमान को देखते हुए एमपीसी ने जून 2019 की अपनी बैठक में रेपो दर को और भी 25 आधार अंक कम करने के लिए सर्वसम्मति से मतदान किया तथा मौद्रिक नीति का रुख तटस्थ से निभावकारी कर दिया।

अगस्त की बैठक में एमपीसी ने इस आधार पर कि पूरे विश्व में संवृद्धि की दर घट रही है तथा बढ़ते हुए व्यापार संबंधी तनावों ने संपूर्ण परिदृश्य के प्रति नकारात्मक जोखिम का खतरा पैदा कर दिया है

\* 04 अक्टूबर, 2019 को जारी किया गया।

जिससे घरेलू गतिविधियों में मंदी की स्थिति और प्रबल हो सकती है, नीतिगत रेपो दर को 35 आधार अंक और घटाकर 5.40 प्रतिशत कर दिया। इस अनुमान को ध्यान में रखते हुए कि दिए गए पूर्वानुमान की समय-सीमा में मुद्रास्फीति की संभावना नरम एवं लक्ष्य के भीतर बनी रहेगी, मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) के सभी सदस्यों ने नीतिगत दर को सर्वसम्मति से कम करने के लिए (4 सदस्यों ने 35 आधार अंक और दो सदस्यों ने 25 आधार अंक की कमी के लिए मतदान किया) और नीति का रुख निभावकारी बनाए रखने के लिए मतदान किया। एमपीसी का यह विचार था कि विश्व में उभरती घरेलू एवं समष्टि-आर्थिक प्रगति के चलते 25 आधार अंक की कटौती संभवतः अपर्याप्त होगी, जबकि 50 आधार अंक की कटौती ज्यादा हो जाएगी, खासतौर से इस संबंध में पहले की गई नई कार्रवाई को ध्यान में रखते हुए। समग्र रूप से, एमपीसी ने नीतिगत दर को फरवरी में 25 आधार अंक कम किया था, उसके साथ ही अप्रैल-अगस्त के दौरान कुल मिलाकर 85 आधार अंक की कटौती की गई।

एमपीसी के मतदान पैटर्न से पता चलता है कि प्रत्येक सदस्य के मूल्यांकन, प्रत्याशा तथा नीतिगत वरीयता में कितनी विविधता है, यह एक ऐसी विशेषता है जो अन्य केंद्रीय बैंकों की एमपीसी के मतदान पैटर्न से परिलक्षित होती है (सारणी 1.1)।

#### समष्टि-आर्थिक दृष्टिकोण

अध्याय II और III में अप्रैल-सितम्बर 2019 के दौरान हुई समष्टि-आर्थिक प्रगति का विश्लेषण दिया गया है और ये अध्याय स्टाफ द्वारा दिए गए अनुमानों की तुलना में मुद्रास्फीति तथा संवृद्धि के परिणामों में हुए विचलन को बताते हैं। इसकी संभावना की ओर देखें तो पता

#### सारणी 1.1: मौद्रिक नीति समिति तथा मतदान पैटर्न

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

स्रोत: केन्द्रीय बैंक वेबसाइट।

#### सारणी 1.2: निकट अवधि के पूर्वानुमानों के लिए आधारभूत अनुमान

संकेतक	एमपीआर (अप्रैल 2019)	वर्तमान एमपीआर (अक्टूबर 2019)
कच्चा तेल (भारतीय बास्केट)	2019-20 के दौरान प्रति बैरल यूएस \$67.0	प्रति बैरल यूएस \$62.6
विनिमय दर	₹.69/यूएस\$	₹.71.3/यूएस\$
मानसून	2019 के लिए सामान्य	दीर्घावधि औसत के 10 प्रतिशत ऊपर
वैश्विक संवृद्धि	2019 में 3.5 प्रतिशत 2020 में 3.6 प्रतिशत	2019 में 3.2 प्रतिशत 2020 में 3.5 प्रतिशत
राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	बीई 2019-20 के भीतर रहेगी केंद्र : 3.4 प्रतिशत संयुक्त: 5.9	बीई 2019-20 के भीतर रहेगी केंद्र : 3.3 संयुक्त: 5.9
पूर्वानुमान की अवधि के दौरान घरेलू समष्टि आर्थिक/स्ट्रक्चरल नीतियां	कोई बड़ा परिवर्तन नहीं	कोई बड़ा परिवर्तन नहीं

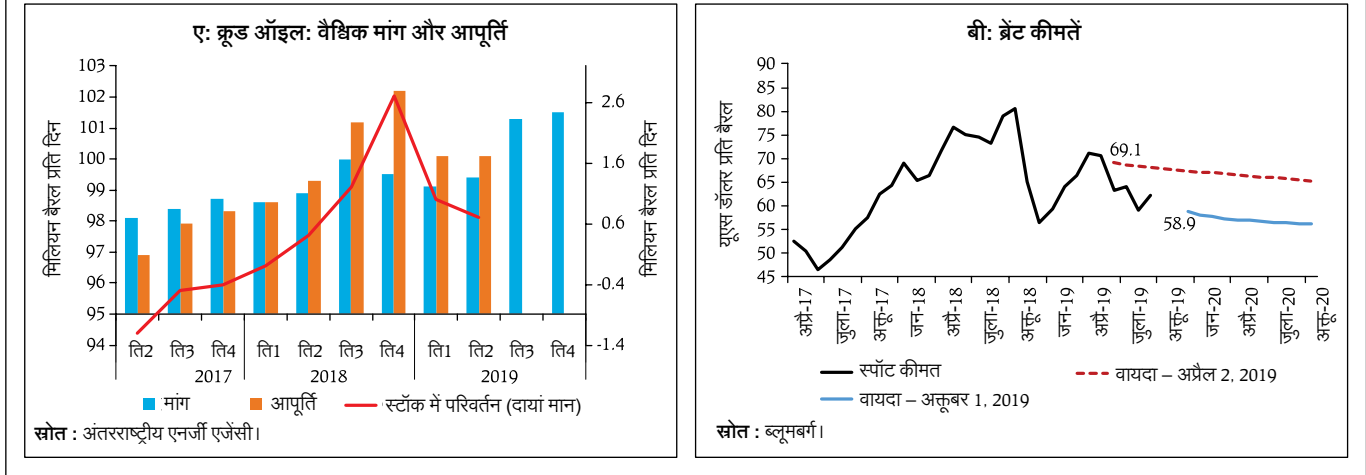
#### टिप्पणियाँ :

- 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 (जनवरी और जुलाई 2019 अपडेट्स), अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष (आईएमएफ) से वैश्विक संवृद्धि अनुमान लिये गए हैं।
  - बीई : बजट अनुमान।
  - संयुक्त राजकोषीय घाटे में केंद्र और राज्यों को एक साथ लिया है।
- स्रोत : आरबीआई स्टाफ अनुमान; बजट दस्तावेज; और आईएमएफ।

चलता है कि पिछले छह महीने में जो प्रमुख समष्टि-आर्थिक तथा वित्तीय चर उभरे हैं, वे यह अपेक्षा करते हैं कि बेसलाइन मान्यताओं को संशोधित किया जाए (सारणी 1.2)।

प्रथम, अंतरराष्ट्रीय स्तर पर कच्चे तेल की कीमतें मई-मध्य और सितम्बर-मध्य में कम हो गईं जिससे यह पता चलता है कि तेल की बेशी आपूर्ति एवं भंडारण की स्थिति के चलते विश्व में मांग कमजोर हुई है, बावजूद इसके कि ईरान-संबंधी भू-राजनैतिक तनाव बने हुए थे और ओपेक ने उत्पादन में कटौती कर दी थी (चार्ट 1.1)। लेकिन, कच्चे तेल की कीमतें सितम्बर के उत्तरार्ध में बढ़ गईं क्योंकि सऊदी अरब में तेल उत्पादन बाधित हो गया था। वर्तमान मांग-आपूर्ति की स्थिति के मूल्यांकन तथा बाजार की भावी स्थिति से ग्रहण किए गए संकेतों को देखते हुए बेसलाइन परिदृश्य से ऐसा लगता है कि कच्चे तेल की कीमतें 2019-20 की दूसरी छमाही में औसतन 62.6 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल रहेंगी।

**चार्ट I.1: कूड ऑइल: मांग-आपूर्ति संतुलन और कीमतें**



द्वितीय, सांकेतिक विनिमय दर(अमरीकी डालर की तुलना में भारतीय रुपया) अपने अप्रैल के स्तर से घट गई है, विशेष रूप से अगस्त के दौरान, क्योंकि अमरीका-चीन के व्यापार संबंधी कार्रवाइयों के गहरा जाने से चीन की रेनमिनबी प्रति अमरीकी डालर 7 यूआन मनोवैज्ञानिक स्तर नीचे चली गई जिससे होने वाली गिरावट का प्रभाव पड़ा है। आमतौर पर अमरीकी डालर आस्तियों तथा पोर्टफोलियो पूंजी बहिर्वाह के संबंध में सुरक्षित स्थान की ओर रुख ने भी रुपए पर दबाव को तेज़ कर दिया है। रुपए पर नया दबाव सितंबर के मध्य में पैदा हुआ क्योंकि कच्चे तेल की कीमतें बढ़ गई थीं, लेकिन सरकार द्वारा निवेश और संवृद्धि तथा पूंजी बाज़ार में निधियों के प्रवाह को स्थिर बनाने के लिए विभिन्न उपायों की घोषणा किए जाने से बाद के दिनों में रुपए के मूल्य पर हुए दबाव में बहाली पैदा हो गई।

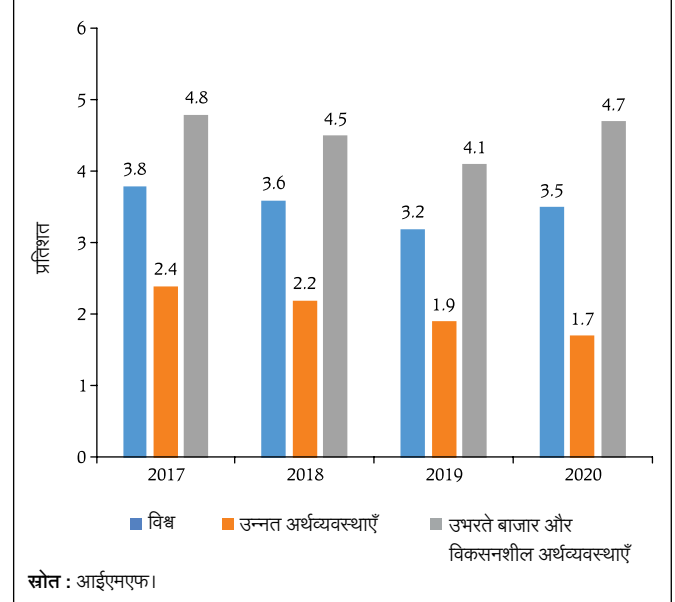
तृतीय, वैश्विक आर्थिक गतिविधियां तथा व्यापार कमजोर पड़ रहे हैं, इस बात की पुष्टि वैश्विक विनिर्माण क्रय प्रबंधक सूचकांक(पीएमआई) ने कर दी है जो सितंबर 2019 में 49.7 पर घटते हुए दायरे में बना रहा है। विश्व व्यापार संगठन के वस्तु व्यापार बैरोमीटर से संकेत मिलता है कि वणिक् व्यापार कमजोर था जो 2019 की तीसरी तिमाही में कायम रहा और विभिन्न एजेंसियों द्वारा वैश्विक संवृद्धि के अनुमान के ग्रेड को कम किया है। इस परिदृश्य में देखें तो वर्ष 2019 और वर्ष 2020 में वैश्विक संवृद्धि अब अप्रैल बेसलाइन से नीचे रहने की उम्मीद है(सारणी I.2 और चार्ट I.2)।

**1.2 मुद्रास्फीति का दृष्टिकोण**

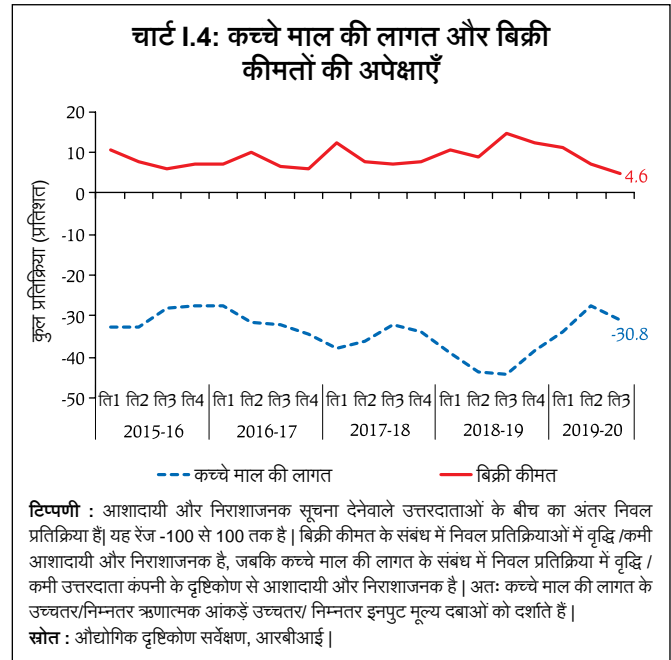
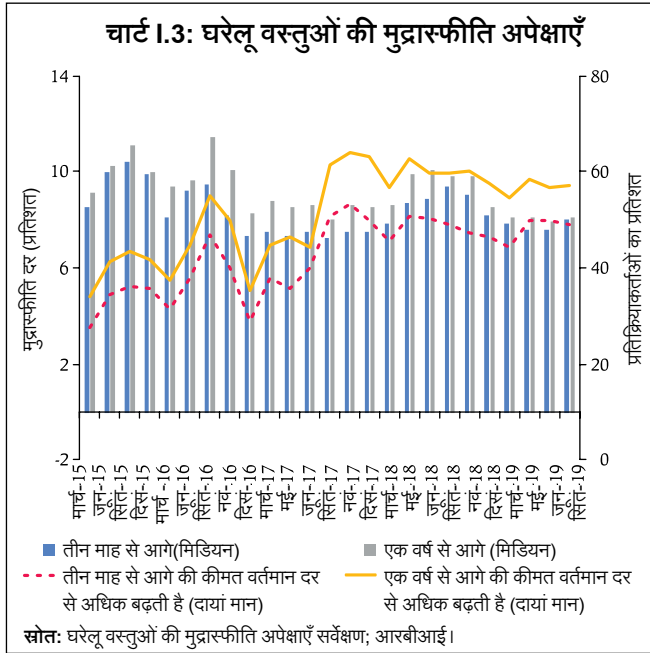
वर्ष 2019-20 में अब तक हेडलाइन सीपीआई मुद्रास्फीति लक्ष्य से नीचे बनी रही है। खास बात यह है कि प्रमुख वस्तुओं एवं सेवाओं में खाद्यान्न एवं ईंधन को छोड़कर अन्य में मुद्रास्फीति नरम बनी रही है

जिससे घरेलू स्तर पर मांग के मंद बने रहने का पता चलता है। इसके आगे देखें तो मुद्रास्फीति संबंधी प्रत्याशाएं जो मूल्य और मजदूरी में गिरावट के माध्यम से भावी मुद्रास्फीति में जुड़ती हैं। भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा सितंबर में किए गए सर्वेक्षण चक्र के अनुसार शहरी पारिवारिक मुद्रास्फीति प्रत्याशाएं एक वर्ष आगे तक 20 आधार अंक तक बढ़ी, हालांकि इस अवधि में तीन महीने आगे की मुद्रास्फीति प्रत्याशाएं 40 आधार अंक बढ़ गई हैं<sup>1</sup>(चार्ट I.3)। रिज़र्व बैंक के सितंबर के उपभोक्ता विश्वसनीयता सर्वेक्षण के अनुसार मुद्रास्फीति की प्रत्याशाएं पिछले सर्वेक्षण चक्र की तुलना में कम हुई हैं।

**चार्ट I.2: वैश्विक जीडीपी संवृद्धि**



<sup>1</sup> रिज़र्व बैंक का परिवार संबंधी मुद्रास्फीति प्रत्याशा सर्वेक्षण 18 शहरों में किया गया था और सितंबर 2019 के सर्वेक्षण के परिणाम (5,810) परिवारों से प्राप्त प्रतिक्रियाओं पर आधारित हैं।

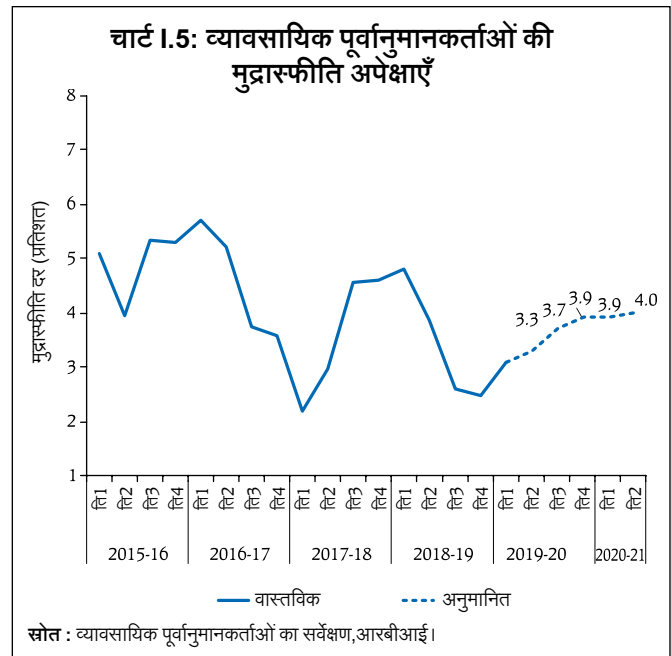


रिज़र्व बैंक द्वारा जुलाई-सितंबर 2019 में औद्योगिक संभावना सर्वेक्षण के चक्र में विनिर्माण फर्मों से यह अपेक्षित था कि कच्चे माल की लागत बढ़ेगी और 2019-20 की तीसरी तिमाही में बिक्री मूल्य शांत बने रहेंगे (चार्ट 1.4)<sup>2</sup>। निक्केयी के विनिर्माण फर्मों के क्रय प्रबंधक सर्वेक्षण के अनुसार उत्पादन के मूल्य कच्चे माल और अर्द्ध तैयार वस्तुओं की माँग कम होने से सितंबर में इनपुट मूल्य कम हो गए थे बावजूद इसके कि आउटपुट मूल्य कुछ बढ़ गए थे। लेकिन अगस्त में सेवा क्षेत्र की फर्मों में इनपुट मूल्य कम रिपोर्ट किए गए और उत्पादन मूल्य अधिक थे क्योंकि फर्मों ने अपने मार्जिन को बचाए रखा।

सितंबर 2019 में रिज़र्व बैंक द्वारा किए गए प्रोफेशनल पूर्वानुमानकर्ता सर्वेक्षण में यह अपेक्षा की गई थी कि सीपीआई मुद्रास्फीति अगस्त 2019 में 3.2 प्रतिशत से बढ़कर 2019-20 की चौथी तिमाही में 3.9 प्रतिशत और 2020-21 की दूसरी तिमाही तक 4.0 प्रतिशत हो जाएगी (चार्ट 1.5)<sup>3</sup>।

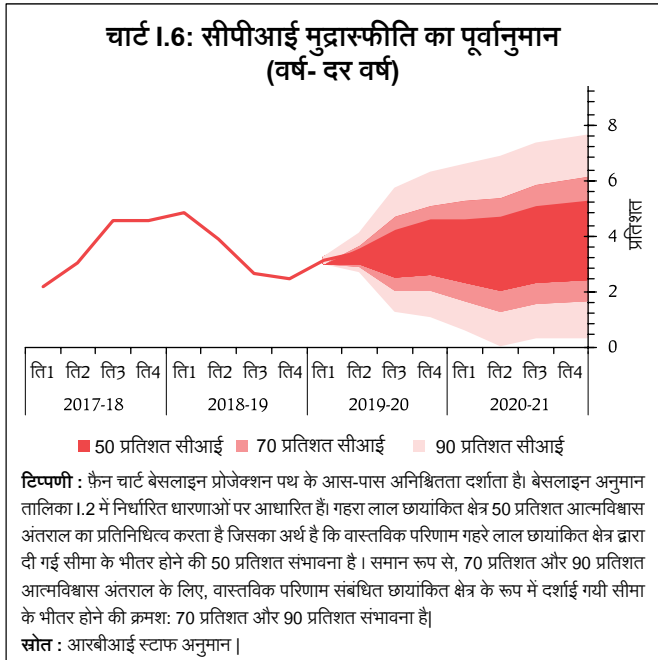
प्रारंभिक स्थितियों, आशावादी सर्वेक्षण के संकेतकों तथा समय-श्रृंखला एवं संरचनात्मक मॉडल्स के अनुमानों को ध्यान में रखते हुए यह अनुमान किया गया है कि सीपीआई मुद्रास्फीति 2019-20 की दूसरी तिमाही में 3.4 प्रतिशत, तीसरी तिमाही में 3.5 प्रतिशत

तथा चौथी तिमाही में 3.7 प्रतिशत रहेगी, जिसमें जोखिम समान रूप से संतुलित रहेगा(चार्ट 1.6)। हेडलाइन मुद्रास्फीति 2019-20 की चौथी तिमाही में 50 प्रतिशत तथा 70 प्रतिशत विश्वसनीयता अंतराल क्रमशः 2.7-4.7 प्रतिशत तथा 2.2-5.3 प्रतिशत होगा। वर्ष 2020-21 के लिए, यह मानते हुए कि मानसून सामान्य रहेगा तथा बाढ़ या नीतिगत कोई खास आघात नहीं पहुंचेगा, संरचनागत मॉडल के अनुमान यह बताते हैं कि मुद्रास्फीति 3.5-4.0 प्रतिशत के दायरे में बनी रहेगी। 2020-21 की चौथी तिमाही के लिए 50 प्रतिशत



<sup>2</sup> जुलाई – सितंबर 2019 दौर के औद्योगिक परिदृश्य सर्वेक्षण के परिणाम 481 कंपनियों से प्राप्त उत्तर पर आधारित हैं।

<sup>3</sup> सितंबर 2019 में रिज़र्व बैंक के प्रोफेशनल पूर्वानुमानकर्ता सर्वेक्षण के चक्र में 21 पैनलिस्ट ने भाग लिया था।

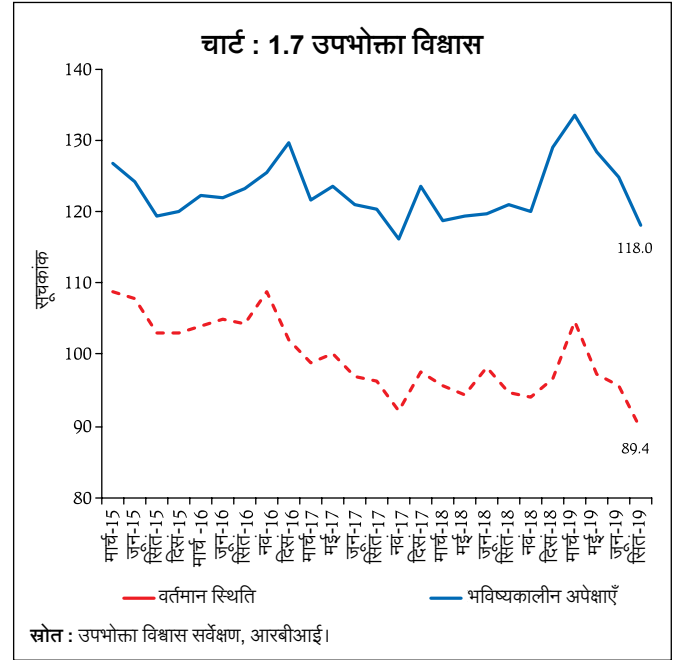


और 70 प्रतिशत विश्वसनीयता अंतराल क्रमशः 2.5-5.4 प्रतिशत एवं 1.8-6.2 प्रतिशत रहेगा।

बेसलाइन मुद्रास्फीति पूर्वानुमानों में ऊर्ध्वमुखी एवं अधोमुखी दोनों प्रकार के जोखिम होते हैं। ऊर्ध्वमुखी जोखिम में अंतरराष्ट्रीय तथा घरेलू वित्तीय बाजारों में ऐसी अस्थिरता शामिल होती है जो व्यापार तनाव, ब्रेक्सिट तथा प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के मौद्रिक नीति रुझान, भू-राजनैतिक तनावों से पूरे विश्व में कच्चे तेल के बाजार में आपूर्ति संबंधी बाधा तथा नक्षत्र खाद्य सामग्रियों के मूल्य में अचानक उलटफेर से पैदा होती है। अधोमुखी जोखिम तब पैदा होते हैं जब विश्व में धीमी मांग के कारण कच्चे तेल एवं अन्य वस्तुओं की कीमतें मान्य कीमतों से ज्यादा कम हो जाती हैं, तथा घरेलू स्तर पर मांग की दबी हुई स्थिति के कारण खाद्यान्न एवं ईंधन को छोड़कर मुद्रास्फीति कमजोर बनी रहती है।

### 1.3 संवृद्धि के प्रति दृष्टिकोण

जैसाकि पहले ही संकेत किया जा चुका है कि घरेलू आर्थिक गतिविधियां अप्रैल 2019 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में दिए गए अनुमान की तुलना में 2019-20 की पहली छमाही में कमजोर बनी रही और यह ऐसा वातावरण था जो विश्व की प्रतिकूल स्थितियों से ग्रसित था। यह उम्मीद कि निजी उपभोग और निवेश दोनों बढ़ेंगे, पूरी नहीं हो पाई, और विश्व व्यापार में छाई मंदी के भार के नीचे निवल निर्यात ने अपनी गति खो दी। हालांकि इस मौसम में दक्षिण-



पश्चिम मानसून औसत से अधिक बना रहा, किंतु इसके असमान बने रहने से अस्थायी रूप से तथा स्थानिक दोनों स्तर पर कृषि क्षेत्र की संभावनाओं को नुकसान पहुंच सकता है।

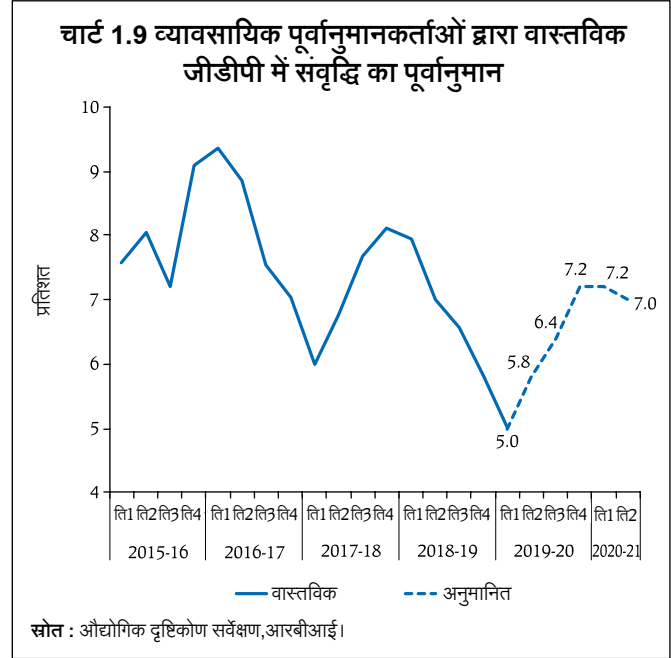
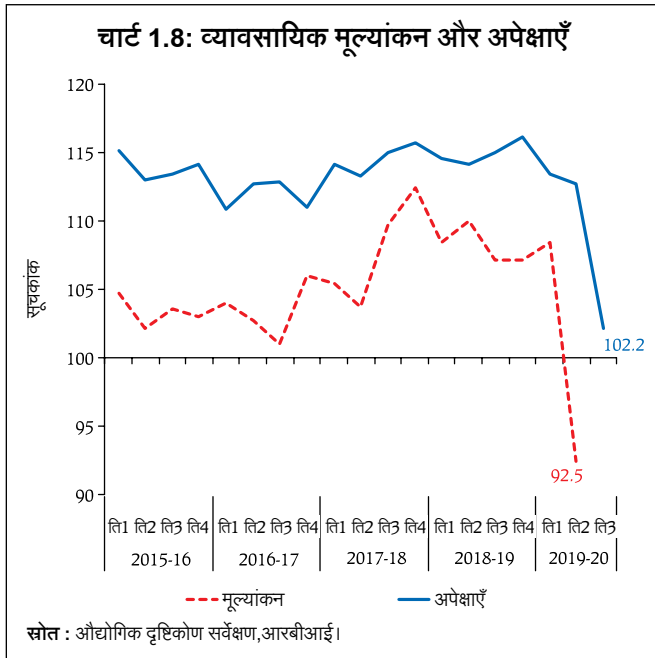
संभावनाओं की ओर देखें तो रिजर्व बैंक के मई, जुलाई और सितंबर के सर्वेक्षण चक्र में उपभोक्ता की विश्वसनीयता वर्ष में आगे चलकर कम होती गई है, क्योंकि सामान्य आर्थिक स्थितियों तथा रोजगार परिदृश्य के प्रति मनोभाव क्षीण बना हुआ था(चार्ट 1.7)<sup>4</sup>।

रिजर्व बैंक द्वारा जुलाई-सितंबर 2019 में किए गए औद्योगिक संभावना सर्वेक्षण से विनिर्माण क्षेत्र के मनोभाव आगामी तिमाही में गिरते हुए नजर आ रहे हैं, जिससे यह पता चलता है कि प्रत्याशित उत्पादन, आर्डर इनफ्लो, क्षमता उपयोग, रोजगार स्थिति तथा निर्यात धीमा बना रहेगा(चार्ट 1.8)।

भावी कारोबारी प्रत्याशाओं के बारे में अन्य एजेंसियों द्वारा किए गए सर्वेक्षण मिली-जुली तस्वीर पेश करते हैं(सारणी 1.3)। निकेकीय क्रय प्रबंधक सर्वेक्षण में विनिर्माण एवं सेवा क्षेत्र की फर्मों के बारे में एक-वर्ष आगे के उत्पादन की संभावनाएं आशावदी पाई गई हैं।

रिजर्व बैंक सितंबर 2019 के सर्वेक्षण चक्र में प्रोफेशनल पूर्वानुमानकर्ताओं की उम्मीद है कि वास्तविक जीडीपी वृद्धि में सुधार होगा जो 2019-20 की पहली तिमाही के 5.0 प्रतिशत से बढ़कर

<sup>4</sup> रिजर्व बैंक ने 13 प्रमुख शहरों में सर्वेक्षण किया और सितंबर 2019 का चरण 5,192 उत्तरदाताओं से प्राप्त प्रत्युत्तर पर आधारित है।



2019-20 की चौथी तिमाही में 7.2 प्रतिशत और 2020-21 की दूसरी तिमाही में 7.0 हो जाएगी(चाार्ट 1.9)।

बेसलाइन मान्यताओं, सर्वेक्षण संकेतकों, फरवरी 2019 से नीतिगत रेपो दर में कमी, आधारगत प्रभाव तथा मॉडलगत पूर्वानुमानों को ध्यान में रखते हुए वास्तविक जीडीपी वृद्धि 2019-20 में 6.1 प्रतिशत अनुमानित की गई है – दूसरी तिमाही में 5.3 प्रतिशत, तीसरी तिमाही में 6.6 प्रतिशत, चौथी तिमाही में 7.2 प्रतिशत – जिसमें जोखिम का रुख अधोमुखी होगा(सारणी 1.4)। वर्ष 2020-21 के लिए संरचनागत मॉडल के अनुमान यह संकेत देते हैं कि वास्तविक जीडीपी वृद्धि 7.0

**सारणी 1.4: अनुमान - रिजर्व बैंक और व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ता**

(प्रतिशत)

	2019-20	2020-21
<b>रिजर्व बैंक का बेसलाइन अनुमान</b>		
मुद्रास्फीति, चौथी तिमाही (वर्ष-दर-वर्ष)	3.7	4.0
वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद (जीडीपी) संवृद्धि	6.1	7.0
<b>व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं के माध्यिका अनुमान</b>		
मुद्रास्फीति, चौथी तिमाही (वर्ष-दर-वर्ष)	3.9	4.0 <sup>#</sup>
वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद संवृद्धि	6.2	7.0
सकल घरेलू बचत (जीएनडीआई का प्रतिशत)	30.1	30.5
सकल पूंजी निर्माण (जीडीपी का प्रतिशत)	31.0	31.0
अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के ऋण में वृद्धि	12.0	12.9
संयुक्त सकल राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	6.1	6.0
केंद्र सरकार सकल राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	3.3	3.3
रेपो रेट (समाप्त-अवधि)	5.0	-
91-दिवसीय खजाना बिल पर प्रतिफल (समाप्त-अवधि)	5.2	5.4
10-वर्षीय केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों पर प्रतिफल (समाप्त-अवधि)	6.3	6.5
समग्र भुगतान शेष (यूएस \$ बिलियन)	15.1	10.0
पण्य निर्यात वृद्धि	1.5	6.3
पण्य आयात वृद्धि	0.5	7.1
चालू खाता शेष (जीडीपी का प्रतिशत)	-1.9	-2.0

**टिप्पणी :** जीएनडीआई: सकल राष्ट्रीय प्रयोज्य आय।

\*: ति2:2020-21

**स्रोत :** रिजर्व बैंक स्टाफ अनुमान; व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं का सर्वेक्षण (सितंबर 2019)।

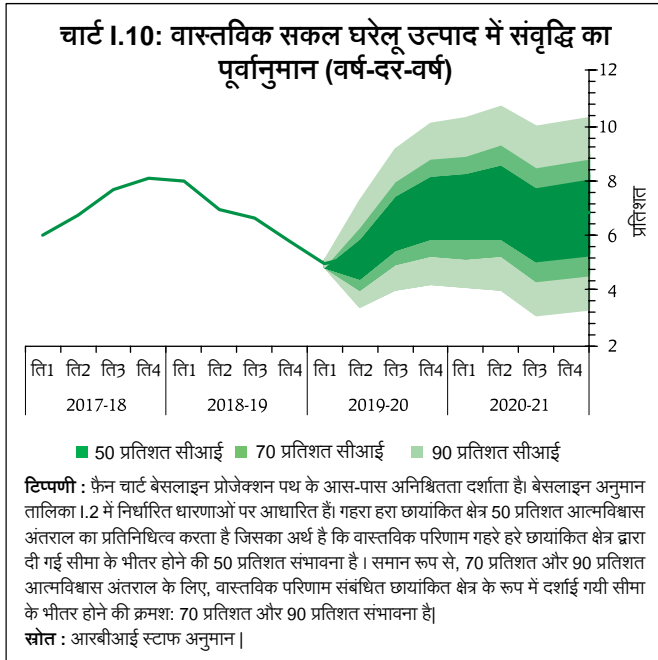
**सारणी 1.3: कारोबारी प्रत्याशा सर्वे**

मद	एनसीईईआर बिजनेस कांफिडेंस इंडेक्स (जुलाई 2019)	फिक्की समग्र बिजनेस कांफिडेंस इंडेक्स (जून 2019)	दून और ब्रेडस्ट्रीट कम्पोजीट बिजनेस आप्टिमिज्म इंडेक्स (जुलाई 2019)	सीआईआई बिजनेस कांफिडेंस इंडेक्स (सितंबर 2019)
सूचकांक का वर्तमान स्तर	121.8	59.6	70.0	52.5
पिछले सर्वे के अनुसार सूचकांक	115.4	60.3	78.4	59.6
% परिवर्तन (ति-दर-ति)	5.5	-1.2	-10.7	-11.9
% परिवर्तन (वर्ष -दर- वर्ष)	6.5	-16.1	-13.2	-19.1

**टिप्पणी :** 1. एनसीईईआर : नेशनल काउंसिल ऑफ एप्लाइड इकॉनॉमिक रिसर्च।

2. एफआईसीआई : फेडरेशन ऑफ इंडियन चेबर्स ऑफ कॉमर्स एंड इंडस्ट्री।

3. सीआईआई : कॉनफेडरेशन ऑफ इंडियन इंडस्ट्री।



प्रतिशत की होगी – तिमाही वृद्धि की दर का दायरा 6.5-7.4 प्रतिशत होगा – यह मानते हुए कि मानसून सामान्य रहेगा और किसी प्रकार का बाह्य या नीतिगत आघात नहीं पहुंचेगा।

बेसलाइन संवृद्धि परिदृश्य में ऊर्ध्वगामी और अधोगामी दोनों जोखिम हैं (चार्ट 1.10)। संवृद्धि और निवेश को तेज करने के लिए अगस्त-सितंबर में सरकार द्वारा घोषित उपायों– यथा- विदेशी प्रत्यक्ष निवेश (एफडीआई) संबंधी नीतिगत सुधार, सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों (पीएसबी) के पुनर्पूजीकरण हेतु निधियों को सीधे जारी करना, सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों का विलय, निर्यात एवं भू-सम्पदा के लिए प्रोत्साहन, कॉर्पोरेट कर दर में कटौती- साथ ही, दबावग्रस्त आस्तियों

के तीव्रतर समाधान और रेपो दर में की गयी पिछली कटौतियों का बैंकों द्वारा अपनी-अपनी उधार दरों में संचरित किए जाने की तीव्रतर गति ने बेसलाइन संवृद्धि अनुमान पथ को ऊपर उठाया है। तथापि, व्यापारिक तनावों में और वृद्धि तथा एक कठिन या नो-डील ब्रेक्सिट और वैश्विक वित्त बाजारों में तीव्रतर उतार-चढ़ाव, बेसलाइन संवृद्धि पथ के प्रमुख अधोगामी जोखिम हैं।

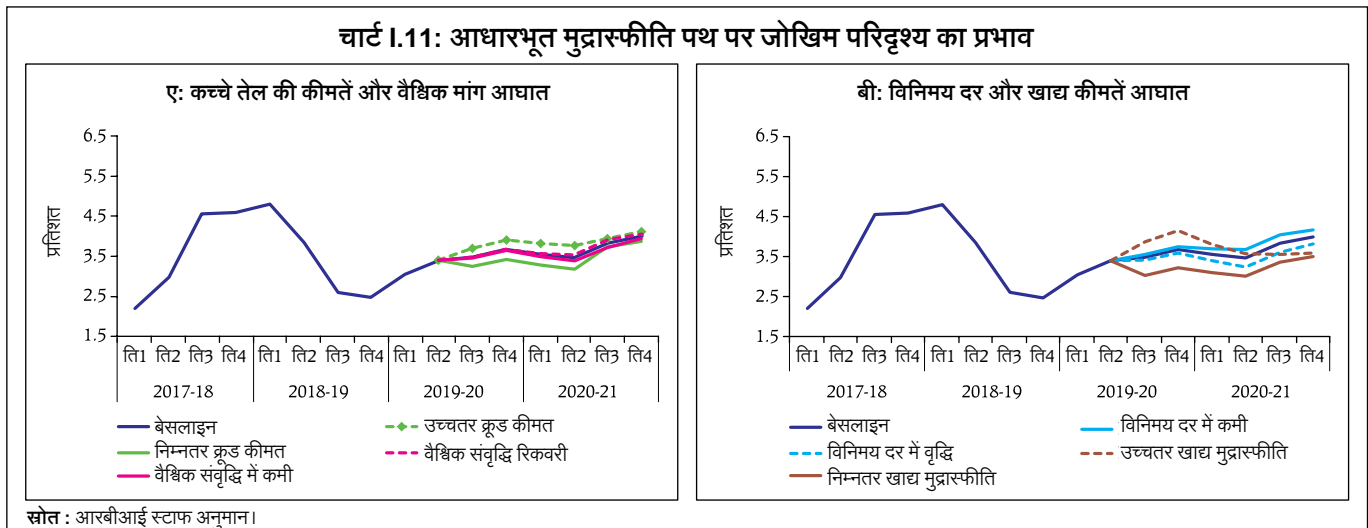
**1.4 जोखिमों का संतुलन**

पूर्ववर्ती खंडों में मुद्रास्फीति और संवृद्धि के बेसलाइन पूर्वानुमान, सारणी 1.2 में निर्धारित प्रमुख चराकों संबंधी मान्यताओं पर निर्भर हैं। इन मान्यताओं को लेकर अनिश्चितताएँ, बेसलाइन पूर्वानुमानों में ऊर्ध्वगामी और अधोगामी विचलन ला सकती हैं। यह खंड संभाव्य वैकल्पिक परिदृश्यों में बेसलाइन पूर्वानुमानों पर जोखिमों के संतुलन का आकलन करता है।

**(i) वैश्विक संवृद्धि की अनिश्चितताएँ**

बेसलाइन परिदृश्य में 2019 और 2020 में बाहरी मांग में कमी का अनुमान है। यदि व्यापारिक तनाव और बढ़ते हैं, या कठिन/नो-डील ब्रेक्जिट होता है, या निम्न ब्याज दर व्यवस्था के वर्षों का बाद उत्पन्न वित्तीय उतार-चढ़ाव या ऋण भुगतान में कठिनाइयों सहित अपस्फीति दबाव बढ़ते हैं, या चीन जैसी बड़ी अर्थव्यवस्थाओं में अनुमान से अधिक मंदी आती है या इन सभी कारकों में तीव्रता आती है तो वैश्विक संवृद्धि और अधिक कमजोर पड़ जाएगी। ऐसे परिदृश्य में, यदि वैश्विक संवृद्धि बेसलाइन से 50 बीपीएस नीचे खिसकती है तो घरेलू संवृद्धि और मुद्रास्फीति अपनी बेसलाइन ट्रेजेक्टरी से क्रमशः लगभग 20 बीपीएस और 10 बीपीएस और नीचे गिर सकती है। विलोमतः, व्यापारिक तनावों का त्वरित और व्यवस्थित समाधान, और/या सुलभ ब्रेक्जिट आत्मविश्वास बढ़ा सकता है और

**चार्ट 1.11: आधारभूत मुद्रास्फीति पथ पर जोखिम परिदृश्य का प्रभाव**



**बॉक्स I.1 क्या प्रतिफल लाभांतर से आउटपुट वृद्धि का पूर्वानुमान लग जाता है?**

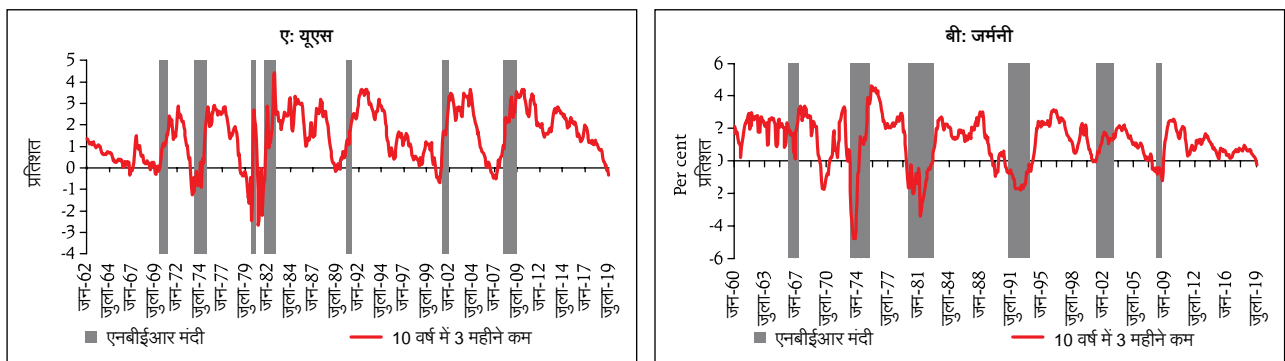
10 वर्ष और 3 माह यूएस खजाना प्रतिभूतियों के प्रतिफल के बीच का अंतराल – जो सावधि लाभांतर (टर्म स्प्रेड) के लिए करीब से देखा जाने वाला मीट्रिक है- 2007 के बाद पहली बार पलट गया है और जून 2019 में 13 आधार अंकों (बीपीएस) के साथ ऋणात्मक हो गया है। यह लाभांतर अगस्त में 35 बीपीएस के साथ लगातार तीन महीनों से ऋणात्मक बना हुआ है (एक वर्ष पूर्व 83 बीपीएस से)।

सन 1950 के बाद से यूएस की मंदियों से ठीक पहले प्रतिफल वक्र में महत्वपूर्ण व्युत्क्रम हुए। सितंबर 1966 में एकमात्र अवसर था जब 3 माह वाले खजाना प्रतिभूति के प्रतिफल अनुवर्ती मंदी के आए बिना 10 वर्षीय खजाना प्रतिफल से अधिक थे। इसके अलावा, प्रतिफल वर्क के ये व्युत्क्रम आनेवाले 18-24 महीनों में होनेवाली मंदी के साथ होते हैं (चार्ट I.1.ए)

प्रतिफल लाभांतर में व्युत्क्रम/कमी अन्य उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में भी हुई है। जर्मनी, यूके, जापान, सिंगापुर और आस्ट्रेलिया में प्रतिफलों में गिरावट आई है जो वैश्विक अर्थव्यवस्था में मंदी को प्रदर्शित कर रही है। जर्मनी के मामले में 10 वर्षीय बांड प्रतिफल का लाभांतर 3 माह वाले बांड पर प्रतिफल की तुलना में अगस्त 2019 में 24 बीपीएस गिर गया है जो 1 वर्ष पहले 61 बीपीएस था। जर्मनी ने 1966, 1973, 1980, 1991, 2001 और 2008 के आरंभ में मंदी का अनुभव किया था। सन 1966 की मंदी को छोड़कर सभी मंदियों में पूर्वगामी अल्पावधिक प्रतिफलों के सापेक्ष दीर्घावधिक खजाना प्रतिभूति प्रतिफलों में तेज गिरावट थी। सन 1970 में एकमात्र व्युत्क्रम हुआ था जिसके बाद मंदी नहीं आई थी (चार्ट I.1.बी )।

प्रत्याशा अवधारणा के अनुसार दीर्घावधिक ब्याज दरें वर्तमान और अपेक्षित भविष्य की अल्पावधिक ब्याज दरों व टर्म प्रीमियम के योग के बराबर होती हैं। टर्म प्रीमियम से ज्ञात होता है कि प्रतिफल वर्क आमतौर पर क्यों उर्ध्वाकार होता है अर्थात दीर्घावधिक प्रतिभूतियों का प्रतिफल आमतौर पर अल्पावधिक प्रतिभूतियों से अधिक रहता है। जब जनता अल्पावधिक ब्याज दरों में गिरावट की उम्मीद करती है तो प्रतिफल वर्क सपाट या पलट/नीचे गिर जाता है। उक्त स्थिति में निवेशक दीर्घावधिक प्रतिभूतियों के मूल्यों का बढ़ा देते हैं जिससे अल्पावधिक प्रतिभूतियों के प्रतिफलों की तुलना में दीर्घावधिक प्रतिभूतियों का प्रतिफल कम हो जाता है। हालांकि, सावधि लाभांतर और आर्थिक गतिविधि के बीच सैद्धांतिक संबंध पर कोई एकराय नहीं है। बहुत हद तक, आर्थिक गतिविधि का पूर्वानुमान लगाने के लिए लाभांतर की उपयोगिता “सिद्धांत की खोज में एक शैलीगत तथ्य” बनी हुई है (बेनाटी और गुडहार्ट, 2008)। इसके अलावा, आउटपुट वृद्धि के लिए सावधि लाभांतर की पूर्वानुमानक शक्ति मौद्रिक नीति के उद्देश्यों और उपयोग किए गए प्रतिक्रिया फलन पर निर्भर करती है। मौद्रिक नीति को संकुचित करने के मामलों में, उदाहरण के लिए, दीर्घावधिक दरों की तुलना में अल्पावधिक दरों के बढ़ने की संभावना ज्यादा है और जिस कारण प्रतिफल वर्क सपाट रहता है या संभवतः पलट सकता है (फेरोली, 2004)। यह भी तर्क दिया जाता है कि संभावनाओं की तुलना में आउटपुट में हुए विचलन के बारे में मौद्रिक प्राधिकरण जितना संवेदनशील होते हैं वे सावधि लाभांतर आउटपुट वृद्धि का उतना बेहतर पूर्वानुमान लगाते हैं। यदि मौद्रिक नीति विशेष तौर पर मुद्रास्फीति पर ध्यान देती है तो लाभांतर कम सटीकता से

**चार्ट I.1.1: खजाना प्रतिफल लाभांतर और मंदी**



**नोट:** सावधि लाभांतर (टर्म स्प्रेड) की गणना 10 वर्षीय और 3 महीने वाली खजाना प्रतिभूतियों की निरंतर परिपक्वता के प्रतिफलों के अंतर के रूप में की जाती है। अंतिम आंकड़ा बिंदु अगस्त 2019 का है। छायांकित क्षेत्र नेशनल ब्यूरो ऑफ इकॉनामिक रिसर्च (एनबीईआर) द्वारा पहचानी गई मंदी की अवधि को दर्शाता है। जर्मनी के लिए छायांकित क्षेत्र आर्थिक चक्र अनुसंधान संस्थान (ईसीआरआई) द्वारा पहचानी गई मंदी की अवधि को दर्शाता है।  
**स्रोत:** फेडरल रिजर्व बैंक ऑफ सेंट लुई; ईसीआरआई और ब्लूमबर्ग।



## सारणी I.1: जीडीपी संवृद्धि और प्रतिफल लाभांतरों का सहसंबंध

देश	पश्च प्रतिफल लाभांतर						t	फ्यूचर प्रतिफल लाभांतर					
	t-6	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1		t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6
यूएस	0.136 (0.042)	0.192 (0.004)	0.218 (0.001)	0.213 (0.001)	0.229 (0.001)	0.154 (0.021)	0.041 (0.545)	-0.073 (0.278)	-0.166 (0.013)	-0.204 (0.002)	-0.231 (0.001)	-0.341 (0.000)	-0.360 (0.000)
जर्मनी	0.268 (0.037)	0.272 (0.034)	0.307 (0.016)	0.291 (0.023)	0.322 (0.011)	0.119 (0.361)	-0.026 (0.843)	-0.207 (0.110)	-0.372 (0.003)	-0.385 (0.002)	-0.400 (0.001)	-0.418 (0.001)	-0.311 (0.015)

नोट: 1. 10 वर्षीय और 3 माह वाले खजाना प्रतिभूतियों के बीच प्रतिफल अंतराल को मासिक रिकार्डों के तिमाही औसत के रूप में मापा गया है।

2. यूएस और जर्मनी के आंकड़े क्रमशः 1962 की दूसरी तिमाही – 2019 की दूसरी तिमाही और 2002 की चौथी तिमाही-2019 की दूसरी तिमाही की अवधि से संबंधित हैं।

3. कोष्ठकों में दिए गए अंक मान -  $p$  को प्रदर्शित करते हैं।

स्रोत: ब्लुमबर्ग; और आरबीआई स्टाफ अनुमान

पूर्वानुमान लगाता है। कंजम्पशन स्मूदिनिंग मॉडल प्रतिफल वर्क के ढलान और भविष्य की आर्थिक गतिविधियों के बीच यह मानकर संबंध का पता लगाता है कि आय बढ़ने की अवधि के दौरान लोग उच्च उपभोग के बजाय स्थिर उपभोग को प्राथमिकता देते हैं व आय में गिरावट के दौरान कम उपभोग को प्राथमिकता देते हैं (हार्वे, 1988)। यदि वे भविष्य में मंदी की उम्मीद करते हैं, तो उपभोक्ता आय बढ़ाने के लिए अल्पावधिक वित्तीय लिखतों को बेच देते हैं और छूट पर बॉन्ड खरीदते हैं, परिणामस्वरूप प्रतिफल वक्र सपाट होता है या पलट जाता है।

अनुभवसिद्ध साहित्य से ज्ञात होता है कि प्रतिफल लाभांतर विभिन्न देशों और समय अनुसार काफी भिन्नता के साथ चार से छह तिमाहियों की अवधि पर आउटपुट वृद्धि का पूर्वानुमान लगाता है। हालांकि, 1980 के मध्य से सावधि लाभांतर की आउटपुट वृद्धि के पूर्वानुमान क्षमता में गिरावट आई है (व्हीलॉक और वोहार, 2009)। दूसरी ओर प्राबिट मॉडल बताता है कि मंदी की प्रत्याशा का पूर्वानुमान लगाते समय प्रतिफल लाभांतर का प्रदर्शन अन्य समष्टि आर्थिक व वित्तीय चरकों के मुकाबले काफी बेहतर है (एस्ट्रेला और हार्डवेलिस, 1991; एस्ट्रेला और मिस्किन, 1998)। प्रतिफल लाभांतर और वास्तविक जीडीपी संवृद्धि के बीच समकालीन सहसंबंध यूएस और जर्मनी दोनों के लिए सांख्यिकीय रूप से महत्वहीन पाए गए हैं (सारणी I.1)। हालांकि, जीडीपी संवृद्धि और प्रतिफल लाभांतर के बीच एक से छह तिमाहियों का सहसंबंध दोनों देशों के लिए सकारात्मक और सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण पाया गया है, सिवाय जर्मनी t-1 की अवधि में जो अप्रभावी है। इन सहसंबंधों से ज्ञात होता है कि प्रतिफल वर्क में तीव्र ढलान होगी तो 3 माह वाली खजाना प्रतिभूतियों के मुकाबले 10 वर्षीय

खजाना प्रतिभूतियों पर प्रतिफल भी उच्च होगा और भविष्य में जीडीपी संवृद्धि दर भी उच्च रहेगी। इसी तरह छह तिमाहियों तक जीडीपी संवृद्धि और फ्यूचर प्रतिफल लाभांतर के बीच सहसंबंध दोनों देशों के लिए नकारात्मक और सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण पाया गया है, t+1 अवधि को छोड़कर जहां यह दोनों देशों के लिए महत्वहीन है। जीडीपी संवृद्धि और प्रतिफल लाभांतर की मुख्य अवधि के बीच नकारात्मक सहसंबंध से ज्ञात होता है कि t अवधि में जीडीपी संवृद्धि उच्च रहती है तो आगामी तिमाहियों में प्रतिफल वक्र में कम ढलान होगी (साहू और गुप्ता, 2019)।

सारांशतः विशेष रूप से प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में आगामी एक वर्ष तक की अवधि के लिए प्रतिफल अंतराल, आउटपुट वृद्धि और मंदी का पूर्वानुमान लगाने में उपयोगी है। यद्यपि गैर-परंपरागत मौद्रिक नीति के वर्तमान परिवेश में इसका संकेत प्रदान करने का महत्व कुछ हद तक धुंधला पड़ गया है। ऋणात्मक प्रतिफल अंतराल का वर्तमान चरण तदनुसार सतर्क करता है कि नीति निर्माता सचेत बने रहें।

## संदर्भ:

बेनाटी, एल. और सी. गुडहार्ट (2008), “इन्वेस्टिगेटिंग टाइम-वेरिएशन इन द मार्जिनल प्रिडिक्टिव पावर ऑफ द यील्ड स्प्रेड” *जर्नल ऑफ इकॉनामिक डायनामिक्स ऐन्ड कंट्रोल*, 32 (4), पीपी. 1236-72.

एस्ट्रेला, ए. और जी. ए. हार्डवेलिस (1991), “द टर्म स्ट्रक्चर एज अ प्रेडिक्टर ऑफ रियल इकॉनामिक एक्टिविटी”, *जर्नल ऑफ फ़ाइनेन्स*, 46 (2), पीपी. 555-76.

एस्ट्रेला, ए. और एफ.एस. मिशकिन (1998), “प्रीडिक्टिंग यूएस रेसेशन: फाइनेन्शियल वेरिएबल्स एज लीडिंग इंडिकेटर्स”,

रिव्यू ऑफ इकॉनामिक्स ऐन्ड स्टैटिस्टिक्स, 80 (1), पीपी. 45-61.

फेरोली, एम. (2004), "मोनेटरी पॉलिसी एंड द इन्फर्मेशन कॉन्टेंट ऑफ द यील्ड स्प्रेड". टापिक्स इन मैक्रोइकॉनामिक्स, 4(1), आर्टिकल 13

हार्वे, सी.आर. (1988), "द रीयल टर्म स्ट्रक्चर एंड कंजम्पशन ग्रोथ," जर्नल ऑफ फाइनेंशियल इकॉनामिक्स, 22(2), पीपी. 305-33.

साहू एस एंड बी. गुप्ता (2019) "इज यिल्ड स्प्रेड प्रेडिक्ट आउटपुट ग्रोथ ?" भारतीय रिजर्व बैंक (मिमेयो)

व्हीकॉक, डी. सी. और एम. ई. वोहर (2009), "कैन दि टर्म स्प्रेड प्रेडिक्ट आउटपुट ग्रोथ एंड रिशेसंस? ए सर्वे ऑफ द लिटरेचर", फेडरल रिजर्व बैंक ऑफ सेंट लुइस रिव्यू, सितंबर / अक्टूबर।

वैश्विक व्यापार और मांग को बल दे सकता है। यदि वैश्विक संवृद्धि आश्चर्यजनक रूप से 50 बीपीएस ऊपर बढ़ जाती है तो घरेलू संवृद्धि और मुद्रास्फीति क्रमशः लगभग 20 बीपीएस और 10 बीपीएस और ऊपर चढ़ सकती है (चार्ट I.11ए और I.12ए)।

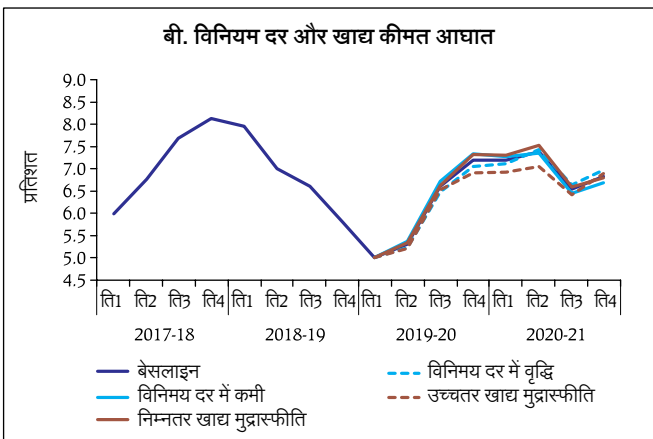
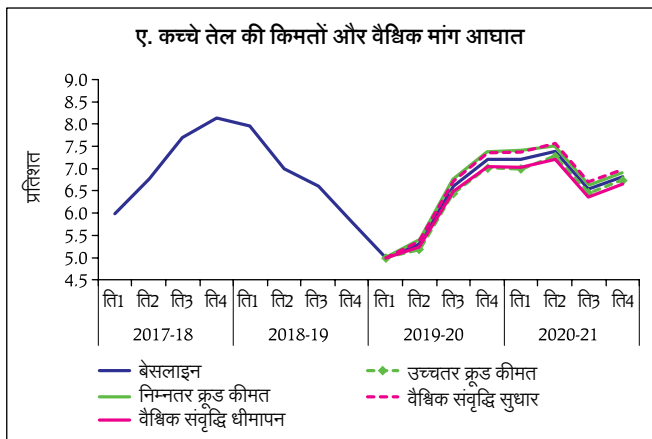
**(ii) कच्चे तेल की अंतरराष्ट्रीय कीमतें**

कच्चे तेल की कीमतों के भारतीय बास्केट ने 2019-20 के प्रथम पूर्वार्ध में बहुत उतार-चढ़ाव दर्शाये हैं और परिदृश्य अभी अनिश्चित ही बना हुआ है। भू-राजनीतिक हलचल से बेसलाइन अनुमान के लिए ऊर्ध्वगामी जोखिम उत्पन्न हो सकते हैं। कच्चे तेल की कीमतों में 73 अमेरिकी डॉलर प्रति बैरल वृद्धि मानते हुए, बेसलाइन से लगभग 30 बीपीएस ऊपर चढ़ सकती है और संवृद्धि बेसलाइन से लगभग 20 बीपीएस नीचे गिर सकती है। विलोमतः, यदि वैश्विक संवृद्धि, अनुमान से अधिक कमजोर पड़ जाती है तो कच्चे तेल की कीमतों में नरमी आ सकती है। यदि कच्चे तेल के भारतीय बास्केट में 53 अमेरिकी डॉलर की गिरावट आती है तो मुद्रास्फीति लगभग 30 बीपीएस नरम होगी और संवृद्धि 20 बीपीएस बढ़ सकती है (चार्ट I.11ए और I.12ए)।

**(iii) विनियम दर**

अगस्त 2019 में यूएस डॉलर की तुलना में भारतीय रुपए में गिरावट हुई, जो वैश्विक हलचल को दर्शाता है। भविष्य में, बढ़ता हुआ व्यापारिक संरक्षणवाद और घटता हुआ वैश्विक कारोबार और वैश्विक उत्पादन अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजारों में अस्थिरता बढ़ा सकता है और मुद्रा पर और अधिक अधोगामी दबाव डाल सकता है। यदि आईएनआर बेसलाइन से 5 प्रतिशत गिरेगी तो मुद्रास्फीति 20 बीपीएस तेज होगी और निवल निर्यात और जीडीपी 15 बीपीएस तक बढ़ेगी। इसके उलट, उत्पादन और निवेश बढ़ाने के लिए सरकार द्वारा किए गए तमाम उपाय, एफडीआई व्यवस्था में नीतिगत सुधार और प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (ईई) में केंद्रीय बैंकों द्वारा उम्मीद से अधिक मौद्रिक नीति समायोजन, और अधिक पूंजी-अंतःप्रवाह आकर्षित कर सकता है और आईएनआर के मूल्य में तेजी ला सकता है। आईएनआर में 5 प्रतिशत की तेजी, बेसलाइन की तुलना में मुद्रास्फीति को लगभग 20 बीपीएस और जीडीपी संवृद्धि को लगभग 15 बीपीएस मंद कर सकती है (चार्ट I.11बी और I.12बी)।

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



स्रोत : आरबीआई स्टाफ अनुमान

**(iv) खाद्य कीमतें**

खाद्य कीमतें अप्रैल-अगस्त में सब्जियों और दलहनों की कीमतों के दबाव के कारण चढ़ गई थीं। तथापि, समग्र खाद्य स्फीति नरम ही बनी हुई है। बेसलाइन पथ यह मानता है कि खाद्य स्फीति वर्तमान स्तरों पर स्थिर रहेंगी और यह अन्य बातों के साथ-साथ, सब्जियों के दामों में मौसमी तेजी और दलहन के दामों में, मांग-आपूर्ति संतुलन के स्थिर होने से, आई आंशिक तेजी को दर्शाती है। यहाँ बेसलाइन को ऊर्ध्वगामी और अधोगामी- दोनों जोखिम हैं। जुलाई- सितंबर में मॉनसून की जोरदार वापसी और इसके फलस्वरूप खरीफ बुआई में सुधार, बड़े बफर स्टॉक, और जल-भंडारों के बेहतर स्तरों के कारण रबी फसलों की बेहतर संभावना, खाद्य स्फीति को उम्मीद से कहीं अधिक नरम कर सकती है और परिणामस्वरूप हेडलाइन मुद्रास्फीति बेसलाइन से 50 बीपीएस तक नीचे गिर सकती है। तथापि, कुछ इलाकों में भारी वर्षा और बाढ़ के कारण खाद्य स्फीति पर ऊर्ध्वगामी दबाव पड़ सकता है और तदनुसार, हेडलाइन मुद्रास्फीति लगभग 50 बीपीएस ऊपर चढ़ सकती है (चार्ट I.11बी और I.12बी)।

**1.5 निष्कर्ष**

वर्ष 2019-20 की शेष अवधि और 2020-21 के शुरुआती महीनों में हेडलाइन मुद्रास्फीति के 4 प्रतिशत के मध्यावधि लक्ष्य

से नीचे बने रहने का पूर्वानुमान है। अंतरराष्ट्रीय और घरेलू वित्तीय बाजारों में, साथ ही, कच्चे तेल की वैश्विक कीमतों और खराब हो जाने वाली खाद्य सामग्रियों की कीमतों में उतार-चढ़ाव, बेसलाइन मुद्रास्फीति पथ के लिए जोखिम पेश करते हैं। दूसरी ओर, पण्यों की वैश्विक कीमतों में नरमी की संभावना और बड़े बफर स्टॉक, हेडलाइन मुद्रास्फीति को बेसलाइन से नीचे बनाए रख सकते हैं।

सकारात्मक आधारभूत प्रभावों और पिछली मौद्रिक नीति पर की गई कार्रवाइयों के संचरण के कारण, वास्तविक जीडीपी संवृद्धि में 2019-20 की दूसरी छमाही में सुधार की उम्मीद है। संवृद्धि को तेज करने के लिए अगस्त-सितंबर में सरकार द्वारा घोषित उपाय- यथा सरकारी क्षेत्र के बैंकों के पुनर्पूजीकरण हेतु निधियों को जारी करना, सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों का विलय, एफडीआई व्यवस्था में सुधार, निर्यात एवं भू-सम्पदा के लिए उदाये गए कदम, कार्पोरेट आयकर दर में कटौती दबावग्रस्त आस्तियों के तीव्रतर समाधान संवृद्धि को बेसलाइन पथ से ऊपर उठा सकते हैं। यूएस-चीन व्यापारिक तनावों के इर्दगिर्द बनी हुई अनिश्चितताओं में वृद्धि, कठिन ब्रेकिजट और भू-राजनीतिक तनाव बेसलाइन संवृद्धि पथ के लिए प्रमुख अधोगामी जोखिम हैं।

## II. कीमतें और लागतें

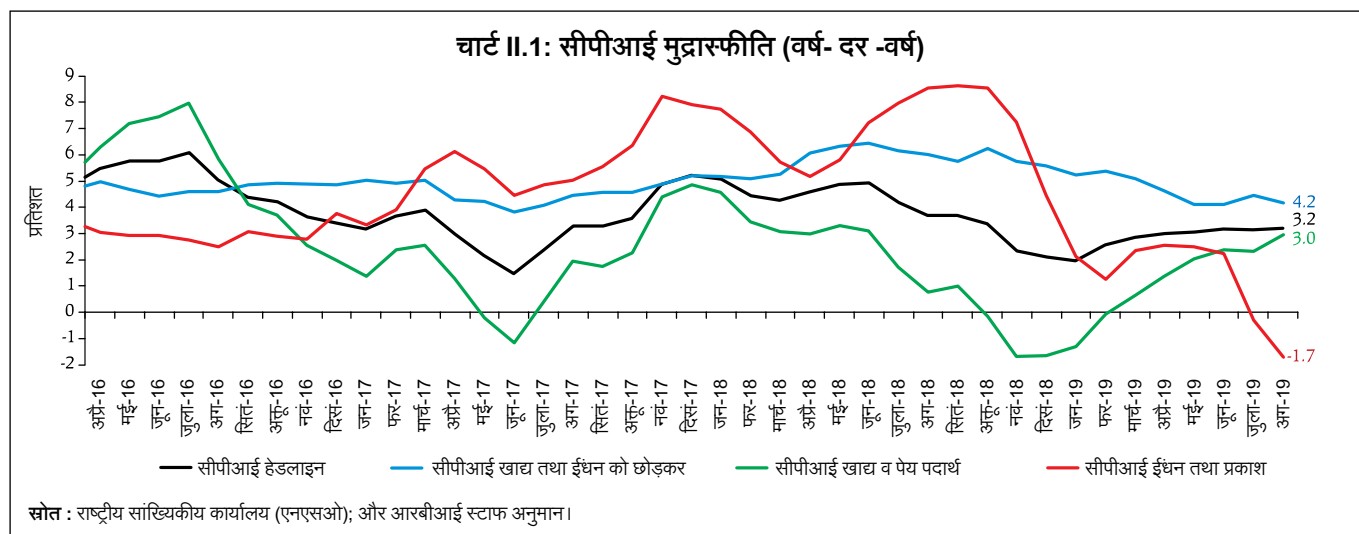
खाद्य मुद्रास्फीति, विशेषकर सब्जियों तथा प्रोटीन युक्त पदार्थों, में तेजी के कारण उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति में मार्च-अगस्त 2019 के कारण बढ़ोतरी दर्ज हुई। अप्रैल के बाद ईंधन समूह की मुद्रास्फीति में क्रमिक रूप से नरमी हुई और जुलाई तथा अगस्त 2019 में यह अपस्फीति में चली गई। सोने की कीमत में तीव्र बढ़ोतरी के बावजूद खाद्य और ईंधन को छोड़कर मुद्रास्फीति में मार्च से व्यापक रूप से नरमी रही है। ग्रामीण मजदूरी, कृषिगत तथा गैर-कृषिगत दोनों के लिए, असमायोजित वृद्धि में गिरावट बनी रही। संगठित क्षेत्र में कर्मचारी लागत वृद्धि के उतार-चढ़ाव में भिन्नता रही - विनिर्माण क्षेत्र के लिए इसमें वृद्धि थी और सेवा क्षेत्र के लिए यह एक दायरे में बनी रही। कृषि निविधियों (इनपुट) तथा औद्योगिक कच्चे माल में 2019-20 में अब तक गिरावट रही है।

पिछले छह माह अर्थात मार्च-अगस्त 2019 में, इस अवधि<sup>1</sup> के दौरान उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) मुद्रास्फीति 4 प्रतिशत के लक्ष्य से नीचे औसतन 3.1 प्रतिशत रही। इसके प्रमुख वाहक खाद्य कीमतें थीं जो मार्च 2019 में अपस्फीति से बाहर निकली और गर्मी के मौसम की सामान्य तेजी से आगामी महीनों में धीरे-धीरे बढ़ती रही। इसके विपरीत, ईंधन और बिजली संबंधी वस्तुओं की कीमतों में नरमी बनी रही और जुलाई-अगस्त 2019 के दौरान अपस्फीति

में चली गई। मार्च-जून 2019 के बीच खाद्य और ईंधन को छोड़कर मुद्रास्फीति में लगभग 100 आधार अंकों की गिरावट हुई और जून 2019 में 23 महीने के निचले स्तर पर पहुंच गई (चार्ट II.1)।

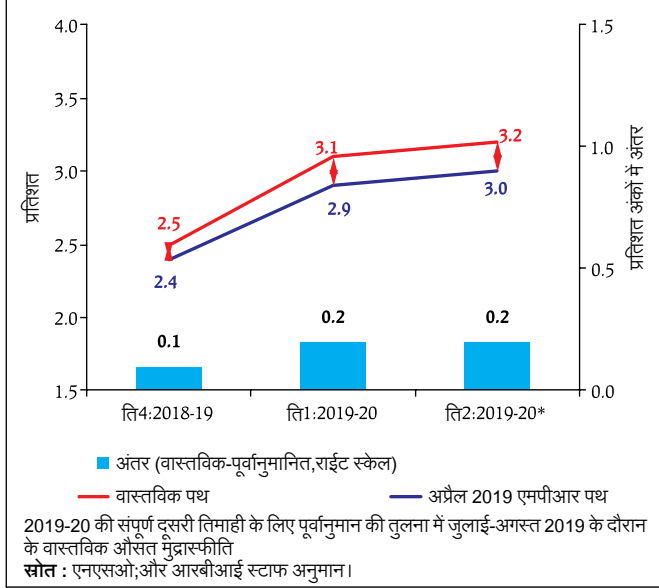
भारिबैं. अधिनियम, 1934 (2016 में संशोधित) भारिबैं. को यह निदेश देता है कि वह अनुमानों के सापेक्ष वास्तविक परिणामों में विचलन की पहचान करे, यदि कोई हो, और उसके अंतर्निहित कारणों की व्याख्या करे। अप्रैल 2019 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट (एमपीआर) ने 2019-20 की पहली तिमाही के लिए सीपीआई मुद्रास्फीति 2.9 प्रतिशत और 2019-20 की दूसरी तिमाही के लिए 3.0 प्रतिशत पर रहने का अनुमान लगाया था। वास्तविक मुद्रास्फीति निष्कर्ष ने भी कमोवेश इन्हीं अनुमानों का अनुसरण किया है (चार्ट II.2)।

जहां खाद्य कीमतें प्रत्याशा के अनुरूप अपस्फीति से बाहर निकलीं, सब्जियों की कीमतों में इस वर्ष की ग्रीष्मकालीन तेजी हाल के समय में देखी गई तेजी से कहीं अधिक थी। दलहन की मुद्रास्फीति मई 2019 में दो वर्ष और छह महीनों की अपस्फीति से बाहर निकली। परिणामस्वरूप, मार्च और अगस्त 2019 के मध्य खाद्य मुद्रास्फीति में अनुमान से अधिक 230 आधार अंक की बढ़ोतरी हुई। इस दौरान, खाद्य और ईंधन को छोड़कर मुद्रास्फीति प्रत्याशा से अधिक नरम हुई और इसने समायोजन किया। भारतीय बास्केट के कच्चे तेल की कीमतों में अप्रत्याशित नरमी रही - 2019-20 (जो कि अप्रैल के एमपीआर के अनुमान का बेसलाइन था) के दौरान औसतन 67



<sup>1</sup> अखिल भारतीय संयुक्त सीपीआई (ग्रामीण + शहरी) में वर्ष-दर-वर्ष हुए परिवर्तन के आधार पर हेडलाइन मुद्रास्फीति का आकलन किया जाता है।

**चार्ट II.2: सीपीआई मुद्रास्फीति (वर्ष-दर-वर्ष): वास्तविक बनाम पूर्वानुमान**

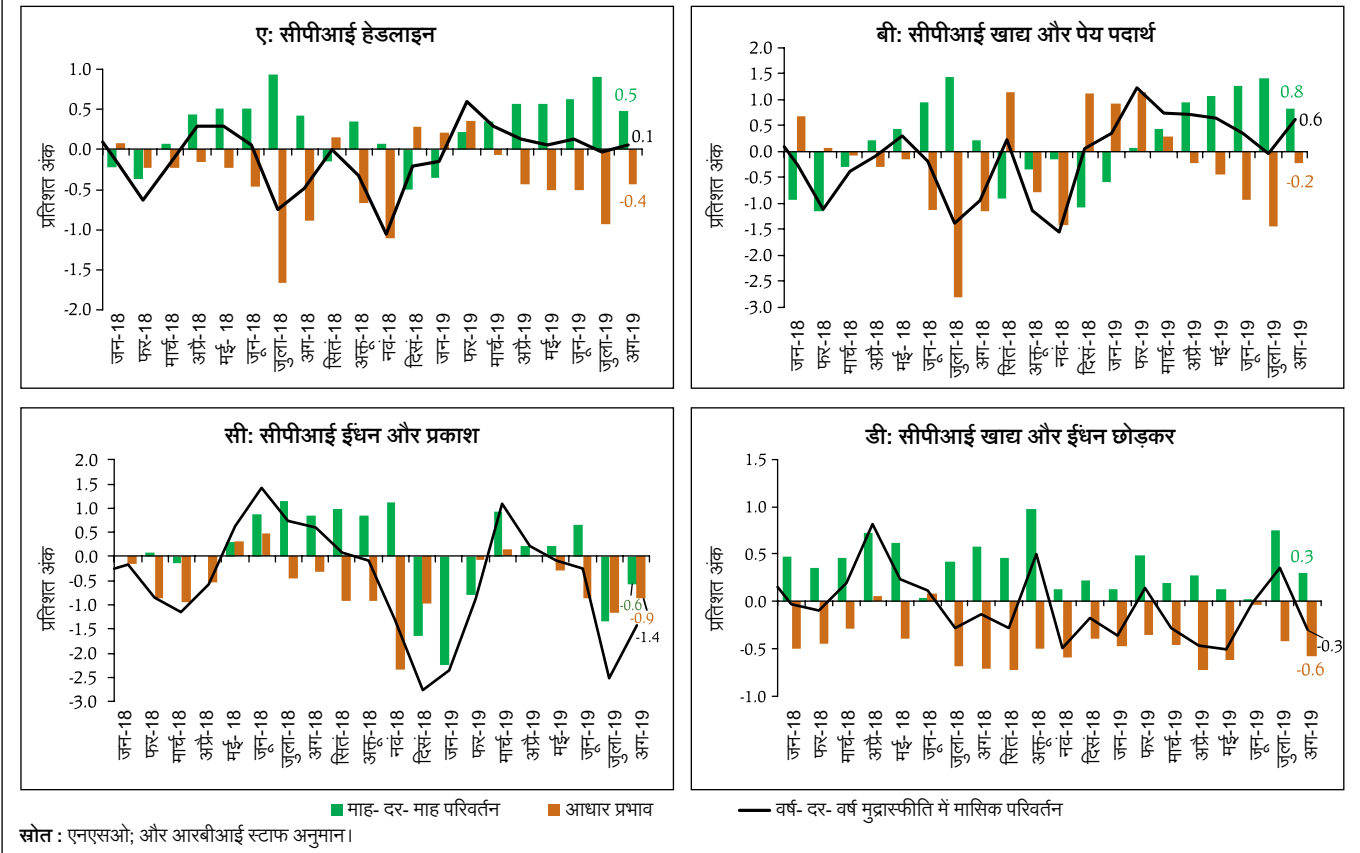


अमरीकी डॉलर प्रति बैरल से अगस्त में 60 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल से कम। ईंधन समूह के भीतर ग्रामीण खपत की वस्तुएं जैसे जलावन तथा उपले और शहरी खपत जैसे तरल पेट्रोलियम गैस (एलपीजी) दोनों की कीमतों में अत्यधिक सुधार हुआ। इसके फलस्वरूप, इस पूरा ईंधन समूह जुलाई में अपस्फीति में गया। कुल मिलाकर, इन भिन्न उतार-चढ़ावों की वजह से सीपीआई हेडलाइन मुद्रास्फीति का परिणाम मुद्रास्फीति अनुमानों को आंशिक रूप अर्थात् 2019-20 की पहली तिमाही तथा 2019-20 की दूसरी तिमाही (जुलाई-अगस्त), प्रत्येक में 20 आधार अंक से पार कर गया (चार्ट II.2)।

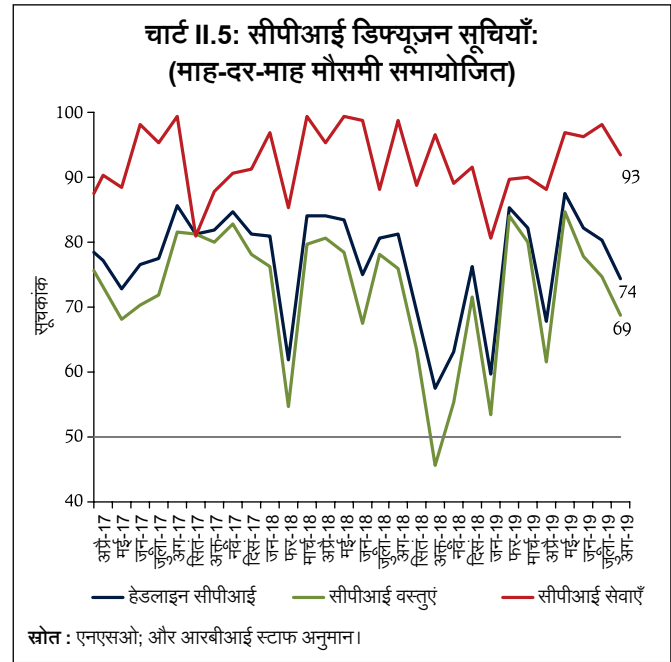
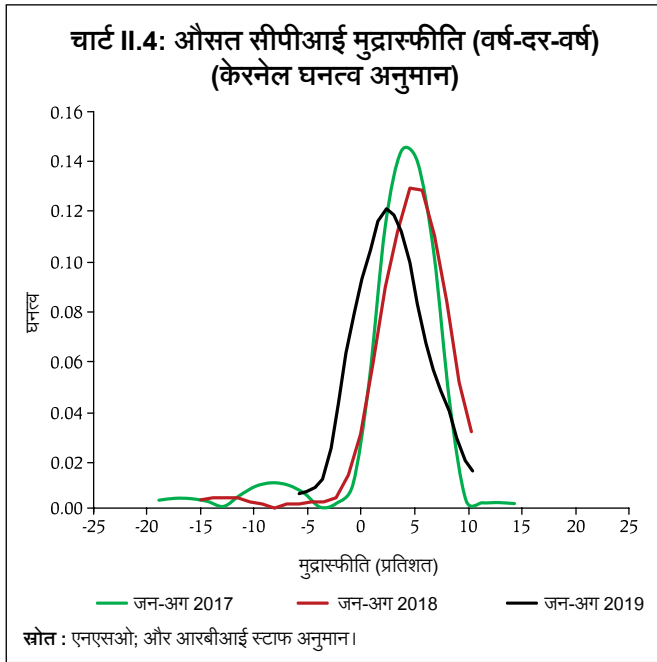
**II.1 उपभोक्ता मूल्य**

वर्ष-दर-वर्ष (वाई-ओ-वाई) मुद्रास्फीति का विघटन यह दर्शाता है कि मार्च से जून 2019 के दौरान इसका उठता वक्रपथ कीमतों की चाल में निरंतर बढ़ोतरी से प्रेरित था (चार्ट II.3)। जुलाई में, अधिक अनुकूल आधार प्रभावों ने कीमत की ऊंची चाल को सामान्य करने में मदद की।<sup>2</sup>

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



<sup>2</sup> किसी भी दिए गए माह में मुद्रास्फीति (अर्थात् सीपीआई में वर्ष-दर-वर्ष परिवर्तन) पिछले माह की मुद्रास्फीति तथा मूल्य सूचकांक (गति) में वर्तमान माह-दर-माह परिवर्तन और 12 माह पहले (आधार प्रभाव) मूल्य सूचकांक में माह-दर-माह परिवर्तन के अंकगणितीय योग के बराबर होता है। एमपीआर, सितंबर 2014 का बॉक्स 1.1 देखें।



हालांकि अगस्त में, कीमत की चाल कम आधार प्रभाव पर भारी रही और इसके परिणामस्वरूप मुद्रास्फीति में मामूली वृद्धि हुई। 2019-20 की पहली छमाही में कीमतों की चाल में बढ़ोतरी खाद्य समूह, मुख्य रूप से सब्जियों, दलहन, मांस और मछली की कीमतों द्वारा संचालित थी। इसके विपरीत, ग्रामीण और शहरी ईंधन खपत की कीमतों में व्यापक आधार पर हुई गिरावट की वजह से जुलाई-अगस्त के दौरान ईंधन और बिजली की अंतर्निहित मुद्रास्फीति की चाल में भारी गिरावट रही। मार्च-अगस्त 2019 के दौरान खाद्य और ईंधन को छोड़कर वस्तुओं की कीमतों की चाल सामान्य रही और यह अनुकूल आधार प्रभाव से पूरी तरह से प्रभावित थी।

समूचे सीपीआई समूह की मुद्रास्फीति का संवितरण माध्यिका मुद्रास्फीति दरों में एक यथेष्ट गिरावट को दर्शाता है - 2018 में 4.8 प्रतिशत से 2019 में अब तक 2.1 प्रतिशत। इसके अलावा, खाद्य कीमतों की वजह से 2017 और 2018 में मुद्रास्फीति की ऋणात्मक ढलान वर्ष 2019 में नहीं थी जो यह दर्शाती है कि इस वर्ष मुद्रास्फीति की स्थिति सामान्यतया मंद रहेगी (चार्ट II.4)। मौसमी समायोजित

आधार पर सीपीआई मदों की कीमतों में बदलाव का प्रसार सूचकांक माह-दर-माह (एम-ओ-एम) वस्तुओं और सेवाओं दोनों ही श्रेणी में जून-अगस्त 2019 के दौरान संयमित रहा (चार्ट II.5)<sup>3</sup>

### II.2 मुद्रास्फीति के संचालक

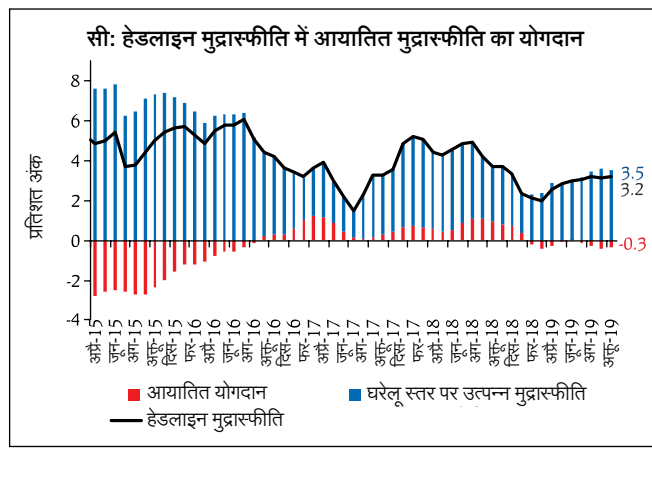
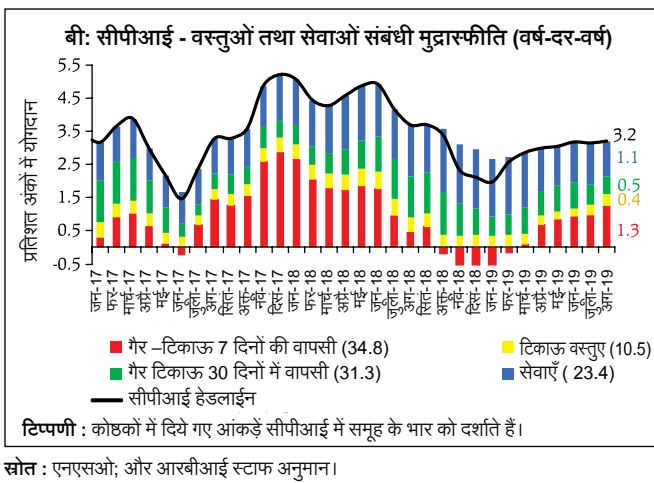
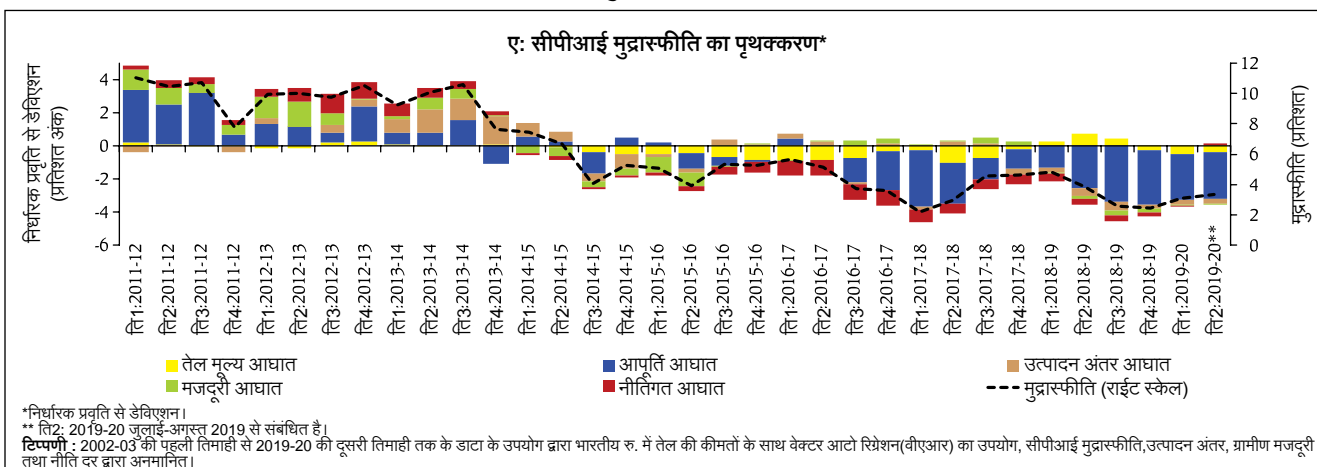
मुद्रास्फीति का ऐतिहासिक विघटन यह दर्शाता है कि 2019-20 की पहली छमाही में मुद्रास्फीति धनात्मक आपूर्ति आघात से प्रभावित थी जिसने हल्की घरेलू मांग के संयोजन से हेडलाइन मुद्रास्फीति को नीचे और स्थिर रखा (चार्ट II.6ए)<sup>4</sup>

समग्र सीपीआई मुद्रास्फीति का वस्तु और सेवा घटकों में ब्योरा यह बताता है कि नाशवान वस्तुएं (7 दिनों की वापसी वाले गैर-टिकाऊ वस्तुएं) जैसे सब्जी और फल का अप्रैल-अगस्त के दौरान समग्र मुद्रास्फीति में सबसे अधिक योगदान था (चार्ट II.6बी)। चावल, पेट्रोलियम उत्पाद, एलपीजी तथा बिजली की कीमतों में अपस्फीति के कारण कम नाशवान वस्तुओं (30 दिनों की वापसी वाले गैर-टिकाऊ वस्तुएं) का सामान्य योगदान था। प्राथमिक रूप से सोने की कीमत में

<sup>3</sup> सीपीआई प्रसार सूचकांक कीमत में आए परिवर्तनों का एक मापक है, जो सीपीआई बास्केट में मदों को पिछले माह के दौरान उनकी कीमत बढ़ने, स्थिर रहने या गिरने के अनुसार श्रेणीबद्ध रखता है। प्रसार सूचकांक की 50 से ऊपर की रीडिंग कीमतों में बढ़ोतरी के सामान्यीकरण को इंगित करती है और 50 से नीचे की रीडिंग व्यापक-आधारित अपस्फीति को दर्शाती है।

<sup>4</sup> ऐतिहासिक विघटन को निम्नलिखित चरों (जो वेक्टर  $Y_t$  के रूप में दिए हैं) जैसे कि - कच्चे तेल के कीमतों की वार्षिक वृद्धि दर, मुद्रास्फीति, उत्पादन अंतर, ग्रामीण मजदूरी की वार्षिक वृद्धि दर तथा नीतिगत रेपो दर के साथ वेक्टर ऑटो रिग्रेशन (वीएआर) के आधार पर नमूना अवधि के दौरान मुद्रास्फीति में हुए उतार-चढ़ाव के प्रति प्रत्येक आघात के योगदान की माप करने की लिए इस्तेमाल किया जाता है। वीएआर को संक्षेप 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), उत्पादन अंतर आघात, मजदूरी आघात तथा नीतिगत आघात] के रूप में दर्शाया गया है। वोल्ट विघटन  $Y_t$  के उपयोग 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।

**चार्ट II.6: मुद्रास्फीति के संचालक**



तेज बढ़ोतरी और कुछ कम हद तक मोटर वाहन की कीमत में बढ़ोतरी के कारण जून-अगस्त 2019 के दौरान समग्र मुद्रास्फीति में टिकाऊ वस्तुओं का योगदान बढ़ा। आयातित वस्तुओं (पेट्रोल; डीजल; एलपीजी; किरोसिन; इलेक्ट्रॉनिक वस्तुएं; सोना; चाँदी; रसायन और रासायनिक उत्पाद; धातु और धातु उत्पाद; तथा परिष्कृत वनस्पति तेल) ने मिलकर हाल की अवधि में समग्र मुद्रास्फीति में ऋणात्मक योगदान किया है (चार्ट II.6सी)। सेवाओं का समग्र मुद्रास्फीति में सामान्य योगदान रहा। यद्यपि, सेवा (समग्र सीपीआई में 23 प्रतिशत का भार) ने समग्र मुद्रास्फीति में लगभग एक तिहाई का योगदान किया (चार्ट II.6बी)।

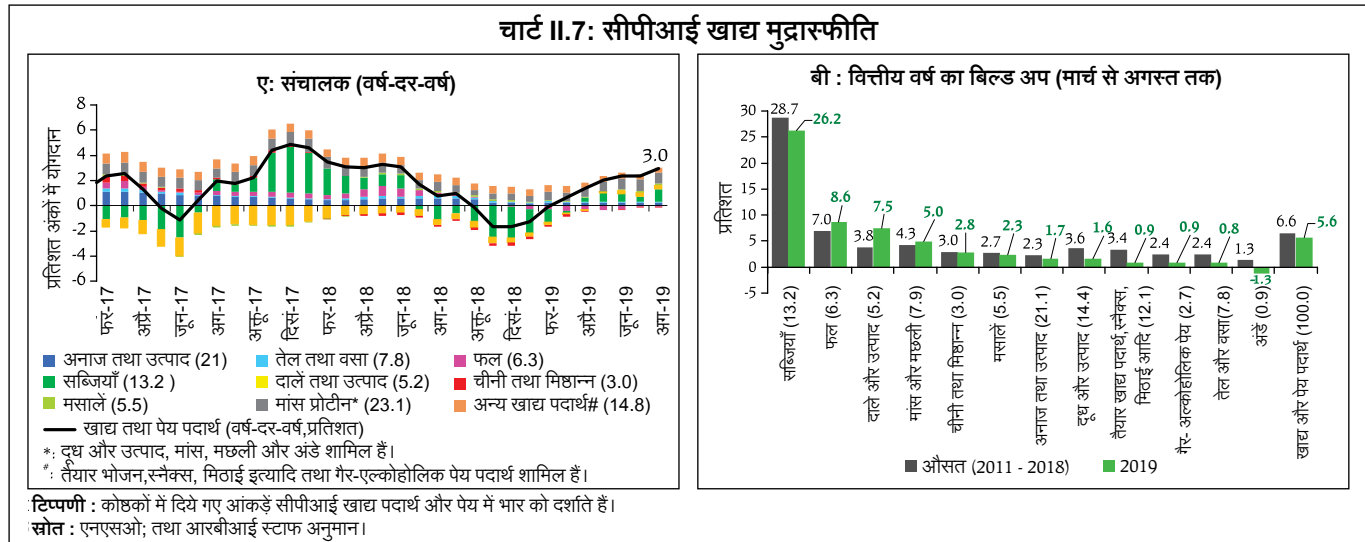
**सीपीआई खाद्य समूह**

भारत अंशदान की बात करें तो अप्रैल-अगस्त 2019 के दौरान समग्र मुद्रास्फीति में खाद्य और पेय समूह (भार: सीपीआई में 45.9 प्रतिशत)

का योगदान 32.9 प्रतिशत रहा जबकि एक वर्ष पहले इसी अवधि में यह 25.0 प्रतिशत था। अक्टूबर 2018-फरवरी 2019 के दौरान लगातार पाँच महीनों तक ऋणात्मक दायरे में रहने के बाद खाद्य समूह की मुद्रास्फीति मार्च 2019 के आरंभ से धनात्मक हुई और इसके बाद सब्जियों, फलों तथा प्रोटीन-युक्त वस्तुओं जैसे दाल, मांस, मछली और दूध की कीमतों के प्रभाव द्वारा इसमें नियमित रूप से बढ़ोतरी हुई (चार्ट II.7ए)।

खाद्य और पेय समूह के भीतर, वित्तीय वर्ष के दौरान सब्जियों की कीमतों में मजबूती बनी रही पर यह ऐतिहासिक ग्रीष्मकालीन कीमत बढ़ोतरी के निकट थी। फलों, दलहन, मांस और मछली की स्थिति में कीमतें वास्तव में ऐतिहासिक औसत (2011-2018) से अधिक रहीं। अन्य उप-समूह जैसे खाद्य समूह में अतीत के मुकाबले काफी कम रही (चार्ट II.7बी)।

**चार्ट II.7: सीपीआई खाद्य मुद्रास्फीति**



चावल की कीमतों में अपस्फीति के साथ अनाज की मुद्रास्फीति (सीपीआई में) 9.7 प्रतिशत तथा खाद्य और पेय समूह में 21.1 प्रतिशत का भार) अप्रैल-अगस्त 2019 के दौरान सामान्य रही और यह भरपूर उत्पादन तथा पर्याप्त भंडार को दर्शाता है। खाद्यान्न उत्पादन के चौथे अग्रिम अनुमान के अनुसार 2018-19 में चावल का उत्पादन 1164 लाख टन था, यह 2017-18 में 1128 लाख टन उत्पादन से अधिक था जो कि हाल-फिलहाल तक का एक सार्वकालिक रिकॉर्ड है। भारत की पण्य निर्यात योजना (एमईआईएस) के तहत सरकार द्वारा चावल निर्यात को दिया जाने वाला 5 प्रतिशत का प्रोत्साहन 01 अप्रैल 2019 से वापस ले लिए जाने की वजह से अप्रैल-जुलाई 2019 के दौरान चावल के निर्यात में गिरावट रही और इसके फलस्वरूप घरेलू उपलब्धता अधिक रही। मई 2018 के 30 प्रतिशत से अप्रैल 2019 में गेहूँ के आयात शुल्क में बढ़ोतरी कर 40 प्रतिशत किए जाने से आयात में गिरावट से गेहूँ की मुद्रास्फीति, यद्यपि, अप्रैल-अगस्त 2019 (2018-19 में 3.4 प्रतिशत) के दौरान औसत 6.8 प्रतिशत के साथ ऊपर बनी रही।

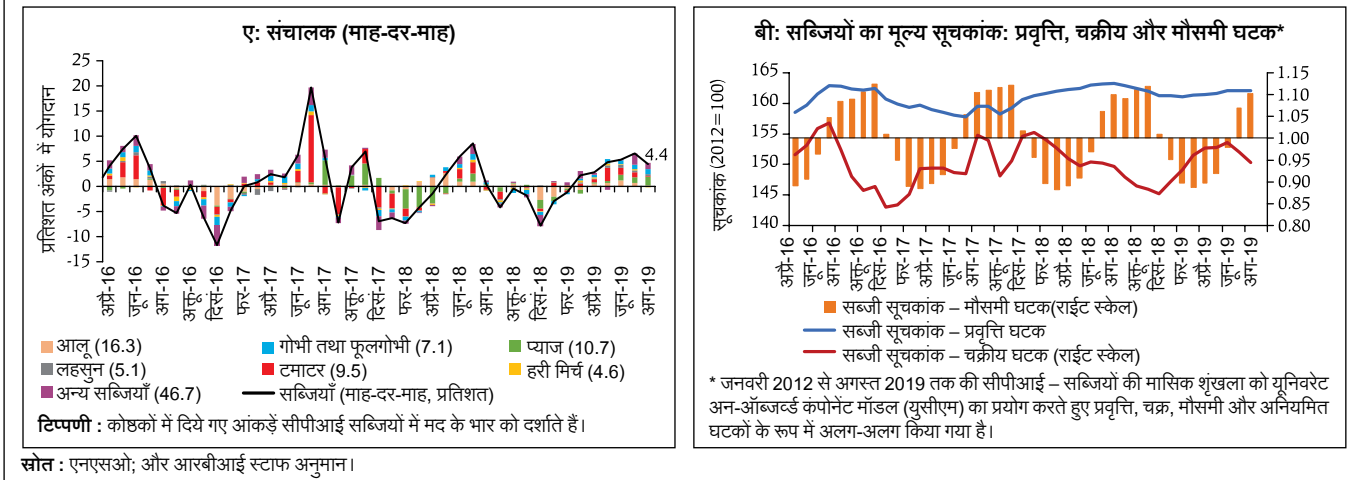
जहां तक सब्जियों (सीपीआई में जिसका 6.0 प्रतिशत तथा खाद्य एवं पेय पदार्थ समूह में जिसका 13.2 प्रतिशत भार है) की बात है, प्याज, टमाटर एवं आलू (कुल सीपीआई-सब्जियों में जिनकी हिस्सेदारी 36.5 प्रतिशत है) की कीमतों में सुधार के कारण सब्जियों की कीमतों में बढ़ोतरी हुई (चार्ट II.8 ए)।

अप्रैल 2019 से ही आलू की कीमतों में दबाव बढ़ गया। पहले, फरवरी तथा मार्च के दौरान पश्चिम बंगाल में असमय बारिश ने कटाई योग्य फसल को प्रभावित किया। दूसरा, गर्मी के महीनों में तापमान में अचानक वृद्धि

तथा उत्तरी एवं उत्तर-पूर्वी राज्यों के कई भागों में अचानक आए आंधी-तूफान ने मार्गस्थ उत्पादों को बर्बाद दिया, जिसके परिणामस्वरूप मंडी में आवक कम हो गई। इस कठिन अवस्था के बावजूद, आलू की कीमतें अनुकूल आधारभूत प्रभावों के कारण अप्रैल 2019 की शुरुआत में अपस्फीति में बदल गईं। प्याज की कीमतों में दिसंबर 2018 से मार्च 2019 के दौरान कमी आई थी, परंतु अप्रैल माह से इनमें सुधार हुआ और ये जून-अगस्त के दौरान तेजी से बढ़ीं। मुख्यतः नासिक जैसे बड़े प्याज उत्पादक जिला में सूखा जैसे हालात के कारण महाराष्ट्र में रबी फसल 'प्याज' की पैदावार वाले रकबे में आई कमी जिससे मंडी में आवक कम हुई। महाराष्ट्र में राष्ट्रीय कृषि सहकारी विपणन परिसंघ (नेफेड) द्वारा की जा रही खरीद संबंधी गतिविधियों के कारण भी प्याज की कीमतों को समर्थन मिला। महाराष्ट्र, कर्नाटक एवं मध्य प्रदेश जैसे बड़े प्याज आपूर्तिकर्ता राज्यों में जुलाई-अगस्त के दौरान अत्यधिक बारिश के साथ-साथ बाढ़ के कारण आपूर्ति में कमी आई। टमाटर की कीमतें मार्च 2019 से बढ़ने लगीं एवं इससे संबंधित मुद्रास्फीति नवंबर 2018 के (-) 52.2 प्रतिशत की तुलना में मई 2019 में तेजी से बढ़कर 70.1 प्रतिशत हो गई। महाराष्ट्र में देरी से की गई कटाई के साथ-साथ कर्नाटक में फफूंद से बर्बाद हुई फसल ने कीमतों में शुरुआती बढ़ोतरी को अंजाम दिया तथा मुख्य आपूर्तिकर्ता राज्यों जैसे कर्नाटक, महाराष्ट्र एवं हिमाचल प्रदेश में लगातार बारिश एवं बाढ़ जैसे हालात के कारण पैदा हुई आपूर्ति बाधाओं द्वारा इसमें और बढ़ोतरी की गई। तथापि, टमाटर के मामले में मुद्रास्फीति मुख्यतः अनुकूल आधारभूत प्रभावों के कारण जुलाई में नरम होकर 28.4 प्रतिशत हो गई। यह प्रतिकूल आधार प्रभावों के कारण अगस्त में 39.4 प्रतिशत बढ़ गई।



**चार्ट II.8: सीपीआई सब्जियाँ**



प्रचलित सीपीआई-सब्जियों में अपघटन को ध्यान में रखते हुए चक्रीय और मौसमी घटक यह बताते हैं कि दिसंबर 2018 से शुरू होने वाले चक्रीय उत्थान, जिसके साथ प्रवृत्ति घटक एक समान रहा, वर्ष 2019-20 की पहली छमाही के दौरान (जुलाई 2019 तक) सब्जियों से संबंधित मुद्रास्फीति का प्रमुख संचालक था। ग्रीष्म ऋतु के दौरान मौसमी बढ़ोतरी पिछले वर्षों के अनुरूप रही (चार्ट II.8बी)।

फलों (जिनका सीपीआई में 2.9 प्रतिशत तथा खाद्य और पेय पदार्थ समूह में 6.3 प्रतिशत भार है) की कीमतों के मामले में स्थिति दिसंबर 2018 में अवस्फीति में बदल गई। फरवरी 2019 से फलों की कीमतें बढ़ने लगीं अप्रैल और जुलाई में इसमें तीव्र वृद्धि हुई। हालांकि फल अगस्त 2019 तक अवस्फीति की अवस्था में बनी रहीं। केला एवं सेब के मामले में कीमतों में दबाव विशेष रूप से स्पष्ट थे जिनका एक-साथ फलों की श्रेणी में 35.6 प्रतिशत हिस्सा है। मंडी में कम आवक के कारण केला की कीमतें प्रभावित हुईं, जबकि सेब की कीमतों में पहले जैसी मौसमी बढ़त हुई। सेब की कीमतों को कम आयात के कारण भी समर्थन मिला, जो भारतीय उत्पादों पर यूएस द्वारा शुल्क लगाए जाने के क्रम में सेब पर आयात शुल्क में जून 2019 में 20 प्रतिशत तक की गई बढ़ोतरी का परिणाम था। हालांकि, मंडियों में अधिक घरेलू आवक के कारण केला एवं सेब दोनों के मामले में कीमतों में दबाव अगस्त में कम हुआ।

वर्ष 2019 के गर्मी के महीनों में शहरी एवं ग्रामीण दोनों क्षेत्रों में सब्जी तथा फलों की कीमतों में वृद्धि देखी गई। क्षेत्रवार विश्लेषण बताता है कि ग्रामीण तथा शहरी क्षेत्रों के बीच फलों एवं सब्जियों की कीमतों में होने वाले माह-दर-माह बदलाव के आंकड़ों संबंधी कोई महत्वपूर्ण अंतर नहीं है। तथापि, ग्रामीण क्षेत्रों की तुलना में शहरी क्षेत्रों में सब्जियों

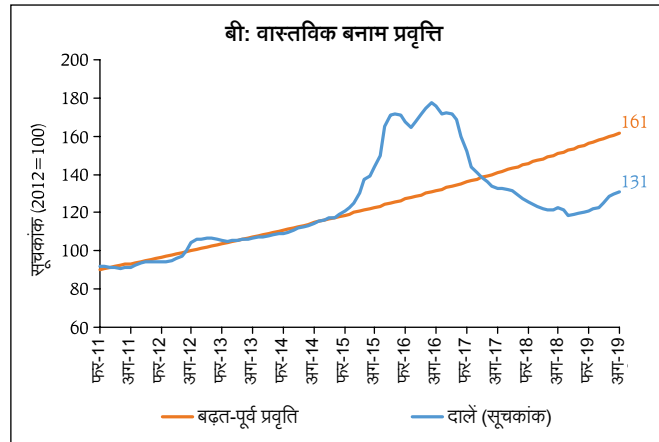
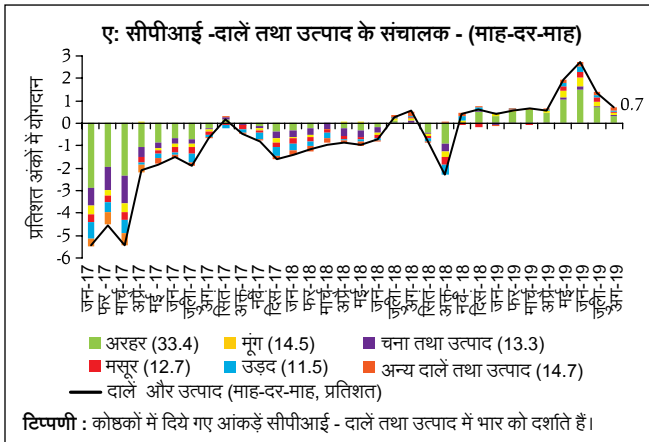
तथा फलों की कीमतों में होने वाले माह-दर-माह बदलाव में आंकड़ा आधारित अधिक उतार-चढ़ाव विद्यमान है।<sup>5</sup>

दलहन सीपीआई (जिनका सीपीआई में 2.4 प्रतिशत तथा खाद्य और पेय पदार्थ समूह में 5.2 प्रतिशत भार है) कीमतों में लगातार वृद्धि के कारण 29 महीने अपस्फीति की स्थिति में रहने के उपरांत मई 2019 से बढ़ने लगीं एवं अगस्त 2019 में ये 35 महीने के मुद्रास्फीति के अधिकतम स्तर पर पहुंचकर 6.9 प्रतिशत हो गईं (चार्ट II.9.ए)। फिर भी, सीपीआई दाल सूचकांक प्रवृत्ति से नीचे रहा (चार्ट II.9.बी)। दलहन का उत्पादन वर्ष 2017-18 के 254 लाख टन की तुलना में वर्ष 2018-19 में कम होकर 234 लाख टन (चौथे अग्रिम आकलन के अनुसार) रहा। इसके अतिरिक्त, दलहन का निर्यात वर्ष 2017-18 के 57 लाख टन की तुलना में वर्ष 2018-19 में कम होकर 26 लाख टन हो गया जिसके परिणामस्वरूप घरेलू आपूर्ति की प्रचुरता कम हुई। दलहन का एक बड़ा भाग, लगभग 40 लाख टन, उपलब्ध है जिसे कीमतों के दबाव को रोकने के लिए बाजार में प्रवाहित किया जा सकेगा।

मांस तथा मछली की कीमतों ने भी खाद्य पदार्थ संबंधी मुद्रास्फीति को बढ़ाने में योगदान दिया है जो आंशिक रूप से चारा और मुख्यतः मक्का, की कीमतों में निरंतर वृद्धि को दर्शाता है। वास्तव में, मांस तथा मछली की कीमतों से संबंधित मुद्रास्फीति जुलाई 2019 में 62 महीने के उच्चतम स्तर पर थी। अंडे की कीमतें अपने पहले के पैटर्न के अनुरूप आगे बढ़ती रहीं, जबकि दूध एवं इसके उत्पादों की कीमतें मई- अगस्त 2019 के दौरान बढ़ीं, जो दुग्ध सहकारी संस्थाओं द्वारा दूध के क्रय की कीमतों में ₹5-6 प्रति लीटर की बढ़ोतरी के आंशिक प्रभाव के कारण मुख्यतः दूध की खुदरा कीमतों में ₹2 प्रति लीटर से ₹6 प्रति लीटर की बढ़ोतरी को दर्शाता है।

<sup>5</sup> एफ-परीक्षण और टी-परीक्षण फ्रेमवर्क पर आधारित. परिणामों की तेजी का परीक्षण मौसमी रूप से समायोजित और असमायोजित डाटा का प्रयोग करते हुए किया गया था।

चार्ट II.9: सीपीआई दालें



स्रोत : एनएसओ; और आरबीआई स्टाफ अनुमान।

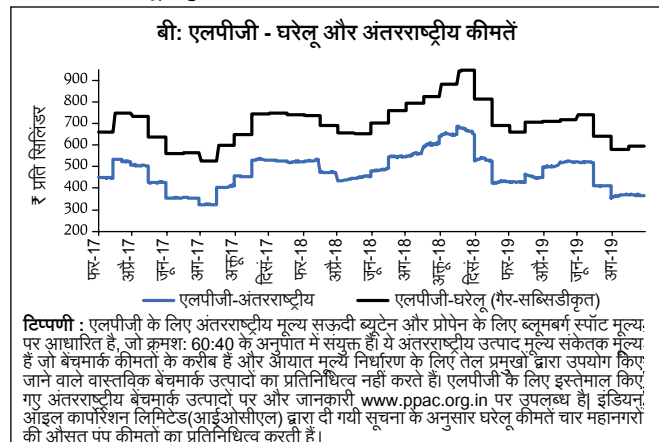
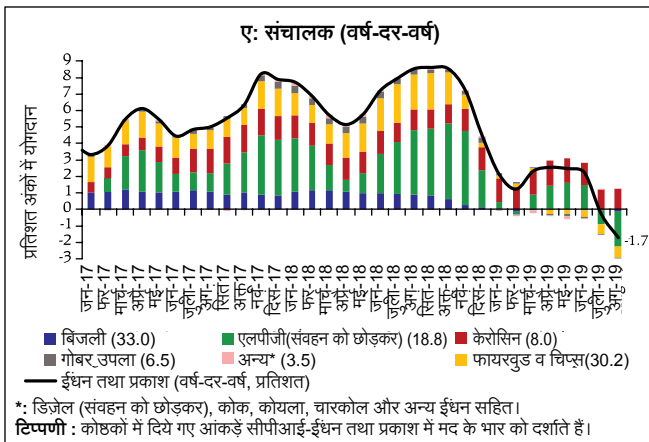
चीनी की कीमतें लगातार 15 महीने के लिए नकारात्मक स्थिति में रहने के बाद मई 2019 में अवस्फीति की स्थिति से बाहर आई। हालांकि, जून-अगस्त 2019 के दौरान वे पुनः अवस्फीति की स्थिति में वापस लौट गईं जो घरेलू आपूर्ति अधिशेष के साथ-साथ अनुकूल आधारभूत प्रभावों को दर्शाता है। इंडियन शुगर मिल्स एसोशिएशन (इस्मा) के अनुसार, चीनी का प्रारंभिक स्टॉक 01 अक्टूबर 2019 की स्थिति के अनुसार 145 लाख टन होने की अपेक्षा है जो अभी तक का सर्वाधिक स्तर है। चीनी की अंतरराष्ट्रीय कीमतें, जो लगातार अधिक वैश्विक आपूर्ति के कारण मई 2017-फरवरी 2019 के दौरान अवस्फीति की स्थिति में थीं, मार्च 2019 में सकारात्मक दायरे में आ गईं। घरेलू बाजार में वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में चीनी की कीमतों में मामूली बढ़ोतरी देखी गई, जो संभवतः फरवरी 2019 में चीनी के विक्रय की न्यूनतम कीमतों में ₹2 प्रति किलोग्राम की बढ़त को दर्शाता है।

अंतरराष्ट्रीय कीमतों में नरमी के कारण तेल तथा वसा के मामले में मुद्रास्फीति अप्रैल-अगस्त 2019 के दौरान लगभग 0.8 प्रतिशत की निम्न स्थिति पर बनी रही तथा अधिक घरेलू उत्पादन ने कीमतों को नियंत्रित रखा। चौथे उन्नत आकलन के अनुसार वर्ष 2018-19 में तिलहन का उत्पादन 2.5 प्रतिशत बढ़ गया; तथापि, वर्ष के दौरान मूँगफली के उत्पादन में आई कमी ने वर्ष 2018-19 की अधिकांश अवधि में एवं वर्ष 2019-20 में अभी तक मूँगफली के तेल की कीमतों पर दबाव डाला है।

सीपीआई ईंधन समूह

ईंधन समूह मुद्रास्फीति अप्रैल के बाद जून तक क्रमवार कम हुई तथा यह जुलाई एवं अगस्त 2019 में अवस्फीति की स्थिति में बदल गई क्योंकि बड़े घटक जैसे बिजली, एलपीजी, उपले, जलावन की लकड़ी तथा चिप्स व कोयला ऋणात्मक दायरे में चले गए (चार्ट II.10ए)।

चार्ट II.10: सीपीआई ईंधन और प्रकाश समूह मुद्रास्फीति

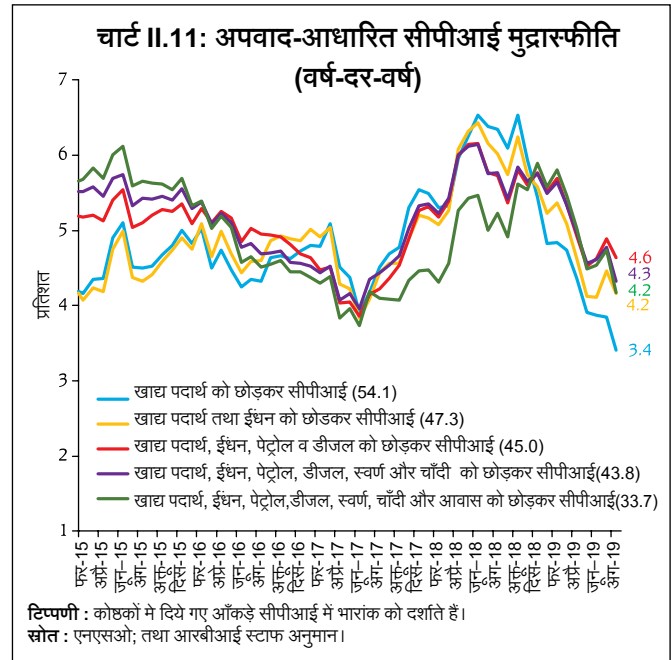


स्रोत : (i) चार्ट II.10ए के लिए एनएसओ; और आरबीआई स्टाफ अनुमान। (ii) चार्ट II.10बी के लिए ब्लूमबर्ग; इंडियन ऑइल कार्पोरेशन लिमिटेड(आईओसीएल); एनएसओ; और आरबीआई स्टाफ अनुमान।

मार्च से जून के बीच कीमतों में बढ़ोतरी दर्ज करने के बाद घरेलू एलपीजी की कीमतें जुलाई एवं अगस्त में अचानक कम हो गईं जो अंतरराष्ट्रीय स्तर पर पेट्रोलियम उत्पादों की कीमतों में भारी गिरावट का परिणाम है (चार्ट II.10बी)। बिजली की कीमतें, जो ईंधन एवं लाइट उप-समूह का एक-तिहाई हिस्सा है, जनवरी 2019 से अधिकांश महीनों में अवस्फीति की स्थिति में रही हैं। ग्रामीण उपभोग वाली वस्तुओं जैसे जलावन वाली लकड़ी एवं चिप्स, तथा उपले की कीमतें भी अप्रैल 2019 से अवस्फीति की स्थिति में हैं। आंशिक रूप से इसका कारण ग्रामीण क्षेत्रों<sup>6</sup> में एलपीजी के प्रयोग में बढ़ोतरी हो सकती है। इसके विपरीत, तेल विपणन कंपनियों (ओएमओ) द्वारा नियंत्रित कीमतें बढ़ाई गईं जिसके कारण मिट्टी के तेल की नियंत्रित कीमतों ने आंशिक बढ़ोतरी दर्ज की। इसका उद्देश्य पेट्रोलियम पदार्थों पर रियायत को चरणबद्ध तरीके से हटाकर बाजार कीमतों के काफी नजदीक लाना था।

**सीपीआई - खाद्य पदार्थ और ईंधन को छोड़कर**

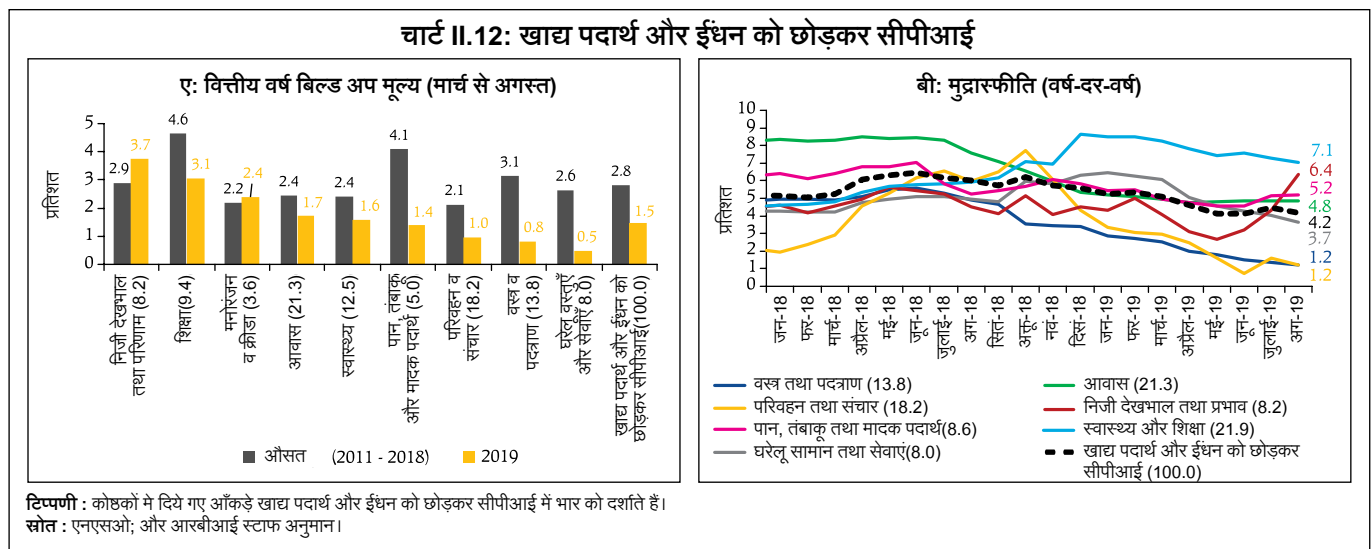
खाद्य पदार्थ और ईंधन को छोड़कर सीपीआई मुद्रास्फीति मार्च और जून 2019 के बीच कम होकर 100 आधार अंक के पास रही। उतार-चढ़ाव वाले घटकों जैसे पेट्रोलियम पदार्थ, सोना एवं चाँदी को छोड़कर भी यह लगभग 70 आधार अंक तक कम हुई जो इस समूह में अवस्फीति की व्यापक प्रकृति को दर्शाता है। तथापि, जुलाई 2019 में इसमें 35 आधार अंक तक की बढ़ोतरी हुई जो



जारी नहीं रही तथा यह अगस्त में 30 आधार अंक तक कम हो गई (चार्ट II.11)।

सीपीआई के भीतर खाद्य पदार्थ और ईंधन को छोड़कर वित्तीय वर्ष के दौरान अभी तक अधिकतम घटक उप-समूहों के मामले में कीमतों में वृद्धि ऐतिहासिक औसत से काफी कम रही है (चार्ट II.12)।

अनुभवजन्य साक्ष्य बताते हैं कि खाद्य पदार्थ के मामले में निरंतर कम मुद्रास्फीति का खाद्य पदार्थ और ईंधन को छोड़कर सीपीआई पर प्रभाव विस्तार रहा है (बॉक्स.11.1)।



<sup>6</sup> प्रधानमंत्री उज्ज्वला योजना (पीएमयूवाई) के तहत ग्रामीण परिवारों को एलपीजी कनेक्शन दिए गए थे। इससे एलपीजी कवरेज (अखिल भारतीय) बेहतर होकर वर्ष 2015-16 के 62 प्रतिशत से बढ़कर वर्ष 2018-19 में 94 प्रतिशत हो गया। आकलन बताते हैं कि ये जलावन वाले परंपरागत ईंधन स्रोत जैसे लकड़ी एवं उपले से संबंधित मुद्रास्फीति में लगभग 1.60 प्रतिशत अंक की कमी लाने में योगदान दिए होंगे।

**बॉक्स : II.1: खाद्य पदार्थ सहित मुद्रास्फीति से लेकर खाद्य पदार्थ एवं ईंधन रहित मुद्रास्फीति पर स्पिलओवर के समयांतर अनुमान**

खाद्य पदार्थ मुद्रास्फीति में उतार-चढ़ाव का हेडलाइन मुद्रास्फीति पर प्रत्यक्ष एवं परोक्ष रूप से प्रभाव रहता है। यह सीपीआई बास्केट में खाद्य पदार्थ के सापेक्ष भार पर प्रत्यक्ष रूप से एवं मुद्रास्फीति अनुमानों, वेतन और सापेक्ष कीमत समायोजन में बदलाव के माध्यम से दूसरे चक्र के प्रभावों पर परोक्ष रूप से प्रभाव डालता है (सेसेटी और मोएनर, 2008)। सीमा-पार साक्ष्य पर अनुभवजन्य परिणाम बताते हैं कि उतार-चढ़ाव और अर्थव्यवस्थाओं में खाद्य पदार्थ के मामले में लगातार आघात, जिसका उपभोग बास्केट में खाद्य पदार्थ पर व्यय का बड़ा हिस्सा शामिल है, का खाद्य पदार्थ और गैर-खाद्य पदार्थ मुद्रास्फीति पर बड़ा और दूरगामी प्रभाव पड़ने की संभावना है (वाल्श, 2011)। ये स्पिलओवर समय पर निर्भर तथा अर्थव्यवस्था की स्थिति द्वारा अनुकूलित हो सकते हैं। अनेक उतार-चढ़ाव वाली संभावनाओं (टीवीपी-वीएआर) - (प्राइमर्सरी, 2005) में से चुने गए विकल्प सहित समयांतर मानदंड वेक्टर ऑटोरिग्रेशन को टाइम-वैरिंग पासथ्रू को-एफिसिएंट के आकलन के लिए प्रयोग किया गया। यह वर्ष 1996-97 की पहली तिमाही से वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही<sup>7</sup> की नमूना अवधि में पाँच चरों जैसे आउटपुट गैप (अपने सामर्थ्य के स्तर से आउटपुट अंतर,  $y_t$ ); खाद्य पदार्थ मुद्रास्फीति ( $\pi_t^f$ ); खाद्य पदार्थ और ईंधन को छोड़कर मुद्रास्फीति ( $\pi_t^c$ ); नीतिगत ब्याज दर ( $i_t$ ) (कॉल मनी दर द्वारा प्रोक्सी किया हुआ, जो मौद्रिक नीति का परिचालन लक्ष्य है) एवं विनिमय दर (प्रति यूएसडी भारतीय रुपया) परिवर्तन ( $z_t$ ), पर आधारित है।<sup>7</sup>

अनुमानित मॉडल को निम्नानुसार प्रस्तुत किया जा सकता है :

$Y_t$  को  $t$  समय पर 5 चरों को एक  $n \times 1$  वेक्टर  $\{y_t, \pi_t^f, \pi_t^c, i_t, z_t\}$  में परिभाषित करने दें।

तब,

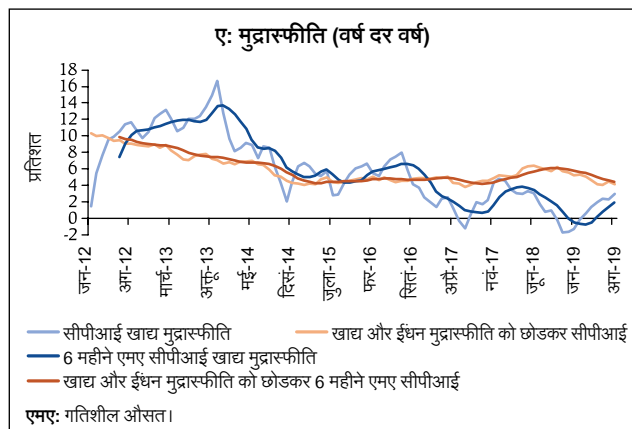
$$Y_t = X_t \beta_t + A_t^{-1} \Sigma_t \varepsilon_t, \quad t = s+1 \dots n. \quad (1)$$

$X_t = I_s \otimes (Y_{t-1}' \dots Y_{t-s}')$ ;  $a_t = (a_{21}, a_{31}, a_{32}, a_{41}, \dots, a_{54})$  जहाँ  $\beta_t$  को-एफिसिएंट का वेक्टर है तथा  $j = 1, \dots, k, t = s+1, \dots, n$  के लिए  $h_{jt} = \log \sigma_{jt}^2$  सहित  $A_t$ ;  $h_t = (h_{1t}, \dots, h_{kt})$  में निम्न-त्रिकोणीय अंशों का एक स्टैकड वेक्टर है। यह मान लिया जाता है कि (1) में मानदंड एक रैंडम वॉक प्रासेस अपनाते हैं जैसा कि (2) बताया गया है:

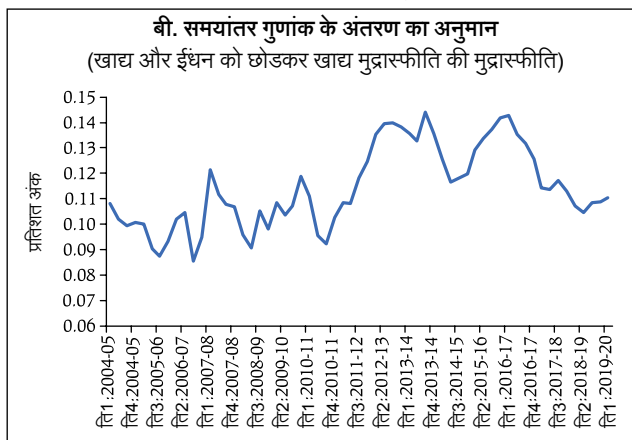
$$\begin{matrix} \beta_{t+1} = \beta_t + u_{\beta t} \\ a_{t+1} = a_t + u_{at} \\ h_{t+1} = h_t + u_{ht} \end{matrix} \text{ with } \begin{matrix} \varepsilon_t \\ u_{at} \\ u_{at} \\ u_{ht} \end{matrix} \sim N \left( 0, \begin{bmatrix} I & 0 & 0 & 0 \\ 0 & \Sigma_\beta & 0 & 0 \\ 0 & 0 & \Sigma_a & 0 \\ 0 & 0 & 0 & \Sigma_h \end{bmatrix} \right) \quad (2)$$

अनुभवजन्य परिणाम बताते हैं कि (i) को-एफिसिएंट पास-थ्रू समय के अनुसार बदलने वाले हैं – जो वर्ष 2003-04 की तीसरी तिमाही से वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही के दौरान क्रमशः 8 प्रतिशत एवं 14 प्रतिशत के बीच रहे; (ii) यह पास-थ्रू तब अधिक होता है जब खाद्य पदार्थ मुद्रास्फीति अधिक एवं निरंतर बनी रहे, तथा खाद्य पदार्थ मुद्रास्फीति के कम रहने की स्थिति में यह कम रहे।

**चार्ट II.1.1: सीपीआई खाद्य का खाद्य एवं ईंधन को छोड़कर सीपीआई में पास-थ्रू**



स्रोत : एनएसओ; और भा.रि.बैं. स्टाफ अनुमान।



(जारी.)

<sup>7</sup> वर्ष 2011 के पहले खाद्य पदार्थ की कीमतों सहित सीपीआई तथा खाद्य पदार्थ एवं ईंधन को छोड़कर सीपीआई के आकलन औद्योगिक कार्मिकों से संबंधित सीपीआई के समकक्ष सूचकांकों का प्रयोग करके किए जाते थे।

वर्तमान के खाद्य पदार्थ संबंधी निम्न मुद्रास्फीति के परिदृश्य में पास-श्रू को-एफिसिएंट लगभग 10 प्रतिशत तक कम हुआ (चार्ट II.1.1 ए और बी)। खाद्य पदार्थ का मुद्रास्फीति, खाद्य पदार्थ और ईंधन को छोड़कर, पर विषम प्रभाव को ध्यान में रखते हुए खाद्य पदार्थों की कम और स्थिर कीमतें बनाए रखना अंतर्निहित मुद्रास्फीति दबाव को नियंत्रण में रखने के लिए महत्वपूर्ण है। यह खाद्य पदार्थ मुद्रास्फीति की निरंतरता को रोकने के लिए आपूर्ति पक्ष में अनिवार्य सुधार करेगा।

**संदर्भ:**

बारदोलोई, एस. (2019), "स्पिल ओवर फ्राम फूड इन्फ्लेशन टू कोर इन्फ्लेशन इन इंडिया: ऐन एम्पिरिकल एनालिसिस" ।

सेसेटी, एस. और मोएनर, आर. (2008), "कोमोडिटी प्राइस एंड इन्फ्लेशन डार्इनमिक्स," बैंक ऑफ इंटरनेशनल सेटेलमेंट क्वाटर्ली रेव्यू, बैंक ऑफ इंटरनेशनल सेटेलमेंट, पीपी, 55-66 ।

भारतीय रिजर्व बैंक (2014), "रिपोर्ट ऑफ द एक्सपर्ट कमिटी टू रिवाइज एंड स्ट्रेंथेन द मॉनीटरी पॉलिसी फ्रेमवर्क (चेयरमैन : डॉ. ऊर्जित आर. पटेल)" ।

प्रीमिसेरी, जी (2005), "टाइम वैरींग स्ट्रक्चर वेक्टर ऑटोरिग्रेशन एंड मॉनीटरी पॉलिसी", रेव्यू ऑफ एकोनोमिक स्टडीज, 72, पीपी. 821-852 ।

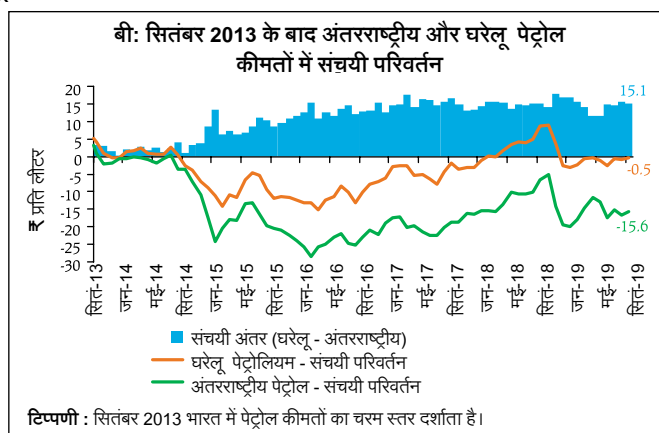
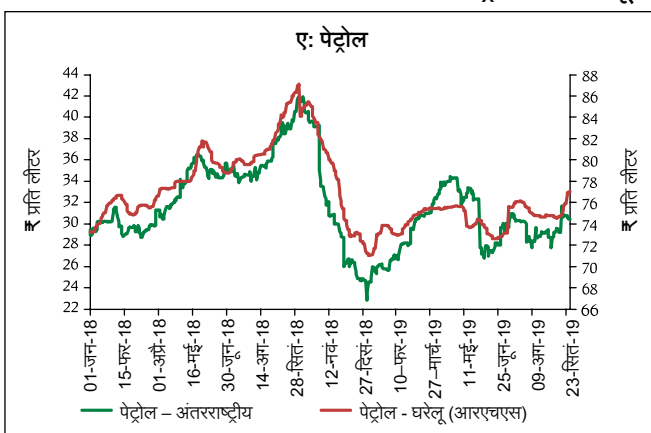
वाल्श, जे. (2011), "रीकंसिडरींग द रोल ऑफ फूड प्राइसेस इन इन्फ्लेशन", आईएमएफ वर्किंग पेपर, डब्ल्यूपी/11/71, इंटरनेशनल मॉनीटरी फंड ।

अनुकूल आधार प्रभावों के साथ-साथ पेट्रोलियम उत्पाद कीमतों में निरंतर अपस्फीति के चलते परिवहन और संचार उप-समूह में मुद्रास्फीति सामान्य रही (चार्ट II.13ए)। हालांकि, अधूरे पास-श्रू (अंतरण) के कारण अंतरराष्ट्रीय और घरेलू कीमतों के मध्य काफी अधिक अंतर रहा (चार्ट II.13बी)।

वस्तु और सेवाओं के संबंध में खाद्य, ईंधन, पेट्रोल तथा डीजल मुद्रास्फीति को छोड़कर सीपीआई के घटकों की जांच से पता चलता है कि माल मुद्रास्फीति ने नरमी (फरवरी-मई) और इजाफा (जून-अगस्त) इन दोनों चरणों को देखा जबकि सेवा संबंधी मुद्रास्फीति में निरंतर गिरावट हुई है (चार्ट II.14ए और बी)। मई के दौरान माल मुद्रास्फीति में हुई गिरावट के लिए मुख्य रूप से ग्रामीण क्षेत्र में, एक प्रमुख उप समूह कपड़े और फुटवियर का

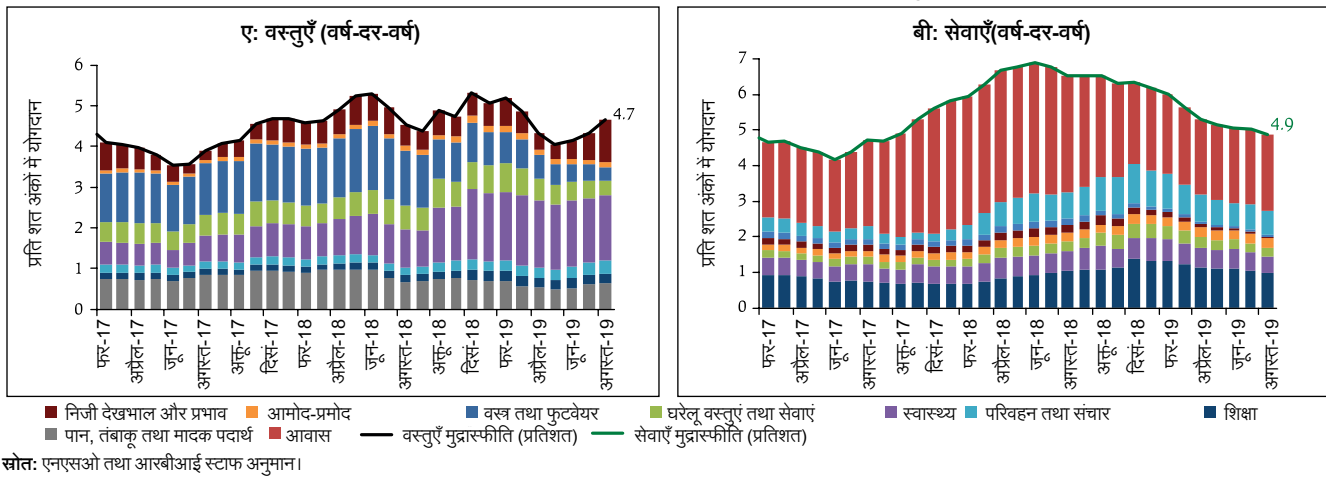
योगदान रहा। माल मुद्रास्फीति को सामान्य बनाए रखने वाले अन्य उप-समूहों में व्यक्तिगत उपयोग की वस्तुएं, विशेष रूप से सोना, चांदी तथा प्रसाधन के सामान और घरेलू सामान एवं सेवा संबंधी वस्तुएं रही। माल मुद्रास्फीति में जून से आई उछाल पूरी तरह से व्यक्तिगत उपयोग की वस्तुओं और सोने की कीमतों में तीव्र वृद्धि के चलते उप-समूह की वस्तुओं के कारण उत्पन्न हुई है। सेवाओं में मुद्रास्फीति जो कि फरवरी 2019 में अपने उच्च स्तर पर थी वह अगस्त 2019 में 4.9 प्रतिशत पर सामान्य रही (चार्ट II.14बी)। यह नरमी ट्यूशन और कोचिंग जैसी शिक्षा सेवाओं, परिवहन किराया, विशेषरूप से बस किराया; चिकित्सा सेवाएं; सफाई और सिलाई शुल्क जैसी घरेलू सेवाओं में व्यापक रूप से आई।

**चार्ट II.13: अंतरराष्ट्रीय और घरेलू पेट्रोलियम उत्पाद कीमतों में उतार-चढ़ाव**



**टिप्पणी:** अंतरराष्ट्रीय पेट्रोलियम कीमतें सिंगापुर गेंसोलाइन की स्पॉट कीमतें दर्शाती हैं। घरेलू कीमतें इंडियन ऑइल कॉर्पोरेशन लिमिटेड (आईओसीएल) के चार महानगरों की औसत पम्प कीमतें दर्शाती हैं।  
**स्रोत:** ब्लूमबर्ग, आईओसीएल; और आरबीआई स्टाफ अनुमान।

**चार्ट II.14: खाद्य पदार्थ, ईंधन,पेट्रोल व डीजल को छोड़कर सीपीआई मुद्रास्फीति में योगदान**



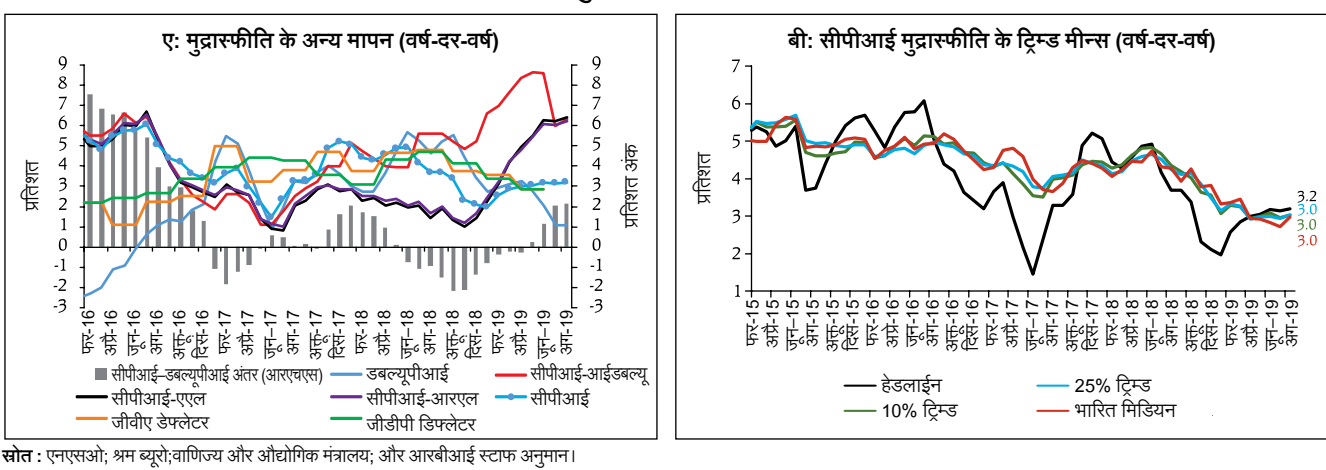
**मुद्रास्फीति के अन्य मापक**

क्षेत्रीय सीपीआई अर्थात औद्योगिक कामगारों (सीपीआई-आईडबल्यू), कृषि श्रमिकों (सीपीआई-एएल) तथा ग्रामीण श्रमिकों (सीपीआई-आरएल) में मुद्रास्फीति, सीपीआई हेडलाइन मुद्रास्फीति में हुई मामूली वृद्धि की तुलना में मार्च और जून 2019 के बीच तेजी से बढ़ी। सीपीआई-एएल और सीपीआई-आरएल के खाद्य और ईंधन संबंधी घटकों में मुद्रास्फीति हेडलाइन सीपीआई की मुद्रास्फीति से अधिक थी तथा यह इन सूचकांकों में खाद्य के बड़े हिस्से द्वारा बढ़ी थी। सीपीआई-आईडबल्यू के मामले में, विचलन का प्रमुख स्रोत हाउसिंग घटक था। सातवें केंद्रीय वेतन आयोग (सीपीसी) के अंतर्गत एचआरए में हुई वृद्धि के चलते सीपीआई-आईडबल्यू में हाउसिंग मुद्रास्फीति जुलाई 2018 से जून 2019 के दौरान 26 प्रतिशत से अधिक रही, जिसके चलते मई 2019 तक सीपीआई-आईडबल्यू मुद्रास्फीति बढ़कर 8.7 प्रतिशत हो गई। एचआरए में वृद्धि का प्रभाव कम होने के साथ सीपीआई-आईडबल्यू मुद्रास्फीति गिरकर अगस्त 6.3 प्रतिशत हो गई।

थोक मूल्य सूचकांक (डबल्यूपीआई) में मुद्रास्फीति क्षेत्रीय सीपीआई के विपरीत लगातार गिरकर अगस्त, 2019 में 1.1 प्रतिशत के निम्न स्तर पर आ गई। जहां एक ओर, अंतरराष्ट्रीय पेट्रोलियम उत्पाद की कीमतों का अनुसरण करते हुए ईंधन समूह की मुद्रास्फीति मार्च के 4.6 प्रतिशत से गिरकर अगस्त 2019 में (-) 4.0 प्रतिशत पर आ गई; गैर-खाद्य विनिर्मित उत्पादों में भी मुद्रास्फीति सभी ओर गिर गई और अगस्त में संकुचित हो गई। वहीं दूसरी तरफ, डबल्यूपीआई खाद्य मुद्रास्फीति में जून से तेजी आई और जुलाई में कुछ सुधार को छोड़कर अगस्त तक उच्च स्तर पर बनी रही। पिछले छह महीनों के दौरान जीडीपी और जीवीए अपस्फीतिकारक सीपीआई मुद्रास्फीति के साथ व्यापक रूप से संरेखित रहे (चार्ट II.15ए)।

अंतर्निहित मुद्रास्फीति गतिशीलता को अपवर्जन-आधारित उपायों से मापा जा सकता है जो अस्थिर वस्तुओं / वस्तु समूहों अथवा ट्रिमिंग जैसे सांख्यिकी उपायों को हटाते हैं और आउटलायर्स की छटाई

**चार्ट II.15: मुद्रास्फीति के वैकल्पिक मापन**



करके मुद्रास्फीति वितरण में धनात्मक और ऋणात्मक तिर्यक (स्क्यू) और चिरकालिक फैट टेल्स को समायोजित करते हैं। इन उपायों के द्वारा मुद्रास्फीति में पिछले छह माह में नरमी आई है (चार्ट II.11 और II.15बी)।

### II.3 लागतें

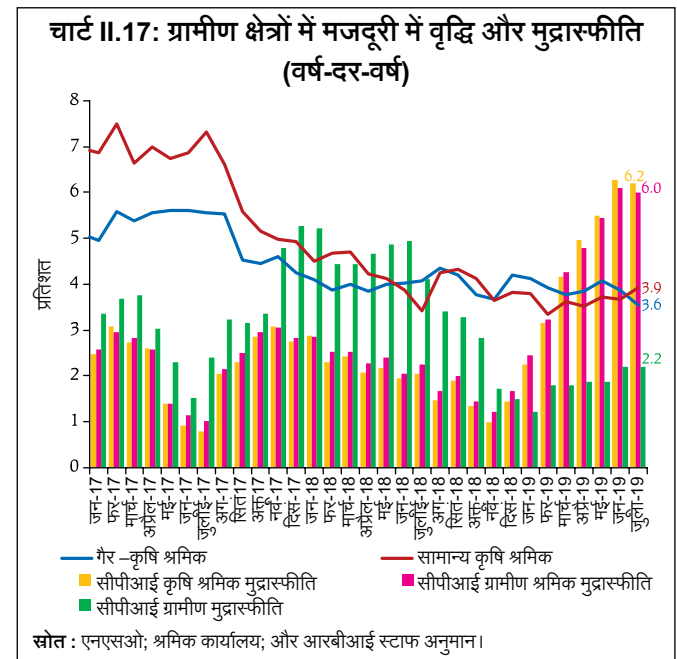
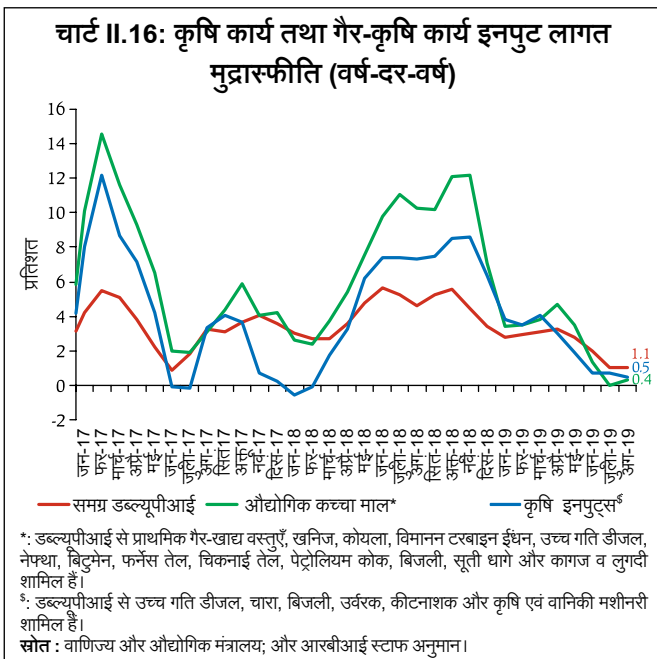
अंतर्निहित लागत स्थितियों की गतिविधियां काफी हद तक डबल्यूपीआई मुद्रास्फीति के तदनुरूप रहीं (चार्ट II.16)। 2019-20 में अब तक फार्म इनपुट्स और औद्योगिक कच्चे माल (डबल्यूपीआई से लिए गए) की लागत में कमी आई है। 2019-20 के दौरान वैश्विक कच्चे तेल की कीमतों के सामान्य रहने से हाई स्पीड डीजल, विमानन टरबाइन ईंधन, नेफ्था, बिटुमिन फरनेस ऑयल तथा पेट्रोलियम कोक जैसे इनपुट के संबंध में घरेलू कीमतों के दबाव का नियंत्रण रहा। इसके अलावा, खनिज की कीमतों में संकुचन के चलते भी औद्योगिक इनपुट लागतों में कमी आई है।

अन्य औद्योगिक कच्चे मालों में घरेलू कोयला मुद्रास्फीति 2019-20 के शुरुआत से काफी हद तक कम रही, जो अप्रैल-अगस्त 2019 के दौरान लगभग 0.7 प्रतिशत थी। इस अवधि के दौरान घरेलू कोयले की कीमतें काफी हद तक अंतरराष्ट्रीय कोयले की कीमतों के अनुरूप रही। कागज और कागज उत्पादों में भी मुद्रास्फीति लुगदी और कोयले जैसे कच्चे माल की लागत कम होने के कारण सामान्य बनी रही। रेशों के मामले में, जून-अगस्त 2019 के दौरान मुद्रास्फीति में कमी आई,

जो प्रमुख रूप से कच्चे जूट और कच्चे कपास की कीमतों में कमी को दर्शाती है।

कृषि क्षेत्र के इनपुटों में, उर्वरकों के संबंध में कीमत के दबाव कम रहे जो विशेष रूप से फॉस्फेट, डि-अमोनियम फॉस्फेट तथा ट्रिपल सुपरफॉस्फेट की अंतरराष्ट्रीय कीमतों में नरमी को दर्शाते हैं। अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों के सामान्य रहने के चलते कीटनाशक और अन्य कृषि उत्पादों के संबंध में भी मुद्रास्फीति 2019-20 की पहली तिमाही में बड़े पैमाने पर कम हुई। बिजली की कीमत, जिसका औद्योगिक और कृषि दोनों इनपुटों में उच्च भारांक रहता है, जून-अगस्त 2019 के दौरान अपस्फीति में परिवर्तित हो गई। हालांकि, अगस्त 2016-दिसंबर 2018 (अगस्त 2017 को छोड़कर) के दौरान 28 महीनों तक अपस्फीति में रहने के बाद जनवरी 2019 में चारे की कीमतें सकारात्मक हो गईं; और जुलाई 2019 में 37 महीनों के सबसे उच्च स्तर 16 प्रतिशत पर पहुँच गई। कृषि मशीनरी और उपकरणों की लागत के संबंध में भी मुद्रास्फीति 2018-19 की दूसरी छमाही से उच्च और निश्चल बनी रही।

कृषिगत तथा गैर-कृषिगत दोनों श्रमिकों के लिए ग्रामीण मजदूरी में वृद्धि सामान्य तथा निश्चल बनी रही जो कि 2019-20 के दौरान अब तक क्रमशः 3.7 प्रतिशत और 3.8 प्रतिशत के आस-पास है। यह मध्यम ग्रामीण मुद्रास्फीति, निम्न खाद्य कीमतें तथा विनिर्माण क्षेत्र में मंदी के देरी से हुए प्रभाव को दर्शाती है (चार्ट II.17)। हालांकि, फरवरी 2019 से सीपीआई-एल और सीपीआई-आरएल में मुद्रास्फीति बढ़ी



है लेकिन वास्तविक ग्रामीण मजदूरी की वृद्धि इन सूचकांकों के आधार पर मार्च 2019 से नकारात्मक हो गई।

संगठित क्षेत्र के कर्मचारियों की लागत में वृद्धि ने सेवाओं और विनिर्माण संस्थाओं के लिए अलग-अलग प्रकार की गतिविधियों को दर्शाया है। विनिर्माण क्षेत्र में कंपनियों के लिए इकाई श्रम लागत 2018-19 की चौथी तिमाही में मामूली रूप से गिर गई लेकिन बाद में कर्मचारियों की लागत में वृद्धि के साथ ही उत्पादन के मूल्य में गिरावट के कारण 2019-20 की पहली तिमाही में 6.3 प्रतिशत तक बढ़ गई।<sup>8</sup> सेवा क्षेत्र में कंपनियों के लिए इकाई श्रम लागत अंतिम तिमाही में मामूली रूप से बढ़ी, क्योंकि कर्मचारियों की लागत में उच्च वृद्धि उत्पादन के मूल्य में वृद्धि से आगे निकल गई (चार्ट II.18)।

रिज़र्व बैंक के औद्योगिक आउटलुक सर्वेक्षण में भाग लेने वाली विनिर्माण कंपनियों ने कच्चे माल की कम लागत के कारण 2019-20 की दूसरी तिमाही में इनपुट लागत में गिरावट दर्ज की। दूसरी तिमाही में वित्त और वेतन पर कम व्यय होने की उम्मीद है। दूसरी तिमाही में इनपुट कीमतों में गिरावट के चलते बिक्री कीमतों में गिरावट की संभावना है।

विनिर्माण क्रय प्रबंधकों के सूचकांक (पीएमआई) के लिए सर्वेक्षण में शामिल कंपनियों ने इनपुट लागत और बिक्री की कीमतों में 2018-19 की दूसरी तिमाही से लेकर 2019-20 की पहली तिमाही तक लगातार गिरावट दर्ज की। हालांकि, 2019-20 की पहली तिमाही में

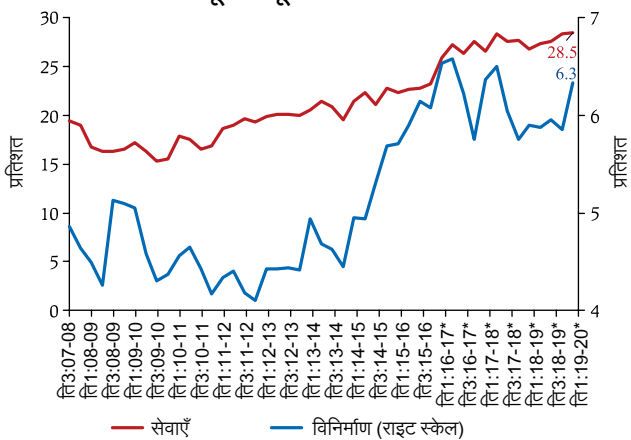
बिक्री की कीमतें आउटपुट लागत की तुलना में अधिक थीं। 2019-20 की दूसरी तिमाही के दौरान इनपुट लागत और बिक्री कीमत दोनों में तेजी आई। सेवा क्षेत्र पीएमआई में कंपनियों द्वारा दर्ज की गई इनपुट लागत मुद्रास्फीति भी 2018-19 की दूसरी तिमाही से 2019-20 की पहली तिमाही तक धीरे-धीरे घटी लेकिन 2019-20 की दूसरी तिमाही के प्रथम दो महीनों के दौरान यह बढ़ गई। सेवा क्षेत्र द्वारा लगाए गई कीमतें स्थिर रही।

#### II.4 निष्कर्ष

वर्ष 2019-20 में अब तक मुद्रास्फीति की दिशा बढ़ती हुई खाद्य मुद्रास्फीति द्वारा परिलक्षित है, जिसमें हाल के वर्षों में लगभग ऐतिहासिक और आम तौर पर रहने वाली कीमतों से अधिक वृद्धि देखी गई है। यह वृद्धि गरमी के मौसम के दौरान सब्जियों की कीमतों में आई अधिक तेजी के चलते हुई है। हालांकि, आगे चलकर, खरीफ की फसल और सर्दियों के मौसम में होने वाली आपूर्ति के साथ ही सब्जी की बढ़ी हुई कीमतों में नरमी आने की संभावना है। अच्छे मानसून और बुवाई के बाद अनाज की कीमतों के दबाव को कम करने में सहायता मिलेगी। इसके अलावा, अनाज के बफर स्टॉक निर्धारित मानदंडों से अधिक ही हैं। दालों के मामले में, बफर स्टॉक के साथ ही बाजार में ताजा उपज आने से कीमतें नियंत्रण में रहने की संभावना है। आगे चलकर, घरेलू ईंधन और पेट्रोलियम उत्पाद की कीमतों में मध्य पूर्व में भू-राजनीतिक गतिविधियों के कारण काफी अनिश्चितता रह सकती है। कमजोर वैश्विक मांग के बावजूद कच्चे तेल और पेट्रोलियम उत्पादों की कीमतों में अचानक हुई बढ़ोतरी के चलते एक बड़े जोखिम की संभावना बनी हुई है। हालांकि, कमजोर घरेलू मांग और कम इनपुट लागत को देखते हुए खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई में मुद्रास्फीति सामान्य रहने की संभावना है।

रिज़र्व बैंक के आने वाले काल के सर्वेक्षणों को देखने से ज्ञात होता है कि खासकर गैर-आवश्यक वस्तुओं के संबंध में ग्राहकों के कमजोर आत्मविश्वास और मांग में कमी के संकेत मिल रहे हैं। घरेलू वस्तुओं में मुद्रास्फीति मोटे तौर पर स्थिर बनी रहने की संभावना है। वित्त और वेतन व्यय पर लागत मंदित रहने के कारण विनिर्माण फर्म अभी भी इनपुट कीमतों में नरमी और मूल्य निर्धारण में वृद्धि को देख रहे हैं हालांकि, परिवारों की मुद्रास्फीति प्रत्याशा कुछ हद तक बढ़ गई है। कुल मिलाकर, हेडलाइन सीपीआई मुद्रास्फीति 2019-20 के दौरान रिज़र्व बैंक के 4 प्रतिशत के लक्ष्य के भीतर रहने की उम्मीद है।

**चार्ट II.18: विनिर्माण तथा सेवाओं में श्रम लागत उत्पादन के प्रति यूनिट मूल्य कर्मचारी लागत**



\*: ₹500 करोड़ से अधिक की निवल मालियत की सूचीगत 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 अपनाया कॉर्पोरेट मामले 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 देखा जाए।  
स्रोत : केपिटलाइन डाटा बेस; तथा आरबीआई स्टाफ अनुमान।

<sup>8</sup> इकाई श्रम लागत को उत्पादन के मूल्य पर स्टॉक लागत के अनुपात के रूप में परिभाषित किया जाता है।



### III. मांग और उत्पादन

पहली तिमाही में व्यक्तिगत उपभोग में कमी के कारण सकल मांग कमजोर हुई। आपूर्ति पक्ष की ओर, विनिर्माण क्षेत्र में तीव्र मंदी संगठित क्षेत्र में कमजोरी को अनिवार्य रूप से दर्शाती है। 'वित्तीय, स्थावर संपदा और पेशेवर सेवाएँ' तथा निर्माण गतिविधियों ने सेवा क्षेत्र की वृद्धि को नीचे की ओर खींच लिया है। सरकार द्वारा हाल में किए गए उपायों से पूंजीगत व्यय चक्र तुरंत शुरू होगा और इससे घरेलू मांग में सुदृढ़ता पैदा होगी।

वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही के दौरान घरेलू आर्थिक गतिविधियों की गति में तीव्र गिरावट आई। वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में व्यक्तिगत उपभोग में कमी के कारण सकल मांग कमजोर हुई। आपूर्ति के संबंध में पूंजीगत वस्तुओं और उपभोक्ता वस्तुओं तथा सेवा क्षेत्रों में उत्पादन ज्यादा समय तक कमजोर रहने के कारण विनिर्माण संबंधी गतिविधियां धराशायी हो गईं और निर्माण गतिविधियों में उल्लेखनीय कमी देखी गई। सामने आ रहे आंकड़े दर्शाते हैं कि यह गिरावट 2019-20 की दूसरी तिमाही में भी जारी रही।

#### III.1 सकल मांग

बाजार की कीमतों पर वर्ष-दर-वर्ष (वाई-ओ-वाई) परिवर्तनों से मापे गए वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद (जीडीपी), वर्ष 2018-19 की चौथी तिमाही में कुल मांग में गिरावट, वर्ष 2019-20 की पहली

तिमाही में 5.0 प्रतिशत तक गहरी हो गई और 2018-19 की पहली तिमाही से आरंभ हुई अनुक्रमिक मंदी पांचवीं तिमाही तक लगातार (सारणी III.1 और चार्ट III.1ए) बनी रही। तिमाही-दर-तिमाही आधार पर आंकी गई मौसमी समायोजित वार्षिकी जीडीपी वृद्धि दर (एसएएआर) वर्ष 2018-19 की चौथी तिमाही के 5.6 प्रतिशत से घटकर वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में 4.4 प्रतिशत हो गई (चार्ट III.1बी)।

जीडीपी के घटकों में से, निजी अंतिम खपत व्यय (पीएफसीई), जो सकल मांग का मुख्य आधार में गिरावट आई तथा उसकी संवृद्धि 2019-20 की पहली तिमाही में चार प्रतिशत अंक से अधिक की तीव्र गिरावट के साथ अठारह-तिमाहियों में सबसे निचले स्तर पर पहुँच गई। सरकारी अंतिम खपत व्यय (जीएफसीई) ने सकल मांग की गिरावट को थाम लिया। जीएफसीई को छोड़कर, वास्तविक जीडीपी की संवृद्धि 2019-20 की पहली तिमाही में घटकर 4.5 प्रतिशत हो गई होती। पूंजीगत व्यय के जोर न पकड़ पाने के कारण सकल स्थायी पूंजी निर्माण (जीएफसीई) 2019-20 की पहली तिमाही में कमजोर रहा। कारोबारी दबाव के कारण बाहरी व्यापार वातावरण प्रतिकूल रहा और 2019-20 की पहली तिमाही में निर्यात वृद्धि काफी कम हो गई। घरेलू मांग की स्थिति को दर्शाती आयात संवृद्धि और उसमें हुई तीव्र गिरावट से शुद्ध निर्यात ने नौ तिमाहियों के अंतराल के बाद वृद्धि में सकारात्मक योगदान दिया।

सारणी III.1: वास्तविक जीडीपी संवृद्धि (प्रतिशत)

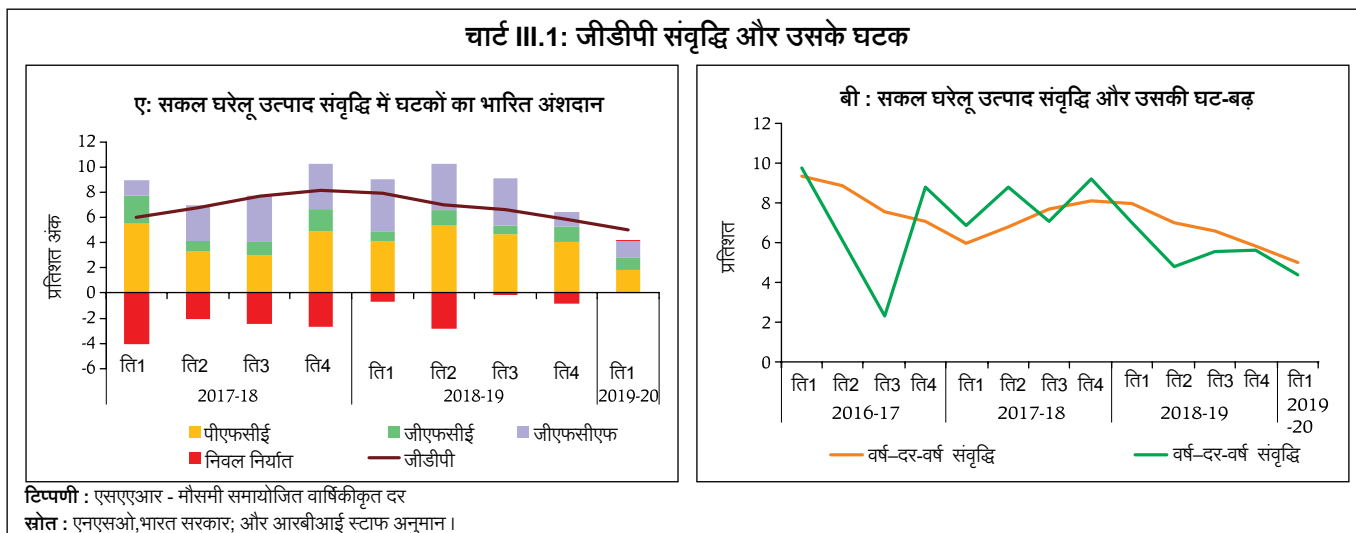
मद	2017-18 (एफआरई)	2018-19 (पीई)	भारत योगदान*		2017-18 (एफआरई)				2018-19 (पीई)				2019-20
			2017-18	2018-19	ति1	ति2	ति3	ति4	ति1	ति2	ति3	ति4	
निजी अंतिम उपभोग व्यय	7.4	8.1	4.2	4.5	10.1	6.0	5.0	8.8	7.3	9.8	8.1	7.2	3.1
सरकारी अंतिम उपभोग व्यय	15.0	9.2	1.5	1.0	21.9	7.6	10.8	21.1	6.6	10.9	6.5	13.1	8.8
सकल फिक्स्ड पूंजी निर्माण	9.3	10.0	2.9	3.1	3.9	9.3	12.2	11.8	13.3	11.8	11.7	3.6	4.0
निर्यात	4.7	12.5	1.0	2.5	4.9	5.8	5.3	2.8	10.2	12.7	16.7	10.6	5.7
आयात	17.6	15.4	3.8	3.6	23.9	15.0	15.8	16.2	11.0	22.9	14.5	13.3	4.2
<b>बाजार मूल्यों पर जीडीपी</b>	<b>7.2</b>	<b>6.8</b>	<b>7.2</b>	<b>6.8</b>	<b>6.0</b>	<b>6.8</b>	<b>7.7</b>	<b>8.1</b>	<b>8.0</b>	<b>7.0</b>	<b>6.6</b>	<b>5.8</b>	<b>5.0</b>

एफआरई: प्रथम संशोधित अनुमान पीई: अंतिम अनुमान

\*: संवृद्धि के लिए घटक-वार योगदान को सारणी में जीडीपी संवृद्धि के साथ नहीं जोड़ा है क्योंकि स्टॉक में बदलाव, कीमती वस्तुएं और विसंगतियों को यहाँ शामिल नहीं किया गया है।

स्रोत: राष्ट्रीय सांख्यिकीय कार्यालय (एनएसओ), भारत सरकार।

**चार्ट III.1: जीडीपी संवृद्धि और उसके घटक**



**जीडीपी अनुमान के मुकाबले वास्तविक उत्पादन**

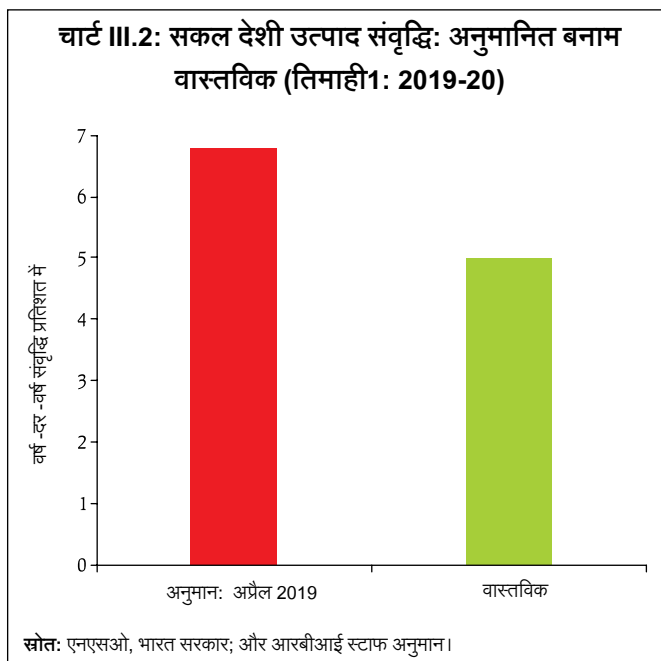
अप्रैल 2019 में एमपीआर ने 2019-20 की पहली तिमाही के लिए 6.8 प्रतिशत की वास्तविक जीडीपी वृद्धि का अनुमान लगाया था, जिसमें बेसलाइन पथ के आस-पास समान रूप से संतुलित जोखिम था (चार्ट III.2)। तिमाही के लिए वास्तविक उत्पादन अनुमानों से 180 आधार अंक कम रहा। सबसे पहले, निजी उपभोग की मांग में वास्तविक वृद्धि ने नीचे गिरकर सब को चौका दिया जो यह दर्शाता है कि अप्रैल 2019 के अनुमानों ने ग्रामीण और शहरी दोनों खपत में व्यापक मंदी को कम आंका। दूसरा, जीएफसीएफ

संवृद्धि भी अनुमान से कम रही क्योंकि पूंजीगत वस्तुओं का उत्पादन और उनका आयात अपेक्षा से कम रहा तथा निर्माण मरणासन्न भी रहा।

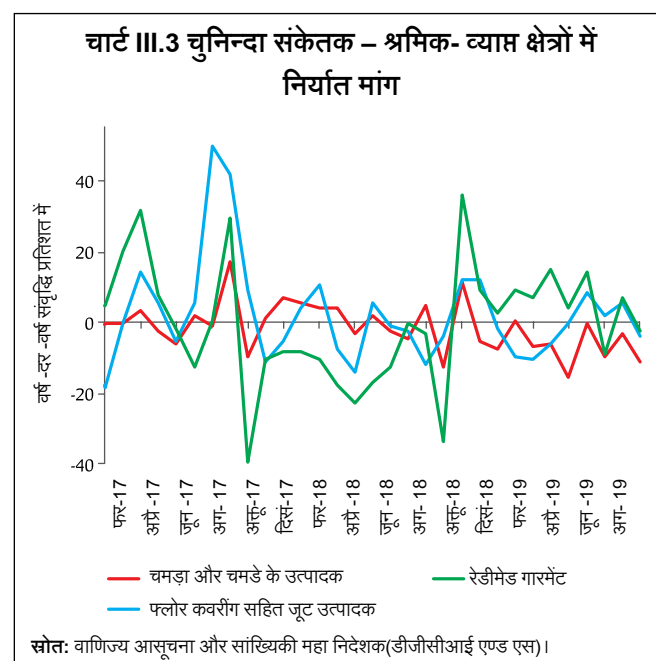
**III.1.1 निजी अंतिम खपत व्यय**

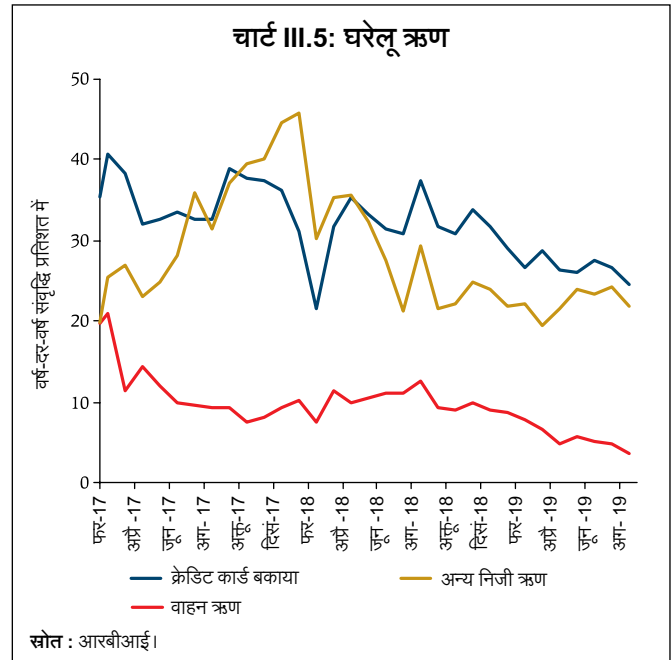
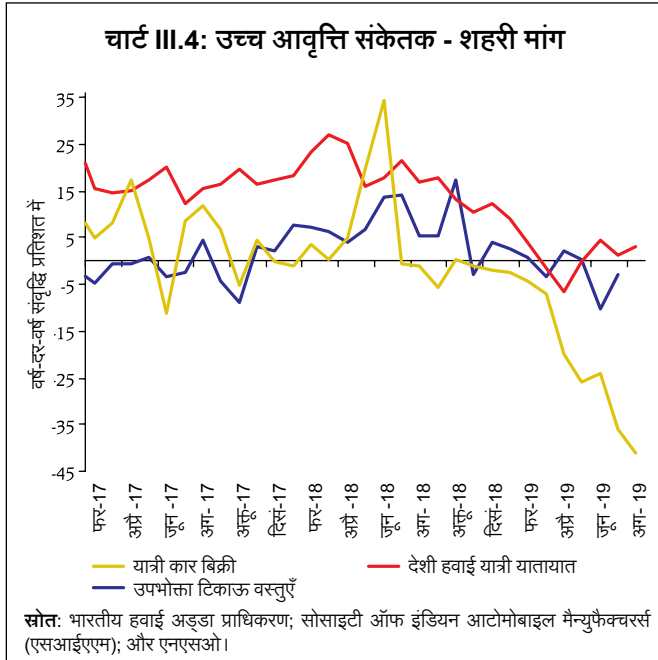
पीएफसीई में अप्रत्याशित मंदी की वजह से इसका हिस्सा एक वर्ष पहले रहे 56.1 प्रतिशत की तुलना में गिरकर 2019-20 की पहली तिमाही में 55.1 प्रतिशत रह गया। रेडीमेड गारमेंट्स, चमड़ा निर्माण और जूट निर्माण जैसे कुछ श्रम गहन निर्यात क्षेत्रों में कमजोर संवृद्धि के कारण निजी खपत में मंदी व्याप्त हो गई (चार्ट III.3)।

**चार्ट III.2: सकल देशी उत्पाद संवृद्धि: अनुमानित बनाम वास्तविक (तिमाही1: 2019-20)**



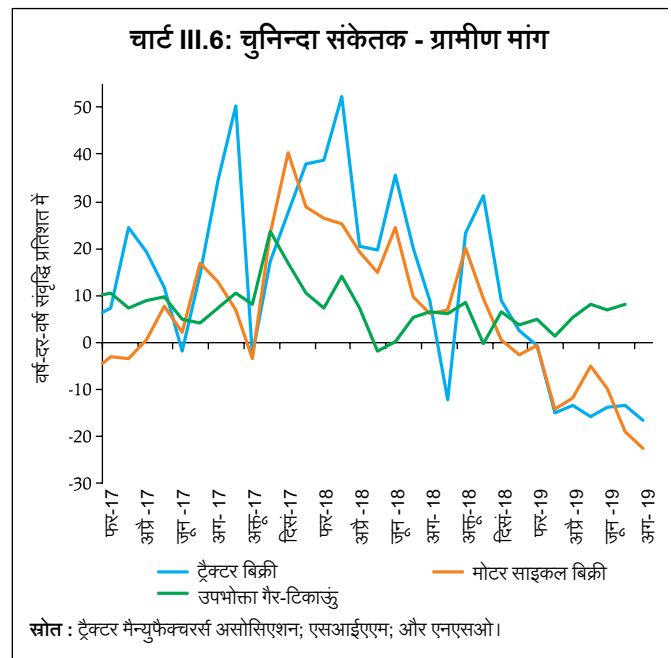
**चार्ट III.3 चुनिन्दा संकेतक - श्रमिक-व्याप्त क्षेत्रों में निर्यात मांग**





शहरी उपभोग के उच्च आवृत्ति संकेतक हाल के महीनों में कमजोर हो गए हैं जिसे यात्री वाहनों की बिक्री और टिकाऊ उपभोक्ता वस्तुओं के उत्पादन में संकुचन में देखा जा सकता है (चार्ट III.4)। इनमें से, अप्रैल 2019 के बाद से हर महीने यात्री कार की बिक्री में दोहरे अंकों की कमी आई है, परिणामस्वरूप प्रमुख कार उत्पादकों ने कारखाने के उत्पादन को बीच-बीच में रोक दिया। सख्त सुरक्षा मानदंडों के कारण उच्च कीमतों, नए उत्सर्जन मानदंडों के कारण व्याप्त अनिश्चितता और इलेक्ट्रिक वाहनों के लिए प्रस्तावित स्विचिंग जैसे कारकों ने यात्री वाहनों की बिक्री को प्रभावित किया है (बॉक्स III.1)। बैंकों द्वारा दिए जाने वाले वाहन के लिए घरेलू ऋण की संवृद्धि भी नरम रही (चार्ट III.5)। एक निजी एयरलाइन के बंद हो जाने के कारण घरेलू हवाई यात्री यातायात संवृद्धि जुलाई में मामूली रही, जिसने हवाई किराए को प्रभावित किया और मांग में कमी आई, हालांकि इसमें अगस्त में सुधार हुआ। यह कहा जा सकता है कि इस क्षेत्र में सरकार के हालिया समर्थन जैसे 31 मार्च, 2020 तक खरीदे गए भारत स्टेज (बीएस) IV वाहनों को पंजीकरण की पूरी अवधि के लिए संचालन की अनुमति देना, सरकारी विभागों द्वारा नए वाहनों की खरीद पर लगे प्रतिबंध को हटाना और जून 2020 तक एकमुश्त पंजीकरण शुल्क लागू करने को स्थगित करना आदि के कारण यात्री वाहन बिक्री में सुधार हो सकता है।

ग्रामीण मांग के विभिन्न संकेतक भी कमजोर बने हुए हैं (चार्ट III.6)। मोटरसाइकिल और ट्रैक्टर की बिक्री जुलाई और अगस्त में कम हुई। हालांकि गैर-टिकाऊ उपभोक्ता वस्तुओं की वृद्धि जुलाई में तेज हुई जो मुख्य रूप से सूरजमुखी के तेल द्वारा संचालित थी। तेजी से बिकने वाली उपभोक्ता वस्तुएं (एफएमसीजी) कंपनियों की बिक्री में संवृद्धि, जिसका एक बड़ा हिस्सा ग्रामीण क्षेत्रों में होता है, भी सुस्त रही है। कृषि मंत्रालय के पहले अग्रिम अनुमानों में अपेक्षाकृत मजबूत



**बॉक्स III.1: ऑटोमोबाइल क्षेत्र में धीमापन**

भारत में ऑटोमोबाइल क्षेत्र में धीमापन कई विनियामकीय और संस्थागत कारकों के कारण मांग में कमी के रूप में परिलक्षित हुआ है। आर्थिक गतिविधि<sup>1</sup> में इस उद्योग की भूमिका को देखते हुए, इसने उल्लेखनीय रूप से ध्यान आकर्षित किया है।

2007-08 की पहली तिमाही से लेकर 2019-20 की पहली तिमाही तक के आंकड़ों का उपयोग करते हुए ऑटो सेक्टर में मंदी के लिए जिम्मेदार अंतर्निहित कारकों का आकलन करने के लिए बाह्य चर (लुडविगसन, 1998) (वीएआरएक्स) के साथ वेक्टर ऑटो रेशन का उपयोग करते हुए एक आकलन ढांचा तैयार किया गया। पहले वीएआरएक्स (1) में

$$Y = A(L)Y + CX + U, \quad \dots (1)$$

जहां  $Y = [c_t, y_t, s_t, i_t]$  समकालिक प्रणाली के समीकरणों के लिए एक अंतर्जात चर का एक वेक्टर है।  $c_t$  दीर्घावधिक रुझान से ऑटोमोबाइल खरीद के लिए अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों (एससीबीज़) द्वारा संवितरित क्रेडिट के बीच के अंतराल के रूप में मापी गई क्रेडिट मांग है।  $s_t$  उसके दीर्घकालिक रुझान से वाणिज्यिक वाहनों की बिक्री का विचलन है।  $y_t$  उत्पादन अंतराल के रूप में मापी गई सकल मांग है और  $i_t$  एससीबीज़ की भारित औसत उधार दर

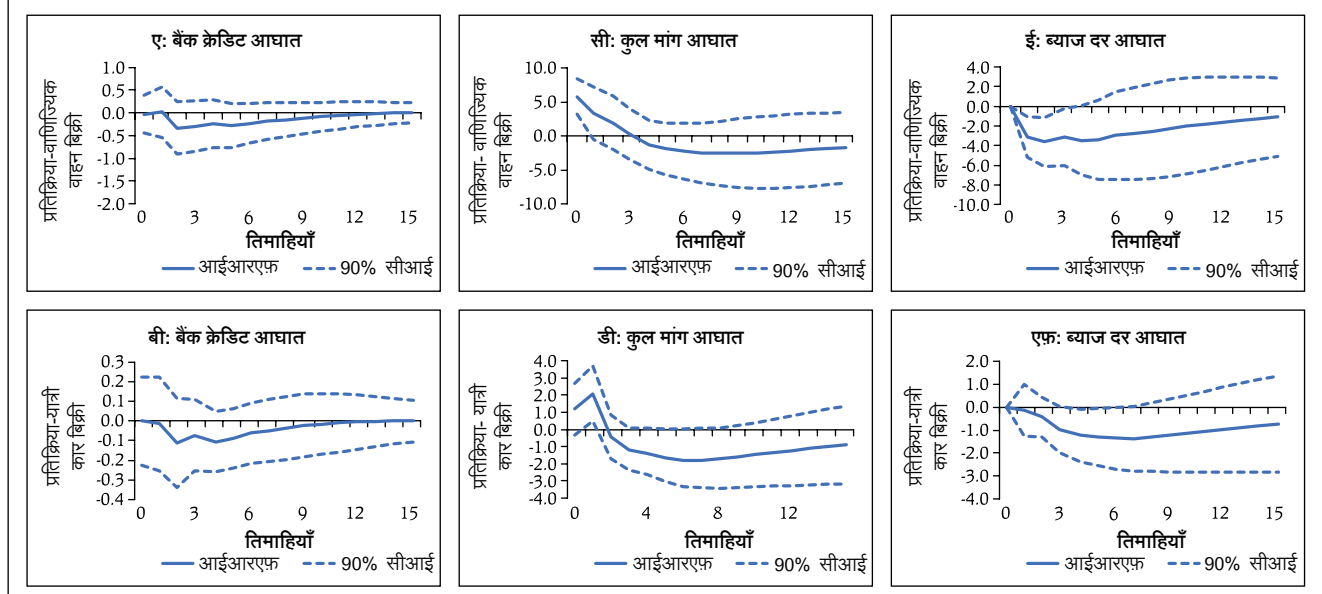
है। सकल मांग और क्रेडिट मांग में वृद्धि से वाहन बिक्री के बढ़ने की उम्मीद है। दूसरी ओर, ब्याज दर में वृद्धि के कारण ऑटो की बिक्री के नरम पड़ने की संभावना है।

$X = [z_t, p_t, d_1, d_2]$  समकालिक प्रणाली के समीकरणों के बाहर एक बहिर्जात चर का एक वेक्टर है,  $p_t$  डीजल की कीमतों में वर्ष-दर-वर्ष परिवर्तन है,  $d_1$  एक डमी चर है जो अप्रैल 2017 से लागू बीएस IV को दर्शाता है,  $d_2$  एक डमी वैरिएबल है जो 2018-19 की दूसरी छमाही के दौरान हुई तीन घटनाओं को दर्शाता है, अर्थात् आईएलएंडएफएस डिफॉल्ट के बाद गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों (एनबीएफसीज़) में तरलता की समस्या, एक्सल लोड मानदंडों की घोषणा तथा बीमा और सुरक्षा मानदंडों का लागू होना।  $U_t$  एक विशेष प्रकृति की त्रुटियों का वेक्टर है।

इसी तरह के मॉडल का अनुमान (1) में वाणिज्यिक वाहनों ( $s_t$ ) की बिक्री के बजाय उसके दीर्घकालिक रुझान से यात्री कारों की बिक्री के विचलन का उपयोग करके लगाया गया था।

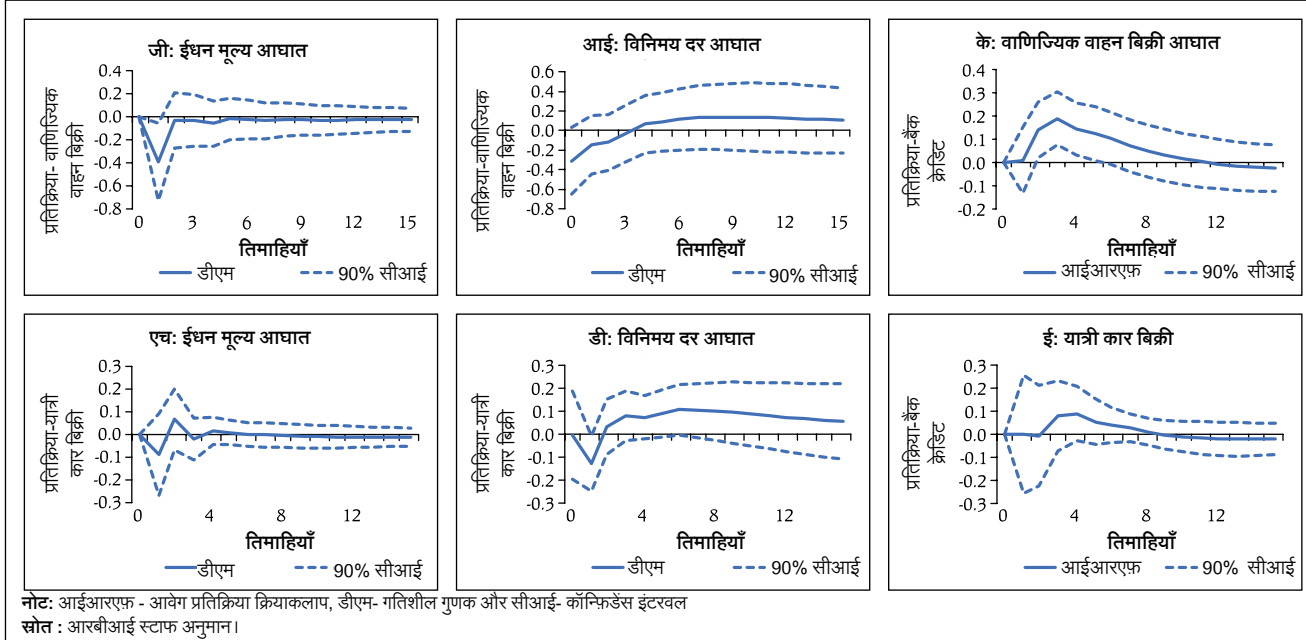
दो वीएआरएक्स (चार्ट III.1.1) से आवेग प्रतिक्रिया कार्यों (आईआरएफ) से निकलने वाले प्रमुख निष्कर्ष इस प्रकार हैं :

**चार्ट III.1.1: आवेग प्रतिक्रिया क्रियाकलाप**



(जारी...)

<sup>1</sup> 2017-18 में विनिर्माण सकल मूल्य वर्धित (जीवीए) में "परिवहन उपकरणों के निर्माण" का हिस्सा 12.0 प्रतिशत है और समग्र जीवीए का 2.1 प्रतिशत था।



- (i) वाणिज्यिक वाहन और यात्री कार की बिक्री सकल मांग आघात के प्रति संवेदनशील हैं।
- (ii) वाणिज्यिक वाहन और यात्री कार बिक्री दोनों ब्याज दरों में गिरावट के प्रति सकारात्मक प्रतिक्रिया देते हैं।
- (iii) ईंधन की कीमतों का वाणिज्यिक वाहन बिक्री पर नकारात्मक प्रभाव पड़ता है।
- (iv) विनिमय दर मूल्यहास ऑटो बिक्री को नकारात्मक रूप से प्रभावित करती है ; और
- (v) वाहन बिक्री पर बैंक ऋण का कोई महत्वपूर्ण प्रभाव नहीं पड़ता है; हालाँकि, इसका उल्टा कारण सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण है अर्थात वाणिज्यिक वाहनों की बिक्री

ऑटोमोबाइल क्षेत्र में बैंक ऋण प्रवाह को सकारात्मक रूप से प्रभावित करती है।

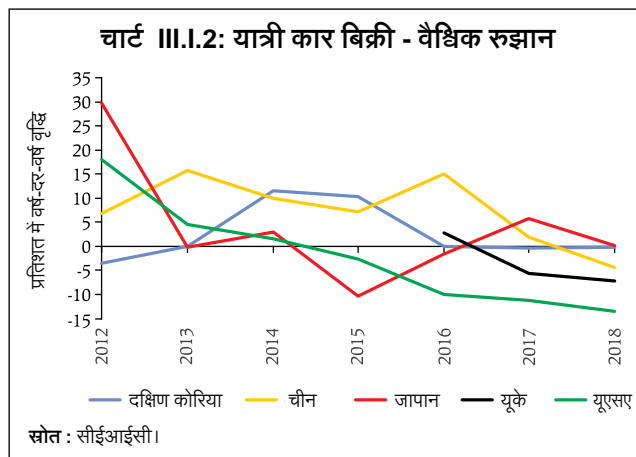
तीन घटनाओं का प्रतिनिधित्व करते हुए डमी (d<sub>t</sub>) सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण हैं और वाणिज्यिक वाहन की बिक्री में 10 प्रतिशत अंक और यात्री कार की बिक्री में 8 प्रतिशत अंक की गिरावट को स्पष्ट करती है।

मांग में गिरावट जैसे आघात, एनबीएफसी क्षेत्र में तरलता संकट और सुरक्षा तथा बचाव मानदंडों को बढ़ाने के उपायों जैसे आघातों के कारण ऑटोमोबाइल क्षेत्र में गिरावट आई है।

अमेरिका, यूरो क्षेत्र, चीन, दक्षिण कोरिया और जापान में विभिन्न कारणों से यात्री कार की बिक्री में सुस्ती देखी गई (चार्ट III.1.2)। वे हैं: (i) चीन और यूरो क्षेत्र में सख्त उत्सर्जन मानदंड; (ii) यूरो क्षेत्र में कार निर्माताओं द्वारा इलेक्ट्रिक वाहनों की अनिवार्य बिक्री; (iii) धीमे वैश्विक विकास के कारण कमजोर मांग; और (iv) अमेरिका-चीन व्यापार तनाव के बढ़ने से डिगा उपभोक्ता विश्वास।

**संदर्भ:**

लुडविगसन, एस. (1998)। “द चैनल ऑफ मॉनीटरी ट्रांसमिशन टू डिमांड: ईविडेंस फ्रॉम द मार्केट फॉर ऑटोमोबाइल क्रेडिट”, जर्नल ऑफ मनी, क्रेडिट एंड बैंकिंग, 30 (3), पीपी. 365-383.

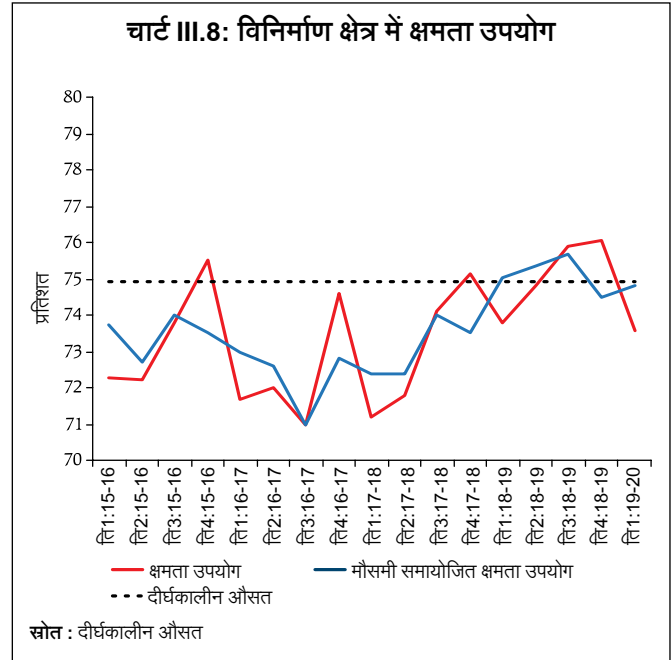


खरीफ खाद्यान्न उत्पादन - पिछले साल के स्तर से केवल 0.8 प्रतिशत नीचे - और आने वाले समय में मिट्टी में नमी की स्थिति और जलाशयों में अनुकूल स्तर के मद्देनजर रबी मौसम के लिए उज्ज्वल संभावनाएं ग्रामीण आय और मांग को उत्प्लावित कर सकती हैं।

### III.1.2 सकल स्थिर पूंजी निर्माण

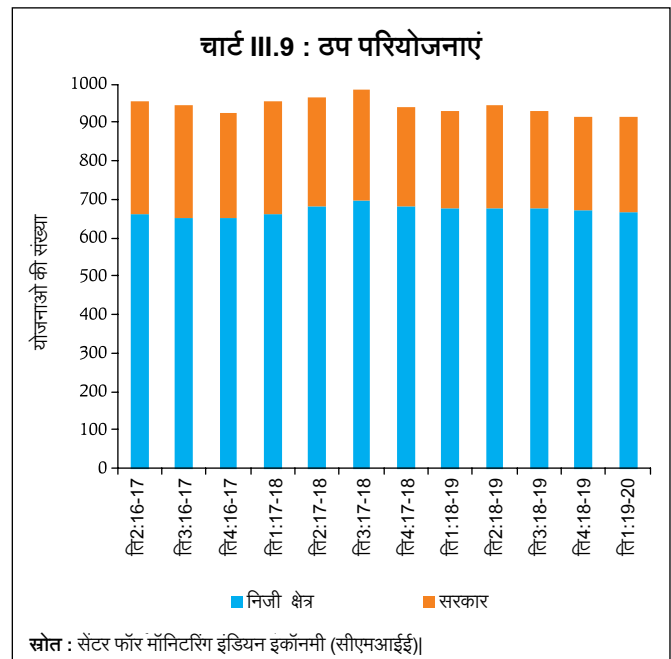
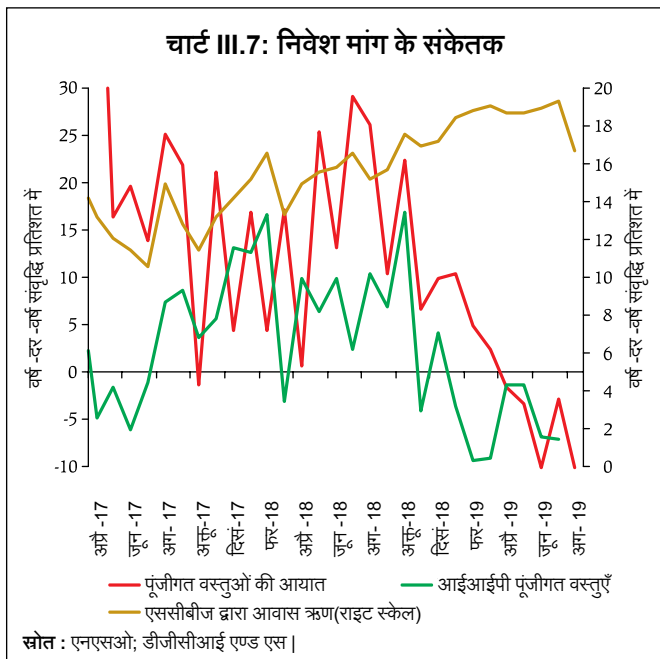
सकल स्थिर पूंजी निर्माण (जीएफसीएफ) में पिछली पांच तिमाहियों में जो दो अंकों में वृद्धि हुई थी वह वर्ष 2018-19 की चौथी तिमाही और वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में तेजी से घटी है। जीएफसीएफ में सकल मांग का हिस्सा जो एक वर्ष पहले 32.8 प्रतिशत था वह घटकर वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में 32.5 प्रतिशत हो गया था। उच्च आवृत्ति संकेतकों से पता चलता है कि निवेश संबंधी गतिविधियां दूसरी तिमाही में धीमी रही हैं। पूंजीगत वस्तुओं का आयात और उनका उत्पादन जुलाई में घट गया था (चार्ट III.7)। लेकिन अनुसूचित वाणिज्य बैंकों द्वारा आवास के लिए दिए गए ऋण में तेजी बनी रही, जिससे यह ज्ञात होता है कि वहनीय आवास क्षेत्र के लिए नीति प्रेरक रही है।

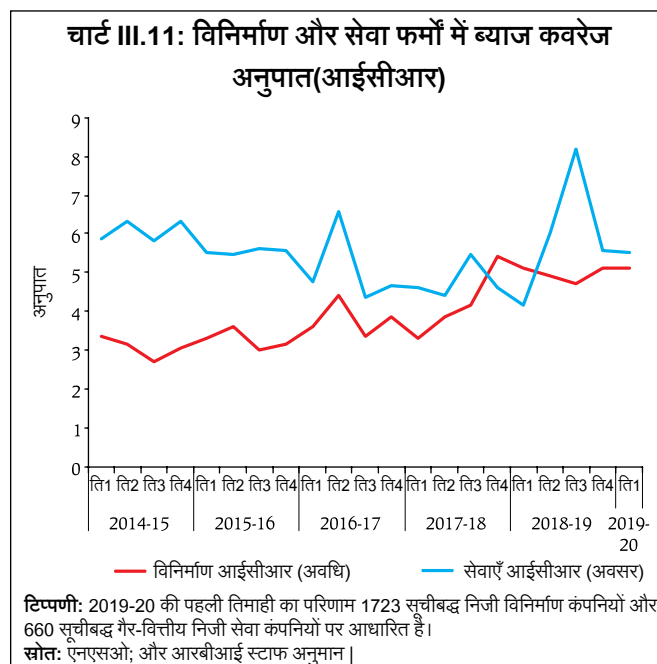
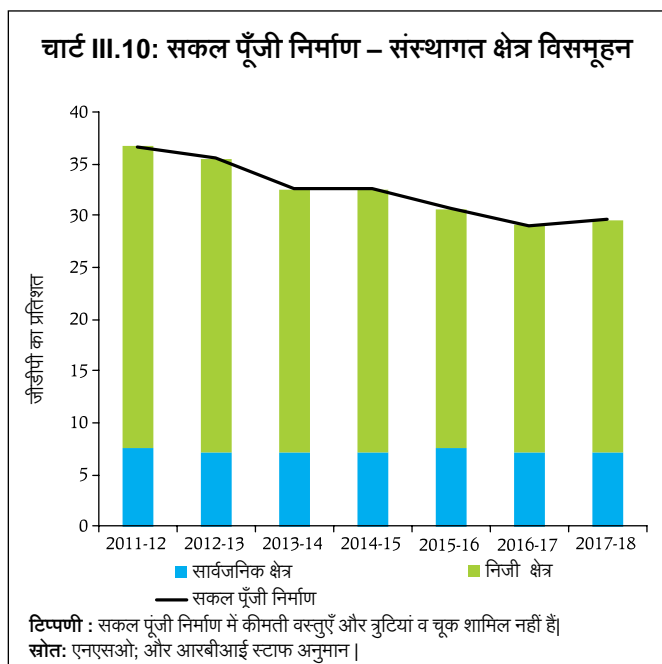
रिज़र्व बैंक की आर्डर बुक, इन्वेंट्री तथा क्षमता उपयोग सर्वेक्षण (ओबीआईसीयूएस) द्वारा की गई माप के अनुसार विनिर्माण क्षेत्र में क्षमता उपयोग (सीयू) वर्ष 2018-19 की चौथी तिमाही के 76.1 प्रतिशत से घटकर वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में 73.6 प्रतिशत हो गया है; लेकिन मौसम के हिसाब से समायोजित करके देखें तो चौथी तिमाही के 74.5 प्रतिशत से बढ़कर 2019-20 की पहली तिमाही में 74.8 प्रतिशत हो गया है (चार्ट III.8)। निजी क्षेत्र में



रुकी हुई परियोजनाओं की संख्या वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में घट गई है, जबकि पहली तिमाही में सरकारी क्षेत्र की परियोजनाओं की हालत थोड़ा और खराब हुई है (चार्ट III.9)।

निजी क्षेत्र में निवेश घट जाने के कारण 2011-12 से पूंजी निर्माण कम हो गया है (चार्ट III.10)। निजी क्षेत्र में निवेश की स्थिति को रेखांकित करके देखें तो ज्ञात होता है कि कारपोरेट डिलीवरेजिंग का सहारा ले रहे हैं जैसाकि बढ़ते हुए ब्याज-कवरेज अनुपात से पता चलता है (चार्ट III.11)।



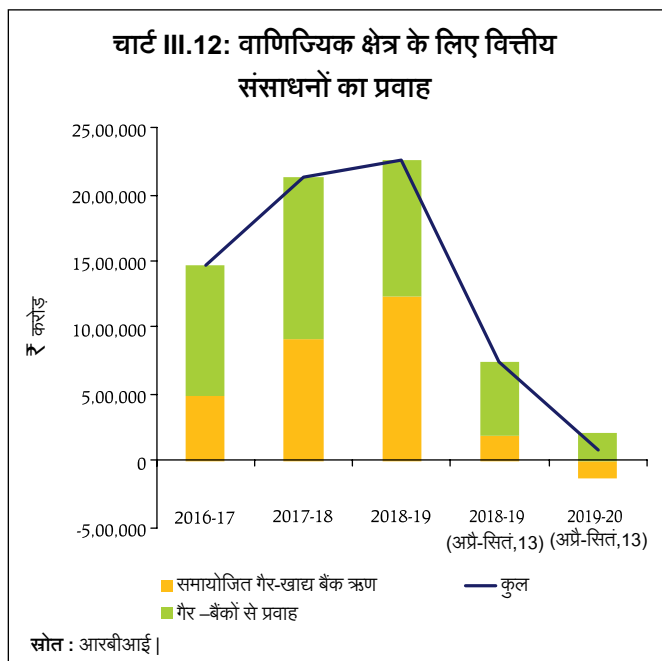


निवेश संबंधी गतिविधियों में पैदा हुई मंदी इस बात से भी पता चलती है कि बैंकों और गैर-बैंकों से वाणिज्यिक क्षेत्र की ओर वित्तीय प्रवाह घट गया है (चार्ट III.12, विस्तृत जानकारी के लिए अध्याय IV देखें)।

**III.1.3 सरकारी व्यय**

सरकारी अंतिम उपभोक्ता व्यय (जीएफसीई) ने वर्ष 2018-19 की चौथी तिमाही और वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में सकल मांग को सहारा प्रदान किया, जैसाकि पूर्व में उल्लेख किया जा चुका

है। विशेष रूप से व्यय में वृद्धि में कमी के कारण अप्रैल-अगस्त 2019 के दौरान केंद्र सरकार की राजकोषीय स्थिति मजबूत हुई है क्योंकि बजट अनुमान (बीई) के अनुसार पिछले वर्ष की इसी अवधि की तुलना में सकल राजकोषीय घाटा (जीएफडी) तथा राजस्व घाटा (आरडी) की स्थिति में सुधार हुआ है (सारणी III.2)। चालू राजकोषीय वर्ष में केंद्र सरकार का कुल व्यय अब तक राजस्व व्यय द्वारा संचालित रहा है।



**सारणी III.2: मुख्य राजकोषीय संकेतक – केंद्र सरकार (अप्रैल – अगस्त)**

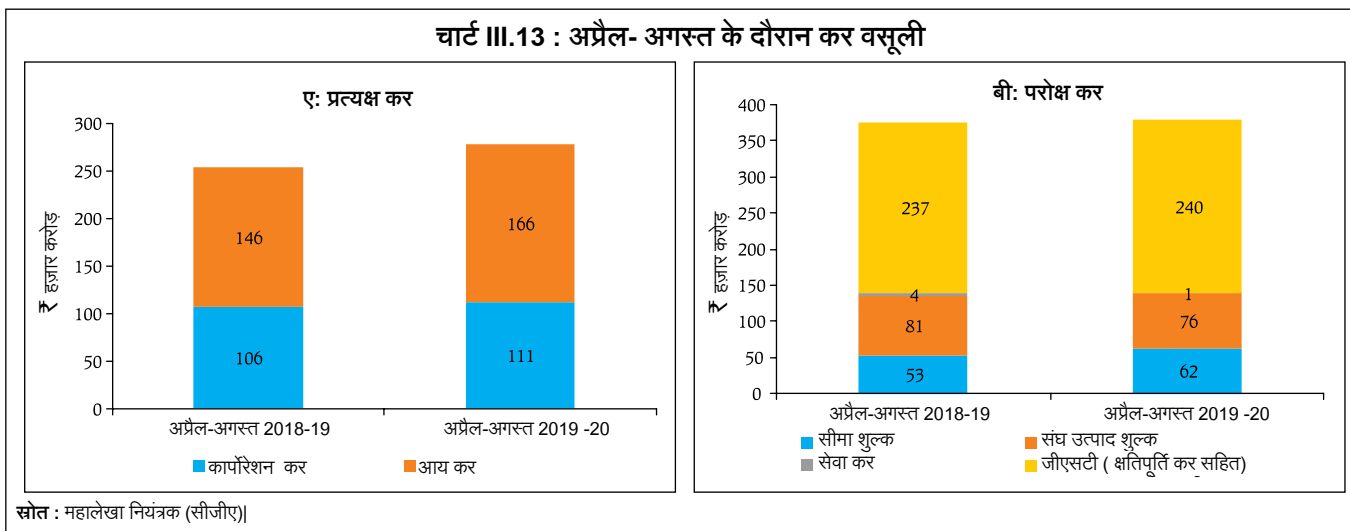
(प्रतिशत)

संकेतक	बीई के प्रतिशत के रूप में		वर्ष-दर-वर्ष संवृद्धि
	2018-19	2019-20	
1. राजस्व प्राप्तियाँ	26.9	30.7	29.8
a. कर राजस्व (निवल)	24.7	24.5	10.5
b. गैर-कर राजस्व	40.1	63.4	102.0
2. कुल गैर-ऋण प्राप्तियाँ	26.4	29.8	29.6
3. राजस्व व्यय	43.8	42.5	10.7
4. पूँजी व्यय	44.0	40.2	3.0
5. कुल व्यय	43.8	42.2	9.8
6. सकल राजकोषीय घाटा	94.7	78.7	-6.3
7. राजस्व घाटा	114.0	89.9	-8.1
8. प्राथमिक घाटा	767.7	773.4	-10.0

बीई : बजट अनुमान।

स्रोत : लेखा महानिदेशक; और संघीय बजट दस्तावेज़, 2019-20।

**चार्ट III.13 : अप्रैल- अगस्त के दौरान कर वसूली**

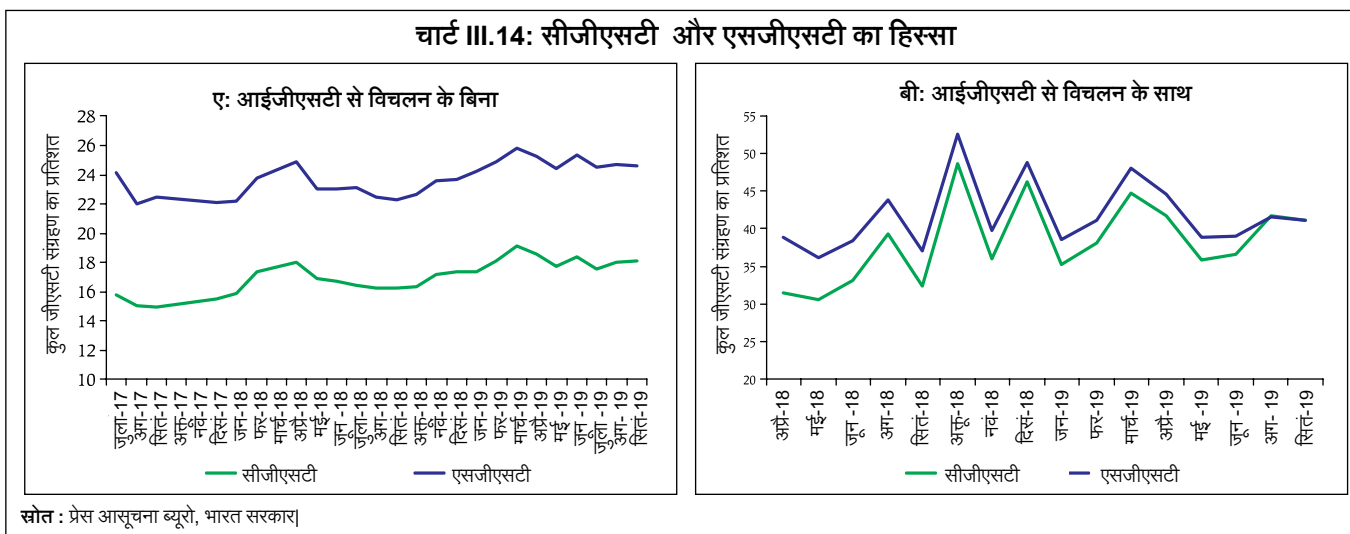


व्यय संबंधी प्रतिबद्धताओं को पूरा करने के लिए राजस्व का सृजन किया जाना महत्वपूर्ण है। प्राप्ति पक्ष की ओर, प्रत्यक्ष कर की वसूली के अंतर्गत – आय और कारपोरेशन कर दोनों – अप्रैल-अगस्त 2019 के दौरान खिंच से गए हैं (चार्ट III.3)।

महीना-दर-महीना उतार-चढ़ाव के बावजूद अप्रैल-अगस्त 2019 के दौरान जीएसटी की वसूली 4.9 प्रतिशत (वर्ष-दर-वर्ष) बढ़ी। इनपुट टैक्स क्रेडिट के लिए समायोजन के कारण कुल जीएसटी राजस्व में राज्य जीएसटी (एसजीएसटी) का हिस्सा केंद्रीय जीएसटी (सीजीएसटी) से कहीं अधिक है। अप्रैल-सितंबर 2018 के दौरान आईजीएसटी वसूली के विभाजन के बाद भी सीजीएसटी वसूली का हिस्सा एसजीएसटी वसूली के हिस्से से काफी कम था। वे

अगस्त 2019 में लक्ष्य प्राप्त करने से पहले लगातार आगे बढ़ता रहा (चार्ट III.14ए और 14बी)। हालांकि एसजीएसटी वसूली में राज्यवार काफी भिन्नता रही है, क्योंकि कुछ राज्यों में जीएसटी क्षतिपूर्ति उपकर लगाए जाने की अपेक्षा नहीं की गई है। इसकी खामियों को नियंत्रित करते हुए तथा आईटी संबंधी खराबी को दूर करते हुए जैसेकि सिस्टम द्वारा इनपुट कर जमा को विधिमान्य बनाने हेतु इनवाइस मैचिंग-सिस्टम लागू करने, भुगतान मॉड्यूल की परिचालनगत कमियों को दूर करके, जीएसटी अधिनियम तथा नियम के अनुरूप सिस्टम आधारित विधिमान्यीकरण और साथ ही सिस्टम डिज़ाइन की खामियों को दूर करते हुए जीएसटी की संभाव्यता को हासिल किया जा सकता है।<sup>2</sup>

**चार्ट III.14: सीजीएसटी और एसजीएसटी का हिस्सा**



<sup>2</sup> प्रत्यक्ष कर से संबंधित भारत के नियंत्रक और महालेखाकार की रिपोर्ट – मार्च 2018 को समाप्त वर्ष के लिए वस्तु एवं सेवा कर, रिपोर्ट सं.11, जुलाई 2019।



गैर-कर राजस्व केंद्र सरकार के लिए वित्त का एक महत्वपूर्ण स्रोत रहा है। अप्रैल-अगस्त 2019 के दौरान इस राजस्व में मजबूत वृद्धि देखी गई जब रिजर्व बैंक द्वारा अधिशेष का अंतरण किया गया। इसके अतिरिक्त विनिवेश के जरिये संसाधन जुटाने के प्रयासों से भी राजस्व में वृद्धि हो सकती है।

व्यय पक्ष की ओर देखें तो 2019-20 की पहली तिमाही में राजस्व और पूंजी व्यय में थोड़ी सी कमी हुई है। हालांकि, चुनाव परिणामों की घोषणा के बाद जुलाई-अगस्त 2019 के दौरान राजस्व और पूंजीगत व्यय दोनों में महत्वपूर्ण बढ़त हुई; बजट आबंटन का तकरीबन 40 प्रतिशत जुलाई 2019 माह में सड़कों और महामार्गों के संबंध में व्यय हुआ है। इसी तरह, 22 राज्यों की उपलब्ध जानकारी 2019-20 की पहली तिमाही में राजस्व व्यय में मंदी का संकेत देती है, जबकि जुलाई, 2019 में इसमें वृद्धि हुई।

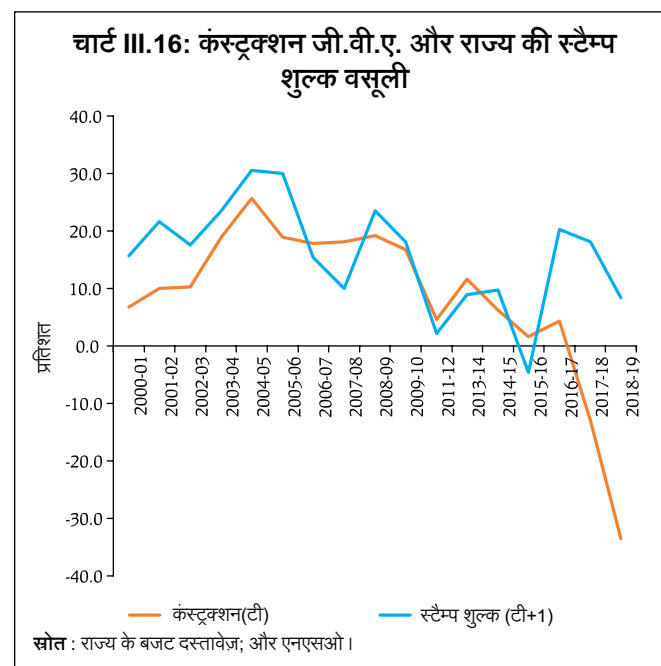
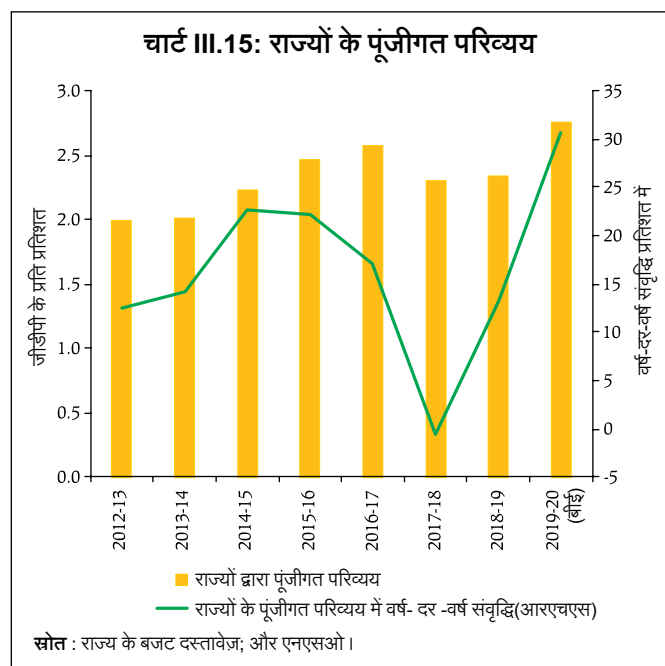
राज्यों ने पिछले कुछ वर्षों में राजकोषीय घाटा के लक्ष्य का पालन करने के लिए अपने पूंजी खर्चों को घटा दिया है (चार्ट III.15)। इसके चलते निवेश पर प्रतिकूल प्रभाव पड़ा है। यही नहीं, पूंजीगत व्यय गुणक की संवृद्धि दर को बढ़ाने वाली विशेषता को ध्यान में रखते हुए यह अपेक्षित है कि केंद्र और राज्य दोनों पूंजीगत खर्चों में तेजी लाएं। (भारिबैं, 2019)<sup>3</sup>। चालू वर्ष की शेष अवधि में सरकारी वित्त के समक्ष

सबसे बड़ी चुनौती बजट किए गए पूंजी खर्चों तथा राजस्व-सृजन के लक्ष्यों का पालन करना रहेगा।

जहां तक राज्यों के प्रत्यक्ष करों का संबंध है, मुद्रांक-शुल्क की वसूली काफी हद तक निर्माण गतिविधियों से जुड़ी हुई है (चार्ट III.16)। इसलिए, निर्माण क्षेत्र में आने वाली मंदी, मुद्रांक-शुल्क की वसूली को प्रभावित कर सकती है।

वर्ष 2008-09 से 2016-17 के दौरान जीडीपी 6 प्रतिशत से ऊपर रहने के बाद केंद्र और राज्यों की संयुक्त जीएफडी 2017-18 में 6.0 प्रतिशत से नीचे गिर गई। इसे 2018-19 (आरई) में 6.2 प्रतिशत और 2019-20 (बीई) में 5.9 प्रतिशत अनुमान किया गया है। केंद्र द्वारा संचालित सामान्य सरकार की बकाया देनदारियों को वर्ष 2018-19 में 69.8 प्रतिशत से घटाकर वर्ष 2019-20 तक सकल घरेलू उत्पाद का 69.6 प्रतिशत तक बजट करने का अनुमान है, हालांकि राज्यों में कर्ज बढ़ रहा है। राजस्व प्राप्ति के प्रतिशत में गिरावट दिखते हुए ब्याज भुगतान के साथ वर्ष 2018-19 में सामान्य सरकार की कर्ज चुकौती क्षमता में सुधार आया है।

वर्ष 2019-20 के दौरान रिजर्व बैंक ने योजनाबद्ध जारी कार्यक्रम के अनुसार अब तक केंद्र के बाजार उधार कार्यक्रम को प्रबंधित किया है। वर्ष 2019-20 के लिए केंद्र सरकार का बजटीय बाजार उधार



<sup>3</sup> भारतीय रिजर्व बैंक (2019), "भारत के लिए अनुमानित राजकोषीय गुणक", मौद्रिक नीति रिपोर्ट, अप्रैल पृ.सं. 35-37.

## सारणी III.3: सरकारी बाज़ार उधार

(₹. बिलियन)

मद	2017-18			2018-19			2019-20 (सितंबर 30, 2019)		
	केंद्र	राज्य	कुल	केंद्र	राज्य	कुल	केंद्र	राज्य	कुल
निवल उधार	4,48,410	3,40,281	7,88,691	4,22,737	3,48,643	7,71,380	3,40,972	1,56,447	4,97,419
सकल उधार	5,88,000	4,19,100	10,07,100	5,71,000	4,78,323	10,49,323	4,42,000	2,25,445	6,67,445

स्रोत : भारत सरकार; और आरबीआई स्टाफ अनुमान।

₹7,10,000 करोड़ का है जो पिछले वर्ष की तुलना में लगभग 24.3 प्रतिशत अधिक है। 30 सितंबर, 2019 (वर्ष 2018-19 की इसी अवधि में 50.4 प्रतिशत) की स्थिति के अनुसार केंद्र सरकार ने अपने बजटीय सकल उधार का 62.3 प्रतिशत पूरा किया (सारणी III.3)। केंद्रीय बजट 2019-20 में ₹ 50,000 करोड़ के बजट में प्रतिभूतियों की अदला-बदली जैसे समेकन के उपाय किए गए हैं, जिनमें से ₹ 40,109 करोड़ की प्रतिभूतियों को पहले ही स्विच किया जा चुका है। 30 सितंबर, 2019 तक राज्यों ने अपने बजटीय सकल उधार का 35.6 प्रतिशत पूरा किया है जबकि यह 2018-19 की इसी अवधि में 27.6 प्रतिशत था। राज्यों द्वारा बाजार उधार का एक बड़ा हिस्सा वर्ष 2019-20 की दूसरी छमाही में होने की उम्मीद है।

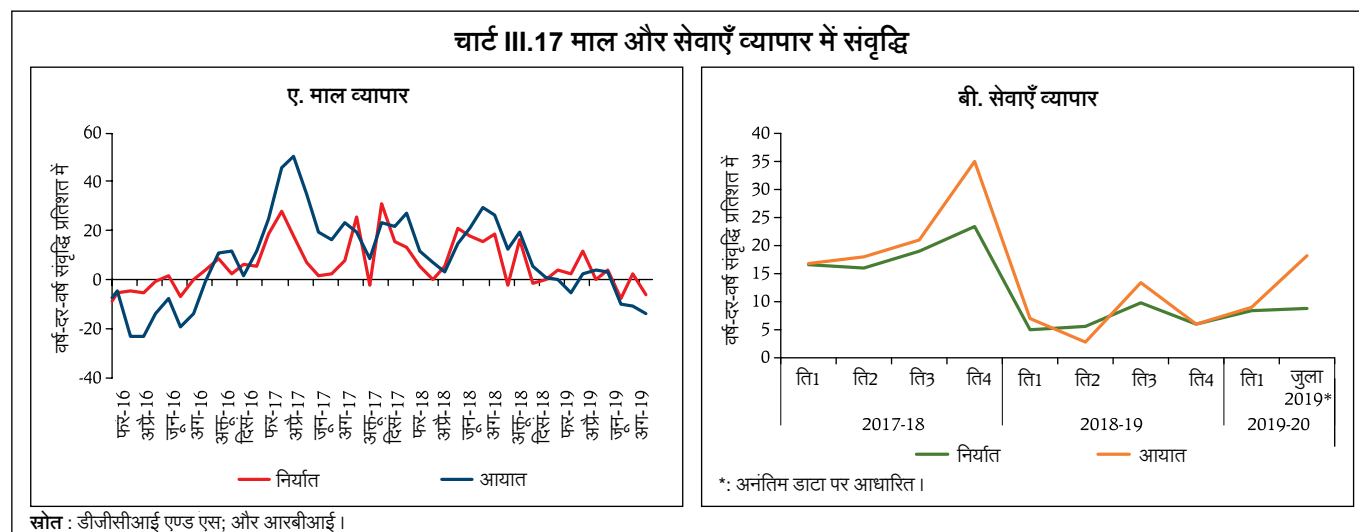
## III.1.4 बाह्य मांग

पहली बार वर्ष 2016-17 की दूसरी तिमाही के उपरांत वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में शुद्ध निर्यात का सकारात्मक योगदान रहा, क्योंकि आयात वृद्धि में धीमी गति निर्यात की तुलना में अधिक सुस्पष्ट थी।

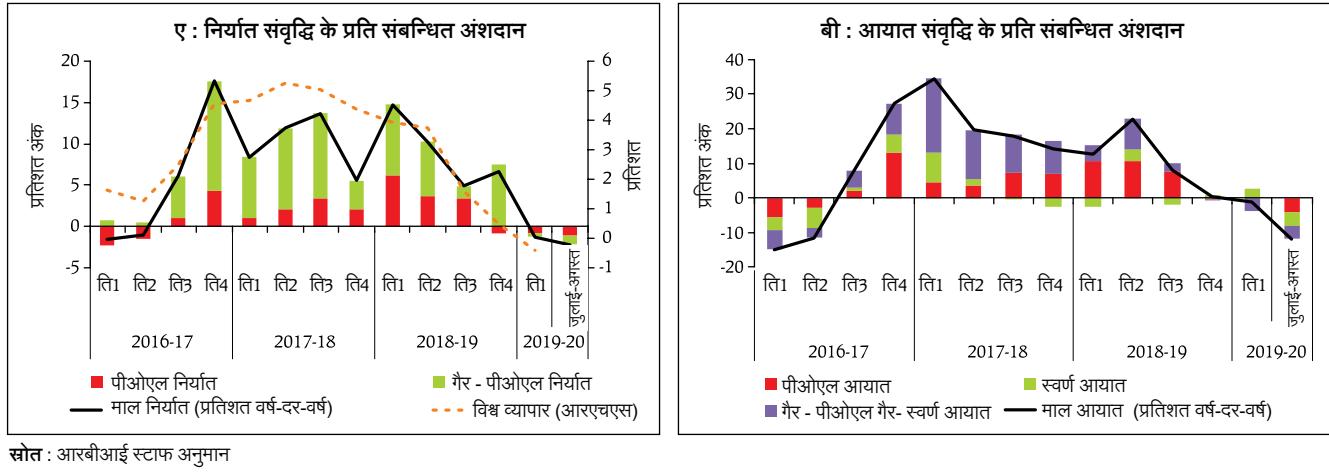
वैश्विक व्यापार गति में निरंतर नुकसान ने भारत के व्यापारिक निर्यात को प्रभावित किया, जिससे कि वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही और जुलाई-अगस्त 2019-20 के दौरान पेट्रोलियम, तेल और लुब्रिकेंट (पीओएल) और गैर-पीओएल श्रेणियों (चार्ट III.17ए) में संकुचन हुआ है। जिन सेक्टरों ने समग्र गिरावट में योगदान दिया है उनमें इंजीनियरिंग सामान, रत्न और गहने और चावल शामिल हैं। पीओएल निर्यात में गिरावट मुख्य रूप से अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों में गिरावट के कारण है। इसके अतिरिक्त, जून 2019 में प्रमुख रिफाइनरियों के नियमित रखरखाव के संबंधित कामबंदी ने निर्यात पर प्रतिकूल प्रभाव डाला (चार्ट III.18ए)।

वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में पीओएल संवृद्धि की गति में कमी और गैर-पीओएल गैर-स्वर्ण आयात में गिरावट के कारण आयात में कमी आई। वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही (चार्ट III.18 बी) के दौरान सोने की कीमतों में कमी, शादी और त्योहारी सीजन की मांग में गिरावट के कारण सोने के आयात में उछाल देखा गया। गैर-पीओएल गैर-सोने के आयात में गिरावट परिवहन उपकरण, मोती और कीमती पत्थरों, धातु के अयस्क और वनस्पति तेल के आयात के रूप में व्यापक रूप से आधारित थी। जुलाई-अगस्त 2019 में

चार्ट III.17 माल और सेवाएँ व्यापार में संवृद्धि



**चार्ट III.18: माल निर्यात व आयात संवृद्धि के प्रति संबन्धित अंशदान**



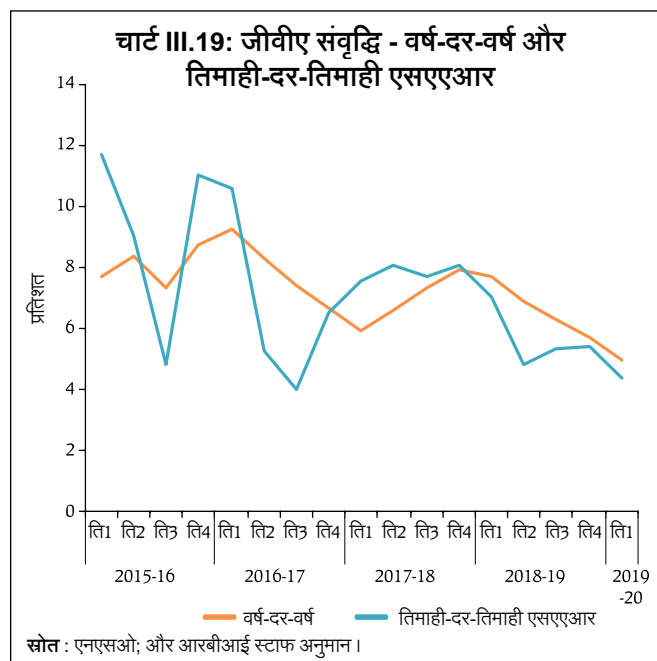
आयात में व्यापक आधार पर संकुचन जारी रहा। वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही 46.7 बिलियन अमरीकी डालर का व्यापार घाटा वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में 46.2 बिलियन अमरीकी डालर पर मॉडरेट रहा, हालांकि क्रमिक आधार पर अर्थात् वर्ष 2018-19 की चौथी तिमाही की तुलना में वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में मामूली बढ़त देखी गई। निर्यात की तुलना में आयात में तेज गिरावट आई, हालांकि व्यापार घाटा जुलाई-अगस्त 2018-19 में 36.5 बिलियन अमरीकी डालर से वर्ष 2019-20 की इसी अवधि में कम होकर 26.9 बिलियन अमरीकी डालर हो गया। यद्यपि चालू खाते में घाटे से वर्ष-दर-वर्ष और अनुक्रमिक दोनों ही आधारों पर व्यापार घाटे के चलन दिखाई दिए, तथापि 2018-19 की चौथी तिमाही में यह जीडीपी के प्रतिशत के तौर पर एक प्रतिशत से भी नीचे था लेकिन 2019-20 की पहली तिमाही में यह बढ़कर जीडीपी के 2 प्रतिशत पर आ गया। व्यापार घाटे के 80 प्रतिशत से भी अधिक का वित्तपोषण अदृश्य मदों से हुआ, अर्थात् सेवाओं का निवल निर्यात और धनप्रेषण। वर्ष-दर-वर्ष आधार पर 2019-20 की पहली तिमाही में सेवाओं के निवल निर्यातों में 7.3 प्रतिशत की बढ़ोतरी हुई – मुख्यतया इनका संचालन सॉफ्टवेयर, पर्यटन और वित्तीय सेवाओं में हुआ (चार्ट III.17बी)। प्रमुख सूचना –प्रौद्योगिकी कंपनियों के राजस्व में 2019-20 की पहली तिमाही में वर्ष-दर-वर्ष आधार पर सुधार हुआ वर्ष 2019 में कुल वैश्विक आई टी व्यय में 0.6 प्रतिशत की बढ़ोतरी का अनुमान है। सन 2019-20 की पहली तिमाही में धनप्रेषण में मजबूती रही यद्यपि 2019-20 की पहली तिमाही में विदेशी निवेश पर उच्चतर लाभांशों के कारण आय-खाते के तहत भुगतानों का निवल बहिर्वाह बढ़ गया।

2019-20 की पहली तिमाही में विदेशी प्रत्यक्ष निवेश, विदेशी पोर्टफोलियो निवेश और बाह्य वाणिज्यिक उधारियों के मिश्रण ने चालू खाते के घाटे को सहजता से पूरा कर दिया और आरक्षित निधियों में 14.0 बिलियन अमरीकी डालर का संचय हुआ। मार्च 2019 में आरंभ किए गए स्वैच्छिक प्रतिधारणा मार्ग (वीआरआर) के तहत आए प्रवाह सहित उच्चतर एफपीआई प्रवाहों ने बाह्य वित्तपोषण स्थितियों को सहज बना दिया। 2019-20 की पहली तिमाही में बाह्य वाणिज्यिक उधारियों के तहत सकल अन्तर्वाह 6.3 बिलियन अमरीकी डालर था जबकि इसकी तुलना में यह एक साल पहले 1.5 बिलियन अमरीकी डालर का बहिर्वाह था। 2019-20 की पहली तिमाही में 13.9 बिलियन अमरीकी डालर का निवल एफडीआई भी एक वर्ष पहले के 9.6 बिलियन अमरीकी डालर की तुलना में अधिक रहा। एकल ब्रान्ड की खुदरा बिक्री, संविदागत विनिर्माण और कोयला खनन क्षेत्रों में एफडीआई के लिए मानदंडों को सहज बनाने से एफडीआई के अन्तर्वाह को समर्थन संभावित है और यह वैश्विक मूल्य श्रृंखला में भारत की सहभागिता को मजबूत करेगा। जुलाई और अगस्त 2019 में इक्विटी खंड से बहिर्वाहों के बावजूद अप्रैल सितंबर 2019 के दौरान हमारे घरेलू पूंजी बाजार में निवल एफपीआई खरीददारी 3.3 बिलियन अमरीकी डालर रही, इसकी तुलना में एक साल पहले 11.5 बिलियन अमरीकी डालर बाहर गए थे। 2019-20 की पहली तिमाही में अनिवासी डिपॉजिटों के तहत निवल प्रवाह में बहुत मजबूती रही। भारत की फोरेक्स विनिमय आरक्षित निधियां 1 अक्टूबर 2019 को 434.6 बिलियन अमरीकी डालर पर रही जो मार्च 2019 के अंत में वर्ष 21.7 बिलियन अमरीकी डालर की तुलना में बढ़ोतरी है।

### III.2 सकल आपूर्ति

आपूर्ति पक्ष को देखें तो 2018-19 की चौथी तिमाही में सकल मूल्यवर्धित संवृद्धि गिरकर 5.7 प्रतिशत पर रही और इसके बाद 2019-20 की पहली तिमाही में और भी गिरकर इक्कीस तिमाहियों में न्यूनतम 4.9 प्रतिशत पर आ गई (तालिका III.4)। मौसमी आधार पर समायोजित तिमाही-दर तिमाही की वार्षिकीकृत संवृद्धि के रूप में आकालित जीवीए की गति भी पहली तिमाही में तेजी से कम हुई (चार्ट III.19)।

जीवीए संवृद्धि की गति में कमी का कारण (वर्ष-दर-वर्ष) रहा 2019-20 की पहली तिमाही में सेवाओं की संवृद्धि में महत्वपूर्ण गिरावट होकर इसका 6.7 प्रतिशत रह जाना, जबकि 2018-19 की चौथी तिमाही में यह 8.2 प्रतिशत पर था, यह गिरावट भवन-निर्माण और 'वित्तीय, भूसंपदा और व्यावसायिक सेवाओं' के कारण रही। 2011-12 की श्रृंखला<sup>4</sup> में विनिर्माण क्षेत्र ने द्वितीय न्यूनतम संवृद्धि दर्ज की। कुछ गिरावट के बावजूद लोक-प्रशासन, रक्षा और अन्य सेवाओं (पीएडीओ) में अच्छी दर से बढ़ोतरी हुई। यदि पीएडीओ को छोड़ते तो जीवीए संवृद्धि गिरकर 2018-19 की चौथी तिमाही में 5.0 प्रतिशत और 2019-20 की पहली तिमाही में 4.5 प्रतिशत पर रह गई होती (चार्ट III.20)। व्यापार, होटल, परिवहन, संचार और प्रसारण संबद्ध सेवाओं की संवृद्धि में अनुक्रमिक रूप से बढ़ोतरी रही।



#### III.2.1 कृषि

2019-20 की पहली तिमाही में रबी की मौसम में गेहूं और तिलहनों के उच्चतर उत्पादन के बलबूते पर कृषि और सहायक क्रियाकलापों का मूल्य-वर्धन विगत तिमाही के संकुचन से बाहर निकला। सन 2018-19 के लिए तृतीय उन्नत अनुमानों के अनुसार इसे उच्चतर बागवानी उत्पादन में 0.7 प्रतिशत की

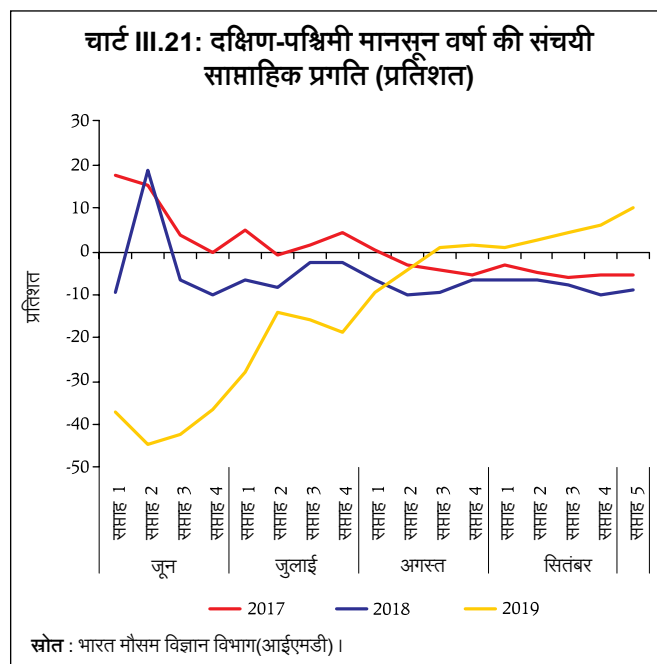
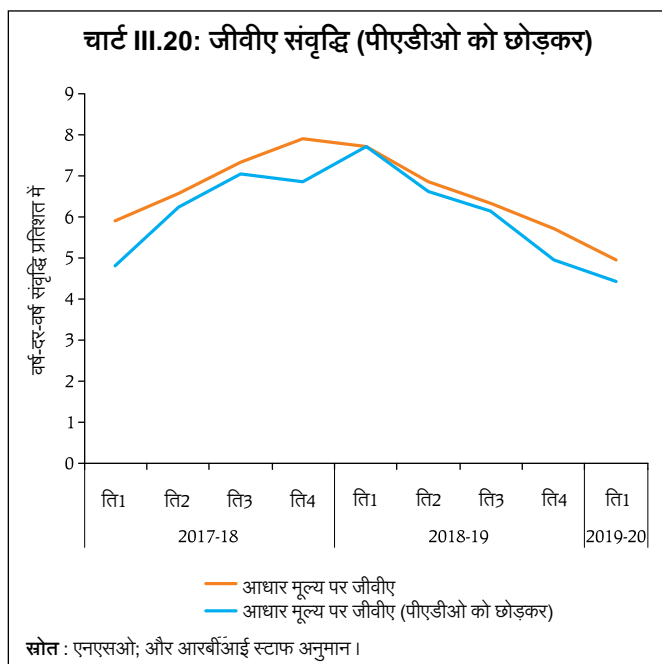
### सारणी III.4: जीवीए में क्षेत्र-वार संवृद्धि

(वर्ष-दर-वर्ष प्रतिशत)

क्षेत्र	2017-18 (एफआरई)	2018-19 (पीई)	भारत योगदान		2017-18 (एफआरई)				2018-19 (पीई)				2019-20
			2017-18	2018-19	ति1	ति2	ति3	ति4	ति1	ति2	ति3	ति4	
कृषि, फोरेस्टरी और फिशिंग	5.0	2.9	0.8	0.4	4.2	4.5	4.6	6.5	5.1	4.9	2.8	-0.1	2.0
उद्योग	6.1	6.2	1.4	1.4	-0.1	7.7	8.0	8.6	9.9	6.1	6.0	3.4	1.7
खनन तथा उत्खनन	5.1	1.3	0.2	0.0	2.9	10.8	4.5	3.8	0.4	-2.2	1.8	4.2	2.7
विनिर्माण	5.9	6.9	1.1	1.2	-1.7	7.1	8.6	9.5	12.1	6.9	6.4	3.1	0.6
विद्युत, गैस, जल आपूर्ति तथा अन्य उपयोग्यता	8.6	7.0	0.2	0.2	8.6	9.2	7.5	9.2	6.7	8.7	8.3	4.3	8.6
सेवाएँ	7.8	7.7	4.8	4.8	8.6	6.5	8.0	8.0	7.5	7.5	7.6	8.2	6.7
निर्माण	5.6	8.7	0.5	0.7	3.3	4.8	8.0	6.4	9.6	8.5	9.7	7.1	5.7
व्यापार, होटल, परिवहन, संचार	7.8	6.9	1.5	1.3	8.3	8.3	8.3	6.4	7.8	6.9	6.9	6.0	7.1
वित्त, रियल एस्टेट एवं व्यावसायिक सेवाएँ	6.2	7.4	1.4	1.6	7.8	4.8	6.8	5.5	6.5	7.0	7.2	9.5	5.9
लोक प्रशासन, रक्षा तथा अन्य सेवाएँ	11.9	8.6	1.5	1.1	14.8	8.8	9.2	15.2	7.5	8.6	7.5	10.7	8.5
<b>मूल कीमतों पर जीवीए</b>	<b>6.9</b>	<b>6.6</b>	<b>6.9</b>	<b>6.6</b>	<b>5.9</b>	<b>6.6</b>	<b>7.3</b>	<b>7.9</b>	<b>7.7</b>	<b>6.9</b>	<b>6.3</b>	<b>5.7</b>	<b>4.9</b>

एफआरई : पहला संशोधित अनुमान; पीई: अंतिम अनुमान।  
 स्रोत: एनएसओ।

<sup>4</sup> विनिर्माण में सबसे कम वृद्धि 2017-18 की पहली तिमाही में दर्ज की गई, संभवतः यह वस्तु और सेवा कर (जीएसटी) के लागू करने का संक्रमणकाल प्रभाव था।

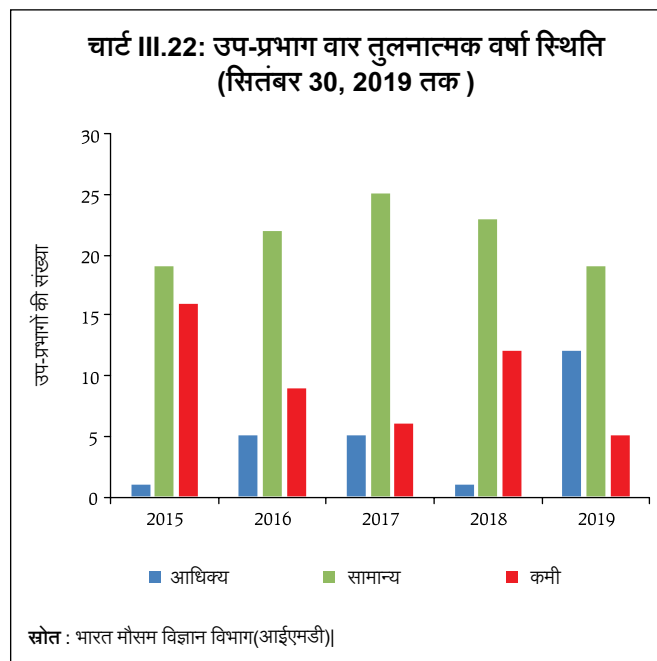


बढ़ोतरी से 3,138 लाख टन के रिकार्ड उत्पादन का समर्थन भी मिला।

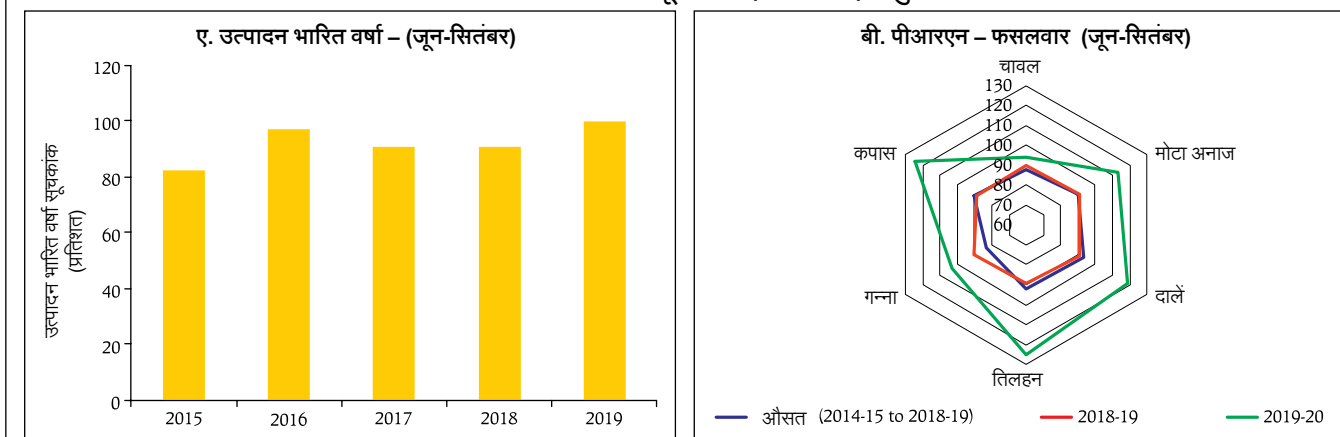
वर्ष 2018-19 के लिए कृषि उत्पादन के संबंध में अगस्त में जारी किए गए चौथे अग्रिम अनुमान के अनुसार खाद्यान्न का उत्पादन 2850 लाख टन बताया गया था – यही अनुमान पिछले वर्ष 2017-18 के लिए अंतिम रूप से किया गया अनुमान था, लेकिन वर्ष के लिए निर्धारित लक्ष्य 2903 लाख टन से कम था। दक्षिण-पश्चिम मानसून और उत्तर-पूर्व मानसून खराब रहने के कारण वर्ष 2018-19 के दौरान फसल का उत्पादन प्रभावित हुआ था, खास तौर से रबी मौसम की फसलों के लिए क्योंकि इनमें से अधिकांश फसलों ने उस वर्ष के लिए निर्धारित लक्ष्य खो दिया था। जो भी हो, चावल, गेहूं और गन्ने का उत्पादन वर्ष 2018-19 में सबसे अधिक हुआ था।

वर्ष 2019 में, दक्षिण-पश्चिम मानसून एक सप्ताह विलंब से शुरू हुआ था और वायु तूफान की वजह से मानसून पूरे दक्षिणी एवं मध्य भारत में बढ़ने से बाधित रहा। फलस्वरूप, जून में दीर्घावधि औसत (एलपीए) से 36 प्रतिशत कम वर्षा हुई थी। मानसून ने जुलाई से रफतार पकड़ा। महीने की शुरुआत में हुई भारी वर्षा ने उसकी कुल कमी को महीने के अंत तक एलपीए से 9 प्रतिशत कम के स्तर तक ला दिया (चार्ट III.21)। सम्पूर्ण भारत में 30 सितंबर, 2019 को हुई कुल वर्षा एलपीए से 10 प्रतिशत अधिक थी जबकि इसकी तुलना में पिछले वर्ष कुल वर्षा एलपीए स्तर से 9 प्रतिशत कम हुई थी। वर्ष

के वितरण की दृष्टि से देखें तो 12 उप-प्रभागीय क्षेत्रों (पिछले वर्ष के 1 उप-प्रभागीय क्षेत्र की तुलना में ) में बेशी वर्षा हुई, 19 में (पिछले वर्ष के 23 उप-प्रभागीय क्षेत्र की तुलना में) सामान्य वर्षा हुई, और 5 उप-प्रभागीय क्षेत्र (पिछले वर्ष के 12 उप-प्रभागीय क्षेत्र) में कम वर्षा हुई (चार्ट III.22)। अगस्त मध्य से लेकर सितम्बर तक हुई प्रचुर वर्षा ने (26 सितम्बर 2019 तक) 113 जलाशयों के भर जाने के भंडारण स्तर को और भी बढ़ा दिया था और पिछले वर्ष की इसी



**चार्ट III.23: उत्पादन भारित वर्षा सूचकांक (पीआरएन) – कुल और फसल-वार**



स्रोत : भारत मौसम विज्ञान विभाग(आईएमडी); और आरबीआई स्टाफ अनुमान ।

अवधि की तुलना में जल-भंडारण का स्तर कुल जलाशयों में 115 प्रतिशत अधिक था।

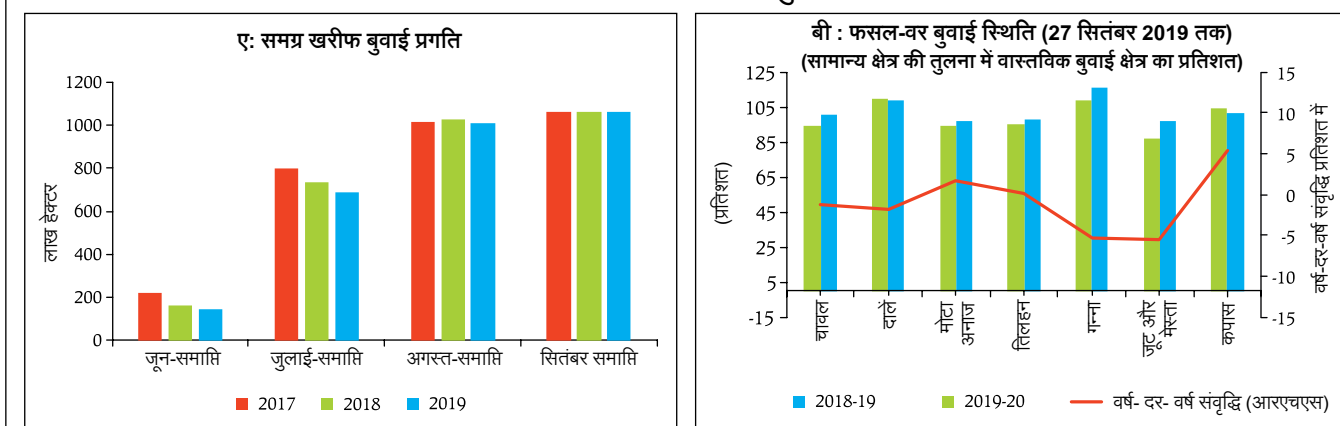
उत्पादन भारित वर्षा सूचकांक<sup>5</sup> (पी आर एन) भी एक वर्ष पहले की तुलना में अधिक था और चावल को छोड़कर अन्य सभी प्रमुख फसलों के लिए 'सामान्य' अथवा 'सामान्य से अधिक' था (चार्ट III.23)।

मानसून शुरू होने में प्रारम्भ में जो देरी हुई उसके कारण खरीफ की बुवाई धीमी रही और अधिकांश फसलों की बुवाई का एकड़ पिछले वर्ष बुवाई किए गए क्षेत्र से कम था। 28 जून 2019 तक खरीफ फासला के अंतर्गत बुवाई का कुल क्षेत्र एक वर्ष पहले की तुलना में

9.5 प्रतिशत कम था। लेकिन उसके बाद, पूरे देश में अप्रत्याशित तेजी आई और खरीफ फसल के लिए न्यूनतम समर्थन मूल्य (एम एस पी) की घोषणा के चलते बुवाई में सुधार आया। फलस्वरूप, 27 सितम्बर 2019 को कुल बुवाई क्षेत्र पिछले वर्ष के औसत बुवाई क्षेत्र से आगे निकल गया (चार्ट III.24ए)। अलग-अलग स्तर पर देखें तो सभी फसलों में बुवाई क्षेत्र बढ़ गया था तथा कपास और दालों के संबंध में बुवाई पिछले वर्ष की तुलना में अधिक हुई थी (चार्ट III.24बी)।

खरीफ की प्रमुख फसलों के उत्पादन के संबंध में वर्ष 2019-20 के लिए पहले अग्रिम अनुमान ने खाद्यान्न उत्पादन 1406 लाख टन रखा

**चार्ट III.24: खरीफ फसलों की बुवाई प्रगति**



स्रोत : कृषि एवं किसान कल्याण मंत्रालय, भारत सरकार ।

<sup>5</sup> फसल के लिए (कुल खाद्यान्न ) अखिल भारतीय उत्पादन-भारित सूचकांक (पी आर एन ) का आकलन राज्यवार वास्तविक वर्षा और आईएमडी सामान्य वर्षा के भारित औसत के अनुपात के रूप में किया जाता है, जिसे प्रतिशत के रूप में व्यक्त किया जाता है। इस्तेमाल किए गए भारांक पाँच वर्ष के राज्यवार फसल (कुल खाद्यान्न ) उत्पादन के औसत हिस्से पर आधारित होता है।

है, जो पिछले वर्ष के स्तर से 0.8 प्रतिशत कम है, जिससे मानसून के विलंब से शुरू होने एवं विभिन्न राज्यों में तीव्र वर्षा तथा सैलाब का होना परिलक्षित होता है। लेकिन, कमर्शियल फसलों में तिलहन, कपास, जूट, तथा मेस्ता का उत्पादन पिछले वर्ष के उत्पादन से अधिक हुआ है।

वर्ष 2019-20 के खरीफ मौसम के लिए घोषित एमएसपी से यह सुनिश्चित हो सकेगा की सभी फसलों के उत्पादन लागत (ए2 और एफएल6 का योग) का कम से कम 50 प्रतिशत वापस मिल जाएगा (सारणी III.5)। लेकिन, वर्ष 2019-20 में खरीफ फसलों के लिए एमएसपी में वृद्धि पिछले वर्ष के समर्थन मूल्य की तुलना में कम था (1.1-9.2 प्रतिशत के दायरे में) इसकी तुलना में वर्ष 2018-19 में यह दायरा 3.7-52.5 प्रतिशत था। जहां एमएसपी में सबसे अधिक वृद्धि सोयाबीन (9.2 प्रतिशत), उसके बाद रागी के लिए (8.7 प्रतिशत) थी, वहीं नाइजर बीजों (1.1 प्रतिशत) तथा मूंग के लिए (1.1 प्रतिशत) सबसे कम थी।

### III.2.2 उद्योग

औद्योगिक गतिविधियों में जो मंदी वर्ष 2018-19 की दूसरी छमाही में आ गई थी वह वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में और गहरा गई (चार्ट III.25)। वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में विनिर्माण जीवीए में आई तीव्र गिरावट निश्चित रूप से संगठित क्षेत्र की कमजोरियों को प्रदर्शित करती है। लेकिन, औद्योगिक उत्पादन सूचकांक (आईआईपी) के अनुसार विनिर्माण क्षेत्र का निष्पादन पिछली तिमाही की तुलना में वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में बेहतर हुआ है। जुलाई में विनिर्माण क्षेत्र का उत्पादन और बढ़ा है (चार्ट III. 26)।

उपयोग-आधारित वर्गीकरण के अनुसार अर्धनिर्मित वस्तु क्षेत्र लगातार तीन महीने जुलाई 2019 तक दो अंकों में बढ़ता रहा है, यह बढ़त विशेष रूप से हलकी इस्पात की शिलाओं के उत्पादन से संचालित रही है। उपभोक्ता की गैर-टिकाऊ वस्तुओं में भी वृद्धि हुई है जिसे सूर्यमुखी बीज के तेल का सहारा प्राप्त हुआ है लेकिन पूंजीगत वस्तुओं में भी वृद्धि हुई है जिसे सूर्यमुखी बीज के तेल का सहारा प्राप्त हुआ है।

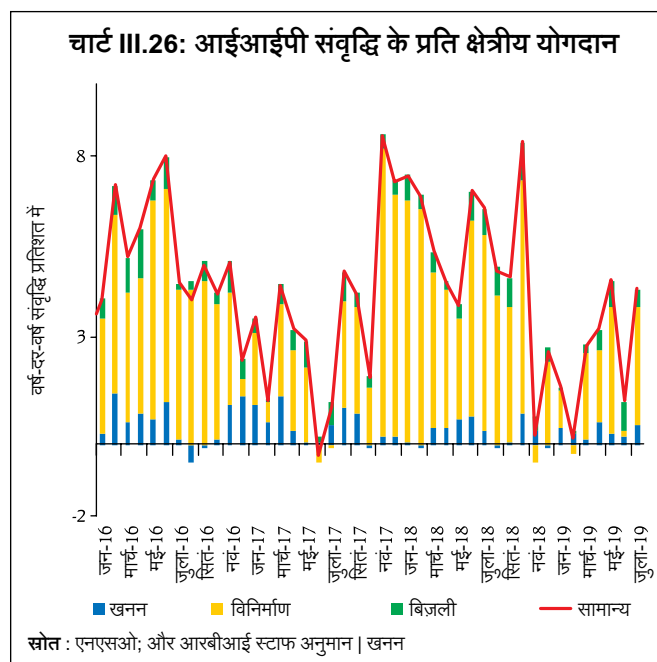
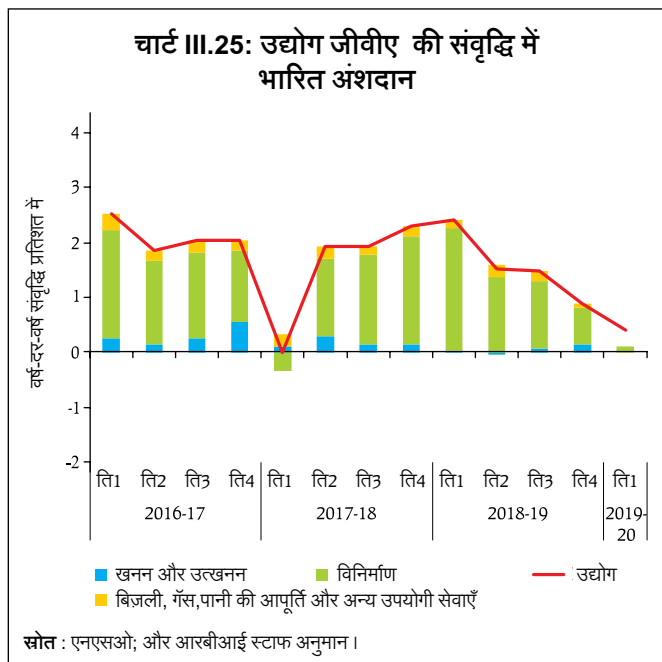
सारणी III.5: न्यूनतम समर्थन मूल्य - खरीफ मौसम की फसलें

फसलें	₹/क्विंटल)			संवृद्धि दर (प्रतिशत)		लागत पर 2018-19 में लाभ (प्रतिशत)	लागत पर 2019-20 में लाभ (प्रतिशत)
	2017-18	2018-19	2019-20	2018-19 से ऊपर 2017-18	2019-20 से ऊपर 2018-19		
धान सामान्य	1550	1750	1815	12.9	3.7	50.1	50.2
धान (एफ) / ग्रेड 'ए'	1590	1770	1835	11.3	3.7	51.8	51.9
ज्वार-हाइब्रिड	1700	2430	2550	42.9	4.9	50.1	50.2
ज्वार-मालदंडी	1725	2450	2570	42.0	4.9	51.3	51.4
बाजरा	1425	1950	2000	36.8	2.6	97.0	84.7
रागी	1900	2897	3150	52.5	8.7	50.0	50.0
मक्का	1425	1700	1760	19.3	3.5	50.3	50.3
तूर (अरहर)	5450	5675	5800	4.1	2.2	65.4	59.5
मूंग	5575	6975	7050	25.1	1.1	50.0	50.0
उड़द	5400	5600	5700	3.7	1.8	62.9	63.9
मूंगफली	4450	4890	5090	9.9	4.1	50.0	50.0
सूरजमुखी के बीज	4100	5388	5650	31.4	4.9	50.0	50.0
सोयाबीन पीला	3050	3399	3710	11.4	9.2	50.0	50.0
तिल	5300	6249	6485	17.9	3.8	50.0	50.0
निगरसीड	4050	5877	5940	45.1	1.1	50.0	50.0
मीडियम स्टेपल कपास	4020	5150	5255	28.1	2.0	50.0	50.1
लॉग स्टेपल कपास	4320	5450	5550	26.2	1.8	58.8	58.5

स्रोत: कृषि और किसान कल्याण मंत्रालय, भारत सरकार।

<sup>6</sup> ए2 एवं एफ एल के योग में शामिल हैं सभी प्रकार की अदा की गई लागतें जैसे किराये पर लिए गए श्रमिक, मशीनें, पट्टे पर ली गई ज़मीन का अदा किया गया किराया, बीज, खाद, सिंचाई प्रभार, मूल्यहास तथा अधिरोपित पारिवारिक श्रम मूल्य।

<sup>7</sup> असंगठित विनिर्माण क्षेत्र में तिमाही जीवीए अनुमान दर्शाने के लिए आईआईपी उपयुक्त गणक स्तर का इस्तेमाल किया गया है।

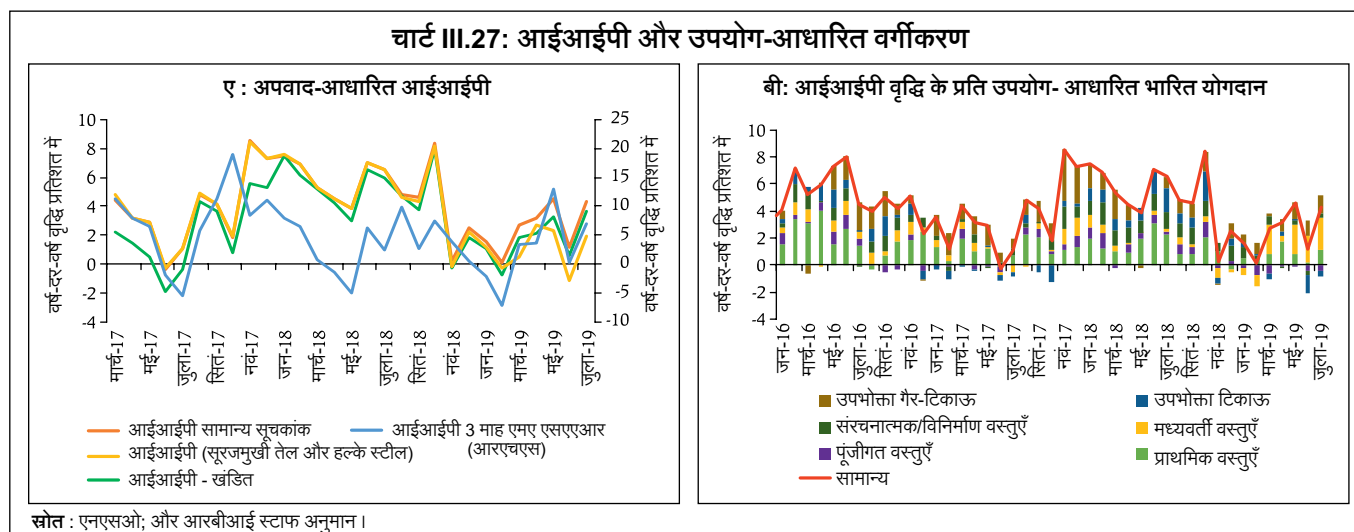


लेकिन, पूंजीगत वस्तुओं का उत्पादन लगातार नौ महीने से घटता रहा है, जिसका कारण कमर्शियल वाहन, कृषि कार्य हेतु ट्रैक्टर, प्रिंटिंग मशीनरी, जनरेटर तथा ब्वायलर के उत्पादन में गिरावट रही है। उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुओं के क्षेत्र में लगातार दो महीने से गिरावट होती रही है, जो ऑटो उपकरणों तथा दुपहिया वाहनों के उत्पादन में कमी होने से हुई है (चार्ट III. 27)।

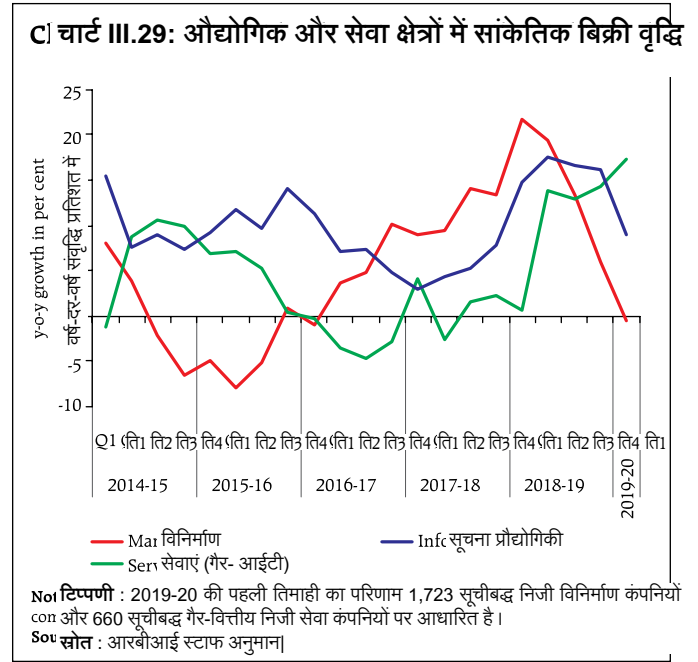
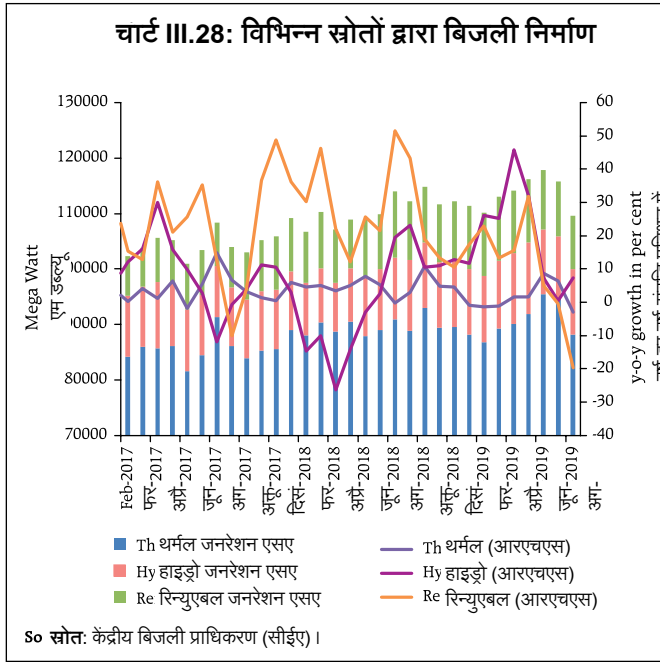
वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में बिजली उत्पादन बढ़ गया क्योंकि गर्मी में मांग अधिक थी और मानसून विलंब से शुरू हुआ था। मौसमी दबाव कम होने के साथ विभिन्न स्रोतों से बिजली उत्पादन वर्ष-दर-वर्ष आधार पर देखा जाए तो जुलाई में कम था (चार्ट III. 28)।

वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में विनिर्माण जीवीए में गिरावट विनिर्माण कंपनियों की बिक्री वृद्धि में भी दिखाई दी, जो मुख्यतया ऑटोमोबाइल्स, पेट्रोलियम तथा लोहा और इस्पात की कम बिक्री द्वारा नीचे की ओर खिंच गई (चार्ट III. 29)। बिक्री में धीमापन कर के पहले होने वाले लाभ में तीव्र गिरावट में भी दिखाई दी (चार्ट III.30)। सीमेंट, फार्मास्युटिकल्स तथा रसायन कंपनियों की बिक्री में कुछ आशा जगी जो 2019-20 की पहली तिमाही में जारी रही।

हाल के समय में भारतीय विनिर्माण क्षेत्र का समग्र कारोबारी मनोभाव क्षीण हुआ है। रिजर्व बैंक के औद्योगिक संभावना सर्वेक्षण (आई





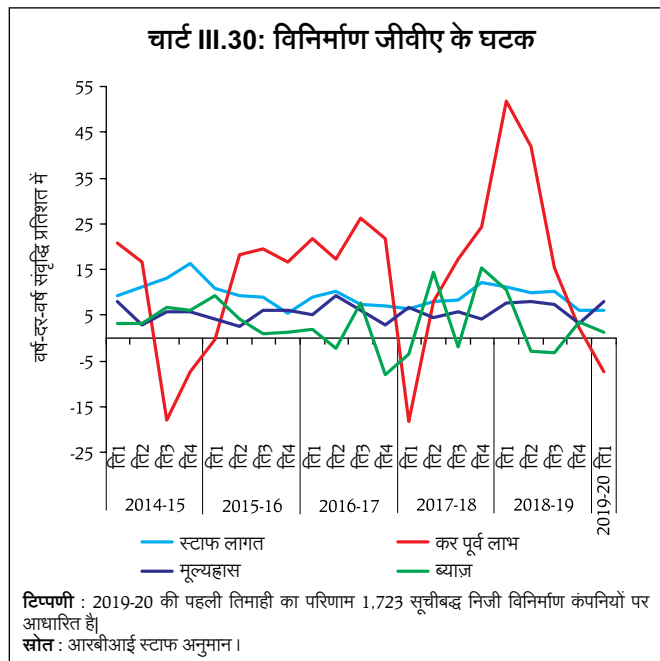


ओ एस) के 87 वें चक्र में कारोबारी मूल्यांकन सूचकांक (बीईआई) 2018-19 की दूसरी तिमाही में गिरकर 92.5 (2019-20 की पहली तिमाही में 108.4 से ) हो गया, ऐसा नए क्रम में गिरावट, उत्पादन में कमी, क्षमता से कम उपयोग और सर्वे की गई फार्मों की लाभ मार्जिन में गिरावट के कारण हुआ। लेकिन, कारोबारी प्रत्याशा सूचकांक (बीईआई) वर्ष 2019-20 की तीसरी तिमाही में 102.2 ( 2019-20

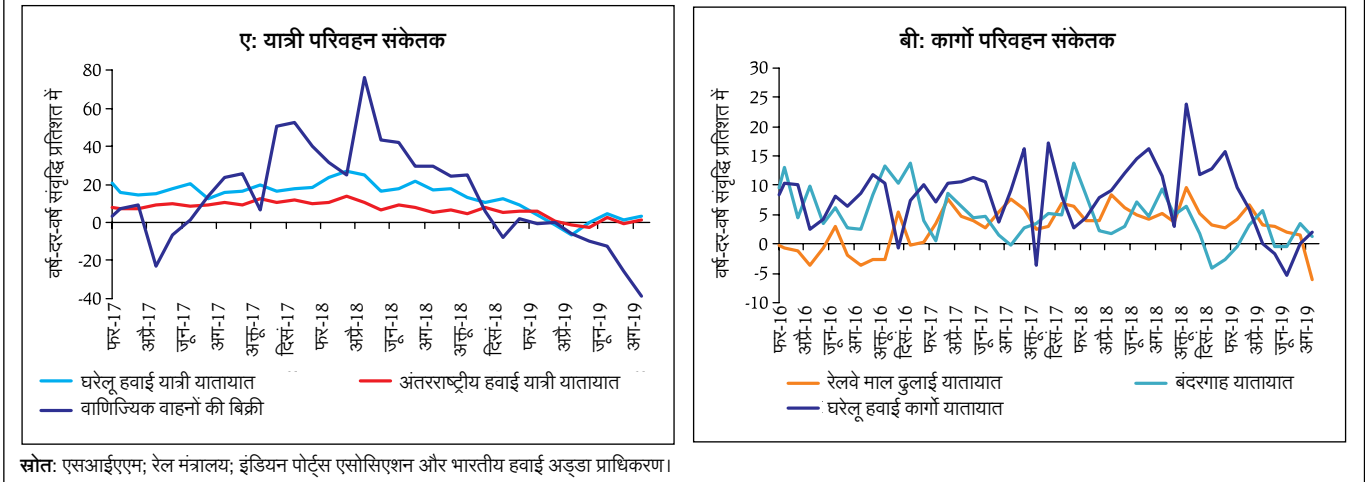
की दूसरी तिमाही में 112.8 से ) हो गया था। सितम्बर 2019 के लिए विनिर्माण क्रय प्रबंधक सूचकांक (पीएमआई) अपने पिछले महीने के स्तर पर बना रहा जबकि नया क्रम और रोजगार में सुधार हुआ यद्यपि नए आयात क्रम में मामूली गिरावट आई।

**III.2.3 सेवाएं**

वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में सेवा क्षेत्र में वृद्धि पिछली सात तिमाहियों में सबसे कम थी, जो वित्तीय, स्थावर संपदा एवं प्रोफेशनल सेवाओं, निर्माण गतिविधियों द्वारा नीचे खींच ली गई। पीएडीओ वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में सुदृढ़ दर से बढ़ी और समग्र सेवाओं में जीवीए की खोई हुई गति को सहारा प्रदान किया। व्यापार, होटल, परिवहन, संचार तथा प्रसारण संबंधी सेवाओं ने गति बनाए रखी, हालांकि हाल के समय में परिवहन सेवा संकेतक अत्यधिक कमजोर पड़ गए हैं। जुलाई-अगस्त में कमर्शियल वाहन, सवारी वाहन तथा दुपहिया वाहन की बिक्री में तीव्र गिरावट पैदा हुई है। घरेलू वायु सवारी की स्थिति अगस्त में बढ़ गई। जहां जुलाई में रेल यात्रियों की संख्या घट गई थी, वहीं घरेलू वायु कार्गो की वृद्धि में अगस्त में सुधार हुआ (चार्ट III. 31 ए व बी)। लेकिन, सेवा पीएमआई की जून में गिरावट की स्थिति उलट गई और जुलाई तथा अगस्त में उसने विस्तार पैदा हुआ।



**चार्ट III 31: परिवहन संकेतकों का कार्य**



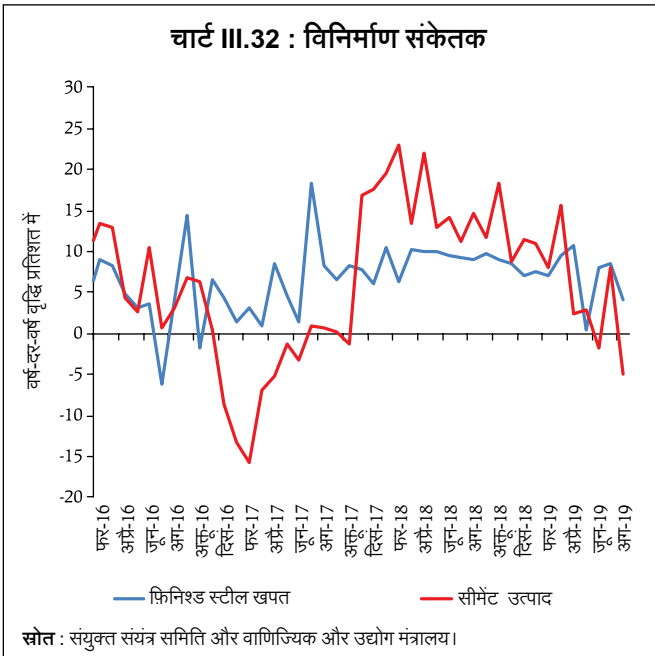
निर्माण गतिविधियों के दो प्रमुख संकेतकों में से, सीमेंट का उत्पादन अगस्त में कम होने से पूर्व जुलाई में तेजी से बढ़ा जिससे पिछले महीने की गिरावट की स्थिति उलट गई। जबकि, तैयार इस्पात का उपभोग जुलाई-अगस्त में मंद पड़ गया था (चार्ट III. 32)। आगे चलकर, घरेलू स्तर पर इस्पात की नरम कीमतों के कारण इस्पात का उपभोग मजबूत होने की संभावना है।

वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में पीएडीओ वृद्धि क्रमशः मंद पड़ती गई, जिससे यह पता चलता है कि चुनाव से पूर्व संघ

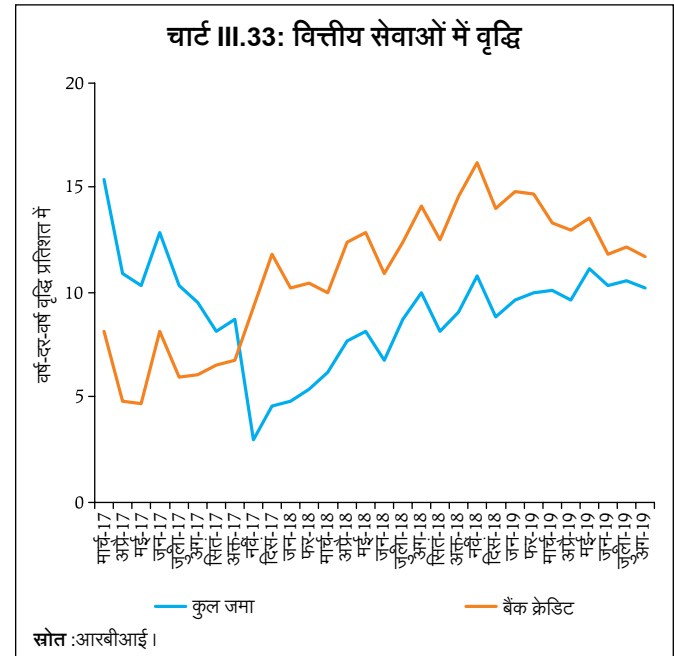
और राज्य सरकारों का राजस्व व्यय (ब्याज भुगतान और सब्सिडी को घटाकर) धीमा था। "वित्तीय, स्थावर संपदा तथा प्रोफेशनल सेवाओं में वृद्धि वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में कम हो गई थी, जिसका मुख्य कारण सूचीबद्ध स्थावर संपदा कंपनियों का खराब निष्पादन तथा बैंक जमा एवं क्रेडिट में धीमापन रहा है (चार्ट III.33)।

आवासीय स्थावर संपदा क्षेत्र में, बिक्री और नई पेशकश दोनों ही वर्ष 2019-20 की पहली तिमाही में घट गए थे, जो यह दर्शाता है

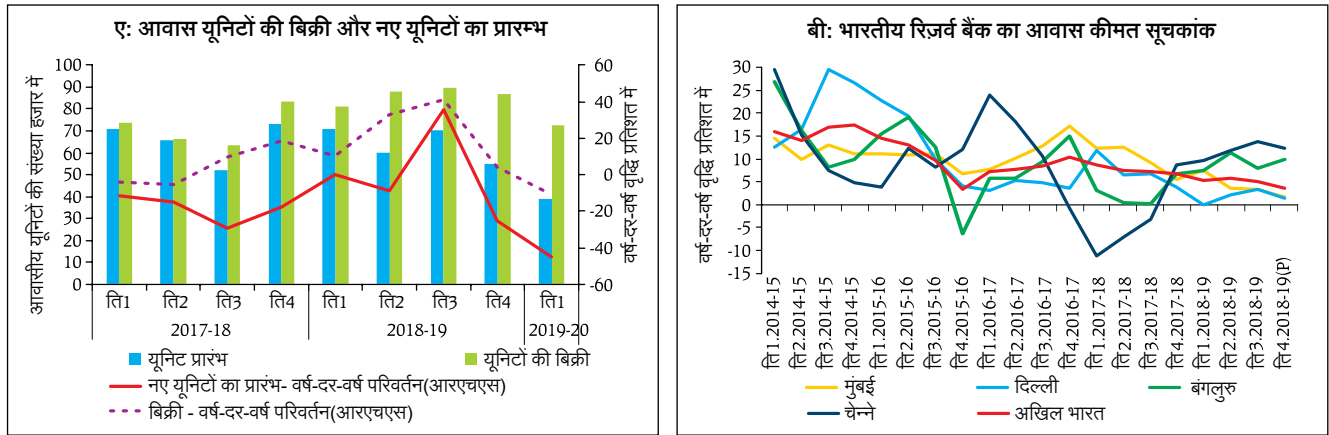
**चार्ट III.32 : विनिर्माण संकेतक**



**चार्ट III.33: वित्तीय सेवाओं में वृद्धि**



**चार्ट III.34: आवास क्षेत्र – प्रारंभ, बिक्री और कीमतें**



स्रोत : प्रोप टाइगर और आरबीआई स्टाफ अनुमान।

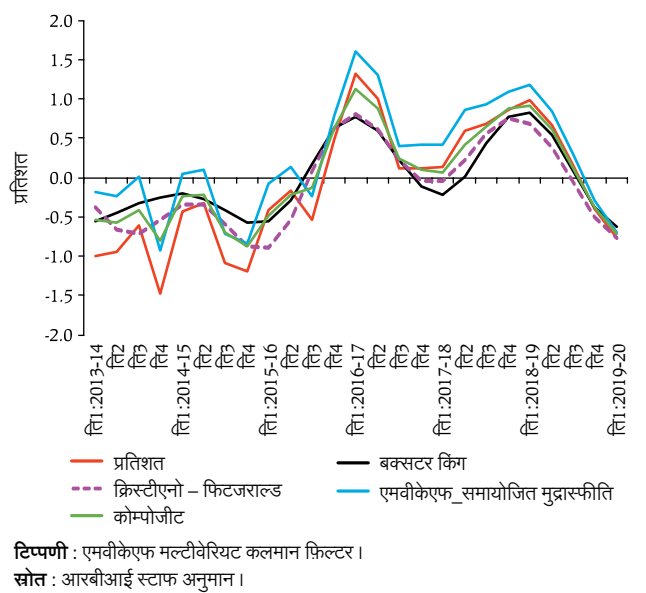
कि मांग धीमी थी (चार्ट III.34 ए)। नई पेशकश को पीछे छोड़ती बिक्री से इवेंट्री का ओवरहैंग कुछ हद तक कम हो गया है, हालांकि अभी भी इसका आवासीय गृह मूल्यों पर थोड़ा प्रभाव बना हुआ है (चार्ट III.34 बी)।

**III.3 उत्पादन अंतराल**

उपर्युक्त भाग में सकल मांग और सकल आपूर्ति का विस्तृत विश्लेषण वर्ष 2019-20 की पहली छमाही में अर्थव्यवस्था की स्थिति का मूल्यांकन प्रदान करता है। उत्पादन अंतराल -जिसे इसके संभाव्य स्तर से वास्तविक उत्पादन में हुए विचलन द्वारा मापा जाता है

और जिसे संभाव्य उत्पाद अनुपात के रूप में व्यक्त किया जाता है- अर्थव्यवस्था में माँग-आपूर्ति की स्थिति के बारे में सारांशित माप प्रदान करता है। चूकि संभाव्य उत्पादन और उत्पादन अंतराल दोनों अलक्ष्य होते हैं और उनके आकलन कार्य -पद्धति के चयन और डाटा उपलब्धता के प्रति संवेदनशील होते हैं, इसलिए संभाव्य उत्पादन के आकलन के लिए अनेक पद्धतियों का उपयोग करते हुए प्रयोजनात्मक दृष्टिकोण अपनाया गया है। अपनाई गई पद्धति में समानचर फिल्टर है जैसे एक ओर हाड़ीक प्रेसकॉट (एचपी)फिल्टर और क्रिस्टियानो फिटजराल्ड (सी एफ) फिल्टर और दूसरी ओर बहुचरीय कालमन फिल्टर्स (एमवीकेएफ) को लिया गया है, जो मुद्रास्फीति में होने वाली प्रगति को गणना में लेता है ताकि कारोबारी चक्र की स्थिति के संबंध में तीव्र निष्कर्ष प्राप्त किए जा सकें (चार्ट III. 35)। इन समस्त उपायों को मिलाकर जो संयुक्त रूप से अनुमान प्राप्त हुआ है उससे पता चलता है कि उत्पादन अंतराल और भी नकारात्मक हो गया है।

**चार्ट III.35 : आउटपुट अंतराल अनुमान**



टिप्पणी : एमवीकेएफ मल्टीवेरियट कलमान फिल्टर।  
स्रोत : आरबीआई स्टाफ अनुमान।

**III.4 निष्कर्ष**

घरेलू और वैश्विक स्तर पर विपरीत परिस्थितियों ने मिलकर आर्थिक गतिविधियों को, खासतौर से सकल मांग के संबंध में दबाया है। निकट समय में भारतीय अर्थव्यवस्था का परिदृश्य यह है कि उसे अनेक जोखिमों का दबाव सहना पड़ सकता है। पहला, निजी उपभोग, जो अन्य समस्त चीजों के साथ आर्थिक गतिविधियों को सहारा प्रदान करता है, वह अब अनेक कारकों की वजह से मंद पड़ने लगा है। इस संदर्भ में देखें तो भारी संख्या में रोजगार पैदा करने वाले क्षेत्र जैसे ऑटोमोबाइल और स्थावर संपदा की स्थिति चिंताजनक बन गई है।

हाल में जो उपाय शुरू किए गए हैं जैसे कारपोरेट कर की दरों में तीव्र कमी, आवासीय क्षेत्र के लिए दबावग्रस्त आस्ति निधि, अवसंरचना निवेश निधि, पूर्ण इलेक्ट्रॉनिक जीएसटी धन-वापसी प्रणाली लागू किया जाना तथा निर्यात गारंटी हेतु निधि की व्यवस्था इसमें सहायक होगी। दूसरा, बैंकों में क्रेडिट-वृद्धि धीमी पड़ गई है तथा कमर्शियल क्षेत्र को जाने वाली समग्र निधि घट गई है, जिसका आंशिक कारण जोखिम न उठाना है तथा आंशिक कारण मांग में कमी आना है। हाल में सरकारी क्षेत्र के बैंकों को दुबारा पूंजी दिये जाने से क्रेडिट प्रवाह को बढ़ावा मिला है, ये निजी निवेश गतिविधियों को फिर से जीवित करने के लिए जरूरी है। इस बीच, वैश्विक स्तर पर उत्पन्न

अनिश्चितताओं ने घरेलू स्तर पर निवेश गतिविधियों को कमजोर कर दिया है। इसके अलावा, व्यापार संबंधी तनाव पैदा होने से निवेश में बढ़ोतरी आने में विलंब होने के अलावा निर्यात की संभावनाओं पर प्रतिकूल प्रभाव पड़ेगा। निजी कारपोरेट क्षेत्र भी नई क्षमताएं नहीं पैदा कर रहा है, यद्यपि वर्तमान क्षमता उपयोग की स्थिति अनेक तिमाहियों से इसके दीर्घकालिक-औसत के निकट पहुंच चुकी है। हालिया उपाय पूंजी व्यय चक्र को झटके से शुरू करने में मदद करेंगे जिससे नई क्षमताओं का प्रवाह बढ़ेगा और जो अल्पकाल में घरेलू मांग को मजबूती प्रदान करेंगे तथा अर्थव्यवस्था की समृद्धि क्षमता को मध्यावधि में प्रोत्साहन देंगे।

## IV. वित्तीय बाजारों और चलनिधि की स्थितियां

घरेलू वित्तीय बाजार खंडों ने बदली हुई घरेलू और विश्वव्यापी गतिविधियों के प्रति सन 2019-20 की पहली छमाही में विभिन्न प्रकार से प्रतिक्रिया की। यद्यपि मुद्रा बाजारों ने नीति के प्रभाव के सहज और संपूर्ण प्रसार का अनुभव किया जबकि सरकारी प्रतिभूतियों और विदेशी मुद्रा बाजार खंड स्वदेशी आर्थिक मंदी और विश्वव्यापी अतिरेकों से प्रभावित हुए। भू-राजनीतिक तनावों के कारण भारी बिकवाली के दबावों के बीच भी स्टॉक मार्केट ने समय-समय पर नई ऊंचाइयों को छुआ। क्रेडिट बाजार में बैंकों द्वारा दिए जाने वाले उधारों में गिरावट रही जो कि कमजोर मांग और जोखिम से विमुखता को प्रकट करता है।

अग्रणी केंद्रीय बैंकों के सहज नीतिगत रुख के बावजूद, व्यापारिक तनावों के कारण उथल-पुथल के छिटपुट आघातों, भू-राजनीतिक आक्रोशों, अव्यवस्थित ब्रेविजट से जुड़े संशय और वैश्विक समृद्धि के शिथिल परिदृश्य के कारण सन 2019-20 के पूर्वार्ध (2019-20 की पहली छमाही) में वैश्विक बाजारों में व्यग्रता रही। इक्विटी बाजारों ने खासतौर पर अत्यधिक उतार-चढ़ाव का अनुभव किया क्योंकि हांगकांग में अशांति और अर्जेंटीना में देनदारियों में चूक होने की चिंताओं के कारण उदीयमान बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) के स्टॉकों में बिकवाली का दौर रहा। बॉन्ड बाजारों में कॉर्पोरेट क्रेडिट से सम्बद्ध कीमत-लागत अंतराल बढ़ गए क्योंकि वैश्विक समृद्धि के अनुमान धूमिल हो गए थे; दूसरी तरफ जोखिम उठाने की घटती हुई क्षमता ने समायोजनकारी मौद्रिक नीति के परिणामस्वरूप समस्त उन्नत अर्थव्यवस्थाओं और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में सरकारी उपार्जनों को कम कर दिया। मुद्रा बाजारों में, अमेरिकी डॉलर का मूल्य अन्य सभी प्रमुख मुद्राओं की तुलना में बढ़ता रहा जो सापेक्षतया मजबूत अमेरिकी समष्टि आर्थिक सिद्धांतों को प्रकट करता है। व्यापारिक तनावों और बाजार में उथल-पुथल से बढ़ते हुए अतिरेकी जोखिमों के बीच उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की मुद्राओं के मूल्यों में गिरावट आई।

### IV.1 घरेलू वित्तीय बाजार

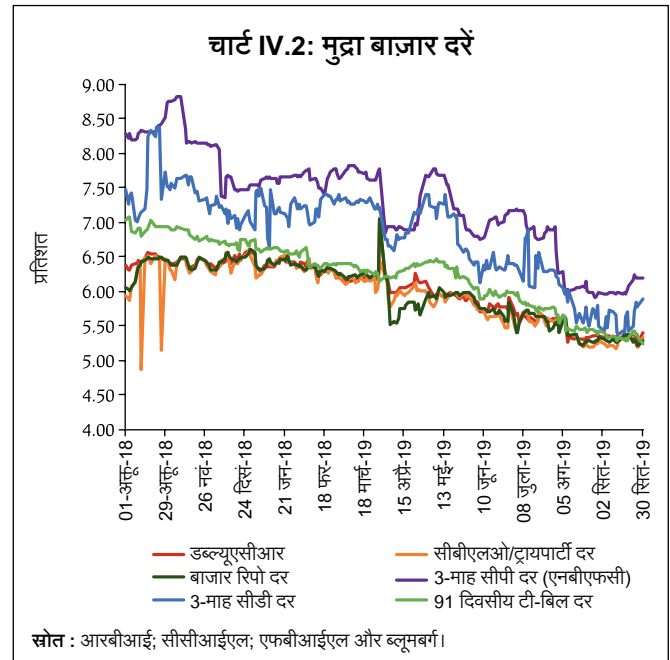
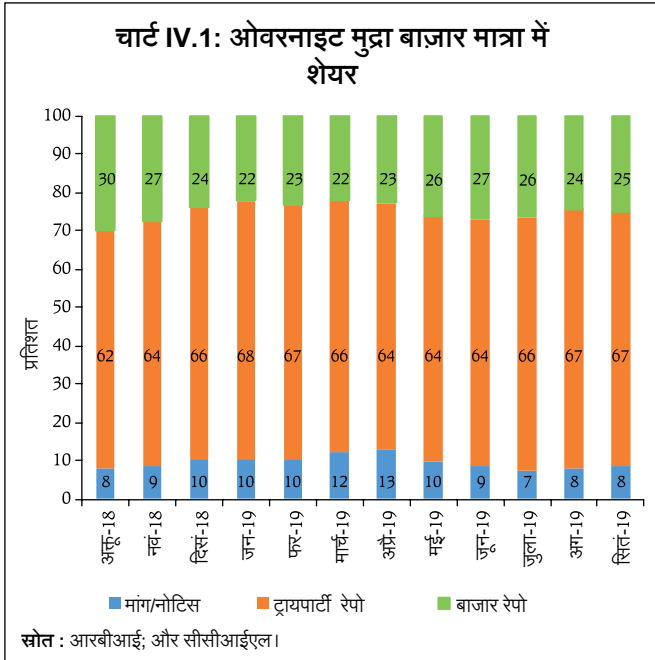
घरेलू वित्तीय बाजार के विभिन्न खंडों ने बदलती हुई घरेलू और वैश्विक गतिविधियों के प्रतिसाद में सन 2019-20 की पहली छमाही

के दौरान अलग-अलग रवैया दिखाया। अगस्त में घरेलू और अंतरराष्ट्रीय कारकों के व्यवधान से बॉन्ड बाजारों से उपार्जन में शिथिलता रही जबकि मुद्रा बाजारों ने तीव्र और संपूर्ण पारगमन दिखाया। चुनाव से जुड़े हुए संशयों का अंत होने के साथ ही पहली तिमाही में इक्विटी बाजारों ने काफी अच्छा लाभ उठाया लेकिन दूसरी तिमाही में भू-राजनैतिक गतिविधियों, कमजोर कॉर्पोरेट कार्यनिष्पादन और समष्टि आर्थिक संकेतकों में कमजोरी के कारण इसे हानि उठानी पड़ी। भू-राजनैतिक तनावों और अर्थव्यवस्था में घरेलू चक्रीय मंदी के बीच वैश्विक तनावों के बढ़ने से विदेशी मुद्रा बाजार पर प्रतिकूल प्रभाव पड़ा। बैंकों से ऋण उठाने में कमी के कारण वाणिज्यिक क्षेत्र में वित्तीय संसाधनों का समग्र प्रवाह शिथिल रहा जो मुख्य रूप से कमजोर मांग और जोखिम से बचने की वृत्ति दर्शाते हैं।

#### IV.1.1 मुद्रा बाजार

सन 2019-20 की पहली छमाही के दौरान, मुद्रा बाजार के विभिन्न खंड आरबीआई की मौद्रिक नीति की कार्रवाइयों, रुख और चलनिधि की स्थितियों से प्रभावित हुए। ओवरनाइट मनी मार्केट में भारित औसत कॉल दर (डबल्यूएसीआर) 2019-20 की पहली छमाही के दौरान नीतिगत रेपो दर से समान्यतः नीचे बनी रही तथा इसमें गिरावट की प्रवृत्ति बनी रही (विवरण के लिए खंड IV.3 देखें)। डबल्यूएसीआर और नीतिगत रेपो दर के बीच का अंतर जून से बढ़ा और सितंबर में 6 बीपीएस के औसत पर रहा। संपार्श्विकृत खंड में ओवरनाइट मनी मार्केट में अन्य दरें, यानी, त्रि-पक्षीय रेपो दर और बाजार रेपो दर, काफी हद तक डबल्यूएसीआर के साथ मिलकर चलती रहीं। सन 2019-20 की पहली छमाही के दौरान त्रि-पक्षीय रेपो दर और मार्केट रेपो दर डबल्यूएसीआर से औसतन 7 बीपीएस नीचे रहीं।

सन 2019-20 की पहली छमाही के दौरान (अगस्त तक) अंतर-बैंक मुद्रा बाजार में कारोबार की मात्रा गैर-संपार्श्विकृत से संपार्श्विकृत खंड में स्थानांतरित हो गई। चलनिधि की स्थिति में बढ़ती हुई सहजता के कारण कॉल मनी टर्नओवर (कुल ओवरनाइट मार्केट की मात्रा में) की हिस्सेदारी में गिरावट आई। नतीजतन, मुद्रा बाजार की कुल



मात्रा में त्रि-पक्षीय रेपो और मार्केट रेपो टर्नओवर की हिस्सेदारी बढ़ी (चार्ट IV.1)<sup>1</sup>।

सन 2019-20 की पहली छमाही के दौरान (अगस्त तक) बाजार के माइक्रोस्ट्रक्चर के संदर्भ में, म्यूचुअल फंड (एमएफ) क्रमशः 59 प्रतिशत और 39 प्रतिशत की औसत हिस्सेदारी के साथ त्रि-पक्षीय रेपो और मार्केट रेपो खंड में प्रमुख उधारदाताओं के रूप में बने रहे। त्रि-पक्षीय रेपो खंड में सार्वजनिक क्षेत्र के बैंक और मुद्रा रेपो खंड में प्राथमिक डीलर (पीडी) प्रमुख उधारकर्ता थे। अप्रैल और मई में चलनिधि कमी की स्थिति को देखते हुए, इन दो महीनों के दौरान संपार्श्विकृत खंड में म्यूचुअल फंडों द्वारा दी जाने वाली उधारियों में गिरावट आई और म्यूचुअल फंडों द्वारा ली जाने वाली उधारियों में वृद्धि हुई। जून से प्रणालीगत चलनिधि में वृद्धि के कारण, जून-सितंबर के दौरान संपार्श्विकृत खंड म्यूचुअल फंडों द्वारा दी जाने वाली उधारियों में वृद्धि हुई जबकि म्यूचुअल फंडों द्वारा ली जाने वाली उधारियों में मामूली गिरावट आई।

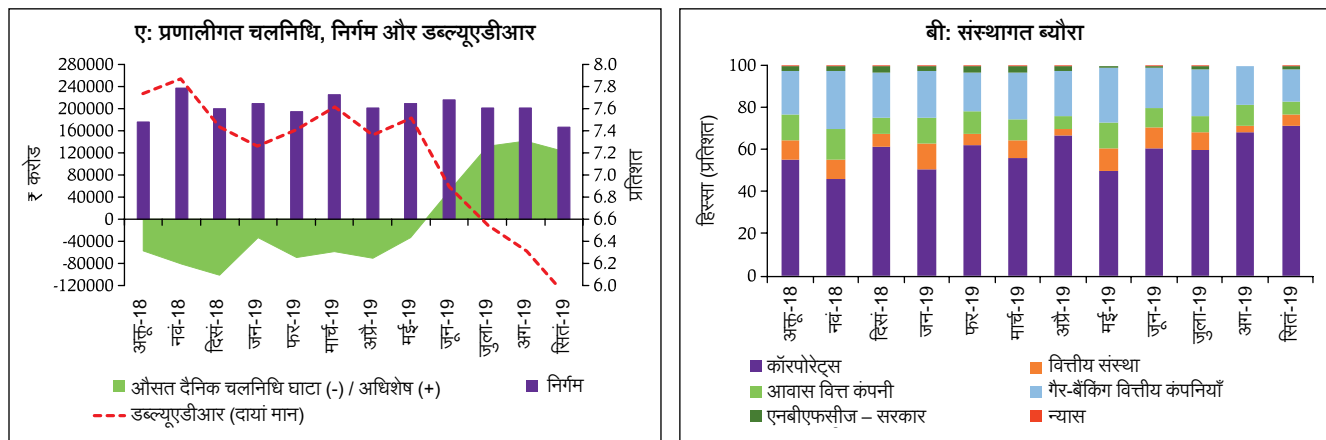
सन 2019-20 की पहली छमाही के दौरान, लंबी अवधि के मुद्रा बाजार लिखतों यथा- डिपॉजिट सर्टिफिकेट (सीडी), कमर्शियल पेपर (सीपी) और 91-दिवसीय खजाना बिलों (टी-बिल्स) पर ब्याज

दरों ने नीतिगत दरों में कटौती और नीतिगत रुख के निरपेक्ष से समायोजनकारी होने पर अलग-अलग अंशों में प्रतिक्रिया दी (चार्ट IV.2)। प्रथम छमाही के दौरान विशेष रूप से गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों (एनबीएफसी) द्वारा जारी कमर्शियल पेपर (सीपीसी) पर ब्याज दरें काफी संयमित रहीं, हालांकि सीपी की दरें सीडी दरों से ऊपर कारोबार करती रहीं। इसकी तुलना में, इस अवधि के दौरान 3-महीने टी-बिल पर प्रतिफल काफी हद तक संयमित रहे।

बैंकिंग प्रणाली में चलनिधि की सहज स्थितियों के मद्देनजर, 2019-20 की पहली छमाही (13 सितंबर, 2019 तक) के दौरान, सीडी के नए निर्गम गिरकर 1,75,305 करोड़ रुपये हो गए, जो 2018-19 के दौरान 1,98,829 करोड़ रुपये थे। सीपी के प्राथमिक निर्गम भी 2018-19 की पहली छमाही के दौरान रहे 13,58,117 करोड़ रुपए से गिरकर, 2019-20 की पहली छमाही के दौरान 11,92,277 करोड़ रुपए हो गए और इनमें 99 प्रतिशत से अधिक निर्गम A1+ रेटिंग वाली कंपनियों के थे। जुलाई से सीपी निर्गम मंद हो गए जो जून और जुलाई 2019 में कुछेक सीपी निर्गमकर्ताओं की ग्रेडिंग नीचे जाने के मद्देनजर बढ़े हुए जोखिम परहेज को दर्शाता है। फिर भी, 2019-20 की पहली छमाही के दौरान, प्राथमिक सीपी बाजार में ब्याज दरों में, जो भारत औसत डिसकाउंट दर (डब्ल्यूएडीआर) में परिलक्षित होती हैं – चलनिधि स्थितियों में सहजता आने से 130 बीपीएस तक तीव्र गिरावट हुई (चार्ट IV.3ए)। इस अवधि के दौरान, गैर-

<sup>1</sup> मांग मुद्रा बाजार के सहभागियों में केवल बैंक और प्राथमिक डीलर शामिल हैं, जबकि बाजार के अन्य सहभागी यथा म्यूचुअल फंड, बीमा कम्पनियों और अन्य वित्तीय संस्थाएं त्रिपक्षीय रेपो और बाजार रेपो खंडों के प्रमुख खिलाड़ियों में शामिल हैं।

**चार्ट IV.3: वाणिज्यिक पत्र का प्राथमिक निर्गम**



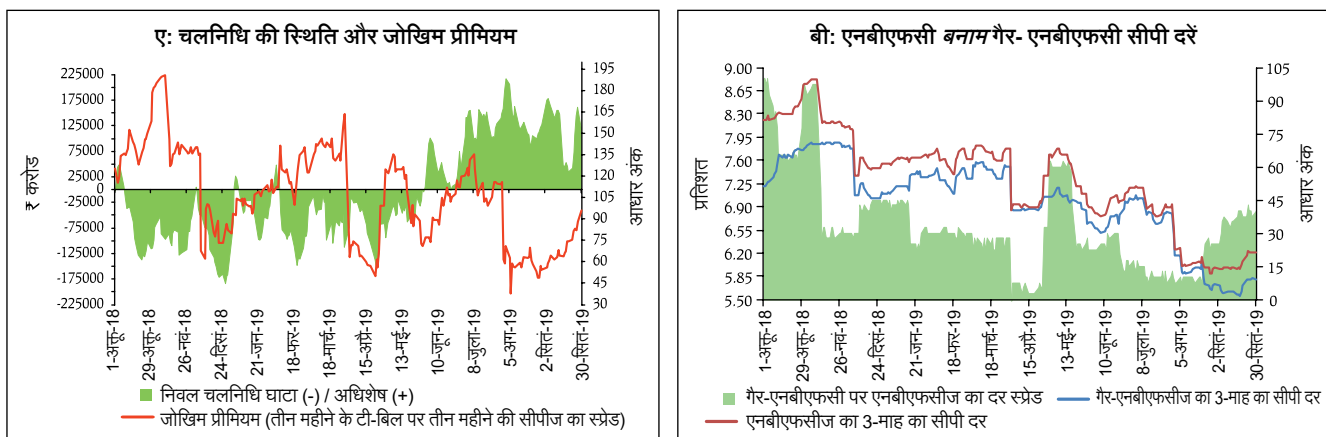
स्रोत : आरबीआई, एफ.ट्रैक; सीसीआईएल; और आरबीआई स्टाफ अनुमान।

वित्तीय कोरपोरेट और एनबीएफसी सीपी बाजार में प्रमुख जारीकर्ता रहे ((चार्ट IV.3 बी)।

मुद्रा बाजार में जोखिम प्रीमियम (अर्थात् 3-माह वाले सीपी और 3-माह टी-बिल के बीच लाभांतर) अप्रैल-जुलाई के दौरान औसतन 99 बीपीएस के साथ उच्च बना रहा जो जून-जुलाई के दौरान कुछ सीपी निर्गमकर्ताओं को डाउनग्रेड करने और अप्रैल-मई के दौरान चलनिधि की संकुचित स्थितियों को दर्शाता है (चार्ट IV.4ए)। अगस्त-सितंबर में जोखिम प्रीमियम में औसतन 64 बीपीएस की तेज गिरावट हुई, जिसके निम्नलिखित कारण थे (i) जून 2019 की

शुरुआत से ही चलनिधि स्थितियों के घाटे से अधिशेष की तरफ जाने के कारण उत्पन्न चलनिधि प्रभाव; (ii) प्रतिस्पर्धी दरों पर निधि जुटाने वाले शीर्ष रेटेड निर्गमकर्ताओं द्वारा निर्गमों की अधिकता; और (iii) एनबीएफसी को चलनिधि संबंधी सहायता प्रदान करने के लिए सरकार और रिजर्व बैंक द्वारा उठाए गए कदम<sup>2</sup>। एनबीएफसी और गैर-एनबीएफसी के 3-माह वाली सीपी दर के बीच के स्प्रेड, कुछेक तेजी के बावजूद, संकुचित हुआ (2018-19 की दूसरी छमाही के 44 बीपीएस की तुलना में 2019-20 की पहली छमाही में 23 बीपीएस का औसत) (चार्ट IV.4बी)।

**चार्ट IV.4: जोखिम प्रीमियम और सीपी बाजार में स्प्रेड**



स्रोत : आरबीआई, ब्लूमबर्ग; एफबीआईएल; और आरबीआई स्टाफ अनुमान।

<sup>2</sup> 5 जुलाई 2019 को केंद्रीय बजट में घोषणा की गई कि सरकार सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों को, गैर-बैंक वित्तीय कंपनियों (एनबीएफसी) से ₹1 लाख करोड़ मूल्य की उच्च-रेटेड साझी आस्तियां खरीदने के लिए आंशिक क्रेडिट की एकबारगी गारंटी प्रदान करेगी। इसके अलावा, रिजर्व बैंक द्वारा अगस्त 2019 की अपनी द्वि-मासिक मौद्रिक नीति में कृषि, सूक्ष्म व लघु उद्यमों और आवास क्षेत्रों को, जिसे निर्दिष्ट सीमा तक प्राथमिकता वाले क्षेत्र को ऋण के रूप में वर्गीकृत किया जाएगा, आगे ऋण देने के लिए एनबीएफसी को बैंक ऋण लेने की अनुमति प्रदान की गई। आरबीआई ने बाह्य वाणिज्यिक उधारियों (ईसीबी) के फ्रेमवर्क को भी उदार बनाया, जिससे एनबीएफसी को आगे ऋण देने और रुपया ऋणों की चुकौती हेतु निधि जुटाने की सुविधा मिल गई।

## सारणी IV.1: मुद्रा बाजार में नीति संचरण

(आधार बिंदु)

एच1: 2019-20	दरों में परिवर्तन						
	रेपो	डब्ल्यूएसीआर	ट्राय-पार्टी रेपो	बाजार रेपो	3-माह सीडी	91-दिवसीय टी-बिल	3-माह सीपी (एनबीएफसीज)
अप्रैल 3 से जून 4	-25	-32	-43	-37	-33	-16	-5
जून 6 से अगस्त 6	-25	-24	-18	-25	-48	-44	-80
अगस्त 7 से सितंबर 30	-35	-23	-28	-32	-6	-38	20
<b>संचयी (अप्रैल 3 - सितंबर 30)</b>	<b>-85</b>	<b>-79</b>	<b>-89</b>	<b>-94</b>	<b>-87</b>	<b>-98</b>	<b>-65</b>

स्रोत: आरबीआई; सीसीआईएल; एफबीआईएल; ब्लूमबर्ग।

2019-20 की पहली छमाही के दौरान, मुद्रा बाजार के सभी खंडों में नीति का संचरण लगभग पूरा हो गया था। इस अवधि के दौरान तीन नीतिगत घोषणाओं में से जून की नीति के बाद से सर्वाधिक प्रभाव महसूस किया गया, विशेष तौर पर मुद्रा बाजार स्पैक्ट्रम के दीर्घकालिक सिरे पर, क्योंकि जून की नीति ने दरों में कटौती और निरपेक्ष से उदार रुख की ओर मुड़ने के संकेत दिए (सारणी IV.1)। इस प्रकार, रेपो दर कटौतियों की घोषणा का प्रभाव और अधिशेष स्थितियों का चलनिधि प्रभाव, दोनों ही नीतिगत संचरण सुनिश्चित करने में महत्वपूर्ण साधन रहे।

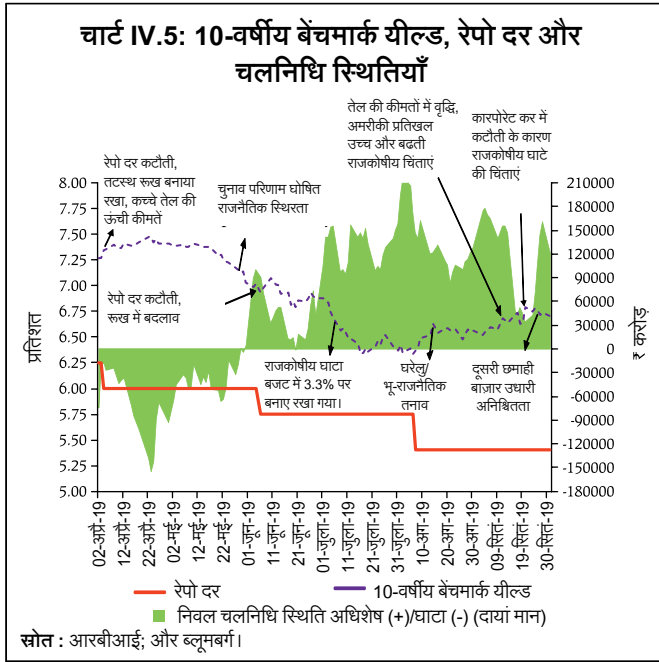
#### IV.1.2 सरकारी प्रतिभूति (जी-सेक) बाजार

सन 2018-19 की चौथी तिमाही के दौरान हुई सकारात्मक गतिविधियों, यथा- मौद्रिक नीति में ढील और नीतिगत रुख को जांची-परखी सख्ती से बदलकर निरपेक्ष बनाने; टिकाऊ चलनिधि का प्रवाह; स्वैच्छिक प्रतिधारण मार्ग की घोषणा (वीआरआर); मुद्रास्फीति की लगातार हितकारी स्थितियों से संकेत लेते हुए, 2019-20 की पहली तिमाही में सरकारी प्रतिभूति के प्रतिफलों के कारोबार में नरमी रही। हालांकि प्रतिफलों में नरमी अल्पकालिक थी और उनमें अप्रैल 2019 से आंशिक रूप से तेजी आरंभ हो गई क्योंकि (i) नीतिगत रुख में वैसा कोई बदलाव नहीं हुआ जैसा बाजार सहभागियों को उम्मीद थी (ii) अमेरिका द्वारा ईरान से आयात पर रोक लगाने और लीबिया व वेनेजुएला में आपूर्ति बाधित होने के बाद कच्चे तेल की कीमतों में तेजी बनी रही; और (iii) भारतीय रुपये (आईएनआर)का मूल्यहास हुआ। इसके परिणामस्वरूप, यूएस डॉलर क्रय/ विक्रय स्वैप के माध्यम से टिकाऊ चलनिधि को प्रवाहित करने के बावजूद, बेंचमार्क प्रतिफल में अप्रैल 2019 में 6 बीपीएस की मजबूती रही।

बढ़ते व्यापार तनावों के बीच व राजनैतिक स्थिरता संबंधी संकेतों से युक्त चुनाव परिणामों की संभावना के मद्देनजर मई में प्रतिफलों में 38 बीपीएस की नरमी रही। इसे, खुला बाजार परिचालन (ओएमओ) खरीदियों के माध्यम से चलनिधि के प्रवाहित किए जाने और कच्चे तेल की कीमतें कम रहने का लाभ मिला। नरमी का यह रुझान जून तक जारी रहा और इस माह बेंचमार्क प्रतिफल में 15 बीपीएस की गिरावट रही क्योंकि नीतिगत दरों में आगे और कटौती, नीतिगत रुखों में बदलाव और आरबीआई द्वारा लगातार ओएमओ खरीदियों से बाजार मनोभाव में उछाल आ गया था।

प्रतिफलों में नरमी दूसरी तिमाही तक भी जारी रही जबकि लिखतों की अत्यधिक आपूर्ति के डर से बाजार का रुख अशांत था। वास्तव में, सरकारी प्रतिभूतियों पर प्रतिलाभ जुलाई 2019 तक अस्थिर रहा। तथापि, राजकोषीय घाटा जीडीपी का 3.3 प्रतिशत तक रहना और अन्तरिम बजट के समक्ष उधारी की अपरिवर्तित मात्रा जैसी सकारात्मक बजट घोषणाओं से बाजार को उछाल मिला। यह ऋण बाजार में विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों (एफपीआई) द्वारा नवीकृत खरीदारी में भी परिलक्षित होता है। इसके अलावा, मुद्रास्फीति में हितकारी स्थिति के संकेतों ने आगे और दर कटौती की उम्मीदों को बढ़ा दिया। इन सभी कारकों के परिणामस्वरूप, जुलाई के दौरान बेंचमार्क प्रतिफल में 50 बीपीएस की और भी कमी आई तथा यह 16 जुलाई 2019 को 6.33 प्रतिशत के निचले स्तर तक चला गया, जो 2019-20 की पहली छमाही में न्यूनतम स्तर था। एमपीसी द्वारा अपेक्षा से अधिक 35 बीपीएस की दर कटौती, एपीआई पर सरचार्ज लगाने के निर्णय की वापसी, आरबीआई द्वारा उम्मीद से अधिक अधिशेष का अंतरण जैसी सकारात्मक गतिविधियों के बावजूद, प्रोत्साहन की प्रत्याशा से होनेवाली राजकोषीय गिरावट एवं घरेलू/भू-राजनैतिक तनावों की चिंता



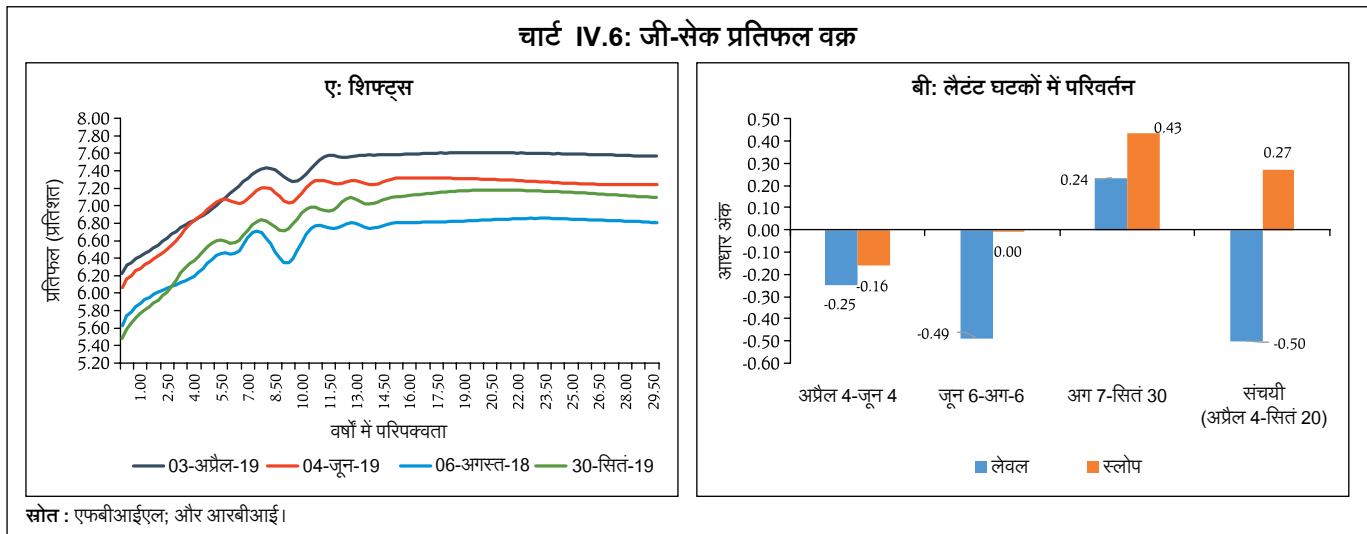


के कारण सरकारी प्रतिभूति बाजार अगस्त में चौकस रहा। तदनुसार अगस्त 2019 में बेंचमार्क प्रतिफल में 19 बीपीएस की तेजी रही जिससे पूर्ववर्ती लाभ कम हो गया (चार्ट IV.5)।

बेंचमार्क प्रतिफल का तेजी की ओर झुकाव सितंबर में भी जारी रहा जिसके निम्न कारण थे (i) सऊदी तेल रिफाइनरियों पर हमलों के बाद कच्चे तेल की कीमतों में बढ़ोतरी (ii) राजकोषीय चिंताओं का बने रहना; और (iii) यूएस बॉन्ड प्रतिफलों में वृद्धि के कारण ओवरनाइट इन्डेक्स्ड स्वैप (ओईएस) दरों में तेजी। इसके बाद सऊदी अधिकारियों द्वारा दिए गए सामान्य बहाली के आश्वासनों से

कुछ हद तक बाजार की आशंकाएं खत्म हुईं और उसके बाद कच्चे तेल की कीमतों में नरमी आई। इसके अलावा, राज्यों के स्वामित्व वाले बैंकों द्वारा बड़ी मात्रा में की गई खरीदी की सहायता, आगे भी दर-कटौती की बाजार को उम्मीद और गिल्ट्स में विदेशी निवेश की सीमा में ढील से सितंबर के अंत तक प्रतिफल और नरम हो गया। समग्र तौर पर, 2019-20 की पहली छमाही के दौरान, बेंचमार्क प्रतिफल 65 बीपीएस नरम होकर, 30 सितंबर, 2019 को 6.70 प्रतिशत पर पहुंच गया।

प्रतिफल वक्र, जिसके स्तर में 2019-20 की पहली छमाही में परिवर्तन हुआ था, का वर्णन उसके स्तर तथा ढलान के आधार पर किया गया है (चार्ट IV.6ए)<sup>3</sup>। अप्रैल माह में मौद्रिक नीति घोषणा के बाद, प्रतिफल के औसत स्तर में 50 आधार अंकों की नरमी आई है, जो इन बिन्दुओं द्वारा संचालित हुई : i) मौद्रिक नीति के रुख में बदलाव के साथ, नीति में 85 बीपीएस की संचयी नरमी; (ii) ओएमओ और विदेशी मुद्रा खरीद / बिक्री के माध्यम से चलनिधि डालते हुए अधिशेष चलनिधि की स्थिति पैदा करना; (iii) एनबीएफसी को सतत आधार पर चलनिधि सहायता के उपाय करना; और (iv) सौम्य घरेलू मुद्रास्फीति स्थिति। लेकिन अगस्त माह में नीति की घोषणा के बाद से ही (30 सितंबर, 2019 तक), इसका औसत स्तर 24 आधार अंक बढ़कर और मजबूत हो गया और प्रतिफल वक्र भी और अधिक तीक्ष्ण हो गया, जो अन्य बातों के साथ-साथ, सरकार द्वारा कारपोरेट कर की दरों में कटौती की घोषणा के बाद सरकारी राजस्व में भारी गिरावट, कच्चे तेल की आपूर्ति में बाधाओं और कतिपय ईएमई में

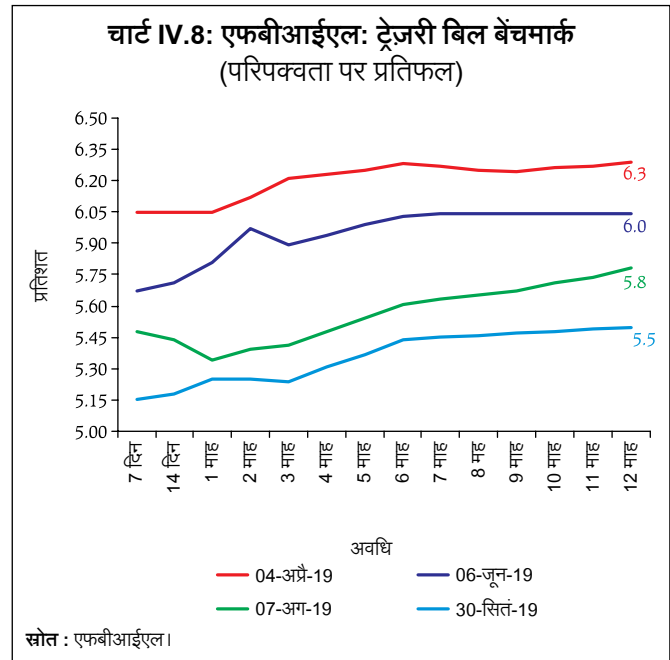


<sup>3</sup> जहां यह स्तर समस्त परिपक्वताओं में सभी अर्जन का औसत है, वहीं उसमें ढलान को दीर्घावधि एवं अल्पावधि परिपक्वता के बीच अर्जन में अंतर(अवधि स्प्रेड) द्वारा प्रदर्शित किया गया है।

अत्यधिक बढ़ती हुई भू-राजनैतिक अनिश्चितताओं/वित्तीय बाजारों में खलबली की आशंकाओं को प्रकट करता है (चार्ट IV.6बी)।

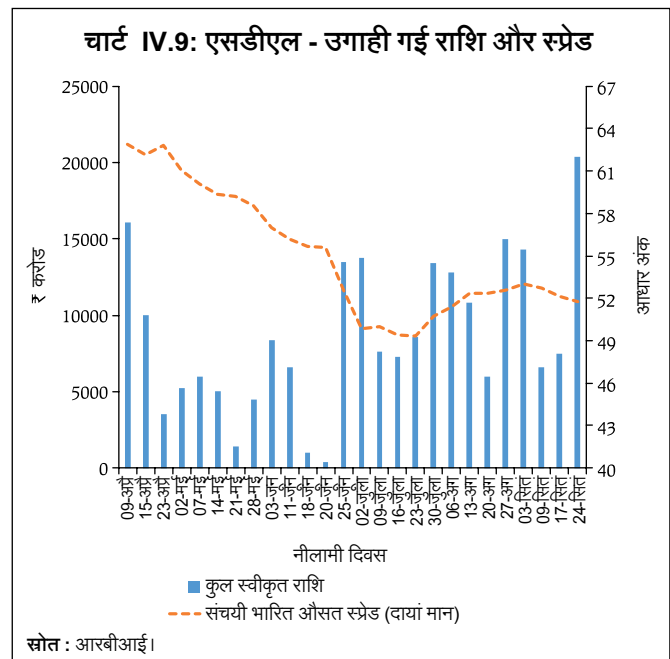
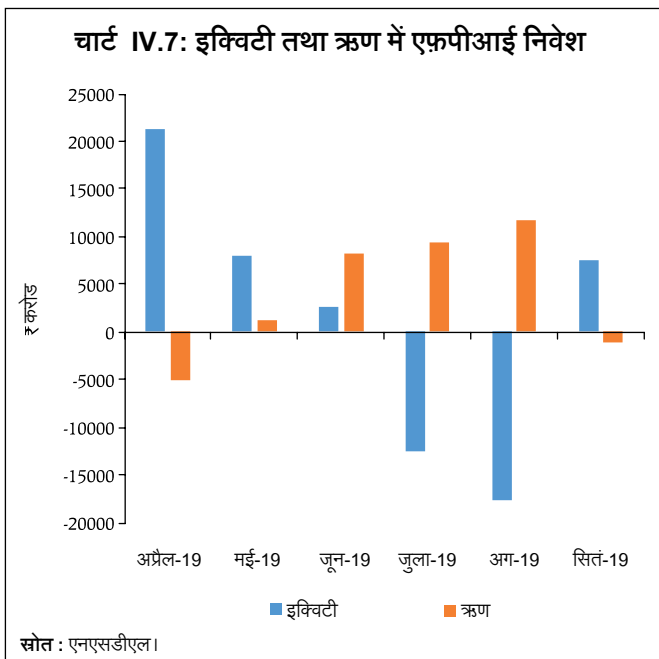
वीआरआर की शुरुआत तथा सरकारी प्रतिभूतियों में बढ़ी हुई निवेश सीमा से, 2019-20 के आरंभ में ऋण लिखतों में विदेशी निवेशकों की रुचि बढ़ी। अनुकूल मुद्रास्फीति संकेतों के साथ-साथ राजनैतिक स्थिरता से, निवेशकों की रुचि में तेजी आई। 2019-20 की पहली छमाही के दौरान सरकारी-प्रतिभूति बाजार में विदेशी संविभाग निवेशक (एफपीआई) निवल खरीदार रहे, तथापि, भू-राजनैतिक तनावों तथा सुस्त आर्थिक परिदृश्य के कारण सितंबर में वे निवल बिकवाल बन गए (चार्ट IV.7)। प्राथमिक क्षेत्र में, अल्पावधि में, बेंचमार्क प्रतिफल का अनुसरण करते हुए, खजाना-बिल प्रतिफल 2019-20 की पहली छमाही के दौरान नरम पड़े (चार्ट IV.8)।

दीर्घावधि में, 2019-20 की पहली छमाही के दौरान भारत सरकार के निर्गमों की फ्रंट-लोडिंग के विपरीत, राज्य विकास ऋणों (एसडीएल) के निर्गमों में नरमी आई। एसडीएल का भारित औसत संचयी स्प्रेड का कट-ऑफ 2019-20 की पहली छमाही में (30 सितंबर की स्थिति के अनुसार) संबन्धित अवधि के जी-सेक ले लिए 52 आधार अंक रहा, जबकि 2018-19 की पहली छमाही में इसी अवधि के लिए यह 54 आधार अंक था (चार्ट IV.9)। 2019-20 की पहली छमाही के दौरान 10-वर्ष अवधि की प्रतिभूतियों का औसत अंतर-राज्य स्प्रेड 4 आधार अंक था जो 2018-19 की पहली छमाही में दर्ज किए गए स्तर के समान ही बना हुआ था।

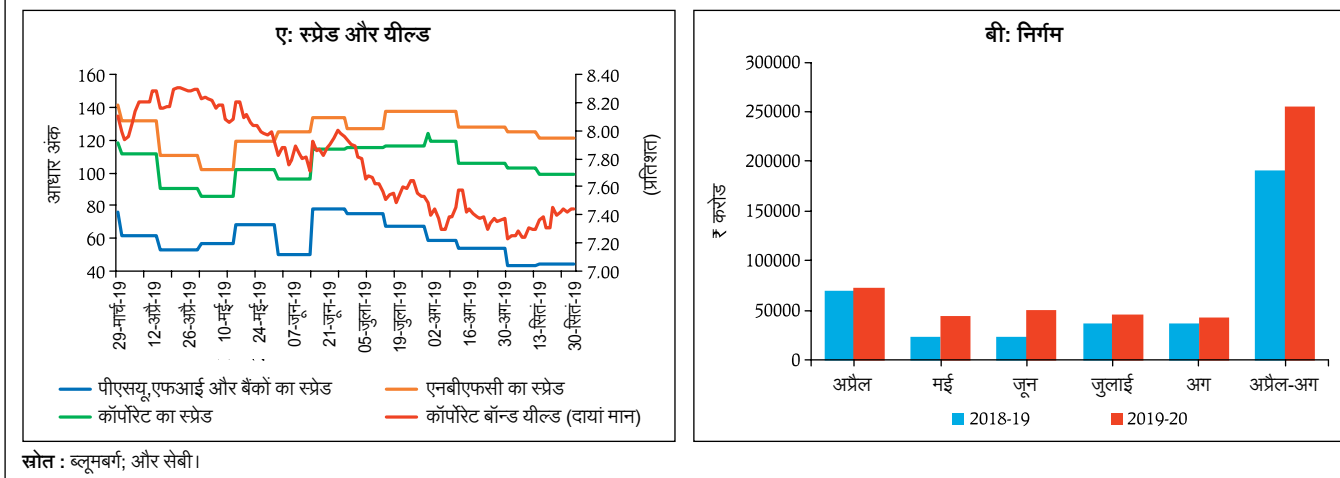


**IV.1.3 कारपोरेट बॉण्ड बाजार**

कारपोरेट बॉण्ड से होने वाले प्रतिलाभ 2019-20 की पहली छमाही के दौरान तेजी से शिथिल हुए। यह काफी हद तक सरकारी प्रतिभूतियों के प्रतिलाभ का अनुसरण था जिससे नीतिगत रेपो दर में की गई कटौतियों के प्रसारण का पता चलता है (चार्ट IV.10 ए)। इस अवधि के दौरान 5 वर्षीय-एएए कारपोरेट बॉण्ड से होने वाले प्रतिलाभ 66 आधार अंक कम हुए और मार्च 2019 के अंत में 8.10 प्रतिशत से गिरकर सितंबर 2019 अंत में 7.44 प्रतिशत हो गए। इसका कारण



**चार्ट IV.10: कॉर्पोरेट बॉन्ड**



संचयी नीति दर में 85 आधार अंकों की कटौती रहा (वर्तमान सहजता चक्र के दौरान फरवरी 2019 में की गई कटौती इसमें शामिल नहीं है)। इसके अलावा, सहज चलनिधि स्थितियों के कारण भी जोखिम प्रीमिया में कमी हुई है। उदाहरण के तौर पर, सरकारी क्षेत्र में उपक्रमों, वित्तीय संस्थाओं तथा बैंकों, एनबीएफसी और कारपोरेट्स द्वारा जारी बॉण्डों पर (5 वर्षीय सरकारी प्रतिभूति की तुलना में 5 वर्षीय-एए कारपोरेट बॉण्ड) प्रतिलाभ स्प्रेड में इस अवधि के दौरान क्रमशः 32 आधार अंक, 20 आधार अंक और 19 आधार अंक की गिरावट रही। भारतीय स्टेट बैंक और आईसीआईसीआई बैंक के 5-वर्षीय क्रेडिट डिफॉल्ट स्वैप – जो ऋण चूक जोखिम दर्शाते हैं- में भी क्रमशः 23 आधार अंकों और 21 आधार अंकों की गिरावट रही।

प्राथमिक बाजार में कारपोरेट बॉण्डों के निर्गम के माध्यम से संसाधन जुटाने का कार्य अप्रैल-अगस्त 2019 के दौरान तेजी से 34.4 प्रतिशत बढ़कर ₹2.6 लाख करोड़ हो गया जो कि 1 वर्ष पहले ₹1.9 लाख करोड़ था (चार्ट IV.10 बी)। कारपोरेट बॉण्ड बाजार में लगभग समस्त संसाधन संग्रहण (97.3 प्रतिशत) निजी प्लेसमेंट मार्ग से होना जारी रहा। कारपोरेट बॉण्डों में एफपीआई द्वारा किया जाने वाला निवेश मार्च 2019 के अंत के ₹2.19 लाख करोड़ से घटकर सितंबर 2019 अंत को ₹2.03 लाख करोड़ पर आ गया। इसके परिणामस्वरूप कारपोरेट बॉण्डों में निवेश के लिए एफपीआई की अनुमोदित सीमा का उपयोग सितंबर 2019 अंत को कम होकर 64.0 प्रतिशत पर आ गया जबकि मार्च 2019 के अंत में यह 75.9 प्रतिशत था। 2019-20 की पहली छमाही के दौरान (27 सितंबर, 2019 के अंत तक), कारपोरेट बॉण्ड बाजार का औसत दैनिक

टर्नओवर बढ़कर ₹ 8,261 करोड़ हो गया जबकि 2018-19 की पहली छमाही के दौरान यह ₹7,131 करोड़ था।

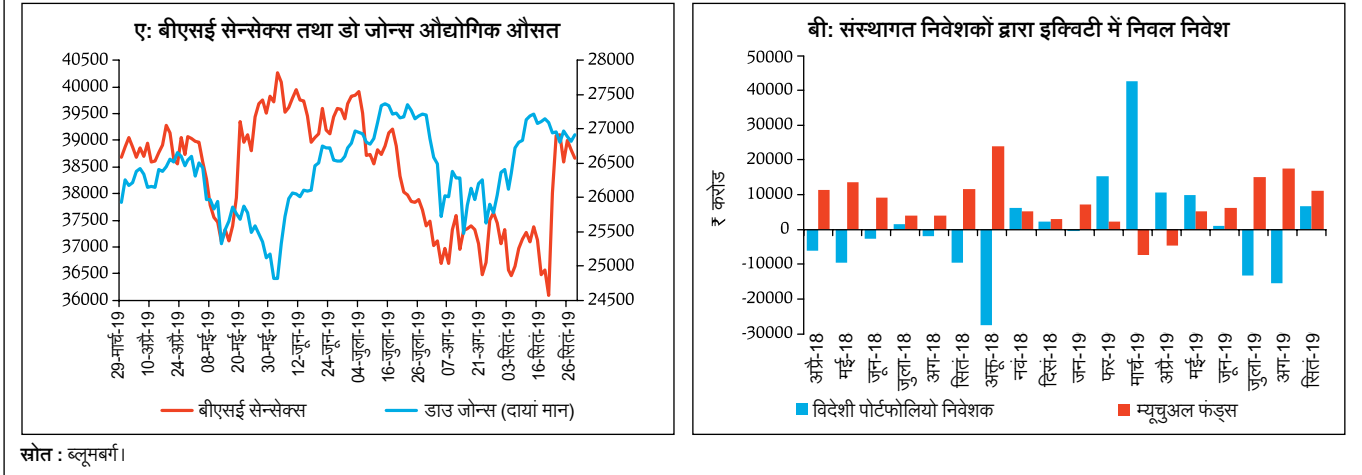
#### IV.1.4 इक्विटी बाजार

2019 के आम चुनावों के तत्काल बाद इक्विटी बाजारों ने रिकार्ड खड़े कर दिए। इसके पश्चात घरेलू और वैश्विक कारकों के संयोग से 2019-20 की दूसरी तिमाही में इनमें संशोधन हुए जिसने बाजार के मनोभाव को शिथिल कर दिया और यह वर्षारंभ में रहे उसी स्तर के करीब वापस आ गया (चार्ट IV.11 ए)।

कारपोरेट अर्जनों के परिणाम कमजोर रहने के बावजूद, बीएसई सेन्सेक्स ने निरंतर एफपीआई अंतर्वाहों, रिजर्व बैंक द्वारा नीतिगत रेपो दर में कटौती और सकारात्मक वैश्विक संकेतों की मदद से अप्रैल 2019 में हल्की बढ़त हासिल की। मई 2019 के आरंभ में बाजारों में तेज गिरावट का दौर रहा क्योंकि यूएस और चीन के बीच व्यापारिक तनाव बढ़ गए थे। हालांकि इसी माह में आगे चलकर स्थायी सरकार की संभावनाओं और रिजर्व बैंक द्वारा मौद्रिक नीति में और अधिक ढील दिए जाने के अनुमानों के कारण निवेशकों के मनोभाव सकारात्मक हो गए।

बाजार के उल्लास ने बीएसई सेन्सेक्स को 3 जून 2019 को 40268 की रिकार्ड ऊँचाई पर पहुँचा दिया लेकिन यह दौर अस्थायी ही रहा क्योंकि एक आवासीय वित्त कंपनी द्वारा चूक करने के कारण एनबीएफसी क्षेत्र में चलनिधि की चिंता पैदा होने के बाद बाजार में मंदड़िया मनोभाव पैदा हो गया। बजट के कुछ प्रस्तावों यथा (i) अत्यधिक धनाड्यों पर टैक्स; (ii) वापसी खरीद पर टैक्स; और (iii)

**चार्ट IV.11: स्टॉक बाजार सूचकांक और निवेश**



सूचीबद्ध कंपनियों में न्यूनतम सार्वजनिक शेयरधारिता में बढ़ोतरी की अपेक्षा में यह गिरावट जुलाई में और भी बढ़ गई। वैश्विक इक्विटी बाजारों से नकारात्मक संकेतों, सरकारी क्षेत्र के एक बैंक में उधारियों की धोखाधड़ी की रिपोर्ट मिलने, 2019-20 की पहली तिमाही में कारपोरेट उपार्जन में कमी की चिंताओं, मानसून की धीमी प्रगति और गैर-कारपोरेट के रूप में पंजीकृत विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों पर टैक्स सरचार्ज की प्रस्तावित बढ़ोतरी के कारण एफपीआई के निरंतर बहिर्वाह ने इस गिरावट को जुलाई 2019 में और भी बढ़ा दिया।

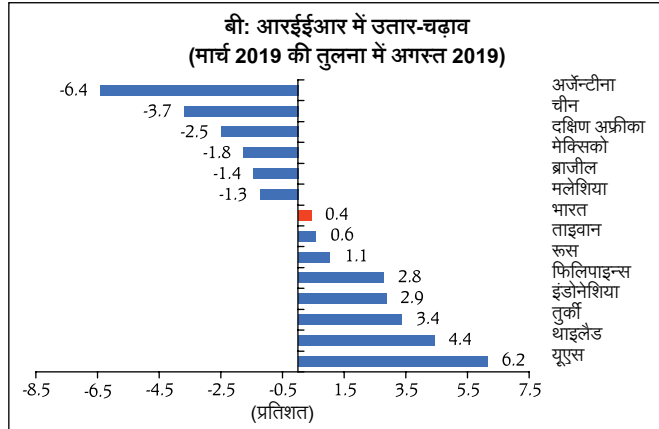
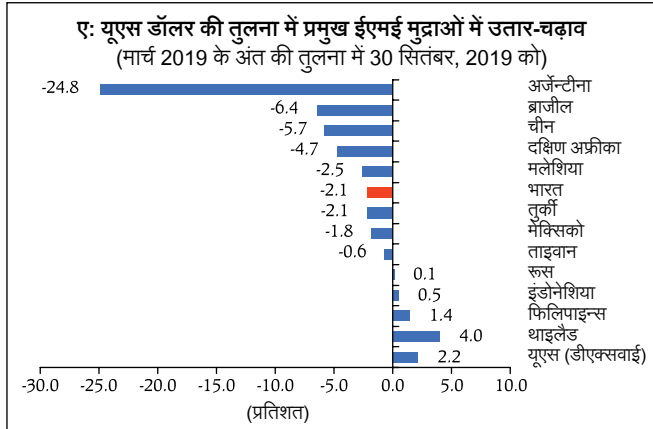
अगस्त 2019 में इक्विटी बाजार में मामूली गिरावट हुई। प्रतिकूल घरेलू गतिविधियों यथा 2019-20 की पहली तिमाही के लिए मंद कॉर्पोरेट अर्जन परिणाम, निरुत्साही औद्योगिक क्रियाकलाप और ऑटो बिक्री, और नकारात्मक वैश्विक संकेतों – अर्थात हांगकांग में राजनीतिक अशांति, अर्जेंटीना में ऋण चुकौती में चूक और अमरीका-चीन व्यापारिक वार्ताओं में अनिश्चय ने सरकार के उपायों यथा एफपीआई पर सुपर रिच टैक्स को वापस लेने, सरकारी क्षेत्र के बैंकों के पुनर्पूजीकरण की फ्रंटलोडिंग और मोटर-वाहनों के पंजीकरण शुल्क में बढ़ोतरी के स्थगन के सकारात्मक प्रभाव को पूरी तरह से निष्प्रभावी कर दिया। हालांकि कॉर्पोरेट टैक्स दर में कटौती से प्रेरित होकर बीएसई सेन्सेक्स में 20 सितंबर को लगभग 5 प्रतिशत का उछाल आया जो पूरे दशक में उछाल का सबसे बड़ा दौर था। बाद में, घरेलू बैंकिंग क्षेत्र की सेहत की चिंताओं और यूएस में राजनीति अनिश्चितता के कारण बीएसई में गिरावट आयी। समग्र तौर पर, बीएसई ने सितंबर 2019 के दौरान 3.6 प्रतिशत की बढ़ोतरी दर्ज की।

यद्यपि इक्विटी बाजार में एफपीआई ने 605 करोड़ रुपये की निवल बिक्री की, तथापि घरेलू संस्थागत निवेशकों खासकर, म्यूचुअल फंडों ने 2019-20 की पहली छमाही के दौरान ₹50,316 करोड़ की भारी खरीद की (चार्ट IV.11बी)। इक्विटी बाजार के प्राथमिक खंड में, इक्विटी के सार्वजनिक निर्गमों (आरंभिक सार्वजनिक प्रस्ताव और अधिकार निर्गम) के माध्यम से संसाधन जुटाने में अप्रैल-अगस्त 2019 के दौरान ₹ 59,618 करोड़ की लगभग 5 गुना बढ़ोतरी हुई, जबकि विगत वर्ष की इसी अवधि में ₹12,028 करोड़ रुपये जुटाए गए थे।

**IV.1.5 विदेशी मुद्रा बाजार**

अप्रैल, 2019 के बाद से, भारतीय रुपये का मूल्य अपने निचले स्तर पर गिरकर 03 सितम्बर 2019 को ₹72.19 प्रति अमेरिकी डालर(संदर्भ दर) पर पहुंच गया। भारतीय रुपये में गिरावट कई ईएमई मुद्राओं के साथ अमेरिकी डॉलर के गिरावट के अनुरूप थी, जिसे अगस्त और सितम्बर में बतलाया गया था। समग्र रूप से अप्रैल-सितम्बर 2019 में भारतीय रुपये में गिरावट, अमेरिका-चीन के बढ़ते व्यापार तनावों और वैश्विक विकास में वृद्धि की चिंता के कारण निवेशकों के बढ़ते जोखिम से प्रभावित होने, एफपीआई द्वारा इक्विटी बेच देने और अमेरिकी डालर के मजबूत होने की वजह से हुई। मार्च 2019 के अंत की स्थिति के सापेक्ष 30 सितम्बर 2019 को अमेरिकी डालर की तुलना में भारतीय रुपये का मूल्य 2.1 प्रतिशत कम हुआ, जबकि इसके समकक्ष ईएमई मुद्राओं यथा मलेशिया के रिंगिट, दक्षिण अफ्रीका के रांड, चीन के युआन और

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



टिप्पणी : मूल्यहास (-) / मूल्यवृद्धि (+)  
 स्रोत : आरबीआई; एफबीआईएल; आईएमएफ; ब्लूमबर्ग; थॉमसन रूटर्स; और बीआईएस

ब्राजील के रियाल में हुए मूल्यहास की तुलना में यह गिरावट मामूली थी (चार्ट VI.12ए)।

36-मुद्रा और 6-मुद्रा सांकेतिक प्रभावी विनिमय दर (एनईईआर) के संदर्भ में मार्च (औसत) 2019 के समक्ष भारतीय रुपये में क्रमशः 0.4 प्रतिशत और 1.1 प्रतिशत की मजबूती आयी। भारतीय रुपये में दोनों 36-मुद्रा और 6-मुद्रा वास्तविक प्रभावी विनिमय दर (आरईईआर) में इसी अवधि के दौरान मजबूती आयी (सारणी IV.2)।

ताइवान डालर, रूसी रूबल, फिलीपीन पेसो, इंडोनेशियन रुपिया, तुर्की लीरा और थाई बाट की तुलना में मार्च और अगस्त 2019 में भारतीय आरईईआर में मामूली मजबूती आयी (चार्ट IV.12 बी)।

**V.1.6 क्रेडिट बाजार**

क्रेडिट बाजार में, वर्ष के दौरान (सितम्बर के मध्य तक) कोई क्रेडिट मांग नहीं थी। इस प्रकार, धीमी गति और प्रतिकूल आधार प्रभावों - दोनों से खाद्येतर क्रेडिट वृद्धि में कमी आई (चार्ट IV.13)। 2019-20 की पहली तिमाही के दौरान क्रेडिट में सामयिक गिरावट पिछले वर्ष की इसी तिमाही की तुलना में ज्यादा थी। पिछले दो वर्षों की इसी तिमाही की तुलना में दूसरी तिमाही में (सितम्बर के मध्य तक) क्रेडिट नियंत्रित रही।

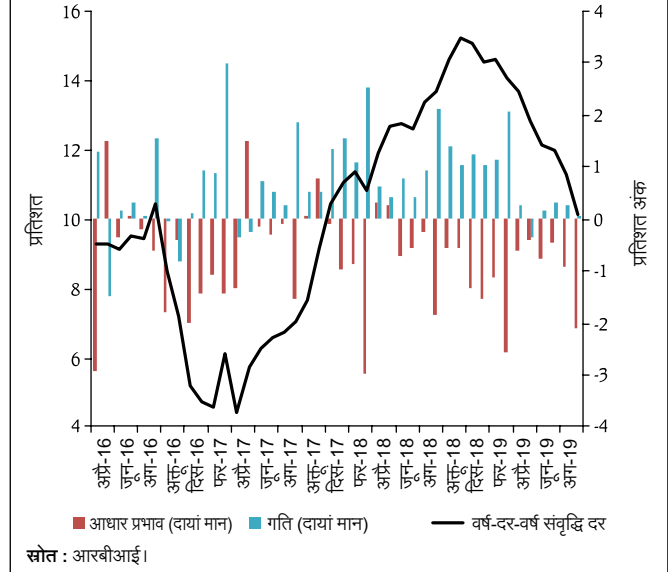
**सारणी IV.2: सांकेतिक तथा वास्तविक प्रभावी विनिमय दरें- व्यापार-आधारित भार**

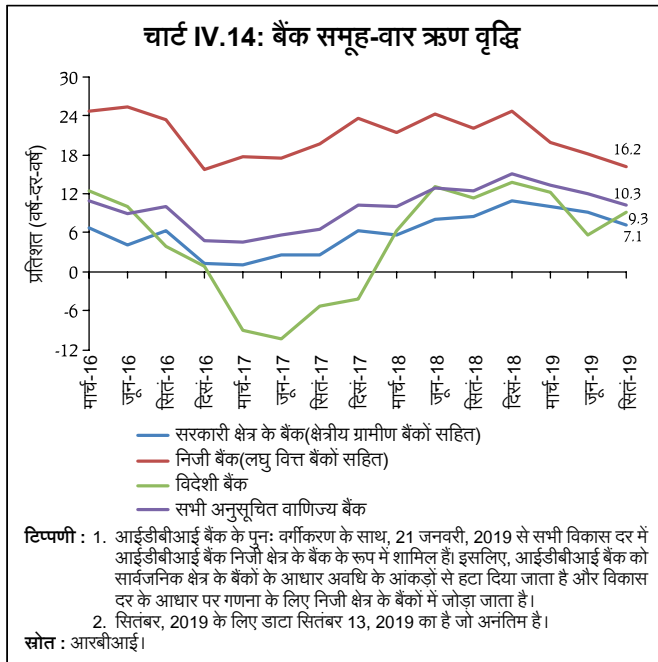
(आधार : 2004-05=100)

मद	सूचकांक : सितंबर, 2019 (पी)	वृद्धि (+) / कमी (-) (प्रतिशत)	
		मार्च 2019 की तुलना में सितंबर, 2019 को	मार्च 2018 की तुलना में मार्च 2019 को
36-करेंसी आरईईआर	116.7	1.3	-1.2
36-करेंसी एनईईआर	73.9	0.4	-1.7
6- करेंसी आरईईआर	126.6	2.7	-0.9
6- करेंसी एनईईआर	64.6	1.1	-1.9
₹/यूएस\$	70.69	-1.7	-6.4

पी: अनतिम।  
 स्रोत: आरबीआई; और एफबीआईएल।

**चार्ट IV.13 एससीबीज की गैर- खाद्य ऋण संवृद्धि (मासिक औसत)**





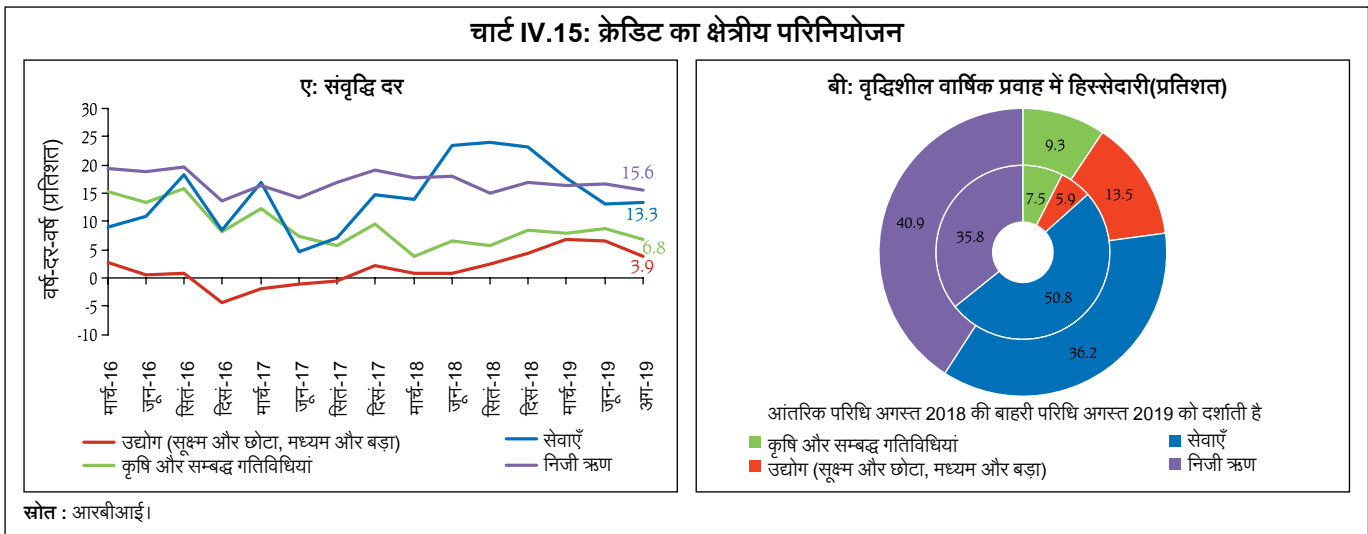
सरकारी और निजी क्षेत्र के बैंकों द्वारा दिए गए क्रेडिट में वृद्धि सुस्त रही जबकि विदेशी बैंकों की क्रेडिट वृद्धि में हाल की अवधि में कुछ बढ़त के बावजूद, स्थिति साधारण बनी रही (चार्ट IV.14)।

कृषि क्रेडिट वृद्धि और व्यक्तिगत ऋण पिछले एक साल में मोटे तौर पर अपरिवर्तित रहे जबकि औद्योगिक क्रेडिट वृद्धि अगस्त 2018 और अप्रैल 2019 के दौरान लगातार बढ़त के बाद पिछले चार महीने में मंद रही। जनवरी 2019 के दौरान सेवा क्षेत्र में क्रेडिट वृद्धि में तेज गिरावट आई थी (चार्ट IV.15ए)। वर्ष के दौरान (अगस्त

2018 से अगस्त 2019), वृद्धिशील खाद्येतर क्रेडिट प्रवाह में, सेवाएँ और उद्योग क्षेत्रों के बाद व्यक्तिगत ऋणों की सबसे बड़ी हिस्सेदारी रही (चार्ट IV.15बी)। व्यक्तिगत ऋणों के अंतर्गत, क्रेडिट मांग व्यापक तौर पर दो हिस्सों - आवास और क्रेडिट कार्ड बकाया पर केन्द्रित रही। उद्योगों के अंतर्गत, पेय पदार्थ और तंबाकू, रसायन, रबड़ और प्लास्टिक, सीमेंट, इंजीनियरिंग, वाहन, निर्माण और अवसंरचना (ऊर्जा, दूरसंचार और सड़क) की क्रेडिट वृद्धि में तेजी आई।

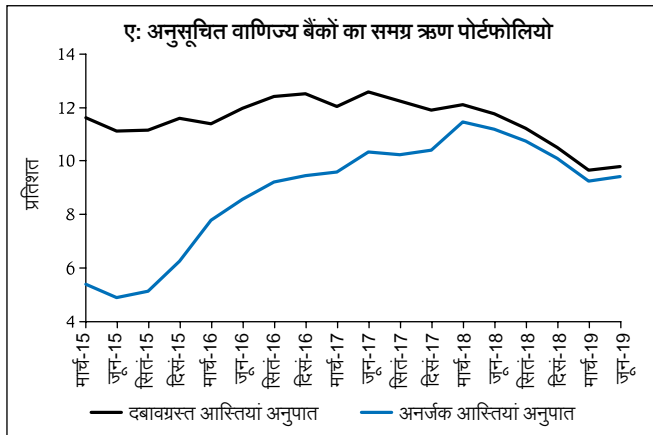
लगातार चार तिमाहियों में गिरावट के बाद, जून 2019 में दवाबग्रस्त आस्तियाँ अनुपात और अनर्जक आस्तियाँ (एनपीए) अनुपात दोनों में मामूली वृद्धि के बाद, क्रेडिट गुणवत्ता और भी खराब हुई (चार्ट IV.16ए)। क्षेत्र-वार विश्लेषण यह संकेत देते हैं कि उद्योग को छोड़कर जून 2019 में सभी क्षेत्रों में एनपीए अनुपात गिरा है (चार्ट IV.16बी)।

बैंक ने 2019-20 (13 सितम्बर तक) में गैर-सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसआरएल) पोर्टफोलियो में अपना निवेश 35,000 करोड़ रुपए तक घटा दिया। तथापि, इसमें 2018-19 की दूसरी छमाही में गिरावट के विपरीत, सीपी के प्रति एक्सपोजर में आंशिक बढ़त हुई। गैर-सांविधिक चलनिधि निवेश और खाद्येतर क्रेडिट- दोनों में गिरावट के साथ, वर्ष के दौरान अब तक समायोजित खाद्येतर क्रेडिट<sup>4</sup> वृद्धि में गिरावट आई (चार्ट IV.17)।

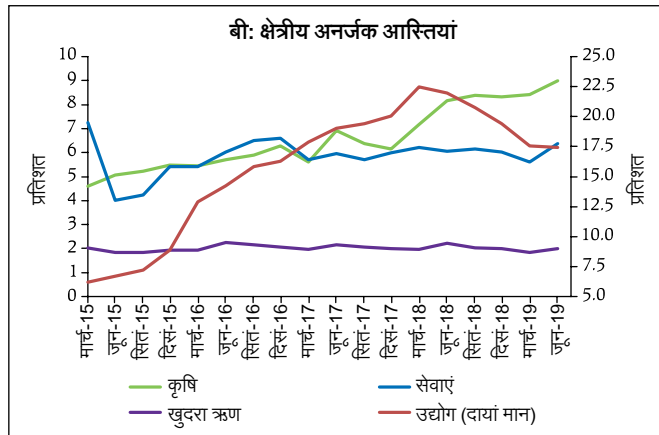


<sup>4</sup> अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों द्वारा विस्तारित खाद्येतर क्रेडिट और वाणिज्यिक पत्र में उनके निवेश के साथ-साथ निजी और सार्वजनिक कॉर्पोरेट क्षेत्र द्वारा जारी किए गए बॉन्ड/ शेयर/ डिबेंचर भी शामिल हैं।

**चार्ट IV.16: दबावग्रस्त आस्तियां और अनर्जक आस्तियां**



स्रोत : आरबीआई।

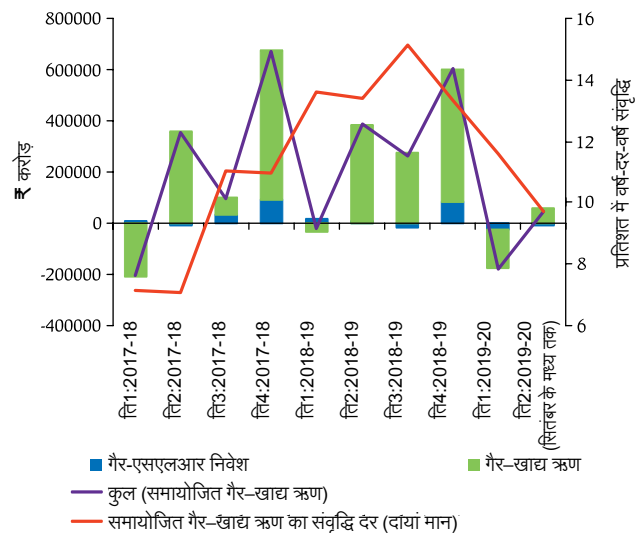


मंद ऋण उठाव और गैर-एसएलआर निवेश में गिरावट के साथ बैंकों ने आरबीआई द्वारा एसएलआर में कटौती के बावजूद अपने एसएलआर पोर्टफोलियो में वृद्धि की है। बैंकों ने मार्च 2019 के अंत के 6.3 प्रतिशत निवल मांग और मीयादी देयताओं (एनडीटीएल) की तुलना में, 30 अगस्त 2019 को निवल मांग और मीयादी देयताओं (एनडीटीएल) का 6.9 प्रतिशत अतिरिक्त एसएलआर रखा (चार्ट IV.18)।

समग्रतः, बैंकों से निधीयन में कमी और गैर-बैंक स्रोतों से कम निधीयन के चलते, वर्ष 2019-20 में वाणिज्यिक क्षेत्र को अब तक

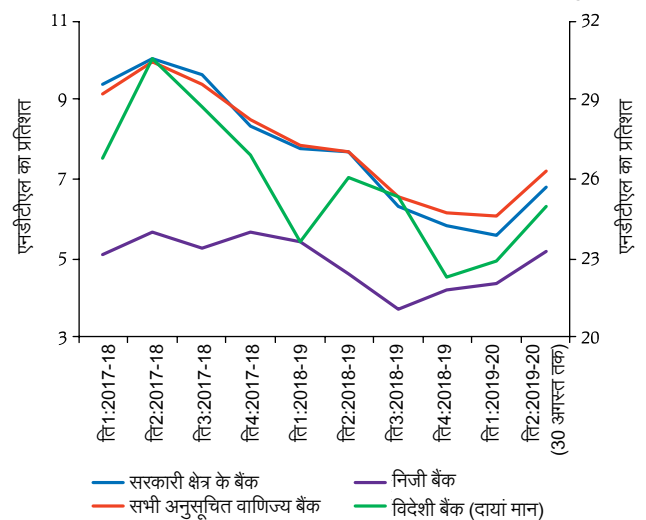
(मध्य सितंबर तक) किया गया कुल वित्तीय प्रवाह पिछले वर्ष की इसी अवधि की तुलना में कम है। निधीयन के घरेलू गैर-बैंक स्रोतों में, इक्विटी के सार्वजनिक निर्गमों और निजी प्लेसमेंट में काफी अधिक वृद्धि हुई। विदेशी स्रोतों में, बाह्य वाणिज्यिक उधारियों और विदेशी प्रत्यक्ष निवेश (एफडीआई) दोनों में तीव्र वृद्धि हुई है (सारणी IV.3)। कारोबारी सुगमता में सुधार करने के लिए जनवरी 2019 में बाह्य वाणिज्यिक उधारियों के लिए विशेषरूप से एक नए फ्रेमवर्क की घोषणा की गई; तदनंतर, जुलाई 2019 में अंतिम उपयोग से संबंधित प्रावधानों को भी युक्तिसंगत बनाया गया।

**चार्ट IV.17: समायोजित गैर-खाद्य ऋण (तिमाही परिवर्तन)**



स्रोत : आरबीआई।

**चार्ट IV.18: बैंकों का अतिरिक्त सांविधिक चलनिधि अनुपात**



**टिप्पणी :** एक तिमाही में बेसी एसएलआर की गणना उस तिमाही के सभी रिपोर्टिंग शुक्रवार के औसत के रूप में की गई है।  
स्रोत : आरबीआई।

## सारणी IV.3 वाणिज्यिक क्षेत्र के लिए निधीयन का प्रवाह

(राशि ₹ बिलियन में)

मद	अप्रैल से मध्य -सितंबर			
	2018-19		2019-20	
	राशि	कुल से प्रतिशत	राशि	कुल से प्रतिशत
<b>ए. बैंकों से प्रवाह, अर्थात्, समायोजित गैर-खाद्य ऋण (ए1+ए2)</b>	<b>1,85,083</b>	<b>25.1</b>	<b>-1,28,760</b>	<b>-141.5</b>
ए1. गैर-खाद्य ऋण	1,65,187	22.4	-93,688	-103.0
ए2. अनुसूचित वाणिज्य बैंकों द्वारा गैर-एसएलआर निवेश	19,896	2.7	-35,072	-38.5
<b>बी. गैर-बैंकों से प्रवाह (बी1+बी2)</b>	<b>5,51,004</b>	<b>74.9</b>	<b>2,19,755</b>	<b>241.5</b>
बी1. घरेलू स्रोत	4,44,696	60.4	13,562	14.9
1. गैर- वित्तीय कंपनियों द्वारा पब्लिक इश्यू *	6,253	0.8	58,326	64.1
2. गैर-वित्तीय कंपनियों द्वारा सकल निजी प्लेसमेंट*	47,379	6.4	62,495	68.7
3. गैर- बैंकों द्वारा सबस्क्राइब किए वाणिज्य पत्रों का निवल निर्गम	2,53,669	34.5	19,118	21.0
4. आवास वित्त कंपनियों द्वारा निवल ऋण\$	52,181	7.1	-6,003	-6.6
5. आरबीआई द्वारा विनियमित 4 एआईएफआई द्वारा कुल अकोमोडेशन*	40,032	5.4	-4,774	-5.2
6. एनबीएफसीज-एनडी-एसआई और जमाराशि लेनेवाले एनबीएफसीज (बैंक ऋण का निवल)\$	41,200	5.6	-1,25,600	-138.0
7. कॉर्पोरेट कर्ज, इन्फ्रास्ट्रक्चर तथा सामाजिक क्षेत्र में एलआईसी का निवल निवेश ^	3,982	0.5	10,000	11.0
बी2. विदेशी स्रोत	1,06,308	14.4	2,06,193	226.6
1. बाह्य वाणिज्यिक उधार / एफसीसीबी *	-653	-0.1	54,073	59.4
2. भारत में विदेशी प्रत्यक्ष निवेश ^	1,06,961	14.5	1,52,119	167.2
<b>सी. बैंकों और गैर-बैंकों से कुल प्रवाह (ए + बी)</b>	<b>7,36,087</b>	<b>100.0</b>	<b>90,995</b>	<b>100.0</b>

\$: जून तक ^: जुलाई तक \*: अगस्त तक

स्रोत: आरबीआई; सेबी; बीएसई; एनएसई; एनएचबी; एलआईसी; और व्यापारी बैंक।

## IV.2 मौद्रिक नीति संचरण

फरवरी 2019 से आरंभ हुए मौद्रिक नीति के सुगमता चक्र से नीतिगत रिपो दर में 110 आधार अंक की संचयी कटौती के प्रति वाणिज्यिक बैंकों की जमा और उधारी दरों की प्रतिक्रिया अब तक धीमी रही है (सारणी IV.4)। जबकि रुपए में दिए गए नए ऋणों पर

भारत औसत उधार दर (डब्ल्यूएलआर) में केवल 29 आधार अंक (फरवरी-अगस्त 2019) की गिरावट आई, इसके विपरीत, इसी अवधि में रुपए में दिए गए बकाया ऋण पर डब्ल्यूएलआर में 7 आधार अंक की वृद्धि हुई। अपर्याप्त संचरण बैंक मियादी जमा दरों में धीमे समायोजन को अनिवार्य रूप से दर्शाता है। यह नियत

## सारणी IV.4: जमा तथा उधार दरों की ओर संचरण

(आधार अंक)

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
फर-मार्च 2019	-25	-1	-2	-5	-3	-24
अप्रैल-मई 2019	-25	-6	0	0	7	13
जून -जुलाई 2019	-25	-4	-4	-15	2	-9
अगस्त-सितंबर 2019	-35	-15	2	-15	1	-9
<b>फरवरी - सितंबर, 2019</b>	<b>-110</b>	<b>-26</b>	<b>-4</b>	<b>-35</b>	<b>7</b>	<b>-29</b>

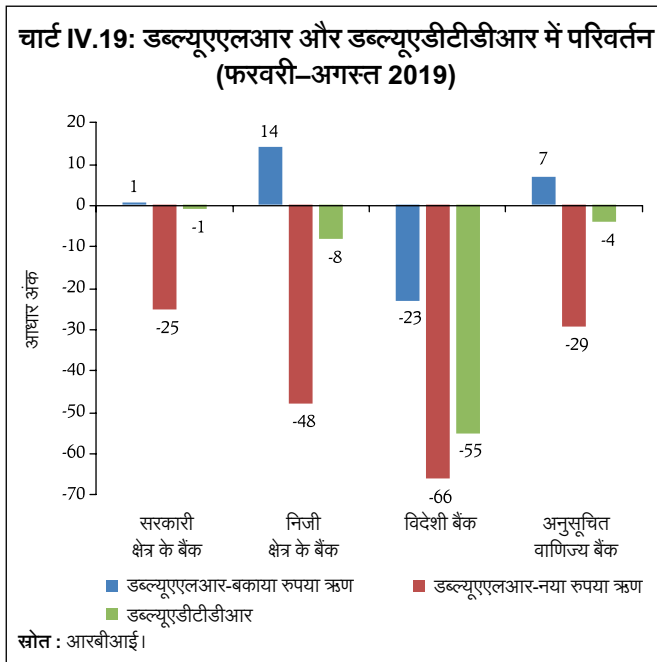
\*: डब्ल्यूएलआर तथा डब्ल्यूएडीटीडीआर पर अद्यतन डाटा अगस्त 2019 से संबंधित है।

डब्ल्यूएडीटीडीआर : भारत औसत घरेलू मियादी जमा दर। डब्ल्यूएलआर : भारत औसत उधार दर।

एमसीएलआर : निधि की सीमांत लागत आधारित उधार दर।

स्रोत: आरबीआई।





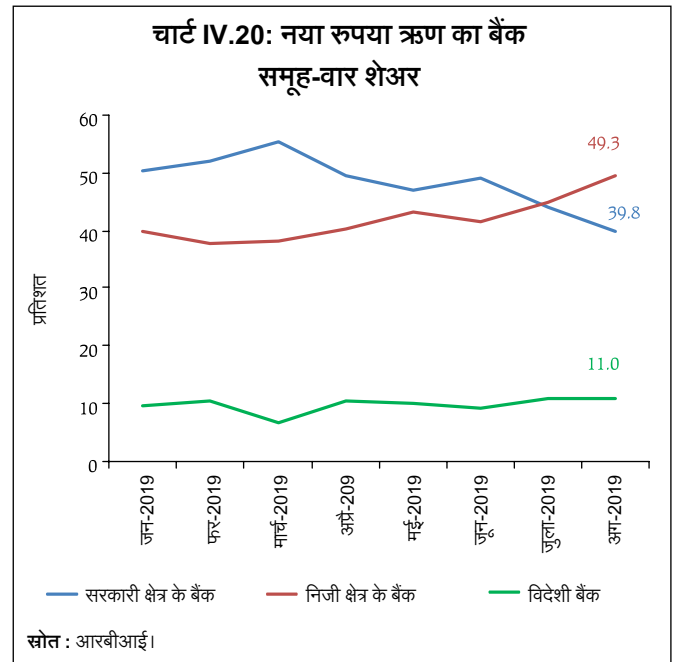
ब्याज दरों पर बैंक जमाओं की दीर्घावधि परिपक्वता प्रोफाइल को दर्शाता है।

फरवरी-अगस्त 2019 के दौरान बैंक समूहों में रुपए में दिए गए नए ऋणों पर डबल्यूएलआर में गिरावट आई। यह गिरावट सबसे ज्यादा विदेशी बैंकों में देखी गई तथा सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों में सबसे कम देखी गई (चार्ट IV.19)।

चूंकि अधिक एनपीए और निम्न पूंजी पर्याप्तता के चलते सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों की उधार देने संबंधी गतिविधि सीमित हो गई, अगस्त 2019 में निजी क्षेत्र के बैंकों द्वारा दिये गए ऋणों का हिस्सा सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों के रुपए में दिए गए नए ऋणों की तुलना में बढ़ गया (चार्ट IV.20)।

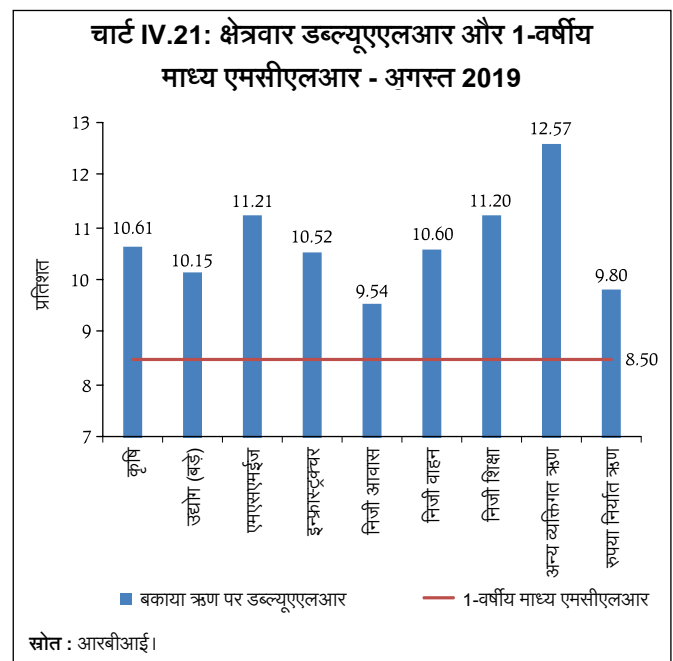
वास्तविक उधारी दरों में निधि आधारित उधार दर की सीमांत लागत (एमसीएलआर) और स्प्रेड शामिल है। बैंकों ने अगस्त 2019 के दौरान आवास ऋणों पर न्यूनतम स्प्रेड (1 वर्ष से अधिक की एमसीएलआर पर रुपए में दिए गए बकाया ऋणों पर डबल्यूएलआर) लगाया जो कि (i) चूक की कम संभावना; (ii) अच्छे संपार्श्विक की उपलब्धता; तथा (iii) एनबीएफसी से प्रतिस्पर्धा को दर्शाता है (चार्ट IV.21)। स्पेक्ट्रम के दूसरी ओर 'अन्य व्यक्तिगत ऋणों' पर लगाया गया स्प्रेड सबसे अधिक था।

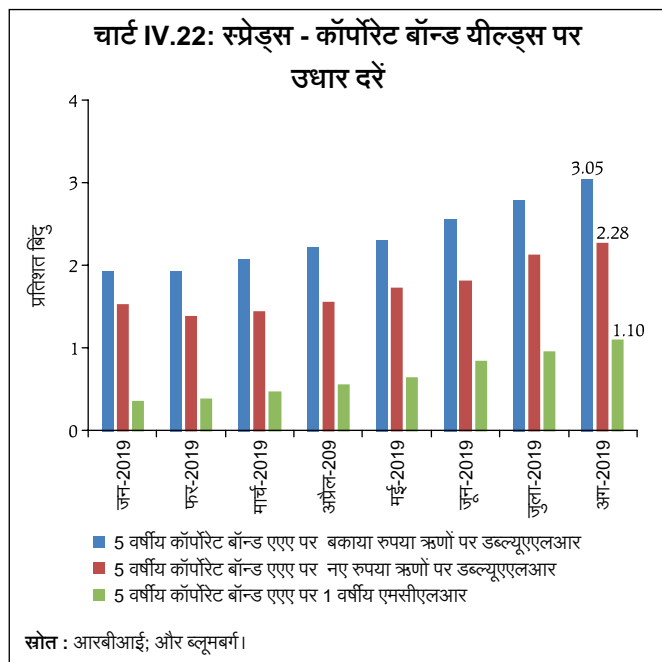
रुपए में दिए गए ऋणों/ रुपया बकाया ऋणों तथा सरकारी प्रतिभूतियों के प्रतिफलों पर एमसीएलआर/डबल्यूएलआर के बीच स्प्रेड



2019 में तेजी से बढ़ गया है जो ऋण बाजार में धीमे संचरण के विपरीत, बॉन्ड बाजार में नीतिगत दर के पूर्ण संचरण को दर्शाता है (चार्ट IV.22)।

मौद्रिक नीति के संचरण को बाधित करने वाले प्रमुख कारकों में से एक भारत सरकार द्वारा निर्धारित अल्प बचत योजनाओं पर नियंत्रित ब्याज दरें हैं। ये नियंत्रित ब्याज दरें समयान्तराल के साथ जी-सेक पर बाजार की ब्याज दरों से जुड़ी हुई हैं तथा इनको तुलनात्मक





परिपक्वताओं के जी-सेक दर के 0-100 आधार अंक से अधिक दरों के अंतर पर तिमाही आधार पर तय किया जाता है। 2019-20 की दूसरी तिमाही के लिए अल्प बचत योजनाओं पर ब्याज दरों को 28 जून 2019 को संशोधित किया गया, जो 1 जुलाई 2019 से

प्रभावी हुई, जिसके द्वारा सभी अल्प बचत योजनाओं (बचत जमा को छोड़कर) की ब्याज दरों में 10 आधार अंक की कटौती की गई। हालांकि, कटौती के बाद भी विभिन्न योजनाओं की अल्प बचत दरें 2019-20 की दूसरी तिमाही में फार्मूला-आधारित ब्याज दरों की तुलना में 18-62 आधार अंक उच्च बनी रहीं। इसके बाद की अवधि (जून-अगस्त 2019) में जी-सेक प्रतिफलों में गिरावट के बावजूद, लघु बचत योजनाओं पर ब्याज दरों को अपरिवर्तित रखने के सरकार के निर्णय से, विभिन्न योजनाओं पर वर्तमान अल्प बचत दरों और 2019-20 की तीसरी तिमाही के लिए फार्मूला-आधारित दरों के बीच का अंतर आगे चलकर 70-110 आधार अंक तक बढ़ गया (सारणी IV.5)।

ऋणों के कीमत निर्धारण की एमसीएलआर प्रणाली में पारदर्शिता की कमी है क्योंकि यह हरेक बैंक का आंतरिक कार्य है और उधारकर्ताओं के पास यह जानने का कोई उपाय नहीं है कि इसे किस प्रकार निर्धारित किया गया है। जहाँ न उधारकर्ताओं को इससे कोई फर्क नहीं पड़ सकता है क्योंकि वे सभी बैंकों की समग्र उधार दरों की तुलना कर सकते हैं और अपने हित में सर्वोत्तम निर्णय ले सकते हैं, वहीं यह मौजूदा उधारकर्ताओं को प्रभावित करती है क्योंकि वे

**सारणी IV.5: अल्प बचत लिखतों पर ब्याज दरें - तीसरी तिमाही : 2019-20**

अल्प बचत योजना	परिपक्वता (वर्ष)	स्प्रेड (प्रतिशत अंक)\$	संगत परिपक्वता का औसत जी-सेक यील्ड (प्रतिशत) (जून 2019 से अगस्त 2019)	फार्मूला- आधारित ब्याज दर(प्रतिशत) (अक्तूबर से दिसंबर 2019 के लिए लागू)	तीसरी तिमाही में सरकार द्वारा घोषित ब्याज दर(प्रतिशत)	अंतर (आधार अंक)
(1)	(2)	(3)	(4)	(5) = (3) + (4)	(6)	(7) = (6)-(5)
जमा बचत	-				4.00	-
सार्वजनिक भविष्य निधि मियादी जमा	15	0.25	6.81	7.06	7.90	84
1 वर्ष	1	0	5.85	5.85	6.90	105
2 वर्ष	2	0	6.01	6.01	6.90	89
3 वर्ष	3	0	6.18	6.18	6.90	72
5 वर्ष	5	0.25	6.50	6.75	7.70	95
पोस्ट ऑफिस आवर्ती जमा खाता	5	0	6.50	6.50	7.20	70
पोस्ट ऑफिस मासिक आय योजना	5	0.25	6.47	6.72	7.60	88
किसान विकास पत्र	113 माह	0	6.81	6.81	7.60	79
एनएससी VIII इश्यु	5	0.25	6.66	6.91	7.90	99
वरिष्ठ नागरिक बचत योजना	5	1.00	6.50	7.50	8.60	110
सुकन्या समृद्धि खाता योजना	21	0.75	6.81	7.56	8.40	84

\$: 16 फरवरी 2016 की भारत सरकार की प्रेस विज्ञप्ति के अनुसार अल्प बचत दरों के निर्धारण के लिए स्प्रेड्स।

टिप्पणी : कंपाउंडिंग फ्रीक्वेंसी अलग-अलग लिखतों में भिन्न होती है।

स्रोत : भारत सरकार; और आरबीआई स्टाफ अनुमान।

उन कारकों को आसानी से नहीं जान सकते हैं जो एमसीएलआर में परिवर्तन करते हैं। इसके अलावा, एमसीएलआर प्रणाली ने प्रभावी संचरण नहीं किया क्योंकि बैंक अपनी जमा ब्याज दरों को समायोजित करने में सुस्त रहे, जिसके फलस्वरूप उनकी उधार दरों पर इसका बोझ पड़ा।

इन चिंताओं के निराकरण के लिए, रिज़र्व बैंक ने एक आंतरिक अध्ययन समूह (अध्यक्ष: डॉ. जनक राज)की सिफ़ारिशों के अनुसरण में यह आदेश दिया कि 01 अक्तूबर, 2019 से सभी वाणिज्यिक बैंकों (क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों को छोड़कर)को सभी नए अस्थिर दर वाले व्यक्तिगत या खुदरा ऋणों और एमएसएमई को दिये गए अस्थिर दर वाले ऋणों को नीतिगत रेपो दर अथवा 3-माह वाले टी-बिल दर या 6-माह वाले ट्रेजरी बिल दर या एफबीआईएल द्वारा तय किए गए बेंचमार्क से लिंक करना होगा। बैंक बेंचमार्क दर के ऊपर अपना लाभांतर चुनने के लिय स्वतंत्र होंगे, बशर्ते ऋण जोखिम प्रीमियम में तभी परिवर्तन होगा जब उधारकर्ता के ऋण आकलन में उल्लेखनीय परिवर्तन होगा, जैसा कि ऋण करार में सहमति हुई है। बाहरी बेंचमार्क पारदर्शी होते हैं क्योंकि वे पब्लिक डोमेन में उपलब्ध होते हैं और इसलिए उधारकर्ता इसे आसानी से देख सकते हैं। बाह्य बेंचमार्क फ्रेमवर्क से संचरण में सुधार होगा क्योंकि बैंकों को निर्दिष्ट बेंचमार्क में परिवर्तन को लागू करना होगा, और इसलिए हरेक तीन महीने में ऋण को रीसेट करते समय उधार की ब्याज दर में तदनुसार परिवर्तन करना होगा।

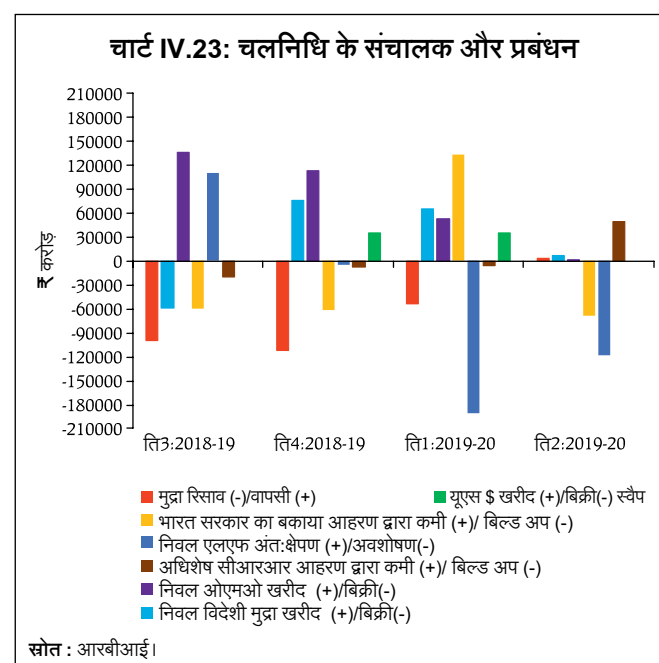
### IV.3 चलनिधि स्थितियां और मौद्रिक नीति की परिचालनगत प्रक्रिया

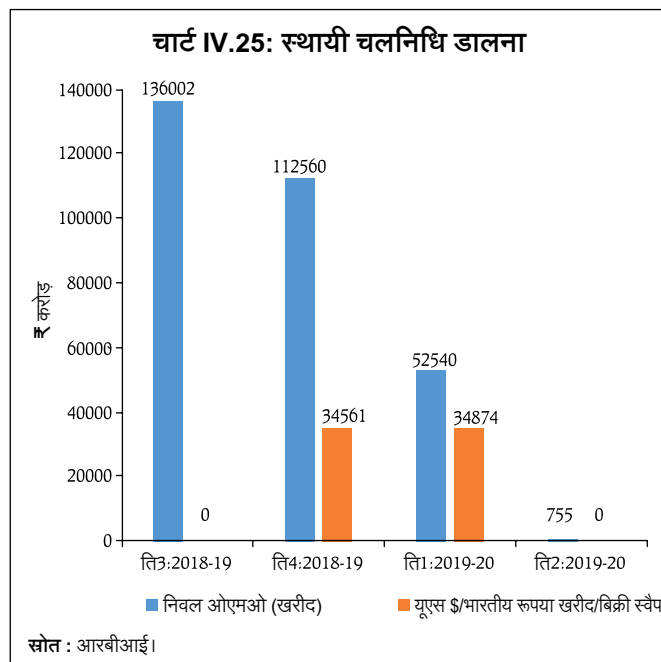
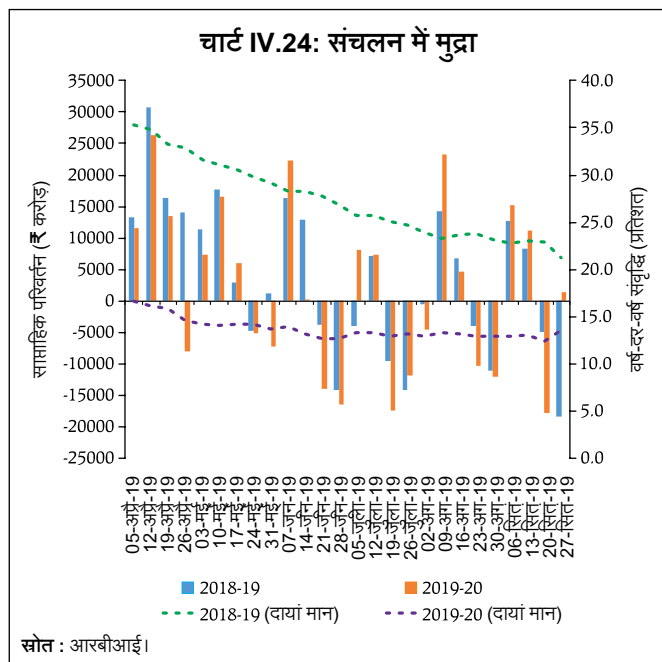
सन 2016 में संशोधित भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम 1934 के अनुसार, मौद्रिक नीति के क्रियान्वयन और उसमें समय-समय पर हुए परिवर्तन, यदि हों, से संबन्धित परिचालनगत प्रक्रिया को रिज़र्व बैंक द्वारा पब्लिक डोमेन में रखा जाएगा। सन 2019-20 की पहली छमाही के दौरान, आरबीआई द्वारा किए गए चलनिधि परिचालन अक्तूबर 2018 और अप्रैल 2019 की मौद्रिक नीति रिपोर्टों में चर्चा किए गए विस्तृत फ्रेमवर्क के अनुसार किए गए थे। नियमित परिचालनों के अलावा, 2019-20 की पहली छमाही के दौरान, आरबीआई ने परिवर्ती दर रेपो और रिवर्स रेपो नीलामियों को और सुकर और बेहतर बनाने की पहल की। नियमित 14-दिवसीय रेपो के माध्यम से 5,09,585 करोड़ रुपए की चलनिधि डाली गई, जबकि ओवरनाईट से लेकर 63-दिवस में परिपक्व होने वाले रिवर्स रेपो के

माध्यम से 93,39,315 करोड़ रुपए की चलनिधि अवशोषित की गई। इसके अलावा, 1 से 3 दिवस में परिपक्व होने वाले परिवर्ती दर रेपो के माध्यम से कुल 47,128 करोड़ रुपए की चलनिधि डाली गई। सन 2019-20 की पहली छमाही के दौरान, आरबीआई द्वारा चार मुक्त बाजार परिचालन (ओएमओ) खरीद नीलामियाँ की गईं और 5 बिलियन यूएस डॉलर का एक खरीद/बिक्री स्वैप किया गया। साथ ही, बैंकों को संरचनात्मक चलनिधि जुटाने के लिए सक्षम बनाने के उद्देश्य से दिसंबर 2018 में घोषित रोडमैप के अनुसार, पहली छमाही के दौरान, एसएलआर को 13 अप्रैल और 6 जुलाई को क्रमशः 25-25 बीपीएस घटाते हुए, कुल 50 बीपीएस घटाकर, बैंकों के एनडीटीएल का 18.75 प्रतिशत कर दिया गया।

#### चलनिधि के संचालक और प्रबंधन

आरबीआई द्वारा किए गए यूएस डॉलर 5 बिलियन खरीद/बिक्री स्वैप सहित विदेशी विनिमय परिचालन और निवल ओएमओ खरीद, 2019-20 की पहली छमाही में चलनिधि को बढ़ाने वाले के प्रमुख चालक रहे, जिसे आरबीआई द्वारा चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) के अंतर्गत परिचालनों के माध्यम से अवशोषित किया गया। यह 2018-19 की दूसरी छमाही की स्थिति के विपरीत है, जब संचलन में मुद्रा (सीआईसी) में वृहद विस्तार के परिणामस्वरूप बैंकिंग प्रणाली से चलनिधि का रिसाव हुआ, जिसे बड़े पैमाने के मुक्त बाजार खरीद परिचालन कर और एलएएफ के अंतर्गत चलनिधि डालकर फिर से भरा गया (चार्ट IV.23)।





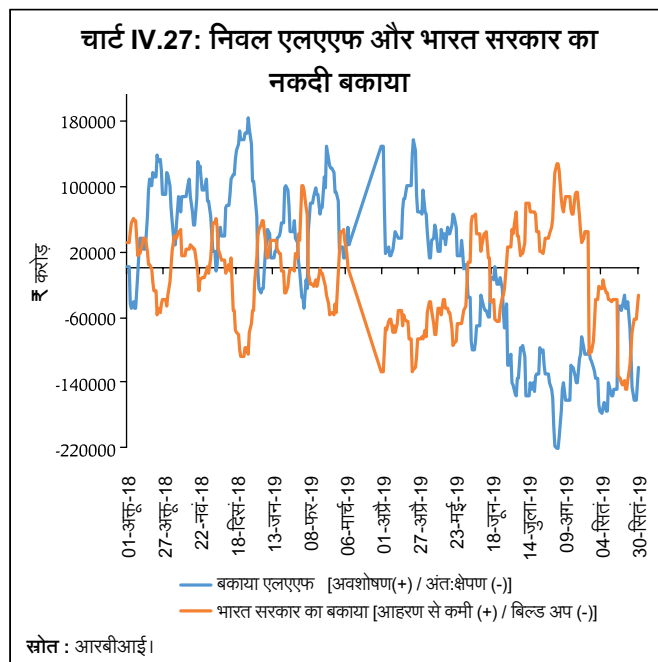
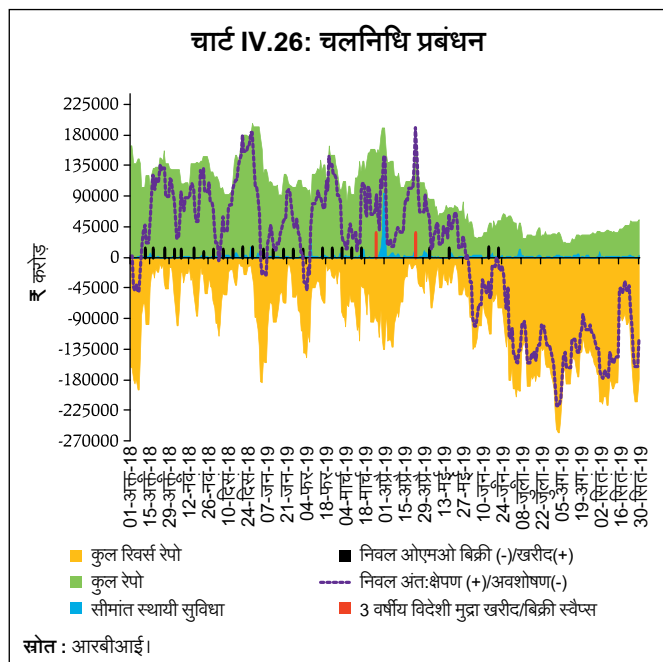
2019-20 की पहली छमाही के दौरान, सीआईसी में 49,378 करोड़ (2.3 प्रतिशत) की वृद्धि रही, जो 2018-19 की उसी अवधि के दौरान 95,896 करोड़ (5.2 प्रतिशत) की उल्लेखनीय रूप से उच्चतर वृद्धि की तुलना में धीमी थी। परिणामस्वरूप, पिछले वर्ष की तुलना में, सीआईसी में वृद्धि (वर्षानुवर्ष) लगातार धीमी रही (चार्ट IV.24)।

अप्रैल और मई में, नियंत्रित सरकारी खर्च तथा नकदी की भारी मांग की वजह से चलनिधि की कमी की स्थिति थी। भारत सरकार के द्वारा नकदी शेष को रिलीज करना प्रत्येक वर्ष अप्रैल की एक आम बात है – किन्तु चालू वर्ष में चुनाव के दौरान आदर्श आचार संहिता लागू होने की वजह से सरकारी खर्च सीमित होने के कारण इसमें कमी रही। इसने मुद्रा की बढ़ती मांग के साथ मिलकर चलनिधि की तंगी उत्पन्न की किया। नतीजतन, रिजर्व बैंक ने अर्थव्यवस्था में टिकाऊ चलनिधि मुहैया कराने के लिए अप्रैल में तीन वर्ष की अवधि के लिए 5 बिलियन अमरीकी डॉलर (₹34,874 करोड़) के क्रय/विक्रय के लिए स्वैप नीलामी की तथा प्रणाली में टिकाऊ चलनिधि डालने के लिए मई में ₹25,000 करोड़ की राशि के लिए दो ओएमओ खरीद नीलामी कीं। इसने इन दोनों माह के दौरान एलएएफ के तहत भी दैनिक औसत आधार पर ₹51,403 करोड़ की निवल चलनिधि मुहैया कराया।

जून में स्थिति तब बदल गई जब केंद्र में सरकार के गठन के पश्चात व्यय बढ़ने, रिजर्व बैंक द्वारा विदेशी मुद्रा की निवल खरीद किए जाने तथा चुनाव बीत जाने पर बैंकिंग व्यवस्था में मुद्रा की वापसी की वजह से चलनिधि की स्थिति अधिशेष में बदल गई। रिजर्व बैंक ने भी ₹27,500 करोड़ राशि की दो ओएमओ खरीद नीलामी कीं। नतीजतन, 2019-20 की पहली तिमाही में ओएमओ तथा अमरीकी डॉलर स्वैप दोनों के माध्यम से ₹87,414 करोड़ की टिकाऊ चलनिधि डाली गई (चार्ट IV.25)।<sup>5</sup> रिजर्व बैंक ने जून में एलएएफ के तहत दैनिक निवल औसत के आधार पर ₹51,710 करोड़ की चलनिधि वापस ली।

जुलाई में (i) बैंकिंग व्यवस्था में मुद्रा की वापसी; तथा (ii) रिजर्व बैंक द्वारा विदेशी मुद्रा की निवल खरीददारी की वजह से चलनिधि की स्थिति अधिशेष में बनी रही। हालांकि अगस्त में भी चलनिधि अधिशेष में ही रही पर उसके कारक बिलकुल भिन्न थे। पहला, मुद्रा विस्तार ने गति पकड़ी और प्रणालीगत चलनिधि का निकास हुआ। दूसरा, ईएमई में बढ़ती भू-राजनीतिक अनिश्चितताओं, जिन्हें हांगकांग की राजनीतिक अशांति और अर्जेन्टीना के वित्तीय बाजार के धराशायी होने में देखा जा सकता है, के परिणामस्वरूप पूंजी का बहिर्वाह हुआ और जिससे विदेशी मुद्रा बाजार (बिक्री) में रिजर्व बैंक

<sup>5</sup> ओएमओ में नीलामियों तथा तयशुदा सौदा प्रणाली आर्डर मैचिंग (एनडीएस-ओएम) प्लेटफॉर्म दोनों के माध्यम से की गई खरीद शामिल है।



का हस्तक्षेप आवश्यक हो गया। हालांकि ये दबाव भारत सरकार के शेषों में से बड़े आहरणों में आई कमी और माह के अधिकांश भागों में केंद्र सरकार द्वारा अर्धोपाय अग्रिम (डबल्यूएमए) का सहारा लिए जाने से भी अधिक थे। सितंबर में, 15 सितंबर के बाद विशेष रूप से अग्रिम करों की प्राप्ति से सरकारी नकदी शेष अधिक बढ़ जाने के कारण यह अधिशेष मामूली हो गया (चार्ट IV.26)। इसके बावजूद, पहली तिमाही में ₹17,409 करोड़ की राशि डाले जाने के विपरीत, 2019-20 की दूसरी तिमाही में एलएएफ के अंतर्गत दैनिक निवल औसत आधार पर चलनिधि का अवशोषण ₹1,31,370 करोड़ पर पहुँच गया। साथ ही, नियमित 14-दिन की सावधि रेपो के अतिरिक्त, अल्पावधि परिवर्ती दर रेपो (1-3 दिन) के माध्यम से अल्पकालिक चलनिधि आवश्यकताओं को पूरा किया गया।

संक्षेपतः, 2019-20 की पहली छमाही में बैंकिंग व्यवस्था में टिकाऊ चलनिधि के प्रमुख कारक रिज़र्व बैंक के द्वारा विदेशी मुद्रा तथा नकदी विस्तार थे, जबकि प्रतिरोधात्मक चलनिधि उतार-चढ़ाव के प्रमुख

कारक सरकारी व्यय थे। रिज़र्व बैंक द्वारा ओएमओ तथा अमरीकी डॉलर/भारतीय रुपया क्रय/विक्रय स्वैप के माध्यम से टिकाऊ चलनिधि डालने से निवल एलएएफ की स्थिति सरकारी नकदी शेष में उतार-चढ़ाव के रूप में प्रतिबिंबित हुई (चार्ट IV.27)। 2019-20 की पहली छमाही के दौरान सरकार की प्राप्तियों और भुगतानों में अस्थायी असंतुलन को दो अवसरों पर 10-33 दिनों की परिपक्वता अवधि वाले नकदी प्रबंधन बिलों के माध्यम से ₹50,000 करोड़ की सकल राशि जुटाकर अंशतः दूर किया गया।

2019-20 की पहली छमाही के दौरान परिवर्ती दर नीलामी के माध्यम से चलनिधि प्रबंधन के परिचालनों को सुचारू रखना एक दूसरी विशेषता रही। ओवरनाइट से 14 दिनों तक की परिपक्वता अवधि वाले रेपो की नीलामी के माध्यम से चलनिधि डाली गई जबकि ओवरनाइट से 7 दिनों तक की परिपक्वता अवधि वाले रिवर्स रेपो के माध्यम से चलनिधि अवशोषित की गई (सारणी IV.6)।

**सारणी IV.6: 2019-2020 की पहली छमाही में भिन्न दर नीलामी के माध्यम से फ़ाइन ट्यूनिंग परिचालन**

परिचालन	रेपो (दिनों में परिपक्वता)				रिवर्स रेपो (दिनों में परिपक्वता)						
	1	2	3	14*	1	2	3	4	7	14	63
फ्रिक्वेंसि (अवसरों की संख्या)	1	1	1	52	100	5	27	4	33	1	1
औसत मात्रा (₹ बिलियन)	8.825	25.003	13.300	5,09,585	65,62,076	3,65,300	16,88,773	2,90,358	4,31,458	550	800

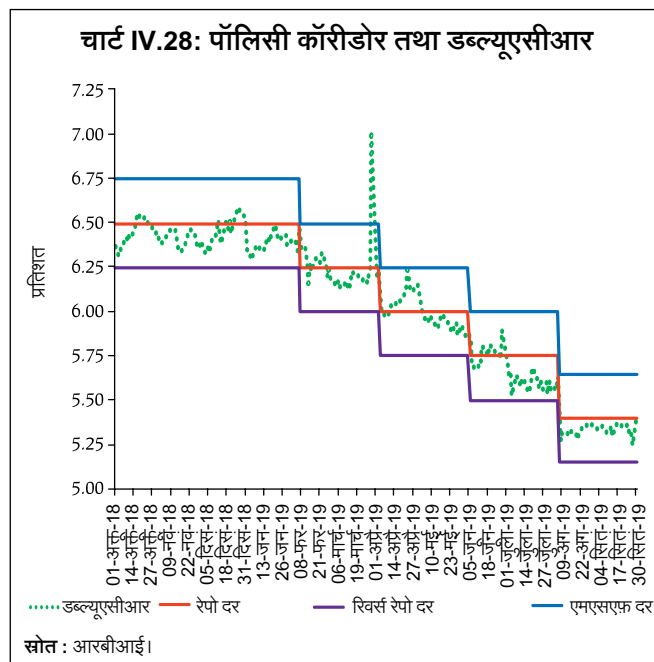
\*: नियमित 14-दिवसीय भिन्न दर रेपो परिचालन |

स्रोत : आरबीआई |

परिचालन लक्ष्य और नीतिगत दर

पहली छमाही के दौरान, डब्ल्यूएसीआर - जो मौद्रिक नीति का परिचालन लक्ष्य है - मई-सितंबर के दौरान सामान्यतः रेपो दर के नीचे रहा (चार्ट IV.28)।

मौद्रिक नीति का उद्देश्य डब्ल्यूएसीआर को नीति रेपो दर के अनुरूप रखना तथा बाहरी आघातों से उत्पन्न अस्थिरता को निम्न (रिवर्स रेपो दर) और उच्च (सीमांत स्थायी सुविधा दर) सीमा द्वारा परिभाषित ब्याज दर कॉरिडोर के भीतर रखना है। यद्यपि, ऐसे उदाहरण हैं जब डब्ल्यूएसीआर ने (i) चलनिधि स्थितियों की अनिश्चितताओं; (ii) बाजार के माइक्रोस्ट्रक्चर वाले मुद्दों जैसे कि तिमाही के अंत या वर्ष के अंत में चलनिधि की तंगी (अग्रिम कर भुगतान अथवा तुलन पत्र के कृत्रिम प्रबंधन की वजह से); (iii) मौद्रिक नीति क्रियान्वयन ढांचे में संरचनात्मक परिवर्तन (जैसे- टेपर टैट्रम प्रकरण के बाद नीति रेपो दर को एमएसएफ दर से 300 आधार अंक ऊपर बढ़ाकर पॉलिसी कॉरिडोर को गैर-सममित बनाना); तथा (iv) भावी ब्याज दरों के मामले में बैंकों की अपेक्षाओं के कारण, इस कॉरिडोर को



तोड़ दिया। इस संदर्भ में, एक अनुभवजन्य प्रयोग वैसी घटनाओं के घटित होने में योगदान देने वाले कारकों की पहचान करता है (बॉक्स IV.1)।

**बॉक्स IV.1: नीतिगत कॉरिडोर का उल्लंघन करता डब्ल्यूएसीआर: कारक एवं निर्धारक**

स्प्रेड के निर्धारक तत्वों (नीतिगत रेपो दर की तुलना में डब्ल्यूएसीआर) में बाज़ार अनुमान, जोखिम के उपाय, चलनिधि की स्थितियां तथा बाज़ार के लघु ढांचा चरांक शामिल हैं

(सारणी IV.1.1)। चलनिधि स्थितियां औसत दैनिक सीआरआर आवश्यकता के अनुपात के रूप में किसी दिवस की निवल चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) स्थिति के रूप में परिभाषित

**सारणी IV.1.1: चरांकों का विवरण**

चरांक	द्वारा मापित	अपेक्षित प्रभाव <sup>6</sup>
स्प्रेड अंतराल	स्प्रेड का पहला अंतराल (जहां स्प्रेड को भारत औसत मांग मुद्रा बाज़ार दर में से रेपो दर के घटाव के रूप में परिभाषित किया गया है)	वृद्धि
अपेक्षित अवधि के भीतर चलनिधि अवस्थाएं	14 दिवसीय मिबोर दर में से रेपो दर का घटाव	वृद्धि
ब्याज दर अनिश्चितताएं	निवल एलएएफ की स्थिति/ औसत दैनिक नकद आरक्षित निधि अपेक्षा	वृद्धि
चलनिधि अनिश्चितताएं	दो सप्ताह के नजरिया के अनुसार ब्याज दर के बारे में अनिश्चितता : गार्च (1,1) 14 दिवसीय मिबोर दर का सशर्त उतार-चढ़ाव	वृद्धि
चलनिधि वितरण	गार्च (1,1) आरक्षित निधि को पूरा करने संबंधी सशर्त उतार-चढ़ाव	वृद्धि
कॉरिडोर विड्थ डम्मी	एकदिवसीय बाज़ार में कुल वॉल्यूम की तुलना में मांग मुद्रा में वॉल्यूम का अनुपात	वृद्धि
तिमाही डम्मी	डम्मी चरांक के रूप में कॉरिडोर विड्थ - यह 0 (यदि कॉरिडोर विड्थ = 100 आधार अंक अथवा इससे कम) अथवा 1 (यदि कॉरिडोर विड्थ >100 आधार अंक हो) का मूल्य धारण करता है	वृद्धि
	तिमाही के अंत में परिणाम – तिमाही अंत के लिए मूल्य 1 होगा अन्यथा यह 0 होगा	वृद्धि

(जारी.)

<sup>6</sup> अपेक्षित प्रभाव असमानता के अनुपात में वृद्धि (कमी) के रूप में है। असमानता अनुपात को  $p/(1-p)$  के रूप में परिभाषित किया गया है जहां  $p$  डब्ल्यूएसीआर द्वारा कॉरिडोर नीति के उल्लंघन की संभावना को दर्शाता है।

की गई हैं। इस अनुपात में वृद्धि (कमी) चलनिधि स्थितियों में सख्ती (नरमी) को दर्शाएगा, जिसके परिणामस्वरूप घाटा वाली चलनिधि की अवस्थाओं के अधीन स्प्रेड में वृद्धि (कमी) होगी। अधिशेष चलनिधि वाली अवधियों के दौरान, इस अनुपात में वृद्धि (कमी) चलनिधि की अवस्थाओं में नरमी (सख्ती) दर्शाएगा जिसके परिणामस्वरूप स्प्रेड में कमी (वृद्धि) होगी। केंद्रीय बैंक की चलनिधि का बैंकों के बीच मनमाना वितरण डब्ल्यूएसीआर स्प्रेड पर प्रतिकूल प्रभाव डालेगा, जैसे चलनिधि के वितरण (कुछ भागीदार जो केंद्रीय बैंक की चलनिधि के अधिकांश भाग का एकाधिकारात्मक क्रय कर लेते हैं) में अधिक असमानता से मांग मुद्रा बाजार में निधियों की मांग तथा स्प्रेड में वृद्धि होने की संभावना है (लिंजर्ट एवं स्किम्ट, 2008; कुमार एवं अन्य, 2017)। इस चरांक को कुल एक-दिवसीय बाजार वॉल्यूम में मांग बाजार की लेनदेनों के हिस्सा द्वारा समीप ला दिया गया है।

उपर्युक्त के अतिरिक्त, नमूना अवधि के दौरान देखे गए विशेष प्रकृति के कारकों को ध्यान में रखते हुए, आनुभविक अभ्यास के लिए दो प्रतिरूपों का भी प्रयोग किया गया है। पहला, संबंधित अवधि हेतु चलनिधि प्रबंधन कार्यान्वयन ढांचा में बदलाव के लिए एक प्रतिरूप की शुरुआत की गई, जब टेपर-टैट्रम के परिणामस्वरूप घरेलू वित्तीय बाजार में उथल-पुथल के प्रति नीतिगत जवाब के भाग के रूप में एमएसएफ दर को रेपो दर से 300 आधार अंक ऊपर तक बढ़ाया गया। तदनुसार, 17 जुलाई से 28 अक्तूबर 2013 तक के लिए प्रत्येक दिवस हेतु 1 का मूल्य ले लिया जाता है जो टेपर-टैट्रम के बाद की अवधि का प्रतिनिधित्व करता है अन्यथा 0 लिया जाता है। दूसरा, 09 नवंबर 2016 से 31 जनवरी 2017 की अवधि के लिए मूल्य 1 अन्यथा विमुद्रीकरण के बाद की अवधि के लिए 0 माना गया है जब बैंकिंग प्रणाली में मुद्रा की वापसी से बड़ी मात्रा में चलनिधि अधिशेष की स्थिति पैदा हुई एवं डब्ल्यूएसीआर ने कॉरिडोर के निचले स्तर को पार किया, जो रिवर्स रेपो दर का नीचे गिरना है।

पूंजी प्रवाह संबंधी व्यवस्था में बदलाव पर साहित्य (फोर्ब्स और वारनॉक, 2012) में प्रयुक्त अनुभवजन्य रणनीति का अनुसरण करते हुए, मांग दर द्वारा ब्याज दर कॉरिडोर (प्रभु और भट्टाचार्य, 2019) के उल्लंघन की संभाव्यता के आकलन के लिए एक तार्किक प्रतिगमन विश्लेषण (बाइनरी लॉजिट मॉडल) किया गया।

निम्नलिखित लॉजिट मॉडल का प्रयोग किया गया :

$$L = \ln\left(\frac{P}{1-P}\right) = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \dots + \beta_k X_k + \varepsilon$$

जहां p मांग मुद्रा दर द्वारा ब्याज दर कॉरिडोर के उल्लंघन की संभाव्यता को दर्शाता है। इसमें L लॉजिट फंक्शन है तथा  $X_k$  स्वतंत्र चरांकों के वेक्टर को दर्शाता है। इस मॉडल का आकलन मई 2011 से जून 2019 तक की अवधि में 1960 अवलोकनों को शामिल करते हुए दैनिक डेटा के आधार पर किया गया है (सारणी IV.1.2)।

परीक्षण के परिणाम बताते हैं कि चलनिधि वितरण संबंधी दिशाहीनता में वृद्धि से मांग दर द्वारा ब्याज दर कॉरिडोर के उल्लंघन संबंधी असमानताओं में बढ़ोतरी होगी। उसी तरह, चलनिधि स्थितियों (बैंकों की सीआरआर अपेक्षाओं के सापेक्ष आरबीआई द्वारा अधिक प्रवाह) में वृद्धि तथा ब्याज दर अनिश्चितताओं में वृद्धि, ब्याज दर कॉरिडोर के बाहर स्थित मांग दर की असमानताओं में भी बढ़ोतरी करती है।

सारणी IV.1.2: लॉजिट मॉडल – परिणाम

चरांक	असमानता अनुपात
1	2
स्प्रेड अंतराल	1.002 (0.587)
अपेक्षित अवधि के भीतर	1.001* (0.093)
चलनिधि अनिश्चितता	1.01 (0.856)
चलनिधि का वितरण	1.05*** (0.000)
ब्याज दर अनिश्चितता	1.01*** (0.005)
चलनिधि की अवस्थाएं	1.001** (0.042)
तिमाही डम्मी	3.25** (0.022)
टेपर-टैट्रम के बाद डम्मी	5.10** (0.050)
कॉरिडोर विड्थ डम्मी	4.39*** (0.000)
विमुद्रीकरण डम्मी	0.301 (0.109)
स्थिरांक	0.01*** (0.000)
<b>नैदानिक परीक्षण</b>	
एलआर chi <sup>2</sup> परीक्षण	112.3 (0.00)
मैकफेडेन का R <sup>2</sup>	0.140
अवलोकनों की संख्या	1960

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1.

नोट : कोष्ठकों में सामान्य त्रुटियाँ

(जारी.)

तिमाही डम्मी यह दर्शाता है कि जब सभी अन्य चरों को समान स्थिति में रखा जाए तो मांग दर तिमाही के अंत में कॉरिडोर के आगे रहने पर असमानताएं, गैर-तिमाही-अंत के दिनों की असमानताओं जैसी 3.25 गुना बड़ी हैं। उसी तरह से, टेपर-टैट्रम के बाद डम्मी दर्शाती है कि उथल-पुथल के दिनों में टेपर-टैट्रम के बाद, मांग दर द्वारा ब्याज दर कॉरिडोर के उल्लंघन संबंधी असमानताएं, वित्तीय बाजार में अशांति से प्रभावित नहीं रहने वाले दिनों की असमानताओं जैसी 5.1 गुना अधिक बड़ी हैं। अंत में, कॉरिडोर विड्थ डम्मी (कॉरिडोर विड्थ  $\geq 100$  आधार अंक 1 है अन्यथा यह 0 है) दर्शाता है कि जब कॉरिडोर विड्थ 100 आधार अंक से अधिक हो तब मांग दर की ब्याज दर कॉरिडोर को पार करने संबंधी असमानताएं, कॉरिडोर कॉरिडोर विड्थ के 100 आधार अंक कम रहने की स्थिति में विद्यमान असमानताओं जैसी 4.39 गुना बड़ी हैं।

नीति के दृष्टिकोण से, अनुभवजन्य अभ्यास केंद्रीय बैंक के चलनिधि प्रबंधन संबंधी कार्यों के लिए उपयोगी अंतर्दृष्टि उपलब्ध कराता है। इसके निष्कर्ष बताते हैं कि मनमाने चलनिधि वितरण के कारण डब्ल्यूसीएआर कॉरिडोर से विचलित हो सकता है। अतः, चलनिधि प्रबंधन संबंधी कार्यों एवं प्रथाओं को कतिपय बाजार भागीदारों के बीच चलनिधि संकेंद्रण को कम करने के प्रयास करने चाहिए। इसी तरह, उभरती चलनिधि की स्थितियों पर बेहतर

सूचना के माध्यम से भावी मार्गदर्शन द्वारा बाजार की अनिश्चितता को कम किया जा सकता है तथा स्थिरता को बढ़ाया जा सकता है। अंततः, चलनिधि पूर्वानुमान को, खास तौर पर संकीर्ण ब्याज दर कॉरिडोर व्यवस्था में, सटीक बनाने की आवश्यकता है क्योंकि पूर्वानुमान की बड़ी त्रुटियाँ मांग दर द्वारा ब्याज दर कॉरिडोर को किसी भी दिशा में उल्लंघन किए जाने की संभावना बढ़ा देती हैं।

**संदर्भ:**

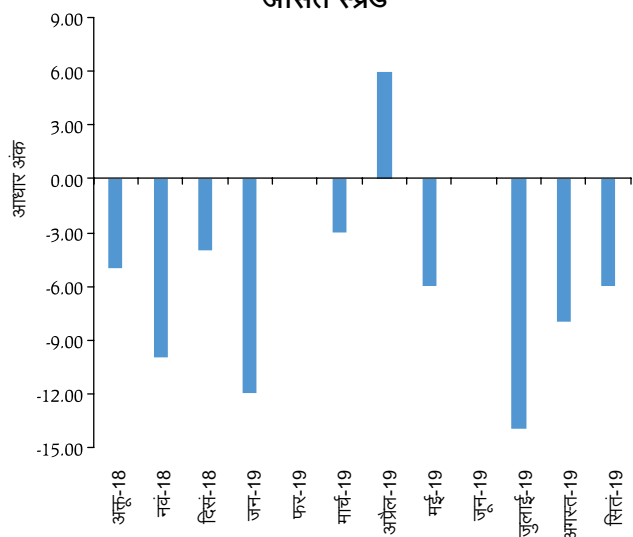
फोर्ब्स, के, जे. और एफ. ई वानॉक (2012), “कैपिटल फ्लो वेक्स: सर्जेंज, स्टॉप्स, फ्लाइट एंड रिट्रेचमेंट”, जर्नल ऑफ इंटरनेशनल इकोनॉमिक्स, वॉल्यूम 88 (2), 235-251।

लिजर्ट, टी., और एस. स्किम्ट (2011), “वॉट एक्सप्लेन्स द स्प्रेड बिटवीन द यूरो ओवरनाइट रेट एंड द ईसीबीज पॉलिसी रेट?”, इंटरनेशनल जर्नल ऑफ फाइनेंस एंड इकोनॉमिक्स, वॉल्यूम 16 (3)।

कुमार, एस., प्रकाश, ए., और के. एम. कुशवाहा, (2017), “ वॉट एक्सप्लेन्स कॉल मनी रेट स्प्रेड इन इंडिया?”, आरबीआई वर्किंग पेपर सीरीज़, डब्ल्यूपीएस (डीईपीआर): 07/2017।

प्रभु, ई., और आई. भट्टाचार्य (2019), “मार्केट माइक्रोस्ट्रक्चर एंड डिटरमिनेंट्स ऑफ डब्ल्यूसीएआर स्प्रेड” मीमेयो।

**चार्ट IV:29: रेपो दर पर डब्ल्यूसीएआर का औसत स्प्रेड**



स्रोत : आरबीआई।

डब्ल्यूसीएआर अप्रैल में नीतिगत रेपो दर (औसतन) से 6 आधार अंक ऊपर रहा तथा समान अंतर के साथ मई में यह नीतिगत रेपो दर से कम रहा। तथापि, जून में यह नीतिगत रेपो दर के काफी नजदीक बना रहा (चार्ट IV.29)। आगे, डब्ल्यूसीएआर जुलाई में नीतिगत रेपो दर (औसतन) से 14 आधार अंक तक, अगस्त में 8 आधार अंक तक एवं सितंबर में 6 आधार अंक तक नीचे ट्रेड किया। समग्र रूप से, डब्ल्यूसीएआर वर्ष 2018-19 की दूसरी छमाही के 6 आधार अंक की तुलना में, वर्ष 2019-20 की पहली छमाही में नीतिगत रेपो दर से 5 आधार अंक तक नीचे ट्रेड किया।

**IV.4 निष्कर्ष**

वैश्विक प्रतिकूलता और भू-राजनैतिक संशयों के प्रति घरेलू वित्तीय बाजारों में कमजोरी बनी रही। चुनाव-उपरांत बाहुल्य के बाद, वैश्विक गतिविधियों और आर्थिक क्रियाकलापों में मंदी की प्रतिक्रियास्वरूप,



इक्विटी बाजार जोखिम-विमुख बन गए। अगस्त में पूंजी प्रवाह में उतार-चढ़ाव रहा और इससे मुद्राओं पर मूल्यहास का दबाव पड़ा। इसके विपरीत, बॉण्ड बाजार में उल्लेखनीय उछाल आया, बावजूद इसके कि हाल ही की अवधि में इसमें कुछ सुधार भी हुआ था। हालांकि क्रेडिट संवृद्धि में धीमापन रहा, जो मंद आर्थिक संभावनाओं को प्रकट करता है। आगे चलकर, चलनिधि स्थितियों का प्रबंध

नीतिगत रेपो दर के साथ डब्लूएसीआर को संरेखित करने के नीतिगत उद्देश्य के अनुसार किया जाएगा और यह सुनिश्चित किया जाएगा कि अर्थव्यवस्था के लिए टिकाऊ चलनिधि जरूरतों को मौद्रिक नीति रुख के अनुरूप पर्याप्त रूप में पूरा किया जाए। बैंकों की ऋण ब्याज दरों में तीव्रतर मौद्रिक संचरण सुनिश्चित करना एक अहम प्राथमिकता बनी हुई है।

## V. बाह्य परिदृश्य

वैश्विक आर्थिक गतिविधियां धीमी बनी हुई हैं क्योंकि प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (ईएज) और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमईज) में गिरावट आई है। 2019 की दूसरी तिमाही में बढ़ती व्यापार और भू-राजनैतिक अनिश्चितताएं निकटतम अवधि परिदृश्य को धूमिल बना रही हैं। मामूली मुद्रास्फीति के चलते संवृद्धि संबंधी चिंताओं से निपटने के लिए पूरे विश्व में मौद्रिक नीति को सुकर बनाया जा रहा है। ब्रेकिजट के इर्द गिर्द अनिश्चितताओं और यूएस टेरिफ कार्रवाइयों के क्रम के अज्ञात परिणामों के मद्देनजर वित्तीय बाजार अस्थिर बने हुए हैं।

अप्रैल 2019 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट (एमपीआर) से वैश्विक गतिविधियां कमजोर हुई हैं और व्यापार एवं भू-राजनैतिक अनिश्चितताओं के कारण निकट अवधि परिदृश्य धूमिल बना हुआ है। 2019 की दूसरी तिमाही में अधिकांश प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (ईएज) और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमईज) में गिरावट आई। मांग-आपूर्ति संतुलन बिगड़ने से कच्चे तेल की कीमतों में अस्थिरता बनी हुई है जिसका प्रमुख कारण हाल में दूसरे सबसे बड़े तेल निर्यातक- सऊदी अरब द्वारा आपूर्ति संबंधी बाधा थी जो वैश्विक तेल आपूर्ति का लगभग 5 प्रतिशत है। वैश्विक मांग में कमी होने के कारण अन्य वैश्विक पण्यों की कीमतें नरम बनी रहीं। मामूली मुद्रास्फीति के चलते संवृद्धि संबंधी चिंताओं से निपटने के लिए विश्व के सभी केंद्रीय बैंकों ने मौद्रिक नीति को सुकर बनाया है। 2019 के आरंभ से वैश्विक वित्तीय बाजार की विशेषता शांति थी, किन्तु वह व्यापार और भू-राजनैतिक तनावों के संयोग तथा बिगड़ते वैश्विक संवृद्धि परिदृश्य से बढ़ी अस्थिरता के कारण मई 2019 के बाद से गायब हो गई।

### V.1 वैश्विक आर्थिक स्थितियां

प्रमुख ईएज और ईएमईज में आर्थिक गतिविधियां गति खोती जा रही हैं। यूएस में, निर्यात में कमी और कमजोर व्यापार निश्चित निवेश के कारण वास्तविक जीडीपी वृद्धि ( ति-दर-ति, वार्षिकीकृत ) 2019 की पहली तिमाही में बढ़ने के बावजूद दूसरी तिमाही में 2.0 प्रतिशत

तक गिर गई (सारणी V.1)। प्राप्त हो रहे आंकड़ों से पता चलता है कि स्लोडाउन तीसरी तिमाही में भी जारी रहेगा, क्योंकि औद्योगिक उत्पादन धीमा बना हुआ है और निर्यात घटना जारी है। आपूर्ति प्रबंधन संस्थान का विनिर्माण सूचकांक सितंबर में और अधिक गिरकर संकुचन जोन में पहुँच गया जो एक दशक में सबसे निम्नतम रीडिंग की ओर संकेत करता है। फिर भी, सुदृढ़ उपभोक्ता खर्च, जो बढ़ती खुदरा बिक्री में प्रदर्शित होता है, कुछ हद तक स्लोडाउन को कम करेगा।

यूरो क्षेत्र की जीडीपी वृद्धि 2019 की दूसरी तिमाही में कम हो गई क्योंकि इसके प्रमुख घटक अर्थव्यवस्थाओं ने ब्रेकिजट और व्यापार तनावों की अनिश्चितताओं के बीच अपनी गति खो दी। गिरते निर्यातों के बीच संघर्षरत वाहन उद्योग के कारण जर्मन अर्थव्यवस्था में दूसरी तिमाही में संकुचन हुआ; यह कमजोरी, तीसरी तिमाही में भी जारी रही क्योंकि सितंबर में विनिर्माण पीएमआई कमी वाले क्षेत्र में रही

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

(प्रतिशत)

देश	ति2- 2018	ति3- 2018	ति4- 2018	ति1- 2019	ति2- 2019	2019 (पी)	2020 (पी)
<b>उन्नत अर्थव्यवस्थाएँ</b>							
कनाडा	2.5	2.1	0.3	0.5	3.7	1.8	1.7
यूरो क्षेत्र	1.6	0.8	1.2	1.6	0.8	1.6	1.5
जापान	1.9	-1.9	1.8	2.2	1.3	0.2	1.4
दक्षिण कोरिया	2.4	2.0	3.6	-1.6	4.0	2.6	2.8
यूके	2.0	2.4	1.2	2.4	-0.8	1.2	1.6
यूएस	3.5	2.9	1.1	3.1	2.0	2.3	1.9
<b>उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएँ</b>							
ब्राजील	-0.4	2.0	0.4	-0.4	1.6	1.3	2.5
चीन	6.8	6.4	6.0	5.6	6.4	6.1	5.9
मलेशिया	2.4	6.0	5.2	4.4	4.0	4.6	4.8
मेक्सिको	-0.8	2.0	0.3	-1.0	0.1	1.3	1.6
रूस *	2.2	2.2	2.7	0.5	0.9	2.0	1.0
दक्षिण अफ्रीका	-0.5	2.6	1.4	-3.1	3.1	1.0	0.3
थाईलैंड	4.3	-0.9	3.6	4.1	2.4	3.9	3.7
<b>मेगो:</b>	<b>2018</b>		<b>2019</b>		<b>2020</b>		
	<b>(ई)</b>		<b>(पी)</b>		<b>(पी)</b>		
विश्व उत्पादन	3.6		3.2		3.5		
विश्व व्यापार मात्रा	3.7		2.5		3.7		

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

स्रोत: ब्लूमबर्ग; और अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष(आईएमएफ)।

जिससे लगातार नौवें महीने में भी फैक्टरी गतिविधियों में संकुचन रहा। इटली में दूसरी तिमाही में जीडीपी संवृद्धि स्थिर रही क्योंकि सेवा क्षेत्र की तेजी ने उद्योग और कृषि गतिविधियों में आई कमी को समायोजित कर दिया, हालांकि ऋण संकट और इस समय चल रही राजनैतिक अनिश्चितताएं इसके नकारात्मक जोखिम हैं।

अमेरिका-चीन के बढ़ते व्यापार तनावों और सुस्त वैश्विक मांग से व्यापार व्यय में तेज निम्नगामी संशोधन के कारण जापानी अर्थव्यवस्था पूर्ववर्ती तिमाही की तुलना में दूसरी तिमाही में धीमी गति से बढ़ी। इसने निर्धारित बिक्री कर में वृद्धि सहित 2019 की शेष अवधि के आर्थिक दृष्टिकोण को प्रभावित किया। फिर भी, बिक्री कर में वृद्धि से पहले की त्वरित खरीदारी और राजकोषीय प्रोत्साहन से तीसरी तिमाही में अर्थव्यवस्था को समर्थन मिलने की उम्मीद है। ब्रेक्सिट अनिश्चितता के बाद अप्रैल में कार संयंत्रों की योजनाबद्ध तरीके से पूर्व बंदी किए जाने के कारण विनिर्माण गतिविधियों में आई गिरावट से दूसरी तिमाही के दौरान यूके की वास्तविक जीडीपी संवृद्धि में संकुचन आया। कठिन ब्रेक्सिट सौदे के संभावित जोखिमों और उभरते वैश्विक व्यापार की स्थितियों ने निकट-अवधि दृष्टिकोण को प्रभावित किया।

वैश्विक आर्थिक स्थितियों के कमजोर होने से प्रमुख ईएमईए में आर्थिक गतिविधियां धीमी रहीं। अमेरिका के साथ लंबे और अनसुलझे व्यापार विवाद के प्रतिकूल असर और वैश्विक मांग के धीमेपन के प्रभाव से चीन की अर्थव्यवस्था में लगभग 27 वर्षों में सर्वाधिक कमजोर गति से दूसरी तिमाही में (वर्ष दर वर्ष) गिरावट दर्ज हुई। उपलब्ध उच्च आवृत्ति के संकेतक बतलाते हैं कि यह गिरावट आगे भी जारी रह सकती है। औद्योगिक उत्पादन और खुदरा बिक्री में जुलाई माह से गिरावट आई है जबकि कमजोर मांग के बीच विनिर्माण पीएमआई कम बनी रही। जबकि, बढ़ते आंतरिक और बाह्य प्रहार से समग्र जोखिम निम्नगामी बने रहे, राजकोषीय और मौद्रिक दोनों मोर्चों पर नीतिगत प्रोत्साहन से स्लोडाउन की गति में कमी आने की उम्मीद है।

ब्रिक्स की अन्य अर्थव्यवस्थाओं के बीच, रूसी अर्थव्यवस्था पहली तिमाही में तीव्र गिरावट दर्ज करने के बाद पुनः गति प्राप्त करने के लिए संघर्ष कर रही है। जबकि आर्थिक गतिविधि में दूसरी तिमाही में

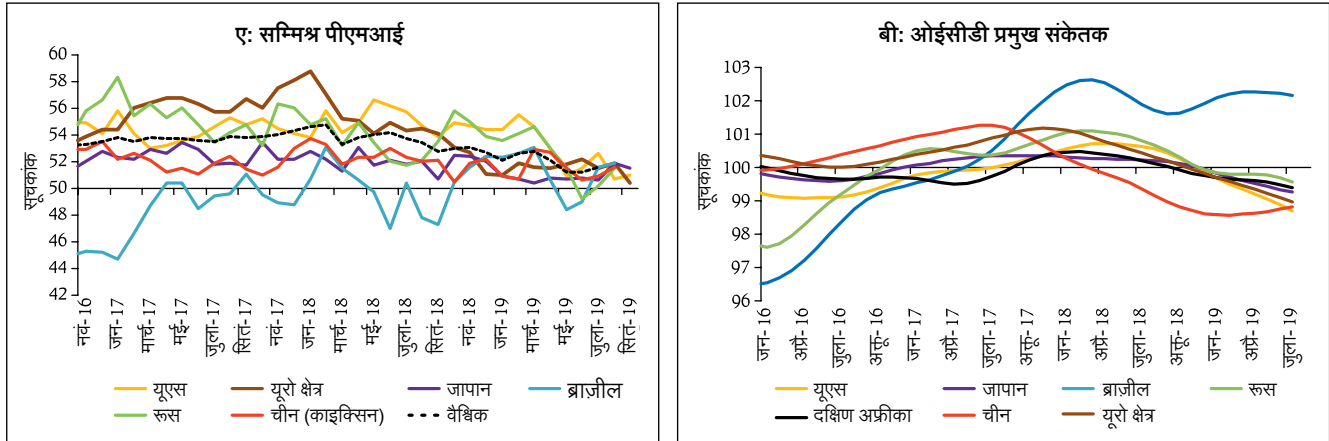
थोड़ी वृद्धि देखी गई। आने वाले डेटा ने तीसरी तिमाही में कमजोरी के संकेत दिए हैं क्योंकि उपभोक्ता मांग धीमी बनी हुई है और जुलाई से औद्योगिक उत्पादन और खुदरा बिक्री में कमी आई है। फिर भी, भविष्य में राष्ट्रीय विकास परियोजनाओं पर किए जा रहे उच्च राजकोषीय व्यय, कुल मांग को समर्थन कर सकते हैं।

ब्राज़ील और दक्षिण अफ्रीका की अर्थव्यवस्थाओं ने वर्ष में सुस्त शुरुआत के बाद दूसरी तिमाही में गति हासिल की। दूसरी तिमाही में मजबूत मीयादी निवेश और निर्माण गतिविधियों के व्यापक तौर पर समर्थन से ब्राज़ील की आर्थिक स्थिति में पुनः सुधार आया। हालांकि, समायोजी मौद्रिक नीति के मद्देनजर बढ़ी हुई मांग से विस्तार को बरकरार रखने की उम्मीद है, किन्तु घरेलू और बाहरी दोनों चुनौतियों के जोखिम इस गति को कम कर सकते हैं। दक्षिण अफ्रीका में, खनन और विनिर्माण में मजबूत वृद्धि के कारण आर्थिक गतिविधियां तेज हुईं, इससे पहली तिमाही में देखी गई उत्पादन की कमी में भरपाई हुई। हालांकि, खपत प्रधान आर्थिक रिकवरी धीरे-धीरे होने की उम्मीद है क्योंकि अनिश्चित वैश्विक दृष्टिकोण और ऋण-ग्रस्त घरेलू बिजली उपयोगिताओं का अर्थव्यवस्था की समग्र संभावनाओं पर प्रभाव जारी रह सकता है।

वैश्विक अनिश्चितता के बीच, धीमे निवेश और निर्यात में गिरावट के कारण इंडोनेशियाई अर्थव्यवस्था 2019 की पहली दो तिमाहियों में 5.1 प्रतिशत (वर्ष-दर-वर्ष) तक धीमी हो गई। थाईलैंड में स्लोडाउन, जो पहली तिमाही शुरू हुआ और दूसरी तिमाही (वर्ष दर वर्ष) तक जारी रहा, लगभग पाँच वर्षों में धीमी वृद्धि को दर्शाता है। संघर्षरत कृषि क्षेत्र, धीमे निर्यात और अमेरिका तथा चीन के बीच व्यापार तनाव बढ़ने के कारण स्लोडाउन आया। मुद्रा संकट के कारण पिछले साल की मंदी से उबरते हुए तुर्की अर्थव्यवस्था ने 2019 की पहली छमाही में सकारात्मक वृद्धि (ति-दर-ति) दर्ज की। अधिक सरकारी व्यय और ऋण विस्तार के माध्यम से पहली तिमाही में उपलब्ध कराए गए प्रोत्साहन से आर्थिक स्थिति के पुनः बहाली को समर्थन मिला।

जुलाई में मामूली वृद्धि दर्ज करने के बाद समग्र वैश्विक पीएमआई अगस्त में गिर गई, क्योंकि धीमा वैश्विक व्यापार समग्र निर्यात वृद्धि पर भारी पड़ा (चार्ट V.1 ए)। प्रमुख ओईसीडी अर्थव्यवस्थाओं

**चार्ट V.1: सर्वेक्षण संकेत**



स्रोत : ब्लूमबर्ग; और आर्थिक सहकार्य एवं विकास संस्थान।

में, कम्पोजिट लीडिंग संकेतक (सीएलआई) ब्राजील को छोड़कर प्रमुख एईज और ईएमईज में संवृद्धि की गति को धीमी बतलाते हैं (चार्ट V.1बी)।

वैश्विक व्यापार में स्लोडाउन, जो 2018 के उत्तरार्ध में शुरू हुआ, 2019 में जारी रहा जिसमें 2019 में संकुचन में जाने वाली ईएमईज ने योगदान दिया (चार्ट V.2ए)। भावी संकेतकों से ज्ञात होता है कि विश्व व्यापार के 2019 में और धीमा होने की संभावना है। विश्व व्यापार संगठन का गुड्स ट्रेड बैरोमीटर<sup>3</sup> अपने रुझान स्तर से नीचे रहा जो अपने सभी घटक सूचकांकों विशेष रूप से अंतरराष्ट्रीय हवाई माल भाड़ा, इलेक्ट्रॉनिक उपकरणों और ऑटोमोबाइल उत्पादन में सुस्त प्रदर्शन के कारण था। अन्य संकेतकों जैसे वालटिक ड्राइ इंडेक्स में

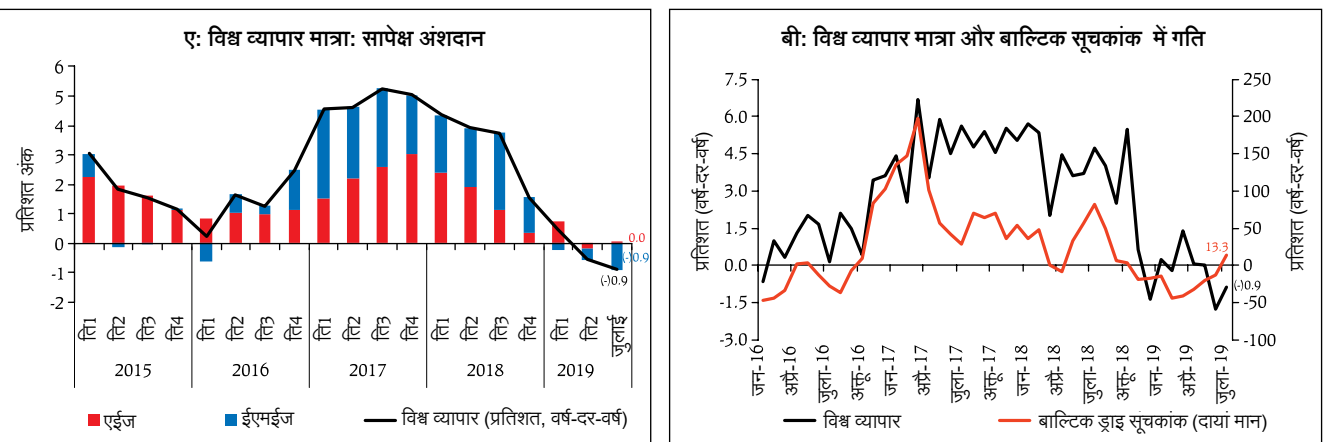
हुए उतार-चढ़ाव बताते हैं कि विश्व व्यापार में स्लोडाउन बना रहेगा (चार्ट V.2बी)।

**V.2 पण्य कीमतें और मुद्रारूपिति**

व्यापार तनाव के बढ़ने से वैश्विक पण्य कीमतों में कमजोरी आयी। ब्लूमबर्ग कमोडिटी प्राइस इंडेक्स में अप्रैल और सितंबर 2019 के बीच 4.1 फीसदी तक की गिरावट हुई।

अप्रैल-सितंबर 2019 के दौरान खाद्य और कृषि संगठन(एफएओ) के खाद्य मूल्य सूचकांक में 1.4 प्रतिशत की वृद्धि हुई। वैश्विक खाद्य कीमतों में लगातार मई के पांचवें महीने में वृद्धि हुई जो निर्यात आपूर्ति कम होने के कारण डेयरी और मक्का की ऊंची कीमतों के चलते

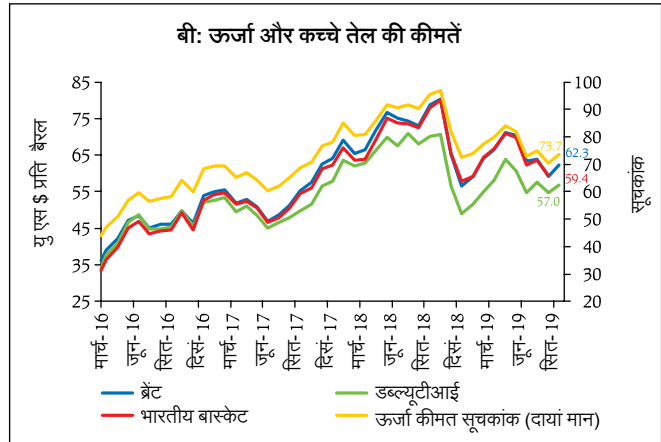
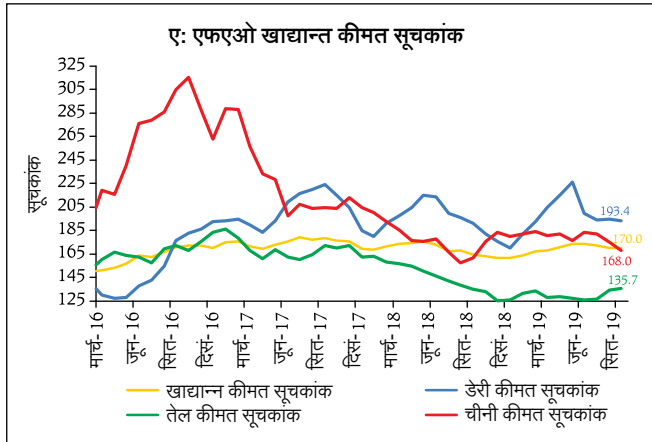
**चार्ट V.2: विश्व व्यापार मात्रा**



स्रोत : सीपीबी नेदरलैंड; और ब्लूमबर्ग।

<sup>1</sup> विश्व व्यापार संगठन ने विश्व व्यापार आउटलुक संकेतक (डब्ल्यूटीओआई) को डब्ल्यूटीओ के माल व्यापार बैरोमीटर के साथ बदल दिया है।

**चार्ट V.3: पण्य कीमतें**



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

थी। हालांकि, इसमें जून-जुलाई में मामूली गिरावट आई क्योंकि कमजोर मांग के कारण डेयरी के मूल्य गिरे। अनाज और चीनी की कीमतों में तेज गिरावट के कारण अगस्त में वैश्विक खाद्य कीमतों में मामूली गिरावट आई। जबकि अनाज की कीमतें पर्याप्त निर्यात आपूर्ति के कारण गिर गईं, ब्राजील रियाल के कमजोर होने और भारत तथा मैक्सिको के द्वारा बड़े लदान की संभावनाओं ने चीनी की कीमतों को कम रखा (चार्ट V.3ए)। वैश्विक खाद्य पदार्थों की कीमतों में उतार चढ़ाव ने ईएमईज में खाद्य मूल्य मुद्रास्फीति पर प्रभाव डाला है (बॉक्स V.1)।

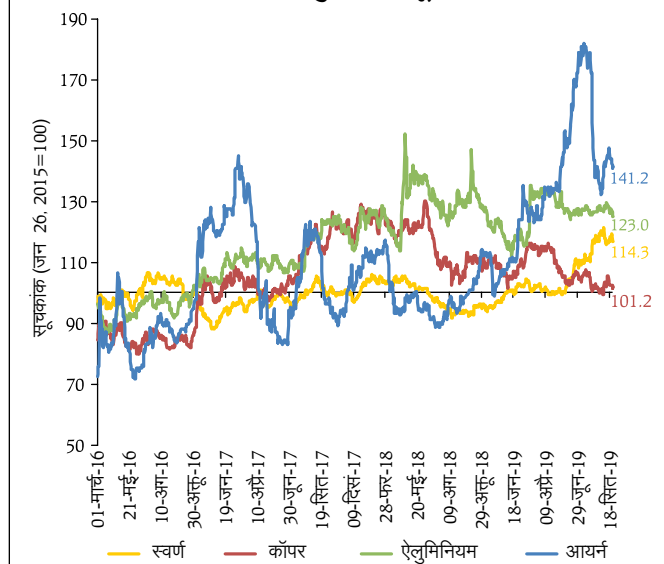
अमेरिका और ईरान के बीच गतिरोध और प्रमुख तेल उत्पादकों द्वारा नौ महीने तक आपूर्ति कटौती को बढ़ाने के समझौते से मई की शुरुआत में तेल की कीमतें बढ़ गईं। हालांकि, सऊदी अरब में दुनिया की सबसे बड़ी तेल प्रसंस्करण सुविधा से आपूर्ति में व्यवधानों के कारण, 16 सितंबर, 2019 को सबसे बड़े एक दिवसीय लाभ को हासिल करने से पहले, पर्याप्त आपूर्ति के बीच तेल की मांग में प्रत्याशित गिरावट ने बाजार की तंगी और कीमतों को कम कर दिया (चार्ट V.3बी)। इसके पश्चात आपूर्ति पुनः बहाल होने की प्रत्याशाओं से इसमें सुगमता आई(चार्ट V.3बी)।

अप्रैल-सितंबर 2019 के बीच, ब्लूमबर्ग बेस मेटल स्पॉट इंडेक्स द्वारा मापी गई आधार धातु की कीमतों में 9.0 प्रतिशत की गिरावट आई, जो संवृद्धि दृष्टिकोण संबंधी बढ़ी निराशा और लगातार व्यापार तनाव के चलते वैश्विक मांग के धीमी होने के कारण थी। लेकिन, प्रमुख निर्यातकों द्वारा लौह अयस्क और निकेल की आपूर्ति संबंधी चिंताओं के कारण उनमें जुलाई में मामूली रूप से सुधार हुआ; तबसे इनका

सीमित मात्रा में कारोबार हो रहा है क्योंकि बाजार को व्यापार के फ्रंट पर और गतिविधियों की प्रतीक्षा है। व्यापार अनिश्चितताओं के चलते घटती मांग के कारण तांबे की कीमतों में तेजी से गिरावट आई जिनमें चिली की खदानों में हड़ताल और चीन द्वारा शोधित तांबे के उत्पादन में कमी के कारण जून में छुटपुट रूप से बढ़ोतरी हुई। सुरक्षित निवेश ठिकानों की मांग के कारण स्वर्ण की कीमतें ऊंचाई पर बनी रहीं, क्योंकि वैश्विक अनिश्चितताओं में बढ़ोतरी हुई है (चार्ट V.4)।

एईज तथा ईएमईज में मुद्रास्फीति सौम्य रही। एईज के बीच, श्रम बाजार में कमी के बावजूद यूएस में सीपीआई मुद्रास्फीति शिथिल

**चार्ट V.4: धातु कीमत सूचकांक**



स्रोत : ब्लूमबर्ग।

**बॉक्स V.1 : अंतरराष्ट्रीय खाद्य कीमतें – ईएमईज को अंतरण**

कई ईएमईज में अंतरराष्ट्रीय खाद्य कीमतें घरेलू खाद्य मूल्यों में अंतरों की सबसे महत्वपूर्ण स्रोत रही हैं क्योंकि इन देशों में घरेलू खर्च में भोजन की हिस्सेदारी अपेक्षाकृत अधिक है। विश्व बैंक के खाद्य मूल्य सूचकांक में 2007 में 23.8 प्रतिशत, 2008 में 33.5 प्रतिशत और 2011 में 22.5 प्रतिशत की वृद्धि हुई, जिसमें सभी खाद्य समूहों में अप्रत्याशित वृद्धि देखी गई। हालाँकि इन प्रसंगों में मूल्य वृद्धि की तादात लगभग समान थी, लेकिन प्रभावित वस्तुएं अलग-अलग थीं (चार्ट V.1.1)। जहां 2007-08 के दौरान चावल, गेहूं, तेल और अनाज की कीमतें बहुत अधिक रहीं, वहीं चीनी की कीमतें कम रहीं। चावल की कीमतें पहले प्रसंग के दौरान सबसे

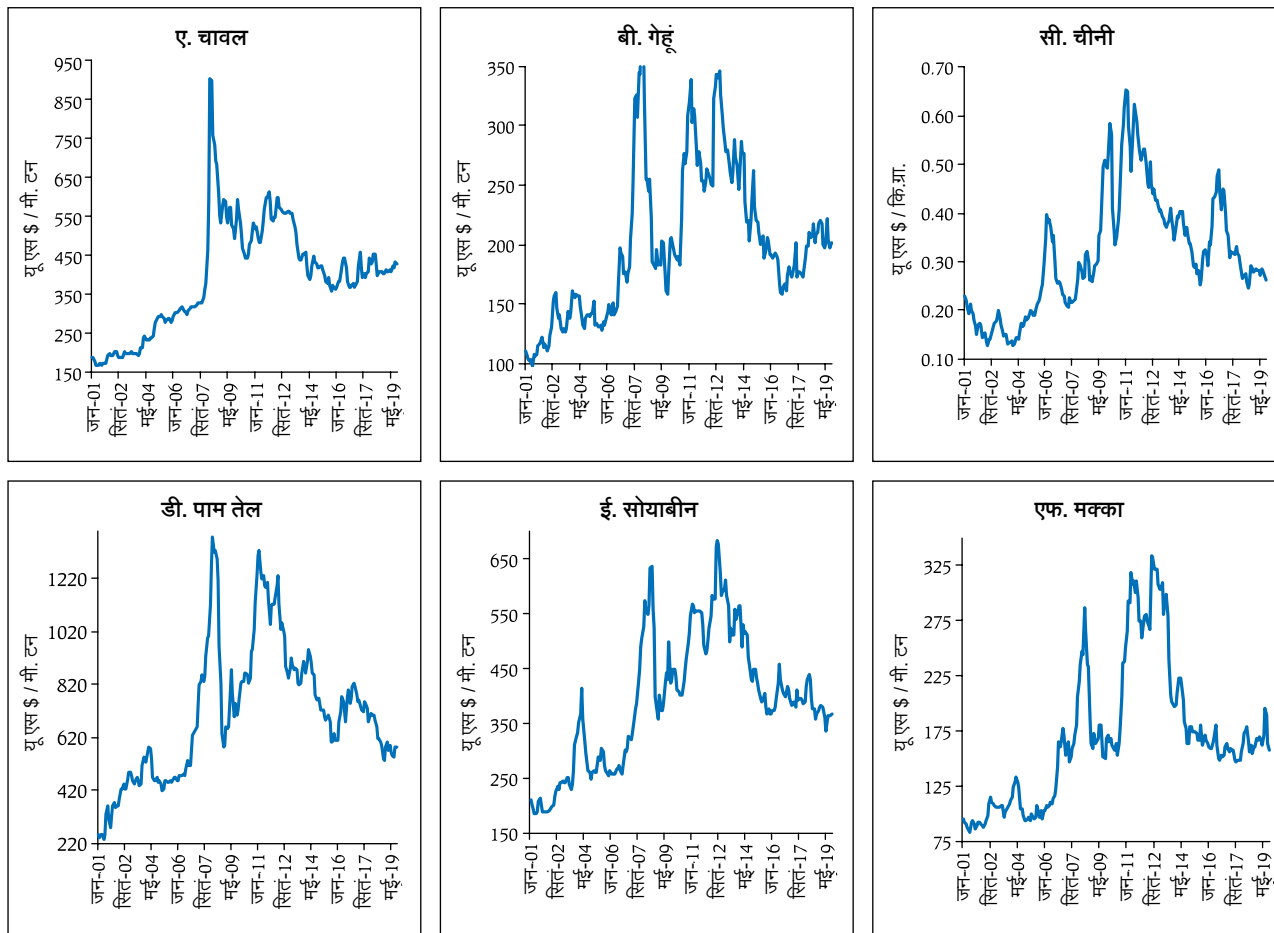
ज्यादा थीं लेकिन दूसरे प्रसंग के दौरान कई अन्य अनाज उत्पादों की तुलना में कम थीं।

एक मूल्य के नियम (एलओपी) (आर्डेनी, 1989; बाराहोना और चुलाफन, 2017) के अनुसार, परिवहन लागत या व्यापार के लिए कोई बाधा नहीं मानते हुए, एकल समरूप वस्तु की कुशल बाजार में, एक आम मुद्रा में व्यक्त की गई कीमत को निम्नलिखित समीकरण के अनुसार समान रूप से दर्शाया गया है :

$$P_d = ER * P_w \quad \dots(1)$$

जहां ईआर विनिमय दर है [विदेशी मुद्रा की प्रति इकाई घरेलू मुद्रा की इकाई(यों)],  $P_w$  वैश्विक(विदेशी) खाद्य कीमत है और  $P_d$

**चार्ट V.1.1: प्रमुख खाद्य वस्तुओं के अंतरराष्ट्रीय मूल्य**



टिप्पणी : अंतिम डेटा बिंदु सितंबर 2019 के लिए है।

स्रोत : द वर्ल्ड बैंक पिक शीट डेटाबेस।

घरेलू खाद्य कीमत है। समीकरण (1) के अनुमानित वर्शन को एक कमजोर एलओपी परिकल्पना के रूप में संशोधित किया जा सकता है जो प्राकृतिक लघुगणक रूप में निम्नानुसार है :

$$\ln P_d = \alpha + \beta \ln P_w + \gamma \ln ER + e_t \quad \dots(2)$$

ईआर को स्पष्ट रूप से एक बाह्य चर माना जाता है, क्योंकि ईएमईज आम तौर पर मूल्य लेने वाले होते हैं और  $\beta$  दीर्घावधि सम्बन्धों की उपस्थिति में दीर्घकालिक मूल्य संचरण प्रत्यास्थता है। निम्नलिखित प्रकार के त्रुटि सुधार मॉडल (ईसीएम) से अल्पकालिक मूल्य प्रत्यास्थता का अनुमान लगाया जा सकता है :

$$\Delta P_{dt} = \delta + \sum_{i=1}^k \rho_i \Delta P_{dt-i} + \sum_{i=1}^l \varphi_i \Delta P_{wt-i} + \sum_{i=1}^m \gamma_i \Delta ER_{t-i} + \theta ECT_{t-1} + \epsilon_t \quad \dots(3)$$

जहां  $\Delta$  पहला अंतर ऑपरेटर है, ECT त्रुटि सुधार शब्द है और  $\varphi$  अल्पकालिक मूल्य संचरण प्रत्यास्थता है। समीकरण (3) में ECM में एक गतिशील संबंध के रूप में घरेलू और विदेशी कीमतें निहित हैं।

इस पृष्ठभूमि को ध्यान में रखते हुए, विश्व खाद्य मूल्य में परिवर्तन के पासथ्रू (अंतरण) की घरेलू खाद्य मूल्य में छह ईएमईज अर्थात् ब्राजील, चीन, भारत, इंडोनेशिया, थाईलैंड और तुर्की के संदर्भ में जांच की गई क्योंकि उनके उपभोक्ता मूल्य सूचकांक में इन देशों के खाद्य पदार्थों का बहुत अधिक हिस्सा है (साहू एवं अन्य 2019)। जनवरी 2007 से जुलाई 2019 के मासिक आंकड़ों का उपयोग करते हुए, यह पाया गया कि इनमें से प्रत्येक चर अर्थात् वैश्विक खाद्य मूल्य सूचकांक, देश-विशिष्ट खाद्य मूल्य सूचकांक और विनिमय दर क्रम एक अर्थात् (1) के साथ एकीकृत है। इसलिए, सहएकीकरण संबंध के अस्तित्व की जांच वेक्टर त्रुटि सुधार मॉडल (वीईसीएम) के माध्यम से की गई थी। प्रत्येक मॉडल की अंतराल लंबाई अकाइके सूचना मानदंड (एआईसी) पर आधारित थी। अनुमानित वीईसीएम मॉडल पुष्टि करते हैं कि शेष क्रमिक रूप से सहसंबद्ध नहीं हैं।

अनुमानित अल्प-कालिक और दीर्घ-कालिक संचरण प्रत्यास्थता से पता चलता है कि विश्व खाद्य कीमतों से घरेलू खाद्य कीमतों में मूल्य संचरण का परिमाण भिन्न-भिन्न देशों में अलग-अलग है

### सारणी V.1.1: अनुमानित विश्व खाद्य मूल्य पासथ्रू गुणांक अंतरण

देश	दीर्घकालिक	अल्प-कालिक
ब्राजील	1.136***	0.024*
चीन	0.179**	0.029*
भारत	0.038***	0.054*
इंडोनेशिया	0.355***	0.082***
थाईलैंड	0.933***	0.040*
तुर्की	0.055***	0.130***

नोट : \*\*\*, \*\* और \* क्रमशः 1 प्रतिशत, 5 प्रतिशत और 10 प्रतिशत महत्व के स्तर को दर्शाते हैं।

स्रोत: आरबीआई स्टाफ अनुमान।

(सारणी V.1.1)। सभी संचरण प्रत्यास्थताएं सकारात्मक हैं और शून्य से अलग हैं तथा तुर्की और भारत को छोड़कर अल्प-कालिक प्रत्यास्थताएं दीर्घ-कालिक प्रत्यास्थताओं से कम हैं। भारत में खाद्य मूल्य के लिए अल्प-कालिक मूल्य संचरण प्रत्यास्थता 0.05 है, जिसका अर्थ है कि यदि विश्व खाद्य मूल्य में एक प्रतिशत की वृद्धि होती है, तो भारत में खाद्य सीपीआई में पांच आधार अंकों की वृद्धि होगी।

संक्षेप में, उच्च और अस्थिर खाद्य कीमतें दुनिया भर में एक महत्वपूर्ण नीतिगत चुनौती पेश करती हैं और उन ईएमईज, विशेष रूप से जो बहुत ज्यादा खाद्य आयात करते हैं, के लिए घरेलू मुद्रास्फीति के निहितार्थ हैं।

#### संदर्भ :

आर्डेनी, पी. जी. (1989), "डज द लॉ ऑफ वन प्राइस रियली होल्ड फॉर कमोडिटी प्राइसेज ?", अमेरिकन जर्नल ऑफ एग्रीकल्चरल इकोनॉमिक्स, 71(3), भाग 71, नं. 3, पीपी 661-669।

बाराहोना, जे. एफ. एंड डब्ल्यू. चुलाफन (2017), "प्राइस ट्रांसमिशन बिटवीन वर्ल्ड फूड प्राइसेज एंड डिफरेंट कंज्यूमर फूड प्राइस इंडाईसीस इन थाईलैंड", कॉसेटसार्ट जर्नल ऑफ सोशल साइंसेज, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2452315117300206?via%3Dihub> पर उपलब्ध है।

रही क्योंकि संसाधन के उपयोग के स्तर तक मुद्रास्फीति की संवेदनशीलता निम्न रही। तथापि, ऊर्जा की कीमतों में सुधार होने से जुलाई माह में इसमें मामूली सी बढ़ोतरी हुई। मूलभूत निजी उपभोग व्यय (पीसीडी), जो फेड का पसंदीदा मुद्रास्फीति मापक है, जून से बढ़ रह है लेकिन यह यूएस फेड के 2 प्रतिशत के लक्ष्य से कम है। यूरो क्षेत्र में, ऊर्जा कीमतों में कमी तथा कमजोर होती संवृद्धि की वजह से मुद्रास्फीतिक दबावों में नरमी आई। जापान में, खाद्य, परिवहन एवं संचार की गिरती कीमतों के चलते सीपीआई मुद्रास्फीति धीमी रही। (चार्ट V.5 ए)।

कई ईएमईज में मुद्रास्फीति कम हो रही है। रूस में, उपभोक्ता मांग कम रहने की वजह से दूसरी तिमाही में मुद्रास्फीति कम रही, जबकि मजबूत फसल होने के चलते आसान आपूर्ति तथा रूबल की बढ़ती कीमतों ने अवस्फीति की स्थितियाँ पैदा कीं। बाजील में, साफ्ट फूड तथा ईंधन की कीमतों में नरमी की वजह से सीपीआई मुद्रास्फीति में अप्रैल माह से गिरावट हो रही है। दक्षिण अफ्रीका में, मुद्रास्फीति ईंधन की गिरती कीमतों के कारण दूसरी तिमाही में स्थिर रहने के बाद जुलाई माह में कम हुई। तथापि, अगस्त माह में खाद्य सामग्री तथा आवास की कीमतों के बढ़ने से इसमें बढ़ोतरी हुई। तुर्की की मुद्रास्फीति जिसमें अप्रैल माह से गिरावट हो रही थी, जून माह में इसमें तेजी से गिरावट आई जो अनुकूल आधार प्रभाव तथा खाद्य पदार्थों के मूल्यों में कमी के कारण थी। अगस्त माह में पुनः गिरावट की स्थिति में आने से पूर्व, म्यूनिसिपल कीमतों के बढ़ने के कारण उच्च स्तर की सेवा कीमतों में जुलाई माह में मामूली सी बढ़ोतरी हुई (चार्ट V.5बी)।

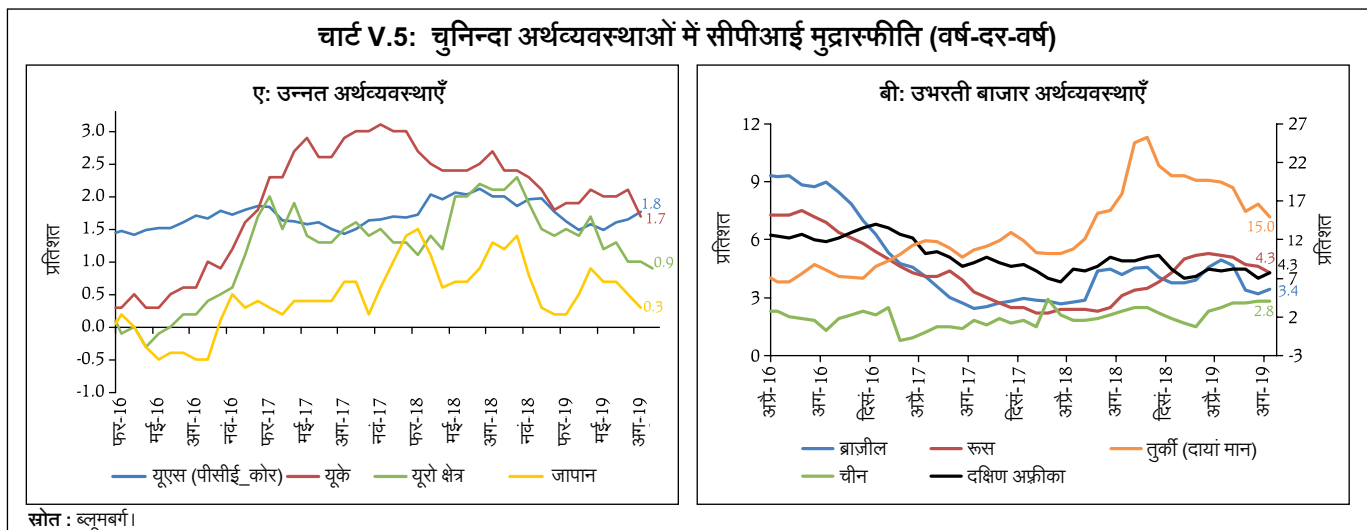
### V.3 मौद्रिक नीति रुझान

प्रमुख ईएज तथा ईएमईज में मौद्रिक नीति निभावकारी बनी रही। अमेरिकी फेड ने जारी व्यापार अनिश्चितताओं तथा कम मुद्रास्फीतिक दबावों की चिंताओं के मद्देनजर जुलाई 2019 से दो बार अपनी नीतिगत दरों में कटौती की ( चार्ट V. 6 ए)। यूरोपीय सेंट्रल बैंक (ईसीबी) ने अपनी जमा दरों को और घटाते हुए उन्हें ऋणात्मक क्षेत्र तक पहुंचा दिया, साथ ही नवंबर 2019 की शुरुआत से प्रति माह 20 बिलियन यूरो मूल्य के बॉण्डों की खरीद के रूप में मौद्रिक प्रोत्साहन के एक नए चक्र को मंजूरी दी। घटती मुद्रास्फीति, क्षीण होते व्यापार विश्वास और जर्मनी के मंदी में जाने के भय ने ईसीबी को प्रेरित किया कि वह मात्रात्मक सुलभता (क्वॉन्टिटेटिव ईजिंग) का एक चक्र और शुरू करे। ईसीबी ने इस बात के भी संकेत दिए कि दरें तब तक मौजूदा या निम्नतर स्तर पर रहेंगी जब तक कि मुद्रास्फीतिक परिदृश्य पर्याप्त स्तर के नजदीक नहीं पहुंच जाता लेकिन यह अनुमानित सीमा के भीतर 2 प्रतिशत के नीचे नहीं हो।

बैंक ऑफ जापान (बीओजे) ने अर्थव्यवस्था में निम्नगामी जोखिमों के बढ़ने के कारण अपनी मौद्रिक नीति को अत्यधिक नरम रखना जारी रखा और संकेत दिया है कि यदि वृद्धि की गति आगे और कम होती है तो प्रोत्साहन बढ़ा दिया जाएगा। यूके और कनाडा ने अपनी नीतिगत दरें अपरिवर्तित रखीं, जबकि दक्षिण कोरिया ने धीमी संवृद्धि की चिंताओं के मद्देनजर जुलाई की बैठक में अपनी नीतिगत दर में 25 आधार अंकों की कटौती के बाद अगस्त में इसे अपरिवर्तित रखा।

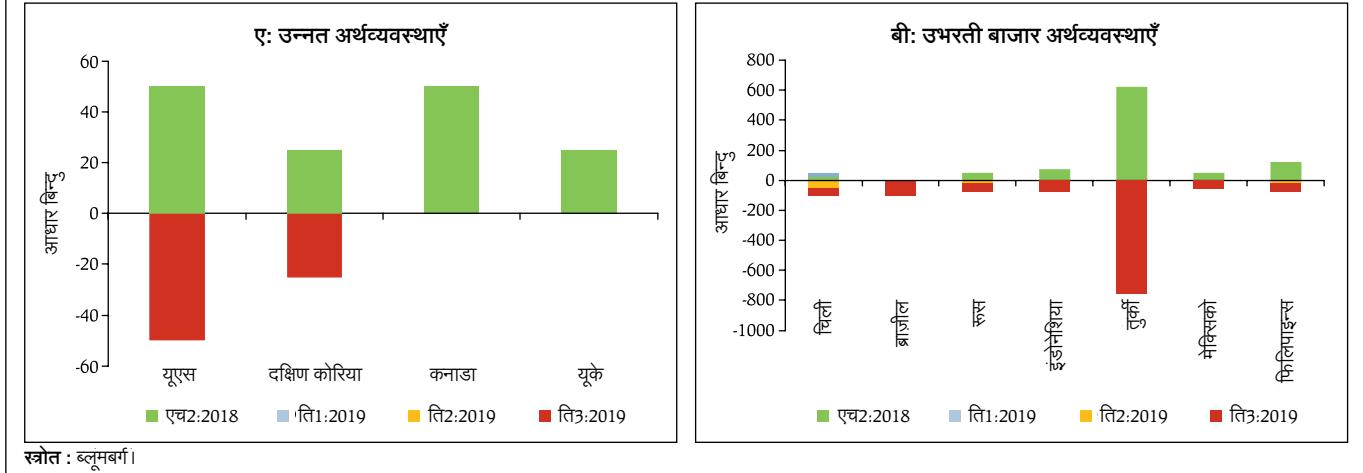
ईएमईज के केंद्रीय बैंकों ने कम होती मुद्रास्फीतिक दशाओं और कमजोर होते आर्थिक परिदृश्य के कारण अपनी उन्नत

चार्ट V.5: चुनिन्दा अर्थव्यवस्थाओं में सीपीआई मुद्रास्फीति (वर्ष-दर-वर्ष)





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



अर्थव्यवस्थाओं के समकक्षों के अनुरूप व्यापक रूप से डोविश रुख अपनाया। ब्रिक्स देशों के बीच, पीपुल बैंक ऑफ चाइना (पीबीओसी) ने अपनी नरम मौद्रिक नीति रुख जारी रखा, जबकि घरेलू स्थितियों की अपेक्षा के अनुरूप, भविष्य में संभावित नीतिगत सामंजस्य की ओर संकेत किया। इसके अलावा, प्रचुर चलनिधि दशाओं के जरिए अर्थव्यवस्था को प्रोत्साहित करने के प्रयोजन से, पीबीओसी ने लघु एवं मध्यम आकार के बैंकों को जून में क्रमशः आरएमबी 200 बिलियन एवं आरएमबी 100 बिलियन के पुनर्भुनाई कोटा तथा स्थायी उधार सुविधा को बढ़ाकर चलनिधि सहायता मुहैया करायी। वास्तविक अर्थव्यवस्था के विकास को समर्थन देने तथा वित्तीय लागत को कम करने के प्रयोजन से, पीबीओसी ने सितंबर 2019 में वित्तीय संस्थाओं (वित्तीय कंपनियों, वित्तीय पट्टादायी कंपनियों और ऑटो वित्त कंपनियों को छोड़कर) के लिए अपेक्षित आरक्षित अनुपात में 50 आधार अंकों की कमी की। सूक्ष्म तथा लघु व्यवसायों को समर्थन बढ़ाने के प्रयासस्वरूप यह भी निर्णय लिया गया कि ऐसे ग्रामीण वाणिज्यिक बैंकों, के लिए अपेक्षित आरक्षित अनुपात में 15 अक्टूबर तथा 15 नवंबर 2019 को प्रत्येक बार 50 आधार अंक की कमी की जाए, जो केवल प्रांतीय प्रशासनिक क्षेत्रों में परिचालन करते हैं। इसके अलावा, सितंबर की अपनी बैठक में इसने एकवर्षीय परिपक्वता के लिए अपने ऋण मूल दर में 5 आधार अंकों की कटौती की।

ब्राजील ने कम होते मुद्रास्फीतिक दबावों तथा कमजोर होती आर्थिक गतिविधियों के कारण जुलाई से दो बार अपनी सेलीक दर में कटौती की। रूस ने गिरती मुद्रास्फीति और कमजोर मांग के मद्देनजर 2019 में तीन बार अपनी नीतिगत दरें घटायीं। दक्षिण अफ्रीका ने मुद्रास्फीतिक प्रत्याशाओं के कम होने के कारण जुलाई में अपनी नीतिगत दर घटाई और सितंबर में इसे फिर उसी स्तर

पर बरकरार रखा। अन्य उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में, तुर्की ने, बाजार की उम्मीदों से आगे बढ़ते हुए जुलाई तथा सितंबर में अपनी नीतिगत दरों में क्रमशः 425 आधार अंक 325 आधार अंक की कटौती की क्योंकि सुधरते मुद्रास्फीतिक परिदृश्य ने नीतिगत सुलभता के लिए अधिक गुंजाइश प्रदान की। फिलिपीन्स ने व्यापार निवेश में फिर से जान फूंकने तथा धीमी अर्थव्यवस्था को समर्थन देने के लिए अपनी नीतिगत दर को 2019 में सितंबर की अपनी बैठक में तीन बार घटाया। मेक्सिको के केंद्रीय बैंक ने सितंबर में अपनी नीतिगत दर घटाई, जो अगस्त से लगातार दूसरी कटौती है। चिली ने अपनी नीतिगत दर को जून से दो बार घटाया। इंडोनेशिया ने निम्न मुद्रास्फीतिक संभावनाओं के बीच आर्थिक वृद्धि को गति देने के प्रयोजन से, सितंबर की बैठक में अपनी नीतिगत दर में 25 आधार अंकों की कटौती की, जो 2019 की तीसरी तिमाही में लगातार तीसरी कटौती थी (चार्ट V. 6बी)।

**V.4 वैश्विक वित्तीय बाजार**

वित्तीय बाजार में अस्थिरता बनी रही क्योंकि यूएस टैरिफ कार्रवाइयों के क्रम के अभी सामने आने तथा ब्रेक्सिट को लेकर जारी अनिश्चितताओं ने बाजार भाव को लगातार प्रभावित किया। वैश्विक इक्विटी बाजारों में मई में तेज बिकवाली देखी गई जिसने अप्रैल तक हुए लाभों को उलट दिया। तथापि, बाजार जून-जुलाई में अधिकांश हानियों से उबर गए क्योंकि प्रमुख केंद्रीय बैंकों के डोविश दिशानिर्देशों तथा व्यापार संधि की नई आशाओं से बाजार मूल्यों में उछल आया, जबकि असुलझे तथा गहराते व्यापार विवाद से बाजार मूल्यों में आई कमी के चलते अगस्त माह में इनमें फिर गिरावट हुई। सितंबर में, व्यापार वार्ताओं में आए सकारात्मक संकेतों ने निवेशकों की जोखिम

सहनशीलता को उच्च स्थिति में रखा। प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं में निवेश के लिए सुरक्षित ठिकानों की मांग के चलते बॉण्ड प्रतिफल में कमी आई, जबकि मुद्रा बाजार अस्थिर बने रहे।

ईएज के अंतर्गत, यूएस इक्विटी ने मई में सुधार के पश्चात जून-जुलाई में लाभ हासिल किए; ऐसा 2019 की पहली तिमाही के रेजिलिएंट कारपोरेट अर्जन डेटा और आगामी महीनों में फेड के द्वारा मौद्रिक नीति में सुगमता की बढ़ती प्रत्याशाओं के कारण संभव हुआ। अगस्त में, गहराते व्यापारिक तनावों और संवृद्धि संबंधी चिंताओं के बीच जोखिम न लेने की भावना यद्यपि भारी-बिकवाली की तरफ ले गई, तथापि व्यापार के फ्रंट पर सकारात्मक गतिविधियों ने सितंबर में बाजार के रुझान को बहाल कर दिया परिणामस्वरूप अगस्त में जो हानियाँ हुई थी इक्विटी बाजार ने उनकी काफी भरपाई कर ली। तथापि, कमजोर आर्थिक डेटा के कारण अक्टूबर के प्रारम्भ में तेजी से बिकवाली देखी गई। यूरो क्षेत्र में, जर्मनी के कमजोर डेटा के फलस्वरूप मई माह के दौरान इक्विटी बाजार में गिरावट आई। तथापि, जून-जुलाई में इनमें कुछ स्थिरता बनी रही क्योंकि ईसीबी द्वारा ब्याज दरों में बढ़ोतरी को आगे बढ़ाए जाने के संकेत मिल रहे थे और गैर वित्तीय निगमों की अर्जन प्रत्याशाओं में सकारात्मक गतिविधियाँ दिखाई दे रही थीं। इसके बावजूद, बाजार में अगस्त माह के दौरान नरमी बनी रही क्योंकि जर्मनी के कमजोर डेटा और इटली में राजनीतिक उथल-पुथल ने संवृद्धि संबंधी चिंताओं को फिर पैदा कर दिया। मई में सुधार के बाद जून-जुलाई में जापानी इक्विटी बाजार में मजबूती आई। जुलाई में बाजार के ऊपर उठने की प्रवृत्ति कायम रखी क्योंकि व्यापारिक चिंताओं में कमी हुई, किन्तु माह के बीच में ये बाजार फिर से नीचे चले गए क्योंकि येन के मूल्य में वृद्धि हुई और कुछ निर्यात-प्रधान कंपनियों के कार्य निष्पादन में

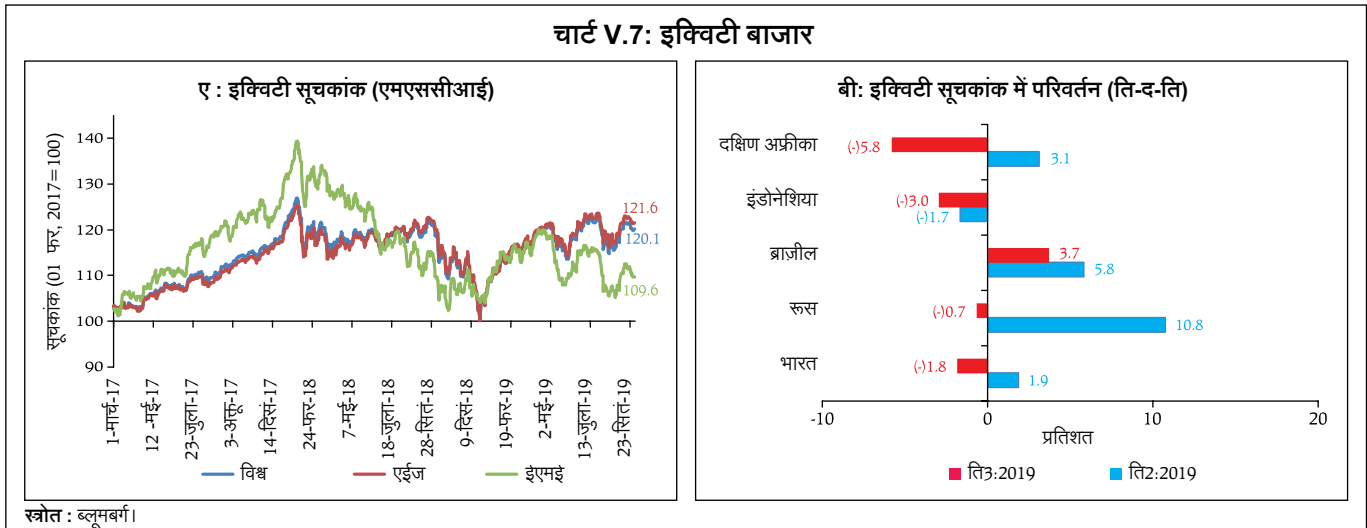
गिरावट आई। ईएज के इक्विटी बाजारों ने सकारात्मक संकेत देते हुए सितंबर माह में प्रवेश किया क्योंकि हांगकांग में तनाव में कमी और व्यापारिक वार्ताओं में नई आशा के संचार ने वैश्विक निवेशकों के रुझान को ऊपर उठाया।

ईएमईज के स्टॉक बाजारों में गिरावट रही क्योंकि मजबूत अमरीकी डॉलर ने रोधक का काम किया जिसमेंपूजी बहिवाह हुआ। जापान के साथ व्यापारिक संघर्ष के फलस्वरूप कमजोर दक्षिण कोरियाई इक्विटीज, हांगकांग में राजनैतिक अशांति, अर्जेन्टीना के वित्तीय बाजार में क्रेश और बढ़ते हुए व्यापारिक तनाव ने अगस्त में ईएमईज शेयरों को और नीचे गिरा दिया। हालांकि, बाद में कुछ हानियों की भरपाई हो गई क्योंकि चीन की अर्थव्यवस्था में प्रोत्साहन के संकेतों और टैरिफ क्रियान्वयन के आस्थगन से बाजार भावों को बल मिला (चार्ट V.7)।

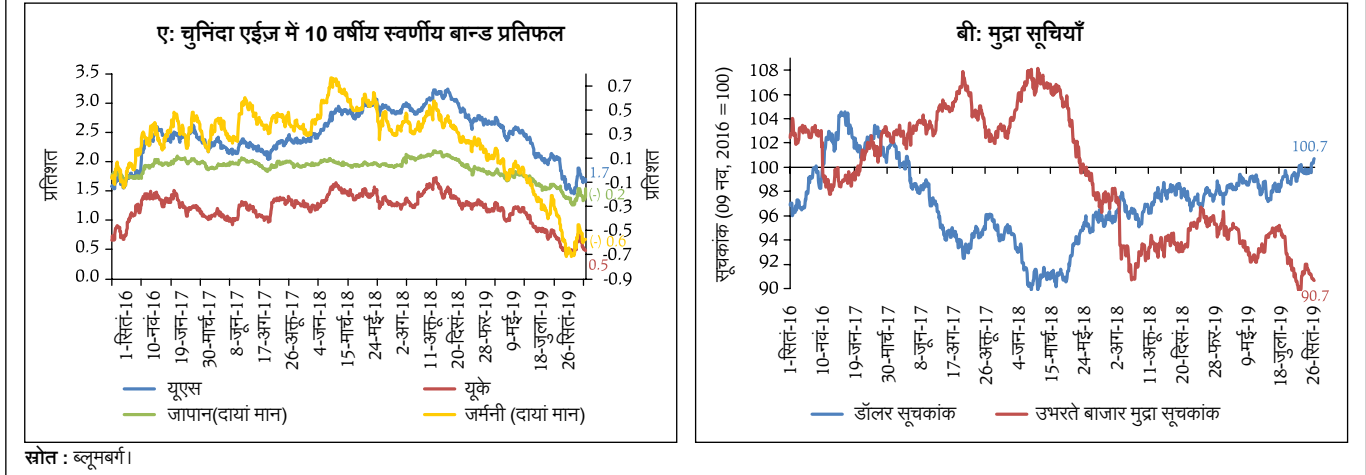
प्रमुख ईएज और ईएमईज में बॉण्ड से होने वाले प्रतिफल में कमी आई क्योंकि जोखिम लेने की प्रवृत्ति के कम होने के कारण निवेशकों ने सुरक्षित निवेश स्थलों की ओर का रुख कर लिया। प्रथम तिमाही के बेहतर जीडीपी आंकड़ों के बलबूते अप्रैल में तेजी दिखाने के बाद मई में यूएस बॉण्ड के प्रतिफल में कमी आई। इसके बाद से ये तेजी से गिरते चले गए, बढ़ते हुए व्यापारिक तनाव और यूएस फेड के डोविस रुख के बीच अगस्त में ये 2 प्रतिशत से भी नीचे चले गए। प्रतिफल में तीव्र गिरावट ने 10 वर्षीय और 3 माह के बीच वाली ट्रेजरी प्रतिभूतियों में ऋणात्मक प्रतिफल अंतराल बना दिया जैसा कि अध्याय 1 के बॉक्स 1.1 में व्याख्या की गई है।

यूरो क्षेत्र में, इसकी अधिकांश घटक अर्थव्यवस्थाओं में बॉण्ड से होने वाले प्रतिफल ऋणात्मक दायरे में चले गए क्योंकि यहाँ ईसीबी द्वारा

चार्ट V.7: इक्विटी बाजार



**चार्ट V.8: बांड प्रतिफल और मुद्रा उतार-चढ़ाव**



डोविस मौद्रिक नीति रुख अपनाए जाने की प्रत्याशा को बल मिला, साथ ही आर्थिक परिदृश्य भी कमजोर पड़ गया। जर्मनी के निराश करने वाले डेटा और इटली की राजनीतिक अनिश्चितताओं ने और अधिक निम्नगामी दबाव बना दिया। जापान में, जोखिम उठाने की कमजोर इच्छा के कारण बॉण्ड से होने वाले प्रतिफल ऋणात्मक दायरे में बने रहे। अधिकांश ईएमईज में बॉण्ड से होने वाले प्रतिफल कम हो रहे हैं और साथ ही केंद्रीय बैंक भी अत्यधिक समायोजनकारी बन रहे हैं क्योंकि मामूली मुद्रास्फीति ने गिरती हुई आर्थिक संवृद्धि को संबल देने के लिए नीतिगत गुंजाइश के लिए जगह बनाई है (चार्ट V.8ए)।

मुद्रा बाजारों में, यूएस फेड के डोविस दिशानिर्देशों के कारण जून में अमेरिकी डॉलर प्रमुख मुद्राओं की तुलना में कमजोर पड़ गया। लेकिन जुलाई में इसमें फिर से उछाल आया और इसने प्रथम तिमाही में हुई अधिकांश हानियों की भरपाई कर ली। अन्य एईज में कमजोर संवृद्धि संभावनाओं के मद्देनजर सुरक्षित निवेश स्थलों की मांग ने भी अमरीकी डॉलर को मजबूत किया। यूरो ने यूएस डॉलर की तुलना में अपना आधार गंवा दिया क्योंकि वहाँ अर्थव्यवस्था में गतिहीनता रही, जबकि अर्थव्यवस्था को उत्प्रेरित करने के लिए ईसीबी की

उच्च संभावना ने भी मुद्रा को और नीचे गिराया। जापानी येन ने प्रमुख मुद्राओं में से अधिकांश को पीछे छोड़ दिया क्योंकि व्यापार युद्ध से पैदा हुई अनिश्चितता के साथ ही, बदतर होती वैश्विक संवृद्धि स्थितियों से निवेशकों में जोखिम को हटाने की भावना बढ़ती गई। मजबूत अमरीकी डॉलर और व्यापारिक तनाव से आए स्पिल ओवर जोखिम के कारण अधिकांश ईएमईज की मुद्राओं को हानियां हुईं। अप्रैल से सितंबर 2019 के बीच एमएससीआई उभरते बाजार मुद्रा सूचकांक में 2.0 प्रतिशत की गिरावट दर्ज हुई (V.8बी)

**V.5 निष्कर्ष**

संक्षेप में, वैश्विक आर्थिक गतिविधियों में लगातार गति कम रही है क्योंकि भू-राजनीतिक घटनाक्रमों से संबन्धित लंबे समय से चल रही अनिश्चितताओं ने आर्थिक भावों को प्रभावित किया। मुद्रास्फीतिक के दबावों के सौम्य रहने और बाजार भावों के अस्थिर रहने से वैश्विक आउटलुक के जोखिम निम्नगामी बने हुए हैं। फिर भी, दुनिया भर में मौद्रिक और राजकोषीय प्रोत्साहन स्लोडाउन की गति को कम करने और वैश्विक अर्थव्यवस्था को रिकवरी के पथ पर लाने में मदद कर सकते हैं।