

I. समष्टि आर्थिक परिदृश्य

अप्रैल, 2018 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट के बाद की अवधि में जहां घरेलू गतिविधियां समुत्थानशील एवं स्थिरतापूर्ण बनी रहीं, वहीं बाह्य परिवेश चुनौतीपूर्ण रहा है तथा उसने भारत की संवृद्धि संभावनाओं को कम करने के जोखिम पैदा किए हैं। जुलाई और अगस्त 2018 की संयत हेडलाइन मुद्रास्फीति की स्थिति की उसके लिए किए गए अनुमान से तुलना करने पर यह संकेत मिलता है कि आने वाले निकट समय में खाद्य के मूल्यों का परिदृश्य काफी हद तक मंद रहेगा हालांकि ऐसा लगता है कि आगे 12 महीने की अवधि में मुद्रास्फीति के प्रति जोखिम धीरे-धीरे बढ़ेगा क्योंकि पूरे विश्व में वित्तीय बाजार की अस्थिरता और तेल की कीमतें बढ़ती जा रही हैं।

I.1 अप्रैल 2018 की एमपीआर के बाद की प्रमुख गतिविधियां

अप्रैल 2018 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट (एमपीआर) के बाद की अवधि में कई प्रकार के जोखिम निरंतर उभर कर सामने आए हैं जिनके बारे में रिपोर्ट में पहले ही कहा गया था। विश्व का समष्टि आर्थिक एवं वित्तीय वातावरण वित्तीय बाजार की अस्थिरता की मार, विश्व की अधिकांश प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं के बीच जवाबी व्यापार संरक्षणवाद की प्रवृत्ति, कच्चे तेल की बढ़ी हुई एवं अस्थिर कीमतें और अमरीका में राजकोषीय प्रोत्साहन के आखिरी दौर में मौद्रिक नीति के सामान्य होने की स्थिति को नियंत्रित करने के दमखम को बार-बार झटका लगना, इसका अचानक घटित हो जाना, उभरते बाजार की अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) की आस्तियों की श्रेणी को आस्ति मूल्य आघात के रूप में प्रभावित करना एवं उनके पूंजी प्रवाहों को बांध देने जैसी द्वन्द्वात्मक स्थितियों से गुजर रहा है। अभी हाल के समय में उभरते बाजार की कुछ खास अर्थव्यवस्थाओं में आघात के पसरते जाने ने अत्यधिक शक्तिशाली संक्रामक प्रभाव पैदा किया है। कुल मिलाकर विश्व के ये सभी कारक भारत के लिए आगामी 12 महीने की अवधि में संवृद्धि संभावनाओं के प्रति जोखिमों को बढ़ाते हुए लगते हैं जो संवृद्धि को नीचे की ओर ले जाएंगे। यहां तक कि पूरे विश्व में संवृद्धि की स्थिति समस्त अर्थव्यवस्थाओं में भिन्न हो रही है और विश्व के व्यापार में वर्ष 2017 की चौथी तिमाही से शुरू, ऊपर की दिशा में बढ़ता हुआ चक्र, व्यापार क्षेत्र में बढ़ते हुए तनाव के कारण दब सा गया है।

हालांकि इस बीच, विश्व स्तर पर अत्यधिक उलझी हुई स्थिति में भी घरेलू आर्थिक गतिविधियां सतत रूप से समुत्थानशीलता एवं स्थिरता का प्रदर्शन करती रही हैं। कृषि क्षेत्र के मोर्चे पर, दक्षिण-

पश्चिम मानसून का स्थान-स्थान पर वितरण कुछ हद तक कम ज्यादा है, तथापि खरीफ की फसल उगाने वाले अधिकांश राज्यों में सामान्य वर्षा हुई। औद्योगिक क्षेत्र की गतिविधियों में गति पैदा हो गई है तथा सेवा क्षेत्र का परिदृश्य धीरे-धीरे बेहतर हो रहा है। विदेशी प्रत्यक्ष निवेश के आने में तेजी की स्थिति बनी रहेगी। निजी उपभोग एवं निवेश की स्थिति धीरे-धीरे संयत हो रही है और उम्मीद है कि उसे 2018-19 की दूसरी छमाही में बनाए रखा जाएगा। जुलाई और अगस्त 2018 की संयत हेडलाइन मुद्रास्फीति की स्थिति की उसके लिए किए गए अनुमान से संकेत मिलता है कि आने वाले निकट समय में खाद्य के मूल्यों का परिदृश्य काफी हद तक मंद रहेगा; लेकिन आगे 12 महीने की अवधि में मुद्रास्फीति के बढ़ने का जोखिम बढ़ता जा रहा है क्योंकि पूरे विश्व में वित्तीय बाजार की अस्थिरता और तेल की कीमतें बढ़ती जा रही हैं। इन घटनाओं ने भारत में मौद्रिक नीति के निर्धारण के प्रति चुनौती पैदा कर दी है।

मौद्रिक नीति समिति: अप्रैल-अगस्त 2018

अप्रैल-अगस्त 2018 की अवधि के दौरान मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) ने अपने द्विमासिक कार्यक्रम के अनुसार तीन बार बैठकें कीं। अप्रैल 2018 की अपनी बैठक में एमपीसी ने स्थिति यथावत रखी, किंतु जून और अगस्त 2018 की बैठकों में नीतिगत रिपो दरों में लगातार 25 आधार अंकों (बीपीएस) की वृद्धि की। बढ़ती मुद्रास्फीति, मुद्रास्फीति के बढ़ने के अनुमान, कच्चे तेल की कीमतों में अपेक्षा से अधिक तीव्र वृद्धि और घरेलू मुद्रास्फीति बढ़ने संबंधी अपेक्षाओं के दृढ़ बनने से जून 2018 की एमपीसी बैठक में एक राय रही।

तथापि, अगस्त में 5:1 पर एमपीसी का बहुमत रहा। मुद्रास्फीति की स्थिति बने रहने और न्यूनतम समर्थन मूल्य (एमएसपी) में वृद्धि के कारण मुद्रास्फीति संबंधी अनिश्चितता का बहुमत पर असर रहा। अन्य केंद्रीय बैंकों में भी एमपीसी के मतदान पैटर्न में भिन्नता नज़र आई जो सदस्यों के व्यक्तिगत मूल्यांकन और अपेक्षाओं के साथ-साथ नीतिगत लक्ष्यों पर सापेक्ष भार में अंतर को प्रकट करता है (सारणी I.1)।

समष्टि आर्थिक परिदृश्य

अध्याय II और III में 2018-19 की पहली छमाही के दौरान मूल्यों और लागतों में हुए परिवर्तनों और मांग तथा पूर्ति की स्थिति का विश्लेषण दिया गया है जिसमें अनुमानों और वास्तविकताओं की तुलना की गई है और इनमें पाए गए अंतर के कारणों को निर्धारित

सारणी I.1: मौद्रिक नीति समिति तथा वोटिंग पैटर्न

देश	नीति बैठकें : अप्रैल - सितंबर 2018		
	कुल बैठकें	सर्वसम्मति के साथ बैठक	असहमति के साथ बैठक
ब्राजील	4	4	0
चिली	4	4	0
कोलम्बिया	4	4	0
चेक गणराज्य	4	2	2
हंगरी	6	6	0
इस्त्राइल	4	0	4
जापान	4	0	4
दक्षिण अफ्रीका	3	2	1
स्वीडन	3	0	3
थाईलैंड	4	1	3
यू के	4	2	2
यू एस	4	4	0

स्रोत: केन्द्रीय बैंक वेबसाइट; और ब्लूमबर्ग।

किया गया है। भविष्य की संभावना की बात करें तो पिछले छः महीनों में प्रमुख समष्टि आर्थिक चरों में हुए परिवर्तनों को देखते हुए आधारभूत मान्यताओं में संशोधन करने की जरूरत है (सारणी I.2)।

सर्वप्रथम, अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतें अप्रैल 2018 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट बेसलाइन अनुमानों से लगभग 15 यूएस डॉलर प्रति बैरल से भी ज्यादा बढ़ी हैं। वर्तमान मांग-आपूर्ती आकलन तथा वायदा बाज़ार से मिल रहे संकेतों के आधार पर बेसलाइन परिदृश्य में वर्ष 2018-19 की दूसरी छमाही में कच्चे तेल की कीमतें (भारतीय बास्केट) औसतन 80 यूएस डॉलर प्रति बैरल रह सकती हैं (चार्ट I.1)।

दूसरे, यूएस डॉलर के मुकाबले भारतीय रुपए की विनिमय दर में मार्च के अंत के स्तर से गिरावट हुई जो कि (i) प्रमुख मुद्राओं के

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

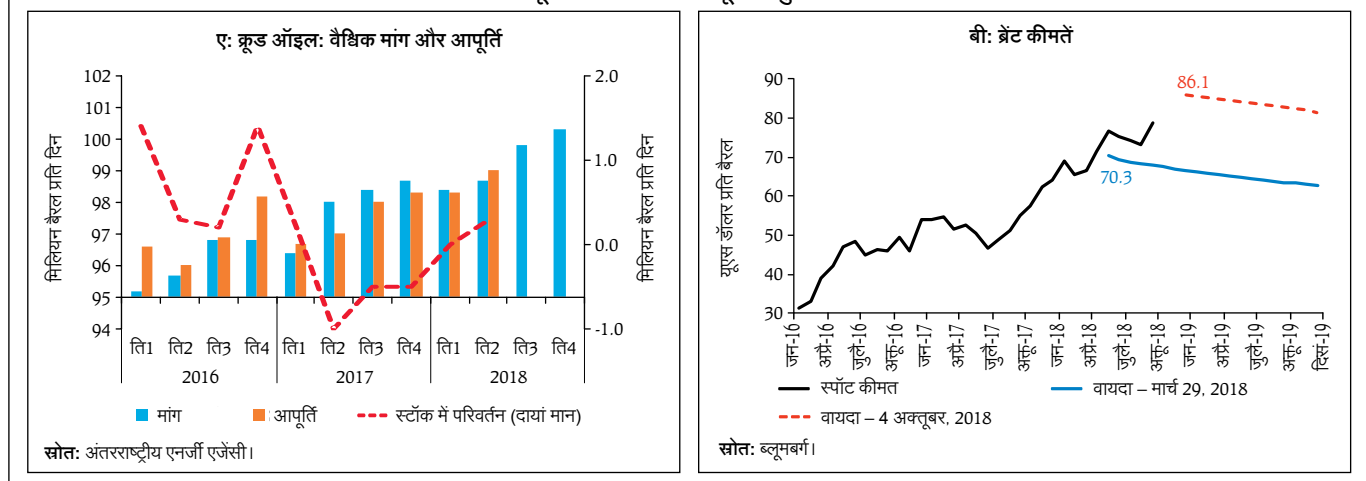
संकेतक	अप्रैल 2018 एमपीआर	वर्तमान (अक्टूबर 2018) एमपीआर
कच्चा तेल (भारतीय बास्केट)	यूएस \$ 68 प्रति बैरल	2018-19 की दूसरी छमाही के दौरान प्रति बैरल यूएस \$ 80
विनिमय दर	₹65.5/यूएस\$	₹72.5/यूएस\$
मानसून	2018 के लिए सामान्य	सामान्य से 9 प्रतिशत नीचे दीर्घवधि औसत
वैश्विक संवृद्धि	2018 में 3.9 प्रतिशत 2019 में 3.9 प्रतिशत	2018 में 3.9 प्रतिशत 2019 में 3.9 प्रतिशत
राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	बीई 2018-19 के भीतर रहेगी	बीई 2018-19 के भीतर रहेगी
	केंद्र : 3.3	केंद्र : 3.3
	संयुक्त (केंद्र तथा राज्यों) : 6.0	संयुक्त (केंद्र तथा राज्यों) : 5.9
पूर्वानुमान की अवधि के दौरान घरेलू समष्टि आर्थिक / स्ट्रक्चरल नीतियां	कोई बड़ा परिवर्तन नहीं	कोई बड़ा परिवर्तन नहीं

नोट :

- कच्चे तेल का भारतीय बास्केट ऐसे व्युत्पन्न मूल्य मापन का प्रतिनिधित्व करता है जिसमें सॉअर ग्रेड (ओमान और दुबई औसत) और स्वीट ग्रेड (ब्रेट) कच्चा तेल शामिल है। वह कच्चे तेल के भारतीय बास्केट का प्रतिनिधित्व करता है।
- यहाँ अनुमानित विनिमय दर पथ स्टाफ के आधारभूत संवृद्धि और मुद्रास्फीति के अनुमान हासिल करने के उद्देश्य के लिए है तथा यह विनिमय दर के स्तर पर कोई "मत" प्रकट नहीं करता है। रिजर्व बैंक विदेशी मुद्रा बाजार को नियंत्रित करने के लिए निर्देशित है, न कि विनिमय दर के आसपास किसी भी विशिष्ट स्तर / बैंड के उतार-चढ़ाव से।
- विश्व आर्थिक दृष्टिकोण (जनवरी 2018 और जुलाई 2018 अपडेट्स), अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष (आईएमएफ) से वैश्विक संवृद्धि अनुमान लिये गए हैं।
- बीई : बजट अनुमान।

मुकाबले अमरीकी डॉलर की सामान्य मज़बूती; (ii) कच्चे तेल की उच्च कीमतों से बढ़ता व्यापार और चालू खाता घाटा; (iii) निवेश बहिर्गमन; और (iv) तुर्की और अर्जेंटीना में देश-विशिष्ट गतिविधियों

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



के बाद उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं की तरफ पोर्टफोलियो निवेशकों में बढ़ती जोखिम विमुखता को दर्शाती है। 4 अक्टूबर को भारतीय रुपये में यूएस डॉलर के मुकाबले मार्च 2018 के अंत के स्तर से 11.8 प्रतिशत तक की गिरावट आई थी।

तीसरे, अप्रैल में अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष (आईएमएफ) द्वारा किए गए बेसलाइन अनुमानों के अनुसार वैश्विक आर्थिक गतिविधि में व्यापक विस्तार हुआ है (चार्ट 1.2)। तथापि, यह सभी क्षेत्रों में असमान एवं कम समक्रमिक रही। बढ़ता संरक्षणवाद और शुल्क स्पर्धा, वैश्विक वित्तीय स्थितियों में कसाव तथा तेल की उच्च कीमतों की वजह से अनिश्चितता बढ़ी है और ये सभी वैश्विक विकास के लिए जोखिम की स्थिति पैदा कर रहे हैं। वैश्विक व्यापार में सुधार की गति धीमी पड़ रही है।¹

अंत में, मानसून के दीर्घावधि औसत के अप्रैल में किए गए बेसलाइन अनुमानों की तुलना में दक्षिण-पश्चिमी मानसून से होने वाली वर्षा (जून-सितंबर 2018), सामान्य से 9 प्रतिशत कम रही।

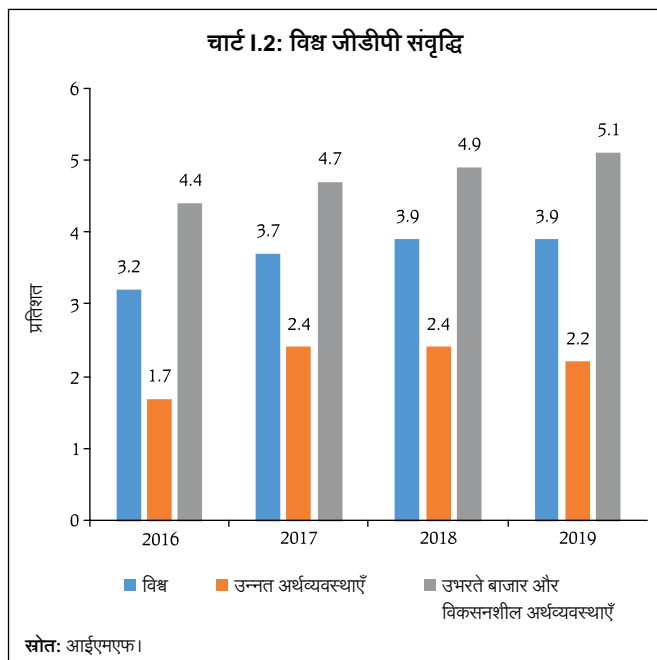
1.2 मुद्रास्फीति का परिदृश्य

वर्ष 2018-19 के दौरान अगस्त तक हेडलाइन उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) मुद्रास्फीति 4.4 प्रतिशत औसतन रही [केंद्रीय सरकार के कर्मचारियों के लिए मकान किराया भत्ता (एचआरए) के अनुमानित प्रभावों को छोड़कर, 4.1 प्रतिशत]। ईंधन, परिवहन,

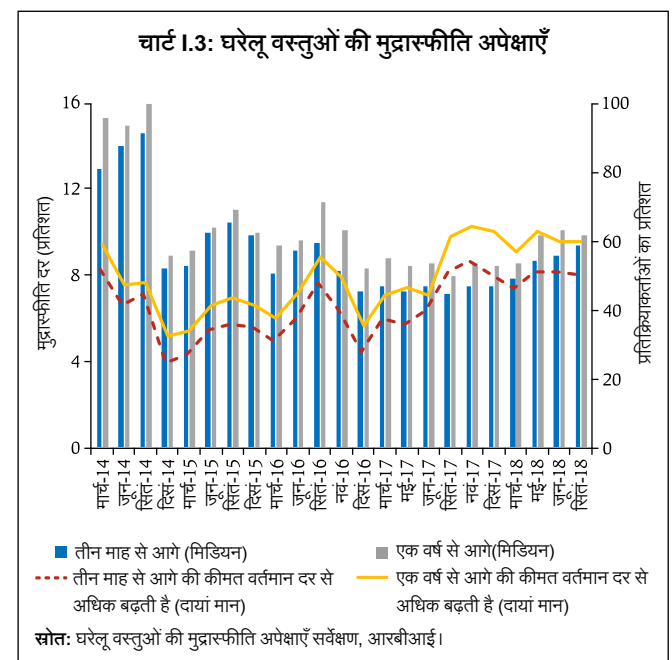
वैयक्तिक उपयोग का सामान, शिक्षा और स्वास्थ्य सेवाओं की कीमतों के संबंध में व्यापक स्तर पर बढ़ी हुई मुद्रास्फीति अप्रत्याशित और बेमौसमी नरम खाद्य मुद्रास्फीति की वजह से व्यापक स्तर पर समायोजित हो गई (अध्याय II)।

भविष्य को देखते हुए फर्म और घरेलू अनुमानित मुद्रास्फीति से मिल रहे संकेतों को समझने की आवश्यकता है। कीमत और मजदूरी निर्धारण का तरीका भावी मुद्रास्फीति को प्रभावित करता है। मुद्रास्फीति अपेक्षाएं भी खाद्यान्न और ईंधन जैसी प्रमुख मदों के मामले में वास्तविक मुद्रास्फीति के नतीजों के अनुरूप रहती हैं। रिजर्व बैंक द्वारा सितंबर 2018 के दौर² में किए गए शहरी गृहस्थों के सर्वेक्षण में मुद्रास्फीति अपेक्षाओं का एक मिश्रित रूप देखने में आया है: पिछले दौर की तुलना में अगले तीन महीने की सीमा के लिए 50 आधार अंक की बढ़ोतरी और अगले एक वर्ष की सीमा के लिए 30 आधार अंक की नरमी देखने में आई। सितंबर के दौर में, एक वर्ष आगे का संस्तर तीन माह आगे के संस्तर से लगभग अपरिवर्तित रहा जिसमें ऐसे उत्तरदाताओं के अनुपात में मामूली कमी देखने में आई जिन्होंने यह अपेक्षा की कि सामान्य कीमतों में मौजूदा दर से बढ़ोतरी हो सकती है (चार्ट 1.3)।

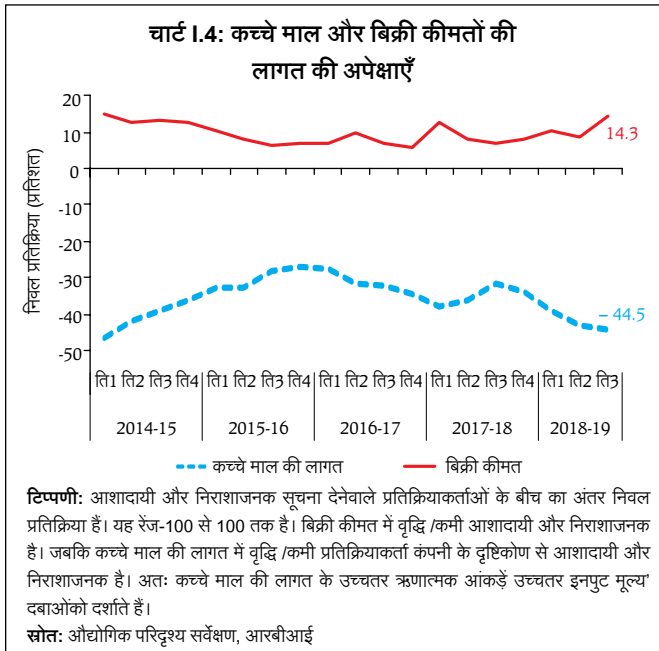
जुलाई-सितंबर 2018 में रिजर्व बैंक के औद्योगिक आउटलुक सर्वेक्षण राउंड में शामिल विनिर्माण फर्मों का मानना था कि 2018-19 की तीसरी तिमाही में कच्चे माल की लागत उच्चतर रहेगी (चार्ट 1.4)³



¹ विश्व व्यापार आउटलुक संकेतक, विश्व व्यापार संगठन (डब्ल्यूटीओ) (9 अगस्त 2018)।



² रिजर्व बैंक द्वारा परिवारों की मुद्रास्फीति अपेक्षाओं संबंधी सर्वेक्षण 18 शहरों में किया गया और सितंबर 2018 के सर्वेक्षण परिणाम परिवारों 5760 से प्राप्त उत्तरों पर आधारित हैं।



परिणामस्वरूप, उत्तरदाताओं ने यह आशा व्यक्त की कि इनपुट कीमतें और मजबूत होंगी और बिक्री की ऊंची कीमतों के बावजूद लाभ मार्जिन सामान्य होगा। तदनुसार, निक्की के क्रय प्रबंधकों के सर्वेक्षण के अनुसार विनिर्माण और सेवा क्षेत्र दोनों में इनपुट लागत दबावों की वजह से सितंबर 2018 में उत्पादन की कीमतों में बढ़ोतरी हुई।

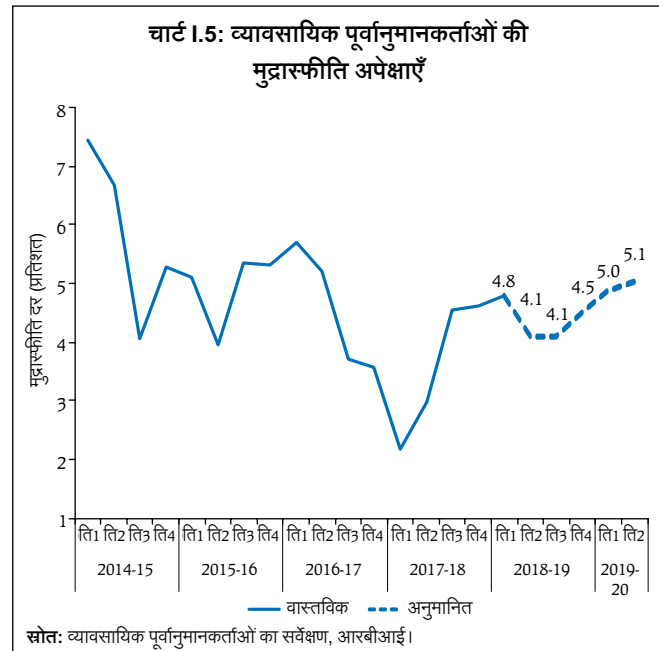
सितंबर 2018 में रिज़र्व बैंक द्वारा सर्वेक्षित पेशेवर अनुमानकर्ताओं ने यह अपेक्षा की कि सीपीआई मुद्रास्फीति 2018-19 की पहली तिमाही के 4.8 प्रतिशत से घटकर तीसरी तिमाही में 4.1 प्रतिशत हो जाएगी और उसके बाद 2019-20 की दूसरी तिमाही में बढ़कर 5.1 प्रतिशत हो जाएगी (चार्ट 1.5)।⁴

प्रारंभिक स्थितियों को देखते हुए प्रगतिशील सर्वेक्षण के संकेतों और संरचनात्मक और अन्य मॉडलों⁵ के अनुमानों के अनुसार सीपीआई मुद्रास्फीति अगस्त 2018 में 3.7 प्रतिशत से बढ़कर 2018-19 की तीसरी तिमाही में 3.9 प्रतिशत और चौथी तिमाही में 4.5 प्रतिशत होने का अनुमान है जिसमें जोखिम की दिशा कुछ हद तक ऊपर की ओर रहेगी (चार्ट 1.6)। वर्तमान स्तर से मुद्रास्फीति में अनुमानित वृद्धि अनुकूल आधार प्रभावों के क्षीण होने का परिचायक है और खुदरा मुद्रास्फीति की एमएसपी में वृद्धि के प्रभाव से वृद्धि की उम्मीद

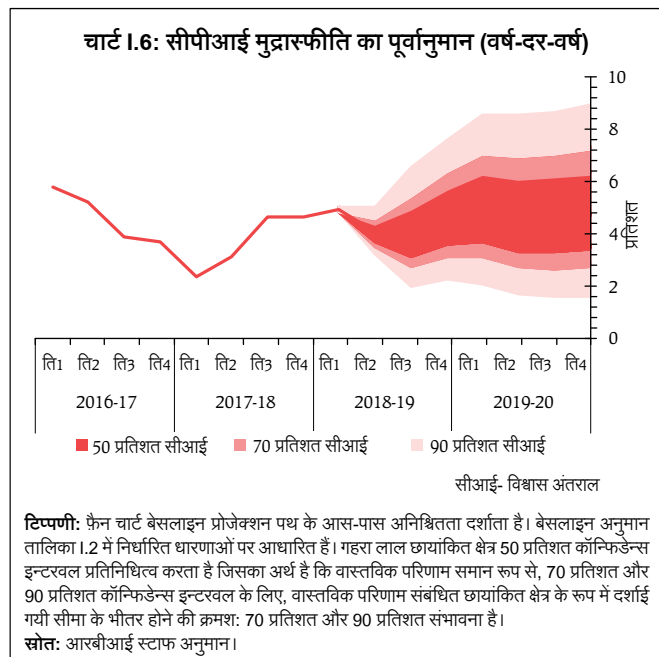
³ जुलाई-सितंबर 2018 राउंड के औद्योगिक आउटलुक सर्वेक्षण का परिणाम कंपनियों 1095 से प्राप्त उत्तर पर आधारित है।

⁴ रिज़र्व बैंक द्वारा पेशेवर अनुमानकर्ताओं के सर्वेक्षण के सितंबर 2018 दौर में 29 पैनेलिस्टों ने भाग लिया।

⁵ संरचनात्मक मॉडल का विवरण बैस, जारोमीर (2016), "क्वार्टर्ली प्रोजेक्शन मॉडल फॉर इंडिया: की एलीमेंट्स एंड प्रॉपर्टीज़," आरबीआई वर्किंग पेपर सीरीज, नं 08/2016 में उपलब्ध है।



है। केंद्र सरकार द्वारा घोषित एचआरए में वृद्धि का प्रत्यक्ष प्रभाव कम होने लगा है और दिसंबर 2018 तक पूरी तरह से फीका पड़ जाएगा। केंद्र सरकार के कर्मचारियों के लिए एचआरए के अनुमानित प्रभाव को छोड़कर सीपीआई मुद्रास्फीति 2018-19 की तीसरी तिमाही में 3.8 प्रतिशत और चौथी तिमाही में 4.5 प्रतिशत प्रत्याशित है। सन 2018-19 की चौथी तिमाही के लिए हेडलाइन मुद्रास्फीति के लिए 50 प्रतिशत और 70 प्रतिशत कॉन्फिडेंस इन्टरवल क्रमशः 3.6-5.7 प्रतिशत और 3.1-6.4 प्रतिशत होगा।



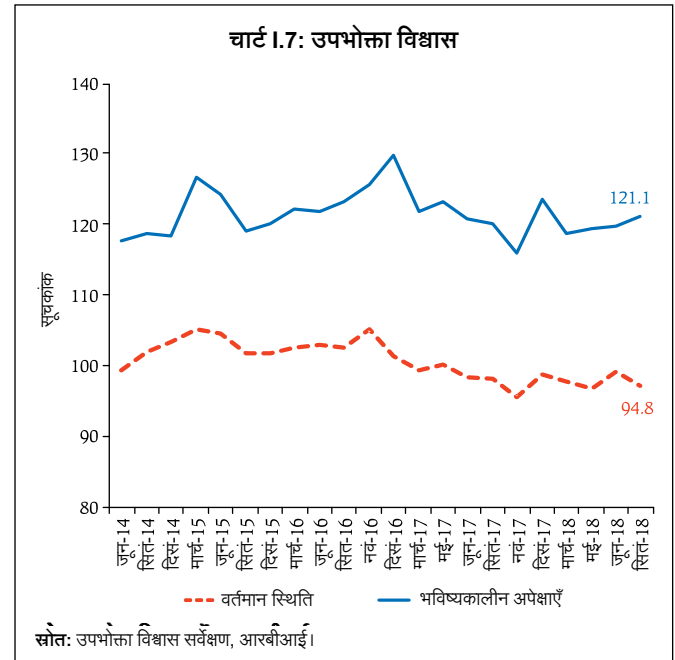
वर्ष 2019-20 के लिए यह मानकर कि मानसून सामान्य रहेगा और कोई बड़ा बाहरी आघात नहीं होगा, संरचनात्मक मॉडल अनुमान यह दर्शाते हैं कि मुद्रास्फीति 4.5-4.8 प्रतिशत के दायरे में रहेगी। 2019-20 की चौथी तिमाही के लिए 50 प्रतिशत और 70 प्रतिशत कॉन्फिडेंस इन्टरवल क्रमशः 3.4-6.3 प्रतिशत और 2.7-7.2 प्रतिशत होगा।

बेसलाइन मुद्रास्फीति पथ में अनेक बढ़ोतरी एवं गिरावट से संबंधित जोखिम शामिल हैं। जैसा कि पहले बताया गया है, खरीफ फसल के न्यूनतम समर्थन मूल्य में घोषित की गई बढ़ोतरी विगत समय में सर्वाधिक रही है, लेकिन सरकार द्वारा खरीद से संबंधित कार्यवाही के परिमाण एवं समयोचितता को लेकर अधिक अनिश्चितता है। बेसलाइन पूर्वानुमान के संदर्भ में अन्य बढ़ोतरी से संबंधित जोखिमों में कच्चे तेल के वैश्विक बाजार में आपूर्ति बाधाएं, अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजारों में अस्थिरता एवं राज्य सरकारों द्वारा परिमाणी एचआरए संशोधन के द्वितीय दौर के प्रभाव शामिल हैं। बढ़ते व्यापारिक तनावों के कारण वैश्विक वृद्धि में धीमेपन की वजह से तेल की मांग में कमी का प्रभाव बेसलाइन को नीचे ले जाने वाला प्रमुख जोखिम हो सकता है, इससे तेल की कीमतें कम हो सकेंगी।

1.3 संवृद्धि परिदृश्य

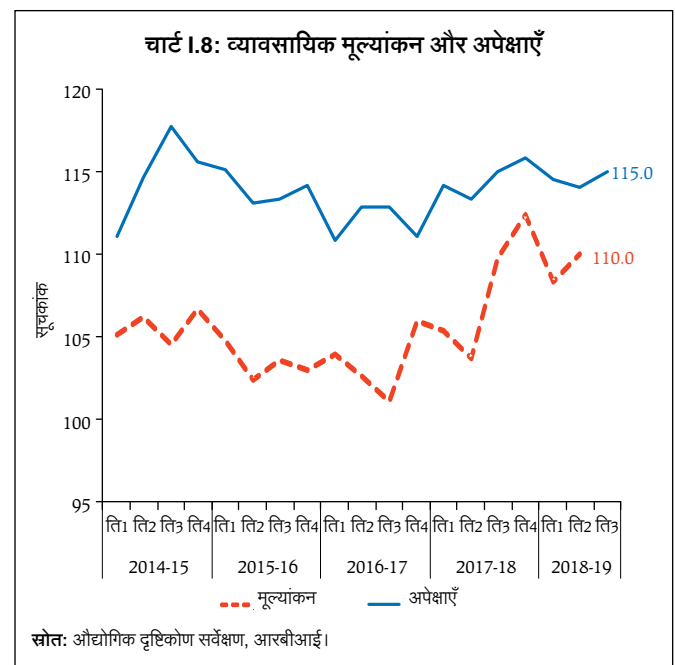
अप्रैल 2018 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट ने (क) वास्तु और सेवा कर (जीएसटी) में स्थिरता (ख) ऋण खपत में सुधार (ग) प्राथमिक बाजार में संसाधन संग्रहण से निवेश में बढ़ोतरी की संभावना (घ) सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों के पुनः पूंजीकरण की प्रक्रिया और दिवाला एवं शोधन अक्षमता संहिता (आईबीसी) के अधीन दबावग्रस्त आस्तियों का समाधान (ड.) वैश्विक व्यापार में उछाल, एवं (च) केंद्रीय बजट 2018-19 में ग्रामीण एवं आधारभूत संरचना क्षेत्र पर दिये गए जोर, के कारण 2018-19 में वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद (जीडीपी) से संबंधित संवृद्धि में तेजी का अनुमान लगाया है। इनमें से अधिकतम प्रत्याशाएं भिन्न-भिन्न सीमाओं तक साकार हो चुकी हैं। तथापि, जैसा कि पहले बताया गया है, वैश्विक व्यापार में वृद्धि अपनी समकालिक गति खोती हुई प्रतीत हो रही है एवं इससे भारत की निर्यात संबंधी संभावनाएं बाधित हो सकती हैं। दक्षिणी-पश्चिमी मानसून के असमान स्थानिक वितरण एक और कारक है जिसने कृषिगत परिदृश्य और मुद्रास्फीति के प्रति कुछ अनिश्चितता पैदा की है।

भविष्योन्मुख सर्वेक्षण की बात करें तो हम यह पाते हैं कि भारतीय रिजर्व बैंक के सितंबर 2018 दौर के सर्वेक्षण में अगले एक वर्ष में



उपभोक्ता संतुष्टि में औसत वृद्धि दर्शायी गई जो आय एवं कीमतों के मामले में आशावादी रुझान दिखाता है (चार्ट 1.7)।⁶

ऑर्डरों और बिक्री मूल्यों की बढ़ती संख्या की वजह से सितंबर 2018 में रिजर्व बैंक के औद्योगिक ऑउटलुक में आने वाली तिमाही के लिए विनिर्माण क्षेत्र में नई संभावनाएं जर्गी (चार्ट 1.8)।



⁶ रिजर्व बैंक द्वारा 13 महानगरों में यह सर्वेक्षण करवाया गया एवं सितंबर दौर का सर्वेक्षण 5,364 सहभागियों की प्रतिक्रिया पर आधारित है।

सारणी 1.3: कारोबारी प्रत्याशा सर्वे

मद	एनसीईआर बिजनेस कांफिडेंस इंडेक्स (अगस्त 2018)	फिक्की समग्र बिजनेस कांफिडेंस इंडेक्स (सितंबर 2018)	दून और ब्रेड-स्ट्रीट कम्पोजीट बिजनेस आइट-मिज्म इंडेक्स (जुलाई 2018)	सीआईआई बिजनेस कांफिडेंस इंडेक्स (सितंबर 2018)
सूचकांक का वर्तमान स्तर पिछले सर्वे के अनुसार सूचकांक	114.4	65.4	80.6	64.9
% परिवर्तन (ति-दर-ति) क्रम में	-12.9	-7.9	-5.2	8.0
% परिवर्तन (वर्ष -दर-वर्ष)	-15.9	-1.1	11.7	11.3

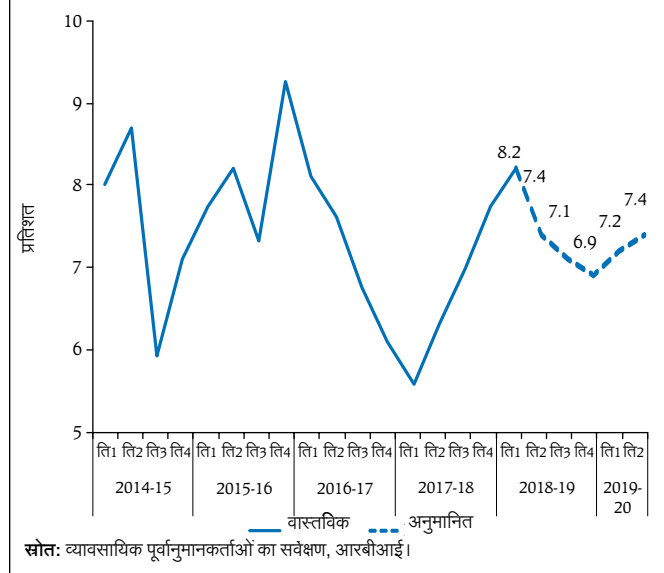
टिप्पणी: 1. एनसीईआर : नेशनल काउंसिल ऑफ एप्लाइड इकॉनॉमिक रिसर्च।
2. एफआईसीसीआई : फेडरेशन ऑफ इंडियन चेंबर्स ऑफ कॉमर्स एंड इंडस्ट्री।
3. सीआईआई : कॉन्फेडरेशन ऑफ इंडियन इंडस्ट्री।

अन्य एजेंसियों द्वारा किया गया सर्वेक्षण भविष्य में व्यापार संभावनाओं की मिली-जुली तस्वीर दर्शाता है (सारणी 1.3)। निक्की के खरीदारी प्रबंधकों के सर्वेक्षण(सितंबर 2018) में विनिर्माण और सेवा क्षेत्र की फर्म आने वाले वर्ष की आउटपुट संभावनाओं के बारे में आशावादी थीं जिसकी वजह मांग में अपेक्षित सुधार थी।

रिज़र्व बैंक सर्वेक्षण के सितंबर दौर में पेशेवर अनुमानकर्ताओं ने सकल घरेलू उत्पाद संवृद्धि को 2018-19 की पहली तिमाही के 8.2 प्रतिशत से घटकर चौथी तिमाही में 6.9 प्रतिशत होने और फिर वर्ष 2019-20 की दूसरी तिमाही में 7.4 प्रतिशत होने तक पहुंचने का अनुमान लगाया है।(चार्ट 1.9 और सारणी 1.4)

बेसलाइन धारणाओं, जून-अगस्त 2018 के दौरान मौद्रिक नीति में 50 आधार अंक की मजबूती, सर्वेक्षण संकेतक और मॉडल अनुमान को विचार में लेते हुए, वास्तविक जीडीपी वर्ष 2017-18 में 6.7 प्रतिशत से वर्ष 2018-19 में 7.4 प्रतिशत - पहली तिमाही में 8.2 प्रतिशत, दूसरी तिमाही में 7.4 प्रतिशत, तीसरी तिमाही में 7.3 प्रतिशत और चौथी तिमाही में 7.1 प्रतिशत सुधार होने का पूर्वानुमान किया गया है - जिसमें जोखिम बेसलाइन पथ के इर्द-गिर्द व्यापक रूप से संतुलित हैं (चार्ट 1.10)। वर्ष 2019-20 के लिए, सामान्य मानसून और कोई प्रमुख बाहरी या नीति आघात नहीं मानते हुए, संरचनात्मक मॉडल अनुमान 7.6 प्रतिशत वास्तविक जीडीपी वृद्धि और तिमाही वृद्धि दर 7.4-7.9 प्रतिशत के रेंज में रहने का संकेत देता है। सुदृढ़ हो रही निवेश गतिविधि और क्रेडिट वृद्धि में आ रही तेजी से बेसलाइन वृद्धि पूर्वानुमानों में ऊपर की ओर उछाल का पूर्वाग्रह होता है। हालांकि, प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं के हालिया संरक्षणवादी उपायों, मुद्रा स्पर्धा की आशंकाओं और

चार्ट 1.9: व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं द्वारा वास्तविक जीडीपी में संवृद्धि का पूर्वानुमान



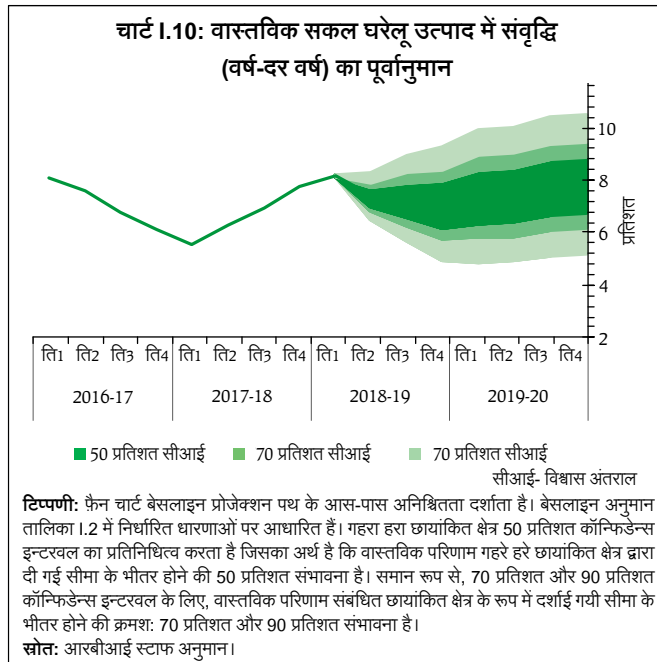
स्रोत: व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं का सर्वेक्षण, आरबीआई।

अमरीका तथा अन्य प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति सामान्यीकरण की गति से जुड़ी अनिश्चितताएं बेसलाइन वृद्धि पथ के लिए नकारात्मक जोखिम हैं।

सारणी 1.4: अनुमान : रिज़र्व बैंक और व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ता (प्रतिशत)

	2018-19	2019-20
रिज़र्व बैंक का बेसलाइन अनुमान		
मुद्रास्फीति, चौथी तिमाही (वर्ष दर वर्ष)	4.5	4.6
केंद्र सरकारी कर्मचारियों के लिए निर्धारित एचआरए के अनुमानित प्रभाव को छोड़कर मुद्रास्फीति। ति 4 (वर्ष दर वर्ष)	4.5	4.6
वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद (जीडीपी) संवृद्धि	7.4	7.6
व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं के माध्यिका अनुमान		
मुद्रास्फीति, चौथी तिमाही (वर्ष दर वर्ष)	4.5	5.1 [#]
वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद संवृद्धि	7.4	7.5
सकल घरेलू बचत (जीएनडीआई का प्रतिशत)	29.8	30.0
सकल फिक्स्ड पूंजी निर्माण (जीडीपी का प्रतिशत)	28.8	29.1
अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के ऋण में वृद्धि	12.0	12.3
संयुक्त सकल राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	6.2	5.9
केंद्र सरकार सकल राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	3.3	3.1
रेपो रेट (समाप्त-अवधि)	7.00	7.00 [#]
91-दिवसीय खजाना बिल पर प्रतिफल (समाप्त-अवधि)	7.2	7.2
10-वर्षीय केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों पर प्रतिफल (समाप्त-अवधि)	8.1	8.0
समग्र भुगतान शेष (यूएस \$ बिलियन)	-20.7	0.3
पण्य निर्यात वृद्धि	10.4	9.7
पण्य आयात वृद्धि	14.3	8.4
चालू खाता शेष (जीडीपी का प्रतिशत)	-2.7	-2.5

#: 2019-20 की दूसरी तिमाही के लिए पूर्वानुमान। जीएनडीआई: सकल राष्ट्रीय प्रयोज्य आय।
स्रोत: आरबीआई स्टाफ अनुमान; और व्यावसायिक पूर्वानुमानकर्ताओं का सर्वेक्षण (सितंबर 2018)।



1.4 जोखिमों का संतुलन

पिछले दो खंडों में प्रस्तुत मुद्रास्फीति और वृद्धि के बेसलाइन पूर्वानुमान कच्चे तेल की कीमतों, बाहरी मांग, विनिमय दरों में परिवर्तन और वित्तीय रुख (सारणी 1.2) के साथ-साथ उच्च एमएसपी के प्रभाव जैसे प्रमुख चरों से जुड़ी धारणाओं के अधीन हैं। बेसलाइन धारणाओं के इर्द-गिर्द कई अनिश्चितताएँ हैं, हालांकि, ये बेसलाइन पूर्वानुमानों के लिए जोखिम लिए हुए हैं। व्यावहारिक वैकल्पिक परिदृश्यों में बेसलाइन पूर्वानुमानों की संवेदनशीलता नीचे निर्धारित की गई है।

(i) कच्चे तेल की अंतरराष्ट्रीय कीमतें

विगत छह महीनों में विश्व में तेल की कीमतों में तेज उछाल से आउटलुक में अनिश्चितताएँ पैदा हुई हैं। बेसलाइन परिदृश्य में यह अनुमान किया गया है कि 2018-19 की दूसरी छमाही में कच्चे तेल की कीमतें (भारतीय बास्केट) 80 अमरीकी डालर प्रति बैरल रहेंगी। भूराजनैतिक घटनाक्रमों और आपूर्ति की बाधाओं से बेसलाइन धारणा में ऊपर की ओर का जोखिम उत्पन्न हो सकता है। भारत जैसे निवल ऊर्जा आयातक के लिए अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमत में उतार-चढ़ाव के डायनामिक्स का अत्यधिक समष्टि आर्थिक प्रभाव है। बॉक्स 1.1 एक परिदृश्य दिखाता है जिसमें भारतीय बास्केट में 10 प्रतिशत की बढ़ोतरी के साथ कीमत 88 अमरीकी डालर प्रति बैरल है जो कि मौजूदा वैश्विक कच्चे तेल की कीमत में अस्थिरता को देखते हुए व्यवहार्य है। इस परिदृश्य में मुद्रास्फीति 20 आधार अंक बढ़ सकती है और वास्तविक जीडीपी की वृद्धि में खंड 1.2 और

1.3 (चार्ट 1.11ए और 1.12ए) में दिए गए उनके तत्संबंधी बेसलाइनों की तुलना में लगभग 15 आधार अंक की कमी हो सकती है। यदि यह मानकर चलते हैं कि भारतीय बास्केट कच्चे तेल की कीमत 20 प्रतिशत बढ़कर 96 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल हो जाती है तो अपने संबंधित बेसलाइनों से मुद्रास्फीति 40 आधार अंक ऊपर और जीडीपी संवृद्धि 30 आधार अंक नीचे चली जाएगी। इसके विपरीत, कच्चे तेल की कीमतें यदि नरम होकर बेसलाइन धारणाओं के नीचे आ जाती हैं, उदाहरण के लिए, अनुमान से अधिक शेल गैस की आपूर्ति होती है और संरक्षणवादी उपायों के चलते वृद्धि में गिरावट के कारण अनुमान से कम वैश्विक मांग होती है। नतीजतन, यदि भारतीय बास्केट के कच्चे तेल की कीमत में 10 प्रतिशत की कमी हुई और यह 72 अमरीकी डालर प्रति बैरल हो गया तो मुद्रास्फीति में लगभग 20 आधार अंक की कमी के साथ वृद्धि में 15 आधार अंक की मजबूती आएगी।

(ii) वैश्विक संवृद्धि

बेसलाइन परिदृश्य में, 2017 की तुलना में 2018 और 2019 के दौरान वैश्विक संवृद्धि में मजबूती की आशा है। हालांकि 2018 की दूसरी तिमाही में वैश्विक संवृद्धि की गति बरकरार रही, आउटलुक में नए जोखिमों के घिराव से यह असमान हो गई। बढ़ता संरक्षणवाद और उभरते वैश्विक राजनीतिक तनाव बाह्य मांग दबाव डाल सकते हैं। अमरीकी मौद्रिक नीति सामान्यीकरण और विस्तारोन्मुखी अमरीकी राजकोषीय नीति की पृष्ठभूमि में वित्तीय स्थितियों को कठोर किये जाने और आगे सामान्यीकरण की गति के विषय में अनिश्चितता के कारण भी वैश्विक मांग में मंदी आ सकती है। यदि वैश्विक संवृद्धि में 50 आधार अंक की गिरावट होती है तो घरेलू विकास और मुद्रास्फीति अपने संबंधित बेसलाइन प्रक्षेप पथ से लगभग 20 आधार अंक और 10 आधार अंक नीचे आ सकती है। हालांकि, प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में अगर मुद्रास्फीति नरम रहती है तो इन अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति सामान्यीकरण की क्रमिक गति के अधिक रहने से वैश्विक मांग और वैश्विक पण्य कीमतें बढ़ सकती हैं। इस परिदृश्य में, वैश्विक संवृद्धि में 25 आधार अंकों की अनुमानित उछाल होने पर, घरेलू संवृद्धि और मुद्रास्फीति में क्रमशः लगभग 10 आधार अंक और 5 आधार अंक की वृद्धि हो सकती है (चार्ट 1.11ए और 1.12ए)।

(iii) मकान किराया भत्ता - राज्यों द्वारा लागू किया जाना

सातवें केंद्रीय वेतन आयोग (सीपीसी) की सिफारिशों के आधार पर केंद्र सरकार द्वारा अपने कर्मचारियों के लिए वेतन और भत्ते में बढ़ोतरी के बाद, कुछ राज्य सरकारों ने अपने कर्मचारियों के वेतन

बॉक्स I.1 : कच्चे तेल की कीमतों का समष्टि-अर्थशास्त्र

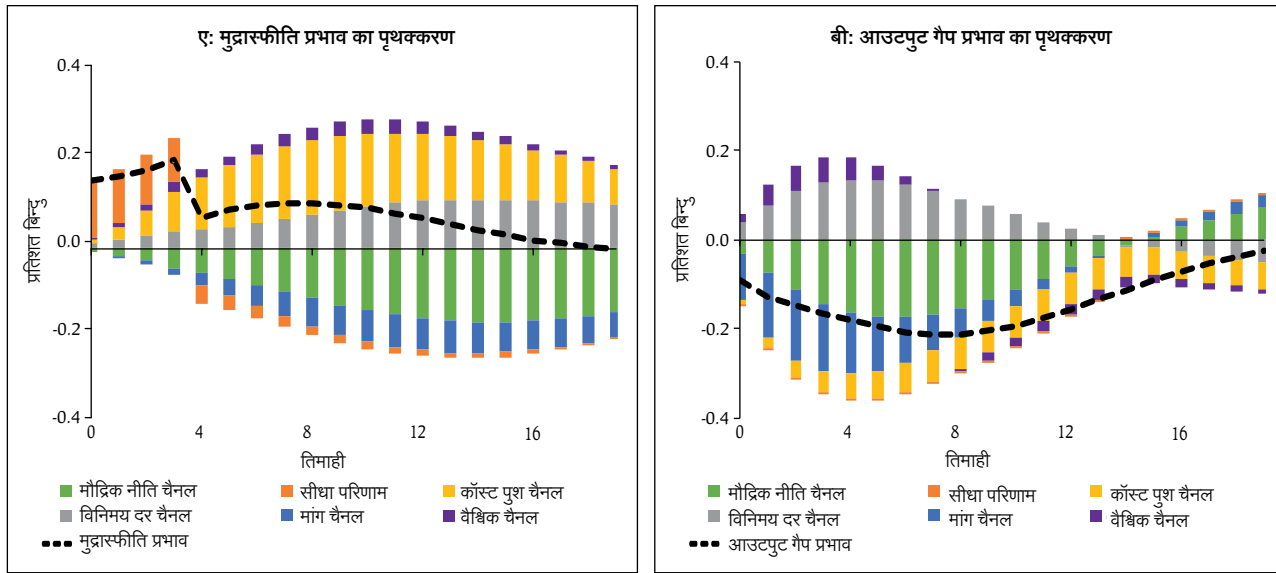
कच्चे तेल की कीमतें (भारतीय बास्केट) जून 2017 के 47 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल के स्तर से बढ़कर सितंबर 2018 में 78 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल पर पहुंच गईं, जिसमें 15 माह की अवधि में 67 प्रतिशत की बढ़ोतरी दर्ज हुई है। यह अनुमान लगाया जाता है कि कच्चे तेल की अंतरराष्ट्रीय कीमत में 10 अमरीकी डॉलर की बढ़ोतरी होने से ओईसीडी क्षेत्र के उत्पादन स्तर में दो वर्ष के बाद 20 आधार अंकों की कमी आ सकती है तथा पहले वर्ष में मुद्रास्फीति में 20 आधार अंकों और दूसरे वर्ष में 10 आधार अंकों की बढ़ोतरी हो सकती है (ओईसीडी, 2011)। जहां तक भारत जैसे निवल ऊर्जा के बड़े आयातकर्ता का संबंध है – भारत के मामले में कच्चे तेल की अपेक्षा के 80 प्रतिशत हिस्से की पूर्ति आयात द्वारा की जाती है – हाल के अनुमानों से यह पता चलता है कि वास्तविक जीडीपी संवृद्धि दर मौजूदा अनुमानित स्तर से कम हो सकती है, वहीं, मुद्रास्फीति निर्धारित लक्ष्य से काफी बढ़ सकती है, जिसके कारण मौजूदा अनुकूल समष्टि-आर्थिक परिस्थितियां बाधित हो सकती हैं। इसके अलावा, यह अनुमान लगाया गया है कि कच्चे तेल के एक बैरल की कीमत में होने वाली प्रत्येक 1 अमरीकी डॉलर की बढ़ोतरी के कारण भारत के चालू खाता घाटे में 0.8 बिलियन अमरीकी डॉलर की बढ़ोतरी हो सकती है।

कच्चे तेल की कीमतों में बढ़ोतरी होने से कई माध्यमों से आर्थिक गतिविधि बाधित होती है। अतः एक सामान्य संतुलन परिप्रेक्ष्य

में उनके प्रभावों की जांच करना ज़रूरी है। रिजर्व बैंक के बहु-उपयोगी तिमाही पूर्वानुमान मॉडल (क्यूपीएम), जिसका विश्लेषण नए कीन्सियन फाउंडेशन⁷ पर आधारित है, के पूर्वानुमान और नीति विश्लेषण प्रणाली (एफपीएस) में ऐसे विभिन्न माध्यमों को समाविष्ट करने का लचीलापन मौजूद है। लागत-प्रेरित माध्यम एक ऐसा माध्यम है जो गैर-नियंत्रित ईंधन उत्पादों, अर्थात पेट्रोल और डीजल की कीमतों के जरिए काम करता है। इसके कारण ऊर्जा लागतों का प्रभाव परिवहन और अन्य मध्यवर्ती सेवाओं सहित फर्म की इनपुट लागतों पर पड़ता है। इसके अलावा, कच्चे तेल की कीमतों में बढ़ोतरी का प्रभाव वैश्विक मांग, आयात और निर्यातों के मामले में कीमत के प्रतिकूल उतार-चढ़ाव, तथा विनिमय दर में अनुचित अस्थिरता के माध्यम से घरेलू अर्थव्यवस्था पर पड़ता है। ऐसे विविध माध्यमों के कारण ऊर्जा और गैर-ऊर्जा खपतों में बदलाव, उत्पादन में कमी और मुद्रास्फीति में बढ़ोतरी हो जाती है। इन परिणामों के प्रति मौद्रिक नीति की प्रतिक्रिया से समष्टि-आर्थिक समायोजनों की कड़ी शुरु हो सकती है।

क्यूपीएम में ऐसे विविध माध्यमों का वर्णन किया गया है, जिनके माध्यम से संचारण कार्य संपन्न होता है (चार्ट I.1.1)। कच्चे तेल की अंतरराष्ट्रीय कीमतों में 10 प्रतिशत की बढ़ोतरी होने से पेट्रोलियम उत्पादों की कीमतें प्रभावित होती

चार्ट I.1.1: 10 प्रतिशत कच्चे तेल की कीमत आघात का पृथक्करण (यूएस \$ 80 प्रति बैरल पर)

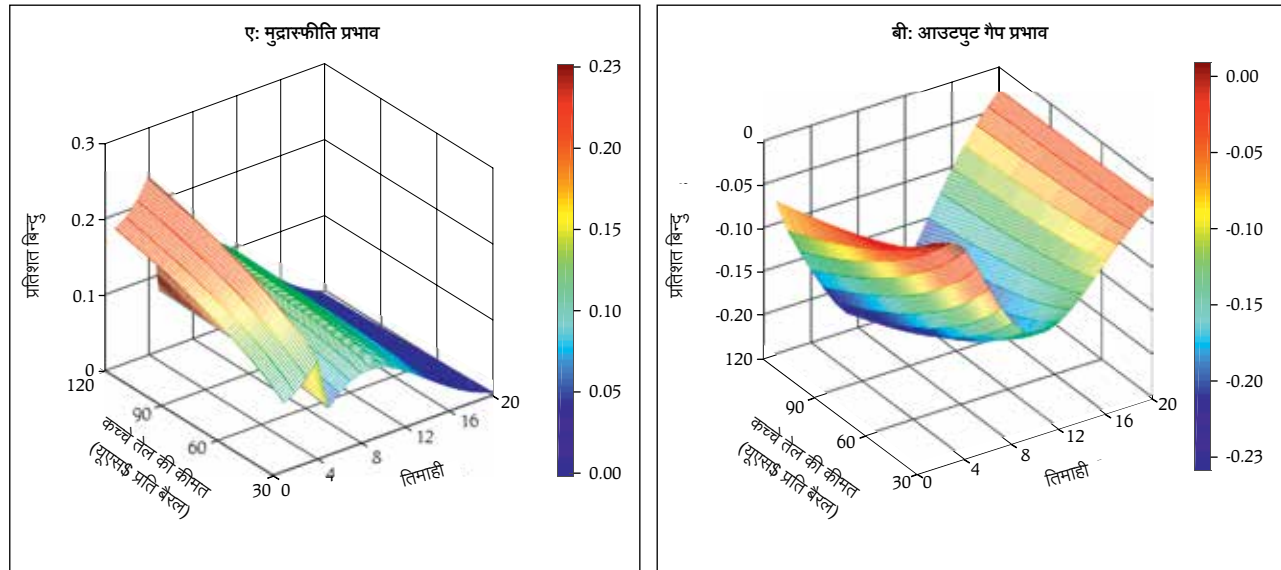


स्रोत: आरबीआई स्टाफ अनुमान।

(जारी...)

⁷ क्यूपीएम ऐसे नए केन्सियन मुख्य अर्थव्यवस्था मॉडलों की पद्धति से संबंधित है, जिनमें मौद्रिक नीति अल्पावधि में उत्पादन गतिकी की दृष्टि से महत्वपूर्ण होती है। उसमें उत्पादन अंतराल (आईएस वक्र), मुद्रास्फीति (फिलिप्स वक्र), अल्पावधिक ब्याज दर (जो एक नीतिगत प्रतिक्रिया का मामला है) तथा विनिमय दर (कवर-रहित ब्याज समता की स्थिति) का समीकरण उपलब्ध है। उक्त मॉडल में ऐसे प्रमुख भारत-विशेष क्षेत्रगत ब्योरे व गतिकी का विवेचन किया गया है, जैसे खाद्य और ईंधन मूल्य की गतिकी तथा मुद्रास्फीति के गैर-खाद्य गैर-ईंधन घटकों पर उसका प्रभावी प्रभाव।

चार्ट I.1.2: 10 प्रतिशत कच्चे तेल की कीमत आघात का प्रभाव (कच्चे तेल की कीमत के विभिन्न स्तरों पर)



स्रोत: आरबीआई स्टाफ अनुमान।

हैं। इसके तुरंत बाद हेडलाइन मुद्रास्फीति में 13 आधार अंकों की बढ़ोतरी होती है, जिसके ठीक होने में एक वर्ष का समय लग जाता है। इसके अलावा, पेट्रोलियम कीमतों में बढ़ोतरी होने से लागत-प्रेरित प्रभाव बढ़ने लगते हैं, जिसके कारण हेडलाइन मुद्रास्फीति में 15 आधार अंकों की बढ़ोतरी हो जाती है। तेल से इतर पदार्थों पर खर्चा कम करके, मांग में कमी करके जनता अपनी प्रतिक्रिया दिखाती है। जिस हद तक फर्म तेल की कीमतों की बढ़ोतरी को उत्पाद की कीमतों में पास थ्रू नहीं कर पाते हैं, उस हद तक उनके लाभ मार्जिनों, नकदी प्रवाहों और निवेश में कमी आती है। परिणामस्वरूप, सकल मांग में गिरावट आती है, जिसके कारण मुद्रास्फीति में 5-10 आधार अंकों के दायरे में नकारात्मक प्रभाव पड़ता है। कच्चे तेल की कीमत में बढ़ोतरी होने से व्यापार घाटा बुरी तरह प्रभावित होता है, जिसके कारण रुपये पर गिरावट का दबाव पड़ता है और मुद्रास्फीति में अतिरिक्त 10 आधार अंकों की बढ़ोतरी होती है। परिणाम स्वरूप मुद्रास्फीति के लक्ष्य को हासिल करने के लिए मौद्रिक नीति में सख्ती बरतना ज़रूरी हो जाता है। मौद्रिक नीति की प्रतिक्रिया से उत्पादन अंतराल बढ़ता है, मांग पर दबाव पड़ता है और उसके कारण मुद्रास्फीति में कमी आती है। चरम स्तर की बात करें तो कच्चे तेल की कीमत में 10 प्रतिशत बढ़ोतरी का प्रभाव संवृद्धि में 15 आधार अंकों की गिरावट और हेडलाइन मुद्रास्फीति में लगभग 20 आधार अंकों की बढ़ोतरी कर सकता है।

जहां तक घरेलू मुद्रास्फीति और उत्पादन पर कच्चे तेल की कीमतों के प्रभाव का संबंध है वह न केवल कच्चे तेल की कीमतों तक, बल्कि अपने प्रारंभिक स्तर पर भी निर्भर करता है। इसका मुख्य कारण यह

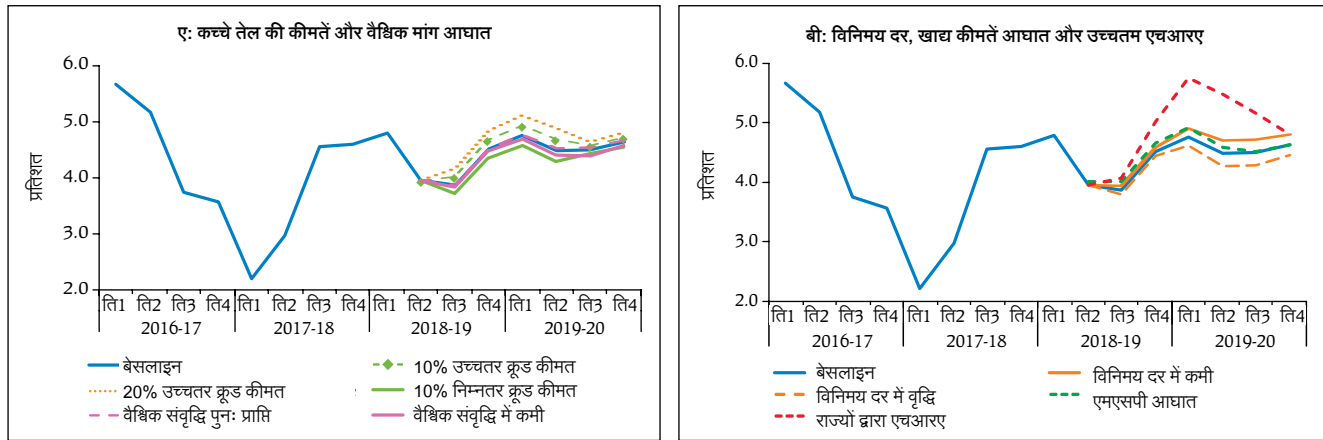
है कि पेट्रोलियम उत्पादों की खुदरा कीमतों में कई ऐसे तत्व शामिल हैं – उदाहरण के लिए, उत्पाद शुल्क और रिफाइनिंग लागतें – जिन्हें बहुत हद तक ठीक किया जा सकता है, वहीं, आधारभूत कीमत का स्तर कच्चे तेल की अंतरराष्ट्रीय कीमतों और विनिमय दर में होने वाले उतार-चढ़ावों के अनुरूप होता है। मूल्य वर्द्धित कर का घटक डीलरों द्वारा प्रभारित कीमतों (उत्पाद शुल्क सहित) के अनुरूप होता है। जैसे-जैसे कच्चे तेल की कीमतें बढ़ती हैं वैसे-वैसे नियत तत्वों का अनुपात कम होता है और घरेलू व डीजल मुद्रास्फीति पर कच्चे तेल की कीमतों का प्रभाव बढ़ता है, जिसके परिणामस्वरूप समग्र मुद्रास्फीति और उत्पादन प्रभावित होता है (चार्ट I.1.2)। उदाहरण के लिए, यदि कच्चे तेल की कीमत में 10 प्रतिशत बढ़ोतरी होकर वह 30 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल से 33 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल पर पहुंच जाती है तो मुद्रास्फीति में 13 आधार अंकों की बढ़ोतरी होती है, वहीं, यदि वह 100 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल से बढ़कर 110 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल हो जाए तो मुद्रास्फीति में लगभग 22 आधार अंकों की बढ़ोतरी होगी।

संदर्भ:

बेनेस, जरोमिर और उनके सहयोगी (2016), “भारत के लिए तिमाही पूर्वानुमान मॉडल : प्रमुख तत्व और विशेषताएं” आरबीआई वर्किंग पेपर शृंखला, सं. 08/2016

ओईसीडी (2011), “आर्थिक गतिविधि और मुद्रास्फीति पर तेल की बढ़ती कीमत का प्रभाव”, ओईसीडी अर्थशास्त्र विभाग का नीतिगत नोट, सं.4

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



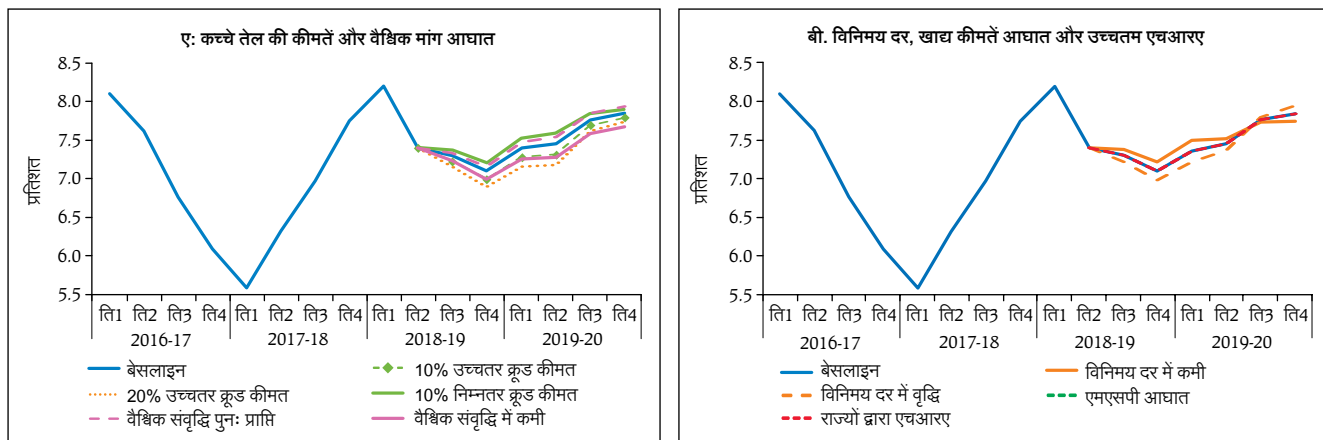
और भत्तों में संशोधन किया है। केंद्र सरकार के समान आदेश के समान ही यदि सभी राज्य सरकारें वेतन और भत्तों में बढ़ोतरी को लागू करती हैं और ये सीपीआई हेडलाइन में भी दिखाए जाते हैं, विशेषकर एचआरए, तो मकान किराए के प्रत्यक्ष सांख्यिकीय प्रभाव से सीपीआई मुद्रास्फीति बेसलाइन से लगभग 100 आधार अंक ऊपर जा सकती है (चार्ट I.11बी); उच्च मांग और मुद्रास्फीति अपेक्षाओं से अतिरिक्त अप्रत्यक्ष प्रभाव भी पैदा हो सकते हैं। एमपीसी द्वारा हाल में दिए गए प्रस्तावों में उल्लेख किया गया है कि एचआरए संशोधन के प्रत्यक्ष सांख्यिकीय प्रभावों को नीतिगत उद्देश्यों के लिए देखा जाएगा, जबकि आगे आने वाले समय में इसके दूसरे चक्र के प्रभावों से भी सावधान रहना होगा।

(IV) विनिमय दर

घरेलू और वैश्विक घटनाओं के कारण अप्रैल-सितंबर के दौरान अमरीकी डॉलर के मुकाबले भारतीय रुपये में गिरावट आई।

अमरीकी फेड द्वारा मौद्रिक नीति के सामान्यीकरण में तेजी, व्यापार संरक्षणवाद में बढ़ोतरी, मुद्रा संघर्ष का खतरा और अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की उच्च कीमत कुछ ऐसे कारक हैं जिनके कारण भारतीय रुपये में आगे और गिरावट का दबाव रहेगा। बेसलाइन के मुकाबले भारतीय रुपये में लगभग 5 प्रतिशत का मूल्यहास होने से मुद्रास्फीति लगभग 20 आधार अंक बढ़ सकती है, जबकि शुद्ध निर्यात की संभावना 15 आधार अंक तक बढ़ सकता है। दूसरी तरफ, सरकार द्वारा निवेश को बढ़ावा देने के लिए उठाए गए विभिन्न कदमों और अपने सम-समूहों के मुकाबले यथोचित रूप से मजबूत घरेलू बुनियादी सिद्धांतों के चलते भारत बड़ी मात्रा में निवेश को आकर्षित कर सकता है। इस परिदृश्य में भारतीय रुपये में 5 प्रतिशत की वृद्धि दर्ज होने से मुद्रास्फीति में 20 आधार अंक तक कमी और 2018-19 में सकल घरेलू उत्पाद में लगभग 15 आधार अंक तक वृद्धि हो सकती है (चार्ट I.11बी और I.12बी)।

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



(v) खाद्य स्फीति

सरकार द्वारा खरीफ फसलों के लिए जुलाई 2018 में घोषित एमएसपी में बड़ी वृद्धि से खाद्य मुद्रास्फीति पर प्रत्यक्ष प्रभाव पड़ सकता है। दूसरे दौर में इसका प्रभाव सापेक्ष मूल्य समायोजन के माध्यम से हेडलाइन मुद्रास्फीति और उच्च ग्रामीण आय के कारण ज्यादा मांग से मुद्रास्फीति में वृद्धि पर असर पड़ सकता है। आधारभूत अनुमानों में मुद्रास्फीति पर एमएसपी में वृद्धि के संभावित प्रभाव को शामिल किया गया है, यह मानते हुए कि विगत समय में रही प्रवृत्ति के अनुरूप (बॉक्स II.1) सरकार द्वारा सामान्य खरीद की जाएगी। लेकिन, यदि सरकारी खरीद संभावना से ज्यादा कर ली जाती है, तो हेडलाइन मुद्रास्फीति बेसलाइन से लगभग 20 आधार अंक तक बढ़ सकती है।

(VI) राजकोषीय स्लिपेज

केंद्रीय और राज्यों के बजट 2018-19 में की गई घोषणा में बेसलाइन अनुमानों का महत्व राजकोषीय रुख के रूप में होता है। राज्यों द्वारा बिना बजट के कृषि ऋण में छूट, उच्च न्यूनतम समर्थन मूल्य के साथ-साथ खाद्यान खरीद की कार्रवाई, वित्तीय दृष्टिकोण से जोखिमपूर्ण हैं। केंद्र और / या राज्य स्तर पर राजकोषीय स्लिपेज की स्थिति में इसका परिणाम बाजार में अस्थिरता, निजी निवेश और

उच्च मुद्रास्फीति हो सकता है। हालांकि, इन जोखिमों का मात्रात्मक अनुमान अप्रैल 2019 के एमपीआर के आगामी डेटा पर निर्भर होगा।

1.5 निष्कर्ष

संक्षेप में, 2017-18 के तुलना में 2018-19 में वास्तविक जीडीपी में तेज वृद्धि की उम्मीद है, जिसमें पहली छमाही की तुलना में दूसरी छमाही में वृद्धि की गति सहज रहेगी। वस्तु और सेवा कर में स्थिरता, दिवालिया व शोधन अक्षमता संहिता के तहत दबावग्रस्त आस्तियों के समाधान में हुई प्रगति और बैंक तुलन पत्र को मजबूत करने की दिशा में की गई पहल, आर्थिक और निवेश गतिविधियों को बल प्रदान कर रही हैं। हालांकि, अनिश्चित वैश्विक परिवेश, घरेलू विकास के लिए एक प्रबल नकारात्मक जोखिम उत्पन्न कर रहा है।

मुद्रास्फीति का जो वर्तमान स्तर है उसमें वृद्धि होने की संभावना है क्योंकि खरीफ फसलों के लिए एमएसपी के कारण घरेलू खाद्य मुद्रास्फीति में वृद्धि होगी जिससे अनुकूल आधारगत प्रभाव समाप्त हो जाएगा। अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजारों में अस्थिरता और कच्चे तेल की अस्थिर कीमतों के कारण प्राथमिक रूप से मुद्रास्फीति आउटलुक के बढ़ने के जोखिम की संभावना पैदा करती है।

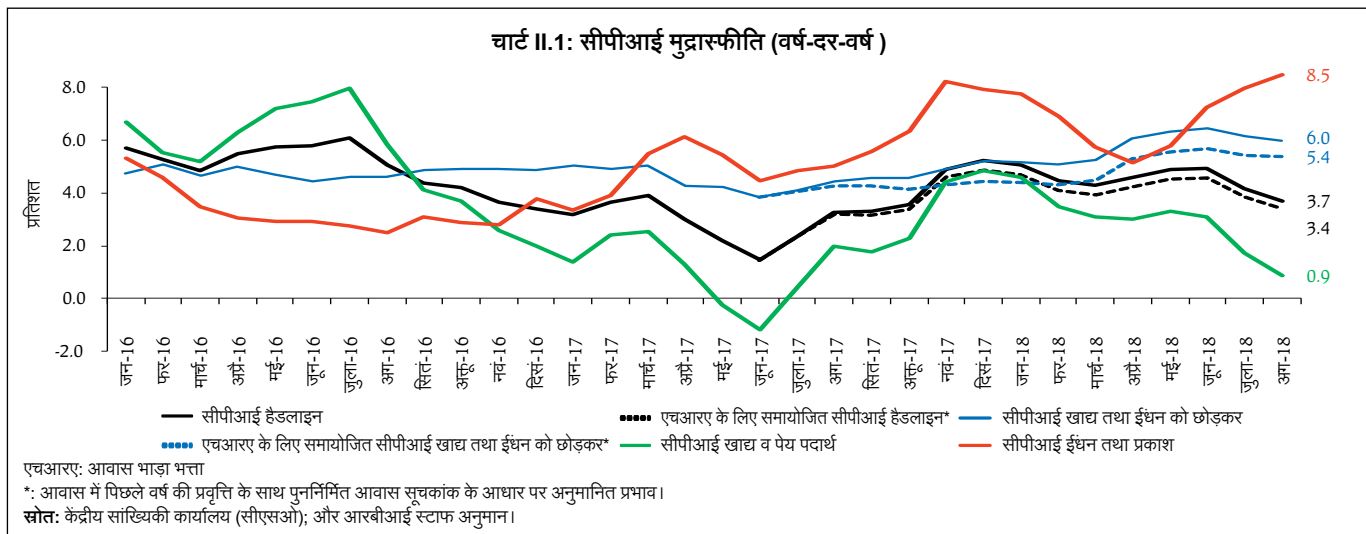
II. कीमत और लागतें

पहली तिमाही में सभी श्रेणी के गैर-खाद्य पदार्थों की कीमतों में तीव्रवृद्धि (7वें सीपीसी के एचआरए वृद्धि के प्रभाव सहित) के उपरांत 2018-19 की दूसरी तिमाही में खाद्य कीमतों के उतार-चढ़ाव में असामान्य कमी आने के कारण मुद्रास्फीति सहज हुई। प्रमुखतः तेल की कीमतों में बढ़ोतरी के कारण इनपुट लागतें पहली तिमाही में तेजी से बढ़ीं और दूसरी तिमाही में मजबूत बनी रहीं। ग्रामीण और संगठित दोनों ही क्षेत्रों में मजदूरी का दबाव काबू में बना रहा।

वर्ष 2018-19 की पहली छमाही में, उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) मुद्रास्फीति को आकार देने वाले विविध कारक रहे। प्रमुख समूहों के अंदर, 2018-19 की प्रथम तिमाही में खाद्य मुद्रास्फीति में नरमी रही और जुलाई एवं अगस्त 2018 में इसमें तेजी से गिरावट आई, ईंधन और बिजली में मुद्रास्फीति उल्लेखनीय रूप से बढ़ी जो कि अंतरराष्ट्रीय कीमतों के अनुरूप थी। खाद्य तथा ईंधन को छोड़कर सीपीआई में 2018-19 की पहली तिमाही में भी मजबूती बनी रही तथा जुलाई-अगस्त में कुछ हद तक नरमी के साथ उच्च स्तर पर बनी रही। केंद्र सरकार के कर्मचारियों के लिए मकान किराया भत्ते (एचआरए) में हुई वृद्धि का प्रभाव जुलाई से हेडलाइन मुद्रास्फीति में दिखना शुरू हो गया है।¹ मकान किराए भत्ते (एचआरए) के प्रभाव को समायोजित करने के प्रयोजन से, अगस्त में हेडलाइन मुद्रास्फीति का आकलन प्रिंट में 3.7 प्रतिशत की तुलना में 3.4 प्रतिशत किया गया और खाद्य

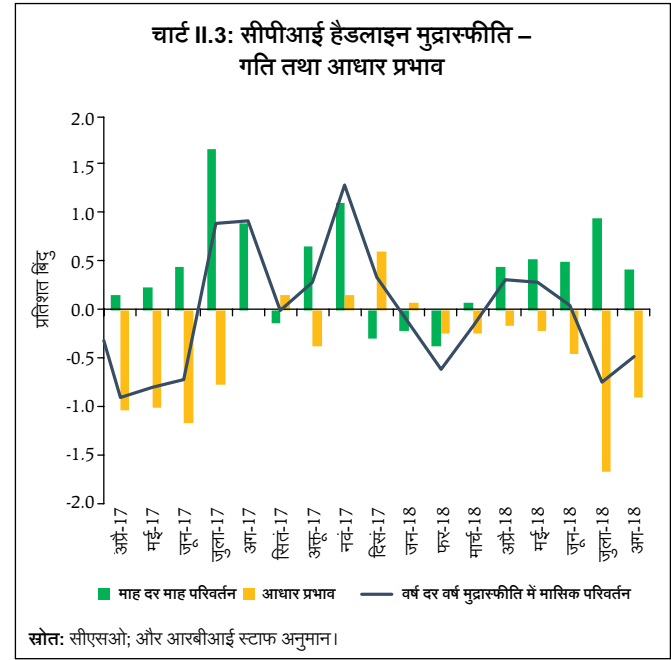
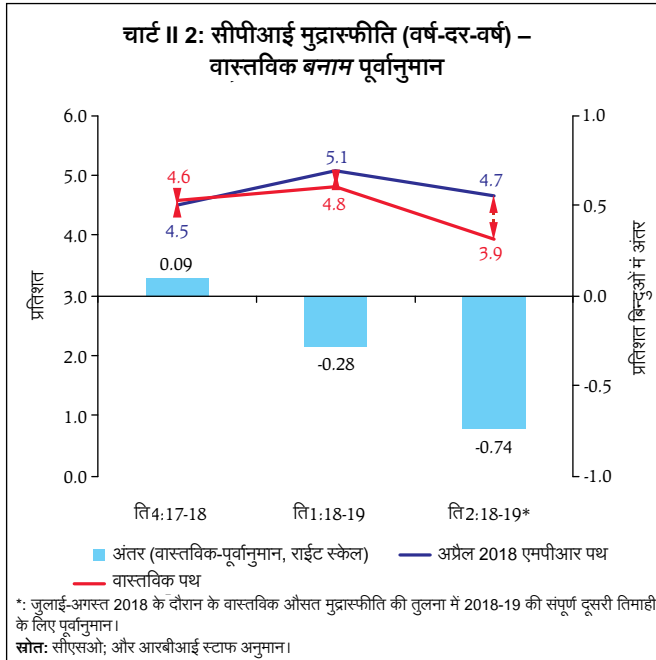
तथा ईंधन को शामिल नहीं करते हुए सीपीआई में 5.4 प्रतिशत की मुद्रास्फीति का आकलन किया गया जबकि रीडिंग 6.0 प्रतिशत थी (चार्ट II.1)²

अप्रैल 2018 के एमपीआर में अनुमान लगाया गया था कि 2017-18 की चौथी तिमाही में सीपीआई मुद्रास्फीति 4.6 प्रतिशत से बढ़कर 2018-19 की प्रथम तिमाही में 5.1 प्रतिशत रहेगी और फिर दूसरी तिमाही में संयमित होकर 4.7 प्रतिशत पर रहेगी। एचआरए के अनुमानित प्रभाव को आकलन में लिए बिना, सीपीआई मुद्रास्फीति का अनुमान पहली तिमाही में 4.7 प्रतिशत और दूसरी तिमाही में संयमित होकर 4.4 प्रतिशत तक किया गया। वास्तविक मुद्रास्फीति परिमाण के मामले में, इन अनुमानों को दिशात्मक रूप से ट्रैक किया है; हालांकि, मुद्रास्फीति ने अनुमानों को काफी पीछे छोड़ दिया-प्रथम तिमाही तक 28 आधार अंक और दूसरी तिमाही के अगस्त तक 74 आधार अंक (चार्ट II.2)-यह अंतर विशेष रूप से दूसरी तिमाही में आश्चर्यजनक रूप से फलों की कीमतों में नरमी और गर्मी के महीनों में सब्जियों की कीमतों में उम्मीद से कम मजबूती के कारण रहा। सन 2017-18 की चौथी तिमाही में खाद्य मुद्रास्फीति 3.7 प्रतिशत से घटकर 2018-19 की प्रथम तिमाही में 3.1 प्रतिशत हो गयी। यह एक महत्वपूर्ण विकास है क्योंकि यह विमुद्रीकरण के बाद का प्रभाव है जो एक वर्ष पूर्व प्रथम तिमाही में फलों और सब्जियों के दामों में गिरावट को दर्शाता है। इसके बाद, खाद्य मुद्रास्फीति जुलाई-अगस्त में 1.3 प्रतिशत तक गिर गई क्योंकि मजबूत अनुकूल आधार प्रभाव खाद्य कीमतों की कमजोर स्थिति के साथ मेल खा रही थी। वस्तुतः कच्चे तेल की कीमतों में अनुमानित उच्चतर



¹ भारत सरकार ने जुलाई 2017 से सातवें केंद्रीय वेतन आयोग (सीपीसी) की सिफारिश के अनुसार एचआरए में 105.6 प्रतिशत की वृद्धि को लागू किया।

² हेडलाइन मुद्रास्फीति का आकलन वर्ष-दर-वर्ष अखिल भारतीय संयुक्त सीपीआई (ग्रामीण + शहरी) में आए बदलाव के आधार पर किया जाता है।



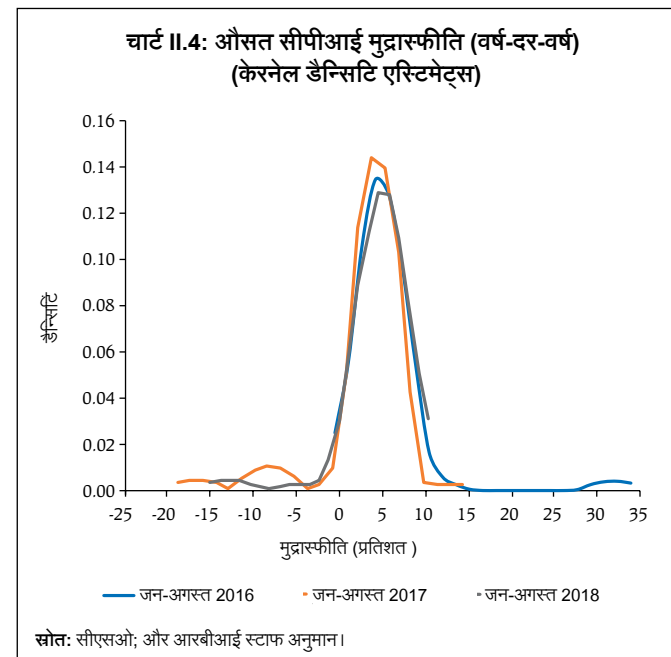
प्रभाव को खाद्य की महंगाई के समायोजनकारी प्रभाव ने अधिक क्षीण किया- अप्रैल 2018 में 68 अमेरिकी डॉलर प्रति बैरल के आधारभूत अनुमान की तुलना में 2018-19 की पहली तिमाही के दौरान औसतन 73.5 डॉलर प्रति बैरल।

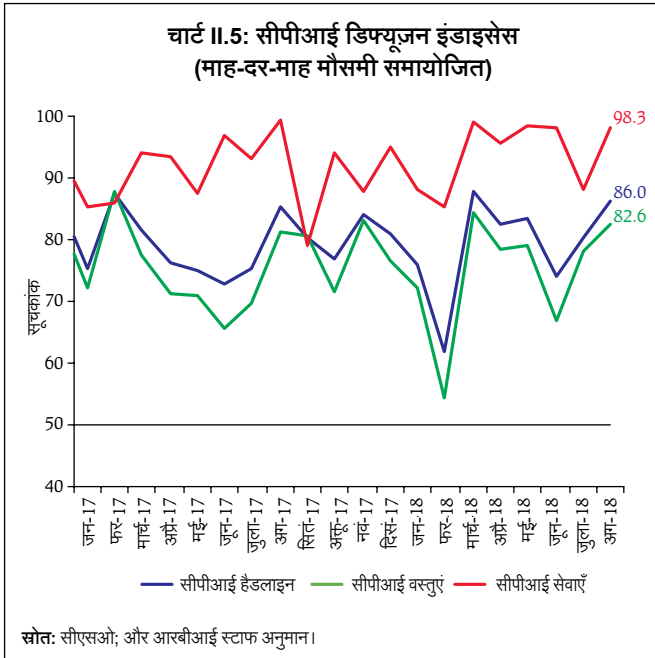
II.1 उपभोक्ता मूल्य

जैसा कि पहले बताया गया है, 2018-19 की पहली तिमाही में शीर्ष मुद्रास्फीति गतिशीलता ने सभी घटकों के बीच अलग-अलग उतार-चढ़ाव को प्रतिबिंबित किया है, जो तभी स्पष्ट होते हैं जब गति और आधार-प्रभाव विघटित कर दिए जाते हैं। खाद्य पदार्थों के मामले में, सब्जियों की कीमतों में असामान्य रूप से कम उतार-चढ़ाव और फलों की कीमतों में पहली छमाही में अप्रत्याशित गिरावट आई है। दूसरी तिमाही में, आधार प्रभाव अनुकूल हो गए और असामान्य रूप से कम गति के साथ खाद्य मुद्रास्फीति को केवल 1.3 प्रतिशत (अगस्त 2018 तक) तक छह साल (7.1 प्रतिशत) की तिमाही प्रवृत्ति स्तर से नीचे खींच लिया है। खाद्य और ईंधन वस्तुओं को छोड़कर, पहली तिमाही में अप्रैल-मई के दौरान कीमतों में निरंतर तेजी बनी रही। इसके बाद दूसरी तिमाही में तेजी का असर अनुकूल आधारभूत प्रभावों के चलते संतुलित रहा। परिणामस्वरूप, मार्च 2018 में 4.3 प्रतिशत से बढ़कर हेडलाइन मुद्रास्फीति की एक जैसी सख्त बने रहने की स्थिति जून तक 4.9 प्रतिशत हो गई और अगस्त में मुद्रास्फीति 3.7 प्रतिशत गिर गई (चार्ट II.3)।

कुल मिलाकर, अब तक वर्ष 2018 में सीपीआई समूहों में मुद्रास्फीति के वितरण ने 2017, ऐसी अवधि जिसमें विमुद्रीकरण के बाद खाद्य-

स्फीति में संयतता से नरम स्फीति की रीडिंग को भी देखा गया था, में परिणामों के साथ आश्चर्यजनक समानताएं दर्शाई थीं। माध्यिका मुद्रास्फीति दर दोनों वर्षों में 4.3-4.8 प्रतिशत की सीमा में थी और खाद्य मूल्यों में गिरावट के कारण मुद्रास्फीति में काफी ऋणात्मक झुकाव देखा गया, जो दाल और चीनी की कीमतों में अवस्फीति के कारण था (चार्ट II.4)। सीपीआई वस्तुओं में मूल्य परिवर्तन के प्रसार सूचकांक से पता चलता है कि एक मौसमी समायोजित आधार पर, माल और लगभग सभी सेवाओं के प्रसार को बढ़ाने से जुलाई के बाद कीमतों में





बढ़ोतरी हुई है, जिससे यह संकेत मिलता है कि सभी वस्तुओं और सेवाओं में सामान्यीकृत बढ़ोतरी के साथ-साथ नरम हेडलाइन स्फीति रीडिंग भी हो रही है (चार्ट II.5)³

II.2 मुद्रास्फीति के संचालक

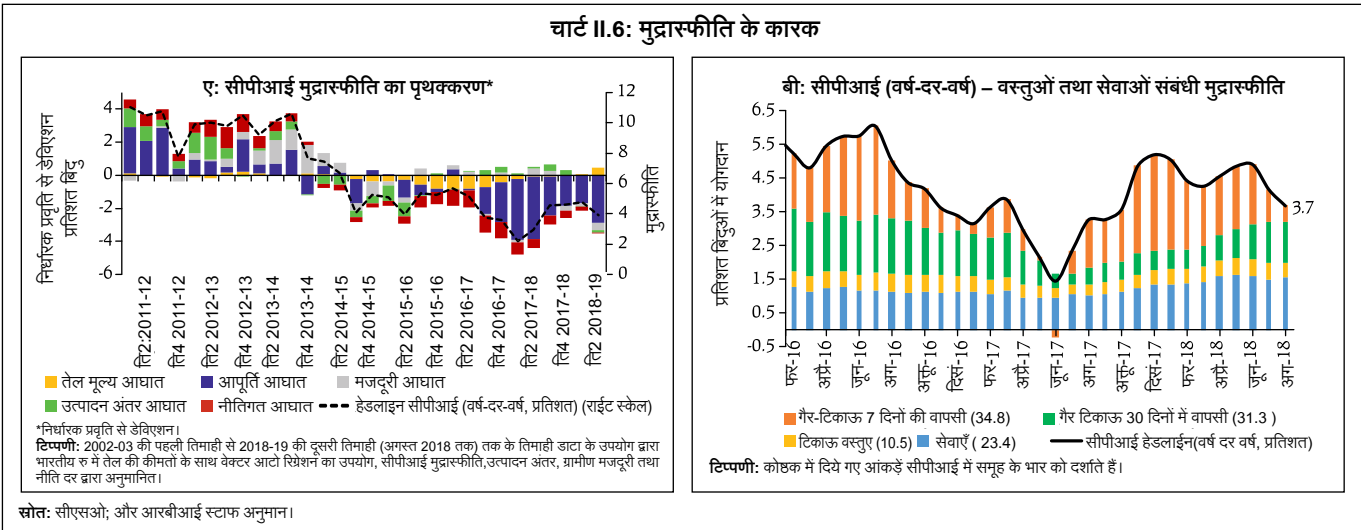
मुद्रास्फीति के ऐतिहासिक विघटन से पता चलता है कि 2018-19 की पहली छमाही में कई कारकों ने मुद्रास्फीति को प्रभावित किया है

जो बड़े पैमाने पर तथा क्रमिक रूप से आपूर्ति पक्ष का आघात है, यह अनिवार्यतः खाद्य पदार्थों के समूह से उत्पन्न हुआ है, इसने 2016-17 की तीसरी तिमाही से लेकर हेडलाइन मुद्रास्फीति के पथ में हुए समग्र परिवर्तनों को परिभाषित किया है। सन 2018-19 की पहली छमाही में अनेक कारकों ने मुद्रास्फीति को प्रभावित किया है जैसे - अनुकूल खाद्य-पदार्थों की आपूर्ति आघात; प्रतिकूल तेल की कीमत का आघात; और कृषि गतिविधियों को तेज करने और ग्रामीण मांग मजबूत होने के संकेतों के बावजूद ग्रामीण मजदूरी में अविधिवत तरीके से धीमी वृद्धि(चार्ट II.6a)⁴

केंद्र सरकार के कर्मचारियों के एचआरए में हुई वृद्धि होने के कारण मकान किराये में भी वृद्धि हुई जिसके परिणामस्वरूप सेवा संबंधी मुद्रास्फीति में तेजी आई। सेवाओं की अन्य मदों - शिक्षा, परिवहन और चिकित्सा - में भी मुद्रास्फीति बनी रही। लेकिन, जुलाई से वस्तु मुद्रास्फीति ने, विशेषकर नाशवान वस्तुओं में, समूची मुद्रास्फीति को नीचे ला दिया। जिसमें माह दर माह कोई उल्लेखनीय परिवर्तन नहीं हुए और आधारभूत प्रभाव भी अनुकूल रहा (चार्ट II.6बी)।

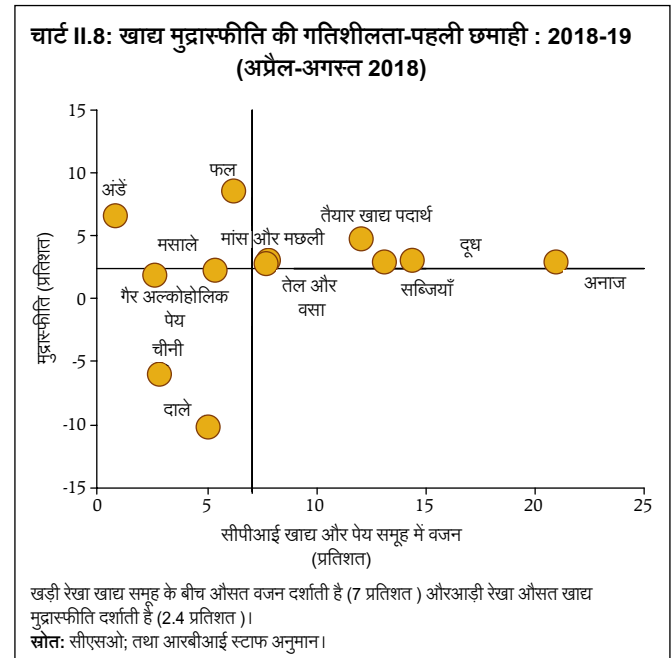
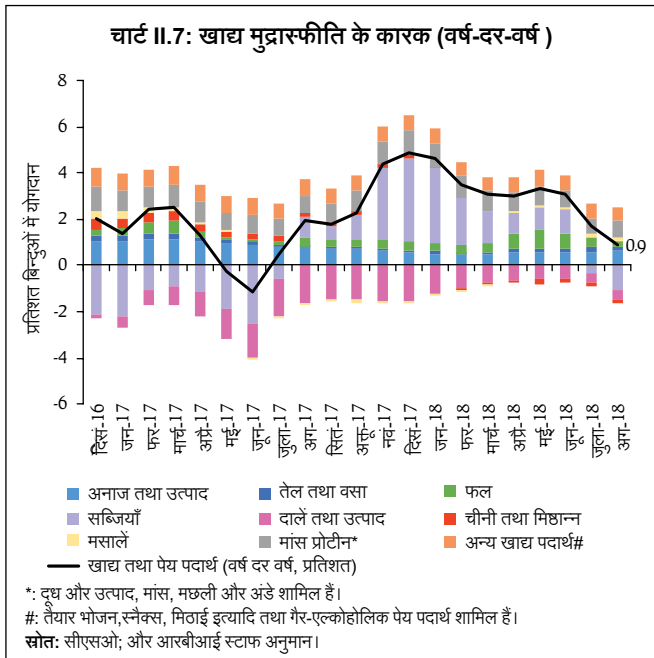
सीपीआई खाद्य समूह

भारत अंशदान की बात करें तो खाद्य समूह का अप्रैल-अगस्त 2018 के दौरान समग्र मुद्रास्फीति में 25.2 प्रतिशत का अंशदान रहा जबकि एक वर्ष पहले यह 8.9 प्रतिशत ही था। पिछले पाँच वर्षों में समग्र



³ सीपीआई सूचकांक प्रसार, कीमत में आए परिवर्तनों के प्रसार की एक माप है, जो सीपीआई बास्केट में मदों को इस प्रकार श्रेणीबद्ध रखती है चाहे पिछले माह के दौरान उनकी कीमतें बढ़ें, स्थिर रहें या गिर जाएं। प्रसार सूचकांक की 50 से ऊपर की रीडिंग एक व्यापक बढ़ोतरी या मूल्य वृद्धि के सामान्यीकरण की सीमा को तथा 50 से नीचे की रीडिंग एक व्यापकीय-आधार पर अपस्फीति को दर्शाती है।

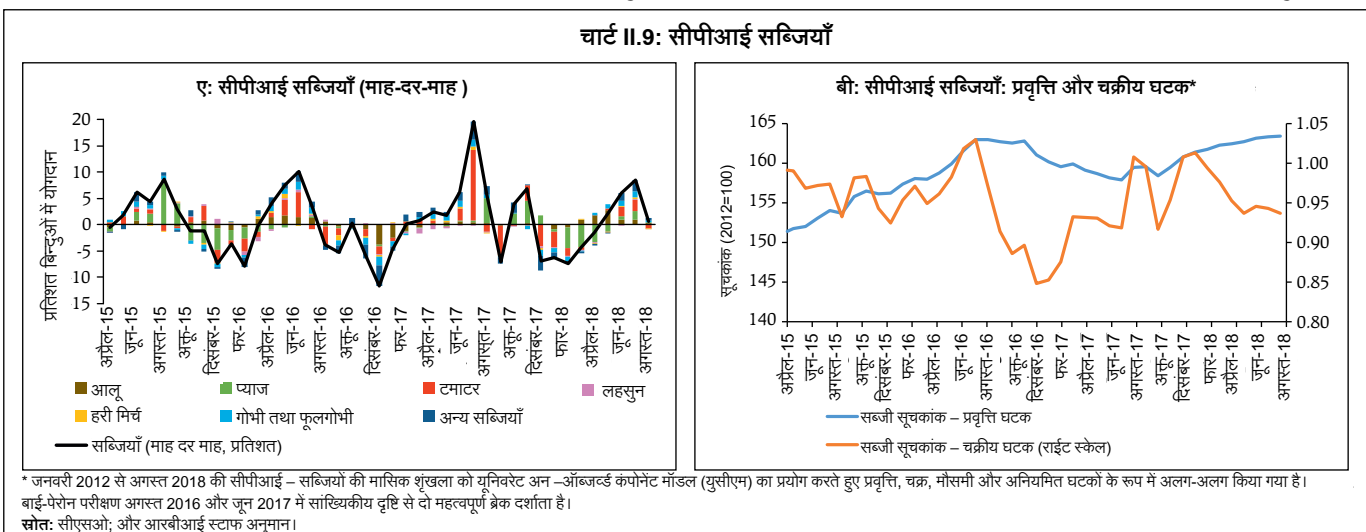
⁴ ऐतिहासिक विघटन को निम्नलिखित वेरिएबलों (जो वेक्टर Y_t के रूप में दिए हैं) जैसे कि- कच्चे तेल के मूल्यों में वार्षिक संवृद्धि दर, मुद्रास्फीति, आउटपुट का अंतर, ग्रामीण मजदूरी में वार्षिक संवृद्धि दर तथा नीतिगत रेफों दर के साथ वेक्टर आटो रीग्रेशन(वीएआर) के आधार पर नमूने अवधि के दौरान मुद्रास्फीति में हुए उतार-चढ़ाव के प्रति प्रत्येक आघात के योगदान की माप करने के लिए इस्तेमाल किया जाता है। वीएआर को साझे रूप में $Y_t = c + A Y_{t-1} + e_t$ लिखा जा सकता है: जहां e_t वेक्टर आघातों [तेल कीमत आघात, आपूर्ति आघात (मुद्रास्फीति आघात), आउटपुट अंतर आघात, मजदूरी आघात तथा नीतिगत आघात] के रूप में दर्शाया गया है। वॉलड विघटन Y_t के इस्तेमाल को निर्धारकीय प्रवृत्ति के प्रयोजन तथा सभी आघातों के योग e_t के रूप में दर्शाया जा सकता है। इस निरूपण से विभिन्न आघातों से योगदानों के जोड़ के रूप में निर्धारकीय प्रवृत्ति से मुद्रास्फीति के विचलन को विघटित किया जा सकता है।



मुद्रास्फीति में खाद्य मुद्रास्फीति का औसत अंशदान 47 प्रतिशत रहा। खाद्य मद के भीतर अनाज, जिसका सीपीआई में 9.7 प्रतिशत और खाद्य समूह में 21.1 प्रतिशत भार है, संबंधी मुद्रास्फीति 2018-19 की पहली छमाही के दौरान सब-3 प्रतिशत की दर से नरम रही क्योंकि लगातार दो वर्षों की अच्छी फसल के कारण उत्पादन में तीव्र वृद्धि हुई और भंडार का स्तर बफर मानदंडों से अधिक रहा। सन 2018-19 की पहली छमाही में खाद्य मुद्रास्फीति के दिशामार्ग पर सब्जियों, फलों, दालों और चीनी के मूल्य हावी रहे जिनमें काफी गिरावट आई जबकि सामान्य रूप से जुलाई-अगस्त के दौरान इनमें, विशेषकर सब्जियों के मूल्यों में, मौसमी बढ़ोतरी होती है, (चार्ट II.7 और II.8)।

सब्जियों की सीपीआई में 6.0 प्रतिशत और खाद्य एवं पेयपदार्थ उप-समूह सूचकांक में 13.2 प्रतिशत की हिस्सेदारी है। शीत ऋतु में

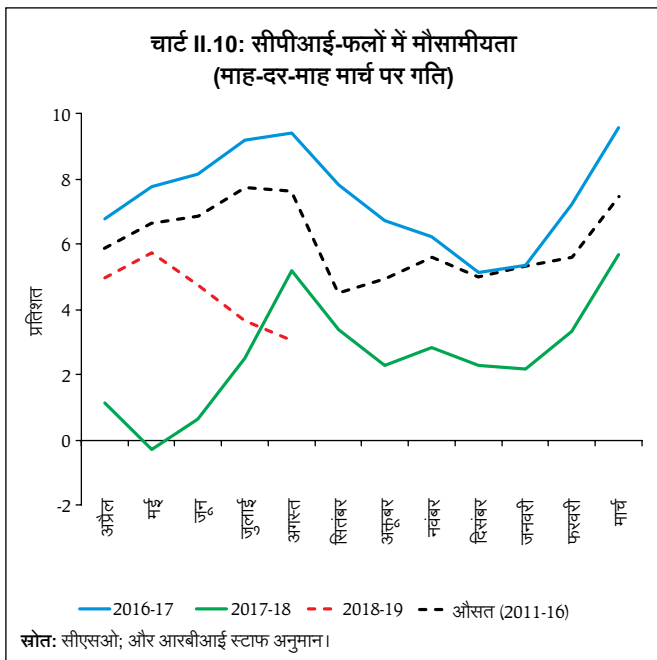
सब्जियों की कीमतों में नरमी आती है। इस बार इसमें विलंब हुआ और यह नरमी दिसंबर 2017 से शुरू हुई और यह अप्रैल 2018 तक चली गई, क्योंकि मंडियों में आवक, विशेषकर प्याज और टमाटर की, बढ़ी जिससे आम तौर पर ग्रीष्मकाल में आनेवाली मंहगाई पर रोक लगी (चार्ट II.9क)। मंडी में बंपर आवक, आयात तथा न्यूनतम समर्थन मूल्य (एमईपी) लागू हो जाने से निर्यात में आई रुकावट जैसे कारणों से जरूरत से अधिक आपूर्ति की स्थिति बनी रही। प्याज मुद्रास्फीति, जो दिसंबर 2017 में 159 प्रतिशत की उंचाई पर थी वह गिरकर मई 2018 में 23 प्रतिशत पर आ गई। लेकिन ट्रांसपोर्टों की देशव्यापी हड़ताल से जरूरी खाद्य सामान की आपूर्ति प्रभावित हुई और जुलाई में प्याज की कीमतों में वृद्धि हुई। टमाटर की कीमतें अप्रैल-मई में कम थीं लेकिन किसानों के व्यापक स्तर के आंदोलन से जून-जुलाई के



दौरान इसकी कीमतों में वृद्धि हुई। इसके विपरीत, शीतगृह भंडार से कम उपलब्धता, परिवहन में व्यवधान और लाभकारी मूल्य नहीं मिलने पर आलू किसानों द्वारा आयोजित विरोध प्रदर्शन का मार्च 2018 से आलू की कीमतों पर अधिक स्पष्ट दबाव दिखा है। हालांकि, टमाटर की कीमतों में कमी और प्याज की कीमत संयत रहने के कारण सब्जियों की कीमतों में अगस्त 2018 में नरमी दिखाई, जिसने माह के दौरान खाद्य मुद्रास्फीति को कम करने में महत्वपूर्ण भूमिका निभाई।

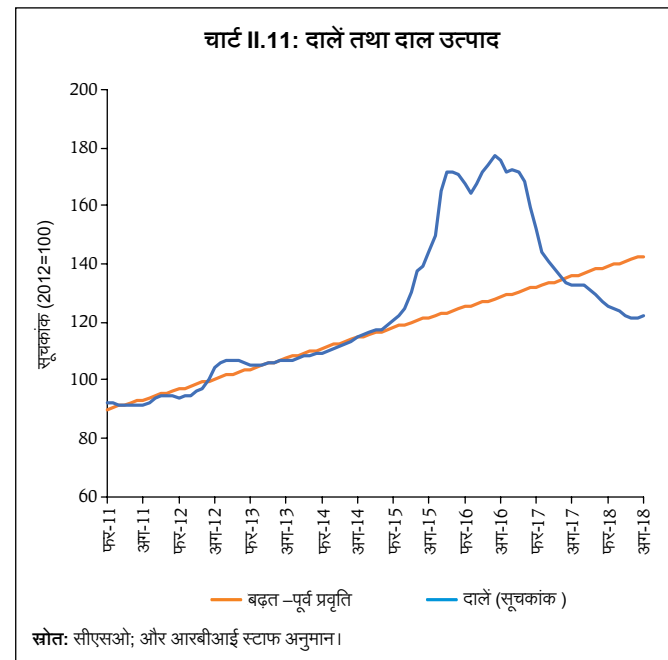
सब्जियों की कीमतों के क्षेत्रीय सीपीआई सूचकांकों पर आधारित विश्लेषण से ज्ञात होता है कि ग्रामीण और शहरी क्षेत्रों⁵ के बीच सब्जियों की कीमतों में माह-दर-माह के बदलाव में सांख्यिकीय दृष्टिकोण से महत्वपूर्ण अंतर नहीं है। सब्जियों की सीपीआई का इसके प्रवृत्ति और चक्रीय घटकों में वियोजन 2017-18 की पहली छमाही से बढ़ती प्रवृत्ति को दर्शाता है। इससे यह संकेत मिलता है कि हाल में सब्जी की कीमतों में रही नरमी की प्रकृति संरचनात्मक नहीं भी हो सकती है (चार्ट II.9 ख)।

जून-अगस्त के दौरान सामान्य मौसमी पैटर्न के विपरीत फलों की कीमतों में भी गिरावट रही। फलों का सीपीआई में 2.9 प्रतिशत और खाद्य और पेय पदार्थ उप-घटक में 6.3 प्रतिशत भार है। आम और केले जैसे प्रमुख फलों के मजबूत घरेलू उत्पादन के साथ ही कुछ फलों (विशेष रूप से सेब और खट्टे फलों) के आयात ने सामान्य पैटर्न के विपरीत फलों की कीमतों को नीचे रखा जबकि प्रत्येक वर्ष जून और जुलाई में ये बढ़ते हैं (चार्ट II.10)।



बेशी आपूर्ति की वजह से दालों की कीमतों में गिरावट बरकरार रही, हालांकि पहली छमाही के दौरान अपस्फीति की गति कम हुई। दाल सीपीआई में 2.4 प्रतिशत एवं खाद्य और पेय पदार्थ उप-घटक में 5.2 प्रतिशत भार है। अरहर और उरद जैसी कुछ दालों की मंडी स्तर की कीमतें प्रमुख उत्पादक राज्यों जैसे महाराष्ट्र, मध्य प्रदेश, उत्तर प्रदेश और कर्नाटक में अपने न्यूनतम समर्थन मूल्य (एमएसपी) से नीचे रहीं। प्रत्युत में, पिछले वर्ष सरकार द्वारा किए गए कई उपायों को 2018-19 में जारी रखा गया जैसे कि (i) सभी दालों पर निर्यात प्रतिबंध को हटा लेना; और (ii) किसानों को कुछ राहत प्रदान करने के लिए चना पर 60 प्रतिशत और मसूर पर 30 प्रतिशत आयात शुल्क लगाना। फिर भी, 2018-19 की पहली छमाही के दौरान दालों की कीमतें अपनी ऐतिहासिक प्रवृत्ति के नीचे ही बनी रहीं (चार्ट II.11)।

सन 2017-18 के गन्ना मौसम के दौरान अतिरिक्त उत्पादन के कारण फरवरी 2018 से चीनी और मिष्ठान्न की कीमतों में भी अपस्फीति बनी रही (चार्ट II.7 और II.8)। घरेलू चीनी की कीमतें वैश्विक कीमतों में हो रहे उतार-चढ़ाव की राह पर ही रही, चीनी के अतिरिक्त वैश्विक आपूर्ति के कारण यह भी अपस्फीति में ही बनी हुई है। चीनी की कीमतों में हुई तेज गिरावट को देखते हुए, चीनी की बिक्री पर भंडारण सीमा फिर से लगाने और जून 2018 से एक्स-मिल चीनी कीमतों को 29 रुपये प्रति किलोग्राम करने के अलावा सरकार ने इस पर 100 फीसदी आयात शुल्क बढ़ा दिया। इसके अतिरिक्त, चीनी उद्योग को प्रोत्साहित करने के लिए चीनी के निर्यात पर सीमा शुल्क वापस ले लिया गया। इन



⁵ टी-टेस्ट फ्रेमवर्क पर आधारित। मौसम के अनुसार समायोजित और असमायोजित दोनों तरह के डाटा का प्रयोग कर परिणामों की तीव्रता का परीक्षण किया गया था।

उपायों सहित जुलाई में परिवहन मालिकों की हड़ताल से आपूर्ति में आयी बाधा के कारण जून-अगस्त के दौरान चीनी की कीमतों में वृद्धि हुई, लेकिन वर्ष-दर-वर्ष महंगाई नकारात्मक ही रही।

प्रोटीनयुक्त वस्तुओं जैसे अंडे के मामले में, जून-जुलाई 2018 के दौरान कीमत पर दबाव दिखाई दिया, जो गर्मियों के महीनों में अंडे के सामान्यतः कम उत्पादन और देश के कई हिस्सों में मानसून के शुरुआती महीनों के दौरान इसकी अधिक खपत के संयुक्त प्रभाव को दर्शाता है। इसके अलावा, जुलाई में ट्रक मालिकों के देशव्यापी हड़ताल ने कई राज्यों में अंडों की आपूर्ति को भी प्रभावित किया, जिससे इसकी कीमतों में ऊपर की ओर दबाव बना। हालांकि, अगस्त में अंडे की कीमतों में नरमी आई। प्रोटीन युक्त अन्य वस्तुओं में, मांस और मछली की कीमतों में मई-जून के दौरान सामान्य बढ़त देखी गयी, बाद में जुलाई-अगस्त के दौरान इसमें नरमी आई। दूध और दुग्ध-उत्पादों के मामले में, दूध उत्पादन में मजबूत वृद्धि के कारण इसकी कीमतों में नरमी रही।

अन्य खाद्य घटकों में, मई 2017 से एक से तीन प्रतिशत की सीमा में रहने के बाद, खाद्य तेल मुद्रास्फीति ने अगस्त 2018 में रफ्तार पकड़ी। नवंबर 2017 में तेलों की सभी प्रमुख किस्मों पर आयात शुल्क

में वृद्धि करने के बाद, सस्ते आयात को रोकने के लिए मार्च और जून 2018 में इसे और बढ़ाया गया। जून 2017 से लगातार 10 महीनों की अपस्फीति के बाद अप्रैल 2018 के शुरुआत से मसालों में मुद्रास्फीति बढ़नी शुरू हुई। जबकि काली मिर्च की कीमतें अब तक शांत रही हैं, अन्य मसाले जैसे सूखी मिर्च, हल्दी, जीरा, धनिया और इमली की कीमतें बढ़ गईं जिससे इस समूह की कुल मुद्रास्फीति में बढ़ोतरी हुई है(चार्ट II.7 और II.8)।

04 जुलाई 2014 को केंद्र सरकार ने सभी खरीफ फसलों के लिए न्यूनतम समर्थन मूल्य की घोषणा की जो उत्पादन लागत के न्यूनतम 150 प्रतिशत के बराबर थी। न्यूनतम समर्थन मूल्यों में बढ़ोतरी से प्रत्यक्ष और दूसरे राउंड के प्रभावों के जरिए हेडलाइन मुद्रास्फीति पर असर होता है और, नजदीकी परिदृश्य में मुद्रास्फीति के बढ़ने के परिप्रेक्ष्य में न्यूनतम समर्थन मूल्य की घोषणाओं के प्रभावों के आकार और बने रहने का ध्यानपूर्वक मूल्यांकन करने की आवश्यकता है (बॉक्स II.1)।

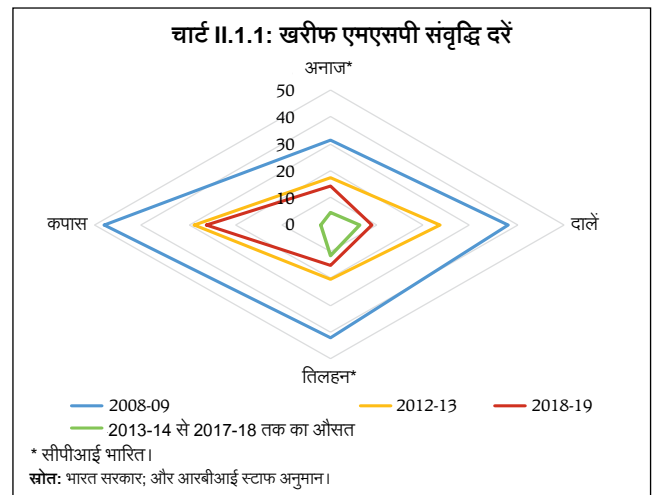
सीपीआई ईंधन समूह

अप्रैल 2018 में 5.2 प्रतिशत के निचले स्तर से ईंधन और प्रकाश मुद्रास्फीति में प्रत्येक माह क्रमिक वृद्धि हुई और यह जून 2018 में 7.2

बॉक्स II.1: सीपीआई मुद्रास्फीति पर न्यूनतम समर्थन मूल्य के प्रभावों का आकलन

केंद्रीय बजट 2018-19 में की गई घोषणा को पूरा करने के लिए 2018-19 के खरीफ मौसम में 14 फसलों के लिए न्यूनतम समर्थन मूल्य में उत्पादन लागत⁶ (A2+FL) से कम-से-कम 1.5 गुना बढ़ोतरी की गई। इसका अर्थ यह हुआ कि विभिन्न फसलों के सामान्य न्यूनतम समर्थन मूल्य में एक वर्ष पूर्व के ऐसे स्तर 3.7 से 52.5 प्रतिशत के दायरे में वृद्धि हुई और यह वृद्धि 17.3 प्रतिशत की क्षेत्र भारित वृद्धि, 14.0 प्रतिशत की उत्पादन भारित वृद्धि, और 13.3 प्रतिशत की सीपीआई भारित वृद्धि (कपास को छोड़कर क्योंकि यह सीपीआई बास्केट में सीधे तौर पर शामिल नहीं होता है) के रूप में रही। ऐतिहासिक परिप्रेक्ष्य में, वर्तमान न्यूनतम समर्थन मूल्य में बढ़ोतरी पिछले पाँच वर्षों के औसत की तुलना में कहीं अधिक है। किंतु यह 2008-09 और 2012-13 में हुई बढ़ोतरी से काफी कम है (चार्ट II.1.1)।

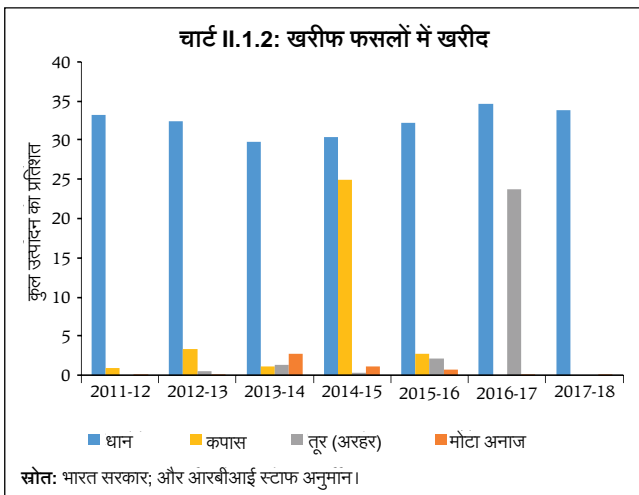
अनुभवों से, यह देखा गया है कि खरीद प्रक्रिया वह चैनल है जिसके जरिए से उच्चतर न्यूनतम समर्थन मूल्य मुद्रास्फीति में बदल जाता है (आरबीआई 2018)। खरीफ फसलों के लिए, धान की सबसे अधिक खरीद की गई जो उत्पादन के 32.4 प्रतिशत की (पिछले सात वर्षों



का औसत) है वहीं अन्य फसलों के मामले में यह नगण्य अथवा नहीं के बराबर है; इसका अपवाद अरहर थी, सरकार के खाद्यान्न प्रबंधन रणनीति के तहत जिसकी खरीद वर्ष 2016-17 में मामूली से बढ़कर 23.7 प्रतिशत के स्तर पर पहुंच गई (चार्ट II.1.2)।

(जारी...)

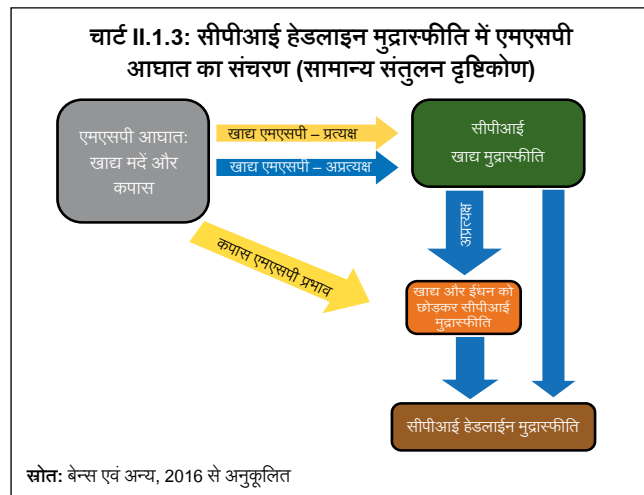
⁶ ए2 वास्तव में अंदा की गई लागत है जबकि एफएल उत्पादन में लगे पारिवारिक श्रम का अनुमानित मूल्य है।



सार्वजनिक डोमेन पर उपलब्ध अनुमानों के अनुसार सीपीआई मुद्रास्फीति पर जुलाई 2018 में की गई न्यूनतम समर्थन मूल्य की घोषणा का प्रभाव 20 आधार अंक से 110 आधार अंक के दायरे में रहा। तथापि, परिचालनगत प्रयोजनों के लिए, इन अनुमानों की शुद्धता ही महत्वपूर्ण है क्योंकि इसके आधार पर ही लक्षित मुद्रास्फीति के विचलन के प्रति मौद्रिक नीति प्रतिक्रिया तय की जाती है। उदाहरणस्वरूप, खरीद प्रक्रिया के पैमाने पर ध्यान दिए बगैर यदि विचाराधीन फसलों के लिए सीपीआई का भार का उपयोग करते हुए हेडलाइन सीपीआई मुद्रास्फीति पर न्यूनतम समर्थन मूल्य में हुई पूर्ण बढ़ोतरी का आकलन करने के लिए सीधी लाइन का तरीका अपनाया जाता है तो उससे न्यूनतम समर्थन मूल्य के प्रभाव का आवश्यकता से अधिक आंकना हो सकता है।

मुद्रास्फीति पर न्यूनतम समर्थन मूल्य के कुल प्रभाव में पहले राउंड के (प्रत्यक्ष)प्रभाव और उसके बाद दूसरे राउंड के(अप्रत्यक्ष)प्रभाव शामिल हैं। पहले राउंड का प्रभाव- न्यूनतम समर्थन मूल्य आघात के प्रति किसी एक पण्य की प्रतिक्रिया की मात्रा- जिसका अर्थमितीय आकलन किया जाता है। दूसरे राउंड के प्रभावों का आकलन करने के लिए द्वि-स्तरीय प्रक्रिया अपनाई जाती है: (1) सबसे पहले पूरी अर्थव्यवस्था पर पड़नेवाले प्रभाव पता लगाने के लिए समय-सीमा रहित अपरिवर्ती तरीका अपनाया जाता है जिसमें 2012-13 के लिए इनपूट-आउटपूट टेबल का उपयोग पण्य स्तर पर सतत पुनरावर्तन के माध्यम से उत्पादक मूल्य प्रभाव का आकलन कर डब्ल्यू पीआई भारांक का प्रयोग करते हुए इन प्रभावों को थोक मूल्य सूचकांक के साथ जोड़ा जाता है; (2) इसके बाद ऑटो-रीग्रेसिव संवितरित लैग (एआरडीएल) मॉडल से प्राप्त मूल्य सापेक्षता का उपयोग करते हुए थोक मूल्य सूचकांक वृद्धि का सीपीआई खाद्यान्न मुद्रास्फीति के घटकों पर पड़ने वाले प्रभाव का आकलन किया जाता है।

भारतीय रिजर्व बैंक के तिमाही प्रोजेक्शन माडल का उपयोग करते हुए दूसरे-राउंड के प्रभावों की जांच की जाती है, जो कि एक नया किनेसिएन ओपन इकॉनामी गैप मॉडल है। यह आपस में जुड़े कई प्रभावों का गत्यात्मक रूप से पता लगाने का प्रयास करता है। न्यूनतम समर्थन मूल्य



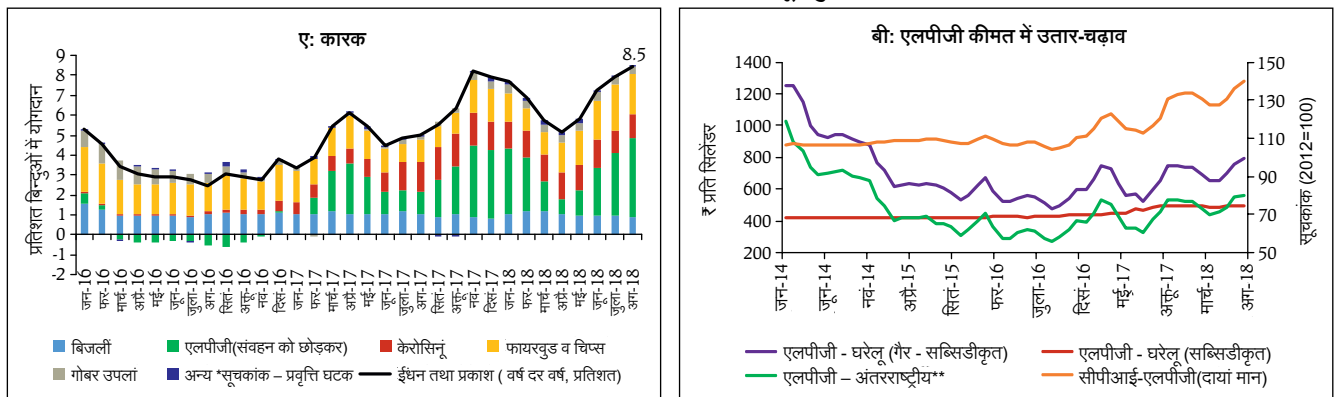
में बढ़ोतरी एमएसपी और गैर एमएसपी खाद्यान्न मदों के बीच सापेक्ष मूल्य समायोजन को प्रभावित कर सकती है। उच्चतर न्यूनतम समर्थन मूल्य भी ग्रामीण आय को बढ़ाने में मददगार हो सकता है जिससे खाद्यान्न मांग में वृद्धि होगी। साथ ही, मजदूरों की मांग बढ़ने से भी ग्रामीण क्षेत्रों में समग्र मजदूरी बढ़ेगी क्योंकि मजदूर गैर एमएसपी से एमएसपी बुवाई/रोपाई की ओर पलायन करेंगे। बढ़ती ग्रामीण मजदूरी और आय के साथ ही खाद्यान्न मदों की कीमतों में हुई इस वृद्धि दूसरे राउंड के प्रभाव (घाटे एट एल..., 2018) के जरिए गैर खाद्यान्न वस्तुओं और सेवाओं की कीमतें प्रभावित हो सकती हैं। कपास के एमएसपी में वृद्धि फुटकर कपड़ा के जरिए सीधे मुद्रास्फीति को प्रभावित करेगी (चार्ट II.1.3)।

इन पद्धतियों के जरिए एमएसपी वृद्धि के मुद्रास्फीति कारक प्रभाव के पहले अनुमान में हेडलाइन सीपीआई मुद्रास्फीति में 29-35 आधार अंकों की वृद्धि हुई। ये खरीद प्रक्रिया के वास्तविक आकार और पैमाने की ठोस जानकारी अथवा प्रधान मंत्री अन्नदाता आय संरक्षण अभियान (पीएम आशा) कार्यक्रम के तहत की गई अपेक्षानुसार खरीद मूल्य समर्थन/ कमी योजना और निजी क्षेत्र की भागीदारी की संयुक्त प्रभावोत्पादकता के अभाव में यह अनुमान अत्याधिक अस्थायी स्वरूप के हैं। तदनुसार, इन प्रारंभिक अनुमानों को बड़ी सावधानी से देखा जाना चाहिए और एमएसपी के वास्तविक कार्यान्वयन के बारे में और ब्योरा जारी कर दिया जाए तो एक बार पुनः इस पर गौर किया जाना चाहिए।

संदर्भ:

- बींस, एम.जे.के. किलंटन, ए.टी. जार्ज, पी गुप्ता, जे. जॉन, ओ. कामनिक, डी. लेक्सटॉन, पी. मित्रा, जी.वी. नॅथनील, आर. पोर्टिलो, एच. वांग और एफ. जांग (2016)। "क्वार्टर्ली प्रोजेक्शन मोडल फॉर इंडिया की एलीमेंट्स एंड प्रापर्टीज़". भारतीय रिजर्व बैंक वर्किंग पेपर, नवंबर।
- घाटे, सी. एस. गुप्ता और डी. मल्लिक (2018) 'टर्म्स ऑफ ट्रेड शाक्स एन्ड मॉनिटरी पॉलिसी इन इंडिया' *कम्प्यूटेशनल अर्थशास्त्र*, वोल्यूम 51, अंक 1, पृष्ठ 75-121, जनवरी)
- भारतीय रिजर्व बैंक (2018) 'एमएसपी - डू दे इन्फ्लूएन्स इन्फ्लेशन ट्रेजेक्टरी?' बाक्स II.2.2, भारतीय रिजर्व बैंक वार्षिक रिपोर्ट 2017-18.

चार्ट II.12: सीपीआई ईंधन समूह मुद्रास्फीति



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

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

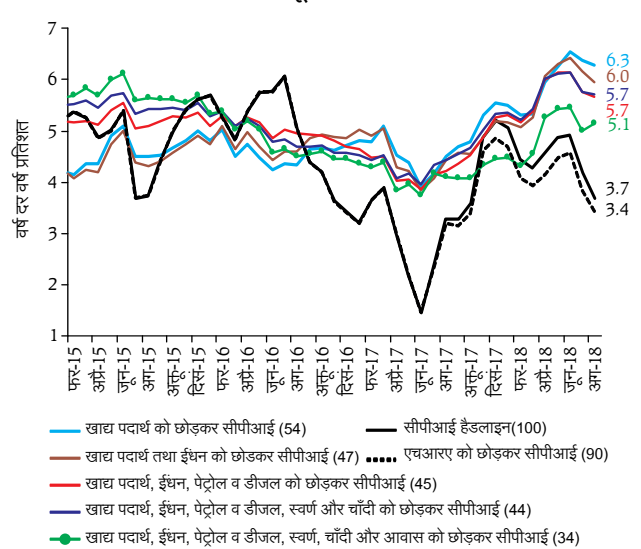
स्रोत: सीएसओ, और आरबीआई स्टाफ अनुमान।

प्रतिशत तथा अगस्त 2018 में और बढ़कर 8.5 प्रतिशत रही (चार्ट II.12क)। तरलीकृत पेट्रोलियम गैस (एलपीजी) की घरेलू कीमतें बढ़ती अंतरराष्ट्रीय उत्पाद कीमतों की राह पर रहीं। प्रत्यक्ष लाभ हस्तांतरण योजना के अंतर्गत एलपीजी पर सब्सिडी भुगतान बैंक खातों में होने के बाद से सीपीआई में एलपीजी की कीमतें खुले बाजार में इसकी कीमतों को दर्शाता है। इस प्रकार, ये अब अंतरराष्ट्रीय कीमतों के निकट प्रदर्शित होती हैं (चार्ट II.12ख)। ग्रामीण उपभोग की वस्तुओं जैसे फायरवुड और चिप्स के संबंध में मुद्रास्फीति अस्थिर और ऊंची रही। केरोसिन की निर्धारित कीमतों में निरंतर बढ़ोतरी दर्ज की गई क्योंकि तेल विपणन कंपनियों (ओएमसी) ने इसमें नपे-तुले तरीके से समान रूप से बढ़ोतरी की।

खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई

2017-18 की दूसरी छमाही के दौरान खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई मुद्रास्फीति में हुई निरंतर वृद्धि 2018-19 की पहली छमाही में जारी रही - यह फरवरी में 5.1 प्रतिशत से बढ़कर जून में 6.4 हो गई और फिर नरम होकर जुलाई में 6.2 प्रतिशत तथा अगस्त में 6.0 प्रतिशत रही (चार्ट II.13)। अनुमानित एचआरए प्रभाव के लिए समायोजित, खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई मुद्रास्फीति 2018-19 की पहली छमाही (अगस्त तक) 5.5 प्रतिशत रही - यह साधित परिणाम से 70 आधार अंक कम थी। 2018-19 की पहली छमाही में (अगस्त तक) खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई मुद्रास्फीति में आवास मुद्रास्फीति का योगदान 30 प्रतिशत के निकट रहा जो मुख्य रूप से केंद्र सरकार के कर्मचारियों (चार्ट II.14) की एचआरए में बढ़ोतरी के

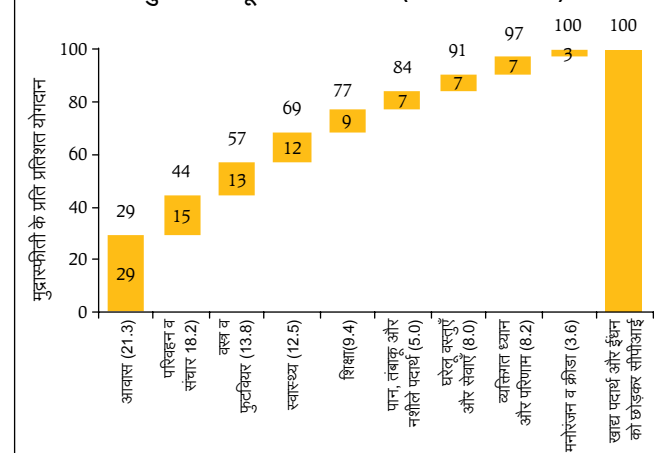
चार्ट II.13: एक्सक्लूशन आधारित सीपीआई



टिप्पणी: कोष्ठकों में दिये गए आंकड़े सीपीआई में वजन को दर्शाते हैं।

स्रोत: सीएसओ, तथा आरबीआई स्टाफ अनुमान।

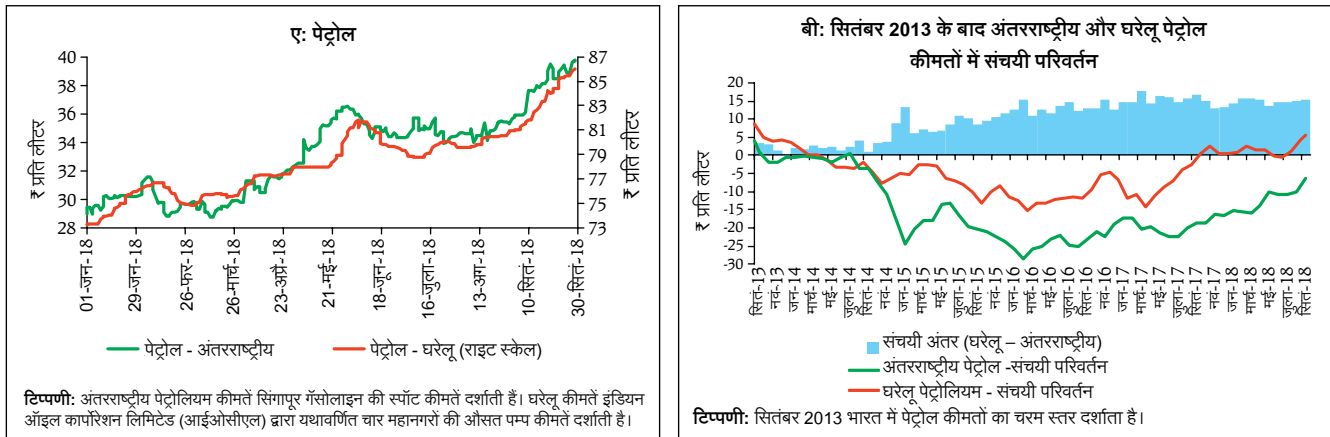
चार्ट II.14: खाद्य पदार्थ और ईंधन मुद्रास्फीति को छोड़कर सीपीआई: प्रमुख उप-समूहों द्वारा योगदान (अप्रैल-अगस्त 18)



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

स्रोत: सीएसओ, और आरबीआई स्टाफ अनुमान।

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



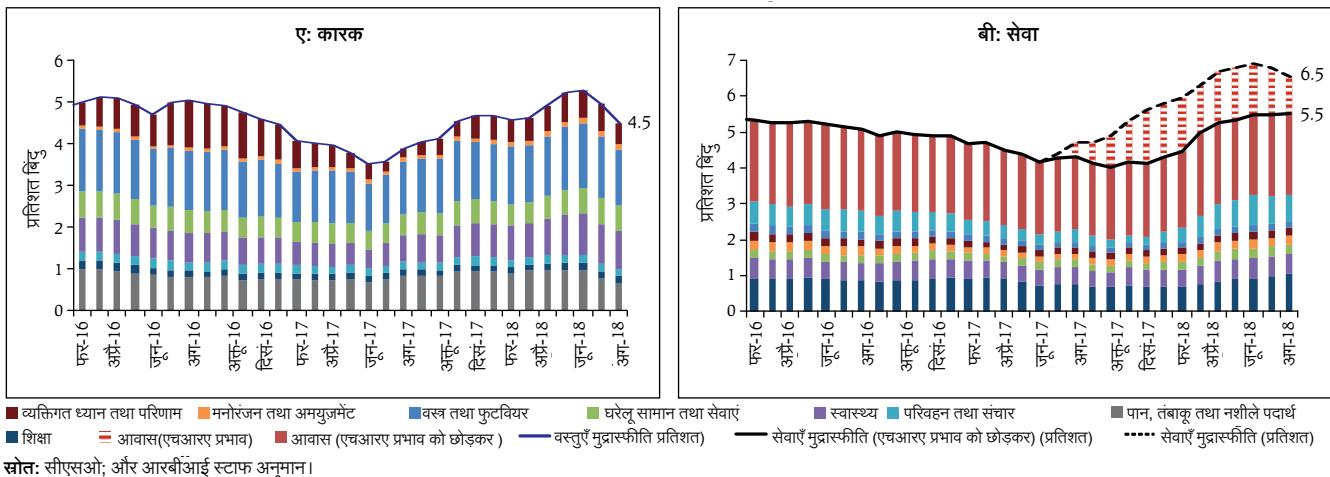
स्रोत: ब्लूमबर्ग; आईओसीएल; और आरबीआई स्टाफ अनुमान।

प्रभाव को दर्शाता है। एचआरए के लिए समायोजित करने पर, खाद्य और ईंधन को छोड़कर मुद्रास्फीति की सकल वृद्धि में पांचवाँ भाग अभी भी आवास समूह का होता है। इस श्रेणी में दूसरा सबसे बड़ा योगदान परिवहन और संचार उप-समूह का था, जो बड़े पैमाने पर पेट्रोल और डीजल पंप की कीमतों में बढ़ोतरी और दूसरे चरण में परिवहन किरायों पर इसके प्रभाव को दर्शाता है। अंतरराष्ट्रीय कीमतों में एकाएक वृद्धि के कारण 2018-19 की पहली छमाही में पेट्रोल और डीजल पंप कीमतों में प्रति लीटर 10 रुपये की तीव्र वृद्धि हुई (चार्ट II.15)। इसके परिणामस्वरूप खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई में पेट्रोल और डीजल का योगदान (2.3 प्रतिशत के भारांक सहित) मार्च 2018 में 1.7 प्रतिशत की तुलना में बढ़कर अगस्त में 8.6 प्रतिशत हो गया। हाल ही की अवधि में मुद्रास्फीति पर पेट्रोल और डीजल के प्रभाव का अभिवर्धन कच्चे तेल की अंतरराष्ट्रीय कीमतों का घरेलू कीमतों पर होने वाला पास थ्रू वर्ष 2014 से ही असममित रहा है (चार्ट II.15)।

पेट्रोल, डीजल, खाद्य और ईंधन को छोड़कर, फरवरी में सीपीआई मुद्रास्फीति 5.2 प्रतिशत से बढ़कर जून में सर्वाधिक 6.2 प्रतिशत हो गई, जो नरम होकर जुलाई में 5.8 प्रतिशत और अगस्त में 5.7 प्रतिशत रही। अस्थिरता बढ़ाने वाले चार कारकों – पेट्रोल, डीजल, सोना, तथा चांदी के साथ-साथ आवास को छोड़कर सीपीआई मुद्रास्फीति फरवरी से 120 आधार अंक बढ़कर जून में 5.5 प्रतिशत हो गई तथा जुलाई-अगस्त में 5.0-5.1 प्रतिशत पर सामान्य रही (चार्ट II.13)। पान, तंबाकू तथा नशीले पदार्थ, कपड़े तथा फुटवियर, तथा अन्य विविध मदों में मुद्रास्फीति के कम रहने के चलते जुलाई और अगस्त में मुद्रास्फीति में थोड़ी नरमी रही थी।

खाद्य, ईंधन, पेट्रोल तथा डीजल को छोड़कर सीपीआई में माल और सेवाओं दोनों के लिए मुद्रास्फीति में 2018-19 की पहली तिमाही के दौरान थोड़ी वृद्धि हुई (चार्ट II.16)। माल के लिए सभी वस्तुओं विशेषकर दवाइयों, कपड़े तथा फुटवियर, बेडिंग, घरेलू सामानों तथा वाशिंग पाउडर में मुद्रास्फीति में बढ़ोतरी हुई। हालांकि, जुलाई-अगस्त

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



2018 के दौरान माल मुद्रास्फीति मुख्यतः पान, तंबाकू और नशीले पदार्थ, व्यक्तिगत उपयोग की वस्तुएँ और अन्य वस्तुओं के उपसमूह में मुद्रास्फीति गिरावट के चलते 80 आधार अंकों पर सामान्य बनी रही (चार्ट II.16ए)। सेवाओं में मुद्रास्फीति 2018-19 की पहली छमाही में बढ़कर जून में 6.9 प्रतिशत तक पहुँच गई जिसका प्रमुख कारण पूर्व में उल्लिखित के अनुसार एचआरए में व्यापक वृद्धि तथा ट्यूशन फीस और परिवहन सेवाओं की कीमतों में वृद्धि होना रहा। एचआरए का प्रभाव कम होने के साथ सेवाओं में मुद्रास्फीति अगस्त में 6.5 प्रतिशत पर सामान्य रही (चार्ट II.16बी)। आवास किराया भत्ता के प्रभाव को शामिल नहीं करने पर, मार्च के दौरान सेवाओं में मुद्रास्फीति में 5.0 प्रतिशत से तेजी से बढ़ोत्तरी हुई तथा जून-अगस्त के दौरान 5.5 प्रतिशत पर स्थिर बनी रही। हालांकि, सेलुलर सेवाओं में कीमतों के कम रहने के चलते संचार सेवाओं में मुद्रास्फीति नहीं रही।

मुद्रास्फीति के अन्य मापक

सीपीआई से इतर मुद्रास्फीति के मापकों ने अप्रैल की मौद्रिक नीति रिपोर्ट के बाद की अवधि में मिला-जुला उतार-चढ़ाव दर्शाया है। जनवरी 2018 में एचआरए से जुड़ी तेजी से वृद्धि के बाद औद्योगिक कामगारों के लिए सीपीआई (सीपीआई-आईडब्ल्यू) की मुद्रास्फीति के साथ-साथ कृषि श्रमिकों (एएल) तथा ग्रामीण श्रमिकों (आरएल) के लिए सीपीआई मुद्रास्फीति में गिरावट आई जो की प्रथमतया अन्य बातों के साथ-साथ खाद्य मुद्रास्फीति दर में नरमी को दर्शाती है। सीपीआई-आई डबल्यू छह माह में एक बार अर्थात प्रति वर्ष जनवरी एवं जुलाई में आवास किराया सूचकांक में हुए परिवर्तन को दर्शाता है। सीपीआई-आईडबल्यू हाउसिंग सूचकांक में दिसंबर 2017 में 3.0 प्रतिशत से जनवरी 2018 में 10.2 प्रतिशत तथा इसके बाद जुलाई

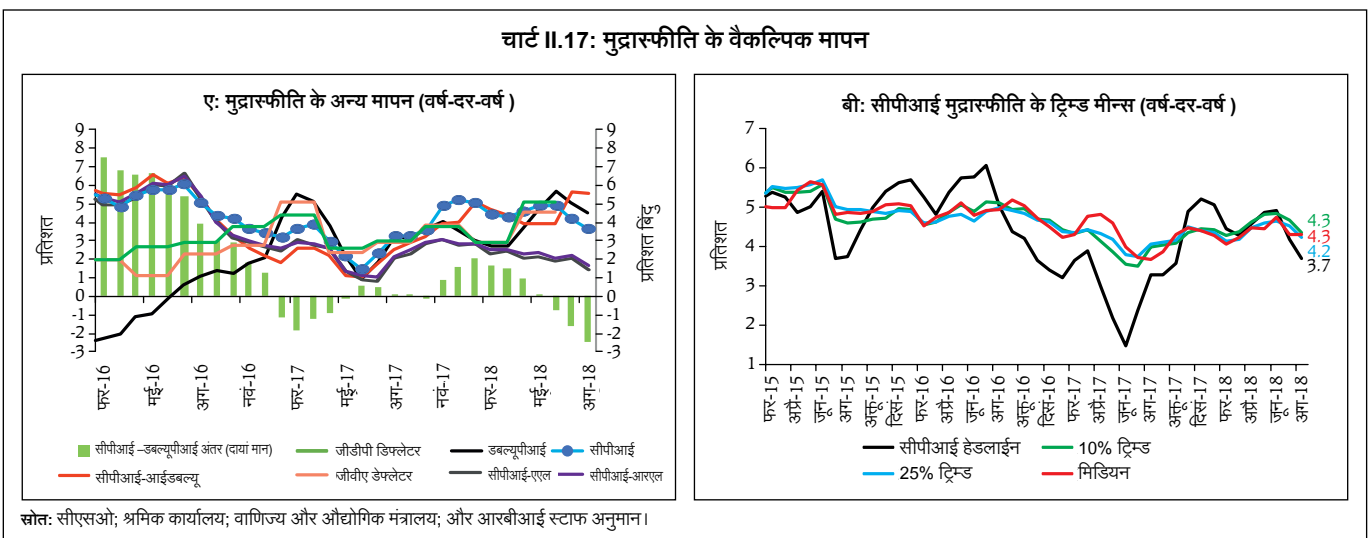
में 26.1 प्रतिशत के पुनः संशोधन के चलते जुलाई⁷ में सीपीआई-आईडबल्यू मुद्रास्फीति प्रमुख रूप से हेडलाइन सीपीआई मुद्रास्फीति से अधिक हो गई। तदनुसार, एचआरए में वृद्धि का प्रभाव तीव्र होने पर सीपीआई-आईडबल्यू मुद्रास्फीति जून में 3.9 प्रतिशत से बढ़कर अगस्त में 5.6 प्रतिशत तक पहुंच गई।

इसके विपरीत, कच्चे पेट्रोलियम और हाई स्पीड डीजल की अंतरराष्ट्रीय कीमतों के कारण पहली तिमाही में थोक मूल्य सूचकांक (डबल्यूपीआई) मुद्रास्फीति काफी मजबूत हुई। बिजली, नेफ्था, फर्नेस ऑइल, प्लास्टिक उत्पादों का निर्माण, निर्मित सब्जी और जावत तेल और वसा ने भी डबल्यूपीआई मुद्रास्फीति को बढ़ावा दिया। डबल्यूपीआई मुद्रास्फीति, जो खाद्य मुद्रास्फीति में एकाएक गिरावट के कारण जुलाई और अगस्त में कुछ हद तक नियंत्रित रही (चार्ट II.17ए), के क्रम में पहली तिमाही के दौरान जीडीपी तथा जीवीए अपस्फीतिकारक में वृद्धि हुई।

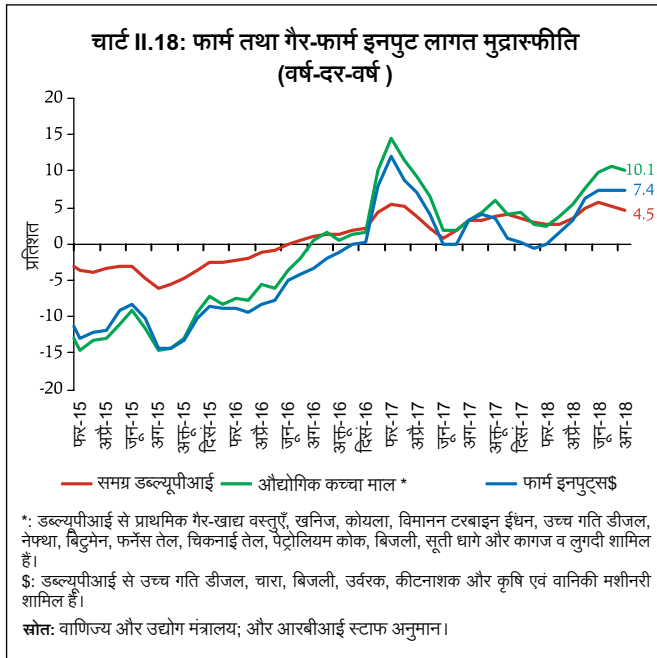
परिवहन ईंधन, सब्जियां, दालें और मूल्यवान धातुओं आदि वस्तुओं की अस्थिर कीमतों ने मुद्रास्फीति के संवितरण में बिखराव, असमानता एवं असामान्यता पैदा की है। मुद्रास्फीति वितरण में धनात्मक के साथ-साथ ऋणात्मक तिर्यक (स्क्यु) और चिरकालिक फैट-टेल्स को आउटलायर्स की छंटाई करके हटाया जा सकता है। जुलाई और अगस्त में मंद होने से पहले 2018-19 की पहली तिमाही में अपनी भारित माध्यिका सहित सीपीआई दुरुस्त किए गए मध्यमान में तीव्र उछाल आया (चार्ट II.17 बी)।

II.3 लागत

मुद्रास्फीति के उपायों ने उसमें निहित लागत-स्थितियों का काफी हद तक पता लगा लिया है। 2018-19 की पहली तिमाही के



⁷ सीपीआई-आईडबल्यू में हाउसिंग का दबाव सीपीआई में इसके 10.1 प्रतिशत के हिस्से से 15.3 प्रतिशत पर अधिक है।



दौरान औद्योगिक और कृषि लागत के संबंध में डब्ल्यूपीआई मुद्रास्फीति में काफी उछाल आया जो जुलाई और अगस्त में भी जारी रहा (चार्ट II.18)। कच्चे तेल की वैश्विक कीमतों में वृद्धि ने हार्ड स्पीड डीजल, विमानन टरबाइन ईंधन, नेफ्था, बिटुमेन, फर्नेस ऑइल और पेट्रोलियम कोक आदि इनपुट की घरेलू कीमतों को प्रभावित किया जिससे घरेलू कृषि और गैर-कृषि लागत में वृद्धि हुई। वैश्विक स्तर पर कच्चे तेल और धातु की कीमतों में अस्थायी नरमी के कारण जुलाई 2018 में इनपुट लागत का दबाव थोड़ा कम हो गया था।

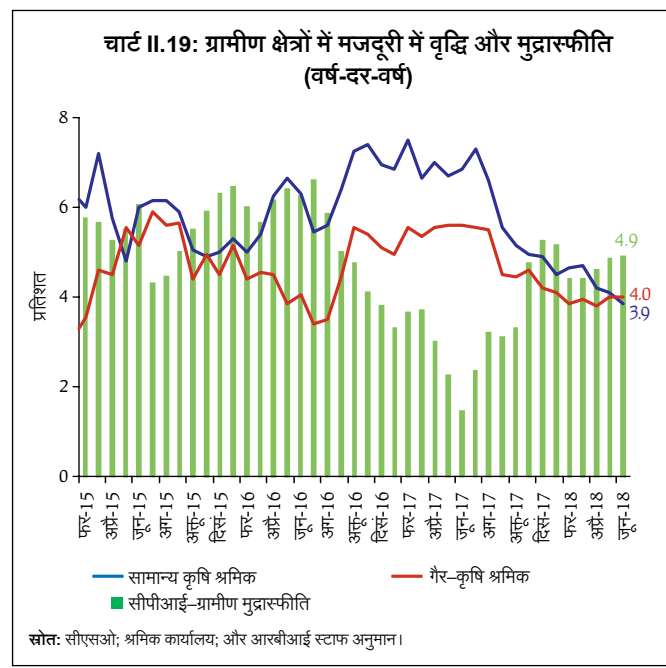
अन्य औद्योगिक कच्चे मालों में, पिछले साल की तुलना में घरेलू कोयले में मुद्रास्फीति काफी कम हुई है। अन्य बातों के साथ-साथ दक्षिण पूर्वी एशियाई राष्ट्रों का संगठन (आसियान) और दक्षिण कोरिया के साथ मुक्त व्यापार समझौतों के तहत सस्ते कागज आयात के कारण कागज और कागज उत्पाद संबंधी मुद्रास्फीति मध्यम रही। फरवरी से मई 2018 के दौरान फाइबर (विशेषकर कपास, जूट और मेस्ता) की कीमतों में मुद्रास्फीति नकारात्मक रहने के बाद अंतरराष्ट्रीय कीमतों में वृद्धि और 2018-19 सीजन के लिए कम उत्पादन अनुमानों के कारण इसमें वृद्धि हुई।

कृषि क्षेत्र के इनपुट में, कृषि इनपुट जैसे उर्वरकों की कीमतें अंतरराष्ट्रीय कीमतों में हुई वृद्धि के अनुरूप धीरे-धीरे बढ़ीं। मांग बढ़ने के बावजूद, प्रतिस्पर्धा बढ़ने के कारण ट्रैक्टर की कीमतें स्थिर रहीं क्योंकि ट्रैक्टर फर्म उनके बाजार-हिस्से को विस्तार देना चाहती हैं।

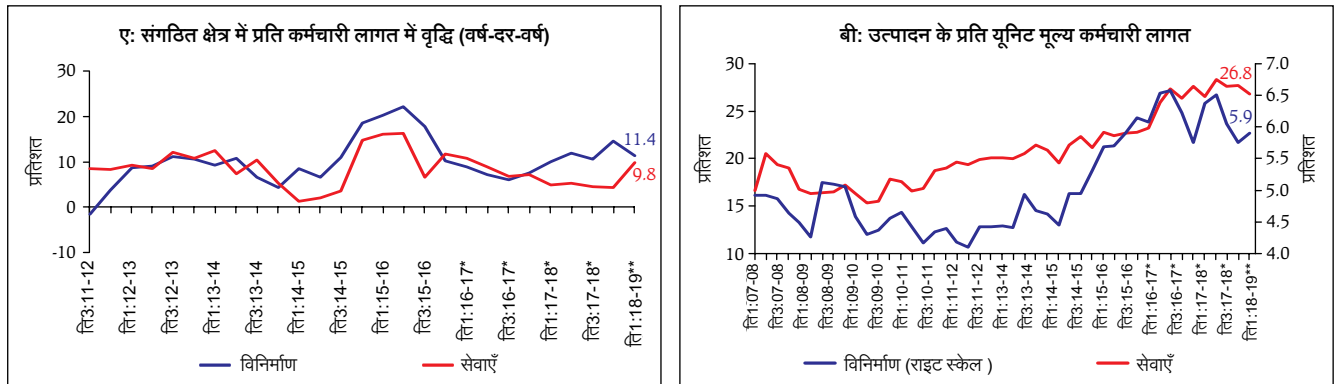
फफूंदनाशक की कीमतों में लगातार गिरावट के बावजूद कीटनाशकों और पेस्टीसाइड की कीमतों में वृद्धि के कारण पेस्टीसाइड और अन्य कृषि रसायन उत्पादों की मुद्रास्फीति में वृद्धि दर्ज की गई थी। पिछले दो वर्षों के दौरान अच्छे मानसून से उत्पादन में वृद्धि के चलते चारे की कीमतों में गिरावट बनी रही। अगस्त में विपरीत आधार प्रभाव और गर्मियों में आपूर्ति में व्यवधान के बाद उत्तर भारत में गंभीर धूल भरे तूफानों से बिजली की कीमतों में वृद्धि हुई जिससे मई-अगस्त के दौरान बिजली संबंधी मुद्रास्फीति काफी बढ़ी, जिसका औद्योगिक और कृषि इनपुट में अधिक भारांक है। इसके अतिरिक्त, सरकार द्वारा कैप्टिव पावर उत्पादकों को होने वाली कोयला आपूर्ति का डाइवर्जन करके कम स्टॉक वाले थर्मल पावर प्लांटों को आपूर्ति करने से संवितरण कंपनियों (डिस्कॉम) ने अपने दाम बढ़ा दिए।

अगस्त 2017 से, कृषिगत एवं गैर-कृषिगत दोनों तरह के मजदूरों के मामले में, ग्रामीण मजदूरी की वृद्धि नरम रही है जो विगत कुछ महीनों में निम्न मुद्रास्फीति के मंद प्रभाव को दर्शाता है (चार्ट II.19)।

संगठित क्षेत्र में स्टाफ पर खर्च के भार को नियंत्रित कर लिया गया है। चौथी तिमाही में विनिर्माण क्षेत्र में स्टाफ पर खर्च में वृद्धि के मामले में बढ़ोतरी का रुझान अल्पकालिक रहा एवं 2018-19 की प्रथम तिमाही में यह पुनः कम हो गया। 2018-19 की पहली तिमाही में विनिर्माण क्षेत्र में प्रति कर्मचारी खर्च में वार्षिक वृद्धि 11.4 प्रतिशत देखी गई। सेवा क्षेत्र में स्टाफ पर खर्च में वृद्धि के मामले में वर्ष 2015-



चार्ट II.20: उत्पादन तथा सेवाओं में श्रम लागत



टिप्पणी: प्रति कर्मचारी लागत = कुल स्टाफ लागत/कर्मचारियों की कुल सं.। प्रति कर्मचारी लागत पिछले वर्ष मार्च के अंत में उपलब्ध कर्मचारियों की कुल संख्या के आधार पर तैयार की जाती है।
 *: 500 करोड़ से अधिक की निवल मालियत की सूचीगत कंपनियों द्वारा 2016-17 की पहली तिमाही से नए लेखा मानक "आईएनडी-एस तथा शेष अनुसूचित कंपनियों को यही मानक 2017-18 की पहली तिमाही से अपनाया कॉर्पोरेट मामले मंत्रालय की अधिसूचना द्वारा लागू है। इस परिवर्तन का प्रभाव संवृद्धि दर के मामले में समग्र स्तर पर हल्का है यद्यपि इसे अनुपात के लिए न लिया जाए। तदनुसार डाटा को देखा जाए।
 **: मार्च 2017 तक के कर्मचारियों की संख्या से संबंधित डेटा को मार्च 2018 के लिए दोहराया गया है क्योंकि बहुत कम कंपनियों ने इस जानकारी की अब तक रिपोर्ट की है। नवीनतम तिमाही के लिए विकास दर को यथोचित चेतावनियों के साथ पढ़ा जा सकता है।
 स्रोत: कैपिटलान्ड डाटा बेस; तथा आरबीआई स्टाफ अनुमान।

16 की चौथी तिमाही से अनुक्रमिक गिरावट को प्रथम तिमाही में 9.8 प्रतिशत की बढ़ोतरी द्वारा रोका गया (चार्ट II.20ए)।

विनिर्माण क्षेत्र में कंपनियों के लिए इकाई मजदूरी पर खर्च⁸ अस्थिर रहा, और 2018-19 की प्रथम तिमाही में यह मंद पड़ गया। पहली तिमाही में, स्टाफ पर खर्च में वृद्धि को पीछे छोड़ते हुए एवं उत्पादन के मूल्य में वृद्धि के साथ, सेवा क्षेत्र में इकाई मजदूरी पर खर्च तेजी से कम हुआ (चार्ट II.20बी)।

रिजर्व बैंक के औद्योगिक दृष्टिकोण सर्वेक्षण में शामिल विनिर्माण फर्मों की इनपुट लागतों में बढ़ोतरी के मामले में बढ़ती पण्य वस्तु कीमतों से पैदा होने वाला दबाव देखने को मिला। इन फर्मों द्वारा 2018-19 की दूसरी तिमाही में कच्चे माल की कीमतों में बढ़ोतरी रिपोर्ट की गई एवं तीसरी तिमाही में इसमें और बढ़ोतरी का अनुमान है। तथापि, पूरी लागत के भार को बिक्री कीमतों पर डालने की उनकी अपेक्षा नहीं है जो अभी भी कम कीमत निर्धारण शक्ति को दर्शाता है। विनिर्माण क्षेत्र के क्रय प्रबंधक सूचकांक (पीएमआई) के साथ-साथ सेवा क्षेत्र का क्रय प्रबंधक सूचकांक (पीएमआई) अभी तक पहली एवं दूसरी तिमाही में कच्चे माल की कीमतों में बढ़ोतरी की तरफ इशारा करते हैं। इन सूचकांकों के अधीन आने वाली फर्मों द्वारा अपनी बिक्री कीमतों में बढ़ोतरी रिपोर्ट की गई है जो यह इंगित करता है कि पहले से ही ग्राहकों पर उच्चतर कीमतों का भार डाला जा रहा है।

⁸ यहां इकाई मजदूरी पर लागत को उत्पादन के मूल्य की तुलना में स्टाफ पर लागत के अनुपात के रूप में परिभाषित किया गया है।

II.4 निष्कर्ष

आगे, मुद्रास्फीति से संबंधित परिणाम अनेक कारकों से प्रभावित होंगे। किसानों को उनके उत्पादन के लिए लाभप्रद कीमतें सुनिश्चित करने के उद्देश्य की पूर्ति के लिए सरकार ने उपायों की घोषणा की है। सीपीआई मुद्रास्फीति पर इन उपायों के प्रभाव का परिमाण इन्हें लागू करने के तरीके एवं इनकी प्रभावशीलता के अनुसार प्रासंगिक होगा। बढ़ते वैश्विक-राजनीतिक एवं व्यापार तनाव के साथ-साथ वैश्विक पण्य वस्तु कीमतों एवं वित्तीय बाजारों पर आनुषंगिक प्रभावों से मुद्रास्फीति के जोखिम पैदा हो सकते हैं। हेडलाइन मुद्रास्फीति पर सातवें सीपीसी एचआरए अवार्ड का प्रभाव कम हो रहा है एवं राज्यों द्वारा एचआरए में बढ़ोतरी का प्रभाव अभी तक दिखाई नहीं दे रहा है। जब भी सीपीआई पर राज्यों के एचआरए अवार्ड का असर दिखना शुरू होगा, वह हेडलाइन मुद्रास्फीति को प्रभावित करेगा। केंद्र के एचआरए के मामले में दूसरे दौर के प्रभावों पर नजर रखने की जरूरत होगी। भारतीय रिजर्व बैंक के भविष्योन्मुख सर्वेक्षण में शामिल किए गए घरेलू व्यवसायों के निकट भविष्य के मुद्रास्फीति अनुमान, मजदूरी और इनपुट लागत में वृद्धि की संभावना के साथ, अनुक्रमिक दौर में मजबूत हुए हैं। यद्यपि, निम्न खाद्य पदार्थ मुद्रास्फीति प्रिंट एवं खाद्य पदार्थ के प्रति सकारात्मक दृष्टिकोण - सरकार के आपूर्ति प्रबंधन उपायों एवं लगभग सामान्य मानसून के कारण - सुविधाजनक स्थिति दर्शाते हैं, तथापि यह आवश्यक है कि हम सजग रहें क्योंकि मुद्रास्फीति को बढ़ाने वाले अनेक जोखिम, मुख्यतः तेल की बढ़ती कीमतें एवं अस्थिर वित्तीय बाजार, बने हुए हैं।

III. मांग और उत्पादन

निजी उपभोग और निवेश की मांग में मजबूती आने से सकल मांग को बड़ा सहारा प्राप्त हुआ है। तेल से इतर वणिक (मर्चेडाइज) निर्यात में अत्यधिक तेजी आने से बाह्य मांग की वजह से पीछे रह जाने की स्थिति में कमी आई है। विनिर्माण गतिविधियों में तीव्र गति पैदा होने एवं कृषि तथा संबद्ध गतिविधियों में समुत्थानशीलता आने से सकल आपूर्ति की स्थिति बेहतर हो गई है। इसके अतिरिक्त, संवृद्धि की दर को सतत बनाए रखने के लिए जरूरी होगा कि स्थायित्व आधार पर वास्तविक निवेश की गतिविधियों को बढ़ाया जाए।

वर्ष 2018 के प्रारंभ से अर्थात् जनवरी-मार्च, 2018 तिमाही से भारत की आर्थिक गतिविधियों की स्थिति चार्ट में अपने मार्ग से ऊपर बढ़ती हुई दिखाई दे रही हैं। केंद्रीय सांख्यिकीय कार्यालय (सीएसओ) द्वारा 2018-19 की प्रथम तिमाही के लिए किए गए तिमाही आकलन से इस बात की पुष्टि होती है कि जनवरी-जून 2018 की अवधि में संवृद्धि दर औसतन 8 प्रतिशत थी जो जुलाई-दिसंबर 2017 की अवधि के 6.6 प्रतिशत से अधिक थी। उच्च फ्रीक्वेंसी एवं सर्वेक्षण-आधारित संकेतकों से पता चलता है कि सकल मांग, सकल आपूर्ति की स्थिति के साथ-साथ तेजी से आगे बढ़ रही है। बिक्री में हो रही वृद्धि, क्षमता-उपयोग में आ रही तेजी तथा शीघ्रता से खपने वाली उपभोक्ता वस्तुओं में पैदा हो रही गति ने यह साबित कर दिया है कि उत्पादन-अंतराल यथार्थ रूप में समाप्त हो चुका है।

इस बीच, सकल मांग के संबंध में एक और इंजन ने इस बात के साथ तीव्रता पैदा कर दी है कि वणिक (मर्चेडाइज) निर्यात में दुबारा उछाल आ गया है। आपूर्ति पक्ष की ओर देखें तो बुवाई की

गतिविधियों में आ रही तेजी, जलाशयों में प्रचुर मात्रा में जल की उपलब्धता ने कृषि एवं संबद्ध गतिविधियों की संभावना को बढ़ा दिया है जो 2017-18 में हुए रिकार्ड उत्पादन से कहीं बेहतर होगा। औद्योगिक गतिविधियां सुदृढ़ हुई हैं तथा उनका आधार और भी बढ़ गया है, यह तेजी विनिर्माण क्षेत्र की गतिविधियों की वजह से है। सेवा क्षेत्र समुत्थानशील बना हुआ है, जिसमें निर्माण गतिविधियों तथा लोक प्रशासन, रक्षा एवं अन्य सेवाओं (पीएडीओ) में हुई मजबूत वृद्धि का हाथ है।

III.1 सकल मांग

बाजार मूल्य पर वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद (जीडीपी) में होने वाले वर्ष-दर-वर्ष परिवर्तनों द्वारा की गई माप से पता चलता है कि वर्ष 2017-18 की चौथी तिमाही में सकल मांग मजबूत होकर 7.7 प्रतिशत हो गई थी, और वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही में बढ़कर नौ तिमाहियों में सबसे अधिक 8.2 प्रतिशत हो गई थी (सारणी III.1)। दरअसल यह वर्ष 2017-18 की दूसरी तिमाही से शुरू होकर लगातार चार तिमाहियों तक क्रमिक रूप से बढ़ती रही है। लेकिन, तिमाही-दर-तिमाही मौसमी रूप से समायोजित वार्षिकीकृत दर (एसएएआर) की गति वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही में संयत हो गई है (चार्ट III.1ए)।

इसके अपने घटकों में से, उपभोग में बढ़ोतरी निजी अंतिम उपभोग व्यय (पीएफसीई) में हुई वृद्धि से हुई है, जो वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही में पिछली छह तिमाहियों में 8.6 प्रतिशत पर सबसे अधिक ऊंचाई पर पहुंच गई। अलबत्ता, सरकार का अंतिम उपभोग व्यय (जीएफसीई) वर्ष 2017-18 की चौथी तिमाही के 16.9 प्रतिशत से घटकर 7.6 प्रतिशत हो गया है। सकल स्थायी पूंजी निर्माण (जीएफसीएफ) की वृद्धि में निहित निवेश की मांग क्रमिक रूप से

सारणी III.1: वास्तविक जीडीपी संवृद्धि

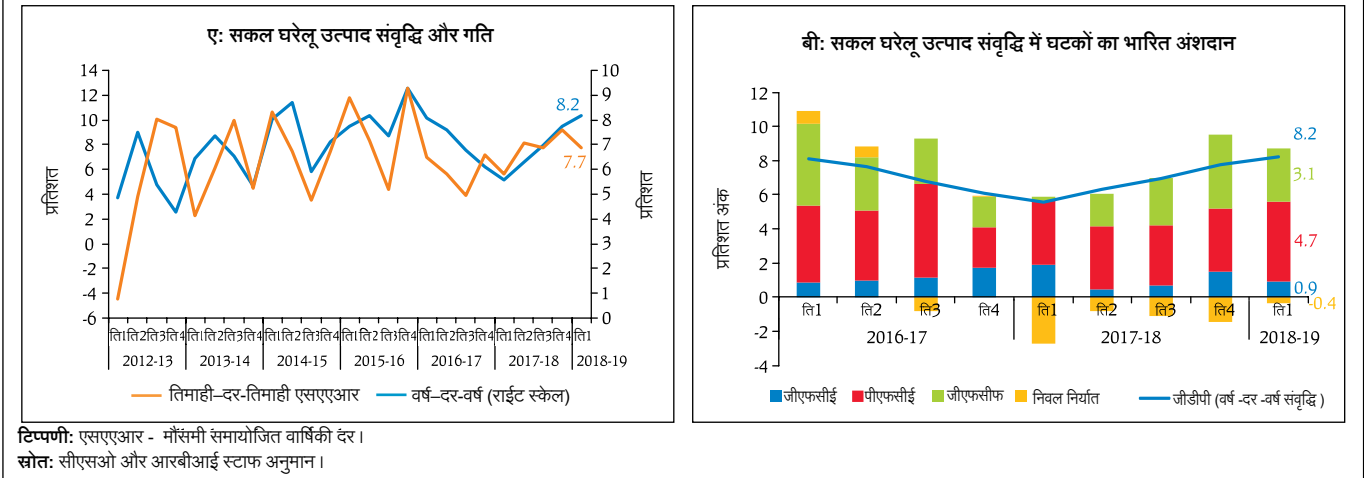
मद	2016-17	2017-18 (पीई)	भारत योगदान*		2016-17				2017-18 (पीई)				2018-19
			2016-17	2017-18	ति1	ति2	ति3	ति4	ति1	ति2	ति3	ति4	
निजी अंतिम उपभोग व्यय	7.3	6.6	4.1	3.7	8.3	7.5	9.3	4.2	6.9	6.8	5.9	6.7	8.6
सरकारी अंतिम उपभोग व्यय	12.2	10.9	1.2	1.1	8.3	8.2	12.3	22.5	17.6	3.8	6.8	16.9	7.6
सकल फिक्स्ड पूंजी निर्माण निर्यात	10.1	7.6	3.1	2.4	15.9	10.5	8.7	6.0	0.8	6.1	9.1	14.4	10.0
आयात	5.0	5.6	1.0	1.1	3.6	2.4	6.7	7.0	5.9	6.8	6.2	3.6	12.7
आयात	4.0	12.4	0.9	2.7	0.1	-0.4	10.1	6.6	18.5	10.0	10.5	10.9	12.5
बाजार मूल्यों पर जीडीपी	7.1	6.7	7.1	6.7	8.1	7.6	6.8	6.1	5.6	6.3	7.0	7.7	8.2

पीई: अंतिम अनुमान

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

स्रोत: केंद्रीय सांख्यिकीय कार्यालय (सीएसओ), भारत सरकार।

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



2018-19 की पहली तिमाही तक घटती रही है हालांकि राष्ट्रीय महामार्ग एवं कम-लागत पर आवास हेतु सरकार द्वारा जोर दिए जाने को ध्यान में रखते हुए यथोचित रूप से 10 प्रतिशत पर मजबूत बनी हुई है। अंतरराष्ट्रीय स्तर पर व्यापार के प्रतिकूल अप्रत्याशित वातावरण के बावजूद, माल और सेवाओं के निर्यात में वृद्धि 16 तिमाही में सबसे अधिक उछाल लेकर वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही में 12.7 प्रतिशत तक पहुंच गई है, जो सकल मांग में निवल निर्यात के ऋणात्मक योगदान को, जो आयात में निरंतर बढ़ोतरी की वजह से है, समाप्त कर देती है (चार्ट III.1 बी)।

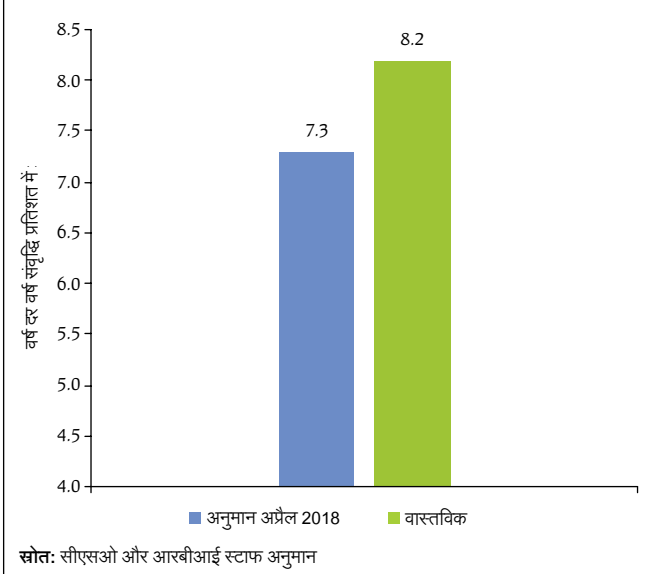
अप्रैल, 2018 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में यह अनुमान दिया गया था कि वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही में वास्तविक जीडीपी की

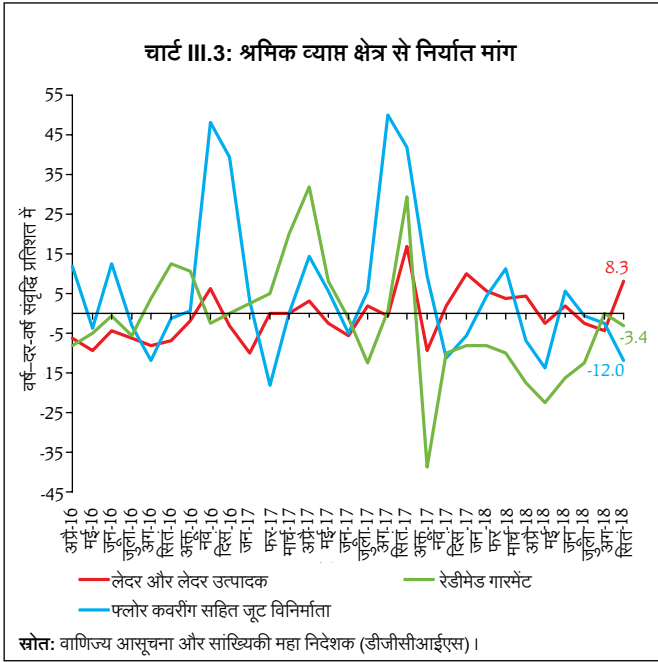
वृद्धि 7.3 प्रतिशत रहेगी, जिसमें जोखिम की स्थिति बेसलाइन के आसपास समान रूप से संतुलित बनी रहेगी (चार्ट III.2)। लेकिन इस तिमाही का जो वास्तविक परिणाम था उसमें यह अनुमान 90 आधार अंक अधिक था, जिससे यह पता चलता है कि सकल मांग के अधिकांश घटकों में उम्मीद से ज्यादा फायदा प्राप्त हुआ है। पहला, 2018-19 की पहली तिमाही में निजी उपभोग की मांग आश्चर्यजनक रूप से बढ़ती हुई दिशा में थी तथा छह तिमाही में सबसे ऊपर थी। अप्रैल 2018 के अनुमानों में यह माना गया था कि वस्तु एवं सेवा कर (जीएसटी) के लागू होने जो होने वाले प्रभाव मंडरा रहा है वह उपभोग की मांग पर प्रतिकूल प्रभाव डालेंगे- खासतौर से शहरी क्षेत्रों में – असंगठित क्षेत्रों में उत्पादन एवं रोजगार कम हो जाने के कारण। इसके अलावा, कृषि क्षेत्र की संबद्ध गतिविधियों में तीव्र वृद्धि से वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही में वृद्धि 8.1 प्रतिशत हो गई, जो चल रही प्रवृत्ति से अधिक थी। संभावित है कि इससे ग्रामीण उपभोग को बढ़ावा मिला होगा। दूसरा, जीएफसीएफ में वृद्धि अनुमान से कहीं अधिक थी क्योंकि पूंजीगत माल के उत्पादन में उम्मीद से अधिक मजबूती आई थी तथा निर्माण क्षेत्र में तीव्र बहाली पैदा हो गई थी।

III.1.1 निजी अंतिम उपभोग व्यय

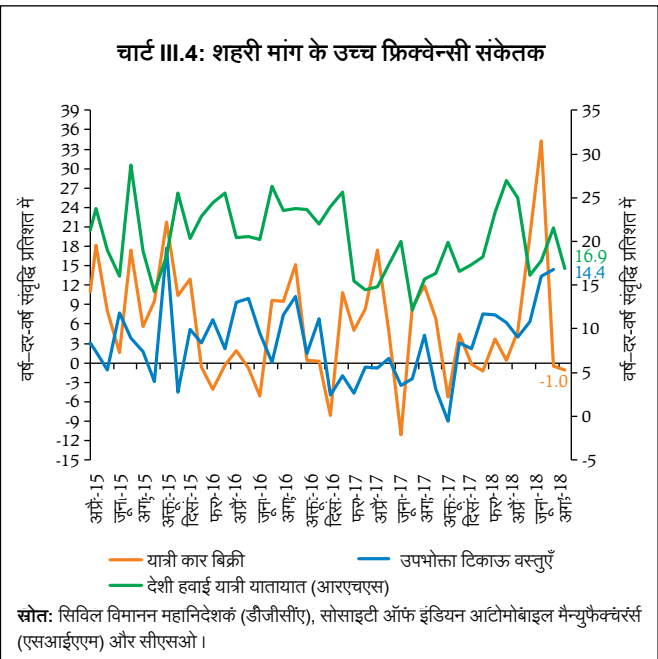
पीएफसीई, सकल मांग का मुख्य आधार था, जो वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही में आगे चल रहा था क्योंकि उपभोग्य आय की शक्ति बढ़ रही थी तथा उस पर पेट्रोलियम उत्पाद के बढ़ते घरेलू दामों का कोई प्रभाव नहीं पड़ रहा था। वर्ष 2017-18 के प्रारंभ से बढ़ने के बाद संगठित विनिर्माण एवं सेवा क्षेत्रों में वेतन में वृद्धि (प्रति कर्मचारी स्टाफ लागत) एक सीमा के भीतर बनी रही (चार्ट II.20 अध्याय

चार्ट III.2: सकल घरेलू उत्पाद संवृद्धि: वास्तविक बनाम अनुमानित (ति1: 2018-19)



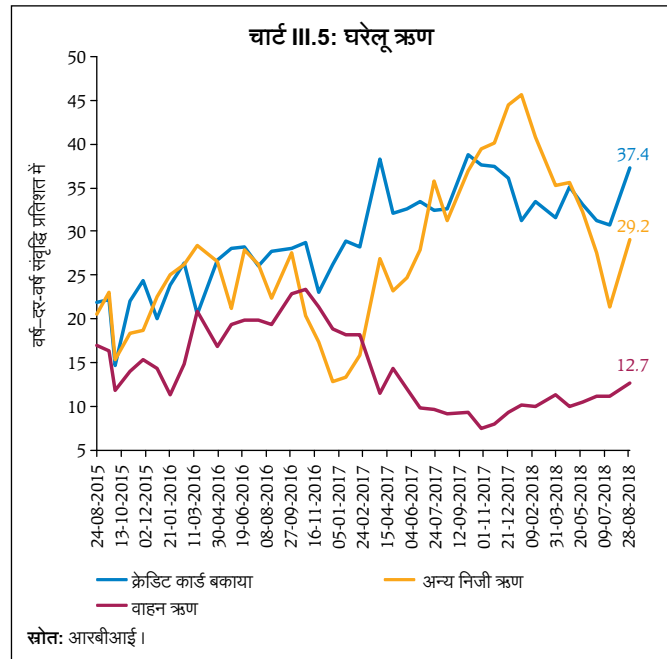


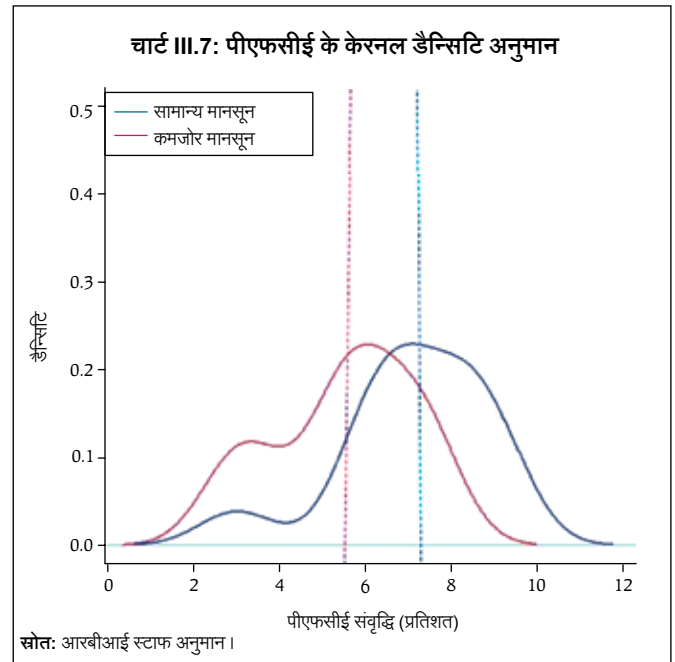
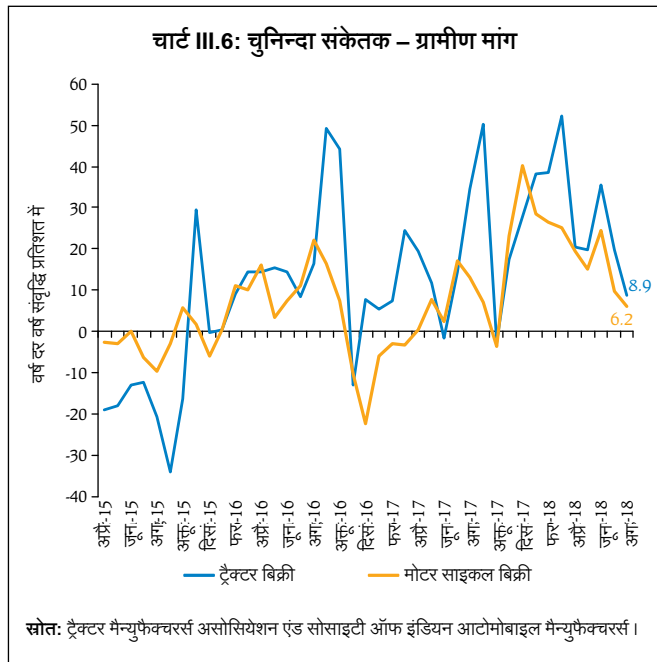
॥ देखें। लेकिन, सूचना प्रौद्योगिकी (आईटी) क्षेत्र में स्टाफ-लागत वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही में बहुत ज्यादा थी, जो क्रय-शक्ति को बढ़ा सकती थी। इसके वितरित घटनागत साक्ष्यों से ज्ञात होता है कि निर्यात कम हो जाने तथा घरेलू स्तर पर उत्पादन धीमा हो जाने के कारण मजदूरी से होनेवाली आय कुछ श्रम-प्रधान खंडों में संयत हो सकती थी जैसे रेडीमेड कपड़े, तथा जूट विनिर्माता में, जो फलस्वरूप उपभोग की मांग को प्रभावित कर सकती थी (चार्ट III.3)।



शहरी उपभोग की स्थिति के बारे में उच्च फ्रीक्वेंसी संकेतक मिली-जुली तस्वीर पेश करते हैं। जहां घरेलू स्तर पर 2018-19 की पहली और दूसरी तिमाही में हवाई यात्रियों की संख्या, यात्री सवारी गाड़ियों की बिक्री, बढ़ी है तथा उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुओं के उत्पादन बढ़े हैं, वहीं सवारी कारों की बिक्री जून में ऊंचाई पर पहुंचने के बाद, संभाव्यता तेल की कीमतों में तेज बढ़ोतरी के चलते, जुलाई-अगस्त में कम हो गई (चार्ट III.4)। वैयक्तिक ऋण के रूप में गृहस्थों द्वारा ऋण लेने की मांग तथा कमर्शियल बैंकों द्वारा वाहनों की लीजिंग तीव्रता बनी रही (चार्ट III.5)। इसके अतिरिक्त, यह उम्मीद की जाती है कि सातवें केंद्रीय वेतन आयोग (सीपीसी) के निर्णयों को लागू किए जाने तथा हाल में जीएसटी दरों में की गई कमी से शहरी उपभोग में मजबूती पैदा होगी।

ग्रामीण मांग से संबंधित उच्च फ्रीक्वेंसी संकेतकों से यह ज्ञात होता है कि 2018-19 की दूसरी तिमाही में इसने अपनी गति गंवाई है (चार्ट III.6)। मोटर साइकिल एवं ट्रैक्टर की बिक्री जो 2018-19 की पहली तिमाही में तेजी से बढ़ी थी, दूसरी तिमाही (जुलाई-अगस्त) में कम हो गई। जो भी हो, ग्रामीण क्षेत्र में निर्माण संबंधी गतिविधियां 2017-18 की दूसरी तिमाही से लेकर तेज़ स्थिति में बनी हुई हैं, क्योंकि सरकार का ज़ोर ग्रामीण आवास और सड़क निर्माण पर है। तेजी से खपने वाली वस्तुएं (एफएएमसीजी) बनाने वाली कंपनियों की मजबूत एवं सर्वाधिक वृद्धि, जिसका काफी हिस्सा ग्रामीण क्षेत्रों में खपता है, से भी यह पुष्टि होती है कि ग्रामीण उपभोग के डायनामिक्स बेहतर होते जा रहे हैं। सामान्य मानसून और निजी उपभोग में



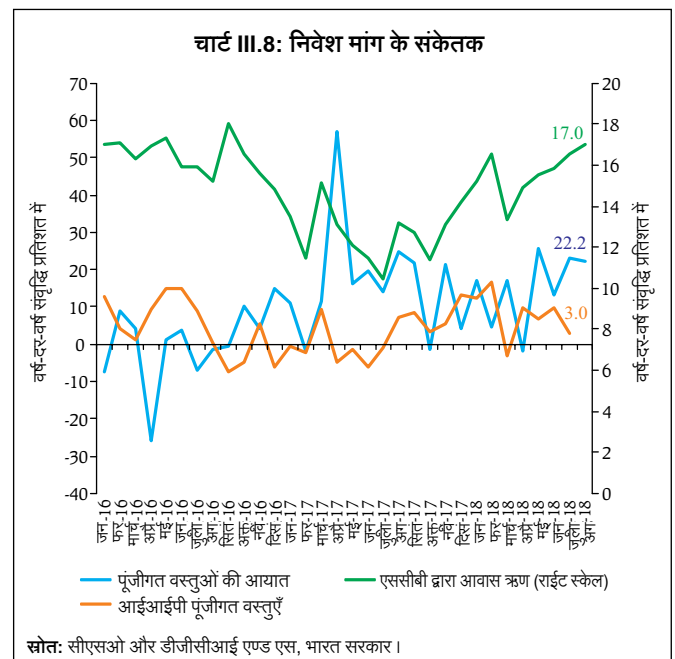


बढ़ोतरी के साथ सकारात्मक संयोग के अनुभवजन्य साक्ष्यों को देखते हुए ग्रामीण उपभोग के डायनामिक्स को इस बात से भी फायदा पहुंचेगा कि देश के बड़े हिस्से में हुई सामान्य वर्षा अनुकूल थी (चार्ट III.7)¹। खरीफ फसल के लिए जुलाई 2018 में घोषित न्यूनतम समर्थन मूल्य में काफी हद तक बढ़ोतरी से उम्मीद की जाती है कि यदि यह प्रभावी तरीके से लागू हो जाती है तो इससे ग्रामीण गृहस्थों की आय बढ़ जाएगी।

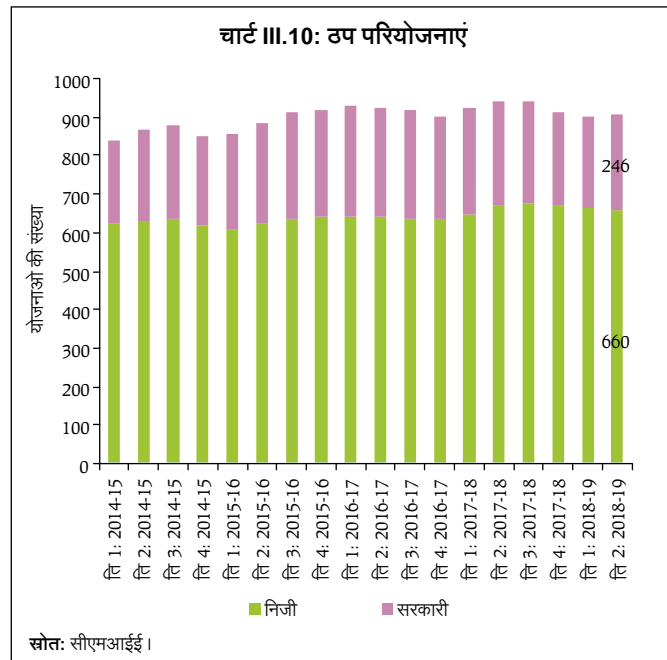
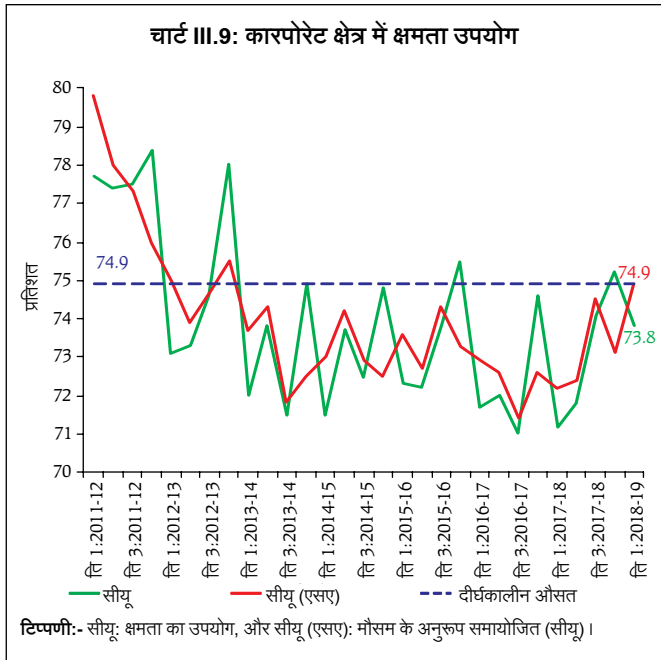
III.1.2 सकल स्थिर पूंजी निर्माण

सकल स्थिर पूंजी निर्माण (जीएफसीएफ) में बढ़ोतरी, जो 2017-18 की चौथी तिमाही में सात तिमाहियों में सबसे अधिक 14.4 प्रतिशत के स्तर पर थी, में वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही में वृद्धि दो-अंक में बरकरार रही है, हालांकि पिछली तिमाही की तुलना में उसकी गति थोड़ी सी कम हुई है। वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही में जीएफसीएफ का सकल मांग में हिस्सा 31.6 प्रतिशत था जो एक वर्ष पहले के 31.0 प्रतिशत से अधिक था, जो निवेश की मांग में सुधार का संकेत देता है। अनेक उच्च फ्रीक्वेंसी वाले संकेतकों जैसे इस्पात उपभोग, सीमेंट उत्पादन, तथा पूंजीगत वस्तुओं के आयात से पता चलता है कि इनमें निवेश गतिविधियां तीव्र थीं (चार्ट III.8)। अनुसूचित वाणिज्य बैंकों (एससीबी), खासकर आवास वित्त कंपनियों द्वारा दिए गए आवास ऋणों में हुई तेज़ वृद्धि से भी पता चलता है कि निर्माण क्षेत्र में निवेश बढ़ रहा है।

क्षमता उपयोग (मौसमी हिसाब से समायोजित) में भी गति पैदा हुई है और वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही में बढ़कर 74.9 प्रतिशत हो गई है, जो पिछले वर्ष की पहली तिमाही में दर्ज किए गए स्तर से अधिक है (चार्ट III.9)। यद्यपि रुकी हुई कई परियोजनाओं ने निजी एवं सरकारी, दोनों क्षेत्रों में, 2017-18 की चौथी तिमाही एवं वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही में कुछ सुधार दर्ज किया, 2018-19 की दूसरी तिमाही में सरकारी क्षेत्र में मामूली कमी आई (चार्ट III.10)।



¹ सन 1996-97 से लेकर 2017-18 की अवधि के लिए वार्षिक पीईसीई संवृद्धि का कर्नेल घनत्व प्लॉट में सामान्य मानसून वाले वर्षों में पीईसीई के तिर्यक संकेन्द्रण को x-अक्षांश में दाहिनी तरफ दिखाया गया है (अर्थात औसत से उच्चतर संवृद्धि)।

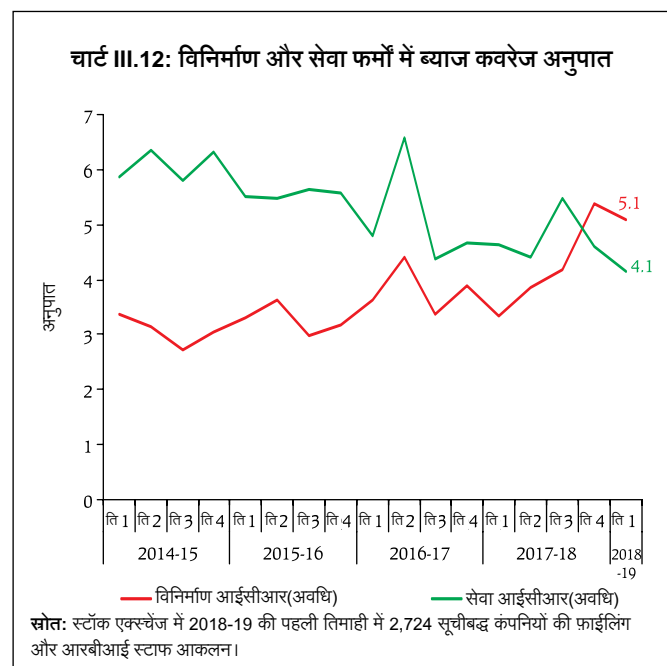
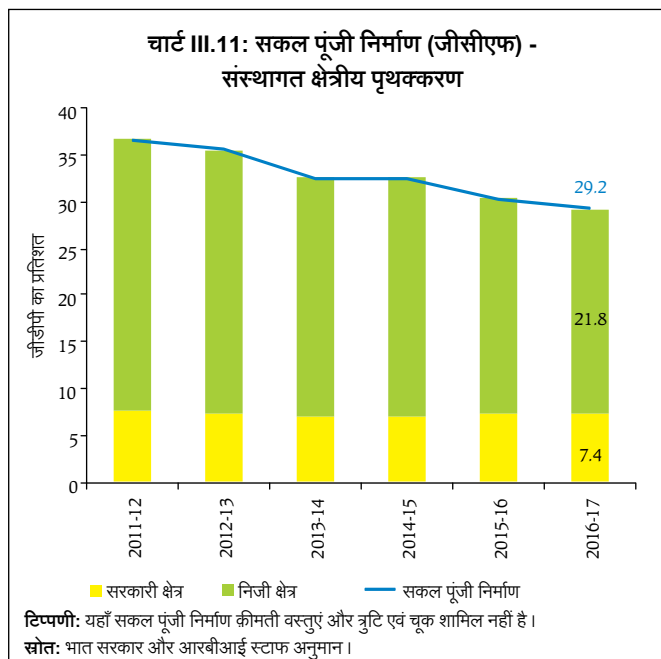


वर्ष 2011-12 से लेकर पूंजी निर्माण की स्थिति में गिरावट आई है क्योंकि निजी क्षेत्र द्वारा इसमें निवेश घट गया है, साथ ही जिनपर भारी मात्रा में कॉर्पोरेट कर्ज का बोझ है (चार्ट III.11)। अनुभवजन्य विश्लेषणों से ज्ञात होता है कि उच्च लीवरेज, फर्मों की निवेश करने की योग्यता को बाधित करता है, फलस्वरूप नया निवेश धीमा हो जाता है (बॉक्स III.1)।

हालांकि वर्ष 2017-18 की दूसरी छमाही से कॉर्पोरेट क्षेत्र डीलीवरेजिंग कर रहा है, खासकर विनिर्माण क्षेत्र; यह डीलीवरेजिंग इनके ब्याज-

कवरेज अनुपातों में सुधार में प्रकट हो रहा है, (आईसीआर) (चार्ट III.12)।

निवेश क्रियाकलापों पर हाल ही के आंकड़ों और निवेश के विभिन्न प्रमुख / संयोगात्मक संकेतकों, यथा – बिक्री में बढ़ोतरी, क्षमता उपभोग, माल सूची में सतत गिरावट, तथा क्रमिक रूप से वापस लौट रही कीमत निर्धारण शक्ति से यह सुझाव मिलता है कि निवेश चक्र वापस लौट आया है।²



² राज, जनक; एस. साहू, शिव शंकर (2018), "इंडियाज इन्वेस्टमेंट साइकल: एन एम्पायरिकल इन्वेस्टीगेशन", आरबीआई वर्किंग पेपर (प्रकाशय)।

बॉक्स III.1: लीवरेज और निवेश

फर्म स्तर पर पूंजी निवेश के बारे में अनुभवजन्य साक्ष्यों से संकेत मिलते हैं कि बिक्री में बढ़ोतरी, लीवरेज, ऋण में और फर्मों की चुकौती क्षमता में बढ़ोतरी इसके प्रमुख निर्धारकों में थे (क्रेट्ज्जर और मेथेसन, 2018; ली, मेगॉड और वेलेन्चिया, 2015; मेगॉड और सोसा, 2015)। लीवरेज कई तरीकों से निवेश व्यवहार को प्रभावित करता है, यह नई और जोखिमपूर्ण परियोजनाओं के वित्तपोषण हेतु बाह्य संसाधनों को जुटाने की क्षमता को बाधित करता है। उच्च लीवरेज के परिदृश्य में निवेश से होने वाला बड़ा लाभ लेनदारों को चला जाता है, इसे हतोत्साहित होकर प्रवर्तक और निवेश लेने से बचते हैं। विश्वव्यापी वित्तीय संकट के उपरांत भारतीय गैर-वित्तीय फर्मों की लीवरेज, जिसका आकलन इक्विटी में ऋण अनुपात के रूप में किया जाता है, समूचे क्षेत्र में बढ़ी जिससे ऋण चुकौती क्षमता में कमी आई और निवेश क्षमता में गिरावट हुई। निवेश क्रियाकलापों पर लीवरेज के प्रभाव की औपचारिक जांच के प्रयोजन से सूचीबद्ध और गैर-सूचीबद्ध दोनों ही प्रकार की गैर वित्तीय कम्पनियों के लिए 2004 से 2017 की अवधि के लिए फर्म स्तरीय डाटा सीएमआईई प्राउवेस डाटाबेस से लिए गए और इन्हें ऑरलेनो-बॉन्ड पैनल रीग्रेशन पद्धति में मॉडल किया गया, इसमें लीवरेज और निवेश के बीच संभावित अंतर्जात समस्या का वर्णन किया गया।

$$CapEx_{it} = \alpha + \beta CapEx_{it-1} + \gamma LEV_{it} + \delta ICR_{it} + \varphi(\Delta Sales_{it}) + \rho(\Delta OpProfit_{it}) + \theta(\Delta Debt_{it}) + \omega PBR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (III.e.1)$$

इस सूत्र में $CapEx_{it}$ किसी i फर्म द्वारा t अवधि में स्थायी आस्तियों में निवेश का अनुपात है, फर्म की इक्विटी और ऋण का अनुपात LEV_{it} , LEV_{it} है जो लीवरेज को दर्शाता है, ICR_{it} फर्म के ब्याज कवरेज अनुपात को दर्शाता है, $\Delta Sales_{it}$ बिक्री में बढ़ोतरी है, $\Delta OpProfit_{it}$ परिचालनगत लाभ में बढ़ोतरी है, $\Delta Debt_{it}$ फर्म के बकाया ऋण में बढ़ोतरी है, PBR_{it} फर्म के बहीगत मूल्य और बाजार कीमत का अनुपात है, μ_t समय के दौरान उतार-चढ़ाव के अभिग्रहण में निश्चित समयगत प्रभाव है, θ_t फर्म-विशिष्ट के लिए प्रभावों को दिखाता है और ε_{it} त्रुटिगत अवधि है।

स्थायी निवेश के निर्धारण में लीवरेज के प्रबल ऋणात्मक प्रभाव की पुष्टि इन परिणामों से होती है, जबकि बिक्री में बढ़ोतरी, परिचालनगत लाभ और बही मूल्य की तुलना में बाजार कीमत निवेश को धनात्मक रूप से प्रभावित करते हैं (सारणी III.1.1)। लीवरेज में एक प्रतिशतता अंक की बढ़ोतरी से पाया गया कि स्थायी निवेश में 40 आधार अंकों की गिरावट हुई।

इन विशिष्ट लक्षणों का परीक्षण क्षेत्रकीय स्तर अर्थात् विनिर्माण, भवन निर्माण और धातुओं पर भी किया गया। पूंजीगत व्यय पर बकाया ऋण की बढ़ोतरी से धनात्मक प्रभाव पाया गया क्योंकि नए ऋण लेकर फर्म अपने दीर्घावधि निवेश का वित्तपोषण करती हैं। बिक्री में बढ़ोतरी होना वर्तमान और भावी मांग का संकेतक है, यह भी आगामी निवेश को बढ़ावा

सारणी III.1.1: रीग्रेशन परिणाम - फर्मों के पूंजी व्यय (2004-2017) पर लीवरेज का प्रभाव
निर्भर चर : निवेश-नियत आस्त अनुपात

	समग्र	विनिर्माण फर्म	निर्माण क्षेत्र फर्म	धातु क्षेत्र फर्म
	(1)	(2)	(3)	(4)
निवेश अनुपात (अंतराल)	0.133*** (0.010)	0.138*** (0.015)	0.043 (0.038)	0.112*** (0.020)
इक्विटी अनुपात के लिए ऋण	-0.399*** (0.093)	-0.197** (0.095)	-1.924*** (0.581)	-0.241 (0.198)
ब्याज कवरेज अनुपात	0.005 (0.003)	-0.005 (0.004)	0.027* (0.015)	0.001 (0.008)
बिक्री वृद्धि दर (वर्ष-दर-वर्ष)	0.020*** (0.002)	0.020* (0.010)	0.016*** (0.005)	0.032*** (0.012)
ऑपरेटिंग लाभ की वृद्धि (वर्ष-दर-वर्ष)	-0.000 (0.001)	-0.002 (0.001)	0.004 (0.006)	-0.001 (0.002)
बकाया ऋण की वृद्धि (वर्ष-दर-वर्ष)	0.011*** (0.001)	0.012*** (0.002)	0.005 (0.005)	0.015*** (0.004)
बाजार मूल्य की तुलना में बही मूल्य अनुपात (वार्षिक औसत)	0.249** (0.103)	-0.015 (0.114)	1.182*** (0.391)	-0.189 (0.252)
कॉन्स्टेंट	5.553*** (0.299)	7.077*** (0.310)	3.392*** (0.992)	8.453*** (0.561)
अवलोकन	20.726	13.885	1.421	4.673
फर्मों की संख्या	2,693	1,669	191	558

टिप्पणियाँ: 1. *** पी <0.01, ** पी <0.05, * पी <0.1।

स्रोत: आरबीआई स्टाफ अनुमान।

देता है, और निवेश को बढ़ावा देनेवाले कारकों के क्रियाशील होने का समर्थन करता है।

निष्कर्ष के तौर पर कहा जा सकता है कि गैर-वित्तीय फर्मों में उच्च लीवरेज अर्थव्यवस्था में निवेश में गिरावट की तरफ ले गया। हाल ही में फर्मों और बैंकों दोनों के तुलनपत्रों को मजबूत बनाने के लिए गहन प्रयासों से मध्यम-से-दीर्घ अवधि के बीच पूंजी निरूपण में गतिवर्धन अपेक्षित है।

संदर्भ :

क्रेट्ज्जर, आई., और टी. मेथेसन (2018), इन्वेस्टमेंट इन ब्राजील: फ्रॉम क्राइसेस टू रिकवरी, अमुको वर्किंग पेपर, डब्ल्यूपी/18/6.

ली, डी., एन. मेगॉड और एफ. वेलेन्चिया (2015), कार्पोरेट इन्वेस्टमेंट इन एमर्जिंग मार्केट्स : फाइनान्सिंग वर्सेस रीयल ऑप्शन चैनल, अमुको वर्किंग पेपर, डब्ल्यूपीआईईए 2015285.

एन. मेगॉड और एस. सोसा (2015), इन्वेस्टमेंट इन एमर्जिंग मार्केट्स : वी ऑर नॉट इन केन्सास एनीमोर...ऑर आर वी?, अमुको वर्किंग पेपर, डब्ल्यू पी/15/77।

III.1.3 सरकारी व्यय

पहली तिमाही में सकल मांग को जीएफसीई का समर्थन बना रहा। केंद्र सरकार की राजकोषीय स्थिति दर्शाती है कि प्रमुख घाटा-संकेतकों (बजट अनुमानों के प्रतिशत के तौर पर) की दृष्टि से अप्रैल-अगस्त 2018-19 के दौरान इसमें सुधार हुआ, क्योंकि राजस्व प्राप्ति में हुई बढ़ोत्तरी व्यय से अधिक रही (सारणी III.2) कर राजस्व में 7.5 प्रतिशत की बढ़ोतरी रही जिसमें आय कर संग्रह उच्चतर रहा (चार्ट III.13 ए और बी)।

माह-दर-माह उतार चढ़ाव के बावजूद समग्र अप्रत्यक्ष कर आधार में विस्तार हुआ। क्रियाविधियों के आसान बनाने और वस्तु और सेवा कर (जीएसटी) की दरों को औचित्यपूर्ण बनाने के निरंतर प्रयासों ने स्वैच्छिक अनुपालन को प्रोत्साहन दिया है, खासकर कारोबार-दर-कारोबार खंड और लघु उद्यमियों के बीच। जीएसटी नेटवर्क (जीएसटीएन) के तहत बहुत से पंजीकरणकर्ता ऐसे थे जो जीएसटी की सीमा से नीचे के थे लेकिन फिर भी उन्होंने जीएसटी का हिस्सा बनने का चुनाव किया। इसी प्रकार 50 प्रतिशत से भी अधिक लोग ऐसे थे जो सामान्य संयोजन स्कीम का चुनाव कर सकते थे लेकिन उन्होंने नियमित जीएसटी स्कीम³ के तहत पंजीकरण कराया। राज्यों के अपने कर-राजस्वों में मुख्यतया राज्य वस्तु और सेवा कर (एसजीएसटी) के तहत हुआ संग्रह है, यह भी हाल के महीनों से सुस्थिर हो गया है, यद्यपि एकीकृत वस्तु और सेवा कर (आईजीएसटी) से प्राप्त राजस्व को केंद्र और राज्यों के बीच बंटवारे

सारणी III.2: मुख्य राजकोषीय संकेतक – केंद्र सरकार का वित्त (अप्रैल-अगस्त) (प्रतिशत)

संकेतक	बीई के प्रतिशत के रूप में		वर्ष दर वर्ष संवृद्धि
	2017-18	2018-19	
1. राजस्व प्राप्ति	27.0	26.9	13.3
क. कर राजस्व (निवल)	27.8	24.7	7.5
ख. गैर-कर राजस्व	24.0	40.1	42.0
2. गैर-कर्ज पूंजी प्राप्ति	26.6	26.4	12.7
3. राजस्व व्यय	45.8	43.8	11.6
4. पूंजी व्यय	35.4	44.0	20.6
5. कुल व्यय	44.3	43.8	12.7
6. सकल राजकोषीय घाटा	96.1	94.7	12.6
7. राजस्व घाटा	134.2	114.0	10.0
8. प्राथमिक घाटा	1401.3	767.7	13.2

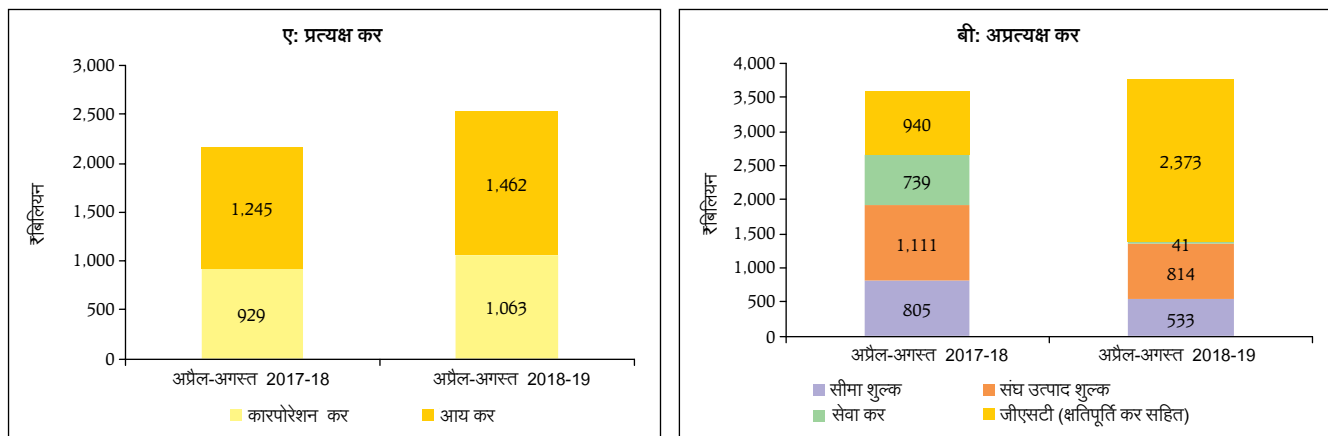
बीई : बजट अनुमान।

स्रोत: महा लेखा नियंत्रक, वित्त मंत्रालय, भारत सरकार और संघीय बजट दस्तावेज़, 2018-19।

और जीएसटी क्षतिपूर्ति उप-कर⁴ के अंतरण को लेकर कुछ अनिश्चय की स्थिति है। इसके अलावा, कर से इतर राजस्व में भी उल्लेखनीय सुधार हुआ है।

व्यय के मोर्चे पर देखें तो अप्रैल-अगस्त 2018-19 के लिए लेखों से राजस्व व्यय में उल्लेखनीय संयतता प्रगट होती है, जो खासकर उपदान के तौर पर किए जाने वाले व्यय में कमी के कारण है। पूंजीगत व्यय में बढ़ोतरी के कारण व्यय की गुणवत्ता में सुधार हुआ; यह 20.6 प्रतिशत रहा, जो कि राजस्व व्यय से अधिक है। राज्यों के संबंध

चार्ट III.13: कर संग्रह - अप्रैल - अगस्त



स्रोत: महालेखा नियंत्रक, वित्त मंत्रालय, भारत सरकार।

³ आर्थिक सर्वे, 2017-18।

⁴ तारीख 30 अगस्त 2018 को संबंधित अधिनियमों में हुए नवीनतम संशोधनों को देखते हुए आईजीएसटी/ जीएसटी क्षतिपूर्ति उप-कर के सविभाजन से जुड़ी अनिश्चितता आगे चलकर खत्म हो जाएगी।

सारणी III.3: सभी राज्यों का राजस्व व्यय, ब्याज भुगतान और ऋणग्रस्तता

वर्ष	राजस्व व्यय / कुल व्यय	ब्याज भुगतान / राजस्व व्यय	जीएसडीपी / ऋण
2015-16	81.3	11.7	23.4
2016-17	80.4	12.0	23.8
2017-18 (आरई)	83.2	11.6	24.0
2018-19 (बीई)	82.9	11.3	24.3

(प्रतिशत)

स्रोत: आरबीआई स्टाफ अनुमान।

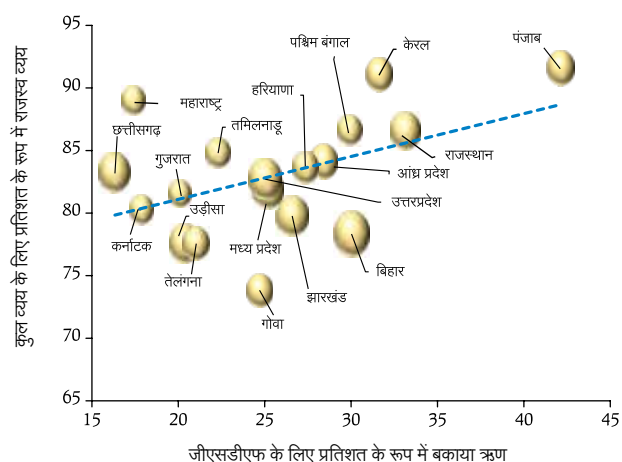
में उनके कुल व्यय में राजस्व व्यय का हिस्सा 2018-19 के उनके बजट अनुमानों में 83 प्रतिशत के न्यूनतर स्तर पर अनुमानित था, यद्यपि यह 2015-16 और 2016-17 में किए गए बजट अनुमानों से अभी भी उच्चतर ही है। (सारणी III.3)

राज्यों की ऋणग्रस्तता (ऋण/जीएसडीपी) और कुल व्यय में उनके राजस्व व्यय की हिस्सेदारी के बीच धनात्मक संबंध है (चार्ट III.14)। गैर विशिष्ट वर्ग के राज्यों⁵ के मामले विशेष वर्ग के राज्यों की तुलना में यह संबंध कहीं अधिक मजबूत है। उच्च ब्याज बोझ वाले राज्यों (राजस्व व्यय के प्रतिशत के तौर पर उच्चतर ब्याज भुगतान) को अपना राजस्व व्यय नियंत्रित कर पाना अधिक कठिन लगता है, इससे व्यय की गुणवत्ता पर दबाव पड़ता है।

बढ़े हुए राजस्व व्यय और जीएसटी कार्यान्वयन में शुरूआती दिक्कतों के परिणामस्वरूप राजस्व संग्रह में हल्केपन के कारण सन 2017-18 के दौरान केन्द्र और राज्यों की संयुक्त राजकोषीय स्थिति में बजट अनुमानों की तुलना में गिरावट आई। परिणामस्वरूप राज्यों की राजकोषीय स्थिति बजट अनुमानों से काफी हटकर रही। बजट के अनुसार संयुक्त सकल राजकोषीय घाटा (जीएफडी) सन 2018-19 में जीडीपी से 5.9 प्रतिशत कम रहेगा जबकि 2017-18 के लिए संशोधित अनुमानों में यह 6.6 प्रतिशत था। सामान्य सरकार (केन्द्र और राज्य सरकारें) की बकाया देयताओं के लिए बजट अनुमान है कि एक वर्ष पहले (संशोधित अनुमान) के 68.9 प्रतिशत से कम

⁵ कुछ राज्यों को विशेष राज्य का दर्जा राष्ट्रीय विकास परिषद द्वारा 1969 में दिया गया, इसके लिए केन्द्र की सहायता और करों में रियायतों के रूप में कतिपय अभावग्रस्त राज्यों को अधिमानता का व्यवहार दिया गया, यद्यपि इस प्रकार के वर्गीकरण के लिए भारत के संविधान में कोई प्रावधान नहीं है। समय के साथ-साथ किसी राज्य को विशेषवर्ग प्रदान करने के लिए विभिन्न मानदंड तैयार किए गए, जिनमें, अन्य बातों के साथ-साथ आर्थिक और संरचनात्मक पिछड़ापन; राज्य वित्त की अत्यवहार्य प्रकृति, पर्वतीय और कठिन भौगोलिक स्थितियां; जनसंख्या का कम घनत्व या जनजाति जनसंख्या का महत्वपूर्ण अंश; और पड़ोसी देशों के साथ सामरिक स्थिति को शामिल किया गया है। वर्तमान में 11 राज्यों यथा अरुणाचल प्रदेश, असम, हिमाचल प्रदेश, जम्मू और कश्मीर, मणिपुर, मेघालय, मिजोरम, नागालैण्ड, सिक्किम, त्रिपुरा और उत्तराखंड को यह हैसियत प्रदान की गई है।

चार्ट III.14: गैर-विशेष श्रेणी राज्यों के लिए ऋणग्रस्तता और राजस्व व्यय के बीच संबंध 2017-18 (आरई)



टिप्पणी: बबल का आकार ब्याज भुगतान पर राजस्व व्यय के प्रतिशत के रूप में आधारित है।

स्रोत: भारत के नियंत्रक और महालेखाकार (सीएजी), भारत सरकार और आरबीआई स्टाफ अनुमान।

होकर मार्च 2019 के अंत तक जीडीपी के 68.3 प्रतिशत पर आ जाएगी।⁶ समेकन की दिशा में सम्मिलित प्रयासों की जरूरत रहेगी ताकि संशोधित एफआरबीएम लक्ष्यों, अर्थात् सन 2024-25 तक जीडीपी और सामान्य सरकारी ऋणों के 60 प्रतिशत के अनुपात और केन्द्र सरकार के ऋणों और जीडीपी के 40 प्रतिशत के अनुपात को प्राप्त किया जा सके।

विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों (एफपीआई) से सरकारी प्रतिभूतियों की मांग कम रहने के बावजूद सन 2018-19 के दौरान नियोजित निर्गमन अनुसूची के अनुसार भारतीय रिजर्व बैंक ने केन्द्र द्वारा बाजार से उधारियों का अब तक प्रबंधन किया है। सन 2018-19 के लिए बजट के अनुसार बाजार से ली जाने वाली उधारियां ₹6,055 बिलियन (विगत वर्ष की तुलना में लगभग 3 प्रतिशत उच्चतर) पर हैं, केन्द्र सरकार ने सितम्बर 2018 के अंत तक अपनी बजटगत उधारियों का 47.6 प्रतिशत पूरा कर लिया था (सन 2017-18 की इसी अवधि में 64.1 प्रतिशत)। इसने निर्णय किया कि बाजार से उधारियों की आदर्श पद्धति से अलग हटते हुए वर्ष की पहली छमाही में ही बाजार से उधारों को आरंभ नहीं किया जाए (सारणी III.4)। इसने इस साल की दूसरी छमाही के दौरान अपनी बजटगत बाजार उधारियों को ₹705 बिलियन कम करने का निर्णय किया है,

⁶ विगत तीन साल (2015-16, 2016-17, और 2017-18 संशोधित अनुमान) में सामान्य जीडीपी केवल 2016-17 में संयोजित बकाया देयताओं में बढ़ोतरी से आगे निकल गई। सन 2018-19 के बजट अनुमानों के अनुसार सामान्य जीडीपी में होने वाली बढ़ोतरी संयोजित बकाया देयताओं से आगे निकलना प्रत्याशित है।

सारणी III.4: सरकार की बाजार से उधारियाँ

(₹ बिलियन)

मद	2016-17			2017-18			2018-19 (अंत-सितंबर 2018 तक)		
	केन्द्र	राज्य	कुल	केन्द्र	राज्य	कुल	केन्द्र	राज्य	कुल
निवल उधार	4.082	3.427	7,509	4,484	3,403	7,887	2,004	1,376	3,380
सकल उधार	5.820	3.820	9,640	5,880	4,191	10,071	2,880	1,575	4,455

स्रोत: भारत सरकार और आरबीआई स्टाफ अनुमान।

जिससे समूचे वर्ष की बाजार उधारियां ₹5350 बिलियन हो जाएंगी, जबकि बजटगत उधारियां ₹6055 बिलियन रखी गईं थीं। सरकार की प्रत्याशा है कि राष्ट्रीय लघु बचत निधि (एनएसएसएफ) स्कीम में उच्चतर आगमों से यह न्यूनतर बाजार उधारियों के बाद भी बजटगत राजकोषीय घाटे के लक्ष्यों का वित्तपोषण कर सकेगी। राज्यों ने सितम्बर 2018 के अंत तक अपनी सकल बजटगत उधारियों का 27.6 प्रतिशत पूरा कर लिया है, जबकि 2017-18 की इसी अवधि में 36.7 प्रतिशत पूरा कर लिया गया था। केन्द्र और राज्यों द्वारा बाजार उधारियों की बड़ी रकम 2018-19 की दूसरी छमाही में रहेगी।

सरकारी वित्त के लिए प्रमुख चुनौती बजटीकृत राजस्व व्यय वृद्धि के अनुपालन की है क्योंकि अनेक राज्यों और केन्द्र में जल्द ही चुनाव होने वाले हैं। वर्ष 1991-92 से 2017-18 की अवधि के लिए किए गए जीएफसीई वृद्धि विश्लेषण से यह इंगित होता है कि चुनाव के वर्षों में इसमें सामान्य रूप से वृद्धि होती है (चार्ट III.15)। परिणामतः पूंजीगत व्यय में कटौती और/या जीएफडी लक्ष्यों से विचलन हो सकता है। केन्द्र की खाद्य और ईंधन सब्सिडी, राज्यों की ऋण माफी

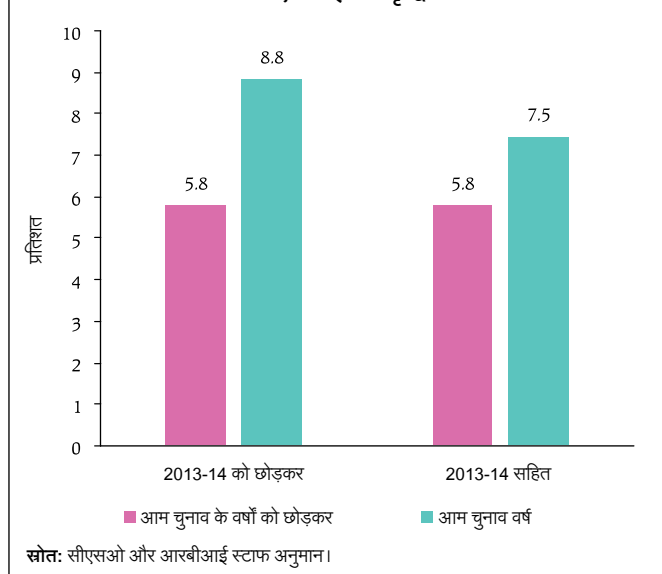
और खरीफ फसलों के लिए न्यूनतम समर्थन मूल्य (एमएसपी) में घोषित वृद्धि के कारण होने वाले संभाव्य खर्च के चलते राजस्व व्यय के निर्धारित सीमा से बढ़ने का खतरा चालू वर्ष में बढ़ गया है। हालांकि सरकार ने यह संकेत दिया है कि इसे राजकोषीय घाटे के लक्ष्य से किसी स्लिपेज की प्रत्याशा नहीं है और यह आशा की है कि राजस्व संग्रह बजट अनुमानों के अनुरूप रहेगा।

बेहतर कर अनुपालन, गैर-कर राजस्व और विनिवेश के माध्यम से राजस्व जुटाना केन्द्र के राजकोषीय समेकन को बरकरार रखने के लिए महत्वपूर्ण हैं। कृषि ऋण माफी के अलावा शीघ्र होने वाली वेतन आयोग की घोषणा को लागू करने और देय बकाया राशियों के कारण राज्यों के वित्त पर दबाव आ सकता है।

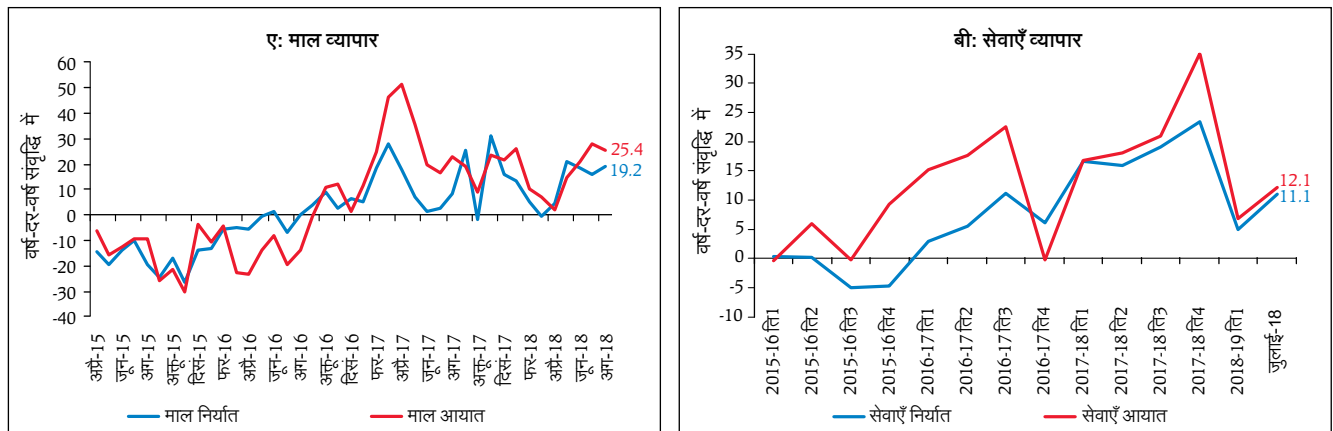
III.1.4 बाह्य मांग

सकल मांग में गिरावट के कारण वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही में कुल निर्यात कम रहा किन्तु हालांकि पिछली चार तिमाहियों की तुलना में यह गिरावट अल्प मात्रा में थी। जीएसटी को लागू करने से भारत के व्यापारिक माल के निर्यात ने पुनः तेजी पकड़ी। वैश्विक मांग में सुधार के कारण 2018-19 की पहली तिमाही में, यूएस डॉलर में गणना करें तो इसमें 14.6 प्रतिशत की वृद्धि हुई जो कि पिछली चार तिमाहियों के 10.1 प्रतिशत के औसत से अधिक है (चार्ट III.16ए)। तेल से इतर निर्यातों, जैसे कि इंजीनियरिंग सामान, रसायन और ड्रग तथा फार्मास्युटिकल निर्यात वृद्धि की बहाली में अच्छी भागीदारी रही (चार्ट III.17ए)। तेल निर्यात में भी वृद्धि हुई लेकिन उसका मुख्य कारण अंतर्राष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों का बढ़ना था। यद्यपि व्यापारिक माल आयात वृद्धि क्रमिक रूप से 2018-19 की पहली तिमाही में बढ़ी, किंतु प्रतिकूल आधारभूत प्रभावों और स्वर्ण आयात में गिरावट के कारण वर्ष-दर-वर्ष इसमें कमी आई। मोती और बहुमूल्य रत्नों, दालों और वनस्पति तेल की आयात में कमी के कारण तेल और स्वर्ण से इतर आयातों में भी कुछ कमी आई (चार्ट III.17बी)। अंतर्राष्ट्रीय स्तर पर कच्चे तेल के कीमतों के बढ़ने और आयात मात्रा में वृद्धि होने से तेल आयात खर्च 15 तिमाहियों में सर्वाधिक रहा। निर्यात में अच्छे कार्यनिष्पादन के बावजूद भारत का व्यापारिक माल

चार्ट III.15: गैर चुनावी तथा आम चुनाव वर्षों में जीएफसीई में संवृद्धि



चार्ट III.16: माल और सेवा व्यापार में संवृद्धि



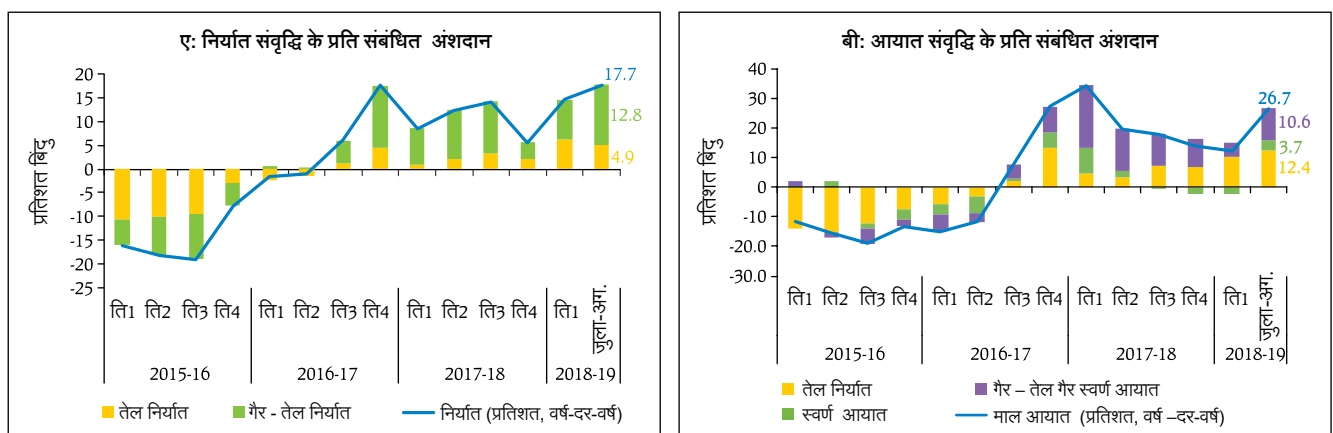
स्रोत: वाणिज्य आसूचना और सांख्यिकी महा-निदेशक (डीजीसीआई एण्ड एस) और आरबीआई।

टिप्पणी: चार्ट-बी में जुलाई 2018 के लिए संवृद्धि दर का आकलन इसी अवधि के मासिक औसत के आधार पर किया गया है।

संबंधी व्यापार घाटा 2018-19 की पहली तिमाही के दौरान पिछली 20 तिमाहियों की तुलना में सर्वाधिक रहा। जुलाई-अगस्त 2018-19 के दौरान निर्यात और आयात दोनों की संवृद्धि में सुधार हुआ। पेट्रोलियम पदार्थों, इंजीनियरिंग वस्तुओं और रत्न और आभूषणों को बड़ी मात्रा में बाहर भेजे जाने से निर्यात में लाभ हुआ। पेट्रोलियम, सोना, कोयला और इलेक्ट्रॉनिक वस्तुओं के आयात में संवृद्धि हुई। 2018-19 की पहली तिमाही में भारत के व्यापारिक माल संबंधी व्यापार घाटे का 65 प्रतिशत का वित्तपोषण इनविजिबल्स, अर्थात सेवाओं, आय और विप्रेषणों के निवल निर्यात के माध्यम से किया गया। वर्ष-दर-वर्ष आधार पर निवल सेवा निर्यात में 2.1 प्रतिशत की वृद्धि हुई जिसमें प्रमुख हिस्सेदारी सॉफ्टवेयरों और व्यावसायिक सेवाओं के निर्यात की रही। मोटे तौर पर कहा जाए तो भारत की सेवा

निर्यात वृद्धि 2018-19 की पहली तिमाही में 4.9 प्रतिशत बढ़ी (चार्ट III.17बी)। दूरसंचार, कंप्यूटर और सूचना सेवाओं के वैश्विक निर्यात में भारत की बड़ी हिस्सेदारी (शीर्ष 10 निर्यात अर्थव्यवस्थाओं⁷ के कुल निर्यात में 13.1 प्रतिशत की हिस्सेदारी) है। प्रमुख आईटी कंपनियों ने 2018-19 की पहली तिमाही में अपने निर्यात राजस्व में उल्लेखनीय प्रगति की है। रुपए की कीमत में लगातार गिरावट को देखते हुए हो सकता है कि यह प्रगति 2018-19 की दूसरी तिमाही में भी जारी रही हो। वर्ष 2018 में वैश्विक स्तर पर आईटी व्यय के अनुकूल रहने की संभावना है जो सॉफ्टवेयर निर्यात के लिए अच्छे संकेत हैं। निवल विप्रेषण – प्रमुखतः निजी अंतरण में, जो सकल घरेलू डिस्पोजेबल आय का अनुपूरक है, में 2018-19 की पहली तिमाही में 17.5 प्रतिशत की वृद्धि हुई जो मूल देशों की मांग स्थिति

चार्ट III.17: आयात व निर्यात संवृद्धि के प्रति संबंधित अंशदान



स्रोत: आरबीआई स्टाफ अनुमान।

⁷ वर्ल्ड ट्रेड स्टैटिस्टिकल रिव्यू, 2017।

की निरंतरता और अंतर्राष्ट्रीय स्तर पर कच्चे तेल की कीमतों में हो रही वृद्धि का सूचक है। ये दोनों स्थितियां इन प्रवाहों के लिए अनुकूल संभावनाओं का संकेत देती हैं। 2018-19 की पहली तिमाही में निवल सेवा निर्यातों और विप्रेषणों में सुधार के बावजूद व्यापारिक घाटे की वजह से चालू खाता घाटे में वृद्धि हुई और वह 15.8 बिलियन यूएस डॉलर (जीडीपी का 2.4 प्रतिशत) हो गया जो 2017-18 की पहली तिमाही में 15.0 बिलियन यूएस डॉलर (जीडीपी का 2.5 प्रतिशत) था।

वैश्विक संवृद्धि और व्यापार की संभावनाओं पर बढ़ते हुए संरक्षणवादी तनाव के बादल छाए हुए हैं। यूएस ने हाल ही में भारत के निर्यात पर जो सीमा-शुल्क घोषित किए हैं उनका प्रत्यक्ष प्रभाव साधारण⁹ रहने की संभावना है। लेकिन यूएस दरों में वृद्धि से गैर-यूएस बाजारों में अत्यधिक आपूर्ति की संभावना बनती है जिससे कीमतों में गिरावट आ सकती है, जिसका परिणाम यह हो सकता है कि भारत जैसे थर्ड पार्टी निर्यातकों को निर्यात से कम आय प्राप्त हो। यह जोखिम वास्तविकता में बदल सकता है क्योंकि इससे प्रभावित देश भी जवाबी कदम उठाएंगे और घरेलू बाजारों को संरक्षित करेंगे जैसा कि यूएस और चीन के मामले में जैसे-को-तैसा कार्रवाई के रूप में दिखाई दे रही है। ऐसी घटनाओं से वैश्विक व्यापार की गति मंद पड़ सकती है जिसके दूरगामी परिणाम होंगे और जिसके परिणामस्वरूप कल्याणकारी कार्य अवरुद्ध हो सकते हैं, विशेषकर उन देशों में जो अपनी विकास संबंधी अपेक्षाओं की पूर्ति के लिए व्यापार का लाभ उठाना चाहते हैं।

जहां तक 2018-19 में वित्तीय प्रवाह का संबंध है, अप्रैल-जुलाई 2018 में निवल विदेशी प्रत्यक्ष निवेश (एफडीआई) प्रवाह पिछले वर्ष की इसी समान अवधि से 2.9 प्रतिशत बढ़ गया। इसके विपरीत, विदेशी पोर्टफोलियो निवेश (एफपीआई) प्रवाह ने 28 सितंबर 2018 तक 11.5 बिलियन यूएस डॉलर का निवल बहिर्गमन दर्ज किया जो प्रमुख रूप से पोर्टफोलियो संतुलन को ईएमई से दूर जाने को दर्शाता है। जबकि अनिवासी जमाओं के कारण निवल प्राप्ति एक वर्ष पहले के स्तर से 2018-19 की पहली तिमाही में तीन गुना बढ़ गई, दोनों बाह्य वाणिज्यिक उधारी (ईसीबी) तथा अल्प अवधि व्यापार क्रेडिट का निवल प्रवाह समान अवधि के दौरान ऋणात्मक रहा। कॉरपोरेट क्षेत्र की पूंजी आवश्यकताओं को ध्यान में रखते हुए सभी लागत मानदंडों तथा अंत में प्रयोग किए जाने वाले प्रावधानों को तर्कसंगत किया गया तथा अप्रैल 2018 में ईसीबी के लिए पात्र उधारकर्ताओं की सूची को विस्तारित किया गया। अप्रैल 2018 में आरक्षित निधि के कम होने के बावजूद भारत का विदेशी आरक्षित निधि 28 सितंबर 2018 को 400.5 बिलियन यूएस डॉलर के पर्याप्त स्तर पर था जो कि 10 महीनों के आयात तथा अल्प अवधि पर लिए गए विदेशी ऋण के 182 प्रतिशत के बराबर था (अवशिष्ट परिपक्वता द्वारा)।

III.2 सकल आपूर्ति

मूलभूत कीमतों पर योजित सकल मूल्य (जीवीए) में वृद्धि में 2018-19 की पहली तिमाही में 8 प्रतिशत की बढ़ोत्तरी हुई जो कि आठ तिमाहियों में सबसे ज्यादा थी (सारणी III.5)। हालांकि, मौसमी स्तर के अनुसार समायोजित तिमाही-दर-तिमाही वार्षिकीकृत संवृद्धि के

सारणी III.5: जीवीए में क्षेत्रवार संवृद्धि

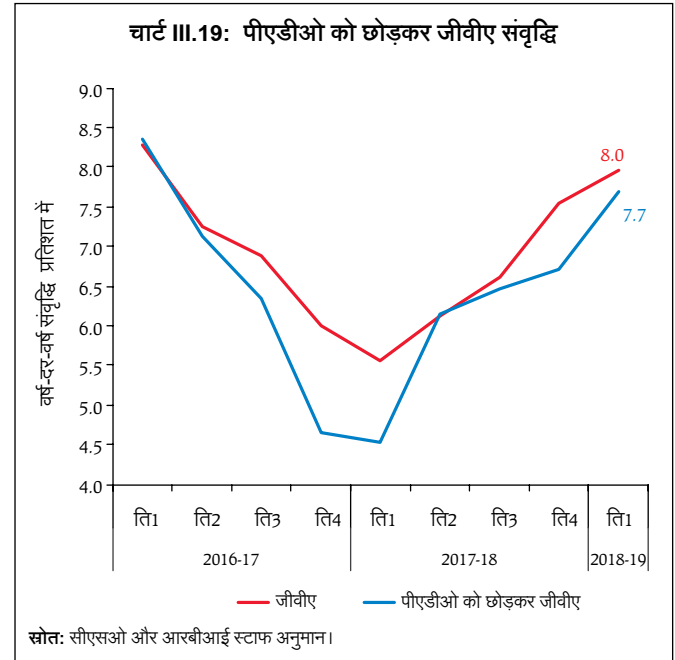
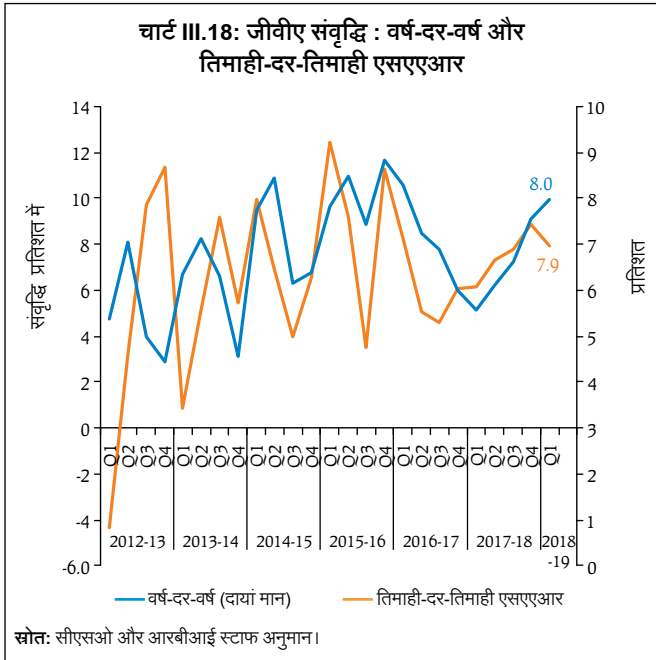
(प्रतिशत)

क्षेत्र	2016-17	2017-18 (पीई)	भारत योगदान		2016-17				2017-18 (पीई)				2018-19
			2016-17	2017-18	ति1	ति2	ति3	ति4	ति1	ति2	ति3	ति4	
कृषि, वाणिकी और मत्स्यपालन	6.3	3.4	1.0	0.5	4.3	5.5	7.5	7.1	3.0	2.6	3.1	4.5	5.3
उद्योग	8.7	5.5	2.0	1.3	10.2	7.8	8.8	8.1	-0.4	7.1	7.3	8.0	10.8
खनन तथा उत्खनन	13.0	2.9	0.4	0.1	10.5	9.1	12.1	18.8	1.7	6.9	1.4	2.7	0.1
विनिर्माण	7.9	5.7	1.4	1.0	9.9	7.7	8.1	6.1	-1.8	7.1	8.5	9.1	13.5
विद्युत, गैस, जल आपूर्ति तथा अन्य उपयोगी सेवाएँ	9.2	7.2	0.2	0.2	12.4	7.1	9.5	8.1	7.1	7.7	6.1	7.7	7.3
सेवाएँ	6.7	7.6	4.1	4.7	8.5	7.4	6.0	4.9	8.5	6.4	7.5	8.2	7.5
निर्माण	1.3	5.7	0.1	0.4	3.0	3.8	2.8	-3.9	1.8	3.1	6.6	11.5	8.7
व्यापार, होटल, परिवहन, संचार	7.2	8.0	1.4	1.5	8.9	7.2	7.5	5.5	8.4	8.5	8.5	6.8	6.7
वित्त, रियल एस्टेट एवं व्यावसायिक सेवाएँ	6.0	6.6	1.3	1.4	10.5	8.3	2.8	1.0	8.4	6.1	6.9	5.0	6.5
लोक प्रशासन, रक्षा तथा अन्य सेवाएँ	10.7	10.0	1.3	1.3	7.7	8.0	10.6	16.4	13.5	6.1	7.7	13.3	9.9
मूल कीमतों पर जीवीए	7.1	6.5	7.1	6.5	8.3	7.2	6.9	6.0	5.6	6.1	6.6	7.6	8.0

पीई: अनंतिम अनुमान।

स्रोत: सीएसओ।

⁹ एशियन डेवेलपमेंट आउटलुक 2018 के अनुसार यूएस सीमा शुल्क का भारत के निर्यात पर अनुमानित प्रत्यक्ष असर भारत के कुल निर्यात का 0.06 प्रतिशत है।



रूप में आकलित जीवीए की गति कुछ कमजोर पड़ी, जो यह बताते हैं कि उच्च बढ़ोत्तरी प्राप्त करने में अनुकूल आधारगत प्रभाव क्रियाशील थी (चार्ट III.18)।

जीवीए वृद्धि में तेजी को विनिर्माण क्रियाकलापों द्वारा मजबूती प्रदान की गई जिसके फलस्वरूप सात तिमाहियों के बाद दो अंकों की वृद्धि दर्ज की गई। प्रमुख फसलों के उत्पादन में दो अंकीय वृद्धि के बाद कृषि क्षेत्र की वृद्धि में भी तेजी आई, तथा तिमाही के दौरान यह तेजी पशुधन उत्पादों, वानिकी तथा मत्स्य पालन में भी निरंतर बनी रही। दरअसल, अत्यधिक आधारभूत होने के कारण सेवा क्षेत्र की गतिविधि की वृद्धि में मामूली नरमी थी। निर्माण गतिविधि मजबूती के साथ लगातार दूसरी तिमाही में भी प्रगति पर बनी रही। वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही में सरकारी खर्चों में वृद्धि करने से लोक प्रशासन, रक्षा, तथा अन्य सेवाओं (पीएडीओ) में निरंतर विस्तार हुआ (चार्ट III.19)।

III.2.1 कृषि

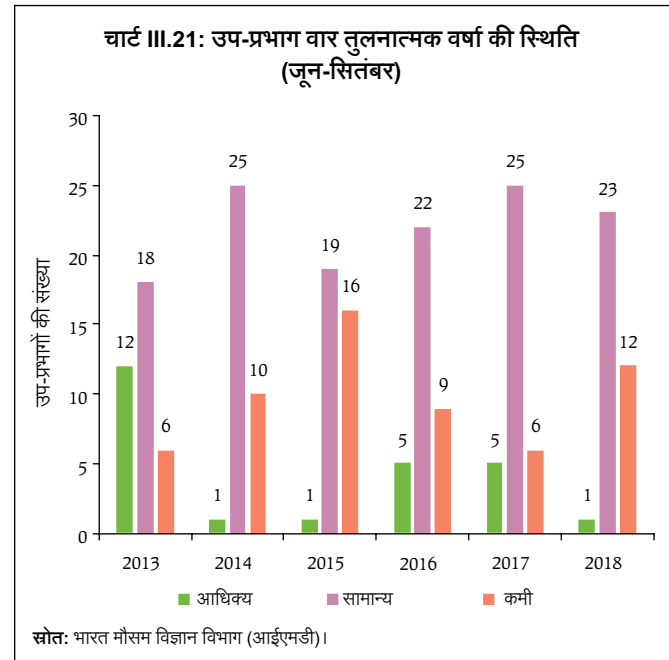
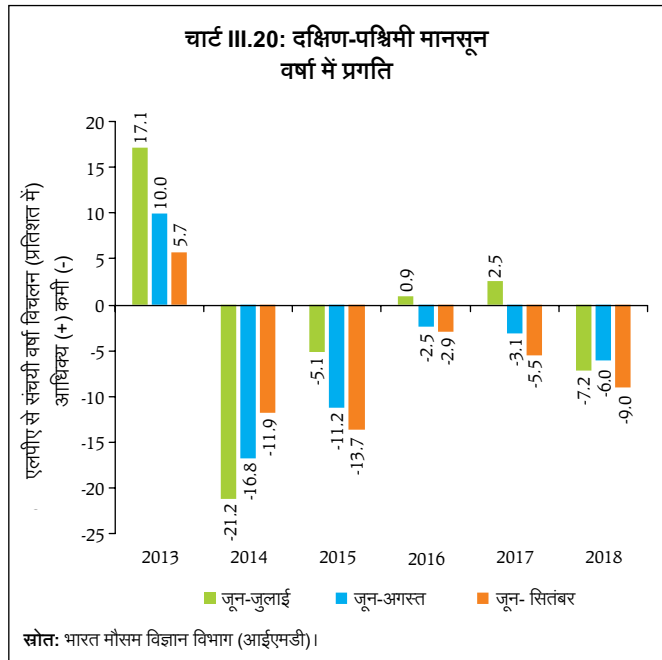
वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही में रबी मौसम के दौरान धान, गेहू, मोटा अनाज, दालों और तिलहनों के अधिक उत्पादन के कारण कृषि और उससे संबंधित गतिविधियों में लगातार तीसरी तिमाही में वृद्धि हुई। वर्ष 2017-18 के लिए तीसरे अग्रिम अनुमानों के अनुसार, बागबानी उत्पादन में 2.1 प्रतिशत की वृद्धि के साथ यह 306.8 मिलियन टन के रिकार्ड स्तर पर पहुँच गया। पशुपालन उत्पादों, वानिकी और मत्स्य पालन उप-क्षेत्र, जो कृषि और उससे

संबंधित गतिविधियों के जीवीए के अवयवों का लगभग 45 प्रतिशत है, जिसमें 2018-19 की पहली तिमाही में 8.1 प्रतिशत की मजबूत वृद्धि हुई।

वर्ष 2017-18 के लिए अगस्त में जारी कृषि उत्पादन के चौथे अग्रिम अनुमानों ने खाद्यान्नों के उत्पादन को रिकार्ड 284.8 मिलियन टन तक पहुंचा दिया, जो तीसरे अग्रिम अनुमानों (मई 2018 में जारी) से 1.9 प्रतिशत अधिक और पिछले साल के अंतिम अनुमानों से 3.5 प्रतिशत अधिक था। लगातार दूसरे वर्ष के लिए अनाज का रिकॉर्ड उत्पादन और उच्च बफर स्टॉक⁹ कृषि कीमतों पर कम दबाव डाल रहे हैं। खाद्यान्नों के बफर स्टॉक भी खाद्य निगमों (एफसीआई) समेत राज्य एजेंसियों के लिए एक लॉजिस्टिक चुनौती दे सकते हैं, जब तक कि वे खुले बाजार की बिक्री के माध्यम से मौजूदा स्टॉक को समाप्त नहीं करते।

दक्षिण-पश्चिम मॉनसून की प्रगति समयपूर्व आगमन के बावजूद कुछ हद तक अनियमित रही है। जून में यह धीमी गति से शुरू

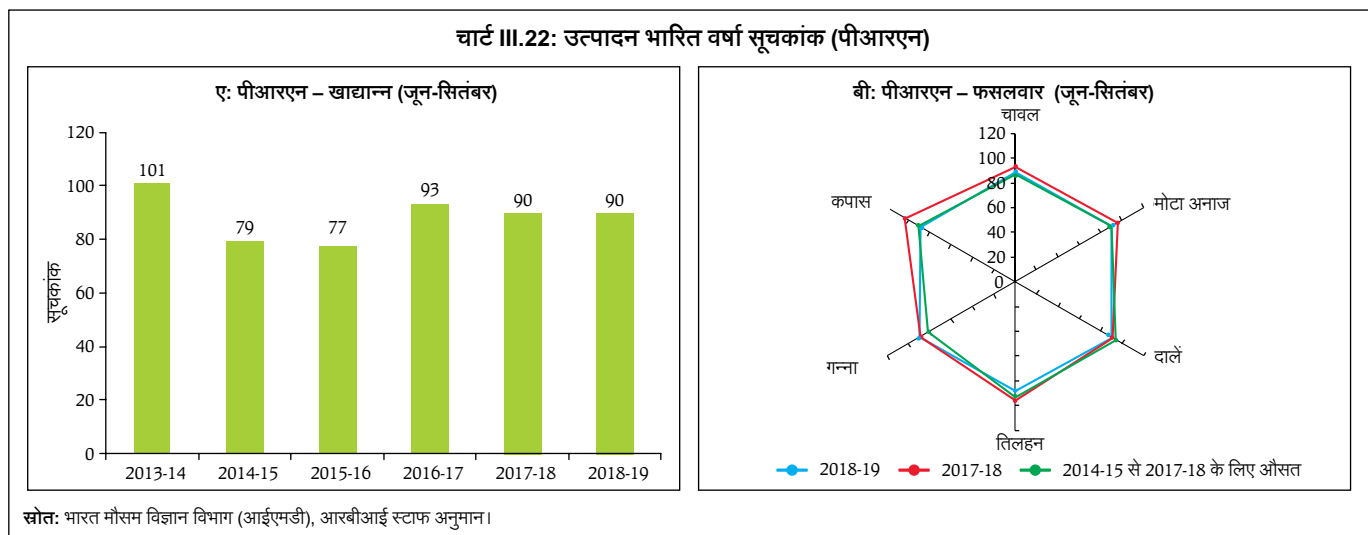
⁹ खाद्य अनाज भंडारण मानदंड (या बफर मानदंड और रणनीतिक रिजर्व) केंद्रीय पूल में स्टॉक के स्तर को संदर्भित करता है जो किसी भी समय खाद्यान्नों और उससे संबंधित अनिवार्यताओं की परिचालन आवश्यकता को पूरा करने के लिए पर्याप्त है। वर्तमान में, स्टॉकिंग मानदंड केंद्र सरकार द्वारा त्रैमासिक आधार पर तय किए जाते हैं जिसमें परिचालन स्टॉक [लक्षित सार्वजनिक वितरण प्रणाली (टीपीडीएस) के तहत मासिक वितरण आवश्यकता को पूरा करने के लिए] और तिमाही के लिए अन्य कल्याणकारी योजनाओं (ओडब्ल्यूएस) और उत्पादन में कमी अथवा प्राकृतिक आपदा से निपटने के लिए रणनीतिक भंडार शामिल हैं। 1 जुलाई, 2017 से प्रभावी खाद्यान्न के लिए तिमाहीवार बफर मानक: 1 अप्रैल को 21.04 मिलियन मीट्रिक टन, 1 जुलाई को 41.12 मिलियन मीट्रिक टन, 1 अक्टूबर को 30.77 मिलियन मीट्रिक टन और 1 जनवरी को 21.41 मिलियन मीट्रिक टन था।



हुआ, जुलाई में मानसून ने गति पकड़ी लेकिन इसका स्थानिक और आकाशीय वितरण असमान था। वर्षा में कमी (जून-सितंबर) एक साल पहले की तुलना में 9 प्रतिशत (दीर्घावधि औसत से कम (एलपीए)) अधिक है, और इसमें 17 सप्ताहों में से 16 सप्ताहों में कम वर्षा हुई, संघयी उच्च घाटा क्रमशः जून, अगस्त और सितंबर में कुछ हफ्तों में 10 प्रतिशत तक पहुंच गया है (चार्ट III.20)। सितंबर 2018 के अंत में देश के 36 में से 23 सब-डिवीजनों में सामान्य वर्षा जिसमें से एक सब-डिवीजन में अधिक वर्षा और 12 सब-डिवीजनों (देश के

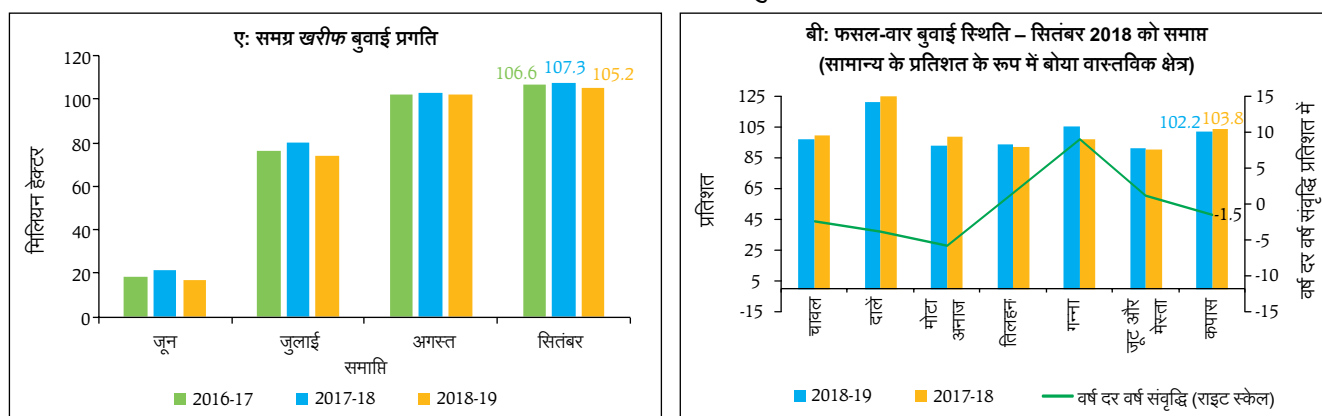
मौसम विज्ञान संबंधी सब-डिवीजन क्षेत्र के 31 प्रतिशत को शामिल करते हुए) में कम वर्षा हुई भले ही, कुछ प्रान्तों में अत्यधिक वर्षा के कारण अंतराल कम हो रहा है (चार्ट III.21)।

एक वर्ष पहले की तुलना में 2018-19 में अब तक चावल, मोटे अनाज, तिलहन और कपास के लिए उत्पादन भारित वर्षा सूचकांक (पीआरएन)¹⁰ का उत्पादन के संभावित परिणाम (चार्ट III.22 ए और बी) पर प्रतिकूल प्रभाव पड़ सकता है।



¹⁰ फसल के लिए (कुल खाद्य सामग्री) अखिल भारतीय उत्पादन भारित वर्षा सूचकांक (पीआरएन) राज्य द्वारा प्राप्त वास्तविक वर्षा और आईएमडी सामान्य वर्षा के भारित औसत के रूप में तैयार किया जाता है, इसे प्रतिशत में दर्शाया गया है। प्रयुक्त भार, राज्य वार फसल उत्पादन के लिए (कुल खाद्य सामग्री) 5 वर्षीय औसत शेयर्स पर आधारित है।

चार्ट III.23: खरीफ फसलों की बुवाई प्रगति



टिप्पणी: वर्ष 2017-18 तथा 2018-19 के लिए बुवाई के आंकड़े क्रमशः चौथे और पहले अग्रिम अनुमान पर आधारित हैं।

स्रोत: कृषि एवं किसान कल्याण मंत्रालय, भारत सरकार।

सीजन के शुरू होने पर, खरीफ बुवाई को अन्य सहित न्यूनतम समर्थन मूल्यों (एमएसपी) की घोषणा में देरी, खरीफ उगाने वाले प्रमुख राज्यों जैसे कि बिहार, पश्चिम बंगाल, झारखंड, उड़ीसा और उत्तर प्रदेश में भरपूर फसल और कम वर्षा के कारण सभी मंडियों में प्रमुख खाद्य सामग्रियों के थोक मूल्य में गिरावट ने विपरीत रूप से प्रभावित किया था। वर्षा में सुधार और एमएसपी की घोषणा के साथ हालांकि अगस्त के अंत तक बुवाई में काफी सुधार हुआ (चार्ट III.23ए और बी)। लेकिन, किसानों द्वारा बुवाई के फैसले उच्च एमएसपी की घोषणा के बजाए मौजूदा थोक मूल्यों से अधिक प्रभावित हो सकते हैं। 2018-19 की खरीफ सीजन के लिए घोषित एमएसपी अभूतपूर्व था। क्योंकि सभी फसलों के लिए उनके उत्पादन लागत (एफएल के साथ ए2 के रूप में मापा गया) का कम-से-कम 50 प्रतिशत प्रतिफल सुनिश्चित करता है। पिछले वर्ष की तुलना में एमएसपी में सर्वाधिक प्रतिशत वृद्धि रागी में (52.5 प्रतिशत) हुई, उसके बाद संकरित ज्वार (42.9 प्रतिशत) में, जबकि सबसे कम तुअर दाल (4.1 प्रतिशत) और उड़द (3.7 प्रतिशत) आते हैं।

किसानों का बुवाई निर्णय उच्च एमएसपी की तुलना में थोक बिक्री मूल्यों से प्रभावित होता है (सारणी III.6)। मोटे अनाज, दालें और कपास जैसी फसलों के लिए, सामान्य बारिश के बावजूद प्रमुख उत्पादक राज्यों में बुवाई पीछे रहती है - इन फसलों के लिए मौजूदा थोक मूल्य एमएसपी के नीचे बने रहते हैं। उच्च रिटर्न की तलाश में दालों और कपास की खेती छोड़ रहे किसानों के कारण मुख्य रूप से तिलहनों की बुवाई बढ़ी है क्योंकि आयात प्रतिबंधों और निर्यात संवर्धन के रूप में नीतिगत समर्थन के कारण तिलहनों के बाजार

मूल्य में मजबूती रही है। ऐसा प्रतीत हुआ है कि किसानों ने सोयाबीन की ओर भी रुख किया है क्योंकि, 2018 में अब तक थोक मूल्य में काफी वृद्धि हुई है। केरल में अत्यधिक बारिश से (सितंबर 2018 के अंत तक संचयी वर्षा एलपीए से 23 प्रतिशत ऊपर) बागान फसलों

सारणी III.6: खरीफ मौसम की फसलों के लिए न्यूनतम समर्थन मूल्य

फसल	एम एस पी (₹ / क्विंटल)			संवृद्धि दर (प्रतिशत)		लागत पर रिटर्न (ए 2 प्लस एफएल) (प्रतिशत)	
	2016-17	2017-18	2018-19	2017-18 की तुलना में 2016-17	2018-19 की तुलना में 2017-18	2017-18	2018-19
धान सामान्य	1,470	1,550	1,750	12.90	5.44	38.8	50.1
धान (एफ) / ग्रेड 'ए'	1,510	1,590	1,770	11.32	5.30	42.3	51.8
ज्वार-हायब्रीड	1,625	1,700	2,430	42.94	4.62	9.3	50.1
ज्वार-मालदंडी	1,650	1,725	2,450	42.03	4.55	10.9	51.3
बाजरा	1,330	1,425	1,950	36.84	7.14	50.2	96.9
रागी	1,725	1,900	2,897	52.47	10.14	2.1	50.0
मक्का	1,365	1,425	1,700	19.30	4.40	36.5	50.3
तुअर (अरहर)	5,050	5,450	5,675	4.13	7.92	64.3	65.4
मूंग	5,225	5,575	6,975	25.11	6.70	30.1	50.0
उड़द	5,000	5,400	5,600	3.70	8.00	65.4	62.9
मूंगफली	4,220	4,450	4,890	9.89	5.45	40.9	50.0
सूरजमुखी के बीज	3,950	4,100	5,388	31.41	3.80	17.8	50.0
सोयाबीन	2,775	3,050	3,399	11.44	9.91	43.8	50.0
सोयाबीन पीला	2,775	3,050	3,399	11.44	9.91	43.8	50.0
तिल	5,000	5,300	6,249	17.91	6.00	30.3	50.0
निगरसीड	3,825	4,050	5,877	45.11	5.88	3.5	50.0
कपास	3,860	4,020	5,150	28.11	4.15	22.7	50.0
लांग स्टेपल कपास	4,160	4,320	5,450	26.16	3.85	31.9	58.8

टिप्पणी: ए 2 प्लस FL के स्पष्टीकरण के लिए, अध्याय II का संदर्भ लिया जा सकता है।

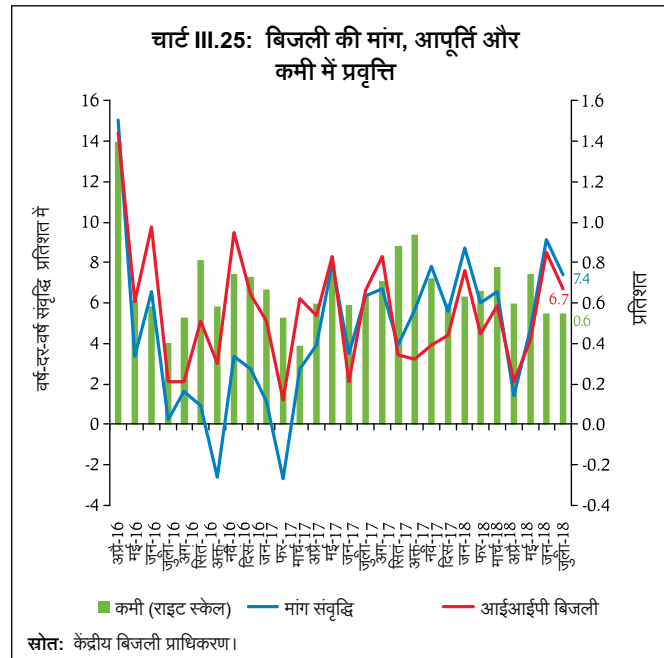
स्रोत: कृषि और किसान कल्याण मंत्रालय, भारत सरकार।

(जैसे चाय, कॉफी, रबड़, काली मिर्च और इलायची) पर प्रतिकूल प्रभाव पड़ा है। भारी बारिश ने तमिलनाडु में चाय, कॉफी और रबर के बागान और तेलंगाना के 11 जिलों में कपास की फसलों और पंजाब तथा हरियाणा में धान और कपास की फसलों पर भी असर डाला है। मध्य भारत में गुजरात, सौराष्ट्र और कच्छ तथा देश के पूर्व और उत्तर-पूर्व हिस्सों में सामान्य से कम वर्षा के साथ-साथ ये घटनाक्रम कृषि के आउटलुक के लिए कम ही सही पर नकारात्मक जोखिम पैदा कर सकती हैं। इसके बावजूद 2018-19 के लिए कृषि उत्पादन के पहले अग्रिम अनुमानों के अनुसार कुल खरीफ खाद्यान्न उत्पादन के 141.6 मिलियन टन होने का अनुमान लगाया गया जो पिछले वर्ष से 0.6 प्रतिशत अधिक है।

27 सितंबर 2018 को 91 जलाशयों में वर्तमान भंडारण पिछले साल के भंडारण का लगभग 117 प्रतिशत और दशवर्षीय औसत का 105 प्रतिशत था, जो आगामी रबी बुवाई के मौसम के लिए अच्छा है। लेकिन उत्तरी और पश्चिमी क्षेत्रों में जल का कम भंडारण रहा, जिसपर आगे चलकर निगरानी रखने की आवश्यकता होगी।

III.2.2 उद्योग

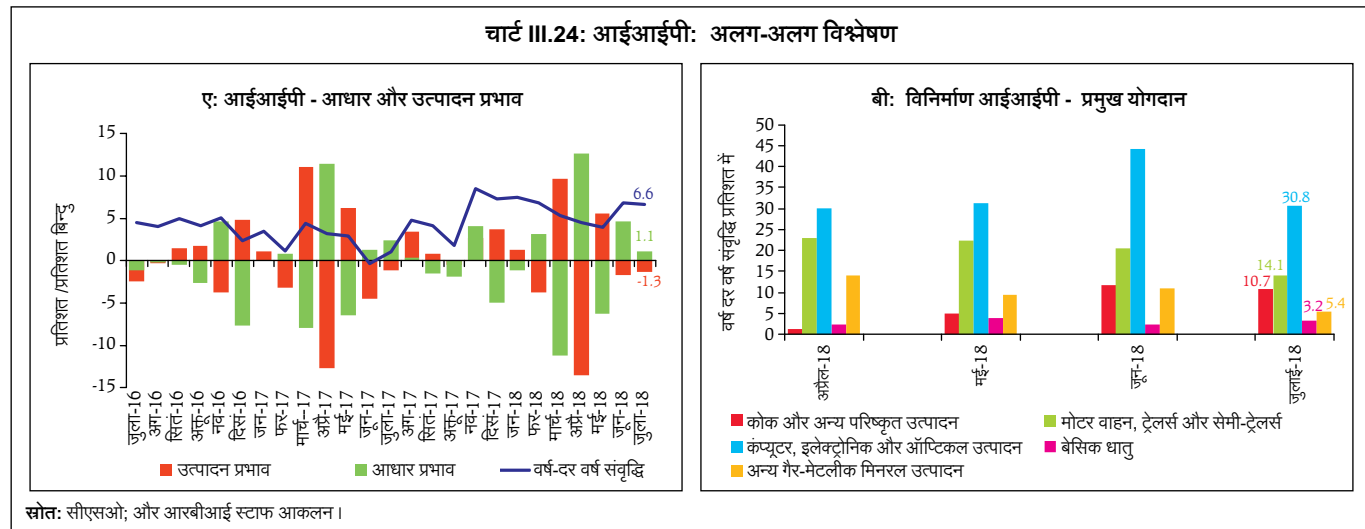
आधार प्रभावों से लाभान्वित होकर अप्रैल-जुलाई के दौरान औद्योगिक उत्पादन का प्रसार हुआ (चार्ट III.24ए)। जुलाई 2018 में 23 विनिर्माण उद्योग समूहों में से 20 में उत्पादन-विस्तार हुआ। पेट्रोलियम उत्पाद, मोटर वाहन, कंप्यूटर और इलेक्ट्रॉनिक उपकरण, मूल धातु और गैर-धातु खनिज उत्पाद अप्रैल-जुलाई 2018 के दौरान प्रमुख संचालक के रूप में उभरे हैं (चार्ट III.24बी)। आठ कोर

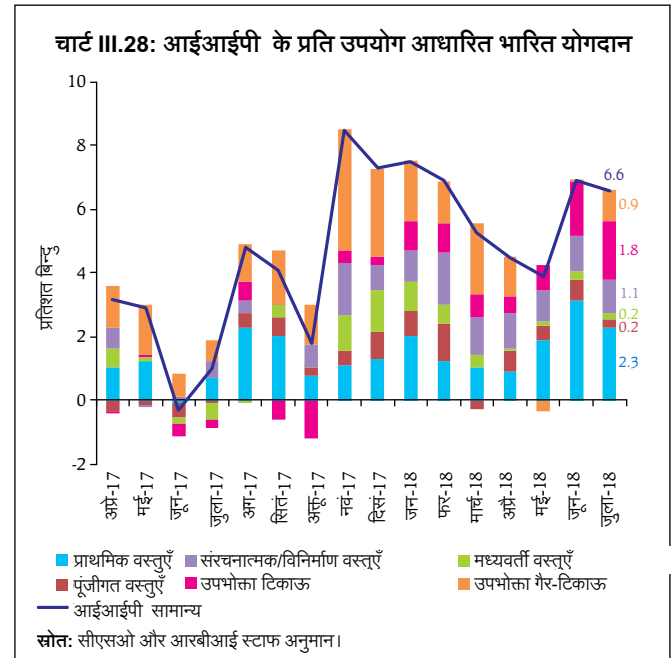
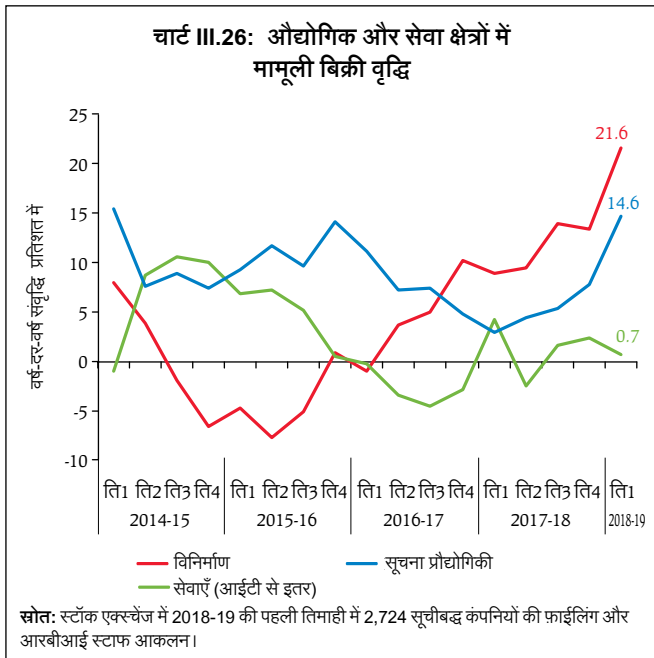


उद्योगों (आईआईपी में 40.3 प्रतिशत भार) के अप्रैल-अगस्त 2018 के सूचकांक में भी अच्छी वृद्धि दिखती है।

बिजली उत्पादन में भी तेजी आई और उससे औद्योगिक क्रियाकलापों में मदद मिली। नवीकरणीय संसाधनों से बिजली की आपूर्ति में अस्थायी कमी के साथ ही विशेष रूप से डिस्कॉम से बिजली की मांग में बढ़ोतरी ने थर्मल पावर की मांग को बढ़ा दिया (चार्ट III.25)। इसकी प्रतिक्रिया में बिजली संयंत्रों में कोयले की कमी की भरपाई कोल इंडिया लिमि. द्वारा आपूर्ति में सुधार करके की जा रही है जिसने बिजली की कमी को पूरा किया है।

चार्ट III.24: आईआईपी: अलग-अलग विश्लेषण

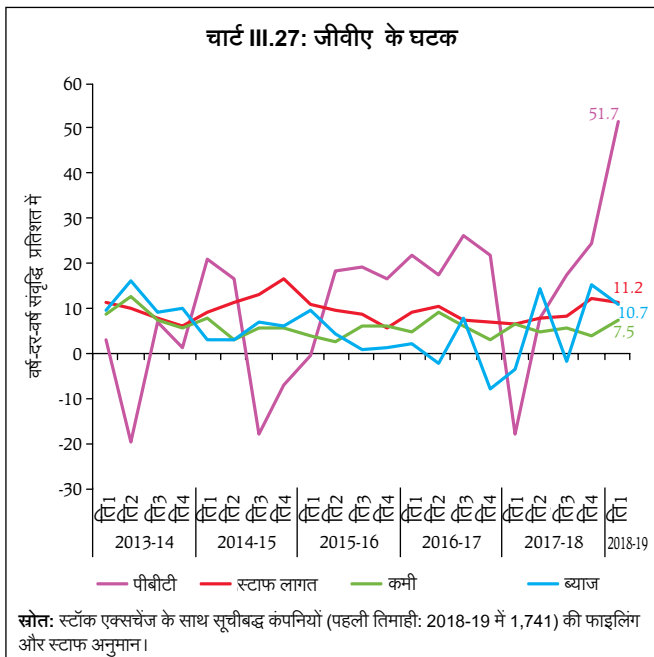




विनिर्माण क्रियाकलापों में सतत मजबूती वर्ष 2017-18 में सूचीबद्ध गैर-सरकारी विनिर्माण कंपनियों के कर से पहले बिक्री एवं लाभ में सांकेतिक मजबूत संवृद्धि के रूप में भी परिलक्षित हो रही थी (चार्ट III.26)। 1741 सूचीबद्ध कंपनियों के वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही में शुरुआती परिणाम भी विनिर्माण कंपनियों के मुनाफे में आए सुधार की पुष्टि करते हैं (चार्ट III.27)।

प्रयोग-आधारित वर्गीकरण के आधार पर वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही में औद्योगिक उत्पादन प्राथमिक वस्तुओं, अवसंरचना/

निर्माण वस्तुओं, पूंजीगत वस्तुओं एवं उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुओं में सतत तेजी से संचालित होता रहा (चार्ट III.28)। डीज़ल, एलपीजी, उर्वरकों, खनन उत्पादों एवं बिजली के बढ़े हुए उत्पादन की वजह से प्राथमिक वस्तुओं की आपूर्ति को बढ़ाने में मदद मिली। स्टील एवं सीमेंट का उत्पादन अच्छा रहा, सस्ते मकान सहित सरकारी अवसंरचना परियोजनाओं और आवासीय इकाइयों के नए लांच से इसमें और भी मजबूती आई। ठोस शहरी मांग की वजह से उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुओं के उत्पादन में उछाल आया।

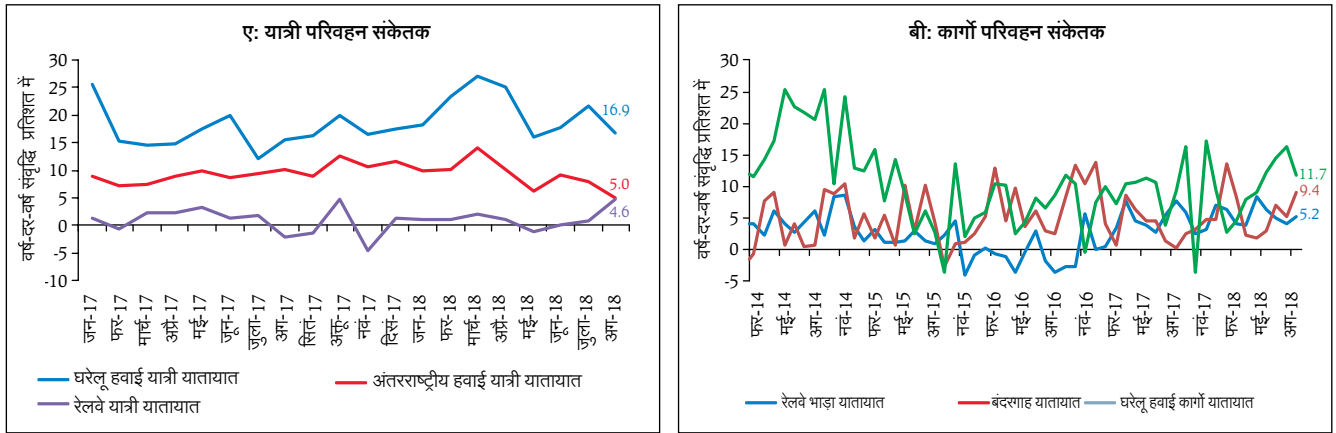


भारतीय विनिर्माण क्षेत्र में समग्र व्यापार भाव व्यापक रूप से स्थिर रहा है। रिज़र्व बैंक के औद्योगिक दृष्टिकोण सर्वेक्षण (आईओएस) के 83 वें दौर, जो मुख्य रूप से ऑर्डर बुक द्वारा संचालित रहा, में बिजनेस अपेक्षाएं इंडेक्स (बीईआई) पर आधारित अपेक्षाओं में तिमाही 3: 2018-19 में 115.0 की वृद्धि (तिमाही 2 में 114.0 से) हुई। वर्ष 2018-19 की दूसरी तिमाही के शुरुआती संकेतक मांग की स्थितियों में भी आशावाद को इंगित करते हैं। विनिर्माण क्रय प्रबंधक का सूचकांक (पीएमआई) में सितंबर में लगातार चौदहवें माह बढ़ोतरी देखने में आई जो उत्पादन, रोजगार और नए आदेशों के उच्च स्तर से समर्थित था।

III.2.3 सेवाएं

सेवा क्षेत्र की गतिविधियों में वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही में क्रमिक रूप से नरमी देखने में आई। तथापि, समग्र रूप से सेवा क्षेत्र की संवृद्धि लचीली बनी रही और इसकी वजह रही निर्माण क्रियाकलापों की सतत तेजी और सार्वजनिक प्रशासन, रक्षा एवं

चार्ट III.29: परिवहन संकेतकों का निष्पादन



स्रोत: सोसाइटी ऑफ इंडियन आटोमोबाइल मैन्युफैक्चरर्स, ट्रैक्टर मैन्युफैक्चरर्स एसोसिएशन, रेल मंत्रालय, इंडियन पोर्ट्स एसोसिएशन और विमान पत्तन प्राधिकरण।

अन्य जन सेवाओं (पीएडीओ) से मिल रहा समर्थन। रियल इस्टेट क्रियाकलापों और बैंक ऋण में आई तेजी ने वित्तीय, रियल इस्टेट एवं पेशेवराना सेवाओं के क्रियाकलापों को सुदृढ़ किया। 2018-19 की पहली तिमाही से परिवहन उप क्षेत्र, रेल और हवाई मार्ग में यात्रियों के आवागमन में सुधार हुआ (चार्ट III.29ए)। कार्गो परिवहन संकेतकों में तेजी आई (चार्ट III.29बी)। सेवा पीएमआई जुलाई (54.2) में 21 महीनों के उच्चतम स्तर पर पहुंचने के बाद अगस्त-सितम्बर 2018 में नरम पड़ गया।

प्रधान मंत्री आवास योजना (पीएमएवाय) से मिले आंशिक प्रोत्साहन से अवसंरचना और निर्माण क्षेत्र की घरेलू मांग में आई मजबूती से

लाभान्वित होकर निर्माण क्रियाकलापों के प्रमुख संकेतक - सीमेंट का उत्पादन एवं स्टील की खपत अप्रैल-अगस्त 2018 में उत्साहपूर्ण रही (चार्ट III.30)। स्टील की घरेलू कीमतों में आए सुधार से आगे चलकर स्टील की खपत में और मजबूती आएगी।

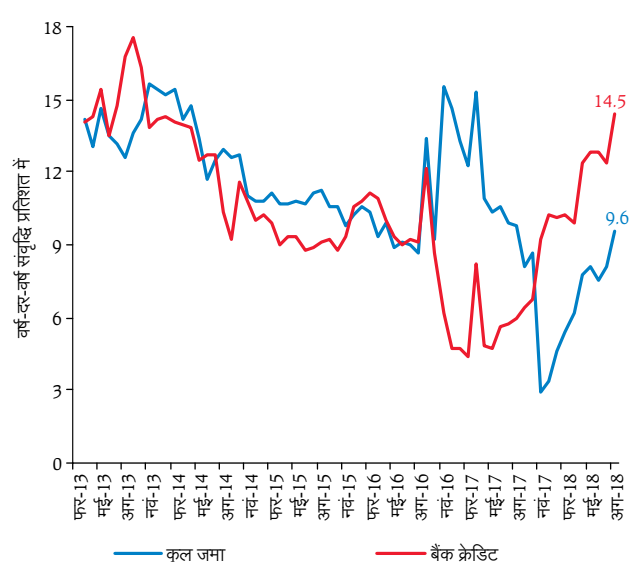
पीएडीओ संवृद्धि में सुधार केंद्र सरकार के राजस्व व्यय (ब्याज दर एवं सब्सिडी का निवल) में नरमी को दर्शाता है। बैंक ऋण और जमा संवृद्धि तथा बीमा प्रीमियम भुगतानों में सतत मजबूत तेजी ने वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही में वित्तीय, रियल इस्टेट एवं पेशेवराना सेवाओं में तेज वृद्धि हुई (चार्ट III.31)। वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही में नई आवासीय परियोजनाओं के लांच एवं उनकी

चार्ट III.30: विनिर्माण सूचकांक



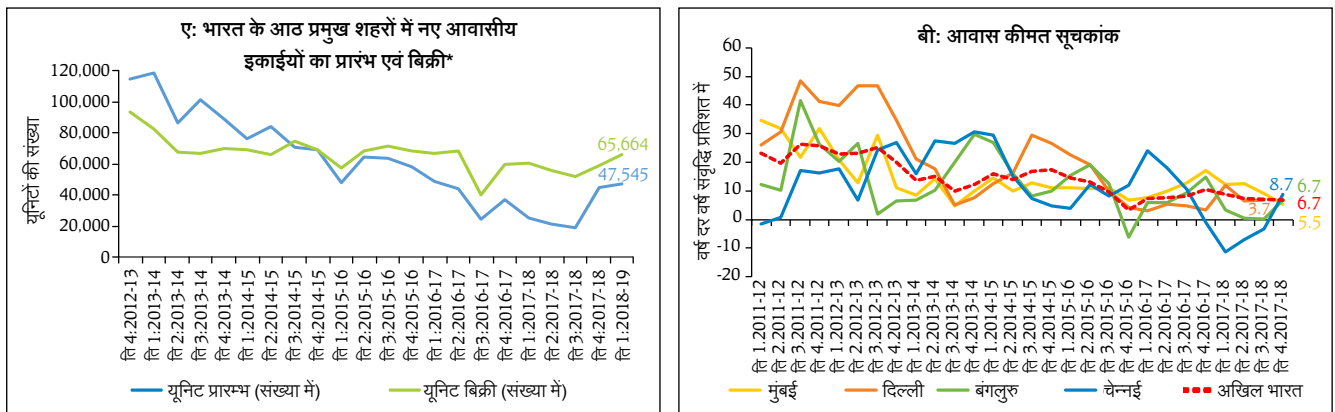
स्रोत: सीएसओ और संयुक्त आयोजना समिति।

चार्ट III.31: वित्तीय सेवाओं में वृद्धि



स्रोत: आरबीआई।

चार्ट III.32: आवासीय क्षेत्र - नए आवासीय युनिटों का प्रारंभ, बिक्री व कीमतें



*: आठ शहरों अर्थात मुंबई, एनसीआर, बंगलुरु, पुणे, चेन्ने, हैदराबाद, कोलकाता और अहमदाबाद के लिए डाटा पर आधारित।
 स्रोत: नाइट फ्रैंक रिसर्च और आरबीआई।

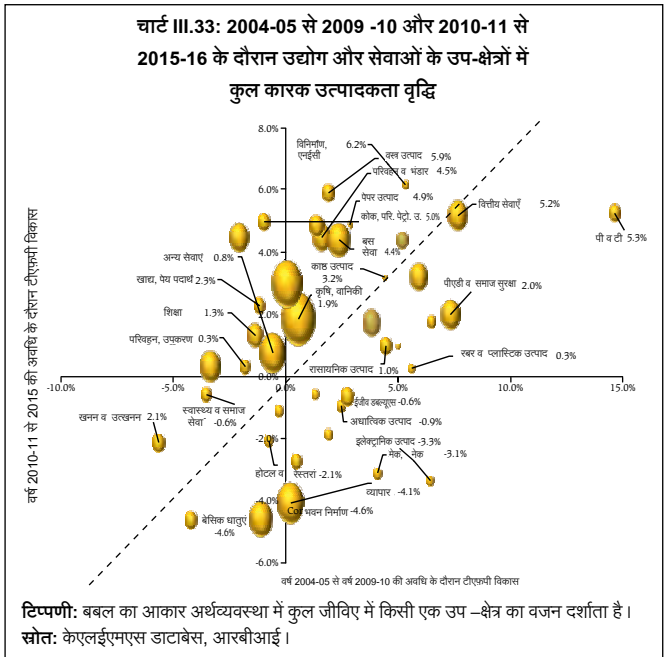
क्रमिक बिक्री में आए सुधार को देखकर लगता है कि रियल इस्टेट क्रियाकलापों में सुधार हो रहा है (चार्ट III.32 ए)। हालांकि, अनबिके मकानों की संख्या और कमजोर मांग की वजह से आवासीय मकानों की कीमतों में नरमी बनी रही (चार्ट III.32बी)।

III.3 उत्पादन अंतराल

संभावित उत्पादन श्रम और पूंजी की आपूर्ति तथा कुल कारक उत्पादकता (टीएफपी)¹¹ पर निर्भर दिखाई देता है। उत्पादकता संभावित उत्पादन की आधारभूत निर्धारक है। केएलईएमएस¹² डाटाबेस दर्शाते हैं कि भारतीय अर्थव्यवस्था में समूचे जीवीए में तुलनात्मक रूप से उच्चतर योगदान के साथ उद्योगों एवं सेवाओं के विभिन्न उप-क्षेत्रों में टीएफपी संवृद्धि में 2004-05 से 2009-10 के मुकाबले वैश्विक वित्तीय संकट के बाद की अवधि अर्थात 2010-11 से 2015-16 के दौरान सुधार परिलक्षित हुआ है (चार्ट III.33)।

उत्पादन अंतराल आकलन (अर्थात वास्तविक उत्पादन का उसके संभावित स्तर से विचलन जिसे संभावित उत्पादन के अनुपात के रूप में अभिव्यक्त किया जाता है) मांग-आपूर्ति स्थितियों का सार संकेत दर्शाते हैं। संभावित उत्पादन और उत्पादन अंतराल दोनों ही गैर-नमूदार हैं और आकलन के तौर-तरीकों से उनका आकलन प्रभावित हो सकता है। अतएव, कई तरह के वैकल्पिक तरीकों- यूनिवर्सिट फिल्टर्स जैसे कि हॉड्रिक-प्रेसकॉट फिल्टर; बॅक्स्टर-किंग फिल्टर; क्रिश्चियानो-फिट्जरेलड फिल्टर; और मल्टीवैरिएट कॅल्मन फिल्टर्स

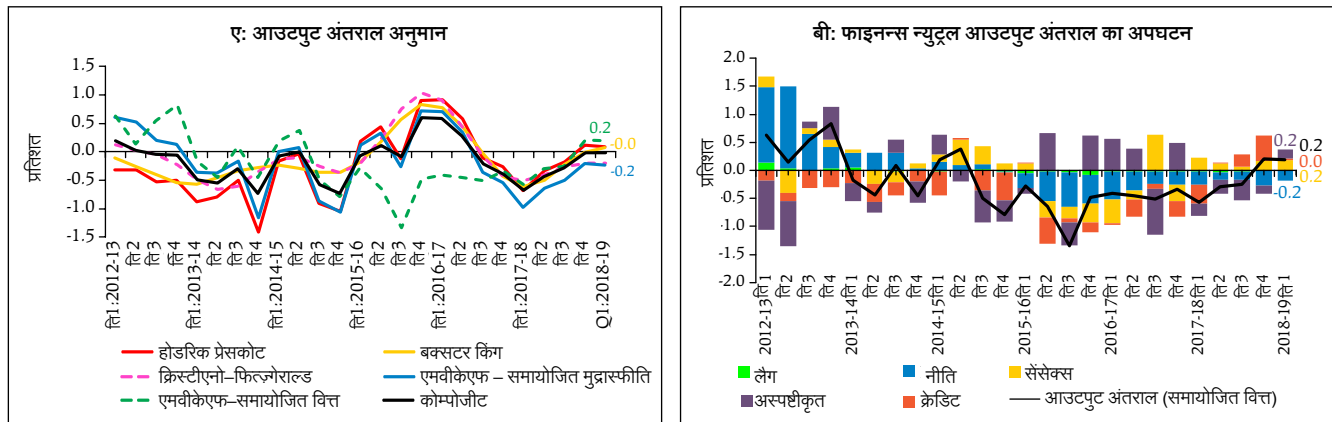
(एमवीकेएफ), जो मुद्रास्फीति एवं वित्तीय स्थितियों की गणना कर सकते हैं, को व्यवसाय चक्र के चरणों का पता लगाने के लिए ठोस जानकारी इकट्ठी करने हेतु उपयोग में लाया गया है।¹³ वैकल्पिक अनुमानों के आधार पर मूल घटक विश्लेषण का उपयोग करते हुए प्राप्त किए गए उत्पादन अंतराल के संमिश्र आकलन दर्शाते हैं कि 2018-19 की पहली तिमाही में वस्तुतः उत्पादन अंतराल समाप्त हो गया (चार्ट III.34ए)। उत्पादन अंतराल का समाप्त होना, वास्तविक जीडीपी संवृद्धि के 2017-18 की पहली तिमाही में 5.6 प्रतिशत से बढ़कर 2018-19 की पहली तिमाही में 8.2 प्रतिशत होने के साथ



¹¹ कुल कारक उत्पादकता अर्थात उत्पादन संवृद्धि का वह भाग जिसकी व्याख्या इनपुट (अर्थात श्रम एवं पूंजी) में संवृद्धि के द्वारा नहीं की जा सकती।
¹² पूंजी (के), श्रम (एल), ऊर्जा (ई), सामग्री (एम), और सेवा (एस) का संक्षिप्त रूप KLEMS है।

¹³ रथ, देव प्रसाद, प्रतीक मित्रा, और ज्वाइस जॉन (2018) फाइनन्स न्यूट्रल आउटपुट गैप: एम्प्यारिकल एस्टिमेंट्स फॉर इंडिया, मिट स्ट्रीट मेमो, नंबर 14, भारिबैं।

चार्ट III.34: आउटपुट अंतराल



टिप्पणी: एमवीकेएफ: मल्टीवेरियट कलमान फिल्टर।

स्रोत: आरबीआई स्टाफ अनुमान।

ही 2017-18 की दूसरी तिमाही में घरेलू मांग में तेजी दर्शाता है। वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही में समग्र ऋण एवं इक्विटी कीमतों में वृद्धि की वजह से वित्त-समायोजित उत्पादन अंतराल मामूली रूप से सकारात्मक रहा (चार्ट III.34बी)।

III.4 निष्कर्ष

वर्ष 2017-18 की दूसरी तिमाही में शुरू हुए आर्थिक क्रियाकलापों में सुधार अब मजबूत होते दिखाई दे रहे हैं। बढ़ते आय स्तर एवं सातवें वेतन आयोग की सिफारिशों को क्रमबद्ध रूप से राज्य स्तर पर लागू किए जाने के कारण उपभोग के लचीले एवं सतत बने रहने का अनुमान है। एमएसपी में उल्लेखनीय वृद्धि एवं राज्य सरकारों द्वारा की गई ऋण माफी की वजह से विशेष रूप से ग्रामीण उपभोग के मजबूत बने रहने की संभावना है। खरीफ फसलों के एमएसपी में बढ़ोतरी, देश के बड़े भाग में अनुकूल मानसूनी वर्षा और सुविधानजक

जल भंडारण की वजह से कृषि उत्पादन के रिकार्ड स्तर पर बने रहने की संभावना है। कृषि अर्थव्यवस्था में सुविधानजक आपूर्ति व्यवस्थाएं पश्च एवं अग्र लिंकेज को संबल प्रदान करती हैं जिससे विनिर्माण एवं सेवा क्षेत्र की संभावनाएं उज्ज्वल नजर आ रही हैं। बढ़ता हुई निर्माण गतिविधियां, बैंकिंग क्षेत्र में नरम वित्तीय मध्यस्थ गतिविधियों के धीमे पड़ जाने तथा चुनावी वर्ष के दौरान बढ़े हुए सरकारी खर्च दर्शाते हैं कि सेवा क्षेत्र में स्थायित्व बना रहेगा।

पिछली दो तिमाहियों में प्रमुखता से यह देखने में आया है कि निवेश गतिविधि में आई सतत तेजी ही वह कुंजी है जो भारतीय अर्थव्यवस्था को निरंतर संवृद्धि के पथ पर आगे बढ़ा सकती है। उन्नतिशील क्षमता दोहन, ऋण उठाव में सुधार भविष्य में निवेश में बढ़ोतरी कर रहे हैं। हालांकि, बिगड़ते वैश्विक व्यापार और वैश्विक-राजनैतिक परिवेश निवेश परिदृश्य के लिए नकारात्मक जोखिम हैं।

IV. वित्तीय बाजार और चलनिधि स्थितियाँ

सन 2018-19 की पहली छमाही में घरेलू वित्तीय बाजार खंड ने अलग प्रकार की गतिविधियों का प्रदर्शन किया। मुद्रा बाजारों में चलनिधि की अस्थिरताएं रहीं जबकि सरकारी प्रतिभूतियों और विदेशी मुद्रा बाजार के खंडों में वैश्विक प्रपाती प्रभाव दिखाई दिए। घरेलू म्यूचुअल फंडों के क्रय समर्थन से स्टॉक मार्केट ने नई ऊंचाइयों को छुआ। क्रेडिट बाजार में वित्तीय स्थितियों की कुछ तंगी के बीच भी बैंकों द्वारा उधार देने को गति मिली।

मौद्रिक नीति के निरंतर सामान्यीकरण, कच्चे तेल की बढ़ी हुई और परिवर्तनशील कीमतों, भू-राजनैतिक तनावों और देश-विशेष से जुड़े दबावों के आपसी संघर्ष से भड़के विक्षोभ का दंश झेलने के कारण वर्ष की पहली छमाही में वैश्विक वित्तीय बाजारों में अशांति रही। यद्यपि, संयुक्त राज्य (यूएस) में बढ़ती हुई ब्याज दरों के बावजूद उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के इक्विटी बाजार गतिशील और अडिग बने रहे, तथापि, बॉन्ड बाजारों के प्रतिलाभ वक्र शिथिल रहे क्योंकि सावधि लाभांतर कम हो गया। अगस्त-मध्य की अवधि तक यूएस डॉलर में सतत मजबूती रही, जिससे उदीयमान बाजार-अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) की मुद्राओं में सामूहिक तौर पर गिरावट आई, जिनमें से कुछ में तो उल्लेखनीय गिरावट रही। एक आस्ति-वर्ग के तौर पर ईएमई के जोखिमों को देखते हुए निवेशक इससे दूर हटा, पूंजी का बहिर्प्रवाह उल्लेखनीय रूप से बढ़ा, जिसके कारण इनके इक्विटी बाजारों में संशोधन हुए, बॉन्ड से प्रतिलाभ मजबूत हुए, और क्रेडिट से लाभांतर में बढ़ोतरी हुई। कुछ ईएमई के लिए देश-विशेष से जुड़े कारकों ने आस्ति कीमतों में गिरावट और पूंजी प्रवाह के निर्गमन को बल प्रदान किया।

वैश्विक प्रपातों और स्थानिक गतिविधियों ने घरेलू वित्तीय बाजार के विभिन्न खंडों को अलग-अलग तरीके से प्रभावित किया। ओवरनाइट मुद्रा बाजार इससे बचे रहे और ब्याज दरें नीतिगत रेपो दर से नीचे ही चलती रहीं, जबकि चलनिधि स्थितियां डांवाडोल रहीं और जून तथा अगस्त में नीतिगत दरों में दो बार बढ़ोतरी हुई। दूसरी तरफ, खजाना बिलों (टी-बिल) की ब्याज दरें सर्वोत्तम निवेश (गिल्ट) प्रतिलाभों की श्रेणी के साथ समसामयिक रूप से दीर्घावधि के लिए मजबूत होती गईं, जो वैश्विक गतिविधियों और सरकारी पेपर की अति आपूर्ति की प्रत्याशा दोनों ही को प्रकट करता है। कॉर्पोरेट बॉन्डों से प्रतिलाभों ने सरकारी बॉन्डों से प्रतिलाभों का अनुसरण किया। इक्विटी बाजार

नई ऊंचाइयों पर जा पहुँचा क्योंकि उत्साही घरेलू संस्थागत निवेशकों ने विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों द्वारा बिक्री को जरूरत से ज्यादा क्षतिपूरित किया, यद्यपि व्यापक-आधार वाले संशोधनों के संकेत हाल ही में मिलने लगे थे। विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों द्वारा पूंजी के बहिर्वाह और व्यापार घाटे में बढ़ोतरी के कारण रुपये की विनिमय दर दबाव के छिट-पुट चक्रों का सामना करती रही। कुल मिलाकर, ईएमई मुद्रा-समूहों की तुलना में भारतीय रुपये (आईएनआर) में हुआ मूल्यहास 'मिडिल ऑफ दि पैक' था। बैंकों से क्रेडिट-प्रवाह को गति मिली और इसका आधार व्यापक हुआ, यहां तक कि कुछ बैंकों ने उधार देने की दरों में बढ़ोतरी की ताकि यह प्रकट हो सके कि बैंक क्रेडिट की मांग मजबूत हो रही है और सिस्टम में अतिरिक्त चलनिधि संयमित हो रही है।

IV.1 वित्तीय बाजार

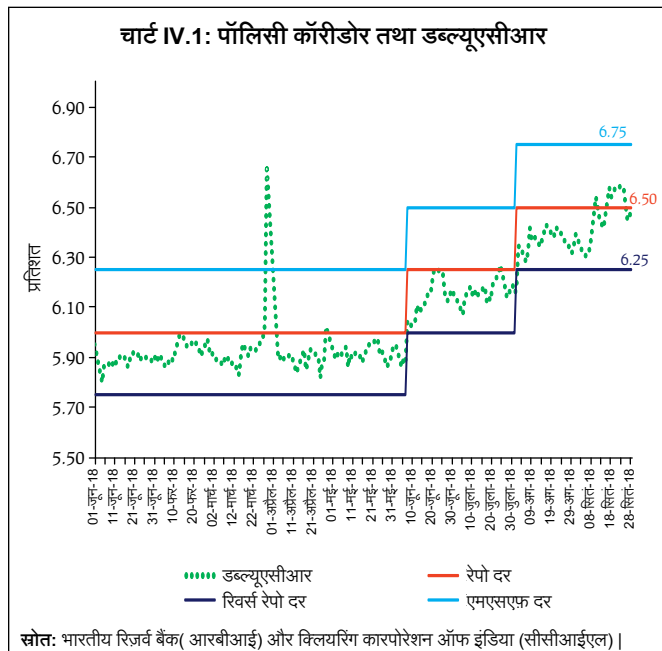
जैसा कि ऊपर उल्लेख किया गया है कि घरेलू वित्तीय बाजार समुच्चय के विभिन्न घटकों में क्रियाकलापों के संचालकों में उल्लेखनीय विभेद थे। यद्यपि विदेशी मुद्रा और बॉन्ड खंड वैश्विक गतिविधियों के प्रतिकूल सम्मिश्रण से प्रभावित थे, तथापि इक्विटी बाजारों में स्पष्ट तौर पर अलग हालात थे, जिसे घरेलू उछाल का कुशन मिला हुआ था। इसी प्रकार मुद्रा और क्रेडिट बाजार इन वैश्विक कारकों से अप्रभावित रहे, मुद्रा बाजार अपनी विद्यमान अलबत्ता संकुचित हो रही प्रणालीगत अतिशेष चलनिधि द्वारा और क्रेडिट बाजार घरेलू मांग की सुस्थिर बहाली द्वारा रोधित थे।

IV.1.1 मुद्रा बाजार: प्रणालीगत चलनिधि सन 2018-19 की पहली छमाही में पर्यायक्रमिक दौर में रही। अप्रैल और मई में पर्याप्त अतिशेषों के कारण जून-मध्य से जुलाई 2018 की छोटी सी अवधि में कमी के दबाव में रहे जो अग्रिम कर-बहिर्वाह और रिजर्व बैंक के फोरेक्स परिचालनों के कारण थी। हालांकि, सरकारी व्यय में बढ़ोतरी के कारण अगस्त के पहले पखवाड़े में अतिशेष की स्थिति फिर बन गई, तथापि 21 अगस्त के बाद अप्रत्यक्ष करों के भुगतानों ने थोड़ी सी अवधि के लिए अतिरिक्त चलनिधि को तराश दिया। अग्रिम-कर बहिर्वाह के कारण दूसरे पखवाड़े में तंगहाली से पहले सितंबर के पहले दस दिनों में अतिशेष की स्थिति लौट आई। चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ़) के माध्यम से प्रतिदिन औसतन निवल चलनिधि अवशोषण जो अप्रैल में ₹496 बिलियन था के स्थान पर जुलाई में ₹107 बिलियन डाले गए और बाद में अगस्त में ₹30 बिलियन का निवल अवशोषण किया गया। सितंबर

की दूसरी छमाही में चलनिधि की कमी के कारण एलएएफ के माध्यम से प्रतिदिन निवल ₹406 बिलियन डाले गए। भारत औसत मांग दर (डबल्यूएआरसी) आमतौर पर नीतिगत रेपो दर से नीचे ही रही (चार्ट IV.1)।

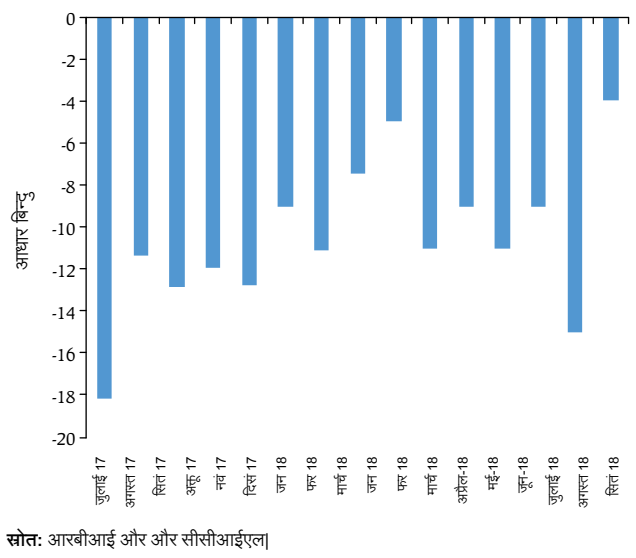
रेपो दर पर भारत औसत मांग दर (डबल्यूएसीआर) का नकारात्मक अंतराल अप्रैल के 11 आधार अंकों से बढ़कर अगस्त में 15 आधार अंक हो गया (मई और जुलाई में कुछ अन्तर्जात संयतता के बावजूद) और फिर सितंबर में संयत होकर यह 4 आधार अंक पर आ गया। औसतन समग्र भारत औसत मांग दर (डबल्यूएसीआर) सन 2018-19 की पहली छमाही में नीतिगत दर से 10 आधार अंक नीचे रही (चार्ट IV.2)।

मुद्रा बाजारों में दरें और मात्रा दोनों ही आरबीआई द्वारा शुरू किए गए संस्थागत और नीतिगत परिवर्तनों के साथ समायोजित रहीं। उदाहरण के लिए पॉलिसी कॉरिडोर का दायरा मई 2011 में 200 आधार अंक था, जो मौद्रिक नीति के परिचालन पद्धति में हो रहे परिमार्जन के एक भाग के तौर पर अप्रैल 2017 तक प्रगामी रूप से घटा कर 50 आधार अंक किया गया। अनुभवजन्य शोध और अंतरराष्ट्रीय साक्ष्य यह बताते हैं कि इस कॉरिडोर का दायरा उतार-चढ़ाव के साथ सकारात्मक रूप से सम्बद्ध है – एक बृहद दायरा अन्तर-बैंक बाजार में उच्चतर उतार-चढ़ाव से सम्बद्ध है और इसका व्युत्क्रम भी है (बाइंडसेल और जाइब्लेकी, 2011)।¹



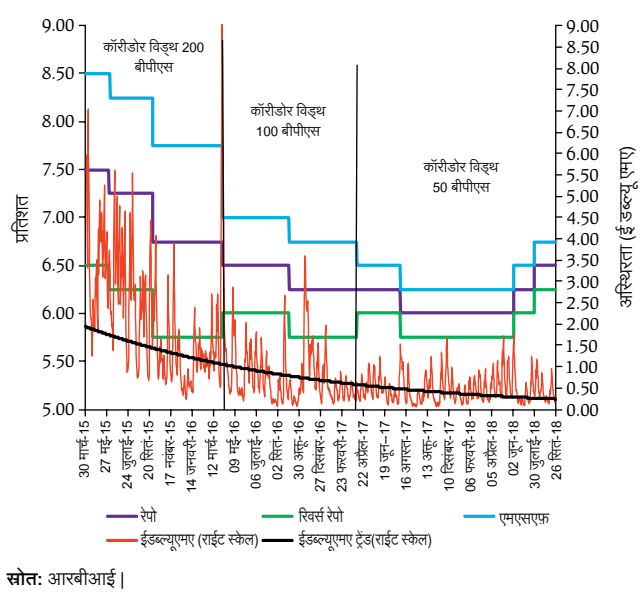
¹ बाइंडसेल, यू. और जे. जेबलकी (2011), दी ऑप्टिमल विडथ ऑफ द सेंट्रल बैंक स्टैनिंग फेसिलिटीज कॉरिडोर एंड बैंक्स डे-टू-डे लिक्विडिटी मैनेजमेंट, यूरोपीयन सेंट्रल बैंक वर्किंग पेपर नं. 1350 जून।

चार्ट IV.2: रेपो दर पर डबल्यूएसीआर का औसत स्प्रेड

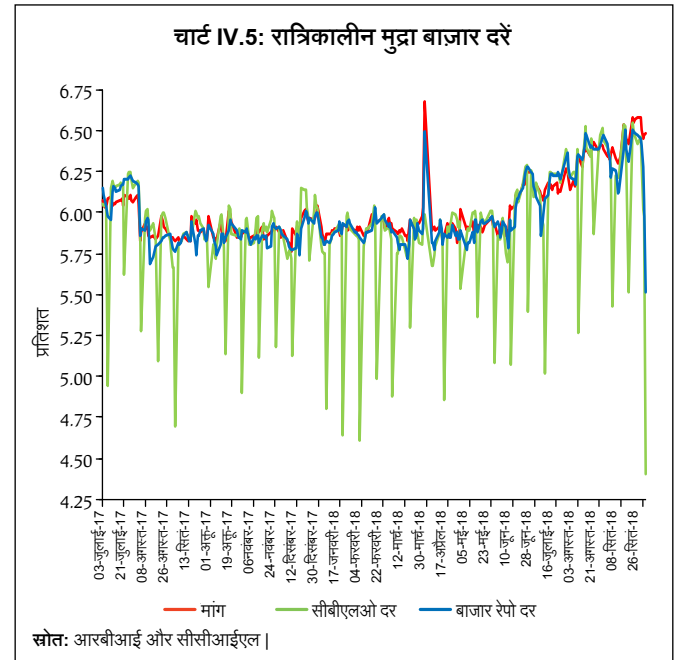
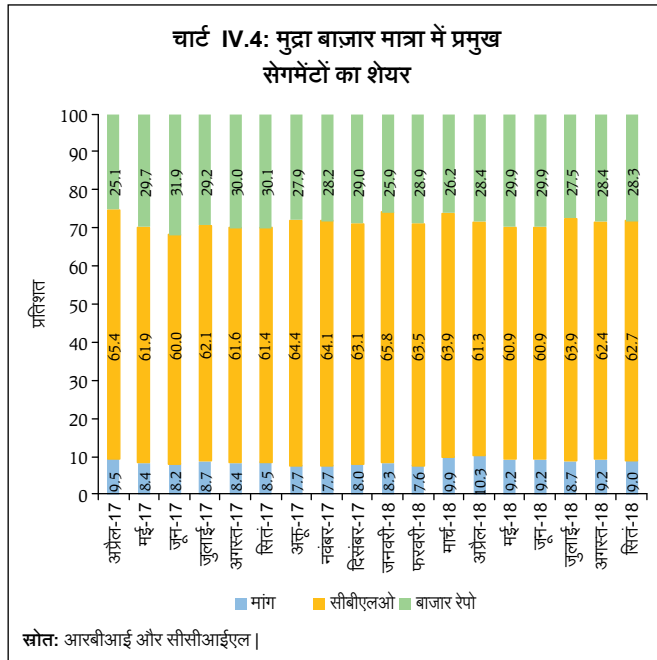


भारत में इस कॉरिडोर को संकुचित करने से परिवर्तनशीलता में संयतता आई है – अन्तर बैंक मांग दर के घातांक भारत परिवर्तनशील औसत द्वारा (ईडब्ल्यूएमए) आकलित – जो महत्वपूर्ण रूप से क्रॉस-कंट्री अनुभव का समर्थन करता है (चार्ट IV.3)²

चार्ट IV.3: डबल्यूएसीआर और कॉरिडोर विडथ में अस्थिरता



² परिवर्तनशीलता के मानदंड के तौर पर यह ईडब्ल्यूएमए को साधारण असंगति में सुधार करते हुए लिया गया है क्योंकि यह अधिक नवीन अवलोकनों को अधिक भार देता है। इस प्रकार ईडब्ल्यूएमए में विगत परिवर्तनशीलता के भारत औसत के रूप में भावी परिवर्तनशीलता को बताया जाता है जिसमें अधिक नवीन अवलोकनों की भारता उच्चतर होती है।



हालांकि इसने असंपार्श्विकृत खंड में मात्राओं पर कोई प्रतिकूल प्रभाव नहीं डाला – समग्र अंतर-बैंक ओवरनाइट बाजार टर्नओवर में मांग मुद्रा बाजार का हिस्सा मोटे तौर पर 10 प्रतिशत से कम पर अपरिवर्तित बना रहा (चार्ट IV.4)।

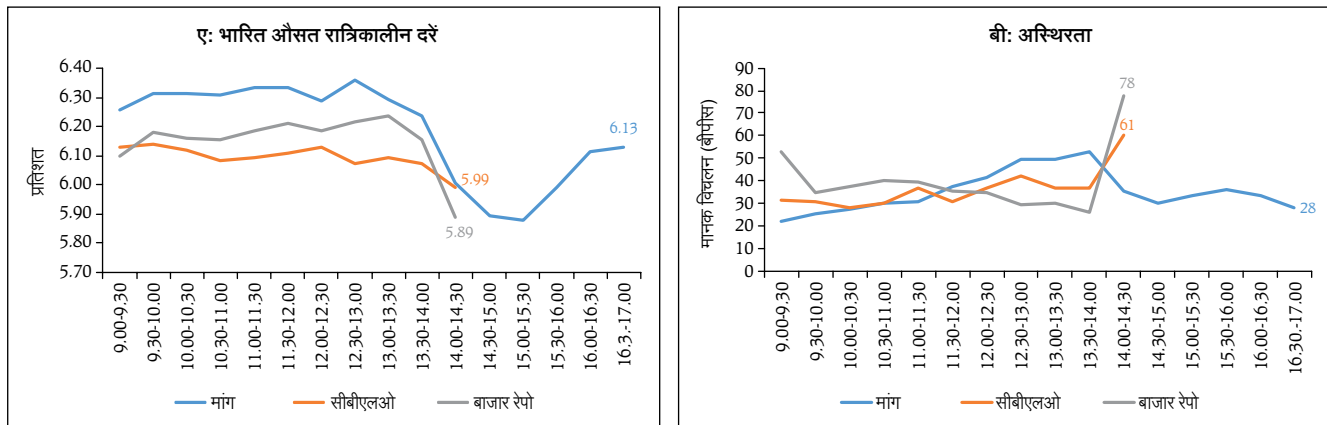
बाजार की सूक्ष्म संरचना की दृष्टि से देखें तो निजी बैंक और प्राथमिक व्यापारी (पीडी) इस ओवरनाइट मांग मुद्रा बाजार में प्रमुख उधारकर्ता हैं, जबकि सहकारी बैंक और सरकारी क्षेत्र के बैंक इसमें प्रमुख उधारदाता हैं। संपार्श्विकृत उधार लेने और उधार देने (सीबीएलओ) के खंड (जो 60 प्रतिशत से भी अधिक ओवरनाइट बाजार का निर्माण करता है) में समान्यतया बैंक उधारकर्ता हैं, जबकि म्यूचुअल फंड (एमएफ) इसमें प्रमुख उधारदाता हैं। सीबीएलओ से उधार देने में एमएफ का हिस्सा विमुद्रीकरण के कारण मार्च 2017 में 80 प्रतिशत चला गया था, यह क्रमिक रूप से कम हुआ और इसका हिस्सा सन 2018-19 की पहली छमाही में औसतन 64 प्रतिशत पर आ गया। संपार्श्विकृत बाजार रेपो खंड (जो समग्र ओवरनाइट बाजार टर्नओवर का लगभग 30 प्रतिशत है) में म्यूचुअल फंड प्रमुख उधारदाता हैं, इनके बाद विदेशी बैंक हैं। दूसरी तरफ इस बाजार में पीडी प्रमुख उधारकर्ता हैं, जिनके बाद विदेशी बैंक हैं। सन 2018-19 की पहली छमाही के दौरान संपार्श्विकृत खंडों – यथा सीबीएलओ और बाजार रेपो – दोनों की ब्याज दरें औसतन भारित औसत मांग दर

(डब्ल्यूएसीआर) से क्रमशः दस आधार अंक और तीन आधार अंक नीचे रहीं (चार्ट IV.5)।

तीन ओवरनाइट क्षेत्र विशिष्ट अंतर दिवसीय उतार-चढ़ाव से गुजरते हैं। विदेशी बैंक तथा प्राथमिक व्यापारी (पीडी) जो कि बाजार रेपो क्षेत्र में प्रमुख उधारकर्ता हैं, ये पहले घंटे अर्थात सुबह 9:00-10:00 बजे के दौरान सरकारी प्रतिभूतियों (जी-सेक) के व्यापार के लिए निधीयन संबंधी अपेक्षाओं का लगभग 80 प्रतिशत इससे पूरा करते हैं, भले ही बाजार अपराह्न 2:30 बजे (T+0 निपटान) तक खुला रहता है। प्रथम घंटे में कारोबारी क्रियाकलापों का संकेन्द्रण होने का मतलब है शेष दिवस के लिए बहुत कम कारोबार बचेगा, जिससे अन्य ओवरनाइट बाजार खंडों के लिए अंतर-दिवसीय अस्थिरता तथा अप्रत्यक्ष प्रभाव बढ़ जाते हैं। सीबीएलओ खंड में म्यूचुअल फंडों के संव्यवहार नामित बैंकों के माध्यम से बैंकिंग समय के अंदर (सामान्यतः अपराह्न 2:30 बजे तक) किए जाते हैं ताकि नामित निपटान बैंकों को इसके निपटान के लिए पर्याप्त समय मिल सके; इसके बाद कारोबार कम हो जाता है। इसके परिणामस्वरूप, असंपार्श्विकृत कॉल मनी खंड जो कि देर तक चलने वाले कारोबारी घंटों में एकमात्र सक्रिय खंड है, की कॉल दरों में अकसर अचानक परिवर्तन आता है।

सभी तीन खंडों में ओवरनाइट ब्याज दरें शुरुआती घंटों में उच्च स्तर पर कारोबार करती हैं क्योंकि अधिकांश बाजार प्रतिभागी

चार्ट IV.6: अंतर-दिवसीय और रात्रिकालीन दरों की अस्थिरता



टिप्पणी: अप्रैल 1 - सितंबर 29, 2018 के डाटा के आधार पर।
 स्रोत: सीसीआईएल, आरबीआई और आरबीआई स्टाफ अनुमान।

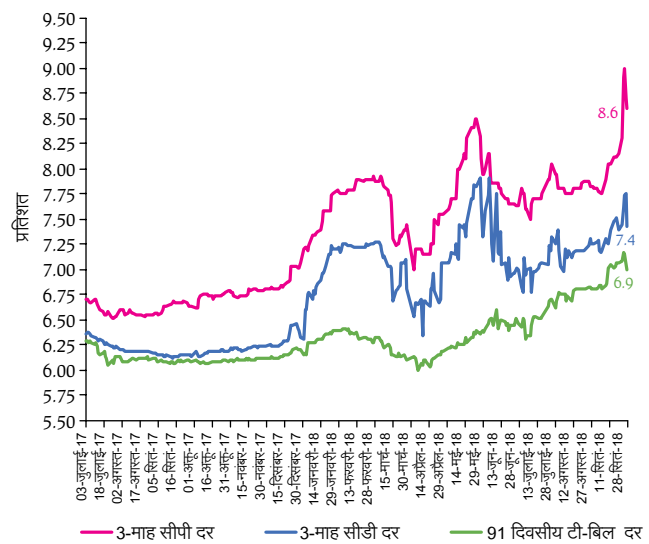
चलनिधि विसंगतियों को पाटने की ओर भागते हैं। सुबह के घंटों में प्रतिस्पर्धी कारोबार सभी खंडों में ब्याज दर के अंतर को कम करता है (चार्ट IV.6ए)। प्रारम्भिक घंटों में कॉल और सीबीएलओ दरों में अस्थिरता भी सबसे कम है (चार्ट IV.6बी)। इसके बाद, जैसे जैसे वॉल्यूम नीचे की ओर जाता है तथा अस्थिरता बढ़ने लगती है जैसे-वैसे ब्याज दरों में गिरावट होती है, ये खंड विशिष्ट कारकों को दर्शाते हैं, हालांकि इसकी गति अलग-अलग होती है। उदाहरण के तौर पर, कॉल मनी बाजार में दोपहर की गतिविधि प्रमुखतः कॉ-ओपरेटिव बैंकों के कारण होती है, जो विशिष्ट रूप से मौजूदा कॉल दर से कम दर पर उधार देते हैं, इससे अस्थिरता अधिक बढ़ती है।

लंबी अवधि के बाजार लिखतों जैसे जमा प्रमाणपत्र (सीडी), वाणिज्यिक पत्र (सीपी) तथा 91 दिवसीय ट्रेजरी बिलों (टी-बिल) पर ब्याज दरें वर्ष 2018-19 की प्रथम छमाही के दौरान असमान रूप से बढ़ीं। जमा प्रमाणपत्र (सीडी) (3-माह परिपक्वता) पर ब्याज दरें सरकार के अधिक नकदी शेष की उपलब्धता के साथ अधिशेष में परिवर्तित होती चलनिधि स्थितियों के कारण अप्रैल की शुरुआत में सामान्य रही; हालांकि ये जून के प्रथम सप्ताह तक अर्थात् मार्च 2018 के अंत की 6.80 प्रतिशत से 5 जून 2018 के अनुसार 7.91 प्रतिशत तक मजबूत रही (चार्ट IV.7)। जून की अपनी नीतिगत घोषणा में जब आरबीआई ने चलनिधि कवरेज अनुपात (एलसीआर) को पूरा करने के लिए सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) में से निकासी की, तो इससे बैंकों के थोक जमाओं की अपेक्षाओं में कमी से 3-माह के लिए सीडी दरें लगभग 37 आधार अंकों तक

कम हो गईं। जून में अधिशेष चलनिधि कम हो गई तथा जुलाई में घाटे में परिवर्तित हो गई, नए निर्गम जमा प्रमाणपत्र (सीडी) उच्च दरों के साथ-साथ वर्ष 2017-18 की पहली छमाही के ₹1,420 बिलियन की तुलना में प्रथम छमाही (14 सितंबर 2018 तक) के दौरान ₹1,988 बिलियन तक बढ़ गए। अगस्त 2018 में नीतिगत दर में वृद्धि के बाद 3-माह की सीडी दर लगभग 10 आधार अंकों तक बढ़ गई।

सीपी दरों में उतार-चढ़ाव समान था, लेकिन सीडी दरों से अधिक दरों पर व्यापार किया गया। अपेक्षाकृत महंगे बैंक ऋण को

चार्ट IV.7: दीर्घकालीन मुद्रा बाजार दरें



स्रोत: फायनेशियल बेचमार्क इंडिया प्राइवेट लिमिटेड(एफबीआईएल) और रूटर्स।

ध्यान में रखते हुए कार्यशील पूंजी की आवश्यकताओं हेतु क्रेडिट के विकल्प के रूप में सीपी की सहायता लेने के साथ 2018-19 की पहली छमाही से सीपी पर ब्याज दरें सख्त हो गईं। सीपी का निर्गम 2017-18 की पहली छमाही में ₹9,316 बिलियन से बढ़कर 2018-19 की पहली छमाही (15 सितंबर 2018 तक) में ₹12,456 बिलियन हो गया। जून में नीतिगत घोषणा के बाद, सीडी की दरों में गिरावट के साथ-साथ 3-माह की सीपी दरों में लगभग 30 आधार अंकों तक गिरावट हुई। उसी प्रकार, अगस्त की नीतिगत घोषणा के बाद 3-माह की सीपी दर लगभग 15 आधार अंकों तक गिर गई (चार्ट IV.7)।

पहली तिमाही के दौरान 91-दिवसीय खजाना बिलों की दर में बढ़ोतरी हुई और जून में नीतिगत दरों में वृद्धि के चलते इसमें दो आधार अंकों की मामूली वृद्धि हुई। अगस्त 2018 में दरों को बढ़ाए जाने के बाद इसमें चार आधार अंकों की और वृद्धि हुई।

इंफ्रास्ट्रक्चर लीजिंग एंड फाइनांशियल सर्विसेस लिमिटेड (आईएलएंडएफएस) जो कि भारतीय रिजर्व बैंक के पास पंजीकृत है और यह डिपॉजिट नहीं स्वीकार करनेवाली प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण निवेश कंपनी (सीआईसी-एनडी-एसआई) है, इस समय इसके संस्थागत शेयरधारकों में भारतीय जीवन बीमा निगम, ओरिक्स कार्पोरेशन जापान, अबू धाबी इन्वेस्टमेंट अथॉरिटी, आईएलएंडएफएस एम्प्लॉईज वेलफेयर ट्रस्ट, हाउसिंग डेवलपमेंट

फाइनांस कार्पोरेशन, सेंट्रल बैंक ऑफ इंडिया एवं भारतीय स्टेट बैंक का समावेश है। अगस्त 2018 से इस कंपनी की रेटिंग में लगातार गिरावट हुई है और इसने अपने वाणिज्य पत्रों (सीपी), अपरिवर्तनीय डिबेंचरों (एनसीडी) एवं बैंक ऋणों के भुगतान में सतत चूक की है।

14 सितंबर 2018 को आईएल एंड एफएस द्वारा चूक के परिणामस्वरूप सामान्य रूप से सीपी पर और विशेषकर एनबीएफसी के मामले में भारित औसत बड़ा दर में बढ़ोतरी हुई। द्वितीयक बाजार में भी 3-माह की सीपी दर में उछाल आया और यह सितंबर के आरंभ के 7.8 प्रतिशत से 21 सितंबर 2018 को 8.15 प्रतिशत तक पहुँच गई जो एक व्यक्तिगत म्युच्युअल फंड द्वारा अपरिवर्तनीय डिबेंचरों की भारी छूट पर बिक्री के कारण हुआ और उसके बाद 26 सितंबर 2018 को 9.0 प्रतिशत पर पहुंच गई। रिजर्व बैंक और सेबी ने 23 सितंबर 2018 को प्रेस रिलीज़ जारी किए और कहा कि वे वित्तीय बाजारों में हाल ही की गतिविधियों की बारीकी से निगरानी रख रहे हैं और यदि जरूरी हुआ तो उचित कार्रवाई करने को तैयार हैं। सितंबर अंत तक प्रतिलाभ 40 आधार अंक नरम हो गए।

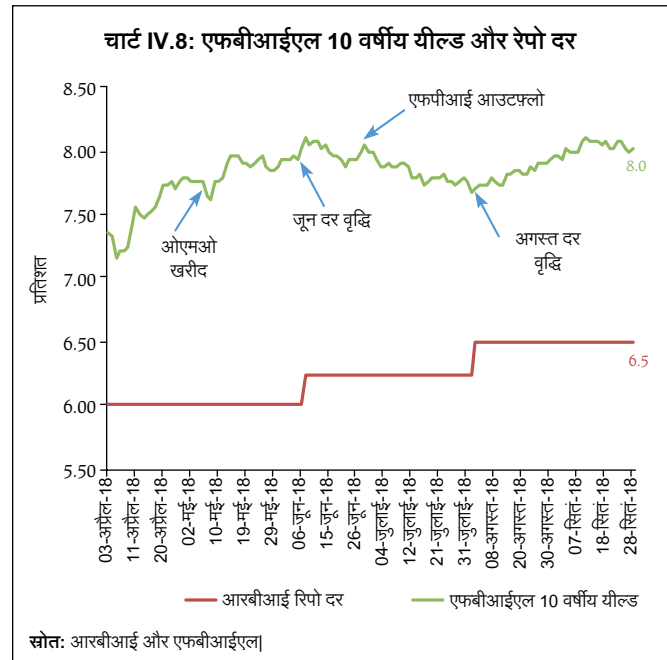
भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा विद्यमान चलनिधि स्थिति के मूल्यांकन, चलनिधि की आने वाली आवश्यकता को ध्यान में रख कर और संचलन में मुद्रा के विस्तार को देखते हुए सितंबर की दूसरी तिमाही में चलनिधि बढ़ाने हेतु विभिन्न उपाय किए गए (बॉक्स IV.1)

बॉक्स IV.1: मध्य-सितंबर 2018 से भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा किए गए नीतिगत उपाय

तारीख/महीना	चलनिधि उपाय
19 और 27 सितंबर 2018	भारतीय रिजर्व बैंक ने समग्र रूप से ₹100 बिलियन राशि की सरकारी प्रतिभूतियों की खरीददारी के लिए 19 सितंबर और 27 सितंबर 2018 को एक-एक कर दो खुला बाजार परिचालन आयोजित किए।
सितंबर 2018	भारतीय रिजर्व बैंक ने उदारीकृत चलनिधि निविष्ट करने के लिए 14-दिवसीय भिन्न दर के रेपो के अलावा सितंबर 2018 में एलएफ के माध्यम से लंबी अवधि के कई भिन्न दर वाले रेपो आयोजित किए।
27 सितंबर 2018	आरबीआई ने 1 अक्टूबर 2018 से बैंकों को यह अनुमति देने का निर्णय किया कि वे अपने एलसीआर का आकलन करने के लिए स्तर-1 उच्च गुणवत्ता चल आस्तियाँ (एचक्यूएलए) के रूप में, अनिवार्य एसएलआर अपेक्षाओं के भीतर चलनिधि कवरेज अनुपात के लिए चलनिधि प्राप्त करने हेतु सुविधा (एफएलएलसीआर) के तहत, अपनी निवल मांग और मीयादी देयताओं (एनडीटीएल) के 2 प्रतिशत तक और सरकारी प्रतिभूति का मोचन कर सकते हैं। इस प्रकार एफएलएलसीआर के तहत एसएलआर से कार्व-आउट अब 13 प्रतिशत हो जाएगा, बैंकों को एसएलआर से उपलब्ध समग्र कार्व-आउट अब उनके एनडीटीएल का 15 प्रतिशत हो जाएगा। आरबीआई ने स्पष्ट किया कि प्रणाली में पर्याप्त चलनिधि अधिशेष थी और आगे चलकर, यह सामने आ रही चलनिधि और बाजार परिस्थितियों के गतिशील आकलन के आधार पर विभिन्न उपलब्ध लिखतों के माध्यम से प्रणाली की टिकाऊ चलनिधि आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए वह तैयार रहेगा।
01 अक्टूबर 2018	आरबीआई ने अक्टूबर 2018 में कुल ₹360 बिलियन की राशि के लिए ओएमओ के तहत सरकारी प्रतिभूति क्रय आयोजित करने का निर्णय किया। यह नीलामी अक्टूबर के द्वितीय, तृतीय और चौथे सप्ताह में आयोजित होगी। आरबीआई के पास राशि में परिवर्तन की लोचशीलता है जो सामने आ रही चलनिधि और बाजार स्थितियों पर निर्भर करेगी।

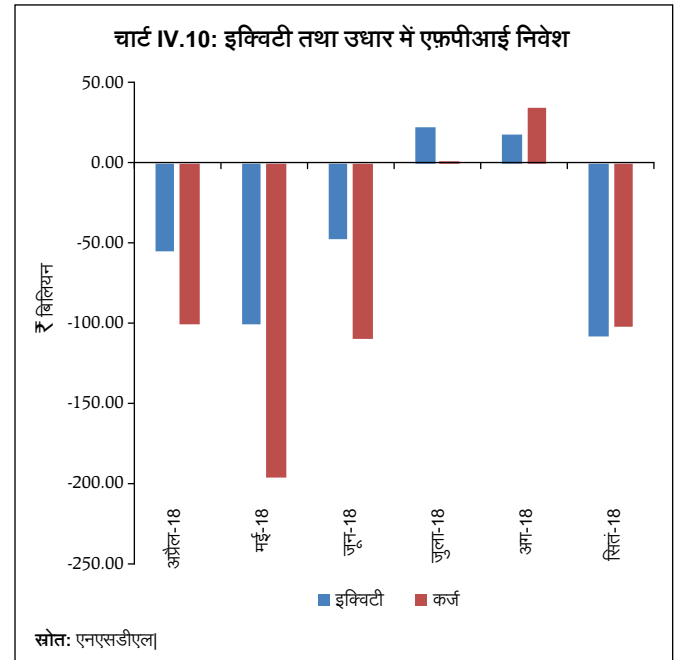
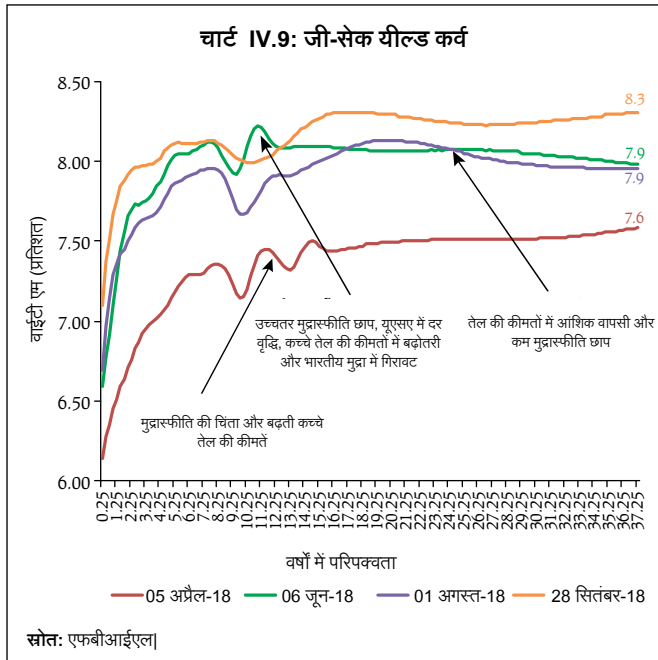
IV.1.2 सरकारी प्रतिभूति बाजार: 2018-19 के आरंभ में सरकारी प्रतिभूतियों के प्रतिफल में सुधार हुआ, कई सकारात्मक गतिविधियों से बाजार का रुख उत्साहवर्द्धक रहा, जैसे कि (i) वर्ष 2018-19 की पहली छमाही में अधिक बांडों का भुगतान न करने के केंद्र सरकार के निर्णय के साथ ही बाजार उधारी में कमी करने की केंद्रीय बजट में की गई घोषणा; (ii) 2017-18 की तीसरी एवं चौथी तिमाही में मार्क टू मार्केट से हुई हानि को अगली चार तिमाहियों में समायोजित करने के लिए भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा बैंकों को दी गई अनुमति; (iii) अप्रैल 2018 की नीति में मौद्रिक नीति समिति द्वारा रेपो दरों में कोई बदलाव न किया जाना; (iv) 2018-19 की पहली छमाही के दौरान मुद्रास्फीति में कमी आने का लगाया गया पूर्वानुमान। तथापि, प्रतिफल में 16 आधार अंकों की नरमी अस्थायी साबित हुई और अप्रैल में इसमें 44 आधार अंकों की मजबूती आई जिसके लिए कई कारक जिम्मेदार थे जैसे कि- (i) राज्य विकास ऋणों (एसडीएल) के लिए अपेक्षा से अधिक उधारी कार्यक्रम को जारी किया जाना; (ii) अंतरराष्ट्रीय स्तर पर कच्चे तेल की बढ़ती कीमतें; (iii) केन्द्र सरकार के बजट 2018-19 में न्यूनतम समर्थन मूल्य (एमएसपी) के लिए संशोधित फॉर्मूला के कारण मुद्रास्फीति चिंताएं। (iv) रुपए के मूल्य में गिरावट; (v) बढ़ता व्यापार संरक्षणवाद; और (vi) मौद्रिक नीति समिति के कार्यवृत्त जिसमें मुद्रास्फीति बढ़ने के जोखिम की संभावना व्यक्त की गई।

भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा खुले बाजार परिचालन (ओएमओ) की घोषणा करने के बाद और विदेशी पोर्टफोलियो निवेश (एफपीआई) सीमा में वृद्धि के साथ ही एफपीआई में तीन वर्षीय परिपक्वता सीमा को हटाने के निर्णय से मई के पहले सप्ताह में प्रतिफलों में 19 आधार अंकों की नरमी आई। तथापि, मई के शेष भाग में इन प्रतिफलों में फिर एक बार 31 आधार अंकों की मजबूती देखने में आई जिसके लिए कई कारक जिम्मेदार थे जैसे कि (i) यूएस खजाना प्रतिफल 3.0 प्रतिशत से मजबूत हुआ (जनवरी 2014 के बाद पहली बार); (ii) साढ़े तीन साल के उच्चांक को तोड़ते हुए कच्चे तेल की कीमतों में वैश्विक उछाल; (iii) अपेक्षा से अधिक अप्रैल सीपीआई मुद्रास्फीति प्रिंट; और (iv) अमेरिकी फेड दरों में बढ़ोतरी की गति से जुड़ी चिंताएं। जून में, आरंभ में रुख उत्साहवर्द्धक रहा जिसकी वजह थी जनवरी-मार्च प्रिंट में घरेलू जीडीपी में अपेक्षा से अधिक संवृद्धि। तत्पश्चात, रेपो रेट में हुई 25 आधार अंकों की बढ़ोतरी के अनुरूप ही सरकारी प्रतिभूतियों का प्रतिफल भी बढ़ा। वैश्विक स्तर पर कच्चे तेल की बढ़ती कीमतों एवं रुपए के घटते मूल्यों से आई मंदड़िया रुझान से घरेलू मुद्रास्फीति का जोखिम बढ़ा है। वर्ष 2018-19 की



पहली तिमाही के दौरान समग्र प्रतिफल में 57 आधार अंकों की बढ़ोतरी के साथ ही 10 वर्षीय बेंचमार्क सरकारी प्रतिभूति प्रतिफल 29 जून 2018 को 7.90 के उच्चांक पर बंद हुआ।

सरकारी प्रतिभूति बाजार के कारोबार में 21 अगस्त 2018 तक नरमी का रुख बना रहा जो कच्चे तेल की बढ़ी हुई आपूर्ति से उसकी कीमतों के कम होने के आसार के साथ ही जून में मुद्रास्फीति प्रिंट के अपेक्षा से कम होने तथा खुले बाजार परिचालन की घोषणा का परिचायक है। तथापि, अगस्त के आखिर में कच्चे तेल की कीमतों में पुनः उछाल आने तथा रुपए के मूल्य में गिरावट के अनुक्रम में प्रतिफलों में मजबूती आई। 10 वर्षीय बेंचमार्क सरकारी प्रतिभूति प्रतिफल जुलाई में गिरकर 7.77 प्रतिशत पर पहुंच गया और अगस्त के पहले सप्ताह में कच्चे तेल की कीमतों में कमी आने की वजह से इसमें और भी कमी आई। गौरतलब है कि सकारात्मक वैश्विक संकेतों के चलते पहली अगस्त को 10 वर्षीय प्रतिफल में सात आधार अंकों की गिरावट हुई जबकि रिज़र्व बैंक ने उसी दिन दरों में बढ़ोतरी की थी। तथापि, रुपए के मूल्य में आई गिरावट के अनुरूप यह छलांग लगाकर 11 सितंबर 2018 को 8.11 प्रतिशत के उच्चांक पर पहुंच गया। तथापि माह के दौरान कच्चे तेल की कीमतों एवं रुपए के व्यवहार की वजह से देखी गई उच्च अस्थिरता के बावजूद माह के अंत में प्रतिफल में नरमी आई और वह 28 सितंबर 2018 को 8 प्रतिशत पर बंद हुई ऐसा रुपए में मजबूती लाने के लिए किए गए उपायों के साथ ही केंद्र सरकार द्वारा 2018-19 की दूसरी छमाही में कमतर बाजार उधारी करने की प्रत्याशा से हुआ (चार्ट IV.8)।



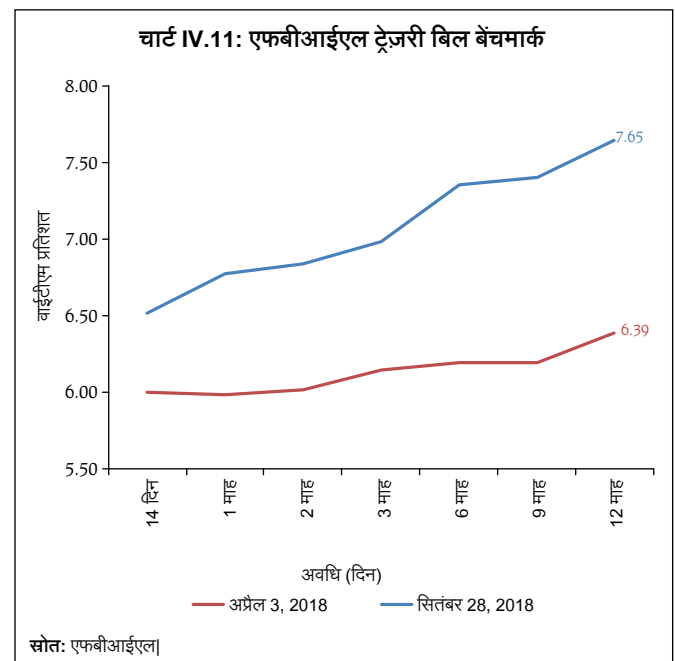
वैश्विक प्रपाती घटनाओं और घरेलू कारकों यथा अल्पावधि मुद्रास्फीति परिवृश्य और मौद्रिक नीति उपायों के प्रतिसाद में सन 2018-19 की पहली छमाही में प्रतिलाभ वक्र के संस्तरों में बदलाव आया (चार्ट IV.9)। जून में दर बढ़ोतरी से प्रतिलाभ वक्र ऊपर की तरफ को गया, खासकर 2 वर्ष से 16 वर्ष वाले खंड में, जबकि अगस्त में दर-बढ़ोतरी ने इसे नीचे की तरफ धकेला, जो कि कच्चे तेल की कीमतों में नरमी का अनुसरण था।

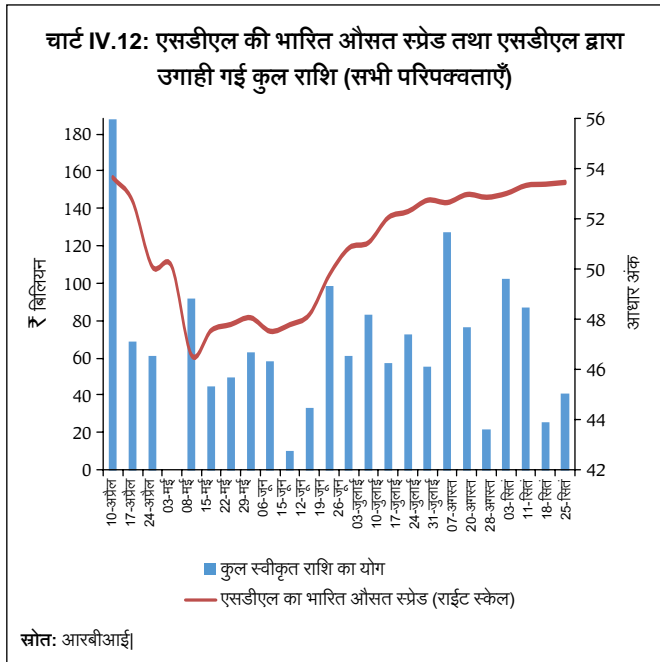
वर्ष 2018-19 की पहली छमाही के अधिकांश हिस्सों में विदेशी संविभाग निवेशक (एफपीआई) सरकारी प्रतिभूति बाजार में निवल विक्रेता बने रहे परंतु जुलाई और अगस्त में निवल क्रेता बन गए (चार्ट IV.10)। एफपीआई ने राज्य विकास ऋण (एसडीएल) में ₹30.88 बिलियन समेत सरकारी प्रतिभूति खंड में ₹274.17 बिलियन की निवल बिक्री की।

प्राथमिक बाजार के लघु सिर पर खजाना बिलों पर प्रतिलाभ ने 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूति प्रतिलाभ बेंचमार्क का अनुसरण किया और पहली छमाही के दौरान इसमें मजबूती रही, जो जून और अगस्त प्रत्येक माह में 25 आधार अंक से नीतिगत दरों में बढ़ोतरी, चलनिधि संबंधी चिंताओं, और भारतीय रुपये पर मूल्यहास के दबावों को भी प्रदर्शित कर रहा है (चार्ट IV.11)।

दीर्घ सिर पर देखें तो, वर्ष 2018-19 की पहली छमाही के दौरान एसडीएल का निर्गम संयत था। विगत निर्गमों पर मोचन का दबाव बढ़ने के कारण संभावना है कि दूसरी छमाही में राज्य सरकारों द्वारा बाजार से उधार उठाना बढ़ जाएगा। एसडीएल के कट-ऑफ का

भारत औसत लाभांतर, 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूति प्रतिलाभ की तुलना में 2017-18 की पहली छमाही में 63 आधार अंक से कम होकर वर्ष 2018-19 की पहली छमाही में 53 आधार अंकों पर आ गया (चार्ट IV.12)। वर्ष 2017-18 की पहली छमाही में 10 वर्षीय प्रतिभूतियों पर औसत अंतर्राज्यीय स्प्रेड 9 आधार अंक कम होकर वर्ष 2018-19 की पहली छमाही के दौरान 4 आधार अंक रहा। अंतर्राज्यीय स्प्रेड 10 अप्रैल 2018 को अधिकतम 23 आधार अंकों तक पहुंच गया।



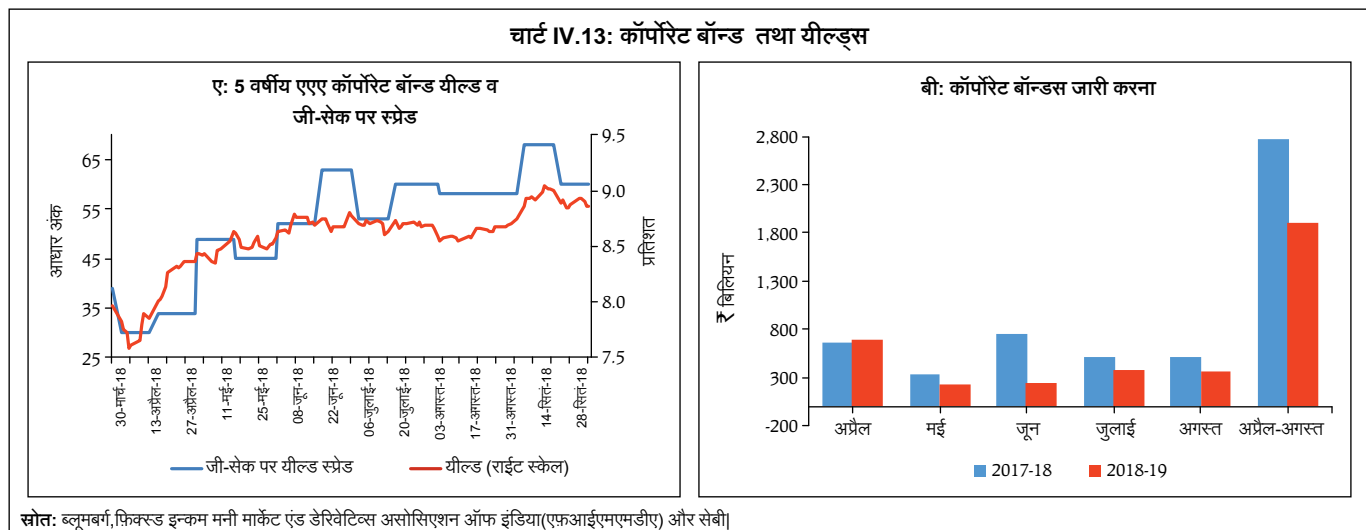


प्रदर्शित करता है, जिसकी पुष्टि बढ़ती वैश्विक अनिश्चितताओं वाले परिवेश में भारतीय स्टेट बैंक और आईसीआईसीआई बैंक पेपरों पर उच्च क्रेडिट डिफाल्ट स्वैप (सीडीएस) के द्वारा होती है।

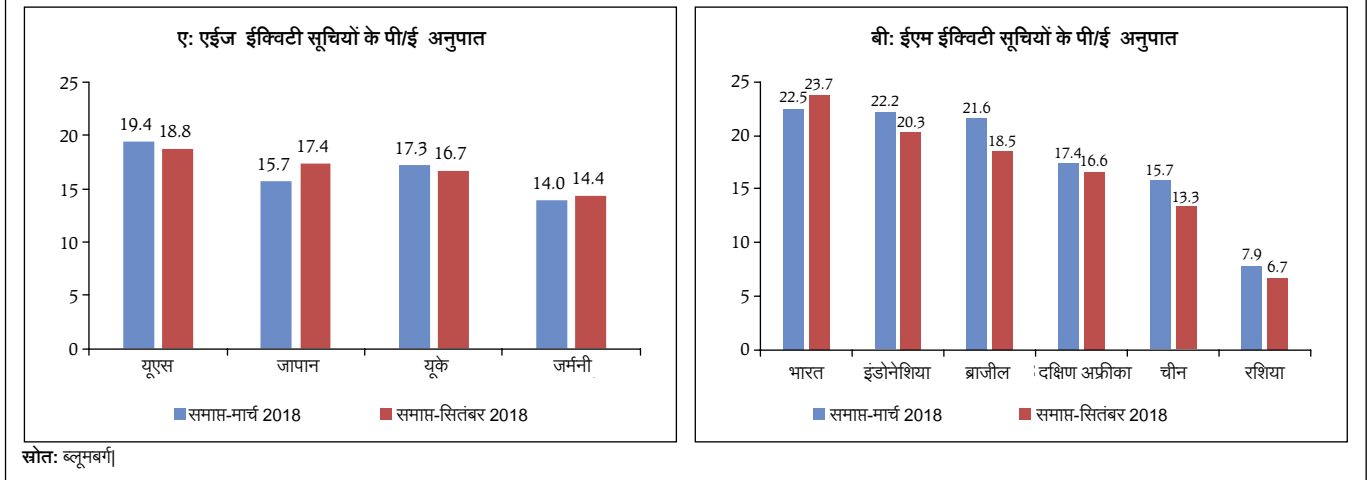
वर्ष 2018-19 की पहली छमाही के दौरान कारपोरेट बांड बाजार में औसत दैनिक टर्नओवर पिछले वर्ष ₹73.0 बिलियन से मामूली रूप से घटकर ₹71.3 बिलियन रह गया। बांड प्रतिलाभों में बढ़ोत्तरी ने कारपोरेटों को अपनी वित्तपोषण आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए बैंक क्रेडिट की ओर रुख करने को प्रेरित किया। परिणामस्वरूप, प्राथमिक बाजार में कारपोरेट बांडों के निर्गमन के माध्यम से संसाधनों को जुटाने में अप्रैल-अगस्त 2018 के दौरान 31.3 प्रतिशत की गिरावट होकर ₹1,906 बिलियन का संग्रह हुआ जबकि विगत वर्ष इसी अवधि में ₹2,773 बिलियन जुटाए गए थे (चार्ट IV.13बी)। संसाधन जुटाने का अधिकांश हिस्सा प्राइवेट प्लेसमेंट के पक्ष में बरकरार रहा जोकि कारपोरेट बांड बाजार से कुल संसाधनों का 89 प्रतिशत रहा। कारपोरेट बांडों में विदेशी पोर्टफोलियो निवेश मार्च 2018 के अंत में ₹2.24 ट्रिलियन था जो सितंबर 2018 के अंत में घटकर ₹2.01 ट्रिलियन रह गया। परिणामस्वरूप, कारपोरेट बांडों में निवेश के लिए अनुमोदित सीमा का एफपीआई द्वारा उपयोग मार्च 2018 के अंत में 91.9 प्रतिशत था जो सितंबर 2018 के अंत में घटकर 75.5 प्रतिशत हो गया।

IV.1.3 कारपोरेट बांड बाजार: कारपोरेट बांड प्रतिलाभों ने काफी हद तक सरकारी प्रतिभूति प्रतिलाभों का अनुसरण किया (चार्ट IV.13ए)। एएए दर्जे वाले पंचवर्षीय कारपोरेट बांडों पर ब्याज दरें 2018-19 की पहली तिमाही में 81 आधार अंक बढ़कर 8.78 प्रतिशत हो गईं और 2018-19 की दूसरी तिमाही में 8 आधार अंक और बढ़कर 8.86 प्रतिशत हो गईं। पंच-वर्षीय सरकारी प्रतिभूति की तुलना में एएए दर्जे वाले पंच-वर्षीय कारपोरेट बांडों पर प्रतिलाभ स्प्रेड 2018-19 की पहली छमाही के दौरान 21 आधार अंकों के साथ तेजी से बढ़ा, जो क्रेडिट जोखिम के प्रति बढ़ी हुई धारणाओं को

IV.1.4 स्टॉक बाजार: वर्ष 2018-19 की पहली छमाही के पहले पाँच महीनों में इक्विटी बाजार की चाल में तेजी रही, बीएसई सूचकांक तेजी से बढ़कर 28 अगस्त 2018 को 38,897 अंक पर पहुँच गया जो सितंबर 2018 के अंत में गिरकर 36,227 पर पहुँच



चार्ट IV.14: 2018-19 की पहली छमाही के दौरान चुनिन्दा एईज और ईएमज के पी/ई अनुपात में परिवर्तन



गया – इसमें फिर भी 2018-19 की पहली छमाही के दौरान 9.9 प्रतिशत की बढ़त हुई। कई उभरते बाजार स्टॉक के बिकवाली के मामलों में भारतीय इक्विटी बाजार आमतौर पर लचीला बना रहा, इस अवधि के दौरान एमएससीआई-ईएमई सूचकांक³ 10.5 प्रतिशत गिर गया। भारतीय स्टॉक के मूल्य की तुलना में आय का अनुपात (पी/ई), जोकि स्टॉक बाजार मूल्यांकन का एक संकेतक है, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के स्टॉकों के पी/ई से सामान्यतः अधिक रहा, जो दर्शाता है कि भारतीय स्टॉकों की उच्च वृद्धि अथवा इक्विटी में म्यूचुअल फंड निवेश की प्रत्याशा में निवेशक और अधिक मूल्य चुकाने को तैयार हैं। सूचकांक का पी/ई अनुपात जो मार्च 2018 के अंत में 22.5 था से बढ़कर सितंबर 2018 के अंत में 23.7 हो गया जोकि अन्य उभरते बाजार सूचकांकों के पी/ई अनुपातों में गिरावट मामलों से एकदम विपरीत था ((चार्ट IV.14ए और IV.14बी)।

जुलाई 2018 के मध्य तक भारतीय इक्विटी बाजार में रैली मुख्य रूप से कुछ ब्लूचिप कंपनियों के स्टॉकों तक सीमित थी। यह संकेत था कि बड़ी हुई वैश्विक अनिश्चतताओं के समय में निवेशकों द्वारा गुणवत्ता वाले स्टॉक को प्राथमिकता दी जाती है। हालांकि जुलाई 2018 के मध्य से अगस्त 2018 के अंत तक इक्विटी बाजार में लेनदेन और व्यापक आधार वाले हो गए, जिससे संकेत मिलते हैं कि खरीदारों के हित और व्यापक हो गए हैं। इक्विटी बाजार सितंबर 2018 में महत्वपूर्ण गिरावट का साक्षी बना जिसमें व्यापक सूचकांक जैसे कि बीएसई मिडकैप और बीएसई स्मालकैप, सूचकांक के मुकाबले अधिक तेजी से नीचे गिरे। कुल मिलाकर, 2018-19 की

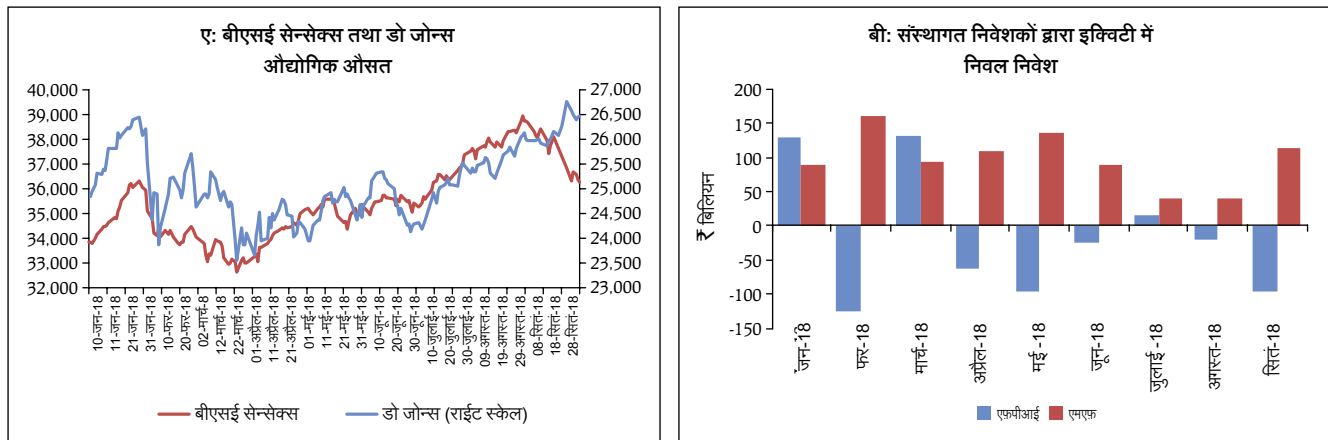
पहली छमाही में बीएसई मिडकैप सूचकांक और बीएसई स्मालकैप सूचकांक में क्रमशः 7.5 प्रतिशत और 15.1 प्रतिशत की गिरावट हुई।

फरवरी और मार्च 2018 के दौरान तीव्र सुधार के बाद, 2018-19 की पहली छमाही के लिए केंद्र सरकार के बाजार उधार कार्यक्रम का अपेक्षा से कम रहना, वर्ष 2017-18 की चौथी तिमाही में कॉर्पोरेट अर्जन निष्पादन का अपेक्षा से अधिक रहना, कुछ सकारात्मक आर्थिक खबरों जैसे उत्साहजनक जीएसटी संग्रहण और अधिक वाहन बिक्री, और म्यूच्युअल फंड (एमएफ) द्वारा सतत खरीद के कारण बीएसई संवेदी सूचकांक में 7.4 प्रतिशत की तीव्र वृद्धि के साथ वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही में बाजार का रुझान सकारात्मक हो गया। अप्रैल में तीव्र उछाल के बाद व्यापार संघर्ष संबंधी चिंताओं और कर्नाटक में चुनाव के नतीजों में अनिश्चितता के चलते मई 2018 की दूसरी छमाही में कुछ संशोधन हुए। वर्ष 2018 के अंत तक यूएस फेड द्वारा ब्याज दर वृद्धि के दो और संकेत सहित 13 जून 2018 को फेड द्वारा ब्याज दर बढ़ोतरी और कच्चे तेल के दामों में तीव्र वृद्धि, सतत व्यापार संघर्ष से जून 2018 में बाजार में गिरावट हुई (चार्ट IV.15ए)।

इस संक्षिप्त अंतराल के बाद, जुलाई और अगस्त 2018 में मुद्रास्फीति में गिरावट और वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही के लिए जीडीपी वृद्धि अपेक्षा से बेहतर रहने, कई मदों पर जीएसटी दर में कटौती करने, पांच सरकारी बैंकों में सरकार द्वारा पूंजीकरण के अनुमोदन, वर्ष 2018-19 की पहली तिमाही के लिए बेहतर कॉर्पोरेट अर्जन परिणाम आदि के कारण जुलाई-अगस्त 2018 के दौरान बीएसई

³ मोर्गन स्टेनली कॅपिटल इंटरनेशनल (एमएससीआई) इमर्जिंग मार्केट इंडेक्स।

चार्ट IV.15: स्टॉक मार्केट सूचियाँ और निवेश



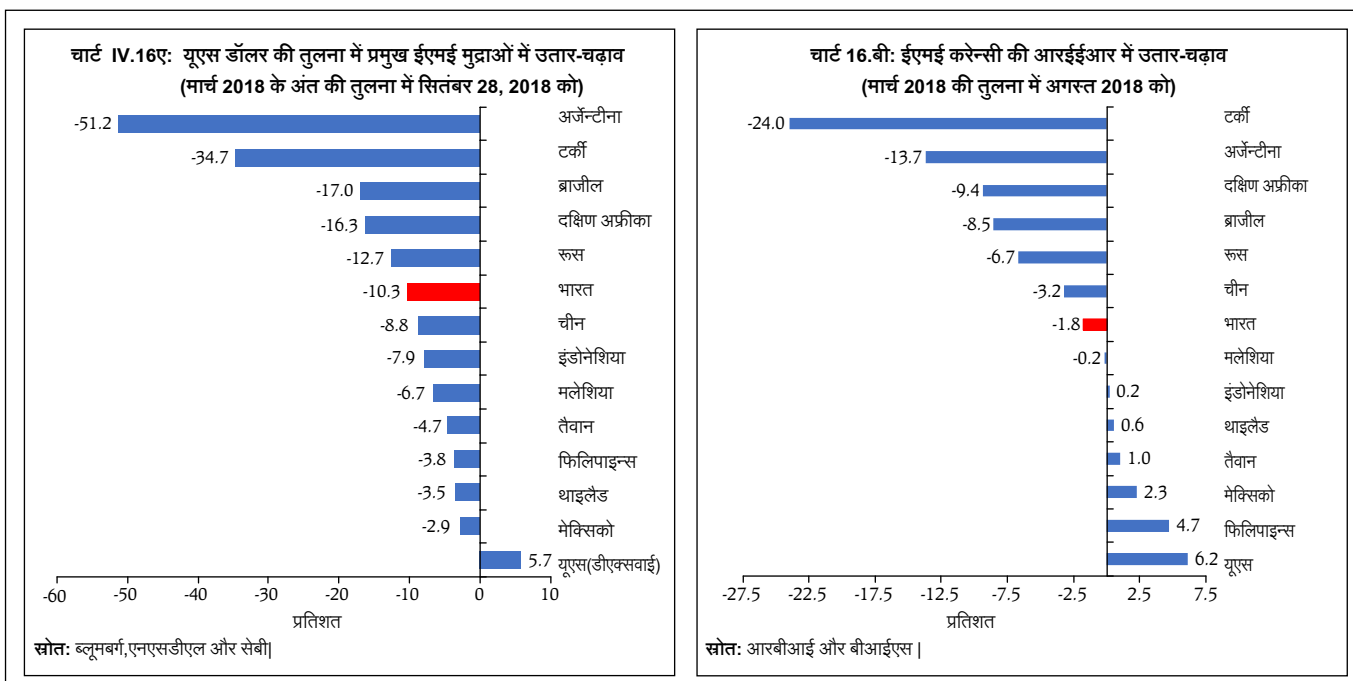
स्रोत: ब्लूमबर्ग, एनएसडीएल और सेबी।

संवेदी सूचकांक में 9.1 प्रतिशत की तीव्र वृद्धि के साथ वर्ष 2018-19 की दूसरी तिमाही के पहले दो महीनों के दौरान इक्विटी बाजार में तीव्र उछाल की वापसी हुई। प्रमुखतया तुर्की में संकट से संभावी बाजार संक्रमण की चिंताओं से अगस्त के दूसरे सप्ताह में बाजार में कुछ गिरावट दर्ज हुई, विशेषकर यूएस फेड अध्यक्ष के भाषण में ब्याज दर वृद्धि के प्रति क्रमिक दृष्टिकोण की पुनः पुष्टि करने के बाद माह के अंत में इसमें सुधार हुआ। हालांकि सितंबर 2018 के दौरान, इंफ्रास्ट्रक्चर लीजिंग एंड फाइनेंशियल सर्विसेज (आईएल एंड एफएस) द्वारा अपनी कर्ज देयताओं पर चूक, जिसने गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों (एनबीएफसी) क्षेत्र में चलनिधि की कमी संबंधी चिंता पैदा हुई, के प्रभाव से बीएसई संवेदी सूचकांक में 2418 अंकों (6.3 प्रतिशत) की तीव्र गिरावट हुई और इस वजह से बाजार को काफी नुकसान हुआ। इसके अतिरिक्त, अमेरिका और चीन के बीच व्यापार संघर्ष से संबंधित चिंता और अमेरिकी डॉलर के मुकाबले रुपये के मूल्य में तीव्र गिरावट, तेल की कीमतों में बढ़ोतरी और वर्ष 2018-19 की प्रथम तिमाही में भारत के चालू खाता घाटे में वृद्धि, ये कुछ ऐसे कारक रहे जिसने इक्विटी बाजार में गिरावट को और तेज किया। वर्ष 2018-19 की दूसरी तिमाही के दौरान, सेंसेक्स में समग्र रूप से 2.3 प्रतिशत की मामूली वृद्धि दर्ज की। घरेलू संस्थागत निवेशकों, विशेष रूप से म्यूचुअल फंड, ने वर्ष 2018-19 की पहली छमाही के दौरान, इक्विटी बाजार में ₹529 बिलियन की शुद्ध खरीद की, जबकि विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों (एफपीआई) ने ₹287 बिलियन की शुद्ध बिक्री की (चार्ट IV.15बी)।

इक्विटी बाजार के प्राथमिक खंड में, अप्रैल-अगस्त 2018 के दौरान इक्विटी का सार्वजनिक निर्गम (प्रारम्भिक पब्लिक ऑफर और राइट निर्गम) के माध्यम से संग्रहीत संसाधन, 7.9 प्रतिशत की वृद्धि के साथ ₹120.3 बिलियन हो गये जो कि विगत वर्ष इसी अवधि दौरान ₹111.5 बिलियन थे।

IV.1.5 विदेशी मुद्रा बाजार: अप्रैल 2018 के बाद से, रुपए के मूल्य में गिरावट शुरू हुई जो 25 सितंबर 2018 को 72.81 रुपये प्रति अमेरिकी डॉलर (संदर्भ दर) के निचले स्तर पर पहुँच गई। इस दौरान डॉलर में मजबूती के कारण उदीयमान बाजार अर्थव्यस्था वाले देशों की मुद्राओं – चालू खाता घाटा और अधिशेष वाले देशों सहित- में गिरावट आई, अतः रुपये में गिरावट कोई अपवाद नहीं है। विशेष रूप से, एफपीआई द्वारा बिकवाली, यूएस फेड द्वारा जारी मौद्रिक नीति का सामान्यीकरण, और देश-विशिष्ट कारकों - चीन को 17 वर्षों के उपरांत 2018 की प्रथम तिमाही में पहली बार चालू खाता घाटा हुआ – इससे 2018-19 की प्रथम तिमाही में कई ईएमई मुद्राओं के मूल्यों में कमी आई। इसके बाद, अगस्त में तुर्की लीरा की बिकवाली का दबाव बढ़ने के कारण कई ईएमई मुद्राओं की मूल्यों में बहु-वर्षीय कमी आई। चीन और अमेरिका के बीच बढ़ते व्यापारिक संघर्ष की चिंताओं के कारण ईएमई मुद्राओं के लिए वैश्विक जोखिम चीन की तरफ स्थानांतरित हो रहा है जिससे अमेरिकी डॉलर की मांग बढ़ रही है।

मार्च अंत से लेकर सितंबर 2018 के अंत तक अमेरिकी डॉलर के मुकाबले रुपये के मूल्य में 10.3 प्रतिशत की कमी आई, जो



ब्राजीलियाई रियाल, दक्षिण अफ्रीकी रैंड, तुर्की लीरा, अर्जेंटीना पेसो और रूसी रुबल के हुए मूल्यहास की तुलना में संयत रही (चार्ट IV.16ए)। रुपये समेत ईएमई मुद्राओं के मूल्यहास का वास्तविक प्रभाव सांकेतिक प्रभाव की तुलना में संयत रहा (चार्ट IV.16बी)।

सांकेतिक प्रभावी विनिमय दर (एनईईआर) और वास्तविक प्रभावी विनिमय दर (आरईईआर) के संदर्भ में मार्च (औसत) से लेकर 28 सितंबर, 2018 के बीच रूपए में क्रमशः 5.6 प्रतिशत और 5.0 प्रतिशत की गिरावट आई (चार्ट IV.16बी और चार्ट IV.1)।

हाल के समय में विश्व भर में व्याप्त कतिपय कारकों की अनिश्चितताओं ने भारत में सरकारी प्रतिभूतियों एवं विदेशी मुद्रा बाजार को प्रासंगिक रूप से अस्थिरता के झटके दिए हैं। (बॉक्स IV.2)।

IV.1.6 क्रेडिट बाजार: क्रेडिट बाजार में खाद्येतर क्रेडिट की वृद्धि दर अगस्त 2018 (13.5 प्रतिशत) में पिछले चार वर्षों के उच्चतम स्तर पर पहुंच गई, जिसकी गति ने प्रतिकूल आधारभूत प्रभावों का समायोजन किया (चार्ट IV.17)। खाद्येतर क्रेडिट की वृद्धि दर 14 सितंबर 2018 की स्थिति के अनुसार 12.5 प्रतिशत रही।

सार्वजनिक क्षेत्र और विदेशी बैंकों द्वारा दिए गए क्रेडिट की स्थिति में धीरे-धीरे सुधार होने लगा है और इसकी शुरुआत 2018-19 की पहली छमाही से आरंभ हुई (चार्ट IV.18)। सितंबर 2018 की स्थिति के अनुसार जहां तक अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों द्वारा दिए गए वृद्धिशील क्रेडिट का मामला है इसका 57.3 प्रतिशत का हिस्सा

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

मद	सूचकांक: सितंबर 28, 2018 (अ)	वृद्धि (+) / कमी (-) (प्रतिशत)	
		मार्च 2018 की तुलना में सितंबर 28, 2018	मार्च 2017 की तुलना में मार्च 2018
36-करेंसी आरईईआर	111	-5.0	-0.8
36-करेंसी एनईईआर	71	-5.6	-2.9
6- करेंसी आरईईआर	119	-4.7	-3.8
6- करेंसी एनईईआर	61	-6.0	-6.0
₹/यूएस \$ (28 सितंबर 2018 को)	73	-10.4	1.3

अ: अनंतिम।

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

स्रोत: आरबीआई

बॉक्स IV.2: अनिश्चितता के काल में बान्ड और विदेशी मुद्रा बाज़ार

भारत में, हाल के महीनों में सरकारी प्रतिभूति और विदेशी मुद्रा बाज़ार में अस्थिरता पैदा हो गई है, इस पर विश्व का प्रपाती प्रभाव पड़ा है जिसने बाज़ार की भावना को तथा इसे प्रासंगिक रूप से बाज़ार की अस्थिरता की मार झेलनी पड़ रही है(चार्ट IV.2.1)। नीचे दिए गए बेलके और अन्य(2016) ने 1 जनवरी, 2009 से 31 जुलाई, 2018 तक की अवधि में दैनिक एवं मासिक डाटा के आधार पर अनिश्चितताओं का बाज़ार के उतार-चढ़ाव पर अनुभवजन्य परीक्षण किया है।

दिन-प्रति-दिन की अनिश्चितता संबंधी किसी निश्चित माप के अभाव में, निफ्टी सूचकांक आप्शन मूल्य के आधार पर भारत VIX का उपयोग प्राक्सी के रूप में किया गया है (रिजर्व बैंक 2018)।। प्राथमिक विश्लेषण से पता चलता है कि यील्ड और विनिमय दरों में अस्थिरता एकत्रित होती जा रही है। सामान्यीकृत आटोरिग्रेसिव कंडीशनल हेट्रेसेदास्टिसिटी (जीएआरसीएच) मॉडल से आकलन किया गया, जो इस बात की अनुमति देता है कि सशर्त भिन्नता उसके अंतरालगत मूल्यों पर निर्भर है। जीएआरसीएच (1,1) विनिर्देशन में, मध्यमान समीकरण यह दर्शाता है कि निरूपक चरों की मात्रा एवं दिशा (सरकारी प्रतिभूति यील्ड में एक अवधि अंतराल का मूल्य अथवा दैनिक विनिमय दरों पर प्रतिशतता प्रतिफल, लॉग आफ इंडिया VIX इंडेक्स और इसकी दो अवधि का अंतराल) का निर्भर चरों (सरकारी प्रतिभूति यील्ड अथवा दैनिक विनिमय दर पर प्रतिशत प्रतिफल) पर प्रभाव कितना होगा। सशर्त भिन्नता समीकरण, मध्यमान समीकरण से उत्पन्न अवशिष्ट की अलग-अलग समय पर विभिन्न अस्थिरता को निर्दिष्ट करने में सहायता करता है।

तदनुसार, निम्नलिखित जीएआरसीएच(1,1) मध्यमान और अस्थिरता समीकरण यथानिर्दिष्ट किए गए:

मध्यमान समीकरण:

$$Depvar_t = c + \rho Depvar_{t-1} + \theta_{i=0}^2 \log(VIX_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (1)$$

इसमें, 10-वर्षीय सरकारी प्रतिभूति पर यील्ड में दैनिक परिवर्तन अथवा दैनिक विनिमय दर पर प्रतिशत प्रतिफल है और VIX अनिश्चितता के लिए प्रॉक्सी है जो दिन-प्रति-दिन की अस्थिरता में दिखाई देती है।

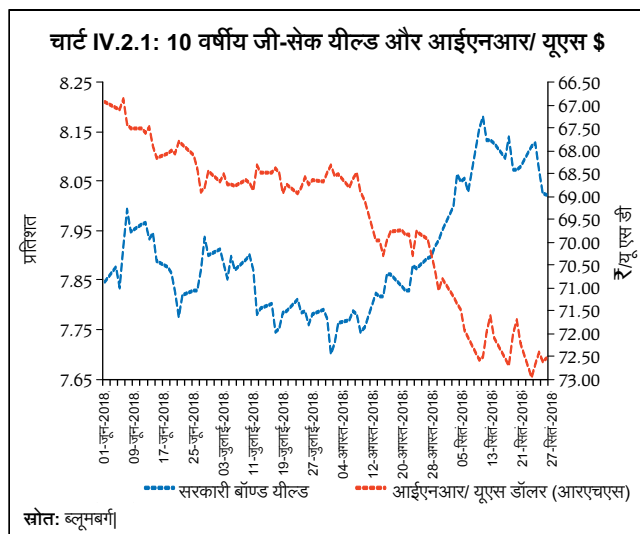
भिन्नता समीकरण :

$$\sigma_t^2 = \mu + \alpha \varepsilon_{t-1}^2 + \beta \sigma_{t-1}^2 \quad (2)$$

सशर्त भिन्नता σ_t^2 को ARCH (α) और GARCH (β) गुणांक के फलन के रूप में प्रस्तुत किया जाता है, जो विशेष रूप से अस्थिरता पर क्रमशः हाल के एवं पुराने समाचारों के प्रभाव को दर्शाता है। भिन्नता को संयमित एवं स्थिर बनाए रखने के लिए α और β का योग 1 से कम होना चाहिए ताकि यह सुनिश्चित हो सके कि अवशिष्ट स्थिर(स्टेशनरी) है और भिन्नता धनात्मक है।

दैनिक डाटा के आधार पर, जीएआरसीएच(1,1) आकलन में 10-वर्षीय सरकारी प्रतिभूति यील्ड (YLD10YR) में होने वाले दैनिक रूप से परिवर्तन, दैनिक विनिमय दरों पर प्रतिशतता प्रतिलाभ (%CEXR) तथा दिन-प्रति-दिन की अस्थिरता (LVIX) का उपयोग किया जाता है, जो बहुत ही रोचक अंतर्दृष्टि प्रदान करती है। मध्यमान समीकरण से यह पता चलता है कि अनिश्चितता के बढ़ने पर यील्ड में तंगी आ जाती है और भारतीय रुपये का मूल्यहास होता है (सारणी IV.2.1)। भिन्नता समीकरण में α और β का गुणांक का योग इकाई से कम है, जिसका आशय यह है कि अस्थिरता प्रक्रिया सुदृढ़ है।

सरकारी प्रतिभूति यील्ड और भारतीय रुपया-अमरीकी डालर पर मासिक रूप से अनिश्चितता के प्रभाव का परीक्षण करने के लिए,

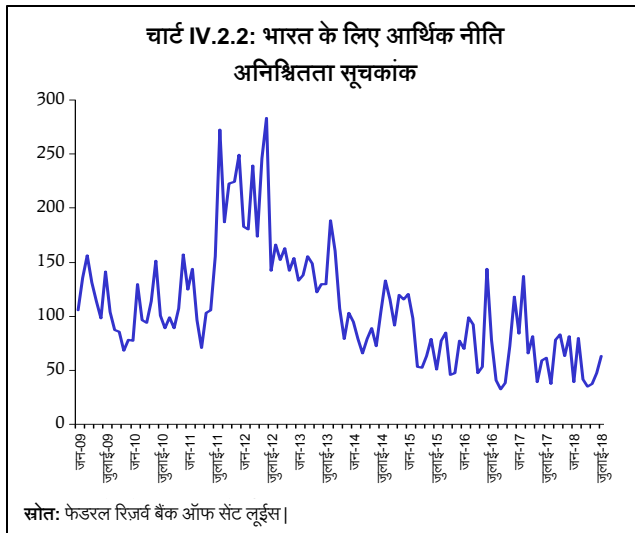


सारणी IV.2.1: गार्च (1,1) मॉडल से परिणाम

	YLD10YR	%CEXR
मीन समीकरण		
डीईपीवीएआर _{t-1}	0.010 (0.57)	-0.078 (0.00)
एलवीआईएक्स _t	0.023 (0.06)	1.028 (0.00)
एलवीआईएक्स _{t-1}	-0.021 (0.07)	-
एलवीआईएक्स _{t-2}	-	-1.021 (0.00)
सी	-0.004 (0.36)	-0.006 (0.90)
भिन्नता समीकरण		
सी	0.000 (0.00)	0.001 (0.00)
α	0.029 (0.00)	0.040 (0.00)
β	0.964 (0.00)	0.956 (0.00)
अंत में		
आर्क परीक्षण (p-वैल्यू)	0.92	0.17

टिप्पणी: कोष्ठकों में दिये आंकड़े संबंधित p-वैल्यू के हैं।

(जारी...)



भारतीय आर्थिक नीति अनिश्चितता सूचकांक⁴, जो बेकर और अन्य (2015) की पद्धति पर आधारित है, तथा सेंट लुइस फेडरल रिजर्व बैंक द्वारा उपलब्ध कराया गया है, का इस्तेमाल किया गया है (चार्ट IV.2.2)। घरेलू बान्ड एवं विदेशी मुद्रा बाज़ार को प्रभावित करने वाली अनिश्चितता की अवधारणा के परीक्षण के लिए जनवरी 2009 से जुलाई 2018 तक की अवधि के लिए चरों (समस्त शृंखलाओं के लघुगणकीय परिवर्तन सहित, सरकारी प्रतिभूति यील्ड को छोड़कर) के स्थिर गुणों की जांच कर लेने के बाद युग्मवार सह-एकीकृत वीएआर मॉडल का उपयोग किया गया।

डाटा के बारे में पाया गया कि अनेक स्तरों (लेवल्स) में डाटा अस्थिर थे लेकिन आगमेंटेड डिक्के-फुलर (एडीएफ) परीक्षण में पहले अंतर में स्थिर थे। जोहानसन की को-इंटीग्रेशन पद्धति⁶ से ज्ञात होता है कि इनमें युग्मवार दीर्घकालिक संबंध विद्यमान है अर्थात् (i) 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूति की यील्ड (YLD) और नीति अनिश्चितता सूचकांक (LPUI) के बीच, और (ii) भारतीय रुपया-अमरीकी डालर (LEXR) तथा नीति अनिश्चितता सूचकांक (एलपीयूआई) के बीच, जैसाकि नीचे दर्शाया गया है:

$$YLD = 0.27 + 1.63*LPUI \dots\dots (1); \text{ और}$$

$$LEXR = -0.21 + 0.47*LPUI \dots\dots (2)$$

इन निष्कर्षों से यह ज्ञात होता है कि नीति अनिश्चितता सूचकांक (LPUI) में प्रति 10 प्रतिशत की वृद्धि होने पर सरकारी प्रतिभूति की यील्ड 16 आधार अंक बढ़ जाती है तथा भारतीय रुपया-अमरीकी डालर में 4.7 प्रतिशत का मूल्यहास हो जाता है। अल्पकाल में गत्यात्मक संबंध का परीक्षण करने के लिए वेक्टर एरर करेक्शन मॉडल (VECM) से आकलन किया गया। एरर करेक्शन यह संबंध स्थापित करता है कि दोनों निरूपक चर सांख्यिकीय दृष्टि से महत्वपूर्ण ऋणात्मक चिन्ह लिए हुए हैं, जिसका आशय यह है कि अंतर्निहित क्रियाविधियां अभिसारी हैं और इस प्रकार विसंतुलन की स्थिति के लिए सही हैं। इसके अलावा, कारण-कार्य- संबंध की दिशा के परीक्षण के लिए, ग्रेंगर काजैलिटी अथवा ब्लाक एक्जोजेनेटी वाल्ड परीक्षण जो वीईसीएम पर आधारित हैं, किए गए। यह अमान्य अवधारणा कि नीतिगत अनिश्चितता ग्रेंगर कारण नहीं बनती है, 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूति यील्ड के संबंध में निरस्त कर दी गई है (5 प्रतिशत सिग्निफिकेंस स्तर पर), जबकि विपरीत कारण-कार्य-संबंध को खारिज कर दिया गया है, जो इस बात का संकेत देता है कि नीतिगत अनिश्चितता सरकारी प्रतिभूति की यील्ड में परिवर्तन का एकतरफा कारण है। इसी प्रकार से, भारतीय रुपया-अमरीकी डालर के प्रति नीतिगत अनिश्चितता से भी एकतरफा कारण-कार्य-संबंध पाया गया है (सारणी IV.1.2)।

इन निष्कर्षों से यह ज्ञात होता है कि सरकारी प्रतिभूति यील्ड एवं भारतीय रुपया-अमरीकी डालर के लिए दैनिक तथा मासिक दोनों अंतराल के लिए नीतिगत अनिश्चितता का प्रभाव काफी महत्वपूर्ण है, जैसाकि बाज़ार के हालिया अस्थिरता प्रसंगों से स्पष्ट है।

संदर्भ:

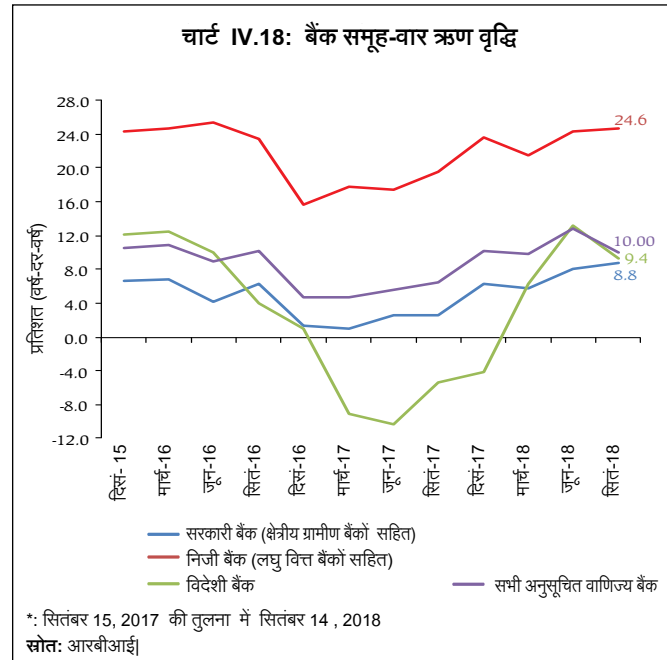
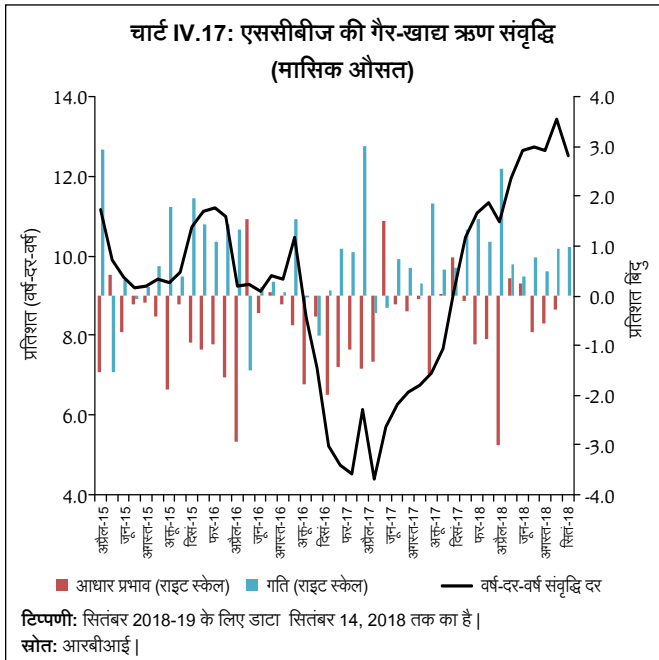
ए. बेलके, दुबोवा आइ और टी. ओस्वोस्की (2016), "पॉलिसी अनसर्टेनिटी एंड इंटरनेशनल फाइनेंशियल मार्केट: द केस आफ ब्रेक्सिट", सीईपीएस वर्किंग डोक्युमेंट सं. 429/नवंबर
 एस. आर. बेकर, एन. ब्लूम और एस. जे. डेविस (2015), "मेजरिंग इकानामिल पॉलिसी अनसर्टेनिटी", एनबीईआर वर्किंग पेपर 21633, अक्तूबर

सारणी IV.1.2: वीईसी ग्रेंजर केज्युलिटी / ब्लॉक एक्सोजेनेटी वाल्ड टेस्ट

आश्रित चर: YLD				आश्रित चर: एलपीयूआई			
	सीएचआई-एसक्यू	डीएफ	प्रोब		सीएचआई-एसक्यू	डीएफ	प्रोब
LPUI	5.90	1	0.02	YLD	0.97	1	0.32
आश्रित चर: LEXR				आश्रित चर: एलपीयूआई			
	सीएचआई- एसक्यू	डीएफ	प्रोब		सीएचआई-एसक्यू	डीएफ	प्रोब
LPUI	4.00	1	0.04	LEXR	0.60	1	0.44

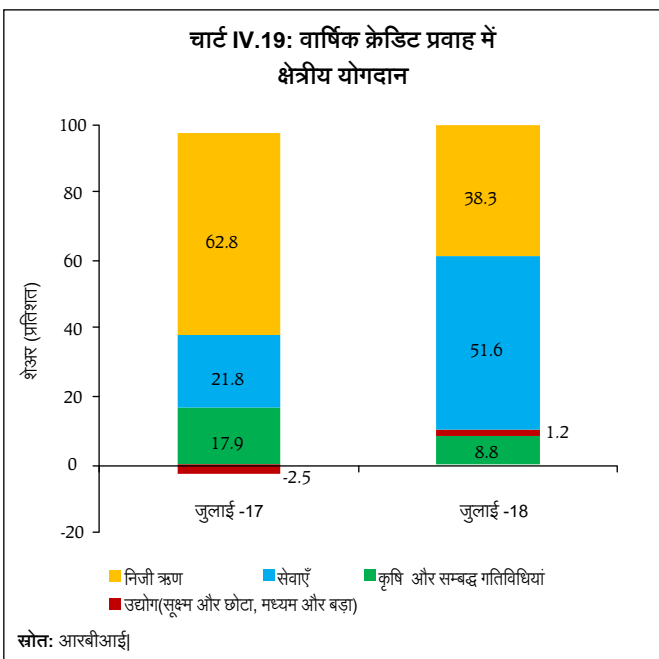
टिप्पणी: सीएचआई - एसक्यू: ची स्क्वेअर स्टेटिस्टिक्स; डीएफ: डिग्री ऑफ फ्रीडम; प्रोब: प्रॉबेबिलिटी वैल्यू

⁴ नीति संबंधी आर्थिक अनिश्चितता को मापने के लिए तीन प्रकार के अंतर्निहित घटकों को लेकर एक सूचकांक बनाया गया। पहला घटक 10 बड़े समाचारपत्रों में आर्थिक अनिश्चितता के बारे में चर्चा किए गए समाचार आलेखों के समाचार कवरेज को निर्धारित करता है। दूसरा घटक सरकारी बजट कार्यालय द्वारा बनाई गई रिपोर्टों को लेता है जिसमें अनिश्चितता के स्तर की माप दी गई होती है जिसके लिए राजकोषीय प्राधिकारियों द्वारा भविष्य में अपनाए जाने वाले मार्ग होते हैं। अंतिम घटक तीसरा है, जो नीति संबंधी अनिश्चितता के लिए प्राक्सि के रूप में प्रयुक्त मुख्य मैक्रो-इकानामिक डाटा की भावी प्रवृत्तियों के बारे में आर्थिक भविष्यवेत्ताओं के बीच असहमति का उपयोग करता है। (ब्योरे के लिए सेंट लुइस फेडरल रिजर्व बैंक की वेबसाइट: <https://fred.stlouisfed.org/search?st=Economic+Policy+Uncertainty+Index+for+India> देखें)।



सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों द्वारा किया गया है और 4.1 प्रतिशत का हिस्सा विदेशी बैंकों द्वारा दिया गया है, जबकि पिछले वर्ष यह क्रमशः 29.3 प्रतिशत अधिक और 4.1 प्रतिशत कम था।

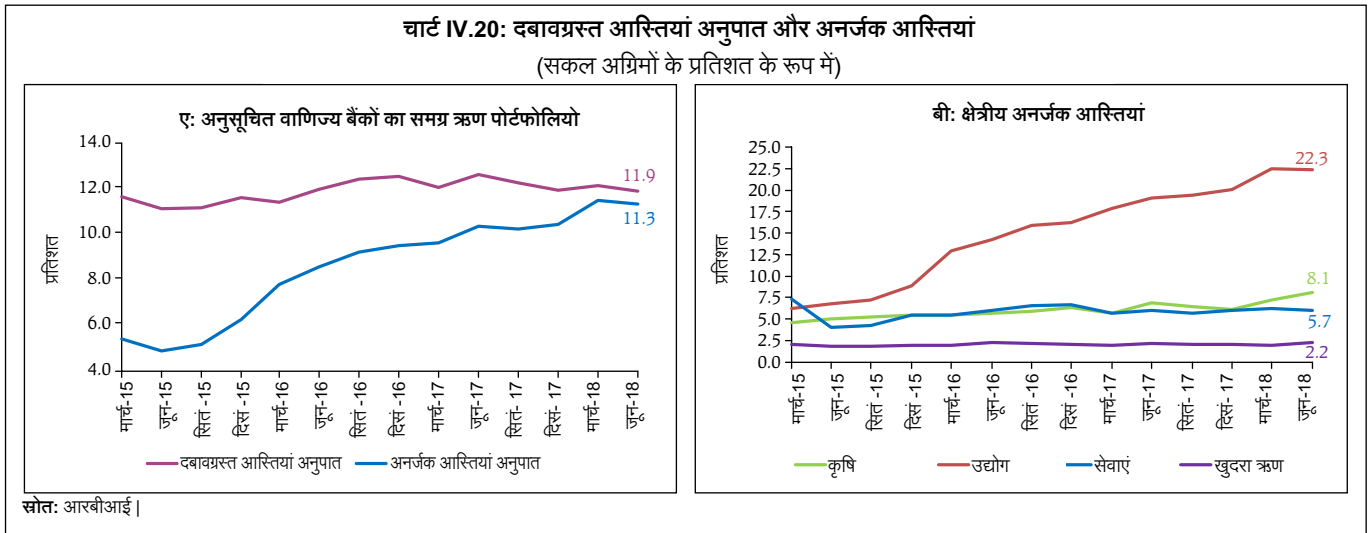
वृद्धिशील क्रेडिट प्रवाह के मामले में भी काफी बदलाव देखने को मिल रहा है, जिसमें सेवा क्षेत्र का योगदान सर्वाधिक रहा (जुलाई 2018 की स्थिति के अनुसार), जबकि पिछले वर्ष इसमें वैयक्तिक ऋणों का हिस्सा सबसे अधिक था (चार्ट IV.19)।



उद्योग क्षेत्र को दिए गए क्रेडिट की वृद्धि दर एक वर्ष से अधिक तक संकुचित रहने के बाद नवंबर 2017 से सकारात्मक है जिसमें वस्त्र, खनन और उत्खनन, इंजीनियरी, और दूरसंचार क्षेत्र को दिए गए क्रेडिट में काफी सुधार दिखाई दिया। तथापि, कृषि क्षेत्र को दिए गए क्रेडिट की हिस्सेदारी में कमी आई, जो कि कुछ राज्यों में घोषित कृषि कर्ज माफी के कारण खेती क्षेत्र में दबावों का संकेत हो।

एससीबी की समग्र अनर्जक आस्तियों के अनुपात का मार्च 2018 के अंत की स्थिति से तुलना करने पर जून में धीमा रहा, वे क्षेत्र जिन्होंने हाल के वर्षों में अधिक क्रेडिट प्राप्त किया है, वे हैं - वैयक्तिक ऋण व कृषि और इनके मामलों में यह अनुपात खराब हो गया (चार्ट IV.20ए)। इसके विपरीत उद्योग व सेवा क्षेत्र के मामलों में एनपीए अनुपात में मार्च 2018 की तुलना में जून में गिरावट दर्ज की गई (चार्ट IV.20बी)।

वर्ष 2018-19 (14 सितंबर तक) में वाणिज्यिक पत्र, बॉन्डों, डिबेंचरों और सार्वजनिक व निजी कॉर्पोरेट के शेयरों में बैंकों के निवेश के स्तर में वृद्धि दर्ज हुई, जबकि पिछले वर्ष की समान अवधि में इसमें मामूली वृद्धि दर्ज हुई थी (चार्ट IV.21)। इससे यह पता चलता है कि इस वर्ष निर्गमों की मात्रा अधिक रही और साथ ही इन निवेशों पर प्रतिलाभ भी काफी अधिक रहा।



क्रेडिट के प्रवाह के बढ़ने और गैर-एसएलआर निवेशों में बढ़ते निवेशों के कारण, बैंकों द्वारा रखे जाने वाले बेशी एसएलआर में कमी आई, जिसका मुख्य कारण निजी क्षेत्र के बैंक थे (चार्ट IV.22)।

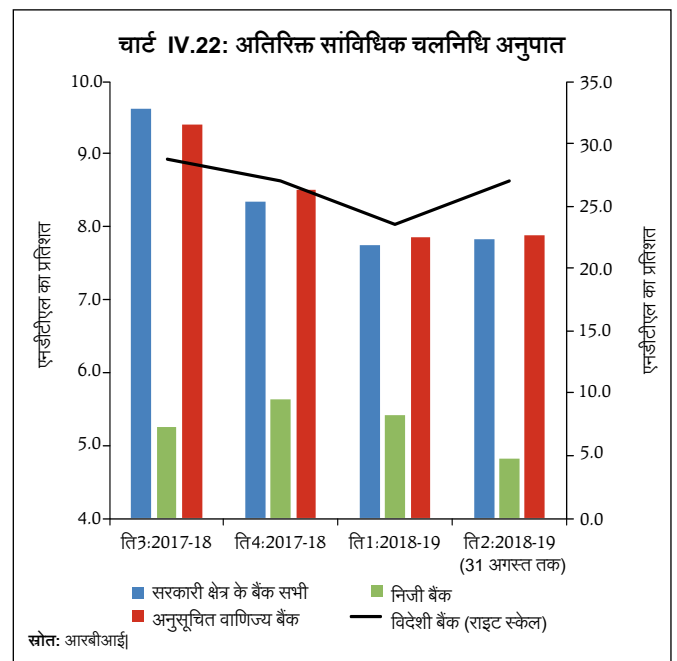
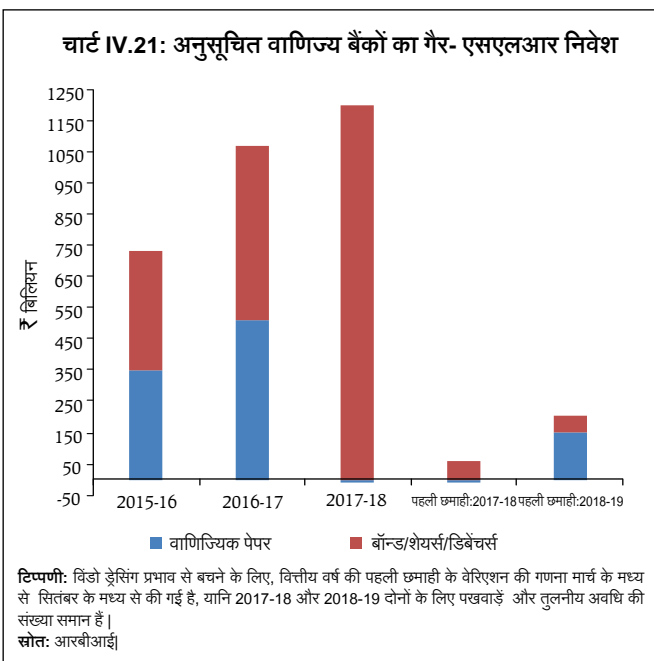
बैंकों से लिए गए क्रेडिट की मात्रा में बढ़ोतरी होने के अलावा अन्य स्रोतों से वाणिज्यिक क्षेत्र को किए गए वित्तपोषण में भी वृद्धि हुई, जिसमें सर्वाधिक योगदान प्रत्यक्ष विदेशी निवेश और वाणिज्यिक पत्रों के निर्गमों में पाँच गुना से ज्यादा आई वृद्धि का रहा (सारणी IV.2)।

वर्ष 2018-19 (सितंबर 14 तक) में बैंक और गैर-बैंक स्रोतों से वाणिज्यिक क्षेत्र को प्रदत्त कुल वित्तीय संसाधनों में काफी बढ़ोतरी

हुई, जबकि पिछले वर्ष की समान अवधि में इसमें मामूली वृद्धि दर्ज हुई थी (चार्ट IV.23)।

IV.2 मौद्रिक नीति संचारण

जून 2018 में मौद्रिक नीति समिति द्वारा नीतिगत दर बढ़ाए जाने के पहले से ही बैंकिंग प्रणाली की अधिशेष चलनिधि में कमी के प्रभाव की प्रतिक्रिया में बैंक दिसंबर 2017 से ही अपनी मीयादी जमा दरों में वृद्धि कर रहे थे। मीयादी जमा दरों में वृद्धि ने 2018-19 की पहली तिमाही में बैंकों के निधीयन की लागत पर बढ़ोतरी वाला दबाव डाला एवं बैंकों की निधियों की सीमांत लागत पर आधारित उधार दरों



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

(₹ बिलियन में राशि)

मद	अप्रैल से 14 सितंबर तक			
	2017-18		2018-19	
	राशि	कुल से प्रतिशत	राशि	कुल से प्रतिशत
ए. गैर-बैंकों से प्रवाह (ए1+ए2)	4,308	100.0	5,602	100.0
ए1. घरेलू स्रोत	3,375	78.3	4,717	84.2
1 गैर- वित्तीय कंपनियों द्वारा पब्लिक इश्यू*	80	1.9	63	1.1
2 गैर-वित्तीय कंपनियों द्वारा सकल निजी प्लेसमेंट*	526	12.2	551	9.8
3 गैर- बैंकों द्वारा सबस्क्राइब किए वाणिज्य पत्रों का निवल निर्गम	458	10.6	2,529	45.1
4 आवास वित्त कंपनियों द्वारा निवल ऋण\$	483	11.2	775	13.8
5 आरबीआई द्वारा विनियमित 4 एआईएफआई द्वारा कुल अकोमोडेशन*	-40	-0.9	400	7.1
6 एनबीएफसीज -एनडीएसआई (बैंक ऋण का निवल)#	1,724	40.0	360	6.4
7 कॉर्पोरेट कर्ज, इन्फ्रास्ट्रक्चर तथा सामाजिक क्षेत्र में एलआईसी का निवल निवेश\$	143	3.3	40	0.7
ए2. विदेशी स्रोत	933	21.7	885	15.8
1 बाह्य वाणिज्यिक उधार / एफसीसीबी \$	-64	-1.5	39	0.7
2 विदेश से अल्पावधि ऋण#	37	0.9	-234	-4.2
3 भारत में विदेशी प्रत्यक्ष निवेश \$	960	22.3	1,080	19.3

*: अगस्त तक \$: जुलाई तक #: जून तक
 स्रोत: आरबीआई; सेबी; एनएचबी; एलआईसी; बीएसई; एनएसई और व्यापारी बैंक।

(एमसीएलआर) में बढ़ोतरी की (सारणी IV.3)। बैंकों के चालू खाता एवं बचत खाता (सीएएसए) जमा राशियों का हिस्सा मार्च 2018 के 41.1 प्रतिशत की तुलना में मध्य सितंबर 2018 में कम होकर 39.6 प्रतिशत हो गया जिसने बैंकों के निधीयन की लागत पर बढ़ जाने का दबाव भी डाला (चार्ट IV.24)। परिणामस्वरूप, नए रुपया ऋणों से संबंधित वास्तविक भारित औसत उधार दर (डब्ल्यूएलआर) में मजबूती आई। तथापि, मई 2018 तक बकाया रुपया ऋणों से संबंधित डब्ल्यूएलआर में गिरावट जारी रही क्योंकि नए ऋण पर ब्याज दर में बढ़ोतरी पहले के एमसीएलआर संबद्ध ऋण पर ब्याज

दर में कमी एवं न्यूनतर दरों पर उनके पुनः निर्धारण की बराबरी करने से कहीं अधिक था।

विभिन्न समयावधियों में, विदेशी बैंकों की अग्रणी भूमिका के साथ एक वर्ष की अवधि में उधार दरों के प्रति जून एवं अगस्त में नीतिगत दर में की गई बढ़ोतरी का संचारण सर्वाधिक था (चार्ट IV.25)।

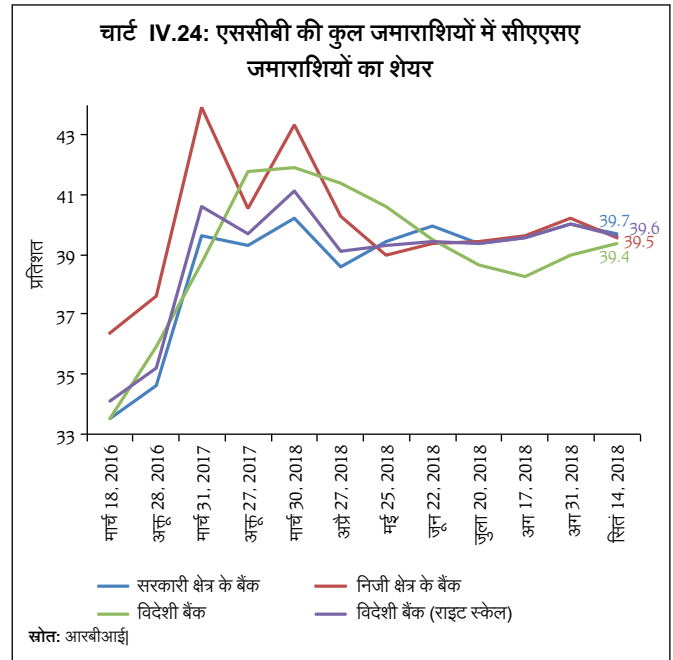
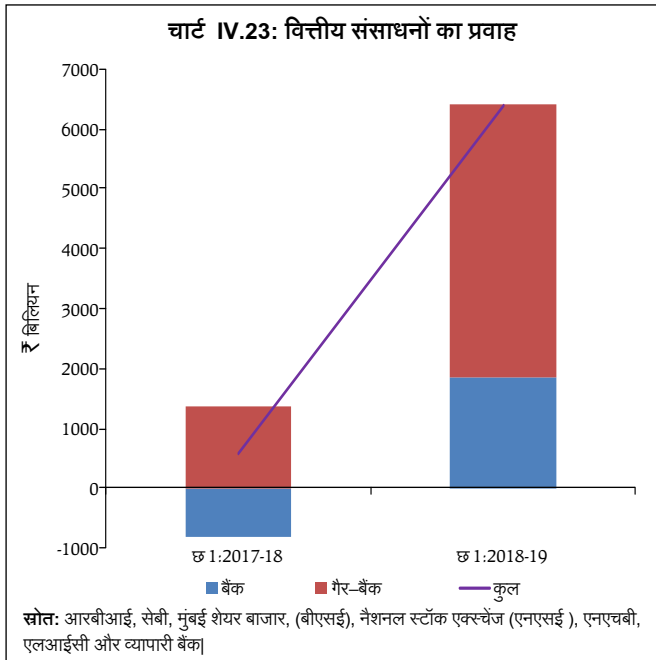
जनवरी 2017 में उच्चतम स्तर पर जाने के बाद अभी तक वर्ष 2017-18 एवं वर्ष 2018-19 के दौरान रुपये से संबंधित नए रुपया ऋण पर डब्ल्यूएलआर एवं एक-वर्षीय एमसीएलआर के बीच ब्याज

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

(आधार बिंदु)

अवधि	रेपो दर	मियादी जमा दरें		उधार दरें			
		माध्यिका मीयादी जमा दर	डब्ल्यूएडीटीडीआर	माध्यिका आधार दर	डब्ल्यूएलआर - बकाया रुपए ऋण	डब्ल्यूएलआर - नए रुपए ऋण	1-वर्षीय माध्यिका एमसीएलआर
जनवरी 2015 से मई 2018	-200	-158	-193	-80	-154	-205	-
अप्रैल 2016 से मई 2018	-75	-88	-102	-20	-90	-107	-97
जून 2018 से सितंबर 2018	50	16	5	0	9	23	22
मेमो:							
अप्रैल 2016 से दिसंबर 2017	-75	-100	-120	-20	-80	-106	-115
जनवरी 2018 से मई 2018	0	11	18	0	-10	-1	18

डब्ल्यूएडीटीडीआर: भारित औसत घरेलू मियादी जमा दर। डब्ल्यूएलआर: भारित औसत उधार दर।
 टिप्पणी: (i) एमसीएलआर प्रणाली 01 अप्रैल 2016 से प्रारंभ की गई थी। (ii) डब्ल्यूएडीटीडीआर तथा डब्ल्यूएलआर पर अद्यतन डाटा अगस्त 2018 से संबन्धित है।
 स्रोत: आरबीआई।

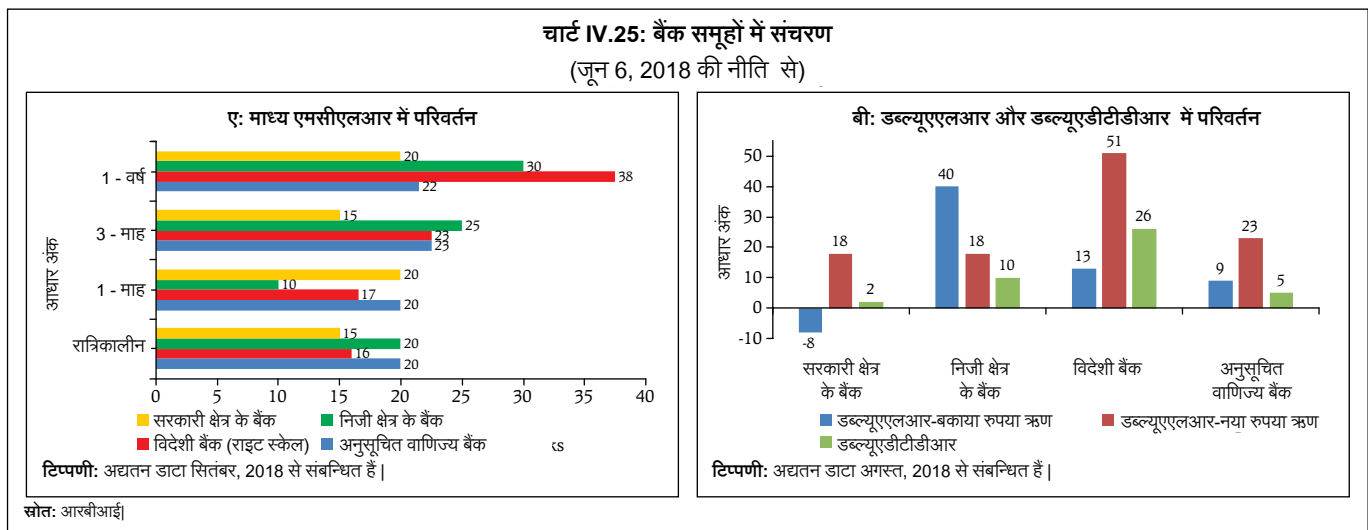


दर स्प्रेड में स्पष्ट गिरावट देखी गई (चार्ट IV.26)। इसने बैंकों की कीमत निर्धारण शक्ति में कमी के साथ-साथ जोखिम विमुखता को प्रदर्शित किया है क्योंकि बैंकों ने अपने एक्सपोजर का रुख अधिक एनपीए वाले क्षेत्रों से कम जोखिम वाले क्षेत्रों की ओर कर दिया है।

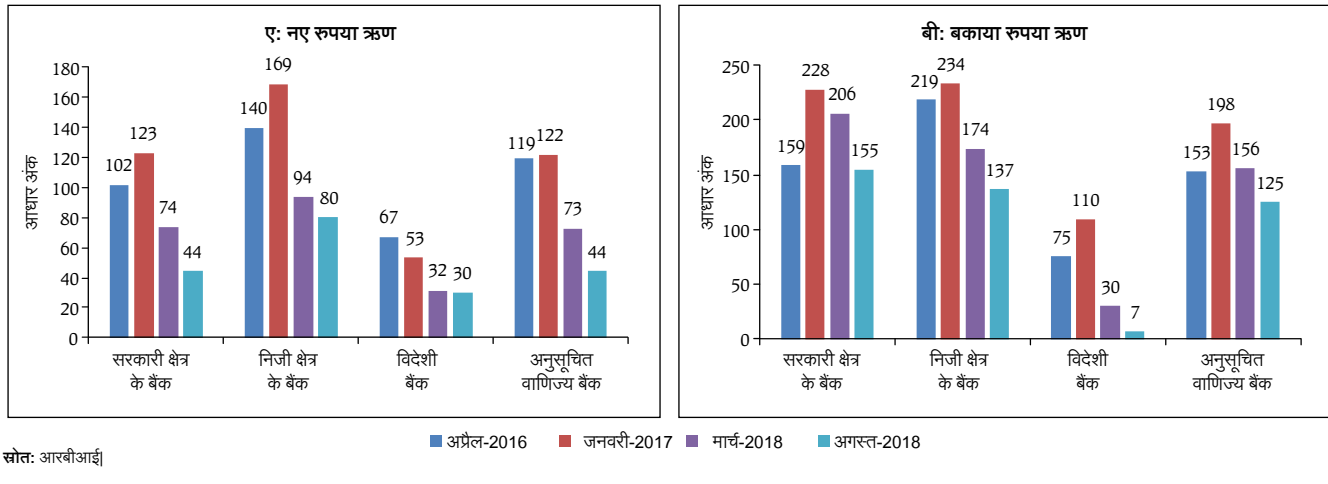
सामान्य तौर पर क्रेडिट के कीमत-निर्धारण की प्रचलित पद्धति के समान, वाणिज्यिक बैंकों ने आवास क्षेत्र को दिये जाने वाले ऋण के लिए न्यूनतम स्प्रेड (आधार दर एवं एमसीएलआर के अतिरिक्त) तथा आमतौर पर अरक्षित एवं अपेक्षाकृत अधिक जोखिमपूर्ण माने जाने वाले व्यक्तिगत ऋण (आवास, वाहन एवं शिक्षा को छोड़कर) के लिए उच्चतम स्प्रेड भारत किया गया (चार्ट IV.27)।

आवास ऋण के मामले में बैंकिंग क्षेत्र को आवास वित्त कंपनियों (एचएफसी) से कड़ी प्रतिस्पर्धा का सामना करना पड़ रहा है जो बैंकों को स्प्रेड निम्न स्तर पर रखने के लिए बाध्य करता है (चार्ट IV.28)। आवास ऋण पर निम्न स्प्रेड होने का अन्य अंतर्निहित कारक यह भी है कि इस क्षेत्र में चूक की दर अपेक्षाकृत मध्यम स्तर की है।

एमसीएलआर के माध्यक की तुलना में बॉन्ड प्रतिफलों के तेजी से बढ़ने के कारण एए और एए रेट वाले बॉन्ड के प्रतिफल भी क्रमशः फरवरी और जून 2018 से 1-वर्ष के एमसीएलआर माध्यक से ऊपर चले गए। इस वजह से और डब्ल्यूएलआर तथा एमसीएलआर



चार्ट IV.26: 1 - वर्षीय एमसीएलआर पर माध्य स्प्रेड डब्ल्यूसीएलआर



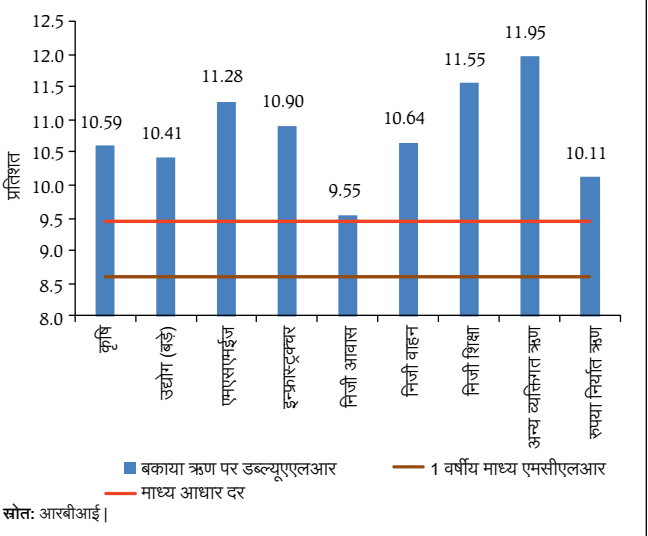
के बीच लाभांतर कम हो जाने से बैंक ऋण के लिए कार्पोरेट्स में उत्साह निर्माण हुआ जिसका पहले उल्लेख किया गया था (चार्ट IV.29)।

IV.3 चलनिधि स्थितियां और मौद्रिक नीति की परिचालन पद्धति

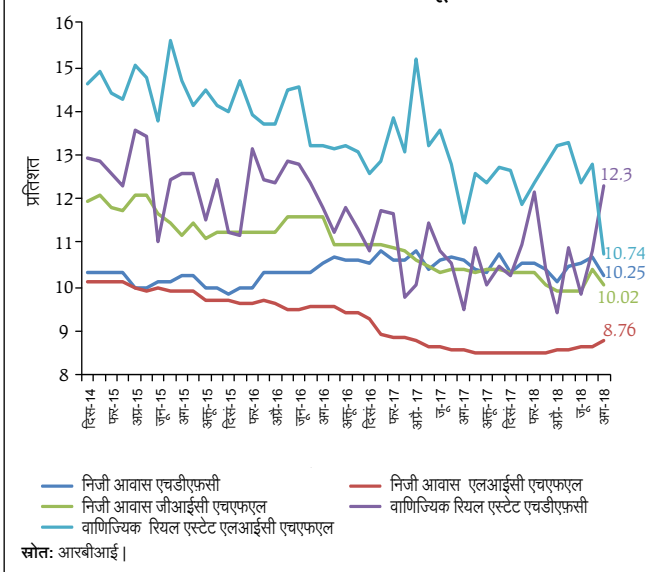
भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम 1934 (2016) में हुए संशोधन के अनुसार रिज़र्व बैंक के लिए यह जरूरी है कि वह मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन संबंधी परिचालन पद्धति और उसमें समय-समय पर हुए परिवर्तनों, यदि हुए हों, की जानकारी पब्लिक डोमेन में उपलब्ध कराए। रिज़र्व बैंक द्वारा किए जाने वाले चलनिधि प्रबंधन परिचालन को अक्टूबर 2017 और अप्रैल 2018 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में

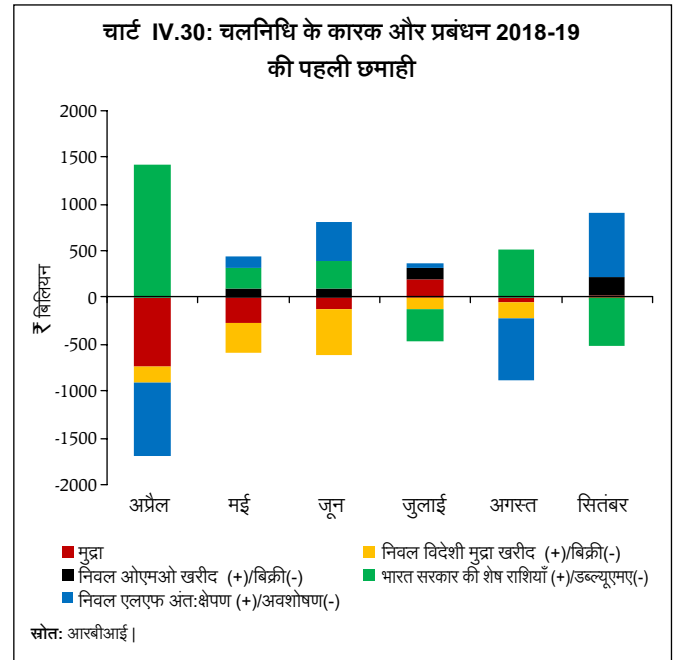
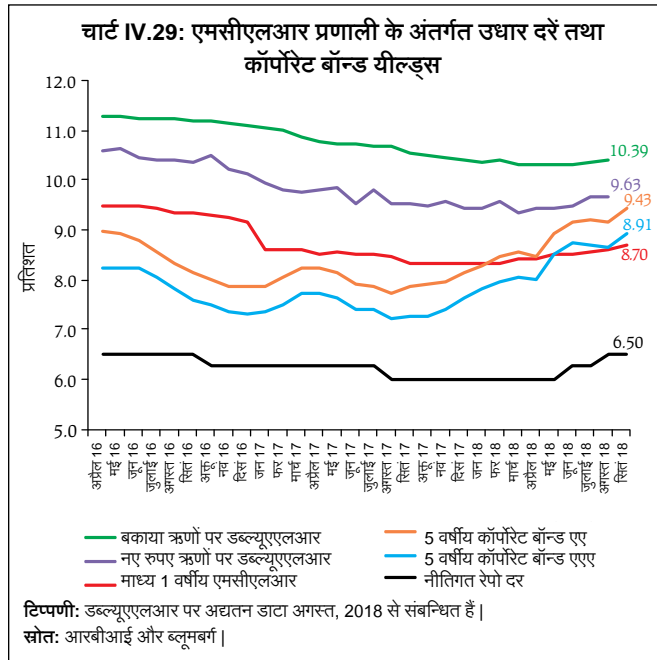
उल्लिखित व्यापक ढांचे के अनुरूप बनाया गया था। पहली छमाही के दौरान रिज़र्व बैंक ने नियमित परिचालनों के साथ-साथ रिपो और रिवर्स रिपो के अलग-अलग दर की नीलामियों को सुसंगत बनाने का कार्य किया। यद्यपि ₹2,296 बिलियन की चलनिधि परिवर्ती दर वाले रेपो, जिनकी परिपक्वता ओवरनाइट से लेकर 28 दिन तक थी, के माध्यम से डाली गई, नियमित 14 दिवसीय रेपो के अलावा ओवरनाइट से लेकर 14 दिवसीय परिपक्वता वाले रिवर्स रिपो के माध्यम से ₹15,172 बिलियन की चलनिधि अवशोषित की गई। विद्यमान चलनिधि परिस्थितियों में टिकाऊ चलनिधि को इनजेक्ट करने की आवश्यकता को देखते हुए रिज़र्व बैंक ने वर्ष 2018-

चार्ट IV.27: 1 वर्षीय माध्य एमसीएलआर तथा माध्य आधार दर की अपेक्षा क्षेत्रवार डब्ल्यूएलआर (बकाया ऋण) - अगस्त 2018



चार्ट IV.28: निजी तथा वाणिज्यिक आवास सेगमेंटों को दिए गए नए ऋणों पर एनबीएफसी का डब्ल्यूएलआर



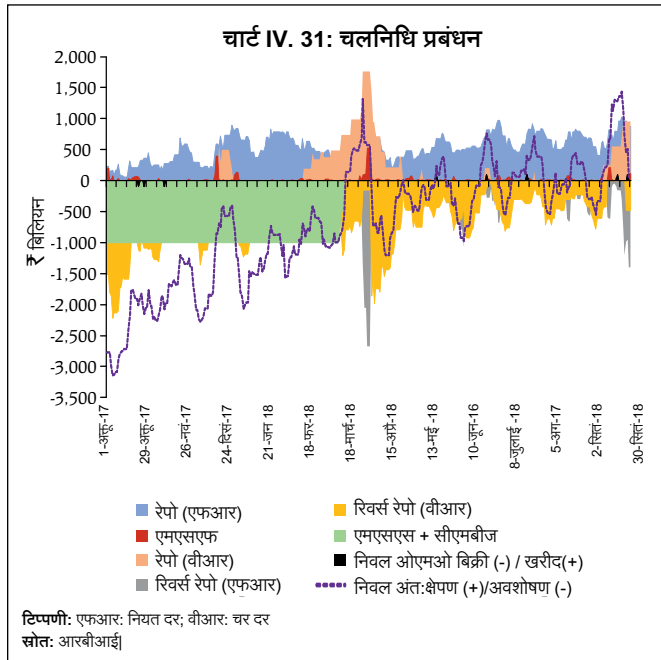


19 की पहली छमाही में कुल ₹500 बिलियन के पाँच ओएमओ क्रय परिचालन आयोजित किए। इसके अलावा वित्तीय बाजार की स्थितियों के आकलन के आधार पर आरबीआई ने 1 अक्टूबर 2018 से चलनिधि प्राप्त करने की सुविधा हेतु चलनिधि कवरेज अनुपात (एफएलएलसीआर) को बढ़ाकर बैंको को उपलब्ध एसएलआर से समग्र कार्व-आउट उनके एनडीटीएल का 15 प्रतिशत कर दिया है। एफएलएलसीआर में वृद्धि कर देने से किसी भी बैंक को आवश्यकता पड़ने पर उच्च गुणवत्ता वाले कोलेटरल के बदले में रिपो बाजार से चलनिधि प्राप्त करने में मदद मिलेगी। इसका दूसरा असर यह होगा कि इससे वित्तीय प्रणाली में चलनिधि संवितरण में सुधार लाने में मदद मिलेगी।

सन 2018-19 की पहली तिमाही के दौरान चलनिधि स्थिति सामान्यतः अधिशेष में बनी रही जो अप्रैल में राज्यों को जीएसटी राशियाँ अंतरित करने और जून 2018 में केंद्र सरकार के अत्यधिक व्यय के कारण सरकारी शेष में कमी को दर्शाता है। अप्रैल में सरकार का ₹1.4 ट्रिलियन का बड़ा नकदी शेष अनवाइंड हो जाने से ऑफसेट से अधिक चलनिधि के निकास के दो अन्य स्वतंत्र कारक रहे – महीने के दौरान ₹743 बिलियन का करेंसी विस्तार और ₹140 बिलियन की फोरेक्स बिक्री। यद्यपि सरकारी शेष का अनवाइंड होना मई में भी जारी रहा, फोरेक्स बिक्री की मात्रा मई और जून में बढ़ी और करेंसी विस्तार अपेक्षा से अधिक बना रहा जिसके परिणामस्वरूप प्रणाली में चलनिधि की कमी हुई (चार्ट IV.30)। तदनुसार रिजर्व बैंक ने चलनिधि की तंगी को दूर करने के लिए जून के दूसरे पखवाड़े

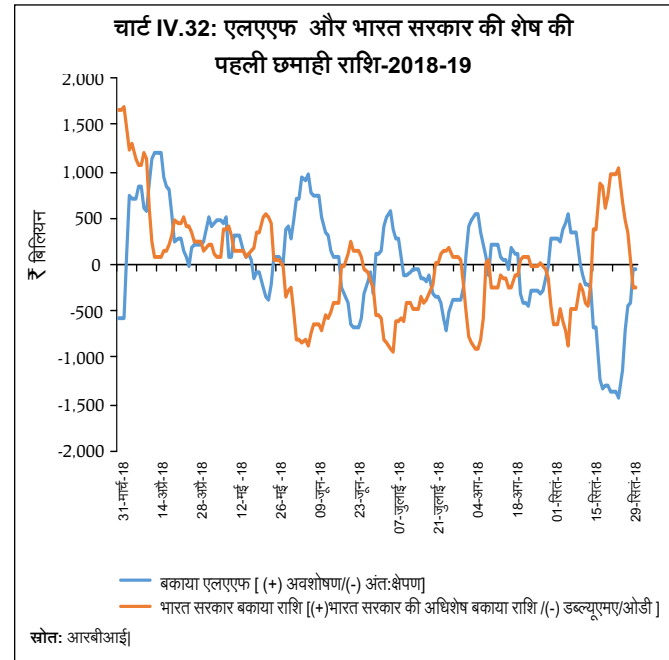
में 14 दिवसीय नियमित रिपो के अलावा अलग-अलग अवधि के परिवर्ती दर वाले रिपो के माध्यम से चलनिधि इनजेक्ट की। उस समय विद्यमान परिस्थितियों के मूल्यांकन के आधार पर, फोरेक्स परिचालन के कारण टिकाऊ चलनिधि के निकास को विचार में लेते हुए, रिजर्व बैंक ने मई और जून 2018 में ₹100 बिलियन वाले खुला बाजार क्रय परिचालन (ओएमओ) दो बार आयोजित किए। समग्रतः एलएफ के अंतर्गत अवशोषित किए जाने वाले अधिशेष में तिमाही में दौरान धीरे-धीरे सुधार हुआ। अप्रैल में पहले जो ₹496 बिलियन की निवल दैनिक पोजीशन थी वह मई में ₹142 बिलियन हो गई और उसके बाद जून में ₹140 बिलियन।

वर्ष 2018-19 की दूसरी तिमाही के दौरान चलनिधि स्थिति वलयाकार बनी। जुलाई 2018 में सामान्य रूप से चलनिधि की कमी बनी रही जिसका कारण था सरकारी व्यय में वृद्धि (विशेषकर जुलाई के दूसरे पखवाड़े में) और रिजर्व बैंक की फोरेक्स बिक्री से उत्पन्न हुआ चलनिधि प्रभाव, जिससे कारण एलएफ के अंतर्गत प्रतिदिन औसतन निवल 107 बिलियन रुपए इनजेक्ट करना जरूरी हो गया (चार्ट IV.31)। इसके अलावा जुलाई में ओएमओ क्रय के माध्यम से 100 बिलियन रुपए की टिकाऊ चलनिधि भी डाली गई। अधिक व्यय और सरकार द्वारा अर्थोपाय अग्रिमों (डब्ल्यूएमए) का सहारा लेने के कारण अगस्त (19 अगस्त तक) में प्रणाली फिर अवशोषण स्थिति में लौट आई। यद्यपि प्रणालीगत चलनिधि ऋणात्मक बन गई, जिसके कारण 20 और 30 अगस्त के दौरान चलनिधि इनजेक्ट करना जरूरी हो गया, फिर भी माह के दौरान रिजर्व बैंक ने औसतन



दैनिक आधार पर शुद्ध ₹30 बिलियन अवशोषित किए। सरकारी व्यय बढ़ जाने से 31 अगस्त से प्रणाली पुनः अधिशेष चलनिधि स्थिति में आ गई – 10 सितंबर तक चलनिधि अधिशेष बना रहा उसके बाद प्रणाली में यह कमी में बदल गई। परिणामस्वरूप आरबीआई ने महीने के दौरान औसत दैनिक निवल आधार पर ₹406 बिलियन बाजार में इंजेक्ट किए। सितंबर के दूसरे पखवाड़े में टिकाऊ चलनिधि की आवश्यकता को पूरा करने के लिए दो ओएमओ के माध्यम से ₹200 बिलियन राशि की खरीद की गई, आरबीआई ने परिवर्ती दर वाले रिवर्स रेपो नीलामी के माध्यम से दैनिक प्रणालीगत चलनिधि अधिशेष का प्रबंध किया और सामयिक चलनिधि की कमियों को नियमित 14-दिवसीय परिवर्ती दर वाले आवधिक रेपो के साथ-साथ अन्य अवधि के परिवर्ती दर वाले रेपो के माध्यम से पूरा किया।

वर्ष 2018-19 की पहली छमाही के दौरान चलनिधि का मुख्य संचालक आरबीआई के पास मौजूद सरकारी नकदी शेष में गतिशीलता रही(चार्ट IV.32)। समग्र रूप से प्रणालीगत चलनिधि पहली छमाही की लगभग सभी अवधियों में तटस्थ बनी रही और पहली तिमाही में अतिशेष और दूसरी तिमाही में ज्यादातर कमियों के बीच में दोलायमान रही।



मुद्रा बाजार के शॉर्ट-एन्ड पर मौद्रिक नीति अंतरण को सुधारने के लिए आरबीआई के सतत प्रयासों के तहत, अनुसूचित प्राथमिक (शहरी) सहकारी बैंकों को सीमांत स्थायी सुविधा (एमएसएफ) प्रदान की गई, जबकि अनुसूचित राज्य सहकारी बैंकों को निर्धारित पात्रता मानदंडों का अनुपालन करने पर एलएएफ और एमएसएफ दोनों सुविधाएं प्रदान की गईं।

IV.4 निष्कर्ष

घरेलू वित्तीय बाजार बढ़ते वैश्विक विकास, विशेष रूप से अस्थिर पूंजी प्रवाह, के लिए संवेदनशील बने हुए हैं। पूंजीगत प्रवाह की दिशा के बारे में अप्रत्याशितता ने बाजार भावावेश को जोखिम से बचने और अनिश्चितता में ला दिया है। इसके विपरीत, घरेलू संस्थागत निवेशकों के कारण ईक्विटी बाजार बढ़ गया है, यद्यपि हाल ही में इसमें कुछ संशोधन हुआ है। मूल्यांकन पहले ही बड़े-चढ़े हैं अलबत्ता ये वायदा अर्जनों की आशावादिता से संचालित हैं। अन्यथा क्रेडिट वृद्धि में सुधार जारी है। इसके अलावा नीतिगत रेपो दर के साथ डब्ल्यूएसीआर को व्यवस्थित करने के नीतिगत उद्देश्य के साथ चलनिधि की स्थिति को सुसंगत बनाए रखा जाएगा और अर्थव्यवस्था की टिकाऊ चलनिधि मांगों को पूरा करना सुनिश्चित किया जाएगा। आरबीआई के लिए बेहतर मौद्रिक संचारण सुनिश्चित करना प्राथमिकता बनी हुई है।

V. बाह्य परिदृश्य

वैश्विक संवृद्धि ने गति बनाए रखी परंतु विभिन्न क्षेत्रों में असमान रही। समग्र परिदृश्य को धूमिल करने वाले सतत व्यापारिक तनावों के कारण वैश्विक व्यापार संवृद्धि धीमी हुई है। ऊर्जा की कीमतों में हो रही वृद्धि के कारण उन्नत अर्थव्यवस्थाओं और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति के दबाव बढ़ रहे हैं। अमेरिकी मौद्रिक नीति के सामान्यीकरण रुख, कच्चे तेल की कीमतों में अस्थिरता और भू-राजनैतिक तनाव जारी रहने के कारण वित्तीय बाजार, अस्थिर रहे, विशेष रूप से उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के।

अप्रैल 2018 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट के बाद से वैश्विक अर्थव्यवस्था हेतु अल्पकालिक परिदृश्य को अनिश्चितताओं ने विभिन्न मोर्चों पर घेर लिया। पहला, व्यापार युद्ध में तीव्रता के साथ वैश्विक व्यापार में मंदी के संकेत दिख रहे हैं। दूसरा, कच्चे तेल की कीमतों को उच्च स्तर पर अत्यधिक अस्थिरता का सामना करना पड़ रहा है और भू-राजनैतिक तनावों द्वारा आपूर्ति बाधित होने की शंका से उत्पन्न जोखिमों ने इनमें और तेजी लाई है। तीसरा, कुछ ईई के साथ-साथ अधिकतर ईएमई में मुद्रास्फीति के दबाव बढ़ रहे हैं, मुख्य रूप से बढ़ी हुई ऊर्जा कीमतों पर। परिणामस्वरूप, वैश्विक संवृद्धि में गति यद्यपि बनी रही है, परंतु क्षेत्रों/अर्थव्यवस्थाओं में इसका रूप भिन्न-भिन्न रहा – उत्तरी अमेरिका और एशिया व अफ्रीका के विभिन्न भागों में मजबूत परंतु यूरोप, चीन, लैटिन अमेरिका और उप-सहारा अफ्रीका में प्रोफाइल कमजोर रहा।

वैश्विक वित्तीय बाजार अत्यधिक उतार-चढ़ाव और अस्थिरता के प्रहारों से अशांत हैं, और हालिया अवधि में निवेशक जोखिम युक्त - जोखिम रहित रहने की भावनाओं से जूझ रहा है। अमेरिका में हालिया निभावकारी मौद्रिक नीति की जो कॉकटेल बन रही है वह व्यापार संघर्ष और भू-राजनैतिक तनावों को हवा दे रही है, कुछ उभरते बाजार अर्थव्यवस्थाओं में कच्चे तेल की कीमतों में अस्थिरता और संकट की स्थिति के सतत भय के कारण बीच-बीच में आस्तिक वर्ग के तौर पर ईएमई के संबंध में जोखिम से बचाव और सुरक्षित आश्रय लेने की भावना को जागृत कर रहा है। ये बदलाव इक्विटी बाजार में प्रतिबिंबित हो रहे हैं, यूएस में से नई ऊंचाइयों पर पहुंचे

हैं परंतु ईएमई में तेज बिकवाली हो रही है। अप्रैल में प्रमुख ईई में बांड प्रतिफल तेज रहे परंतु सेफ हैवेन मांग बढ़ने के परिणामस्वरूप नरमी आई, हालांकि वैश्विक स्पिलओवर के साथ-साथ तकनीकी संक्रामकता से प्रभावित होने के कारण ईएमई में उनमें तेजी रही। अप्रैल मध्य तक अमेरिकी डॉलर के लगातार मजबूत होने से अन्य ईई और ईएमई में मुद्रा का मूल्यहास हुआ।

V.1 वैश्विक आर्थिक परिस्थितियों

प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं की समष्टि आर्थिक स्थिति की चर्चा करें तो, यूएस की वार्षिक वास्तविक जीडीपी 2018 की दूसरी तिमाही में बढ़कर 4.0 प्रतिशत से अधिक हो गई –तीन वर्षों के दौरान सबसे सशक्त वृद्धि थी जिसे करों में कटौती, जबरदस्त उपभोक्ता व्यय और श्रम बाजार परिस्थितियों में सतत सुधारों से बल मिला (सारणी V.1)। औद्योगिक उत्पादन में भी मजबूती आई, हालांकि व्यापार तनावों के बढ़ने से परिदृश्य खराब हुआ।

वर्ष 2018 की पहली तिमाही में कमजोर रही जीडीपी दूसरी तिमाही में भी कमजोर रहने के साथ यूरो क्षेत्र में मंदी रही। विनिर्माण क्षेत्र का क्रय प्रबंधक सूचकांक (पीएमआई) में 2018 की तीसरी तिमाही के दौरान गिरावट आई। अन्य संकेतकों में भी समान पैटर्न देखा गया हालांकि उपभोक्ता विश्वास स्थिर रहा। वर्ष 2018 की तीसरी तिमाही में

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

(प्रतिशत)

देश	ति2: 2017	ति3: 2017	ति4: 2017	ति1: 2018	ति2: 2018	2018 (पी)	2019 (पी)
उन्नत अर्थव्यवस्थाएँ							
कनाडा	4.6	1.6	1.7	1.4	2.9	2.1	2.0
यूरो क्षेत्र	2.8	2.8	2.8	1.6	1.6	2.2	1.9
जापान	2.0	2.3	0.9	-0.9	3.0	1.0	0.9
दक्षिण कोरिया	2.4	5.6	-0.8	4.0	2.4	3.0	2.9
यूके	1.2	1.6	1.6	0.4	1.6	1.4	1.5
यूएस	3.0	2.8	2.3	2.2	4.2	2.9	2.7
उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएँ							
ब्राज़ील	1.6	2.4	0.0	0.4	0.8	1.8	2.5
चीन	7.6	7.2	6.4	5.6	7.2	6.6	6.4
मलेशिया	5.2	6.8	4.0	5.6	1.2	5.3	5.0
मेक्सिको	2.2	-0.4	3.3	3.9	-0.6	2.3	2.7
रूस*	2.5	2.2	0.9	1.3	1.9	1.7	1.5
दक्षिण अफ्रीका	2.9	2.3	3.1	-2.6	-0.7	1.5	1.7
थाईलैंड	5.3	4.0	1.8	8.5	4.1	3.9	3.8
मैमो:	2017 (ई)			2018 (पी)			2019 (पी)
विश्व उत्पादन	3.7			3.9			3.9
विश्व व्यापार मात्रा	5.1			4.8			4.5

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

क्षमता उपयोग में गिरावट हुई, जबकि सतत क्षेत्रीय असमानताओं के बीच बेरोजगारी दर कुछ हद तक तीसरी तिमाही के दौरान कम हो गई। चल रहे व्यापार संघर्षों के साथ राजनैतिक तनाव और ब्रेक्सिट चिंताएं समग्र विकास परिदृश्य के लिए महत्वपूर्ण जोखिम पैदा करती हैं।

जापानी अर्थव्यवस्था विगत तिमाही में धीमी रही जोकि गृहस्थ खपत की सकारात्मक प्रतिक्रिया और व्यापार व्यय में बढ़ोत्तरी से गति मिलने पर 2018 की दूसरी तिमाही में मजबूत रफ्तार से बढ़ी। लगातार सातवीं तिमाही में पूंजीगत व्यय में भी वृद्धि हुई। हालांकि कमजोर निर्यात आर्डरों और कमजोर कारोबारी भरोसे से व्यापारिक संरक्षणवाद की चिंताएं प्रकट हो रही हैं।

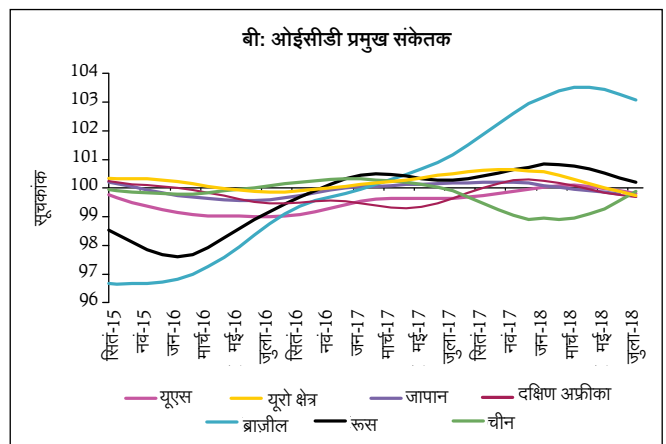
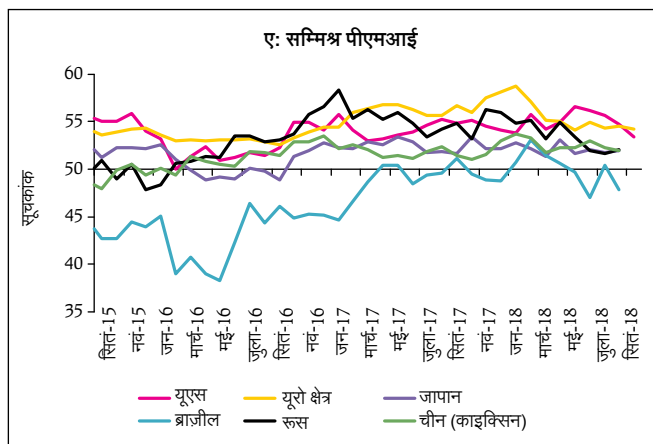
कई ईएमई में आर्थिक गतिविधियां कमजोर हुई हैं। बढ़ते व्यापार तनावों के बीच 2018 की दूसरी तिमाही में चीन की जीडीपी वृद्धि पर वित्तीय डीलीवरेजिंग भारी पड़ी, जिसके परिणामस्वरूप दो दशकों के बाद 2018 की पहली छमाही में पहली बार चालू खाता घाटा हुआ। कमजोर इंफ्रास्ट्रक्चर व्यय और गिरती खुदरा बिक्री मंदी को बढ़ा रही है। इन कारकों का मेल परिदृश्य के लिए घातक खतरे पैदा कर रहे हैं।

अन्य ब्रिक्स देशों में, ब्राजील में राजनीतिक अनिश्चतताओं के कारण मई में उत्पन्न हुई परिस्थितियों में जून में सुधार हुआ, परंतु 2018 की दूसरी तिमाही में आर्थिक गतिविधियां नरम रहीं जो मंदी के गंभीर प्रभावों को दर्शाती हैं। प्राप्त आंकड़ों से ज्ञात होता है कि रूस में संवृद्धि की गति 2018 की दूसरी तिमाही में भी बरकरार रही जोकि मजबूत निर्यात वृद्धि और खुदरा बिक्री से समर्थित थी, निजी खपत और श्रम बाजार परिस्थितियों में सुधार के साथ-साथ कच्चे तेल की मजबूत कीमतें भी इस वृद्धि में सहायक रहीं। कृषि क्षेत्र के नकारात्मक योगदान और राजनैतिक अनिश्चितताओं के प्रतिकूल प्रभावों के परिणामस्वरूप

2018 की दूसरी तिमाही में दक्षिण अफ्रीका मंदी की चपेट में आ गया। एशिया में, जहां संवृद्धि की गति वैश्विक उथल-पुथल के प्रति यथोचित रूप से समुत्थानशील बनी रही, इंडोनेशिया की अर्थव्यवस्था ने 2018 की दूसरी तिमाही में निजी खपत और आयात के सहारे रफ्तार पकड़ी। थाइलैंड में दूसरी तिमाही में कमजोर सरकारी खपत के कारण वृद्धि घट गई हालांकि, निजी खपत और मजबूत कृषि आय ने इसे संबल प्रदान किया। मलेशिया में निर्यात घटने और मजबूत आयात मांग के कारण दूसरी तिमाही में वृद्धि घट गई। विनिमय दर दबावों, भू-राजनैतिक तनावों, बढ़ते चालू खाता घाटे, बढ़ती मुद्रास्फीति, कमजोर हो रहे सरकारी संस्थानों जैसे कारकों से तुर्की गंभीर मंदी के जोखिमों से जूझ रहा है और अगस्त में सोवरेन क्रेडिट रेटिंग ने उसे "जंक" श्रेणी में डाल दिया है जिससे उसकी हालत और खराब हो गई है। इसने डॉलर मूल्यवर्ग में देयताओं के संबंध में रोलओवर जोखिमों को बढ़ा दिया है खासकर इसके कार्पोरेट क्षेत्र को अगस्त के आरंभ से ही तुर्की के लिए व्यवधानग्रस्त बाह्य क्षेत्र परिदृश्य से विपरीत प्रपाती प्रभाव अन्य ईएमई पर रहे जिनका कारण निवेशकों के बीच जोखिम से बचने की सामान्य भावना का निर्माण होना है।

वैश्विक समग्र पीएमआई संकेतक 2018 की तीसरी तिमाही में विनिर्माण और सेवा क्षेत्रों में मंदी की ओर इशारा कर रहे हैं। प्रमुख ओईसीडी अर्थव्यवस्थाओं में यूएस और जापान में वृद्धि में बढ़ोत्तरी रहने की संभावना है, जबकि यूके, यूरो क्षेत्र (जर्मनी, फ्रांस और इटली सहित) और कनाडा में इसके कमजोर रहने की संभावना है। प्रमुख ईएमई में समग्र अग्रणी संकेतक (सीएलआई) चीन में मजबूत वृद्धि, रूस में स्थिर परंतु ब्राजील और दक्षिण अफ्रीका में कमजोर रहने की ओर इंगित कर रहा है (चार्ट V.1बी)।

चार्ट V.1: सर्वेक्षण संकेतक



स्रोत: ब्लूमबर्ग और आर्थिक सहकार्य एवं विकास संस्थान

2018 (जून तक) में वैश्विक व्यापार की वृद्धि धीमी रही, हालांकि वस्तुओं की कीमतों में हुई वृद्धि ने मात्रा में हुई गिरावट की भरपाई कर दी (चार्ट V.2ए)। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में हानि की गति ईएमई भागीदारों के मुकाबले कुछ हद तक अधिक रही। प्रगामी दृश्य संकेतकों से ज्ञात होता है कि 2018 की शेष अवधि में वैश्विक व्यापार में और मंदी रहने की संभावना है। वैश्विक व्यापार परिदृश्य संकेतक (डब्ल्यूटीओआई)¹ – जोकि अभी प्रवृत्ति स्तर से ऊपर है – पिछली तीन तिमाहियों में सहज हुआ है जिसे धीमे निर्यात आदेशों, अंतर्राष्ट्रीय हवाई भाड़ा और कंटेनर में पोर्ट के माध्यम से प्रवाह क्षमता नीचे आ गई है। अन्य संकेतक जैसे कि बाल्टिक ड्राइ सूचकांक भी वैश्विक व्यापार के मंद रहने की संभावना दिखा रहे हैं (चार्ट V.2बी)।

वैश्विक व्यापार की संभावनाओं पर व्यापार स्पर्धा का बहुत बोझ पड़ा। आईएमएफ² द्वारा सिमुलेशन विश्लेषण से पता चलता है कि बेसलाइन के सापेक्ष वैश्विक जीडीपी में प्रथम वर्ष में लगभग 0.4 प्रतिशत और दूसरे वर्ष में लगभग 0.5 प्रतिशत तक की कमी हो सकती है। टैरिफ अपने आप में ही वैश्विक जीडीपी पर न्यूनतम प्रभाव डाल रहा है, जिसमें बेसलाइन के सापेक्ष अधिकतम नुकसान लगभग 0.1 प्रतिशत है।

V.2 पण्य कीमतें और मुद्रास्फीति

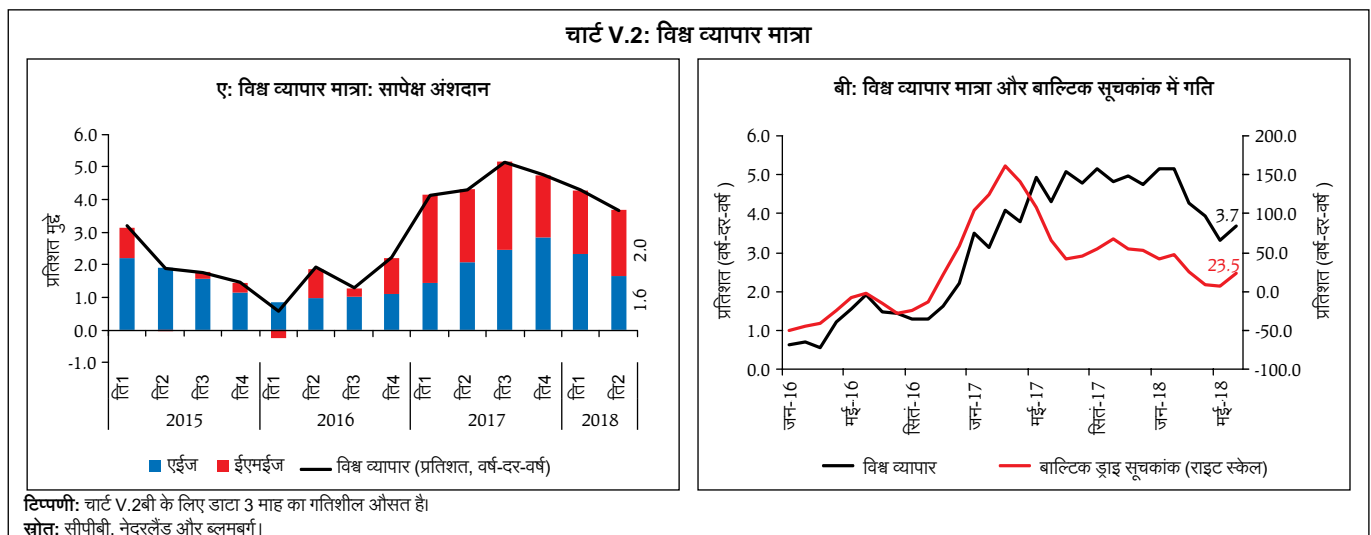
वैश्विक पण्य कीमतों की गति पण्य विशेष के लिए मांग-आपूर्ति असंतुलन, अमेरिकी डॉलर की मजबूती और बढ़ते व्यापारिक तनावों द्वारा संचालित हुई। ब्लूमबर्ग कमोडिटी इंडेक्स में अप्रैल-सितंबर 2018 के दौरान 2.6 प्रतिशत तक गिरावट आई है।

खाद्य और कृषि संगठन (एफएओ) के खाद्य मूल्य सूचकांक में अप्रैल और अगस्त 2018 के बीच अधिकांश खाद्य वस्तुओं की कीमतों में गिरावट के कारण 3.2 प्रतिशत की गिरावट आई है। प्रमुख आपूर्तिकर्ताओं की मुद्राओं में मूल्यहास के कारण बढ़ी हुई आपूर्ति की प्रत्याशा में, विशेष रूप से अंतर्राष्ट्रीय चीनी-कीमतों में स्पष्ट रूप से संकुचन शुरू हो गया (चार्ट V.3ए)।

अप्रैल-सितंबर 2018 में कच्चे तेल की कीमतों में 20.0 प्रतिशत की वृद्धि हुई। जून-अंत और जुलाई में ईरान पर अमेरिकी प्रतिबंधों की प्रत्याशाओं से संबंधित भू-राजनैतिक तनावों तथा वेनेजुएला, लीबिया और कनाडा में आपूर्ति में व्यवधान के कारण ब्रेंट की कीमतें लगातार बढ़ीं। मजबूत मांग ने भी कीमतों को सहारा दिया (चार्ट V.3बी)।

ब्लूमबर्ग बेस-मेटल स्पॉट सूचकांक द्वारा आंकलित बेस मेटल कीमतों में अप्रैल और सितंबर 2018 के बीच मंदड़िया भावावेश के कारण 8.3 प्रतिशत की गिरावट आ चुकी है, चूंकि व्यापारिक तनाव बढ़े और अगस्त में तुर्की में विक्षोभ के कारण वैश्विक जोखिम से बचाव की भावना रही। तांबे की कीमतें जो जून के आरंभ में बढ़ी थीं, अमरीकी डालर में मजबूती, व्यापारिक तनाव और ईएमई द्वारा बिकवाली के कारण कमजोर मांग की प्रत्याशा में काफी गिर गईं। सोने और चांदी की कीमतें डॉलर में आए उछाल के कारण नरम हो गईं (चार्ट V.4)।

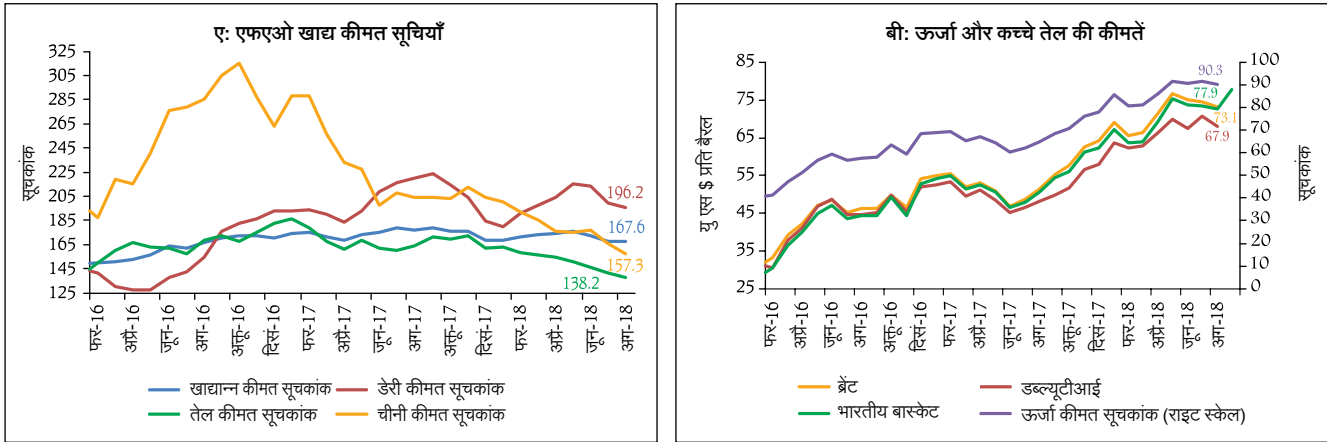
अधिकांश एई और ईएमई में मुद्रास्फीति दबाव बढ़ रहा है। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (एई) में, अमेरिका में सीपीआई मुद्रास्फीति नवंबर 2017 के बाद से श्रम बाजार में तंगी और ऊर्जा की बढ़ती कीमतों



¹ विभिन्न व्यापार संबंधी सूचकांकों को मिलाकर वैश्विक व्यापार परिदृश्य संकेतक (डब्ल्यूटीओआई) को इस तरह डिजाइन किया गया है कि यह, वैश्विक व्यापार की वर्तमान दिशा और निकट भविष्य में कहां तक जा सकता है, का प्रारंभिक संकेत दिया जा सके। डब्ल्यूटीओआई वैश्विक मर्चेडाइज व्यापार मात्रा के टर्निंग प्वाइंट का संकेत दे सकता है जो वर्तमान टूल का संपूर्ण है जैसे कि डब्ल्यूटीओ का दीर्घकालिक व्यापार पूर्वानुमान।

² अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष (2018), "जी-20 सर्विलांस नोट", जी-20 वित्त मंत्रियों और केंद्रीय बैंकों के गवर्नरों की बैठक 21-22 जुलाई 2018। यह <http://www.imf.org/external/np/g20/071818.htm> पर उपलब्ध है।

चार्ट V.3: पण्य कीमतें



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

के कारण 2.0 प्रतिशत से ऊपर स्थिर रही। व्यक्तिगत उपभोग व्यय (पीसीडी) जो फेड द्वारा प्रयुक्त मुद्रास्फीति का मापक है, मई 2018 में 2.0 प्रतिशत पर पहुँच गया और उसके बाद यह अपरिवर्तित रहा। यूरो क्षेत्र में मुद्रास्फीति जुलाई में लगातार बढ़ते हुए अपने उच्चतम स्तर 2.1 प्रतिशत पर आ गई जो साढ़े पांच साल के सबसे ऊँचे स्तर पर है। जापान में 2018 की दूसरी तिमाही के दौरान मुद्रास्फीति में नरमी आई क्योंकि खाद्य की कमजोर कीमतों ने ऊर्जा की बढ़ती कीमतों को प्रभावित किया हालांकि बढ़ती हुई परिवहन लागतों की वजह से तीसरी तिमाही में मुद्रास्फीति में बढ़ोतरी हुई (चार्ट V.5 ए)।

ईएमई में मुद्रास्फीतिक दबाव भी बढ़ रहा है (चार्ट V.5बी)। तुर्की में,

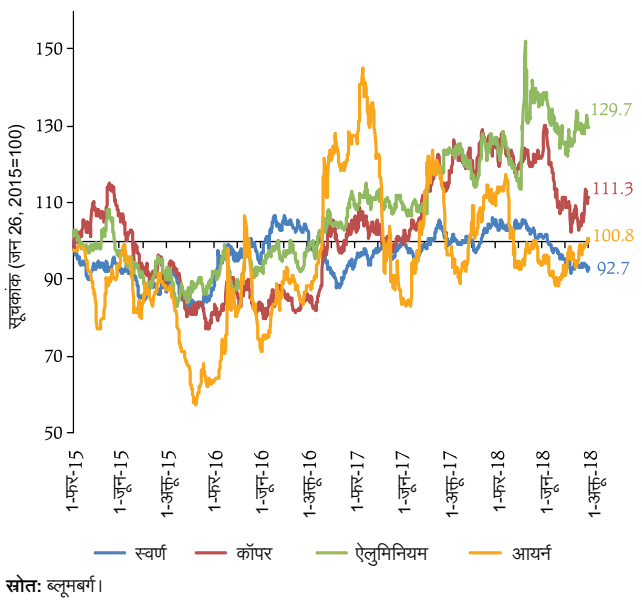
मुद्रा के तेजी से अवमूल्यन के प्रभाव के कारण मुद्रास्फीति सितंबर में तेजी बढ़कर 24.5 प्रतिशत हो गई। रूस में मुद्रास्फीति बढ़ती खाद्य कीमतों के कारण अगस्त में अपने उच्चतम स्तर तक पहुँच गई। ब्राजील में मुद्रास्फीति मई में देश व्यापी हड़ताल की वजह से आपूर्ति में आयी बाधाओं और ऊर्जा कीमतों में मजबूती के कारण 2018 की दूसरी छमाही में बढ़ी है। चीन की उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति खाद्य पदार्थों के अधिक मूल्य के कारण अगस्त में 2.3 प्रतिशत बढ़ी है। इंडोनेशिया में मुद्रास्फीति बढ़ती खाद्य कीमतों की वजह से ऊपर गई है, हालांकि यह केंद्रीय बैंक के 3.5 प्रतिशत के लक्ष्य से नीचे बनी हुई है।

V.3 मौद्रिक नीति रुख

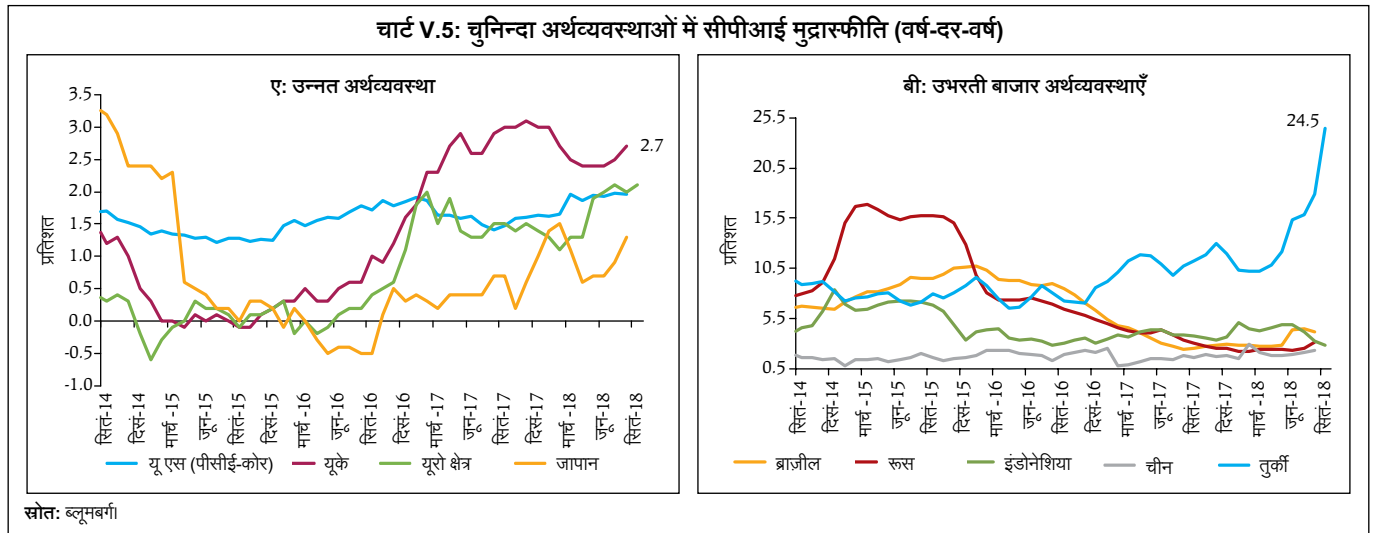
अधिकांश आई और ईएमई में मौद्रिक नीति उत्तरोत्तर कम समायोजी हो रही है। 2018 में यूएस फेड ने तीन बार नीतिगत दर बढ़ाई है और निवेशक इस आशा में है कि यह दर इस वर्ष के दौरान एक बार पुनः बढ़ेगी और 2019 में तीन बार बढ़ेगी जिसे फेड द्वारा हाल के व्यक्तव्य और सुदृढ़ वित्तीय आंकड़ों ने भी प्रबलित किया। ईसीबी अपनी मौद्रिक नीति को बहुत धीमी गति से सामान्य कर रहा है। सन 2018 के अंत तक यह अपनी बड़ी पैमाने पर संपत्ति खरीद (एलएसएपी) क्रमबद्ध तरीके से समाप्त कर देगा। बैंक ऑफ जापान ने मुद्रास्फीति के लक्ष्य से नीचे बने रहने के कारण अपने अति समायोजी रुख को जारी रखा है। इसने जुलाई में अपनी मौद्रिक नीति परिचालन प्रक्रिया में सुधार किया जिससे प्रतिफल की गति में अधिक लचीलापन आया, यद्यपि दीर्घ-कालिक बॉण्ड प्रतिफल का लक्ष्य शून्य स्तर पर बना रहा।

उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति रुख अधिकाधिक केंद्रीय बैंक समकालिक होते जा रहे हैं क्योंकि या तो नीतिगत दरों

चार्ट V.4: धातु कीमत सूचियाँ



स्रोत: ब्लूमबर्ग।

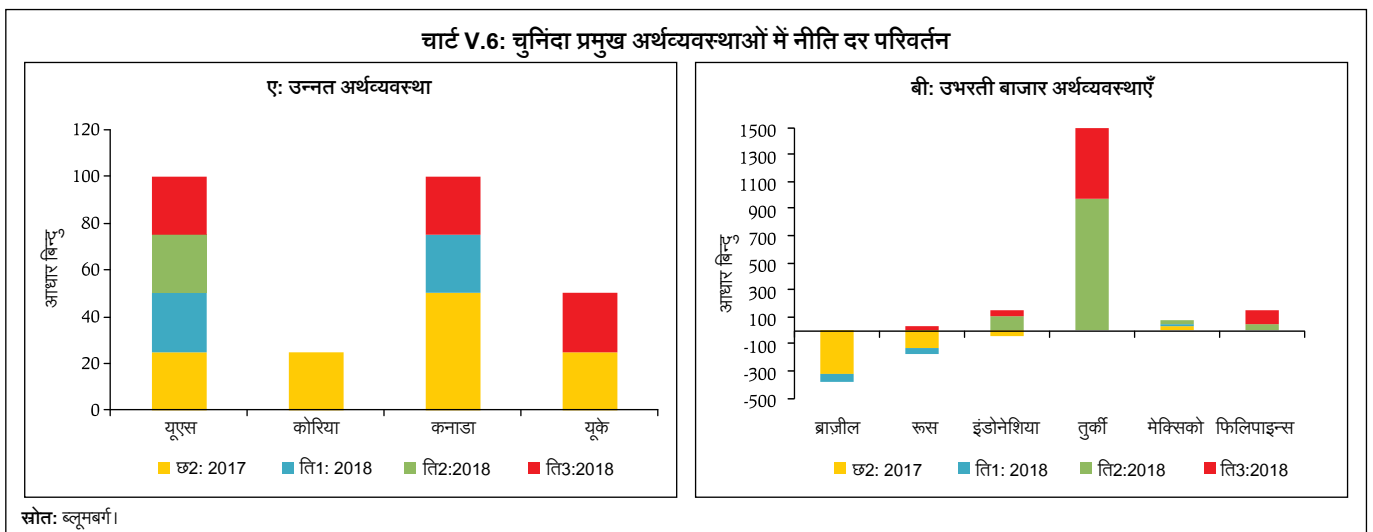


में वृद्धि कर रहे हैं अथवा उसे अपरिवर्तित रख रहे हैं। ब्रिक्स देशों में ब्राजील तथा दक्षिण अफ्रीका ने अपनी नीतिगत दर को अपरिवर्तित रखा। रूस ने मुद्रास्फीति जोखिमों को देखते हुए लगभग चार वर्षों के अंतराल के बाद सितंबर 2018 में अपनी नीतिगत दर में बढ़ोतरी की। एशिया में, इंडोनेशिया ने मुद्रा में गिरावट को रोकने के लिए मई 2018 से अपनी नीतिगत दरों में पांच बार वृद्धि की। पीपुल्स बैंक ऑफ चीन ने अक्टूबर 2015 से अपनी बेंचमार्क एक वर्ष की उधारी और जमा दरों को अपरिवर्तित रखा है। हालांकि, उसने 2018 की पहली तिमाही में अल्प-अवधि की ब्याज दरों में वृद्धि की तथा जून में आरक्षित निधि अपेक्षाओं को सामान्य रखा ताकि सिस्टम में चलनिधि की आसान उपलब्धता को बढ़ाया जा सके। अन्य उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में, तुर्की ने इस वर्ष अपनी नीतिगत दर को 1500 आधार अंक से

अधिक बढ़ा दिया है, इसने जून में सभी परिपक्वता समूहों में आरक्षित निधि अपेक्षाओं में 250 आधार अंक की कटौती की तथा आनुषंगिक फोरेक्स देयताओं के लिए आरक्षित निधि अपेक्षाओं के अनुपात को अगस्त में तीन वर्ष की परिपक्वताओं के लिए 400 आधार अंकों तक कम कर दिया। बिगड़ते मुद्रास्फीति परिदृश्य में मैक्सिको तथा फिलीपींस के केंद्रीय बैंकों ने पिछली दो तिमाहियों में अपनी नीतिगत दरों को बढ़ा दिया (चाट V.6बी)।

V.4 वैश्विक वित्तीय बाजार

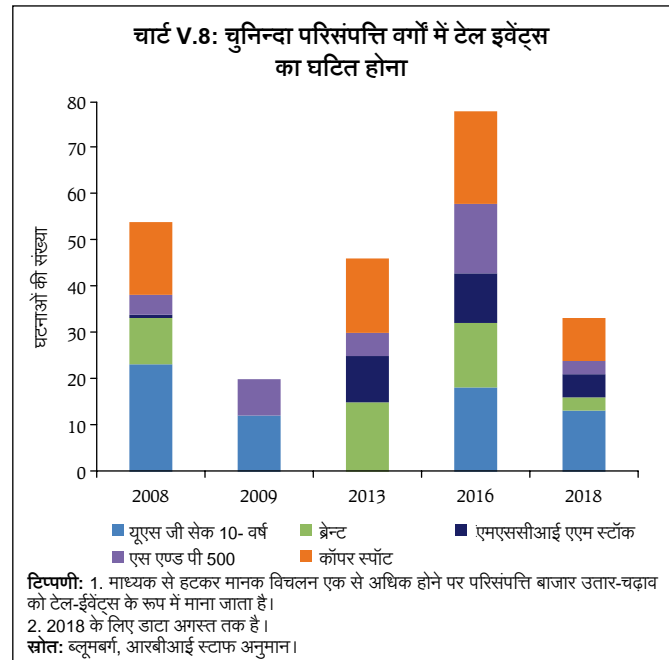
वर्ष 2018-19 की पहली छमाही में वैश्विक वित्तीय बाजारों में अस्थिरता ने आस्तित्व वर्ग के रूप में उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं को नुकसान पहुंचाया जिसके कारण पूंजी बहिर्गमन हुआ और मुद्रा के मूल्य में गिरावट हुई।



अधिकांश उन्नत अर्थव्यवस्थाओं तथा उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं के इक्विटी मूल्यों में जोखिम वहन करने की क्षमता के घटने के कारण गिरावट आई क्योंकि सभी देशों की वैश्विक-राजनैतिक गतिविधियों ने मंदी के रुख को हवा दी तथा पोर्टफोलियो का पुनर्संतुलन करना पड़ा। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में, तुर्की संकट के प्रतिकूल प्रभावों से हुई मंद आर्थिक वृद्धि एवं व्यापार चिंताओं के कारण यूरो क्षेत्र में इक्विटी मूल्य दबावग्रस्त रहे। यूएस में इक्विटी बाज़ार को प्रमुख रूप से प्रौद्योगिकी क्षेत्र के कारण थोड़ा लाभ हुआ। निरंतर व्यापार तनावों के बावजूद सितंबर में उत्तरी अमरीकी मुक्त व्यापार समझौते (नाफ्टा) से इक्विटी सूचकांक में और वृद्धि हुई। अन्य उन्नत अर्थव्यवस्थाओं तथा उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में यूएस इक्विटी बाज़ार का अपेक्षाकृत मजबूत प्रदर्शन सुरक्षित निवेश स्थिति को दर्शाता है। जापान में, इक्विटी बाज़ारों को कमजोर मुद्रा से थोड़ा लाभ हुआ। उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं के इक्विटी बाज़ारों में सामान्य जोखिम रहित बाज़ार प्रवृत्ति के कारण गिरावट आई (चार्ट V.7)।

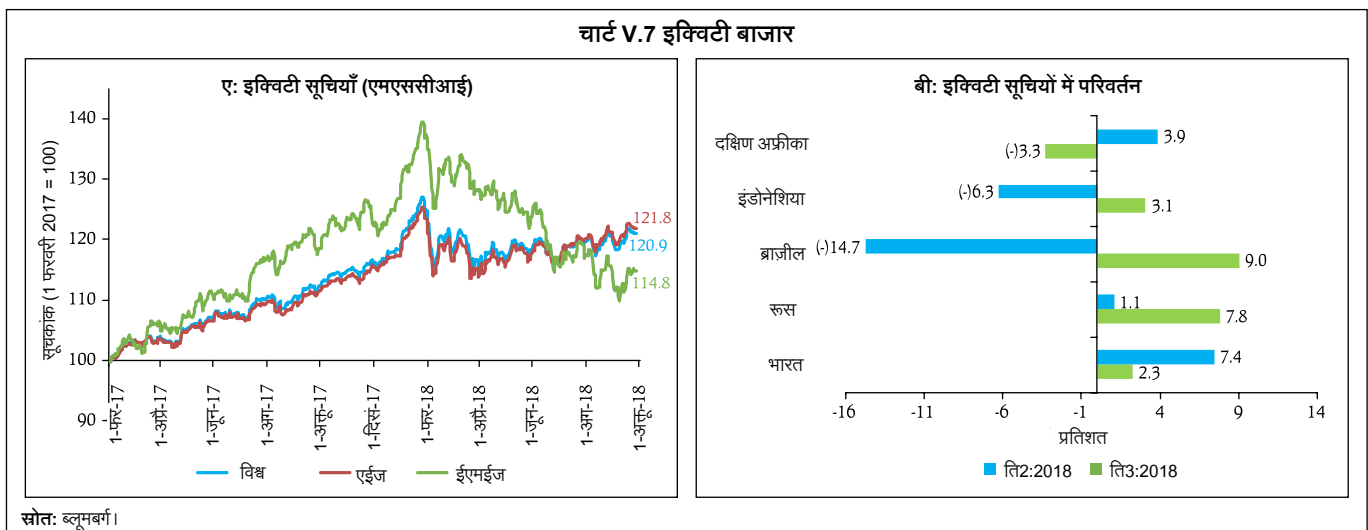
वैश्विक बॉन्ड बाज़ार में बार-बार हो रही अस्थिरता के लिए कई मिले-जुले कारक जिम्मेदार रहे- व्यापार चिंताएँ; यूएस की संवृद्धि दर में आई तेजी तथा अन्य उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में कमजोर आर्थिक क्रियाकलाप; वैश्विक-राजनैतिक घटनाएँ तथा यूएस में एक विस्तारित राजकोषीय नीति के आस-पास की उम्मीदों का होना। अधिकांश उन्नत अर्थव्यवस्थाओं और उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं में शासकीय बॉन्ड प्रतिफलों में वृद्धि हुई है। यूएस में 10 वर्षीय बॉन्ड प्रतिफल मैक्रो-इकोनामिक डाटा के चलते बढ़ रहे हैं बावजूद इसके कि वहां लगातार व्यापार संबंधी तनाव बना हुआ है।

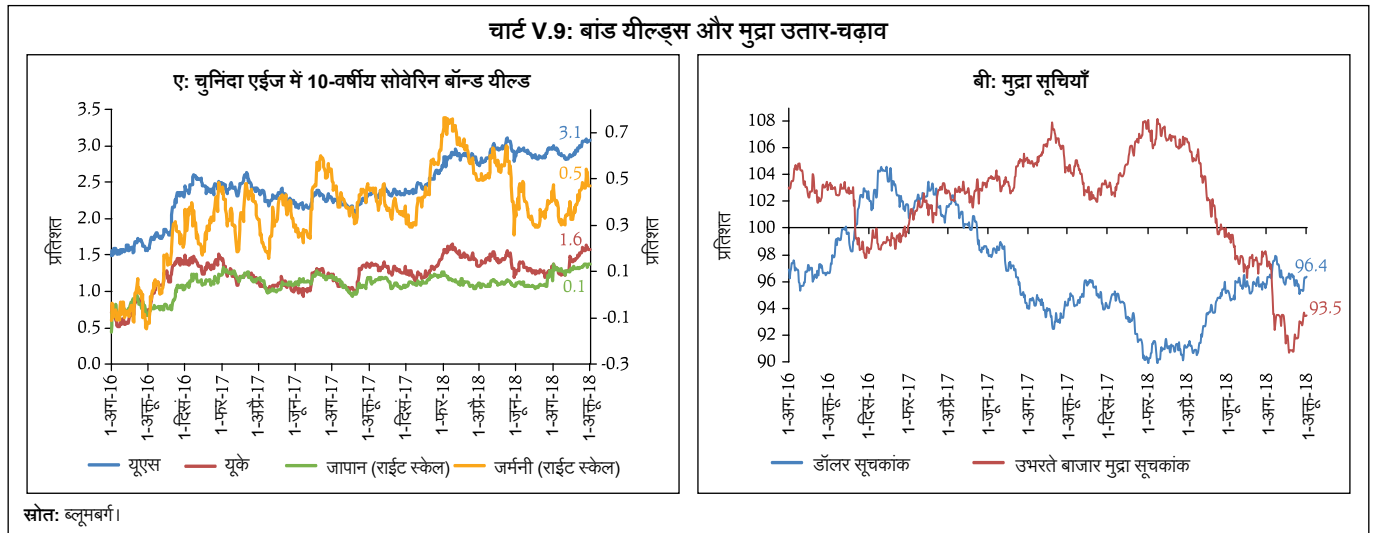
वैश्विक वित्तीय संकट (जीएफसी) यह दर्शाता है कि आस्ति मूल्य निर्धारण, अस्थिरता को संतुलित तरीके से कम करता है, यह



सामान्य वितरण का अनुसरण नहीं करता है। ये वितरण के अत्यधिक परिणाम को दर्शाते हैं जिसका मतलब विभिन्न आस्तियों में अधिकतम घटनाओं का होना है। इस प्रकार की घटनाएँ अन्य आस्ति वर्गों जैसे स्टॉक अथवा कमोडिटी के बजाय यूएस की 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूतियों में वर्ष 2008 से अक्सर घटित हो रही हैं। अकेले यूएस में वर्ष 2018 के दौरान बॉन्ड मार्केट में हुए अलग-अलग अतिरेकी परिणाम इसके गवाह हैं (चार्ट V.8)।

यूरो क्षेत्र में, बेंचमार्क 10 वर्षीय जर्मन बॉन्ड प्रतिफल कमजोर आर्थिक संवृद्धि की चिंताओं के कारण सामान्य रहे। जापान में, बॉन्ड प्रतिफल वर्ष के दौरान प्रमुखतः अधिकांश एक दायरे में रहे, लेकिन बैंक ऑफ जापान के द्वारा अपनी लंबी-अवधि के बॉन्ड प्रतिफलों के लक्ष्य को



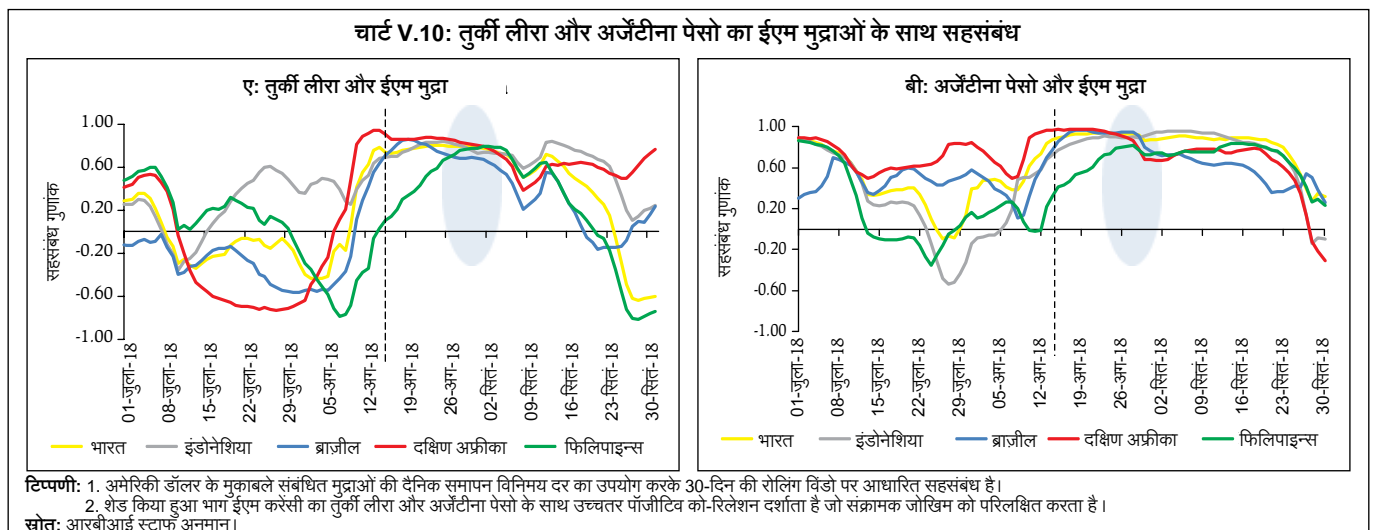


शून्य प्रतिशत पर रखने कारण जुलाई के अंत में ये तेजी से बढ़े (चार्ट V.9ए)। उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं में बॉन्ड प्रतिफल अन्य बातों के साथ-साथ देश विशेष के कारकों द्वारा प्रतिबिम्बित हुए, हालांकि ये वैश्विक चलनिधि में कमी तथा कठोर घरेलू मौद्रिक नीति रुख की अपेक्षाओं के चलते हाल ही में अधिकांश देशों में बढ़े हैं।

मुद्रा बाजार प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में- विशेष रूप से अमेरिका - भू-राजनीतिक गतिविधियों और देश-विशिष्ट कारकों की वजह से मौद्रिक नीति रुख द्वारा काफी हद तक संचालित होते हैं। वर्ष के दौरान तीन बार नीति दर में बढ़ोतरी के कारण अप्रैल और सितंबर के बीच अमेरिकी डॉलर में वृद्धि हुई जो यह संकेत करता है कि अमेरिकी फेड का मानना है कि आर्थिक गतिविधियां काफी तेजी से बढ़ रही हैं। कुछ सदस्य देशों के विकास में अंतर और राजनीतिक तनाव के कारण डॉलर के मुकाबले यूरो में गिरावट आई, हाल ही में तुर्की में हुए उथल-पुथल और तुर्की का यूरोपीय

बैंकों में महत्वपूर्ण एक्सपोजर होने के कारण भी यूरो पर नकारात्मक दबाव बढ़ा। अमेरिका के साथ बढ़ते संवृद्धिगत अंतर एवं निभावकारी मौद्रिक नीति के कारण जापानी येन का मूल्य घटा। अधिकतर ईएमई मुद्राएं कमजोर हुईं क्योंकि वैश्विक प्रपाती प्रभाव के कारण पूंजी का बहिर्गमन हुआ जिसने बॉन्ड बाज़ारों को भी प्रभावित किया (चार्ट V.9 बी)। अप्रैल 2018 और सितंबर 2018 के बीच एमएससीआई उभरते बाजार मुद्रा सूचकांक में 7.0 प्रतिशत की गिरावट दर्ज की गई।

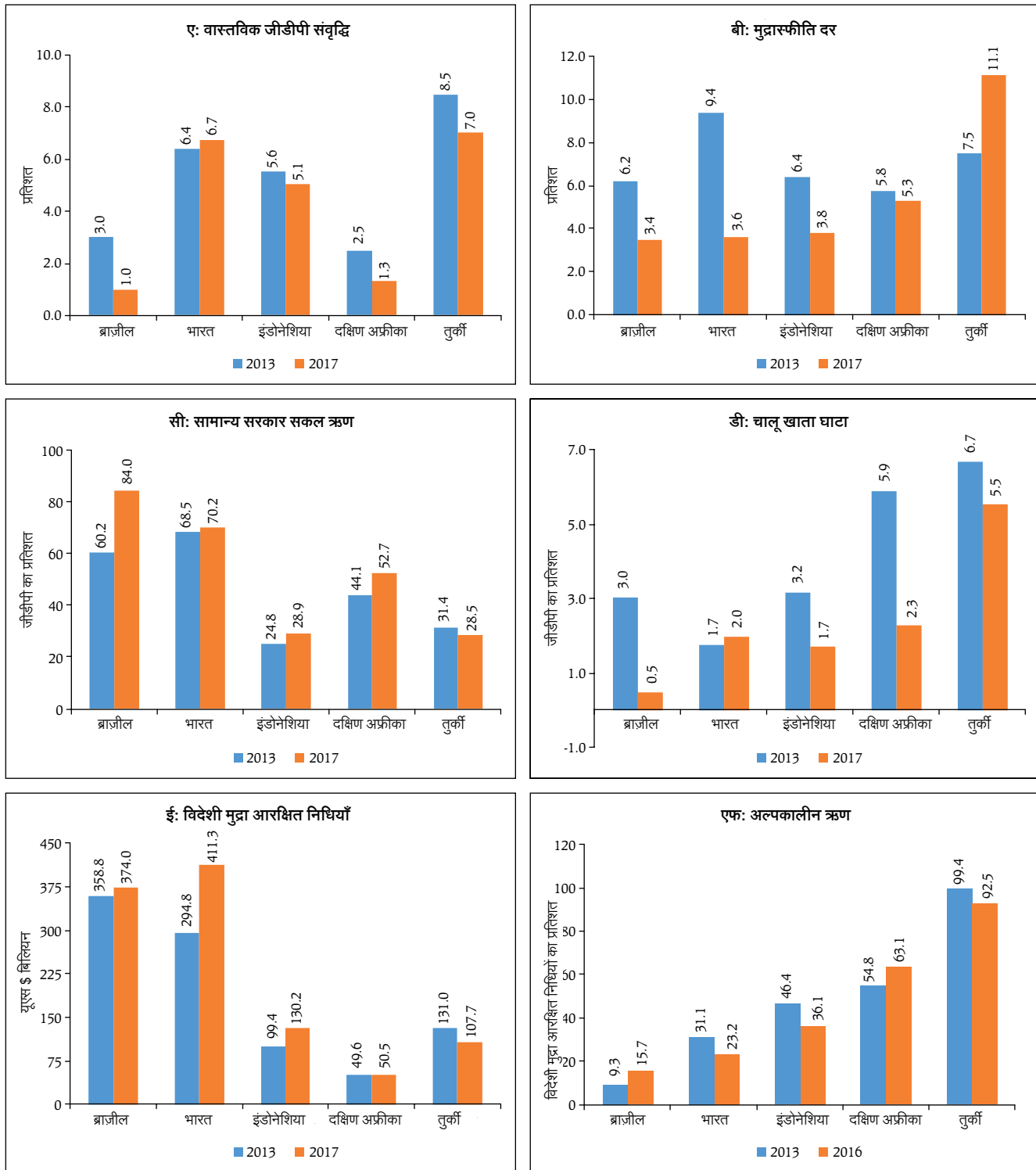
तुर्की- लीरा और अर्जेंटीना- पेसो के सहसंबंध बढ़ने के साथ ही तुर्की-लीरा और अर्जेंटीना- पेसो की गिरावट के संसर्गकारी परिणामों से अगस्त 2018 की दूसरी छमाही में सभी ईएमई मुद्राओं के मूल्यों में गिरावट आई (चार्ट V.10)। दर्शक बने ईएमई के कई केंद्रीय बैंकों ने स्थिरता लाने और मुद्रा बाजारों को नियंत्रित करने के लिए बड़े पैमाने पर विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप और / या मौद्रिक नीति उपायों को इस्तेमाल किया।



पाँच उदीयमान अर्थव्यवस्थाओं में सन 2013 के टेपर-टैट्रम की तुलना में वर्तमान समष्टि-आर्थिक स्थितियों की तुलना इन उदीयमान बाजार अर्थव्यवस्थाओं पर नकारात्मक प्रभाव वाली घटनाओं के

परिदृश्य से करें तो ज्ञात होता है कि यद्यपि मूल आर्थिक सिद्धांतों में आमतौर पर सुधार हुआ है तथापि कुछ कमजोर कड़ियाँ अभी भी बची हैं (चार्ट V.11)।

चार्ट V.11: प्रमुख ईएमईज में समष्टि आर्थिक विकास



स्रोत: आईएमएफ और विश्व बैंक।

जीएफसी के बाद जो महत्वपूर्ण पैटर्न उभरकर आ रहा है वह यह है कि वैश्विक वित्तीय बाजार गतिविधियों पर पण्यों की वैश्विक कीमतों का उल्लेखनीय प्रभाव है और साथ ही सभी आस्ति वर्गों की अंतरसंबद्धता बहुत सुदृढ़ है (बॉक्स V.1)। इस

पैटर्न से आशय यह है कि समस्त वित्तीय बाजारों में विशेष रूप से ईएमई में, तेल की बढ़ती हुई कीमतों की वजह से सह-संबद्ध अस्थिरता के रूप में महत्वपूर्ण जोखिम विद्यमान है।

बॉक्स V.1: पण्यों की वैश्विक कीमतें और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में वित्तीय बाजार

पण्यों की कीमतों में तीव्र वृद्धि से, विशेषकर वर्ष 2000 की शुरुआत से कच्चे तेल और आधारभूत धातुओं की कीमतें बढ़ने से, वस्तुओं के लिए फ्यूचर्स और डेरिवेटिव तेजी से विकसित हो रहे हैं जिनके माध्यम से पण्यों का वित्तीयकरण हो रहा है। इन बाजारों के निवेशकों में बैंक, संस्थागत निवेशक, बीमा कंपनियां, पेन्शन फंड और व्यक्ति शामिल हैं जो डेरिवेटिव में इंडेक्स ट्रेडिंग करके अपनी निवेश सूचियों के जोखिम-प्रतिलाभ प्रोफाइल को बेहतर बनाने की कोशिश करते हैं। ऐसा करते समय वे विशिष्ट पण्यों की मांग और आपूर्ति संबंधी परिवर्तनशीलता पर कम ध्यान देते हैं और कमोडिटी डेरिवेटिव बाजार में खरीद-बिक्री अवसरों का लाभ उठाते हैं। परिणामतः वस्तुओं का लेन-देन वित्तीय आस्तियों के रूप में हुआ जिसका असर बाजार की अन्य आस्तियों पर हुआ जैसे कि, इक्विटी, करेन्सी और बॉन्ड मार्केट। हालांकि कमोडिटी सूचकांकों में निवेश वर्ष 2000 की शुरुआत से उल्लेखनीय रूप से बढ़ा है, वित्तीयकरण का असर और जोखिम का फैलाव जीएफसी के बाद ही स्पष्ट हो पाया है (यूरोपियन सेंट्रल बैंक 2011; डी बॉयरी और पावलोवा, 2016)।

इस परिप्रेक्ष्य में वैश्विक पण्य बाजार-ऊर्जा और गैर-ऊर्जा, दोनों ही, और अन्य आस्ति बाजारों के बीच गत्यात्मक अंतर संबद्धता की जांच वेक्टर ऑटोरिग्रेशन (वीएआर) ढांचे के तहत की गई जिसके लिए जनवरी 2001 से जुलाई 2018 तक के डाटा का उपयोग किया गया। वित्तीयकरण की भूमिका का पता लगाने के लिए दो उप-नमूनों में, अर्थात् जनवरी 2001 से जुलाई 2008 (जीएफसी के बाद की अवधि) के लिए वीएआर विश्लेषण किया गया। पण्यों की वैश्विक कीमतों को दर्शाने के लिए वर्ल्ड बैंक एनर्जी (डब्लूबीई) और वर्ल्ड बैंक नॉन-एनर्जी (डब्लूबीएनई) सूचकांकों का प्रयोग किया गया। एमएससीआई उभरते बाजार इक्विटी सूचकांक³ (ईएमईक्यू) 24 उभरते बाजारों के लार्ज और मिड कैप प्रतिभूतियों के निष्पादन को प्रदर्शित करता है और एमएससीआई उभरते बाजार मुद्रा सूचकांक 25 उभरते बाजारों की मुद्रा के कुल प्रतिफल का यूएस डॉलर के सापेक्ष में आकलन करता

है। इन दोनों सूचकांकों को क्रमशः इक्विटी और मुद्रा बाजारों के प्रोक्सी के रूप में लिया गया था। जे. पी. मोरगन इमर्जिंग मार्केट बॉन्ड इंडेक्स⁴ (ईएमबीआई) का प्रोक्सी के रूप में उपयोग किया गया। चूंकि ऊर्जा कीमतें गैर ऊर्जा कीमतों की अपेक्षा अधिक अस्थिर होती हैं, ऊर्जा बाजार वित्तीयकरण को दर्शाने के लिए एक वेरिएबल, अर्थात्, ओपन एक्टिव ऑयल कॉन्ट्रैक्ट (ओआईएलएसी) को भी वीएआर मॉडल में शामिल किया गया। बाजार अस्थिरता और नीतिगत अनिश्चितता के संबंध को क्रमशः एस व पी 500 इंडेक्स ऑप्शन (VIX) तथा दी इकॉनॉमिक पॉलिसी अनसर्टेनिटी⁵ (ईपीयू) इंडेक्स में निहित अस्थिरता को विचार में लेते हुए उन्हें बहिर्जात चर के रूप में रखा गया।

चूंकि अंतर्जात चरों को प्रथम क्रम का अर्थात् (1) स्तर का अस्थिर पाया गया, उनके बीच को-इंटीग्रेशन संबंध का वेक्टर एरर करेक्शन मॉडल (वीईसीएम) के माध्यम से परीक्षण किया गया और वीएआर मॉडल के अल्पकृत स्वरूप का प्रयोग करके इम्पल्स प्रतिक्रिया निरूपित की गई जो निम्न प्रकार है:

$$Y_t = A + BY_{t-p} + DX_t + \xi_t$$

जहां, p वीएआर मॉडल का क्रम है और Y_t अंतर्जात चरों अर्थात् डब्लूबीई, डब्लूबीएनई, ईएमईक्यू, ईएमसीयू, ईएमबीआई, ओआईएलएसी का वेक्टर है तथा X_t बहिर्जात चरों अर्थात् वीआईएक्स और ईपीयू का वेक्टर है।

नियंत्रित को-इंटीग्रेशन रैंक परीक्षण (ट्रेस और अधिकतम आइगनवैल्यू) से पुष्टि होती है कि जब अकायके इनफॉर्मेशन मानदंडों के आधार पर लैंग दो के साथ सम्मिलित किया जाता है तब चरों के बीच सिंगल लॉन्ग-रन को-इंटीग्रेशन संबंध सिद्ध होता है। जांच के लिए किए गए वेक्टर एरर करेक्शन रेसिड्यूअल सीरियल को-रिलेशन लागरेंज मल्टीप्लायर परीक्षण से यह पुष्टि होती है कि एरर टर्म क्रमिक रूप से को-रिलेटेड नहीं है। आस्ति वर्गों में सुदृढ़ को-इंटीग्रेशन संबंध का होना यह दर्शाता

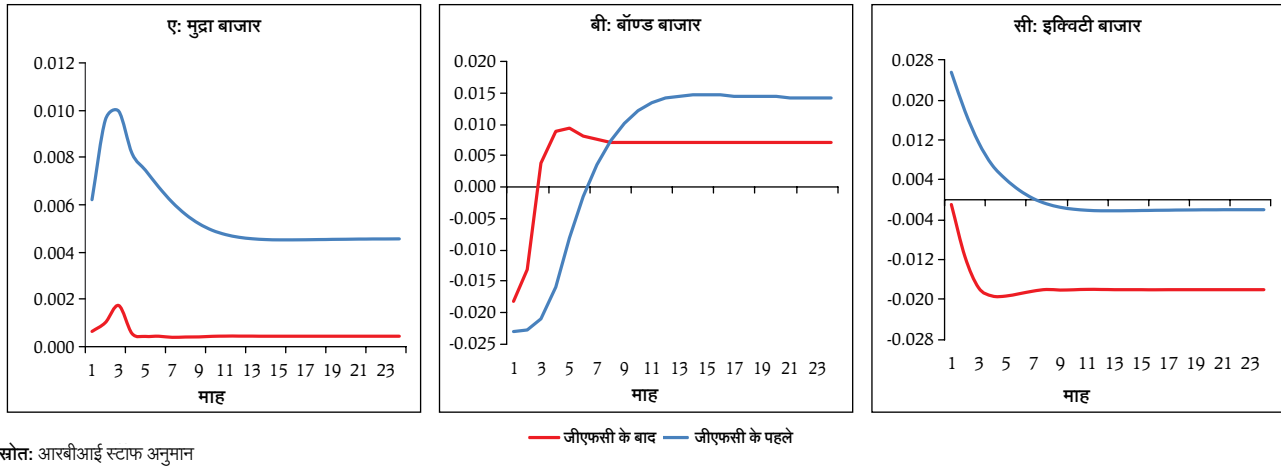
(जारी...)

³ मार्च 2018 की स्थिति के अनुसार इस सूचकांक के 830 से अधिक घटक हैं और इसने प्रत्येक देश के फ्री फ्लोट-एडजस्टेड बाजार के लगभग 85 प्रतिशत पूंजीकरण को व्याप्त कर लिया है। चीन, दक्षिण कोरिया, ताईवान और भारत को 60 प्रतिशत भार दिया गया है।

⁴ उभरते बाजार देश की सरकार द्वारा जारी अंतर्राष्ट्रीय सरकारी बॉन्ड के कुल प्रतिलाभ को मापने के लिए सर्वाधिक उपयोग में लाया जाने वाला और उभरते बाजार के सरकारी ऋण बेंचमार्क के लिए एक व्यापक सूचकांक है। जो तीन लैटिन अमेरिकन निर्यात उन्मुख अर्थव्यवस्थाओं (अर्जेंटीना, ब्राजील और मैक्सिको) को 50 से अधिक का भार दिया गया है।

⁵ विस्तृत जानकारी के लिए अध्याय IV का फुटनोट - 5 देखें।

चार्ट V.1.1: ईएमईज में वित्तीय बाजारों पर ऊर्जा कीमत आघातों का प्रभाव



है कि पण्य बाजार वित्तीयकरण, जिस पर ऑयल कॉन्ट्रैक्ट हावी हैं, ने बाजार का रुझान तय करने में महत्वपूर्ण भूमिका निभाई है।

चोलस्की के स्पष्टीकरण के अनुसार इंपल्स रिस्पॉन्स विश्लेषण से यह स्पष्ट होता है कि ऊर्जा आघातों का असर बॉन्ड और करेन्सी बाजारों की अपेक्षा इक्विटी बाजार पर अधिक होता है, जो निवेशकों के निवेश सूची पुनःसंतुलन को प्रतिबिंबित करता है (चार्ट V.1.1)। मुद्रास्फीति पर ऊर्जा मूल्यों का विपरीत प्रभाव पड़ने के कारण मौद्रिक नीति कठोर होने की प्रत्याशा में बांड प्रतिफल बढ़े हैं तथा यह प्रभाव जीएफसी के बाद की अवधि में कुछ अधिक ही रहे हैं। इससे यह पता चलता है कि पण्यों के वित्तीयकरण से ऊर्जा आघात और वित्तीय बाजारों के बीच परस्पर-संबद्धता मजबूत हुई है। इसी प्रकार, ईएमई करेन्सियों का मूल्यहास हुआ है तथा इसका प्रभाव जीएफसी के बाद की अवधि में दिखाई देता है हालांकि मूल्यहास की मात्रा भिन्न है जो ऊर्जा की आवश्यक मात्रा के आयात पर निर्भर है। जीएफसी-पूर्व अवधि में यह पाया गया कि इक्विटी बाजार प्रभावित हुए हैं क्योंकि पण्यों की ऊंची कीमतों ने कारपोरेट्स के लाभ-मार्जिन को कम कर दिया है, जो बढ़ी हुई इनपुट लागतों तथा उच्च ब्याज दरों के कारण है, क्योंकि केंद्रीय बैंक मुद्रास्फीति को नियंत्रित करने के लिए दरें बढ़ाते जा रहे हैं। लेकिन जीएफसी के बाद की अवधि में आघात के बाद पहले कुछ महीनों में

इक्विटी के मूल्य, ऊर्जा के मूल्य के साथ-साथ उतार-चढ़ाव का एक कारण यह है कि ऊर्जा और इक्विटी मूल्य दोनों "सामान्य कारक के प्रति प्रतिक्रिया करते हैं, जैसे वैश्विक सकल मांग का कम हो जाना, जो कारपोरेट लाभ तथा तेल की मांग दोनों को चोट पहुंचाता है"। इस प्रकार अनुभवजन्य विश्लेषणों से पता चलता है कि उभरते बाजार की अर्थव्यवस्थाओं में पण्य बाजार का वित्तीयकरण, करेन्सी तथा बॉन्ड बाजारों को प्रभावित कर रहा है।

संदर्भ :

बर्नान्के बी. (2016), "दि रिलेशनशिप बिटवीन स्टॉक्स एंड ऑयल प्राइसेस", ब्रुकिंग्स। [https:// www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/02/19/ the-relationship-between-stocks-and-oil-prices/](https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/02/19/the-relationship-between-stocks-and-oil-prices/) पर उपलब्ध है।

डी बॉयरी, एम. ई. और आई. पावलोवा (2016), "लिकेजेस बिटवीन इक्विटी एंड कमोडिटी मार्केट्स: आर इमर्जिंग मार्केट्स डिफरेंट?" https://acfr.aut.ac.nz/_data/assets/pdf_file/0006/56445/42984-MdeBoyrie-Linkages-between-Equity-and-CommodityMarkets.pdf पर उपलब्ध है।

यूरोपियन सेंट्रल बैंक (2011), मासिक बुलेटिन, अक्टूबर।

V.5 निष्कर्ष

समग्र रूप से कहा जाए तो वर्तमान व्यापार संघर्ष, भू-राजनैतिक तनाव और कठोर वित्तीय परिस्थितियों के प्रति वैश्विक आर्थिक गतिविधियां अब तक लचीली बनी रही हैं। किंतु, निवेशकों द्वारा नई घटनाओं के असर का निरंतर पुनःमूल्यांकन करते रहने से वित्तीय

बाजार की अस्थिरता बढ़ी है। वैश्विक व्यापार वृद्धि की गति मंद होनी शुरू हो गयी है। कई उन्नत अर्थव्यवस्थाओं और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में स्फीति परिदृश्य और बिगड़ चुका है। अतः भविष्य में ये परिस्थितियां वैश्विक विकास की संभावनाओं के समक्ष गंभीर चुनौती खड़ी कर सकती हैं।