

अर्थव्यवस्था की स्थिति: विश्लेषणात्मक सिंहावलोकन और नीतिगत संभावनाएं

जो अवश्यभावी है, वह तो कभी होता नहीं;
होता हमेशा वही है जो कभी सोचा नहीं;

जॉन मेनर्ड कीन्ज

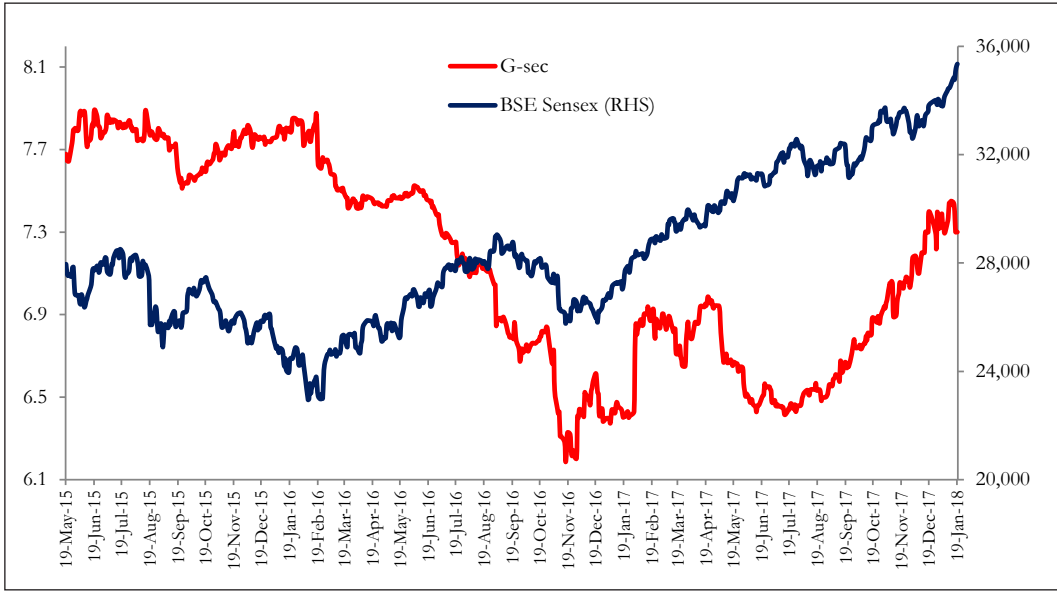
विगत वर्ष के दौरान बड़े सुधार हुए थे। युगान्तकारी परिवर्तन लाने वाला माल और सेवा कर (जीएसटी) 1 जुलाई, 2017 की मध्यरात्रि को लागू किया गया था और दीर्घकाल से बनी हुई दोहरी तुलन-पत्र (टीबीएस) की समस्या का समाधान दृढ़तापूर्वक किया गया था जिसमें बड़ी तनावग्रस्त कंपनियों को नई भारतीय दिवालियापन संहिता के अधीन समाधान करने के लिए संदेश दिया गया था और सरकारी क्षेत्र के बैंकों को मजबूत करने के लिए बड़ा पुनर्पूजीकरण पैकेज लागू किया गया था। इन उपायों के परिणामस्वरूप पहले की गई कुछ नीतिगत कार्रवाई के प्रभावों के कारण तथा वैश्विक अर्थव्यवस्था के उत्थान से निर्यात में हुई संवृद्धि के साथ-साथ वर्ष की दूसरी छमाही में अर्थव्यवस्था की आगे बढ़ने की गति प्रारम्भ हो गई। इसके कारण पूरे वर्ष में वास्तविक जीडीपी वृद्धि 6¾ प्रतिशत तथा वर्ष 2018-19 में 7-7½ प्रतिशत तक बढ़नी चाहिए जिससे विश्व की सर्वाधिक तेज गति से बढ़ती हुई बड़ी अर्थव्यवस्था के रूप में भारत का पुनर्स्थापन होगा। उभरती हुई स्थूल आर्थिक चिंताओं के विरुद्ध आगामी वर्ष में नीति संबंधी सतर्कता आवश्यक होगी, विशेषरूप से, अंतर्राष्ट्रीय तेल की कीमतें ऊंचे स्तर पर बनी रहे और बढ़ी हुई स्टॉक की कीमतें अचानक नीचे आएँ, जिससे पूंजी प्रवाह में “आकस्मिक गतिरोध” आ सकता है। परिणामस्वरूप अगले वर्ष हेतु कई कार्य हैं: जीएसटी का पूर्णतः स्थिरीकरण, टीबीएस के कार्यों का पूरा किया जाना, एयर इंडिया का निजीकरण और वृहत-आर्थिक स्थायित्व की चुनौतियों का समाधान। दीर्घकालिक “निकास” की समस्या को दूर करने हेतु ध्यान देने योग्य यह है कि टीबीएस के कार्यों में अलाभकारी बैंकों को कम करने और बड़े निजी क्षेत्र की सहभागिता के लिए अतिरिक्त सुधार की आवश्यकता है। जीएसटी परिषद अन्य अनेक नीतिगत सुधारों को लागू करने के लिए सहकारी संघवाद की मॉडल “प्रौद्योगिकी” की पेशकश करती है। मध्यावधि में, तीन नीतिगत चुनौतियां मौजूद हैं: यथा रोजगार: युवाओं और बढ़ते कार्यबल विशेषकर महिलाओं के लिए पर्याप्त रोजगार उपलब्ध कराना। शिक्षा: शिक्षित और स्वस्थ श्रमबल का सृजन करना। कृषि: कृषि क्षेत्र का सुदृढ़ीकरण करते हुए कृषि उत्पादकता को बढ़ाना। संक्षेप में, दो संधारणीय कारकों—निजी निवेश और निर्यात के बल पर त्वरित आर्थिक वृद्धि के लिए भारत अपने माहौल के सुधार का जारी रखे।

सिंहावलोकन: अल्पावधिक संदर्भ में

1.1 विगत वर्ष में वाकई कुछ बड़े सुधार किए गए। युगान्तकारी परिवर्तन लाने वाला माल और सेवा कर (जीएसटी) जुलाई 2017 में लागू किया गया। इतने बड़े पैमाने, कार्यक्षेत्र और जटिलता वाले नीतिगत परिवर्तन के चलते, इसमें आश्चर्य नहीं कि इस बदलाव के कारण नीतिगत, कानूनी और सूचना प्रौद्योगिकी की प्रणाली से जुड़ी चुनौतियां सामने आईं जिनसे असंगठित क्षेत्र विशेषकर प्रभावित हुआ। दरों को युक्तिसंगत बनाने और उन्हें कम करने तथा अनुपालन के बोझ को घटाने के लिए तत्काल कार्रवाई की गई।

1.2 दोहरे तुलनपत्र (टीबीएस) की चुनौती, जो निश्चित रूप से भारत की विकास संभावनाओं में संध लगा रही बाध्यकारी अड़चन है, का समाधान करने के लिए निर्णायक कार्रवाई की गई। टीबीएस के चार प्रमुख घटकों—पहचान, समाधान, पुनर्पूजीकरण और सुधार—में पहचान के घटक को और आगे बढ़ाया गया जबकि अन्य दो घटकों का समाधान करने के लिए बड़े उपाय किए गए। नई भारतीय दिवालियापन संहिता (बाईबीसी) में एक ऐसे समाधान तंत्र की व्यवस्था की गई है जिससे कारपोरेटों को अपने तुलनपत्र ठीक करने तथा अपने ऋणों को कम करने में मदद मिलेगी और एक अन्य महत्वपूर्ण उपाय के रूप में

चित्र 1 दो आस्तियां, दो संदेश



स्रोत: समीक्षा परिकलन, ब्लूमबर्ग

सरकार ने सरकारी क्षेत्र के बैंकों के तुलनपत्रों को मजबूत बनाने के लिए एक बड़े पुनर्पूजीकरण पैकेज (जीडीपी का लगभग 1.2 प्रतिशत) की घोषणा की है। जैसे-जैसे ये दो सुधार अपनी पकड़ मजबूत करेंगे, वैसे-वैसे फर्मों आखिरकार निवेश करना शुरू कर सकेंगी और बैंक उन्हें अवसरचना एवं विनिर्माण के महत्वपूर्ण, भारग्रस्त क्षेत्रों में उधार दे सकेंगे।

1.3 इस वर्ष बृहत आर्थिक घटनाक्रम परिवर्तनशील रहा है। पहली छमाही में, भारतीय अर्थव्यवस्था अस्थायी तौर पर “वियोजित” हो गई, जिसके चलते मजबूत बृहत आर्थिक बुनियादी सिद्धांतों के साथ प्रमुख देशों के बीच दूसरा सबसे अच्छा प्रदर्शन करने वाला देश होने के बावजूद, इसकी अर्थव्यवस्था की संवृद्धि दर में गिरावट हो गई जबकि शेष विश्व की संवृद्धि दर बढ़ती रही। इसका कारण ऐसी कार्रवाइयों में निहित था जिनसे अर्थव्यवस्था को झकझोर दिया: नोटबंदी, नए माल और सेवाकर में शुरुआती मुश्किलें, ऊंची और बढ़ती वास्तविक ब्याज दरें, टीबीएस चुनौती का गहन प्रभाव और कुछ खाद्य वस्तुओं की कीमतों में तेजी से हुई गिरावट जिससे कृषि आय पर असर पड़ा।

1.4 वर्ष के उत्तरार्ध में, जैसे-जैसे इन धक्कों का असर कम होना शुरू हुआ, वास्तविक अर्थव्यवस्था में पुनरुद्धार के उत्साहवर्धक संकेत देखे गए, सुधारात्मक कार्रवाई की गई, और साथ-साथ चलती वैश्विक आर्थिक पुनरुद्धार की प्रक्रिया ने निर्यातों को बढ़ावा दिया। कारोबार के माहौल में सुधार लाने के लिए की गई संचयी कार्रवाइयों के परिणामस्वरूप, भारत विश्व बैंक की ईज़ ऑफ़ डूइंग

बिजनेस की रैंकिंग में 30 स्थान ऊपर बढ़ आया, जबकि विदेशी प्रत्यक्ष निवेश (एफडीआई) तंत्र को उदार बनाने के लिए की गई ऐसी ही कार्रवाई के कारण आगम में 20 प्रतिशत की वृद्धि हुई। साथ ही संचयी नीतिगत रिकार्ड के साथ मध्यावधिक संदर्भ में विकास की उज्ज्वल होती संभावनाओं को 14 वर्ष में पहली बार सॉवरेन रेटिंग के अपग्रेड के रूप में मान्यता मिली (जैसाकि पिछले वर्ष की आर्थिक समीक्षा, खंड-1 के बॉक्स 1 में तर्क दिया गया है)।

1.5 इन ठोस सुधारों के साथ ही बृहत आर्थिक स्थिरता की हल्की सी चिंताएं थीं। राजकोषीय घाटे, चालू खाता और मुद्रास्फीति उम्मीद से अधिक बनी हुई थी, भले ही अभी खतरनाक स्तर तक नहीं पहुंची थी, जो आंशिक रूप से अंतरराष्ट्रीय उच्च तेल कीमतों भारत की ऐतिहासिक तौर पर बृहत आर्थिक असुरक्षा में परिलक्षित हुई।

1.6 पुनरुद्धार एवं जोखिम का यह द्वैध बाजारों में और बाजार विश्लेषण में प्रतिबिंबित हुआ है। उदाहरणार्थ, बाँड से होने वाली आय में तेजी से वृद्धि हुई जिसके परिणामस्वरूप प्रतिप्राप्ति संबंधी वक्र में असाधारण रूप से तेजी आई, साथ-साथ स्टॉक कीमतें भी बढ़ती रहीं (चित्र-1)। स्पष्टतया बाजार तीव्र संवृद्धि की उम्मीद में रहते हैं जो स्टॉक कीमतों में वृद्धि को आवश्यक बना देंगे लेकिन कुछ बृहत आर्थिक चिंताओं को भी आवश्यक बना देंगे। इसी प्रकार, रेटिंग का अपग्रेड भी संभावित बृहत आर्थिक जोखिमों की खतरे की घंटी बजा रहा था।

1.7 प्रमुख नीतिगत सुधारों के बावजूद तथा प्रमुख नीतिगत कार्रवाइयों के अभाव में भी, नीतिगत एजेंडा भरपूर है। आने वाले वर्ष में सरकार को टीबीएस के चार घटकों पर ध्यान देने की जरूरत होगी और यह सुनिश्चित करना होगा कि सरकारी क्षेत्र के बैंकों के पुनर्पूजीकरण और ऋणग्रस्तता के बड़े मामलों का समाधान करने की प्रक्रिया अपनी सफल परिणति तक पहुंचे और साथ ही सरकारी क्षेत्र के बैंकों में सुधार प्रक्रिया भी शुरू करे जिससे आर्थिक रूप से अक्षम बैंकों में कमी आए और भविष्य में निजी क्षेत्र की अधिक भागीदारी का शुभारंभ हो। सरकार को जीएसटी के कार्यान्वयन को स्थिर रूप देने की भी जरूरत होगी ताकि निर्यातकों के लिए अनिश्चितता खत्म की जा सके, अनुपालन करने में आसानी हो और कर आधार का विस्तार किया जा सके; एयर इंडिया का निजीकरण करना होगा; और यह सुनिश्चित करना होगा कि बृहत आर्थिक स्थिरता को होने वाले कई नए जोखिम दूर किए जाएं तथा अधिक हो गई आस्ति कीमतों में तीव्र, परिवर्तनकारी सुधारों से बचा जा सके।

1.8 यदि इन उद्देश्यों को हासिल किया जाता है और वैश्विक अर्थव्यवस्था अपनी संवृद्धि की गति बनाए रखती है और तेल की कीमतें वर्तमान स्तर पर नहीं बनी रहती हैं तो भारतीय अर्थव्यवस्था को अपनी मध्यावधिक विकास क्षमता की ओर दोबारा अग्रसर होना चाहिए जिसका पिछली आर्थिक समीक्षा में 8 प्रतिशत से अधिक होने का अनुमान लगाया गया था, भारत सबसे तेज गति से विकास करती हुई प्रमुख देशों की अपनी स्थिति पुनः प्राप्त कर लेगा।

सिंहावलोकन: मध्यावधि

1.9 सरकार की वर्तमान अवधि की आखिरी अवस्था कुछ पीछे हटने और भारतीय अर्थव्यवस्था को आगे बढ़ाने के लिए व्यापक सीख लेने का उपयुक्त समय है।

1.10 पहला, भारत ने सहयोगी संघवाद की रचना के रूप में माल एवं सेवा कर परिषद का अत्यन्त कारगर संस्थागत तंत्र बनाया है। ऐसे समय पर जब अंतरराष्ट्रीय घटनाएं आर्थिक राष्ट्रवाद में वापस जाने और नियंत्रणवाद के अधीन हो रही हैं भारतीय राज्यों और केन्द्र ने स्फूर्तिदायक जवाबी व्याख्या दी है, जिसमें स्वैच्छिक रूप से त्यागने और वृहद्तर सामूहिक सरोकार के लिए सार्वभौमिकता का प्रयोग किया जाना है।

1.11 आर्थिक और सामाजिक विकास को आगे बढ़ाने के लिए सहकारी संघवाद राज्यों के अपने प्रयासों का स्थानापन्न नहीं है। परन्तु यह एक महत्वपूर्ण पूरक है। राज्यों के कठिन संरचनात्मक सुधारों की व्यापक समस्याओं का समाधान करने के लिए इसकी आवश्यकता है। उदाहरण के लिए जीएसटी परिषद की “सहकारी संघवाद प्रौद्योगिकी” का उपयोग साझा कृषि मण्डी, विखंडित और अक्षम विद्युत बाजारों को एकीकृत करने, अन्तर राज्यीय जल संबंधी

विवादों को निपटाने, प्रत्यक्ष लाभ अन्तरण को क्रियान्वित करने राज्यों में सामाजिक लाभ पोर्टबल सुलभ करने और वायु प्रदूषण का समाधान करने के लिए किया जा सकता है।

1.12 दूसरा, 2015-16 की आर्थिक समीक्षा के अध्याय 2 में विशिष्ट रूप से दर्शाया गया है कि वह ‘बाहर निकलना’ सुसाध्य बनाता है, जो एक अति प्रचण्ड चुनौती रही है; वह ऐसे सामान्यीकरण का रूप धारण कर लेता है कि पिछले 50 वर्षों में भारत “सीमित प्रवेश के साथ समाजवाद से बाहर निकलने की संभावना के बिना पूंजीवाद” की ओर बढ़ा है। आईबीसी समाधान प्रक्रिया, भारतीय कारपोरेट क्षेत्र में इस स्थायी समस्या का समाधान करने के लिए मूल्यवान ‘प्रौद्योगिकी’ साबित हो सकता है। हाल ही में प्रस्तावित वित्तीय समाधान और जमा बीमा विधेयक भी वित्तीय सुधार के लिए यही कार्य करेंगे।

1.13 टीबीएस चुनौती के मामले में बाहर निकलना विशेषरूप से प्रचण्ड साबित हुआ है क्योंकि उद्देश्य अनेक हैं और विरोधाभासी एवं राजनीतिक रूप से कठिन हैं। भारग्रस्त कंपनियों के ऋण को संपोषणीय स्तर तक कम करने हेतु नीति निर्माताओं को उपाय करना चाहिए था। साथ-ही साथ उन्हें करदाताओं पर भार कम करना, नैतिक द्वन्द सीमित करना और नियंत्रकों इक्विटी धारकों के पक्षदार बनने की अवधारणा से बचना था। आईबीसी का लक्ष्य अति रुग्ण को छोड़कर भारग्रस्त फर्मों की शीघ्रता से पारदर्शी तरीके से नीलामी करके सबसे अधिक बोली दाताओं को देकर इन समस्याओं का समाधान करना है। इस प्रक्रिया का कार्य अभी भी प्रगामी रूप से चल रहा है: यह सुनिश्चित करना कि समय सारणी का सम्मान हो और बोली के परिणाम सभी पक्षों द्वारा पहले के मामलों में स्वीकार किए जाएं, इसकी विश्वसनीयता स्थापित करने के लिए महत्वपूर्ण है।

1.14 तीसरा, सरकार की नीति की एक प्रमुख पहलू सरकारी संसाधनों को युक्तिसंगत बनाना, कम कीमतों पर अनिवार्य निजी वस्तुओं और सेवाओं के सार्वजनिक प्रावधान के लिए सब्सिडी छोड़ने उनका, विशेषकर निर्धनों की ओर पुनः मार्गदर्शन करना। सरकारी आंकड़ों से पता चलता है कि बैंक खाता प्रदान करने, कूकिंग गैस, आवास बिजली और शौचालय (अन्य के साथ-साथ) प्रदान करने में प्रगति हुई है। यह संभावना बनी है कि निर्धनों और हाशिए पर रहने वालों के जीवन में अर्थपूर्ण सुधार आएगा (बॉक्स 1) इस सुधार की गति और परिमाण उस तथ्य पर निर्भर होंगे कि किस हद तक बढ़ी हुई वास्तविक उपलब्धता/प्रावधान को बेहतर वास्तविक उपयोग में परिणत किया जाता है: शौचालय बनाने का शौचालय के उपयोग में, बैंक खातों का वित्तीय समावेशन में, कूकिंग गैस कनेक्शन का लगातार गैस खरीदने में और ग्रामीण विद्युतीकरण का विस्तृत परिवारों में कनेक्शन में।

बॉक्स 1. निजी वस्तुओं एवं सेवाओं के लिए सरकारी प्रावधान

इस बॉक्स में, कुछ प्रमुख निजी वस्तुओं एवं सेवाओं के सरकार द्वारा प्रावधान में की गई प्रगति का चार्ट दिया गया है।

क. स्वच्छता ("स्वच्छ भारत")

सारणी 1: शौचालय कवरेज और उपयोग

आंकड़ा स्रोत	शौचालय कवरेज (ग्रामीण भारत में परिवारों के प्रतिशत में)				शौचालय उपयोग (शौचालय वालों के प्रतिशत में)
	जनगणना 2011	एनएफएचएस 2015-16	क्यूसीआई (2017)*	नवंबर 2017 (एसबीएम-एमआईएस)**	क्यूसीआई (2017)*
अखिल भारत-ग्रामीण	31	47	63	74	91

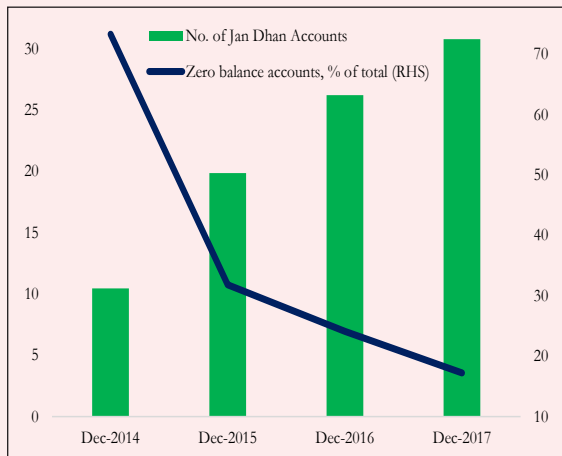
स्रोत: जनगणना, राष्ट्रीय परिवार स्वास्थ्य सर्वेक्षण 2015-16;

* तृतीय पक्ष आकलन के रूप में भारतीय गुणवत्ता परिषद द्वारा आयोजित स्वच्छ सर्वेक्षण ग्रामीण 2017 पर आधारित। 4626 गांवों में 1.4 लाख ग्रामीण परिवारों का सर्वेक्षण किया गया था।

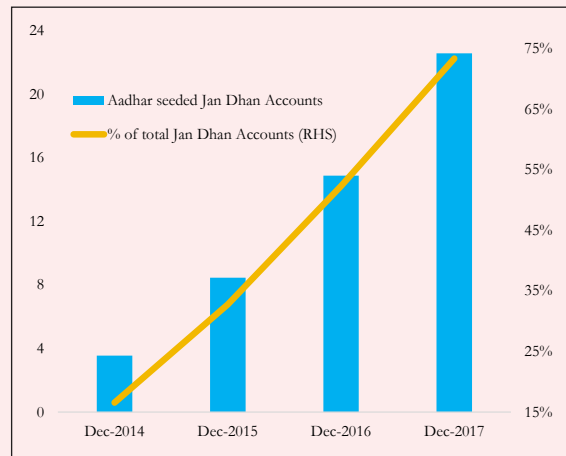
**स्वच्छ भारत मिशन एमआईएस प्रणाली द्वारा यथा सूचित।

ख. बैंक खाते

चित्र 1 जनधन खाते (करोड़ में)



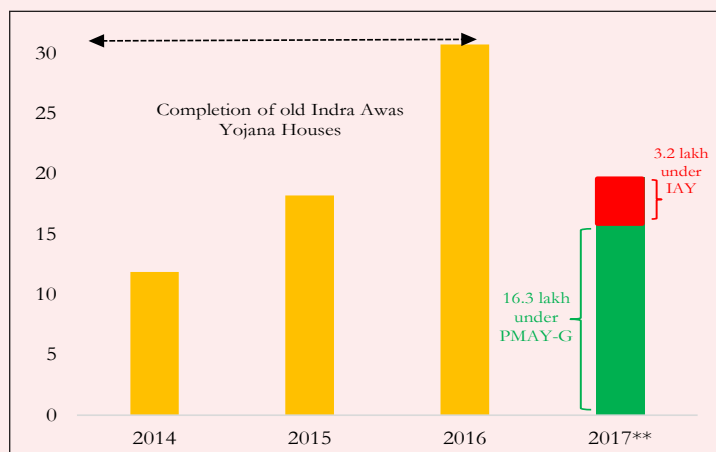
चित्र 2. आधार-संख्या वाले जनधन खाते (करोड़ में)



स्रोत: वित्तीय सेवाएं विभाग, सर्वेक्षण परिकलन

ग. आवास-प्रधानमंत्री आवास योजना-ग्रामीण

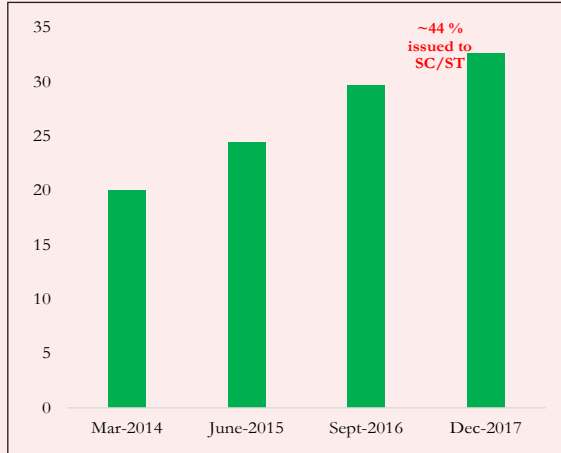
चित्र 3. पूरा किए गए आवास* (लाख में)



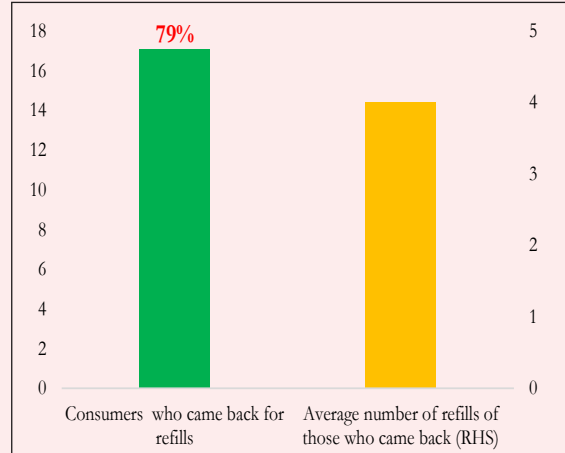
स्रोत: ग्रामीण विकास मंत्रालय, पीले रंग के ब्लॉक पुरानी इंदिरा आवास योजना के अंतर्गत पूरा किए गए आवास दर्शाते हैं; *हरे रंग के ब्लॉक प्रधानमंत्री आवास योजना-ग्रामीण के अंतर्गत पूरा किए गए आवास दर्शाते हैं जिसे 22 नवंबर, 2016 को शुरू किया गया था।

घ. गैस कनेक्शन: उज्ज्वला

चित्र 4: जारी किया गया उज्ज्वला कनेक्शन (संचयी मिलियन)



चित्र 5: उज्ज्वला रीफिल (मिलियन में कुल और औसत*)



स्रोत: पेट्रोलियन और प्राकृतिक गैस मंत्रालय

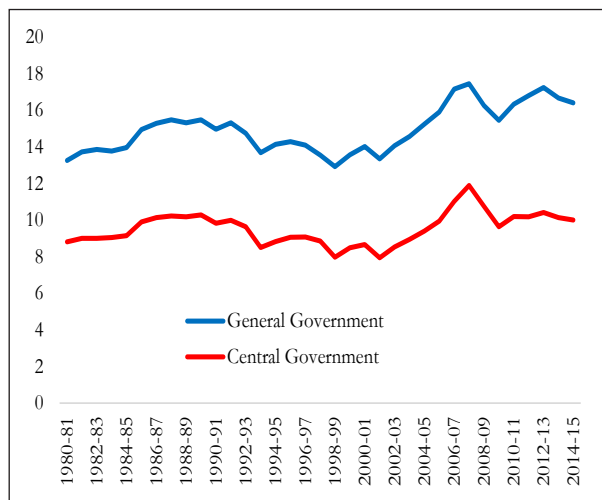
*1 मई 2016 से 30 अप्रैल, 2017 के बीच के आंकड़ों पर आधारित है।

1.15 चौथा, हालिया वृहत आर्थिक घटनाक्रम यही पुनः याद दिलाता है कि समष्टि आर्थिक स्थिरता की लड़ाई कभी जीती नहीं गई है, यहां तक कि प्रमुख विजय (2014 के बाद) भी हमेशा अनंतिम होती हैं और हमेशा सतर्कता की आवश्यकता है।

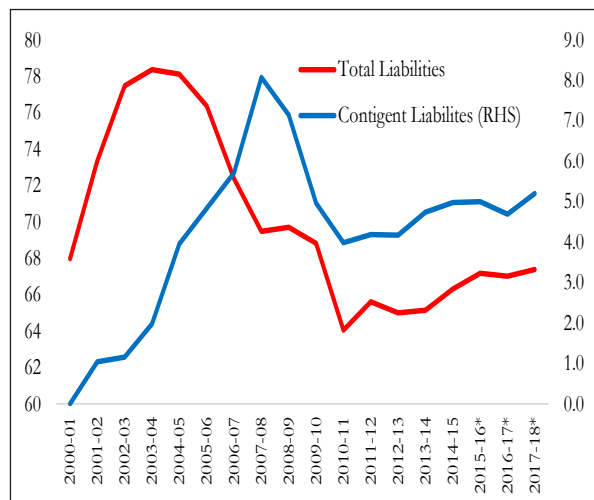
1.16 भारत की दो अंतर्निहित समष्टि आर्थिक भेदयताएं

हैं, इसका राजकोषीय और चालू खाता, दोनों ही तेल की कीमतों बढ़ने पर बद्तर हो जाते हैं। राजकोषीय भेदयताएं से निजात पाने के लिए कर जीडीपी अनुपात की स्थिरता को तोड़ने की आवश्यकता है। यह अत्यधिक ध्यानाकर्षक है कि केन्द्र का कर जीडीपी अनुपात 1980 के दशक से अधिक नहीं है, 6.5 प्रतिशत औसत आर्थिक संवृद्धि के

चित्र 2: कर राजस्व (जीडीपी के प्रतिशत में)



चित्र 3: सामान्य सरकार के ऋण में जुटाई गई आकस्मिक देनदारियों का संचयी अंशदान (जीडीपी के प्रतिशत में)



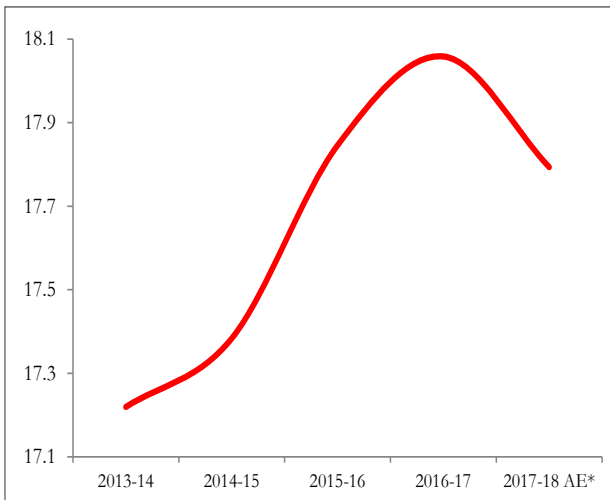
स्रोत: बजट दस्तावेज, सर्वेक्षण परिकलन* राज्य और केन्द्र सरकार के बजट पर अनुमान आधारित है। 2015-16 और 2016-17 के उदय (उडीएवाई) शामिल है और 2017-18 में प्रस्तावित बैंक पूंजीकरण शामिल है।

बावजूद ख्यह भारत के इतिहास में बहुत तीव्र रही है, (चित्र 2)। बृहत-आर्थिक स्थिरता के लिए सकारात्मक अप्रत्यक्ष प्रभाव से माल एवं सेवा कर इस राजकोषीय गतिहीनता को तोड़ने में सहायता कर सकता है विमुद्रीकरण-माल एवं सेवा कर की अवधि में कर विवरणियां भरने वालों की संख्या में उल्लेखनीय वृद्धि के साक्ष्य मिल रहे हैं (बॉक्स 2)।

1.17 भारत को एहसास हो रही एक और भेद्यता है: आकस्मिक देनदारियों का वास्तविक देनदारियों में परिवर्तन होना (विशिष्ट रूप से राज्य डिस्कॉम ऋणों और सरकारी क्षेत्र के बैंकों के पुनःपूँजीकरण के जरिए) ठोस संवृद्धि और स्पष्ट रूप से अनुकूल ऋण की गतिशीलता के होते हुए भी ऋण में कमी करने की प्रगति में बाधा डाल रहा है। चित्र 3 दर्शाता है कि 2000-01 से कुल सरकारी ऋण में आकस्मिक देनदारियों से जीडीपी का लगभग 5 प्रतिशतांक बढ़ा है। न केवल केन्द्रीय सरकार परन्तु राज्य सरकारों को भी इस चुनौती का सामना करने की आवश्यकता है।

1.18 चालू खाता भेद्यता से निजात पाने के लिए निर्यात वृद्धि का प्रक्षेप पथ बढ़ाने की आवश्यकता है। यहां, विकास कार्य नीति का समर्थन करने के लिए बृहत आर्थिक नीति हेतु एक महत्वपूर्ण सीख की आवश्यकता है। विनिर्माण का पुनरुद्धार और इस क्षेत्र को अंतरराष्ट्रीय रूप से प्रतिस्पर्धी बनाना मेक इन इंडिया कार्यक्रम का जुड़वा लक्ष्य रहा है,

चित्र 4: विनिर्माण जीवीए (जीडीपी के प्रतिशत में)



स्रोत: डीजीसीआईएस, समीक्षा परिकलन।

*ए.ई.-सीएसओ द्वारा अग्रिम अनुमान। विनिर्माण निर्यात में तेल, सोना और चांदी शामिल नहीं हैं।

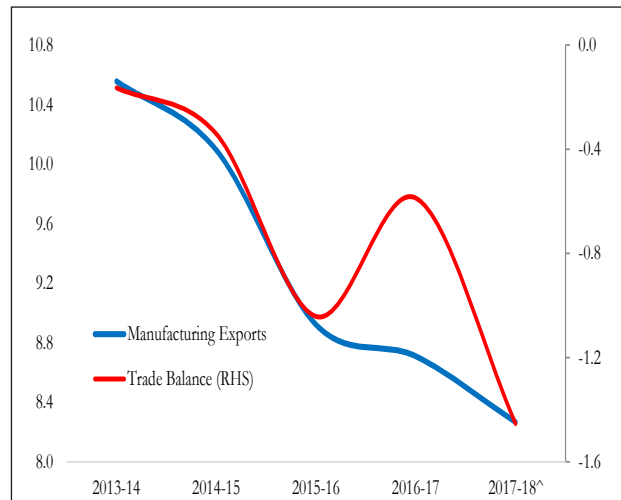
‘2017-18 व्यापार अनुमान वर्ष भर में एक बार अप्रैल-नवंबर व्यापार आंकड़ा में होता है, पिछले तीन वर्षों के दौरान वार्षिक कुल में पहले 8 महीनों की औसत हिस्सेदारी पर आधारित है।

जिसे व्यवसाय करने की लागत कम करने की कार्यनीति द्वारा सहायता मिली है। इसके परिणामस्वरूप जीडीपी में विनिर्माण की हिस्सेदारी बढ़ी है परन्तु बहुत नहीं (चित्र 4)। तथापि, विनिर्माण की अन्तरराष्ट्रीय प्रतिस्पर्धात्मकता भी अधिक नहीं बढ़ी है, जो विनिर्माण निर्यात-जीडीपी अनुपात में गिरावट और विनिर्माण व्यापार संतुलन में दर्शित होता है (चित्र 5)।

1.19 भारतीय अर्थव्यवस्था ने प्रतिस्पर्धात्मकता खो दी है क्योंकि इसकी वास्तविक प्रभावी विनिमय दर जनवरी 2014 से लगभग 21 प्रतिशत बढ़ी है (चित्र 6) क्योंकि नीति निर्माताओं ने अंतरराष्ट्रीय तिहरी समस्या को समझने के लिए संघर्ष किया है, कि एक स्वतंत्र मौद्रिक नीति और विनिमय दर के उद्देश्य मुक्त पूंजी खाते के साथ सहअस्तित्व नहीं रख सकते हैं (रे 2013, गोपीनाथ 2017)।

1.20 समस्या यह है कि संवृद्धि के लिए प्रतिस्पर्धी विनिमय दर और मुक्त पूंजी खाते, दोनों ही सहायक होते हैं। बॉक्स 3 दर्शाता है कि प्रतिस्पर्धी कीमतें (इस मामले में कपड़ा क्षेत्र की प्रस्तुत पैकेज) निर्यात निष्पादन में बड़ा उलट-फेर कर सकता है) साथ ही, मुक्त पूंजी विदेशी बचत आकर्षित करती है, निवेश के लिए अतिरिक्त निधियां मुहैया कराती हैं जो कि संवृद्धि के लिए भी जरूरी है। अतः नीति निर्माता उन दोनों के बीच चयन कैसे करेंगे?

चित्र 5: विनिर्माण निर्यात और व्यापार संतुलन (जीडीपी के प्रतिशत में)

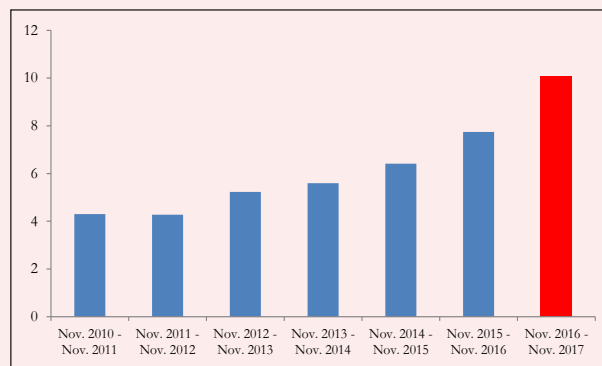


बॉक्स 2: विमुद्रीकरण के बाद करदाताओं में वृद्धि

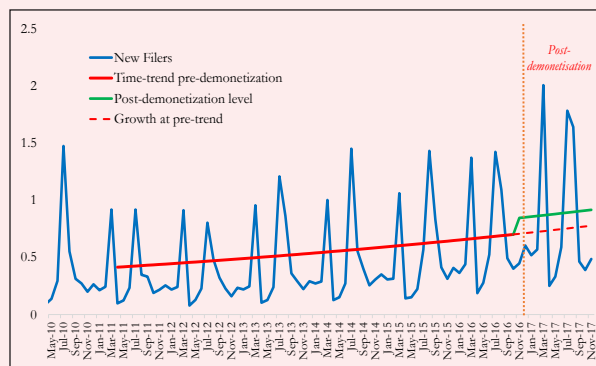
विमुद्रीकरण का एक लक्ष्य अर्थव्यवस्था के औपचारिकीकरण को बढ़ाना और अधिकाधिक भारतीयों को आय कर जाल में लाना था, जिसमें केवल 59.3 मिलियन व्यक्तिगत करदाता शामिल हैं (कर भरने वाले और 2015-16 में जिनके कर की स्रोत पर कटौती की गई) ये अनुमानित गैर-कृषि कार्य बल के 24.7 प्रतिशत के समकक्ष हैं। क्या यह हुआ है और किस हद तक हुआ है?

प्रथम दृष्टि में ऐसा लगता है कि नए करदाताओं की संख्या में काफी वृद्धि हुई है। चित्र 1 में विमुद्रीकरण से (नवंबर 2016-नवंबर 2017) 13 महीनों में नए करदाताओं की कुल संख्या की तुलना पहले के 13 महीने के समय से की गई है। नवंबर 2016 के बाद 10.1 मिलियन कर भरने वाले जोड़े गए जबकि पहले के छह वर्षों में औसत 6.2 मिलियन थी।

चित्र 1: नए कर देने वाले (मिलियन में)



चित्र 2: मासिक नए करदाता (मिलियन में)



स्रोत: राजस्व विभाग (सीबीडीटी)

फिर भी, विमुद्रीकरण के प्रभाव का पुरजोर आकलन नए करदाताओं में पूर्व-मौजूदा प्रवृत्ति में वृद्धि का ध्यान रखना होगा। इसका समाधान करने के लिए हम प्रतीपगमन विश्लेषण करते हैं। परिणाम चित्र 2 में दर्शाया गया है। क्षेत्रीयता को हिसाब में लेकर हम पाते हैं कि नए करदाताओं में मासिक प्रवृत्ति में वृद्धि 0.8 प्रतिशत है (वार्षिक 10 प्रतिशत वृद्धि)। नवंबर 2017 तक करदाताओं का स्तर इस प्रवृत्ति से प्राप्त संकेत से 31 प्रतिशत अधिक था, जो सांख्यिकीय रूप से बहुत अधिक अंतर¹ दर्शाता है। इसका अर्थ यह हुआ कि विमुद्रीकरण-सह-जीएसटी के कारण अतिरिक्त करदाता मोटे तौर पर 1.8 मिलियन बैठते हैं, जो मौजूदा करदाताओं का 3 प्रतिशत है।

आगे के विश्लेषण से पता चलता है कि बहुत से मामलों में नए करदाताओं ने औसत आय की सूचना दी है, जो आय कर के आरंभिक 2.5 लाख के आस-पास है, जो पहले के राजस्व प्रभाव को सीमित कर देता है। समय बीतने पर, जैसे-जैसे आय बढ़ती है बहुत से नए करदाता आरंभिक सीमा से ऊपर होंगे, तब राजस्व प्राप्ति बढ़नी चाहिए।

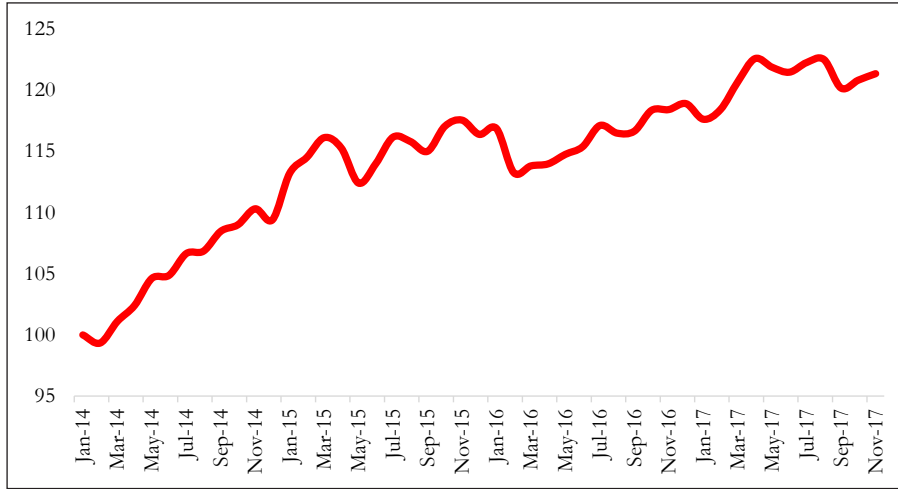
1.21 अध्याय 3 में देश के विभिन्न क्षेत्रों से प्राप्त अनुभवों के आधार पर कुछ पेचीदा निष्कर्ष निकले हैं, जिससे यह पता चलता है कि अतिरिक्त बचतों से संवृद्धि में तेजी आ जाए, यह जरूरी नहीं है। इसी बीच राड्ज़िक (1998) ने तर्क दिया है कि जिस प्रतिस्पर्धी विनिमय दर से निवेश और वृद्धि में तेजी आती है, उसी से बचत भी होगी। दूसरे शब्दों में, इस तरह के आर्थिक साक्ष्य मौजूद हैं जिनसे पता चलता है कि प्रतिस्पर्धी विनिमय दरें सह निर्यात वृद्धि के लिए अधिक महत्वपूर्ण हैं। साथ ही बॉक्स 4 दर्शाता है कि विनिमय दरों की घरेलू राजनीतिक अर्थव्यवस्था मुक्त पूंजी खाते और एक सशक्त, कम प्रतिस्पर्धी विनिमय दर

का समर्थन करती है।

1.22 एक पांचवां सबक यह है: कि भ्रष्टाचार और निर्बल शासन मिटाने के महत्वपूर्ण सामाजिक/आर्थिक फायदे हैं लेकिन इनके निवारक उपायों में भी काफी पैसा लगता है। जीएसटी और नोटबंदी के मामले में अर्थव्यवस्था के अनौपचारिक नगदी गहन क्षेत्र प्रभावित हुए। टीबीएस के मामले में, आईबीसी नीलामी के ऋण के गैर निष्पादन के मामले में फर्मों के प्रवर्तकों पर पाबंदी लगाने का फैसला नैतिकता के पतन पर लगाम लगाने के लिए भले ही जरूरी हो, कि फर्मों को अपने ऋणों को वापस न करने के लिए

1 विशिष्ट रूप से हम निम्नलिखित प्रतीपगमन आकलन करते हैं: $\text{Log } F_m = \alpha T + \beta (\text{D-GST}) + \text{FE}_m$ जहां F_m माह ड में नए करदाताओं की संख्या है, T समय प्रवृत्ति है, D-GST नवंबर 2016 के बाद की अवधि के लिए डॅमी है; और FE_m कर देने में मौसम विशेष हेतु हिसाब के लिए माह नियत प्रभाव। गुणक करदाताओं में रूझान वृद्धि दर्शाता है जबकि B (या सही अर्थ में $cB-1$) उस सीमा को मापता है कि नए करदाता के स्वाभाविक रूझान को हिसाब में लेने के बाद नवंबर 2016 के बाद कहां तक अधिक हैं। नवंबर 2010 की बजाय नवंबर 2012 में प्रतिदर्श शुरू करने से विमुद्रीकरण डॅमी के बाद के लिए अनुमान आधा रह जाता है।

चित्र-6 वास्तविक प्रभावी विनियम दर (आरईईआर-आईएमएफ)
(जनवरी 2014=100)



स्रोत: आईएमएफ, समीक्षा परिकलन

प्रोत्साहन मिलता; और तत्पश्चात् वे कुछ छूट के साथ ऋण का भुगतान करने के लिए प्रस्ताव देते। लेकिन इससे दीवालिया फर्मों की नीलामी के लिए कम बोलीदाता आगे आते और उतना मूल्य भी मिलने की संभावना नहीं रहती।

1.23 स्पेक्ट्रम, कोयला और नवीकरणीय के नीलामी के मामलों में पारदर्शिता थी और मोटे मुनाफे वाले भाड़ों से वास्तविक/प्रत्यक्ष रूप से निज़ात भी मिली, लेकिन स्थितियों से पता चला कि यह सफल बोलीदाताओं के लिए अभिशाप भी साबित हुआ, जहां फर्मों ने आस्तियों के लिए ऊंची बोली लगाई, जिसकी वजह से प्रत्येक क्षेत्र में विपरीत परिणाम आए हैं।

1.24 निष्कर्ष यह निकलता है कि यथासंभव ऐसी नीति बने जिससे ये लागतें न्यूनतम रहें। खासतौर से दंड की बजाए प्रोत्साहन देने, पुरस्कृत करने पर ज्यादा भरोसा करना चाहिए; स्टॉक समस्या की बजाए प्रवाह समस्या को ज्यादा तवज्जो देनी चाहिए; रणनीतियों को समाप्त करने की बजाए सुधारने की प्रक्रिया अपनाई जाए (जैसे प्रतिबंध, परिणात्मक अवरोध, स्टॉक सीमा और भावी विपणनों सहित बाजारों पर ताला लगाना इत्यादि)

1.25 छठा सबक बाजार और राज्य की भूमिका, निजी पूंजी और सरकारी संस्थानों पर जारी अंतर्राष्ट्रीय/राष्ट्रीय संवादों से संबंधित है। पूरे विश्व में इनकी क्रमिक भूमिका का पुनर्मूल्यांकन किया जा रहा है, जिसमें राज्य की दखलंदाजी

के प्रति स्पष्ट झुकाव नजर आता है। यह नया अंतर्राष्ट्रीय मामला वैश्वीकरण के प्रभाव को नरम करने और बढ़ती हुई विषमता पर अंकुश लगाने और आस्तियों के पुनर्वितरण की आवश्यकता पर आधारित है। मसलन, यह जोखिमों को कम करने, वित्तीय क्षेत्र को नियंत्रित करने ताकि जोखिम न्यूनतम हो और प्रौद्योगिकी क्षेत्र पर अंकुश लगाकर इसकी बाजार शक्ति को सीमित करने एवं संचार माध्यम के रूप में इसका दुरुपयोग रोकने से जुड़ा है और संचार माध्यम के रूप में इसका दुरुपयोग रोकने पर आधारित है।

1.26 लेकिन भारत राज्य और बाजार की भूमिकाओं की अनिश्चितता का एक अस्पष्ट क्षेत्र है राज्य की (केन्द्र एवं राज्य क्षमता की सीमितताओं के कारण आवश्यक सेवाएं जैसे स्वास्थ्य, शिक्षा और अवसंरचनाओं की निगमता भी बाधित होती रहती है। उसी समय एकीकृत भुगतान अंतरापृष्ठ (यूपीआई) द्वारा अब संबंधित प्रौद्योगिकी और जैम (जनधन-आधार-मोबाइल) संरचना के आने पर कुछ सुधार आया है, लेकिन अभी काफी काम करना है।

1.27 निजी क्षेत्र के बारे में अस्पष्टता बरकार है और कुछ हद तक यह भारतीय पूंजी से संबंधित है। निजी क्षेत्र को सदैव इस लांछना के साथ संघर्ष करना पड़ रहा है कि इसका जन्म ही लाइसेंस परमिट राज में हुआ था। कुछ हद तक यह लांछना 1990 के दशक में आई सूचना प्रौद्योगिकी में तेजी से दूर हो गई क्योंकि इस क्षेत्र ने सरकारी इमदाद की बजाए अंतर्भूत प्रतिस्पर्धात्मक योग्यता

बाक्स 3: क्या निर्यात संबंधी प्रोत्साहन कारगर होते हैं? वर्ष 2016 का सफल परिधान पैकेज

भारत में महिलाओं को सशक्त करने, रोजगार बढ़ाने, आर्थिक वृद्धि में तेजी लाने के लिए परिधान क्षेत्र में काफी क्षमता है। यह बात और भी सही है कि हाल में विश्व में वस्त्रों के निर्यात के क्षेत्र में चीन का अंशदान घट रहा है। बहरहाल, भारत ने अभी तक इस अवसर का फायदा नहीं उठाया है। जबकि वियतनाम और बांग्लादेश ने चीन द्वारा खाली किए इस स्थान का शीघ्र फायदा उठाया है।

अतः, जून 2016 में मंत्रिमंडल ने परिधान क्षेत्र के लिए 6,000 करोड़ रु. के पैकेज का एलान किया। इस पैकेज में सबसे बड़ा घटक राज्यों द्वारा वसूले गए परोक्ष कर जो कि निर्यातों में सन्निहित थे, को निष्क्रिय करने के लिए राज्य की वसूलियों पर रियायत देना था। ये राज्यों द्वारा वसूले गए शुल्कों पर रियायत, निर्यातों में सन्निहित परोक्ष करों को निष्क्रिय करने के लिए निर्यातों के लिए देय शुल्क की प्रतिपूर्ति करने के अलावा थी। पैकेज से पहले कपड़ों के निर्यातों पर देय शुल्क की वापसी 7.5% से -9.8% के बीच थी। पैकेज के बाद, राज्यों द्वारा वसूले निर्यात शुल्कों पर रियायत से निर्यातों में 2.8% से 3.9% तक वृद्धि हुई।

प्रमुख प्रश्न है: क्या पैकेज सफल हुआ?

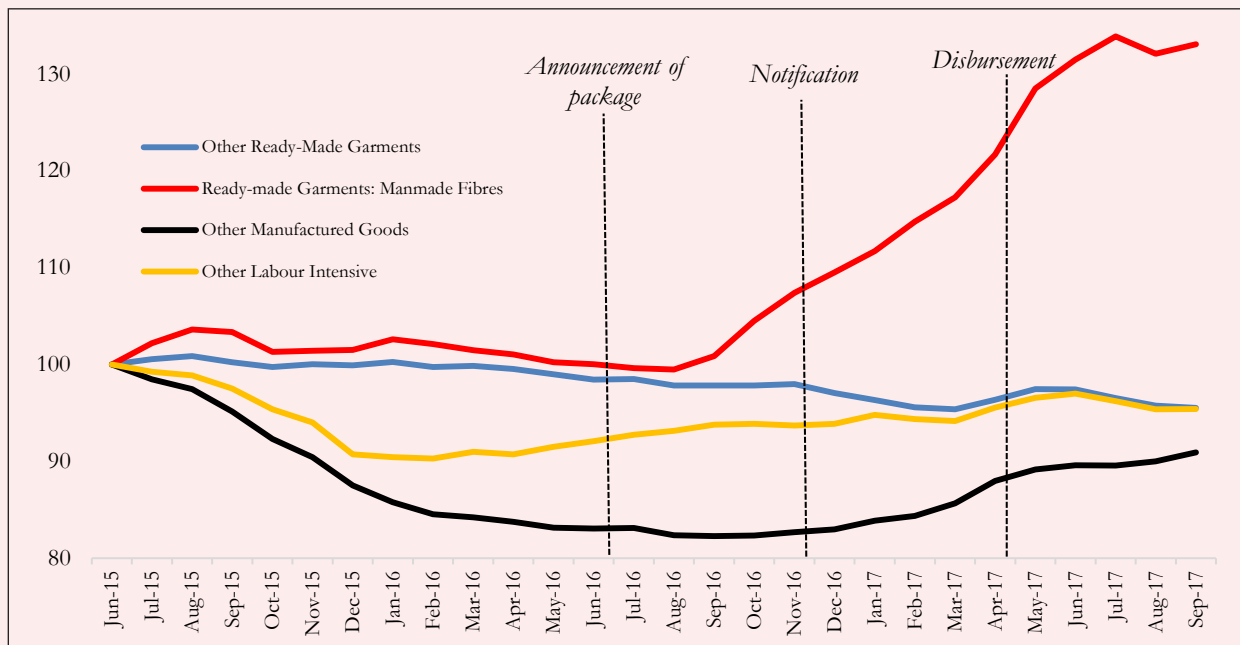
इसका उत्तर देने के लिए हम स्वीकृत अंतर में अंतर (डीडी) पद्धति का उपयोग करते हैं जो पैकेज के प्रभाव को (यद्यपि त्रुटिपूर्ण ढंग से) अलग करने की अनुमति देती है। अनिवार्य रूप से यह विधि जानने का प्रयास करती है कि क्या वस्त्र पैकेज प्रारंभ होने के बाद अन्य तुलनीय क्षेत्रों की अपेक्षा वस्त्रों के निर्यात में अधिक वृद्धि हुई है। परिशिष्ट 1 में इस पद्धति को विस्तार से स्पष्ट किया गया है।

यहां तीन मुख्य निष्कर्ष उभर कर आते हैं:

- इस पैकेज से मानव निर्मित रेशों से बने तैयार कपड़ों का निर्यात बढ़ा;
- इस पैकेज का अन्य रेशों (सिल्क कपास आदि) से बने तैयार कपड़ों पर पर्याप्त रूप से सकारात्मक प्रभाव नहीं पड़ा था; और
- सितम्बर 2017 तक समय के साथ मानव निर्मित रेशों से बने तैयार कपड़े पर धीरे-धीरे प्रभाव चलता रहा, अन्य तुलनात्मक समूहों की तुलना में यह लगभग 16 प्रतिशत का संचयी प्रभाव हो गया।

नीचे दिया गया चित्र अन्य श्रम प्रधान और विनिर्मित वस्तुओं की तुलना में कपड़ों के निर्यात में वृद्धि, जिसे आरओएसएल प्राप्त नहीं हुए थे को दर्शाता है। पैकेज के बाद मानव निर्मित रेशों से बने तैयार कपड़ों पर स्पष्ट रूप से सकारात्मक प्रभाव सामने आता है।

चित्र 1 तैयार कपड़ों का निर्यात और अन्य चुनिन्दा समूह (सूचकांक, जून 2015 = 100)



स्रोत: वाणिज्य और उद्योग मंत्रालय

एक नीति का निहितार्थ यह है कि जीएसटी परिषद को जीएसटी से बाहर रखे गए उत्पादों (पेट्रोलियम और विद्युत) से उत्पन्न सन्निहित करों और जो स्वयं जीएसटी से उत्पन्न (उदाहरण के लिए निवेश कर ऋण जिन्हें “कर हटाने” के कारण प्रतिबन्धित किया जाता है जिसके द्वारा कर फिर से श्रृंखला में वापस आ जाते हैं श्रृंखला के करों से अधिक होते हैं) की गहन समीक्षा आयोजित करनी चाहिए। इस समीक्षा द्वारा शीघ्र ही इन सन्निहित निर्यात करों को हटा दिया जाना चाहिए, जिससे भारत के विनिर्माण निर्यातों को अत्यधिक प्रोत्साहन मिल सकेगा।

के आधार पर अपने आप को अग्रसर किया, अप्रत्याशित शासन मानकों को अपनाया, अंतर्राष्ट्रीय स्टॉक एक्सचेंज में अपनी उपस्थिति दर्ज की और विश्व के बाजार में खूब नाम कमाया। इन सभी कारकों से भारतीय पूंजी की विश्वविसनीयता में सुधार आया है।

1.28 लेकिन यह दोष 2000 के मध्य में भारी किराया मांगने और स्पेक्ट्रम, कोयला, जमीन और पर्यावरण संबंधी पर्यटकों से संबंधित भ्रष्टाचार के कारण पुनः अवतरित हुआ। आज की टीबीएस समस्या उस समय की अवसंरचना में तेजी के कारण उछाल पैदा हुआ है। जिसके कारण जनता की धारणा है कि प्रमोटर मोटी खाल के होते हैं, और कि भारत में “बिना समता के पूंजीवाद” है, और सीमित दायिता की बजाए शून्य दायिता है, आदि के कारण भारतीय पूंजी के विषय में नकारात्मक धारणा को और बल मिला है।

1.29 और इस समय, तो सूचना प्रौद्योगिकी क्षेत्र को प्रशासनिक चुनौतियों से जूझना पड़ रहा है क्योंकि विदेशी ग्राहकों के लिए निम्न लागत पर प्रोग्रामिंग मुहैया कराने का इसका माडल प्रौद्योगिकी क्षेत्र में तेजी से बदलती परिस्थितियों के कारण मुश्किल हो रहा है। एक तरह से हम कह सकते हैं कि भारत “(पिछलग्गू) समाजवाद से कलंकित पूंजीवाद” की ओर अग्रसर हो रहा है। यह कलंकित पूंजीवाद का वातावरण है जिसके कारण सरकार को एक संचयी विरासत, प्राप्त हुई है जिसके कारण नीतियों में सुधार लाना दुष्कर कार्य है। दौहरी बहिष्वाता की समस्याओं को समझाने हेतु हुई प्रगति उल्लेखनीय है।

1.30 अंत में, पिछले वर्ष की समीक्षा इसी संदर्भ में दोहरी बही खाता व्यवस्था पर अंकुश लगाने में (खण्ड 1 अध्याय 2) में तीन परिवर्तनों परांत चुनौतियां, अकुशल पुनर्वितरण की समस्या, आवश्यक जन सुविधाओं को मुहैया कराने में सीमित सफलता, खास तौर पर स्वास्थ्य और शिक्षा के क्षेत्र में और सम्पत्ति अधिकारों, के निजी क्षेत्र और कीमतों में प्रोत्साहन आदि के प्रति अस्पष्टता, जैसे शेष कार्य की पहचान की है।

1.31 वर्तमान समीक्षा के लिए किए गए नए विश्लेषण और वृहत अनुदर्शी मूल्यांकन के आलोक में एक मद पर पुनःबल देना और दो अन्य को जोड़ना आवश्यक है।

जिस मद पर पुनः ध्यान दिए जाने की जरूरत है, वह शिक्षा का क्षेत्र है। अस्पष्ट प्रौद्योगिकी प्रतिवात के दृष्टिगत इसके, भारत की प्रगति के पथ पर एक बाधा बन जाने के जोखिम के बाद भी “शिक्षा” क्षेत्र की समीक्षाओं का निदान शीघ्र नहीं दिखाई दे रहा। खदेखें बॉक्स-1 अध्याय 5., भावी श्रम बल के लिए हट्टे-कट्टे शिक्षित कार्मिक, जिनमें निरंतर सीखने/आत्मासात करने की क्षमता हो, का होना आवश्यक है। इन कार्मिकों में महिलाओं को अधिक संख्या में शामिल किया जाना चाहिए और ऐसा होने के लिए इनमें पुरुष कार्मिकों के टक्कर का ओहदा और भूमिका निभाने की क्षमता होनी चाहिए। अध्याय 7 से पता चलता है कि भारत अभी इस क्षेत्र में बहुत पीछे है।

1.32 सर्वाधिक नया मुद्दा-कुछ मामलों में सबसे पुराना मुद्दा भी, कृषि है। कृषि उत्पादन बढ़ने से सदैव सफल आर्थिक और सामाजिक बदलाव हुए हैं। फिर भी भारतीय कृषि उत्पादकता में वृद्धि कम रही है। विगत चार वर्षों में वास्तविक कृषि संबंधी जीडीपी और वास्तविक कृषि आगम का स्तर उन दो वर्षों के (चित्र 7) कुछ भागों में खराब मानसून के कारण कुछ बढ़ा है और अध्याय 6 में विश्लेषण बताता है कि जलवायु परिवर्तन, जिसका प्रभाव भारतीय कृषि पर पहले ही दिखाई देता है, कृषि उपज 20-25 प्रतिशत तक कम कर सकता है। सरकार के कृषि दबावों को कम करने और किसानों की आय को दोगुना करने के सरहानीय उद्देश्य को पूरा करने के लिए आगे कार्यवाही की आवश्यकता है जिसमें किसानों के लिए विज्ञान और प्रौद्योगिकी लाने के निर्णायक प्रयास, व्यर्थ की सब्सिडी (बिजली एवं उर्वरक)के स्थान पर सीधे आमदनी की सहायता और पानी के कुशल छिड़काव के जरिए सिंचाई का विस्तार आदि शामिल हैं।

1.33 दूसरा मामला रोजगार की चुनौती है। संगतिपूर्ण, व्यापक और अद्यतन आकड़ों का अभाव गम्भीर रूप से आकलन को बाधित करता है। यद्यपि बॉक्स 5 नए प्रमाण देता है जो बताते हैं कि औपचारिक क्षेत्र में रोजगार अभी तक विश्वास किए गए स्तर की तुलना में ज्यादा है।) फिर भी यह स्पष्ट है कि अच्छे उच्च उत्पादकता वाले रोजगारों के साथ उभरते युवा श्रम बल को रोजगार प्रदान करना भारत में एक गंभीर मध्यावधिक चुनौती बना रहेगा। प्रभावशाली प्रतिक्रिया को कई स्तरों और रणनीतियों से गुजरना पड़ेगा, उपरोक्त सभी के साथ से सम्पोषणीय

बाक्स 4 ब्याज और मुद्रा दरों की राजनीतिक अर्थव्यवस्था

राजनीतिक निर्णय विभिन्न समूहों को विविध रूप से प्रभावित करते हैं। पाठकों के लिए एक निर्देशिका के रूप में, नीचे दी गई सारणी में ब्याज और मुद्रा दरों के संबंध में विभिन्न समूहों की प्राथमिकता के साथ-साथ उनके कारणों की सूची दी गई है। उदाहरण के लिए वे कम्पनियां जो गैर-विपणन योग्य वस्तुओं की बिक्री करती हैं और अपने साधनों के लिए आयातों पर निर्भर हैं, मजबूत मुद्रा दर को प्राथमिकता दे सकती हैं: ऐसा एक उत्कृष्ट मामला विद्युत कम्पनियों का है जो घरेलू सवितरण कम्पनियों को बिजली बेचती हैं और अपने पूंजीगत उपकरणों का आयात करती हैं। इसके विपरीत आईटी कम्पनियों जैसे सेवा निर्यातक प्रतिस्पर्धात्मक मुद्रा दरों में अधिक रुचि लेंगे क्योंकि वे मुख्यतः विदेशों में सामान बेचेंगे, जबकि बहुत कम सामान का आयात करेंगे। वे लोग ही मजबूत मुद्रा दर को प्राथमिकता देते हैं जो व्यापक राष्ट्रीय क्षमता के साथ समान मुद्रा मजबूती को प्राथमिकता देते हैं।

समूह	प्राथमिकता	कारण
विनिर्माता, सेवाओं के निर्यातक और किसान	ब्याज की कम दरें कमजोर मुद्रा	वस्तुओं का आयात किए जाने के बावजूद चूँकि बाजार शोयर बढ़ते हैं, लाभ बढ़ता है। यह निर्यातकों (कपड़ा) और घरेलू बाजार के लिए उत्पादन करने वाली फर्मों के लिए लागू होता है लेकिन आयातों (स्टील, एल्युमीनियम) के साथ प्रतिस्पर्धा कर रहा है। उच्च घरेलू मूल्य वर्द्धन वाले सॉफ्टवेयर निर्यातक कमजोर रूप का समर्थन करेंगे।
अपवाद: आयात प्रधान विनिर्माता	अधिक प्राथमिकता नहीं	कमजोर रुपया निर्यात राजस्व को बढ़ाता है लेकिन आयात की लागत को भी बढ़ाता है।
घरेलू रूप से सकेंद्रित फर्में	कम ब्याज दरें	लाभ बढ़ता है बोझ कम होता है।
अवसंरचना कम्पनियां विशेषरूप से विद्युत और नवीकरणीय	मजबूत मुद्रा, कम ब्याज दर	मजबूत मुद्रा आगम को प्रभावित किए बिना, जो रूप में अर्जित की जाती है, से लागत घटती है। लागत कम होती है क्योंकि फर्में डालर में लिए गए ऋण को वित्त पोषित करने के लिए विशेष रूप से पूंजीगत उपकरणों का आयात करती हैं ब्याज की कम दरें घरेलू ऋणों पर ऋण शोधन के बोझ को कम करती हैं।
परिवार	उच्च ब्याज दरें	बचत पर प्रतिफल बढ़ता है। पारिवारिक बचत पारिवारिक उधार से अधिक होती है।
इक्विटी निवेशक-घरेलू	कम ब्याज दरें	कॉरपोरेट लाभ बढ़ता है इसलिए प्रतिफल बढ़ते हैं।
इक्विटी निवेशक-विदेशी	कम ब्याज दर, मजबूत मुद्रा	संयोजन से डालर प्रतिफल बढ़ते हैं। तनाव: कम दरों से मुद्रा विशेष रूप से कमजोर पड़ती है।
बांड निवेशक-घरेलू	गिरती ब्याज दरें	पूंजीगत लाभ सुजित करता है। बैंक कम दरों को प्राथमिकता देते हैं; अन्य निवेशक (जैसे एलआईसी) उच्च दरों को प्राथमिकता देते हैं।
बांड निवेशक-विदेशी	उच्च लेकिन गिरती ब्याज दरें, मजबूत मुद्रा	संयोजन डालर प्रतिफल को अधिक करता है। तनाव: गिरती दरें कमजोर मुद्रा।
सरकार	कम ब्याज दरें	कम दरें ऋण शोधन का भार कम करती हैं। अतिरिक्त वृद्धि अथवा महंगाई से राजस्व बढ़ता है।
गैर-आर्थिक कारक	मजबूत मुद्रा	राष्ट्रीय आर्थिक सुदृढता के साथ मजबूत मुद्रा आती है।

इंजनों-निजी निवेश और निर्यात की ताकत के साथ तीव्र आर्थिक विकास के लिए माहौल बनेगा।

हालिया घटनाक्रम

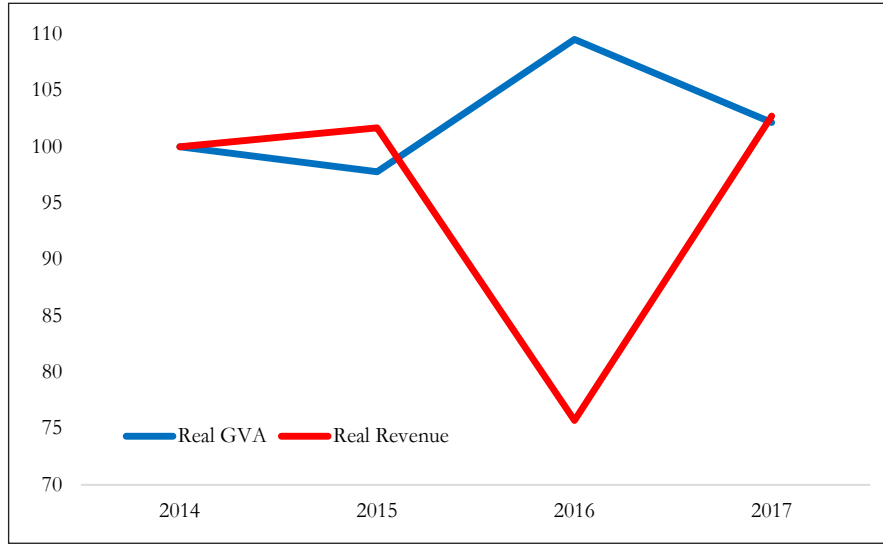
वैश्विक परिदृश्य: आधार रेखा और जोखिम

1.34 अंतर राष्ट्रीय मुद्रा कोष (आईएमएफ) के अनुसार वैश्विक अर्थव्यवस्था समन्वितप्रायः पुनरूत्थान की ओर बढ़ रही है जो वर्ष 2010 से सर्वाधिक विस्तारपूर्ण है। वर्ष 2017 में, मोटे तौर पर तीन चौथाई देशों ने अपनी संवृद्धि दरों में सुधारों का अनुभव किया जो वर्ष 2010 से सर्वाधिक

अंश है। परिणामस्वरूप, वैश्विक सकल घरेलू उत्पाद वृद्धि वर्ष 2016 में 3.2 प्रतिशत से बढ़कर वर्ष 2017 में लगभग 3.6 प्रतिशत हो गई, और वर्ष 2018 में अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष ने इसमें 0.2 प्रतिशत वृद्धि के साथ 3.9 प्रतिशत बिन्दु की वृद्धि होने की संभावना बताई है। यद्यपि, इसमें उछाल आ रहा है, फिर भी वैश्विक संवृद्धि अभी भी 2000 के दशक की संवृद्धि दर से नीचे है।

1.35 यह पुनरूत्थान वैश्विक स्तर पर फैल जाने का एक कारण यह है कि विश्व व्यापार अंततोगत्वा अपनी जड़ता से उभर कर आ रहा है, और इसमें वर्ष 2016 में 2.5 प्रतिशत

चित्र 7. कृषि : वास्तविक जीवीए और वास्तविक राजस्व (फसल 2014=100)
(जनवरी 2014=100)



स्रोत: एग्मार्कनेट समीक्षा परिकलन

*वर्ष 2016 और 2017 के लिए फसल का मूल्य पिछले वर्षों के वास्तविक कृषि जीवीए से फसल जीवीए का उपयोग करके जीवीए का अनुमान लगाया गया। वास्तविक राजस्व (किसानों द्वारा प्राप्त उत्पादन अवधि मूल्य और कृषि के लिए सीपीआई द्वारा कम किए गए वास्तविक आय के लिए प्रोक्सी है **कृषि संबंधी जीवीए वित्त वर्ष पर आधारित होता है जबकि वास्तविक राजस्व कलैण्डर वर्ष पर आधारित होता है।

वृद्धि की तुलना में वर्ष 2017 में 4.7 प्रतिशत वास्तविक वृद्धि दर्ज की गई है। दूसरा कारण यह है कि वस्तुओं के उत्पादक रूस, ब्राजील और सऊदी अरब जैसे देश जो पिछले कुछ वर्षों से हतोत्साहक कीमतों की समस्याएं झेलते रहे हैं, उनको मांग में वृद्धि होने से लाभ प्राप्त हुआ है। वर्ष 2017 में वस्तुओं की कीमतों में आश्चर्यजनक वृद्धि हुई है, जिनमें पेट्रोलियम सबसे आगे है जिसकी कीमत में 16 प्रतिशत तक की वृद्धि हुई और यह वर्ष के अंत तक 61 डालर प्रति बैरल तक पहुंच सकती है।

1.36 भले ही वैश्विक वृद्धि और वस्तुओं की कीमतों में वृद्धि हुई है, फिर भी मुद्रास्फीति मुख्य उन्नत क्षेत्रों में 2 प्रतिशत से नीचे बने रहते हुए, उल्लेखनीय रूप से निश्चल रही है। परिणामस्वरूप, यूरोजोन और जापान, यूएस में आर्थिक नीतियां तीव्र वापसी के बावजूद अत्यधिक उदार रही हैं। आर्थिक चक्र में बाद की अवस्था में इस अस्वाभाविक परिदृश्य-तीव्र वृद्धि, अत्यधिक निम्न ब्याज दरों के दुर्लभतम संयोजन से एक ही समय में उच्च बांड कीमतें और स्टॉक बाजार मूल्यांकन भी उत्पन्न हुए हैं।

1.37 सर्वसम्मत पूर्वापेक्षा इन स्थितियों के वर्ष 2018 में बने रहने को आवश्यक मानती है, क्योंकि कंपनियां निवेश में

वृद्धि करके बढ़ी हुई मांग की स्थितियों पर प्रतिक्रिया करती हैं, और सरकारें (जैसेकि संघ राज्य सरकार) विस्तारपरक राजकोषीय नीतियों पर कार्य करती हैं, जबकि उन्नत देशों की आर्थिक नीतियां प्रेरक बनी रहती हैं और विश्व व्यापार का तेजी से बढ़ना जारी रहता है।

1.38 जोखिम क्या हैं? वास्तव में, सामान्य भू-राजनैतिक और भू-आर्थिक जोखिम हैं; यथा कोरियन प्रायद्वीप पर युद्ध; मध्य पूर्व में राजनैतिक उथल-पुथल; सऊदी अरबियन तेल कंपनी अरैमको के सूचीबद्ध किए जाने की आशा में सऊदी अरब (और रूस) द्वारा भारी उत्पादन कटौती, जिससे तेल की कीमतें और बढ़ सकती हैं; पूंजी नियंत्रणों के रूप में चीन की अप्रत्याशित क्रेडिट वृद्धि के अंतिम अनुमान, संवृद्धि मंदी और वैश्विक अर्थव्यवस्था के परिणामों से तीव्र मुद्रा गिरावट (आर्थिक समीक्षा 2016-17, अध्याय 1) और व्यापार तनाव जिसके कारण नॉक-ड्रॉक हो सकती है, और उसके बाद यह नियंत्रण से परे हो सकती है।

1.39 किन्तु संभवतः मुख्य जोखिम उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में समष्टि आर्थिक स्तर पर होते हैं। ये जोखिम तीन अंतः संबंधित स्रोतों से उत्पन्न होते हैं जो ये हैं:—

बॉक्स 5. औपचारिक क्षेत्र कृषितर वेतन चिट्ठों के नए अनुमान

नवीनतम आकड़ों के अभाव में रोजगार चुनौतियों का आकलन करने में रूकावट आती है। इस बात को समझते हुए सरकार ने इस कमी को दूर करने के लिए नए दिशा-निर्देश उपलब्ध कराने के लिए नीति आयोग को अधिकृत किया था और रोजगार के संबंध में अगली व्यापक समीक्षा की जा रही है। इसी बीच, सरकारी आकड़ों के डिजीटाइजेशन और जीएसटी के प्रारंभ से औपचारिक रोजगार के कतिपय पूर्वानुमान लगाने का अवसर मिला है। अध्याय 3 में इसका ब्यौरा दिया गया है। यहां हम मुख्य बातों का संक्षिप्त उल्लेख करते हैं।

औपचारिक रोजगार को कम से कम दो तरह से परिभाषित कर सकते हैं। पहला जहां नियोजक अपने कर्मचारियों को किसी प्रकार की सामाजिक सुरक्षा प्रदान कर रहे हैं। दूसरे, जब फर्मों टैक्सनेट का हिस्सा होती हैं। तदनुसार, सारणी इन परिभाषाओं के आधार पर वेतन के भुगतानों का 2012 मेट्रिक्स दर्शाती है। एनएसएसओ के 73वें सर्वेक्षण दौर का उपयोग करते हुए उन फर्मों की पहचान की गई है जो करों या सामाजिक सुरक्षा तंत्र के अंतर्गत नहीं हैं। यह पूरी तरह से अनौपचारिक सेल है क्योंकि वे फर्मों टैक्स और सामाजिक सुरक्षा नेट दोनों से बाहर हैं।²

सारणी 1. सामाजिक सुरक्षा और कर की परिभाषा के अनुसार औपचारिक और कृषितर वेतन भुगतान

इपीएफओ/इएसआईसी में नामांकित							
		फर्म/उद्यम का नाम (लाख)			कर्मचारी (करोड़)		
		Yes	No	Total	Yes	No	Total
जीएसटी के अंतर्गत पंजीकृत	Yes	4.0	88.3	92.3	4.5	6.7	11.2
	No	0.9	619.8	620.6	1.5	9.2	10.8
		4.9	708.1	712.9	6.0	15.9	22.0

सारणी दर्शाती है कि सामाजिक सुरक्षा की दृष्टि से औपचारिक रोजगार 6 करोड़ बैठता है जिसमें हमें अनुमानित कुल 7.5 करोड़ में 1.5 करोड़ सरकारी कर्मचारियों (रक्षा को छोड़कर) को भी अवश्य जोड़ना चाहिए। चूँकि गैर-कृषि कार्यबल (दुबारा सारणी के आकड़ों में सरकार को जोड़ते हुए) 24 करोड़ होने का अनुमान है जो एनएसएसओ रोजगार-बेरोजगार सर्वेक्षण के 68वें दौर (2011) के अनुसार है। इस परिभाषा के अंतर्गत औपचारिक रोजगार गैर-कृषि कामगारों के 31 प्रतिशत के बराबर है।

इसी बीच, कर की दृष्टि से औपचारिक रोजगार 11.2 करोड़ हैं, सरकारी नियुक्तियों को मिलाकर यह कुल मिलाकर 12.7 करोड़ बैठता है। इससे स्पष्ट होता है कि 54 प्रतिशत के आसपास गैर-कृषि कार्यबल औपचारिक क्षेत्र में हैं। बेशक सभी फर्मों जो जीएसटी का भुगतान करती हैं औपचारिक न हों, सामान्यतः इसका यही अर्थ लगा लिया जाता है। जैसा कि अध्ययन 3 दर्शाता है, नियत सीमा से छोटी कई फर्मों ने जीएसटी के लिए पंजीकरण किया है जिससे कि वे अपनी खरीद पर टैक्स क्रेडिट प्राप्त कर सकें। इसकी तुलना में इन आकड़ों में स्वास्थ्य और शिक्षा जैसे जीएसटी से बाहर रखे गए क्षेत्रों में कार्यरत औपचारिक कामगार शामिल नहीं हैं।

विशेष संख्याओं के संबंध में आपत्तियों के बाद भी विस्तृत निष्कर्ष जबरदस्त होने की संभावना है जहां औपचारिक चिट्ठे वर्तमान मान्यताओं के मुकाबले काफी विशाल हो सकते हैं।

- परिसंपत्ति मूल्यांकनों (कीमत ईक्विटी अनुपातों) में सामान्य होने की प्रवृत्ति होती है। और जितनी तेजी से और जितने अधिक उच्चतर विशेष तौर पर आर्थिक चक्र में विलंब से वे बढ़ते हैं, उनके उतनी ही तीव्रता से कम होने की उतनी ही अधिक संभावना होती है।
- साथ ही बांडों और इक्विटी दोनों के उच्च मूल्यांकनों की अवधि में संक्षिप्त बने रहने की प्रवृत्ति होती है
- क्योंकि वे तीव्र दबाव से गुजरते हैं, यदि भावी अर्जन और आर्थिक विकास काफी उज्वल होते हैं, तो उच्च इक्विटी कीमतों के साथ ब्याज दरों का सदैव उतना कम होना सही नहीं ठहराया जा सकता।
- और यदि ब्याज दरों में वृद्धि होती है—अथवा यदि बाजारों को यह भनक भी होती है कि केंद्रीय बैंकों को अपना रवैया बदलने की आवश्यकता होगी,

² एनएसएसओ ने जुलाई 2015 और जून 2016 के बीच अनिगमित गैर-कृषि उद्यमों (निर्माण को छोड़कर) का सर्वेक्षण कराया है। अध्याय 4 के परिशिष्ट 1 में इन अनुमानों को निकालने के लिए उपयोग में लाई गई प्रणालियों के ब्यौरे पर चर्चा की गई है।

तो बांड और इक्विटी दोनों तीव्र गति से समंजित होंगे। एक विश्वसनीय दृश्य विधान निम्न प्रकार होगा: अंतरराष्ट्रीय मुद्राकोष अब भविष्य वाणी कर रहा है कि विकसित देशों के आउटपुट अन्तराल वैश्विक आर्थिक संकट के बाद से पहली बार वर्ष 2018 में भर जाएंगे वैसे ही मजदूरियों में वृद्धि होना और लाभों का कम होना प्रारंभ हो जाएगा (जिससे इक्विटी मूल्यांकन प्रेरित होंगे)¹, और जैसे ही मुद्रास्फीति में वृद्धि होती है, वैसे ही नीति निर्माता दरों में वृद्धि करने, बांड मूल्यांकन अपस्फीति करने और शेयर कीमतों को और भी अधिक शिथिल करने के लिए मजबूर होंगे।

1.40 यदि परिसंपत्ति कीमतों में समंजन हुआ तो वृद्धि का क्या होगा? निश्चित रूप से 2007-09 की तुलना में इसका प्रभाव अपेक्षाकृत कम होगा, क्योंकि विकसित देश अब उतने असुरक्षित नहीं हैं जितने एक दशक पहले थे। विशेषकर, इन परिसंपत्तियों से संबद्ध लीवरेज अपेक्षाकृत निम्नतर है, जो सांसारिक प्रसारण को यथा संभव कम करेगा; जबकि बैंकों को पूंजी के उच्चतर स्तरों, कोर जमाओं और जोखिम पूर्ण परिसंपत्तियों के निम्नतर स्तरों सहित बहुत अधिक सुरक्षित किया गया है।

1.41 फिर भी इसके कुछ परिणाम होंगे। एक तो, सम्पत्ति में बृहत हास के कारण उपभोक्ता अपने खर्च में कटौती करने को बाध्य होंगे, जिसके परिणामस्वरूप महत्वपूर्ण बड़ी फॉर्मों को अपने निवेश में कमी करनी होगी और यदि ऐसा होता है तो मौद्रिक और राजकोषीय नीतियों के लिए सरकारी डेविट के अत्यधिक ऊंचा होने से पहले ही से निम्न ब्याज दरों के कारण विस्तार करने का बहुत कम अवसर होगा और परिसंपत्ति की कीमतों में अभी एक अन्य कमी की राजनीतिक विवशताएं, खूब दशक में दूसरी बार कमी, इस प्रभाव सहित महत्वपूर्ण होगी कि अनुमान लगाना कठिन होगा।

1.42 संक्षेप में, भविष्य के जोखिमों का आकलन दो घटकों पर निर्भर करेगा: ब्याज दर नीति और परिसम्पत्तियों का मूल्यन। नीति के संबंध में, असाधारणरूप से निम्नतर दरें रखना, पॉल क्रूगमैन के शब्दों में एक ऐसा “पूर्वाग्रह बन गया है तो अपने औचित्य को ठीक ठहराया जाने की तलाश में है।” प्रारंभिक तौर पर वैश्विक आर्थिक मंदी के चलते इसे न्यायोचित ठहराया गया, उसके उपरांत बड़े

उत्पादन अंतरों के कारण और अब इन आधारों पर रक्षित किया जा रहा है कि मुद्रास्फीति कमजोर रही, यहां तक कि उत्पाद संबंधी मंदी और श्रमिक बाजार भी तीव्र गति से विश्वपटल से गायब हो रहे हैं। क्या संवरण उत्पाद अन्तरो और रोजगार के अवसर बढ़ाने के नए साक्ष्य जुटाने से वह जुनून कायम रहेगा?

1.43 मूल्य के संदर्भ में, अनुमान लगाने वाला दो खतरों में फंस जाता है; “यह समय कुछ अलग है” (इस बार स्टॉक मूल्यन सम्पोषणीय होंगे क्योंकि ब्याज दरें आज तक के सबसे कम स्तरों पर हैं) की दुंदुभि से प्रभावित होने से बचना और “भेड़िया आया, भेड़िया आया” (आखिरकार बांड कीमतों में सुधार हो जाएगा, जिन्होंने पिछले कई वर्षों में प्रत्येक वर्ष सुधार की भविष्यवाणी को झूठ सिद्ध किया है) के जाल से बचने की कोशिश करना।

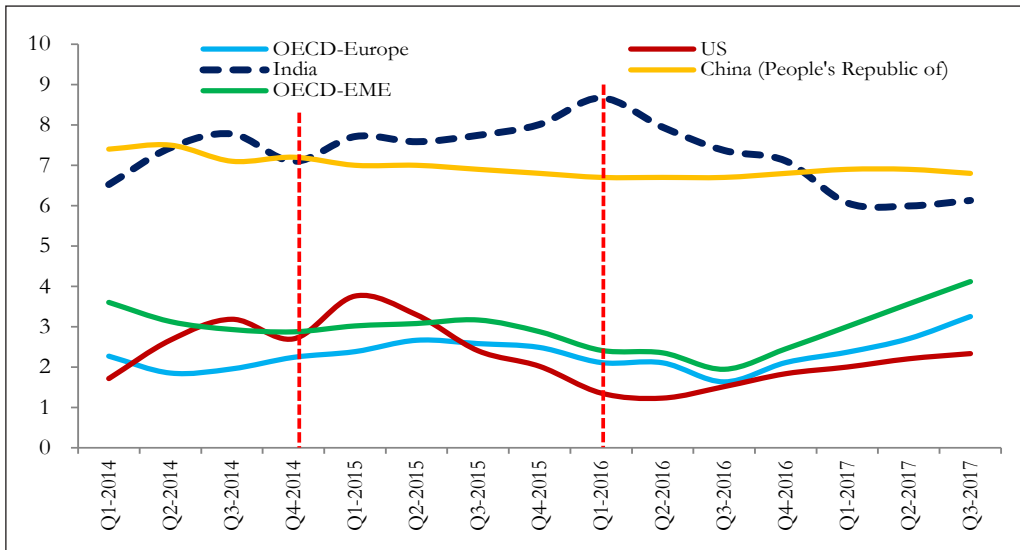
भारत के (अस्थायी) “अपयुगमन” को समझना

1.44 वित्त वर्ष 2018-19 के लिए भारत की संवृद्धि का पूर्वाकलन करने के लिए 2017-18 में क्या घटित हुआ है इसको समझने की आवश्यकता है। परवर्ती वर्ष असामान्य रहा है, विशेषकर जब अंतरराष्ट्रीय संदर्भ में विचार किया जाए। ऐसा क्यों होता है? इसे चित्र 8 में स्पष्ट किया गया है।

1.45 वर्ष 2016 के प्रारंभ तक, जब अन्य देशों की विकास दर में गिरावट चल रही थी तब भारत की विकास दर बढ़ोतरी पर थी परंतु यहीं से प्रतिकूल स्थिति की शुरुआत हुई। विश्व अर्थव्यवस्था में समकालिक भरपाई का आरंभ हो गया, किंतु भारत का विकास तथा वास्तव में अन्य अनेक संकेतकों, जैसे कि औद्योगिक उत्पादक, क्रेडिट और निवेश आदि में गिरावट आ गई। इसके लिए किसी भी स्पष्टीकरण में, नियति में हुए इस बदलाव को, भारतीय संवृद्धि के वैश्विक संवृद्धि से “अलगाव” को स्पष्ट किए जाने की आवश्यकता होगी तथा उन कारकों की पहचान करनी होगी जिन्होंने भारत की अर्थव्यवस्था को मार्ग से डिगा दिया। इस बारे में चार स्पष्टीकरण स्वतः ही उभर जाते हैं।

1.46 प्रथम, भारत की मौद्रिक दशाएं शेष विश्व की दशाओं से वियोजित हो गईं। चित्र 9 दर्शाता है कि वर्ष 2016 के मध्य तक, वास्तविक नीतिगत ब्याज दरें वैश्विक प्रवृत्ति के साथ से नीचे की ओर चल रही थीं। तब तक

चित्र 8: भारत की तुलनात्मक संवृद्धि



स्रोत : ओईसीडी, समीक्षा परिकलन, मोसमी रूप से समायोजित वास्तविक जीडीपी का वृद्धि दर

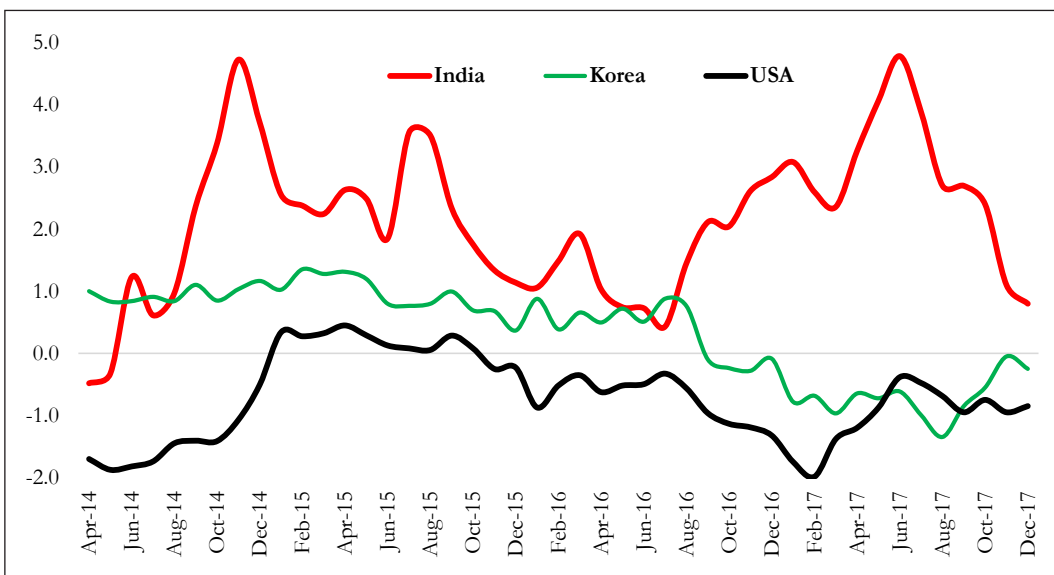
अन्य अधिकांश देशों में नीचे के क्रम की यह गति बनी रही जहां संयुक्त राज्य अमेरिका जुलाई और दिसंबर 2016 के बीच में ब्याज दरें 1 प्रतिशत के औसत बिंदु पर रहीं, परंतु भारत में उसी अवधि में औसत वास्तविक ब्याज दरों में लगभग 2.5 प्रतिशत बिंदुओं की वृद्धि हो गई।

1.47 मौद्रिक दशाओं की इस सख्ती से आर्थिक गतिविधियों में दो प्रकार से दिक्परिवर्तनों को बढ़ावा मिला। प्रथम, इससे दूसरे देशों की तुलना में भारत में उपभोग एवं निवेश हतोत्साहित हुआ। द्वितीय, इससे पूंजीगत अंतः प्रवाह

आकर्षित हुआ (चित्र 10), विशेष रूप से ऋण लिखतों में, जिसके कारण रुपए को मजबूती मिली, जिससे निवल सेवा निर्यातों (चित्र 11) तथा विनिर्माण व्यापार संतुलन (चित्र 12) दोनों में ही अवरोध उत्पन्न हुए। वर्ष 2016 के आरंभ और नवंबर, 2017 के बीच मुद्राओं के समूह की तुलना में वास्तविक रूप में और 9 प्रतिशत की वृद्धि हुई (चित्र 6)।

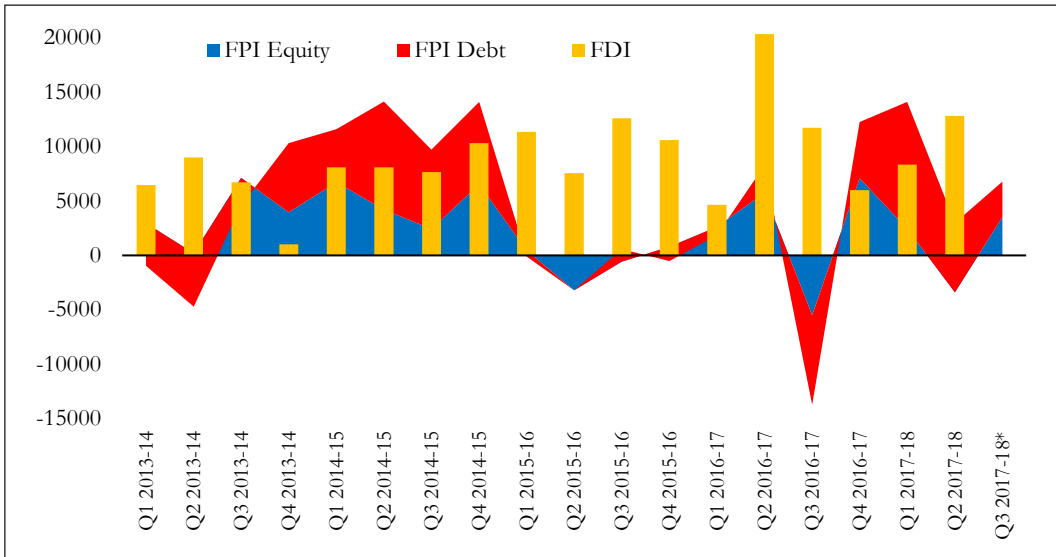
1.48 दूसरा और तीसरा घटक नीतिगत कारवाईयां: विमुद्रीकरण और जीएसटी रही। विमुद्रीकरण ने अस्थायी रूप से मांग को कम कर दिया और उत्पादन को भी

चित्र 9: भारत में वास्तविक नीतिगत ब्याज दरें और चयनित अर्थव्यवस्थाएं



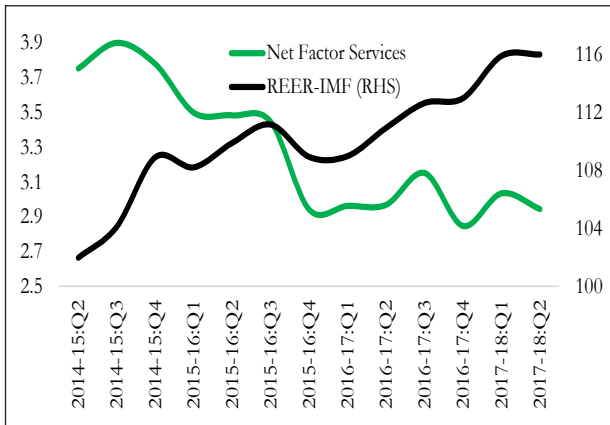
स्रोत: सर्वेक्षण से प्राप्त परिकलन

चित्र 10: निवल पूंजी अंतः प्रवाह (मिलियन अमेरिकी डॉलर)



स्रोत: आरबीआई सर्वेक्षणों से किए गए परिकलन

चित्र. 11 सेवा संतुलन (जीडीपी के प्रतिशत में) और आरईआईआर (3 एमएमए, अप्रैल, 2014=100)

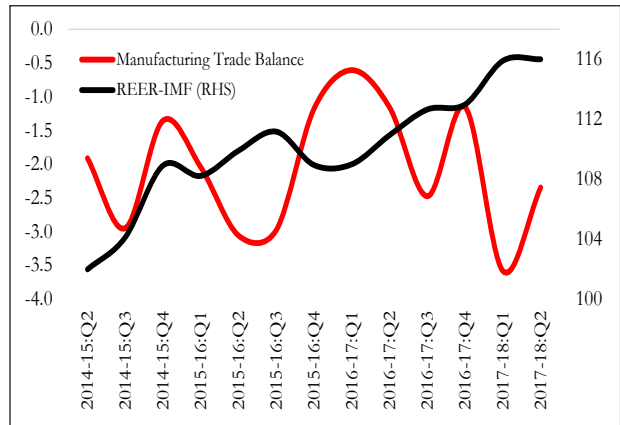


स्रोत: भारतीय रिजर्व बैंक, सीएसओ, समीक्षा गणनाएं

अवरूद्ध किया, विशेषकर अनौपचारिक क्षेत्र में जहां मुख्यतः लेनदेन नकदी में होता है। इस आघात से काफी हद तक उबर गए थे जब नकद जीडीपी अनुपात में वर्ष 2017 के मध्य तक स्थिरता आ गई। लेकिन जिस समय जीएसटी को लागू किया था उस समय आपूर्ति शृंखला, विशेषकर उन छोटे कारोबारियों के बीच (जिन्हें कागजी कार्रवाई को पूरा करने में कठिनाई का सामना करना पड़ा था) अवरूद्ध हो गई थी जो बड़ी निर्माता कंपनियों को मध्यवर्ती उत्पादों की आपूर्ति करते थे।

1.49 पहले वाली आर्थिक समीक्षा के खण्ड-2 के

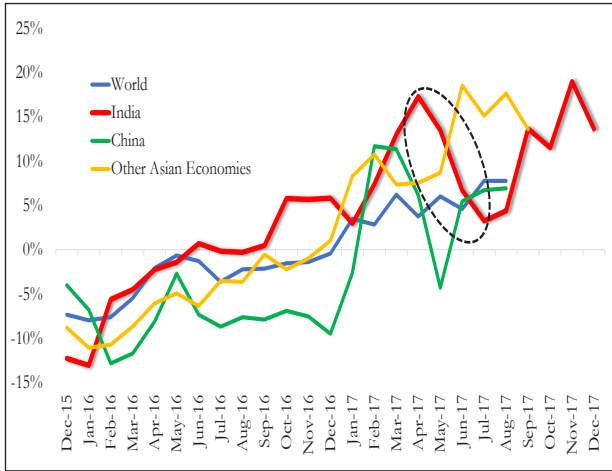
चित्र. 12 विनिर्माण व्यापार संतुलन (जीडीपी के प्रतिशत में आरईआईआर (3 एमएमए, अप्रैल, 2014=100)



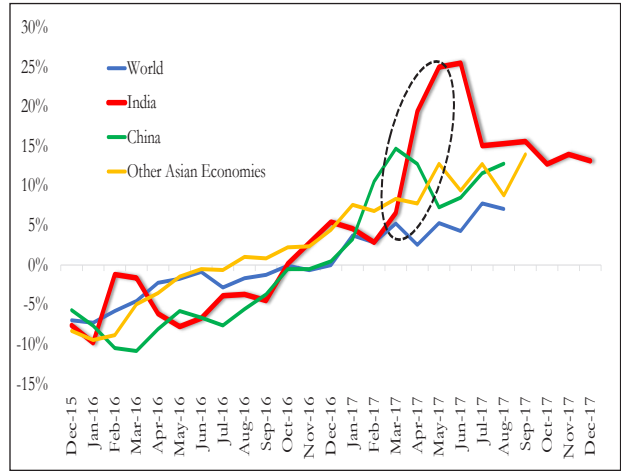
अध्याय 1 में मनरेगा रोजगार की मांग में वृद्धि की गणना करते हुए अनौपचारिक क्षेत्र में विमुद्रीकरण के प्रभाव को दस्तावेजबद्ध किया गया है। एक और साक्ष्य-अप्रत्यक्ष परन्तु कदाचित्त व्यवस्थित नहीं है जो विमुद्रीकरण और जीएसटी के संयोजन से आपूर्ति संबंधी आघात की ओर इशारा करता है।

1.50 चित्र 13 और 14 में विनिर्माण, निर्यात और आयात की वृद्धि को दर्शाया गया है। इनसे पता चलता है कि मार्च-अप्रैल 2017 के आरंभ से सितंबर 2017 तक निर्यात में शिथिलता रही किन्तु आयात में तीखी वृद्धि हुई। ऐसा

चित्र . 13 विनिर्माण निर्यात मूल्य में वृद्धि (वर्षानुवर्ष, 3 माह चल औसत)



चित्र . 14 विनिर्माण आयात मूल्य में वृद्धि (वर्षानुवर्ष, 3 माह चल औसत)



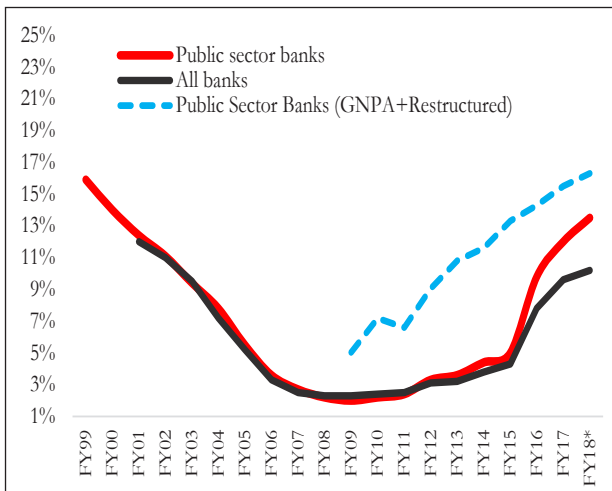
स्रोत : अन्तर्देशीय व्यापार सांख्यिकी (आईटीसी) और डीजीसीआईएस

पैटर्न एशिया की किसी अन्य उभरती अर्थव्यवस्था अथवा समग्र रूप में पूरे विश्व में देखने को नहीं मिला। इससे यह संकेत मिलता है कि अर्थव्यवस्था को उस प्रतिस्पर्धात्मक प्रभाव का सामना करना पड़ा जिसने विमुद्रीकरण/जीएसटी के दौरान निर्यातों में मंदी और आयातों में तेजी लाने का कार्य किया।

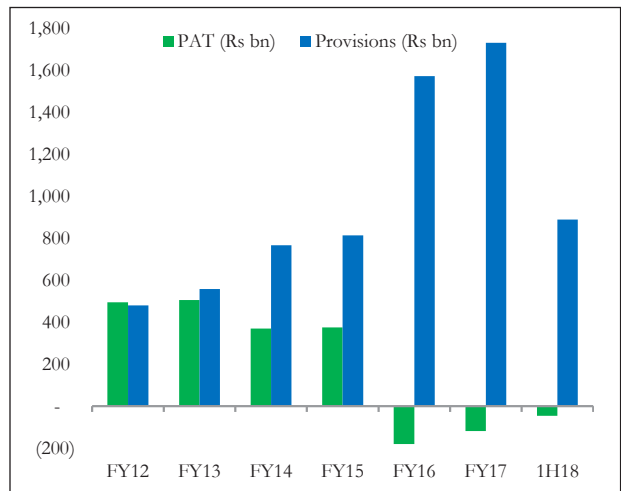
1.51 भारतीय अर्थव्यवस्था पर प्रतिकूल प्रभाव डालने वाला चतुर्थ कारक टीबीएस से जुड़ी चुनौती थी। इससे कुछ समय के लिए हमारी अर्थव्यवस्था पिछड़ गई और

इसके प्रभाव स्वरूप गैर-निष्पादक परिसम्पत्तियों में वृद्धि होती गई और बदहाल फर्मों एवं बैंकों की वित्तीय स्थिति तेजी से लगातार बदतर होती गई। पिछले तीन वर्षों के दौरान पीएसबी के मुनाफे में नकारात्मक वृद्धि हुई क्योंकि अशोध्य ऋणों की भरपाई में होने वाले व्यय के प्रावधान में काफी वृद्धि हुई (चित्र 15 एवं 16)। इससे बैंकों की क्रेडिट आपूर्ति की क्षमता पंगु हो गई और उद्योग क्रेडिट पाने से वंचित रहे।

चित्र 15 जीएनपीए अनुपात (सकल अग्रिम का प्रतिशत)

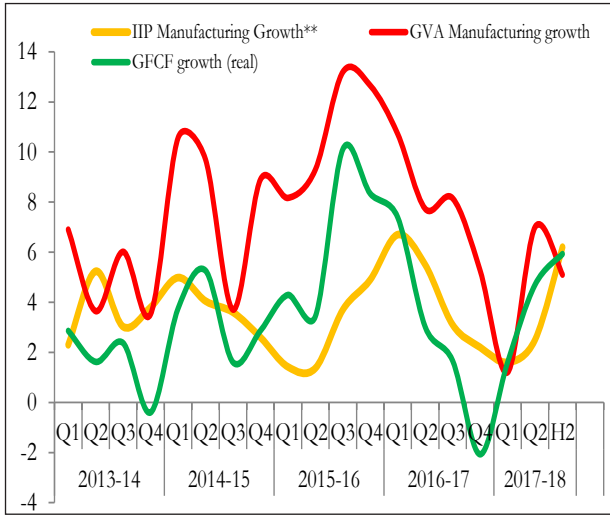


चित्र 16 सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों की लाभप्रदता और प्रावधान (रुपये बिलियन में)

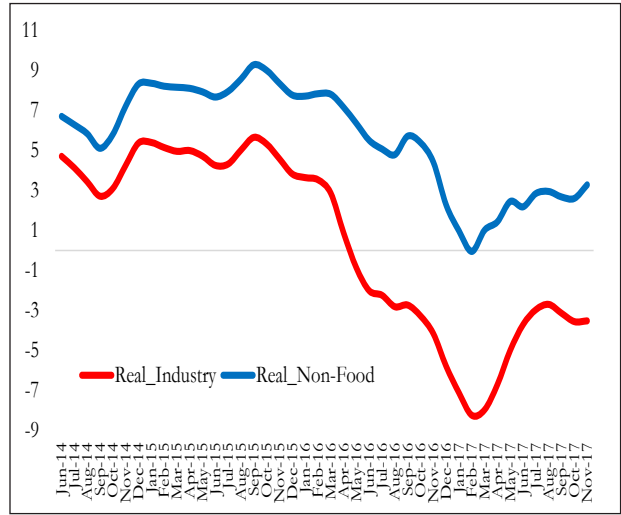


स्रोत: आरबीआई, क्रेडिट सूसे, समीक्षा प्राक्कलन, वित्तीय वर्ष 18 के लिए आंकड़े सितंबर, 2017 तक के हैं।

चित्र 17: जीवीए, जीएफसीएफ और आईआईपी
(वर्षानुवर्ष, प्रतिशत में)



चित्र 18: वास्तविक क्रेडिट वृद्धि
(उद्योग और अखाद्य क्रेडिट, 3 एमएमए, वाईओवाई)



स्रोत: सीएसओ, समीक्षा परिकलन; *दूसरी छमाही के आंकड़ों पर आधारित जीवीए, जीएफसीएफ के अंतिम डाटा बिंदु।

तीसरी तिमाही का आईआईपी अक्टूबर और नवंबर के आंकड़ों पर आधारित है; *सीपीआई और डब्ल्यूपीआई के औसत का प्रयोग करके अपस्फीति की गई है।

सारणी 1: तेल कीमतों में बदलाव कच्चे तेल (क्रूड) का भारतीय समुच्चय

अवधि	डालर/बैरल	रुपये/बैरल
2014-15 over 2013-14	-10.1%	-9.1%
2015-16 over 2014-15	-46.2%	-42.7%
2016-17 over 2015-16	-11.4%	-7.9%
2017-18* over 2016-17	15.9%	11.5%

स्रोत: पेट्रोलियम प्लानिंग एवं अनालिसिस सेल (पीपीएसी), समीक्षा प्राक्कलन
*परिवर्तन का परिकलन नौ महीने की वर्षवार वृद्धि के आधार पर किया गया है

1.52 अंतिम कारक तेल की कीमतें थीं। पिछले तीन वर्षों के दौरान भारत को व्यापार की शर्तों संबंधी सकारात्मक आघात झेलने पड़े हैं। किंतु पिछले वर्ष (सारणी-1) की तुलना में वर्ष 2017-18 की पहली तीन तिमाहियों में तेल की कीमतें डालर की दृष्टि से लगभग 16 प्रतिशत अधिक रही हैं। यह प्राक्कलित किया गया है कि 10 अमरीकी डालर प्रति बैरल की वृद्धि से संवृद्धि दर में 0.2-03 प्रतिशत बिंदु की गिरावट आई है जिससे डब्ल्यूपीआई स्फीति दर में लगभग 1.7 प्रतिशत बिंदु की वृद्धि हुई है

और चालू खाता घाटा लगभग 9-10 बिलियन अमरीकी डालर तक पहुंच गया।

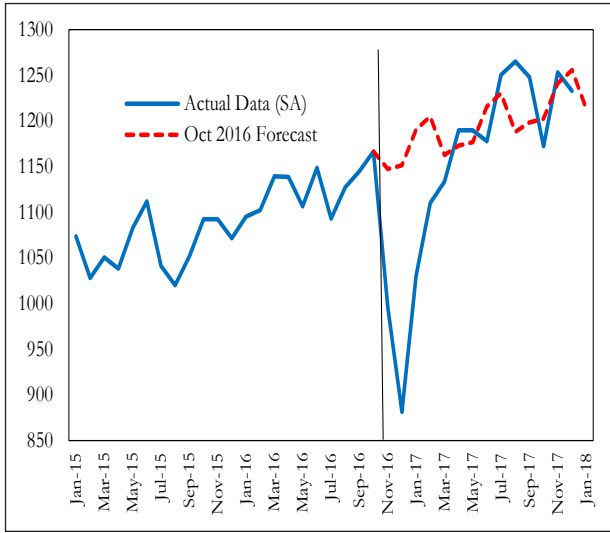
वर्ष 2017-18 के लिए संभावनाएं

आर्थिक गतिविधि

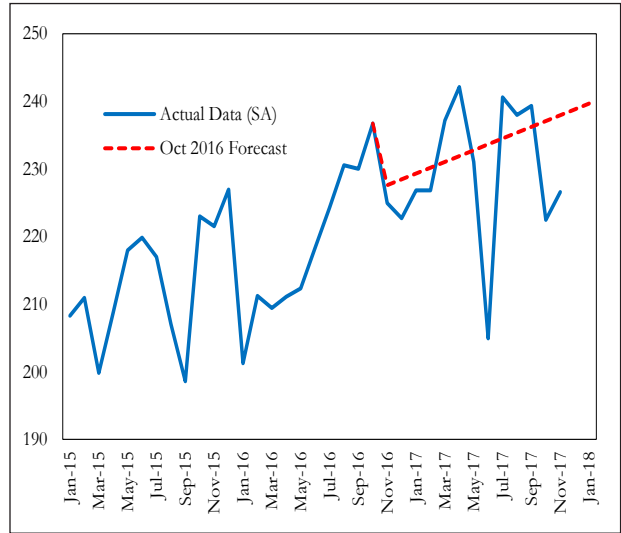
1.53 मुख्य प्रश्न यह है कि क्या अर्थव्यवस्था न्यूनतम स्तर तक पहुंच चुकी है और यदि ऐसा है तो किस दर से इसकी मध्यावधि प्रवृत्ति को पुनः प्राप्त किया जा सकेगा। उच्च आवृत्ति संकेतकों से आर्थिक गतिविधियों में तेजी से सुधार के संकेत मिल रहे हैं। विभिन्न संकेतकों जैसे सम्पूर्ण जोड़े गए सकल मूल्य (जीवीए), विनिर्माण जीवीए, औद्योगिक उत्पादन सूचकांक (आईआईपी), सकल पूँजी निर्माण

1.54 इसी प्रकार, वर्षानुवर्ष आधार पर वास्तविक अखाद्य क्रेडिट वृद्धि नवंबर 2017 में (4) प्रतिशत हो गयी है, जबकि उद्योगों पर वास्तविक क्रेडिट के दबाव में कमी आई है। (चित्र 18)। इसके अलावा, दुर्बल बैंक क्रेडिट को आंशिक रूप से प्रतिस्थापित करके कॉर्पोरेट सेक्टरों को प्रवाहित किए जाने वाले गैर-बैंकिंग संसाधनों जैसे एनबीएफसी से ऋण लेने और बांड बाजार से उधार में अप्रैल-दिसम्बर, 2017 में पछले वर्ष की तुलना में 43 प्रतिशत की वृद्धि हुई है। यह अंशतः बैंक क्रेडिट की शिथिलता की भरपाई कर गए हैं। मोटर साइकल की बिक्री

चित्र 19 मोटर साइकलों की बिक्री (मौसमानुसार समायोजित, हजार में)



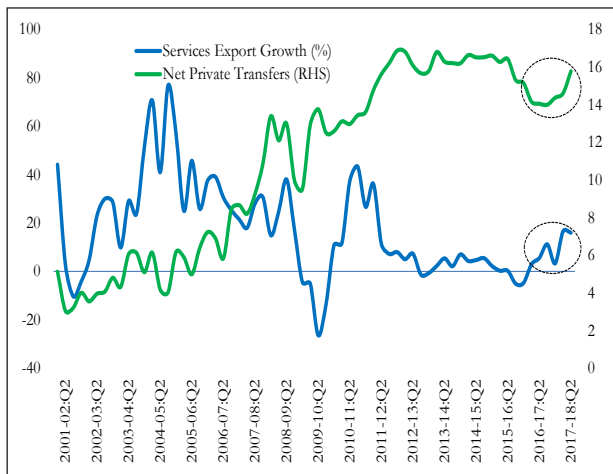
चित्र 20 यात्री कारों की बिक्री (मौसमानुसार समायोजित, हजार में)



स्रोत: भारतीय मोटरगाड़ी विनिर्माण सोसाइटी, समीक्षा परिकलन।

और ऑटो की बिक्री से संबंधित ग्रामीण मांग, अभी तक विमुद्रीकरण के पूर्व की स्थिति में वापस नहीं आ पाई है, लेकिन इसमें सुधार हो रहा है (चित्र 19 और 20)।

चित्र 21. सेवा निर्यात वृद्धि (प्रतिशत में) और निबल निजी अन्तरण (अमेरिका डालर मिलियन में)



स्रोत: भारतीय रिजर्व बैंक समीक्षा परिकलन

1.55 सबसे महत्वपूर्ण बात यह है कि इस वित्त वर्ष की दूसरी और तीसरी तिमाही में विनिर्माण निर्यात और आयात के विचलनकारी व्यवहार में अब प्रत्यावर्तन (तीसरी तिमाही के लिए वृद्धि संख्या) शुरू हो गया है। वैश्विक रूझान के अनुसार वित्त वर्ष 2018 की तीसरी तिमाही में 13.6

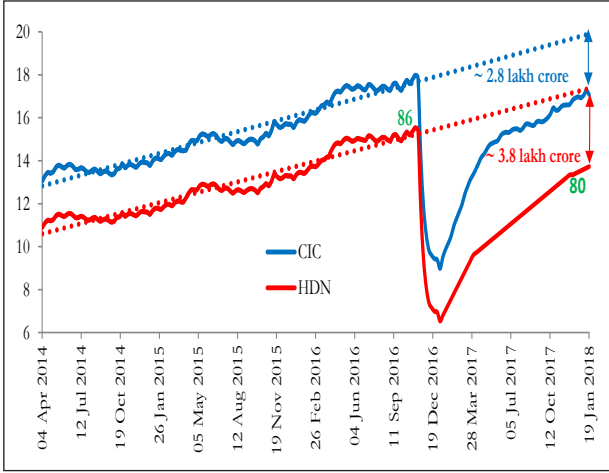
प्रतिशत की निर्यात में वृद्धि और 13.1 प्रतिशत की आयात में कमी से (चित्र 13 और 14) यह संकेत मिलता है कि हम विमुद्रीकरण और जीएसटी के प्रभाव से उबर रहे हैं। सेवा निर्यात और निजी धन प्रेषण में भी पुनः उछाल आरम्भ हो गया है (चित्र-21)

1.56 विशेष रूप से विमुद्रीकरण के बाद अब, नकदी से सकल घरेलू उत्पाद (जीडीपी) अनुपात में स्थिरता आई है जो संतुलन की ओर वापस लौटने का इशारा करती है। इस तथ्य से यह साक्ष्य प्रकट होता है कि जून 2017 से मुद्रा की प्रवृत्ति विमुद्रीकरण (चित्र 22) पूर्व जैसी हो गई है। स्थिरीकरण से विमुद्रीकरण के प्रभाव का, अर्थात् लगभग 2.8 लाख करोड़ रुपए नकदी (सकल घरेलू उत्पाद का 1.8 प्रतिशत) और लगभग 3.8 लाख करोड़ रुपए उच्च मूल्य वर्ग के नोट (सकल घरेलू उत्पाद का 2.5 प्रतिशत) को छोड़कर का प्राक्कलन किया जा सकता है।

1.57 संवृद्धि में पुनः सुधार का स्पष्टीकरण करने वाला एक अंतिम और महत्वपूर्ण घटक, राजकोष है जो सकल मांग को शक्ति प्रदान कर रहा है। लेनदेन को सरल बनाने के लिए जीएसटी केवल 11 माह तक वसूल होगा जो उपभोक्ताओं के लिए कर की कटौती के समान है। इसी बीच केन्द्र और राज्य सरकारों द्वारा समग्र राजस्व व्यय वृद्धि (एनयूएमवीईआरएस) 11.7 प्रतिशत पर (अप्रैल से नवंबर

तक) सुदृढ़ बनी रही। चक्रिय स्थितियों के कारण भी कर और गैर कर राजस्व में वृद्धि न्यूनतर रह सकती है जो एक स्वचालित स्थिरताकारी के रूप में कार्य करती है।

चित्र 22 संचलन में मुद्रा (सीआईसी) और उच्च मूल्य वर्ग के नोट (एचडीएन) (लाख करोड़ रुपए में)



स्रोत: भारतीय रिजर्व बैंक, समीक्षा परिकलन, हरे रंग में दी गई संख्याएं संचलन में मुद्रा के शेयर के रूप में उच्च मूल्य वर्ग के नोट को दर्शाती हैं।

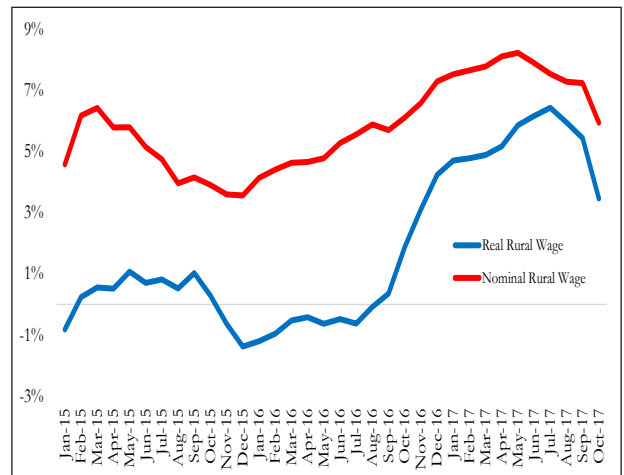
1.58 इन सबसे पता चलता है कि जब संकेतकों की दिशा सकारात्मक तो है किन्तु उनका स्तर उम्मीद से कम है। आईआईपी संवृद्धि (अप्रैल-नवंबर, 2017) गत वर्ष की इसी अवधि से 3.2 प्रतिशत अधिक है, उद्योग संबंधी वास्तविक ऋण वृद्धि अभी भी नकारात्मक है और पूरे विश्व में व्यापार संबंधी वृद्धि उसी स्तर पर बनी हुई है (आधे से भी कम) जितनी एक दशक पहले थी। इसके अलावा इक्विटी की लागत के निचले स्तर तक गिर जाने के बावजूद निगमों ने पूंजी की धनराशि में अनुपातिक वृद्धि नहीं की है, जिससे यह पता चलता है कि उनकी निवेश योजनाएं सामान्य ही बनी हुई हैं। (बाक्स 6)। दूसरे शब्दों में, वर्ष 2000 के मध्य में भारत की अर्थव्यवस्था को जिन दो चीजों ने तीव्रगति प्रदान की थी, अर्थात् निर्यात और निवेश, वे भी अभी उच्च गति नहीं पा सकी हैं।

1.59 इसी बीच कृषि क्षेत्र से निरंतर चुनौतियों मिलती रहीं। ग्रामीण मजदूरी में वर्ष 2016 में अच्छे मानसून के कारण तेजी का रुझान देखा गया था (कृषि और गैर-कृषि), किन्तु ऐसा लगता है कि 2017-18 के खरीफ के मौसम से एकदम पहले ही स्थितियां उलट हो गईं (चित्र-23)। किंतु, मजदूरी में वृद्धि अब भी पिछले तीन वर्षों के मार्च माह

से अधिक है। तीन फसल आधारित घटनाक्रम इस प्रकार हैं—रबी दोनों की बुआई नीचे रही है इससे श्रमिकों की मांग कम हुई। वर्ष 2017-18 के लिए खरीफ और रबी के लिए कृषित भू-क्षेत्र में 6.1 प्रतिशत और 0.5 प्रतिशत की गिरावट का अनुमान लगाया गया है। दलहन और तिलहन की बुआई में तेजी देखी गई परन्तु इससे खलिहान कीमतों में असामान्य कमी हो गई (उनके न्यूनतम समर्थन मूल्य से नीचे, एमएसपी) जिसके कारण कृषि आगम प्रभावित हुआ है। जल्दी सड़ने वाली वस्तुओं, आलू, प्याज, टमाटर में उछाल और गिरावट जारी रही जिसके कारण किसानों की आय में अनिश्चितता बनी रही।

1.60 सीएसओ ने वर्ष 2017-18 के लिए वास्तविक जीडीपी संवृद्धि दर के 6.5 प्रतिशत पर रहने का पूर्वानुमान व्यक्त किया है। किन्तु इस प्राक्कलन में तीसरी तिमाही में होने वाली अद्यतन प्रगति का पूरी तरह से ध्यान नहीं रखा गया है (विशेष रूप से सीएसओ के पूर्वानुमान से अधिक निर्यात और मांग में सरकारी योगदान के संदर्भ में)। तदनुसार, हमें आशा है कि वर्ष 2017-18 के लिए वास्तविक जीडीपी की समग्र विकास दर 6.75 प्रतिशत रहेगी। प्रथम छमाही में 6 प्रतिशत वास्तविक जीडीपी विकास दर को देखते हुए यह निहितार्थ निकलता है कि द्वितीय छमाही में अनुकूल आधार-प्रभावों से समर्थित विकास दर, विशेष रूप से चतुर्थ तिमाही में, 7.5 प्रतिशत पर पहुंच जाएगी।

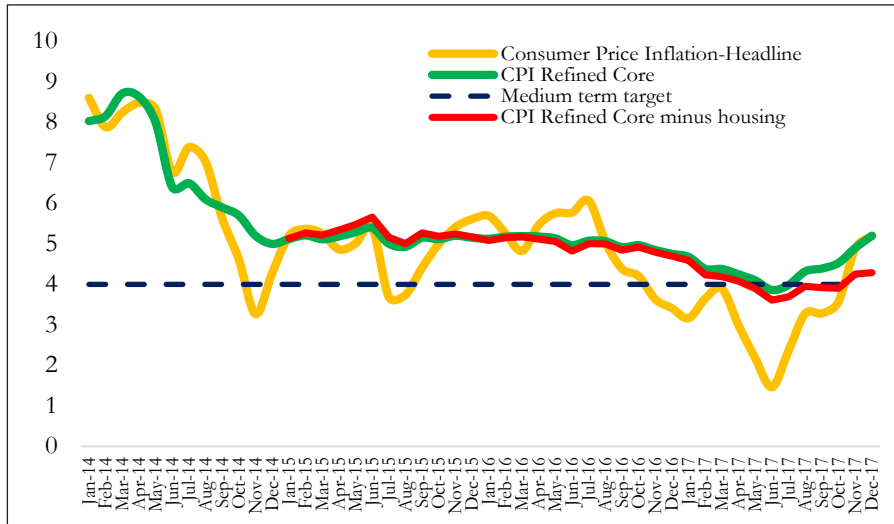
चित्र: 23 वास्तविक और नकद ग्रामीण मजदूरी वृद्धि—(प्रतिशत, 3 मास का गतिशील औसत)
स्रोत: श्रम ब्यूरो, समीक्षा गणनाएं



स्रोत: श्रम ब्यूरो, समीक्षा गणनाएं।

1.61 प्रथम नौ महीनों में सीपीआई स्फूति दर का औसत

चित्र 24: मुद्रास्फीति: सीपीआई, और रूप भेद* (प्रतिशत वर्षवार)



स्रोत: सांख्यिकीय कार्यक्रम कार्यान्वयन मंत्रालय के सर्वेक्षण परिकलन।

*सीपीआई रिफाईंड कोर अस्थिर खाद्य एवं ईंधन घटकों को छोड़कर से प्राप्त किया जाता है।

3.2 प्रतिशत रहा है और इसके, पूरे वर्ष के संदर्भ में समग्र रूप में 3.7 प्रतिशत पर पहुंचने का पूर्वानुमान है। इसका अर्थ है कि आरबीआई के पूर्वानुमान के अनुरूप पिछली तिमाही में औसत सीपीआई स्फीति दर 5 प्रतिशत पर रही है। इस पूर्वानुमान के अनुरूप, वर्ष 2017-18 के लिए जीडीपी अपस्फीतिकारक की वृद्धि दर 3.6 प्रतिशत पर रहने की आशा है जोकि सीएसओ के 2.8 प्रतिशत के पूर्वानुमान से कुछ अधिक है। परिणामतः, सीएसओ के 9.5 प्रतिशत प्राक्कलन की तुलना में 10.5 प्रतिशत की मौद्रिक जीडीपी संवृद्धि दर का हमारा प्राक्कलन है।

समष्टि-अर्थशास्त्रीय संकेतक

1.62 लगातार 13 माह तक 130 औसत आधारिक बिंदुओं पर मुद्रास्फीति के नियत लक्ष्य से कम बने रहने के बाद पहली बार शीर्षस्तर की मुद्रास्फीति ने नवंबर में आरबीआई के 4 प्रतिशत के लक्ष्य को पार कर लिया और दिसंबर, 2017 में 5.2 प्रतिशत की दर हासिल की (चित्र 24)। मुद्रास्फीति में हालिया चढ़ाव तेल की बढ़ती कीमतों (जिसे पूरी तरह से उपभोक्ताओं को हस्तांतरित नहीं किया गया है), फलों एवं सब्जियों की कीमतों में बेमौसमी वृद्धि तथा 7वें वेतन आयोग के अधीन वितरित मकान किराया भत्ते के कारण हुआ है, जिनके कारण मुद्रास्फीति में प्रतिवर्ती वृद्धि हो जाती है। इन सभी कारकों से इतर, अंतर्निहित मुद्रास्फीति

एक अधिक संयत गति से बढ़ रही है जो आंशिक रूप से दिसंबर के अंत में 4.3 प्रतिशत पर पहुंच गई है क्योंकि फर्म धीरे-धीरे जीएसटी लाभ अंतिम उपभोक्ताओं तक पहुंचा रही हैं।

1.63 2017-18 में चालू खाते पर घाटे में भी वृद्धि हुई है और यह उम्मीद की जा रही है कि पूरे वर्ष की जी.डी.पी. का 1.5-2 प्रतिशत रहेगा। चालू खाते के घाटे को विनिर्माण व्यापार घाटा, तेल और स्वर्ण घाटा और धन प्रेषण के घाटे में विभाजित किया जा सकता है (चित्र 25) 2017-18 के पूर्वाद्ध में तेल और स्वर्ण शेष में सुधार हुआ है (+ 47 बिलियन का अल्प घाटा) लेकिन उच्च व्यापार घाटे (+ 18 बिलियन) और कम सेवा अधिशेष (+ 37 बिलियन) से यह प्रति संतुलित हो गया है। बाद के दो घटक आर्थिक प्रतिस्पर्धा में व्यापक कमी को दर्शाते हैं।

1.64 इन बातों के बावजूद, समग्र बाह्य स्थिति सुदृढ़ बनी हुई है। वर्तमान लेखा घाटा सकल घरेलू उत्पाद की सीमा से 3 प्रतिशत से काफी कम है जिसके बाद दुर्बलता उभर कर आती है। इसी बीच, विदेशी मुद्रा भंडार दिसंबर 2017 के अंत में लगभग 432 बिलियन डालर (हाजिर और वायदा डालर) के रिकार्ड स्तर पर पहुंच गया है जो कि एक दूरदर्शी प्रतिमान से काफी ऊपर है।

बॉक्स 6: शेयर बाजार में उछाल और इक्विटी पूंजी जुटाने में वृद्धि

सामान्यतः सब शेयर की कीमत बढ़ जाती है, जैसाकि पिछले दो वर्ष हुआ है, व्यवसाय-प्रतिष्ठान नयी निवेश परियोजनाएं शुरू करने के लिए पूंजी की कम लागत का लाभ उठाते हुए फिर से सार्वजनिक रूप से इक्विटी जारी करते हैं। 2000 के मध्य और पुनः 2010 में ऐसा ही हुआ था। पिछले दो वर्षों में, मुख्यतः इस वर्ष के पहले के आठ महीनों में एक बार फिर से इक्विटी संकलन बढ़ाया गया है। यदि वर्तमान प्रवृत्ति जारी रही तो इक्विटी के निर्गमों की संख्या और उसका मूल्य पिछले छः वर्षों में दर्ज किए गए स्तर का दो गुणा हो सकता है (तालिका)

सारणी : सार्वजनिक और निजी इक्विटी संकलन

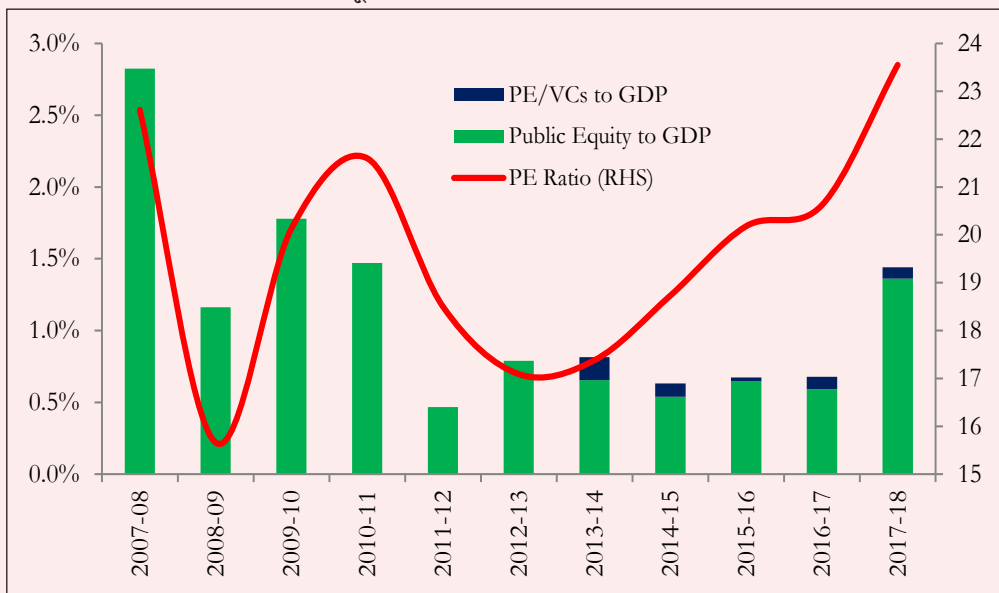
वर्ष	निर्गमों की संख्या	कीमत (करोड़ रु.)		
		कुल (सरकारी)	निजी	जोड़
2007-08	722	140,844	-	140,844
2008-09	677	65,439	-	65,439
2009-10	483	115,270	-	115,270
2010-11	504	114,529	-	114,529
2011-12	378	40,729	-	40,729
2012-13	514	78,408	-	78,408
2013-14	483	73,575	17,909	91,484
2014-15	534	67,151	11,348	78,499
2015-16	444	88,558	3,657	92,215
2016-17	540	89,994	12,952	102,946
2017-18 (8 months)	425	144,529	8,390	152,919

स्रोत: आर.बी.आई., एस.ई.बी.आई. (सेबी) और पिछली आर्थिक समीक्षा। सार्वजनिक में सार्वजनिक निर्गम (आई.पी.ओ.), अधिकार निर्गम, अहर्ताप्राप्त संस्थागत स्थान (क्यू.आई.पी.), अधिमानी निर्गम, अनुवर्ती सार्वजनिक पेशकश (एफ.पी.ओ.) और संस्थागत स्थान कार्यक्रम (आई.पी.पी.) शामिल है। निजी में निजी इक्विटी और जोखिम पूंजी शामिल है।

परिमाणों की तुलना शेयर बाजार यूफोरिया के पिछले अवधि से कैसे की जाती है? चित्र-1: ये परिमाण शेयर बाजार के पिछले उफानों की तुलना में कैसे प्रतीत होते हैं? चित्र सकल पूंजी संकलन दिखा रहा है (सार्वजनिक तथा निजी स्थानन द्वारा)। अंतर्कालिक तुलनाएं सटीक बनाने के लिए इन आंकड़ों को जीडीपी के प्रतिशत के रूप में दर्शाया गया है। लाल रेखा कीमत प्रतिप्राप्ति अनुपात को व्यक्त करती है।

हरे रंग के स्तंभ यह दर्शाते हैं कि इस वर्ष होने वाली पूंजी की वृद्धि 2007-08 के उच्चतम स्तर से बहुत नीचे रहेगी, जबकि पूंजी की लागत आश्चर्यजनक रूप से कम रही है। कीमत प्रतिप्राप्ति के अनुपात के 25 होने का अर्थ है, इक्विटी लागत का लगभग 4 प्रतिशत है। (चित्र)।

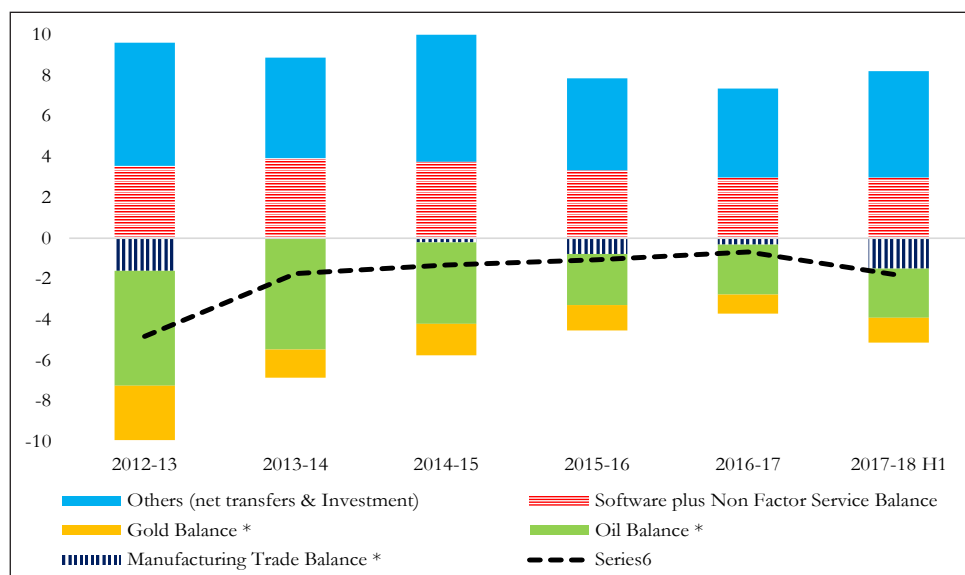
चित्र 1: पूंजी संकलन (जी.डी.पी. के प्रतिशत में)



स्रोत: आर.बी.आई., बी.एस.ई., गत आर्थिक समीक्षा

संयुक्त राज्य में भी (सीमित सार्वजनिक पेशकश की) स्थिति यही रही है, लेकिन संयुक्त राज्य और भारत में एक महत्वपूर्ण अंतर है: संयुक्त राज्य के निजी कोर्पोरेट सेक्टर उच्च लाभ और दुर्बल निवेश के कारण अत्यंत समृद्ध हैं। इसके व्यवसाय-प्रतिष्ठानों के पास पूंजी का अकाल नहीं है, बल्कि पूंजी की अधिकता है। लेकिन, भारत में यह स्थिति नहीं है, यहां के व्यवसाय प्रतिष्ठानों को निम्न स्तर के लाभ और निम्न स्तर के नकदी तथा उच्च लीवरेज (अंतरण-से-ईक्विटी) अनुपात के कारण पूंजी की अत्यधिक कमी का सामना करना पड़ता है। भारत में यह एक मुख्य समस्या है। यह तर्क भी दिया गया है कि व्यवसाय प्रतिष्ठानों ने सार्वजनिक निर्गम के माध्यम से नहीं बल्कि निजी ईक्विटी (पी.ई.), जोखिम पूंजी (वी.सी.) और विलयन तथा अधिग्रहण (एम तथा ए) के माध्यम से अपनी पूंजी में काफी बढ़ोतरी की है। लेकिन चित्र-1, जिसमें निजी पूंजी (नीले छाया वाले स्तंभ) शामिल है, यह दर्शाता है कि यद्यपि इसमें वास्तव में, वृद्धि हुई है, तथापि वे कुल परिमाण को परिवर्तित नहीं कर पाए हैं। चित्र 1 समग्र रूप से यह दर्शाता है कि पी/ई अनुपात और कुल पूंजी संकलन के बीच का मजबूत पारंपरिक परस्पर संबंध कमजोर हो गया है। इसका संभावित आशय यह है कि यद्यपि व्यवसाय-प्रतिष्ठानों के वृद्धि और निवेश की संभावना के आकलन में सुधार हुआ है तथापि वे अभी तक शांत बने हुए हैं।

चित्र. 25 : चालू खाता शेष (जीडीपी के प्रतिशत में)



स्रोत : आरबीआई समीक्षा परिकलन

राजकोषीय घटनाक्रम

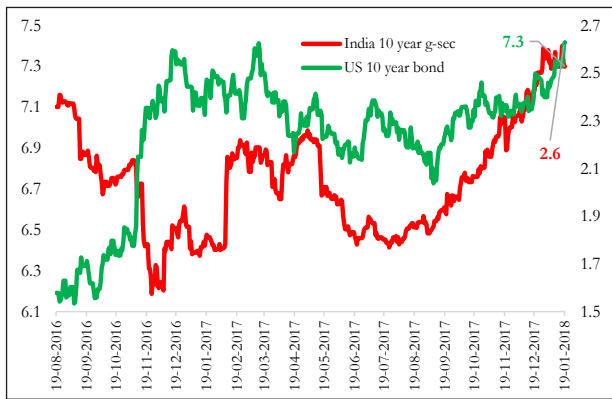
1.65 बांड प्रतिप्राप्तियों में तेजी से वृद्धि हुई है (चित्र 26) खगस्त 2017, जो विविध घटकों को प्रतिबिंबित करता है जिसमें उच्चतर मुद्रास्फीति की प्रत्याशाएं, निध रित लक्ष्य से अधिक राजकोषीय घाटा, उस क्रियाकलाप में सकारात्मक प्रतिक्रिया जिससे उत्पादन अन्तराल संकुचित होगा और यूएस में दर वृद्धियों की प्रत्याशाएं शामिल हैं। परिणामस्वरूप, प्रतिप्राप्ति संबंधी वक्र अस्वाभाविक रूप से अतिप्रवण हो गई है (चित्र 27)।

1.66 वर्ष 2017-18 के प्रथम आठ माहों के लिए राजकोषीय घाटा वर्ष के कुल घाटे के अनुमानित 112 प्रतिशत पर पहुंच गया जो 89 प्रतिशत के मानक (अंतिम 5 वर्ष के औसत) से काफी ऊपर है। मुख्य रूप से, इसका कारण गैर कर राजस्व में कमी रही है जो सरकारी एजेंसियों और उद्यमों से कम लाभांश को प्रतिबिंबित करता है। बजट एक

मास पहले आने से विभिन्न एजेन्सियों को योजना बनाने और वित्तीय वर्ष में शीघ्र कार्यान्वयन आरंभ करने के लिए पर्याप्त समय मिला। अंशतः इन रूझानों के साथ संतुलन बैठाने से विनिवेश प्राप्तियां होंगी जिससे बजट लक्ष्यों के बढ़ जाने की संभावना है।

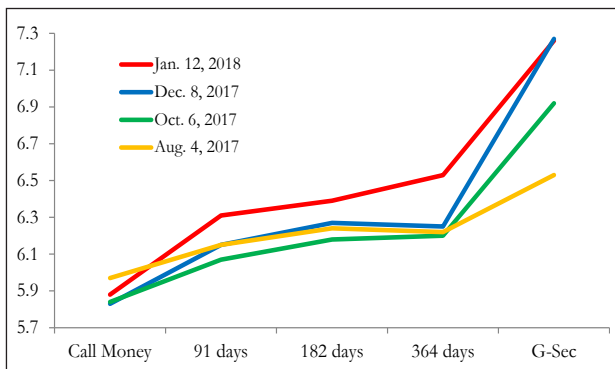
1.67 जीएसटी राजस्व संग्रह आश्चर्यजनक रूप से सुदृढ़ हैं जबकि ये इस प्रकार के बाधित परिवर्तन के प्रारंभिक दिन हैं (बॉक्स 7 देखें)। काले धन को समाप्त करने और कर औपचारीकरण को प्रोत्साहित करने, जिसमें विमुद्रीकरण और जीएसटी भी शामिल है, के सरकारी उपायों के कारण व्यक्तिगत आय कर संग्रह में काफी वृद्धि हुई है (इसमें प्रतिभूतियों के लेन-देन संबंधी कर शामिल नहीं हैं) वर्ष 2013-14 और 2015-16 के बीच लगभग 2 प्रतिशत सकल घरेलू उत्पाद से उनके 2017-18 में सकल घरेलू उत्पाद के 2.3 प्रतिशत बढ़ने की संभावना है जो कि ऐतिहासिक रूप से अधिक है। इस सुधार के लिए

चित्र. 26 10 वर्ष सेक प्रतिप्राप्ति : भारत और संयुक्त अमेरिका



स्रोत : ब्लूमबर्ग, आरबीआई

चित्र. 27 प्रतिप्राप्ति वक्र



स्रोत : ब्लूमबर्ग, आरबीआई, समीक्षा परिकलन

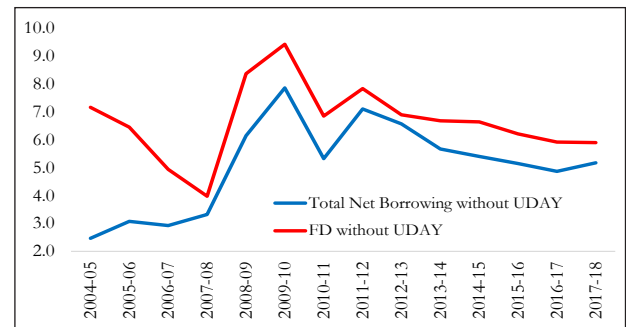
सरकारी योगदान के संक्षिप्त प्राक्कलनों में प्रयुक्त पद्धति के अनुसार भिन्नता है। दो राजकोषीय वर्षों 2016-17 और 2017-18 के लिए आर्थिक कवायद के अनुसार सरकारी योगदान 40,000 करोड़ रुपये होने की संभावना है।³ विगत सात वर्षों के औसत उछाल की तुलना में वर्ष 2016-17 और 2017-18 में वास्तविक कर उछाल के अंतर पर आधारित अन्य आकलन के अनुसार यह लगभग 65,000 करोड़ है (इसमें स्वैच्छिक आय घोषणा स्कीम और प्रधान मंत्री गरीब कल्याण योजना के अंतर्गत वसूली गई 25,000 करोड़ रुपये की राशि शामिल नहीं है)। इस प्रकार, सभी सरकारी प्रयासों से आयकर का संग्रह 65,000 करोड़ रुपये और 90,000 करोड़ रुपये के बीच काफी अधिक रहा है। ये संख्याएं सकल घरेलू उत्पाद के लगभग 1.5 से 2.3 प्रतिशत तक की रिपोर्ट की गई आय में (और इस प्रकार से औपचारीकरण में) काफी वृद्धि को दर्शाती है।

1.68 बजट के अधिक होने के परिणामस्वरूप, नवंबर

2017 तक केंद्रीय सरकार का राजकोषीय घाटा बजटीय प्रावधान के 5.5 लाख करोड़ रुपये की तुलना में 6.1 लाख करोड़ रुपये था। इसके विपरीत, राज्य सरकारें अपने लक्षित राजकोषीय समेकन को आंशिक रूप में समाप्त करती हुई प्रतीत होती हैं क्योंकि केंद्र ने उनको जीएसटी करार के भाग के रूप में अपने अप्रत्यक्ष कर प्राप्ति में भारी वृद्धि की गारंटी प्रदान की है।

1.69 केंद्र में व्यापक राजकोषीय परिवर्तनों को प्रतिबिंबित करते हुए वर्ष, 2016-17 के सापेक्ष केंद्र सरकार के राजकोषीय समेकन में एक ठहराव को खारिज नहीं किया जा सकता। इसके अलावा, वर्ष 2017-18 के लिए मापित घाटे में सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों को प्रदत्त पूंजी के 80,000 करोड़ रुपये (सकल घरेलू उत्पाद का 0.5 प्रतिशत) भी शामिल होंगे। किन्तु इसका सकल मांग पर प्रभाव नहीं पड़ेगा। जैसाकि अंतरराष्ट्रीय लेखांकन प्रक्रिया में परिलक्षित हुआ है जिसमें ऐसे प्रचालकों को व्यय न मानकर वित्तयन के रूप में (लाभ निकालने के बाद) माना जाता है।

चित्र. 28 : कुल निवल उधारी और राजकोषीय घाटा (केंद्र सरकार, जीडीपी का प्रतिशत)



स्रोत: केंद्रीय और राज्य सरकार बजट दस्तावेज, समीक्षा परिकलन

1.70 राज्यों द्वारा उधार लेने के मामले में, बाजारों ने शायद इस तथ्य को अपर्याप्त रूप से ध्यान में रखा है कि उनके द्वारा उच्चतर बाजार उधार/ऋणों में उच्चतर घाटे प्रतिबिंबित नहीं होते हैं, बल्कि लगभग 50,000 करोड़ रुपये अथवा बाजार ऋणों के सकल घरेलू उत्पाद का 0.3 प्रतिशत हिस्सा वित्त व्यवस्था के संघटन में परिवर्तनों के कारण हैं जो निम्न लागत बाजार ऋणों द्वारा उच्चतर लागत एनएसएसएफ ऋणों का प्रतिस्थापन मात्र है। केंद्रीय और राज्य स्तरों (चित्र 28) पर घाटे और उधारियों के बीच दृढ़ अनुरूपता के अभाव पर बॉक्स 8 में विस्तार से चर्चा की गई है। व्यापक सरकार के संदर्भ में लगभग 40,000 करोड़ रुपये ऐसी वृहत्तर बाजार उधारी को प्रदर्शित करते हैं जो ऐसे घाटे के कारण

³ इसका अनुमान अर्थमौलिक कवायद पर आधारित है जो बॉक्स 2 के समरूप है। समाधिकता पर नियंत्रण करते समय व्यक्तिगत आय कर प्राप्ति या जीडीपी पर प्रतिगमित है। (तिमाही)। वर्ष 2016-17 की शुरुआत में राजस्व के आंकड़ों में महत्वपूर्ण वृद्धि हुई है।

बाक्स 7: जीएसटी राजस्व निष्पादन की व्याख्या

नये जीएसटी के अधीन टैक्स संग्रहण के पांच महीने बाद भी राजस्व निष्पादन को लेकर लोगों में संशय तथा चिंताएं व्याप्त हैं। चूंकि जीएसटी एक नई संकल्पना है और इसमें जटिलताएं भी निहित हैं, अतः लोगों की उलझन स्वाभाविक है। यह उलझन इसलिए भी उत्पन्न हुई क्योंकि राज्यों या केन्द्र के बारे में संकुचित नजरिये से देखने का प्रयास किया गया है; इसी प्रकार आईजीएसटी के बढ़ते संचय और इसमें हिस्सेदारी में अनिश्चितता रही है तथा इस वर्ष केवल 11 महीने का राजस्व संग्रह भी एक तथ्य है।

इतना तो तय है कि जीएसटी में इस वर्ष के अंत तक में स्थिरता आने तक अनिश्चितता के बादल नहीं छट पाएंगे। परंतु जीएसटी के राजस्व निष्पादन के संबंध में अंतिम आकलन यह है कि-जीएसटी के अधीन राजस्व का संग्रहण सही चल रहा है और आश्चर्यजनक रूप से अब तक एक बहुत बड़ा बदलाव आ चुका है।

राजस्व निष्पादन को समझने के लिए उन सभी करों को चिन्हित करने की आवश्यकता है जिन्हें जीएसटी ने अखिल भारतीय परिप्रेक्ष्य में प्रतिस्थापित कर दिया है, जैसे: राज्यों के वैट, उत्पाद एवं सेवा कर तथा आयात पर प्रतिकारी शुल्क/विशेष अतिरिक्त शुल्क (एसएडी)। इन सबको मिलाकर वर्ष 2016-17 में कुल रु. 9.7 लाख करोड़ रुपये का संग्रहण हुआ। (सारणी)

सारणी : जीएसटी लागू होने से पूर्व तथा जीएसटी लागू होने के बाद राजस्व संग्रहण

	2016-17		2017-18	
	वार्षिक	एसजीएसटी	जुलाई-नवम्बर का मासिक औसत (वार्षिकृत)	अनुमानित वार्षिक सतत राज्य राजस्व
राज्य	4.4	एसजीएसटी	2.5	2.5
केन्द्र	5.3	सीजीएसटी	1.7	2.5
उत्पाद शुल्क	1.4	आईजीएसटी	5.4	4.9
सेवा	2.5	उपकर	0.9	0.9
सीवीडी/एसएडी	1.4			
योग	9.7		10.5	10.9
जीएसटी की अनुमानित वृद्धि				12.0%

जीएसटी के पहले पांच महीनों में विभिन्न वर्गों में हुए वास्तविक संग्रहण को कॉलम 2 में दर्शाया गया है। अतः 10.5 लाख करोड़ (पांच महीने का औसत, वार्षिकृत) रुपये की दर से संग्रहण हो रहे हैं। किन्तु इस संख्या में कम से कम दो सुधार किए जाने की जरूरत है।

सर्वप्रथम, राज्य जीएसटी संग्रहण के मुकाबले केन्द्रीय जीएसटी का संग्रहण कम हो रहा है (संरचनागत रूप में एक समान होना चाहिए) क्योंकि पुराने उत्पाद और सेवा कर के संबंध में अनप्रयुक्त क्रेडिट बड़े पैमाने पर उपलब्ध है। यह उम्मीद की जाती है कि समय के साथ यह समाप्त हो जाएगा। स्थिर दशा में केन्द्रीय जीएसटी का संग्रहण राज्य जीएसटी के अनुरूप होना चाहिए। इसके विरुद्ध हमें आईजीएसटी को समायोजित करने की जरूरत है ताकि रिफंड की स्थिर स्थिति दर को बढ़ाया जा सके जिसके बारे में हम अतिरिक्त 50,000 करोड़ रुपये होने का अनुमान लगाते हैं।

इनको सुधारने के बाद कॉलम 3 में सामान्य अवस्था में लगने वाले कर को दर्शाया गया है जिसकी कुल राशि 10.9 लाख करोड़ है जो 12 प्रतिशत विकास दर को दर्शाता है। समीक्षा में जीडीपी की मौद्रिक संवृद्धि दर 10.5 प्रतिशत होने का पूर्वानुमान व्यक्त किया गया था जबकि उक्त में 1.14 प्रतिशत राशि का उछाल आया है, जो अप्रत्यक्ष करों के ऐतिहासिक उछाल 0.9 से काफी अधिक है। बड़े पैमाने पर इस तरह के बदलावों के आरंभिक चरण में यह निष्पादन (प्रदर्शन) प्रशंसनीय है। जीएसटी से यह तय है कि यह भावी राजस्व का एक उत्साहवर्धक स्रोत होगा।

नहीं हैं। जिसे बाजारों ने स्पष्ट रूप से आंतरिक विषय नहीं बनाया है।

1.71 बाँट प्रतिप्राप्तियों में वृद्धि में योगदान करने वाला एक अन्य कारक, भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा ओपन मार्केट आपरेशंस (ओ एम ओ) को आगे बढ़ाना रहा है। इसके द्वारा उच्च ब्याज दरों से स्वतः स्फूर्त विदेशी प्रवाहों के प्रभाव को समाप्त करने के लिए अप्रैल-दिसम्बर 2017-18 के दौरान लगभग 90,000 करोड़ रुपये का निवल विक्रय हुआ

(तुलनात्मक रूप से वर्ष 2017-18 की समान अवधि के दौरान यह उन्मोचन निवल रूप में 1.1 लाख करोड़ रुपये था) (चित्र 9)।

वर्ष 2018-19 के लिए दृष्टिकोण

1.72 आगामी राष्ट्रीय चुनाव तक बनाई गई आर्थिक नीति द्वारा 2018-19 की अपेक्षाओं का निर्धारण किया जाएगा। यदि समष्टि अर्थशास्त्रीय स्थिरता को नियंत्रण में रखा

बाक्स 8: क्या सरकारी बाजार उधार राजकोषीय घाटे का संकेत है?

10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूतियों (जी.सेक.) संबंधी ब्याज दरें धीरे-धीरे निरंतर बढ़ती ही जा रही है और जुलाई 2017 के अंत में यह 6.4 प्रतिशत थी तथा 01 जनवरी 2018 को 7.3 प्रतिशत हो गई। उस अवधि के बाद नीतिगत दरों संबंधी अपेक्षा में गिरावट आई है और भारतीय रिजर्व बैंक ने दरों में कटौती करने की बजाय अधिक कठोर कदम उठाने शुरू कर दिए हैं। परन्तु इस प्रयास से भी दीर्घावधि में लगभग 1 प्रतिशत अंक की वृद्धि होने की भी उम्मीद नहीं लगती। अन्तर्राष्ट्रीय दरों में भी परिवर्तन भी नहीं होता दिख रहा, इसमें में भी मामूली सी वृद्धि हुई है। आखिर सरकारी प्रतिभूतियों की दरों में अचानक वृद्धि का क्या कारण हो सकता है?

महत्वपूर्ण घटक वित्तीय बाजार की चिन्ताएं प्रतीत होती हैं कि पूर्वानुमान से इतनी अधिक सरकारी प्रतिभूतियां अधिक जारी की जाएंगी। निश्चित रूप से यह चिन्ता का विषय है कि व्यापक सरकार (केन्द्र और राज्य) का राजकोषीय घाटा वास्तविक लक्ष्य से कहीं ज्यादा है। परन्तु इसके बावजूद यदि राजकोषीय परिवर्तन अनुमान से अधिक हो जाता है तो इसका स्वतः यह अर्थ नहीं लगाया जा सकता कि बाजार उधार अनुमान से अधिक हो जाएगा। दूसरे अर्थों में, बाजार उधार से अनिवार्य रूप से राजकोषीय घाटे का संकेत नहीं मिलता। इसका कारण यह है कि भारत की बाजार उधार का निर्धारण मात्र राजकोषीय घाटे के द्वारा नहीं होता है बल्कि विशिष्ट रूप से भारतीय व्यवस्था, राष्ट्रीय लघु बचत निधि (एनएसएसएफ) द्वारा भी होता है।

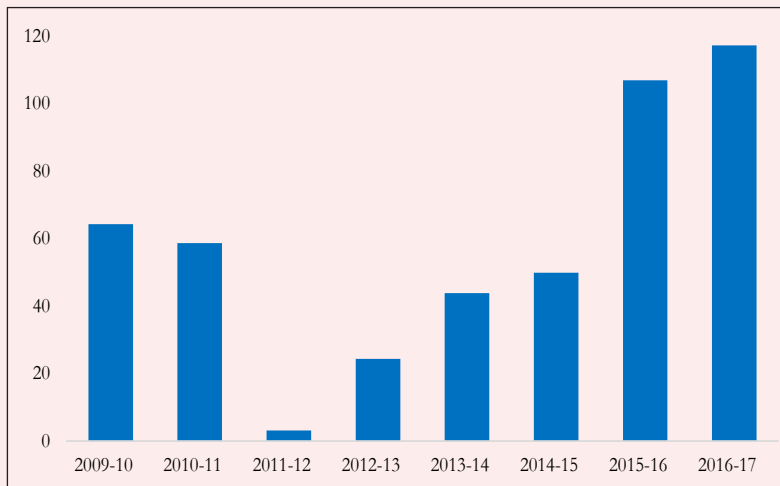
सरकार अनिवार्यतः अपने उधार आधारित घाटे से मुक्त-जमा जनता से प्राप्त करती है जो जनता विभिन्न जमायोजनाओं में जमा करती है और जो राष्ट्रीय लघु बचत निधि (एन एस एस एफ) में जमा होता है। मौजूदा समय में इन स्कीमों में बाजार दरों से ऊंची दर है, और ये जोखिम मुक्त निवेश विकल्प हैं, अनुकूल कर सुविधाएं भी हैं, (जमा करने पर और निकासी दोनों पर) जबकि अधिकांश नियमित बचत योजनाओं में ये उपलब्ध नहीं हैं। वर्ष 2015-16 की आर्थिक समीक्षा में राष्ट्रीय लघु बचत निधि के अन्तर्गत लघु बचतकर्ताओं को दी जाने वाली राजकीय सहायताओं के परिमाण का अनुमान लगाया गया था। लेकिन यहां पर तर्क-संगत बात यह है कि राष्ट्रीय लघु बचत निधि में होने वाला प्रवाह स्वशासी है जिसका निर्धारण उसकी आकर्षकता से होता है न कि राजकोषीय घाटे के आधार पर। निम्नलिखित सर्व समिका इसी को दर्शाती है।

निवल बाजार उधारराजकोषीय घाटा-राष्ट्रीय लघु बचत निधि संबंधी निवल प्रवाह 5

यदि राष्ट्रीय लघु बचत निधि (एनएसएसएफ) में वृद्धि होती है तो किसी दिए हुए राजकोषीय घाटे के कारण बाजार उधारी में गिरावट होती है और विलोमतः वृद्धि होनी चाहिए। बाजार उधार और तत्संबंधी सरकारी प्रतिभूतियों की आपूर्ति इन स्वशासी प्रवाहों के लिए अंतःप्रवर्धी है। इसलिए राजकोषीय घाटे में कमी आए या वह स्थिर बना रहे तो भी बाजार उधार में वृद्धि होने की पूर्ण संभावनाएं रहती है।

निवल राष्ट्रीय लघु बचत निधि प्रवाह बहुत बड़ी मात्रा में है। चार्ट 1 के अनुसार वर्ष 2016-17 में यह धनराशि 1.2 लाख करोड़ रुपए थी जो उस वर्ष के केन्द्रीय सरकार के घाटे का लगभग 24 प्रतिशत हैं। वर्ष 2017-18 के दौरान बेशक इसमें और बढ़ोत्तरी हो सकती है। इसका आंशिक कारण यह है कि राष्ट्रीय लघु बचत निधि संबंधी बचत दर की गिरावट बाजार दरों (विशेषकर जमाओं संबंधी) से अधिक धीमी है जबकि आयकर अधिनियम की धारा 80G के अधीन राष्ट्रीय लघु बचत निधि बचत के लिए आयकर छूट की सीमा को बढ़ाकर 1.5 लाख कर दिया गया है।

चार्ट 1: वार्षिक राष्ट्रीय लघु बचत निधि प्रवाह (निवल हजार करोड़ रुपए)



स्रोत : केन्द्रीय सरकार बजट दस्तावेज, समीक्षा परिकलन

केन्द्रीय सरकार के स्तर पर, ये अतिरिक्त प्रवाह इतने जबरदस्त हैं कि बाजार उधारी पर निर्भरता में कमी आयी है। उदाहरण के लिए वर्ष 2016-17 में केन्द्र सरकार की बाजार उधारी में 90,000 करोड़ रुपए की गिरावट आयी जबकि राजकोषीय घाटा रुपए के संदर्भ में पूरी तरह स्थिर बना रहा। परिणाम स्वरूप, जैसा कि चित्र 2 में दर्शाया गया है वर्ष 2013-14 से बाजार उधार में सकल घरेलू उत्पाद के 1.7 प्रतिशत की कमी आयी जबकि राजकोषीय घाटा सकल घरेलू उत्पाद का केवल 1 प्रतिशत ही कम हुआ है।

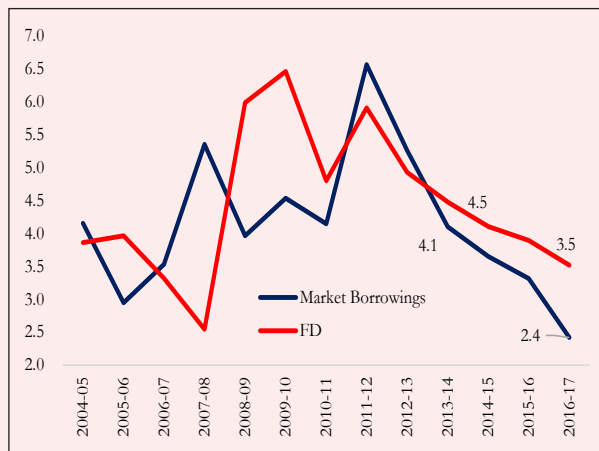
⁵ यहां पर राष्ट्रीय लघु बचत निधि में अन्य लोक लेखाओं वाले निवल प्रवाह शामिल हैं जैसे कि राज्य भविष्य निधि और अग्रिम तथा जमा।

⁶ 14वें वित्त आयोग (एफएफसी) ने राज्यों को राष्ट्रीय लघु बचत निधि वित्तयन को नहीं अपनाने का विकल्प दिया था।

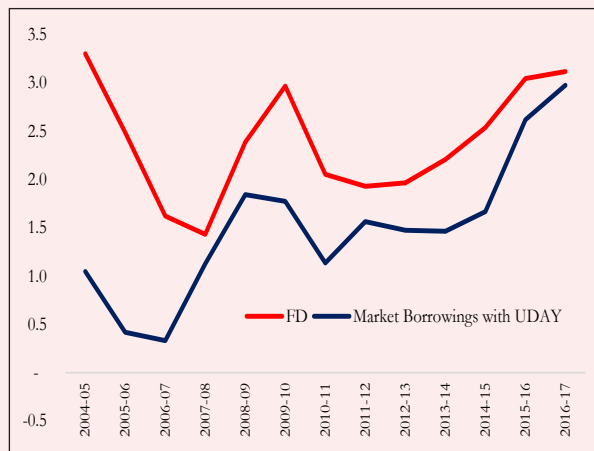
⁷ निवल बाजार उधारों में मुख्य शीर्ष 6003 के अन्तर्गत आने वाली राशियां शामिल हैं परन्तु राष्ट्रीय लघु बचत निधि और अन्तर्राष्ट्रीय संस्थाओं संबंधी प्रतिभूतियां इसमें शामिल नहीं हैं।

राज्य सरकारों के स्तर पर बेशक इसके विपरीत हुआ है। राज्यों ने अपनी उधार की लागत में कमी लाने के लिए राष्ट्रीय लघु बचत निधि पर अपनी निर्भरता कम करने का रास्ता चुना है (बाजार दरें राष्ट्रीय लघु बचत निधि दरों की तुलना में काफी कम हैं)। परन्तु इसका परिणाम यह हुआ कि बाजार उधार में वृद्धि हो गई। वर्ष 2016-17 में बाजार उधार में लगभग 83000 करोड़ रुपए की वृद्धि इसके बावजूद हो गई सकल राज्य सरकार घाटा बढ़कर केवल 47000 करोड़ रुपए ही हुआ था, शेष राष्ट्रीय लघु बचत निधि देनदारियों के पुनर्भुगतान में काम आना था। दूसरे शब्दों में कहें तो बाजार उधार में जीडीपी के 0.2 प्रतिशत की वृद्धि हुई जो राजकोषीय घाटे से अधिक है। (चित्र 3)।

चार्ट 2: केंद्रीय सरकार की बाजार उधार और राजकोषीय घाटा (सकल घरेलू उत्पाद के प्रतिशत में)



चार्ट 3: राज्य सरकारें: बाजार उधार और राजकोषीय घाटा (सकल घरेलू उत्पाद के प्रतिशत में)



स्रोत: केंद्रीय और राज्य सरकारी बजट दस्तावेज, समीक्षा परिकलन

एक अन्तिम बिन्दु अत्यन्त महत्वपूर्ण है। राष्ट्रीय लघु बचत निधि में बहिर्जात प्रवाह कभी-कभी बाजार उधारियों में कटौतियों द्वारा पूर्णतः प्रतिस्तुलित नहीं होते बल्कि इसके बजाए ये सरकारी रोकड़ शेषों के संचय में परिलक्षित होते हैं या अन्य सरकारी कार्यों में उपयोग में लाए जा सकते हैं। ऐसे मामले में देयताओं में होने वाले परिवर्तनों से राजकोषीय घाटा प्राक्कलनों में भी अन्तर उत्पन्न हो जाएंगे, इसी प्रकार, तुलन-पत्र से इतर कुछ लेनदेन सरकार की देयताओं में जुड़ जाएंगे न कि मापित घाटे में।

जाता है, तो जारी सुधारों में स्थिरता आएगी, और वैश्विक अर्थव्यवस्था आज की भांति उत्फुल्ल अर्थव्यवस्था बनी रही तो संवृद्धि कम से कम 8 प्रतिशत की मध्यावधिक आर्थिक संभावना की ओर बढ़ सकती है।

1.73 मांग के उन घटकों पर विचार करें जो संवृद्धि की अपेक्षाओं को प्रभावित करेगी। वैश्विक संवृद्धि के त्वरण से सैद्धांतिक तौर पर निर्यात की मांग में तेजी आनी चाहिए। निःसंदेह, ऐसे घटकों ने विगत में ऐसा किया है, विशेषकर वर्ष 2000 दशक के मध्य में मांग में तेजी से वृद्धि हुई थी, जब वैश्विक अर्थव्यवस्था में आई तेजी के कारण भारत के निर्यात में प्रतिवर्ष 26 प्रतिशत से अधिक की वृद्धि हुई थी। इस समय, वैश्विक संवृद्धि की प्रतिक्रिया में निर्यात दीर्घावधायी औसत के अनुरूप रहा है, किंतु यह 2000 के दशक मध्य में दर्ज की गई वृद्धि से कम ही है। संभवतः निर्यात का स्तर बेहतर होना कुछ समय की ही बात है। धन प्रेषण परिमाण पहले से ही बढ़ रहे हैं; और तेल की उच्चतर कीमतों के कारण इनमें और वृद्धि ही हो सकती है।

1.74 ऐसा प्रतीत होता है कि निजी निवेश अन्ततः उछाल के लिए तैयारी कर रहा है, वृद्धि पर विगत वर्षों से रोक

लगाने का प्रयास कर रहे कारक अंततः शिथिल हो जाएंगे। निवेश की यह वृद्धि वास्तविक प्रतिक्रिया में परिवर्तित हो यह महत्वपूर्ण रूप से समाधान और पुनः पूंजीकरण प्रक्रिया पर निर्भर करती है। यदि यह प्रक्रिया आगे भी इसी तीव्रता से जारी रहती है तो प्रभावित फर्म मजबूत स्वामित्व के हाथों में चली जाएंगी और वे पुनः खर्च करने की स्थिति में होंगी। किंतु यदि समाधान में देरी होती है तो भी इससे निजी कैपेक्स चक्र की वापसी होगी। और यदि ऐसा होता है तो सार्वजनिक निवेश भी खाई को पाटने में समर्थ नहीं होगा क्योंकि बाजार की दुविधाओं के निवारण के लिए राजकोषीय समेकन को बनाए रखने की आवश्यकता से ही बाजार की आशंकाओं का निवारण हो जाएगा।

1.75 इसी दौरान, उपभोग मांग में विभिन्न खिंचावों का सामना करना होगा। वहीं इसका सकारात्मक पक्ष यह है कि, इसमें वर्ष 2017-18 के औसत की तुलना में वर्ष 2018-19 में वास्तविक ब्याज दरों में संभावित कमी से मदद मिलेगी। इसके साथ-साथ, तेल की औसत कीमतों के वर्ष 2018-19 में लगभग 12 प्रतिशत तक बढ़ने का पूर्व अनुमान लगाया गया है जिससे वास्तविक आय और व्यय

कम हो जाएगा और यह माना जाएगा कि यह वृद्धि उत्पाद कर कटौतियों के माध्यम से बजट द्वारा सहन की जाएगी या तेल विक्रेता कंपनियों द्वारा और, यदि मुद्रास्फीति लक्ष्य को पूरा करने के लिए उच्चतर तेल कीमतों हेतु अधिक सख्त मौद्रिक नीति की आवश्यकता पड़ती है तो वास्तविक ब्याज दरों से उपभोग में बाधा उत्पन्न हो सकती है।

1.76 इन सभी तथ्यों को एक साथ रखते हुए और भारत को विश्व की तेजी से बढ़ती अर्थव्यवस्थाओं में से एक मानते हुए इस वर्ष यह अनुमान लगाया जा सकता है कि वर्ष 2018-19 में यह संवृद्धि 7 और 7.5 प्रतिशत के बीच रहेगी। इस पूर्वानुमान में वृद्धि कर संभावना भी है और गिरावट का जोखिम भी है।

1.77 निर्यात सबसे बड़ी सकारात्मक संभावना है। यदि भारत के निर्यात और विश्व संवृद्धि के बीच संबंध पिछले उफान चक्र पर लौट आया तथा वर्ष 2018 में विश्व संवृद्धि अंतर्राष्ट्रीय मुद्राकोष के अनुमान के अनुरूप रही तो संवृद्धि में 1/2 प्रतिशत की वृद्धि हो सकती है।

1.78 संवृद्धि का एक मुख्य निर्धारक घटक आईबीसी प्रक्रिया का कार्यान्वयन होगा। यहां निजी निवेश को आगे बढ़ाने के लिए आईबीसी उपायों को समय से अपनाना और स्वीकृत करना उच्च प्राथमिकता में रखा जाना चाहिए। शुरुआती मामलों में जितना अधिक विलंब होगा इस बात का जोखिम उतना ही अधिक होगा कि संपूर्ण आईबीसी प्रक्रिया में जल्द अनिश्चितता का माहौल बन जाए। यह भी संभव है कि शीघ्रता के साथ समाधान करने के लिए सरकार को पीएसबी को अधिक संसाधन उपलब्ध कराना आवश्यक हो, विशेषरूप से यदि अपेक्षित केशकर्तन पूर्वापेक्षा से अधिक हो, आस्ति गुणवत्ता मान्यीकरण की चालू प्रक्रिया से और अधिक संकटग्रस्त आस्तियों का प्रकटन हो और यदि नवीन लेखांकन मानक कार्यान्वित किए जाएं।

1.79 मौजूदा उच्च तेल कीमतें (वर्तमान स्तरों पर) एक मुख्य जोखिम बनी हुई हैं। ये मुद्रास्फीति को, चालू खाते को, राजकोषीय स्थिति को और संवृद्धि को प्रभावित करेंगी तथा समष्टि अर्थशास्त्र संबंधी नीतियों को अपेक्षाकृत रूप से अधिक कड़ा करने के लिए बाध्य करेंगी।

1.80 एक अन्य सम्भावित चुनौती जिससे निपटना होगा, वह है उच्चिकृत स्टॉक कीमतों के तीखे संशोधनों द्वारा निर्मित एक आदर्श रूप से उभरते बाजार “सडेन स्टॉल”

का प्रारंभ है। (बाक्स 9 में दर्शाया गया है कि भारत की स्टॉक कीमतों में वृद्धि की प्रवृत्ति अन्य देशों की तुलना में भिन्न है परंतु इसके स्थायित्व के बारे में प्रफुल्लित होने को अधिकृत नहीं करती)। विमुद्रीकरण के आलोक में घटते अवसरों से, स्वर्ण की घटी कीमतों से और निम्नतर नामिक ब्याज दरों से पहले से ही व्यथित बचतकर्ताओं को और अधिक व्यथा हो सकती है और वे उचित कार्रवाई की मांग करेंगे। स्टॉक कीमतों में संशोधन पूंजी के बहिर्वाह को प्रोत्साहित कर सकते हैं, विशेष रूप से यदि विकसित देशों में मौद्रिक नीति अधिक उदार हो जाए और यदि तेल की कीमतें उच्च बनी रहें। इसकी प्रतिक्रिया में हो सकता है कि नीतिगत ब्याज दरों में वृद्धि हो जाए जिससे जायमान उबार में रूकावट हो सकती है। समष्टि स्थायित्व और संवृद्धि के बीच समन्वय बैठाने की, आदर्श उद्भूत बाजार की दुविधा फिर स्वतः ही समाप्त हो सकती है।

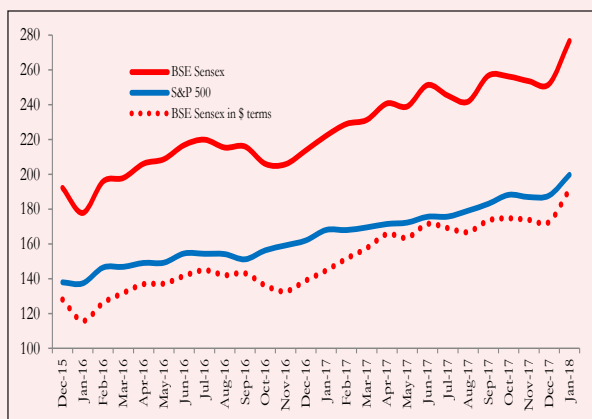
1.81 एक महत्वपूर्ण नीतिगत प्रश्न आगामी वर्ष के लिए राजकोषीय पथ से जुड़ा होगा। इस वर्ष के बाद विश्वास बहाली की आवश्यकता को देखते हुए, संवृद्धि हेतु (और उत्पादक अंतराल को कम करने हेतु बदले नजरिए को देखते हुए) तथा कीमत दबावों के पुनरूत्थान को देखते हुए राजकोषीय नीति का लक्ष्य एक तर्कसंगत राजकोषीय समेकन होना चाहिए। हालांकि, समेकन हेतु अतिमहत्वाकांक्षी लक्ष्य निर्धारित करना, विशेष रूप से किसी निर्वाचन-पूर्व वर्ष में, और एक ऐसे आशावादी पूर्वानुमान के आधार पर जिसमें ऐसे लक्ष्यों की प्राप्ति न हो सकने का एक उच्च जोखिम मौजूद हो, कोई विश्वसनीयता बढ़ाने में शायद ही मदद करेगा। व्यावहारिक तौर पर इन उत्कट अवस्थाओं के बीच किए जाने वाले संचालन के लिए यह आवश्यक होगा कि सर्वोत्तम कार्रवाई के स्वरूप में एक ऐसा संतुलित समेकन कार्य अपनाया जाए जो राजकोषीय घाटे को कम करते हुए शनैः शनैः किंतु स्थिरता के साथ पटरी पर वापस लाने का विश्वसनीय संकेत प्रदान करे।

1.82 इस समग्र आर्थिक एवं राजनैतिक पृष्ठभूमि के दृष्टिगत आने वाले वर्ष में आर्थिक प्रबंधन विशेष रूप से चुनौतीपूर्ण होगा। यदि सम्मुख उपस्थित फंदों (जैसेकि राजकोषीय प्रसरण) से बचाव कर लिया जाता है और अस्पष्ट जोखिमों का निवारण कर लिया जाता है जो यह कोई छोटी उपलब्धि नहीं होगी।

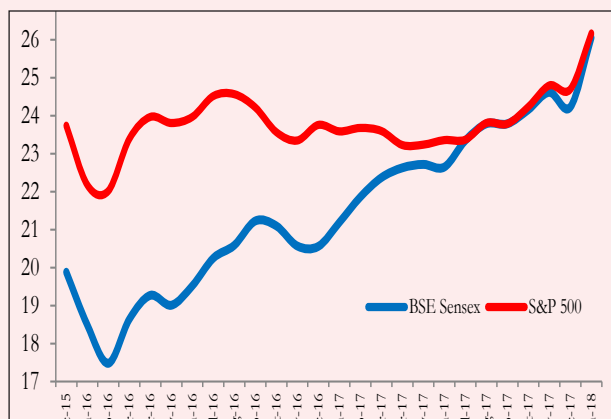
बॉक्स 9: स्टॉक बाज़ार तेजी को समझना: क्या भारत अलग है?

विगत दो राजकोषीय वर्षों के दौरान, भारतीय स्टॉक बाज़ार में अन्य उच्च-निष्पादन वाले कई अन्य प्रमुख बाज़ार की अपेक्षा काफी वृद्धि हुई है। जैसाकि चित्र 1 दर्शाता है, दिसंबर, 2015 के अंत में, एसएण्डपी सूचकांक की वृद्धि 45 प्रतिशत रही जबकि सूचकांक में रुपये के संदर्भ में 46 प्रतिशत और डालर के संदर्भ में यह 52 प्रतिशत वृद्धि रही। इससे भारतीय स्टॉक बाज़ार के कीमत प्रतिप्राप्ति अमरीकी उच्च स्तर 24 के पास पहुंच गया है (चित्र-2)। तथापि, इस अवधि के दौरान भारतीय और अमरीकी अर्थव्यवस्थाएं अत्यंत भिन्न मार्गों का अनुसरण करती रही हैं। अतः स्टॉक बाज़ारों में आई अचानक समाभिरूपता की क्या व्याख्या हो सकती है?

चित्र 1. अमरीका और भारत का स्टॉक बाज़ार निष्पादन, दिसं. 2015-जनवरी, 2018



चित्र 2. अमरीका और भारत कीमत-प्रतिप्राप्ति, अनुपात, दिस. 2015-जनवरी, 2018

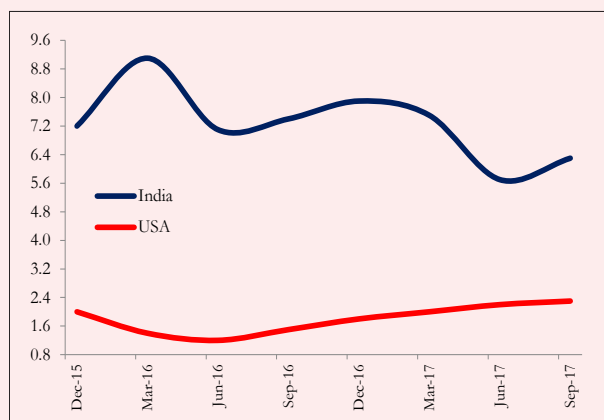


स्रोत: बीएसई, याहू वित्त, समीक्षा परिकलन

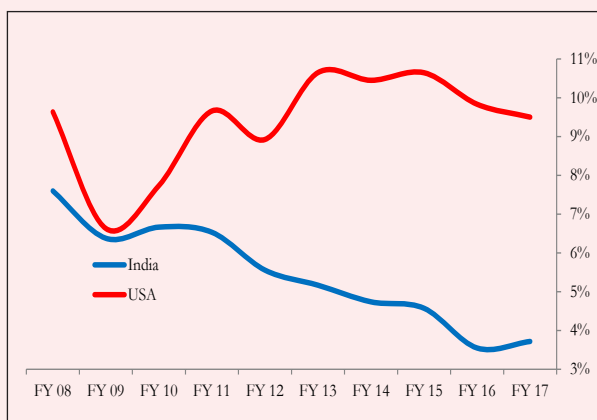
भारतीय और अमरीकी अर्थव्यवस्थाओं के पथ तीन आश्चर्यजनक रूप से अलग रहे हैं:

- भारत में स्टॉक बाज़ार में आर्थिक वृद्धि में गिरावट के साथ तेजी आई है जबकि अमरीकी आर्थिक वृद्धि में तेजी आई है (चित्र 3)।
- भारत की मौजूदा कारपोरेट प्रतिप्राप्ति/जीडीपी अनुपात वैश्विक वित्तीय संकट के समय से अस्थिर रहा है और यह 3.5 प्रतिशत ही रह गया है, जबकि यह अमरीका में जीडीपी का उच्च 9 प्रतिशत रहा (चित्र 4)। इसके अलावा, टैक्स की छूट से टैक्स-पश्च अर्जन बढ़ने की संभावना है।
- विवेचनात्मक रूप से, वास्तविक ब्याज दरों का काफी विचलन हुआ है। अमरीकी दरों में यह नकारात्मक स्तरों पर बना रहा जबकि भारत में यह ऐतिहासिक रूप से उच्च स्तरों पर बना रहा। इस आर्थिक तेजी की अवधि के दौरान, भारत की 2.2 प्रतिशत के मुकाबले अमरीकी वास्तविक दरें औसतन-1.0 प्रतिशत रही यह अंतर 3.2 प्रतिशत बिंदु रहा (चित्र 5) है।

चित्र 3. अमेरिका और भारत, वास्तविक जीडीपी वृद्धि, दिसम्बर 2015 के अंत - दिसम्बर 2017 के अंत तक

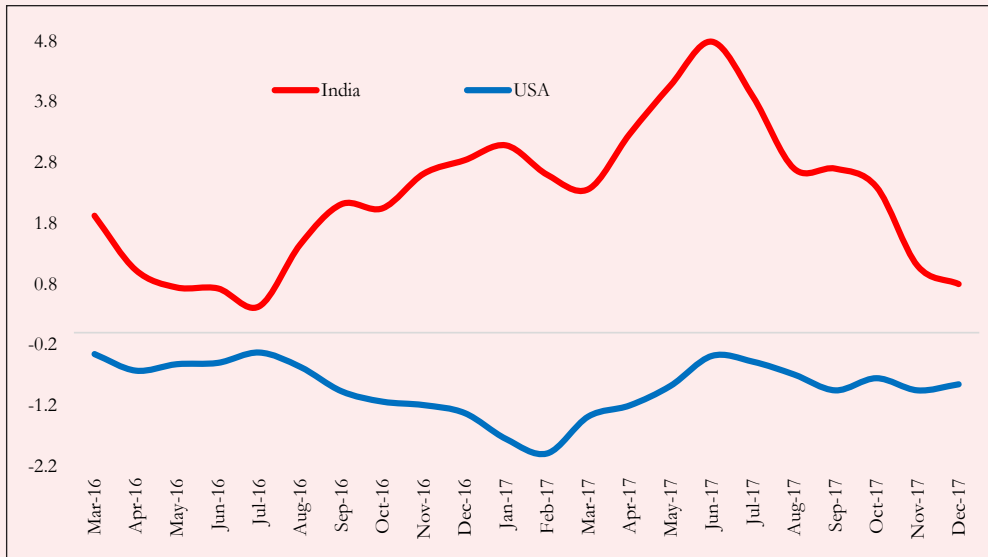


चित्र 4. अमेरिका और भारत कारपोरेट लाभ (जीडीपी का प्रतिशत)



स्रोत: आरबीआई समीक्षा परिकलन

चित्र 5: वास्तविक ब्याज दर: भारत और अमरीका



स्रोत: समीक्षा परिकलन

तो फिर, स्टॉक बाजार समाभिरूपता व्याख्या की क्या होगी? इसके दो कारक प्रतीत होते हैं। पहले, भारत में अर्जन वृद्धि की संभावनाएं अत्यधिक हैं, वास्तव में, यह ऐसी संभावनाएं रही जो स्टॉक बाजार में तेजी की उत्पत्ति में निहित हैं। वर्ष 2016-17 के पूर्व में, ऐसे संकेत उभरे हैं कि कारपोरेट प्रतिप्राप्ति/जीडीपी अनुपात में लम्बे समय तक चली गिरावट अंततः समाप्ति पर आ चुकी है। निवेशकों ने इस पर अपना उत्साह जाहिर किया है। पुनरुत्थान की प्रत्याशा में शेयर कीमतों की बोली लगाते हुए उन्होंने आगे की वृद्धि उम्मीद की है। तदनुसार, मौजूदा प्रतिप्राप्ति और कीमतों का अनुपात तेजी से बढ़ा है।

वर्ष 2017-18 तक उन संकेतों का बढ़ता प्रारंभ हो गया जो प्रत्यक्ष रूप से लाभ कमाई निकट नहीं है। किंतु इस बिंदु पर एक अन्य कारक ने इस बाजार को आगे की गति प्रदान की। वह कारक विमुद्रीकरण रहा।

किसी आस्ति का कीमत निर्धारण न केवल उस आस्ति के संभावित प्रतिफल द्वारा होता है बल्कि यह अन्य आस्तियों पर उपलब्ध प्रतिफलों द्वारा भी निर्धारित होता है। जैसाकि गत वर्ष की आर्थिक समीक्षा में इंगित किया गया है, गत कुछ वर्षों के दौरान सरकार की अनुचित धन के विरुद्ध मुहिम-विमुद्रीकरण ने कतिपय क्रियाकलापों, खासतौर पर नकदी, सम्पदा, अथवा स्वर्ण आभूषणों की जमाखोरी, पर लगाया गया टैक्स का प्रभावी रहा। नकदी लेन-देन को विनियमित किया गया; स्वर्ण आभूषणों और सम्पदा के अधिग्रहण हेतु रिपोर्टिंग अपेक्षाओं को कड़ा कर दिया गया है। इसके अतिरिक्त, वर्ष 2016 के मध्य से स्वर्ण जमा में आई रुपया प्रतिप्राप्ति में कमी आयी जो वर्ष 2017 के मध्य से ऋणात्मक हो गई (चित्र 7) है। इसके अलावा, पूर्व में, स्टॉक कीमतों का नुकसान झेलना पड़ा चूँकि अन्य आस्तियों की खरीदारी के मुकाबले शेयरों पर रिपोर्टिंग अपेक्षाएं उच्चतर रहीं हैं। किंतु अनुचित रूप से जमा धन पर किए गए आक्षेप से इस क्षेत्र के स्तर पर मदद मिली है।

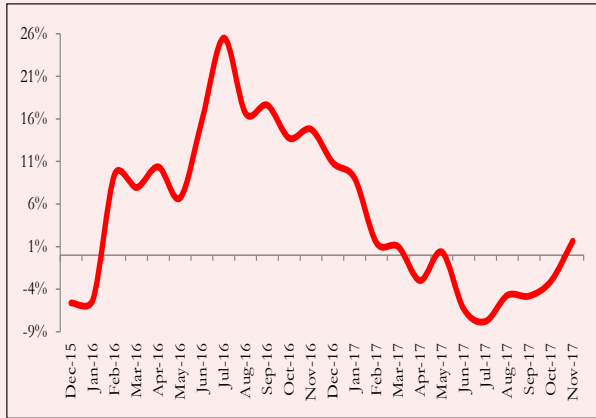
इन सभी ने निवेशकों को प्रेरित किया है कि स्टॉकों के आकर्षण का पुनःमूल्यांकन कर सके। तदनुसार, निवेशकों ने स्टॉक म्युचुअल फण्ड के माध्यम से अंतर्वाह के साथ खासकर, वर्ष 2016-17 के दौरान अपने गत वर्ष की स्तर का पांच गुणा राशि, का निवेश और शेयरों में अपने पोर्टफोलियों का पुनः आबंटन किया है। (चित्र 8)। तदनुसार, इक्विटी जोखिम प्रीमियम (अन्य आस्तियों के मुकाबले शेयरों पर अपेक्षित ईआरपी अतिरिक्त प्रतिलाभ) कम हो गया है (चित्र 9)।⁸

इसका तात्पर्य क्या भारतीय पी/ई अनुपात उच्चतर “नये सामान्य” तक पहुंच गया है? शायद, यह संभव है कि अनुचित धन के विरुद्ध मुहिम से प्रारंभ पोर्टफोलियो परिवर्तन से ईआरपी में आई सतत कमी में परिवर्तित हो जाएगा किंतु यह गौरतलब है कि वर्ष 1990 के पश्च और वर्ष 2000 के पूर्व में अपने ईआरपी में तेजी से गिरावट आने के पश्चात् अमरीका में इसी प्रकार का मूल्यांकन किया गया था। कुछ वर्षों के पश्चात्, प्रौद्योगिक के गुब्बारे फटने पर वैश्विक वित्तीय संकट की शुरुआत हुई। इक्विटी जोखिम प्रीमियम नई ऊँचाईयों को छूनी लगी और अब तक अपने पूर्व स्थिति पर लौट नहीं पाई है।

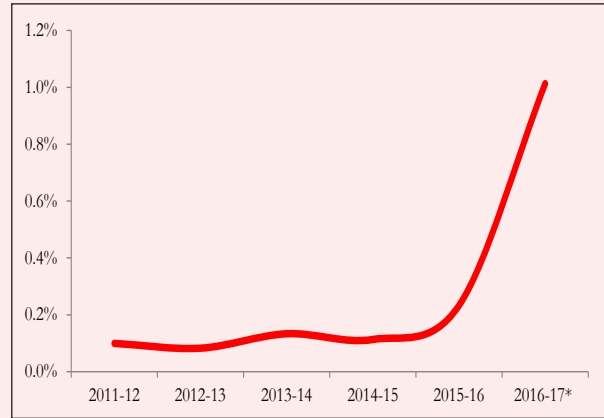
इक्विटी जोखिम प्रीमियम के आगे, भारत में मौजूदा स्टॉक का मूल्य निर्धारण बनाए रखने के लिए भी भावी अर्जन को उच्च स्तर पर बनाए रखना जरूरी है और यह इस बात पर निर्भर है कि क्या सचमुच बड़ा आर्थिक उत्थान होने ही वाला है।

8 अश्वथ दामोदरन का प्रतिरूप (Equity Risk Premium (ERP) Determinants, Estimation and Implications—The 2017 Edition”, Stern School of Business for the US का उपयोग करते हुए Equity Risk Premium (ERP) का परिकलन किया गया है। स्टॉकों के पोर्टफोलियों होने से भावी नकदी प्रवाहों के निवल वर्तमान मूल्य का परिकलन दो अवधियों में भावी प्रवाह को विभाजित करके किया गया है: प्रथम पांच वर्ष के लिए उच्च वृद्धि की प्रारंभिक अवधि होती है उसके बाद धीमी-गति-वृद्धि दर की दूसरी (अनिश्चित) अवधि होती है। यह नकदी प्रवाह, स्टॉकों के लाभांश वापसी खरीद होने से माना जाता है। जब भी ईआरपीएनपीवी के समतुल्य होता है, यह वर्तमान स्टॉक कीमत शून्य के बराबर होती है। भारत के लिए प्रारंभिक अवधि की मौद्रिक वृद्धि 12 प्रतिशत मानी जाती है और यह स्थिरावस्था 5 वर्ष की चल औसत होती है। सं.रा. अमरीका के संदर्भ में, प्रारंभिक अवधि की मौद्रिक वृद्धि 5 प्रतिशत है। भारत में लाभांश वितरण 70% माना जाता है।

चित्र 6: स्वर्ण से प्राप्त प्रतिलाभ (प्रतिशत में)

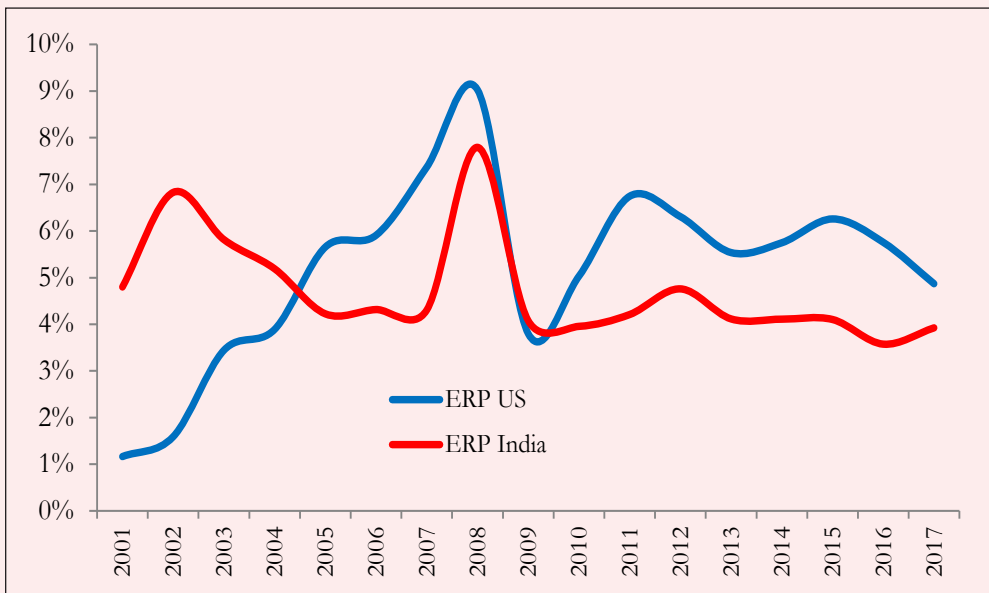


चित्र 7: म्यूचुअल फंड में प्रवाह (जीडीपी का प्रतिशत)



स्रोत: आरबीआई

चित्र 8. अमरीका और भारत, इक्विटी जोखिम प्रीमियम



स्रोत: समीक्षा परिकलन

कुल मिलाकर, भारतीय स्टॉक में आई तेजी उन्नत अर्थव्यवस्थाओं से तीन प्रकार से यह अलग है, संवृद्धि बल, स्तर और शोयर से लाभ और इससे भी महत्वपूर्ण वास्तविक ब्याज दरों का स्तर। ब्याज के निम्न स्तर को उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में उच्च-मूल्य निर्धारण का आधार बनाया गया है। किंतु इस संदर्भ में, भारत को मूल्य-निर्धारण अत्यधिक कम होना चाहिए। अतैव, भारत में बढ़ते मूल्य-निर्धारण से यह प्रतीत होता है कि नीति-प्रेरित-कटौतियों के परिणामस्वरूप इक्विटी में उधारकों द्वारा एक विशाल पोर्टफोलियो पुनः आवंटन किया गया है।

किंतु इन मूल्य-निर्धारणों को बनाए रखना अर्थव्यवस्था में होने वाली भावी वृद्धि और मौजूदा संभावनाओं के साथ अर्जनों के समन्वय की आवश्यकता होगी, और इसमें अर्ध-स्थायी पोर्टफोलियो पुनः आवंटन की आवश्यकता होगी। अन्यथा, उनमें समंजन करने की संभावना को खारिज नहीं किया जा सकता। इसके लिए सावधानी बरतने की आवश्यकता है।