

## I. समष्टि आर्थिक दृष्टिकोण

मुद्रास्फीति 2018-19 की पहली तिमाही के दौरान दृढ़ रहने परंतु 2018-19 के शेष भाग में सामान्य रहने की अपेक्षा है, क्योंकि केंद्र सरकार के कर्मचारियों के लिए आवास दर भत्ते में वृद्धि का सीधा प्रभाव फीका पड़ जाता है, जिसे ध्यान से देखना है। आर्थिक गतिविधि निवेश गतिविधि के मजबूत बनने के साथ गति पकड़ने की संभावना है जिसे उपभोक्ता मांग और मजबूत ऋण वृद्धि का समर्थन होगा।

अक्टूबर 2017 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट (एमपीआर) समष्टि आर्थिक वातावरण के क्रम में महत्वपूर्ण परिवर्तन सूचित करती है। इनमें से कुछ ने गति पकड़ी है जबकि अन्यो ने गति पकड़ना प्रारंभ किया है। वैश्विक आर्थिक गतिविधि ने मजबूत बनना जारी रखा है और क्षेत्रों के बीच वह वृद्धिशील समरूप बनी रही है। वैश्विक व्यापार दो वर्ष तक पिछड़ने के बाद अब मांग तेजी से आगे बढ़ रही है। तेल की कीमतों विकट मांग-पूर्ति संतुलन के छोर पर स्थिर हो रही है। सामान्यतः उत्प्लावक वैश्विक वित्तीय बाजार यूएस में मौद्रिक नीति सामान्यीकरण के पुनर्मूल्यांकन की गति के कारण कतिपय घटना विशेष घोषणा प्रभाव द्वारा बार-बार अस्थिर होने के कारण बाधित हो रहा है। संरक्षणवाद के नए डर से, प्रतिकार की कार्रवाई और व्यापार युद्ध उभरती बाजार अर्थव्यवस्था (ईएमई) भारत को शामिल करते हुए, के निहितार्थ में जो खुली अंतरराष्ट्रीय व्यापार में भाग लेते हुए और उनके विकासात्मक महत्वाकांक्षा को यह एहसास करने के लिए विदेशी पूंजी प्रवाह पर निर्भर रहनेवाली वैश्विक अर्थव्यवस्था के लिए प्रमुख चुनौती बनकर रह गई है।

लगातार पाँच निस्तेज तिमाहियों के बाद, भारत में आर्थिक गतिविधि और तेज हो रही है, जैसे कि यह अनुमान और उच्च बारंबारता, साथ ही सर्वेक्षण आधारित संकेतकों से वर्ष 2017-18 की दूसरी छमाही में साफ छलकता है। संवृद्धि मजबूत हो रही है और कतिपय पहलू एक साथ इस उदीयमान गति को विकसित करने आ रहे हैं: खाद्यान्नों के रिकार्ड आउटपुट की अपेक्षाएं, कंपनियों द्वारा मजबूत बिक्री वृद्धि और परिष्कृत माल सूची को समाप्त करना और कैपेक्स चक्र को पुनर्नवीकरण करने के मुद्दे पर कंपनियों

द्वारा निर्धारित आस्तियों में निवेश पुनः शुरू करना। कतिपय सेवा क्षेत्र जिनमें सूचना प्रौद्योगिकी क्षेत्र, शामिल है, ने अपनी अंतरराष्ट्रीय प्रतिस्पर्धा में लचीलापन दर्शाया है। ये कुछ गतिविधियां हैं जिन्होंने 2018-19 में भारतीय अर्थव्यवस्था में उज्ज्वलतर संभावनाओं का समर्थन किया है। इस समय एक महत्वपूर्ण गतिविधि है कि मांग की तरफ से निवेश और आपूर्ति की तरफ से विनिर्माण में पुनरुत्थान द्वारा वृद्धि आगे बढ़ गई है। यह दृष्टिकोण पुनर्मुद्रीकरण से अनुकूल हवा मिलने से और वस्तु और सेवा कर (जीएसटी) के कार्यान्वयन से ऊपर उठेगा।

मुद्रास्फीति का मार्ग केंद्र सरकार के कर्मचारियों के लिए आवास दर भत्ते (एचआरए) में वृद्धि के परिणामों से प्रभावित होगा जो शुद्धतः सांख्यिकीय है और सही मुद्रास्फीति आंकने के लिए उसे ध्यान से देखना होगा। जैसे ही यह प्रभाव कम होगा, बेसलाइन धारणा के अंतर्गत, मुद्रास्फीति 2018-19 की पहली तिमाही से शेष भाग में संयत होगी।

मध्यावधि समायोजन मार्ग के लिए स्थगन के साथ वर्ष 2017-18 और 2018-19 के लिए राजकोषीय गिरावट आर्थिक वृद्धि और मुद्रास्फीति दृष्टिकोण के लिए महत्वपूर्ण जोखिम होगा।

*मौद्रिक नीति समिति - अक्टूबर 2017 - फरवरी 2018*

मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) पूर्व घोषित द्विमासिक अनुसूची के अनुसार दिसंबर 2017 और फरवरी 2018 में मिली। एमपीसी ने इन बैठकों में अक्टूबर 2017 के चौथे द्विमासिक संकल्प के निष्पक्ष रुख को बनाये रखते हुए नीति दर को स्थिर (वैसे ही) रखने के लिए वोट दिए। एमपीसी का संकल्प और साथ-साथ व्यक्तिगत कार्यवृत्त और वोटिंग नमूनों ने मुद्रास्फीति वक्ररेखा बदलने - जैसे उनके दिसंबर के संकल्प में खाद्य और इंधन मूल्य में मुद्रास्फीति के लिए बढ़ते जोखिम, बढ़ती हुई इनपुट लागत शर्तें, राजकोषीय फिसलन और अस्थिर वैश्विक बाजार और उसके फरवरी संकल्प में राज्य सरकार द्वारा एचआरए में वृद्धि, कच्चे तेल और अन्य पण्य वस्तुओं में वृद्धि, न्यूनतम समर्थन मूल्यों में संशोधन (एमएसपीज) और राजकोषीय गिरावट के बारे में चिंताएं व्यक्त की। सब्जियों और फलों के मूल्य में मौसमीय संतुलन में नियंत्रित क्षमता उपयोग और गंभीरता कम करनेवाले पहलू के रूप में संयत क्षेत्रीय सही वेतन वृद्धि देखी गई।

\*05 अप्रैल, 2018 को जारी किया गया।

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

देश	अक्टूबर 2017- मार्च 2018 के दौरान नीति बैठकों की संख्या		
	कुल बैठकें	पूर्ण सहमति के साथ बैठक	असहमति के साथ बैठक
ब्राजील	4	4	0
चिली	5	5	0
कोलम्बिया	5	1	4
चेक गणराज्य	4	3	1
हंगरी	5	5	0
इसाइल	4	3	1
जापान	4	0	4
दक्षिण अफ्रीका	3	1	2
स्वीडन	3	2	1
थाईलैंड	4	3	1
यू के	4	2	2
यू एस	4	3	1

स्रोत: केन्द्रीय बैंक वेबसाइट।

इस पृष्ठभूमि में तटस्थ रुख को जारी रखते हुए एमपीसी ने नीति दर यथास्थिति रखने के लिए बैठक में 5-1 वोट किया। जैसे कि अक्टूबर की बैठक में एमपीसी के एक सदस्य ने आर्थिक गतिविधि के समर्थन के लिए दर की कटौती के लिए वोट किया। फरवरी में एमपीसी ने नीति दर पर यथास्थिति बने रहने के लिए टिकाऊ आधार पर 4 प्रतिशत की नजदीक हेडलाइन वचनबद्धता रखने के लिए दोहराव करते हुए 5-1 वोट किया और तटस्थ रुख अपनाया। मुद्रास्फीति के कई कारकों का एक ही समय पर प्रभाव डालना और मुद्रास्फीति लक्ष्य के ऊपरी सहनीयता बैंड का जोखिम में होना, देखते हुए एक सदस्य ने अपना समर्थन निकालते हुए नीति दर में 25 आधार बिंदुओं के वृद्धि के लिए वोट किया। वोटिंग की इस पद्धति में जटिलता के उतार-चढ़ाव से वर्तमान और उभरते समष्टि आर्थिक दृष्टिकोण पर व्यक्तिगत सदस्यों के दृष्टिकोण से और साथ ही उन्होंने मुद्रास्फीति के विचलन को दिए हुए वजन पर नीति वरीयता और लक्ष्य/ संभाव्यता से आउटपुट अन्य देशों में हाल ही के एमपीसी के अनुभवों में भी देखा गया (सारणी I.1)।

### समष्टि आर्थिक दृष्टिकोण

अध्याय II और III अक्टूबर 2017 से मार्च 2018 के दौरान समष्टि आर्थिक गतिविधियां प्रस्तुत करते हैं तथा अक्टूबर 2017 में मुद्रास्फीति का वास्तविक परिणाम तथा स्टाफ के पूर्वानुमान से वृद्धि के विचलन के कारण भी स्पष्ट करते हैं। दृष्टिकोण की ओर देखते हुए देशी और वैश्विक समष्टि आर्थिक गतिविधियों का हाल ही का

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

संकेतक	अक्टूबर 2017 एमपीआर	वर्तमान (अप्रैल 2018) एमपीआर
कच्चा तेल (भारतीय बास्केट)	2017-18: ति:2 के दौरान यूएस\$ 55 प्रति बैरल	2018-19 के दौरान प्रति बैरल यूएस\$ 68
विनिमय दर	₹ 65/यूएस\$	वर्तमान स्तर
मानसून	2017 में एलपीए के 5 प्रतिशत नीचे	2018 के लिए सामान्य
वैश्विक संवृद्धि	2017 में 3.5 प्रतिशत 2018 में 3.6 प्रतिशत	2018 में 3.9 प्रतिशत 2019 में 3.9 प्रतिशत
राजकोषीय घाटा	बीई 2017-18 (जीडीपी का 3.2 प्रतिशत) के भीतर रहेगी	बीई 2018-19 (जीडीपी का 3.3 प्रतिशत) के भीतर रहेगी
पूर्वानुमान की अवधि के दौरान घरेलू समष्टि आर्थिक / स्ट्रक्चरल नीतियां	कोई बड़ा परिवर्तन नहीं	कोई बड़ा परिवर्तन नहीं

नोट:

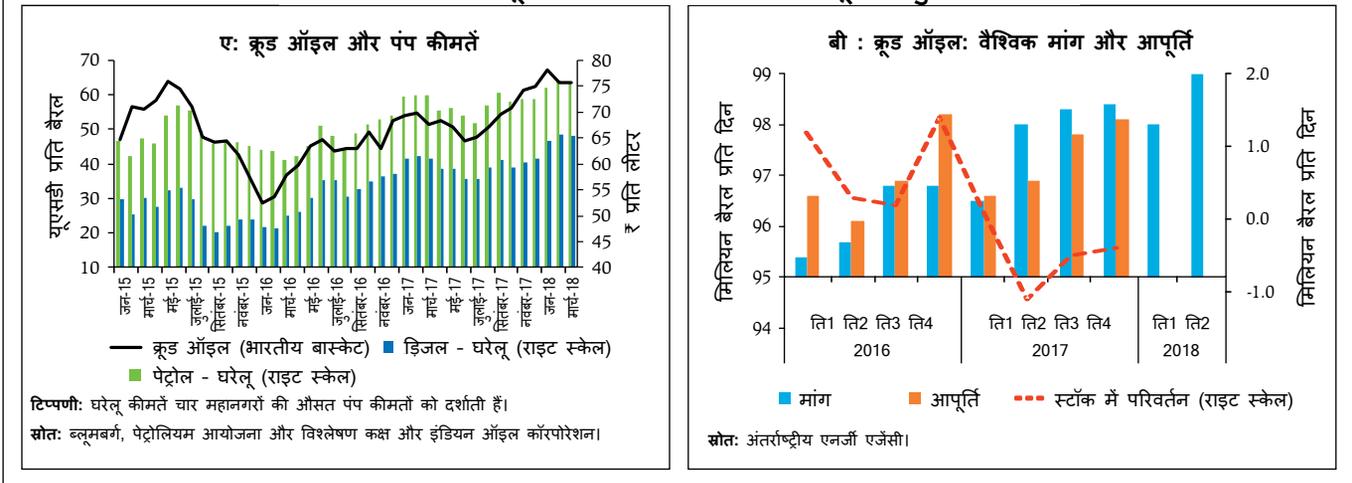
- 72:28 के अनुपात में भारतीय रिफाइनरियों में प्रसंस्कृत एक डेराइव जिसमें खड़ा ग्रेड (ओमान और दुबई औसत) और मीठा ग्रेड (ब्रेंट) शामिल हैं, वह कच्चे तेल के भारतीय बास्केट का प्रतिनिधित्व करता है।
- यहाँ अनुमानित विनिमय दर पथ स्टाफ के आधारभूत विकास और मुद्रास्फीति के अनुमान हासिल करने के उद्देश्य के लिए हैं 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 / बैंड के उतार-चढ़ाव से।
- विश्व आर्थिक दृष्टिकोण (जुलाई 2017 और जनवरी 2018 अपडेट्स), अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष (आईएमएफ) से वैश्विक संवृद्धि अनुमान लिये गए हैं।
- बीई : बजट अनुमान।
- एमपीए: लंबी अवधि औसत (1951-2000 के दौरान औसत बारिश)।

निर्माण बेसलाइन धारणाओं में संशोधन का समर्थन करता है (सारणी I.2)।

सर्वप्रथम, कच्चे तेल की कीमतें (भारतीय बास्केट) अक्टूबर 2017 में एक बैरल के लिए यूएस डॉलर 56 से जनवरी 2018 में एक बैरल के लिए यूएस डॉलर 67 पर स्थिर रही (चार्ट I.1)। तदनंतर वे कीमतें यूएस डॉलर 60 और यूएस डॉलर 67 के बीच घटती-बढ़ती रही। ऑरगनाइजेशन ऑफ दी पेट्रोलिएम एक्सपोर्टिंग कंट्रिज (ओपेक) द्वारा 2018 की समाप्ति से उत्पादन में कटौती को बढ़ाने और यूएस शेल ऑईल उत्पादन की प्रतिक्रिया से कुछ हद तक झटका लगने के कारण बढ़ती मांग को पूरा करने के लिए इंटेंसिटी के आहरण द्वारा कमी से बेसलाइन परिदृश्य यह मानकर चलता है कि 2018-19 में एक बैरल यूएस डॉलर 68 के औसत आसपास होगा।

दूसरे, विनिमय दर (भारतीय रुपये की तुलना में यूएस डॉलर) ने अक्टूबर 2017 से दो तरफा हालचाल प्रदर्शित की है। उसमें जनवरी 2018 के पहले भाग तक उत्प्लावक पूंजी अंतर्वाह और यूएस डॉलर के कमजोर होते हुए वृद्धि हुई। परिणाम स्वरूप, वह फरवरी के प्रारंभ में घट गया

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



जिसके पश्चात अपेक्षित यूएस गैर कृषि पे रोल और वेतन डाटा की अपेक्षा से अधिक मजबूत जारी हुए जिसकी वजह से यूएस फेडरल रिज़र्व द्वारा ब्याज दर वृद्धि में तेज गति की अपेक्षाओं को और भारत के व्यापार घाटे पर उच्चतर कच्चे तेल की कीमतों के प्रभाव की चिंता ने भडकावा दिया। मार्च में रुपये की विनिमय दर उसके अक्टूबर 2017 के करीब थी।

तीसरे, 2017 के वैश्विक आर्थिक गतिविधि की गति उन्नत अर्थव्यवस्था (एईज) में मजबूत वृद्धि और उभरती हुई अर्थव्यवस्था में (ईएमईज) विशेष रूप से अधिक मजबूत वृद्धि के कारण अपेक्षा से अधिक मजबूत साबित हुई। वैश्विक वृद्धि आगे 2018 में गति पकड़ने की अपेक्षा

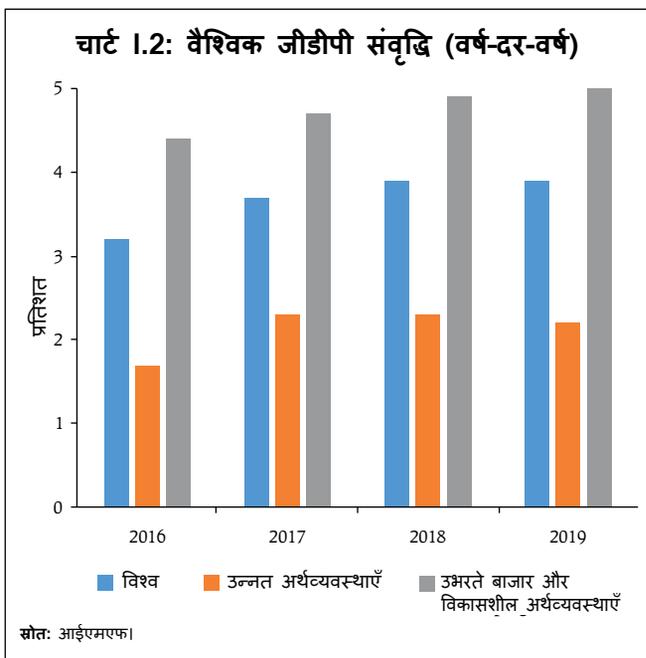
है जिसे कंपनी कर में कटौती से यूएस में निवेश मांग को यूरो क्षेत्र में मजबूत रिकवरी और सामान्यतः ईएमई में सुधारित दृष्टिकोण को प्रोत्साहन से लाभ होगा (चार्ट I.2)। विश्व व्यापार में तेज रिकवरी 2018 में स्थिर बनी रहने की अपेक्षा है और मजबूत और लचीली वैश्विक गतिविधि और एक वर्ष की संभावनाएं बढ़ाने की अपेक्षाएं हैं।

**1.1 मुद्रास्फीति के लिए दृष्टिकोण**

हेडलाइन उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) दिसंबर 2017 में 5.2 प्रतिशत की चरम सीमा पर पहुंच गया (4.9 प्रतिशत, केंद्र सरकार के कर्मचारियों के लिए एचआरए के अनुमानित प्रभाव को छोड़कर) जिससे सब्जियों के मूल्य में बेमौसमी वृद्धि हुई और केंद्र सरकार द्वारा कार्यान्वित 7वें केंद्रीय वेतन आयोग (सीपीसी) एचआरए अवार्ड पर पूरा प्रभाव पड़ा। मौसमी खाद्य कीमतों में सुधार में विलंबित सेटिंग के कारण फरवरी में हेडलाइन मुद्रास्फीति को 4.4 प्रतिशत नीचे आई (4.1 प्रतिशत केंद्र सरकार के कर्मचारियों के लिए एचआरए के अनुमानित प्रभाव को छोड़कर)। यह संभव है कि यह गिरावट अप्रैल में परिवर्तन से पहले मार्च में नरमाई के अनुमान को बनाये रखेगी। इस उलटाव/परिवर्तन की व्यापकता और प्रभाव 2018-19 में मौद्रिक नीति प्रतिक्रियाओं को सुव्यवस्थित करेंगे।

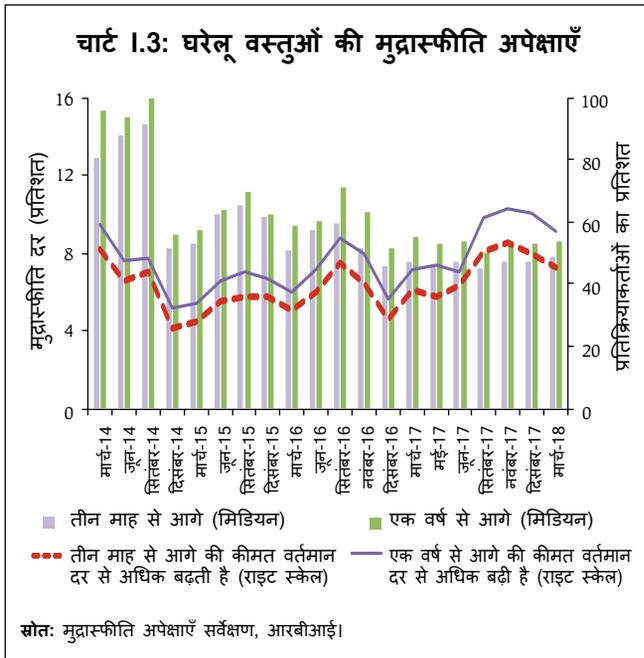
दृष्टिकोण की तरफ मुड़ते हुए, मार्च 2018 के भारतीय रिज़र्व बैंक के सर्वेक्षण के अनुसार शहरी पारिवारिक मुद्रास्फीति अपेक्षाएं उन्नत बनी रही।<sup>1</sup> तीन महीने बाद की और एक वर्ष बाद की मुद्रास्फीति अपेक्षाएं पिछले दौर के (दिसंबर) क्रमशः 7.8 प्रतिशत और 8.6 प्रतिशत से क्रमशः

**चार्ट I.2: वैश्विक जीडीपी संवृद्धि (वर्ष-दर-वर्ष)**

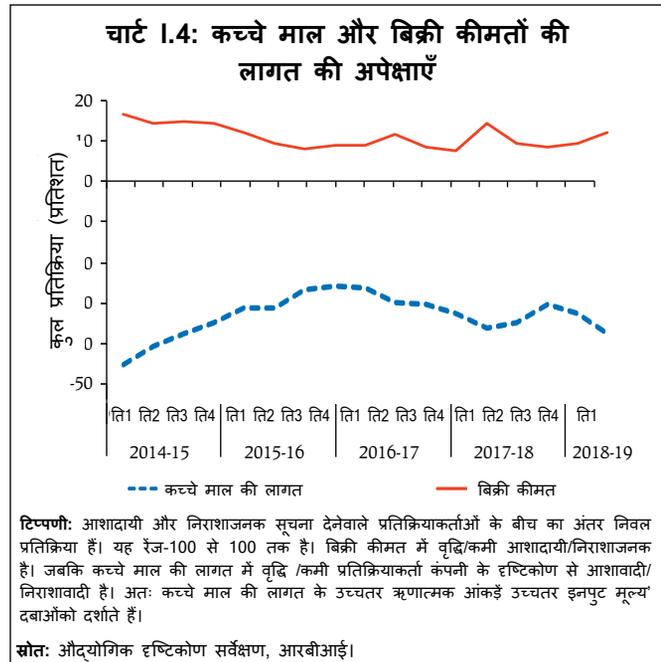


<sup>1</sup> रिज़र्व बैंक का घरेलू मुद्रास्फीति अपेक्षाएं सर्वेक्षण-18 शहरों में आयोजित किया गया है और मार्च 2018 के सर्वेक्षण के परिणाम (5,150) घरेलुओं की प्रतिक्रिया के आधार पर हैं।

**चार्ट 1.3: घरेलू वस्तुओं की मुद्रास्फीति अपेक्षाएँ**



**चार्ट 1.4: कच्चे माल और बिक्री कीमतों की लागत की अपेक्षाएँ**



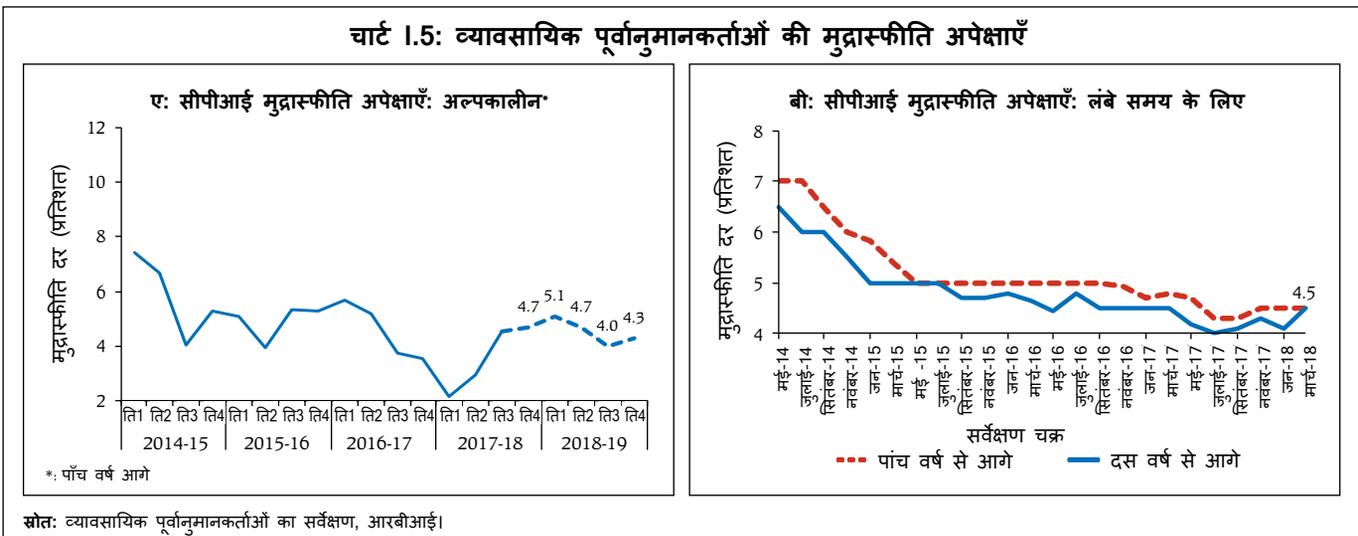
30 आधार बिंदु और 10 आधार बिंदु बढ़ गई। प्रतिक्रिया देनेवाले यह अपेक्षा कर रहे हैं कि सामान्य कीमतों का स्तर तीन महीने और एक वर्ष दोनों की सीमा के लिए गिरी हुई वर्तमान दर से अधिक बढ़ जाए (चार्ट 1.3)।

विनिर्माण फर्मों ने रिज़र्व बैंक के औद्योगिक आउटलुक सर्वेक्षण (मार्च 2018) में अभिमत दिया था, उन्होंने यह अपेक्षा की कि कच्चे माल की बढ़ती लागतों के कारण तिमाही 1: 2018-19 में उच्चतर इनपुट मूल्य दबाव होगा (कच्चे माल की लागत के उच्चतर नकारात्मक मूल्य उच्चतर इनपुट मूल्य दबाव दर्शाते हैं) (चार्ट 1.4)।<sup>2</sup> बिक्री

की कीमतों में भी वृद्धि अपेक्षित है, परंतु लाभ सीमान्तों को संरक्षित करने के लिए पर्याप्त नहीं है। निक्की के बिक्री प्रबंधकों का सर्वेक्षण विनिर्माण के लिए (मार्च 2018) इनपुट और आउटपुट दोनों मूल्य दबाव और सेवा क्षेत्र (फरवरी 2018) की ओर संकेत देता है।

मार्च 2018 में रिज़र्व बैंक द्वारा सर्वेक्षित व्यावसायिक अनुमानकर्ताओं ने यह अपेक्षा की कि सीपीआई मुद्रास्फीति 2018-19 की पहली तिमाही में 5.1 प्रतिशत तक दृढ़ होगी और चौथी तिमाही 2018-19 में 4.3 प्रतिशत तक संयत होगी (चार्ट 1.5)।<sup>3</sup> उनकी मध्यावधि मुद्रास्फीति अपेक्षाएँ

**चार्ट 1.5: व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं की मुद्रास्फीति अपेक्षाएँ**



<sup>2</sup> मार्च 2018 राउंड परिणाम 1,250 कंपनियों के प्रतिसाद पर आधारित है।

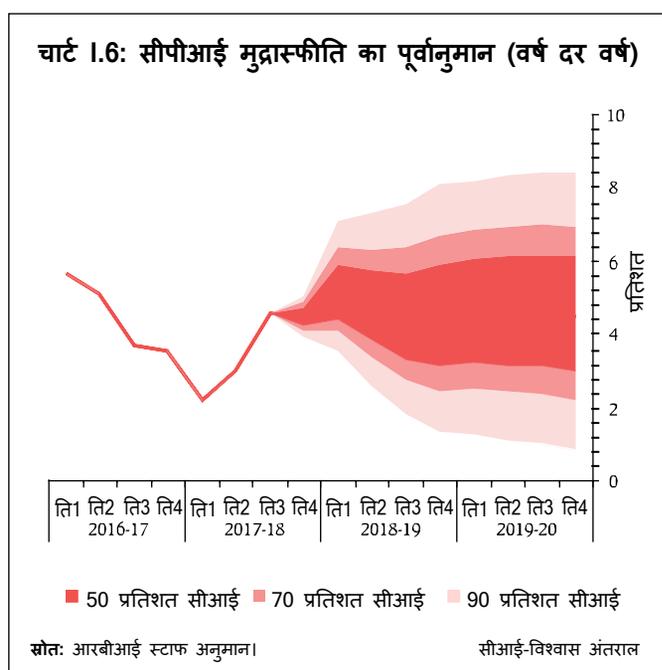
<sup>3</sup> व्यावसायिक अनुमानकर्ताओं के रिज़र्व बैंक के सर्वेक्षण की मार्च 2018 राउंड में 25 अनुमानकर्ताओं ने भाग लिया।

(5 वर्ष आगे) 4.5 प्रतिशत पर अपरिवर्तित रही, जबकि दीर्घावधि मुद्रास्फीति अपेक्षाएं (10 वर्ष आगे) 40 आधार बिंदु बढ़कर 4.5 प्रतिशत रही।

प्रारंभिक स्थितियों को देखते हुए प्रगतिशील सर्वेक्षण से संकेत और संरचनात्मक और अन्य मॉडलों के अनुमानों से सीपीआई मुद्रास्फीति प्रतिकूल आधार प्रभाव के कारण फरवरी 2018 के 4.4 प्रतिशत से ऊपर उठकर तिमाही 1: 2018-19 में 5.1 प्रतिशत रहने का और तिमाही 2 में 4.7 प्रतिशत, तिमाही 3 और 4 में 4.4 तक संयत होने का अनुमान है जिसमें शीर्षांकित जोखिम ऊपर उठेगा (चार्ट 1.6)। यह नोट किया जाए कि केंद्र सरकार द्वारा घोषित एचआरए में वृद्धि का प्रत्यक्ष प्रभाव दिसंबर 2018 तक पूरी तरह से फीका पड़ जाएगा। 50 प्रतिशत और 70 प्रतिशत आत्मविश्वास अंतराल क्रमशः तिमाही 4: 2018-19 में 3.2-5.9 रह गया और 2.5-6.7 रह गया। केंद्र सरकार के कर्मचारियों के लिए एचआरए के अनुमानित प्रभाव को छोड़कर सीपीआई मुद्रास्फीति फरवरी 2018 में 4.1 प्रतिशत से ऊपर उठकर तिमाही 1: 2018-19 में 4.7 प्रतिशत रह सकती थी और उसके बाद तिमाही 2,3 और 4 में 4.4 प्रतिशत तक संयत हो सकती थी।

वर्ष 2019-20 के लिए यह मानकर कि सामान्य: मानसून रहेगा और कोई बड़ा बाहरी आघात नहीं होगा, संरचनात्मक मॉडल अनुमान यह दर्शाते हैं कि मुद्रास्फीति 4.5-4.6 इस रेंज में बदलेगी। 50 प्रतिशत और 70 प्रतिशत आत्मविश्वास अंतराल तिमाही 4: 2019-20 के लिए क्रमशः 3.0-6.1 प्रतिशत और 2.2-7.0 प्रतिशत का अंतर होगा।

चार्ट 1.6: सीपीआई मुद्रास्फीति का पूर्वानुमान (वर्ष दर वर्ष)



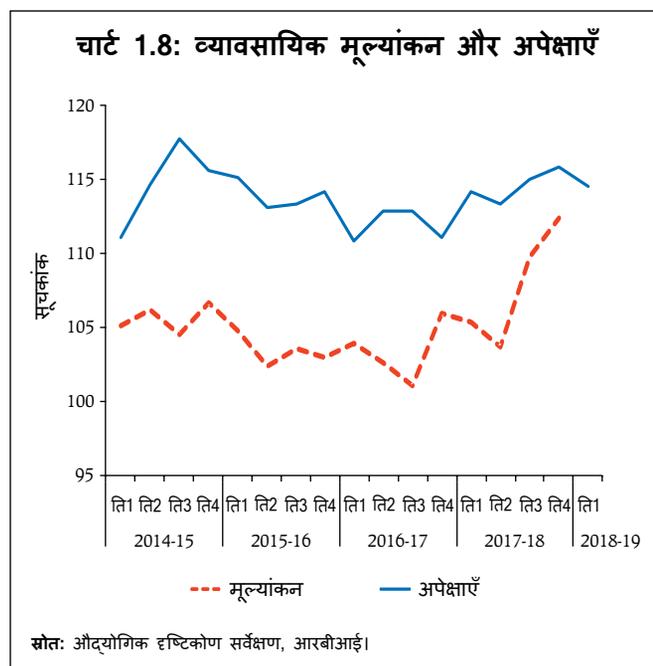
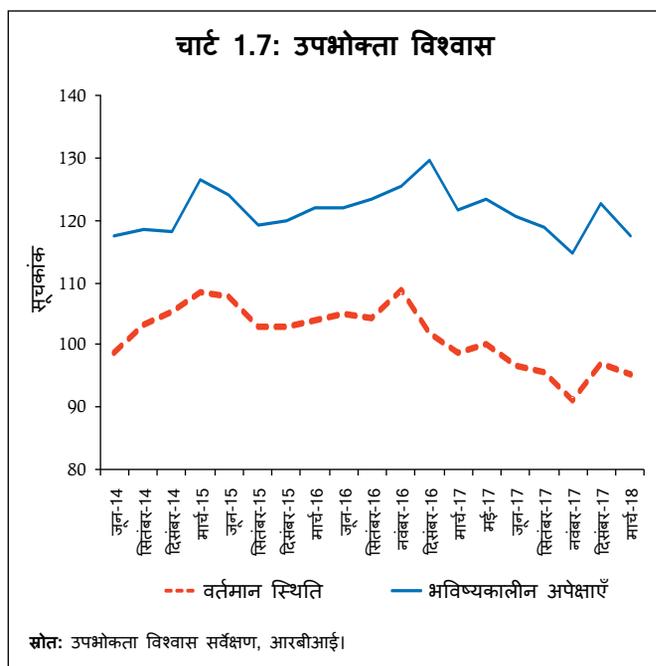
बेसलाइन पूर्वानुमान के लिए कई अपसाइड जोखिम हैं। यद्यपि हेडलाइन मुद्रास्फीति पर प्रभाव सांख्यिकीय होगा और उसे नीति प्रयोजनों के लिए गौर से देखना होगा, एचआरए में अपेक्षित वृद्धि राज्य सरकार द्वारा की गई वृद्धि को मिलाकर वृद्धि का दूसरा आदेश मुद्रास्फीति आदेश को प्रभावित कर सकता है। मुद्रास्फीति दृष्टिकोण के लिए अन्य प्रमुख जोखिम कच्चे तेल और अन्य पण्य कीमतें, खरीफ फसलों के लिए प्रस्तावित संशोधन, और केंद्र और राज्य दोनों स्तर पर राजकोषीय गिरावट है।

### 1.2 संवृद्धि के लिए दृष्टिकोण

आगे चलकर आर्थिक गतिविधि 2018-19 में प्रगति करना अपेक्षित है जिससे हितकर घरेलू और साथ-साथ वैश्विक वातावरण को लाभ होगा। पहले, जीएसटी के कार्यान्वयन से संबंधित प्रारंभिक कठिनाइयां कम हो रही हैं। दूसरे, ऋण का उठाव ही हाल की अवधि में उल्लेखनीय रूप से बढ़ गया है और क्रमिक रूप से विस्तृत आधार पर हो रहा है जो विनिर्माण क्षेत्र और नई निवेश गतिविधि को अच्छा पूर्वाभास दे रहा है। तीसरे, प्राथमिक बाजार से विस्तृत संसाधन जुटाने से आगे की अवधि के लिए निवेश गतिविधि मजबूत हो सकेगी। चौथे, दिवाला ऋण शोधन अक्षमता संहिता (आईबीसी) के अंतर्गत सरकारी क्षेत्र के बैंकों के पुनर्पूजीकरण प्रक्रिया और बीमार आस्तियों के समाधान से कारोबार और निवेश वातावरण में सुधार होगा। पांचवें, वैश्विक व्यापार वृद्धि ने गति पकड़ी है जो निर्यात को बढ़ावा देगी और सही निर्यात का अवरोध कम करेगी। छठे, यूनियन बजट में ग्रामीण और संरचनात्मक क्षेत्रों पर जोर ग्रामीण मांग का कार्याकल्प करेगा और निजी निवेश में भरपूर वृद्धि करेगा।

इन स्वास्थ्यकर गतिविधियों के होते हुए भी उपभोक्ता आत्मविश्वास रिजर्व बैंक के सर्वेक्षण के मार्च 2018 के राउंड में, अपनी सामान्य आर्थिक स्थितियों और रोजगार स्थिति में आगे वर्ष भर में संयतता की अपेक्षा करनेवाले प्रतिवादियों के साथ डूब गया (चार्ट 1.7)।<sup>4</sup> विनिर्माण क्षेत्र में कुल भावना एक तिमाही आगे रिजर्व बैंक के औद्योगिक दृष्टिकोण सर्वेक्षण में मार्च 2018 में उत्पाद की कमजोर संभावनाएं, आदेश बही,

<sup>4</sup> यह सर्वेक्षण रिजर्व बैंक द्वारा छह महानगरों में और मार्च 2018 के राउंड में किया गया और (5,297) प्रतिवादियों द्वारा प्रतिसाद प्राप्त हुआ।



क्षमता उपयोग, रोजगारी और लाभ मार्जिन के दबाव में असफल रही (चार्ट 1.8)।

तथापि, अन्य एजेंसियों द्वारा आयोजित सर्वेक्षण कारोबार आत्मविश्वास में भी सुधार दर्शाते हैं (सारणी 1.3)। विनिर्माण और सेवा क्षेत्र फर्म निक्की के खरीदारी प्रबंधकों के सर्वेक्षण (क्रमशः मार्च 2018 और फरवरी 2018) एक वर्ष बाद आउटलुक के बारे में आशावादी है, जो विस्तारीकरण योजनाओं द्वारा चलाया गया और मांग की स्थिति में सुधार की अपेक्षा की गई।

रिज़र्व बैंक के सर्वेक्षण के मार्च 2018 राउंड में व्यावसायिक अनुमानकर्ताओं ने तिमाही 3: 2017-18 के 7.2 प्रतिशत से तिमाही 1: 2018-19 में 7.3 प्रतिशत तक सीमांत रूप से उठाने के लिए सकल घरेलू उत्पाद (जीडीपी) में वृद्धि की अपेक्षा की और वह तिमाही 2- तिमाही 4 में 7.2 प्रतिशत रही (चार्ट 1.9 और सारणी 1.4)।

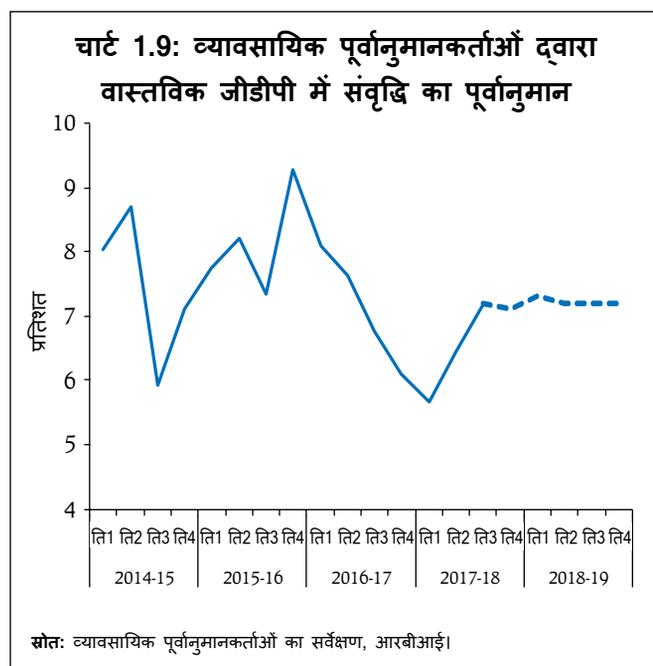
बेसलाइन धारणा सर्वेक्षण संकेतक और मॉडल अनुमान को विचार में लेते हुए सही जीडीपी वृद्धि 2017-18 के 6.6 प्रतिशत से 2018-19 में 7.4 तक तिमाही 1 में 7.3

**सारणी 1.3: कारोबारी प्रत्याशा सर्वे**

मद	एनसीएईआर बिजनेस कांफिडेंस इंडेक्स (जनवरी 2018)	फिक्की समय बिजनेस कांफिडेंस इंडेक्स (फरवरी 2018)	दून और ब्रैडस्ट्रीट कम्पोजीट बिजनेस आउटलुक इंडेक्स (जनवरी 2018)	सीआईआई बिजनेस कांफिडेंस इंडेक्स (दिसंबर 2017)
सूचकांक का वर्तमान स्तर	129.3	71.6	91.0	59.7
पिछले सर्वे के अनुसार सूचकांक	118.5	65.6	76.7	58.3
% परिवर्तन (ति-दर-ति) क्रम में	9.1	9.1	18.6	2.4
% परिवर्तन (वर्ष-दर-वर्ष)	15.4	23.0	39.1	5.7

**नोट:**

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



**सारणी I.4: रिज़र्व बैंक का बेसलाइन तथा व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं का माध्यिका पूर्वानुमान**

	(प्रतिशत)		
	2017-18	2018-19	2019-20
<b>रिज़र्व बैंक का बेसलाइन अनुमान</b>			
मुद्रास्फीति, चौथी तिमाही (वर्ष दर वर्ष)	4.5	4.4	4.5
केंद्र सरकारी कर्मचारियों के लिए निर्धारित एचआरए के अनुमानित प्रभाव को छोड़कर मुद्रास्फीति, ति 4 (वर्ष दर वर्ष)	4.2	4.4	4.5
वास्तविक सकल मूल्य वर्धित (जीवीए) संवृद्धि	6.6	7.4	7.7
<b>व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं के सर्वेक्षण का मूल्यांकन<sup>@</sup></b>			
मुद्रास्फीति, चौथी तिमाही (वर्ष दर वर्ष)	4.7	4.3	
वास्तविक जीवीए संवृद्धि	6.6	7.3	
सकल घरेलू बचत (जीएनडीआई का प्रतिशत)	30.2	30.5	
सकल फिक्स्ड पूंजी निर्माण (जीडीपी का प्रतिशत)	28.5	29.0	
अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों के ऋण में वृद्धि	10.0	11.3	
संयुक्त सकल राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	6.5	6.3	
केंद्र सरकार सकल राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	3.5	3.3	
रेपो रेट (समाप्त अवधि)	6.00	6.00	
91-दिवसीय खजाना बिल पर प्रतिफल (समाप्त अवधि)	6.2	6.3	
10-वर्षीय केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों पर प्रतिफल (समाप्त अवधि)	7.6	7.5	
समग्र भुगतान शेष (यूएस \$ बिलियन)	27.1	11.3	
पण्य निर्यात वृद्धि	9.0	9.4	
पण्य आयात वृद्धि	18.0	10.9	
चालू खाता शेष (जीडीपी का प्रतिशत)	-1.9	-2.1	

@: माध्यिका पूर्वानुमान; जीएनडीआई: सकल राष्ट्रीय प्रयोज्य आय

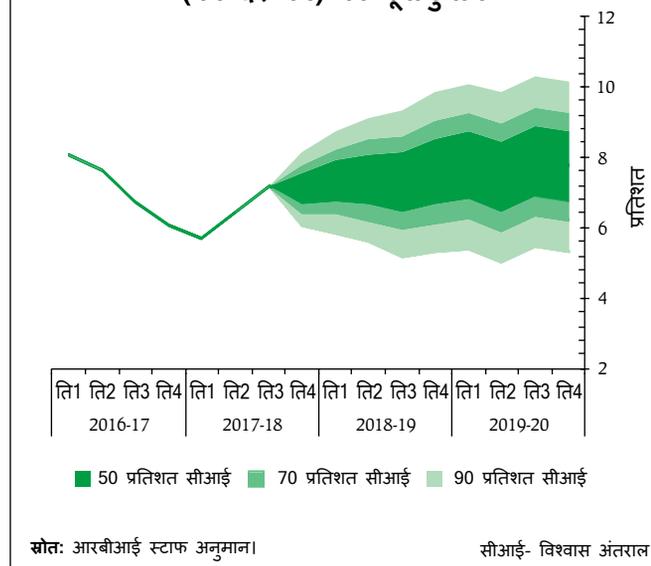
स्रोत: आरबीआई स्टाफ अनुमान तथा व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं का सर्वेक्षण (मार्च 2018)।

प्रतिशत, तिमाही 2 में 7.4 प्रतिशत, तिमाही 3 में 7.3 प्रतिशत और तिमाही 4 में 7.6 प्रतिशत सुधार होने का पूर्वानुमान किया गया है जिसमें बेसलाइन परिदृश्य में समान रूप से संतुलित जोखिम है।<sup>5</sup> 2019-20 के लिए संरचनात्मक मॉडेल अनुमान ने एक सामान्य मानसून और कोई बाहरी नीति आघात नहीं मानकर 7.4-7.9 प्रतिशत के रेंज में तिमाही वृद्धि दर के साथ 7.7 प्रतिशत वास्तविक जीडीपी संवृद्धि का संकेत दिया था (चार्ट I.10)।

कुछ ऐसे जोखिम हैं जो बेसलाइन वृद्धि के परिदृश्य में हैं जिन पर सावधानीपूर्वक ध्यान देना होगा। सबसे पहले, संबद्ध अनिश्चितता और यूएस में मौद्रिक नीति के सामान्यीकरण के समय और अन्य प्रमुख उभरती अर्थव्यवस्था वाले केंद्रीय बैंक अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाज़ार

<sup>5</sup> इस मौद्रिक नीति रिपोर्ट के बाद घरेलू उत्पाद (जीडीपी) में वृद्धि आर्थिक गतिविधि के हेडलाइन उपाय के रूप में इस्तेमाल की जाएगी।

**चार्ट I.10: वास्तविक जीडीपी में संवृद्धि (वर्ष दर वर्ष) का पूर्वानुमान**



में अस्थिरता की आवर्ती बारी को जिसका पूंजी प्रवाह और समग्र निवेश भावना पर जिसमें 'वित्त' चैनल के माध्यम से ईएमई शामिल है, पर विपरीत प्रभाव पड़ सकता है। दूसरे, यूएस में संरक्षणवादी उपाय और व्यापार युद्ध को सामान्यीकृत खतरा घरेलू वित्तीय बाज़ार को स्पिल ओवर और वृद्धि आउटलुक के लिए विपरीत निहितार्थ वैश्विक वित्तीय बाज़ार में अस्थिरता बढ़ा सकती है। राष्ट्रीय लेखा सांख्यिकी पर पुराने डाटा में बृहत् संशोधन पूर्वानुमान को चुनौती भी दे सकते हैं। (बॉक्स I.1)

### I.3 जोखिमों का संतुलन

आगामी खंडों में प्रस्तुत संवृद्धि और मुद्रास्फीति के बेसलाइन अनुमान तालिका I.2 में दिए गए पूर्वानुमानों पर आधारित हैं। हालांकि इन बेसलाइन पूर्वानुमानों के इर्दगिर्द मौजूद बढ़ी अनिश्चितताएँ बेसलाइन अनुमानों के लिए जोखिम पैदा करती हैं। संभाव्य वैकल्पिक परिदृश्यों में संवृद्धि और मुद्रास्फीति के अनुमानित पथों पर आगे विचार किया गया है।

#### (i) कच्चे तेल की अंतरराष्ट्रीय कीमतें

विगत छह महीने के दौरान तेल की कीमतों की गति तेल-बाजार के साथ जुड़ी परिवर्तनशीलता को प्रकट करती है। बेसलाइन परिदृश्य में यह पूर्वानुमान किया गया है कि सन 2018-19 के दौरान कच्चे तेल की कीमतें (भारतीय बास्केट) औसतन प्रति बैरल 68 अमरीकी डॉलर रहेंगी। हालांकि तिमाहियों में वैश्विक बढ़ोतरी ने ऊपर की तरफ जाकर चकित कर दिया। यदि यही स्थितियाँ बनी रहीं तो

**बाक्स I.1: भारत में राष्ट्रीय लेखा आंकड़ों का संशोधन**

केंद्रीय सांख्यिकी कार्यालय (सीएसओ) द्वारा राष्ट्रीय लेखा आंकड़ों के प्रथम अग्रिम अनुमानों (एफएई) को जनवरी के प्रथम सप्ताह में ले आने के साथ ही आंकड़ों के व्यापक संशोधन का मुद्दा समाने आ गया है। प्रथम अग्रिम अनुमान सीमित जानकारी पर आधारित हैं, जिन्हें अनुक्रमिक संशोधनों में धीरे-धीरे ठीक किया जाता है। भारत में जीडीपी के प्रमुख घटकों की वार्षिक संवृद्धि दरों के संबंध में प्रथम निर्गमन और नवीनतम उपलब्ध निगमन के विश्लेषण से सामान्यतया उर्ध्वगामी प्रवृत्ति प्रकट होती है।

उत्पादन पक्ष को देखें तो वार्षिक आंकड़ों (2003-04 के बाद) और तिमाही आंकड़ों (2002-03 के बाद) पर आधारित विश्लेषण से ज्ञात होता है कि दस वर्ष की अवधि में सीएसओ ने अग्रिम अनुमानों के सापेक्षतया सकल वर्धित मूल्य (जीवीए) संवृद्धि के वार्षिक वास्तविक अनुमानों को बढ़ाते हुए संशोधित किया (औसतन लगभग 70 आधार अंक) और शेष चार वर्ष के दौरान गिराते हुए (औसतन लगभग 27 आधार अंक) संशोधित किया (सारणी I.1.1)। वास्तविक जीडीपी के मामले में अग्रिम अनुमानों को बारह वर्ष तक बढ़ाते हुए रखा गया (औसतन 81 आधार अंक)

और केवल दो वर्ष के लिए इसे गिराते हुए (औसतन 204 आधार अंक) रखा गया। जीवीए घटकों के विश्लेषण से प्रकट होता है कि मुख्य रूप से तीन क्षेत्रों-यथा- 'खनन और उत्खनन', 'विनिर्माण' और 'वित्त रीयल एस्टेट और व्यावसायिक सेवाओं' में उल्लेखनीय संशोधन हुए।

व्यय पक्ष में 2007-08 के बाद के वार्षिक आंकड़ों और 2009-10 के बाद के तिमाही आंकड़ों के विश्लेषण से ज्ञात होता है कि निजी अंतिम उपभोग व्यय (पीएफसीई) और वस्तु और सेवाओं के निर्यातों में उल्लेखनीय संशोधन हुए (तालिका I.1.2)।

इस विश्लेषण से यह भी प्रकट होता है कि बढ़ती हुई संवृद्धि की अवधि के दौरान अनुक्रमिक संशोधनों में आरंभिक अनुमानों को ऊपर की तरफ बढ़ाया गया, जबकि संवृद्धि में गिरावट की अवधि में संशोधनों को गिरावट की तरफ रखा गया - आरंभिक अनुमानों में उर्ध्वगति को संतुलित रूप में व्यक्त किया गया है और गिरावट को अत्युक्ति के साथ प्रकट किया गया है। जीडीपी/जीवीए संवृद्धि के अग्रिम अनुमानों के लिए जरूरी है कि इनकी अनुपूर्ति उच्च बारंबारता के संकेतकों से की जाए ताकि अर्थव्यवस्था के हालात के वास्तविक आकलन किया जा सके (प्रकाश तथा अन्य, 2018)।

**सारणी I.1.1: वास्तविक जीवीए संवृद्धि का पहला व अंतिम अनुमान: अंतर का मीन और मिडियन (प्रतिशत बिन्दु में)**

चर	वार्षिक संवृद्धि दर (14 वर्ष)		तिमाही संवृद्धि दर (64 तिमाही)	
	मीन	मिडियन	मीन	मिडियन
जीवीए	0.43	0.37	0.55 ***	0.54 ***
कृषि, फोरेस्टरी और फिशिंग	0.84	0.99	0.34	0.74 *
खनन तथा उत्खनन	2.34	1.18	1.97 ***	0.58 ***
विनिर्माण	2.06	1.75	2.09 ***	1.13 ***
विद्युत, गैस, जल आपूर्ति तथा अन्य उपयोगी सेवाएँ	-0.20	-0.36	0.35	0.45 *
निर्माण	1.34	0.51	0.75	0.60
व्यापार, होटल, परिवहन, संचार और ब्रॉडकास्टिंग से संबन्धित सेवाएँ	0.47	0.87	0.34	0.64
वित्त, रीयल एस्टेट एवं व्यावसायिक सेवाएँ	0.49	0.43	1.08 ***	1.23 ***
लोक प्रशासन, रक्षा तथा अन्य सेवाएँ	-1.31	-0.81	-0.46	-1.10

टिप्पणियाँ: 1. \*\*\*, \*\* और \* क्रमशः 1%, 5% और 10% पर सांख्यिकीय महत्त्व को दर्शाते हैं।

2. विलकोक्सन साइन रैंक टेस्ट मिडियन के लिए की गयी है।

3. शून्य परिकल्पना यह है कि आबादी के दो या दो से अधिक सेट के लिए पैरामीटर में कोई अंतर नहीं है।

**संदर्भ:**

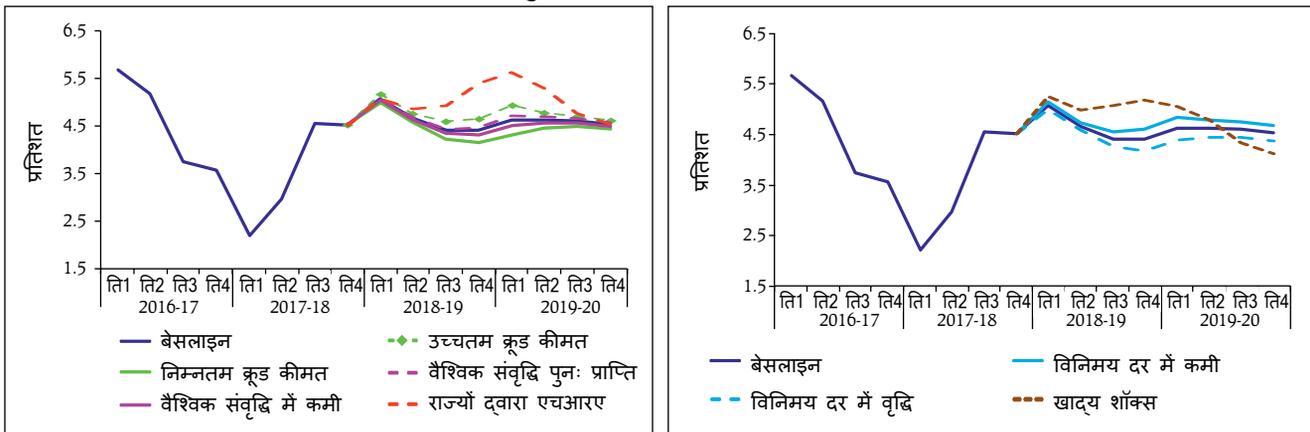
प्रकाश, अनुपम, ए. के. शुक्ला, ए. पी. एक्का और के. प्रियदर्शी (2018), "एकज़ामिनिंग ग्रॉस डोमेस्टिक प्रॉडक्ट डाटा रिविजन्स इन इंडिया", मिट स्ट्रीट मेमो (आगामी), भारतीय रिज़र्व बैंक.

**सारणी I.1.2: वास्तविक जीडीपी संवृद्धि का पहला व अंतिम अनुमान: व्यय पक्ष :अंतर का मीन और मिडियन (प्रतिशत बिन्दु में)**

चर	वार्षिक संवृद्धि दर (10 वर्ष)		तिमाही संवृद्धि दर (32 तिमाही)	
	मीन	मिडियन	मीन	मिडियन
जीडीपी	0.38	0.56	0.71**	0.36**
निजी अंतिम उपभोग व्यय	1.56	1.14	1.31**	1.19**
सरकारी अंतिम उपभोग व्यय	-0.92	0.41	-0.12	2.49
सकल फिक्स्ड पूंजी निर्माण	1.96	1.91	2.89*	0.80
वस्तुएँ और सेवाओं की निर्यात	1.97	1.29	3.59*	2.04*
वस्तुओं और सेवाओं का आयात	2.99	2.43	15.33	2.67**

टिप्पणियाँ: कृपया सारणी I.1.1. की टिप्पणियाँ देखें।

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



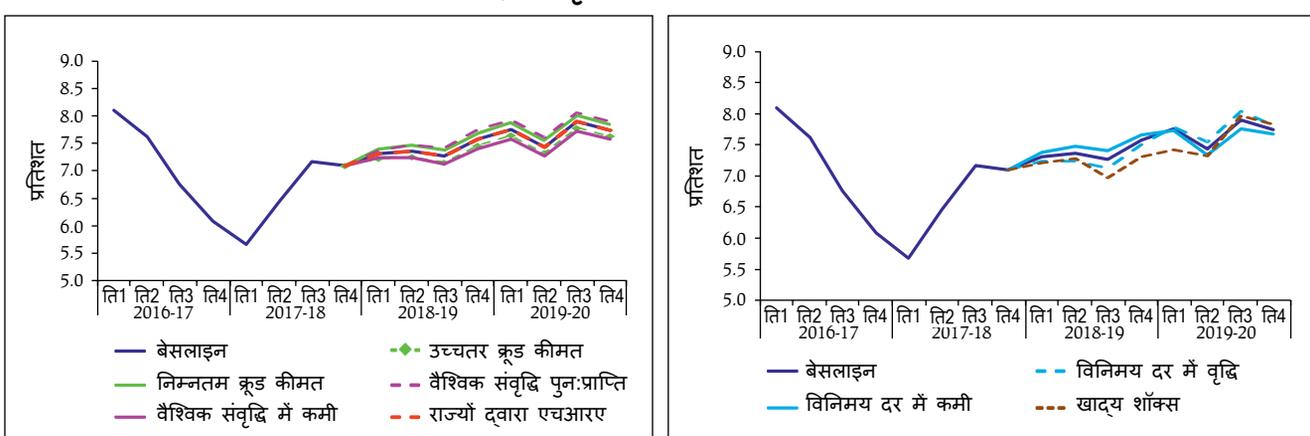
स्रोत: आरबीआई स्टाफ अनुमान।

वैश्विक स्तर पर कच्चे तेल की मांग और इसलिए इसकी कीमतें ऊपर की तरफ जा सकती हैं। इस परिदृश्य में मान लिया जाए कि कच्चे तेल की औसत कीमतें 78 अमरीकी डालर रहती हैं तो मुद्रास्फीति भी बेसलाइन से 30 आधार अंक ऊपर रहेगी और संवृद्धि लगभग 10 आधार अंक कमजोर पड़ जाएगी। दूसरी तरफ यदि वैश्विक आर्थिक क्रियाकलाप प्रत्याशा से कमजोर पड़ जाते हैं तो अंतरराष्ट्रीय तेल कीमतों पर अधोगामी दबाव पड़ेगा (विभिन्न कारकों की वजह से, इन पर आगे चल कर चर्चा की गई है) अथवा कच्चे तेल की कीमतों के प्रतिसाद में शेल-गैस का उत्पादन और बढ़ा दिया जाता है अथवा ओपेक सदस्य अपने-अपने लिए सहमत शेयर से अधिक उत्पादन करें। यदि ऐसे परिदृश्य में भारतीय बास्केट में कच्चे तेल की कीमतें प्रति बैरल 58 अमरीकी डॉलर तक गिर जाएँ तो मुद्रास्फीति भी बेसलाइन से लगभग 30 आधार अंक नीचे चली जाएगी, और वास्तविक जीडीपी संवृद्धि को लगभग 10 आधार अंकों का उछाल मिल जाएगा (चार्ट I.11 और I.12)।

(ii) वैश्विक संवृद्धि

बेसलाइन परिदृश्य में यह माना गया है कि 2018 के दौरान वैश्विक संवृद्धि ऊपर जाएगी, क्योंकि इसे कॉरपोरेट टैक्स रियायतों के कारण अमरीकी निवेश मांग में तेजी, समायोजनकारी मौद्रिक नीति के समर्थन से यूरो क्षेत्र में प्रबल क्रियाकलापों और ईएमई की संवृद्धि संभावनाओं में सुधार का सहारा मिलेगा। संक्रमिक चक्रीय प्रतिघात वैश्विक व्यापार के पुनरुत्थान और वित्तपोषण की सहज शर्तों द्वारा एक दूसरे को मजबूती प्रदान करने के कारण से इस बेसलाइन के लिए कुछ जोखिम भी हैं। यदि मध्यम अवधि में वैश्विक संवृद्धि इस बेसलाइन से 50 आधार अंक ऊपर जाती है तो यह घरेलू संवृद्धि को मजबूत करते हुए इसे बेसलाइन से 20 आधार अंक ऊपर ले जाएगी और घरेलू मुद्रास्फीति में लगभग 10 आधार अंकों की बढ़ोतरी करेगी।

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



स्रोत: आरबीआई स्टाफ अनुमान।

दूसरी तरफ, संरक्षणवादी नीतियाँ, अमरीकी और अन्य प्रणालीगत केंद्रीय बैंकों में मौद्रिक नीति की गति और साधारणीकरण की सामयिकता के साथ जुड़ी हुई सतत अनिश्चितता, और कच्चे तेल की ऊँची कीमतें वैश्विक मांग के लिए गिरावट का जोखिम पैदा करती हैं। यदि वैश्विक मांग में इस बेसलाइन की तुलना में 50 आधार अंकों की कमजोरी आती है तो घरेलू संवृद्धि और मुद्रास्फीति इस बेसलाइन से क्रमशः 20 आधार अंक और लगभग 10 आधार अंक नीचे जा सकती है।

### (iii) मकान किराया भत्ता - राज्यों द्वारा कार्यान्वयन

केंद्र सरकार द्वारा अपने कर्मचारियों के लिए मकान किराया भत्ते में बढ़ोतरी का प्रभाव जुलाई 2017 से मुद्रास्फीति आंकड़ों में प्रकट होता है। हालांकि राज्य सरकारों द्वारा अपने-अपने कर्मचारियों के लिए मकान किराया भत्ते के अवार्ड को लागू करने के परिमाण और सामयिकता के बारे में अनिश्चितता बनी रह जाती है और इसीलिए बेसलाइन मुद्रास्फीति पथ में इसे शामिल नहीं किया गया है। यह मानते हुए कि सभी राज्य सरकारें सन 2018-19 की अवधि में केंद्र सरकार के जितना ही वेतन और भत्ते में बढ़ोतरी करती हैं, तो उच्चतर एचआरए के प्रत्यक्ष सांख्यिकीय प्रभाव के कारण उपभोक्ता कीमत सूचकांक की मुद्रास्फीति इस बेसलाइन से 100 आधार अंक तक ऊपर जा सकती है, जिस पर उच्चतर मांग और मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं में बढ़ोतरी से पैदा होने वाले अतिरिक्त अप्रत्यक्ष प्रभाव भी रहेंगे। जैसा कि पहले कहा गया है, मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं से निकलने वाले अप्रत्यक्ष प्रभावों के बारे में सतर्क रहते हुए प्रत्यक्ष सांख्यिकीय प्रभावों पर मौद्रिक नीति को ध्यान देना होगा।

### (iv) विनिमय दर

अमरीकी डॉलर की तुलना में भारतीय रुपए की विनिमय दर, हाल ही के महीनों में दोनों दिशाओं में गतिमान रही। घरेलू मुद्रास्फीति, राजकोषीय गिरावट और चालू खाता शेष गतिविधियाँ सहित अमरीका में मौद्रिक नीति की गति और सामान्यीकरण के बारे में बदलती हुई बाजार अनुभूतियाँ हाल ही कि समयवधि में विनिमय दर गतिविधियों के चालन का महत्वपूर्ण कारक रहे हैं और निकट अवधि में इनके ऐसे ही बने रहने की संभावना है। यूरो क्षेत्र में आर्थिक क्रियाकलापों में गति सहित यूरोपीय सेंट्रल बैंक की सामान्यीकरण योजनाओं के इर्दगिर्द अनिश्चितताओं से संभव है कि वित्तीय बाजार की अनिश्चितताओं में बढ़ोतरी होगी। अमरीकी समष्टि आर्थिक नीति का संयोग

- ऐसे परिवेश में सहज राजकोषीय नीति जबकि मौद्रिक समायोजन को हटा दिया जाए - बाजार की अस्थिरता को बढ़ावा दे सकता है। यह मानते हुए कि इस बेसलाइन के सापेक्षतया भारतीय रुपए में लगभग 5 प्रतिशत की गिरावट होगी, तो मुद्रास्फीति लगभग 20 आधार अंक की बढ़ोतरी को छू लेगी और निवल निर्यातों में उछाल से संवृद्धि में लगभग 15 आधार अंक की बढ़ोतरी हो सकती है। दूसरी तरफ हाल ही के महीनों में संवृद्धि में आई तेजी सहित, प्रबल स्वदेशी मूल सिद्धांतों और निवेश को बढ़ाने के लिए सरकार द्वारा किए गए विभिन्न प्रयासों की सहायता से विदेशी निवेश के लिए भारत एक आकर्षक गंतव्य बना रहेगा, जो कि मुद्रा पर अपवाड़ दबाव दाल सकता है। इस परिदृश्य में 5 प्रतिशत भारतीय रुपए में होने वाला मूल्यवर्धन सन 2018-19 में मुद्रास्फीति को 20 आधार अंक तक नरम कर सकता है और संवृद्धि को लगभग 15 आधार अंक गिरा सकता है।

### (v) खाद्य स्फीति का जोखिम

संवृद्धि और मुद्रास्फीति के बेसलाइन प्रेक्षकों में माना गया है कि सामान्य दक्षिणी-पश्चिमी मानसून रहेगा, इसका समर्थन संभावित ईएनएसओ (अल-नेनों-दक्षिणी स्पंदन) की उदासीन स्थितियों के अग्रिम संकेतों से भी हो सकता है। भारतीय मौसम विभाग (आईएमडी) को सन 2018 के लिए दक्षिणी-पश्चिमी मानसून पर अपने पूर्वानुमान अभी जारी करने हैं। वर्षा की स्थितियों पर कृषि क्षेत्र की संवेदनशीलता को देखते हुए वास्तविक संवृद्धि और मुद्रास्फीति के डायनामिक्स मानसून की प्रगति पर महत्वपूर्ण रूप से निर्भर होंगे। 2018-19 में मानसून में कमी होने पर समग्र जीडीपी वृद्धि में 20 से 30 आधार अंकों की गिरावट आ सकती है। इसके अलावा, खरीफ फसल के लिए न्यूनतम बिक्री कीमत निर्धारित करने के लिए यूनियन बजट में संशोधित दिशानिर्देशों का प्रस्ताव किया गया है, यद्यपि अभी पूरे विवरण उपलब्ध नहीं हैं। यदि मानसून अपर्याप्त रहता है और न्यूनतम खरीद की कीमत संबंधी बजट प्रस्तावों के कारण खाद्य कीमतें बढ़ जाती हैं तो हेडलाइन मुद्रास्फीति इस बेसलाइन से लगभग 80 आधार अंक बढ़ जाएगी।

### (vi) राजकोषीय चूक

केंद्र सरकार का 2017-18 और 2018-19 का राजकोषीय घाटा आरंभिक प्रत्याशाओं से ऊपर जाना संभावित है और मध्यम अवधि समायोजन पथ को भी स्थगित कर दिया गया है। अक्टूबर 2017 में प्रस्तुत अनुभवजन्य आकलन में सुझाव दिया गया है कि (क) भारत में आपदा

राजकोषीय घाटे से मुद्रास्फीति की तरफ जाती है, और (ख) मुद्रास्फीति पर राजकोषीय घाटे का प्रभाव रैखिक नहीं होता, अर्थात् राजकोषीय घाटा मुद्रास्फीति का आरंभिक स्तर जितना उच्चतर होगा मुद्रास्फीति पर राजकोषीय घाटे में बढ़ोतरी का प्रभाव भी उतना ही उच्चतर होगा। संयुक्त (केंद्र और राज्यों) राजकोषीय घाटे के वर्तमान स्तरों को देखते हुए जीडीपी अनुपात की तुलना में राजकोषीय घाटे में 100 आधार अंक की बढ़ोतरी से मुद्रास्फीति में लगभग 50 आधार अंक की बढ़ोतरी होगी। मुद्रास्फीति पर इसके प्रत्यक्ष प्रभाव के अलावा राजकोषीय चूक के व्यापक समष्टि-वित्तीय निहितार्थ होते हैं, सम्पूर्ण अर्थव्यवस्था में ऋण लेने की लागत पर खासतौर पर, जो कि पहले ही बढ़नी शुरू हो चुकी है। ये भी मुद्रास्फीति का पोषण करके उसे और ऊपर ले जाएंगे।

#### 1.4 निष्कर्ष

निष्कर्षतः, अनुमान है कि आईबीसी के तहत दबावग्रस्त आस्तियों के समाधान और सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों का

पुनर्पूजीकरण और बेहतर जीएसटी कार्यान्वयन आदि से वर्ष 2018-19 में सकल मांग में सुधार होगा। यूनियन बजट में ग्रामीण और अवसंरचना क्षेत्रों को अहम क्षेत्रों के रूप में अभिनिर्धारित कर दिया गया है, जो सकल मांग को शक्ति प्रदान कर सकता है। वैश्विक व्यापार में तेजी की सहायता से भारतीय अर्थव्यवस्था उच्च बाह्य मांग से लाभ उठा सकती है। मानसून संबंधी सामान्य अनिश्चितता के अलावा, मुद्रास्फीति के ऊपर जाने का जोखिम विविध प्रकार के अन्य स्रोतों से भी है, खासकर राज्य सरकारों द्वारा एचआरए में प्रत्याशित बढ़ोतरी से होने वाले सांख्यिकीय प्रभाव, राजकोषीय स्लिपेज और तेल कीमतों से। उपभोक्ता कीमत सूचकांक पर एचआरए समायोजन के विशुद्ध प्रत्यक्ष सांख्यिकीय प्रभाव पर मौद्रिक नीति बनाते समय ध्यान दिया जाएगा। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में प्रणालीगत केंद्रीय बैंकों द्वारा मौद्रिक नीति के सामान्यीकरण की गति और सामयिकता के बारे में अनिश्चितता संरक्षणवादी प्रवृत्तियों और व्यापारिक युद्ध के भय के साथ बेसलाइन मुद्रास्फीति और संवृद्धि पथ के लिए उल्लेखनीय जोखिम पैदा करती हैं।

## II. मूल्य और लागत

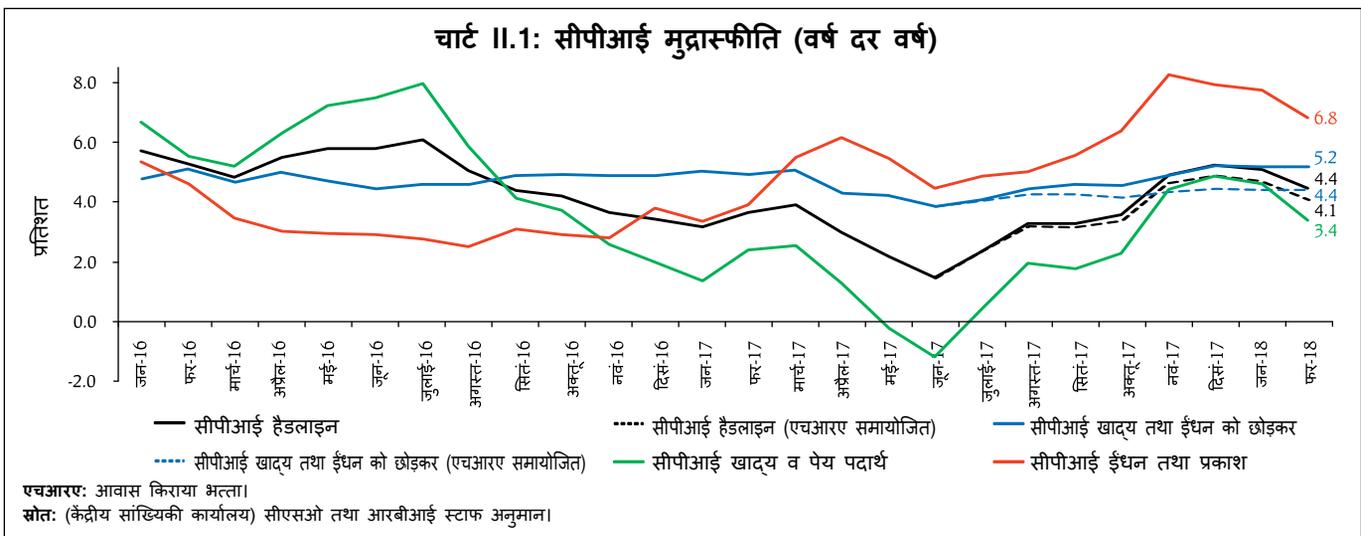
तिमाही 3 : 2017-18 में खाद्य कीमतों में हुई वृद्धि तथा केंद्र सरकार के कर्मचारियों के बढ़े हुए आवास किराया भत्ते (एचआरए) के वितरण, जिसने अकेले अनुमानित 35 आधार अंकों का योगदान दिया, के कारण उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति में तीव्र बढ़ोतरी हुई। सब्जियों की कीमतों में मौसमी राहत की देरी के कारण यह चौथी तिमाही में थोड़ा नियंत्रित हुआ। अंतरराष्ट्रीय स्तर पर वस्तुओं की कीमतों की गतिविधियों का अनुसरण करते हुए दूसरी छमाही: 2017-2018 में औद्योगिक इनपुट लागत में वृद्धि हुई। संगठित और ग्रामीण दोनों क्षेत्रों में मजदूरी दबाव सामान्य रहे।

7वें केंद्रीय वेतन आयोग (सीपीसी)<sup>1</sup> की सिफारिशों के बाद, जुलाई 2017 से केंद्र सरकार के कर्मचारियों के आवास किराया भत्ते में बढ़ोतरी ने तीसरी तिमाही में उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) मुद्रास्फीति को उल्लेखनीय रूप से प्रभावित किया है। सीपीआई<sup>2</sup> में आवास सूचकांक के संकलन की श्रृंखला आधारित प्रणाली को अपनाने के बाद आवास किराया भत्ते के प्रभाव ने 35 आधार अंकों का योगदान दिया जिससे दिसंबर में प्रमुख मुद्रास्फीति में 5.2 प्रतिशत की अधिकतम वृद्धि हुई। अनुमानित एचआरए प्रभाव के लिए किए गए समायोजन से दिसंबर में मुख्य मुद्रास्फीति 4.9 प्रतिशत थी। खाद्य और ईंधन को छोड़कर मुद्रास्फीति पर एचआरए का प्रभाव करीब 75 आधार अंकों के बराबर था, दिसंबर में समायोजन के लिए यह 4.4 प्रतिशत कम होना चाहिए था।

तीसरी तिमाही में सब्जियों की कीमतों में बेमौसम बढ़ोतरी के कारण खाद्यान्न मुद्रास्फीति में काफी बढ़ोतरी हुई; और द्रवित पेट्रोलियम गैस (एल.पी. गैस), केरोसिन, कोक और बिजली की कीमतें बढ़ने के कारण ईंधन मुद्रास्फीति में बढ़ोतरी दर्ज हुई। चौथी तिमाही में, सब्जी की कीमतों में मौसमी गिरावट के साथ फरवरी 2018 तक प्रमुख मुद्रास्फीति की दर घटकर 4.4 प्रतिशत रह गई। एचआरए प्रभाव को छोड़कर, प्रमुख मुद्रास्फीति की दर 4.1 प्रतिशत थी और खाद्य और ईंधन को छोड़कर मुद्रास्फीति में कोई परिवर्तन नहीं हुआ और यह 4.4 प्रतिशत ही रही।(चार्ट II.1)

प्रतिकूल आधारभूत प्रभावों तथा केंद्र सरकार के कर्मचारियों के एचआरए के बढ़ने के पूर्वानुमान के आधार पर अक्टूबर 2017 के एमपीआर में यह अनुमान लगाया गया था कि 2017-18 की तीसरी तिमाही में सीपीआई मुद्रास्फीति 4.2 प्रतिशत तक तथा चौथी तिमाही में 4.6 प्रतिशत बढ़ेगी। तीसरी तिमाही में वास्तविक मुद्रास्फीति के परिणाम अनुमानित प्रक्षेपवक्र की दिशा के अनुरूप रहे, परंतु स्तरों में, आघातों के संयोजन के कारण वे पूर्वानुमान से 35 आधार अंक अधिक हो गए। सर्वप्रथम, अक्टूबर से नवंबर 2017 के दौरान प्याज और टमाटर की कीमतों में अनाज की असामयिक वृद्धि ने सब्जी की कीमतों में बढ़ोतरी की वजह से दिसंबर में इस श्रेणी में मुद्रास्फीति को 30 फीसदी तक पहुंचाने का मौका दिया। दूसरा, एलपीजी कीमतों में वृद्धि के कारण अक्टूबर-नवंबर के दौरान ईंधन मुद्रास्फीति तेजी से बढ़ी। तीसरा, अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतें अक्टूबर से बढ़ने लगीं। दिसंबर 2017 के अंत तक, वे यूएस अमेरिकी डालर 55

चार्ट II.1: सीपीआई मुद्रास्फीति (वर्ष दर वर्ष)



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

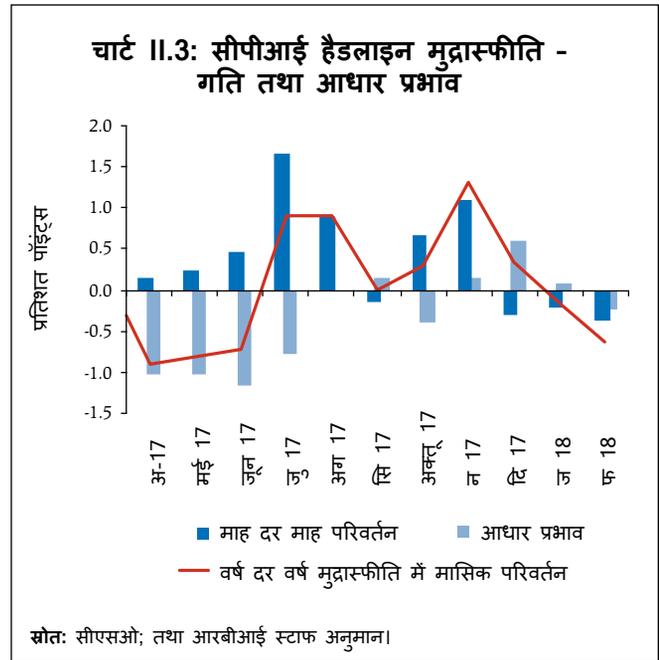
<sup>2</sup>दास.पी.(2018)। "सीपीआई मुद्रास्फीति पर आवास किराया भत्ते के बढ़ाने का प्रभाव।" *मिन्ट स्ट्रीट मेमो (आगामी अंक)*।

प्रति बैरल की बेसलाइन धारणा से 10 अमेरिकी डॉलर प्रति बैरल थे। सीपीआई मुद्रास्फीति अक्टूबर के शुरुआती महीनों में एक्साइज ड्यूटी में कटौती और तेल विपणन कंपनियों (ओएमसी) द्वारा पिछड़े मार्क-अप की वजह से तीसरी तिमाही में स्थिर हो गई। चौथी तिमाही में, कीमतों के बढ़ने पर दबाव डालने वाले अधिकांश कारक उलट गए। सब्जियों की कीमतों में शीतकाल में आई गिरावट अंततोगत्वा जनवरी में प्रकट हुई। अंतरराष्ट्रीय कीमतों पर नजर रखने वाले घरेलू एलपीजी की कीमतों में फरवरी में गिरावट आई है। परिणामस्वरूप, वास्तविक और अनुमानित मुद्रास्फीति के बीच विचलन चौथी तिमाही से 15 बीपीएस में संकुचित हो गया (चार्ट II.2)।

**II.1 उपभोक्ता मूल्य**

केंद्र सरकार के कर्मचारियों के लिए एचआरए में वृद्धि, जो जुलाई 2017 से प्रभावी हुई और दिसंबर 2017 तक संग्रहित हुई, ने तथा नवंबर में सब्जियों की कीमतों में 4.9 फीसदी की बढ़ोतरी के चलते सब्जियों की असुविधाजनक कड़ी ने तीसरी तिमाही में प्रमुख मुद्रास्फीति का रास्ता बना दिया। दिसंबर में सब्जियों की कीमतें सामान्य रूप से धीमी गति से कम हुई थीं, दिसंबर में 5.2 प्रतिशत की बढ़ोतरी के चलते महंगाई दर में एक प्रतिकूल आधार प्रभाव आया। चौथी तिमाही में, सब्जियों की कीमतों में देर से हुए, लेकिन तेज उलटाव के कारण हेडलाइन मुद्रास्फीति अपनी रफ्तार में गिरावट के साथ ही संयमित रही (चार्ट II.3)।

2017-18 में सीपीआई समूहों के बीच मुद्रास्फीति के वितरण में अद्भुत समानता और पिछले वर्ष के अनुभवों से भिन्नता भी थी। यद्यपि माध्यिका एवं मॉडल मुद्रास्फीति एक जैसी ही

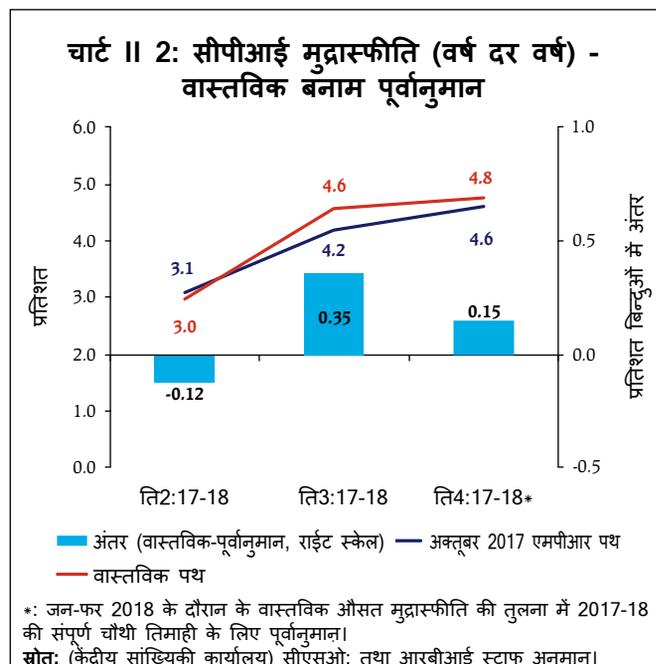


स्रोत: सीएसओ; तथा आरबीआई स्टाफ अनुमान।

थीं, तथापि दालों की कीमतों में हुई लगातार कमी से इस वर्ष मुद्रास्फीति के प्रसार में काफी ऋणात्मक झुकाव देखा गया, जबकि इसके विपरीत 2016-17 के दौरान चीनी और दालों की ऊंची कीमतों के चलते इसमें धनात्मक झुकाव रहा था (चार्ट II.4)। सीपीआई वस्तुओं के मूल्य परिवर्तन का प्रसार सूचकांक<sup>3</sup> दर्शाता है कि, 2017-18 की तीसरी तिमाही में बढ़ोतरी दर्ज करने के बाद मौसमी समायोजित आधार पर, जनवरी-फरवरी में कई सारी वस्तुओं, विशेषकर खाद्य वस्तुओं, की कीमतों में दर्ज की गई गिरावट के साथ ही परिस्थिति उलट गई (चार्ट II.5)।

**II.2 मुद्रास्फीति के कारक**

मुद्रास्फीति के कारकों को अलग-अलग करके मुद्रास्फीति का ऐतिहासिक अपघटन दर्शाता है कि, विशेषकर खाद्य कीमतों में अनुकूल आपूर्ति आघात के निरंतर प्रभाव ने 2017-18 की पहली छमाही में एक कुशन प्रदान किया। तथापि, पहली छमाही की तुलना में दूसरी छमाही में धनात्मक आपूर्ति

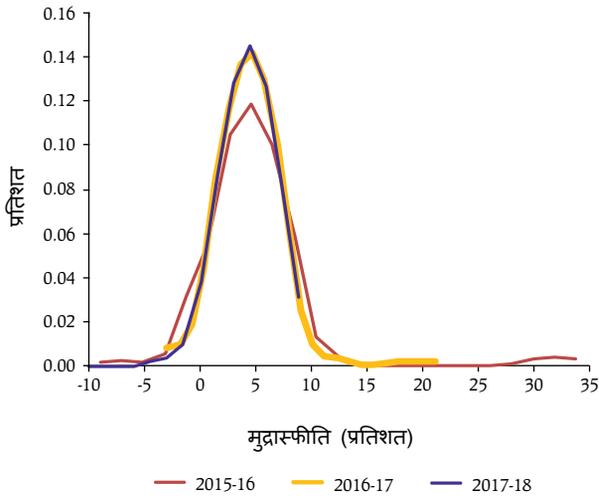


\*: जन-फर 2018 के दौरान के वास्तविक औसत मुद्रास्फीति की तुलना में 2017-18 की संपूर्ण चौथी तिमाही के लिए पूर्वानुमान।  
स्रोत: (केंद्रीय सांख्यिकी कार्यालय) सीएसओ; तथा आरबीआई स्टाफ अनुमान।

<sup>3</sup>सीपीआई प्रसार सूचकांक, मूल्य परिवर्तन प्रसार को आंकने का एक साधन है, जो इस प्रकार से वस्तुओं को सीपीआई बास्केट में वर्गीकृत करता है कि उनकी कीमतें बढ़ी हैं, स्थिर रही हैं या पिछले महीने से गिरी हैं। प्रसार सूचकांक में 50 से ऊपर का पठन कीमत वृद्धि के विस्तृत फैलाव या सामान्य बने रहने के स्तर का संकेत देता है और 50 से नीचे का पठन कीमतों में गिरावट का संकेत देता है।

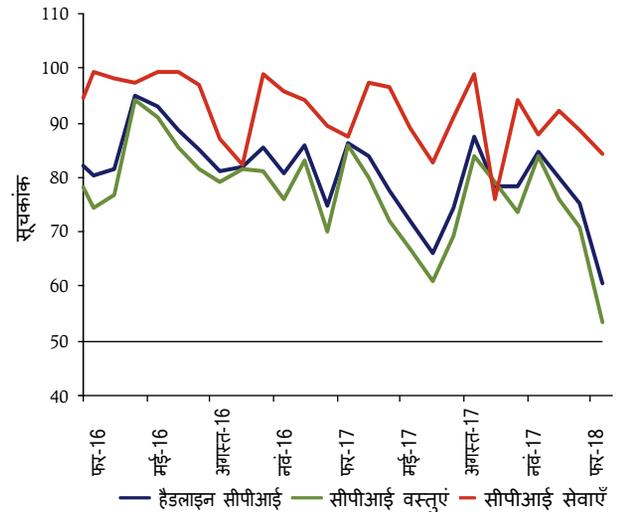
<sup>4</sup>ऐतिहासिक विघटन को निम्नलिखित वेरिएबलों (जो वेक्टर  $Y_t$  के रूप में दिए हैं) जैसे कि भारतीय रुपयों में कच्चे तेल के मूल्यों में वार्षिक संवृद्धि दर, मुद्रास्फीति, होडरिक प्रेसकोट फिल्टर के इस्तेमाल से मापा गया आउटपुट का अंतर, ग्रामीण मजदूरी में वार्षिक संवृद्धि दर तथा नीतिगत रेपो दर के साथ वेक्टर ऑटो रिग्रेशन (वीएआर) के आधार पर नमूने अवधि के दौरान मुद्रास्फीति में हुए उतार-चढ़ाव के प्रति प्रत्येक आघात के व्यक्तिगत योगदान की माप करने के लिए इस्तेमाल किया जाता है। वीएआर को साझे रूप में  $Y_t = c + AY_{t-1} + e_t$  लिखा जा सकता है जहां  $e_t$  आघातों (तेल) कीमत आघात, आपूर्ति आघात (मुद्रास्फीति आघात), आउटपुट अंतर आघात, मजदूरी आघात तथा नीतिगत आघात के रूप में दर्शाया है। वोल्ट विघटन  $Y_t$  के इस्तेमाल को निर्धारकीय प्रवृत्ति के प्रयोजन तथा सभी आघातों के योग  $e_t$  के रूप में दर्शाया जा सकता है। इस निरूपण से विभिन्न आघातों से योगदानों के जोड़ के रूप में निर्धारकीय प्रवृत्ति से मुद्रास्फीति के विचलन/डिविएशन को विघटित किया जा सकता है।

**चार्ट II.4: औसत सीपीआई मुद्रास्फीति (वर्ष दर वर्ष (केरनेल डैन्सिटि एस्टिमेट्स)**



स्रोत: सीएसओ; और आरबीआई स्टाफ अनुमान।

**चार्ट II.5: डिफ्यूज़न इंडाइसेस: सीपीआई (माह दर माह मौसमी समायोजित)**



स्रोत: सीएसओ; तथा आरबीआई स्टाफ अनुमान।

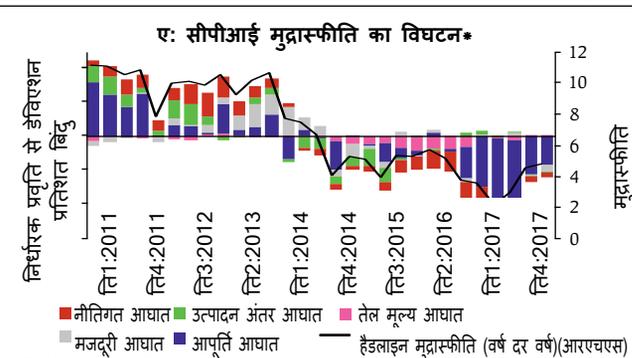
आघात में गिरावट आई। इस अवधि में स्थिर ऋणात्मक उत्पादन अंतराल के मंद प्रभाव और नॉमिनल ग्रामीण मजदूरी के संयमित रहने से भी मुद्रास्फीति निम्न बनी रही, जबकि कच्चे तेल की कीमतों में तेजी से ऊर्ध्वमुखी दबाव पड़ा (चार्ट II.6ए)।

मुद्रास्फीति को इसके घटकों यथा वस्तुओं एवं सेवाओं में अपघटित करने पर, यह ज्ञात होता है कि जून से दिसंबर 2017 तक मुद्रास्फीति में तेजी और फिर जनवरी 2018 से इसमें उलटाव की मुख्य वजह गैर-टिकाऊ वस्तुओं, विशेषकर शीघ्र खराब होने वाली वस्तुओं, की कीमतें रहीं; जबकि सेवाओं की कीमतों में लगातार वृद्धि दर्ज हुई थी और यह मुख्य रूप से आवासीय मुद्रास्फीति में वृद्धि के चलते हुई थी जो जून के 4.7 प्रतिशत से बढ़कर दिसंबर में 8.2 प्रतिशत हो गई थी

तथा फरवरी में और बढ़कर 8.4 प्रतिशत हो गई, जो एचआरए का सांख्यिकीय प्रभाव परिलक्षित करता है (चार्ट II.6बी)। इस अवधि में सेवा मुद्रास्फीति में देखी गई वृद्धि में अकेले आवास क्षेत्र का योगदान 90 प्रतिशत रहा।

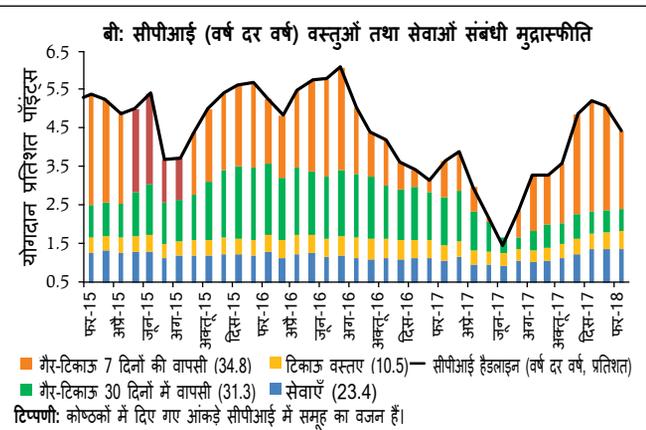
वर्ष की दूसरी छमाही में खाद्य मुद्रास्फीति के चालकों के अवलोकन से ज्ञात होता है कि खाद्य एवं पेय उप-समूह का समग्र मुद्रास्फीति में योगदान लगभग 40 प्रतिशत रहा, जो पहली छमाही से महज 12 प्रतिशत था। पर्याप्त बफर स्टॉक की वजह से अनाज मुद्रास्फीति सामान्यतया नियंत्रण में रही। अनाज मुद्रास्फीति के नियंत्रण में बने रहने के साथ ही, खाद्य मुद्रास्फीति में आगे वृद्धि की मुख्य वजह सब्जियों-विशेषकर टमाटर तथा प्याज की कीमतों और भरपूर अंनिमल प्रोटीन वाली खाद्य वस्तुओं की कीमतों में बारी-बारी से होने

**चार्ट II.6: मुद्रास्फीति के कारक**

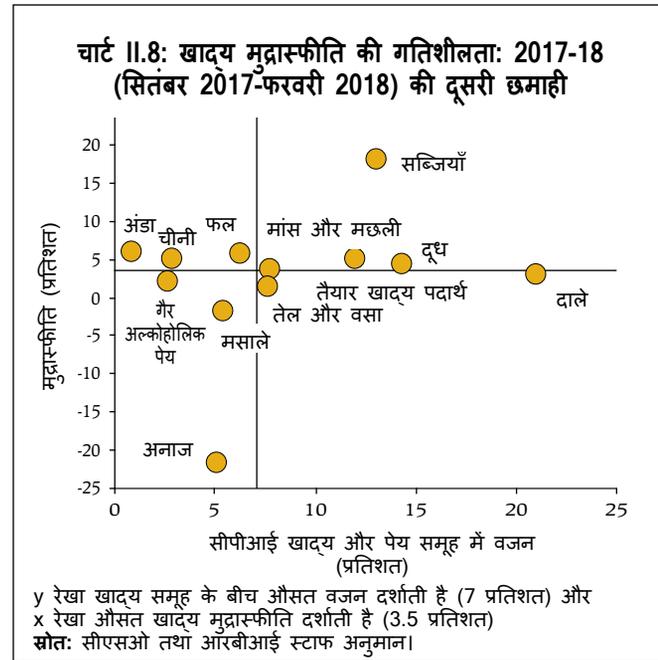
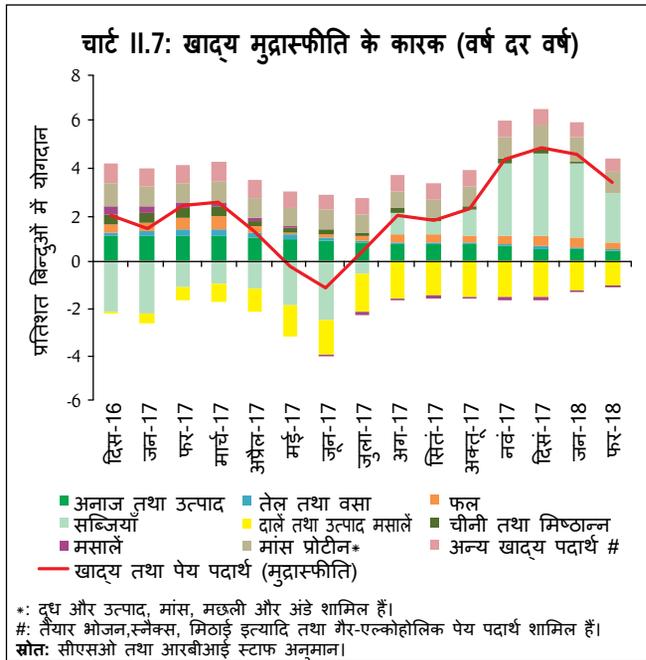


\*: निर्धारक प्रवृत्ति से डेविशियन।  
 नोट: भारतीय ₹ में तेल की कीमतों के साथ वेक्टर आटो रिग्रेशन के उपयोग द्वारा अनुमानित। 2002 की पहली तिमाही से 2018 की पहली तिमाही कलेंडर से तिमाही डाटा के उपयोग द्वारा सीपीआई मुद्रास्फीति, उत्पादन अंतर, ग्रामीण मजदूरी तथा नीति दर।

स्रोत: सीएसओ; तथा आरबीआई स्टाफ अनुमान।



टिप्पणी: कोष्ठकों में दिए गए आंकड़े सीपीआई में समूह का वजन हैं।

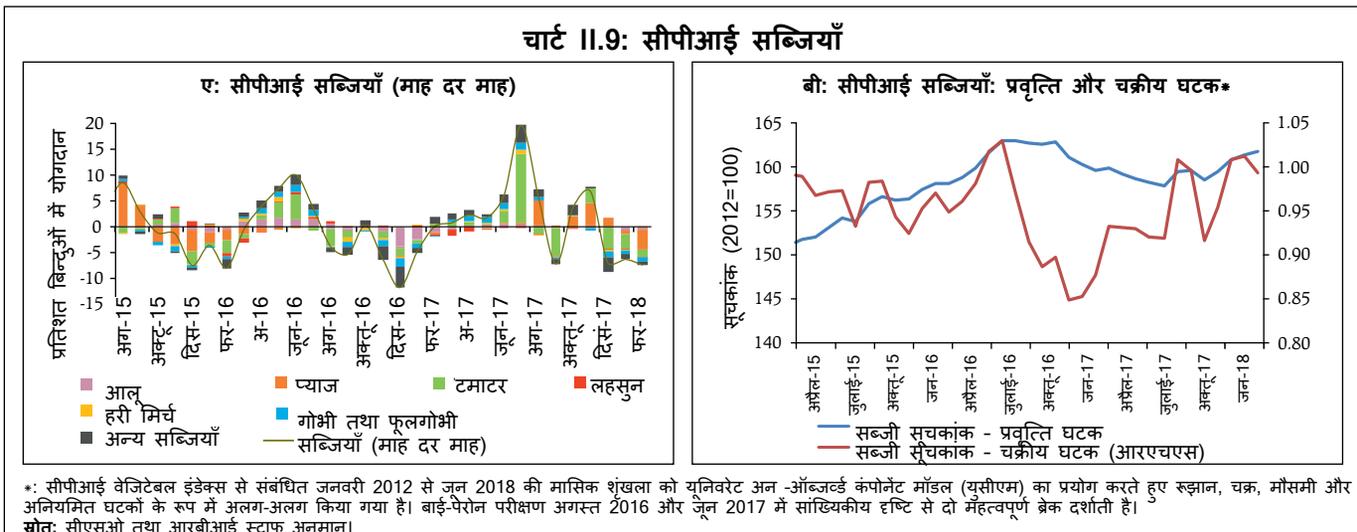


वाली अनिर्न्तर तेजी रही। दालों की कीमतों में हुई लगातार गिरावट से एक मजबूत अधोगामी दबाव पड़ा। अन्य बातों के साथ-साथ जीएसटी दरों में अधोगामी संशोधन के कारण प्रसंस्कृत खाद्य उत्पादों में भी मुद्रास्फीति संयमित रही (चार्ट II.7 एवं चार्ट II.8)।

सब्जियाँ, जो सीपीआई खाद्य समूह का 13 प्रतिशत हैं, खाद्य मुद्रास्फीति के मुख्य कारक थे। मंडियों में आवक की गिरावट के चलते सब्जियों की कीमतों पर दबाव जून 2017 से शुरू हो गया, विशेष रूप से प्याज और टमाटर मामले में (चार्ट II.9ए)। टमाटर कीमतों में बढ़ोतरी इतनी तेज थी कि इस श्रेणी की मुद्रास्फीति जो जून-2017 में (-) 41 प्रतिशत थी बढ़कर नवंबर 2017 में 119 प्रतिशत हो गई। इसका कारण था

प्रतिकूल मौसम की स्थिति- उच्च अस्थायी और स्थानिक परिवर्तनशीलता और मानसून वापसी में विलंब - और महाराष्ट्र तथा मध्य प्रदेश के कुछ हिस्सों में किसानों का आंदोलन। अगस्त-सितंबर में टमाटर की कीमतों में मामूली गिरावट आई, जबकि अक्टूबर तक विस्तारित दक्षिण-पश्चिमी मॉनसून से कई महत्वपूर्ण टमाटर उत्पादन केंद्रों में, विशेष रूप से कर्नाटक, आंध्र प्रदेश, तेलंगाना, मध्य प्रदेश और उड़ीसा जैसे राज्यों में फसल का नुकसान हुआ और टमाटर की कीमतों में नवंबर में बढ़ोतरी हुई।

एक अन्य कारक प्याज की कीमत में बढ़ोतरी थी, जो अप्रैल 2017 में (-) 14 प्रतिशत से बढ़कर दिसंबर में 159 प्रतिशत हो गई। इसका भी कारण प्रतिकूल मौसम था। इसके अलावा



कुछ राज्य सरकारों द्वारा प्याज की बड़ी मात्रा में खरीद बढ़ती कीमत का प्रमुख कारण बना। नवंबर 2017 के बाद प्याज और टमाटर की कीमतों में ताजा शीतकालीन फसलों के आगमन के साथ नरमी आई। सरकार द्वारा आपूर्ति प्रबंधन उपायों से, विशेषकर प्याज के मामले में, मूल्यों में कमी लाने में मदद मिली। न्यूनतम निर्यात मूल्य(एमईपी), जो प्याज की कीमत में वृद्धि के लिए सरकार द्वारा प्रयोग में लाया जाने वाला मुख्य आपूर्ति प्रबंधन उपाय है, को वर्ष के दौरान नवंबर माह में पुनः कार्यान्वित किया गया और यूएस \$ 850 प्रति टन मूल्य निर्धारित किया गया। सरकार के स्वामित्व की मध्यस्थ एजेंसी जैसे- भारतीय धातु और खनिज व्यापार निगम (एमएमटीसी) ने 2,000 टन प्याज का आयात किया जबकि अन्य एजेंसियों जैसे राष्ट्रीय कृषि सहकारी विपणन परिसंघ (नाफेड) ने लगभग 10,000 टन प्याज सीधे किसानों से खरीदा, और लघु कृषक कृषि कारोबार कंसोर्टियम (एसएफएसी) ने लगभग 2,000 टन प्याज स्थानीय माध्यम से खरीदा। केंद्र सरकार ने राज्य सरकारों को यह भी सलाह दी कि आपूर्ति संतुलन बनाए रखने के लिए लाइसेंसिंग, स्टॉक सीमा लागू करके, और आवागमन पर प्रतिबंध लगाने जैसे उपाय अपनाए। इसके फलस्वरूप, प्याज की कीमतों में नरमी आई और सरकार ने जनवरी 2018 में एमईपी को प्रति टन 700 अमरीकी डालर प्रति टन नीचे लाया जिसे फरवरी 2018 में पूरी तरह हटा दिया गया।

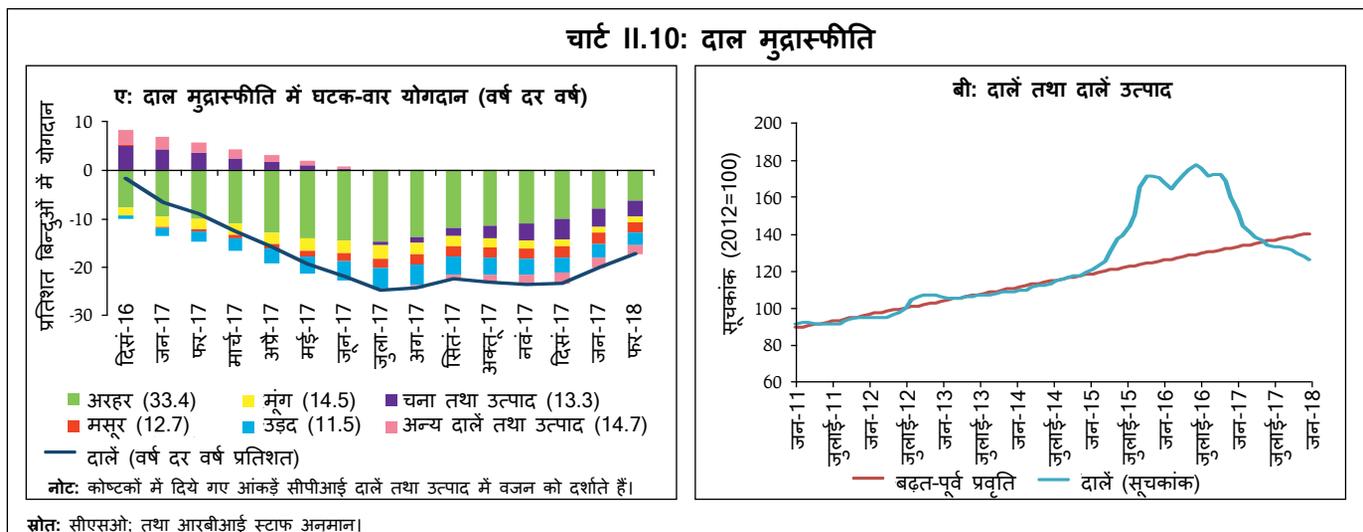
आलू के मामले में, पश्चिम बंगाल में, जो आलू का मुख्य उत्पादक राज्य है, अक्टूबर में मानसून वर्षा के विस्तार के कारण, बुवाई में देरी हुई जिससे उसके मूल्य पर दबाव आया। हालांकि, पिछली फसल की शेष ने इसके मूल्य को नियंत्रण में रखा।

सीपीआई मूल्य डाटा पर आधारित विश्लेषण यह बताता है कि ग्रामीण और शहरी क्षेत्रों में सब्जी की कीमतों के माह-दर-माह बदलाव में कोई महत्वपूर्ण परिवर्तन नहीं है। सब्जी की कीमतों में बढ़ोत्तरी ने समान रूप से भारत के ग्रामीण और शहरी क्षेत्रों को प्रभावित किया।<sup>5</sup> सब्जियों की कीमतों में विमुद्रीकरण के कारण आई गिरावट की दिशा पलट गई जैसा कि सब्जियों के सीपीआई सूचकांक की प्रवृत्ति और चक्रीय घटकों से स्पष्ट होता है। (चार्ट 11.9बी)

प्रोटीन समृद्ध वस्तुएं जैसे अंडा, मांस और मछली जैसे अन्य खाद्य घटकों के मूल्य में इजाफा दर्ज किया गया जो असमान था। अंडे के मूल्य की मंहगाई में अक्टूबर में 0.8 प्रतिशत से दिसंबर में 9.3 प्रतिशत की वृद्धि गई। यह वृद्धि सर्दियों में मांग की सामान्य वृद्धि के समय पोल्ट्री फार्मों द्वारा अंडे का उत्पादन कम करने के परिणामस्वरूप हुई तंग आपूर्ति के कारण हुई।

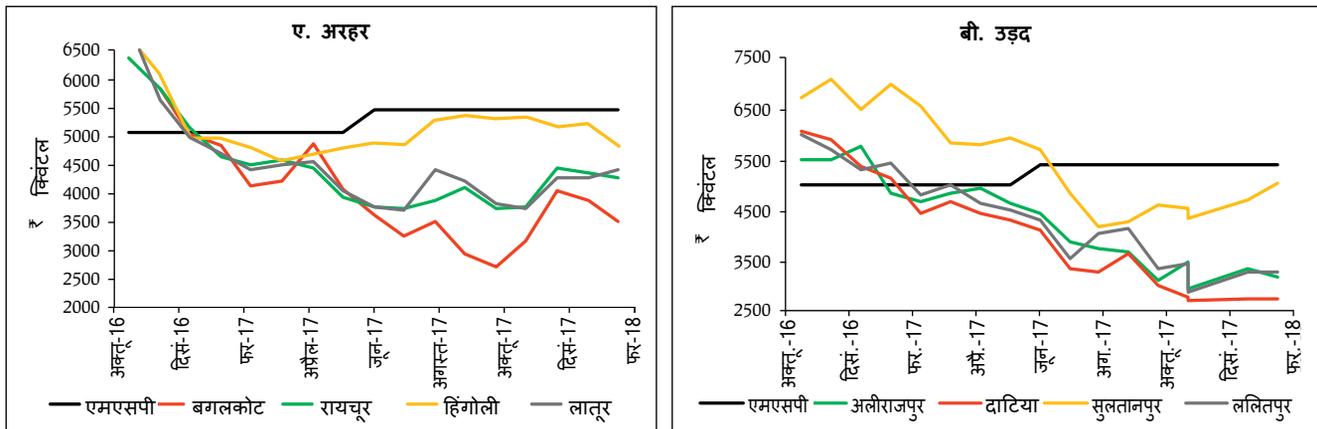
खाद्य समूह में 5 प्रतिशत का हिस्सा रखने वाली दालों ने वर्ष के दौरान खाद्य मुद्रास्फीति के उतार-चढ़ाव में महत्वपूर्ण भूमिका निभाई। समग्र मुद्रास्फीति में दालों का योगदान वर्ष 2016-17 के 6.0 प्रतिशत से वर्ष 2017-18 में (-) 19.0 प्रतिशत तक हो गया। सूक्ष्म स्तर पर देखें तो दालों की समग्र मुद्रास्फीति में अरहर के मूल्य में जुलाई 2017 से लगातार गिरावट आई है जबकि चने के मूल्य के योगदान में दिसंबर 2017 तक महीने दर महीने नकारात्मकता आती गई। दूसरे उन्नत मूल्यांकन के अनुसार 2017-18 के दौरान दालों का उत्पादन कुछ अधिक, अर्थात् 23.95 मिलियन टन रखने से (2016-17 में 23.13 मिलियन टन) दालों की कीमतें अब प्रवृत्ति स्तर से काफी नीचे पहुंच चुकी हैं। (चार्ट 11.10 ए तथा बी)

चार्ट 11.10: दाल मुद्रास्फीति



<sup>5</sup>टी-परीक्षण ढांचे के आधार पर।

**चार्ट II.11: दालें - मंडी कीमतें तथा एमएसपी**



टिप्पणी: इन दालों के प्रमुख उत्पादक राज्यों से मंडियाँ हैं।  
 स्रोत: कृषि लागत और कीमत आयोग (सीएसपी) और एगमार्कनेट।

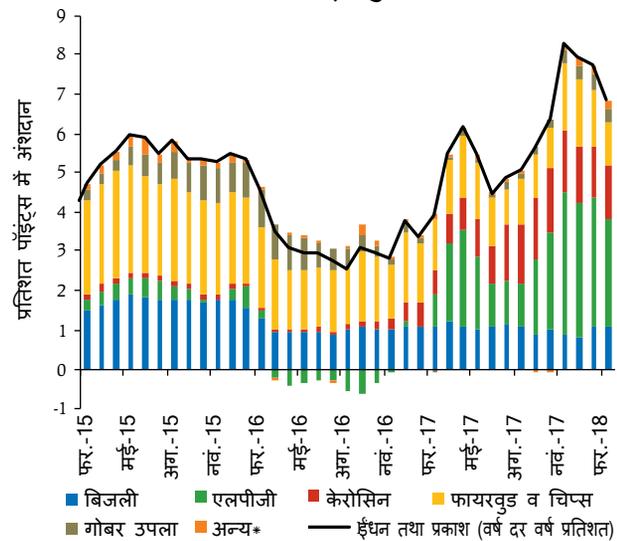
अरहर और उड़द की कीमत मंडी स्तर पर मुख्य उत्पादक राज्यों, नामतः महाराष्ट्र, मध्यप्रदेश, गुजरात, उत्तर प्रदेश और कर्नाटक में अपने न्यूनतम समर्थन मूल्य (एमएसपीएस) से कम रही जिससे आपूर्ति और खरीद में बड़ा अंतर दिखाई दिया (चार्ट II.11)। वर्ष के दौरान सरकार द्वारा सभी प्रकार की दालों पर से निर्यात प्रतिबंध हटाने जैसे सुधारात्मक उपायों की पहल की गयी और मूल्यों को समर्थन देने तथा किसानों को कुछ राहत प्रदान करने हेतु चने पर 60 प्रतिशत आयात शुल्क और मसूर पर 30 प्रतिशत आयात शुल्क लागू की गयी।

चीनी और मसाले अन्य वस्तुएं हैं जिन्होंने खाद्य मुद्रास्फीति के समग्र सुधार में महत्वपूर्ण भूमिका निभाई है। चीनी और कन्फेक्शनरी की मुद्रास्फीति जो 2016-17 (औसतन 20 प्रतिशत के करीब) के पूरे वर्ष के दौरान दो अंकों में थी, वर्ष के दौरान इसमें काफी गिरावट आई। मोटे तौर पर यह आयात सुविधा जैसे उपायों और उच्च घरेलू उत्पादन की उम्मीदों के कारण था (दूसरे उन्नत उत्पादन आकलनों के अनुसार गन्ना उत्पादन 2016-17 में 306.1 मिलियन टन की तुलना में 2017-18 में 353.2 मिलियन टन था)। चीनी मूल्य में तेजी से गिरावट होने पर केंद्र सरकार ने फिर से चीनी पर आयात शुल्क 100 प्रतिशत तक बढ़ा दिया और फरवरी और मार्च 2018 के लिए चीनी बिक्री पर स्टॉक होल्डिंग सीमा फिर से लगाई। सूखी मिर्ची, हल्दी, धनिया और काली मिर्च के मूल्य में गिरावट के कारण जून 2017 से मसालों की कीमतें अवस्फीति में बदल गईं।

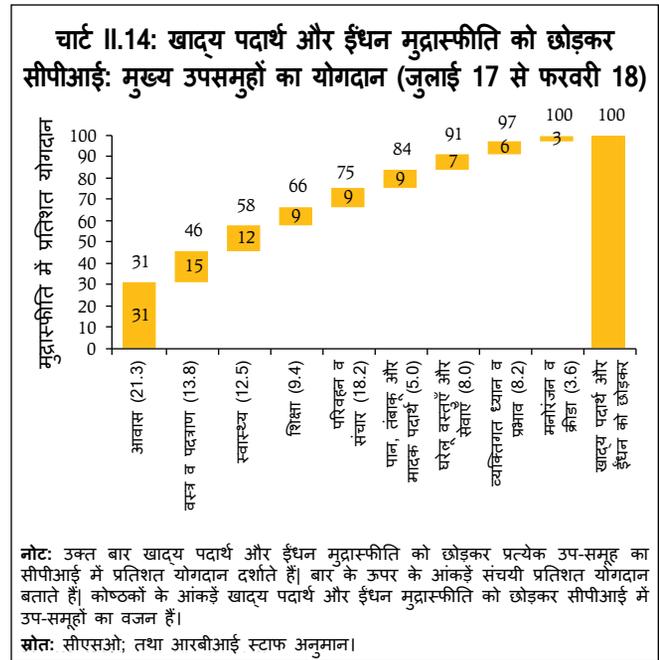
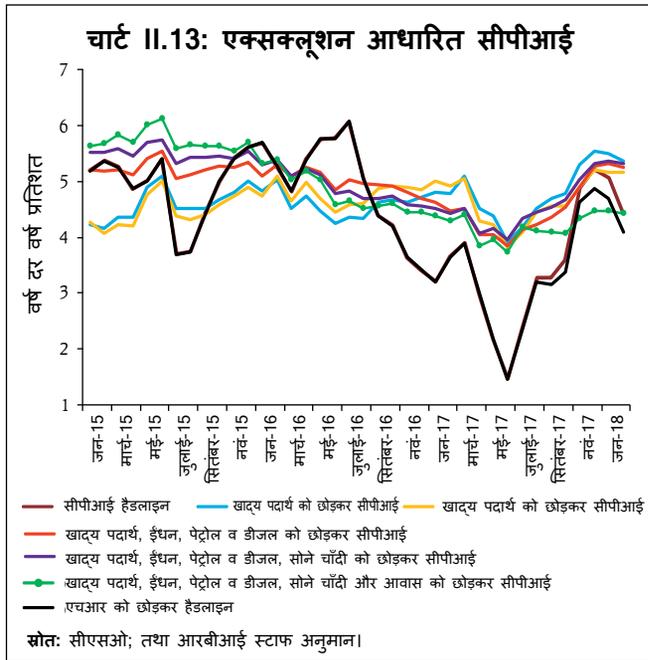
ईंधन और लाइट मुद्रास्फीति, जो अगस्त 2017 में 5.0 प्रतिशत थी नवंबर 2017 में 8.2 प्रतिशत तक पहुंच गई। यह वृद्धि सितंबर 2013 के बाद सर्वाधिक रही (चार्ट II.12)

जिसका प्रमुख कारण एलपीजी की घरेलू कीमतों में निरंतर वृद्धि - बढ़ती अंतरराष्ट्रीय उत्पाद की कीमतें - साथ ही ग्रामीण ईंधन के रूप में उपले की खपत। प्रत्यक्ष लाभ हस्तांतरण योजना के तहत एलपीजी पर बैंकों को सब्सिडी भुगतान के अंतरण के बाद से, एलपीजी कीमत अंतरराष्ट्रीय कीमतों को बारीकी से ट्रैक कर रही है। ओएमसी द्वारा समय-समय पर कीमतों में बढ़ोतरी करने पर नियंत्रित केरोसीन में भी निरंतर मूल्य वृद्धि दर्ज की गई। एलपीजी की कीमत में गिरावट आने और साथ ही लकड़ी और चिप्स एवं गोबर की कीमतें कम होने के कारण दिसंबर से ईंधन और लाइट की मुद्रास्फीति में कमी आई, जो कि अंतरराष्ट्रीय कीमतों का संकेत है।

**चार्ट II.12: ईंधन समूह मुद्रास्फीति के कारक**



\*: इसमें डीजल (लीटर) [परिवहन को छोड़कर], कोक, कोयला, चारकोल, और अन्य ईंधन शामिल हैं।  
 स्रोत: सीएसओ; तथा आरबीआई स्टाफ अनुमान।

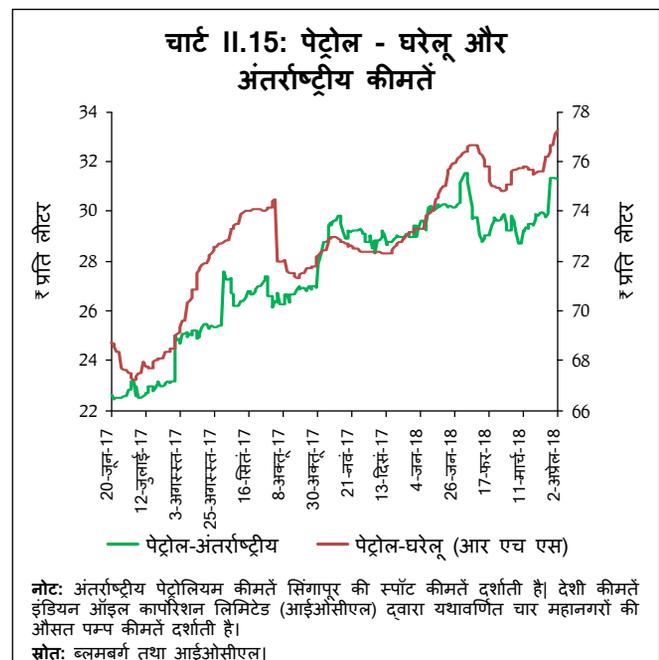


मुद्रास्फीति की अंतर्निहित गतिशीलता को देखें तो, खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई मुद्रास्फीति जून 2017 के 3.8 प्रतिशत से दिसंबर में 5.2 प्रतिशत तक बढ़ी और जनवरी-फरवरी 2018 तक उसी स्तर पर रही अर्थात् जून और फरवरी के बीच लगभग 130 आधार अंकों की बढ़त हुई (चार्ट II.13)। यह उल्लेखनीय वृद्धि आवास मुद्रास्फीति में मोटे तौर पर परिलक्षित हुई (चार्ट II.14)। यदि एचआरए प्रभाव को छोड़ दिया जाए तो खाद्य एवं ईंधन को छोड़कर सीपीआई मुद्रास्फीति दिसंबर 2017 से फरवरी 2018 के दौरान 4.4 प्रतिशत होती जो कि देखे गए आंकड़े की तुलना में लगभग 75 आधार अंक कम है।

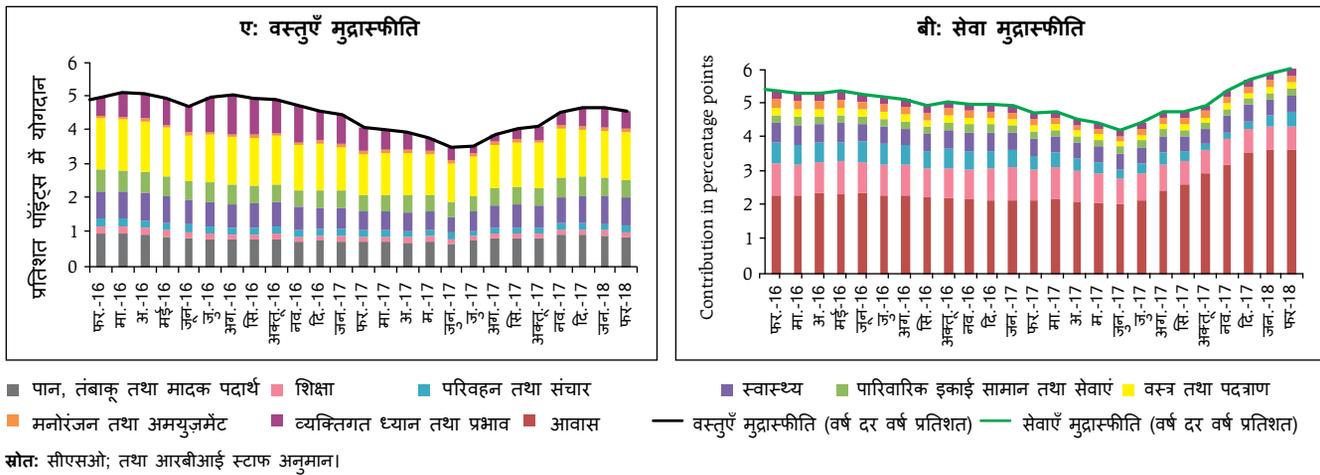
अंक घट कर 4.4 प्रतिशत हो गई थी जो 2017-18 की दूसरी छमाही में अंतर्निहित मुद्रास्फीति की गति को दर्शाती है।

दूसरी छमाही में हाल के महीनों में वस्तुओं के मामले में कुछ नरमी के बावजूद सीपीआई में खाद्य और ईंधन को छोड़कर वस्तुओं और सेवाओं, दोनों में बढ़ती मुद्रास्फीति की स्थिति दिखाई दी। वस्तुओं के तहत, समस्त पण्य समूहों में मुद्रास्फीति बढ़ी: स्वास्थ्य उप-समूह के तहत दवाएं; कपड़े और फूटवेयर, पान, तम्बाकू और मादक पदार्थ; और व्यक्तिगत देखभाल के तहत सोना और सामान (चार्ट II.16) 7 वें

सीपीआई मुद्रास्फीति में खाद्य और ईंधन के साथ-साथ, पेट्रोल और डीजल को छोड़कर जून 2017 से 140 आधार अंकों की बढ़ोतरी हुई और फरवरी 2018 में 5.3 फीसदी तक पहुंच गई। जबकि इस वृद्धि में एचआरए का प्रभाव सबसे ज्यादा रहा किन्तु पेट्रोल और डीजल पर इसका प्रभाव कम पड़ा क्योंकि अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों में हुई बढ़ोतरी का असर घरेलू कीमतों पर पड़ने से जनवरी 2018 के दूसरे पखवाड़े तक देरी हुई। इसके अलावा, अक्टूबर, 2017 की शुरुआत में पेट्रोल और डीजल के आबकारी शुल्क में प्रति लीटर दो रुपए की कटौती से अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की बढ़ती कीमतों के बढ़ते प्रभाव को कम करने में मदद मिली (चार्ट II.15)। आगे चार अस्थिर मूल्य वाली वस्तुओं- पेट्रोल, डीजल, चाँदी और सोना एवं आवास को छोड़कर, फरवरी तक मुद्रास्फीति 70 आधार



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



सीपीसी की सिफारिशों के तहत जुलाई 2017 से एचआरए लागू करने के कारण आवास उप समूह प्रभावित हुआ और सेवा मुद्रास्फीति में 177 आधार अंकों (चार्ट II.16बी) की वृद्धि हुई। ईंधन कीमतों के कारण परिवहन दरों में वृद्धि हुई जिसके चलते परिवहन सेवाओं का योगदान हाल के महीनों में ज्यादा रहा। इसके विपरीत सेलुलर सेवाओं में मुद्रास्फीति कम होने की वजह से संचार सेवा में मुद्रास्फीति नहीं हुई।

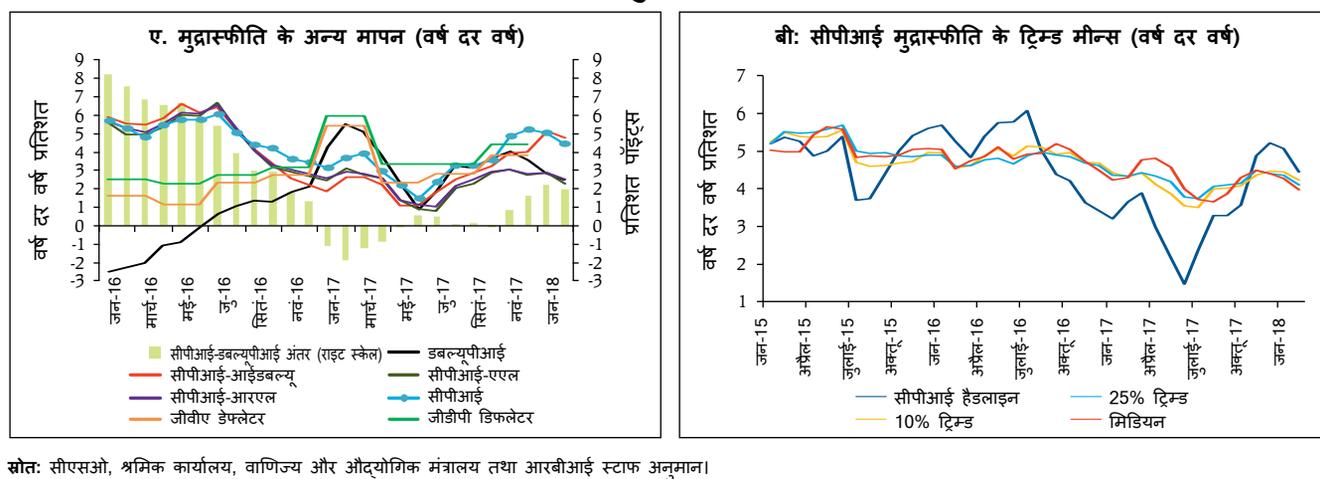
**मुद्रास्फीति के अन्य माप**

सीपीआई को छोड़कर मुद्रास्फीति के अन्य आंकड़े 2017-18 की तीसरी और चौथी तिमाही में सामान्य रहे। थोक मूल्य सूचकांक (डब्ल्यूआई) मुद्रास्फीति, जिसमें सेवाओं को शामिल नहीं किया गया है, ग्रामीण श्रमिकों (आरएल) और कृषि मजदूरों (एएल) के लिए सीपीआई, जिसमें आवास घटक नहीं हैं, वे हेडलाइन सीपीआई के साथ मिलकर अक्टूबर तक चले।

औद्योगिक श्रमिकों (सीपीआई-आईडब्ल्यू) और हेडलाइन सीपीआई के मामले में मुद्रास्फीति के बीच की खाई जो जुलाई 2017 के बाद एचआरए लागू होने के कारण ज्यादा चौड़ी हो गई थी वह जनवरी 2018 में समाप्त हो गई। सीपीआई-आईडब्ल्यू अपने आवास सूचकांक को वर्ष में केवल दो बार-जनवरी और जुलाई में समायोजित करता है। इस प्रकार, एचआरए का प्रभाव केवल जनवरी 2018 में ही परिलक्षित हुआ। तीसरी तिमाही में जीडीपी और जीवीए डिफ्लेटर भी सीपीआई की तुलना में कम रहे (चार्ट II.17 ए)।

जून 2017 में सीपीआई में ट्रीमड मीन्स से आकलित मुद्रास्फीति में 2017 की शेष अवधि में सख्ती रही। उसके बाद, भारत माध्यक सहित सभी सुव्यवस्थित माप में गिरावट आई जो अन्य बातों के साथ-साथ खाद्य पदार्थ की कीमतों में नरमी को दर्शाती है (चार्ट II.17बी)।

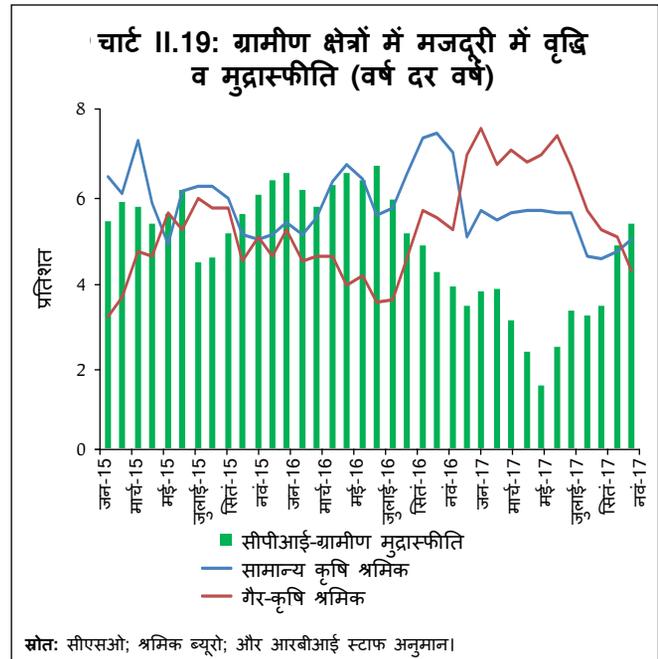
**चार्ट II.17: मुद्रास्फीति के मापन**



**II.3 लागत**

अंतर्निहित लागत की स्थिति ज्यादातर मुद्रास्फीति के आंकड़ों के साथ-साथ चली जो दूसरी छमाही 2017-18 में बढ़ी तथापि 2018 की चौथी तिमाही में खेती में होने वाली लागतों में वर्ष दर वर्ष वृद्धि के बावजूद अस्थायी रूप से नकारात्मक गिरावट आई (चार्ट II.18)। तथापि, फरवरी 2018 में कृषि लागत नकारात्मक रही (चार्ट II.18)। अगस्त 2017 से वैश्विक कच्चे तेल की कीमतों और धातु की कीमतों में वृद्धि के परिणाम स्वरूप घरेलू गैर-कृषि प्राथमिक लागतों में बढ़ोतरी हुई क्योंकि इस वृद्धि का असर हाइ स्पीड डीजल, विमानन टरबाइन ईंधन, नाफ्र्या, बिटुमेन, भट्टी का तेल और चिकनाई तेल जैसे प्राथमिक लागतों पर भी पड़ा।

अंतरराष्ट्रीय कोयले की कीमतों में बढ़ोतरी और घरेलू आपूर्ति की कमी को देखते हुए अन्य औद्योगिक कच्चे माल वर्ग में वर्ष के दौरान घरेलू कोयला मुद्रास्फीति आम तौर पर उच्च स्तर पर रही। तथापि अन्य प्राथमिक लागतों में मुद्रास्फीति का प्रभाव मिश्रित रहा। 2017-18 की दूसरी छमाही के दौरान तिलहन के मामले में मुद्रास्फीति बढ़ी जबकि इसी अवधि के दौरान तंतुओं, कागजों और लुगदी के मामले में मुद्रास्फीति में नरमी आयी। सितंबर-अक्तूबर 2017 के दौरान बिजली क्षेत्र में मुद्रास्फीति बढ़ी जिसका औद्योगिक और खेती के प्राथमिक लागत में बड़ा हिस्सा है, लेकिन उसके बाद वृद्धि नकारात्मक हो गई। अन्य कृषि क्षेत्र के इनपुट में, अगस्त 2017 से अंतरराष्ट्रीय कीमतों के समांतर ही डीजल की कीमतों में तेजी से वृद्धि हुई, ट्रैक्टरों और चारा जैसे प्राथमिक निवेशों में फरवरी 2018 के बाद तेजी से वृद्धि हुई जो पहले

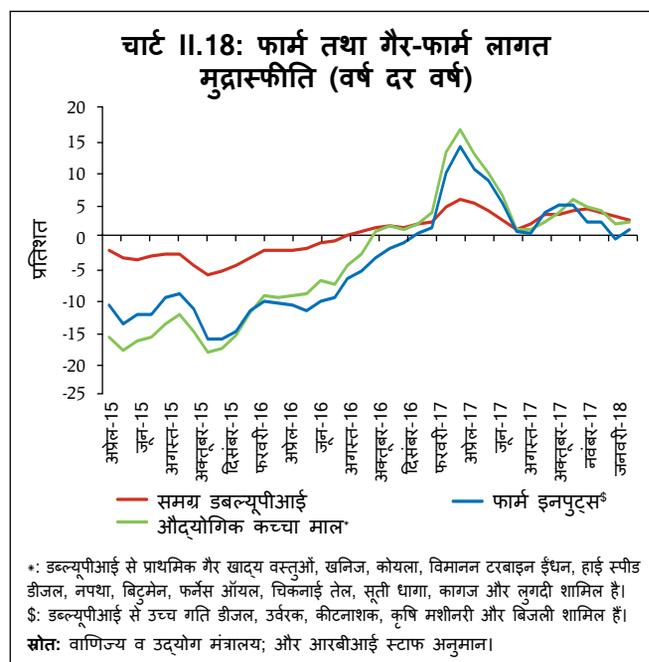


कम थी। दिसंबर-फरवरी के दौरान उर्वरक की कीमतों में भी बढ़ोतरी दर्ज की गई।

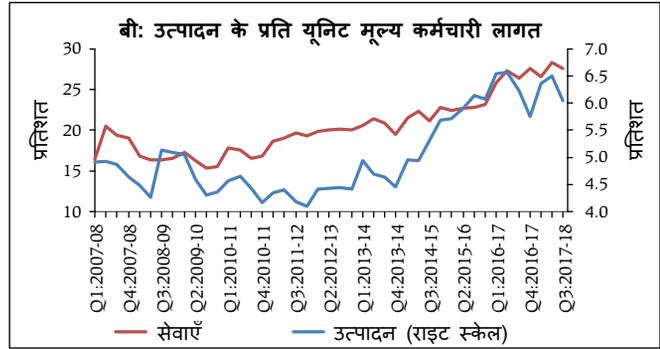
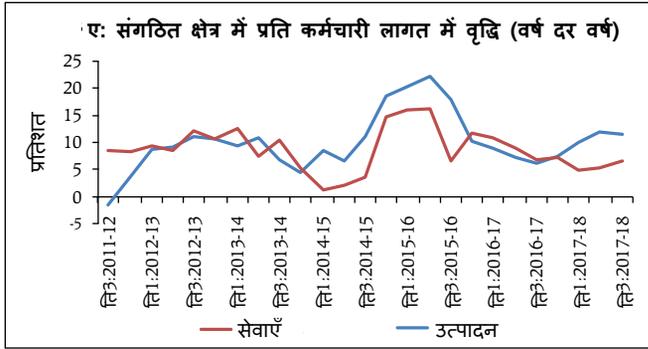
अगस्त 2017 से वास्तविक ग्रामीण मजदूरी में वृद्धि बहुत हद तक संयमित रही(चार्ट II.19) । सामान्य तौर पर, मामूली ग्रामीण मजदूरी और मुद्रास्फीति एक साथ चलती है। किन्तु, बड़े आपूर्ति आघातों से हाल की अवधि में दोनों के बीच एक विचलन पैदा हुआ है(बॉक्स II.1)।

वर्ष 2016-17 की तीसरी तिमाही और 2017-18 की दूसरी तिमाही के दौरान संगठित विनिर्माण क्षेत्र में स्टाफ लागतों में बढ़ोतरी हुई, वहीं 2017-18 की तीसरी तिमाही के दौरान इसमें कमी आई। 2017-18 की तीसरी तिमाही के दौरान विनिर्माण क्षेत्र के मामले में प्रति कर्मचारी लागत में वर्ष-दर-वर्ष वृद्धि दर घटकर 11.6 प्रतिशत पर पहुंच गई। जहां तक सेवा क्षेत्र में स्टाफ लागत का मामला है 2015-16 की चौथी तिमाही से 2017-18 की पहली तिमाही तक गिरावट जारी रही, जो कि 2017-18 की तीसरी तिमाही के दौरान बढ़कर 6.6 प्रतिशत तक पहुंच गई (चार्ट II.20)।

रिज़र्व बैंक के औद्योगिक आउटलुक सर्वेक्षण में शामिल किए गए विनिर्माता फर्मों की प्रतिक्रिया से यह आकलन किया गया है कि पिछली तिमाही की तुलना में 2017-18 की चौथी तिमाही में कच्ची सामग्री की लागत में काफी बढ़ोतरी होगी। फर्मों का मानना है कि 2018-19 की पहली तिमाही में कच्ची सामग्री की लागत और बढ़ जाएगी और वे अपने मार्जिनों पर दबाव बढ़ने के कारण उन्हें बिक्री मूल्य पर आगे पास कर देंगे। विनिर्माण क्षेत्र के क्रय प्रबंधन सूचकांक (पीएमआई) से यह पता चलता है कि 2017-18 की दूसरी छमाही में इनपुट लागतों में बढ़ोतरी हुई, जो कि पिछले 12 माह (मार्च में



चार्ट II.20: उत्पादन तथा सेवाओं में श्रम लागत



नोट: 1) प्रति कर्मचारी लागत = कुल स्टाफ लागत/कर्मचारियों की कुल सं. प्रति कर्मचारी लागत पिछले वर्ष मार्च के अंत में उपलब्ध कर्मचारियों की कुल संख्या के आधार पर तैयार की जाती है।  
 2) सूचीबद्ध कंपनियों के लिए त्रैमासिक आय कथन में व्यय आइटम के रूप में "कर्मचारी लागत" शामिल है इनमें से कुछ कंपनियों ने अपनी वार्षिक रिपोर्ट में कर्मचारियों की खया की सूचना दी है। 2016-17 की पहली तिमाही के आंकड़े नए भारतीय लेखा मानकों के मुताबिक हैं और इसलिए लेखा प्रक्रियाओं में संशोधन के कारण परिवर्तन का भी विचार किया जा सकता है। 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 समय स्तर पर हल्का है यद्यपि इसे अनुपात के लिए न लिया जाए। 2017-18 की तीसरी तिमाही से संबन्धित डाटा अनंतिम है।  
 स्रोत: कैपिटलान्ड डाटा बेस तथा आरबीआई अनुमान।

**बॉक्स II.1: ग्रामीण मज़दूरी, मुद्रास्फीति और आर्थिक गतिविधि में आपसी संबंध: हाल के कुछ प्रमाण**

2015 के पूर्वाह्न से ग्रामीण मज़दूरी और मुद्रास्फीति की गति धीमी हुई, किंतु खास तौर पर जुलाई 2016 से उनके रुख में काफी बदलाव देखने को मिला (चार्ट II.19)। ऐतिहासिक दृष्टि से नॉमिनल मज़दूरी की वृद्धि दर मुद्रास्फीति के रुख के समान रहती है, जिसके कारण नॉमिनल मज़दूरी की वृद्धि होती है। तथापि, खलबली के प्रति समायोजन की गति धीमी रहती है (कुंडु, 2018)।

इस संदर्भ में एक प्रमुख मुद्दा उठता है कि क्या उभरती आर्थिक गतिविधि ने ग्रामीण मज़दूरी और मुद्रास्फीति को अलग तरीके से प्रभावित किया है। ग्रामीण मज़दूरी की वृद्धि दर और ग्रामीण मुद्रास्फीति पर निष्पादन अंतराल के विभेदक प्रभाव को जानने की दृष्टि से नोटेक और सहयोगी (2014) पद्धति का अनुसरण करते हुए दो अलग फिलिप्स वक्र विनिर्देश आकलित किए गए और उनकी तुलना की गई।

पहले विनिर्देश के अंतर्गत परतंत्र चर के रूप में ग्रामीण मज़दूरी मुद्रास्फीति युक्त एक मज़दूरी फिलिप्स वक्र तथा स्वतंत्र चर के रूप में निष्पादन अंतराल (ओडी)<sup>6</sup> के माध्यम से मापित आर्थिक गतिविधि का आकलन किया गया :

$$wg_{t,s,o}^1 = \mu^1 + \alpha_t^1 + \beta_s^1 + \gamma_o^1 + \delta^1 * OG_{t-1,s} + (u_{s,o}^1 + \varepsilon_{t,s,o}^1) \quad (1)$$

जहां  $wg_{t,s,o}^1$  का तात्पर्य है  $t^{\text{th}}$  वर्ष,  $s^{\text{th}}$  वाले राज्य और  $o^{\text{th}}$  वाले व्यवसाय की ग्रामीण मज़दूरी की वृद्धि दर;  $\alpha_t^1$  से अभिप्रेत है वर्ष नियत प्रभाव  $\beta_s^1$  का तात्पर्य है राज्य नियत प्रभाव और  $\gamma_o^1$  से अभिप्रेत है व्यवसाय नियत प्रभाव तथा  $OG_{t-1,s}$  का तात्पर्य है  $t-1$  पर निष्पादन अंतराल,  $u_{s,o}^1$  पैन्ल-विशेष रैंडम प्रभाव तथा  $\varepsilon_{t,s,o}^1$  अवशिष्ट है।

दूसरे विनिर्देश के अंतर्गत एक ऐसा मूल्य फिलिप्स वक्र शामिल था, जिसमें सीपीआई ग्रामीण मूल्य मुद्रास्फीति परतंत्र चर था और आर्थिक गतिविधि का मापन स्वतंत्र चर के रूप में ओजी द्वारा किया गया :

$$\pi_{t,s,g}^h = \mu^2 + \alpha_t^2 + \beta_s^2 + \gamma_g^2 + \delta^2 * OG_{t-1,s} + (u_{s,g}^2 + \varepsilon_{t,s,g}^2) \quad (2)$$

जहां  $\pi_{t,s,g}^h$  का तात्पर्य है 't'वें वर्ष, 's' वाले राज्य और 'g' समूह की हेडलाइन ग्रामीण मुद्रास्फीति है;  $\alpha_t^2$  का तात्पर्य है वर्ष नियत प्रभाव,  $\beta_s^2$  का तात्पर्य है राज्य नियत प्रभाव और  $\gamma_g^2$  से अभिप्रेत है समूह स्तरीय नियत प्रभाव और  $OG_{t-1,s}$  का तात्पर्य है  $t-1$  पर निष्पादन अंतराल,  $u_{s,g}^2$  पैन्ल-विशेष रैंडम प्रभाव तथा  $\varepsilon_{t,s,g}^2$  अवशिष्ट है।

दोनों विनिर्देशों का आकलन 15 प्रमुख राज्यों हेतु 2015 से 2017 तक की अवधि के लिए किया गया। जहां तक ग्रामीण मज़दूरी मुद्रास्फीति फिलिप्स वक्र का मामला है, नौ व्यवसायों पर विचार किया गया, जबकि पांच प्रमुख समूहों<sup>7</sup> सीपीआई-ग्रामीण मुद्रास्फीति फिलिप्स वक्र का आकलन किया गया।

रिग्रेशन परिणामों<sup>8</sup> (सारणी II.1.1, स्तंभ 1 और 2) से यह पता चलता है कि ग्रामीण मज़दूरी फिलिप्स वक्र हाल की अवधि के लिए संगत है अर्थात आर्थिक गतिविधि से मज़दूरी मुद्रास्फीति का वर्णन हो पाता है। तथापि, मूल्य फिलिप्स वक्र के मामले में यह संगत नहीं है, अर्थात आर्थिक गतिविधि से सीपीआई-ग्रामीण मुद्रास्फीति का वर्णन नहीं हो पाता है। तथापि, यह जानने के लिए कि क्या मूल्य फिलिप्स वक्र समग्र मुद्रास्फीति उपाय, जिसे खाद्यान्न और ईंधन की कीमतों के (जारी...)

<sup>6</sup> राज्य स्तरीय निष्पादन अंतराल का मापन बेहरा और सहयोगी (2017) पद्धति के अनुसार किया गया है।  
<sup>7</sup> जूताई/ खेती कामगार, बुआई, सिंचाई/ ओसाई/ शैशिंग कामगार, सामान्य कृषि श्रमिक, जिनके अंतर्गत सिंचन और सिंचाई कामगार आदि शामिल हैं, बर्देई, इलेक्ट्रिशियन, निर्माण कामगार, एलएमवी और ट्रैक्टर चालक, कृषीतर श्रमिक (जिनके अंतर्गत कुली, भारवाही शामिल हैं)।  
<sup>8</sup> 'खाद्यान्न, पान तंबाकू और मादक पदार्थ', ईंधन, 'परिधान और फुटवेयर' और विविध।  
<sup>9</sup> जहां तक मज़दूरी मुद्रास्फीति का प्रश्न है विभिन्न व्यवसायों और राज्यों, जिनमें कुछ मामले शामिल नहीं हैं, के बीच सांख्यिकीय दृष्टि से उसका कोई महत्व नहीं दिखाई देता है। इसी प्रकार, जहां तक मूल्य मुद्रास्फीति का प्रश्न है कुछ अपवादों को छोड़कर विभिन्न राज्यों के बीच कोई नितान्त विविधता नहीं पाई गई। तथापि, सभी अलग उप-समूहों के मामले में मूल्य मुद्रास्फीति काफी अधिक रही। वर्ष 2015 की तुलना में 2016 और 2017 में मूल्य मुद्रास्फीति और मज़दूरी मुद्रास्फीति दोनों काफी कम रही।

बहुत आपूर्ति आघातों का सामना करना पड़ता है, के बजाय अंतर्निहित मुद्रास्फीति के उपाय के लिए संगत है, सीपीआई-ग्रामीण मुद्रास्फीति, जिसमें खाद्यान्न और ईंधन मुद्रास्फीति शामिल नहीं है, को एक परतंत्र चर के रूप में मानते हुए एक वैकल्पिक विनिर्देश का भी आकलन किया गया :

$$\pi_{t,s,g}^x = \mu^3 + \alpha_t^3 + \beta_s^3 + \gamma_g^3 + \delta^3 * OG_{t-1,s} + (u_{s,g}^3 + \varepsilon_{t,s,g}^3) \quad (3)$$

जहां  $\pi_{t,s,g}^x$  का तात्पर्य है 't'वें वर्ष, 's' वाले राज्य और 'g' समूह की ग्रामीण मुद्रास्फीति, जिसमें खाद्यान्न और ईंधन शामिल नहीं हैं,  $\alpha_t^3$  है; का तात्पर्य है वर्ष नियत प्रभाव,  $\beta_s^3$  का तात्पर्य है राज्य नियत प्रभाव  $\gamma_g^3$  और से अभिप्रेत है समूह स्तरीय नियत प्रभाव और  $OG_{t-1,s}$  का तात्पर्य है t-1 पर निष्पादन अंतराल,  $u_{s,g}^3$  पैन्ल-विशेष रैंडम प्रभाव तथा  $\varepsilon_{t,s,g}^3$  अवशिष्ट है (सारणी II.1, स्तंभ 3)।

**सारणी II.1.1: इम्पीरिकल फिलिप्स कर्व्स**

स्वतंत्र चर	आश्रित चर		
	मजदूरी मुद्रास्फीति	सीपीआई - ग्रामीण मुद्रास्फीति	सीपीआई-ग्रामीण खाद्य और ईंधन मुद्रास्फीति को छोड़कर
	(1)	(2)	(3)
ओजी(-1)	0.2709 (0.052)	0.0860 (0.436)	0.2712 (0.007)
राज्य निर्धारित प्रभाव	हाँ	हाँ	हाँ
समय निर्धारित प्रभाव	हाँ	हाँ	हाँ
समूह निर्धारित प्रभाव	हाँ	हाँ	हाँ
निष्कर्षों की संख्या	405	225	135

**टिप्पणी:** पी- कोष्ठकों में दिये आंकड़ें।  
हॉउसैन टेस्ट और ब्रुश और पागन लैंग्विजियन टेस्ट एक यादृच्छिक प्रभाव मॉडल का सुझाव देते हैं। ऑटोकोरिलेशन की विद्यमानता से उभरने के लिए एआर (1) बाधाओं के साथ सामान्यीकृत कम से कम वर्ग रिग्रेशन का उपयोग करके रिग्रेशन समीकरणों का अनुमान लगाया जाता है। पेसरन के पार-अनुभागीय निर्भरता परीक्षण से पता चलता है कि पूरे पैन्लों में अवशेष असंबद्ध हैं।

इस मामले में ओजी सांख्यिकीय दृष्टि महत्वपूर्ण पाया गया और मोटे तौर पर उसका परिमाण मजदूरी फिलिप्स वक्र में यथाविद्यमान परिमाण के समान रहा। समग्र रूप से इन परिणामों से यह पता चलता है कि आर्थिक गतिविधि ग्रामीण मजदूरी और खाद्यान्न ईंधन मुद्रास्फीति से इतर सीपीआई-ग्रामीण मुद्रास्फीति दोनों के मामले में महत्वपूर्ण निर्धारक है, किंतु समग्र सीपीआई-ग्रामीण मुद्रास्फीति (जिसके अंतर्गत खाद्यान्न और ईंधन दोनों शामिल हैं) के मामले में यह महत्वपूर्ण नहीं है। ग्रामीण खाद्यान्न मुद्रास्फीति 2015 से (-) 0.8 प्रतिशत से 7.9 प्रतिशत के व्यापक दायरे में घूमती रही, जिससे हाल के समय में खाद्यान्न मुद्रास्फीति की प्रवृत्ति में आपूर्ति पक्ष के आघातों की ऐसी अतिकाय भूमिका का पता चलता है, जो कि मूल्य और आर्थिक गतिविधि के बीच अंतर्निहित संबंध को छिपा देती है। अतः ग्रामीण खाद्यान्न मुद्रास्फीति को प्रभावित करने वाले आपूर्ति पक्ष के बहुत आघातों से ग्रामीण मजदूरी की वृद्धि दर और मुद्रास्फीति में हाल के विचलन का वर्णन किया जा सकता है (चार्ट II.6क)।

**संदर्भ:**

बेहरा, एच., वाही, जी., और कपूर, एम. (2017)। भारत में फिलिप्स कर्व का संबंध : राज्य-स्तरीय विश्लेषण-जन्य प्रमाण, आरबीआई वर्किंग पेपर श्रृंखला सं. 08/2017  
नोटेक, II, ई.एस. और ज़मन, एस. (2014)। मजदूरी, मूल्य और आर्थिक गतिविधि के बीच का संबंध। इकोनॉमिक कामेंटरी, (अगस्त), फेडरल रिज़र्व बैंक ऑफ क्लीवलैंड, अगस्त  
कुंडु, एस और एस. हलदार (2018)। भारत में ग्रामीण मजदूरी की गतिशीलता : मुद्रास्फीति की भूमिका क्या है? मिमेओ

गिरावट दर्ज हुई) में सर्वाधिक स्तर पर पहुंच गई। आउटपुट कीमतों और इनपुट कीमतों की सह-गतिविधि से यह पता चलता है कि कीमत-निर्धारण शक्ति में बहाली हो रही है। जहां तक पीएमआई सेवाओं का मामला है तीसरी तिमाही में इनपुट कीमतों में काफी उछाल आई, जिसमें इनपुट सेवा मूल्य सूचकांक अक्टूबर 2013 के बाद सर्वाधिक स्तर पर पहुंच गया। जहां तक सेवाओं की कीमतों का प्रश्न है तीसरी तिमाही और चौथी तिमाही में उसमें बढ़ोतरी जारी रही, भले ही कई सेवाओं के मामले में जीएसटी में कमी होने की वजह से उसकी गति धीमी हुई।

**II.4 निष्कर्ष**

भविष्य में बढ़ती समग्र मांग के परिदृश्य में राजकोषीय ढिलाई का जोखिम मुद्रास्फीति आउटलुक के लिए प्रमुख जोखिम है। फरवरी के एमपीसी संकल्प में मुद्रास्फीति पर प्रत्यक्ष प्रभाव के अलावा यह नोट किया गया है कि राजकोषीय जोखिम से समष्टि-वित्तीय परिस्थितियों में स्थूल रूप से कमज़ोरी

बढ़ सकती है। कई मदों पर सीमाशुल्क में प्रस्तावित बढ़ोतरी के साथ-साथ संघीय बजट 2018-19 में खरीफ फसलों के लिए न्यूनतम समर्थन मूल्य (एमएसपी) का परिकलन करने से संबंधित संशोधित दिशानिर्देश के कारण वर्ष के दौरान मुद्रास्फीति में बढ़ोतरी होने की संभावना है। इसके अलावा, 2018-19 के दौरान सीपीआई आवास मुद्रास्फीति इस बात पर काफी निर्भर रहेगी कि विभिन्न राज्य सरकारें किस प्रकार एचआरए बढ़ोतरी को लागू करती हैं और संवितरण करती हैं, तथापि, सांख्यिकीय दृष्टि से देखें तो इसके परिणामस्वरूप हेडलाइन मुद्रास्फीति की प्रवृत्ति तय होगी। अतः हेडलाइन मुद्रास्फीति प्रवृत्ति को मौद्रिक नीति के प्रयोजन, जिसमें दूसरे दौर के प्रभाव शामिल नहीं हैं, से देखा जाना चाहिए। यद्यपि सीपीआई मुद्रास्फीति पर केंद्र सरकार का एचआरए प्रभाव जुलाई 2018 से धीरे-धीरे कम हो जाएगा, फिर भी इस गति में धीमापन विभिन्न राज्य सरकारों द्वारा 2018-19 की दूसरी छमाही में एक ही समय पर एचआरए में बढ़ोतरी किए जाने से बाधित हो सकता है (अध्याय-1)।

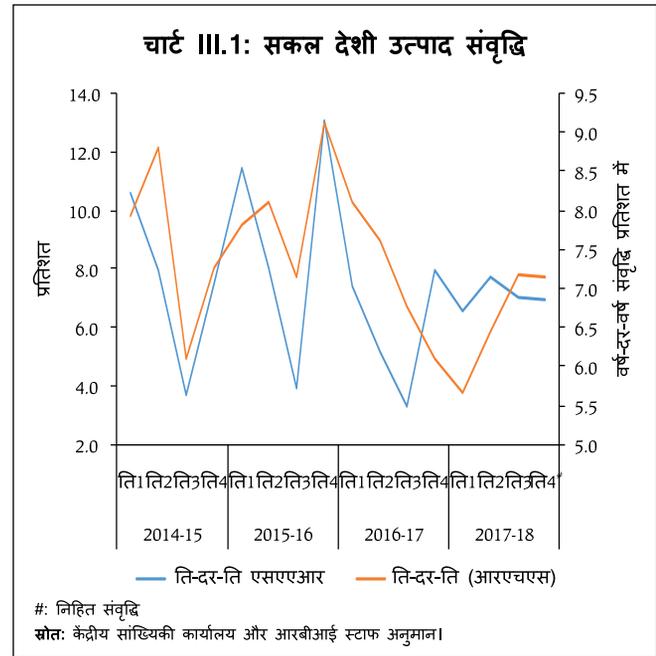
### III. मांग और उत्पादन

वर्ष 2017-18 की दूसरी छमाही में सकल मांग में वृद्धि हुई है, जिसे मुख्य रूप से निवेश में हुए इजाफे से सहारा प्राप्त हुआ है, जबकि इस दौरान उपभोग की स्थिति में तेजी बनी रही, सकल आपूर्ति की स्थिति में तेजी इसलिए थी कि विनिर्माण क्षेत्र का निष्पादन जबरदस्त था तथा कृषि एवं सेवा क्षेत्रों की गतिविधियों में सुधार हुआ था।

घरेलू आर्थिक गतिविधियां 2016-17 की पहली तिमाही से लेकर वर्ष 2017-18 की पहली तिमाही तक अपनी गति खो चुकी थी; वह हट चुकी थी और दूसरी-तीसरी तिमाही में उनमें एक नया मोड़ पैदा हुआ, जिनके बारे में प्रमुख संकेतों से यह ज्ञात होता है कि चौथी तिमाही में इसमें और भी गति पैदा होगी। सकल मांग के रूप में देखें तो, इसके संचालकों में बदलाव आ रहा है, हालके पिछले दिनों में संवृद्धि को उपभोग की प्रवृत्ति बढ़ा रही थी जिसकी कमान अब निवेश के हाथ में आ गई है, जिसने संवृद्धि को 2016-17 की तीसरी तिमाही से रोक रखा है। वहीं पर वर्ष 2016-17 की तीसरी तिमाही से वर्ष 2017-18 की पहली तिमाही में भारी राजकोषीय व्यय कम होता प्रतीत हो रहा है तथा आयात में तेजी आ जाने से निवल बाहरी मांग बेअसर हो रही है। आपूर्ति पक्ष को और देखें तो औद्योगिक उत्पादन में 2017-18 की दूसरी तिमाही से गति पकड़ लिया है और सेवा क्षेत्र में निर्माण गतिविधियों में पहली तिमाही से आई मजबूती उल्लेखनीय रही है। इधर, कृषि और संबद्ध गतिविधियां खरीफ और रबी के बुवाई मौसम, दोनों में, अस्थायी मौसमी अवरोधों के बावजूद अबाधित रहीं तथा उनकी स्थिति हाल के अनाज उत्पादन के लिए किए गए अनुमान के अनुसार है, इसलिए उम्मीदें पूर्व से ज्यादा बेहतर हैं।

#### III.1. सकल मांग

सकल मांग 13-तिमाहियों की लंबी अवधि तक धीमी बनी रही और जो वर्ष 2017-18 की पहली तिमाही में सबसे कम थी। ऐसा लग रहा है कि वह वर्ष 2017-18 की दूसरी छमाही से पटरी पर आना शुरू हो गई है। वास्तविक जीडीपी में बाजार मूल्य पर वर्ष-दर-वर्ष परिवर्तनों द्वारा मापने पर, यह पता चलता है कि यह पूर्ववर्ती वर्ष की छमाही के 6.1 प्रतिशत एवं एक वर्ष पहले के 6.4 प्रतिशत से वर्ष 2017-18 में 7.2 प्रतिशत हो गई है। 2017-18 की दूसरी छमाही



में जो स्थिति बहाल हुई है और उसके बाद लगातार जो गति पैदा हुई है उसका काफी हद तक कारण यह रहा है कि उसे अनुकूल आधारगत-प्रभाव से फायदा पहुंचा है - एक वर्ष पूर्व आधारगत-स्तर बहुत कम था- जिसकी वजह से मांग गति पकड़ने के बजाए - तब से तिमाही-दर-तिमाही मौसमी हिसाब से समायोजित वार्षिकीकृत वृद्धि दर (एसएएआर) तीसरी तिमाही में धीमी हो गई और चौथी तिमाही में तो धरातल पर आ गयी (चाट III.1)। लेकिन, वर्ष 2017-18 पूरे वर्ष के लिए केंद्रीय सांख्यिकीय कार्यालय (सीएसओ) का फरवरी 2018 में दिया गया दूसरा अनुमान यह दर्शाता है कि सकल मांग में विस्तार की रफ्तार अभी भी पिछले वर्ष की तुलना में कम है।

इसके निहित संचालकों पर नज़र डालें तो पता चलता है कुछ छोटे लेकिन महत्वपूर्ण बदलाव होने वाले हैं। भारत योगदान के हिसाब से देखें तो निजी उपभोग से मांग की स्थिति को मिलने वाली सहायता गायब हो रही है, एक लंबे समय तक अभाव (सारणी III.1) की हालत में बने रहने के बाद पूंजी निर्माण में उत्पन्न हो रही मजबूती से इसे सहारा प्राप्त हो रहा है। यह बहुत महत्वपूर्ण है, क्योंकि ऐतिहासिक अनुभव ये रहे हैं कि पूंजी-संचय में होने वाले बदलाव भारत के संवृद्धि चक्र के स्तर और/ या उसकी निम्नगामी रेखा में परिवर्तन से जुड़े होते हैं। सकल मांग में अधिकांश वृद्धि आयात में आई तेजी से हुई है, जिसके कारण निवल निर्यात का योगदान अचानक ऋणात्मक हो गया है। इस प्रगति को बाकी के अध्यायों में विस्तार से बताया गया है।

**सारणी III.1: वास्तविक जीडीपी संवृद्धि**

(प्रतिशत)

मद	2016-17 (एफआरई)	2017-18 (एसएई)	भारित योगदान*		2016-17 (एफआरई)				2017-18 (एसएई)			
			2016-17	2017-18	ति1	ति2	ति3	ति4	ति1	ति2	ति3	ति4#
निजी अंतिम उपभोग व्यय	7.3	6.1	4.1	3.4	8.3	7.5	9.3	4.2	6.6	6.6	5.6	5.6
सरकारी अंतिम उपभोग व्यय	12.2	10.9	1.2	1.1	8.3	8.2	12.3	22.5	17.1	2.9	6.1	19.6
सकल फिक्स्ड पूंजी निर्माण	10.1	7.6	3.1	2.4	15.9	10.5	8.7	6.0	1.6	6.9	12.0	9.9
निवल निर्यात	-	-	0.1	-1.2	-	-	-	-	-	-	-	-
निर्यात	5.0	4.4	1.0	0.9	3.6	2.4	6.7	7.0	5.9	6.5	2.5	3.0
आयात	4.0	9.9	0.9	2.1	0.1	-0.4	10.1	6.6	16.0	5.4	8.7	10.0
<b>बाज़ार मूल्यों पर जीडीपी</b>	<b>7.1</b>	<b>6.6</b>	<b>7.1</b>	<b>6.6</b>	<b>8.1</b>	<b>7.6</b>	<b>6.8</b>	<b>6.1</b>	<b>5.7</b>	<b>6.5</b>	<b>7.2</b>	<b>7.1</b>

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

\*: घटक-वार योगदान को सारणी में जीडीपी गोथ के साथ नहीं जोड़ा है क्योंकि स्टॉक, कीमती वस्तुएँ और विसंगतियों को यहाँ शामिल नहीं किया है।

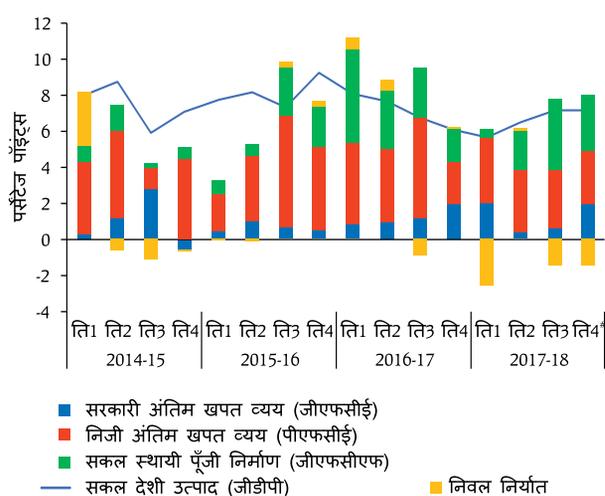
स्रोत: केंद्रीय सांख्यिकीय कार्यालय (सीएसओ)।

**III.1.1 निजी अंतिम उपभोग व्यय**

वर्ष 2017-18 की दूसरी छमाही में घरेलू मांग में निजी अंतिम उपभोग व्यय (पीएफसीई) का हिस्सा 56.6 प्रतिशत था जो पिछले एक वर्ष के 57.5 प्रतिशत से कम था (चार्ट III.2)। विमुद्रीकरण से अल्पकाल के लिए पड़े प्रतिकूल प्रभाव और जीएसटी के लागू किए जाने से उनका असर असंगठित क्षेत्र में उत्पादन तथा रोजगार पर पड़ा, इसका ज्यादा प्रभाव श्रमजन्य वस्तुओं के निर्यात में अत्यधिक कमी आ जाने के रूप में पड़ा जैसे - चर्मवस्तुएं, सूतवस्त्र, जूट विनिर्माण, रेडीमेड वस्त्र और खेलकूद सामग्री (चार्ट III.3)। विश्व में कच्चे तेल की कीमतों में वृद्धि से भी निजी उपभोग में कमी आई है।

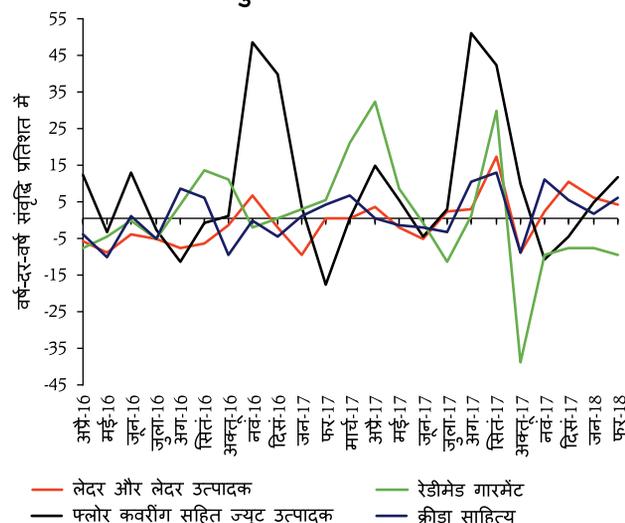
शहरी उपभोग से संबंधित हाई फ्रिक्वेंसी संकेतकों से पता चलता है कि इसकी तस्वीर कुछ मिली-जुली थी। जहां वर्ष 2017-18 के अधिकांश हिस्से में उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुओं के उत्पाद की बिक्री धीमी रही, वहीं घरेलू वायुयान यात्रियों की संख्या तथा यात्री कार और यूटिलिटी वाहनों की बिक्री में तीव्र वृद्धि हुई है (चार्ट III.4ए)। इसके अलावा, राज्यस्तर एवं अन्य सरकारी क्षेत्र की संस्थाओं में वेतन एवं भत्ते से संबंधित निर्णय लागू होने से शहरी उपभोग और मज़बूत होने की संभावना है। कमर्शियल बैंकों के वैयक्तिक ऋण पोर्टफोलियो में तीव्र वृद्धि तथा वाहन-ऋण में हाल में हुई तेजी भी शहरी उपभोग को बढ़ाएगी (चार्ट III.4बी)। वर्ष 2017-18 की दूसरी छमाही में निर्माण गतिविधियों में

**चार्ट III.2: सकल देशी उत्पाद संवृद्धि में घटकों का भारत अंशदान**



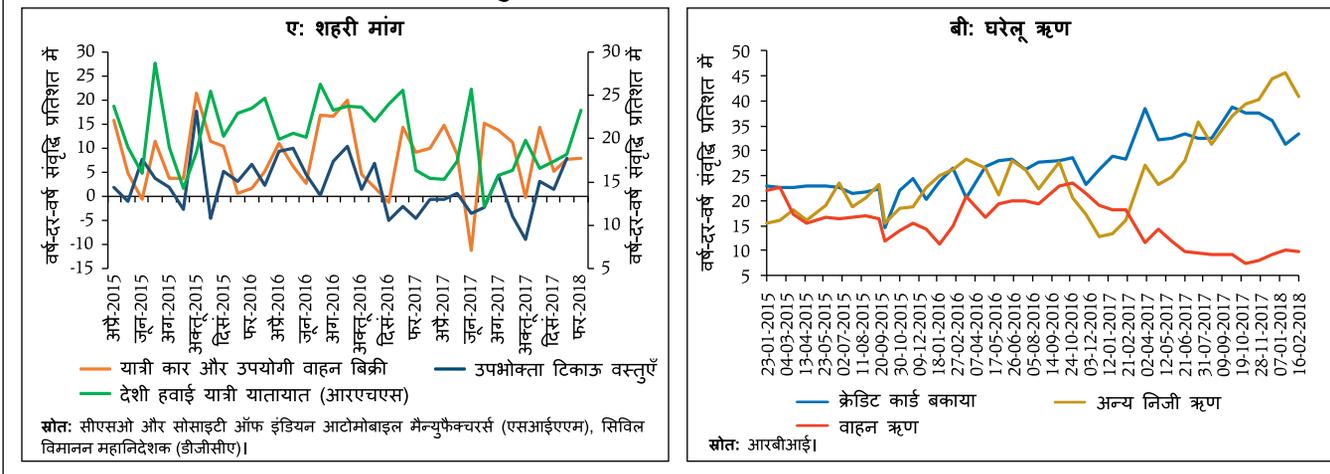
#: निहित संवृद्धि के आधार पर  
स्रोत: सीएसओ और आरबीआई स्टॉक अनुमान।

**चार्ट III.3: श्रमिक व्याप्त क्षेत्र से निर्यात मांग के चुनिन्दा संकेतक**



स्रोत: वाणिज्य आसूचना और सांख्यिकी महा निदेशक (डीजीसीआई एण्ड एस)।

**चार्ट III.4: चुनिन्दा उच्च फ्रिक्वेन्सी उपभोग मांग संकेतक**



आई बहली - जो रोजगार-उन्मुख क्षेत्र है (जैसाकि बाद के अध्याय में विस्तार से बताया गया है) ग्रामीण उपभोग को सहारा प्रदान करेगी। ग्रामीण मांग, अर्थात दुपहिया-वाहनों एवं ट्रैक्टर की बिक्री में विशेष रूप से दूसरी तिमाही से मजबूत वृद्धि बनी हुई है। उपभोक्ता गैर-टिकाऊ वस्तुओं के उत्पादन में भी काफी बहली पैदा हुई है (चार्ट III.5ए)।

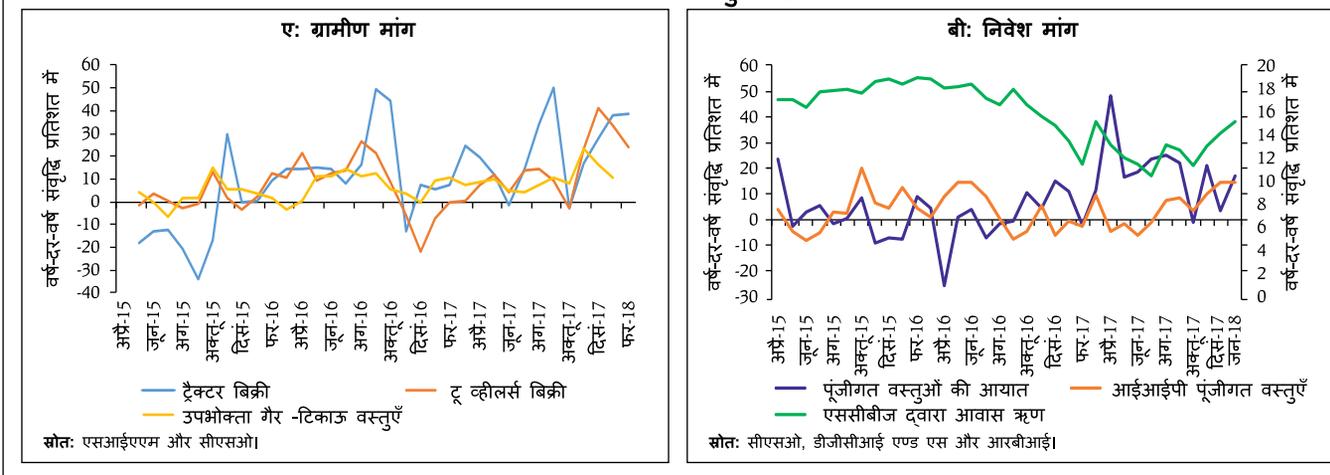
**III.1.2 सकल स्थायी पूंजी निर्माण**

भारत की हाल की संवृद्धि में एक निश्चित विशेषता यह थी कि उसमें निवेश में काफी मंदी आ गयी थी। इसमें बहली वर्ष 2017-18 की दूसरी तिमाही के दौरान पैदा हुई। सकल स्थायी पूंजी निर्माण (जीएफसीएफ) इतना मजबूत हुआ कि तीसरी तिमाही में छह महीने में सबसे अधिक हो गया। जीडीपी में सकल स्थायी पूंजी निर्माण का हिस्सा जो 2011-12 में 34.3 प्रतिशत के उच्चस्तर पर था वह 2015-16 में

घटकर 30.3 प्रतिशत हो गया और उसके बाद उसने सारी हदें तोड़ दी तथा 2017-18 में 31.4 प्रतिशत हो गया।

जैसाकि पहले कहा जा चुका है, निवेश की दर में यह जो तेजी आई है वह इस बात का संकेत हो सकती है कि भारत में संवृद्धि के चक्रीय घटकों के घुमाव में एक नया मोड़ आने वाला है और यदि इसे नीतिगत सकारात्मकता से निरंतर बनाए रखा गया तो यह भारतीय अर्थव्यवस्था के पाठ के स्तर को बदल सकता है (बॉक्स III.1)। पूंजीगत वस्तुओं का निर्माण - जो निवेश की मांग का महत्वपूर्ण तत्व होता है - उसमें अगस्त 2017 में गति आ गई है और जनवरी 2018 में उसकी वृद्धि दर 19 महीने में बढ़कर सबसे अधिक हो गई है (चार्ट III.5बी)। वर्ष 2017-18 में अब तक (दिसंबर तक) महामार्ग परियोजनाओं का निर्माण कार्य बढ़ता जा रहा है और यह उम्मीद है कि चौथी तिमाही में ये और भी बढ़ेगा।

**चार्ट III.5: उपभोग और निवेश मांग के चुनिन्दा उच्च फ्रिक्वेन्सिस संकेतक**



### बॉक्स III.1: भारत का निवेश चक्र - क्या यह एक मोड़ है?

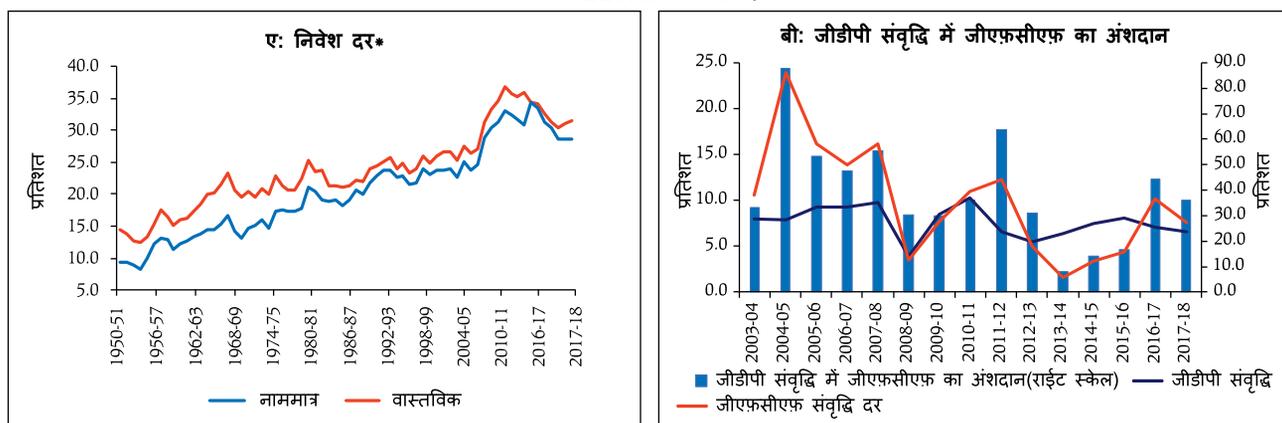
पिछले दो वर्षों में भारत की संवृद्धि में जो मंदी आ गई थी और साथ ही पूंजी निर्माण में गिरावट पैदा हुई थी उससे चिंताएं बहुत बढ़ गई थीं। निवेश दर 2010-11 के बाद धीमी हो गयी (चार्ट III.1.1ए)। वास्तविक जीएफसीएफ में वृद्धि दर कम थी जबकि, इसलिए वास्तविक जीडीपी वृद्धि में जीएफसीएफ का योगदान 2016-17 के 44.4 प्रतिशत से घटकर 2017-18 में 36.1 प्रतिशत हो गया (चार्ट III.1.1बी)।

चूंकि निवेश दर में होने वाले बदलाव ऐतिहासिक रूप से संवृद्धि-पथ में आने वाले मोड़ से जुड़े होते हैं, इसलिए निवेश दर की प्रवृत्ति एवं चक्रीय घटक तथा चक्र की अवधि का आकलन हाइड्रिक-प्रेसकॉट (एचपी) और बैंड-पास (बीपी) फिल्टर की सहायता से किया गया है। जहां निवेश दर की प्रवृत्तिगत घटक में 2010-11 से धीमापन रहा है, वहीं

चक्रीय घटकों में 2016-17 से बढ़ने की गति रही है, जिससे जात होता है कि हाल में निवेश गतिविधियों में हुआ सुधार काफी हद तक चक्रीय कारणों की वजह से था (चार्ट III.1.2)।

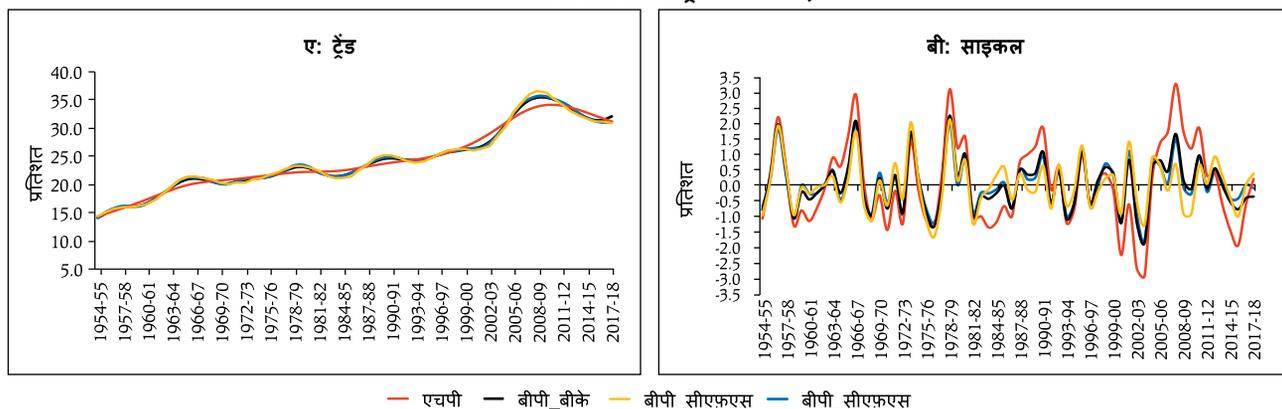
कारोबार-चक्र को मापने के लिए दो दृष्टिकोण हैं अर्थात् -तारीखी प्रक्रिया और उत्पादन चलन दृष्टिकोण, जिसमें से पहले दृष्टिकोण को वरीयता दी जाती है और इसका व्यापक उपयोग उत्पादन फलन संरचना के माध्यम से प्रौद्योगिकीगत आघात को मापने से जुड़ी निहित समस्याओं को ध्यान में रखकर किया जाता है। इस संदर्भ में, नेशनल ब्यूरो ऑफ़ इकॉनॉमिक्स रिसर्च (एनबीईआर) द्वारा विकसित कारोबार-चक्र दृष्टिकोण और संवृद्धि-चक्र दृष्टिकोण का उपयोग आमतौर पर तारीखी प्रक्रिया के लिए किया जाता है। पहली विधि (बर्न्स और मिचेल 1946) कारोबार-चक्र

चार्ट III.1.1: निवेश दर



\*: जीडीपी के प्रतिशत के रूप में सकल स्थिर पूंजी निर्माण।  
 स्रोत: सीएसओ और आरबीआई स्टाफ अनुमान।

चार्ट III.1.2: जीएफसीएफ के ट्रेंड और साइकल घटक



एचपी: होडरिक प्रिस्कोट; बीपी\_बीके: बैंड-पास बाकसटेरएंड किंग; बीपी\_सीएफएस: बैंड-पास क्रिस्टीएनो एंड फिटजेराल्ड अस्स्यूमेट्रिक; बीपी\_सीएफएस: बैंड-पास क्रिस्टीएनो एंड फिटजेराल्ड अस्स्यूमेट्रिक  
 स्रोत: आरबीआई स्टाफ अनुमान।

(जारी)

**सारणी III.1.1 निवेश चक्र की अवधि**

चक्र संदर्भ वर्ष		अवधि (वर्षों में)				
चरम	उतार	संकुचन	विस्तार		चक्र	
			चरम से उतार	पिछले उतार से इस चरम तक	पिछले उतार से	पिछले चरम से
-	1950-51	-	-	-	-	-
1951-52	1953-54	2	1	3	-	-
1956-57	1958-59	2	3	5	5	5
1959-60	1960-61	1	1	2	3	3
1963-64	1964-65	1	3	4	4	4
1966-67	1968-69	2	2	4	3	3
1969-70	1970-71	1	1	2	3	3
1971-72	1972-73	1	1	2	2	2
1973-74	1976-77	1	1	2	2	2
1978-79	1979-80	1	2	3	3	3
1980-81	1981-82	1	1	2	2	2
1982-83	1983-84	1	3	4	4	4
1985-86	1986-87	1	2	3	3	3
1987-88	1989-90	1	1	2	2	2
1990-91	1991-92	1	1	2	2	2
1992-93	1993-94	1	1	2	2	2
1995-96	1996-97	1	2	3	3	3
1999-00	2000-01	1	3	4	4	4
2001-02	2003-04	2	2	4	3	3
2004-05	2006-07	2	1	3	3	3
2007-08	2009-10	2	1	3	3	3
2010-11	2011-12	1	1	2	3	3
2012-13	2015-16	3	1	4	2	2
2017-18	-	-	2	2	5	5
<b>औसत</b>		<b>1.4</b>	<b>1.6</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>

स्रोत: आरबीआई स्टाफ अनुमान।

की माप उत्पादन के सामान्य स्तर में होने वाले वास्तविक परिवर्तन से दो चरणों में किया जाता है: (i) पाए गए आर्थिक चरों में चक्र की सबसे उच्च सीमा और सबसे निम्न सीमा का निर्धारण करके और (ii) इस बात का निर्धारण करके कि क्या यह परिवर्तन नई समस्त शृंखलाओं में एक जैसे हैं। दूसरे दृष्टिकोण में, संवृद्धि चक्र को दीर्घ-कालिक संवृद्धि दर की प्रवृत्ति की तुलना में अर्थव्यवस्था की वास्तविक संवृद्धि दर के विचलन में होने वाले उतार-चढ़ाव के रूप में परिभाषित किया गया है। (ज़ारनोविट्ज़, 1992)।

चूंकि वास्तविक जीवन में 1950 की अवधि के बाद अनेक अवसरों पर गिरावट आई है, इसलिए पाए गए आर्थिक चरों के स्तरों की उच्च सीमा एवं निम्न सीमा का निर्धारण कारोबार-चक्र पद्धति पर आधारित है, जिसका अनुसरण एनबीईआर द्वारा किया जाता है, संवृद्धि-दर दृष्टिकोण की तुलना में अधिक उपयुक्त है। निवेश-चक्र की अवधि की माप करने के प्रयोजन से, क्रिस्टीनो द्वारा मापे गए चक्रीय कारणों के असमान बैंड-पास फिल्टर का इस्तेमाल इसलिए किया गया है क्योंकि वह चरों को भार प्रदान करता है तथा अंतिम बिंदुओं को नहीं छोड़ता है। एनबीईआर के कारोबार-चक्र दृष्टिकोण का अनुसरण करते हुए यह पाया गया है कि भारत में निवेश की दर तीन वर्ष के अवधि चक्र से गुजरती गई है (सारणी III.1.1)।

इसके परिणामों के संबंध में जब विस्तार से बताया जाता है तो यह ज्ञात होता है कि निवेश की दर में जो उभार 2016-17 की तीसरी तिमाही से शुरू हुआ था उसे पूर्णता प्राप्त करने में अभी तकरीबन नौ तिमाहियां और लगेंगी। इसके लिए अन्य उपायों के साथ-साथ नीतिगत प्रयास जैसे - कारोबार करने में सहजता लाना, कार्पोरेट दबावग्रस्तता का तेजी से समाधान करना, जीएसटी को लागू करने से जुड़े शेष मामलों को शीघ्रता से हल करना तथा रुकी हुई परियोजनाओं को तेजी से आगे बढ़ाने से विदेशी चक्र का मौजूदा चरण अपनी उच्च सीमा तक पहुंच सकेगा तथा संवृद्धि पथ के लिए अग्रगामी आवेग पैदा करेगा। निवेश-जन्य संवृद्धि हासिल करने के लिए समय पर और नपे-तुले में हस्तक्षेप करना प्रमुख होगा।

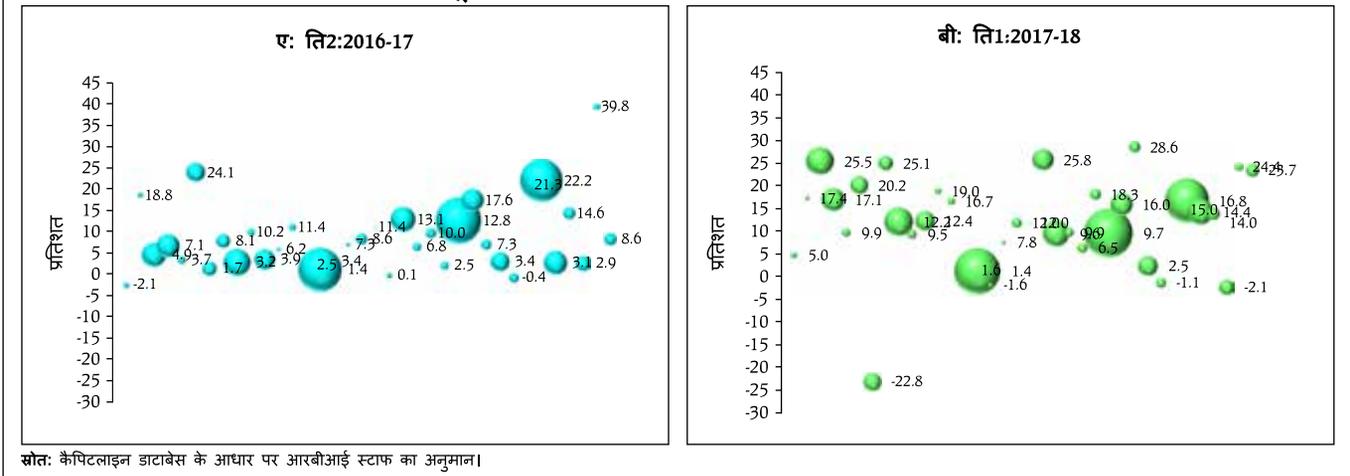
**संदर्भ:**

ए.एफ.बर्न्स और डब्लू सी मिचेल (1946), मेजारिंग बिजनेस सायकल्स, नेशनल ब्यूरो ऑफ इकॉनॉमिक रिसर्च, न्यूयार्क  
जनक राज, सत्यानंद साहू और शिव शंकर (2018), "भारत कर निवेश चक्र - क्या यह एक मोड है?", मीमियो  
वी. ज़ैरोनविट्ज़ (1992), बिजनेस सायकल्स थियरी, हिस्ट्री, इंडीकेटर्स एंड फोरकास्टिंग, यूनवर्सिटी ऑफ शिकागो प्रेस

कार्पोरेट जगत के वित्तीय परिणाम भी इसी प्रकार के अंतर्निहित बदलाव प्रदर्शित कर रहे हैं। सूचीबद्ध गैर-सरकारी गैर-वित्तीय (एनजीएनएफ) कंपनियों के परिणामों से पता चलता है कि विनिर्माण कंपनियों ने एक वर्ष पूर्व की तुलना में वर्ष 2017-18 की पहली छमाही में चालू आस्तियों को कम कर दिया है और नियत आस्तियों को बढ़ा दिया है,

शायद यह इस बात का संकेत है कि लंबे समय से प्रतीक्षित पूंजीगत व्यय चक्र में बहाली पैदा होगी। 38 उप-क्षेत्र जिनमें औद्योगिक और सेवा क्षेत्र शामिल हैं, में सांकेतिक पूंजीगत व्यय में होने वाली वृद्धि में वर्ष 2016-17 की दूसरी छमाही की तुलना में वर्ष 2017-18 की पहली छमाही में बड़े पैमाने पर सुधार हुआ है (चार्ट III.6ए और III.6बी)। अनुसूचित

चार्ट III.6: सूचीबद्ध एनजीएनएफ कारपोरेट क्षेत्र का कैपेक्स निर्माण



**टिप्पणियाँ:** 1. उप-क्षेत्रों का प्रतिनिधित्व करने वाले बबल में कृषि और संबंधित गतिविधियां, व्यापार सहायता सेवाएं, सीमेंट और सीमेंट उत्पाद, रसायन और रसायन उत्पाद, कंप्यूटर और इलेक्ट्रॉनिक उपकरण, कंप्यूटर और संबंधित गतिविधियां, निर्माण, विद्युत मशीनरी और उपकरण, बिजली और गैस - आपूर्ति, फैब्रिकेटेड धातु उत्पाद, खाद्य उत्पाद और पेय पदार्थ, ग्लास और ग्लास उत्पाद, अस्पताल सेवाएं, होटल और रेस्तरां, लौह और इस्पात, आभूषण और संबंधित वस्तुएं, चमड़ा, मशीनरी और मशीन टूल्स, मेडिकल प्रेसिजन और अन्य वैज्ञानिक उपकरण, खनन और उत्खनन, मोटर वाहन और अन्य परिवहन उपकरण, अन्य विनिर्माण, अन्य सेवाएं, पेपर और पेपर उत्पाद, पेट्रोलियम उत्पाद, फार्मास्यूटिकल्स एंड मेडिसिन, प्लास्टिक उत्पाद, बहुमूल्य और गैर-लौह धातु, रियल एस्टेट, रबड़ और रबड़ उत्पाद, दूरसंचार, वस्त्र, तंबाकू उत्पाद, परिवहन और संग्रहण सेवाएं, वीडियो और टेलीविजन प्रोग्रामिंग और प्रसारण, थोक और खुदरा व्यापार, लकड़ी उत्पाद, अन्य शामिल हैं।

2. बबल आकार इसी छमाही में उप-क्षेत्र के सापेक्ष निश्चित शुद्ध परिसंपत्ति स्तर का प्रतिनिधित्व करता है।

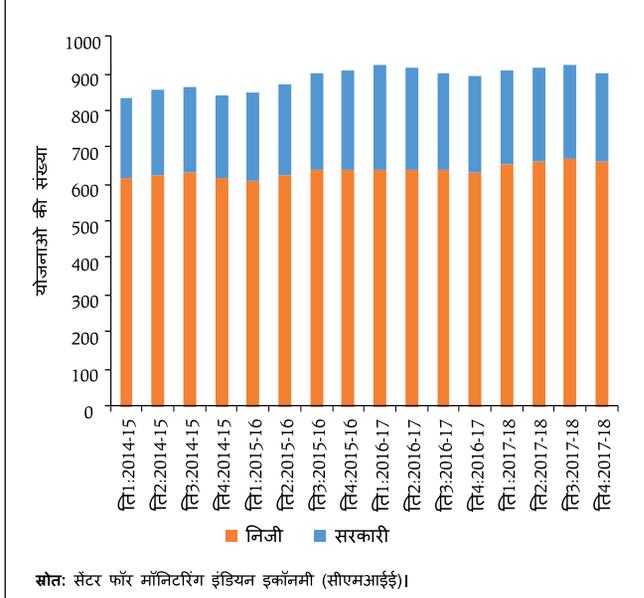
वाणिज्य बैंकों में आवास ऋण में आई तेजी भी रिहाइश में निवेश करने को बढ़ावा दे रही है। रुकी हुई परियोजनाओं के कार्यान्वयन में कुछ सुधार हुआ है (चार्ट III.7)।

सीएसओ के द्वितीय अग्रिम अनुमानों के आधार पर, सकल अचल पूंजी निर्माण 2016-17 के 10.1 प्रतिशत की बढ़ोतरी की तुलना में 2017-18 में 7.6 प्रतिशत बढ़ा है। मौसमी

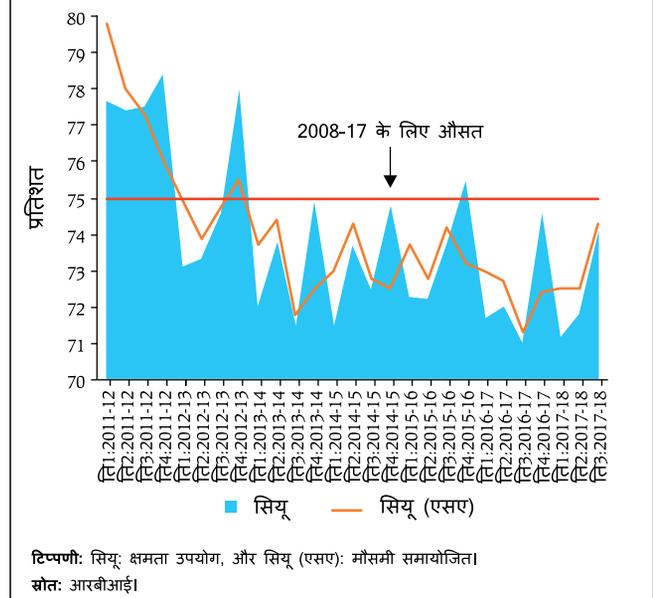
हिसाब से समायोजित क्षमता [सीयू(एसए)]की दृष्टि से जो 2009-14 में उत्पन्न बेसी क्षमता का ओवरहैंग बने रहने के कारण 2013-14 की पहली तिमाही तक औसत से कम स्तर तक बनी रही थी, उसमें 2017-18 की तीसरी तिमाही में उल्लेखनीय बढ़ोतरी दिखाई दी (चार्ट III.8)।

इसके अतिरिक्त, प्राथमिक पूंजी बाजार से जुटाए गए संसाधन तथा खाद्येतर ऋण वृद्धि (अध्याय IV) में तेजी से

चार्ट III.7: ठप परियोजनाएं



चार्ट III.8: क्षमता उपयोग



ज्ञात होता है कि निवेश की गतिविधियां और भी सुदृढ़ हो सकती हैं यदि राजकोषीय पूर्वक्रय अधिकार के कारण निजी निवेश की मांग अलग-थलग ना पड़ जाए।

### III.1.3 सरकारी व्यय

सरकारी अंतिम उपभोग व्यय (जीएफसीई) ने 2017-18 की दूसरी छमाही में सकल मांग को सतत रूप से समर्थन प्रदान किया है, उसमें केंद्र सरकार द्वारा 2017-18 की पहली तिमाही में किए गए व्यय के बावजूद 2017-18 की तीसरी तिमाही में तेजी आ रही है। यह संभावना है कि जीएफसीई 2018-19 में सकल मांग को बढ़ाएगा, क्योंकि संघीय बजट में घोषित राजकोषीय समेकन के पाठ में 0.3 प्रतिशत जीडीपी का विचलन है (सारणी III.2)। सकल राजकोषीय घाटा (जीएफडी)का लक्ष्य जिसे 3.0 प्रतिशत रखा जाना था उसे बढ़ाकर 2020-21 तक कर दिया गया है।

वर्ष 2017-18 (अप्रैल-फरवरी) में केंद्र सरकार की राजकोषीय स्थिति में गिरावट पाई गई थी क्योंकि व्यय बहुत तेजी से बढ़ा था, साथ ही बजट में किए गए अनुमान की तुलना में कर से इतर राजस्व घट गया था। राजस्व व्यय उतना ही था जितना कि बजट किया गया था, हालांकि खाद्यान्न और पेट्रोलियम सब्सिडी पर किया गया भुगतान एक वर्ष पहले के व्यय की तुलना में अधिक था। वर्ष 2017-18 के संशोधित अनुमान में प्रमुख सब्सिडी के लिए खर्च का अनुमान जीडीपी का 1.4 प्रतिशत रखा गया था जो 2016-17 के 1.3 प्रतिशत से अधिक था।

राजस्व व्यय की विभिन्न श्रेणियों में किए जाने वाले भुगतान प्रतिबद्धता भुगतान थे जिसमें किसी भी प्रकार की

### सारणी III.2: मुख्य राजकोषीय सूचक - केन्द्रीय सरकार वित्त

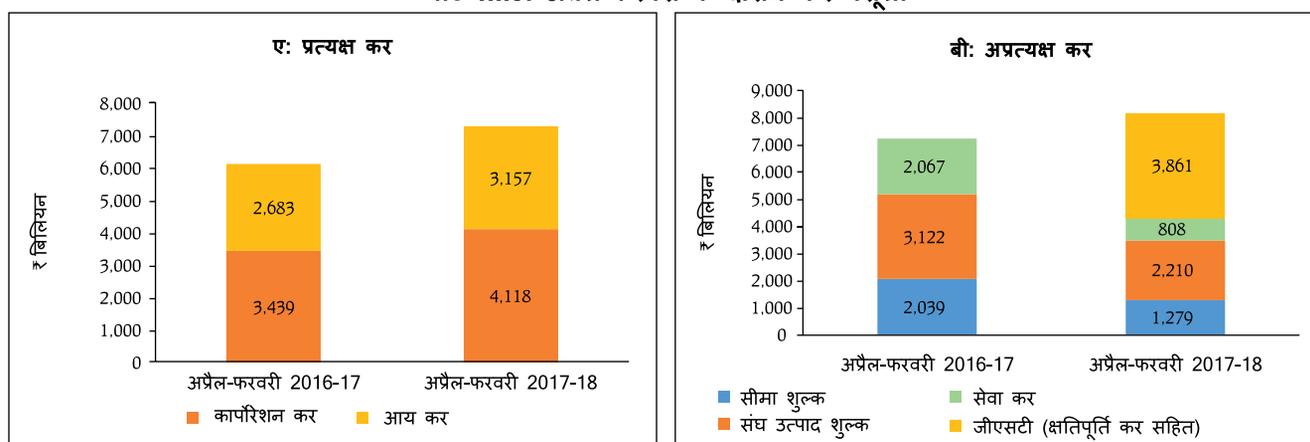
संकेतक	जीडीपी में प्रतिशत		
	2017-18 (बीई)	2017-18 (आरई)	2018-19 (बीई)
1. राजस्व प्राप्तियाँ	9.0	9.0	9.2
a. कर राजस्व (निवल)	7.3	7.6	7.9
b. गैर-कर राजस्व	1.7	1.4	1.3
2. गैर-कर्ज पूंजी प्राप्तियाँ	0.5	0.7	0.5
3. राजस्व व्यय	10.9	11.6	11.4
4. पूंजी व्यय	1.8	1.6	1.6
5. कुल व्यय	12.8	13.2	13.0
6. सकल राजकोषीय घाटा	3.2	3.5	3.3
7. राजस्व घाटा	1.9	2.6	2.2
8. प्राथमिक घाटा	0.1	0.4	0.3

टिप्पणी: बीई : बजट अनुमान आरई: संशोधित अनुमान।

स्रोत: संघीय बजट 2018-19।

कमी की गुंजाइश नहीं थी। इस बीच, पूंजीगत व्यय फरवरी तक बढ़कर 38.3 प्रतिशत था जो संशोधित अनुमान का 108.6 प्रतिशत था (जिसे वर्ष के लिए किए गए बजट अनुमान से संशोधित करके कम किया गया था)। तदनुसार, संशोधित अनुमानों की पूर्ति के लिए वर्ष के शेष हिस्से में बजटगत समायोजन में कोई केपेक्स कमी नहीं की जा सकेगी, जिसे बड़े क्षेत्रों तक बढ़ाया गया है जैसे नगर विमानन, रक्षा, बड़े उद्योग, पेट्रोलियम, प्राकृतिक गैस, रेलवे, शिपिंग और सड़क परिवहन एवं महामार्ग शामिल है। सकल और निवल दोनों प्रकार की कर वसूली बजट किए गए स्तर से मामूली से अधिक थी, इसका मुख्य कारण यह था कि कारपोरेशन कर के अंतर्गत प्रत्यक्ष कर राजस्व से काफी अधिक आया था (चार्ट III.9ए)। सभी प्रकार के प्रत्यक्ष करों में बजटगत तेजी पिछले आठ वर्ष (2010-11 से 2017-18 तक) के औसत की तुलना में वर्ष 2018-19

चार्ट III.9: अप्रैल-फरवरी के दौरान कर वसूली



स्रोत: महालेखा नियंत्रक (सीजीए), वित्त मंत्रालय, भारत सरकार।

के लिए अधिक थी, जिससे यह ज्ञात होता है कि राजस्व संग्रहण एक प्रमुख चुनौती बन सकता है। परोक्ष कर वसूली अप्रैल-फरवरी 2017-18 के दौरान एक वर्ष पूर्व से 12.9 प्रतिशत अधिक थी (चार्ट III.9बी)। यूनियन बजट 2018-19 के अनुसार वर्ष 2017-18 जीएसटी के अंतर्गत कुल राजस्व 4,44,6 बिलियन रुपए था। सीजीएसटी और आईजीएसटी क्रमशः 2,214 बिलियन रुपए एवं 1,619 बिलियन रुपए थे। कर से इतर राजस्व किए गए बजट लक्ष्य से 18.3 प्रतिशत कम था क्योंकि लाभांश और लाभ से प्राप्तियां कम हुई थीं और स्पेक्ट्रम नीलामी आस्थगित रखने से लाभ कम हुआ। कर्ज से इतर पूंजीगत प्राप्तियां बजट अनुमान (बीई) से 330 बिलियन रुपए अधिक थीं, जो विनिवेश आगमों से थीं, यह प्राप्तियां 725 बिलियन रुपए के लक्ष्य से आगे निकल गई थीं।

राज्य सरकारों के वित्त का सामान्य सरकार की समग्र राजकोषीय स्थिति पर महत्वपूर्ण प्रभाव पड़ता है। 21 राज्यों से संबंधित उपलब्ध डाटा से ज्ञात होता है कि संयुक्त जीडीपी का सकल राज्य घरेलू उत्पाद (जीएसडीपी) अनुपात 2017-18 में घटकर 3.0 प्रतिशत (संशोधित) हो गया जो 2.6 प्रतिशत बजट किया गया था (सारणी III.3)। राज्यों के राजस्व व्यय 2017-18 के बजट अनुपात से अब तक काफी इधर से उधर किए गए दिखाई गये हैं, जिनके कई कारण थे जैसे - राज्यों के वेतन आयोग की सिफारिशों को लागू करना, कुछ राज्यों में कृषि ऋण को माफ कर देना तथा बढ़ता हुआ ब्याज का बोझ रहा है (चार्ट III.10)। इसने समग्र राजकोषीय समेकन के समक्ष चुनौती पैदा कर दी है। यद्यपि 21 राज्यों के लिए 2018-19 का बजट घाटा कम ही, जीएसडीपी का 2.5 प्रतिशत रखा गया है, फिर भी इसपर दबाव आने की संभावना है क्योंकि आगे राज्यों में होने वाले चुनाव, कृषि ऋणों की माफी की संभावना, तथा कुछ राज्यों में सातवें वेतन आयोग के निर्णयों को लागू किया जाना।

वर्ष 2017-18 के लिए केंद्र का उधार कार्यक्रम समग्र बजट रणनीति की तुलना में उच्चतर स्तर (1.4 प्रतिशत) पर संचालित किया गया, जबकि समग्र स्तर पर जितना बजट किया गया था उससे कम उधार लिया गया (13.4 प्रतिशत) (सारणी III.4)। ऋण-समेकन की रणनीति पुनर्खरीद और स्वीचेज के माध्यम से क्रमशः 416 बिलियन रुपए और 581 बिलियन रुपए अपनाई गई। केंद्र सरकार की दिनांकित प्रतिभूतियों के माध्यम से सकल बाजार उधार वर्ष 2018-

### सारणी III.3: प्रमुख घाटे के संकेतक (राज्य सरकार)

(जीडीपी में प्रतिशत)

मद	2016-17	2017-18 बीई	2017-18 आरई	2018-19 बीई
राजस्व घाटा	0.4	0.0	0.4	-0.1
सकल राजकोषीय घाटा	3.4	2.6	3.0	2.5
प्राथमिक घाटा	1.7	0.9	1.3	0.9

टिप्पणी: 1. ऋणात्मक (-) चिह्न आधिक्य दर्शाता है।

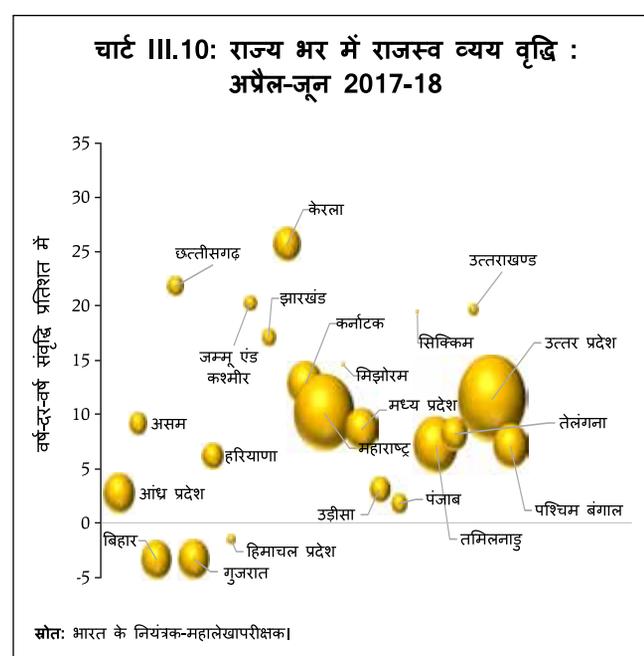
2. डाटा 29 में से 21 राज्यों से संबंधित हैं।

स्रोत: राज्य सरकारों के बजट दस्तावेज़।

19 के लिए 6,055 बिलियन रुपए और निवल बाजार उधार 4,621 बिलियन रुपए बजट किया गया है।

केंद्र सरकार का सकल राजकोषीय घाटे का लक्ष्य 2017-18 के लिए जीडीपी का 3.2 प्रतिशत था जो बढ़कर जीडीपी के 0.3 प्रतिशत और बेशी हो गया। इसी प्रकार की फिसलन राज्य स्तर पर भी पाई गई है। प्रमुख घाटा संकेतकों में इस प्रकार की फिसलन में राजकोषीय समेकन के महत्व पर प्रश्नचिन्ह लगा दिया है। इसके अतिरिक्त, उच्च राजकोषीय घाटे ने उत्पादनशील निजी क्षेत्र के निवेश को अलग-अलग कर दिया है। यह भी चिंता का विषय है कि केंद्र के राजस्व व्यय बजट में 2018-19 के लिए पूंजीगत व्यय (9.9 प्रतिशत) की तुलना में उच्च दर (10.2 प्रतिशत) बढ़ाकर दिखाया गया है। इस संदर्भ में, संघीय बजट 2018-19 में प्रस्तावित कृषि एवं बुनियादी सुविधाओं का परिव्यय बढ़ा हुआ है जो स्वागत योग्य है, किंतु राजस्व बढ़ाने के लिए सतत प्रयास किए जाने की आवश्यकता है। जहां विनिवेश से प्राप्त आगमों ने राजकोषीय घाटा को 2017-18 में नियंत्रित

चार्ट III.10: राज्य भर में राजस्व व्यय वृद्धि :  
अप्रैल-जून 2017-18



स्रोत: भारत के नियंत्रक-महालेखापरीक्षक।

सारणी III.4: सरकारी बाज़ार उधार

(₹ बिलियन)

मद	2015-16			2016-17			2017-18		
	केंद्र	राज्य	कुल	केंद्र	राज्य	कुल	केंद्र	राज्य	कुल
निवल उधार	4.406	2.594	7.000	4.082	3.426	7.508	4.484	3.403	7.887
सकल उधार	5.850	2.946	8.796	5.820	3.820	9.640	5.880	4.191	10.071

स्रोत: आरबीआई।

रखने में सहायता की है, वहीं वे बाज़ार की स्थितियों के प्रति आकस्मिकता की हैसियत रखते हैं। यह महत्वपूर्ण है कि कर के कवरेज एवं कर अनुपालन को बढ़ाते हुए छूट को युक्तिपरक बनाते हुए तथा आंतरिक तौर पर तेजी का निर्माण करके कर से अधिकतम राजस्व प्राप्त किया जाए, ताकि वर्ष 2018-19 के लिए बजट में रखे गए राजकोषीय घाटे के लक्ष्य को राजकोषीय समायोजन प्रक्रिया से किसी प्रकार का समझौता किए बिना प्राप्त किया जा सके।

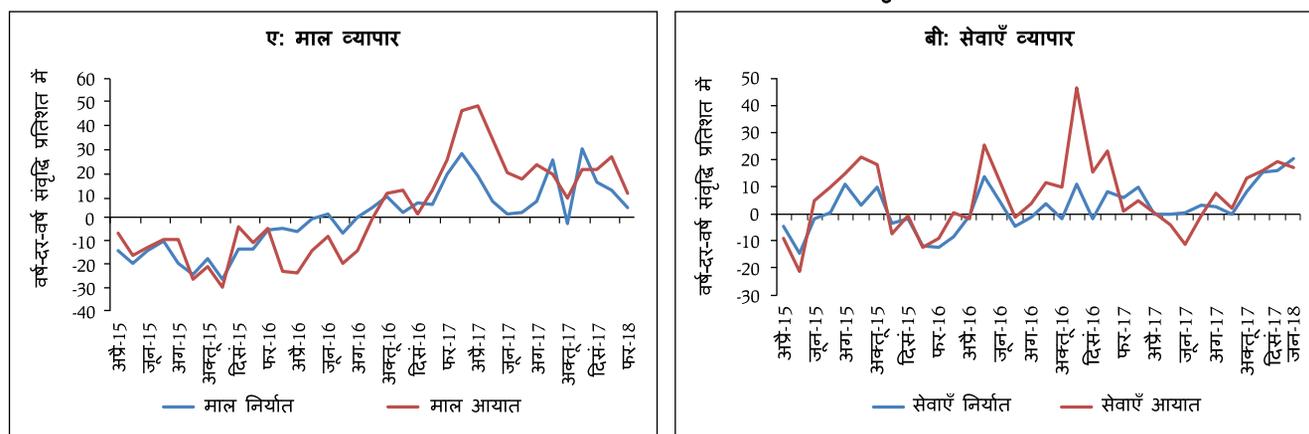
III.1.4 बाह्य मांग

वर्ष 2017-18 की दूसरी छमाही में सकल मांग में निवल निर्यात की स्थिति पीछे रही है, वहीं आयात में तीव्र विस्तार से निर्यात पिछड़ गई है (चार्ट III.11ए और III.11बी)। हालांकि वणिक निर्यात वृद्धि 2017-18 की पहली छमाही के 6.2 प्रतिशत से घटकर 2017-18 की दूसरी छमाही में 3 प्रतिशत से भी कम रह गई थी, लेकिन नवंबर और दिसंबर में जीएसटी को लागू करने से जुड़ी बाधाओं के सहज बन जाने से उसमें वापस तेजी आ गई है। लेकिन, चौथी तिमाही में वृद्धि की यह गति क्रमशः टूटती गई है, जिससे पता चलता है कि बढ़ती हुई बाहरी मांग की तुलना में घरेलू स्तर पर आपूर्ति की स्थिति उसमें निहित कमजोरियों को दर्शाती है, खासतौर से उन कार्यक्षेत्रों में जहां श्रमिक अधिक लगते हैं जैसे रेडीमेड कपड़े और हीरे व जवाहरात के कार्यों में। तेल

से इतर निर्यात भारत के निर्यात का अहम हिस्सा है, साथ ही इंजीनियरिंग के सामान तथा रसायन का पूरे वर्ष 2017-18 (जनवरी तक) में लगातार योगदान बना रहा है (चार्ट III.12ए)। विश्व की व्यापार प्रकृति के अनुरूप भारत के निर्यात में उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (ईई) का हिस्सा उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) की तुलना में अधिक है।

आयात की स्थिति देखें, तो इसके बड़े हिस्से में सुदृढ़ वृद्धि वर्ष 2017-18 के दौरान अब तक तेल से इतर स्वर्ण से इतर आयातों की वजह से थी, जो घरेलू मांग की बढ़ती मज़बूती को प्रमाणित करती है (चार्ट III.12बी)। मोती और मूल्यवान पत्थर, इलेक्ट्रॉनिक सामान और कोयला<sup>1</sup> का योगदान प्रमुख रूप से था। बिजली संयंत्रों द्वारा री-स्टॉकिंग करने तथा भारतीय इस्पात क्षेत्र में बढ़ती आवश्यकताओं से कोयले का आयात 2016-17 की तीसरी तिमाही में 4.2 बिलियन अमरीकी डालर (44.8 मिलियन टन) की तुलना में बढ़कर 2017-18 की तीसरी तिमाही में 6.1 बिलियन अमरीकी डालर (56.8 मिलियन टन) हो गया था। पेट्रोलियम निर्यातकर्ता देशों के संगठन (ओपेक) द्वारा लगातार उत्पादन में कटौती करने के कारण अंतर्राष्ट्रीय स्तर पर कच्चे तेल की कीमतें स्थिर हो जाने से पेट्रोल, तेल एवं चिकनाई के आयात का बिल बढ़ने लगा था। स्वर्ण का आयात पूर्व के तीन महीने में घटने के बाद दिसंबर में

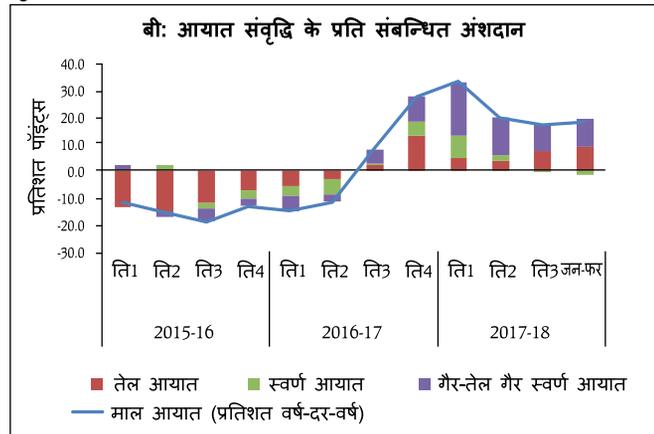
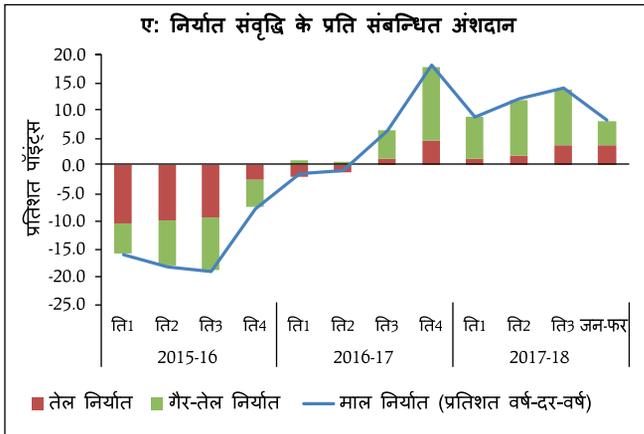
चार्ट III.11: माल और सेवाएँ व्यापार में संवृद्धि



स्रोत: वाणिज्य आसूचना और सांख्यिकी महा निदेशक (डीजीसीआई एण्ड एस) और आरबीआई।

<sup>1</sup> अर्थात 'कोयला, कोक और ब्रिकेट आदि'।

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



स्रोत: डीजीसीआई एण्ड एस डाटा के आधार पर आरबीआई स्टाफ अनुमान।

बढ़ गया था - मूल्य और मात्रा दोनों के हिसाब से - किंतु जनवरी 2018 में इस उम्मीद में कि आयातों पर सीमा-शुल्क में कमी होगी उनकी खरीद स्थगित रखी गई थी। समग्र रूप से, वणिक् आयात की वृद्धि, जो काफी हद तक अक्टूबर तक क्रमशः घटती रही, किंतु नवंबर 2017 से तेज वृद्धि शुरू हुई, जिसने अप्रैल-फरवरी के व्यापार घाटे को 143 बिलियन यूएस डॉलर बढ़ाकर पांच वर्ष के सबसे उच्च स्तर पर पहुंचा दिया (चाँट III.12बी)।

भारत के निवल सेवा निर्यात में 2017-18 की तीसरी तिमाही में तेजी आई, जो मुख्यतः साफ्टवेयर और यात्रा-सेवाओं में सुधार के कारण थी। अमरीका की वीजा नीति से जुड़ी अनिश्चितताओं और ब्रेक्सिट के अत्यधिक प्रतिकूल प्रभाव के बढ़ जाने के बावजूद भारत की साफ्टवेयर सेवाओं के लिए प्रमुख बाजारों में बहाली पैदा हुई। वर्ष 2017 में विश्व में आईटी व्यय की बहाली ने भी इस खंड की मांग को सहारा प्रदान किया। यात्रा-सेवाओं के निवल निर्यात में वृद्धि से भारत में पर्यटकों के आगमन में उल्लेखनीय वृद्धि हुई है। इसके विपरीत, यात्रा, परिवहन तथा कारोबार सेवाओं के लिए किए गए अधिक भुगतान के कारण सेवाओं के आयात में हुई वृद्धि ने निर्यात से होने वाली आमदनी में वृद्धि को आंशिक रूप से समायोजित कर दिया है।

विप्रेषण, जो गृहस्थों की खर्च योग्य आय को बढ़ाता है, में भी तीसरी तिमाही में महत्वपूर्ण सुधार हुआ था, जो यह स्रोत राष्ट्रों में मांग की स्थिति को प्रदर्शित करता है। यद्यपि हाल के दिनों में जैसे-जैसे विश्व में संवृद्धि तथा व्यापार आगे बढ़ रहा है, वहीं पूरे परिदृश्य पर इस भय के बादल छा गए हैं कि कहीं व्यापार संरक्षण की प्रवृत्ति न बढ़ जाए। हाल ही में अमरीका द्वारा घोषित टैरिफ का भारत पर पड़ने वाला सीधा प्रभाव कम होने की संभावना है, लेकिन अमरीका के टैरिफ में वृद्धि से अमरीका से इतर

बाजारों में एक प्रकार की प्रचुरता उत्पन्न हो सकती है जो कीमतों को नीचे धकेल सकती है, फलस्वरूप भारत में निर्यात से होने वाली वसूली कम हो सकती है। लेकिन, सबसे बड़ा जोखिम इस बात का है कि पूरे विश्व में व्यापार संरक्षण की संभावना बढ़ सकती है क्योंकि प्रभावित होने वाले देश जवाबी कार्रवाई करेंगे और घरेलू बाजार की रक्षा करेंगे। इसके सुबूत पहले ही मिल चुके हैं जब अमरीका द्वारा चीन के माल पर टैरिफ की घोषणा के बाद चीन द्वारा अमरीका के चुनिंदा उत्पादों के आयात पर जवाबी टैरिफ की घोषणा कर दी गई थी। इन कार्रवाइयों से विश्व के व्यापार में मंदी आ सकती है, साथ ही हिस्टैरेसिस एवं कल्याणकारी कार्य कम हो जाएंगे, विशेष रूप से उन देशों में जो अपनी संवृद्धि महत्वाकांक्षाओं को पूरा करने के लिए व्यापार का सहारा लेना चाहते हैं।

चालू खाते का घाटा (सीएडी) एक वर्ष पूर्व के जीडीपी के 1.4 प्रतिशत (8.0 बिलियन अमरीकी डालर) से बढ़कर 2017-18 की तीसरी तिमाही में जीडीपी के 2.0 प्रतिशत (13.5 बिलियन अमरीकी डालर) तक पहुंच गया है। वर्ष-दर-वर्ष आधार पर सीएडी के बढ़ते जाने का प्राथमिक कारण उच्च व्यापार घाटा (44.1 बिलियन अमरीकी डालर) रहा है।

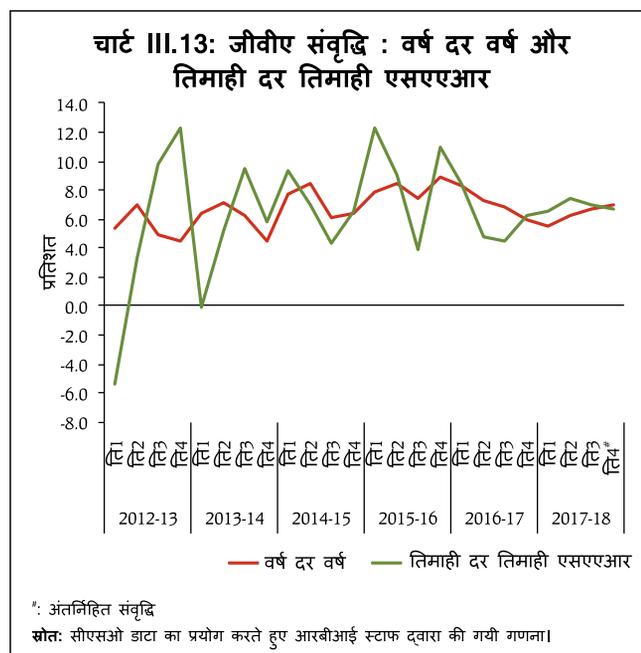
पूंजीगत प्रवाहों के समस्त प्रमुख घटक जैसे - विदेशी प्रत्यक्ष निवेश (एफडीआई), विदेशी पोर्टफोलियो निवेश (एफपीआई), अनिवासी भारतीय (एनआरआई) जमाराशियां तथा बाह्य वाणिज्यिक उधार (ईसीबी) में 2017-18 की तीसरी तिमाही के दौरान निवल अंतर्वाह दर्ज किया गया है। भारत में सकल एवं निवल एफडीआई का प्रवाह पूर्ववर्ती तिमाहियों की तुलना में तीसरी तिमाही में धीमा था। लेकिन, निवेशकों ने विनिर्माण तथा कंप्यूटर सेवाओं को वरीयता देना जारी रखा, जिनमें मारिशस और सिंगापुर महत्वपूर्ण स्रोत रहे। वर्ष के अधिकांश हिस्से में तीव्र अंतर्वाह लाने के बाद,

विदेशी पोर्टफोलियो निवेशक भारतीय इक्विटी बाज़ार और ऋण-बाज़ार में फरवरी के दूसरे सप्ताह से मार्च 2018 के दूसरे सप्ताह तक अच्छे विक्रेता बन गए, प्रारम्भ में यह पूंजी लाभ, संघीय बजट में कराधान प्रस्ताव से मिलने वाले फायदे के प्रति आकांक्षा थी किंतु बाद में व्यापार संरक्षणवाद के भय से विश्व में स्वयं को बाहर रखने के प्रति जवाबी कार्रवाई करना तथा अमरीकी मौद्रिक नीति का तेज गति से सामान्य हो जाना रहा है। इसके अतिरिक्त, ये सभी कारक ईएमई में पोर्टफोलियो प्रभावों को प्रभावित करते रह सकते हैं, हालांकि भारत के समुत्थानशील मूलभूत सिद्धांत तथा विदेशी मुद्रा भंडार का अच्छा स्तर - 23 मार्च 2018 को 422.5 बिलियन अमरीकी डालर था - जो विश्व से फैलने वाले प्रभावों के प्रति बफर प्रदान करता रहेगा।

### III.2 सकल आपूर्ति

सामान्य मूल्य पर सकल मूल्य योजित (जीवीए) के अनुसार उत्पादन वृद्धि पहली छमाही के 5.9 प्रतिशत से बढ़कर 2017-18 की दूसरी छमाही में 6.8 प्रतिशत हो गई जो एक वर्ष पूर्व 6.4 प्रतिशत थी क्योंकि विमुद्रीकरण के प्रभाव एवं जीएसटी के लागू होने की कचोटती बाधाएं धीरे-धीरे कम होती गई (सारणी III.5)। जीवीए की गति, तिमाही-दर-तिमाही एसएएआर के रूप में मापित, 2017-18 की दूसरी छमाही में सपाट हो गई, जो यह दर्शाती है कि इस अवधि में वृद्धि में वर्ष-दर-वर्ष होने वाली बढ़ोतरी न्यून-आधार के कारण थी (चार्ट III.13)।

वर्ष-दर-वर्ष जीवीए वृद्धि में बहाली का आधार औद्योगिक उत्पादन में तीव्र वृद्धि थी, जो विनिर्माण द्वारा संचालित



थी। दक्षिण-पश्चिम और उत्तर-पूर्व मानसून के कम रहने के बावजूद कृषि उत्पादन में वृद्धि 2017-18 की पहली छमाही की तुलना में गति पकड़ती रही और अनाजों के बारे में अग्रिम अनुमान देखें तो 2017-18 में रिकार्ड उत्पादन स्तर रहा है। जो भी हो कृषि गतिविधियों में वृद्धि एक वर्ष पूर्व की अपेक्षा धीमी थी। हालांकि सेवा क्षेत्र की गतिविधियां समुत्थानशील बनी रहीं। उल्लेखनीय रूप से, जीवीए वृद्धि लोक प्रशासन, रक्षा एवं अन्य सेवाओं (पीएडीओ) को छोड़कर भी तीव्र बनी रही (चार्ट III.14)।

### सारणी III.5: जीवीए में क्षेत्र वार संवृद्धि

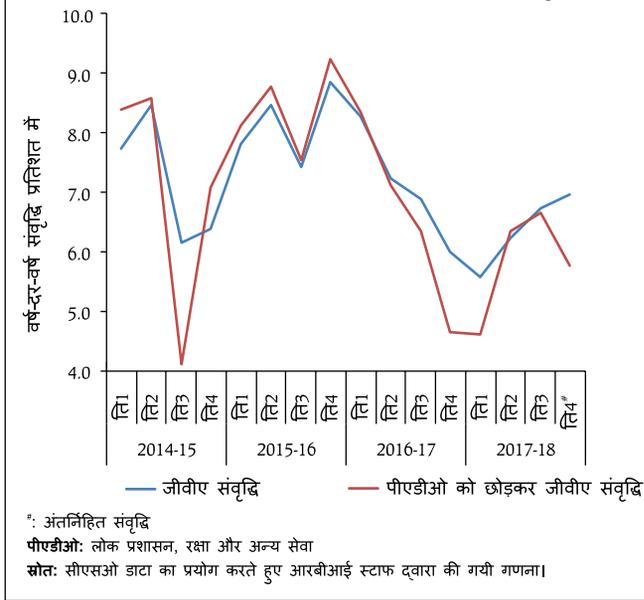
(प्रतिशत)

क्षेत्र	2016-17 (एफआरई)	2017-18 (एसएई)	भारित योगदान 2017-18	2016-17 (एफआरई)				2017-18 (एसएई)			
				ति1	ति2	ति3	ति4	ति1	ति2	ति3	ति4#
कृषि,फोरेस्टरी और फिशिंग	6.3	3.0	0.5	4.3	5.5	7.5	7.1	2.7	2.7	4.1	1.9
उद्योग	8.7	5.0	1.2	10.2	7.8	8.8	8.1	-0.4	7.0	6.8	6.8
खनन तथा उत्खनन	13.0	3.0	0.1	10.5	9.1	12.1	18.8	1.8	7.1	-0.1	3.9
विनिर्माण	7.9	5.1	0.9	9.9	7.7	8.1	6.1	-1.8	6.9	8.1	7.2
विद्युत,गैस, जल आपूर्ति तथा अन्य उपयोगी सेवाएँ	9.2	7.3	0.2	12.4	7.1	9.5	8.1	7.1	7.7	6.1	8.4
सेवाएँ	6.7	7.8	4.8	8.5	7.4	6.0	4.9	8.6	6.6	7.6	8.3
निर्माण	1.3	4.3	0.3	3.0	3.8	2.8	-3.9	1.5	2.8	6.8	6.1
व्यापार, होटल, परिवहन, संचार	7.2	8.3	1.6	8.9	7.2	7.5	5.5	8.4	9.3	9.0	6.7
वित्त, रियल एस्टेट एवं व्यावसायिक सेवाएँ	6.0	7.2	1.6	10.5	8.3	2.8	1.0	8.9	6.4	6.7	6.6
लोक प्रशासन, रक्षा तथा अन्य सेवाएँ	10.7	10.1	1.3	7.7	8.0	10.6	16.4	13.2	5.6	7.2	15.0
<b>मूल कीमतों पर जीवीए</b>	<b>7.1</b>	<b>6.4</b>	<b>6.4</b>	<b>8.3</b>	<b>7.2</b>	<b>6.9</b>	<b>6.0</b>	<b>5.6</b>	<b>6.2</b>	<b>6.7</b>	<b>6.9</b>

एफआरई: पहला संशोधित अनुमान एसएई: दूसरा अग्रिम अनुमान #: अंतर्निहित

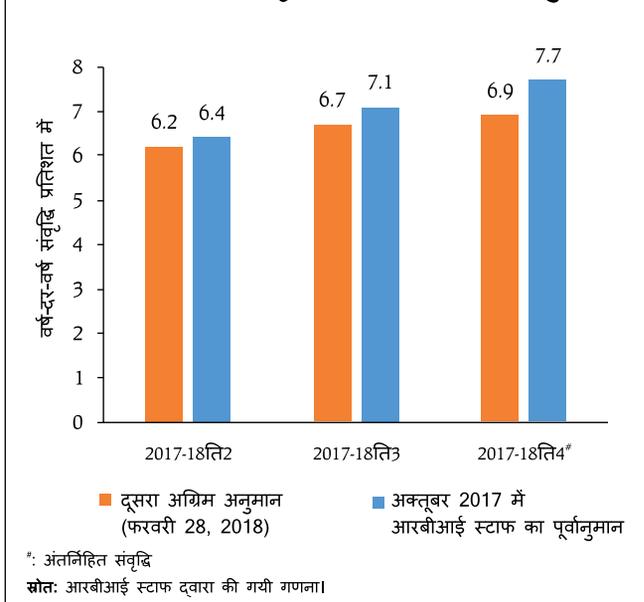
स्रोत: केंद्रीय सांख्यिकी कार्यालय (सीएसओ)।

**चार्ट III.14: पीएडीओ को छोड़कर जीवीए संवृद्धि**



अक्टूबर 2017 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में यह अनुमान दिया गया था कि वर्ष 2017-18 की दूसरी तिमाही में जीवीए वृद्धि 6.4% और दूसरी छमाही में 7.4 प्रतिशत रहेगी जिसमें जोखिम बेसलाइन पथ के आस-पास समान रूप से संतुलित होता रहेगा (चार्ट III.15)। 28 फरवरी, 2017 को जारी सीएसओ के दूसरे अग्रिम अनुमान (एसएई) के अनुसार वास्तविक परिणाम उक्त अनुमानों से क्रमशः 20 और 60 अंक नीचे रहे। एसएई में दूसरी तिमाही के पूर्वानुमान से विचलन मुख्यतः सेवा क्षेत्र की गतिविधियों में प्रत्याशा से अधिक धीमापन रहा है, जबकि दूसरी छमाही

**चार्ट III.15: जीवीए संवृद्धि: वास्तविक बनाम अनुमानित**



में यह औद्योगिक गतिविधियों से सुस्पष्ट हुआ जो की गई प्रत्याशा की अपेक्षा धीमा था। उद्योग के भीतर देखें तो खनन क्षेत्र में उत्पादन तीसरी तिमाही में घट गया था। सेवा क्षेत्र की वृद्धि इसलिए धीमी पड़ गई थी क्योंकि वास्तविक स्थावर क्षेत्र में बिक्री की वृद्धि में अप्रत्याशित कमी हुई थी साथ ही रियल एस्टेट रेग्यूलेशन एंड डेवलेपमेंट एक्ट (रेरा) भी लागू हुआ था। इन घटनाओं को ध्यान में रखते हुए 2017-18 के जीवीए पूर्वानुमान में इसे संशोधित करके दिसंबर 2017 के एमपीसी के पांचवें द्वैमासिक वक्तव्य संकल्प में घटाकर 6.6 प्रतिशत कर दिया गया था। सीएसओ द्वारा संघीय बजट के साथ-साथ एक महीने पहले एफएई राष्ट्रीय लेखा डाटा जारी कर दिए जाने से डाटा की उपलब्धता में बड़े अंतर को देखते हुए जीवीए अनुमान की स्थिरता के प्रति चिंताएं पैदा करता है।

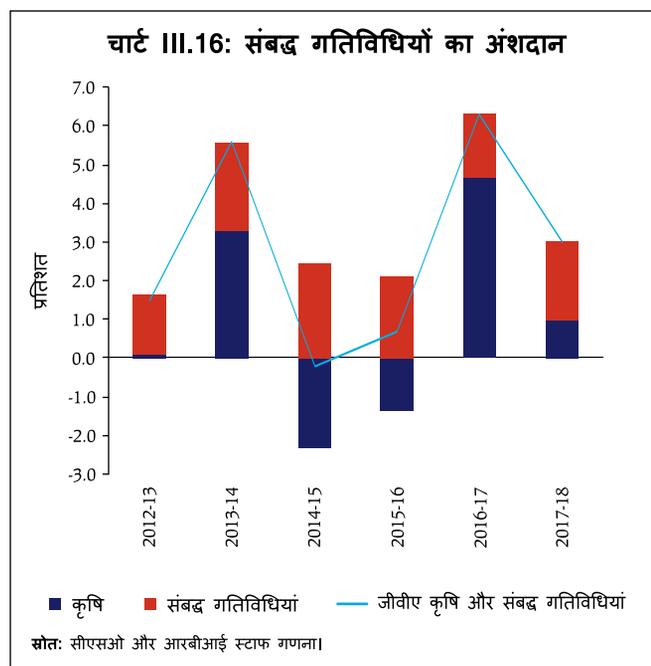
सीएसओ द्वारा संघीय बजट के अनुक्रम में एक महीना पहले राष्ट्रीय लेखा आंकड़ों का प्रथम अग्रिम अनुमान (एफएई) जारी कर देने से जीवीए अनुमानों की दृढ़ता पर चिंता उभरी क्योंकि उपलब्ध डाटा में बड़ा अंतर पाया गया। राष्ट्रीय लेखों के उत्पादन एवं व्यय आधारित अनुमानों दोनों के विश्लेषण से ज्ञात होता है कि बढ़ती हुई वृद्धि की अवधि के दौरान क्रमिक संशोधनों में प्रारंभिक अनुमानों को बदल दिया गया जबकि वृद्धि के घटने की सभी अवधियों के दौरान उन्हें संशोधित करके कम कर दिया गया था (बॉक्स I.1 अध्याय I देखें)। इसलिए जीडीपी/जीवीए वृद्धि के अग्रिम अनुमान के लिए आवश्यक है कि उसे उच्च फ्रीक्वेंसी संकेतकों से जोड़ा जाए ताकि अर्थव्यवस्था की तस्वीर का सही-सही मूल्यांकन किया जा सके।

**III.2.1. कृषि**

वर्ष-दर-वर्ष आधार पर कृषि और संबद्ध गतिविधियों में सकल मूल्य योजन 2017-18 की पहली छमाही के 2.7 प्रतिशत से बढ़कर 2017-18 की दूसरी छमाही में 3.1 प्रतिशत हो गया था, किंतु 2016-17 की दूसरी छमाही की अपेक्षा काफी घट गया था। पूर्ववर्ती वर्ष की तुलना में देर तक बने रहे दक्षिण-पश्चिम मानसून, उत्तर-पूर्व मानसून के बेहतर बने रहने (अक्टूबर-दिसंबर 2017) से, तथा प्रमुख जलाशयों में सहज भंडारण स्तर से यह सुनिश्चित हो सका कि रबी की बुवाई के लिए मिट्टी में नमी की स्थिति अच्छी बनी रही। लेकिन, विलंब से बुवाई, कड़ी गर्मी, ठंडी की स्थिति और कम कीमतों ने मौसम के दौरान संपूर्ण क्षेत्र को प्रभावित किया, पिछले वर्ष के कवरेज से 0.8 प्रतिशत नीचे बनाए रखा, विशेष रूप से गेहूं और तिलहन (सरसों, सफेद सरसों) के मामले में।

वर्ष 2017-18 के लिए फसल उत्पादन के बारे में दूसरे अग्रिम अनुमान के जारी होने के फलस्वरूप, जिसमें खरीफ फसल के उत्पादन में महत्वपूर्ण बढ़त का संशोधन किया गया था तथा उम्मीद से कहीं बेहतर रबी की खेती बताई गई थी, कृषि जीवीए की वृद्धि वर्ष के लिए प्रथम अग्रिम अनुमान (एफएई) में 2.1 प्रतिशत से बढ़कर 3.0 प्रतिशत संशोधित कर दी गई थी। फरवरी 2018 में जारी एसएई के अनुसार 2017-18 के लिए खरीफ के खाद्यान्नों का प्रतिशत सितंबर 2017 को जारी एफएई के प्रतिशत से 2.8 प्रतिशत अधिक संशोधित करके प्रस्तुत किया गया था। 2017-18 के एसएई के अनुसार अनुमानित खाद्यान्नों का उत्पादन 277.5 मिलियन टन था जो पिछले वर्ष 2016-17 में प्राप्त 275.1 मिलियन टन से 0.9 प्रतिशत अधिक था। वर्ष के दौरान चावल, दाल तथा मोटे अनाज में हुए उत्पादन ने नई उंचाइयों को छू लिया, किंतु गेहूँ का उत्पादन कम हो गया था (सारणी III.6)। इसके अतिरिक्त, मध्य एवं पूर्वी प्रशांत महासागर में औसत तापमान फरवरी 2018 तक ऋणात्मक खंड में था, जो धनात्मक हो गया, हालांकि एल-नीनो उत्पन्न होने का संयोग कम है।

एफएई के अनुसार वर्ष 2017-18 में बागबानी उत्पादन सर्वाधिक 305.4 मिलियन टन पहुंच गया था, जो 2016-17 के अंतिम अनुमान से 1.6 प्रतिशत अधिक की वृद्धि दर्ज कर सका था। सभी प्रमुख शहरों में बारिश असमान होने के कारण फल, सब्जी, वृक्षारोपण तथा मसालों की उत्पादन वृद्धि धीमी रही जिसने बड़े पैमाने पर आपूर्ति को कम बनाए रखा। सम्बद्ध गतिविधियां, जिनमें वानिकी एवं मत्स्यपालन शामिल हैं - जिनका कृषि में कुल मूल्य योजन में लगभग 41 प्रतिशत हिस्सा है - उसमें वित्तीय वर्ष 2017-18 में 5.1 प्रतिशत की दर से बढ़ोतरी हुई (चार्ट III.16)।



### III.2.2 औद्योगिक क्षेत्र

औद्योगिक क्षेत्र में सामान्य मूल्य पर सकल मूल्य योजन पूर्व की छमाही के 3.2 प्रतिशत से बढ़कर 2017-18 की दूसरी छमाही में 6.8 प्रतिशत हो गया था, जिसमें दूसरी छमाही में बहाली पैदा हुई, किंतु, जो वृद्धि थी वह एक वर्ष पूर्व की तुलना में कम थी (चार्ट III.17)। वर्ष 2017-18 की दूसरी छमाही में (अब तक) आई मंदी का कारण खनन और उत्खनन में तीव्र गिरावट रही (चार्ट III.18)। खनन के क्षेत्र में, आई गिरावट का कारण उसके प्रमुख घटकों जैसे कोयला और प्राकृतिक गैस उत्पादन में मंदी तथा कच्चे तेल के उत्पादन में गिरावट थी (चार्ट III.19 ए)। दूसरी ओर, विनिर्माण क्षेत्र में वृद्धि में जीएसटी के लागू होने की

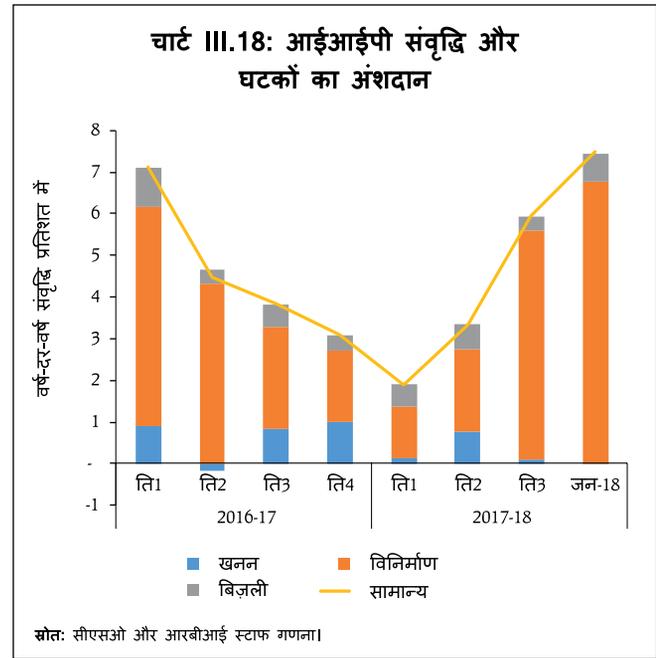
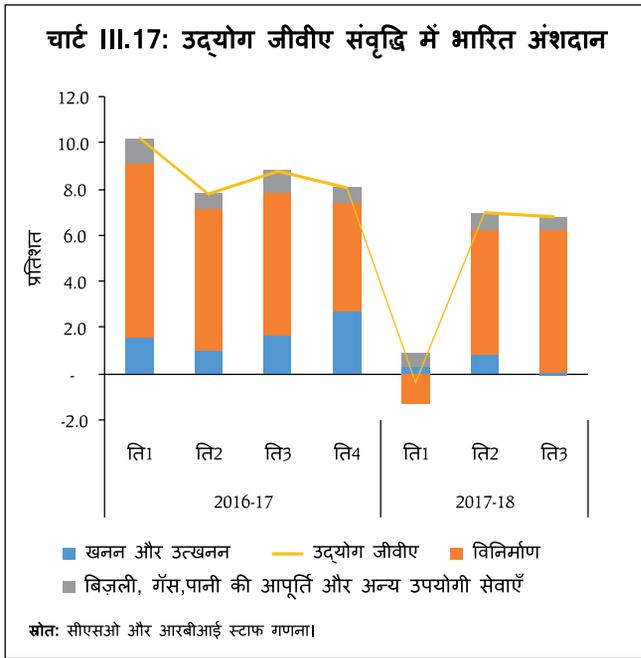
### सारणी 6: कृषि उत्पादन 2017-18 (द्वितीय अग्रिम अनुमान)

(मिलियन टन्स)

फसल	2016-17		2017-18		2017-18 घट-बढ़ (प्रतिशत)		
	एसएई	अंतिम अनुमान	लक्ष्य	एसएई	एसएई 2016-17 के ऊपर	अंतिम 2016-17 के ऊपर	लक्ष्य के ऊपर
खाद्यान्न	272.0	275.1	274.6	277.5	2.0	0.9	1.1
चावल	108.9	109.7	108.5	111.0	2.0	1.2	2.3
गेहूँ	96.6	98.5	97.5	97.1	0.5	-1.4	-0.4
दालें	22.1	23.1	23.0	24.0	8.2	3.5	3.5
तेलबीज	33.6	31.3	35.5	29.9	-11.0	-4.4	-15.8
कपास#	32.5	32.6	35.5	33.9	4.3	3.7	-4.5
ज्यूट और मेस्ता ##	10.1	11.0	11.7	10.5	4.3	-4.2	-10.3
गन्ना (गंजी)	310.0	306.1	355.0	353.2	13.9	15.4	-0.5

#: प्रत्येक 170 किलोग्राम के मिलियन बेल्स    ##: प्रत्येक 180 किलोग्राम के मिलियन बेल्स  
एसएई: द्वितीय अग्रिम अनुमान।

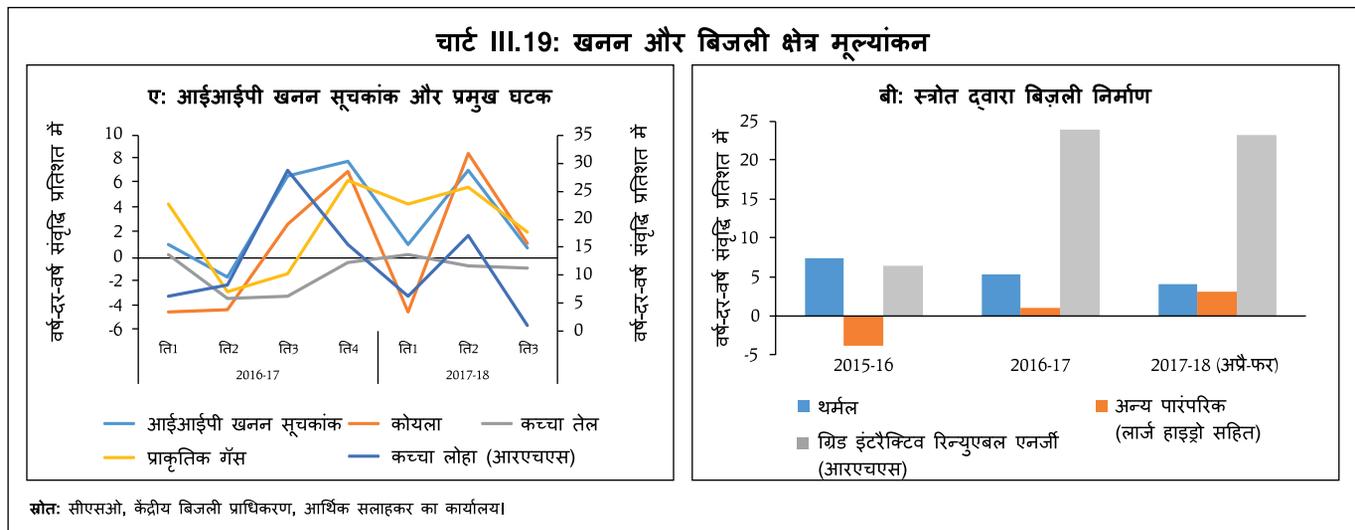
स्रोत: कृषि तथा किसान कल्याण मंत्रालय, भारत सरकार।



अवधि के प्रभाव के समाप्त हो जाने पर 2017 -18 की तीसरी तिमाही में 8.1 प्रतिशत थी जो पांच तिमाहियों में सर्वाधिक थी।

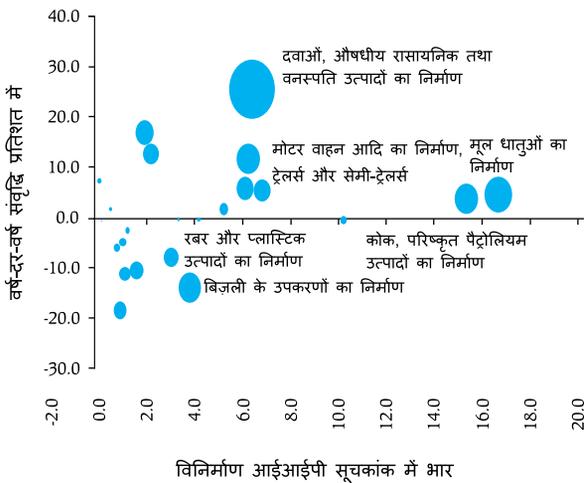
विद्युत क्षेत्र में जीवीए 2017 -18 की पहली छमाही की तुलना में दूसरी छमाही में मामूली सा कम हुआ था। 2017- 2018 (अप्रैल-फरवरी) के दौरान विद्युत उत्पादन में वृद्धि थर्मल पावर प्लांट (कोयला, डीजल और गैस आधारित प्लांट्स) की मंद गतिविधि के कारण प्रभावित हुई थी, जबकि हाइड्रो तथा न्यूक्लियर पावर प्लांट्स ने उच्च वृद्धि दर्ज की (चाँट III.19 बी)। विद्युत क्षेत्र को कई

प्रकार की उलझनों का सामना करना पड़ रहा है जैसे थर्मल पावर प्लांट में कोयले की कमी, विद्युत वितरक कंपनियों (डिस्कोम्स) में कर्ज का बने रहना, कुछ राज्यों द्वारा विद्युत खरीद करार को स्वीकारने में असहमति, गैर अर्थ क्षम परियोजनाएं चलाना, थर्मल पावर प्लांट द्वारा स्पर्धी मूल्यों<sup>2</sup> एवं नवीकृत योग्य एनर्जी स्रोतों के बढ़ते चलन के कारण कम मांग और मूल्य संबंधी दबाव का सामना करना। तीसरी तिमाही में विनिर्माण क्षेत्र में मजबूत निष्पादन इसलिए रहा कि बिक्री में तीव्र वृद्धि थी जिसने इस क्षेत्र के जीवीए को सांकेतिक रूप से 10.9 प्रतिशत तक पहुंचा दिया,



<sup>2</sup> हाल के समय में, सौर-ऊर्जा और वायु-आधारित विद्युत परियोजनाओं के टैरिफ काफी गिरते जा रहे हैं, जिसका विद्युत लागत पर सकारात्मक प्रभाव पड़ सकता है, किंतु थर्मल-आधारित विद्युत परियोजनाओं की शक्तियों को कम आंक रहे हैं।

**चार्ट III.20: 23 विनिर्माण औद्योगिक समूहों का भारत अंशदान - अप्रैल-जनवरी 2017-18**



टिप्पणी: बबल का आकार संबन्धित अंशदान दर्शाता है।  
 स्रोत: सीएसओ और आरबीआई स्टाफ द्वारा की गयी गणना।

जबकि कच्चे माल की बढ़ती लागतें उसे थोड़ा पीछे कर रही थीं। विनिर्माण क्षेत्र जिसमें 23 उद्योग समूह शामिल हैं उनमें से 16 उद्योगों में नवंबर - जनवरी 2017-18 में उत्पादन बना था जिससे ज्ञात होता है कि उत्पादन में बहाली बड़े आधार पर हुई थी। प्रमुख उद्योग समूहों में कोक तथा रिफाइंड पेट्रोलियम, रसायन और रासायनिक उत्पाद, खाद्य उत्पाद, मशीनरी और उपकरण तथा अन्य गैर-धातु खनिज उत्पादों में बहाली पैदा हुई। फार्मास्यूटिकल में सर्वाधिक वृद्धि दर्ज की गई (पाचक एंजाइम तथा एंटासिड मर्दों की वजह से) जबकि इलेक्ट्रिकल उपकरण 2017-18 (अप्रैल-जनवरी) के बीच गिरती हुई हालत में बने रहे (चार्ट III.20)

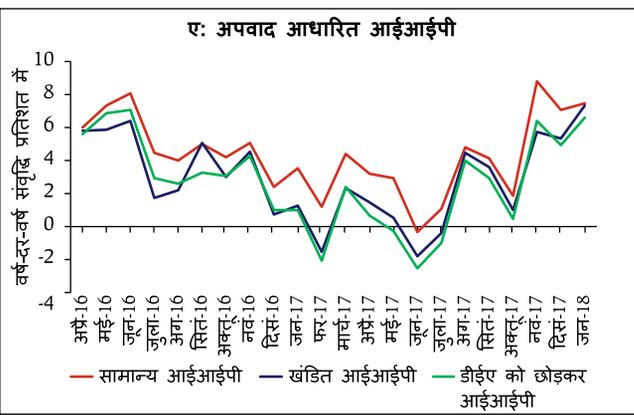
आधारित उपाय अर्थात ट्रेकेटेड आईआईपी और पाचक एंजाइम एवं एंटासिड (डीईए) को छोड़कर आईआईपी ने समग्र आईआईपी वृद्धि को आंक लिया है (चार्ट III.21ए)। भारत योगदान के रूप में देखें तो वृद्धि में आई गति उपभोक्ता गैर- टिकाऊ वस्तुओं द्वारा थी, उसके बाद पूंजीगत वस्तुओं की वजह से (चार्ट III.21)। गैर समुच्चयित जीडीपी डेटा का विश्लेषण भाग III.2.3 में किया गया है।

**III.2.3 सेवाएं**

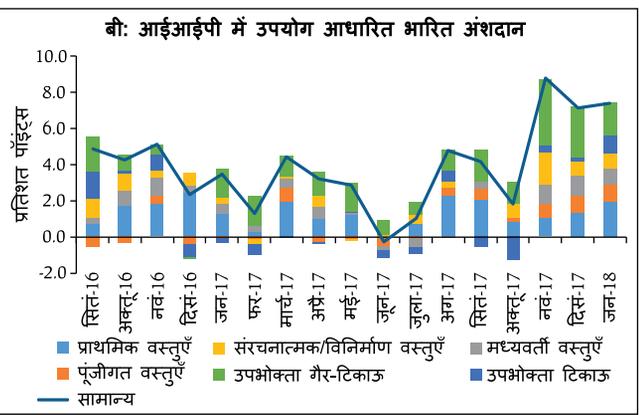
सेवा क्षेत्र में गतिविधियों ने 2017-18 की दूसरी छमाही में ज़ोर पकड़ा और उसका विस्तार बढ़ा, इसमें उछाल, तीव्र निर्माण गतिविधियों से आया था लोक प्रशासन, रक्षा एवं अन्य सेवाओं (पीएडीओ) से उसे सहारा प्राप्त हुआ (चार्ट III.22ए)। निर्माण क्षेत्र में आई बहाली से यह भी पता चलता है की इस्पात के उपभोग तथा सीमेंट के उत्पादन में तेज वृद्धि हुई है (चार्ट III.22बी)।

वित्तीय, स्थावर संपदा और व्यावसायिक सेवाओं में वृद्धि, जो दूसरी तिमाही में नीचे चली गई थी, तीसरी तिमाही में मामूली सुधार हुआ किंतु कुल मिलाकर वृद्धि 2017-18 की पहली छमाही की तुलना में दूसरी छमाही में कम हो गई थी। हालांकि जमाराशियों में वृद्धि की स्थिति शांत बनी रही थी, किंतु क्रेडिट में अधिक वृद्धि ने समग्र वित्तीय सेवाओं को आगे खींच लिया (चार्ट III.23ए)। वर्ष 2017-18 की दूसरी छमाही में व्यापार, होटल, परिवहन तथा कम्युनिकेशन सेवाओं में लगातार तीव्र निष्पादन बना रहा। परिवहन के उप-खंड - कमर्शियल वाहन की बिक्री, पोर्ट कार्गो तथा वायु कार्गो ट्रैफिक में प्रमुख संकेतकों से पता चलता है कि उसमें हाल के महीनों में इज़ाफा हुआ है (चार्ट III.23बी)। इसी प्रकार, होटल उप-खंड -

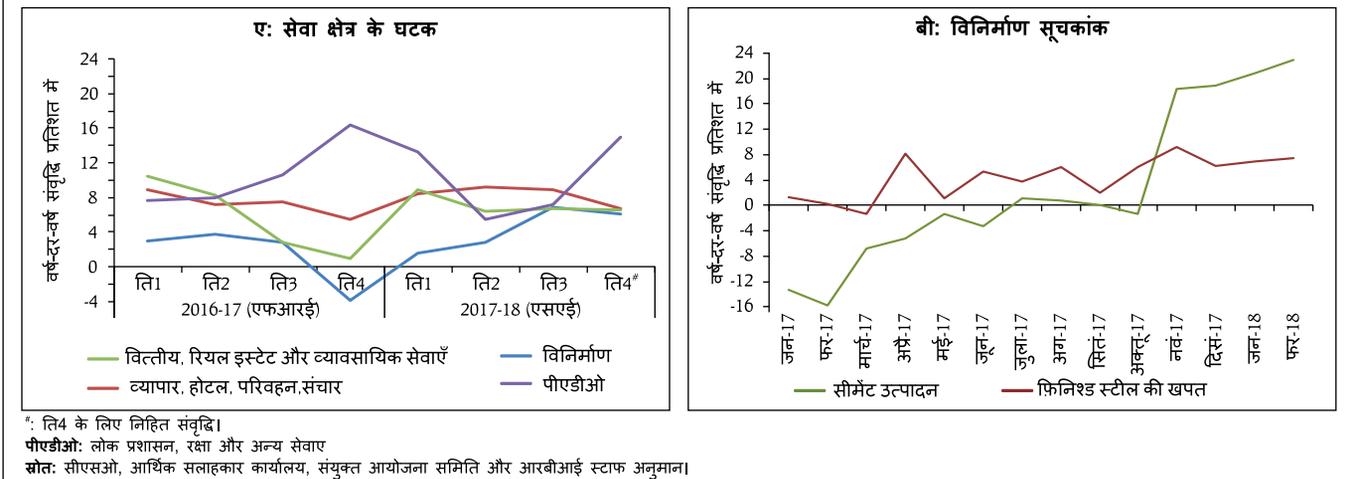
**चार्ट III.21: आईआईपी और उपयोग आधारित वर्गिकरण**



डीईए: डाइजेस्टीव एंजाइमस एंड एंटासिड  
 स्रोत: सीएसओ और आरबीआई स्टाफ गणना।



**चार्ट III.22: सेवा क्षेत्र के घटक और विनिर्माण संकेतक**



विदेशी पर्यटकों का आगमन और हवाई यात्री संख्या - तथा कम्प्यूनिकेशन - टेलीफोन एवं ब्राडबैंड ग्राहक के संकेतकों से ज्ञात होता है कि इनमें लगातार जोरदार वृद्धि हो रही है। पीएडीओ की वृद्धि ने 2017-18 कि दूसरी छमाही में गति पकड़ ली थी खासतौर से, चौथी तिमाही में जब केंद्र सरकार द्वारा खर्च में कोई कटौती नहीं की गई थी।

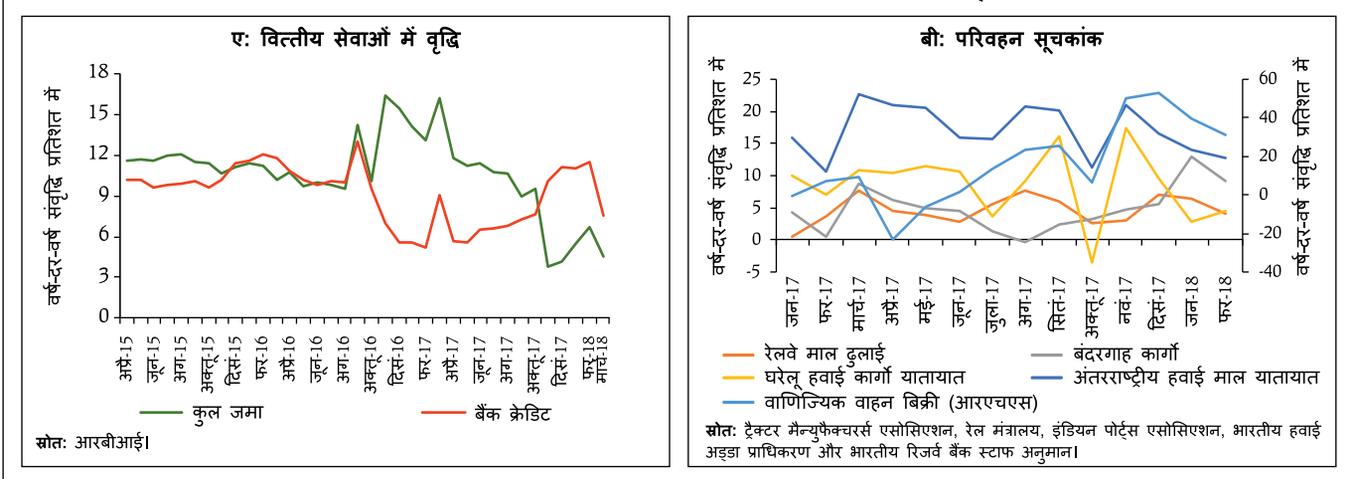
वास्तविक संपदा गतिविधियों के संकेतक, जैसाकि प्रारंभ की गई आवास इकाइयों एवं बिक्री से पता चलता है कि समस्त प्रमुख शहरों में यह गतिविधियां कम होती रहीं क्योंकि यह क्षेत्र वास्तविक संपदा विनियामक प्राधिकरण (रेरा) अधिनियम के लागू होने के बाद समेकन की प्रक्रिया में था(चार्ट III.24ए तथा III.24बी)। डेवलपर्स बजाय नई परियोजनाएं प्रारंभ करने के अपना ध्यान वर्तमान परियोजनाओं को पूरा करने में एवं सुपुर्द करने पर अधिक दे रहे हैं। कमजोर मांग तथा अनबिकी-इनवेंटी का ओवरहैंग भी इस क्षेत्र को खस्ताहाल रखने के अन्य कारक रहे हैं।

सूचीबद्ध वास्तविक संपदा कंपनियों की बिक्री में वृद्धि रेरा-काल के बाद तीसरी तिमाही में (-) 7.7 प्रतिशत की गिरावट हुई थी।

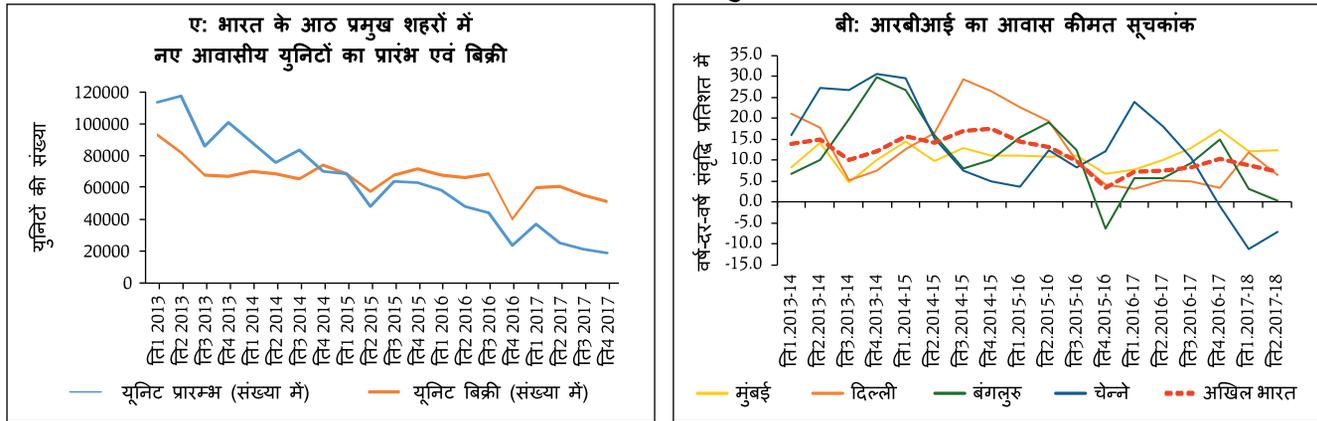
**III.3 उत्पादन अंतर**

मांग-आपूर्ति की स्थिति का विश्लेषण जो मुद्रास्फीति के महत्वपूर्ण संचालक हैं, मौद्रिक नीति को बनाने में महत्वपूर्ण इनपुट का कार्य करते हैं। प्रत्यक्ष सर्वेक्षण-आधारित संकेतकों जैसे क्षमता उपयोग की माप के अलावा मांग-आपूर्ति स्थिति का आकलन भी उत्पादन अंतर (अर्थात उत्पादन की संभाव्य क्षमता के स्तर से वास्तविक उत्पादन में हुआ विचलन तथा जिसे संभाव्य उत्पादन के समानुपात के रूप में लिया जाता है) का मूल्यांकन करके किया जाता है। चूंकि संभाव्य उत्पादन और उत्पादन-अंतर दोनों अदृश्य चर हैं, और उनका आकलन चयनित पद्धति के दृष्टिकोण के प्रति संवेदी हो सकता है, इसलिए उनके मूल्यांकन के लिए विभिन्न प्रकार

**चार्ट III.23: सेवा क्षेत्र संकेतक - वित्तीय सेवाएँ और परिवहन**



**चार्ट III.24: आवासीय क्षेत्र - नए आवासीय युनिटों का प्रारंभ, बिक्री व कीमतें**



स्रोत: नाइट फ्रैंक रिसर्च के विभिन्न प्रकाशन।

के वैकल्पिक दृष्टिकोणों का उपयोग किया जाता है। इनमें शामिल हैं - यूनिवैरिएट फिल्टर्स जैसे एक ओर - हाइड्रिक-प्रेसकॉट फिल्टर, बैकस्टर-किंग फिल्टर और क्रिस्टीयानो-फिट्ज़गेराल्ड फिल्टर और दूसरी ओर विविधतापूर्ण कलमान फिल्टर्स, जो मुद्रास्फीति की प्रगति और/अथवा वित्तीय स्थिति को गणना में लेते हैं ताकि कारोबार-चक्र की स्थिति के बारे में तेजी से अंदाज़ बनाए जा सकें।

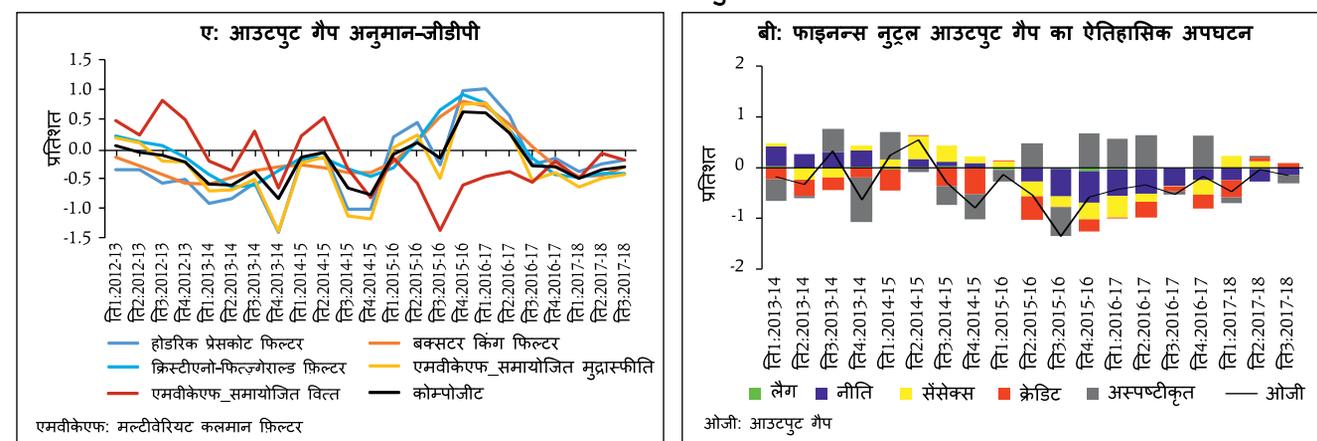
उत्पादन-अंतर का संयुक्त आकलन, जिसे विभिन्न वैयक्तिक अनुमानों के प्रमुख घटकों के विश्लेषण से प्राप्त किया जा सकता है, से पता चलता है कि उत्पादन-अंतर अब समाप्त हो रहा है (चार्ट III.25ए) क्योंकि आर्थिक गतिविधियां 2017-18 की दूसरी तिमाही से मजबूत होती आ रही हैं। यह स्थिति घरेलू मांग में वृद्धि के अनुरूप है जैसाकि क्षमता के बढ़ते उपयोग से परिलक्षित होता है (चार्ट III.25ए)। वित्त-समायोजन उत्पादन-अंतर के अनुमान को अलग-अलग करके देखने से पता चलता है कि क्रेडिट में

वृद्धि जिसने सरकारी क्षेत्र के बैंकों को पुनः पूंजी देकर सहारा प्रदान किया गया तथा दिवालिया और शोधन अक्षमता संहिता के अंतर्गत कार्पोरेट्स द्वारा डिलीवरेजिंग करना तथा सूचकांक द्वारा मापित आस्ति मूल्य में वृद्धि से सब वित्त-समायोजित उत्पादन-अंतर को समाप्त करने में योगदान दे रहे हैं (चार्ट III.25बी)।

**III.4 निष्कर्ष**

आर्थिक गतिविधियां जो विमुद्रीकरण तथा जीएसटी को लागू करने से प्रभावित हुई थीं वे अब बहाल हो रही हैं क्योंकि निवेश की स्थिति मजबूत है और निवेश बढ़ रहा है। ऋण लेने में महत्वपूर्ण तेजी आई है तथा हाल की अवधि में निजी क्षेत्र द्वारा बड़े पैमाने पर संसाधन जुटाए जाने से निवेश चक्र के पूर्ण विस्तार को अच्छी तरह से बढ़ाने में मदद मिलेगी। उपभोक्ता मांग तीव्र बनी हुई है तथा संघीय बजट में जिस प्रकार ग्रामीण एवं बुनियादी सुविधाओं

**चार्ट III.25: आउटपुट अंतराल**



स्रोत: आरबीआई स्टाफ गणना।

पर फोकस किया गया था, उसी प्रकार ग्रामीण मांग तथा निवेश को अधिक समर्थन प्रदान किया जाना चाहिए। विश्व की मांग में भी सुधार हो रहा है, जो भारत के निर्यात के लिए अच्छा शगुन है। विनिर्माण क्षेत्र का हाल की अवधि में निष्पादन काफी प्रेरक रहा है, खासतौर से जीएसटी से संबंधित प्रारंभिक बाधाएं अब बाधा नहीं हैं। हालांकि अभी भी कुछ चिंताएं बनी हुई हैं, जिनका संवृद्धि की संभावनाओं पर प्रभाव पड़ सकता है। पहला, लोक वित्त में आई कमी की स्थिति में यह क्षमता है कि वह निजी निवेश को बाहर कर दे और जिसमें यह जोखिम है कि लोक पूंजी व्यय में कमी हो। दूसरा, हाल में अंतरराष्ट्रीय स्तर पर कच्चे तेल की कीमतों में आई स्थिरता निवल बाह्य मांग को कम

कर सकती है तथा इनपुट लागतों को बढ़ाते हुए घरेलू फार्मों की लाभप्रदता पर प्रतिकूल प्रभाव डाल सकती है। तीसरा, वित्तीय बाजार हाल की अवधि में काफी अस्थिर हो गए हैं जिसके मुख्य कारण विश्व के कारक हैं, और खासतौर से व्यापार संरक्षणवाद से जुड़ी अनिश्चितताएं हैं एवं उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति के सामान्य होने की गति पर निर्भर हैं। हालांकि इस समय विश्व का व्यापार, विश्व की संवृद्धि से कहीं तेज़ गति से बढ़ रहा है, लेकिन व्यापार संबंधी युद्ध छिड़ जाने का भय प्रबल हो गया है और इसमें विश्व में आई बहाली को पटरी से उतार देने की क्षमता है। अतः ऐसी स्थिति में घरेलू समष्टि-मूलभूत सिद्धांतों को सुदृढ़ बनाने की आवश्यकता अत्यधिक महत्वपूर्ण हो गई है।

## IV. वित्तीय बाज़ार और चलनिधि स्थिति

वर्ष 2017-18 की दूसरी छमाही में वित्तीय बाज़ार की स्थिति का निर्धारण भारत मांग मुद्रा दर (डब्लूएसआईआर) द्वारा हुई थी जो बेशी चलनिधि के कम होने के साथ नीतिगत रेपो दर के निकट होती जा रही है; स्टॉक बाज़ार थोड़ा-बहुत सुधार किए जाने से पूर्व नई ऊंचाइयों पर था; बांडों पर प्रतिफल का सतत सुनिश्चयन; तथा विदेशी मुद्रा बाज़ार के पोर्टफोलियो में बढ़ाव से उतार की तरफ रहते हुए सामान्यतया तेज़ी की स्थिति बनी रही है। जैसे-जैसे क्रेडिट का लिया जाना ज़ोर पकड़ रहा है मौद्रिक नीति के प्रसारण में नए ऋणों के लिए और अधिक खिंचाव पैदा होता जा रहा है।

विश्व के वित्तीय बाज़ार में वर्ष 2017 की दूसरी छमाही में आमतौर पर तेज़ी बनी रही, यह तेज़ी इसलिए थी कि मैक्रो-इकानामिक परिदृश्य बेहतर था और अमरीका की मौद्रिक नीति धीरे-धीरे सामान्य हो रही थी। जहां इक्विटी बाज़ार में उभार इस वजह से था कि जोखिम उठाने की लालसा फिर से बढ़ गई थी, नवंबर से अमरीकी डालर कमज़ोर होने के कारण करेंसियों के मूल्य बढ़ गए थे। बांड बाज़ार में प्रतिफल वक्र सपाट होने को थी, साथ ही मुद्रास्फीति के मंद बने रहने की उम्मीद थी, तथा कारपोरेट क्रेडिट स्प्रेड कम हो गए थे। हालांकि वर्ष 2018 में बाज़ार की भावना प्रभावित होती रही है क्योंकि अमरीका में मज़दूरी और रोजगार बढ़ रहे थे, जिसमें इस बात का भय व्याप्त हो रहा था कि कहीं ब्याज दर में वृद्धि की गति बहुत तेज़ न हो जाए। दीर्घकालीन ब्याज दरें कठोर बन गई थीं जो अमरीकी प्रतिफल को ट्रैक कर रही थीं, साथ ही राष्ट्र-विशेष में हुई प्रगति भी इसका कारण थी। यूरॉपियन केंद्रीय बैंक द्वारा निभावकारी व्यवस्था को निकट भविष्य में हटा लेने की शुरुआत करने से, साथ ही भू-राजनैतिक प्रगति की चक्रीय गति तथा अमरीकी टैरिफ की घोषणा के जवाब में व्यापार युद्ध छिड़ जाने के हाल के भय ने अत्यधिक गंभीर अनिश्चितता पैदा कर दी है। विभिन्न बाज़ार खंडों में अस्थिरता फैल चुकी है, साथ ही समस्त भौगोलिक स्थानों पर इक्विटी तथा बांड बाज़ार कम कीमत पर चल रहे हैं। करेंसी बाज़ार सुरक्षित उड़ान भरने की हलचल से प्रभावित हुए हैं जो उभरते बाज़ार में पूंजी के प्रवाह को घुमा रहे हैं तथा रह-रहकर अमरीकी डालर को मज़बूत कर रहे हैं। वित्तीय बाज़ार हाल के सप्ताहों में बड़ी नाजुक अवस्था में रहे हैं।

घरेलू वित्तीय बाज़ार में विभिन्न खंडों में विभिन्न प्रकार के उतार-चढ़ाव दिखाई दिए हैं। जहां मुद्रा बाज़ार भरा हुआ

दिखाई पड़ रहा था जिसमें चलनिधि का ओवरहैंग बना हुआ था और यह स्थिति वर्ष की पहली छमाही तक बनी हुई थी, वहीं बेशी चलनिधि धीरे-धीरे कम होती गई और फरवरी से किल्लत की हालत पैदा हो गई है। इसके लिए प्राथमिक चलनिधि का सहारा लिया गया जो दिसंबर के मध्य से कुछ अधिक ही हो गया है, ओवरनाइट ब्याज दर एलएएफ कोरिडोर के भीतर अब बार-बार “सामान्य” के रूप में इस्तेमाल होने लगा है (चार्ट IV.1)। लेकिन, आवधिक वक्र से कुछ दूर तिजोरी बिलों पर ब्याज दर तथा कमर्शियल पेपर पर डिस्काउंट दर कठोर बनती जा रही हैं क्योंकि बाज़ार यह महसूस कर रहा है कि चलनिधि की स्थिति का संतुलन बिगड़ रहा है। बांड बाज़ार में दीर्घवधि प्रतिफल अगस्त से बहुत निष्ठुर भाव से बढ़ा है, यह मानते हुए कि इसके बेशी निर्गम होंगे, 2018-19 के लिए घोषित संघीय बजट में की गई घोषणा के बाद राजकोषीय फिसलन के प्रति प्रतिक्रियाएं तथा मुद्रास्फीति के बढ़ने की प्रत्याशा जो मार्च के शुरुआत में शीर्ष पर पहुंच गई थी। अंतरराष्ट्रीय स्तर पर कच्चे तेल की कीमतों में तीव्रता तथा विश्व में ब्याज दरों में हुई वृद्धि ने प्रतिफल के कठोर होने में योगदान दिया है। उसके बाद, फरवरी, 2018 में मुद्रास्फीति अनुकूल होने की उम्मीद में तथा सरकार द्वारा 2018-19 के कैलेंडर की पहली छमाही में उम्मीद से कम का उधार लेने के संकेत से प्रतिफल तेज़ी से घट गए। इसी के अनुरूप कारपोरेट बांड भी बढ़े, हालांकि संवृद्धि के परिदृश्य में सुधार को देखते हुए क्रेडिट स्प्रेड कम हो गए हैं।

बजट की घोषणा होने तक इक्विटी बाज़ार नई ऊंचाइयों तक पहुंच गया था, घरेलू म्युचुअल फंडों तथा विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों द्वारा आक्रामक खरीद के घोड़े पर सवार था। उसके बाद बीच-बीच में हालात बिगड़ने में सुधार किए जाने लगे साथ ही इक्विटी बाज़ार में मंदी की भावना बेरोकटोक दिखाई देने लगी। इक्विटी शेयर की बिक्री से 1 लाख रुपए से अधिक होने वाले फायदे पर 10 प्रतिशत का दीर्घकालिक पूंजीगत लाभ कर (एलटीसीजी) लगाने के लिए संघीय बजट के प्रस्ताव अमरीकी बाण्डों से प्रतिलाभ के हिस्से में बढोत्तरी तथा अमरीका द्वारा संरक्षणवादी टैरिफ की घोषणा एवं कुछ घरेलू बैंकों में धोखाधड़ी की घटना का पता लगने से इक्विटी बाज़ार पर फरवरी से प्रतिकूल प्रभाव पड़ने लगा। विदेशी मुद्रा खंड भी उसी के अनुसार चल रहा था, जबकि अमरीकी डालर की तुलना में रुपए के मूल्य में वृद्धि हुई क्योंकि पोर्टफोलियो अंतर्वाह नियमित बनाए रखा गया था, साथ ही इक्विटी बाज़ार में आवेग था, बजट की घोषणा के बाद भावनाएं बदल गईं, पोर्टफोलियो बहिर्वाह ने फरवरी के मध्य से ज़ोर पकड़ लिया क्योंकि वैश्विक संकेत यह थे कि रुपए पर भार बढ़ने वाला है।

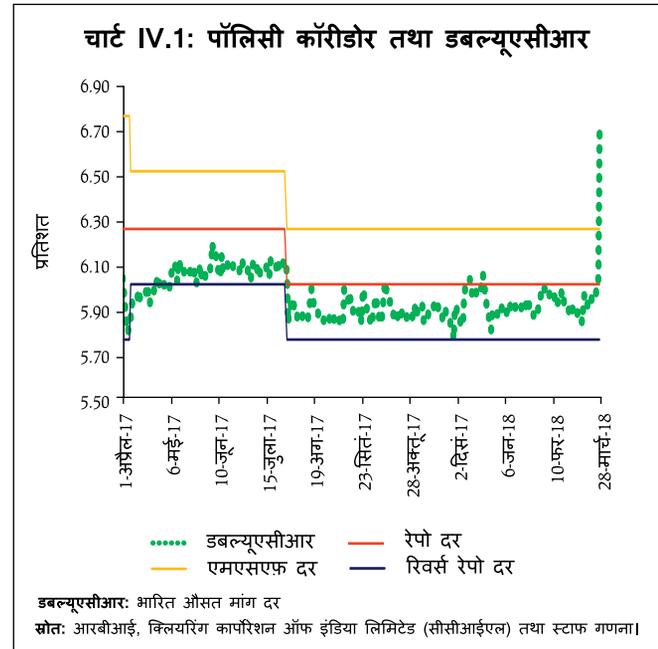
क्रेडिट बाज़ार में, कारपोरेट ऋण के संबंध में हुई चूक के ओवरहैंग के बावजूद गतिविधियां धीरे-धीरे सुदृढ़ होती जा रही हैं। कमर्शियल क्षेत्र को 2017-18 में कुल वित्तीय संसाधन का प्रवाह पिछले वर्ष से कहीं ज्यादा था, क्योंकि बैंकों ने प्राथमिक रूप से गैर-खाद्यान्न ऋण अधिक दिए थे। क्रेडिट मांग में 2017-18 की दूसरी छमाही से उभार आने लगा था- हालांकि यह उभार समस्त बैंक समूहों में अलग-अलग गति से था- साथ ही संवृद्धि ने सभी खंडों में जोर पकड़ लिया था जमा तथा उधार दोनों दरे नवंबर तक सहज हो गई थीं क्योंकि जनवरी 2015 से नीतिगत दर में कुल मिलाकर 200 आधार अंक की कमी हुई थी जो नए ऋणों में परिवर्तित हो गई थी।

#### IV.1 वित्तीय बाज़ार

जैसाकि ऊपर बताया गया है, घरेलू वित्तीय बाज़ार के खंड मुख्यतया विशेष प्रकार के कारकों द्वारा संचालित रहे हैं, विश्व में बहुत ज्यादा प्रभाव डालने वाले हालात को छोड़कर उन कारकों ने इक्विटी और विदेशी मुद्रा बाज़ार को रुक-रुक कर प्रभावित किया है। विमुद्रीकरण के बाद बेशी चलनिधि की स्थिति जो जनवरी तक बनी रही, वर्ष के अंत तक किल्लत की स्थिति में बदल गई। बांड बाज़ार में चलनिधि की स्थिति कुछ हद तक सूख जाने जैसी अनुभव की गई क्योंकि प्रतिफल मुद्रास्फीति एवं राजकोषीय स्थिति के प्रति चिंता के कारण बढ़ गया। क्रेडिट बाज़ार में जहां जोखिम न उठाने की स्थिति बहुत अधिक थी तथा अमध्यस्थता थी, उसमें हाल के महीनों में हलका सुधार आता गया है जिसमें क्रेडिट में वृद्धि दिसंबर से लेकर दो अंकों में रही है। म्युचुअल फंडों द्वारा इक्विटी में भारी निवेश की स्थिति के स्थान को अब विदेशी निवेशकों के वर्चस्व की स्थिति ने ले लिया है।

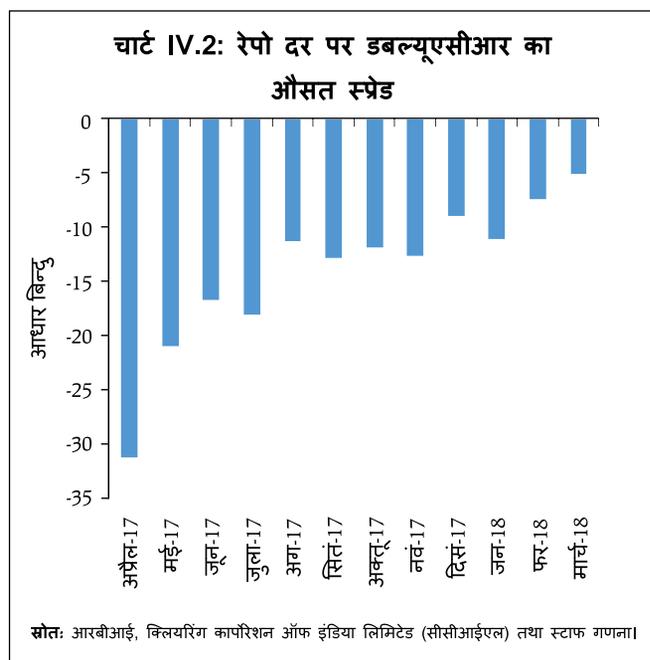
##### IV.1.1 मुद्रा बाज़ार

असुरक्षित मांग मुद्रा बाज़ार में निजी बैंक और प्राथमिक व्यापारी उसके प्रमुख उधारकर्ता हैं, और सहकारी बैंक एवं सरकारी क्षेत्र के बैंक प्रमुख उधारदाता हैं। आंतर-दिवसीय कार्यकलाप के रूप में, उसमें यू-आकार का पैटर्न साफ दिखाई देता है, जिसमें सबसे गहनतम व्यापार होता है-दैनिक मांग मुद्रा बाज़ार का 60 प्रतिशत से अधिक कारोबार-प्रथम घंटे(9 से 10 बजे तक) में होता है जब प्राथमिक व्यापारी उधारकर्ता के रूप में सबसे अधिक सक्रिय रहते हैं, और अंतिम कारोबार के घंटे(4-5 बजे तक) जब मांग मुद्रा बाज़ार बैंकों और प्राथमिक व्यापारियों के

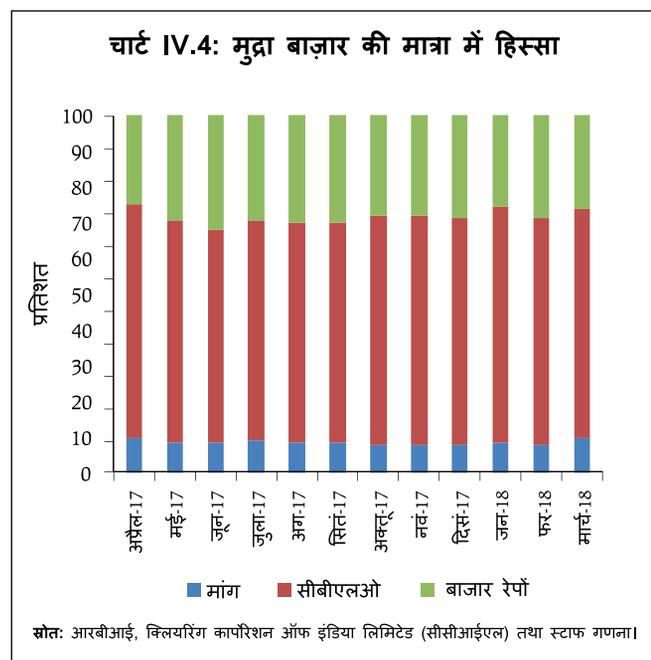
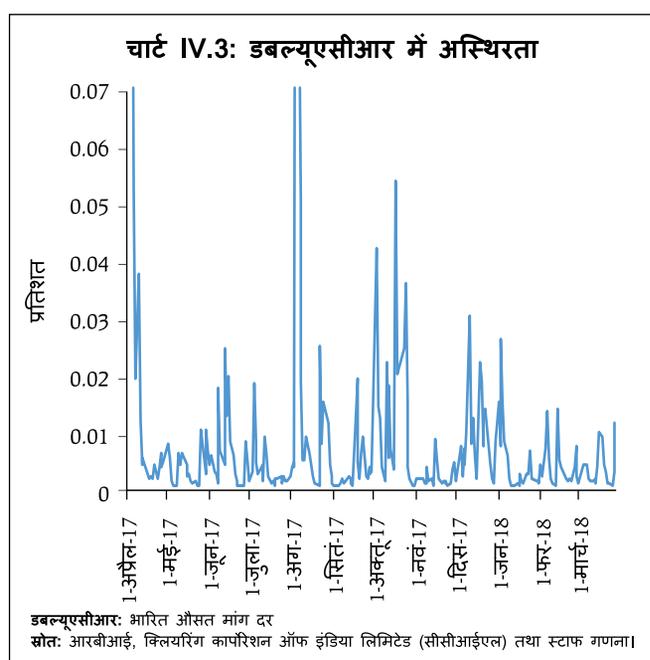


लिए बाज़ार चलनिधि का एकमात्र स्रोत रह जाता है। इन दोनों समयों में सरकारी क्षेत्र के बैंक सबसे अधिक उधार देते हैं। सहकारी बैंकों का 2017-18 की पहली छमाही में मांग मुद्रा उधार 39 प्रतिशत था जो पहली छमाही के 46 प्रतिशत से कम था।

विमुद्रीकरण ने बाज़ार में अक्टूबर और नवंबर में चलनिधि की भरमार कर दी थी। रिज़र्व बैंक के विदेशी मुद्रा परिचालन के प्रभाव से यह स्थिति और तेज हो गई और भारत औसत मांग दर (डबल्यूएसीआर) के प्रति उसका झुकाव नीचे की ओर हो गया, जैसाकि पूर्ववर्ती दो तिमाहियों में था (चार्ट IV.1)। हालांकि दिसंबर मध्य तक अग्रिम कर-बहिर्वाह के कारण चलनिधि संकुचित हो गई। फरवरी से सरकार द्वारा प्रतिबंधित व्ययों के कारण मांग मुद्रा बाजार प्रभावित हुआ और ब्याज दरों में मजबूती आई। एलएफ के अंतर्गत निवल चलनिधि को खपाना 2017-18 की दूसरी छमाही में कम होता गया, डबल्यूएसीआर और नीतिगत रेपो दर के बीच का स्प्रेड सितंबर 2017 के (-) 13 आधार अंक से कम होते हुए मार्च 2018 में (-) 5 आधार अंक कम हो गया(चार्ट IV.2)। अप्रैल 2017 में एलएफ कोरिडोर पूर्व के 100 आधार अंक से घटकर 50 आधार अंक हो जाने से मांग मुद्रा बाज़ार में अस्थिरता कम हो गई है, वहीं इसकी कुल मात्रा ओवरनाइट बाज़ार के 10 प्रतिशत से भी कम पर कमोबेश अपरिवर्तित बनी रही है। (चार्ट IV.3 और IV.4)।



संपार्श्विकीकृत उधार लेने और ऋण देने के दायित्व(सीबीएलओ) खंड में, जिसमें ओवरनाइट बाज़ार का 60 प्रतिशत से अधिक हिस्सा होता है, बैंक सामान्यतया उधारकर्ता पक्ष की ओर होते हैं, जबकि म्युचुअल फंड प्रमुख ऋणदाता होते हैं। सीबीएलओ ऋण देने में म्युचुअल फंडों का हिस्सा जो मार्च 2017 में विमुद्रीकरण के कारण 80 प्रतिशत तक चला गया था, वह वर्ष के दौरान धीरे-धीरे सामान्य स्तर पर आ गया था, जो मार्च 2018 तक औसतन 60-70 प्रतिशत हो गया था। आंतर-दिवसीय कारोबार काफी हद तक पहले घंटे

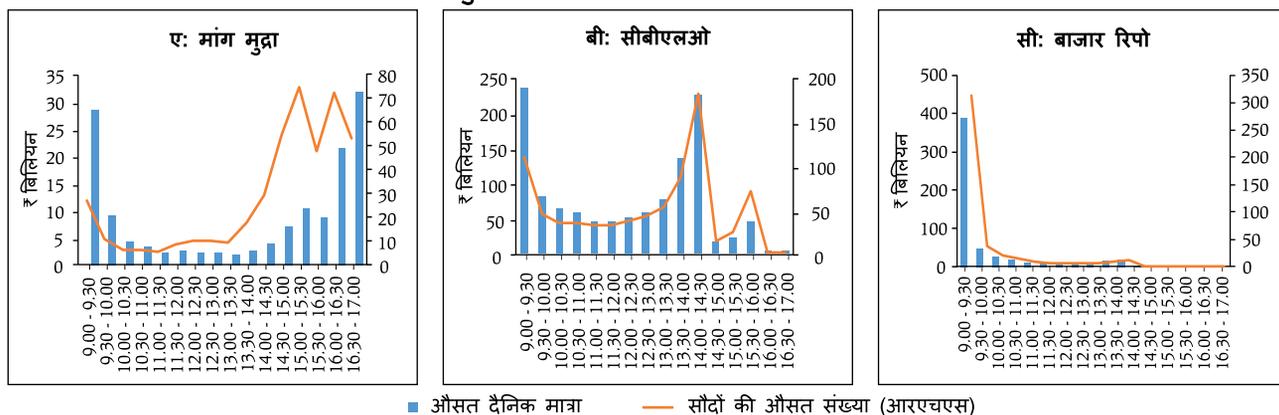


तक सीमित रहता है जो मांग मुद्रा खंड के अनुरूप होता है तथा उसमें तीव्रता 1-2.30 बजे तक होती है क्योंकि सहयोगी सदस्यों द्वारा बढ-चढकर गतिविधियां रहती हैं अर्थात् बाज़ार के ऐसे सहभागी जैसे म्युचुअल फंड एवं बीमा कंपनियां जिनका रिज़र्व बैंक के पास चालू खाता नहीं है, उन्हें बाज़ार में 2.30 के बाद कारोबार करने की अनुमति नहीं है ताकि इन सदस्यों को निर्दिष्ट निपटान बैंकों के पास निधि-दायित्वों के निपटान के लिए पर्याप्त समय मिल सके(चार्ट IV.5)। रिपोर्टिंग शुक्रवार को व्यापार की मात्रा एवं दरें सीबीएलओ खंड में तेज़ी से घटती हैं ताकि नकदी प्रारक्षित निधि(सीआरआर)<sup>1</sup> के इस्तेमाल से बचा जा सके।

संपार्श्विकीकृत बाज़ार रेपो दर खंड समग्र ओवरनाइट बाज़ार टर्नओवर का 30 प्रतिशत कवर करता है। खासतौर से बाज़ार रेपो खंड में 'बास्केट रेपो' होता है जिसमें विदेशी बैंक प्रमुख उधारदाता होते हैं, इसलिए कि वे बाज़ार रेपो को उधार देने के लिए पसंद करते हैं क्योंकि उसका स्वरूप संपार्श्विकीकृत होता है, और 'विशेष' होता है जिसका इस्तेमाल बाज़ार के सहभागियों द्वारा विशिष्ट प्रतिभूतियां प्राप्त करने के लिए किया जाता है ताकि वे अपनी शार्ट पोजीशन के लिए उसको डेलिवर कर सकें। वर्ष 2017-18 की दूसरी छमाही में बाज़ार रेपो खंड टर्नओवर में बास्केट रेपो और विशेष रेपो टर्नओवर का हिस्सा क्रमशः 55 प्रतिशत तथा 45 प्रतिशत

<sup>1</sup> मांग मुद्रा और मार्केट रेपो से किए गए उधारों को नकदी रिज़र्व अनुपात (सीआरआर) की अपेक्षाओं से मुक्त रखा गया है जबकि सीबीएलओ में लिए गए उधारों पर सीआरआर की बाध्यता लागू होती है।

चार्ट IV.5: मुद्रा बाजार गतिविधि का अंतराल पैटर्न\*

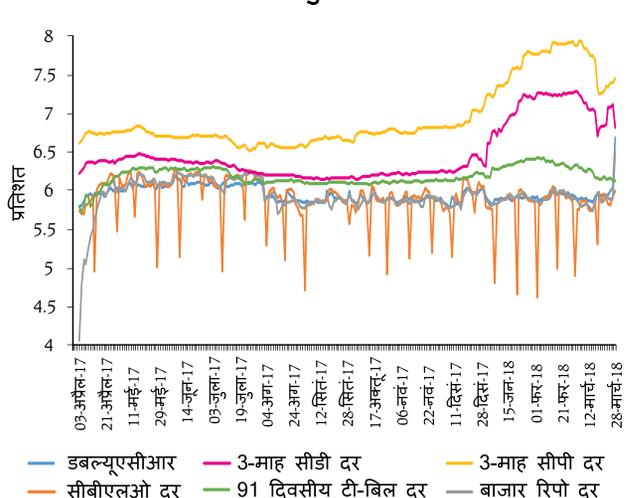


\* 2017-18 की दूसरी छमाही के दौरान के दैनिक डाटा के आधार पर **सीबीएलओ**: संपार्श्विक उधार और उधार दायित्व  
**स्रोत**: आरबीआई, क्लियरिंग कारपोरेशन ऑफ इंडिया लिमिटेड (सीसीआईएल)।

था, जिसकी तुलना में पहली छमाही में क्रमशः 57 और 43 प्रतिशत था। संपार्श्विकीकृत खंड में ब्याज दरें, अर्थात सीबीएलओ और बाज़ार रेपो, डबल्यूसीआर की अपेक्षा नरमी के भाव के साथ उभरीं और, वस्तुतः 2017-18 की दूसरी छमाही में औसत रूप से डबल्यूसीआर से नीचे रहते हुए क्रमशः 10 आधार अंक एवं 2 आधार अंक पर कारोबार किए गए।

मियादी प्रीमिया को छोड़कर, जमा प्रमाणपत्र (सीडी), वाणिज्यिक पत्र (सीपी) और 91 दिनों के ट्रेजरी बिलों (टी-बिल) पर ब्याज दर साधारणतया डबल्यूसीआर के समान उभरी है(चार्टIV. 6)। तथापि, दिसंबर के मध्य से तुलन

चार्ट IV.6: मुद्रा बाज़ार दरें



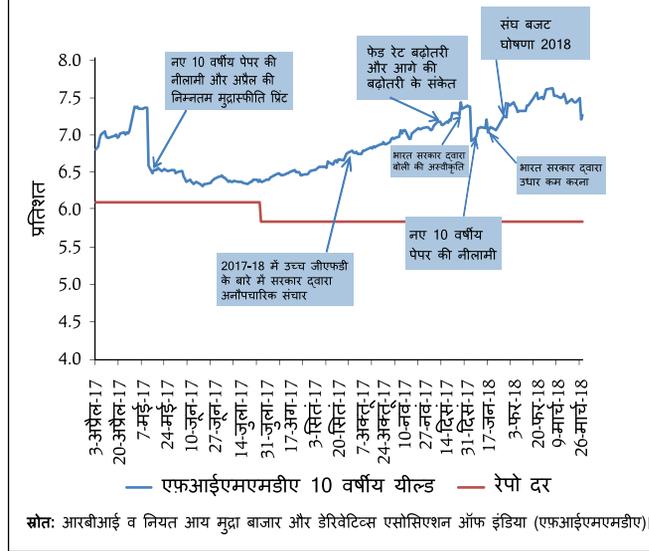
\* सीबीएलओ रेट रिपोर्टिंग शुरुवात पर नीचे जा रहे हैं क्योंकि नकद आरक्षित अनुपात से लाभ उठाने के लिए बाज़ार रेपो सेगमेंट्स में वॉल्यूम शिफ्ट हो रहा है।  
**स्रोत**: सीसीआईएल, ब्लूमबर्ग व रेडटसी।

पत्र प्रबंधन के लिए वर्ष के अंत में निधियों की मांग को ध्यान में रखते हुए मार्च की समाप्ति के बाद कर्ज के लिए उच्चतर ब्याज दर की ओर गए - यह एक सामान्य घटना है - हालांकि यह बदलाव प्रारंभ में सरकार द्वारा बाज़ार से अतिरिक्त कर्ज लेने की घोषणा के चलते हुआ। हाल ही के वर्षों में, कार्यशील पूंजी संबंधी आवश्यकताओं के लिए क्रेडिट विकल्प के रूप में सीपी का सहारा लिया गया है क्योंकि सीपी की दरें लगातार बैंक की ऋण की दरों की तुलना में काफी कम हैं। परिणामस्वरूप, 2017-18 की दूसरी छमाही में सीपी के निर्गम में पिछले वर्ष के 9,125 बिलियन ₹ की तुलना में रु.11,448 बिलियन की वृद्धि हुई है। चूंकि अधिशेष चलनिधि में कमी हुई है और 2016-17 की दूसरी छमाही में सीडी के नए निर्गम में भी रुपए 1,017 बिलियन से बढ़कर रुपए 2,181 बिलियन की वृद्धि हुई है।

**IV.1.2 सरकारी प्रतिभूति बाजार**

अगस्त 2017 के आरंभ से मार्च 2018 की शुरुआत तक द्वितीयक सरकारी प्रतिभूति (जी-सेक) बाज़ार में प्रतिलाभ में एक दिष्ट रूप से कमी आई है और यह मार्च के शुरुवात तक अधिकांशतः घरेलू कारकों के कारण हुआ (चार्ट IV.7)। अक्टूबर में जी-सेक के प्रतिलाभ में 20 आधार अंक की कमी हुई और इसका मुख्य कारण- सितंबर के अंत में सरकार द्वारा अनौपचारिक सूचना दी गई कि सकल राजकोषीय घाटा उच्चतर बना रह सकता है, 4 अक्टूबर को मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) द्वारा मुद्रास्फीति में वृद्धि का पूर्वानुमान, 24 अक्टूबर 2017 को बैंक पुनर्पूजिकरण बांड के रूप में पेपर की आपूर्ति में वृद्धि की चिंता है। नवंबर

**चार्ट IV.7: 10 वर्षीय यील्ड तथा आरबीआई रेपो रेट**



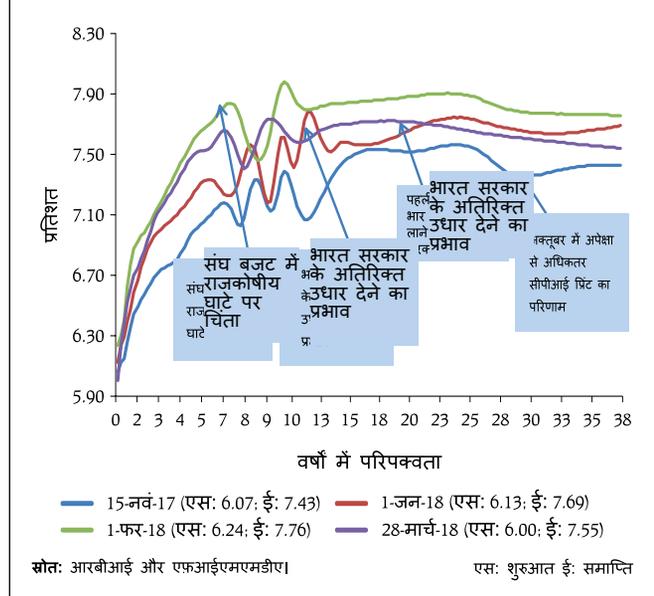
2018 के दौरान राजकोषीय चिंताओं<sup>2</sup> के कारण जी-सेक के प्रतिलाभ में आंशिक रूप में 20 आधार अंक की कमी हुई। 17 नवंबर, 2017 को मूडी द्वारा दिये गए रेटिंग में अपग्रेड और 23 नवंबर को होने वाली ओपन बाजार बिक्री के रद्द होने से बाजार को थोड़ी राहत मिली। दिसंबर में, 6 दिसंबर को एमपीसी के संकल्प में निर्धारित की गई जोखिमों के संतुलन में ऊपर की ओर झुकाव, 12 दिसम्बर को मुद्रास्फीति प्रिंट के जारी होने के बाद मुद्रास्फीति के बढ़ने की चिंता और 27 दिसंबर, 2017 को केंद्र सरकार के द्वारा दी गई सूचना कि राजकोषीय घाटे को बाजार से अतिरिक्त कर्ज लेकर पूरा किया जाएगा, और इसके कारण प्रतिलाभ में 27 आधार अंक की बढ़ोतरी हुई। वैश्विक कारकों में, तिमाही के दौरान अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों में बढ़ोतरी और एफओएमसी की 13 दिसंबर, 2017 की बैठक में फेडरल फंड टार्गेट में 25 आधार अंक की बढ़ोतरी से जी-सेक का प्रतिलाभ और आगे बढ़ा। कुल मिलाकर, तीसरी तिमाही में 2017-18 के दौरान जी-सेक के प्रतिलाभ में 67 आधार अंक की बढ़ोतरी हुई। इसी अवधि में, अमेरिका का प्रतिलाभ 8 आधार अंक बढ़ा है।

चौथी तिमाही में, 17 जनवरी 2018 को केंद्रीय सरकार द्वारा ₹ 300 बिलियन का अतिरिक्त कर्ज लेने में (दिसंबर में ₹ 500 बिलियन की अतिरिक्त कर्ज की घोषणा में से) की गई कटौती की घोषणा के बावजूद मध्य जनवरी से

प्रतिलाभ संबंधी ऊपरी दबाव बना हुआ है क्योंकि कच्चे तेल की कीमतें अभी भी बढ़ी हुई हैं और यह घरेलू पेपर की आवश्यकता से अधिक की आपूर्ति के भय से वैश्विक बांड की हुई बिक्री की घटना ने इसे और बढ़ा दिया है। शुरुआती मार्च तक प्रतिलाभ का कारोबार पूर्वाग्रह (बायस) को मजबूत करने के लिए हुआ और 5 मार्च 2018 को यह दो वर्ष के शीर्ष 7.81 प्रतिशत तक गया। यद्यपि, इसके बाद 12 मार्च को फरवरी के लिए जारी कम मुद्रास्फीति प्रिंट के कारण प्रतिलाभ में लगभग 45 आधार अंक की तेज वृद्धि हुई और वर्ष 2018-19 की पहली छमाही में कर्ज-भार को आगे नहीं लेकर चलने के सरकार के निर्णय के कारण सरकारी प्रतिभूति प्रतिलाभ में 27 मार्च 2018 को एक दिन में ही 29 आधार अंक की तीव्र गिरावट हुई। जिसका यह परिणाम हुआ कि 2017-18 के चौथी तिमाही में 36 आधार अंक बढ़ी हुई अमरीकी प्रतिलाभ की तुलना में 10 वर्षीय प्रतिलाभ में 7 आधार अंक की बढ़ोतरी हुई।

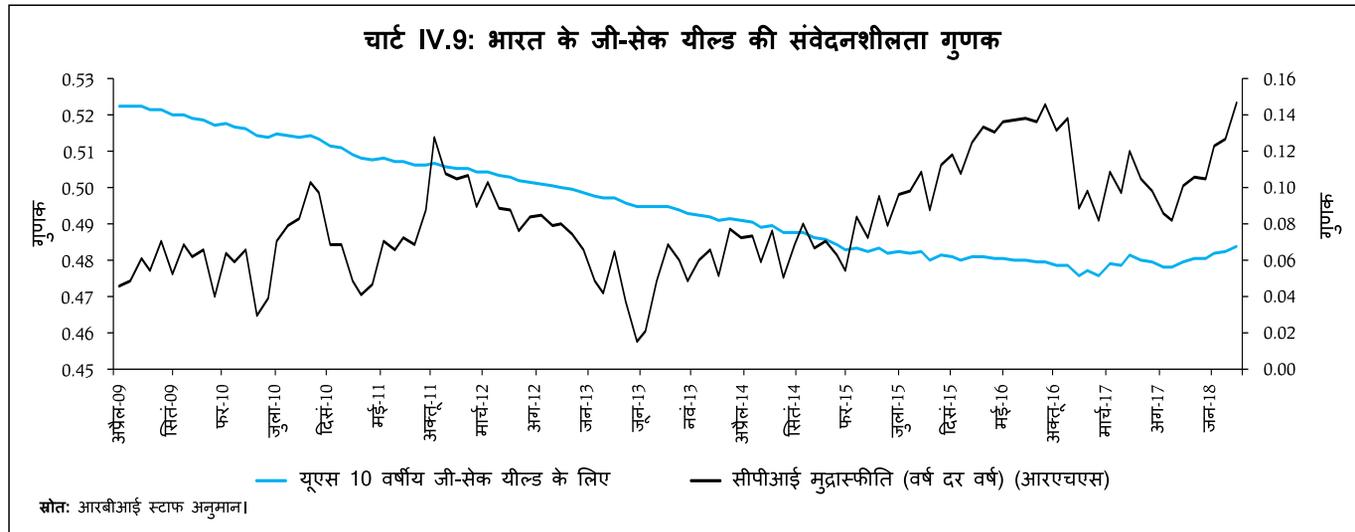
5 जनवरी 2018 को जारी हुए नए बेंचमार्क पेपर सहित वर्ष 2017-18 की दूसरी छमाही में प्रतिलाभ कर्व के स्तर में बदलाव इन गतिविधियों को दर्शाता है (चार्ट IV.8)। अनुभवजन्य (एम्पिरिकल) विश्लेषण से पता चलता है कि हाल की अवधि में अमेरिकी बांड प्रतिलाभ से परिलक्षित वैश्विक कारकों के प्रति भारत में बॉन्ड प्रतिलाभ संवेदनशीलता में गिरावट आई है, हालांकि तीसरी तिमाही से धीरे धीरे बढ़ी/वृद्धि हुई है, जबकि घरेलू कारकों के प्रति जवाबदेही में वृद्धि हुई है। समय में बदलाव वाली पैरामीटर से यह संकेत मिलता है कि भारत में बांड प्रतिलाभ पर मुद्रास्फीति के

**चार्ट IV.8: जी-सेक यील्ड कर्व**



<sup>2</sup> 2017-2018 पहली छमाही के लिए जीएफडी पिछले वर्ष की तदनुसूची अवधि के लिए 83.9 प्रतिशत की तुलना में पूरे वर्ष के लिए बजट अनुमान (बीई) का 91.3 प्रतिशत रहा।

**चार्ट IV.9: भारत के जी-सेक यील्ड की संवेदनशीलता गुणक**



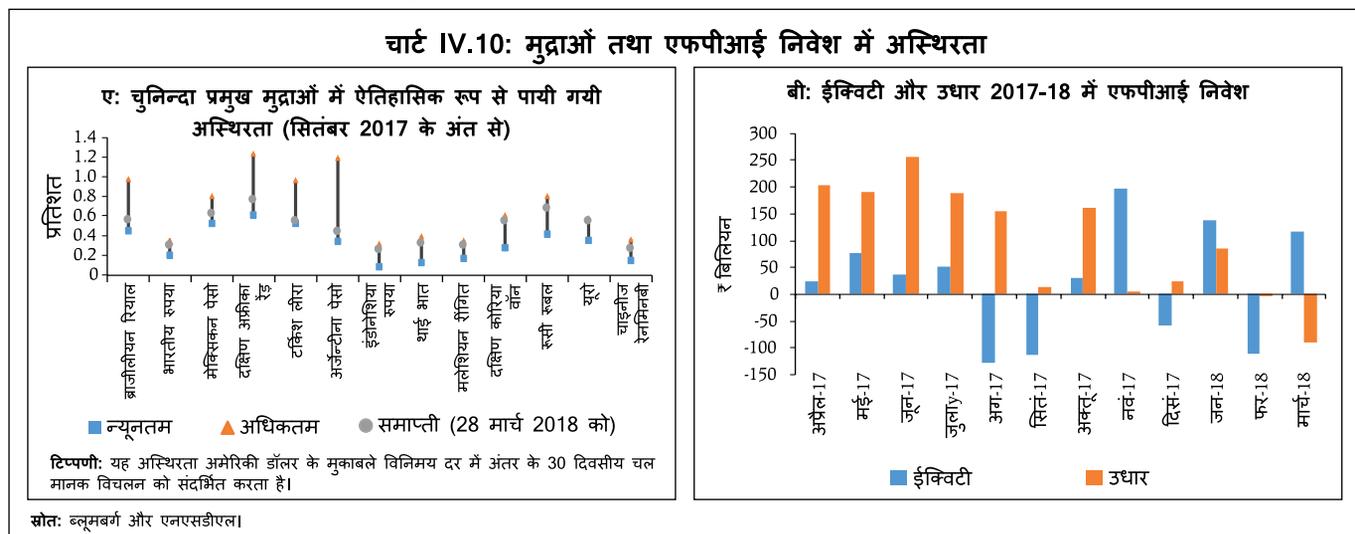
प्रभाव में काफी वृद्धि हुई है और यह खासकर अगस्त 2017 से हुआ (चार्ट IV.9)<sup>3</sup>।

वैश्विक (अमरीकी ट्रेजरी) और भारतीय सरकारी प्रतिभूति के बीच प्रतिलाभ में सकारात्मक अंतर बने रहने तथा अन्य मुद्राओं की तुलना में विदेशी मुद्रा बाजार में भारतीय रुपयों की स्थिरता ने विदेशी संविभाग (पोर्टफोलियो) निवेशकों (एफपीआई) को अनुकूल स्थितियां प्रदान की जो दूसरी छमाही के अधिकांश हिस्सों में (चार्ट IV.10) में कर्ज बाजार में निवल खरीदार रहे भले ही बजट के घोषणा के बाद रुक रुक कर परिवर्तन हुआ। एफपीआई ने 2017-18 में सरकारी प्रतिभूतियों में रुपए 606 बिलियन का निवेश किया जिसके परिणामस्वरूप सरकारी प्रतिभूतियों में निवेश की मौजूदा सीमा का 92.9 प्रतिशत का उपयोग हुआ। इसके अतिरिक्त,

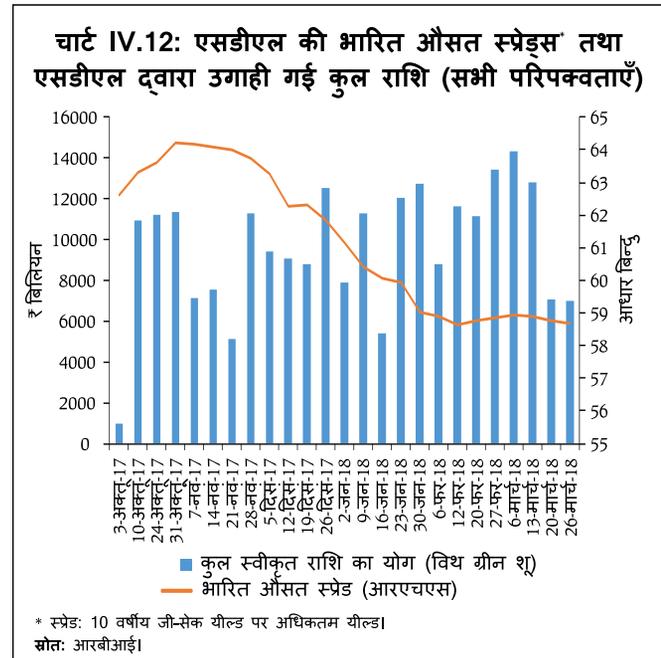
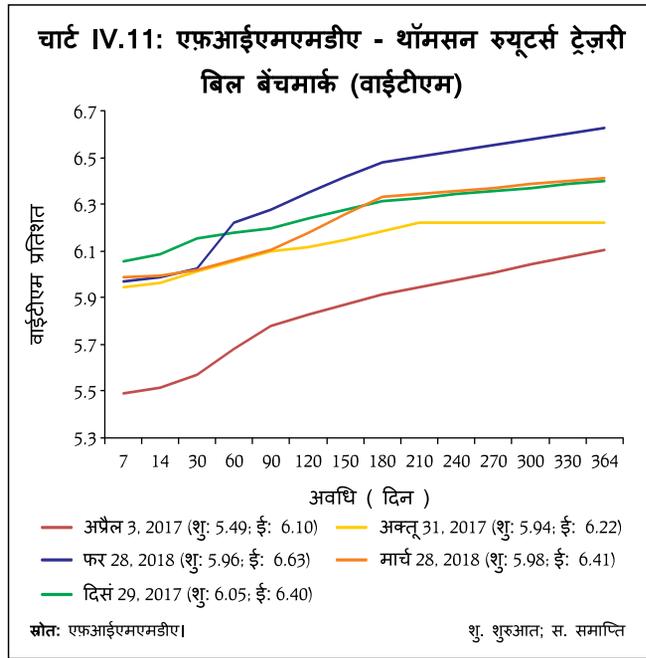
एफआईआई ने भी राज्य विकास ऋण (एसडीएल) में रुपए 40 बिलियन का निवेश किया है।

प्राथमिक खंड में देखें तो इस स्पेक्ट्रम के विपरीत सिरों पर दो कुशाग्र कारक मौजूद हैं। सरकारी प्रतिभूतियों के लघु सिरों पर देखें तो दूसरी छमाही के दौरान टी-बिल के निर्गमन में गिरावट आई, और केंद्र सरकार के नकदी शेष में स्थायी सुधार रहा। लेकिन टी-बिलों पर प्रतिलाभ ने बेंचमार्क का अनुगमन किया और मार्च के दौरान प्रतिलाभों के शांत होने से पहले फरवरी तक इनमें मजबूती रही जिसका कारण था कि अप्रैल-मई 2017 के दौरान बाजार स्टेबिलाइजेशन स्कीम (एमएसएस) के तहत निर्गत टी-बिलों के मोचन से अतिरिक्त नकदी प्राप्त हुई (चार्ट IV.11)।

**चार्ट IV.10: मुद्राओं तथा एफपीआई निवेश में अस्थिरता**



<sup>3</sup> भारतीय सरकारी प्रतिभूति प्रतिलाभ अपने आप ही खराब/पीछे रही, सरकारी बाजार कर्ज में कमी, सीपीआई मुद्रास्फीति में कमी और अमरीकी सरकारी प्रतिभूति प्रतिलाभ तथा समय में भिन्नता से गुणांकों (कोएफिसेंट) को अनुमति मिली और वे यादृच्छिक प्रक्रिया का पालन किया। अप्रैल 2007 से फरवरी 2018 की अवधि के लिए कालमन फिल्टर अलगोरिथम का उपयोग करते हुए स्टेट स्पेस फ्रेमवर्क में अनुमान को पूरा किया गया। चार्ट सीपीआई मुद्रास्फीति और अमरीकी सरकारी प्रतिभूति प्रतिलाभ के प्रति भारतीय सरकारी प्रतिभूति प्रतिलाभ टाईम वेरिंग प्रतिक्रिया को दर्शाता है।



दीर्घ सिरे पर देखें तो, एसडीएल के निर्गम में तीसरी तिमाही में संयतता रही, जो अंशतः बांड बाज़ार में वित्तीय स्थितियों में संकुचन के लिए प्रतिक्रिया के कारण हुआ। हालांकि, चौथी तिमाही में निर्गमन बढ़ गए जो वित्तीय वर्ष के अंत में राज्यों द्वारा बढ़े हुए व्यय को प्रकट करते हैं, 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूति प्रतिलाभों का भारत औसत अंतराल संयमित होकर दूसरी छमाही में 56 आधार अंकों पर रहा जबकि पहली छमाही में यह 63 आधार अंक पर था (चार्ट IV.12)। सन 2017-18 के दौरान उदय स्कीम के तहत कोई निर्गम नहीं हुए और उदय बांडों की द्वितीयक बाजार में ट्रेडिंग मात्रा (अंकित मूल्य) ₹ 898 बिलियन रही। सभी राज्यों (दिल्ली, मध्य प्रदेश, केरल और अरुणाचल प्रदेश के अलावा) को 14वें वेतन आयोग की सिफारिशों के अनुसरण में 2016-17 से राष्ट्रीय लघु बचत निधि वित्तीय सुविधा से अलग कर दिया गया है। तदनुसार बाजार से राज्यों के उधार बढ़ गए और इसमें विगत में लिए गए उधारों का बड़ी मात्रा में मोचन शामिल है। इसने एसडीएल की आपूर्ति को ऊपर चढ़ा दिया जिसने बांड बाजार में प्रतिलाभों को प्रभावित किया जो पहले ही इस पेपर की अति-आपूर्ति से दबा हुआ था।

सन 2017-18 के दौरान राज्य विशेष के एसडीएल और राजकोषीय स्थिति और स्प्रेड का संबंध कमजोर रहा। वर्ष के दौरान अंतरराज्यीय स्प्रेड वर्ष 2016-17 के 7 आधार अंक की तुलना में थोड़ा कम होकर 6 आधार अंक रहा।

### IV.1.3 कारपोरेट बांड बाजार

कारपोरेट बांड प्रतिलाभ 2017-18 की दूसरी छमाही के दौरान मजबूत रहे जो सरकारी प्रतिभूतियों के बढ़ते हुए प्रतिलाभों का अनुसरण कर रहे थे (चार्ट IV.13 क)। इसके विपरीत ऋण अंतराल, अर्थात्, तदनुसारी परिपक्वता वाली सरकारी प्रतिभूतियों की तुलना में कारपोरेट बांडों के लाभांतरों को यदि दिसंबर और जनवरी के दौरान सविराम उछाल को छोड़ दिया जाए तो सितंबर 2017 से इनमें भी कमजोरी आई। पंचवर्षीय एए दर्जे वाले कारपोरेट बांडों से प्रतिलाभों के अंतरालों में 16 आधार अंकों की गिरावट रही जो उज्ज्वल समष्टि आर्थिक परिदृश्य में उच्चतर कारपोरेट अर्जनों के बलबूते पर और ऋण शोधन अक्षमता संहिता के तहत दिवाले के त्वरित समाधान की संभावनाओं को देखते हुए वित्तीय स्थिति में सुधार को प्रकट करता है। अनुभवजन्य विश्लेषण से प्रकट होता है कि क्रेडिट जोखिमों के प्रसार के साथ ही क्रेडिट लाभांतर भी बढ़े, जैसाकि क्रेडिट डिफॉल्ट स्वैप(सीडीएस)अंतरालों से और लिबोर-ओआईएस अंतराल द्वारा आकलित वैश्विक नकदी जोखिमों में बढ़ोतरी से ज्ञात होता है। हालांकि अर्जनों की प्रत्याशा में बढ़ोतरी के कारण अंतरालों में कमी आई जैसाकि 12-माह के दौरान वायदा-कीमत- अर्जन-अनुपात से प्रकट होता है।<sup>4</sup>

सन 2017-18 की दूसरी छमाही के दौरान कारपोरेट बांड बाजार में औसत दैनिक टर्नओवर एक वर्ष पूर्व के ₹ 70.6 बिलियन से बढ़कर ₹ 75.6 बिलियन हो गया (27 मार्च 2018 तक), हालांकि 2017-18 की दूसरी छमाही के दौरान कारपोरेट बांड प्रतिलाभों के स्थायित्व में क्रेडिट स्थितियों का संकुचन प्रकट होता है इससे कारपोरेटों ने

अपनी वित्तीय जरूरतों को पूरा करने के लिए बैंकों का रुख किया। परिणामस्वरूप प्राथमिक बाजार में कांपरेट बांडों के निर्गमन के माध्यम से संसाधनों को जुटाने में अक्टूबर 2017-फरवरी 2018 के दौरान 15.9 प्रतिशत की गिरावट होकर रु. 2105 बिलियन का संग्रह हुआ जबकि 2016-17 की इसी अवधि के दौरान रु. 2,502 बिलियन जुटाए गए थे(चार्ट IV.13बी) अक्टूबर- 2017 से फरवरी 2018 के दौरान संसाधनों को जुटाने में वित्तीय प्रतिष्ठानों का हिस्सा 76% रहा। कारपोरेट बांड बाजार से संसाधनों का लगभग संपूर्ण संग्रहण (99.9 प्रतिशत) प्राइवेट प्लेसमेंट के जरिए हुआ। कारपोरेट बांडों में विदेशी पोर्टफोलियो निवेश सितंबर 2017 के अंत में रुपये 1.98 ट्रिलियन था जो 28 मार्च 2018 की स्थिति के अनुसार बढ़कर रुपये 2.25 ट्रिलियन हो गया था और यह कारपोरेट बांडों में निवेश के लिए अनुमोदित सीमा का 91.9 प्रतिशत बनता है।

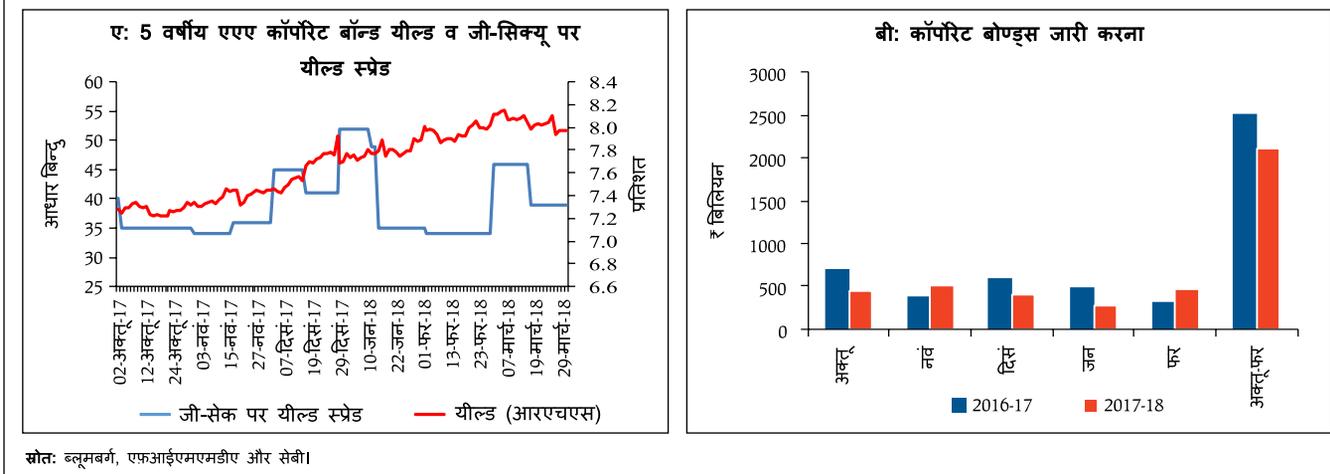
#### IV.1.4 स्टॉक बाजार

इक्विटी बाजारों में 2017-18 की पहली छमाही के अपने मुनाफों को दूसरी छमाही में भी बरकरार रखा और 29 जनवरी 2018 को सेंसेक्स 36,283 के ऐतिहासिक उच्च स्तर पर बंद हुआ। बाजार कि इस समय उछाल में बहुत से कारकों का योगदान रहा यथा- सुदृढ़ हो रही समस्त

आर्थिक स्थितियां, कारपोरेट बिक्रियों का पुनरुत्थान और भावी अर्जनों के लिए संभावनाओं में सुधार होना, सरकारी क्षेत्र के बैंकों के पुनर्पूजीकरण की घोषणा, विश्व बैंक के कारोबारी सहजता सूचकांक में भारत की रैंकिंग में उछाल, मूडी की रेटिंग में अपग्रेड, देशी संस्थागत निवेशकों द्वारा सुस्थिर निवल निवेश और वैश्विक इक्विटी बाजारों से सकारात्मक संकेत।

फरवरी में बाजार के हालात और संवेदना में नाटकीय बदलाव आया और बिकवाली का दबाव घनीभूत हो गया, इसका कारण विभिन्न कारकों की क्रियाशीलता रही यथा- अमरीका के लिए नौकरियों और मुद्रास्फीति की अपेक्षा से प्रबल आंकड़े मिलने के अनुसरण में बांडों और इक्विटी की वैश्विक बिकवाली जिसने बाजार के सहभागियों को यह अनुमान लगाने को प्रेरित किया कि अमरीकी मौद्रिक नीति का सामान्यीकरण तीव्र गति से होगा; आगे चलकर संकुचित चलनिधि परिस्थितियों की प्रत्याशा, इक्विटी शेयरों की बिक्री पर एक लाख रुपए से अधिक का अर्जन होने पर 10% की दर से दीर्घावधि पूंजीगत लाभ टैक्स(एलटीसीजी) लगाने के लिए यूनियन बजट प्रस्ताव के बाद मंदड़िया रुझान; सन 2017-18 के लिए और मध्य अवधि के लिए राजकोषीय घाटे के लक्ष्य का उल्लंघन; और पंजाब नेशनल बैंक द्वारा

चार्ट IV.13: कॉर्पोरेट बॉन्ड यील्ड्स तथा इश्यूएन्स



<sup>4</sup> कारपोरेट बांड अंतरालों के अवधारक(cb) का आकलन ऑटो रिग्रेसिव डिस्ट्रीब्यूटर लैग(1,0,1,1) फ्रेमवर्क में दैनिक आंकड़ों का प्रयोग करते हुए 01 जनवरी 2013 से 12 मार्च 2018 की अवधि के दौरान किया गया है।

$$\Delta cb_t = 6.73 - 0.03*cb_{t-1} + 0.01*cds_t - 0.21*pe_{t-1} + 0.41*libois_t + (2.40) (-4.58) (2.05) (-1.80) (2.87)$$

$$2.30* [cb_t - (0.25* cds_{t-1} - 7.85* pe_{t-1} + 15.35* libois_{t-1} + 250.58) + 4.98* \Delta libois_t]$$

(3.63) (2.14) (-1.79) (3.16) (2.53) (4.33)

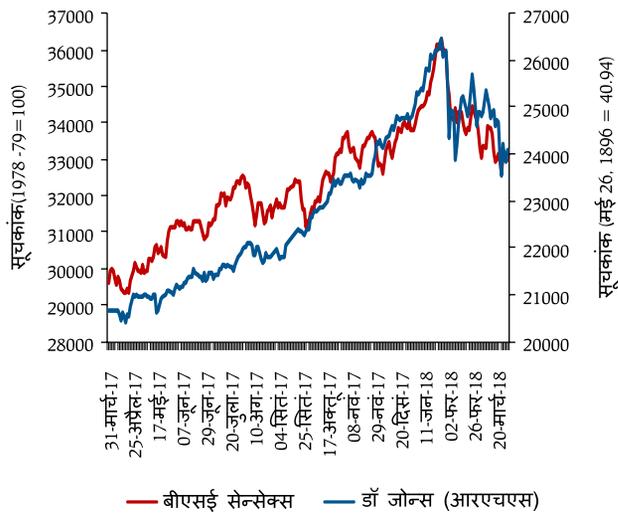
Δ: प्रथम अंतराल(दैनिक); cds: सीडीएस अंतराल(आईसीआईसीआई बैंक) pe:12 माह का वायदा-कीमत-अर्जन-अनुपात एनएसई निफ्टी से; libois:ओआइएस स्प्रेड F-सांख्यिकी(बांड परीक्षण) ; 4.43[5% महती मान=3.67]

R<sup>2</sup> = 0.97; Serial Corr. LM (4-lags) p-value = 0.39; ARCH (4-lags) p-value = 0.76.

कोष्ठकों के आंकड़े ; t-स्टैटिस्टिक्स

नोट: एआईसी पद्धति का प्रयोग करते हुए लैग्स का चयन किया गया।

चार्ट IV.14: स्टॉक मार्किट प्रदर्शन



स्रोत: ब्लूमबर्ग।

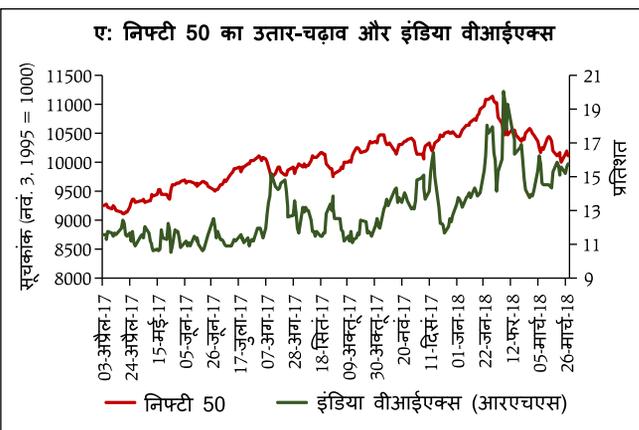
कपटपूर्ण लेन-देन का खुलासा (चार्ट IV.14)। परिणामस्वरूप 2017-2018 की दूसरी छमाही के दौरान बीएसई सेंसेक्स में 5.4% की बढ़ोतरी के बावजूद फरवरी माह के दौरान इसमें 5.0% की गिरावट रही और इसने मार्च में 3.6 प्रतिशत हानि उठाई जो अमरीकी प्रशासन द्वारा स्टील और एल्युमीनियम पर टैरिफ की घोषणा और चीन में निर्मित माल पर टैरिफ लगाने की योजना के कारण हुई व्यापारिक युद्ध की चिंता से सक्रिय हुई।

जनवरी 2018 के द्वितीयार्ध में इक्विटी सूचकांकों में तेज बढ़ोतरी और फरवरी 2018 के प्रथमार्ध में नाटकीय

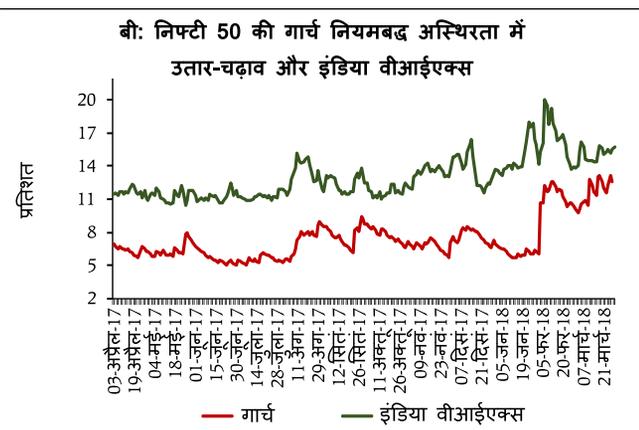
करेक्शन दोनों ही अति उच्च परिवर्तनशीलता से जुड़े हुए थे (चार्ट IV.5ए)। फरवरी 2018 के प्रथम सप्ताह के दौरान परिवर्तनशीलता का कारण था वैश्विक बाजारों में बढ़ी हुई परिवर्तनशीलता के प्रति-प्रभाव, क्योंकि बांडों के बढ़ते हुए प्रतिलाभ ने स्टॉक की बिकवाली को सक्रिय कर दिया जो विभिन्न जटिल परिवर्तनशीलता-सहबद्ध निधियों के पतन और बाजार की परिवर्तनशीलता से आबद्ध एल्गोरिथ्मिक कारोबारी रणनीतियों से और भी तीव्र हो गया।<sup>5</sup> भारत वोलैटिलिटी इंडेक्स(VIX)<sup>6</sup> जिसमें निफ्टी 50 की अल्पावधि प्रत्याशित परिवर्तनशीलता को लिया जाता है, इस अवधि में तेजी से बढ़ी। यद्यपि सूचकांकों और VIX में सामान्यतया विपरीत संबंध है, तथापि जनवरी 2018 के द्वितीयार्ध में इनमें सहगामी गति रही और इनमें कोरिलेशन कोएफिशिएंट 0.88 रहा। वैश्विक बाजारों ने भी इसी प्रकार का एबरेशन महसूस किया क्योंकि एसएंडपी 500 और VIX भी 0.70 के कोरिलेशन कोएफिशिएंट के साथ सहगामी रहे।

पुट-कॉल अनुपात, जो बाजार की प्रत्याशाओं का संकेतक होता है, काफी हद तक स्थिरता लिए हुए था तथा भारत में एक के नीचे बना रहा। इन कनफिगुरेशन से यह पता चलता है कि भारत में इक्विटी बाजार शायद कुछ अधिक ही बढ़ गया है तथा इसमें मंदी के बजाय- करेक्शन किया जाना जरूरी था। यदि इसका समर्थन किया जाए तो इक्विटी सूचकांक में तीव्र करेक्शन से फरवरी 2018 में VIX तथा निफ्टी 50 के बीच विपरीत संबंध बहाल हो जाएंगे, जिसमें सहसंबंध गुणांक -0.31 होगा। जीएआरसीएच सशर्त अस्थिरता के माध्यम से आकलित वास्तविक अस्थिरता इस अवधि में प्रत्याशित अस्थिरता (VIX द्वारा मापन) से लगातार कम बनी रही थी(चार्ट IV.15बी)।

चार्ट IV.15: निफ्टी 50 का उतार-चढ़ाव और उसकी अस्थिरता



स्रोत: नैशनल स्टॉक एक्स्चेंज (एनएसई) और आरबीआई।



स्रोत: जर्नल इज्जद ओटोरिग्रेसिव कंडीशनल हेटेरोस्केडस्टिसिटी

<sup>5</sup> बीआइएस क्वार्टली रिव्यू, मार्च, 2018 और प्रेस रिपोर्ट।

<sup>6</sup> इंडिया वोलैटिलिटी इंडेक्स(VIX), जो निफ्टी 50 की अल्पकालिक आकलित अस्थिरता का मापक है, अल्पावधि अर्थात् आगामी 30 कैलेंडर दिवस में परिवर्तनशीलता के लिए बाजार की प्रत्याशा का आकलन है।

जहां संस्थागत निवेशक, खासतौर से म्युचुअल फंड, इक्विटी बाज़ार में सतत रूप से निवल खरीद में लगे रहे, वहीं विदेशी पोर्टफोलियो प्रवाह में फरवरी में अस्थिरता अनुभव की गई। अक्टूबर 2017 से 23 मार्च, 2018 के दौरान इक्विटी में म्युचुअल फंड द्वारा किया गया निवल निवेश ₹ 631 बिलियन था जो विदेशी पोर्टफोलियो निवेशक द्वारा किए गए ₹ 302 बिलियन से अधिक था (IV.16बी)।

अक्टूबर, 2017 से फरवरी 2018 के दरम्यान इक्विटी-उन्मुख निवेश योजनाओं के अंतर्गत जुटाए गए संसाधन पिछले वर्ष की इसी अवधि के रूपे 399 बिलियन की तुलना में अधिक था जो ₹ 841 बिलियन था। इससे इसमें ज्यादा सहभागिता का पता चलता है, न केवल खुदरा एवं ऊंची हैसियत वाले व्यक्तियों(एचएनआई) की बल्कि कारपोरेट्स की भी। म्युचुअल फंड के अंतर्गत प्रबंधनाधीन आस्तियों(एयूएम) में 16.7 प्रतिशत की वृद्धि हुई थी जो सितंबर 2017 के अंत के रूपे 6.6 ट्रिलियन से बढ़कर फरवरी 2018 के अंत में रूपे 7.7 ट्रिलियन हो गई थी।

इक्विटी बाज़ार के प्राथमिक खंड में इक्विटी के सार्वजनिक निर्गम के माध्यम से जुटाए गए संसाधन(प्रारंभिक सार्वजनिक प्रस्ताव और राइट निर्गम) अक्टूबर 2017 से फरवरी 2018 के दौरान तेजी से बढ़कर रूपे 610 बिलियन हो गए थे जो पिछले वर्ष इसी अवधि में रूपे 100 बिलियन था। कुल 71 प्रारंभिक सार्वजनिक प्रस्ताव(आईपीओ)निर्गमों में से 53 निर्गम बीएसई लि. एवं नेशनल स्टॉक एक्सचेंज (एनएसई)

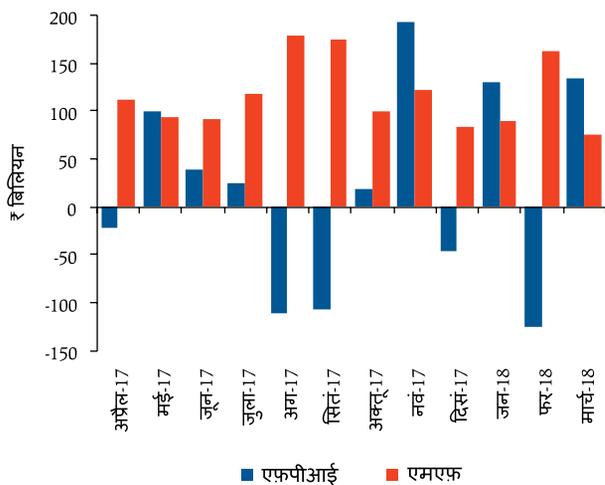
के लघु एवं मध्यम उद्यम(एसएमई) प्लेटफार्म पर सूचीबद्ध किए गए थे। सन 2017-18 की अवधि के दौरान सार्वजनिक इक्विटी निर्गमों के माध्यम से जुटाया गए कुल संसाधनों में से बीमा कंपनियों ने 50.4 प्रतिशत संसाधन जुटाए।

**IV.1.5 विदेशी मुद्रा बाज़ार**

भारतीय रूपे में वर्ष 2017-18 की दूसरी छमाही में रुक-रुक कर अस्थिरता के झटके लगते रहे। पश्चिमी एशिया में राजनैतिक अशांति को लेकर चिंताएं तथा साथ-साथ अंतरराष्ट्रीय स्तर पर कच्चे तेल की कीमतों पर अप्रत्यक्ष प्रभाव ने रूपे को नवंबर 2017 के पहले दो सप्ताह में डालर के मुकाबले कमज़ोर बनाए रखा था। अमरीकी डालर के कमज़ोर होते जाने तथा भारतीय ऋण बाज़ार में विदेशी पोर्टफोलियो निवेशक(एफपीआई) द्वारा की गई खरीद ने रूपे को दिसंबर के दौरान तथा जनवरी के शुरू में थामे रखा(IV.17ए)। जनवरी के आखिरी हिस्से में तथा फरवरी में भारत के व्यापार घाटे को देखते हुए एनर्जी के बढ़े हुए मूल्यों के परिणामों के मद्देनज़र पुनः उभरती चिंताएं, सुदृढ़ वेतन एवं रोजगार डाटा के आ जाने से फेडरल रिज़र्व द्वारा मौद्रिक नीति को कठोर बनाने की गति को पुनः नपातुला बनाए जाने की उम्मीद, तथा भारत में एलटीसीजी कर की शुरुआत ने रूपे के नीचे जाने का दबाव बनाए रखा। यह इस बात से और स्पष्ट हो गया कि अमरीकी डालर में मज़बूती आ गई और इक्विटी और ऋण बाज़ार में एफपीआई द्वारा बिक्री की गई। मार्च 2018 के मध्य से एफपीआईएस द्वारा निवल खरीद ने रूपे को सहारा दिया। कुल मिलाकर, रूपया अपने उन समूह की करेंसियों की तुलना में सितंबर के अंत के स्तर से मामूली सा मज़बूत हुआ जो चालू खाते के घाटे की स्थिति में चल रहे हैं (चार्ट IV.17 बी)।

भारतीय रूपे का मूल्य व्यापारिक भागीदारों के 36 करेंसियों के बास्केट की तुलना में सितंबर 2017 और मार्च 2018 के बीच सांकेतिक रूप से कम हुआ है(सारणी IV.1)। वास्तविक अर्थों में भी रूपे में गिरावट आई , यद्यपि गिरावट की यह

**चार्ट IV.16: संस्थागत निवेशकों द्वारा इक्विटी में निवल निवेश**



स्रोत: एनएसडीएल सेबी।

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

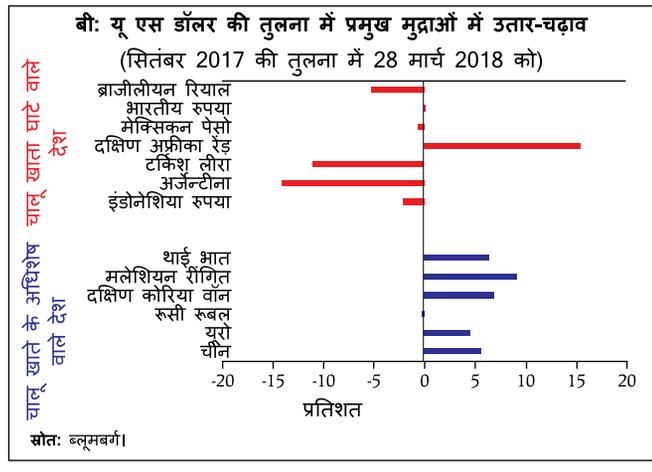
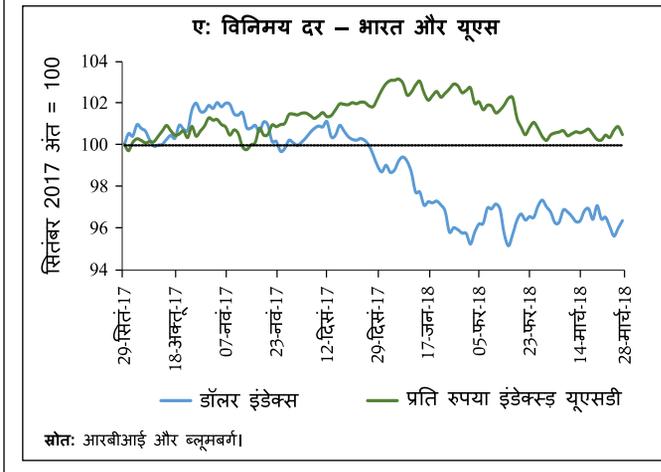
विनिमय दर	सूचकांक : 2018 मार्च समाप्ति	वृद्धि (+) / कमी (-) (प्रतिशत) सितंबर 2017 की तुलना में मार्च 2018 को
36-करेंसी एनईईआर	74.9	-2.0
36-करेंसी आरईईआर	117.4	-1.5
6-करेंसी एनईईआर	65.0	-3.4
6-करेंसी आरईईआर	124.4	-3.2

पी: अन्तरिम

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

स्रोत: आरबीआई।

चार्ट IV.17: विनिमय दर



सीमा सामान्य अर्थों से न्यूनतर थी जो स्फीति के अवांतरों को प्रकट करता है।

अन्य के साथ-साथ समूह अर्थव्यवस्थाओं जैसे दक्षिण अफ्रीका, मलेशिया, चीन तथा दक्षिण कोरिया की करेंसियों के मूल्य में वास्तविक रूप में वृद्धि हुई थी जबकि फिलिपीन्स एवं टर्की की करेंसियों में मूल्यहास हुआ था(चार्ट IV.18)।

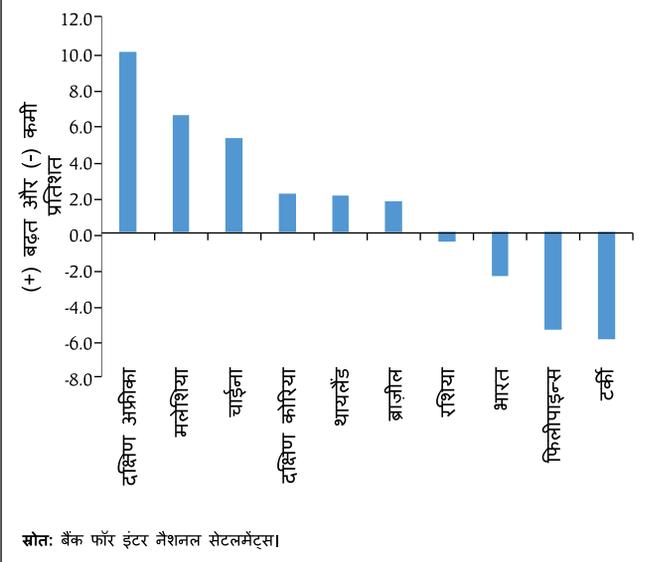
**IV.1.6 ऋण बाज़ार**

तकरीबन दो वर्षों तक दबावग्रस्त स्थिति में रहने के बाद गैर-खाद्यान्न ऋण में उभार पैदा हुआ जो लगभग जून 2017 के आसपास प्रारंभ हुआ था तथा दिसंबर 2017 से उसमें दो अंकों की वृद्धि आ गई। क्रेडिट में वृद्धि समस्त बैंक समूहों में पाई गई, हालांकि वृद्धि की गति बैंक समूहों में

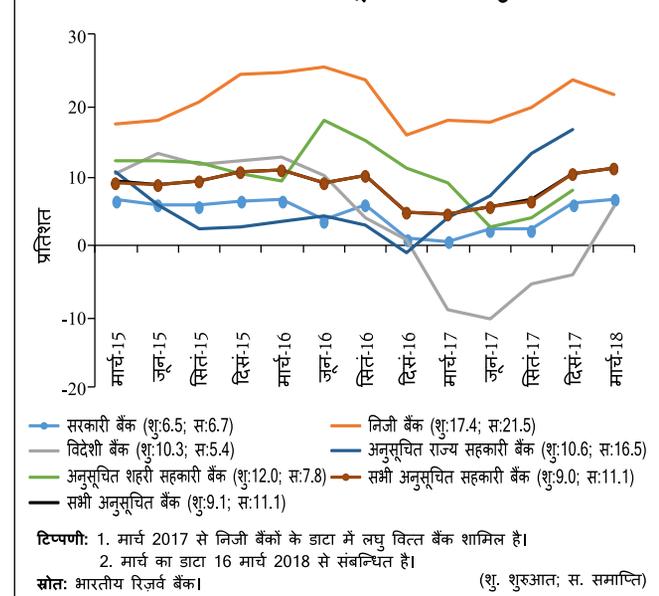
भिन्न भिन्न थी। सभी अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के लिए बैंक ऋण की वर्ष-दर-वर्ष वृद्धि दर 16 मार्च, 2018 को 11.1 प्रतिशत थी। निजी क्षेत्र के बैंकों तथा सरकारी क्षेत्र के बैंकों द्वारा दिए गए ऋण में क्रमशः 21.5 प्रतिशत तथा 6.7 प्रतिशत की दर से बढ़ोतरी हुई है। विदेशी बैंकों द्वारा दिए जाने वाले ऋण लंबे समय तक कम रहने के बाद सकारात्मक हालत में वापस लौटे हैं(चार्ट IV.19)।

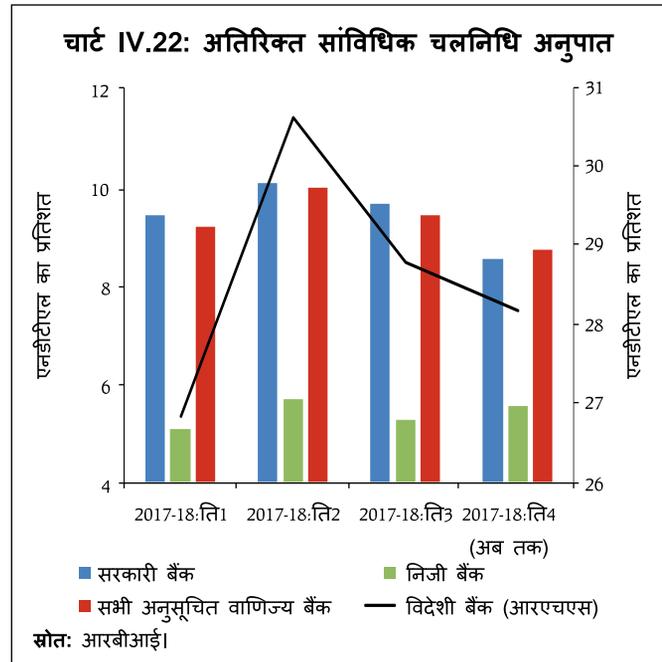
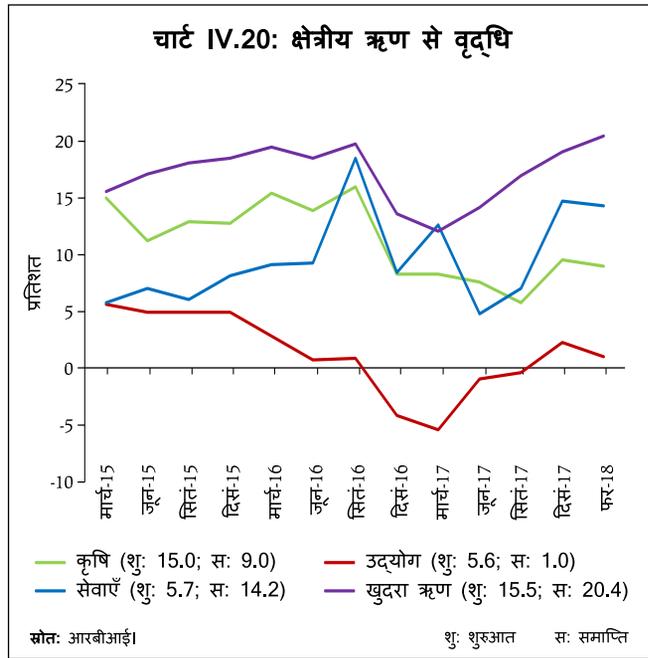
ऋण में वृद्धि का आधार भी व्यापक होता जा रहा है(चार्ट IV.20), क्योंकि उद्योग में लंबे समय तक गिरावट की स्थिति बने रहने के बाद सकारात्मकता पैदा हुई है। उद्योग के जिन उप-समूहों में फरवरी 2018 को वर्ष-दर-वर्ष आधार पर क्रेडिट प्रवाह में सुधार दर्ज किया गया है वे हैं खनन एवं उत्खनन, खाद्य प्रसंस्करण, सूती वस्त्र, रसायन, रबड़, चमड़ा, ग्लासवेयर्स तथा अभियांत्रिकी उद्योग।

चार्ट IV.18: आरईईआर - सितंबर 2017 की तुलना में फरवरी 2018



चार्ट IV.19 बैंक समूह-वार ऋण वृद्धि



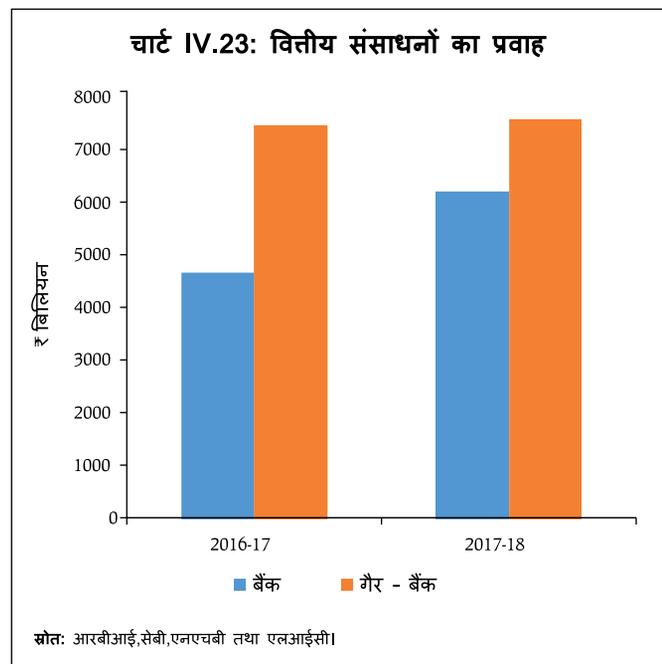
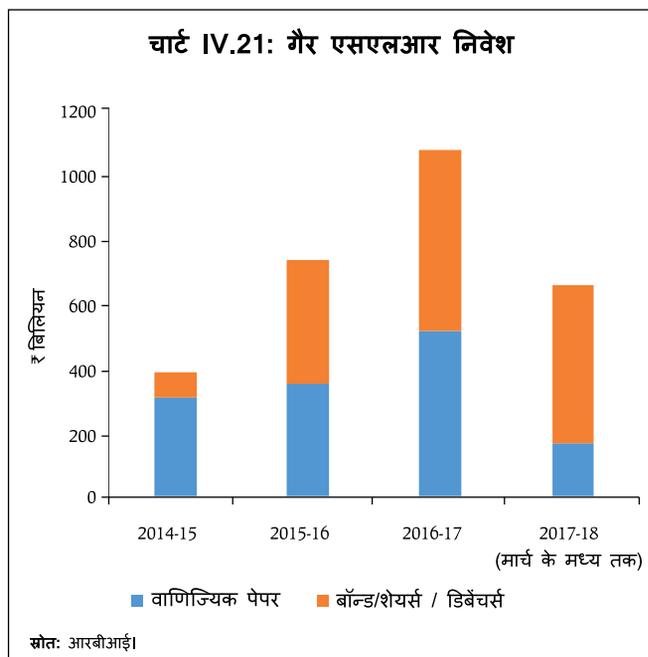


ऋणों के माध्यम से वित्त पोषण के पारंपरिक तरीके के जोर पकड़ने से बैंकों द्वारा गैर-एसएलआर-निवेश (गैर-वित्तीय कारपोरेट्स द्वारा जारी कमर्शियल पेपर(सीपी) और शेयरों बांडों/शेयर/डिबेंचर में निवेश) के जरिये अर्थव्यवस्था के कमर्शियल क्षेत्र को संसाधनों का प्रवाह बैंकों द्वारा 2017-18 में घट गया है(चार्ट IV.21)।

प्रणाली में अतिरिक्त चलनिधि में हुई कमी के साथ-साथ क्रेडिट में वृद्धि आने से सरकारी बांड के प्रतिलाभ में उतार-चढ़ाव होने के जोखिम बढ़ते जा रहे हैं, बैंकों द्वारा सरकारी प्रतिभूतियों में निर्धारित सांविधिक चलनिधि

अनुपात(एसएलआर) से अधिक का निवेश दूसरी छामाही में घट गया है। 2 मार्च, 2018 की स्थिति के अनुसार बैंकिंग प्रणाली ने कुल मिलाकर उनकी निवल मांग एवं मीयादी देयताओं का 8.2 प्रतिशत बेशी एसएलआर में रखा है (चार्ट IV.22)।

कमर्शियल क्षेत्र को कुल वित्तीय संसाधनों का प्रवाह 2017-18 में(16 मार्च, 2018 तक) पिछले वर्ष की इसी अवधि की तुलना में अधिक था (चार्ट IV.23)। जहां बैंकिंग क्षेत्र से की गई फंडिंग में 33 प्रतिशत की वृद्धि हुई थी वहीं गैर-बैंक क्षेत्र(घरेलू एवं विदेशी स्रोतों को मिलाकर) से 2 प्रतिशत



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

(₹ बिलियन में राशि)

मद	अप्रैल से मार्च मध्य तक			
	2016-17		2017-18	
	राशि	कुल का प्रतिशत	राशि	कुल का प्रतिशत
<b>ए. गैर-बैंकों से प्रवाह (ए1+ए2)</b>	<b>7,336</b>	<b>100.0</b>	<b>7,491</b>	<b>100.0</b>
<b>ए1. घरेलू स्रोत</b>	<b>5,114</b>	<b>69.7</b>	<b>4,869</b>	<b>65.0</b>
1 गैर- वित्तीय कंपनियों द्वारा पब्लिक इश्यू \$	120	1.6	380	5.1
2 गैर-वित्तीय कंपनियों द्वारा सकल निजी प्लेसमेंट \$	1,804	24.6	1,273	17.0
3 गैर- बैंकों द्वारा सबस्क्राइब किए वाणिज्य पत्रों का निवल जारीकरण	1,465	20.0	462	6.2
4 आवास वित्त कंपनियों द्वारा निवल ऋण देना #	761	10.4	1,117	14.9
5 आरबीआई द्वारा विनियमित 4 एआईएफआई द्वारा कुल अकोमोडेशन \$	192	2.6	708	9.4
6 एनबीएफसी -एनडी -एसआई (बैंक ऋण का निवल) *	541	7.4	588	7.8
7 कॉर्पोरेट कर्ज, इन्फ्रास्ट्रक्चर तथा सामाजिक क्षेत्र में एलआईसी का निवल निवेश \$	230	3.1	341	4.6
<b>ए2. विदेशी स्रोत</b>	<b>2,222</b>	<b>30.3</b>	<b>2,622</b>	<b>35.0</b>
1 बाह्य वाणिज्यिक उधार / एफसीसीबी @	-467	-6.4	-108	-1.4
2 विदेश से अल्पावधि ऋण *	167	2.3	604	8.1
3 भारत में प्रत्यक्ष विदेशी निवेश @	2,523	34.4	2,126	28.4

#: नवंबर तक \*: दिसंबर तक @: जनवरी तक \$: फरवरी तक  
 स्रोत: आरबीआई, सेबी, एनएचबी, एलआईसी, बीएसई, एनएसई और व्यापारी बैंक

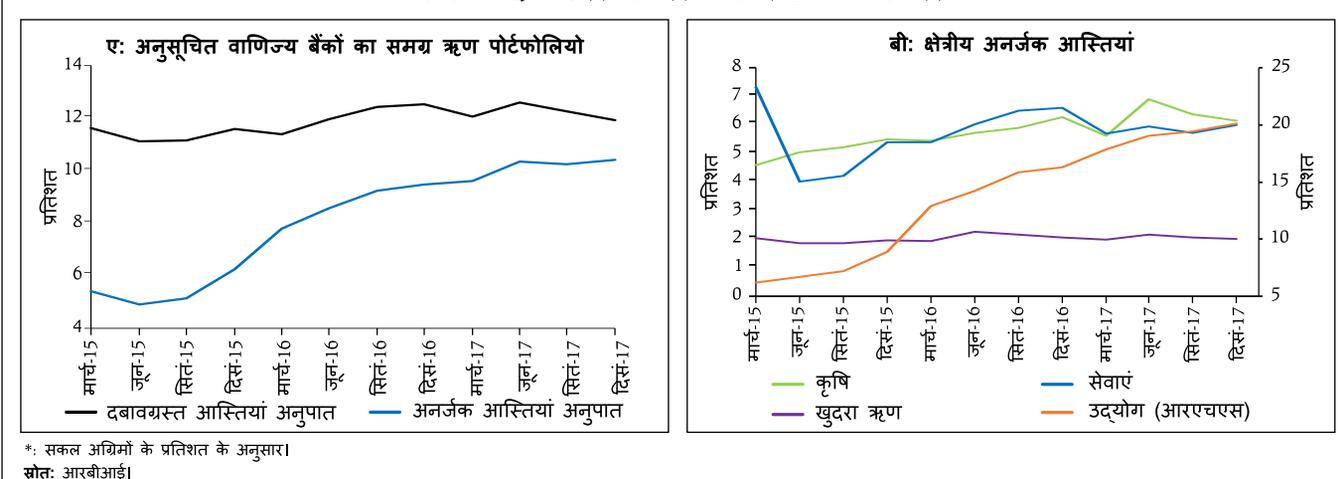
की मामूली वृद्धि हुई। यहां नोट किया जाना आवश्यक है कि अधिकांश गैर-बैंक द्वारा की गई फंडिंग के स्रोतों के उपलब्ध डाटा थोड़े से पुराने हैं। बैंकों एवं गैर-बैंक द्वारा कमर्शियल क्षेत्र को प्रदान की गई समग्र फंडिंग में 14 प्रतिशत की बढ़ोतरी हुई है।

बैंकों के अलावा, कमर्शियल क्षेत्र के लिए वर्ष 2017-18 में फंडिंग के मुख्य स्रोत कार्पोरेट ऋण बाजार(ऋणों का प्राइवेट प्लेसमेंट), आवास वित्त कंपनियां, भारिबे द्वारा विनियमित चार अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाएं(एआईएफआई) तथा गैर- बैंकिंग वित्तीय कंपनियां हैं(सारणी IV.2)। इसके अतिरिक्त, सार्वजनिक निर्गमों के माध्यम से फंडिंग में तीव्र वृद्धि हुई है, जिसके फलस्वरूप उनका कुल फंडिंग

में हिस्सा तीन गुणे से अधिक बढ़ गया है। विदेशी प्रत्यक्ष निवेश तथा विदेश से अल्पकालिक क्रेडिट विदेशी गैर-बैंक कमर्शियल क्षेत्र की फंडिंग के मुख्य स्रोत थे, जिसमें विदेश से अल्पकालिक क्रेडिट में तीन गुना तीव्र वृद्धि हुई है।

यद्यपि बैंकों की दबावग्रस्त आस्तियों का अनुपात स्थिर हो चुका है, बैंकों में आस्ति गुणवत्ता निर्धारण में निरंतर सुधार के कारण प्रणाली में अभी भी समग्र अनर्जक आस्तियों का स्तर लगातार बढ़ रहा है, खासतौर से उद्योग के मामले में(चार्ट IV.24)। यह ओवरहैंग सरकारी क्षेत्र के बैंकों की ऋण-बहियों में संवृद्धि दर में बढ़ोतरी पर लगाम लगाने वाले कई कारकों में से एक रहा है।

**चार्ट IV.24: दबावग्रस्त आस्तियां और अनर्जक आस्तियां\***



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

(परिवर्तन प्रतिशत बिन्दु में)

अवधि	रेपो दर	मियादी जमा दरें		उधार दरें			
		माध्यिका मियादी जमा दर	डबल्यूएलटीडीआर	माध्यिका आधार दर	1-वर्षीय एमसीएलआर	माध्यिका डबल्यूएलआर - बकाया रुपए ऋण	डबल्यूएलआर - नए रुपए ऋण
जनवरी 2015 से मार्च 208	-2.00	-1.65	-2.04	-0.80	*	-1.59	-1.90
अप्रैल 2016 से मार्च 2018	-0.75	-0.95	-1.13	-0.20	-1.05	-0.95	-0.92
<b>मेमो:</b>							
<b>विमुद्रीकरण से पहले</b>							
जनवरी 2015 से अक्टूबर 2016	-1.75	-0.99	-1.26	-0.61	*	-0.75	-0.97
अप्रैल 2016 से अक्टूबर 2016	-0.50	-0.29	-0.35	-0.01	-0.17	-0.11	0.01
<b>विमुद्रीकरण के बाद</b>							
नवंबर 2016 से मार्च 2018	-0.25	-0.66	-0.78	-0.19	-0.88	-0.84	-0.93

डबल्यूएलटीडीआर: भारत औसत घरेलू मियादी जमा दर। डबल्यूएलआर: भारत औसत उधार दर एमसीएलआर: निधियन आधारित उधार दर की सीमांत लागत

डबल्यूएलटीडीआर तथा डबल्यूएलआर पर अद्यतन डाटा फरवरी 2018 से संबन्धित है।

\*: एमसीएलआर प्रणाली 01 अप्रैल 2016 से प्रारंभ की गई थी।

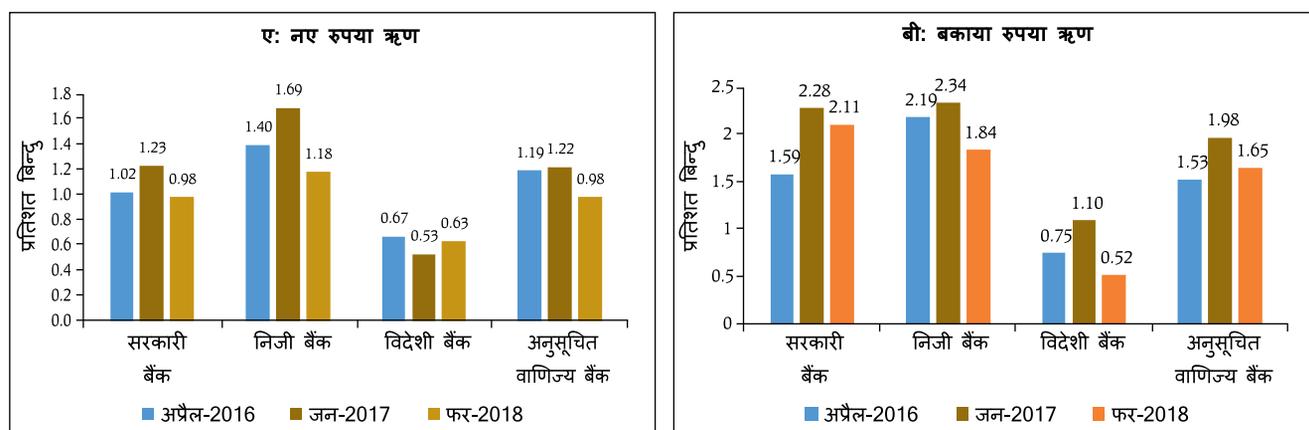
स्रोत: आरबीआई।

**IV.2 मौद्रिक नीति प्रसारण**

विमुद्रीकरण के बाद बैंकिंग प्रणाली में कम लागत वाले चालू खातों और बचत खातों(सीएएसए) में जमाराशियों में हुई वृद्धि, मियादी जमाराशियों की दर में अत्यधिक गिरावट ने नीतिगत दरों में की गई कटौती के प्रभाव को कमर्शियल बैंकों द्वारा दिए जाने वाले उधार पर अंतरित कर दिया है(सारणी IV.3)। इस प्रभाव के अंतरण में गति नवंबर 2016 से पैदा हुई, जिसके कारण उधार देने की दरों में मियादी जमाराशि की दरों से भी अधिक तेजी से गिरावट हुई। यह इस बात से भी परिलक्षित होता है कि अभी भी क्रेडिट की मांग धीमी बनी हुई है तथा वित्तपोषण के लिए गैर-बैंक के वैकल्पिक स्रोत उपलब्ध हैं। बकाया ऋणों पर उधार दरों को घटाने की सीमा अभी भी अपेक्षाकृत कम ही है हालांकि, ऐसा आधार-दर ऋणों से संबंधित अनुदार ब्याज दरों तथा एमसीएलआर-संबद्ध ऋणों के लिए 1-वर्षीय पुनर्निर्धारित अवधि के कारण है।

जनवरी 2015 से - जब से मौद्रिक नीति का उदारतावादी चक्र आरंभ हुआ - एक वर्ष का मीडियन आधार दर, मौद्रिक रेपो रेट में 200 बीपीएस के संचयी गिरावट के प्रति 80 आधार अंक से नीचे आया है। उल्लेखनीय रूप से, अप्रैल 2016 में एमसीएलआर की शुरुआत के बाद आधार दर में गिरावट की गति काफी कम हुई। चूंकि आधार दर से जुड़े बकाया ऋणों का अनुपात (जो जुलाई 2010-मार्च 2016 के दौरान दिए गए थे) 2016-17 के दौरान और 2017-18 में क्रमशः कम हुआ है, 2017-18 के दौरान (फरवरी तक) बकाया ऋणों के नीतिगत दर में कटौती का प्रसारण, तथापि 2016-17 के दौरान 40 बीपीएस से अधिक, 55 बीपीएस था। परिणामस्वरूप, अलग-अलग बैंकों के डबल्यूएलआर और एक वर्ष के एमसीएलआर के बीच मासिक मीडियन विस्तार जनवरी 2017 में उंचाई तक पहुँचने के बाद कम हुआ (चार्ट IV.25)।

**चार्ट IV.25: डबल्यूएलआर तथा 1 वर्षीय एमसीएलआर के बीच मीडियन स्प्रेड**



स्रोत: आरबीआई।

बैंकों की आस्ति की गुणवत्ता इस विस्तार (एमसीएलआर/आधार दर) को कम रखने में महत्वपूर्ण भूमिका निभाती है। आस्ति की गुणवत्ता में गिरावट आने पर ऋणों का मूल्यनिर्धारण करते समय बैंक एक उच्च ऋण

जोखिम प्रीमिया लोड करते हुए उच्च लाभांतर वसूल करते हैं, जिससे मौद्रिक प्रसारण बाधित होता है। इस संबंध में एक अध्ययन में इस व्यावहारिक संबंध की पुष्टि की गई है।

### बॉक्स IV.1 आस्ति गुणवत्ता और मौद्रिक प्रसारण

प्रभावी मौद्रिक प्रसारण बैंकिंग प्रणाली की स्थिति/ सुदृढ़ता पर निर्भर करती है, विशेष रूप से भारत जैसी बैंक-आधृत वित्तीय प्रणाली में (सारणी IV.1.1)। आस्ति गुणवत्ता का मौद्रिक प्रसारण पर प्रभाव, अल्पावधि नीति/ ऋण देने के ब्याज दर पर मुद्रा बाजार ब्याज दर में परिवर्तन के प्रभाव को बढ़ाकर/ घटाकर और साथ ही साथ बैंकों के ऋण मानकों और उनके द्वारा ऋण स्वीकृत करते समय गैर-मूल्य उपायों का प्रयोग करने में परिवर्तन द्वारा पड़ सकता है। मौद्रिक प्रसारण पर आस्ति गुणवत्ता का प्रभाव निवल ब्याज मार्जिन (एनआईएम) द्वारा पता किया जा सकता है, जो ब्याज से आय और ब्याज पर व्यय (कुल आस्तियों के संबंध में) का अंतर है। सकल अनर्जक आस्तियों की उपस्थिति में मौद्रिक प्रसारण रुक सकता है यदि बैंक उच्चतर ऋण जोखिम के बदले में अधिक एनआईएम प्रभारित करते हैं जबकि वे अपनी लाभात्मकता (आस्ति पर प्रतिफल) लक्ष्य स्तर पर बनाए रखते हैं। इसका अर्थ यह होगा कि मौद्रिक नीति चक्र के ढील देने वाले चरण में बैंक उनकी निधीयन पर लागत कम होने पर भी ऋण दरें कम नहीं करेंगे (जॉन, आदि, 2018)।

भारतीय संदर्भ में, यह प्रश्न उठता है कि क्या हाल में बैंकों की आस्ति गुणवत्ता में गिरावट से मौद्रिक प्रसारण पर कोई

प्रतिकूल प्रभाव पड़ा है। इस अवधारणा की जांच करने के लिए अरेल्लानो-बोवर/ ब्लंडेल-बॉन्ड डायनेमिक पैनेल जीएमएम मॉडल का, समय और बैंक निर्धारित प्रभाव के साथ, 72 बैंकों के- 26 सार्वजनिक क्षेत्र के बैंक, 19 निजी क्षेत्र के बैंक और 27 विदेशी बैंक - 2010-11 की पहली तिमाही से 2017-18 की पहली तिमाही तक की अवधि के तिमाही डेटा पर उपयोग किया गया। अनुमानों से पता चलता है कि सकल एनपीए से कुल आस्ति का अनुपात और दबावग्रस्त आस्ति से कुल आस्ति का अनुपात, ऋण जोखिम को अलग-अलग प्रॉक्सी करता है, तो परिणामस्वरूप अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों के एनआईएम में वृद्धि होती है (सारणी 1.2)। यह बताता है कि आस्ति गुणवत्ता में गिरावट से भारत में मौद्रिक प्रसारण पर निश्चय ही प्रभाव पड़ा ।

प्रारंभ में पूर्ण नमूना अवधि (तिमाही1: 2010-11 से तिमाही1: 2017-18) के लिए प्रतिगमन किया गया था। तथापि, (क) तिमाही1: 2010-11 से तिमाही1: 2015-16 (उप-अवधि1) और (ख) तिमाही2: 2015-16 से तिमाही1: 2017-18 (उप-अवधिII) के बीच एनआईएम पर आस्ति गुणवत्ता का प्रभाव अलग दिखाई दिया है। पहली उप अवधि के दौरान, निवल ब्याज मार्जिन पर सकल गैर निष्पादित आस्ति अनुपात का प्रभाव सकारात्मक और सांख्यिक रूप से महत्वपूर्ण था, जिससे यह इंगित होता है

#### सारणी IV.1.1 वाणिज्य क्षेत्र के लिए संसाधनों के प्रवाह में बैंकों का हिस्सा

(प्रतिशत)

वर्ष	देशी और विदेशी स्रोत	देशी स्रोत
2007-08	44.1	63.5
2008-09	47.3	58.5
2009-10	45.0	56.7
2010-11	56.9	70.2
2011-12	55.7	68.7
2012-13	48.1	61.7
2013-14	54.0	63.9
2014-15	45.5	55.2
2015-16	51.3	61.3
2016-17	34.9	43.2
2016-17 (फर 2017 तक)	38.3	48.5
2017-18 (फर 2018 तक)	42.9	53.5

स्रोत: आरबीआई, सेबी, एनएचबी और एलआईसी।

#### सारणी IV.1.2 अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों के निर्भर चर के निवल ब्याज मार्जिन के निर्धारक : एनआईएम

	संपूर्ण नमूना	उप-अवधि I	उप-अवधि II
(1)	(2)	(3)	(4)
सकल एनपीए	0.0057*	0.0211***	-0.0202***
संचालन व्यय	0.5066***	0.4313***	0.5444***
सीआरएआर	0.0006*	0.0013***	-0.0085***
निष्कर्ष	2088	1512	576

\*\*\*: 1% स्तर पर महत्वपूर्ण; \*: 10% स्तर पर महत्वपूर्ण  
टिप्पणियाँ: मॉडल विशिष्टता: एरेलानो-बोवर / ब्लंडेल-बॉन्ड गतिशील पैनेल-डेटा रिग्रेशन-सिस्टम जीएमएम समय और बैंक निश्चित प्रभाव के साथ।  
एनआईएम = (ब्याज आय - ब्याज व्यय) कुल संपत्तियों (प्रतिशत में) के लिए।  
मौसमीयता, अंतराल, बैंक आकार, पूंजी पर्याप्तता, आस्तियों पर प्रतिलाभ, परिचालन व्यय और गैर-ब्याज आय के लिए प्रतिगमन नियंत्रण  
अधिक पहचान नियंत्रणों के लिए हेनसेन परीक्षण और अवशिष्ट ऑटोकोरिलेशन के लिए एरेलानो-बॉन्ड परीक्षण संतोषजनक पाया गया। सकल एनपीए और परिचालनगत व्यय को कुल आस्तियों के प्रति प्रतिशत के रूप में व्यक्त किया गया है।  
स्रोत: स्टाफ अनुमान, पर्यवेक्षीय रिटर्न, आरबीआई।

<sup>7</sup> तालिका 2 में समान संबंध प्राप्त किए जाते हैं-हालांकि महत्व का स्तर भिन्न है -सकल एनपीए अनुपात के दृष्टिकोण में एक स्पष्टीकरण चर के रूप में दबावग्रस्त आस्तियों के अनुपात का उपयोग करता है; एक स्पष्टीकरण चर के रूप में दबावग्रस्त आस्तियों के अनुपात का उपयोग करने वाले परिणाम मौद्रिक नीति रिपोर्ट, अप्रैल 2016, बॉक्स IV.1 और रिजर्व बैंक की वार्षिक रिपोर्ट, 2016-17, बॉक्स III.1 में देखे जा सकते हैं।

**सारणी IV.1.3 एनआईएम के निर्धारक - बैंक समूह-वार(संपूर्ण नमूना)  
आश्रित चर : एनआईएम**

	अनुसूचित वाणिज्य बैंक	सरकारी बैंक	निजी बैंक	विदेशी बैंक
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
सकल एनपीए	0.0057*	-0.0128***	0.0097	0.0123
संचालन व्यय	0.5066***	0.5614***	0.6585***	0.4870***
सीआरएआर	0.0006*	0.0007	0.0024	0.0007
निष्कर्ष	2088	754	551	783

टिप्पणियाँ: सारणी IV.1.2 की टिप्पणियों का संदर्भ लें।

कि जब गैर निष्पादित आस्ति का स्तर कम था, यद्यपि बढ़ती स्थिति में, और ऋण वृद्धि अपेक्षाकृत दृढ़ थी, ऋण जोखिम की क्षतिपूर्ति करने के लिए बैंक अतिरिक्त जोखिम प्रीमिया प्रभारित कर सके। दूसरी उप अवधि के दौरान, सकल गैर निष्पादित आस्ति अनुपात का गुणांक नकारात्मक रूप में बदल गया और सांख्यिक रूप से महत्वपूर्ण था, इससे यह निष्कर्ष निकलता है कि बैंक गैर निष्पादित आस्ति का पूर्ण भार उच्च ऋण जोखिम प्रीमिआ के रूप में अपने नये उधारकर्ताओं पर डाल नहीं सके। साथ ही, इस उप अवधि के दौरान, पुनर्चित ऋणों के गैर निष्पादित आस्ति के रूप में आस्ति-गुणवत्ता समीक्षा पर आधारित पुनःवर्गीकरण ने बकाया गैर निष्पादित आस्तियों पर ब्याज आय की पहचान करने से रोका। इसलिए, इन परिणामों से यह निष्कर्ष निकलता है कि एक प्रतियोगी बाज़ार में ऐसी सीमाएं हैं जहां तक बैंक उच्च डिग्री ऋण जोखिम के प्रति अपने आप को क्षतिपूर्ति करने हेतु प्रावधान करने के लिए अतिरिक्त जोखिम प्रीमियम प्रभारित कर सकें और आस्तियों पर लक्षित प्रतिलाभ प्राप्त कर सकें।

सरकारी, निजी और विदेशी इन तीन बैंक समूहों में भी पूरे सैंपल अवधि के दौरान अलग-अलग व्यवहार देखा गया था। जबकि सकल एनपीए का सरकारी क्षेत्र के बैंकों के निम पर नकारात्मक प्रभाव पाए गए थे, लेकिन उनके निजी क्षेत्र और विदेशी बैंकों के निम पर सकारात्मक लेकिन कार्यनीतिक रूप से गैर महत्वपूर्ण असर थे। जैसा कि सरकारी क्षेत्र के बैंकों के एनपीए स्तर उन दो अन्य बैंक समूहों की तुलना में अत्यधिक उच्च स्तर पर थे, वही बैंक समूहवार विश्लेषण उप-अवधि विश्लेषण के इस निष्कर्ष की पुष्टि करती है कि

उच्च स्तर के एनपीए वाले बैंक उच्च ऋण जोखिम प्रीमियम प्रभारित करते हुए खुद की क्षतिपूर्ति नहीं कर सके(सारणी IV.1.3)।

उप-अवधिवार और बैंक समूहवार विश्लेषण निम पर क्रेडिट जोखिमों के प्रभाव को दर्शाने के दौरान सकल एनपीए अनुपात द्वारा अधिरोपित अरैखिकता को दर्शाता है। सकल एनपीए अनुपात और निम के बीच अरैखिक संबंध का पता लगाने के लिए सकल एनपीए अनुपात हेतु स्लोप डमीज का इस्तेमाल करते हुए पूरे सैंपल अवधि हेतु प्रतिगमन का आकलन करने का प्रयास किया गया।<sup>8</sup> यह पाया गया कि जब सकल एनपीए अनुपात का स्तर कम है तो स्लोप सकारात्मक और कार्यनीतिक रूप से महत्वपूर्ण है और जब सकल एनपीए अनुपात का स्तर उच्च है तो यह नकारात्मक और कार्यनीतिक रूप से महत्वपूर्ण हो जाता है।

संक्षेप में, यह विश्लेषण बैंक के समूहवार और उप-अवधिवार विश्लेषणों जैसे एनपीए का निम्न स्तर, बैंकों के उधार दर की लागत के भार को वहन करने और निम को बनाए रखने लेकिन साथ ही एनपीए के अत्यधिक उच्च स्तर के न होने देने को अनुसमर्थित करता है।

**संदर्भ:**

जॉन जोइस, एके मित्रा, जनक राज और डी.पी. रथ (2018), "भारत में आस्ति वर्गीकरण और मौद्रिक प्रसरण" भारतीय रिजर्व बैंक अनियत प्रकाशन, आगामी।

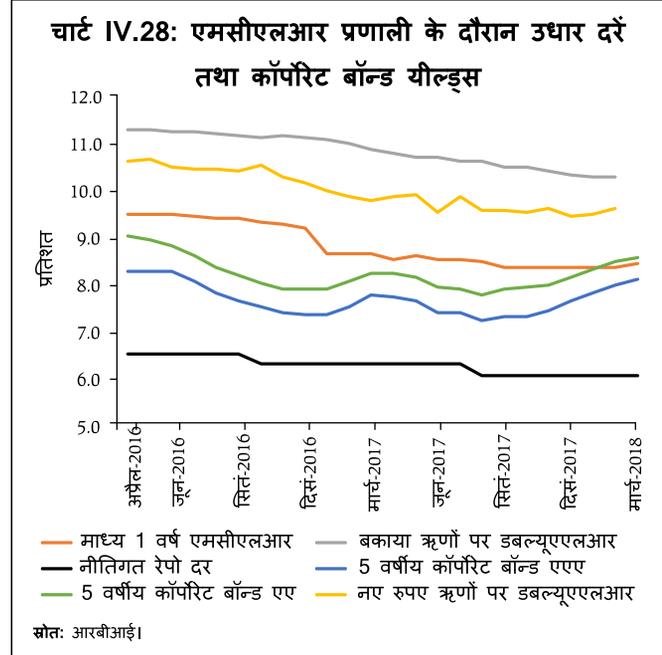
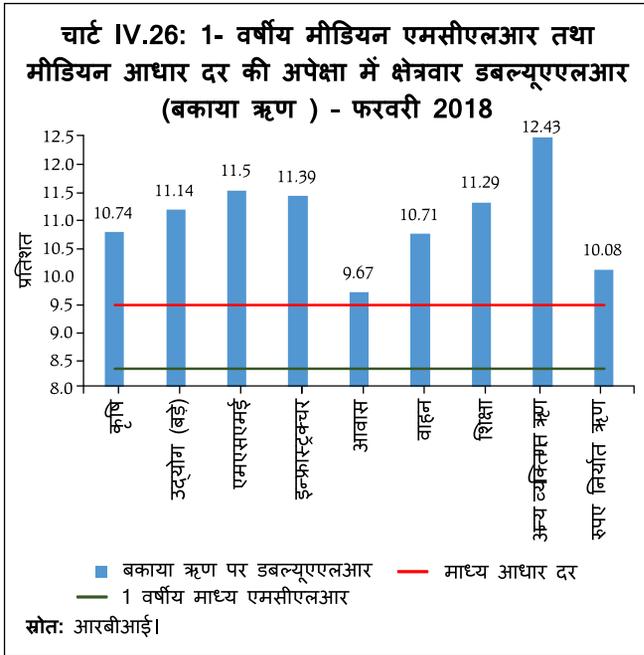
क्षेत्रगत क्रेडिट के मूल्य-निर्धारण के लिए अपनाए जा रहे पिछले पैटर्न को जारी रखते हुए कमर्शियल बैंक आवास क्षेत्र के मार्गज पर न्यूनतम स्प्रेड(बेस रेट/एमसीएलआर से ऊपर की दर) और वैयक्तिक ऋण (आवास, वाहन एवं शिक्षा से इतर) के लिए, जिनमें सबसे अधिक गैर-ज़मानती कंपोनेंट निहित हैं, पर सबसे अधिक स्प्रेड प्रभारित करते रहे हैं चार्ट IV.26)।

आवास ऋण पर कम स्प्रेड रखने का कारण यह है कि गैर-बैंक क्षेत्र से इसके लिए कड़ी स्पर्धा है, और इस क्षेत्र में चूक की दर बहुत कम है(चार्ट IV.27)।

उच्च गुणवत्ता वाले कारपोरेट बांड का प्रतिफल लगातार एमसीएलआर के नीचे बना रहा है, जिसमें पूर्व वाला

<sup>8</sup>  $NIM_{b,t} = c + \alpha_b + \gamma_t + \delta_1 * NIM_{b,(t-1)} + \delta_2 * NIM_{b,(t-2)} + \beta_1 * d * GNPA + \beta_2 * (1 - d) * GNPA + \psi * X + \epsilon_{b,t}$

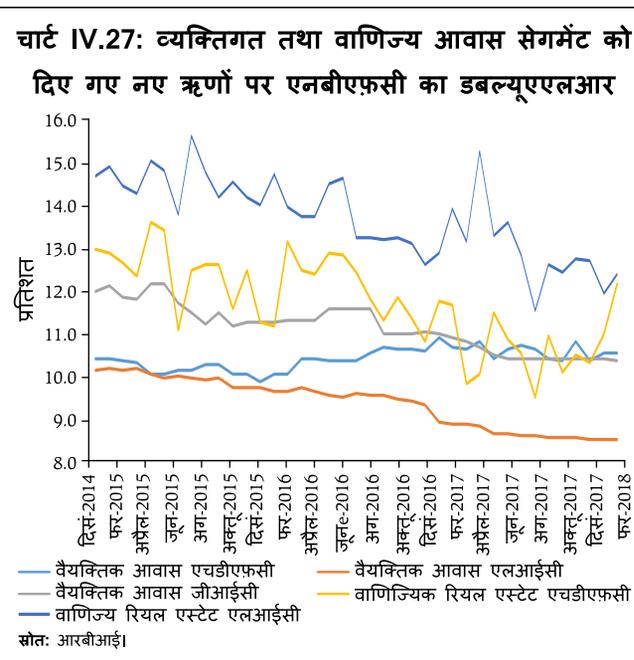
$\alpha_b$  बैंक स्थिर प्रभावों को दर्शाता है, और  $\gamma_t$  समय स्थिर प्रभावों को दर्शाता है,  $GNPA$  (जीएनपीए) आस्ति अनुपात का सकल एनपीए है और  $X$  अन्य व्याख्यात्मक अस्थिरता के वेक्टर को प्रदर्शित करता है और  $d=1$  जब आस्ति अनुपात का सकल एनपीए कुल आस्ति के 1.6 प्रतिशत के सैंपल माध्य से कम है अन्यथा 0 है। जहां जीएनपीए क्रमशः कम और अधिक है वहां  $\beta_1$  और  $\beta_2$  निम पर जीएनपीए के दलान को दर्शाता है।



उच्च रेट वाले कारपोरेट द्वारा संसाधन जुटाने के लिए अपेक्षाकृत आकर्षक लिखत बना रहा है(चार्ट IV.28)।

2 अगस्त, 2017 को नीतिगत दर में 25 आधार अंक की कटौती के बाद एमसीएलआर समस्त अवधियों में एवं समस्त बैंक समूहों में फरवरी तक घटता रहा था। लेकिन मार्च के दौरान कमर्शियल बैंक द्वारा समस्त अवधि में एमसीएलआर बढ़ा हुआ था। सभी सरकारी क्षेत्र के बैंकों एवं अधिकांश निजी क्षेत्र के बैंकों के मामले में एमसीएलआर के लिए बेंचमार्क अवधि एक वर्ष थी, जबकि विदेशी बैंकों के

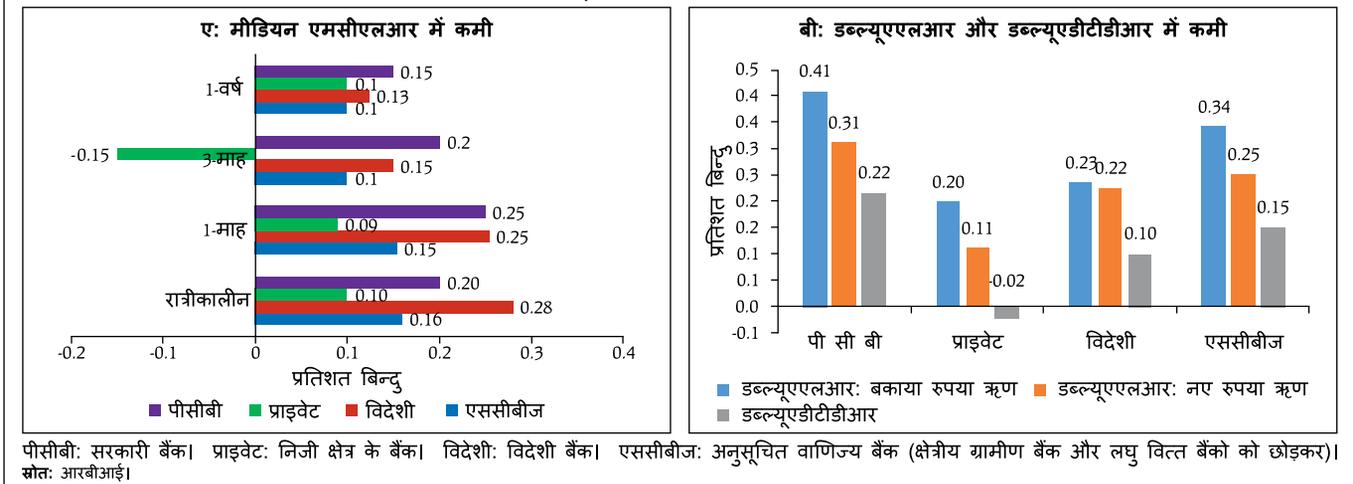
मामले में समस्त परिपक्वता बकेट्स में, साथ ही ओवरनाइट एवं एक महीने अवधि में बिखरा हुआ था<sup>10</sup>। अवधिवार देखें तो ओवरनाइट अवधि में प्रसारण सबसे अधिक था, उसके बाद कमर्शियल बैंकों के लिए एक-महीना की अवधि थी(चार्ट IV.29ए)। बैंक समूहों के बीच देखें तो भारत औसत ऋण दर (डबल्यूएलआर) तथा भारत औसत स्वदेशी सावधि डिपॉजिट दर (डबल्यूएटीडीआर) के प्रति प्रसारण सरकारी क्षेत्र के बैंकों में सबसे अधिक था, उसके बाद विदेशी बैंकों एवं निजी क्षेत्र के बैंकों में था(चार्ट IV.29बी)।



दिसंबर, 2017 एवं जनवरी, 2018 से क्रमशः जमाराशि व उधार देने की दरें अन्य वित्तीय बाजार खंडों में ब्याज दरों के अनुरूप बढ़ना शुरू हो गई थीं। अतिरिक्त चलनिधि की स्थिति से प्रणाली-स्तर की चलनिधि तक लगने वाले समय के साथ न्यूट्रल स्थिति तक जाने में, बैंकों ने क्रमिक रूप से अपनी ब्याज दरों को बढ़ाना प्रारंभ कर दिया था, जिसकी शुरुआत उन्होंने थोक मीयादी जमाराशि की दरों से की फिर खुदरा मीयादी जमाराशि दर तथा फिर एमसीएलआर पर भी। बैंकों की चालू खाता और बचत खाता (सीएसए) जमाराशि के हिस्से में सितंबर 2017 के 40.9 प्रतिशत से घटकर मार्च, 2018 के मध्य में 39.8 प्रतिशत की कमी के कारण भी निधि देने की लागत पर दबाव बना रही थी(चार्ट IV.30)। जनवरी-फरवरी 2018 के दौरान निजी क्षेत्र के बैंकों और विदेशी बैंकों का एक-वर्षीय मीडियन एमसीएलआर

<sup>10</sup> 57 कमर्शियल बैंकों में से (14 सरकारी क्षेत्र के बैंक, 17 निजी क्षेत्र के बैंक एवं 26 विदेशी बैंक) के बारे में डाटा उपलब्ध है, 35 बैंक में से (14 सरकारी क्षेत्र के बैंक, 14 निजी क्षेत्र के बैंक तथा 7 विदेशी बैंक) थे जिनका एमसीएलआर बेंचमार्क अवधि के रूप में एक वर्ष था।

**चार्ट IV.29 टेनर्स और बैंक समूहों भर में ट्रांसमिशन-2 अगस्त 2017 की नीति से**



क्रमशः 10 आधार अंक और 5 आधार अंक बढ़ गया था। इसके अलावा, सरकारी क्षेत्र के बैंक एवं विदेशी बैंक दोनों के एक वर्षीय मीडियन एमसीएलआर मार्च के दौरान क्रमशः 5 आधार अंक और 3 आधार अंक बढ़ गए थे। दिसंबर-फरवरी के दरम्यान डबल्यूएडीडीआर में 10 आधार अंक की बढ़ोतरी के साथ वाणिज्य बैंकों के नये रुपए ऋण एवं बकाया रुपए ऋण पर डबल्यूएलआर भी क्रमशः 14 एवं 3 आधार अंक बढ़ गया था, जो दिसंबर व जनवरी में क्रमशः न्यूनतम स्तर तक पहुंच गया था।

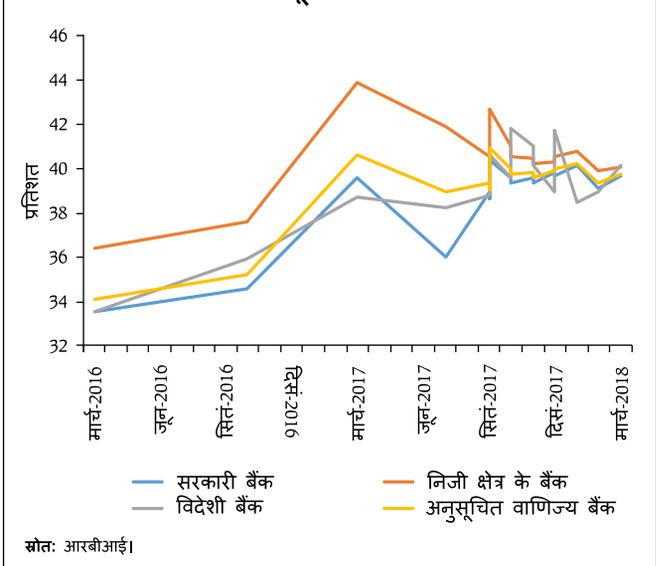
लघु बचत लिखतों पर उच्चतर ब्याज प्रसारण को बाधित करने के कारकों में से एक है। 28 मार्च, 2018 को सरकार ने यह निर्णय लिया था कि छोटी बचतों पर ब्याज दरों को 2018-19 की पहली तिमाही के लिए अपरिवर्तित रखा

जायेगा बनिस्बत उनके जो 2017-18 की चौथी तिमाही में अधिसूचित की गई हैं। परिणामस्वरूप, कुछ लघु बचत स्कीमों की ब्याज दरों को पहली बार लघु बचत ब्याज दरें निर्धारित करने के लिए सूत्र के तहत निर्धारित दरों से कम रखा गया है और इन्हें बैंकों की सावधि डिपॉजिट ब्याज दरों के साथ बेहतर व्यवस्थित किया गया है। (सारणीIV.4)

**IV.3 चलनिधि स्थितियां और मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रिया**

बड़े पैमाने की चलनिधि और विमुद्रीकरण के बाद बने चलनिधि अधिशेष का प्रबंधन करने के संबंध में रिज़र्व बैंक का दृष्टिकोण अप्रैल और अक्टूबर 2017 की मौद्रिक नीति रिपोर्टों में निर्धारित किया गया था। इस ढांचे के तहत 2017-18 की दूसरी छमाही में चलनिधि प्रबंधन संबंधी सक्रिय उपाय इस ढांचे के तहत किए गए। तीसरी तिमाही के दौरान रिज़र्व बैंक ने ओवरनाइट से लेकर 28 दिवसीय अवधि तक के परिवर्तनशील दर के रिवर्स रिपो ऑक्शन आयोजित किए और 300 बिलियन रुपए (अक्टूबर में ₹ 200 बिलियन और नवंबर में ₹ 100 बिलियन) अवशोषित करने के लिए टिकाऊ आधार पर तीन अवसरों पर खुली बाज़ार बिक्री आयोजित की जो नियमित एलएएफ रिवर्स रिपो के माध्यम से चलनिधि अवशोषित करने की प्रक्रिया के अतिरिक्त थी। तदनुसार दैनिक आधार पर एलएएफ के माध्यम से औसत चलनिधि अवशोषण अक्टूबर 2017 में ₹ 1,400 बिलियन से घट कर नवंबर में ₹ 718 बिलियन हो गया। करेंसी के प्रचलन में बढ़ते रहने और ऋण वृद्धि में तेजी का भी इस पर असर पड़ा। दिसंबर की दूसरी छमाही में चलनिधि स्थिति उलटकर कुछ समय के लिए घाटे की स्थिति में आ गई। सरकारी खर्च में मंदी आई जिससे सामान्य अग्रिम ब्याज आउटफ्लो द्वारा निर्मित शार्टफॉल

**चार्ट IV.30: कुल जमा में सीएएसए जमा का बैंक समूह वार हिस्सा**



**सारणी IV.4: 2018-19 तिमाही 1 के लिए अल्प बचत लिखतों पर ब्याज़ दरें**

लिखत/योजना	परिपक्वता (वर्ष)	स्प्रेड(प्रतिशत बिन्दु)\$	तदनुरूपी परिपक्वता का औसत जी-सेक यील्ड (प्रतिशत) (दिसंबर 2017 से फरवरी 2018)	फॉर्मूला आधारित ब्याज़ दर (प्रतिशत) (अप्रैल से जून 2018 के लिए लागू)	भारत सरकार द्वारा घोषित ब्याज़ दर(प्रतिशत) (अप्रैल से जून 2018 के लिए लागू)	अंतर (प्रतिशत बिन्दु)
(1)	(2)	(3)	(4)	(5) = (3) + (4)	(6)	(7) = (6) - (5)
बचत जमा	-				4.00	-
लोक भविष्य निधि	15	0.25	7.67	7.92	7.60	-0.32
मियादी जमा						
1 वर्ष	1	0	6.36	6.36	6.60	0.24
2 वर्ष	2	0	6.58	6.58	6.70	0.12
3 वर्ष	3	0	6.81	6.81	6.90	0.09
5 वर्ष	5	0.25	7.25	7.50	7.40	-0.10
पोस्ट ऑफिस आवर्तिजमा खाता	5	0	6.81	6.81	6.90	0.09
पोस्ट ऑफिस मासिक आय योजना	5	0.25	7.21	7.46	7.30	-0.16
किसान विकास पात्र	118 माह	0	7.67	7.67	7.30	-0.37
एन एस सी VIIIईश्यू	5	0.25	7.45	7.70	7.60	-0.10
वरिष्ठ नागरिक बचत योजना	5	1.00	7.25	8.25	8.30	0.05
सुकन्या समृद्धि खाता योजना	21	0.75	7.67	8.42	8.10	-0.32

\$ : 16 फरवरी 2016 की भारत सरकार की प्रेस विज्ञप्ति के अनुसार अल्प बचत दरें निर्धारित करने के लिए स्प्रेड।

टिप्पणी: कम्पॉजिंग फ्रिक्वेंसि लिखतों के अनुसार बदलती है।

स्रोत: भारत सरकार और स्टाफ अनुमान।

अधिक समय तक के लिए बना रहा। 14 दिवसीय नियमित टर्म रिपो के अलावा विभिन्न अवधि के परिवर्तनीय दर के रिपो के माध्यम से 1,315 बिलियन रुपए राशि की चलनिधि इन्जेक्ट की गई।

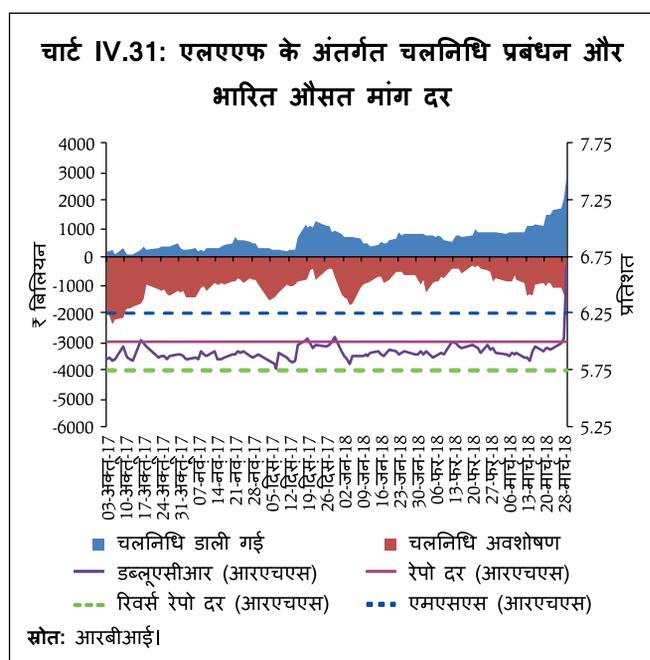
चौथी तिमाही में सरकारी खर्च में कमी और व्यापक ब्याज वसूली के चलते बीच-बीच में घाटे की स्थिति उत्पन्न हुई और अधिशेष चलनिधि में गिरावट आई। रिज़र्व बैंक

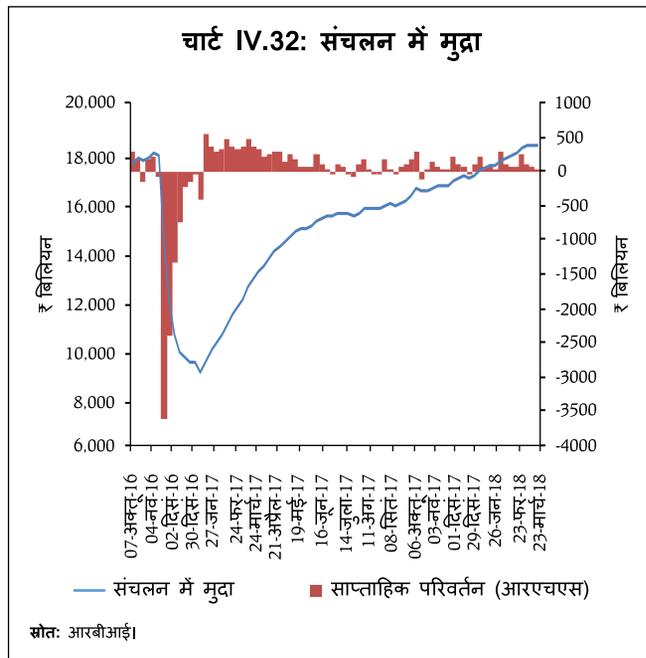
ने बचाव के लिए नियमित परिचालनों के अलावा दोनों ओर परिवर्तनशील दर वाले ऑक्शनों को सूक्ष्म स्तर पर नियंत्रित किया। चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) (एमएसएफ सहित) के अंतर्गत शुद्ध चलनिधि का दैनिक औसत अवशोषण दूसरी तिमाही के 2,667 बिलियन रुपए से घट कर तीसरी तिमाही में 812 बिलियन रुपए हो गया जो आगे और घट कर चौथी तिमाही में ₹76 बिलियन तक हो गया। परिणामस्वरूप भारत औसत कॉल दर धीरे-धीरे रेपो दर के निकट पहुंचने लगी (चार्ट VI.31)। चौथी तिमाही के दौरान चलनिधि स्थिति पलट गई और अवशोषण के बजाय इन्जेक्ट स्थिति निर्मित हो गई। जनवरी में एलएएफ (एमएसएफ सहित) के अंतर्गत ₹353 बिलियन का शुद्ध चलनिधि दैनिक औसत अवशोषण किया गया किंतु फरवरी और मार्च में एलएएफ (एमएसएफ सहित) के अंतर्गत क्रमशः 60 बिलियन और 213 बिलियन रुपए इन्जेक्ट किए गए। इस डब्ल्यूएसीआर ने 28 मार्च 2018 को 6.67 प्रतिशत के उच्च स्तर को छुआ, इसको चलनिधि के लिए वर्ष के अंत में होने वाली सामान्य मांग का सहारा मिला।

09 मार्च 2018 को समाप्त सप्ताह के दौरान परिचालन में उपलब्ध करेंसी पूर्व-विमुद्रीकरण स्तर पर पहुंच गई (चार्ट IV.32)।

मार्च में चलनिधि स्थिति के तंग बनने की आशंका और हमेशा की तरह वर्षांत के दौरान लिक्विडिटी मिसमैच

**चार्ट IV.31: एलएएफ के अंतर्गत चलनिधि प्रबंधन और भारत औसत मांग दर**





स्थिति से उबरने के लिए बैंकिंग प्रणाली को बेहतर सुविधा देने की दृष्टि से चार परिवर्तनशील दर वाले दीर्घावधि के (24 से 31 दिवस) रिपो परिचालन (प्रत्येक की राशि 250 बिलियन रुपए) अतिरिक्त रूप से आयोजित किए गए। 28 मार्च 2018 को आयोजित होने वाले नियमित टर्म रिपो ऑक्शन में सामान्य अधिसूचित राशि के भीतर भाग लेने के लिए एकल प्राथमिक व्यापारियों (एसपीडी) को अनुमति

दी गई थी। इसके अलावा, अप्रैल और मई 2017 में बाज़ार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) के तहत जारी टी-बिलों के मोचन के माध्यम से मार्च में चलनिधि बढ़ाई गई।

भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम, 1934 में संशोधन से रिज़र्व बैंक को यह निदेश है कि वह मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रिया और उसमें समय-समय पर हुए परिवर्तनों को आम जनता के लिए उपलब्ध कराए। केंद्रीय बजट 2018-19 में यह प्रस्तावित है कि भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम, 1934 की धारा 17 में संशोधन कर भारतीय रिज़र्व बैंक को 'चलनिधि प्रबंधन के प्रयोजन के लिए, केंद्रीय बोर्ड से समय-समय पर प्राप्त अनुमोदन के अनुसार, स्टैंडिंग डिपॉजिट फॉसिलिटी स्कीम के तहत बैंकों या अन्य व्यक्ति से, जमा राशि के रूप में प्राप्त ब्याज सहित चुकाने योग्य धन राशि' स्वीकार करने की अनुमति दी जाए। स्थायी जमा सुविधा (एसडीएफ) के लागू हो जाने से चलनिधि अवशोषित करने के लिए, विशेषकर चलनिधि के असामान्य रूप से बढ़ जाने की स्थिति में, एक अतिरिक्त व्यवस्था उपलब्ध हो जाएगी (बॉक्स IV.2)।

**IV.4 निष्कर्ष**

उभरते वैश्विक वित्तीय बाजारों और घरेलू गतिविधियों के इर्दगिर्द, अत्यधिक अनिश्चितता के दौरान, बीच-बीच में तीव्र उतार चढ़ाव के चलते, ईक्विटी और बांड बाज़ार अस्थिर है, जिससे बाज़ार की भावनाओं और चलनिधि

**बॉक्स IV.2: स्थायी जमा सुविधा**

रिज़र्व बैंक द्वारा चलनिधि प्रबंधन के लिए एसडीएफ एक अतिरिक्त लिखत होगी। यह अवशोषण की एक स्थायी सुविधा है जो सीमांत स्थायी सुविधा (एमएसएफ) के तहत इंजेक्शन टूल के अनुरूप है और मौद्रिक नीति के परिचालन ढांचे के लिए अनुकूल प्रावधान है। इसको इस रूप में तैयार किया गया है जिससे कि चलनिधि में अत्यधिक राशि उपलब्ध हो जाने जैसी असाधारण परिस्थितियों में रिज़र्व बैंक इस स्थिति से निपट सके। रिज़र्व बैंक के स्वतंत्र लिखत के रूप में इसे एक विशेष महत्व प्राप्त होता है। वर्ष 2007 में और 2016 के विमुद्रीकरण के बाद पूंजी प्रवाह में जो वृद्धि हुई उससे प्राप्त अनुभव यह बताता है कि रिवर्स रिपो और एमएसएफ में जो कोलेटरल की शर्त है वह बाध्यकर हो सकती है, विशेषकर तब जब चलनिधि की प्रचुरता से वित्तीय कीमतों में गिरावट आ रही हो। एसडीएफ में यह सुनिश्चित किया गया है कि परवर्ती घटनाएं वित्तीय स्थिरता को कोई खतरा न उत्पन्न करें और रिज़र्व बैंक के पास उपलब्ध उपायों से इतर किसी साधन का सहारा न लेना पड़े जैसा

कि बाज़ार स्थिरीकरण योजना (एमएसएफ) में होता है। इस मायने में यह कहा जा सकता है कि एसडीएफ चलनिधि प्रबंधन के साथ-साथ वित्तीय स्थिरता सुनिश्चित करने का भी एक साधन है।

वर्तमान में जो चलनिधि प्रबंधन ढांचा है उसके तहत चलनिधि अवशोषण रिवर्स रिपो, खुला बाज़ार परिचालन और नकदी आरक्षित अनुपात (सीआरआर) के माध्यम से होता है जो कि रिज़र्व बैंक के विवेकाधिकार पर निर्भर है, जबकि स्थायी सुविधाओं का लाभ लेना बैंकों के विवेक पर निर्भर है। तदनुसार बैंक अपने विवेकानुसार अपनी अतिरिक्त चलनिधि एसडीएफ सुविधा के माध्यम से रिज़र्व बैंक के पास जमा कर सकते हैं। चलनिधि प्रबंधन की अन्य सभी प्रक्रियाएं यथावत रहेंगी जबकि एसडीएफ सुविधा अत्यंत विशिष्ट चलनिधि परिस्थितियों में बैंक-अप के रूप में कार्य करेगी। मौद्रिक नीति ढांचा संशोधन और सुदृढीकरण विशेषज्ञ समिति (अध्यक्ष: डॉ. उर्जित आर. पटेल) (2014) ने यह

(जारी...)

सिफारिश की थी कि एसडीएफ का ब्याज दर निर्धारित करने का विवेकाधिकार रिज़र्व बैंक के पास हो और वह एमएसएफ दर, रिवर्स रिपो दर और बैंक दर की तरह नीतिगत व्याज दर से संबद्ध न हो। ये दरें नीतिगत रिपो दरों से संबद्ध हैं।

देशीय अनुभव यह बताते हैं कि एसडीएफ सुविधा अंतिम रूप से चलनिधि कॉरीडोर के लिए आधार के रूप में परिचालित हो सकती है; तथापि देशीय अनुभव में लचीलेपन का भी

महत्व है, जैसे कि, यूएस में नकदी आरक्षित निधि पर ब्याज सुविधा को प्रारंभिक चरण में 'सॉफ्ट फ्लोर' के रूप में रखा गया था किंतु वर्तमान में वह फेडरल निधि के लक्ष्य दर की ऊपरी सीमा के रूप में परिचालित हो रहा है। इसके अलावा अधिकांश देश, जहां एसडीएफ को लिक्विडिटी फ्लोर के रूप में परिचालित किया जा रहा है, वहां निर्धारित दर वाला रिवर्स रिपो लिखत नहीं है, जो कि भारत में है (तालिका IV.2.1)।

**सारणी IV.2.1 स्थायी जमा सुविधा - देश की कार्यप्रणालियाँ**

क्रम सं.	देश	एसडीएफ दर	स्वचालित	प्रतिबंधित राशि
1	कनाडा	ऑपरेटिंग बैंड के लिए एक आधार प्रदान करता है: रातभर के दर अर्थात पॉलिसी ब्याज दर (जनवरी 17, 2018 से 1.0 प्रतिशत) के लिए लक्ष्य दर से 25 बीपीएस नीचे निर्धारित है।	हाँ	नहीं
2	यूरोपियन केंद्रीय बैंक	रात्रिकालीन के बाजार ब्याज दर के लिए एक आधार प्रदान करता है (16 मार्च, 2016 से -0.40 प्रतिशत)	कुछ परिचालन पहुंच स्थितियों की पूर्ति के अधीन, पात्र प्रतिद्वंद्वियों के लिए अपनी पहल पर स्थायी सुविधाएं उपलब्ध हैं	नहीं
3	सिंगापुर	शून्य दर के साथ संदर्भ दर से 50 बीपीएस नीचे : संदर्भ दर सिंगापुर के मौद्रिक प्राधिकरण के एस \$ 500 मिलियन रात्रिकालीन के न्यायसंगत उधार या उसी दिन के मनी मार्केट ऑपरेशंस के दौरान लिए गए ऋण- दो दशमलव में, के लिए सफल बोलियों का भारित औसत है।	नहीं	एस \$ 10 मिलियन की वृद्धि के साथ एस \$ 10 मिलियन के न्यूनतम आकार के लेनदेन।
4	स्वीडन	रेपो दर से 75 प्रतिशत नीचे: प्रभावी रूप से आधार है। (फरवरी 17, 2018 से -1.25 प्रतिशत)	हाँ	नहीं
5	यूनाइटेड किंगडम	वर्तमान में रात्रिकालीन स्थायी जमा सुविधा पर दर 0.25% (बैंक दर से 25 बीपीएस नीचे है); ब्याज दर कॉरीडोर के लिए एक आधार के रूप में कार्य करता है।	नहीं	नहीं
6	इंडोनेशिया	बीआई-7 दिवसीय रिवर्स रेपो रेट के 75बीपीएस नीचे (25 सितंबर, 2017 से 3.50 प्रतिशत)	हाँ	रुपिया 100 मिलियन के गुणकों के साथ न्यूनतम रुपिया 1000 मिलियन
7	मलेशिया	रात्रिकालीन नीति दर से 25 बीपीएस नीचे: निर्दिष्ट फ्लोर दर है।	नहीं	आर एम 5 मिलियन की न्यूनतम राशि
8	श्रीलंका	बैंकिंग प्रणाली से रात्रिकालीन अतिरिक्त चलनिधि के अवशोषण के लिए फ्लोर प्रदान करता है (7.25%)	हाँ	नहीं
9	दक्षिण अफ्रीका	नीति दर से 100 बीपीएस नीचे (मार्च 29, 2018 से 5.5 प्रतिशत)	हाँ	नहीं
10	दक्षिण कोरिया	बैंक ऑफ कोरिया की आधार दर से 100 बीपीएस नीचे : यह प्रभावी रूप से फ्लोर है: आवश्यकता होने पर यह आधार दर के समान स्तर पर हो सकता है। (30 नवंबर, 2017 से 0.50 प्रतिशत)	हाँ	नहीं
11	थायलैंड	पॉलिसी दर से 50 बीपीएस नीचे; रात्रिकालीन बाजार ब्याज दर पर एक फ्लोर निर्धारित करता है। (29 अप्रैल 2017 से 1.0 प्रतिशत)	हाँ	नहीं
12	दी फिलिपाइन्स	रात्रिकालीन रिवर्स रीपर्चेंज (आरआरपी) दर से 50 बीपीएस नीचे; रात्रिकालीन बाजार ब्याज दरों पर फ्लोर निर्धारित करता है।	हाँ	नहीं
13	रशिया	प्रमुख नीति दर से 100 बीपीएस नीचे; कॉरीडोर का फ्लोर (26 मार्च 2018 से 6.25 प्रतिशत)	हाँ	इन परिचालनों के माध्यम से अवशोषित चलनिधि की मात्रा केवल बैंक ऑफ रूस जोखिम प्रबंधन से संबंधित सीमाओं से ही सीमित है

**टिप्पणी:** 1. स्थायी सुविधा तक पहुंच को स्वचालित माना जाता है, जब तक कि केंद्रीय बैंक की वेबसाइट पर अन्यथा इंगित कोई विशेष उल्लेख नहीं मिलता है।

2. जमा सुविधा के लिए कोई सीमा नहीं मानी जाती है, जब तक केंद्रीय बैंक की वेबसाइट पर सीमा के बारे में कोई विशेष उल्लेख नहीं मिलता है।

**स्रोत:** केंद्रीय बैंक की वेबसाइट।

स्थिति पर काफी असर पड़ सकता है, जो बीते वर्ष में देखा गया। विदेशी मुद्रा बाज़ार में, विशेषकर प्रणालीगत महत्व की अर्थव्यवस्थाओं में, वैश्विक गतिविधियां विनिमय दर गतिविधियों को प्रभावित करना जारी रखेंगी जिसमें उसकी मात्रा और पूंजी प्रवाह की दिशा महत्वपूर्ण होगी। ऋण वृद्धि में तेजी आ रही है जिसका फैलाव भी बढ़ता जा रहा है। घरेलू आर्थिक गतिविधियों में तेजी बरकरार रखने के लिए, जिसने तीसरी तिमाही से जोर पकड़ा है, यह एक अच्छा संकेत है। इसके अलावा भावी स्थिरता की

ओर बढ़ने की रिज़र्व बैंक की नीतिगत प्रवृत्ति के अनुसार चलनिधि स्थिति को प्रबंधित किया जाएगा ताकि मौद्रिक नीति के परिचालन लक्ष्य - डब्लूएसीआर - को नीतिगत रिपो रेट के करीब लाया जा सके। मौद्रिक प्रसारण के मुद्दों को लेकर भारतीय रिज़र्व बैंक और बाज़ार सहभागियों की सहभागिता बनी रहेगी तथा बैंकों द्वारा ब्याज दरों को निर्धारित करने में बेहतर पारदर्शिता लाने के लिए आगे भी प्रयास जारी रखे जाएंगे।

## V. बाह्य परिदृश्य

उन्नत और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के समर्थन से वैश्विक संवृद्धि दर ने और गति प्राप्त की। दो वर्षों तक कम रहने के बाद वैश्विक व्यापार दर वैश्विक संवृद्धि दर को पार कर गई। मुद्रास्फीति का दबाव मांग में सुधार एवं कच्चे तेल की कीमतों में स्थिरता के बावजूद अधिकतर क्षेत्रों में कम और लक्ष्य स्तरों से नीचे रहा।

अक्टूबर 2017 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट के बाद विकास के रुझानों का विभिन्न क्षेत्रों में समेकन के साथ ही वैश्विक आर्थिक गतिविधियों में मजबूती आई। वैश्विक मांग में हुए क्रमिक सुधार विशेष तौर पर उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में निवेश गतिविधियों के पुनरुद्धार से वैश्विक व्यापार के विस्तार को गति मिली। अधिक मांग होने से कच्चे तेल की कीमतों में मजबूती आई, और भू-राजनैतिक सरोकारों ने इनवेंटरी में गिरावट को तब भी जरूरी बना दिया जब पेट्रोलियम निर्यातक देशों के संगठन (ओपेक) द्वारा आपूर्ति सीमित करने के लिए उत्पादन में कटौती की गई थी। आर्थिक संभावनाओं में सुधार होने से मांग-आपूर्ति में असंतुलन और मांग की आवृत्ति के कारण धातुओं की कीमतों में बढ़ोत्तरी हुई। सकल मांग में तेजी और कतिपय वस्तुओं की कीमतों में वृद्धि के बावजूद अधिकतर उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति लक्ष्य से नीचे रही जबकि अधिकतर उभरते बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमईज) में यह कमजोर बनी रही।

अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजार, जो कि पुनर्मुद्रास्फीति के कारण उछले थे, 2017 की चौथी तिमाही और जनवरी 2018 की यूएस फेड की मौद्रिक नीति की सामान्यीकरण से लचीले बने रहे और जो (i) यूएस में मजबूत पेट्रोल और त्वरित वेतन वृद्धि आंकड़ों ने मौद्रिक नीति के कसाव में तीव्रता को हवा दी; (ii) यूएस द्वारा संरक्षणवादी व्यापार उपायों की घोषणा और प्रतिशोधात्मक वार्ता; और (iii) ब्रेक्सिट पारगमन सौदे पर अनिश्चितता का घेराव; के कारणों से फरवरी के प्रथम सप्ताह से अस्थिर हो गए। उन्नत और उभरते बाजार अर्थव्यवस्थाओं का शेयर बाजार जिनमें 2017 की दूसरी छमाही में तेजी आई थी उनका कुछ लाभ 2018 की पहली तिमाही में घट गया। प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति के तीव्र सामान्यीकरण की प्रत्याशाओं और कुछ उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में

मुद्रास्फीति बढ़ने से बॉण्ड प्रतिफलों में मजबूती आई। यूएस डॉलर कमजोर रहा जबकि यूरो और येन में और बढ़ोत्तरी हुई। उभरते बाजार अर्थव्यवस्थाओं की मुद्राओं का व्यवहार भिन्न रहा और उनमें जनवरी 2018 तक सामान्य बढ़ोत्तरी रही।

### V.1 वैश्विक आर्थिक परिस्थिति

अमेरिकी अर्थव्यवस्था 2017 की तीसरी तिमाही मजबूत वैयक्तिक खपत, निवेशीय गतिविधियों और सकल निर्यात के सहारे सुदृढ़ गति से बढ़ने के बाद, चौथी तिमाही में आयात बढ़ने और इन्वेंटरी घटने से धीमी हो गई। पिछले वर्ष के 1.5 प्रतिशत के मुकाबले 2017 के पूरे वर्ष में जीडीपी 2.3 प्रतिशत बढ़ गई। बेरोजगारी दर में गिरावट होने से वह 4.1 प्रतिशत हो गई जिससे श्रमिक बाजार परिस्थिति में और सुधार हुआ। औद्योगिक उत्पादन में भी अच्छी वृद्धि दर्ज हुई जिसका प्रमुख कारक खनन गतिविधियां रहीं। इस विकास में वृद्धि उपभोक्ता के बढ़ते भरोसे और कर कटौती के कारण हुई उच्च प्रयोज्य आय के समन्वयन से हुई। हालांकि, राजकोषीय शेष पर कर कटौतियों का प्रभाव और संभावित व्यापार युद्ध का विस्तार आर्थिक संभावनाओं के मुख्य जोखिम कारक हैं जिन पर ध्यान दिया जाए (तालिका V.1)।

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

देश	(प्रतिशत)						
	ति-4-2016	ति-1-2017	ति-2-2017	ति-3-2017	ति-4-2017	2018 (पी)	2019 (पी)
<b>उन्नत अर्थव्यवस्थाएँ (ईई)</b>							
कनाडा	2.2	3.7	4.3	1.5	1.7	2.3	2.0
यूरो क्षेत्र	2.4	2.4	2.8	2.8	2.4	2.2	2.0
जापान	1.1	1.9	2.4	2.4	1.6	1.2	0.9
दक्षिण कोरिया	2.8	4.0	2.4	5.6	-0.8	3.0	3.0
यूके	2.8	1.2	0.8	2.0	1.6	1.5	1.5
यूएस	1.8	1.2	3.1	3.2	2.9	2.7	2.5
<b>उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएँ (ईएमई)</b>							
ब्राज़ील	-2.8	5.2	2.4	0.8	0.4	1.9	2.1
चीन	6.8	5.6	7.6	7.2	6.4	6.6	6.4
मलेशिया	5.2	7.2	5.2	7.2	3.6	4.8	4.8
मेक्सिको	3.9	2.5	1.0	-0.7	3.1	2.3	3.0
रूस*	0.3	0.5	2.5	2.2	0.9	1.7	1.5
दक्षिण अफ्रीका	0.4	-0.5	2.9	2.3	3.1	0.9	0.9
थाईलैंड	3.2	4.8	5.2	4.0	2.0	3.5	3.4
<b>मेमो:</b>	<b>2017 (ई)</b>		<b>2018 (पी)</b>			<b>2019 (पी)</b>	
विश्व उत्पादन	3.7		3.9			3.9	
विश्व व्यापार मात्रा	4.7		4.6			4.4	

ई: अनुमान पी: पूर्वानुमान, \*: वर्ष दर वर्ष संवृद्धि  
स्रोत: ब्लूमबर्ग तथा अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष (आईएमएफ)।

यूरो क्षेत्र में आर्थिक गतिविधियां दूसरी छमाही में ठोस गति से बढ़ीं जिसके कारण उस क्षेत्र में 2017 पिछले एक दशक का सर्वश्रेष्ठ वर्ष बन गया, हालांकि राजनीतिक अनिश्चितता और मुद्रा की मजबूती के बल मिलने से उपभोक्ता व्यय और फैक्टरी गतिविधियां कमजोर रहीं। हालांकि, लगातार गिरती बेरोजगारी दर और उपभोक्ताओं के बढ़ते भरोसे से अर्थव्यवस्था की अंतर्निहित ताकत बढ़ना जारी रहा। अब तक जारी निभावकारी मौद्रिक नीति और बढ़ती वैश्विक मांग से यूरो क्षेत्र के प्रति दृष्टिकोण आशावादी है जबकि मजबूत यूरो सकल निर्यात और विकास को आगे खींचने का कार्य कर सकता है।

हाल ही में कुछ मंदी के बावजूद, जापान ने 2017 की चौथी तिमाही तक लगातार आठ तिमाहियों में वृद्धि दर्ज की, फरवरी में बेरोजगारी दर धीमी बनी रहते हुए 2.5 प्रतिशत हो गई। आगे आने वाले आंकड़ों से पता चलता है कि 2018 में प्रवेश करते ही जापानी अर्थव्यवस्था की गति धीमी हुई है। विनिर्माण, क्रय प्रबंधकों के सूचकांक (पीएमआई) 2018 की पहली तिमाही से पता चलता है कि येन मजबूत हुआ है और यह निर्यात आदेशों पर अपना प्रभाव डालेगा। व्यापारगत युद्ध के बारे में बढ़ती चिंताओं के बीच मुद्रा की मजबूती ने भी वर्ष 2018 की पहली तिमाही में कारोबारी भावनाओं को आघात पहुंचाया है।

प्रमुख उभरते बाजार अर्थव्यवस्थाओं में आर्थिक गतिविधियों का विस्तार जारी रहा। 2017 में चीन की अर्थव्यवस्था 6.9 प्रतिशत से बढ़ी जोकि 2016 में दर्ज 6.5 और 6.7 प्रतिशत के आधिकारिक लक्ष्य से भी ज्यादा रही। वित्तीय जोखिमों के बावजूद सरकार की अगुवाई में एक आर्थिक पुनर्रचना जारी है जो चीन को निर्यातक देश के स्थान पर घरेलू मांग से प्रेरित अधिक संयमित अर्थव्यवस्था में तब्दील करेगी। हालांकि, प्राधिकारियों द्वारा स्थानीय सरकारी ऋण को नियंत्रित करने के कारण स्थाई आस्तियों में निवेश धीमा बना रहा। अर्थव्यवस्था ने वर्ष 2018 की शुरुआत अच्छी की क्योंकि खुदरा बिक्री में बढ़ोतरी ने मजबूत खपत का संकेत दिया और प्रथम तिमाही में औद्योगिक उत्पादन में भी वृद्धि हुई। लेकिन, अमेरिका के साथ संभावित व्यापार युद्ध के कारण होने वाले जोखिमों ने आर्थिक परिदृश्य को धूमिल कर दिया है।

उच्च पण्य कीमतें, बेहतर राजकोषीय स्थिति के कारण ब्राजील में आर्थिक गतिविधियां गति पकड़ रही हैं। बेहतर औद्योगिक उत्पादन से बेरोजगारी दर में काफी कमी आई

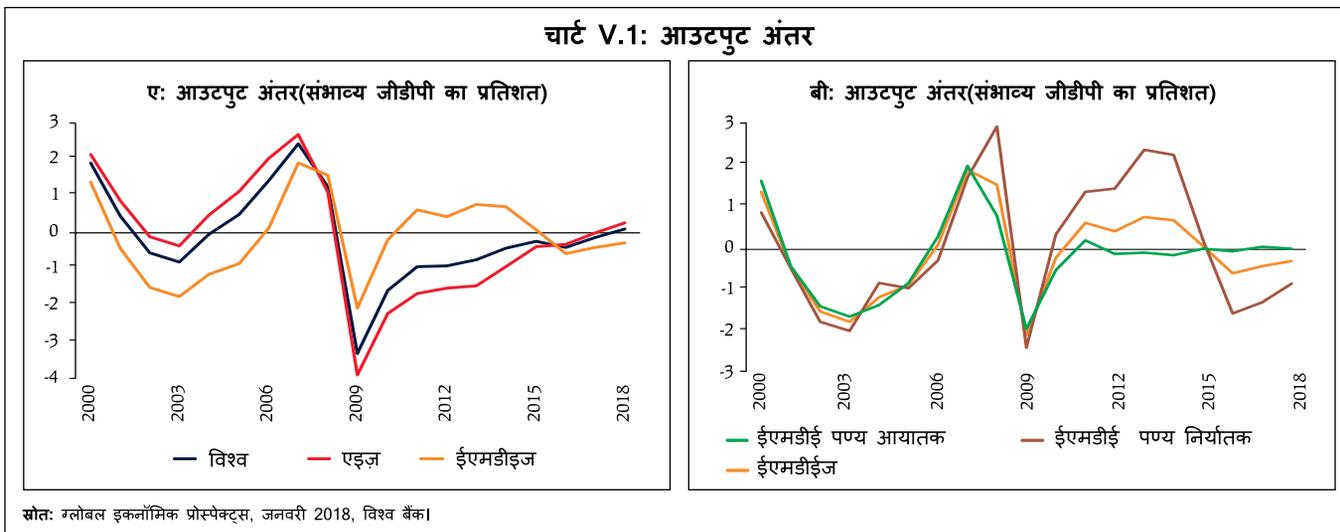
है। लोक ऋण के बढ़ जाने तथा पेंशन संबंधी सुधार न ला पाने के कारण राजकीय रेटिंग कम हो गई है, जिससे आर्थिक सुधार रुक सकता है। राजकीय मौद्रिक नीति की नरमी, तेल की ऊंची कीमतों और मजबूत घरेलू खपत का लाभ उठाने से रूसी अर्थव्यवस्था में लगातार सुधार हुआ। हालांकि, ओपेक के साथ उत्पादन में कटौती समझौते से संतुलित तेल उत्पादन होगा जिससे इसकी निर्यात क्षमता सीमित होगी। दक्षिण अफ्रीका में प्रमुख सूचकांक जैसे विनिर्माण क्रय प्रबंधक सूचकांक और व्यापार विश्वास 2018 की पहली तिमाही में सुधार हुआ। इंडोनेशिया में, मजबूत निवेश और सार्वजनिक क्षेत्र द्वारा खर्च करने के कारण चौथी तिमाही में लगातार दूसरी तिमाही में विकास दर बढ़ी, जबकि बढ़ते आयात ने सकल निर्यात के योगदान को कम कर दिया। घरेलू मांग, बेहतर उपभोक्ता और व्यापार भरोसे के समर्थन एवं निभावकारी मौद्रिक व राजकोषीय नीति की सहायता से थाई अर्थव्यवस्था 2017 की चौथी तिमाही में पिछली तिमाहियों के मुकाबले धीमी रहने के बावजूद, 2017 में पिछले पाँच वर्षों में सबसे तेज गति से बढ़ी। मजबूत निजी क्षेत्र के खर्च और बढ़ते निर्यात के सहारे मलेशियाई अर्थव्यवस्था चौथी तिमाही में प्रबल रूप से गतिशील रही।

उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में जहां तक चक्रीय सुधार जारी है, कम होते पूंजी निर्माण के कारण संभावित उत्पादन में गिरावट आ रही है जो कि उत्पादकता वृद्धि को कम करने का कारक और जनसांख्यिकीय के प्रतिकूल है (विश्व बैंक 2018)। उभरते बाजार और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं के बीच पण्य आयात करने वाले देशों के मामले में उत्पादन अंतर खत्म हो गया परंतु पण्य निर्यात करने वाले देशों में अभी भी कुछ अंतर बचा हुआ है (चार्ट V.1)।

समग्र क्रय प्रबंधक सूचकांक(पीएमआई) से संकेत मिलता है कि अधिकतर अर्थव्यवस्थाओं में 2018 की पहली तिमाही में आर्थिक वृद्धि तेज बनी रही है। आर्थिक सहयोग और विकास संगठन(ओईसीडी) के कम्पोजीट लीडिंग इंडीकेटर्स (सीएलआई) यह संकेत देते हैं कि यूरो क्षेत्र, रूस, ब्राजील और जापान में विकास को सुदृढ़ करने की संभावनाएं बढ़ रही हैं और यूएस एवं चीन में इनके स्थिर रहने की तरफ इशारा करते हैं (चार्ट V.2.)।

वैश्विक व्यापार, जो 2016 के उत्तरार्ध एवं 2017 के शुरुआत से वैश्विक मांग, पूंजीगत व्यय एवं मजबूत विनिर्माण गतिविधि के कारण बढ़ रहा है, 2017 की अंतिम तिमाही में तेजी से बढ़ा है (चार्ट V.3 ए.)। 2017 की वैश्विक व्यापार

चार्ट V.1: आउटपुट अंतर

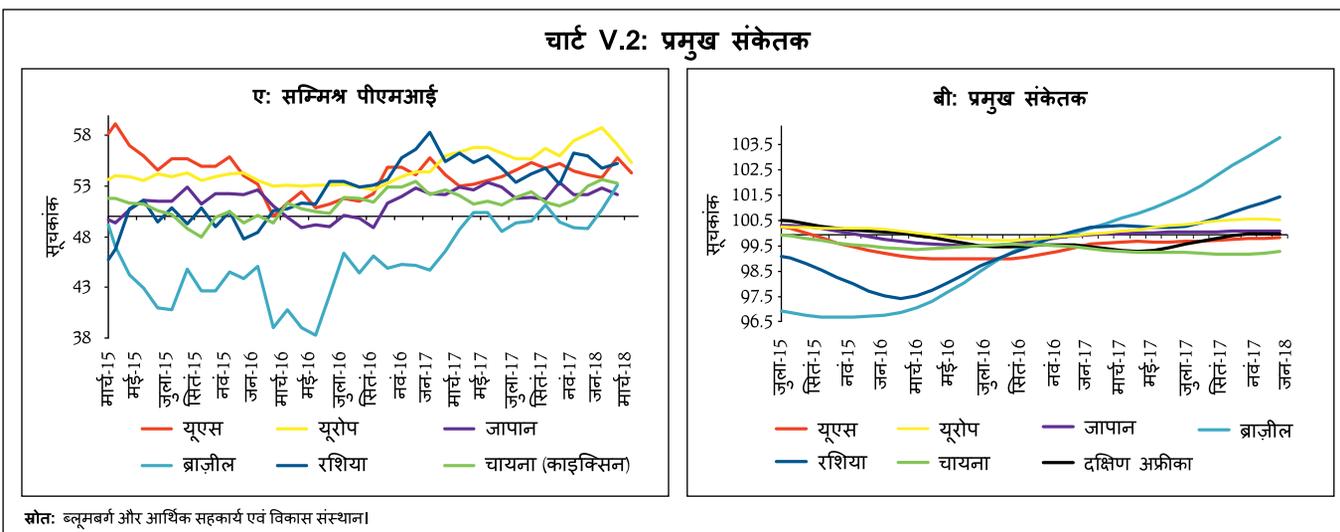


वृद्धि में अमेरिका, चीन, जापान और जर्मनी ने प्रमुख योगदान दिया। कंटेनर शिपिंग प्रवाह क्षमता एवं हवाई भाड़े का रुझान से ऊपर रहने के कारण 2018 की प्रथम तिमाही में सुदृढ़ व्यापार की मात्रा में वृद्धि जारी रही। विश्व बैंक का दूरदर्शी निर्यात ऑर्डर सूचकांक 2011 तक के सबसे ऊंचे स्तर पर चला गया जो 2018 के प्रथम छमाही के व्यापार प्रवाह में लगातार विस्तार की तरफ इशारा करता है। तथापि, यूएस द्वारा घोषित किए गए हाल के सुरक्षात्मक उपाय, जिन्हें अन्य अधिकतर उन्नत अर्थव्यवस्थाओं द्वारा अपनाया जाना संभावित है, व्यापारिक संघर्ष को बढ़ावा दे सकते हैं एवं वैश्विक वृद्धि, व्यापार एवं कल्याण को कमजोर कर सकते हैं। वैश्विक व्यापार में हाल के सुधार भी भू-राजनैतिक तनाव एवं राजनैतिक अनिश्चितताओं के प्रति कमजोर रहे, जो निवेश की संभावनाओं एवं सीमापार

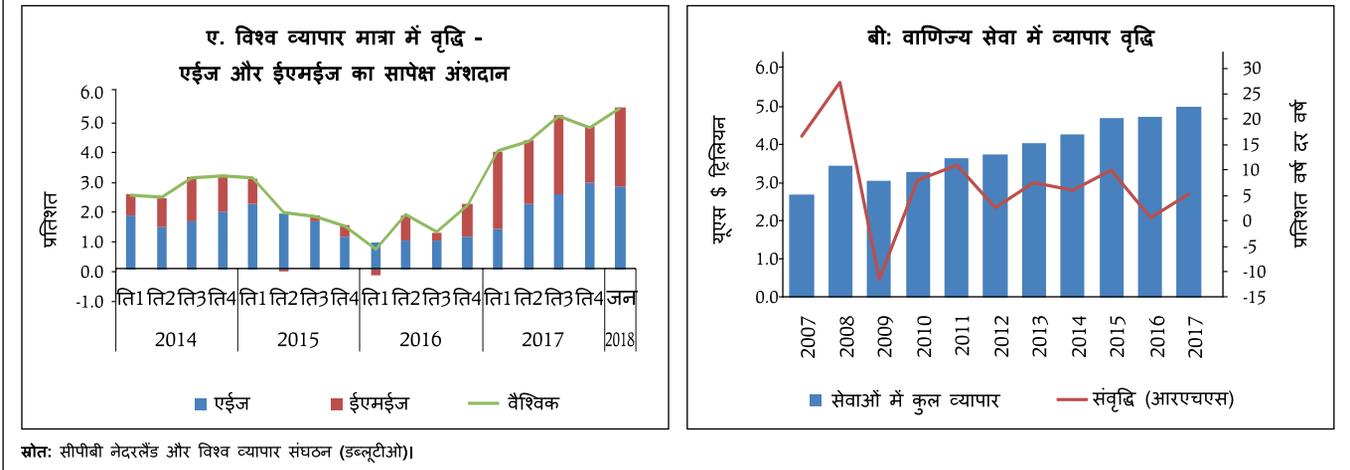
व्यापार वित्तपोषण के प्रवाह पर पानी फेर सकते हैं। 2018 में विश्व व्यापार के परिमाण में 4.6 प्रतिशत तक की बढ़ोतरी पूर्वानुमानित है जो 2017 के 4.7 प्रतिशत से थोड़ा कम है, लेकिन विश्व की जीडीपी वृद्धि की तुलना में यह ज्यादा है, (डबल्यूओ द्वारा अद्यतन स्थिति, जनवरी 2018, आईएमएफ)।

पण्य वस्तु व्यापार के अलावा, 2017 में उन्नत अर्थव्यवस्थाओं एवं उभरती बाजार और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं की सेवाओं से संबंधित वाणिज्यिक व्यापार में भी व्यापक सुधार हुआ, जिसने 2016 में गिरावट दर्ज की थी (चार्ट V.3बी)। 2018 में वैश्विक सूचना प्रौद्योगिकी व्यय, जो सॉफ्टवेयर सेवाओं में वैश्विक व्यापार का मुख्य वाहक है, में 2018 में सुधार का अनुमान है, लेकिन यूएस की नई कठोर वीज़ा नीति एच-1बी इस प्रक्रिया को नीचे खींच सकती है।

चार्ट V.2: प्रमुख संकेतक



चार्ट V.3: विश्व व्यापार



**V.2 पण्य कीमतें और मुद्रास्फीति**

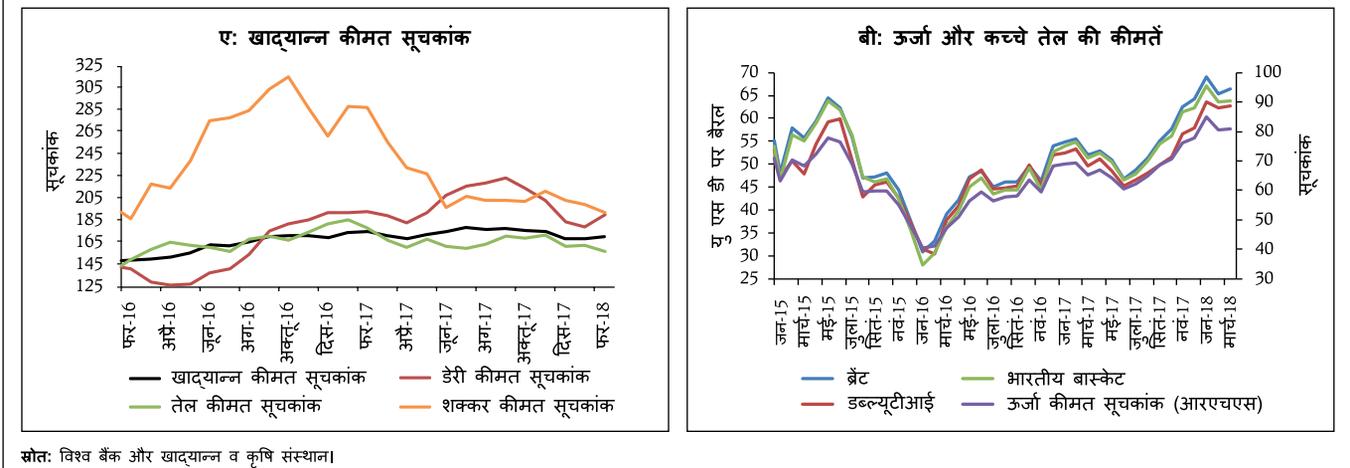
2017 की दूसरी छमाही एवं 2018 की प्रथम तिमाही में वैश्विक पण्य वस्तुओं की कीमत में उतार-चढ़ाव ने पण्य-विशेष मांग-आपूर्ति के असंतुलनों एवं यूएस डॉलर के उतार-चढ़ाव को प्रदर्शित किया है। ब्लूमबर्ग कमोडिटी इंडेक्स में अक्टूबर से मार्च 2018 के दौरान 3.6 प्रतिशत की वृद्धि हुई।

खाद्य और कृषि संगठन (एफएओ) के खाद्य मूल्य सूचकांक में चीनी एवं दुग्ध उत्पादों की कीमतों में कमी के कारण 3.2 प्रतिशत की गिरावट दर्ज की गई। मुख्य रूप से अंतरराष्ट्रीय स्तर पर चीनी की कीमतें काफी दबाव में आ गईं जिसका मुख्य कारण बड़े उत्पादक देशों में रिकार्ड उत्पादन था जिसने बड़ी मात्रा में निर्यात अधिशेष की स्थिति पैदा की (चार्ट V.4ए)।

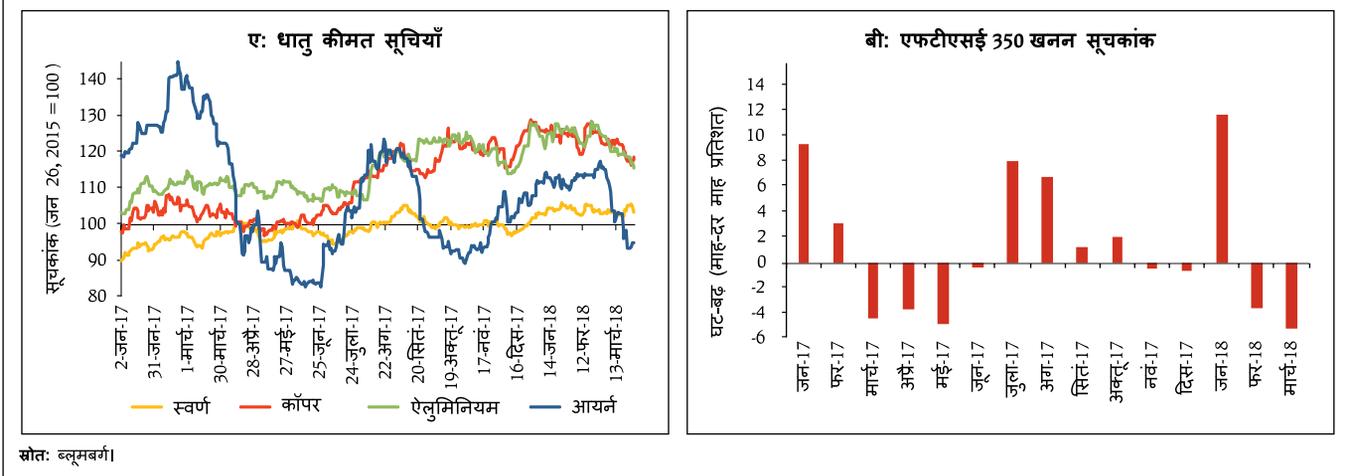
पिछले छह महीनों में कच्चे तेल की कीमतों में 22 फीसदी की बढ़ोतरी हुई और वैश्विक आर्थिक क्रियाकलाप, मुख्यतया विनिर्माण, ओपीईसी (ओपीईसी) द्वारा उत्पादन में कटौती के कारण कम की गई आपूर्ति एवं यूएस में बढ़े हुए शेल उत्पादन को रूस द्वारा प्रति संतुलित किया जाना, के संदर्भ में सुधरते दृष्टिकोण के कारण अधिक मांग होने की स्थिति में ब्रेंट ने जनवरी में तीन साल के उच्च स्तर को प्राप्त किया। कमजोर यूएस डॉलर ने भी बढ़ते तेल की कीमत को प्रोत्साहित किया है (चार्ट V.4बी)।

अक्टूबर से मार्च तक धातु की आधार कीमतों में 2.3 प्रतिशत की वृद्धि हुई क्योंकि इसी अवधि में तांबे की कीमतें बढ़कर 3.8 प्रतिशत हो गई थी जो दिसंबर 2017 में चार साल के सबसे उच्च स्तर पर पहुंच गयी। हालांकि, परिष्कृत कॉपर की माल सूची में बढ़ोतरी, चीन द्वारा आयात में की गई कमी एवं रिस्क-ऑफ रुख पर निशाना साधता इक्विटी बाज़ार बिकवाली के कारण हाल के महीनों में तांबे की कीमतों

चार्ट V.4: खाद्यान्न और कच्चे तेल की कीमत - सूचियाँ



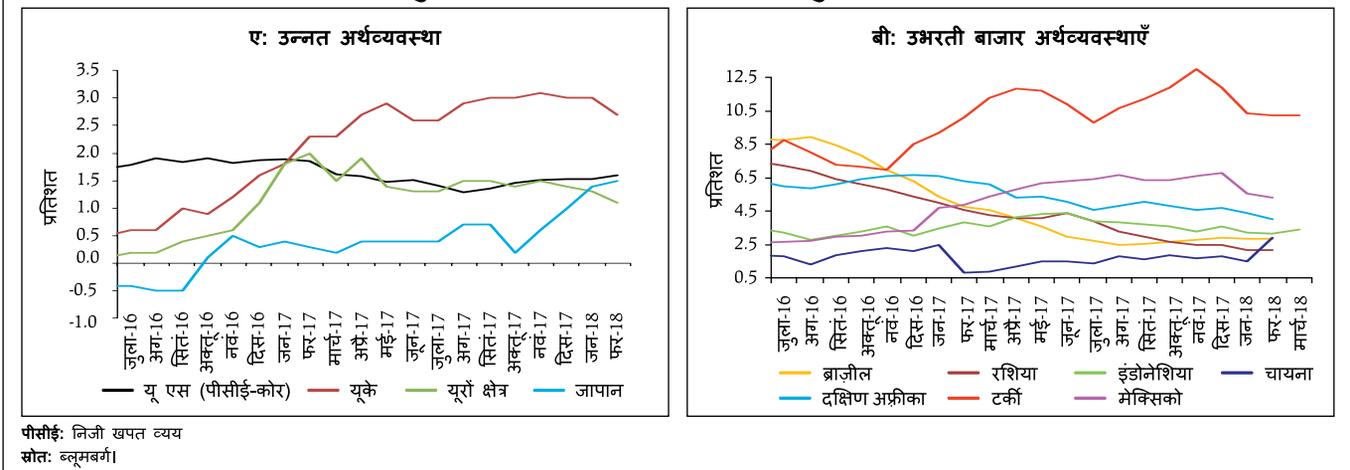
चाँट V.5: पण्य कीमत और इक्विटी



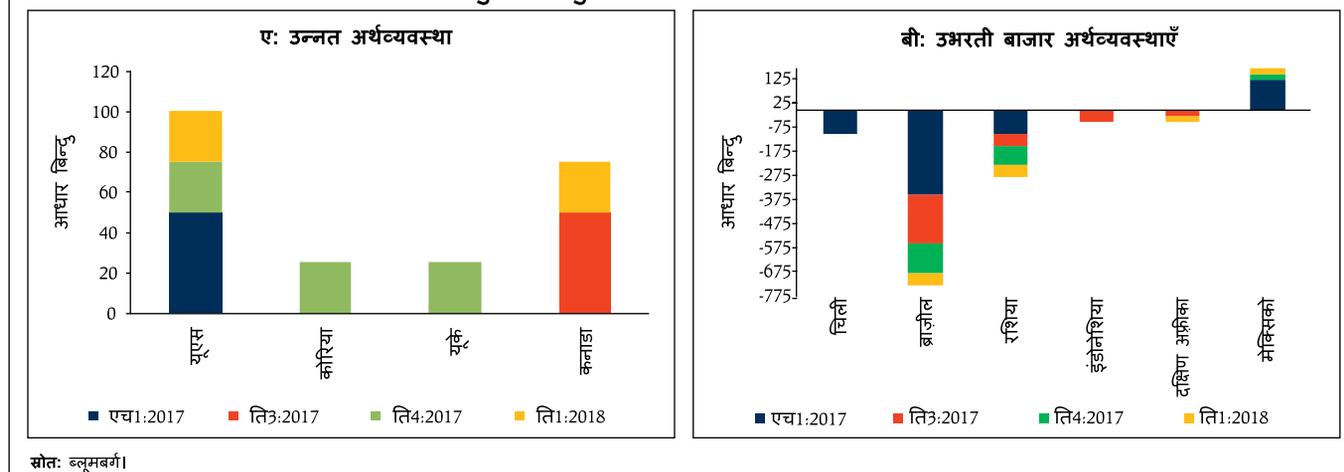
में उत्साह कुछ कम हुआ है (चाँट V.5)। कमजोर यूएस डॉलर के कारण मध्य दिसंबर से बढ़ रही सोने की कीमतों, यूएस अर्थव्यवस्था के अच्छा हो जाने के दृष्टिकोण के आधार पर, गिरकर मार्च की शुरुआत में दो महीने के निचले स्तर पर आ गई। तथापि, व्यापार संघर्ष के डर के कारण उत्पन्न सुरक्षित आश्रय की मांग ने कीमतों को मजबूती प्रदान की। प्रमुख उन्नत और उभरती हुई अर्थव्यवस्थाओं में कतिपय प्रत्याशाओं को छोड़कर मुद्रास्फीति की स्थिति धीमी बनी रहेगी जो लक्ष्य के स्तर से नीचे रहेगी। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (ईज) के बीच, अमेरिका में सीपीआई मुद्रास्फीति वर्ष में बढ़ी है और अक्टूबर 2017 से दो प्रतिशत के ऊपर रही है। व्यक्तिगत खपत व्यय (पीसीई) डिफ्लेटर, फेड द्वारा उपयोग किए जाने वाले मुद्रास्फीति का उपाय, लक्ष्य से नीचे है। कड़ा श्रम बाजार, बढ़ती मजदूरी और कर कटौती से उपयोग के लिए उपलब्ध आय में वृद्धि से जोखिम में वृद्धि हुई है। बढ़ती ऊर्जा कीमतों के बावजूद, यूरो क्षेत्र में मुद्रास्फीति फरवरी में लगातार तीसरे महीने के लिए धीमी रही। जापान

में, खाद्य पदार्थों की कीमतों में बढ़ोतरी के चलते मुद्रास्फीति फरवरी में 34 माह के उच्च स्तर पर पहुंच गई, लेकिन केंद्रीय बैंक के लक्ष्य से काफी नीचे रही है (चाँट V.6ए)। ईएमई में मुद्रास्फीति का दबाव कम हो रहा है (चाँट V.6बी)। रूस में, मुद्रास्फीति का घटना जारी रहा और फरवरी में वह दो दशकों के निचले स्तर तक पहुंच गया। ब्राजील में आवास कीमतों और खाद्य कीमतों में गिरावट के कारण मुद्रास्फीति कम रही, जबकि दक्षिण अफ्रीका में फरवरी में परिवहन और खाद्यान्न की कीमतों में गिरावट के चलते यह तीन साल के निम्न स्तर पर आ गया। चीन की उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति जो जनवरी 2018 तक सहज बनी रही थी, वह फरवरी में त्योहार संबंधी मांग के कारण बढ़ गई थी। इंडोनेशिया में, यह आवास और यूटिलिटी की कीमतों में सहजता उत्पन्न होने के कारण कम बनी रही। तुर्की में मुद्रास्फीति दो अंकों में बनी रही है, हालांकि मार्च में कीमतों में कमी के दबाव ने इसे आठ महीने के निम्नतम स्तर तक ला दिया है।

चाँट V.6: चुनिन्दा अर्थव्यवस्थाओं में सीपीआई मुद्रास्फीति (वर्ष दर वर्ष)



**चार्ट V.7: चुनिंदा प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं में नीति दर परिवर्तन**



**V.3 मौद्रिक नीति रुख**

फेड की नीति सामान्य होने की उम्मीद के कारण मौद्रिक नीति का रुख कई देशों में अनुकूल रहा। अमेरिकी फेड ने दिसंबर 2017 और मार्च 2018 की बैठकों में अपनी पॉलिसी रेट 25 आधार अंक से बढ़ाई। फेडरल ओपेन मार्केट समिति (एफओएमसी) सहभागियों मार्च, 2018 के लिए जो पूर्वानुमान दिए थे उससे पता चलता है कि फेड वर्ष 2018 में नीतिगत दरों को दो बार और बढ़ा सकता है। इसके विपरीत, ईसीबी ने अपने अत्यंत अनुकूल पॉलिसी रुख को बनाए रखा और अपनी दरों को सर्वाधिक कम स्तर पर बनाए रखा। मजबूत यूरो मुद्रास्फीति को काबू में किए हुए हैं और इसे लक्ष्य से नीचे रख रहा है। जापान के बैंक ने अपने अत्यंत अनुकूल रुख को जारी रखा है क्योंकि मुद्रास्फीति लक्ष्य से काफी नीचे है (चार्ट V.7ए)।

नीतिगत दरों को कम करने वाली कई महत्वपूर्ण उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के केंद्रीय बैंकों सहित ईएमई में मौद्रिक नीति रुझान विविधता पूर्ण बनी रही। मुद्रास्फीति संबंधी गतिविधियां अनुकूल रहने पर सेंट्रल बैंक ऑफ रूस फेडरेशन ने दिसंबर, फरवरी और मार्च में तीन बार दर कटौती की, जबकि मुद्रास्फीति न्यून बने रहने से ब्राजील भी काफी तेजी से दर कटौती कर रहा है। दक्षिण अफ्रीका ने मुद्रास्फीति को कम करते हुए मार्च में अपनी नीतिगत दर में कटौती की थी। पीपुल्स बैंक आफ चाइना ने अक्टूबर 2015 से अपने एक-वर्षीय उधार एवं जमा दरों को अपरिवर्तित रखा है, वह चलनिधि परिचालनों तथा अंतर-बैंक बाजार दरों के माध्यम से उधार लेने की लागत को प्रभावित करने की प्रक्रिया को तरजीह देता रहा है। अन्य ईएमई में, इंडोनेशिया ने सितंबर 2017 में दर कटौती के बाद से अपनी नीति दर

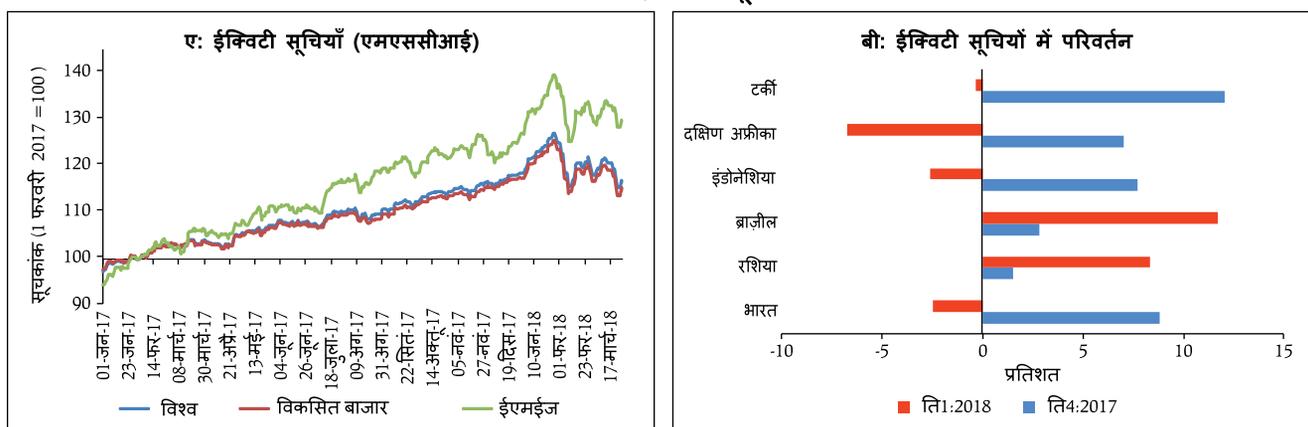
को अपरिवर्तित रखा है। मुद्रास्फीति अधिक रहने के कारण तुर्की ने अपनी नीति दर को अपरिवर्तित रखा है। मुद्रास्फीति संबंधी चिंताओं के चलते मैक्सिको ने दिसंबर और मार्च के दौरान दो बार नीतिगत दरें बढ़ाई (चार्ट V.7b)।

**V.4 वैश्विक वित्तीय बाजार**

अमरीकी फेड द्वारा तुलन-पत्र जारी होने के बाद भी जनवरी 2018 तथा 2017 की अधिकतम अवधि के दौरान बाजार अपेक्षाकृत शांत और स्थिर बना रहा, फरवरी में वित्तीय बाजार अस्थिर हो गया और फेड द्वारा तीव्र दर वृद्धि के भय के कारण तेजी से सुधार में जुट गया। यूएस द्वारा संरक्षणवादी उपायों की घोषणा के बाद शुरुआती मार्च में भी पुनः अस्थिरता दिखाई दी और यूएस और चीन के बीच व्यापार संरक्षणवाद की गहनता बढ़ने से क्षणिक स्थिरता डगमगा गई। मौद्रिक नीति कार्यवाहियों और वित्तीय घटनाओं के कारण हाल के वर्षों में वित्तीय बाजार में एकीकरण बढ़ा है जिसके कारण अस्थिरता उन्नत अर्थव्यवस्थाओं से उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं तक फैल गई है, जैसाकि हाल में देखा गया है। (बॉक्स V.1)

वैश्विक विकास की संभावनाओं में सुधार तथा अब तक अनुकूल मौद्रिक नीति रुख से अधिकांश उन्नत अर्थव्यवस्थाओं तथा उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में इक्विटी की कीमतों में वृद्धि हुई (चार्ट V.8ए)। मार्गन स्टैनली कैपिटल इंटरनेशनल (एमएससीआई) वर्ल्ड इंडेक्स अक्टूबर 2017 और मार्च 2018 के बीच 3.9 प्रतिशत बढ़ गया। इक्विटी बाजार जो 2017 की चौथी तिमाही और जनवरी 2018 में बढ़ गया था, यूएस में बढ़ती ब्याज दर की चिंताओं के कारण फरवरी के दौरान सम्पूर्ण विश्व में

**चार्ट V.8: इक्विटी सूचियाँ**



स्रोत: ब्लूमबर्ग।

**बॉक्स V.1: ईएमई तक वैश्विक आघात और प्रसार - प्रकरणात्मक विश्लेषण**

अर्थव्यवस्थाओं में वित्तीय बाजार खंडों के एकीकरण से भू-राजनैतिक घटनाओं और प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण केंद्रीय बैंकों की मौद्रिक नीति रुख में परिवर्तन के प्रति उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की संवेदनशीलता बढ़ गई है। पिछले दशक में, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं(ईई) से जनित ऐसे आघातों का सामना करने के लिए ईएमईयों को अपनी नीतियों को समायोजित तथा फ्रेमवर्क बनाने पड़े हैं।

तीन संभाव्य माध्यमों<sup>1</sup> से किसी देश/क्षेत्र विशेष में पैदा हुआ वित्तीय आघात पूरे विश्व को प्रभावित कर सकता है, जो हैं- संविभाग पुनर्संतुलन, बैंकिंग चलनिधि और संकेतक [पात्रा व उनके सहयोगी (2016)].

1 जनवरी 2017 से 26 फरवरी 2018 तक दैनिक आंकड़ों का प्रयोग करके ब्राजील, भारत, रूस, दक्षिणी अफ्रीका और तुर्की में इक्विटी, बॉण्ड और विदेशी विनिमय बाजारों पर अस्थिरता प्रसार (सारणी V.I.1) का तीन प्रकरणों में किए गए विश्लेषण से काफी रोचक परिणाम प्राप्त हुए हैं। इस संबंध

में, प्रकरणात्मक विश्लेषण के लिए घटना दिनांक/अवधि के पूर्व और पश्च के संबंध में 6 महीनों की रोलिंग विंडों पर विश्लेषण किया गया है। नियंत्रित चरों के रूप में वैश्विक आघातों के लिए तीन प्रॉक्सी रखे गए अर्थात इक्विटियों के लिए 'भय' सूचकांक के रूप में यूएस वीआईएक्स; मुद्रा बाजार के लिए व्यापक डॉलर सूचकांक(डीएक्सवाई) और बॉण्ड बाजार के लिए 10 वर्ष और 3 महीने के बीच का यूएस ट्रेजरी प्रतिफल (सावधि किस्त)।

2008-2009 के दौरान वैश्विक वित्तीय संकट की चरम स्थिति में, ईई की मात्रात्मक सुलभता द्वारा बाजार अपेक्षाकृत अधिक प्रभावित हुआ है। इसके बाद, ईई की आकस्मिक मात्रात्मक सुलभता का प्रभाव वैश्विक आर्थिक बहाली की गति पर पड़ा। अपरंपरागत नीतियों का सामना करने हेतु ईएमईयों द्वारा किए गए उपायों से अस्थिरता नियंत्रित रही, हालांकि आकस्मिक घटनाओं द्वारा जनित उच्च उथल-पुथल के प्रकरण से अस्थिरता का प्रसार हुआ (चार्ट V.I.1)।

**सारणी V.1.1 वैश्विक प्रसार की प्रमुख कड़ियाँ**

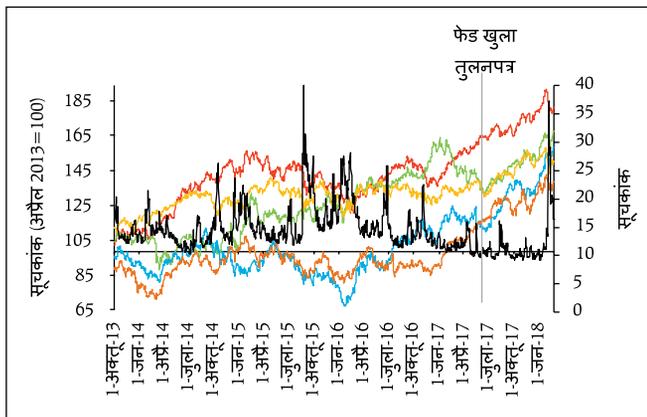
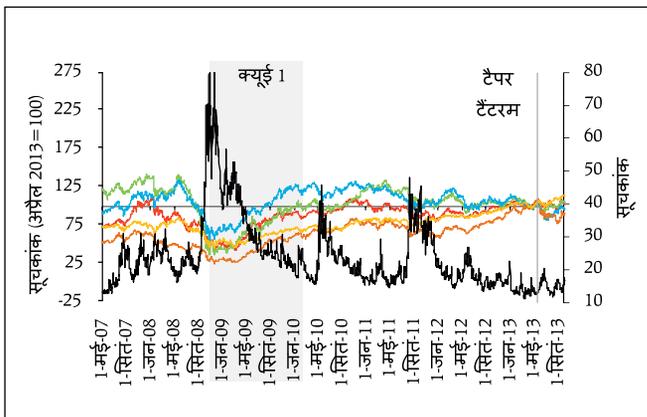
एपिसोड	तारीख/ अवधि	ईएमईज पर प्रभाव
अपरंपरागत मौद्रिक नीतियां जैसे प्रमुख ईई केंद्रीय बैंकों द्वारा शून्य निम्न परिबंध नीति दर और मात्रात्मक राहत	नवंबर 2008 से एक चरणबद्ध तरीके से अक्टूबर 2014 तक	अपरंपरागत चलनिधि के आने से ईएमई में वह प्रचुर पूंजी अंतर्प्रवाह के रूप में परिणत हुआ जिसके परिणामस्वरूप इक्विटी और विदेशी मुद्रा बाजारों में अस्थिरता बढ़ गयी।
यूएस फेड (टैंपर टैट्रम) द्वारा मौद्रिक नीति सामान्यीकरण के संकेत	22 मई - 10 अगस्त 2013	ईएमई से पोर्टफोलियो बहिर्वाह के कारण इक्विटी ऋण और मुद्रा बाजारों में उच्च अस्थिरता को बढ़ावा मिला।
अमेरिकी फेड तुलन पत्र का खुलना और मौद्रिक नीति के रुख को उलटाना।	जून 20.2017 के बाद	पोर्टफोलियो रीबैलेंसिंग चैनल ने ईई के प्रति पोर्टफोलियो पुनर्वितरण के माध्यम से चलनिधि चैनल के बाद एक प्रमुख भूमिका निभाई - ईएमई में चलनिधि की स्थिति कड़ी हो गई।

(contd.)

<sup>1</sup> संविभाग पुनर्संतुलन चैनल के अनुसार, निम्न प्रतिफल वाले निवेशों से अपेक्षित उच्च प्रतिफल की ओर स्थानांतरित करने के लिए निवेशकों के लिए प्रोत्साहक उपलब्ध हैं। चलनिधि चैनल का संदर्भ रिजर्व की उच्च उपलब्धता से है जिससे चलनिधि किस्त में कमी आती है, उधार लागत में घटोत्तरी तथा ऋण संकटग्रस्त उधारदाताओं द्वारा ऋण में वृद्धि होती है। संकेतक चैनल वायदा निर्देशन संप्रेषण कार्यनीतियों से संबंधित है जिसका उपयोग केंद्रीय बैंकों ने बाजार भागीदारों की प्रत्याशाओं को प्रभावित करने के लिए हाल ही में किया, इस अल्पावधि ब्याज दर को विस्तृत समयावधि के लिए जारी रखा जा सकता है।

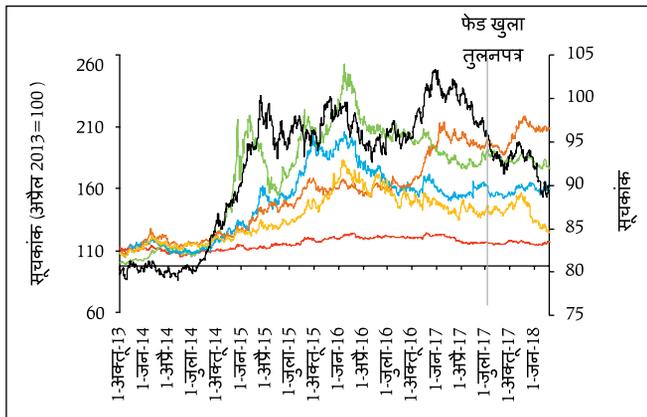
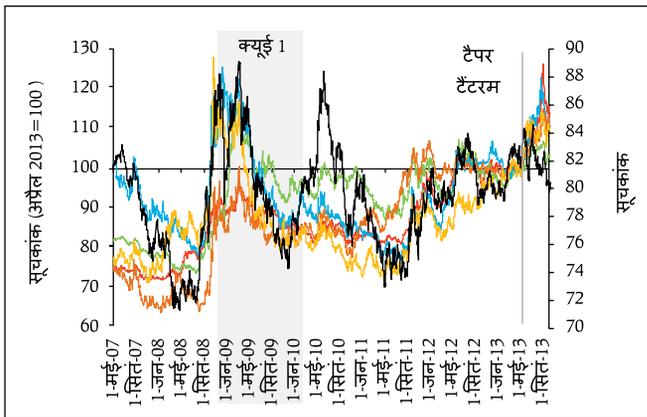
चाईट V.1.1: बाज़ारों पर प्रभाव

ए: अस्थिरता और स्टॉक सूचियाँ



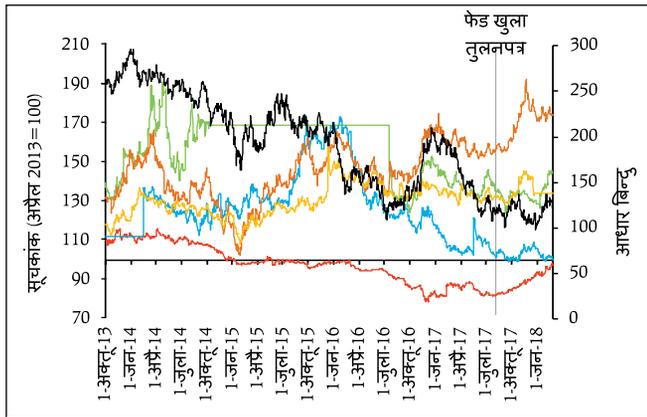
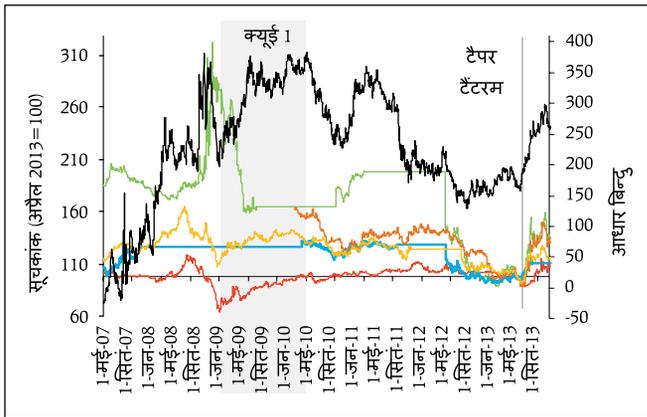
— भारत — ब्राज़ील — दक्षिण अफ्रीका — रशिया — टर्की — यूएसवीआईएक्स (आरएचएस)

बी: मुद्रा उतार-चढ़ाव



— भारत — ब्राज़ील — दक्षिण अफ्रीका — रशिया — टर्की — डॉलर सूचकांक (आरएचएस)

सी: लाभ उतार-चढ़ाव



— भारत — ब्राज़ील — दक्षिण अफ्रीका — रशिया — टर्की — यूएस बाँड स्प्रेड (आरएचएस)

स्रोत: ब्लूमबर्ग और आरबीआई स्टाफ गणना।

(जारी...)

सामान्यीकृत स्व-प्रतिगामी हेटरोसीडास्टीसिटी (जीएआरसीएच) संरचना में, संबंधित बाजार के लिए मध्यमान समीकरण में नियंत्रित चर आरोपित किए गए हैं<sup>1</sup>:

जीएआरसीएच (पी, क्यू) मॉडल :-

मध्यमान समीकरण :

$$y_t = c + \sum_{i=1}^n \gamma_i y_{t-i} + \sum_{j=0}^n \delta_j x_{t-j} + \varepsilon_t$$

विभेदक समीकरण :

$$\sigma_t^2 = w + \sum_{i=1}^q \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^p \beta_j \sigma_{t-j}^2$$

जहाँ विभिन्न ईएमई में सर्वोत्तम प्रतिफल (10 वर्ष) में परिवर्तन अथवा मुद्रा सूचियों अथवा दैनिक इक्विटी सूचियों पर प्रतिफल को  $y_t$  से दर्शाया गया है; और उचित नियंत्रण चरों (यूएस वीआईएक्स; डीएक्सवाई और 10 वर्ष और 3 महीने के बीच का यूएस ट्रेजरी प्रतिफल) को  $x_t$  से दर्शाया गया है।

विभेदक समीकरण, मध्यमान समीकरण से जनित बकाया का समय-विचलन उपलब्ध करवाता है, जिसमें तीन घटक शामिल हैं, अर्थात् दीर्घावधि औसत घटक ( $w$ ), अंतिम अवधि पूर्वानुमान अंतर ( $\sigma^2$ ) और पूर्व अवधि में पाई गई अस्थिरता ( $\varepsilon^2$ ).  $\alpha$  और  $\beta$  के बृहत् मूल्य यह दर्शाते हैं कि सशर्त अस्थिरता में वृद्धि हुई है। जबकि प्रकरणगत अथवा गैरपूर्वानुमानित घटनाओं के कारण नवोन्मेष के अत्यधिक प्रत्युत्तर को  $\alpha$  के बड़े मूल्य से दर्शाया गया है, अस्थिरता के जारी रहने को  $\beta$  से इंगित किया गया है।

यूएस में क्यूई के विभिन्न चरणों के दौरान इक्विटी बाजार में जीएआरसीएच गुणांक ( $\beta$ ) सांख्यिकी रूप से अत्यंत महत्वपूर्ण पाए गए।<sup>2</sup> 2013 के टेपर टैट्रम की आकस्मिकता के कारण इसका प्रभाव सभी बाजारों पर पड़ा, हालांकि दक्षिणी अफ्रीका और भारत सबसे अधिक प्रभावित हुए। इसके अतिरिक्त,

रूस को छोड़कर सभी ईएमई पर तुलन-पत्र सामान्यीकरण का प्रभाव पड़ा था। सभी प्रकरणों के दौरान सभी ईएमई में समाचार प्रभाव ( $\alpha$ ) सांख्यिकी रूप से काफी महत्वपूर्ण रहा, हालांकि रूस तुलन-पत्र सामान्यीकरण उद्घोषणा से अप्रभावित रहा।

मुद्रा बाजार में, क्यूई 1 के दौरान सभी ईएमई में  $\beta$  महत्वपूर्ण था (अर्थात् नवंबर 2008 से मार्च 2010), हालांकि टेपर टैट्रम का प्रभाव रूस में नहीं रहा था। सभी ईएमई में गुणांक  $\alpha$  का प्रभाव अत्यंत महत्वपूर्ण रहा था, हालांकि क्यूई 1 के दौरान ब्राजील और तुर्की में और टेपर टैट्रम के दौरान तुर्की तथा रूस में संकेन्द्रण ज्यादा था।

सर्वोत्तम बॉण्ड बाजार में, सभी तीनों प्रकरणों के दौरान भारत और तुर्की के लिए  $\beta$  महत्वपूर्ण रहा। निष्कर्ष से स्पष्ट होता है कि सभी बाजारों पर  $\alpha$  का राजकीय बांडों पर विपरीत प्रभाव पड़ा, हालांकि क्यूई 1 और टेपर टैट्रम के दौरान इसका प्रभाव मुख्यतः ब्राजील और रूस में ही दिखाई दिया।

उपर्युक्त विश्लेषण से पता चलता है कि विभिन्न ईएमइयों तथा विभिन्न आस्ति बाजारों के बीच तीन वैश्विक आघातों के फलस्वरूप अस्थिरता और विपरीत प्रभाव की मात्रा भिन्न-भिन्न रही। सभी तीनों प्रकरणों ने बांड बाजार को करंसी एवं इक्विटी खंड से अधिक प्रभावित किया, साथ ही टेपर टैट्रम का प्रभाव अन्य दो की तुलना में बहुत अधिक था।

#### संदर्भ:

एपोस्टोलौ, ए, और जे बेयरन (2017), "वोलेटिलिटी स्पिलोवर्स ऑफ फेडरल रिजर्व और ईसीबी बैलेंस शीट एक्सपेंशन टू इमर्जिंग मार्केट इकोनॉमीज", ईसीबी वर्किंग पेपर सीरीज नं। 2044

पात्रा, एम.डी., एस पटनायक, जे जॉन और एच के बेहरा (2016), "ग्लोबल स्पिलोवर्स एंड मॉनेटरी पॉलिसी ट्रांसमिशन इन इंडिया", आरबीआई वर्किंग पेपर सीरीज नंबर 03।

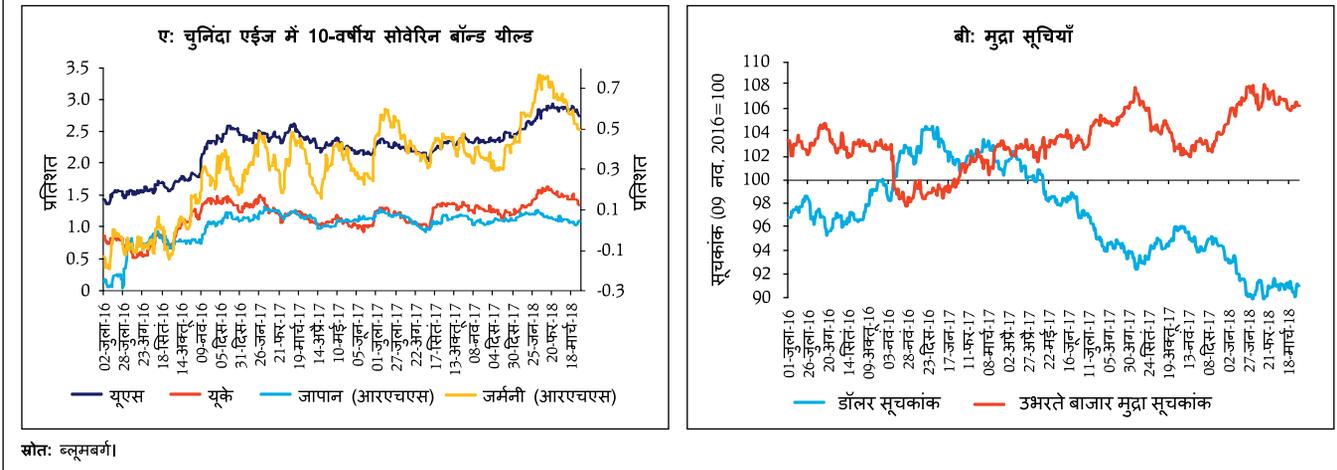
तेजी से कमी आई। निवेशकों द्वारा मुद्रास्फीति की चिंताओं को नकारने के साथ ही अमेरिका में इक्विटी बाजार में सुधार होना शुरू हो गया, अमेरिकी व्यापार नीतियों की घोषणा के बाद मार्च में अस्थिरता पुनः आ गई। यूरो क्षेत्र में, निम्न कॉरपोरेट अर्जन तथा मजबूत यूरो के कारण राजस्व की अपेक्षाओं पर अधिकांश समकक्षों से पीछे रहते हुए इक्विटी कीमतें दबाव में रही हैं। इसके अलावा, ब्रेक्सिट का समझौता वार्ता परिवेश तथा कुछ सदस्य देशों में चुनाव ने निवेशकों की भावनाओं को प्रतिकूल रूप से प्रभावित

किया है। जापान में वर्ष 2017 तथा 2018 के शुरुआती दौर में मजबूत आर्थिक निष्पादन, उच्च कॉरपोरेट अर्जन तथा निम्न कॉरपोरेट टेक्स दरों के चलते शेयर कीमतों में होड़ से लग गई। फरवरी में, वैश्विक शेयर बाजार में गिरावट के दौरान जापानी शेयर बाजारों में कमी आई, जहां येन के बड़े मूल्य से भी कुछ लाभ कम हो गए।

उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में इक्विटी बाजार फरवरी और मार्च में तेजी से बिकवाली के बावजूद लाभ में रहा, हालांकि उनके प्रदर्शन पर देश विशिष्ट कारकों का निरंतर

<sup>2</sup> अनुरोध पर विस्तृत अनुमान परिणाम उपलब्ध हैं।

**चार्ट V.9: यील्ड और मुद्रा सूचियाँ**



वर्चस्व रहा (चार्ट V.8बी)। ये बाज़ार, मुद्रास्फीति संबंधी जोखिम के पुनर्निर्धारण करने, बढ़ते अमरीकी राजकीय प्रतिफलों तथा अमरीकी प्रशासन द्वारा हाल में संरक्षक उपायों की घोषणा किए जाने के वातावरण के बीच अस्थिर हो गए हैं।

अनेक उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में राजकीय बॉन्ड प्रतिफल 10 वर्ष के अमरीकी राजकीय बॉन्ड प्रतिफल के साथ व्यवस्थित होकर फेड द्वारा तेजी से बढ़ोतरी की अपेक्षाओं के चलते फरवरी में चार वर्ष के उच्च स्तर पर रहा है। हाल ही की अंतर्मुखी नीतियों ने भी निवेशकों की भावनाओं को आहत किया है तथा बॉन्ड प्रतिफलों पर प्रतिकूल प्रभाव डाला है। यूरो क्षेत्र में, बेंचमार्क 10 वर्ष जर्मन बॉन्ड प्रतिफल बढ़ा है, हालांकि यूरो क्षेत्र में मुद्रास्फीति की कमजोर संख्या ने कुछ हद तक निम्नगामी दबाव डाला है। जापान में, अपनी प्रतिफल वक्र नियंत्रण नीति के तहत बॉन्ड प्रतिफलों में कई महीनों तक उच्च स्तर पर बने रहने के बाद फरवरी 2018 से गिरता रहा है जो जापान के प्रतिफल वक्र नियंत्रण नीति में कई महीनों के सबसे उच्च स्थान से नीचे आ गया है(चार्ट V.9ए)। उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं में बांड पर प्रतिफल राष्ट्र-विशेष के कारकों द्वारा संचालित होते हैं, हालांकि वैश्विक चलनिधि में कमी तथा अमरीकी मुद्रास्फीति में वृद्धि की अपेक्षाओं के चलते ये हाल ही में अधिकांश देशों में बढ़ा है।

मुद्रा बाज़ार मुख्य रूप से प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं तथा समष्टि आर्थिक डेटा में मौद्रिक नीति के रुख से प्रेरित है। अन्य क्षेत्रों में वृद्धि की संभावनाओं को सुधारने के लिए अमरीकी डॉलर में निरंतर गिरावट रही और जनवरी में कई वर्षों के निम्न स्तर तक गिरावट हुई। वर्ष 2017 की चौथी तिमाही के लिए कमजोर जीडीपी डेटा तथा जनवरी में प्राधिकारियों द्वारा एक कमजोर डॉलर के पक्ष में टिप्पणी ने भी मुद्रा को प्रभावित किया है। हालांकि, मार्च के शुरुआत

में अमरीकी डॉलर में अमरीकी अर्थव्यवस्था पर फेड द्वारा आशावादी विचारों से उच्च स्तर तक बढ़ोतरी हुई, लेकिन व्यापार प्रतिस्पर्धा के बढ़ने के भय से पुनः गिर गया। यूरो तीन से अधिक वर्षों में यूरो क्षेत्र और इसके समकक्षों के बीच विकास अंतर को कम करने तथा अमरीकी डॉलर के कमजोर होने पर अपने उच्च स्तर पर कारोबार कर रहा है। व्यापार प्रतिस्पर्धा के भय से जापानी येन नवंबर 2016 से अमेरिकी डॉलर के मुकाबले उच्च रहा।

एमएससीआई उभरते बाज़ार मुद्रा सूचकांक कुछ घटकों में राजनीतिक चिंताओं को उठाने के साथ-साथ अमरीकी डॉलर के कमजोर होने, वस्तुओं के मूल्य बढ़ने तथा एक ही समय में विकास में अधिक वृद्धि के कारण जनवरी 2018 में दो महीने के सबसे उच्च स्तर पर रहा (चार्ट V.9बी)। शेयर बाज़ार में हाल ही में हुई उथल-पुथल, वैश्विक व्यापार जोखिम तथा आशावादी अमेरिकी आर्थिक दृष्टिकोण के मद्देनज़र अधिकांश एशियाई मुद्राओं में गिरावट आई, हालांकि निवेशकों ने देश-विशिष्ट कारकों पर अंतर करना जारी रखा है।

**V.5 निष्कर्ष**

वैश्विक आर्थिक गतिविधि में एक व्यापक-आधार पर चक्रीय उभार पैदा हो रहा है। वैश्विक विकास में तेजी के लिए वैश्विक व्यापार में गति एक स्वागत योग्य प्रगति है। कुछ वस्तुओं की कीमतों में वृद्धि तथा मांग दृष्टिकोण में सुधार के बावजूद कई प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति नीतिगत लक्ष्य स्तर के नीचे रही, जबकि मौद्रिक नीति का रुख अलग-अलग रहा है। वित्तीय बाज़ारों में हाल ही की अस्थिरता जो मुख्य रूप से उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति के सामान्यीकरण की गति की अनिश्चितता से हुई है, जो कि उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं के लिए चुनौती बन सकती है, जबकि व्यापार संरक्षणवाद बढ़ने की आशंका ने वैश्विक व्यापार दृष्टिकोण को प्रभावित किया है।