

मौद्रिक नीति रिपोर्ट - अक्टूबर 2016

विषय	
अध्याय I : समष्टि आर्थिक दृष्टिकोण	
I.1	मुद्रास्फीति के लिए संभावनाएं
I.2	संवृद्धि के लिए संभावनाएं
I.3	जोखिमों का संतुलन
बॉक्स I.1	तत्काल भूमिका निर्धारक आर्थिक गतिविधि
अध्याय II: मूल्य और लागतें	
II.1	उपभोक्ता मूल्य
II.2	मुद्रास्फीति के कारक
II.3	लागतें
बॉक्स II.1	जीएसटी का मुद्रास्फीति प्रभाव- अंतर्राष्ट्रीय साक्ष्य
अध्याय III: मांग और उत्पादन	
III.1	सकल मांग
III.2	सकल आपूर्ति
III.3	उत्पादन अंतर
अध्याय IV: वित्तीय बाजार और चलनिधि की स्थिति	
IV.1	वित्तीय बाजार
IV.2	चलनिधि की स्थिति तथा मौद्रिक नीति की परिचालन क्रियाविधि
बॉक्स IV.1	बासेल III चलनिधि कवरेज अनुपात तथा मौद्रिक नीति का परिचालनगत लक्ष्य
बॉक्स IV.2	बेंचमार्क, मूल उधार दर, आधार दर तथा एमसीएलआर प्रणालियों के अंतर्गत बदलाव

	का प्रभाव
अध्याय V: बाह्य वातावरण	
V.1	वैश्विक आर्थिक स्थिति
V.2	जिंसों के मूल्य तथा वैश्विक मुद्रास्फीति
V.3	मौद्रिक नीति के रुझान
V.4	वैश्विक वित्तीय बाजार
बॉक्स V.1	विनिमय दर तथा जिंसों के मूल्यों का उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की मुद्रास्फीति पर प्रभाव

I.समष्टि-आर्थिक दृष्टिकोण

वर्ष 2016-17 के लिए मुद्रास्फीति दृष्टिकोण में सुधार हुआ है, लेकिन निर्धारित लक्ष्य के केंद्र अर्थात् 4 प्रतिशत तक पहुंचने के लिए निकट निगरानी और सतर्कता की आवश्यकता होगी। उपभोग में ठोस वृद्धि को देखते हुए वर्ष 2016-17 में वास्तविक सकल मूल्य योजन (जीवीए) के लिए दृष्टिकोण स्पष्ट हुआ है, पर निजी निवेश मंद होने तथा कमजोर वैश्विक मांग की वजह से 2017-18 में संवृद्धि की गति बाधित हो सकती है।

भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम में 27 जून 2016 से लागू संशोधन भारत में मौद्रिक नीति के संचालन को समर्थ बनाएंगे। इतिहास में पहली बार ऐसा हुआ है कि देश की मौद्रिक नीति की संरचना के संचालन के लिए भारतीय रिज़र्व बैंक को स्पष्टतः कानूनी रूप से प्राधिकृत किया गया है। मौद्रिक नीति के प्राथमिक उद्देश्य को भी पहली बार स्पष्टतः परिभाषित किया गया है, और वह है - “मूल्य स्थिरता संवृद्धि के उद्देश्य को ध्यान में रखते हुए बनाए रखना”। इन संशोधनों में एक मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) के गठन का भी प्रावधान किया गया है जो लक्षित मुद्रास्फीति के लिए अपेक्षित नीतिगत दर का निर्धारण करेगी। यह प्रावधान भी देश के मौद्रिक क्षेत्र में एक ऐतिहासिक कदम है। मौद्रिक नीति समिति के गठन, नियुक्ति की शर्तों, सूचना प्रवाह तथा इसके निर्णयों के कार्यान्वयन और प्रकाशन, मुद्रास्फीति संबंधी लक्ष्य-प्राप्ति में असफलता तथा उसके लिए सुधारात्मक उपायों जैसी अन्य प्रक्रियागत जरूरतों को विनिर्दिष्ट किया गया है और बाद में गजट में भी प्रकाशित किया गया है। सरकार ने 5 अगस्त 2016 को 4 प्रतिशत का मुद्रास्फीति लक्ष्य, उच्चतम 6 प्रतिशत तथा निम्नतम 2 प्रतिशत की सहनीय सीमा सहित निर्धारित किया है।

सरकार और भारतीय रिज़र्व बैंक ने छह सदस्यीय मौद्रिक नीति समिति का गठन किया है जो 04 अक्टूबर को भारतीय रिज़र्व बैंक की 2016-17 के लिए चौथी द्विमासिक मौद्रिक नीति समीक्षा बैठक में अपना पहला निर्णय लेने के लिए पूरी तरह तैयार है। मौद्रिक नीति समिति की बैठकों की क्रियाविधि संशोधित भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम में दी गई है जिसमें विशेष रूप से यह निर्धारित किया गया है कि इस समिति की एक वर्ष में कम से कम चार बैठकें आयोजित की जानी चाहिए (धारा 45ZI)। बैठकों की संख्या तथा बैठक के बाद जनता को मौद्रिक नीति रुझान बताने के लिए सामान्यतः आयोजित की जाने वाली प्रेस कांफ्रेंसों की संख्या विभिन्न देशों में अलग-अलग है। इस संबंध में किए गए सर्वे से यह बात सामने आयी है कि जहां प्रमुख केंद्रीय बैंकों में वर्ष के दौरान चार से अधिक बैठकें आयोजित की जा सकती हैं, वहीं प्रेस सम्मेलनों की संख्या चार पर ही सीमित रखी जाती है (सारणी I.1)।

सारणी 1.1: मौद्रिक नीति बैठकें और प्रेस कोन्फरेंस		
केंद्रीय बैंक/मौद्रिक प्राधिकारी का नाम	वर्ष में मौद्रिक नीति बैठकों की संख्या	वर्ष में प्रेस कोन्फरेंस की संख्या
बैंक ऑफ इंग्लैंड	8	4(क)
यूएस फेडरल रिजर्व	8	4
बैंक ऑफ कनाडा	8	4
रिजर्व बैंक ऑफ न्यूजीलैंड	7	4
बैंक ऑफ इस्रायल	12	4
	(2017 से 8)	
बैंक ऑफ रशिया	8	4
सेंट्रल बैंक ऑफ रिपब्लिक ऑफ टर्की	12	4(ख)
बैंक इन्डोनेशिया	12	4
बैंको सेंट्रल दो ब्रासिल	8	4(ग)
यूरोपियन सेंट्रल बैंक	8	8
नोर्जस बैंक	6	6
बैंक ऑफ जापान	8	8
बैंक ऑफ कोरिया	12	12
साउथ आफ्रिकन रिजर्व बैंक	6	6
झेक नेशनल बैंक	8	8

टिप्पणियाँ :

- (क) मुद्रास्फीति रिपोर्ट प्रेस कॉन्फरेंस
(ख) मुद्रास्फीति रिपोर्ट पर ब्रीफिंग करते समय गवर्नर का भाषण/प्रस्तुति
(ग) तिमाही मुद्रास्फीति रिपोर्ट में केंद्रीय बैंक निदेशकों द्वारा प्रस्तुतीकरण

स्रोत : केंद्रीय बैंक की वेबसाइट



अध्याय II और III अप्रैल 2016 के पूर्वानुमानों से वास्तविक मुद्रास्फीति और संवृद्धि की तुलना करते हैं और उनमें कमी या वृद्धि के लिए जिम्मेदार कारणों का विवेचन करते हैं। जहां तक दृष्टिकोण का सवाल है, अप्रैल 2016 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट (एमपीआर) में यह उल्लेख किया गया था कि वैश्विक संवृद्धि और बाह्य मांग में कमजोरी बनी रहेगी। हांगझाऊ में सितंबर में

आयोजित जी-20 देशों के सम्मेलन में अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष (आईएमएफ) ने इस वर्ष वैश्विक संवृद्धि की गति में और कमी आने तथा जोखिमों का संतुलन अधोगामी रहने की चेतावनी दी थी (चार्ट 1.1)। इससे इस मौद्रिक रिपोर्ट में दिये गए पूर्वानुमानों की प्रारंभिक स्थितियों की मान्यताओं में समायोजन करना आवश्यक हो जाएगा। साथ ही, कच्चे तेल के अंतर्राष्ट्रीय मूल्य, जिनमें अप्रैल की शुरुआत में गिरावट आई थी, उसके बाद के महीनों में बढ़े हैं और जुलाई माह से इन मूल्यों में जो थोड़े ठोस संकेत दिखाई दिये, उनका मान्यताओं पर स्वाभाविक तौर पर असर पड़ेगा। (सारणी 1.2)।

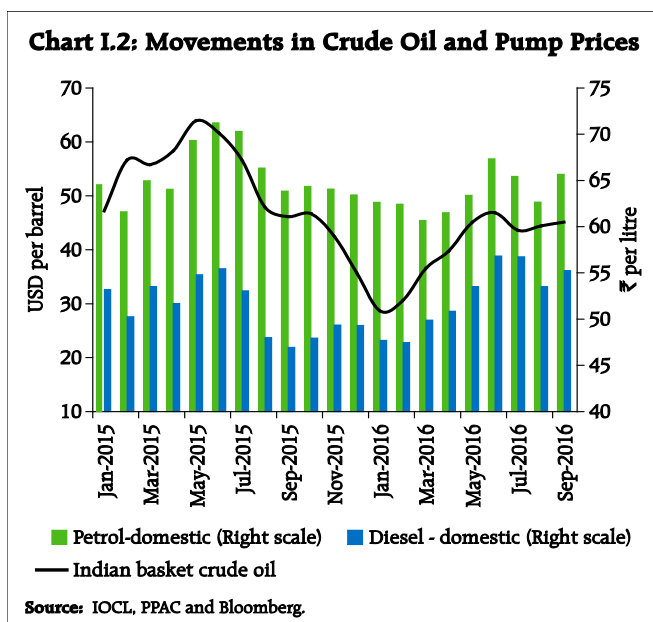
पखवाड़े के अंतरालों पर पेट्रोल और डीज़ल के घरेलू पम्प मूल्य निर्धारित करने के लिए, घरेलू तेल विपणन कंपनियों (ओएमसीज) द्वारा प्रयुक्त अंतर्राष्ट्रीय पेट्रोलियम उत्पाद मूल्य बेंचमार्क कच्चे तेल के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों (0.9) पर अत्यधिक निर्भर करते हैं। दूसरी ओर, रिफाइनरी/खरखाव/मालसूची की लागतों तथा घरेलू करों की वजह से घरेलू पम्प मूल्यों तथा अंतर्राष्ट्रीय पेट्रोलियम उत्पादों के मूल्यों में भिन्नता होती है। नवंबर 2014 से उत्पाद शुल्क में वृद्धि के कारण घरेलू पम्प मूल्यों में खासी वृद्धि हुई है।

सारणी 1.2: निकट अवधि के अनुमानों के लिए आधारभूत मान्यताएं		
चर	अप्रैल 2016 एमपीआर	वर्तमान (अक्तूबर 2016) एमपीआर
कच्चे तेल (भारतीय बास्केट)*	वित्तीय वर्ष 2016-17 के दौरान प्रति बैरल यूएस \$ 40	2016-17: एच 2 के दौरान प्रति बैरल यूएस \$ 46
विनिमय दर **	प्रति यूएस \$ 68.5	वर्तमान स्तर
मानसून	2016 में सामान्य	2016 में सामान्य
वैश्विक वृद्धि ***	2016 में 3.4 फीसदी की दर 2017 में 3.6 फीसदी की दर	2016 में 3.1 फीसदी की दर 2017 में 3.4 फीसदी की दर
राजकोषीय घाटा	2016-17 में बीई में (3.5 प्रतिशत) रहा	2016-17 में बीई में (3.5 प्रतिशत) रहा
पूर्वानुमान की अवधि के दौरान घरेलू समष्टि आर्थिक/ स्ट्रक्चरल नीतियां	कोई बड़ा परिवर्तन नहीं	कोई बड़ा परिवर्तन नहीं

टिप्पणी : * 71:29 के अनुपात में भारतीय रिफाइनरियों में प्रसंस्कृत एक ऐसे व्युत्पन्न बास्केट का प्रतिनिधित्व करता है जिसमें खड़ा ग्रेड (ओमान और दुबई औसत) और मीठा ग्रेड (ब्रेंट) कच्चा तेल शामिल हैं।

** यहाँ अनुमानित विनिमय दर पथ कर्मचारियों के आधारभूत विकास और मुद्रास्फीति के अनुमान जनरेट करने के उद्देश्य के लिए है और विनिमय दर के स्तर पर किसी भी 'मत' का संकेत नहीं है। रिजर्व बैंक विदेशी मुद्रा बाजार में उतार-चढ़ाव नियंत्रित करने के लिए निर्देशित है, न कि विनिमय दर के आसपास किसी भी विशिष्ट स्तर / बैंड के लिए।

*** जनवरी 2016 और जुलाई 2016 के अनुमानों के आधार पर, आईएमएफ विश्व आर्थिक आउटलुक के अपडेट से।

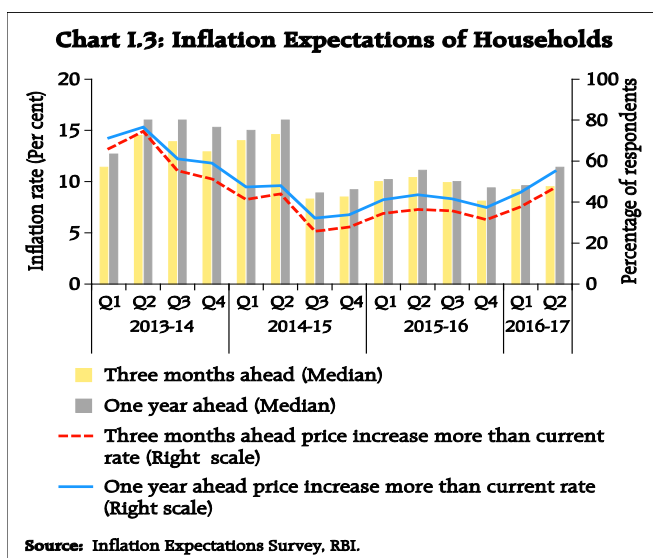


अंतर्राष्ट्रीय उत्पाद मूल्यों में प्रत्येक एक प्रतिशत का परिवर्तन (भारत में इस पम्प मूल्यों के परिवर्तन का असर पन्द्रह दिन बाद होता है) पेट्रोल के घरेलू पम्प मूल्यों में केवल 0.31 ही परिलक्षित होता है और अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में वृद्धि की स्थिति में 0.42 प्रतिशत की वृद्धि तथा अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में गिरावट की स्थिति में 0.28 प्रतिशत की गिरावट परिलक्षित होती है (चार्ट I.2; तथा अध्याय II भी देखें)। लेकिन, 2016 में अब तक यह

अंतरण-प्रभाव (पास थ्रु) काफी अधिक दिखाई दे रहा है।

I.1 मुद्रास्फीति की संभावनाएं

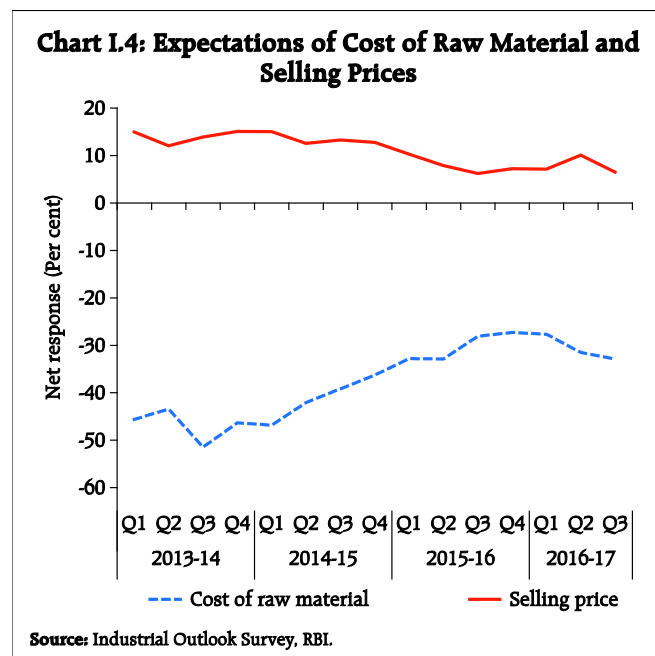
दालों, फलों, सब्जियों तथा अनाजों के अंतर्गत संवेदनशील मदों के दैनिक मूल्यों के संकलन से यह पता चलता है कि खाद्यान्नों के मूल्यों में सर्वाधिक मौसमी उछाल जुलाई माह में आ सकता है। तीसरी तिमाही में मुद्रास्फीति में कमी तथा चौथी तिमाही की शुरुआत में खाद्यान्न के मूल्यों में सामान्य मौसमी गिरावट के चलते, मार्च 2017 में आधार प्रभाव के विपरीत दशा में चलने के बावजूद, मुद्रास्फीति के सन्निकट दृष्टिकोण में काफी सुधार प्रतीत होता है। वर्ष के शेष भाग में जिसों के मूल्य स्थिर बने रहने की अपेक्षा की जाती है। इन प्रत्याशित गतिविधियों के चलते मुद्रास्फीति संबंधी अपेक्षाओं को बढ़ावा मिल सकता है और तथा उनके कारण आगे जाकर मजदूरी तथा मूल्य स्थितियों में परिवर्तन की अपेक्षा की जा सकती है।



आर्थिक एजेंटों में, पारिवारिक ईकाइयाँ अपनी अपनी अपेक्षा-संरचना में सबसे अधिक अनुकूलकता रखते हैं। तदनुसार, मई-जुलाई में खाद्यान्नों के मूल्यों में हुई वृद्धि उनकी मुद्रास्फीति संबंधी अपेक्षाओं से प्रतिबिंबित हुई। सितंबर के दौरान भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा किए गए शहरी परिवारों के सर्वे से यह पता चलता है कि जून दौर के सर्वे के अनुसार ही मुद्रास्फीति संबंधी उनकी विद्यमान

धारणा में और वृद्धि हुई है। विद्यमान दर¹ की तुलना में मूल्यों में और वृद्धि होने की धारणा रखने वाले उत्तरदाताओं के अनुपात में भी वृद्धि हुई (चार्ट 1.3)। वास्तव में, सितंबर दौर के सर्वे में मुद्रास्फीति तीन माह बाद 9.5 प्रतिशत तथा एक साल बाद 11.4 प्रतिशत अपेक्षित है।

इसके विपरीत, उत्पादकों की मुद्रास्फीति संबंधी अपेक्षाएं अधिक प्रगामी दिखाई देती हैं। भारतीय रिज़र्व बैंक के जुलाई-सितंबर दौर के औद्योगिक संभावना सर्वे² से पता चलता है कि तीसरी तिमाही में निविष्ट-मूल्यों में वृद्धि की अपेक्षा रखने वाले उत्तरदाताओं के अनुपात में वृद्धि हुई है। इस सर्वे से यह भी पता चलता है कि उच्चतर बिक्री मूल्यों के संबंध में उनकी अपेक्षाओं में गिरावट आई है (चार्ट 1.4)। मांग में सुधार की अपेक्षाओं को अतिरिक्त क्षमता की मौजूदगी के कारण आसानी से पूरा किया जा सकता है। निक्की के सितंबर 2016 के सर्वे में भाग लेने वाले विनिर्माता क्रय प्रबंधकों के अनुसार कुछ वृद्धि के बावजूद निविष्ट और उत्पादन दोनों के मूल्य सूचकांक उनके दीर्घावधि औसत के मुकाबले कम रहे। संगठित क्षेत्र तथा सामान्य ग्रामीण मजदूरी वृद्धि - विशेषकर जुलाई में कमी होने के कारण - तीसरी तिमाही में परिमित रहने की अपेक्षा की जाती है।



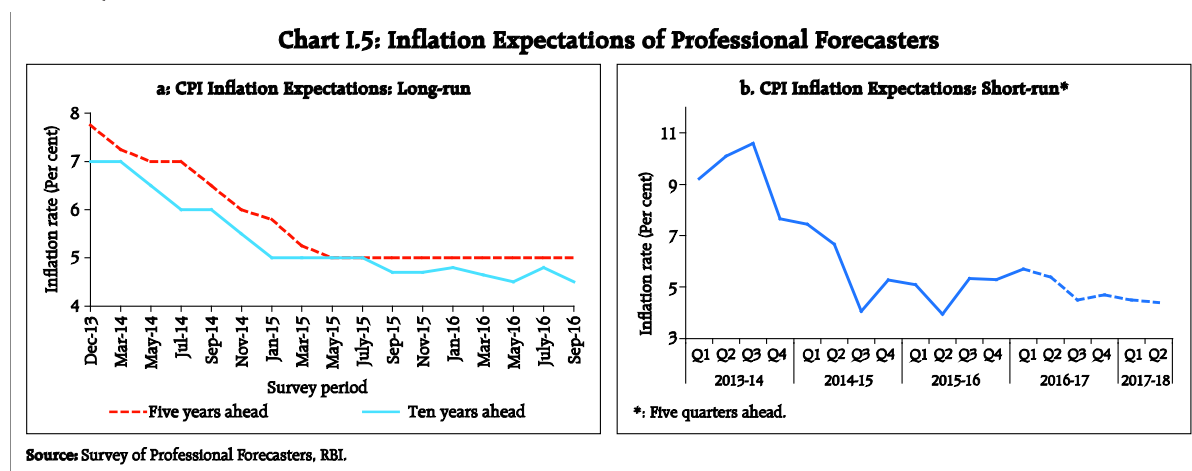
भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा सितंबर में आयोजित पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं के सर्वे के अनुसार अन्य एजेंटों की अपेक्षाकृत उनकी मुद्रास्फीति संबंधी अपेक्षाएं अधिकांशतः भारतीय रिज़र्व बैंक के मुद्रास्फीति संबंधी लक्ष्य के आसपास बनी रहीं (चार्ट 1.5)। उनके अनुसार 2016-17 की चौथी तिमाही तक यह घटकर 4.7 प्रतिशत तथा 2017-18 की दूसरी तिमाही में और घटकर 4.4 प्रतिशत पर आ जाएगी। उनके ये दोनों अनुमान भारतीय रिज़र्व बैंक के मुद्रास्फीति संबंधी लक्ष्यों के अनुरूप हैं।

जहां उनकी मध्यावधि (पांच वर्ष आगे की) मुद्रास्फीति संबंधी अपेक्षाएं 5 प्रतिशत पर अपरिवर्तित बनी रही, वहीं उनकी दीर्घावधि (दस वर्ष आगे की) अपेक्षाएं उक्त सर्वे के तुरंत पहले के सर्वे के अनुसार 4.8 प्रतिशत से घटकर 4.5 प्रतिशत पर आ गई है। ये अपेक्षाएं उस

¹ यह सर्वेक्षण 18 शहरों में किया गया और इसमें 5,300 शहरी परिवारों को कवर किया गया।

² इस सर्वेक्षण में 723 विनिर्माण कंपनियों के प्रतिक्रियाओं को कवर किया गया।

दृढ़ता को प्रतिबिंबित करती हैं जो मुद्रास्फीति के विद्यमान स्तर से नीचे जाने का प्रतिकार करता है।



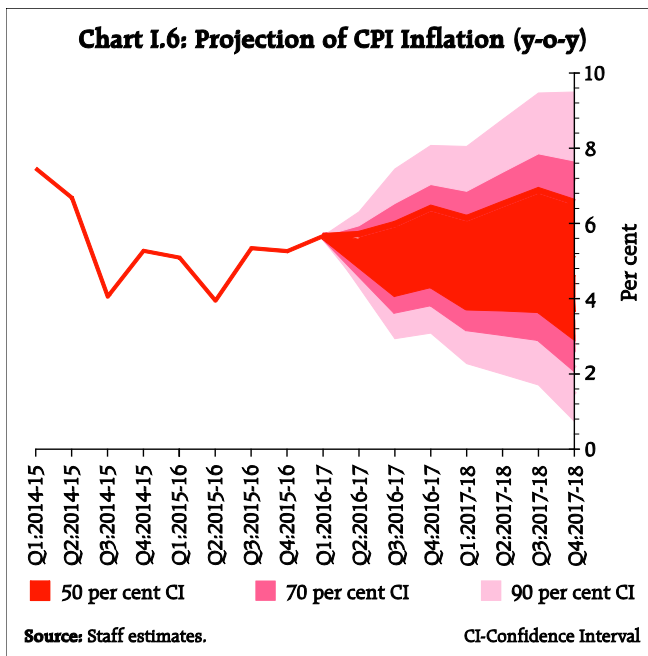
प्रारंभिक स्थितियों की मान्यताओं में संशोधन तथा आर्थिक एजेंटों के विभिन्न वर्गों के इन दूरदर्शी सर्वे तथा अग्रणी निर्देशकों से प्राप्त जानकारी को विचार में लेते हुए, स्टाफ की बेसलाइन मॉडल पूर्वानुमान का निष्कर्ष यह निकलता है कि उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) 2016-17 की चौथी तिमाही में सामान्य रूप से 5.3 प्रतिशत पर स्थिर होने से पूर्व 2016-17 की पहली तिमाही में 5.7 प्रतिशत से घटकर तीसरी तिमाही में 5.0 प्रतिशत पर आ जाएगा (70 प्रतिशत विश्वास अंतराल 3.9 प्रतिशत से लेकर 7.0 प्रतिशत के पक्ष में है) (चार्ट 1.6)।

इन अनुमानों में वेतन तथा पेंशन से संबंधित सातवें वेतन आयोग की सिफारिशें शामिल हैं, जिनका असर सकल मांग और अपेक्षाओं पर पड़ेगा और 2016-17 की चौथी तिमाही से बेसलाइन पाथ में लगभग 10 आधार अंकों (बीपीएस) की वृद्धि हो जाएगी। साथ ही, न्यूनतम मजदूरी में प्रस्तावित वृद्धि का लागत-प्रेरित कारक भी अनुमानों को प्रभावित करेगा जो उक्त सिफारिशों के कार्यान्वयन के दो माह के भीतर बेसलाइन मुद्रास्फीति में 5 आधार अंकों की वृद्धि लाएगा³।

बेसलाइन पर पड़ने वाले इन आघातों तथा सारणी 1.2 की प्रारंभिक स्थितियों के मद्देनजर स्टाफ का यह अनुमान है कि 2017-18 में मुद्रास्फीति में थोड़ी मात्र में गिरावट आएगी और यह 2017-18 की चौथी तिमाही में घटकर 4.5 प्रतिशत पर आ जाएगी (70 प्रतिशत विश्वास

³ कर्मचारियों की विभिन्न श्रेणियों के लिए परिवर्तनीय महंगाई भत्ता (वीडीए) सहित बुनियादी न्यूनतम मजदूरी संशोधित करने के केंद्र सरकार के प्रस्ताव से ₹ 198-453 की रेंज में बुनियादी न्यूनतम मजदूरी में वृद्धि होगी जिससे 42 प्रतिशत की समग्र वृद्धि बनती है। बुनियादी न्यूनतम मजदूरी में वृद्धि से ग्रामीण मजदूरी पर भी कुछ असर पड़ेगा।

अंतराल 2.1 प्रतिशत से लेकर 7.7 प्रतिशत में है)। चालू अनुमानों को देखते हुए वस्तु और सेवा कर(जीएसटी) का प्रभाव अप्रैल 2017 से पड़ना शुरू होगा तथा क्रॉस कंट्री के अनुभव के आधार पर लगभग 12 से 18 माह तक चलेगा। उपभोक्ता मूल्य सूचकांक पर वस्तु और सेवा कर का प्रभाव मुख्यतः जीएसटी परिषद् द्वारा निर्धारित मानक दर पर निर्भर करेगा, पर यह आशा की जाती है कि लगभग 50 प्रतिशत उपभोक्ता सूचकांक इसके दायरे से बाहर रहेगा। अन्य देशों के अनुभवों से यह पता चलता है कि जीएसटी के कार्यान्वयन का प्रभाव एकांगी (वन-ऑफ) हो सकता है जो इसके कार्यान्वयन के एक वर्ष बाद समाप्त हो जाने की प्रवृत्ति रखता है (अध्याय II देखें)।



मुद्रास्फीति के भावी स्वरूप पर अनपेक्षित आघातों के संदर्भ में $\pm 2\%$ की सहनीय सीमा सहित भारत का मुद्रास्फीति लक्ष्य 4 प्रतिशत निर्धारित करना प्रशंसनीय हो सकता है। विश्वभर में भी मुद्रास्फीति के उचित लक्ष्य को लेकर काफी वाद-विवाद चल रहा है। वैश्विक वित्तीय संकट के बाद उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में सामान्यतः 2 प्रतिशत के मुद्रास्फीति लक्ष्य रखे जाने को लेकर प्रश्नचिह्न उठने लगे हैं। उक्त संकट से यह बात स्पष्ट हो गई है कि बड़े आघात हो सकते हैं और होते हैं

और जब वे होते हैं तो उनका सामना करने में नीति-निर्माता मौद्रिक नीति का सहारा ले सकते हैं, विशेषकर तब जब अर्थव्यवस्था की दीर्घकालिक संभावनाएं बाधित होती हैं। तदनुसार, यह विचार सामने आया है कि उच्चतर मुद्रास्फीति लक्ष्य जैसे 4 प्रतिशत का लक्ष्य निर्धारित किया जाना चाहिए क्योंकि 4 प्रतिशत या / और उसके आसपास का लक्ष्य निर्धारित करने की लागत मंदी के जोखिमों के परिप्रेक्ष्य में अर्थव्यवस्था को स्थिर रखने के लिए मौद्रिक नीति हेतु उपलब्ध कराए गए अवसरों के लाभों की अपेक्षा कम मानी जाती है। हाल ही में, स्वाभाविक/ तटस्थ ब्याज दर में सतत गिरावट के संदर्भ में उच्चतर मुद्रास्फीति के संभावित लाभों के उद्घरण दिए गए हैं। (विलियम्स, 2016⁴)⁵

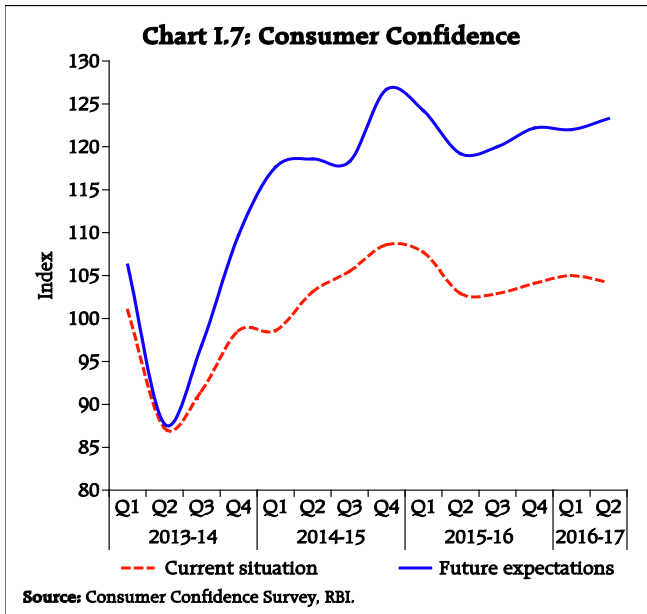
⁴ विलियम्स, जॉन (2016), 'विह्वल इन्फ्लेशन-टारगेटिंग?' <http://www.frbsf.org> पर उपलब्ध।

⁵ वास्तव में, इस वाद-विवाद ने भारत के मुद्रास्फीति लक्ष्य को फेड द्वारा अपनाए जाने के विरुद्ध प्रश्न खड़ा किया है। (दि इकोनॉमिस्ट, 27 अगस्त 2016) उन्नत देशों के बाहर 4 प्रतिशत का मुद्रास्फीति लक्ष्य रखा जाना कोई असाधारण बात नहीं है : इंडोनेशिया (4 $\pm 1\%$), रूस (2017 के लिए 4 प्रतिशत) ब्राजील (4.5 $\pm 2\%$)

1.2 संवृद्धि के लिए संभावनाएं

अप्रैल 2016 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में उन प्रमुख गिरावट वाले जोखिमों का उल्लेख किया गया था जो 2016-17 में संवृद्धि के रास्ते की रुकावट बन सकते थे, जैसे क्षमता के कम उपयोग के साथ निजी निवेश में हतोत्साह का वातावरण तथा कंपनी तुलनपत्रों की डीलिवरेजिंग, वैश्विक उत्पादन और व्यापार की वृद्धि में गिरावट से निवल निर्यातों में कमी। उक्त रिपोर्ट में कुछ ऐसे सकारात्मक कारकों का भी उल्लेख किया गया था जो संवृद्धि की संभावनाओं को बढ़ा सकते थे, इनमें सरकार की स्टार्ट-अप योजना तथा अन्य कदम, सातवें केंद्रीय वेतन आयोग (सीपीसी) की सिफारिशें लागू होने से परिवारों की उपभोग मांग में वृद्धि, अनुकूल लागत की स्थिति, केंद्र सरकार के 2016-17 के बजट में ग्रामीण क्षेत्र को संवारने के उपायों की घोषणा, उपभोक्ता के विश्वास का बने रहना तथा कृषि और उससे संबद्ध क्षेत्रों में अपेक्षित सुधार जैसे कारक शामिल थे।

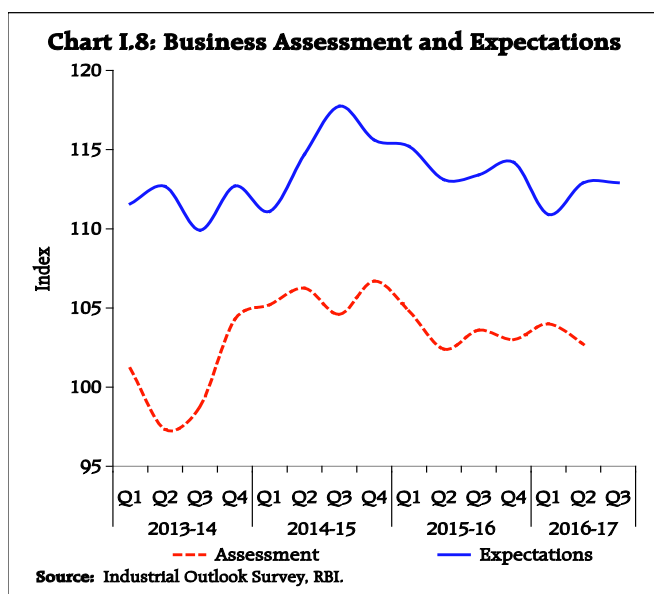
तब से लेकर अब तक उपर्युक्त में से कई मान्यताएं फलीभूत हुई हैं। तदनुसार, 2016 के मौसम के दौरान स्थानीय रूप से और सामयिक तौर पर संतोषजनक दक्षिण-पश्चिमी मानसून तथा सातवें केंद्रीय वेतन आयोग की सिफारिशें लागू होने की वजह से ग्रामीण और शहरी दोनों क्षेत्रों में उपभोग व्यय में तेजी आने की संभावना बनी है। भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा अगस्त-सितंबर 2016 में किए गए सर्वे के अनुसार सामान्य आर्थिक दृष्टिकोण के संबंध में जहां उपभोक्ताओं में आशावाद मौजूद था, वहीं भावी आय और रोजगार⁶ को लेकर उनमें विश्वास की कमी थी (चार्ट 1.7)।



भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा उत्पादन की संभावनाओं, क्षमता के उपयोग, रोजगार तथा वित्त की उपलब्धता में सुधार पर किए गए औद्योगिक संभावना सर्वे के अनुसार जहां निजी निवेश संबंधी गतिविधियों में कमी बनी रही, वहीं कंपनी व्यापार संबंधी अपेक्षाएं स्थिर रहीं (चार्ट 1.8)। ये सकारात्मक भावनाएं अन्य संस्थाओं द्वारा आयोजित व्यवसाय विश्वास सर्वे में भी परिलक्षित हुईं (सारणी 1.3)।

⁶ रिज़र्व बैंक के उपभोक्ता विश्वास सर्वे पर आधारित, जिसमें छह महानगरों के 5000 उत्तरदाता शामिल थे।

मध्यावधि में, जीएसटी के लागू होने से व्यवसाय विश्वास तथा निवेश को बल मिलना चाहिए जिससे संवृद्धि में तेजी के लिए अनुकूल वातावरण बनेगा। रक्षा, नागरिक उड्डयन, औषधियों तथा प्रसारण क्षेत्र में सीधे विदेशी निवेश को आकर्षित करने के उपायों, मूलभूत सुविधाओं में सुधार के लिए उठाए गए कदमों, इंसोल्वेंसी एंड बैंक्रप्सी कोड एंड दि रियल एस्टेट (रेगुलेशन एंड डेवलपमेंट) एक्ट लागू होने जैसे उपायों से भी उद्यमशीलता की ऊर्जा तथा संवृद्धि के आवेग को बल मिलेगा।

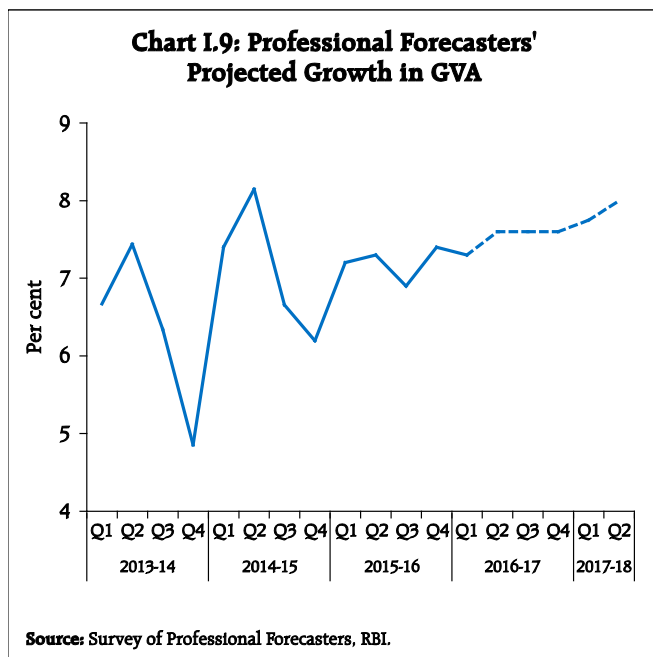


सारणी I.3: कारोबारी प्रत्याशा सर्वे

मद	एनसीआईआर बिजनेस कांफिडेंस इंडेक्स	फिक्की समग्र बिजनेस कांफिडेंस इंडेक्स	डन और ब्रेडस्ट्रीट बिजनेस आप्टिमिज्म इंडेक्स	सीआईआई बिजनेस कांफिडेंस इंडेक्स
	ति 1: 2016-17	जून 2016	ति 3: 2016	ति 1: 2016-17
इंडेक्स का वर्तमान स्तर	124.3	64.3	83.2	57.2
पिछले सर्वे के अनुसार इंडेक्स	121.6	56.7	81.1	54.1
% चेंज (ति-दर-ति) क्रमबद्ध	2.2	13.4	2.6	5.7
% चेंज (वर्ष दर वर्ष)	2.1	-3.0*	6.7	5.1

* अगस्त 2015 के सर्वे से भिन्न

सितंबर 2016 के सर्वे के दौरान पेशेवर पूर्वानुमान कर्ताओं ने यह अपेक्षा की कि बेहतर कृषि संभावना के कारण 2016-17 की शेष तीन तिमाहियों में वास्तविक जीवीए 2016-17 की पहली तिमाही के 7.3 प्रतिशत से बढ़कर प्रत्येक तिमाही में 7.6 प्रतिशत पर पहुंच जाएगी (चार्ट 1.9 तथा सारणी 1.4)।



विभिन्न सर्वे, निर्देशकों तथा अद्यतन मॉडल अनुमानों से प्राप्त संकेतों तथा उक्त गतिविधियों को विचार में लेते हुए स्टाफ ने वास्तविक जीवीए वृद्धि की इस धारणा को बनाए रखा है कि यह दूसरी तिमाही - चौथी तमाही के दौरान 7.6-7.7 प्रतिशत के दायरे में रहते हुए वर्ष 2016-17 में 7.6 प्रतिशत रहेगी (चार्ट 1.10)। वर्ष 2017-18 के लिए, यह मानते हुए कि मानसून सामान्य रहेगा, राजकोषीय समेकन घोषित सीमा में रहेगा, नीतियों में कोई बड़ा परिवर्तन नहीं होगा तथा संरचनागत मॉडल

अनुमानों तथा मॉडल से इतर अनुमानों में कोई अनुकूलन नहीं होगा (बॉक्स 1.1), अप्रैल में निर्देशित 7.9 प्रतिशत की वास्तविक जीवीए वृद्धि को बनाए रखा है लेकिन, अप्रैल की मौद्रिक नीति रिपोर्ट के मुकाबले मुख्यतः वैश्विक मांग में कमी होने के कारण इसमें अधोमुखी (डाउनसाइड) जोखिमों की संभावना बनी रहेगी।

सारणी 1. 4: रिज़र्व बैंक की बेसलाइन तथा पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं का मध्य पूर्वानुमान		
	(प्रतिशत)	
रिज़र्व बैंक की बेसलाइन पूर्वानुमान	2016-17	2017-18
चौथी तिमाही में मुद्रास्फीति (वर्ष-दर-वर्ष)	5.3	4.5
वास्तविक सकल मूल्य वर्धित (जीवीए) वृद्धि	7.6	7.9

पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं के सर्वेक्षण का मूल्यांकन@

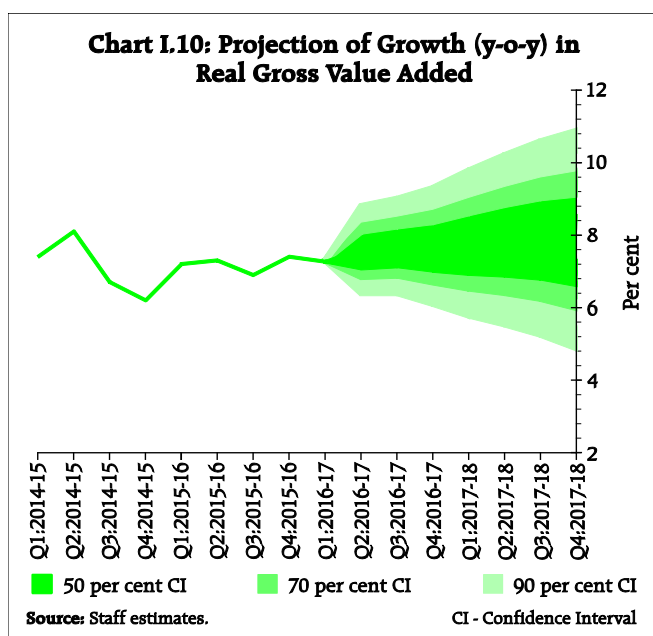
जीवीए की वृद्धि	7.6	7.8
कृषि तथा सहायक गतिविधियाँ	3.5	3.0
उद्योग	7.5	7.9
सेवाएँ	8.8	9.2
चौथी तिमाही में मुद्रास्फीति (वर्ष-दर-वर्ष)	4.7	4.4#
सकल घरेलू बचत (सकल राष्ट्रीय प्रयोज्य आय का प्रतिशत)	31.6	32.1

सकल अचल पूंजी निर्माण (जीडीपी का प्रतिशत)	29.5	29.8
मुद्रा आपूर्ति (एम ₃) वृद्धि	11.5	12.3
अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों के ऋण में वृद्धि	11.5	13.0
सम्मिलित सकल राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	6.5	6.0
केंद्र सरकार सकल राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	3.5	3.3
रेपो दर (समाप्त अवधि)	6.25	6.25
सीआरआर (समाप्त अवधि)	4.00	4.00
91 दिवसीय खजाना बिलों का प्रतिफल (समाप्त अवधि)	6.4	6.4
केंद्र सरकार की 10 वर्षीय प्रतिभूतियों पर प्रतिफल (समाप्त अवधि)	6.8	6.8
समग्र भुगतान संतुलन (यूएस डॉलर बिलियन)	24.7	34.0
पण्य निर्यात वृद्धि	1.2	6.1
पण्य आयात वृद्धि	-1.1	9.2
पण्य व्यापार संतुलन (जीडीपी के प्रतिशत के रूप में)	-6.0	-5.6
चालू खाता शेष (जीडीपी के प्रतिशत के रूप में)	-1.0	-1.2
पूंजीगत खाता शेष (जीडीपी के प्रतिशत के रूप में)	2.0	2.9

@मेडियन फारकास्ट. # ति 2 : 2017-18

जीएनडीआई : ग्रास नेशनल डिसपोजेबल इनकम

स्रोत: सर्वे आफ प्रोफेशनल फारकास्टर्स (सितंबर 2016)

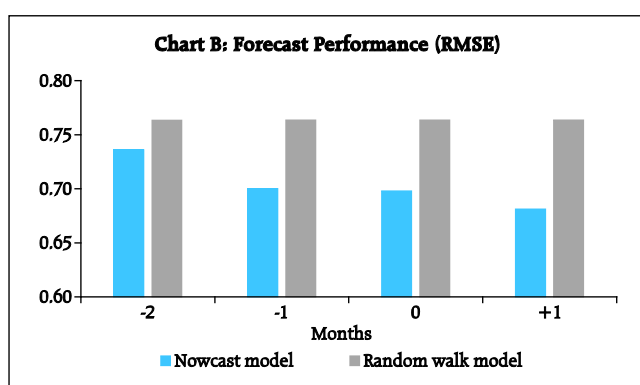
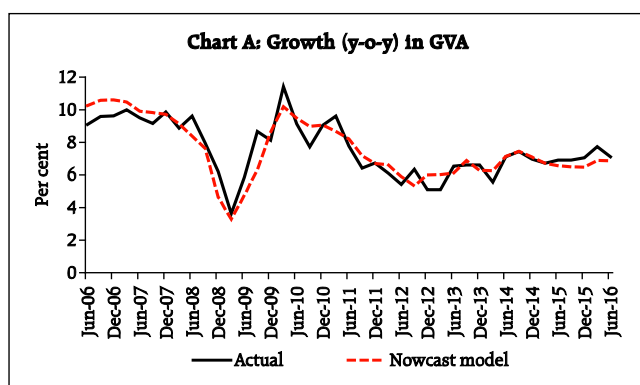


बॉक्स I.1. तत्काल भूमिका निर्धारक आर्थिक गतिविधि

इस बात को व्यापक रूप से स्वीकार किया जाता है कि मौद्रिक नीति भविष्य को ध्यान में रख कर बनाई जानी चाहिए तथा अपेक्षाओं के अनुरूप होनी चाहिए क्योंकि यह विभिन्न अंतरालों पर मुद्रास्फीति और उत्पादन को प्रभावित करती है। साथ ही, आंकड़ों की उपलब्धता में होने वाली देरी विद्यमान आर्थिक स्थितियों का मूल्यांकन करने में चुनौती प्रस्तुत करती है। उदाहरण के लिए, जीडीपी संबंधी जो अद्यतन आंकड़े 31 अगस्त 2016 को प्राप्त हुए हैं, वे अप्रैल-जून 2016 से संबंधित हैं। इस मौद्रिक नीति रिपोर्ट के लिए प्रारंभिक बिंदु के रूप में सर्वाधिक महत्वपूर्ण जुलाई-सितंबर 2016 तिमाही के जीडीपी आंकड़े नवंबर 2016 के अंत में जारी होंगे। अतः इन प्रमुख लक्ष्यों का समय पर और सटीक निर्धारण महत्वपूर्ण हो जाता है।

सितंबर 2015 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में इस बात का उल्लेख किया गया था कि विभिन्न पूर्वानुमान लगाने के लिए भारतीय रिज़र्व बैंक बहुत से मॉडलिंग दृष्टिकोणों का सहारा लेता है। अर्थव्यवस्था की विद्यमान स्थिति का “तत्काल निर्धारण” करने के लिए बहुत से आंकड़ों का परीक्षण किया जाता है। “तत्काल निर्धारण” प्रक्रिया में संबंधित तिमाही की जीवीए वृद्धि का अनुमान लगाने के लिए एक गतिशील कारक मॉडल (डीएफएम) के जरिये संबंधित तिमाही तथा उसके तुरंत पहले और उसके तुरंत बाद वाली तिमाही की आर्थिक गतिविधियों के कई अग्रणी और समवर्ती निर्देशकों का विश्लेषण किया जाता है। इस प्रक्रिया में लगभग 47 परिवर्ती कारकों की प्रारंभिक जानकारी ली जाती है और उनमें से अपेक्षाकृत कुछ ऐसे विशिष्ट कारकों का विश्लेषण के लिए चयन किया जाता है जो सह-परिवर्ती होते हैं। चूंकि माह के दौरान आंकड़े अलग-अलग समय पर जारी किए जाते हैं, अतः जैसे ही नए आंकड़े प्राप्त होते हैं, “तत्काल निर्धारण” को अद्यतन किया जाता है और इस प्रकार लगभग वास्तविक समय में अर्थव्यवस्था का मूल्यांकन संभव हो जाता है।

भारत के जीवीए के तत्काल निर्धारण में न केवल संयोगात्मक तथा अग्रणी निर्देशकों का उपयोग किया जाता है, बल्कि सर्वे के निष्कर्षों का भी उपयोग किया जाता है। चार्ट ए संबंधित तिमाही के अंत के तत्काल निर्धारण को प्रस्तुत करता है - उदाहरणार्थ, जनवरी-मार्च 2016 तिमाही के लिए “तत्काल निर्धारण” मार्च माह के अंत की जानकारी पर आधारित है। चार्ट बी वैकल्पिक समयावधियों (संदर्भगत तिमाही के एक माह बाद से संदर्भगत तिमाही की समाप्ति से पहले के दो माह से तुलना) में तत्काल निर्धारण के निष्कर्षों का तुलनात्मक मूल्यांकन प्रस्तुत करता है तथा मॉडल निष्कर्षों में सुधार दर्शाता है क्योंकि तब तक और अधिक अद्यतन जानकारी प्राप्त हो चुकी होती है।



यह मॉडल बेंचमार्क रैनडम वॉक (आरडब्ल्यू) मॉडल से बेहतर प्रदर्शन करता है। फिर भी, औद्योगिक उत्पादन में वृद्धि तथा विनिर्माण क्षेत्र में जीवीए वृद्धि के बीच काफी अंतराल होने की वजह से इनके आंकड़ों से तत्काल निर्धारण करना बहुत चुनौतीपूर्ण बन जाता है और निष्कर्षों में मॉडल से इतर (ऑफ-मॉडल) समायोजन करना आवश्यक हो जाता है।

संदर्भ :

जिआन्नोने, डोमिनिको, ल्यूक्रेजिया रिचलिन और डेविड स्माल (2008), “नाउकास्टिंग दि रियलटाइम इंफोर्मेशनल कंटेन्ट ऑफ मेक्रोइकॉनामिक डाटा” : जर्नल ऑफ मोनेटरी इकॉनामिक्स खंड 55, पृष्ठ 665 -676.

1.3 जोखिमों का संतुलन

(i) सातवें केंद्रीय वेतन आयोग की सिफारिशों का कार्यान्वयन और भत्ते

बेसलाइन पूर्वानुमानों में सातवें केंद्रीय वेतन आयोग की वेतन तथा पेंशन सिफारिशों के लागू होने के दूसरे दौर के प्रभाव को शामिल कर लिया गया है, पर आवास किराया भत्ते (एचआरए) के प्रभाव को शामिल नहीं किया गया है, क्योंकि इसके कार्यान्वयन को समीक्षा के अधीन स्थगित कर दिया गया है।

जैसे ही इसे संशोधित रूप में लागू किया जाएगा, आवास मुद्रास्फीति (उपभोक्ता मूल्य सूचकांक में आवास किराए का भार 9.5 प्रतिशत है) में वृद्धि के जरिए हैडलाइन उपभोक्ता मूल्य सूचकांक पर इसका सीधा प्रभाव पड़ेगा। साथ ही, मुद्रास्फीति अपेक्षाओं के जरिए परोक्ष प्रभाव भी पड़ सकते हैं। यह मानते हुए कि (क) संशोधित भत्ते 2017 की शुरुआत में लागू किए जाते हैं (ख) सातवें वेतन आयोग की सिफारिशों को ज्यों का त्यों रखा जाता है⁷ तथा (ग) एक तिमाही के बाद राज्य सरकारें भी भत्तों में उसी प्रकार की वृद्धि करती हैं, तो 2017-18 में हैडलाइन उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति बेसलाइन से 100- 150 आधार अंक अधिक रह सकती है। मुद्रास्फीति का प्रभाव 6-8 तिमाहियों तक रह सकता है तथा इसका अधिकतम प्रभाव कार्यान्वयन के बाद की लगभग 3-4 तिमाही में देखा जा सकता है (चार्ट।11)। नीतिगत प्रयोजनों के लिए जहां आवास किराये भत्ते में वृद्धि के सांख्यिकी प्रत्यक्ष प्रभावों को छोड़ा जा सकता है क्योंकि वे वास्तविक मुद्रास्फीति की वृद्धि में योगदान नहीं करते, वहीं मॉडल सिमुलेशन ये इंगित करते हैं कि सकल मांग प्रभावों से उत्पन्न परोक्ष प्रभाव और मुद्रास्फीति अपेक्षाओं में वृद्धि के लिए मौद्रिक नीति के रुझान को कड़ा करने की आवश्यकता हो सकती है ताकि यह सुनिश्चित किया जा सके कि इस कारक से स्फीतिकारी दबावों का सामान्यीकरण न हो और वह अपेक्षाओं को प्रभावित न कर सके।

(II) दालों की मुद्रास्फीति में कमी

हाल के वर्षों में खाद्यान्न मुद्रास्फीति की एक प्रमुख विशेषता यह रही है कि वह दालों जैसे कुछ समूह में निरंतर बनी हुई है। इसके परिणामस्वरूप, यह विशेषता समग्र मुद्रास्फीति संरचना में दृढ़ता ला देती है। समस्त उपभोक्ता मूल्य सूचकांक में मात्र 2.4 प्रतिशत का भार रखने वाली दालें 2015 के मध्य से समग्र मुद्रास्फीति का लगभग 12 से 20 प्रतिशत भाग बनी हुई हैं जो अस्थायी असंतुलन के बजाय संरचनागत मांग -पूर्ति असंतुलन को प्रतिबिंबित करती है। आपूर्ति को बढ़ाने तथा दालों की कीमतों में कमी लाने के लिए विगत वर्षों में कई कदम उठाए गए हैं (अध्याय II देखें)।

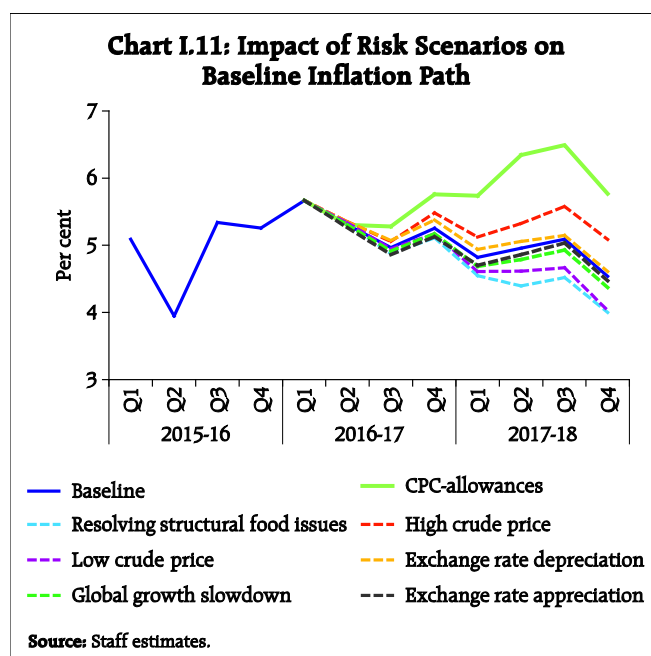
यदि इन उपायों से दालों की कीमतों में सतत कमी लाई जा सकती है तो खाद्यान्न मुद्रास्फीति में 2016-17 की चौथी तिमाही में लगभग 35 आधार अंकों की तथा 2017-18 की चौथी तिमाही तक लगभग 100 आधार अंकों की कमी हो सकती है तथा सापेक्ष मूल्य समायोजनों की प्रक्रिया के जरिये समग्र मुद्रास्फीति में 2016-17 की चौथी तिमाही में 15

⁷ सातवें सीपीसी ने एचआरए में मूल वेतन के 8-24 प्रतिशत की वृद्धि की सिफारिश की ।

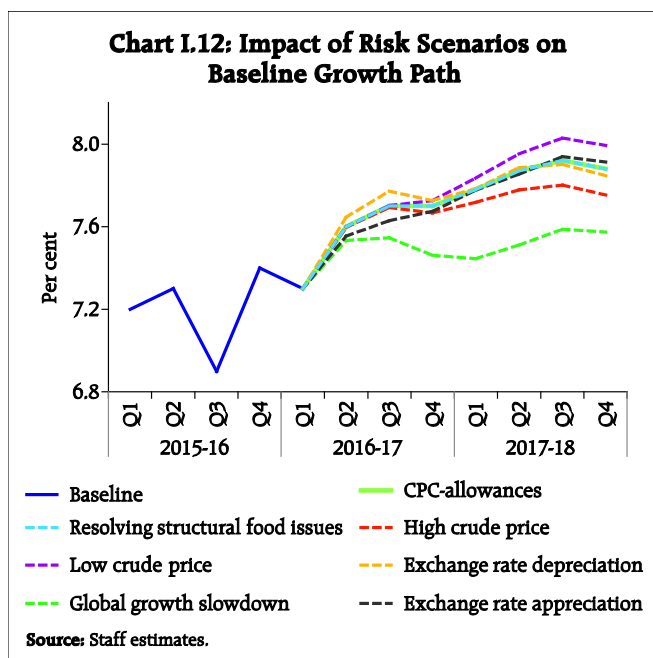
आधार अंक तक की तथा 2017-18 की चौथी तिमाही तक 50 आधार अंकों की कमी आ सकती है।

(III) विनिमय दर के उतार-चढ़ाव

हर नए आंकड़े के साथ अमरीकी मौद्रिक नीति के सामान्य होने की गति के संबंध में अनिश्चितता बढ़ जाती है। अमरीकी प्रेसीडेंट के चुनाव होने की वजह से यह अनिश्चितता और भी बढ़ गई है। इसके परिणामस्वरूप वैश्विक और घरेलू वित्तीय बाजारों में, विशेषकर विदेशी मुद्रा, ईक्विटी तथा ऋण खंडों में अस्थिरता बनी हुई है जिससे घरेलू मुद्रास्फीति और संवृद्धि प्रभावित हो रही है। अमरीकी डालर के मुकाबले भारतीय रुपये में 5 प्रतिशत की गिरावट मुद्रास्फीति में बेसलाइन से 10-15 आधार अंकों की तथा निवल निर्यातों पर प्रभाव के माध्यम से वास्तविक जीवीए में 5-10 आधार अंकों की वृद्धि ला सकता है (चार्ट 1.11 और 1.12)। मॉडल सिमुलेशन जो बेसलाइन से ऊपर की हैडलाइन मुद्रास्फीति में परिणामी वृद्धि को समाहित करता है और उत्पादन अंतर को तेजी से पाटता है, कड़ी मौद्रिक नीति का संकेत दे सकता है।



दूसरी ओर, भारत पूंजी आगमन के लिए पसंदीदा देश बन सकता है क्योंकि फिलहाल यहां की समष्टि-आर्थिक मूलभूत स्थितियां अपेक्षाकृत अधिक मजबूत बनी हुई हैं। इससे रुपये के मूल्य में वृद्धि हो सकती है। रुपये के मूल्य में 5 प्रतिशत की वृद्धि से मुद्रास्फीति में बेसलाइन से लगभग 10-15 प्रतिशत की तथा वास्तविक जीवीए वृद्धि में लगभग 10 आधार अंकों की कमी आ सकती है।



(iv) कच्चे तेल का अंतर्राष्ट्रीय मूल्य

हाल के महीनों में कच्चे तेल के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में अस्थिरता बनी रही। भारतीय बॉस्केट का मूल्य मार्च 2016 के 36 डालर प्रति बैरल से बढ़कर जुलाई में 47 अमरीकी डालर प्रति बैरल पर पहुंच गया था जो पुनः अगस्त-सितंबर में लगभग 44 अमरीकी डालर प्रति बैरल हुआ। इसके परिणामस्वरूप, सारणी 1.2 में उल्लिखित बेसलाइन मान्यताओं में कमी/वृद्धि हो सकती है। यदि 2017-18 के अंत तक कच्चे तेल की कीमतें बढ़कर 70 अमरीकी डालर प्रति बैरल हो जाती हैं (बेसलाइन मान्यता से लगभग 40 प्रतिशत अधिक) तो मुद्रास्फीति लगभग 40-60 आधार अंक बढ़ सकती है तथा मार्च के बेसलाइन पाथ के संदर्भ में वास्तविक जीवीए वृद्धि में लगभग 20 आधार अंकों की गिरावट आ सकती है। लक्ष्य परिवर्ती कारकों को अपने आधारलाइन क्षेत्र में पुनः लौटाने के लिए कड़ी मौद्रिक नीति अपनाये जाने की आवश्यकता होगी।

दूसरी ओर, वैश्विक मांग में अपेक्षा से ज्यादा गिरावट होने और/अथवा वैश्विक बाजार में कच्चे तेल की ज्यादा आपूर्ति होने की स्थिति में कच्चे तेल के मूल्य बेसलाइन मान्यता से नीचे भी जा सकते हैं। यदि कच्चे तेल के मूल्य गिर कर 35 अमरीकी डालर प्रति बैरल तक आ जाते हैं और इस गिरावट का प्रभाव भारत में पेट्रोलियम उत्पादों के पम्प मूल्यों तक पहुंच जाता है तो मुद्रास्फीति अपनी बेसलाइन से 30-50 आधार अंकों तक कम हो सकती है तथा वास्तविक जीवीए अपनी बेसलाइन से लगभग 15 आधार अंक अधिक रह सकती है।

(v) वैश्विक मांग में गतिरोध

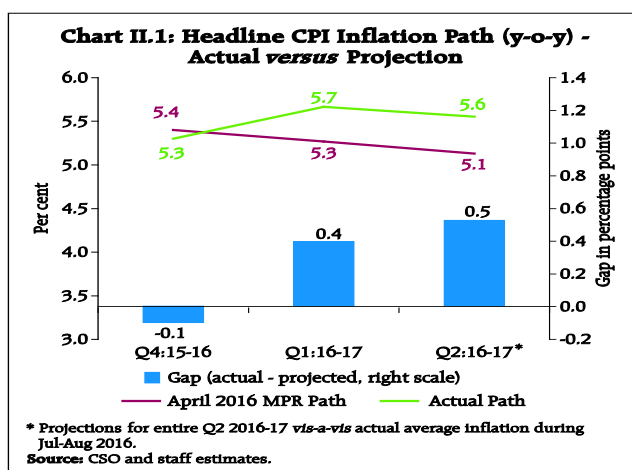
वैश्विक संवृद्धि अभी तक गतिहीन बनी हुई है और इस वर्ष तथा अगले वर्ष के लिए विभिन्न ऐजेंसियों ने जो पूर्वानुमान लगाए हैं, उनके अनुसार वैश्विक संवृद्धि में और भी गिरावट आ सकती है। “ब्रेकिज़ट”, अमरीकी प्रेसिडेंट के चुनाव, अमरीकी मौद्रिक नीति के साधारणीकरण में अभी तक संशय की स्थिति तथा चीनी पुनर्संतुलन से जुड़ी अनिश्चितताओं के कारण वैश्विक आर्थिक गतिविधियों में और भी गिरावट हो सकती है। अगर वैश्विक संवृद्धि में बेसलाइन की मान्यता से एक प्रतिशत अंक की कमी होती है तो घरेलू वास्तविक जीवीए संवृद्धि तथा मुद्रास्फीति अपने-अपने बेसलाइन पूर्वानुमानों से क्रमशः 20-40 आधार अंक तथा 10-12 आधार अंक कम रह सकते हैं।

भारतीय अर्थव्यवस्था की सन्निकट संभावना को सतत धीमे सुधार, उपभोग व्यय द्वारा समर्थित तथा मार्जिन निजी निवेश के रूप में अभिव्यक्त किया जा सकता है। जहां तक मुद्रास्फीति का संबंध है, 2016-17 के लिए इसकी संभावना में सुधार हुआ है। लक्ष्य के दायरे के केंद्र में पहुंचना अर्थात् 4 प्रतिशत पर पहुंचने के लिए कड़ी निगरानी की आवश्यकता होगी। भारत सरकार द्वारा हाल ही में सुधार के लिए उठाए गए कदम, जैसे मेक-इन-इंडिया, मूलभूत सुविधाओं में वृद्धि के लिए किए गए उपाय, जीएसटी लागू करना, खाद्य आपूर्ति प्रबंधन में सुधार, ऊर्वरकों का घरेलू उत्पादन बढ़ाने तथा यूरिया रहित ऊर्वरक के मूल्यों में कमी लाने के उपायों से मध्यावधि में मुद्रास्फीति को कम करने में सहायता मिलने की अपेक्षा की जा सकती है। सन्निकट संवृद्धि तथा स्थिरता को बनाए रखने की तात्कालिकता में वृद्धि होने पर भी संरचनागत सुधारों के जरिये मध्यावधि संवृद्धि संभावनाओं को प्रोत्साहन देने की चुनौती बनी हुई है ताकि निरंतर आधार पर अर्थव्यवस्था में नए निवेश आ सकें, कार्यकुशलता में बेहतरी आ सके, रोजगार के नए अवसर सृजित हों सकें तथा संवृद्धि की प्रक्रिया के फलक को विस्तार मिल सके और समाज के सभी वर्ग इससे लाभान्वित हो सकें। वैश्विक रूप से, सतत गतिरोध तथा उत्पादन में सतत कमी की संभावना पहले से ज्यादा मुखर दिखाई देती है। साथ ही, यदि वैश्विक संवृद्धि में गिरावट के चलते समायोजन करना अपरिहार्य हो जाता है तो वास्तविक और संभावित उत्पादन में वृद्धि करना, वित्तीय स्थिरता के जोखिम पर नियंत्रण रखना, बाहरी संवेदनशील प्रभावों को सीमित रखना तथा समुत्थान शक्ति निर्मित करना मुख्य रूप से अनिवार्य प्राथमिकता बन जाएंगे।

II. मूल्य और लागतें

अगस्त के दौरान तीव्र करेक्शन होने से पूर्व, अप्रैल-जुलाई 2016 में खाद्यान्न मुद्रास्फीति में और तेजी आने की वजह से उपभोक्ता मूल्य सूचकांक में वृद्धि हुई। कंपनी स्टाफ की लागत में वृद्धि के साथ-साथ कृषि और कृषीतर दोनों क्षेत्रों में निविष्टि की लागतों में मामूली वृद्धि हुई।

परिवारों तथा पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं द्वारा मुद्रास्फीति में कुछ कमी आने के पूर्वानुमान लगाने, कंपनी मूल्य-निर्धारण के अभी भी गतिहीन बने रहने तथा मॉडल पूर्वानुमानों को विचार में लेते हुए अप्रैल 2016 की मौद्रिक नीति संबंधी रिपोर्ट में ऐसी स्थिति की परिकल्पना की गई थी कि जिसमें हैडलाइन उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति¹ वर्ष 2016-17 की चौथी तिमाही के 5.4 प्रतिशत से मामूली रूप से घट कर 2017-18 की पहली तिमाही में 5.3 प्रतिशत तथा दूसरी तिमाही में और घट कर 5.1 प्रतिशत पर आ जाएगी। सामान्यतः अप्रैल में खाद्यान्न, विशेषकर सब्जियों के मूल्यों में होने वाली वृद्धि अपेक्षा से कहीं अधिक रही। साथ ही, दालों के मूल्यों में भारी वृद्धि की गतिहोने की वजह से मुद्रास्फीति में असामान्य वृद्धि हुई जो जुलाई तक बनी रही। इसके अलावा कच्चे तेल के अंतर्राष्ट्रीय मूल्य भी हाल में अप्रैल में आई भारी गिरावट से उबर कर सितंबर में बढ़े और 44 अमरीकी डालर प्रति बैरल पर पहुंच गए। अप्रैल 2016 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में प्रारंभिक स्थितियों को देखते हुए यह पूर्वानुमान लगाया गया था कि अप्रैल-सितंबर के दौरान कच्चे तेल के अंतर्राष्ट्रीय मूल्य 40 अमरीकी डालर प्रति बैरल रहेंगे, पर उक्त अवधि में ये औसतन 44 अमरीकी डालर प्रति बैरल रहे।



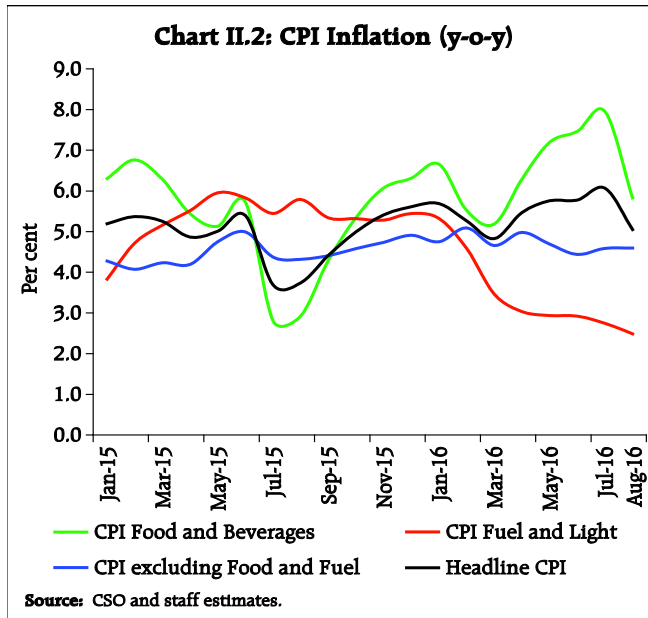
इसके परिणामस्वरूप, हैडलाइन उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति 2016-17 की पहली तिमाही में औसतन 5.7 प्रतिशत रही जो 5.3 प्रतिशत के पूर्वानुमान के अनुरूप नहीं थी (चार्ट II.1)। अगस्त में इन अस्थायी मूल्य दबावों के मंद पड़ जाने से मुद्रास्फीति की तेजी ढह गई। मुद्रास्फीति मामूली वृद्धि के साथ अप्रैल 2016 के पूर्वानुमानों के रास्ते पर फिर से

लौट आई। खाद्यान्न मुद्रास्फीति में अप्रैल 2016 में पूर्वानुमानित दायरे से एक प्रतिशत अंक

¹ सकल मुद्रास्फीति अखिल भारतीय सीपीआई संयुक्त (ग्रामीण + शहरी) में साल-दर-साल परिवर्तन के आधार पर मापी जाती है।

के विचलन से सिर्फ प्रत्यक्ष प्रभाव के रूप में हैडलाइन मुद्रास्फीति में 47 आधार अंकों की वृद्धि होती है तथा यह गड़बड़ी अबाधित वेक्टर ऑटोरिग्रेशन ढांचे में प्रोत्साहन पर आधारित चार से छह माह के लिए हैडलाइन मुद्रास्फीति को अपने रास्ते से भटका सकती है। यह स्थिति 2016-17 की चौथी तिमाही के लिए 5 प्रतिशत के लक्ष्य के आसपास जोखिमों के असंतुलन को कुछ बढ़ा सकती है।

11.1 उपभोक्ता मूल्य



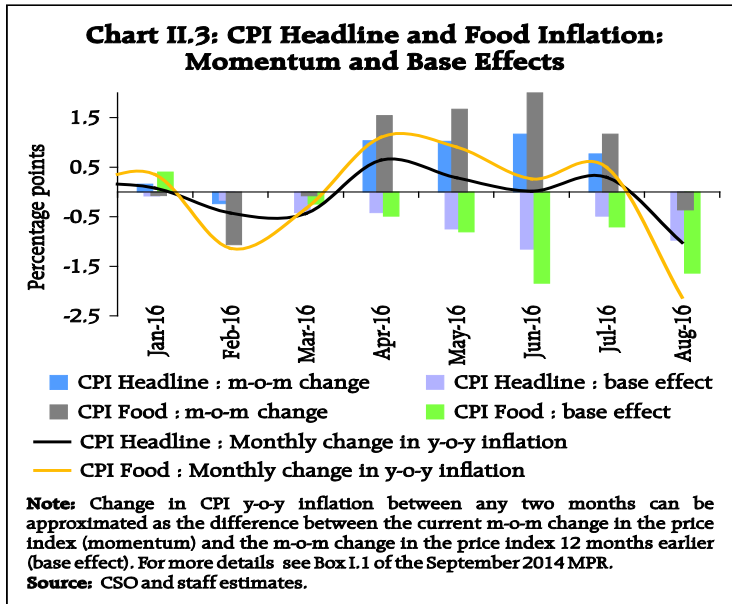
अप्रैल 2016 के पूर्वानुमान, एक वर्ष पूर्व की उच्च मुद्रास्फीति के अनुकूल आधार प्रभावों को देखते हुए लगाए गए थे। खाद्यान्न मुद्रास्फीति के लिए आधार प्रभाव हैडलाइन मुद्रास्फीति को कम करने वाले प्रभावों की अपेक्षा अधिक मजबूत थे। जून-जुलाई तक डाउनसाइड आधार प्रभाव महत्वपूर्ण थे, पर विशेष रूप से जुलाई माह में शीर्ष पर पहुंचे खाद्यान्न मूल्यों में माह-दर-माह तेजी आने की वजह से उनका महत्व और भी बढ़ गया। जिस अचंभित करने वाले

अंदाज में हैडलाइन उपभोक्ता मूल्य सूचकांक का यह आवेग बढ़ा था, खाद्यान्न मूल्यों के नकारात्मक होते ही अगस्त में उसी अंदाज में पूरी तरह तिरोहित हो गया। इस अनपेक्षित उलट-फेर के चलते उक्त माह में बड़े आधार प्रभावों का बोलबाला रहा जिसने अगस्त में समग्र मुद्रास्फीति को वर्ष के सबसे निचले स्तर 5.05 प्रतिशत पर पहुंचा दिया (चार्ट 11.2 और 11.3)।

अप्रैल-जुलाई में मुद्रास्फीति के आवेग में जो अस्थायी उफान आया था, वह दालों और सब्जियों के मूल्यों में भारी वृद्धि के कारण आया था (चार्ट 11.4)। इसके साथ ही 2016-17 की पहली छमाही के दौरान उपभोक्ता मूल्य सूचकांक में मूल्य परिवर्तन के प्रसार सूचकांक में भी भारी गिरावट देखी गई, जो इस बात का प्रतीक है कि स्फीतिकारी आवेग खाद्यान्न की सिर्फ कुछ मदों तक ही सीमित था (चार्ट 11.5)।

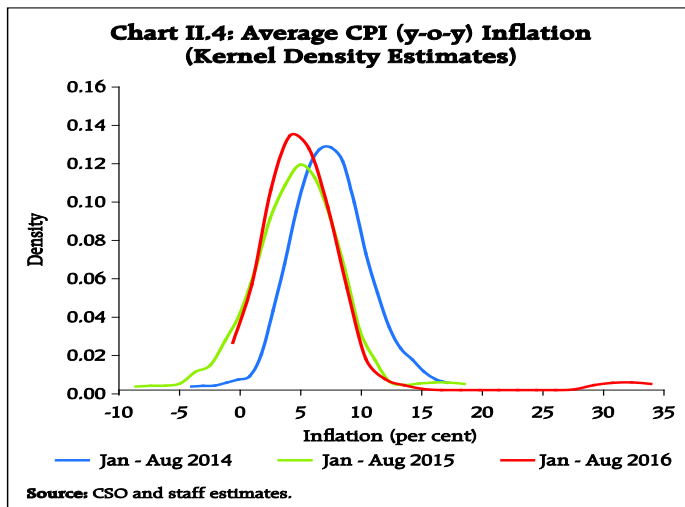
11.2 मुद्रास्फीति के कारक

भावी परिप्रेक्ष्य में, मुद्रास्फीति संबंधी गतिविधियां के ऐसे तीन घरेलू कारकों से प्रभावित होने की संभावना है जो स्वयं में मुद्रास्फीति के लक्ष्यों को ऊर्ध्वमुखी (अपसाइड) जोखिम पहुंचा सकते हैं, ये हैं - (क) खाद्य



मुद्रास्फीति दबावों का स्थानिक वितरण (ख) सातवें वेतन आयोग की सिफारिशों, विशेषकर आवास किराया भत्ते संबंधी सिफारिशों, का कार्यान्वयन और उसके बाद राज्यों द्वारा भी उन्हें लागू किया जाना, तथा (ग) केंद्रीय क्षेत्र में सभी जगह न्यूनतम मजदूरी² में 42 प्रतिशत की वृद्धि। तदनुसार, यद्यपि इस अध्याय के शेष भाग में विगत बातों का उल्लेख किया

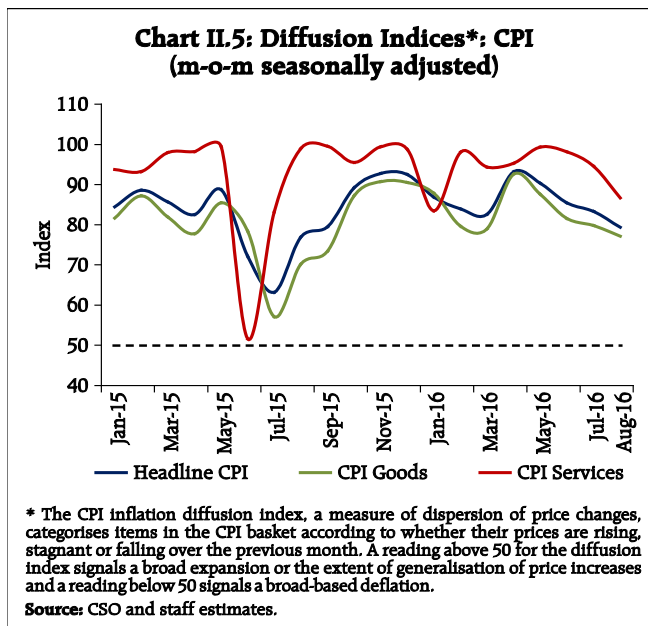
गया है, उपभोक्ता मूल्य सूचकांक के विभिन्न संबंधित संवर्गों के तत्वों पर बल देने के लिए उनका विवेचन किया गया है। अर्थव्यवस्था में विद्यमान काफी मंदी के संदर्भ में यह प्रासंगिक भी हो जाता है क्योंकि समग्र मुद्रास्फीति सेवाओं में अपेक्षाकृत स्थिर अंशदान की स्थिति में मांग-प्रेरित कारक गतिहीन हो जाते हैं। इसके विपरीत, हाल की मुद्रास्फीति संबंधी अनसुलझी गतिविधियों के परिप्रेक्ष्य में आपूर्ति पक्ष के कारक - गैर-टिकाऊ मर्दे जो ज्यादातर खाद्यान्न से संबंधित हैं - हावी रहे हैं (चार्ट 11.6ए)।



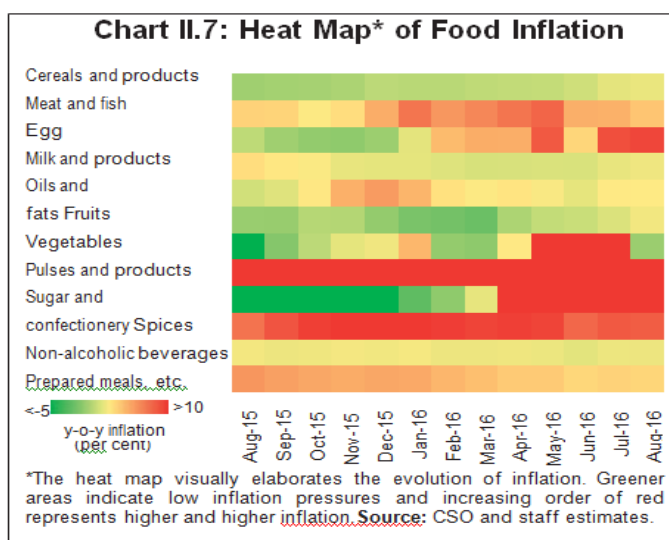
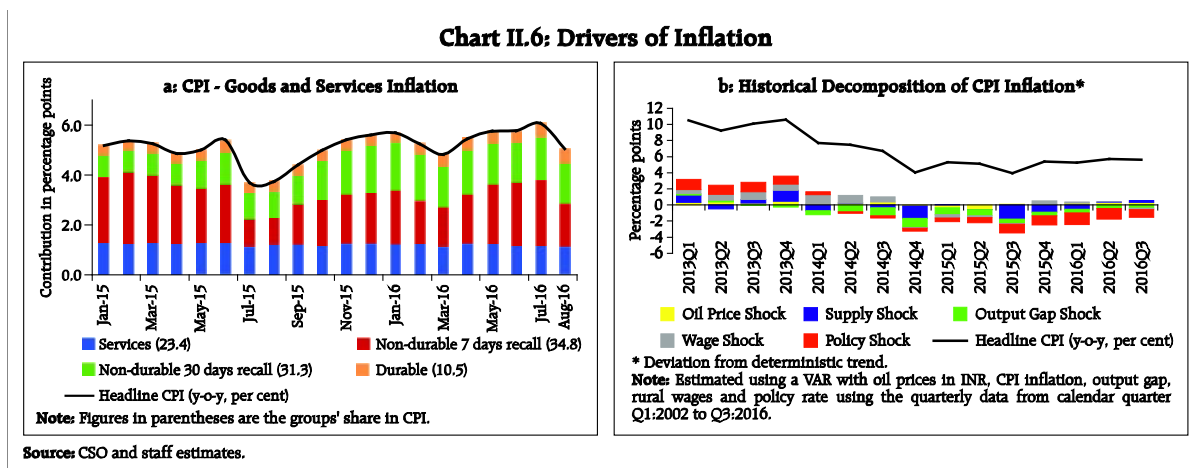
मुद्रास्फीति संबंधी आघातों के ऐतिहासिक विश्लेषण से भी यह पता चलता है कि अप्रैल-जुलाई की घटनाओं में घरेलू आपूर्ति आघातों का सकारात्मक योगदान रहा। साथ ही कच्चे तेल के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में भी तेजी आने की वजह से मुद्रास्फीति में वृद्धि हुई। अभी भी उत्पादन-अंतर (Output Gap) के नकारात्मक बने

² मुख्य श्रम आयुक्त (केन्द्रीय) के दायरे में आनेवाली गतिविधियां।

रहने तथा पिछली कठोर मौद्रिक नीति के प्रभावों के कारण मुद्रास्फीति संबंधी दबाव बने रहे (चार्ट 11.6 बी)।

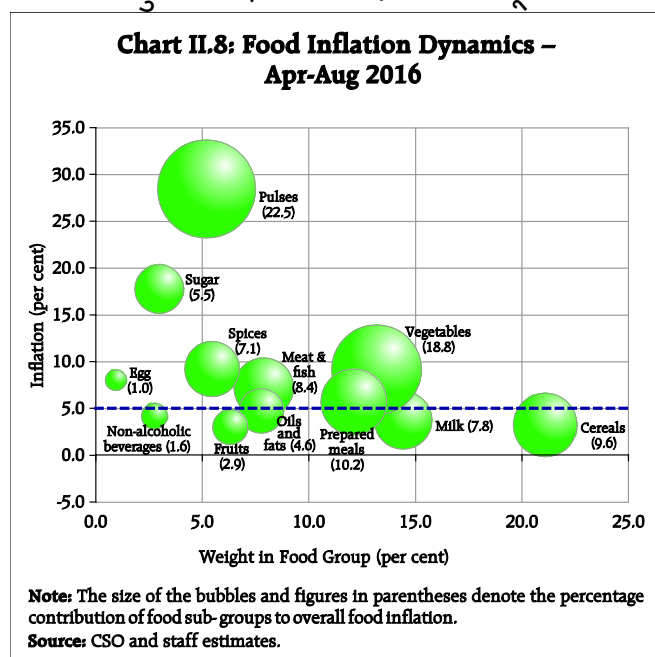


उपभोक्ता मूल्य सूचकांक में 46 प्रतिशत का भार रखने वाले खाद्य और पेय पदार्थों के उप-समूह में अप्रैल-जुलाई के दौरान मुद्रास्फीति में धीमी वृद्धि हुई। अगस्त में तीव्र लेकिन विलंबित करेक्शन सब्जियों के योगदान में कमी की वजह से शुरू हुआ। अप्रैल-अगस्त के दौरान औसत हैडलाइन उपभोक्ता मूल्य सूचकांक में खाद्य समूह का अंशदान 59 प्रतिशत का रहा, जिसका मुख्य कारण दालों, चीनी तथा सब्जियों के मूल्यों में वृद्धि होना था (चार्ट 11.7)।



वर्ष 2015-16 की दूसरी तिमाही से दालें लगातार खाद्यान्न मुद्रास्फीति का मुख्य स्रोत रही हैं (चार्ट 11.8)। लगातार दूसरी बार सूखा पड़ने के कारण दालों का उत्पादन 2013-14 के 19.3 मिलियन टन से घटकर 2015-16 में 16.5 मिलियन टन पर आ गया जिससे मांग और पूर्ति के

बीच असंतुलन बढ़ा और दालों के मूल्यों में असाधारण वृद्धि हुई। इसके परिणामस्वरूप,



उपभोक्ता मूल्य सूचकांक में 2.4 प्रतिशत का अपेक्षाकृत कम भार रखने के बावजूद अप्रैल- अगस्त के दौरान दालों का अंशदान खाद्य मुद्रास्फीति में 22 प्रतिशत तथा समग्र मुद्रास्फीति में 13 प्रतिशत का रहा। यदि दालों को छोड़ दिया जाए तो उक्त अवधि में औसत खाद्यान्न मुद्रास्फीति 1.2 प्रतिशत तथा औसत हैडलाइन मुद्रास्फीति 0.6 प्रतिशत अंक से कम रही होती। दालों की आपूर्ति बढ़ाने की दृष्टि से सरकार ने कई कदम उठाए जिनमें शून्य आयात शुल्क पर दालों को अधिक आयात करना, दालों के

सुरक्षित भंडार को बढ़ाना तथा न्यूनतम समर्थन मूल्यों में वृद्धि करना जैसे उपाय शामिल थे। शुरुआत में, आयातित दालों के आने में देरी, ऊंचे बाजार मूल्यों पर वसूली तथा राज्य सरकारों द्वारा कम उठाव की वजह से इन उपायों के परिणामों में भी देरी हुई और अब जाकर दालों के मूल्यों में गिरावट के रूप में उक्त उपायों के सुफल दिखाई देने लगे हैं।

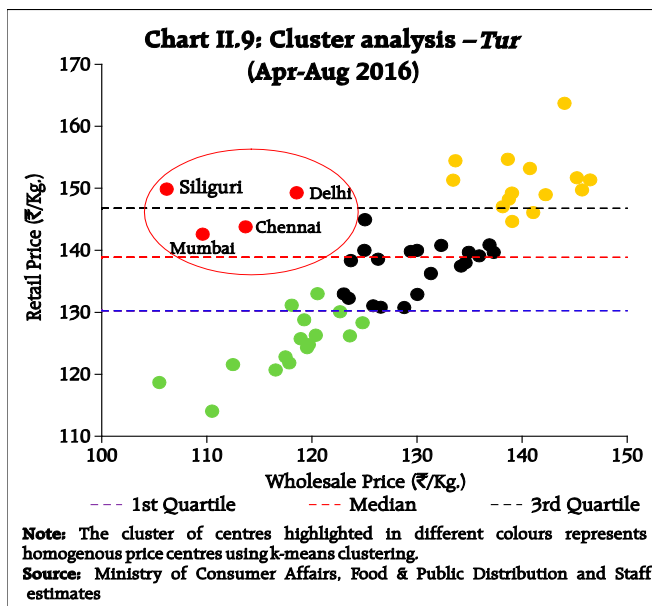
वर्ष 2016-17 की पहली छमाही में चीनी खाद्यान्न मुद्रास्फीति के दूसरे प्रमुख कारक के रूप में उभरी (चार्ट II.8)। स्टॉक की पर्याप्त उपलब्धता तथा अच्छा उत्पादन होने के बावजूद इस घटक में मुद्रास्फीति बहुत तेजी से बढ़ी और अप्रैल से द्विअंकी बनी रही जो संभावित अवैध जमाखोरी का प्रतीक थी। अक्टूबर 2016 से चीनी के दाम घटने की अपेक्षा की जाती है क्योंकि गन्ने की पेराई का मौसम शुरू हो चुका है और बाजार में नया माल आना प्रारंभ हो जाएगा। लेकिन, इसके लिए नीतिगत हस्तक्षेप की भी जरूरत पड़ेगी। सरकार ने मूल्य-नियंत्रण के लिए कई कदम उठाए हैं, जिनमें स्टॉक रखने पर सीमा लगाना, उत्पादन सब्सिडी को बढ़ाना, अनिवार्य निर्यात कोटा को समाप्त करना तथा आसान शर्तों पर चीनी मिलों को वित्तीय सहायता उपलब्ध कराना शामिल है।

खाद्यान्न मुद्रास्फीति में वृद्धि सब्जियों, विशेषकर टमाटर के मूल्यों में तेजी की वजह से आई। अप्रैल में हमेशा की तरह मानसून-पूर्व कीमतें बढ़ने का आवेग दिखाई देने लगा, लेकिन दक्षिण-पश्चिमी मानसून में देरी की वजह से जून-जुलाई 2016 के दौरान इसमें काफी तेजी आई।

खाद्यान्न आपूर्ति प्रबंधन नीतियों का निर्धारण मुद्रास्फीति की स्थानिक गत्यात्मकता को ध्यान में रख कर करना होगा। विभिन्न राज्यों में मीन मुद्रास्फीति की समानता की जांच

शामिल करते हुए वेरिएंस संरचना के एक विश्लेषण से यह पता चलता है कि अप्रैल से जुलाई 2016 के दौरान विभिन्न क्षेत्रों में खाद्यान्न के मूल्य अनुमान से अधिक रहे, पर उनमें समानता नहीं थी। पिछले अनुभव भी इस बात की गवाही देते हैं कि उक्त अवधि में विभिन्न क्षेत्रों में होने वाली मूल्य-वृद्धि समान नहीं होती। खाद्यान्न के सभी उप-समूहों में अंतर-राज्यीय मूल्य भिन्नता सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण स्थान रखती है। अनाजों की उच्च मुद्रास्फीति वाले क्षेत्रों में आंध्रप्रदेश, झारखंड और उड़ीसा शामिल हैं। सब्जी-मुद्रास्फीति पूर्वी राज्यों उड़ीसा और पश्चिमी बंगाल में सबसे अधिक तथा पहाड़ी राज्यों हिमाचल प्रदेश और जम्मू एवं कश्मीर में सबसे कम रही। दाल-मुद्रास्फीति जो देशभर में औसतन 30 प्रतिशत रही आसाम और पश्चिम बंगाल में लगभग 13 प्रतिशत रही जो अपेक्षाकृत कम थी (सारणी II.1)। राज्यभर में गोचर इन व्यापक विभिन्नताओं का समाधान अंडे, तेल और चिकनाई, मसाले और चीनी जैसी वस्तुओं के मामले में अंतर-राज्य विचलन को बढ़ावा देते हुए किया जाना चाहिए। यदि खाद्यान्न आपूर्ति प्रबंधन नीतियों को कारगर बनाया जाना है तो इसके लिए देशभर में बिखरे कृषि बाजारों को एकीकृत किया जाना होगा।

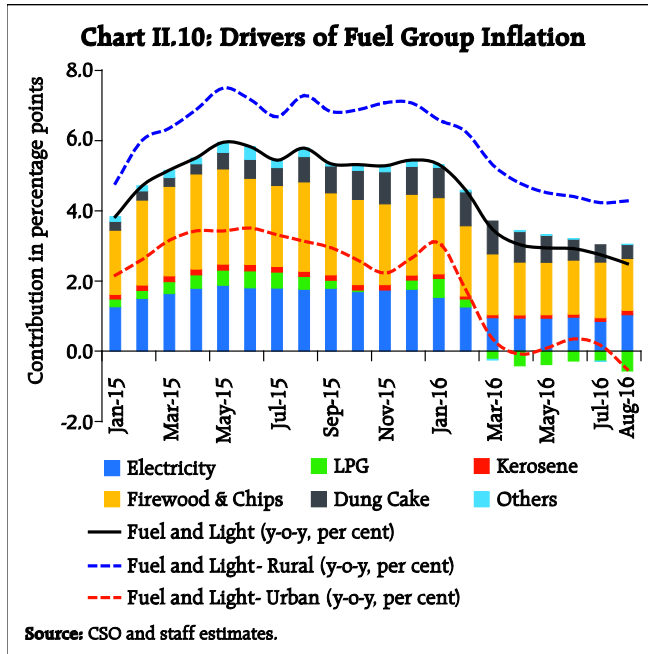
मंडियों³ से केंद्रीय स्तर पर दैनिक आंकड़ों के अंतरण द्वारा किये गये क्लस्टर विश्लेषण से यह पता चलता है कि दालों के थोक और खुदरा मूल्यों में, विशेषकर तूहर के मामले में क्षेत्र-दर-क्षेत्र भारी अंतर मौजूद रहता है। मुंबई, चेन्नै, सिलीगुड़ी और दिल्ली जैसे केंद्रों में तूहर के मूल्य देश के शेष भाग के मुकाबले काफी ऊंचे रहे हैं (चार्ट II.9)। इस प्रकार, उदाहरण के लिए, दालों के खुदरा मूल्यों में तेज वृद्धि थोक मूल्यों में वृद्धि तथा अनावश्यक रूप से अधिक खुदरा मार्जिनों, दोनों के संयोग के कारण होती है।



ईंधन और बिजली के उप-समूह में अप्रैल-अगस्त के दौरान मुद्रास्फीति धीरे-धीरे कम हुई। विनिर्माण क्षेत्र तथा दबावग्रस्त वितरण कंपनियों से मांग में कमी की वजह से बिजली की मांग में कुछ कमी आयी। इसके परिणामस्वरूप, मांग और पूर्ति के बीच का अंतर कम हुआ और बिजली क्रय करार संविदाओं के औसत मूल्य औसत हाजिर मूल्यों से नीचे आ गए। गैस के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में गिरावट की वजह से एलपीजी के

³ उपभोक्ता मामले विभाग, उपभोक्ता मामले, खाद्य और सार्वजनिक वितरण मंत्रालय द्वारा संगृहीत।

मूल्यों में भी तेज गिरावट आई। इस वित्तीय वर्ष के दौरान केरोसीन के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में अब तक वृद्धि देखी गई है, जिसके परिणामस्वरूप इसके प्रशासित मूल्यों में जुलाई 2016 की शुरुआत से प्रतिमाह प्रति लीटर 0.25 रुपये की वृद्धि होती रही है। केरोसीन की कीमतों के कारण कम वसूली (अंडर रिकवरी) मार्च 2016 के 6.5 रुपये प्रति लीटर से बढ़कर 01 अक्टूबर 2016 से 10.5 रुपये प्रति लीटर हो गई।



ईंधन मदों के संबंध में मुद्रास्फीति ग्रामीण और शहरी क्षेत्रों के बीच भिन्न रही जो शहरी क्षेत्र के मामले में अगस्त में वस्तुतः अपस्फीति में चली गई। जलाने की लकड़ी और उपले जैसी ग्रामीण क्षेत्रों में प्रयोग में लाई जाने वाली ईंधन-मदों में स्थिरता बनी रही, वहीं दूसरी ओर शहरी क्षेत्रों में प्रयुक्त ईंधन-मदों निरंतर बढ़कर अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों को छूने लगीं (चार्ट II.10)।

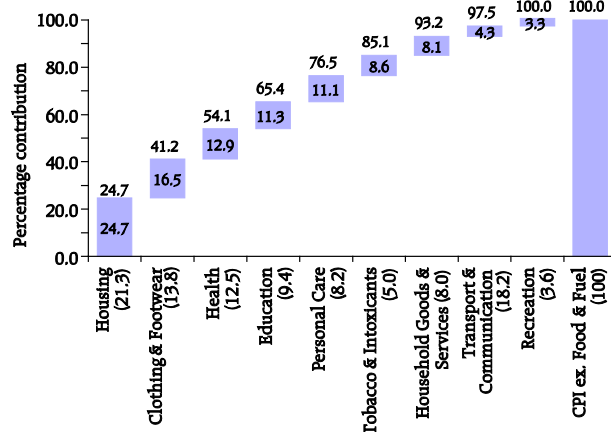
खाद्यान्न और ईंधन को छोड़कर उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति

अप्रैल-अगस्त में असमान रूप से कम हुई, यह अप्रैल के 5.0 प्रतिशत से घट कर अगस्त में 4.6 प्रतिशत पर पहुंच गई और यह स्थिति अधिकांश उप-समूहों में व्याप्त रही। इस संवर्ग की मुद्रास्फीति में आवास, कपड़े, जूते और स्वास्थ्य क्षेत्र (खाद्यान्न और ईंधन को छोड़कर उपभोक्ता मूल्य सूचकांक में संयुक्त रूप से 48 प्रतिशत भार के साथ) का अंशदान 54 प्रतिशत का रहा (चार्ट II.11)।

इस उप-समूह में परिवहन शामिल है, लेकिन यदि इसमें से पेट्रोल और डीज़ल⁴ को निकाल दिया जाए तो मुद्रास्फीति खाद्यान्न और ईंधन (तथा पेट्रोल और डीज़ल) को छोड़कर अप्रैल के 5.3 प्रतिशत से घट कर अगस्त में 5.0 प्रतिशत रह गई होती (चार्ट II.12ए)।

⁴ जैसा कि अध्याय 1 में उल्लेख किया गया है, पेट्रोल और डीज़ल के पंप मूल्य प्रत्येक पखवाड़े के अंतर पर अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में हुई घट-बढ़ के साथ समायोजित किए जाते हैं। अप्रैल-सितंबर के दौरान इन मूल्यों में घट-बढ़ का छह बार समायोजन किया गया जिससे उक्त अवधि में पेट्रोल और डीज़ल के मूल्यों में लगभग 4 रुपये प्रति लीटर की संचित वृद्धि हुई।

Chart II.11: CPI excluding Food and Fuel Inflation: Contribution by Major Sub-groups (Apr-Aug 2016)

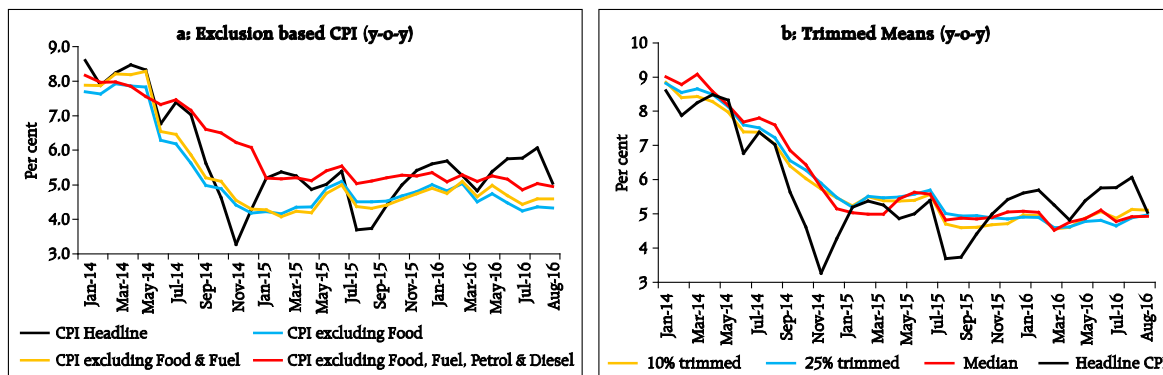


Note: The bars represent the percentage contribution of each sub-group to CPI excluding food and fuel inflation. The figures above the bars represent the cumulative percentage contribution. Figures in parentheses are the weights of the sub-groups in CPI excluding food and fuel group.
Source: CSO and staff estimates.

जैसा कि अध्याय 1 में उल्लेख किया गया है, अगस्त 2016 से लागू सातवें केंद्रीय वेतन आयोग की सिफारिशों का उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति पर प्रत्यक्ष और परोक्ष रूप से वृद्धिकारी प्रभाव पड़ेगा।

पांचवें और छठे केंद्रीय वेतन आयोग की सिफारिशों के कार्यान्वयन का अनुभव यह बताता है कि राज्य स्तर पर इन्हें लागू किए जाने के बाद इसके प्रभावों में और वृद्धि होगी (अप्रैल 2016 की मौद्रिक

Chart II.12: Exclusion based CPI and Trimmed Means



Source: CSO and staff estimates.

रिपोर्ट के बॉक्स 11.1 में इसका विस्तृत आकलन किया गया है) जो दो वर्षों की अवधि में अपने प्रभाव दिखाएगी। उक्त जोखिमों के सामान्यीकरण से बचने के लिए इन गतिविधियों पर सतर्क निगरानी रखी जानी होगी।

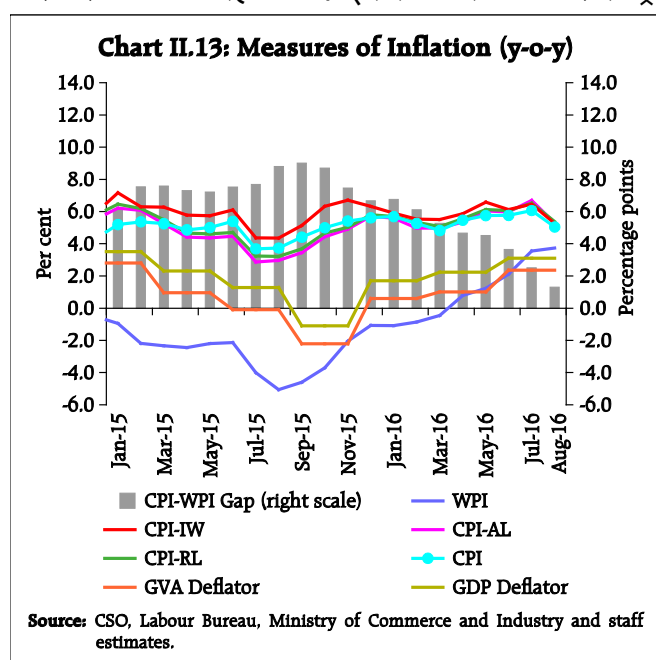
मुद्रास्फीति के अन्य उपाय

चूंकि सब्जियों और दालों जैसे घटक काफी सकारात्मक विषमता उत्पन्न करते हैं, अतः मुद्रास्फीति के उतार-चढ़ावों⁵ को समझने के लिए संवितरण के ऊपरी और आखिरी हिस्से के विशिष्ट भागों को हटाकर मुद्रास्फीति संवितरण में कटौती विधि का व्यापक प्रयोग किया जाता है, भारित मीडियन इसका (कटौती का) एक विशिष्ट मामला है। कटौती से आशय

⁵ रोज़र, स्कॉट (1998), "कोर इन्फ्लेशन, कंसेप्ट्स, यूजेस एंड मेज़रमेंट", रिज़र्व बैंक ऑफ न्यूजीलैंड डिस्कशन पेपर नं.जी 98/9 (जुलाई) वेलिंग्टन, न्यूजीलैंड

उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति के भारित मीडियन तथा वंचन-आधारित उपायों से है, जिससे अप्रैल-अगस्त 2016 के दौरान लगभग 5 प्रतिशत केंद्रीय प्रवृत्ति का पता चला है (चार्ट 11.12बी)।

अन्य क्षेत्रीय उपभोक्ता मूल्य सूचकांकों द्वारा मांपी गई मुद्रास्फीति हैडलाइन उपभोक्ता मूल्य सूचकांक के साथ चलती है। लगातार 17 माह से नकारात्मक रहा थोक मूल्य सूचकांक 2016-17 की पहली तिमाही में 1.4 प्रतिशत रहा तथा अगस्त 2016 में बढ़कर 3.7 प्रतिशत पर पहुंच गया। इसके परिणामस्वरूप, उपभोक्ता मूल्य सूचकांक तथा थोक मूल्य सूचकांक के बीच जो विचलन 2015-16 में 7.4 प्रतिशत अंकों का था वह अगस्त 2016 में घट कर 1.3 प्रतिशत अंक रह गया। इससे जिसों के अंतराष्ट्रीय मूल्यों में गिरावट के सबसे निचले स्तर



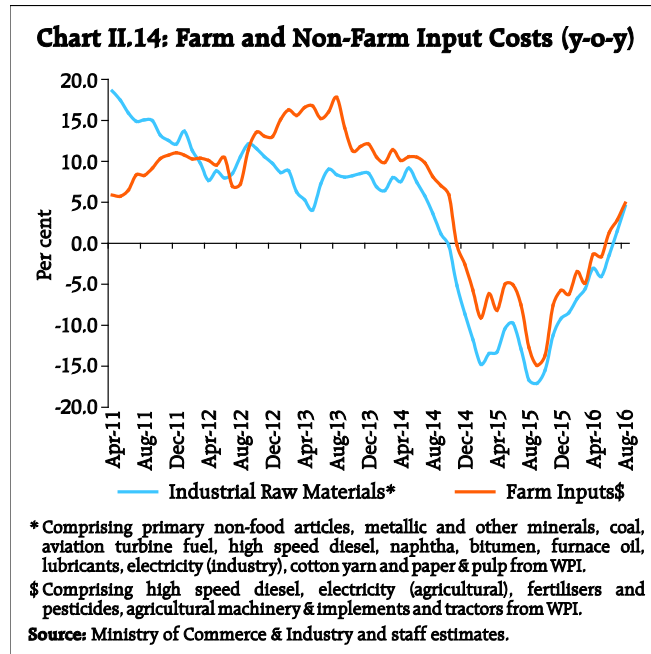
पर पहुंच जाने का पता चलता है। उपभोक्ता मूल्य सूचकांक की सेवाओं से संबंधित मुद्रास्फीति में देखी गई स्थिरता तथा सातवें वेतन आयोग की आवास किराये भत्ते से संबंधित सिफारिशों के लागू होने से उक्त विचलन में और कमी आना संभव नहीं लगता। दो तिमाहियों से लगातार नकारात्मक बने रहने वाले जीवीए और जीडीपी अपस्फीतिकारकों में भी 2015-16 की चौथी तिमाही से वृद्धि होनी शुरू हो गई है (चार्ट 11.13)।

11.3 लागतें

थोक मूल्य सूचकांक में निहित घरेलू कृषि और कृषीतर निविष्ट लागतें अक्टूबर से क्रमिक रूप से बढ़ रही हैं, हालांकि वृद्धि-दर अभी भी काफी कम हैं (चार्ट 11.14)। कृषि क्षेत्र में, हाई स्पीड डीज़ल, कीटनाशक, ट्रैक्टर तथा पशु चारे के मूल्य बढ़ने के कारण लागतों में वृद्धि हुई है। मेक-इन-इंडिया तथा ऊर्वरकों के मूल्यों में कमी लाने के लिए सरकार द्वारा किए गए उपायों का कृषि क्षेत्र में सकारात्मक प्रभाव पड़ेगा, इन उपायों में शामिल हैं - (क) पिछले 15 वर्षों में पहली बार गैर-यूरिया मूल्यों में कटौती करना, तथा (ख) ऊर्वरकों का घरेलू उत्पादन बढ़ाना।

औद्योगिक निविष्टियों के मामले में, खनिज तेल, धातु-खनिज तथा खाद्येतर वस्तुओं, विशेषकर रेशे और तिलहन के मूल्यों में क्रमिक वृद्धि से लागत पर दबाव बनना शुरू हो गए

हैं। भारतीय रिज़र्व बैंक के जुलाई-सितंबर 2016 से संबंधित औद्योगिक दृष्टिकोण सर्वे के 75वें दौर से यह बात उभर कर सामने आई है कि कच्चे माल की लागतों में वृद्धि के कारण निविष्ट मूल्य के दबाव बनना शुरू हो चुके हैं जो संभवतः तीसरी तिमाही तक जारी रहेंगे। दूसरी ओर, विनिर्माण और सेवा क्षेत्र में क्रय प्रबंधकों के सर्वे से, जो तत्काल उसी समय की सूचना उपलब्ध कराते हैं, यह पता चलता है कि निविष्ट और उत्पादन मूल्यों के दबाव अभी भी ऐतिहासिक मानकों के मुकाबले कमजोर हैं।



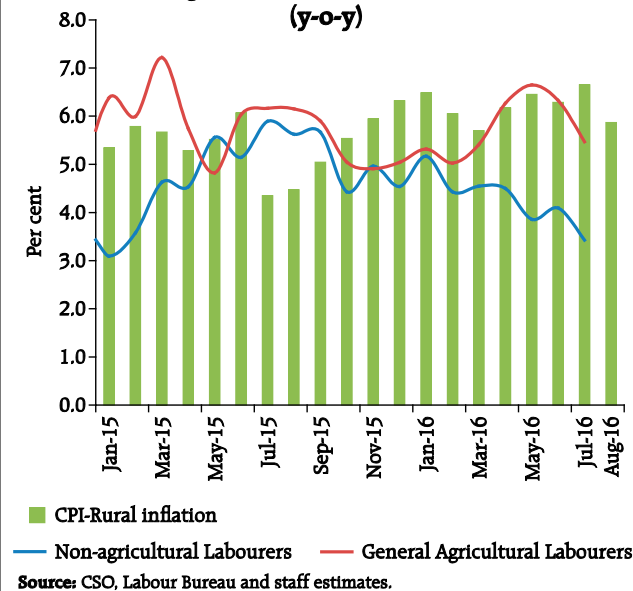
ग्रामीण मजदूरी में वृद्धि के संबंध में इसके विभिन्न घटकों में उतार-चढ़ाव देखे गए। ग्रामीण कृषीतर मजदूरी वृद्धि में हाल के महीनों में कमी आयी है, जो संभवतः शहरी क्षेत्र में कम विनिर्माण के चलते शहर जाने वाले मजदूरों की संख्या में कमी आने के परिणामस्वरूप ग्रामीण क्षेत्र में मजदूरों की अधिक उपलब्धता की वजह से हुई है। इसके विपरीत, बुवाई की स्थिति में सुधार होने के कारण कृषि श्रमिकों की मांग में वृद्धि होने से उनकी मजदूरी वृद्धि में बढ़ोतरी हुई है। राज्य स्तर पर, विशेषकर

कर्नाटक और आंध्रप्रदेश जैसे खाद्यान्न उत्पादक राज्यों में कृषि मजदूरी में वृद्धि हुई है (चार्ट II.15)।

केंद्रीय क्षेत्र में विभिन्न संवर्गों के कर्मचारियों (अकुशल, अर्धकुशल, कुशल, दक्ष तथा लिपिकीय)⁶ की मूल न्यूनतम मजदूरी में प्रस्तावित संशोधन से ग्रामीण-आय में वृद्धि होगी जो लगातार दो वर्षों (2014-16) के सूखे की वजह से काफी कम हो गई थी। लेकिन, अध्याय 1 में किए गए विश्लेषण के अनुसार इससे हैडलाइन उपभोक्ता मूल्य सूचकांक में वृद्धि होगी। ग्रामीण मजदूरियों में अपेक्षित वृद्धि से भी मुद्रास्फीति पर दूसरे दौर के प्रभाव पड़ने की संभावना मौजूद है।

⁶ इन कर्मचारियों के वेतन-ढांचे में मूल न्यूनतम मजदूरी सहित परिवर्ती मंहगाई भत्ता भी शामिल है जिसकी राशि समय-समय पर मुख्य श्रम आयुक्त (केंद्रीय क्षेत्र) द्वारा अधिसूचित किए अनुसार सीपीआइ-आइडबल्यु में प्रति अंक वृद्धि के परिप्रेक्ष्य में निर्धारित की जाती है। परिवर्ती मंहगाई भत्ते में संशोधन वर्ष में दो बार - पहली अप्रैल और अक्टूबर को किया जाता है, जबकि परिवर्ती मंहगाई भत्ता पांच वर्ष से अनधिक अवधि के अंतराल में संशोधित किया जाता है।

Chart II.15: Wage Growth and Inflation in Rural Areas (y-o-y)

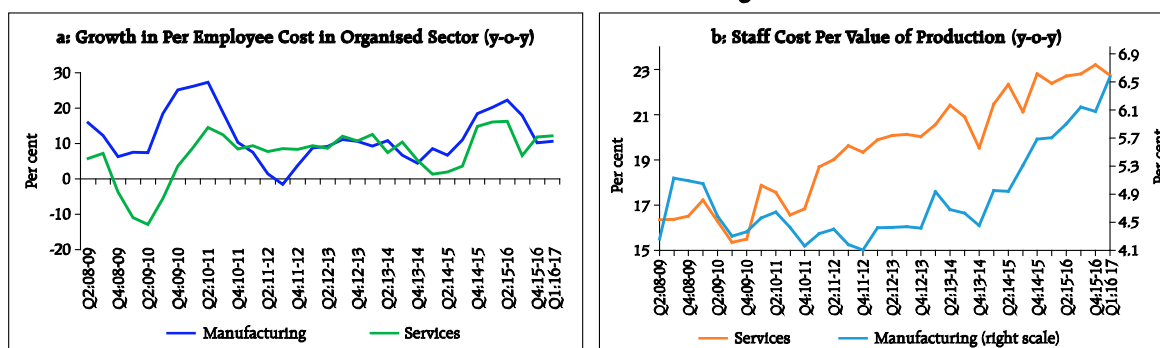


कृषि लागतों और मूल्यों पर गठित आयोग (सीएसीपी) ने यह सिफारिश की है कि अनाजों और दालों सहित कृषि जिनसे के लिए न्यूनतम समर्थन मूल्य, अन्य बातों के साथ-साथ उत्पादन की लागत, मजदूरी तथा अन्य निविष्टियों पर आधारित होने चाहिए, जिसमें मजदूरी लागत का अंश कुल उत्पादन लागत के आधे से भी अधिक होना चाहिए। जबकि अनाजों के समर्थन मूल्य की वृद्धि में कृषि मजदूरी में आयी कमी के कारण कुछ कमी आई है, वहीं दालों के न्यूनतम समर्थन मूल्यों में पिछले वर्ष

भारी वृद्धि की गई है। मुद्रास्फीति की संभावनाओं के प्रभावों के मद्देनजर, आने वाले समय में इसमें और भी वृद्धि होनी सुनिश्चित है।

संगठित क्षेत्र की मजदूरी ने, विनिर्माण तथा सेवा क्षेत्र दोनों में 2016-17 की पहली तिमाही में प्रति कर्मचारी लागतों में वृद्धि बने रहने को प्रतिबिंबित किया। दूसरी ओर, उत्पादन की लागत से स्टाफ लागत के अनुपात द्वारा मांपी गई इकाई श्रम लागत दोनों ही क्षेत्रों की फर्मों के लिए बढ़ना जारी रही। हां, विनिर्माण कंपनियों के मामले में कुछ गिरावट जरूर नजर आई (चार्ट II.16)।

Chart II.16: Labour Cost in Manufacturing and Services



Note: Per employee cost = Total employee cost/total number of employees. The figures for Q1:2016-17 are as per the new Indian Accounting Standards and hence, may also be reflective of the change due to revision in accounting procedures. Source: Capitaline data base and staff estimates.

बॉक्स 11.1 : जीएसटी का मुद्रास्फीति प्रभाव -अंतर्राष्ट्रीय साक्ष्य

लगभग 160 देशों में किसी न किसी रूप में मूल्य योजित कर मौजूद है (विश्व बैंक : 2015)। यूके, कनाडा, न्यूजीलैंड और मलेशिया के अनुभवों से यह पता चलता है कि जीएसटी लागू किए जाने की अवधि में मुद्रास्फीति में वृद्धि हुई (सारणी 1)। अंततः, सभी देशों में मुद्रास्फीति का प्रभाव एक वर्ष में कम हो गया, लेकिन यूके में इसके प्रभाव में वृद्धि बनी रही, जिसका मुख्य कारण 1973 का तेल संकट था। वर्ष 1999-2013 की अवधि में यूरो क्षेत्र के 17 देशों के लिए उपभोक्ता मूल्यों से मूल्य योजित कर दरों में परिवर्तन के अंतरण-प्रभाव संबंधी अनुमान यह दर्शाते हैं कि अंतरण-प्रभाव (पासथो) पूर्ण की अपेक्षा बहुत कम हुआ तथा यह मूल्य योजित करों में किए गए परिवर्तन के प्रकार के प्रति काफी संवेदनशील था। उदाहरण के लिए, मानक दर में परिवर्तन का अंतिम अंतरण-प्रभाव लगभग 100 प्रतिशत का था, लेकिन घटी हुई दरों पर यह बहुत कम अर्थात् 30 प्रतिशत का ही रहा। मुद्रास्फीति पर अल्पकालीन प्रभाव बहुत सारे कारकों पर निर्भर करता है, जिनमें कर की वह दर जिस पर जीएसटी लागू किया गया है, कर आधार तथा प्रशासनिक तंत्र की कार्यकुशलता शामिल है।

संदर्भ

बेनेडेक, डोरा, रड्ड दि मुईज़, माइकल कीन और फिलिप वीजेंडर (2015), "एस्टीमेटिंग वेट पासथो", आइएमएफ वर्किंग पेपर सीरीज़, डब्ल्यूपी/15/214, सितंबर

भारत सरकार (2015), "रिपोर्ट ऑन दि रिवेन्यू न्यूट्रल रेट एंड स्ट्रक्चर ऑफ रेट्स फॉर दि गुड्स एंड सर्विस टैक्स", वित्त मंत्रालय, 4 दिसंबर.

विश्व बैंक (2015), "फिस्कल पॉलिसी फॉर इक्विटेबिल ग्रोथ", इंडिया डेवलपमेंट रिपोर्ट.

सारणी :1 जीएसटी कार्यान्वयन के पूर्व और बाद में मुद्रास्फीति (प्रतिशत)

	टी-1	टी	टी+1	टी+2	टी+3	टी+4
युनाइटेड किंगडम [टी = Q2:1973]	7.9	9.3	9.2	10.3	12.9	15.9
कनाडा [टी = Q1:1991]	5.0	6.4	6.2	5.8	4.1	1.6
न्यूजीलैंड [टी = Q4:1986]	10.7	18.7	18.6	18.9	16.6	8.6
ऑस्ट्रेलिया [टी = Q3:2000]	3.1	6.1	5.8	6.0	6.1	2.5
मलेशिया [टी = Q2: 2015]	0.7	2.2	3.0	2.6	3.4	1.9

स्रोत: ओईसीडी.स्टैट, रिज़र्व बैंक ऑफ ऑस्ट्रेलिया, रिज़र्व बैंक ऑफ न्यूजीलैंड, बैंक नेगरा मलेशिया

आगे चल कर, मुद्रास्फीति की गतिविधियां जीएसटी के लागू होने के बाद की स्थितियों पर निर्भर करेंगी। जहां देश में वस्तुओं और सेवाओं के एकीकृत बाजार से आपूर्ति श्रृंखला की अनम्यताओं में कमी आएगी, वहीं परिवहन-लागतों में कमी होगी तथा उत्पादकता में सुधार के माध्यम से सामान्यतः लागतों में गिरावट आएगी। इससे मुद्रास्फीति क्षेत्र में कम समय का अंतरण-प्रभाव भी उत्पन्न हो सकता है। विदेशों के अनुभवों से यह पता चलता है कि देश-विशेष से संबंधित विशेषताओं पर नियंत्रण किया जा सकता है क्योंकि इसके एकबारगी प्रभाव इसके लागू होने के एक वर्ष बाद स्वयं तिरोहित हो जाते हैं (बॉक्स 11.1)।

भारत में उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति पर जीएसटी लागू होने के प्रभाव जीएसटी परिषद् द्वारा तय की गई मानक दर पर अधिकांशतः निर्भर करेंगे। 18 प्रतिशत की मानक दर तथा 12 प्रतिशत की नीची दर (लगभग 15-15.5 प्रतिशत की राजस्व तटस्थ दर सहित) से यह अपेक्षा की जाती है कि मुद्रास्फीति पर इसका न्यूनतम प्रभाव पड़ेगा (भारत सरकार, 2015)⁷। यदि मानक दर को बढ़ाकर 22 प्रतिशत⁸ (लगभग 17-18 प्रतिशत की राजस्व तटस्थ दर सहित) कर दिया जाता है तो स्वास्थ्य रक्षा (औषधियों को छोड़कर) जैसे चयनित समूहों पर संकेंद्रित समग्र मुद्रास्फीति पर 0.3 से 0.7 प्रतिशत का प्रभाव पड़ेगा। मानक दर 22 प्रतिशत से बढ़कर 26 और 30 प्रतिशत हो जाने पर उपभोक्ता मूल्य सूचकांक पर प्रभाव बढ़कर क्रमशः 0.6-1.3 तथा 1.0-1.9 प्रतिशत⁹ (निविष्ट कर सहित) हो जाएगा। सामान्य स्वीकृति इस बात पर है कि यदि मानक जीएसटी दर 18 प्रतिशत होती है तो उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति कम होने की संभावना बनती है, वास्तव में, उत्पादन के साधनों का अधिक कुशल आबंटन होने की वजह से समग्र मूल्य स्तर में गिरावट आ सकती है (एनसीईआर, 2009)⁹।

⁷ भारत सरकार, (2015), "रिपोर्ट ऑन दि रिवेन्यू न्यूट्रल रेट एंड स्ट्रक्चर ऑफ रेट फॉर दि जीएसटी", वित्त मंत्रालय, दिसंबर

⁸ दोनों परिदृश्यों में, उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (विलासिता वस्तुओं से संबंधित) के लगभग एक प्रतिशत पर 35 प्रतिशत की उच्च दर प्रयुक्त की गई।

⁹ एनसीईआर, (2009) "मूविंग टू गुड्स एंड सर्विस टैक्स इन इंडिया : इम्पैक्ट ऑन इंडियाज़ ग्रोथ एंड इंटरनेशनल ट्रेड", दिसंबर।

संलग्नक सारणी II.1: राज्य वार मुद्रास्फीति दबाव मुद्दे
(अप्रैल -जुलाई 2016 के दौरान औसत साल-दर-साल मुद्रास्फीति)

	Cereals	Eggs	Fruits	Meat	Milk	Oils	Pulses	Spices	Sugar	Vegetables
आंध्र प्रदेश	8.3	11.6	7.2	8.4	6.0	6.6	34.7	14.8	12.3	9.7
आसाम	-1.8	-2.9	5.0	5.9	4.5	9.7	15.5	1.4	3.5	10.3
बिहार	2.3	0.7	5.9	6.3	2.1	8.3	26.7	6.5	14.2	12.2
छत्तीसगढ़	2.3	7.8	3.9	5.6	4.2	2.5	39.2	3.4	16.5	9.0
दिल्ली	2.6	13.0	8.5	9.4	1.3	6.4	23.1	2.6	11.7	0.1
गुजरात	4.5	7.9	5.9	5.6	5.5	6.9	29.1	10.6	17.0	16.5
हरियाणा	2.1	8.5	2.0	4.0	2.9	3.5	22.9	4.1	12.9	7.2
हिमाचल प्रदेश	3.9	-2.2	-0.8	2.8	3.1	6.7	19.3	5.1	4.7	-2.9
जम्मू और कश्मीर	2.0	0.0	4.1	4.0	6.9	8.4	15.7	5.3	2.8	-4.5
झारखंड	6.6	5.4	5.1	5.4	2.1	8.2	24.4	6.0	10.4	16.2
कर्नाटक	6.5	8.9	2.3	4.8	8.7	5.7	32.3	9.5	15.1	16.3
केरला	1.4	12.6	1.7	10.1	1.5	-27.4	26.8	14.8	28.9	13.1
मध्य प्रदेश	2.5	0.7	4.7	6.8	2.2	1.9	35.2	7.4	15.9	3.9
महाराष्ट्र	2.3	6.9	4.1	6.2	2.5	3.7	31.2	11.0	24.1	14.4
उड़ीसा	6.6	4.1	6.3	8.8	7.0	9.2	27.0	10.4	13.2	20.0
पंजाब	3.1	9.1	6.8	4.8	3.5	4.6	20.8	8.3	16.4	2.3
राजस्थान	4.6	8.9	4.7	7.1	3.2	3.9	22.0	11.3	19.4	6.9
तमिलनाडु	3.2	14.9	2.4	7.5	2.8	3.5	33.5	11.6	11.3	11.1
तेलंगना	5.6	13.5	13.1	8.7	5.1	7.8	37.6	15.4	17.1	12.1
उत्तर प्रदेश	0.8	3.7	3.7	7.3	3.1	6.9	37.4	6.5	13.6	7.0
उत्तराखंड	2.1	4.6	5.1	0.7	7.0	5.4	33.4	7.2	9.6	4.7
पश्चिम बंगाल	1.7	7.6	9.8	9.7	3.2	9.6	13.9	5.7	12.6	20.1
<div> <div>Lowest Inflation</div> <div></div> <div>Highest Inflation</div> </div> <div>Within each food sub-group</div>										

स्रोत - सीएसओ और स्टाफ अनुमान

III. मांग और उत्पादन

वर्ष 2016-17 की पहली तिमाही में, कम निवेश द्वारा सीमित सकल मांग में गिरावट आई, लेकिन उपभोग व्यय में धीरे-धीरे सुधार हो रहा है। सेवाओं से कुछ समर्थन मिलने के साथ कृषि की स्थिति में पुनः सुधार होने से सकल आपूर्ति स्थिति में काफी सुधार हुआ, लेकिन औद्योगिक गतिविधि में कमी बनी रही।

पिछले छह महीनों तथा एक वर्ष पूर्व की तुलना में 2016-17 की पहली छमाही में आर्थिक गतिविधि की गति में कुछ कमी आई। जनता द्वारा भारी व्यय किए जाने से स्थिति और बिगड़ने से बच गई। इस धीमी गति का कारण निवेशों में कमी होना रहा है। यद्यपि, सार्वजनिक निवेशों में वृद्धि हुई है, तथापि निजी निवेशों पर अंतर्गमन (क्राउडिंग-इन) के बुरे प्रभाव अभी तक बने हुए हैं। निजी उपभोग व्यय में कुछ कमी आई, लेकिन कृषि गतिविधि और आय में फिर से वृद्धि शुरू होने तथा सार्वजनिक क्षेत्र में मजदूरी और वेतन में भारी वृद्धि होने की वजह से इसे स्वाभाविक रूप से गति मिलेगी तथा 2016-17 तथा उसके बाद वाले वर्ष में पूरे देश में वृद्धि आवेग को पुनः बल मिलेगा। लेकिन, घरेलू मांग में गिरावट की वजह से आयातों में लम्बे समय से गिरावट बनी हुई है, वहीं कमजोर होती वैश्विक अर्थव्यवस्था और वित्तीय बाजारों की अशांत स्थिति आगे चल कर निवल निवेशों तथा समग्र आर्थिक गतिविधि के लिए बड़ा खतरा बन रही है।

III.1 सकल मांग

बाजार मूल्यों पर वास्तविक घरेलू उत्पाद में वर्ष-दर-वर्ष हुए परिवर्तनों के आधार पर मापी गई सकल मांग 2016-17 की पहली तिमाही में घटकर पांच तिमाहियों के सबसे निचले स्तर पर पहुंच गई और उससे तुरंत पहले की तिमाही में उसमें जो मजबूती आई थी, उसे कायम नहीं रख सकी (सारणी III.1)।

सारणी III.1: वास्तविक जीडीपी विकास दर (2011-12 मूल्य)

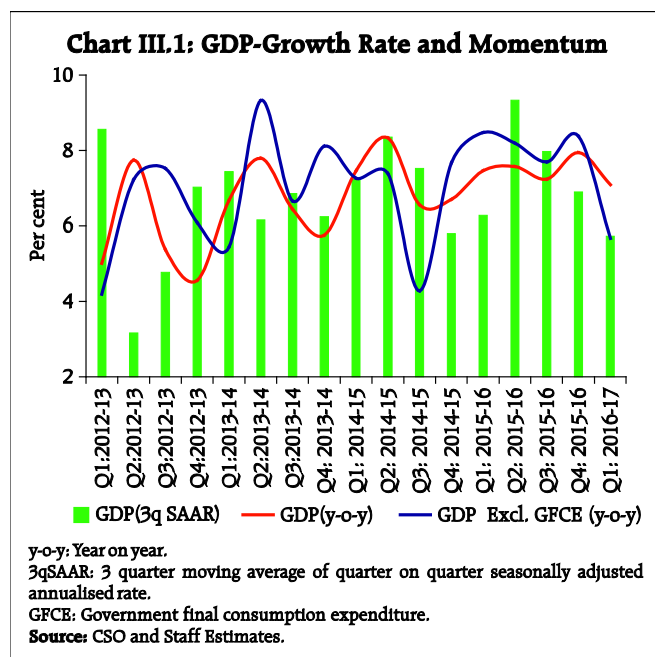
(प्रतिशत)

मद	2014-15	2015-16	भारित योगदान* 2015-16	2014-15				2015-16				2016-17
				ति1	ति2	ति3	ति4	ति1	ति2	ति3	ति4	
I. निजी अंतिम उपभोग व्यय	6.2	7.4	4.1	8.2	9.2	1.5	6.6	6.9	6.3	8.2	8.3	6.7
II. सरकारी अंतिम उपभोग व्यय	12.8	2.2	0.2	9.0	15.4	33.2	-3.3	-0.2	3.3	3.0	2.9	18.8
III. सकल अचल पूँजी निर्माण	4.9	3.9	1.3	8.3	2.2	3.7	5.4	7.1	9.7	1.2	-1.9	-3.1
IV. कुल निर्यात	11.7	-36.6	-0.5	62.8	-72.5	-111.0	-6.6	-47.6	-41.3	-29.0	-11.0	93.5
(i) निर्यात	1.7	-5.2	-1.2	11.6	1.1	2.0	-6.3	-5.7	-4.3	-8.9	-1.9	3.2
(ii) आयात	0.8	-2.8	-0.7	-0.6	4.6	5.7	-6.1	-2.4	-0.6	-6.4	-1.6	-5.8
मार्केट मूल्य पर जीडीपी	7.2	7.6	7.6	7.5	8.3	6.6	6.7	7.5	7.6	7.2	7.9	7.1

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

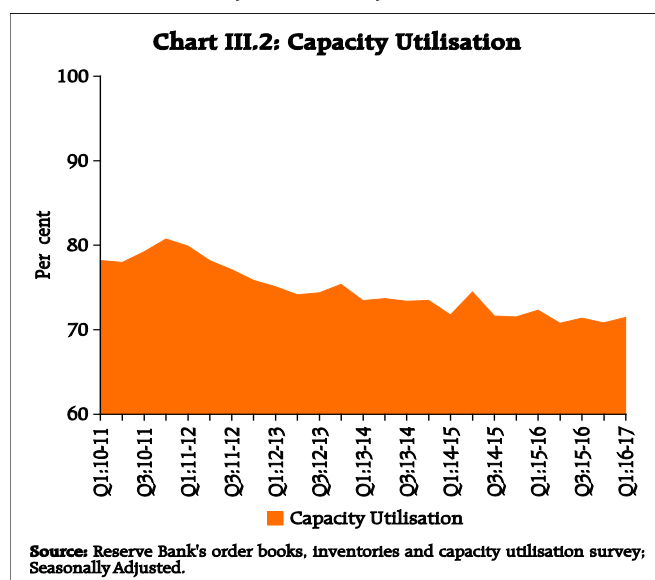
स्रोत: केंद्रीय सांख्यिकीय कार्यालय

मौसमी समायोजन करने के बाद भी संवेग बल में आती कमजोरी स्पष्ट दिखाई दे रही थी (चार्ट III.1)।



वास्तव में, योजना राजस्व व्यय में वृद्धि (सरकार के अंतिम उपभोग व्यय से समर्थन को छोड़ कर) से सकल मांग में कुछ वृद्धि हुई अन्यथा वास्तविक जीडीपी 2016-17 की पहली तिमाही में घट कर 5.7 प्रतिशत पर पहुंच गई होती जो 2014-15 की चौथी तिमाही से लेकर अब तक का सबसे निचल स्तर होता (चार्ट III.1)। वर्ष 2015-16 की चौथी तिमाही से शुरू हुई सकल स्थिर पूंजी निर्माण में गहराती गिरावट तथा लगातार दो तिमाहियों में अपेक्षाकृत भारी वृद्धि के बाद निजी अंतिम उपभोग

व्यय में कमी को देखते हुए मांग में गिरावट की आशंका व्यक्त की गई थी। कमजोर घरेलू मांग, आयातों में भारी कमी के रूप में भी प्रतिबिंबित हुई, जिससे लगातार सात तिमाहियों से नकारात्मक योगदान के बाद सकल मांग में निवल निर्यातों का सकारात्मक योगदान संभव



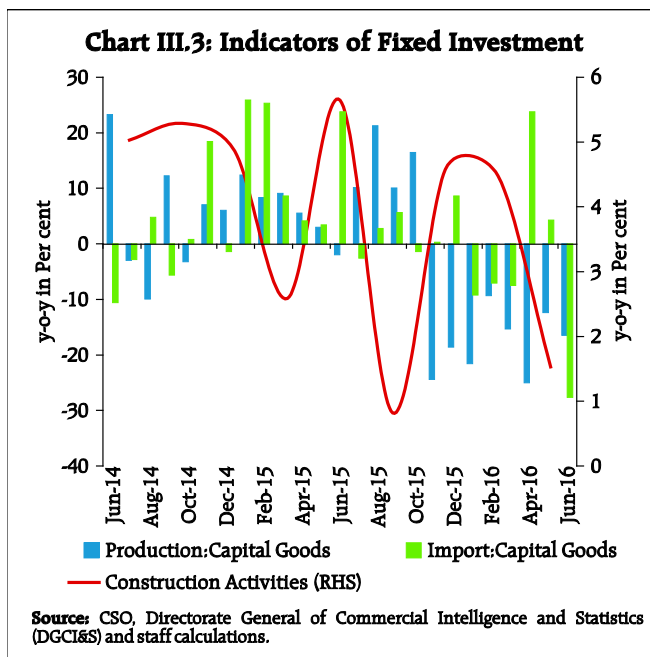
हुआ।

वर्ष 2016-17 की पहली छमाही में निवेश मांग स्थिर बनी रही जो अभी हाल के उच्चतर आवृत्ति निर्देशकों सहित, 2016-17 की पहली तिमाही के सकल स्थिर पूंजी निर्माण में निरपेक्ष कमी के काफी निकट थी। मौसमी तौर पर समायोजित किए जाने पर क्षमता-निर्माण का दीर्घावधि औसत उद्योग के सीमांत परिचालन से भी नीचे रहने के

वाबजूद केपेक्स व्यय मोरीबंद बना रहा (चार्ट III.2)। टिकाऊ वस्तुओं की बड़ी परियोजनाओं में भारी वित्तीय दबाव अभी भी बने हुए हैं। इनमें विशेष रूप से लोहा और इस्पात, विनिर्माण, कपड़ा तथा बिजली क्षेत्र शामिल हैं जो अभी भी बैंक ऋण पर टिके हैं। विनिर्माण

गतिविधि में व्याप्त हताशा तथा संयंत्रों और मशीनों की मांग में कमी उत्पादन एवं पूंजीगत माल के आयात में संयोगात्मक गिरावट के रूप में प्रतिबिंबित हो रही है (चार्ट III.3)।

निवेश वातावरण की चमकहीनता को प्रतिबिंबित करते हुए नए निवेश आशयों में 2016-17 की दूसरी तिमाही में वर्ष-दर-वर्ष आधार पर 19 प्रतिशत की कमी आई है। लेकिन, यह बात ध्यान में रखी जानी चाहिए कि परियोजना निगरानी समूह इसमें चमक लाने के लिए निरंतर प्रयासरत है। इसने 2016-17 में (सितंबर 2016 तक) 3.05 ट्रिलियन रुपये की 65 बड़ी परियोजनाओं (अप्रैल-सितंबर 2015-16 में 2.7 ट्रिलियन रुपये की 89 परियोजनाओं की तुलना में) को मंजूरी प्रदान की। इन मंजूरीयों के फल मिलने पर निवेशों के मूल्यों में तेजी आएगी। इनमें से अधिकांश परियोजनाएं सड़क, बिजली, कोयला और पेट्रोलियम क्षेत्रों से संबंधित हैं। रुकी हुई परियोजनाओं की संख्या में 2016-17 में क्रमिक रूप से पहली तिमाही में 44 प्रतिशत की तथा दूसरी तिमाही में 28 प्रतिशत की कमी हुई।

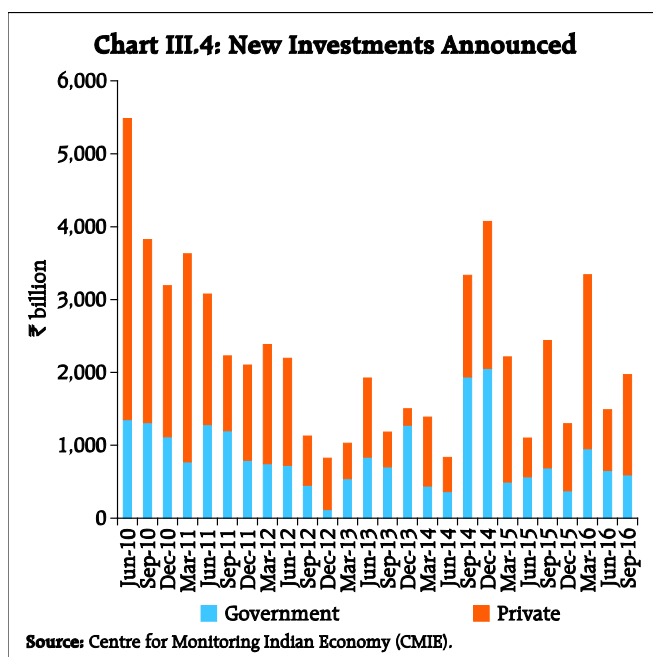


यह कमी विशेष रूप से गैर-पर्यावरण अनुमतियों के तेजी से निपटारे के कारण संभव हुई। अधिकांशतः बाजार की प्रतिकूल दशाओं की वजह से इन परियोजनाओं में निवेश व्यय को व्यवस्थित रूप देना अभी भी बाकी है। इस बीच, पिछले वर्ष की तुलना में गैर-सरकारी गैर वित्तीय कंपनियों की बिक्री में तथा विदेशी प्रत्यक्ष निवेश और बाह्य वाणिज्यिक उधारों में गिरावट आई है।

तुरंत पहले वाली तिमाही की तुलना में पहली तिमाही में उपभोक्ता वस्तुओं के

उत्पादन के साथ-साथ, निजी अंतिम उपभोग व्यय की वृद्धि में गिरावट होने के बावजूद, अर्थव्यवस्था की सकल मांग की वृद्धि स्थिर बनी रही और उसने वास्तविक जीडीपी संवृद्धि में 52.3 प्रतिशत का योगदान दिया। संचित रूप से, वर्ष की पहली छमाही के लिए उपभोग व्यय में कुछ वृद्धि अपनी जड़ें जमा सकती है। समग्रतः, जुलाई में उपभोग वस्तुओं के उत्पादन में कुछ कमी आई, लेकिन टिकाऊ वस्तुओं के उत्पादन में सुधार के चलते यह लगातार तीसरे महीने सकारात्मक क्षेत्र में बना रहा, जो शहरी उपभोग में हुई वृद्धि को प्रतिबिंबित करता है। शहरी उपभोग मांग के एक और निर्देशक सवारी वाहनों की बिक्री में जुलाई-अगस्त माह में द्विअंकी वृद्धि हुई। सातवें वेतन आयोग की मजदूरी, वेतन और पेंशन संबंधी सिफारिशों के अगस्त से लागू होने तथा अपेक्षाकृत कम जोखिम वाले खुदरा और व्यक्तिगत ऋणों को बैंकों

द्वारा प्राथमिकता दिए जाने के कारण शहरी व्यय में वृद्धि होना तय है। विनिर्माता क्रय प्रबंधक सूचकांक जुलाई 2016 से रोजगार में कुछ वृद्धि होने की ओर निरंतर संकेत कर रहा है।



दक्षिण-पश्चिमी मानसून के संतोषजनक फैलाव और गहनता के साथ-साथ खाद्यान्न के उत्पादन में भारी वृद्धि तथा अगस्त में ट्रेक्टरों (निर्यातों को छोड़कर) और दुपहिया वाहनों की बिक्री में तेजी के अग्रणी निर्देशकों से यह संकेत मिलता है कि ग्रामीण आय और उपभोग व्यय में भी भारी वृद्धि होगी। अप्रैल-जुलाई में जहां ग्रामीण मजदूरी की वृद्धि एक वर्ष पूर्व की अपेक्षा धीमी रही, वहीं केंद्रीय क्षेत्र में न्यूनतम मजदूरी में वृद्धि लागू होने से (अध्याय II देखें) आगे चल कर ग्रामीण आय में सुधार आना चाहिए।

पहली तिमाही में सकल मांग में काफी वृद्धि करने वाले सरकारी अंतिम उपभोग व्यय (जीएफसीई) की बात करें तो यह दूसरी तिमाही के दौरान, अब तक (जुलाई-अगस्त 2016 तक) केंद्र सरकार के वित्त के संबंध में प्राप्त जानकारी के अनुसार, योजना राजस्व व्यय में, अधिकांशतः सामाजिक तथा मूलभूत सुविधाओं¹ पर व्यय के रूप में, 19.3 प्रतिशत की वृद्धि के साथ कायम रहा। इसके परिणामस्वरूप, योजना राजस्व व्यय अप्रैल-जून में बजट अनुमानों (बीई) के अनुपात के रूप में तथा वर्ष-दर-वर्ष बढ़ा।

¹ सूचना और संचार प्रौद्योगिकी, 'रसायन और उर्वरक', 'भारी उद्योग', 'कपड़ा', 'शहरी विकास', 'उपभोक्ता मामले, खाद्य और सार्वजनिक वितरण', 'आवास और शहरी गरीबी उपशमन', 'सामाजिक न्याय और अधिकारिता' और 'मानव संसाधन विकास' पर योजना व्यय यह मोटे तौर पर राजस्व खर्च हैं।

**सारणी III.2 :मुख्य राजकोषीय संकेतक,
केंद्र सरकार वित्त(अप्रैल-अगस्त)**

(प्रतिशत)

संकेतक	बजट अनुमान का प्रतिशत वास्तव में	
	2014-15	2015-16
1. राजस्व घाटा	30.3	28.0
ए. कर राजस्व (कुल)	22.8	26.6
बी. गैर-कर राजस्व	61.5	32.5
2. कुल गैर ऋण प्राप्तियां	29.7	27.3
3. गैर योजना व्यय	41.6	39.6
ए. राजस्व खाता	42.0	39.9
बी. पूँजी खाता	37.0	35.3
4. योजना व्यय	40.1	43.0
ए. राजस्व खाता	40.6	44.8
बी. पूँजी खाता	38.9	38.1
5. कुल व्यय	41.2	40.5
6. राजकोषीय घाटा	66.5	76.4
7. राजस्व घाटा	74.7	91.8
8. प्राथमिक घाटा	206.9	565.9

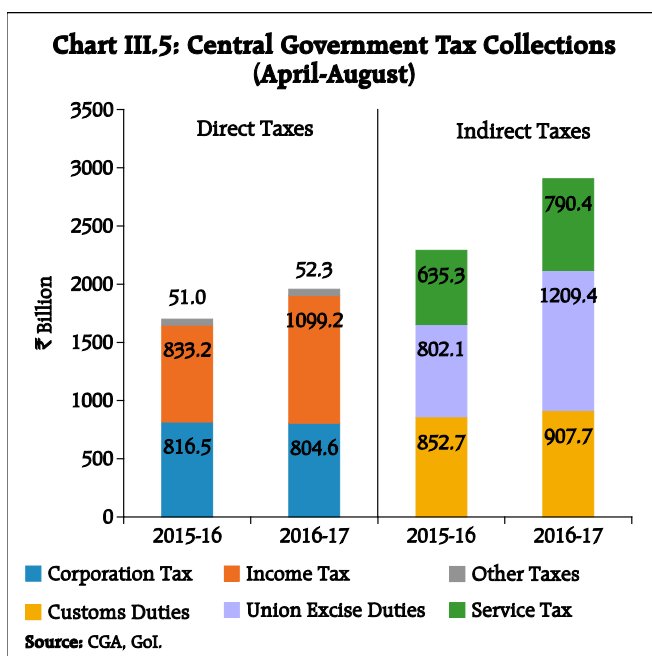
स्रोत: महा लेखानियंत्रक, भारत सरकार

प्रमुख सब्सिडियों तथा ब्याज-भुगतान में जुलाई-अगस्त 2016 में हुई कमी सहित वर्ष 2016-17 के पहले पांच महीनों में बजट अनुमानों के संबंध में एक वर्ष पहले के मुकाबले गैर-योजना राजस्व व्यय कुछ कम रहा। अप्रैल-अगस्त में बजट अनुमानों के संबंध में पूंजीगत व्यय में सीमांत कमी होने के बावजूद जुलाई-अगस्त में योजना और गैर-योजना व्यय दोनों के कारण समग्र पूंजीगत व्यय में वृद्धि हुई (सारणी III.2)।

आयकर और उत्पादन शुल्क दोनों में भारी वसूली के चलते अप्रैल-अगस्त के दौरान सकल कर राजस्व में उल्लेखनीय वृद्धि हुई (चार्ट III.5)। अप्रैल-अगस्त में आयकर की भारी वसूली हुई जो व्यक्तियों के लिए अग्रिम कर भुगतान अपेक्षाओं में किए गए परिवर्तन², पिछले वर्ष की तुलना में सरकार द्वारा कम कर-वापसी तथा उच्च निवल मालियत वाले व्यक्तियों पर अधिक सरचार्ज³ लगाने के परिणामस्वरूप हुई है।

² नए नियम के अनुसार, व्यक्तियों से यह अपेक्षित है कि वे अग्रिम कर की अदायगी पहले की तीन किस्तों के बजाय चालू वर्ष से चार किस्तों में करेंगे।

³ केंद्रीय बजट 2016-17 में की गयी घोषणा के अनुसार चालू वित्त वर्ष से ₹1 करोड़ से ऊपर आय वाले व्यक्तियों के उच्च निवल मूल्य पर अधिभार 12 प्रतिशत से बढ़ाकर 15 प्रतिशत किया गया है।



परोक्ष करों के मामले में, पेट्रोलियम उत्पादों के अधिक उपभोग के कारण परोक्ष करों की वसूली में उछाल आया, सेवा कर की वसूली में वृद्धि पिछले एक वर्ष के मुकाबले काफी अधिक रही क्योंकि 01 जून 2016 से 0.5 प्रतिशत का कृषि कल्याण उपकर लगाया गया था। लेकिन, गैर-कर राजस्व कर पिछले वर्ष के मुकाबले कम रहा क्योंकि शेयर बाजार की प्रेरक स्थिति के बावजूद विनिवेश में तेजी नहीं आ पाई। इन गतिविधियों के परिप्रेक्ष्य में, अप्रैल-अगस्त के दौरान बजट अनुमानों के

अनुपात के रूप में सकल राजकोषीय घाटे की स्थिति में बिगाड़ आया, जिसका मुख्य कारण राजस्व घाटे में तेज वृद्धि होना था।

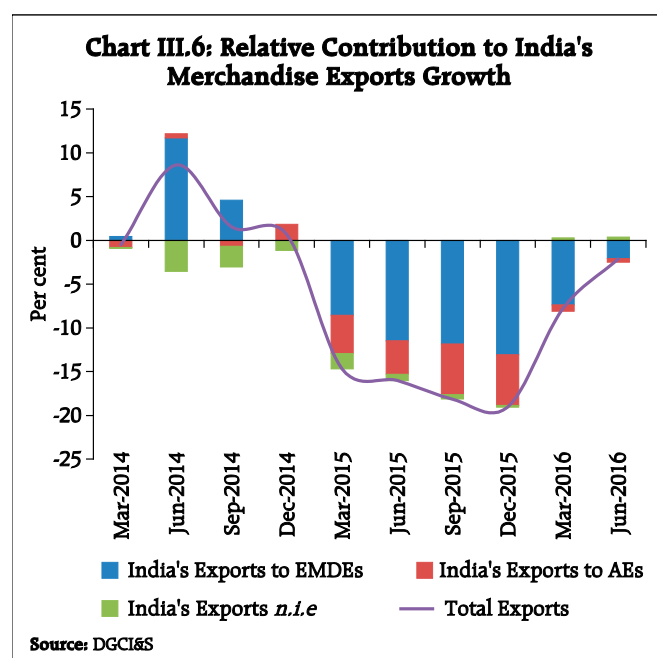
मध्यावधि व्यय ढांचे संबंधी विवरण से यह संकेत मिलता है कि 2016-17 में वेतन संशोधन के पूर्ण प्रभाव को समाहित करने के लिए वेतन भुगतान हेतु केंद्र सरकार के बजट में किए गए प्रावधानों को संशोधित बजट अनुमानों में बढ़ाया जाना होगा। वर्ष 2016-17 के लिए, अगस्त में घोषित अनुदानों की पूरक मांग की प्रथम किस्त को पूरा करने में ही बजट अनुमानों से 209 बिलियन रुपये अधिक का व्यय होगा। अतः लक्ष्य पर डटे रहने के लिए राजकोषीय व्यय पर सतर्क नजर रखनी जरूरी होगी।

सकल मांग पर वेतन आयोग की सिफारिशों के लागू होने से किए जाने वाले अतिरिक्त भुगतान का अनुपूरक प्रभाव नजर नहीं आएगा क्योंकि भारतीय संदर्भ में राजस्व व्यय गुणक एक से कम रहता है⁴, जो आंशिक रूप से प्रत्यक्ष और परोक्ष करों के माध्यम से आय-क्षरण के मंदक प्रभाव को प्रतिबिंबित करता है। साथ ही, यदि वेतन आयोग के अंतर्गत संवितरण वर्तमान राजकोषीय प्रक्रिया में किसी परिवर्तन के बिना किए जाते हैं तो संवृद्धि में वृद्धि पर इसका कम प्रभाव रहेगा जबकि 5वें और 6ठे वेतन आयोग के समय ऐसी स्थिति नहीं आई थी।

⁴ जैन, राजीव कुमार, प्रभात (2013), "भारत में सरकारी व्यय मल्टीप्लायर्स का आकार: एक स्ट्रक्चरल वीएआर विश्लेषण", भारतीय रिजर्व बैंक वर्किंग पेपर सीरीज 7. बोस, सुकन्या और एन.आर.भानुमूर्ति (2015), "फिस्कल मल्टीप्लायर्स फॉर इंडिया", मार्जिन: दी जर्नल ऑफ एप्लाइड एप्लाइड इकोनॉमिक रिसर्च, वॉल्यूम 9, पीपी. 379-401।

निवल निर्यातों में पहली तिमाही में हुई वृद्धि को देखते हुए 2016-17 की पहली तिमाही में, पेट्रोलियम, तेल और चिकनाई पदार्थ (पीओएल), स्वर्ण, लोहा और इस्पात तथा ऊर्वरक जैसी आयात की प्रमुख मदों में हुई कटौती के कारण हुई बड़ी बचत के माध्यम से, सकल मांग में वृद्धि हुई। यह तथ्य चालू खाते के घाटे में कमी (पहली तिमाही में जीडीपी का 0.1 प्रतिशत, जबकि यह एक वर्ष पहले 1.2 प्रतिशत था) के रूप में भी परिलक्षित हुआ। वैश्विक व्यापार और उत्पादन में कमी के वातावरण में अप्रैल-अगस्त के दौरान व्यापारिक माल के निर्यात में 3 प्रतिशत की गिरावट आई तथा जिसों के मूल्यों में वृद्धि के कारण निवल व्यापार लाभ तिरोहित हो गया। भारत की निर्यात प्राप्तियों में आधे से भी अधिक का योग देने वाली

उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के आयातों में लगातार गिरावट आई (चार्ट III.6)।



पूर्व में खरीदे गए स्वर्ण को निकालने, लगातार दो खराब मानसून की वजह से ग्रामीण मांग में कमी होने तथा अनौपचारिक स्रोतों के जरिये कुछ आपूर्ति होने की संभावना के कारण स्वर्ण निर्यात की मात्रा एक वर्ष पूर्व के मुकाबले घटकर एक तिहाई रह गई। वर्ष के दौरान अब तक गैर-तेल, गैर-स्वर्ण आयातों, विशेषकर पूंजीगत माल संबंधी आयातों में आई गिरावट कमजोर घरेलू निवेश

वातावरण को प्रतिबिंबित करती है। परिणामस्वरूप, जिसों का व्यापार घाटा एक वर्ष पहले के 58.4 बिलियन अमरीकी डालर से तेजी से घटकर 2016-17 में 34.7 बिलियन अमरीकी डालर पर आ गया। सेवाओं के निवल निर्यात में 10 प्रतिशत से अधिक (अप्रैल-जुलाई) की गिरावट आई, क्योंकि सॉफ्टवेयर सेवा को छोड़कर सभी प्रमुख खंडों में गिरावट चल रही थी। पहली तिमाही में लगभग 2 बिलियन अमरीकी डालर की गिरावट (वर्ष-दर-वर्ष आधार पर 11 प्रतिशत की गिरावट) वाले निजी अंतरणों की संभावनाएं अनिश्चित बनी रहीं क्योंकि कच्चे तेल के मूल्यों में लंबे समय से चली आ रही कमी का मध्य-पूर्व से आने वाले प्रेषणों पर विपरीत असर पड़ा है।

कुछ समय से इस बात के साक्ष्य सामने आ रहे हैं कि 1980 के दशक से वैश्विक व्यापार और उत्पादन को बल देने वाले व्यापार उदारीकरण इंजिन से तेजी से एकीकृत होता विश्व बाजार थम सा गया है। जीडीपी से विश्व व्यापार का अनुपात 2012 से कमजोर होता जा रहा

है जो दूसरे विश्वयुद्ध के बाद स्थिरता का सबसे लम्बा काल है। वित्तीय अंतर्वाहों के अपनी वैश्विक संकट-पूर्व की शीर्ष स्थिति में वापसी के बाद भी वर्ष 2015 की शुरुआत से विश्व व्यापार की मात्रा में गतिहीनता बनी हुई है। हाल ही के साक्ष्य इस ओर इशारा कर रहे हैं कि उन्नत अर्थव्यवस्थाओं से, विशेष रूप से अमरीका से उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लिए निर्यात मांग में, अमरीकी मांग में सुधार और अमरीकी डालर में मजबूती के बावजूद, तीव्र कमी आएगी। जहां अमरीकी मांग में सबसे बड़ी कमी चीन से आयातों के संबंध में हुई है, वहीं 2016 के दौरान अब तक भारत से किए गए इसके आयातों के मूल्य में भी कमी आई है। अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष (आईएमएफ) के अनुसार, चीन को छोड़कर उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं से अमरीकी आयातों में 2015 से ही गिरावट चली आ रही है। इसे इस बात की पुष्टि माना जा रहा है कि अमरीकी विनिर्माण क्षेत्र की कमजोरी व्यापार⁵ के माध्यम से उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं तक फैल रही है। यूरोपीय संघ द्वारा उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं से आयातों में 2015 से कमी हो रही है। विश्व संवृद्धि के कारक के रूप में व्यापार कारगर नहीं हो पा रहा है और इसके बजाय संरक्षणवाद में होती धीमी वृद्धि से वैश्वीकरण के उभार पर संभवतः विपरीत असर पड़ रहा है। प्रमुख सहभागी अर्थव्यवस्थाओं में बढ़ते संरक्षणवाद का भारत को भी सामना करना पड़ा है। वैश्विक व्यापार सतर्कता के आंकड़ों के अनुसार, सहभागी देशों में शुल्क और गैर-शुल्क दोनों उपायों के विभिन्न प्रकारों के माध्यम से भारत के निर्यात प्रत्यक्ष और परोक्ष रूप से मुख्यतः प्रभावित हुए हैं।

11.2 सकल आपूर्ति

आधार मूल्यों पर जीवीए द्वारा मापा गया उत्पादन 2016-17 की पहली तिमाही में क्रमिक रूप से वर्ष-दर-वर्ष आधार पर सीमांत रूप से कम हुआ, हालांकि यह 2015-16 में दर्ज की गई औसत तिमाही जीवीए वृद्धि की तुलना में अभी भी कुछ अधिक था (सारणी 11.3)।

सारणी 11.3: जीवीए में क्षेत्रवार वृद्धि

(प्रतिशत)

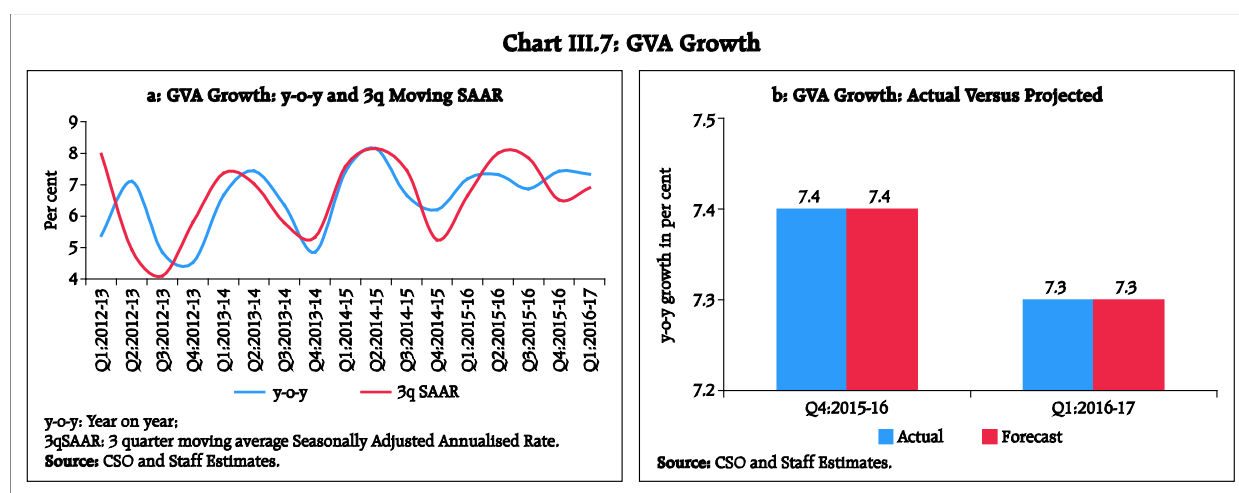
	2014-15	2015-16	2015-16	2014-15				2015-16				2016-17
	वृद्धि		शेयर	ति1	ति2	ति3	ति4	ति1	ति2	ति3	ति4	ति1
I कृषि, वानिकी व मत्स्य पालन	-0.2	1.2	15.4	2.3	2.8	-2.4	-1.7	2.6	2.0	-1.0	2.3	1.8
II उद्योग	6.5	8.8	22.7	9.2	6.2	3.4	6.9	7.1	8.5	10.3	9.2	7.7
(i) खनन व उत्खनन	10.8	7.4	3.1	16.5	7.0	9.1	10.1	8.5	5.0	7.1	8.6	-0.4
(ii) विनिर्माण	5.5	9.3	17.5	7.9	5.8	1.7	6.6	7.3	9.2	11.5	9.3	9.1

⁵ व्हीटले जे., (2016), "स्लंप इन यूएस इम्पोर्ट शीटन्स टु डिरेल इमरजिंग मार्केट ग्रोथ", दी फाइनेंशियल टाइम्स, 18 सितंबर।

(iii) विद्युत, गैस, जल आपूर्ति व अन्य सुविधाएं	8.0	6.6	2.2	10.2	8.8	8.8	4.4	4.0	7.5	5.6	9.3	9.4
III. सेवाएं	9.4	8.2	61.9	8.0	9.9	11.7	8.3	8.3	7.9	8.5	8.1	8.4
(i) विनिर्माण	4.4	3.9	8.5	5.0	5.3	4.9	2.6	5.6	0.8	4.6	4.5	1.5
(ii) व्यापार, होटल, यातायात, संचार, सेवाएं	9.8	9.0	19.2	11.6	8.4	6.2	13.1	10.0	6.7	9.2	9.9	8.1
(iii) वित्तीय, रियल एस्टेट व व्यावसायिक सेवाएं	10.6	10.3	21.6	8.5	12.7	12.1	9.0	9.3	11.9	10.5	9.1	9.4
(iv) लोक प्रशासन, रक्षा और अन्य सेवाएं	10.7	6.6	12.6	4.2	10.3	25.3	4.1	5.9	6.9	7.2	6.4	12.3
IV. आधारभूत कीमत पर जीवीए	7.1	7.2	100.0	7.4	8.1	6.7	6.2	7.2	7.3	6.9	7.4	7.3

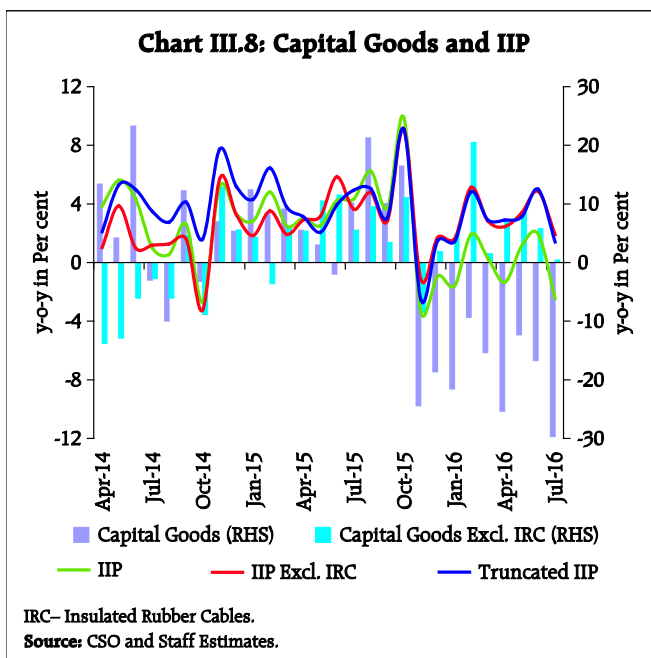
स्रोत: केंद्रीय सांख्यिकीय कार्यालय।

लेकिन, मौसमी रूप से समायोजित वर्ष-दर-वर्ष वार्षिकीकृत संवृद्धि से यह पता चलता है कि तुरंत पहले की तिमाही के संदर्भ में पहली तिमाही के आवेग में मजबूती आई (चार्ट III.7ए)⁶



अप्रैल 2016 की मौद्रिक रिपोर्ट में यह संभावना व्यक्त की गई थी कि जीवीए की वृद्धि में धीमा सुधार होगा और यह पहली तिमाही के 7.3 प्रतिशत से बढ़कर दूसरी तिमाही में 7.7 प्रतिशत पर पहुंच जाएगी। इन पूर्वानुमानों की अधिकांश प्रारंभिक मान्यताएं खरी निकलने के संकेत मिल रहे हैं और पहली तिमाही के वास्तविक परिणाम उक्त पूर्वानुमानों के अनुरूप सिद्ध हुए हैं (चार्ट III.7बी) (अध्याय I देखें)। पहली तिमाही में कृषि और उससे संबद्ध कार्यकलापों में मूल्य योजन में गिरावट हुई थी, लेकिन दूसरी तिमाही के दौरान इस स्थिति में बदलाव होना तय है, हालांकि अप्रैल 2016 में इसमें जितनी वृद्धि होने का अनुमान लगाया गया था, उससे यह वृद्धि कुछ कम रहेगी। दक्षिण-पश्चिम मानसून कुछ देरी से शुरू हुआ, लेकिन जुलाई के मध्य में इसने तेजी पकड़ी और देश के मौसम-विज्ञानी उप-संभागीय क्षेत्र के

⁶ तीन तिमाहियों के जीवीए के गतिमान SAAR जैसे अन्य उपायों द्वारा Q1 में मजबूत गति समर्थित है।



89 प्रतिशत हिस्से में अधिक/सामान्य वर्षा को अंजाम दिया। अगस्त के दूसरे सप्ताह से इसकी गहनता में कमी आई और सितंबर आते-आते यह अपने दीर्घावधि औसत से 3 प्रतिशत कम रह गई। हां, देश के मौसम-विज्ञानी उप-संविभागीय क्षेत्र⁷ के 80 प्रतिशत हिस्से में अधिक/सामान्य वर्षा हुई। मानसून की शुरुआत में हुई देरी को प्रतिबिंबित करते हुए जुलाई

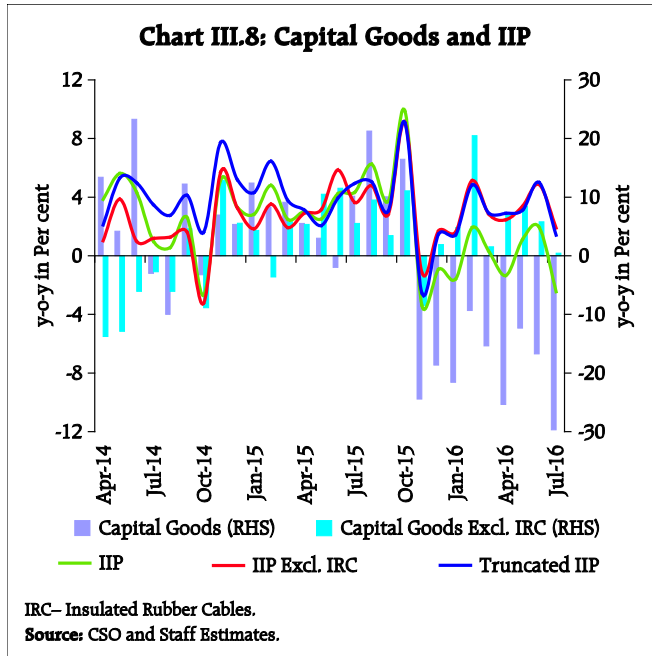
में खरीफ की बुवाई की धीमी शुरुआत हुई जो जुलाई के पहले सप्ताह तक पिछले वर्ष की एकड़ बुवाई के मुकाबले कम थी। उसके बाद इसमें काफी तेजी आई और सितंबर के अंत तक यह मुख्यतः दालों (29.2 प्रतिशत) तथा चावल, मौटे अनाज और तिलहन के संबंध में भी पिछले वर्ष के बुवाई क्षेत्र के मुकाबले 3.5 प्रतिशत अधिक रहा।

इससे खरीफ की फसल में उत्पादन-वृद्धि की संभावना बनी है। प्रथम अग्रिम अनुमानों के अनुसार, 2016-17 में खरीफ खाद्यान्न का उत्पादन 135.0 मिलियन टन रहा जो पिछले वर्ष के मुकाबले 8.9 प्रतिशत अधिक था। खरीफ दालों का उत्पादन 8.7 मिलियन टन की रिकॉर्ड ऊंचाई पर जा पहुंचा। वाणिज्यिक फसलों में, पिछले वर्ष के मुकाबले गन्ने के उत्पादन में कमी के बावजूद, तिलहन और कपास में क्रमशः 41.0 तथा 6.6 प्रतिशत की वृद्धि की वजह से बढ़ोतरी हुई।

संतोषजनक दक्षिण-पश्चिम मानसून से रबी की फसल की भी अच्छी संभावना बनी है। विशेष रूप से देश के केंद्रीय और पश्चिमी क्षेत्र में सिंचित क्षेत्र के लगभग 64 प्रतिशत की आवश्यकताओं की पूर्ति करने वाले तालाबों में पानी का स्तर बढ़ने तथा मिट्टी में नमी की स्थिति में सुधार होने से रबी खाद्यान्नों के लिए निर्धारित 137.4 मिलियन टन (पिछले वर्ष के 128.2 मिलियन टन से अधिक) का लक्ष्य प्राप्त हो जाना चाहिए।

औद्योगिक क्षेत्र में मूल्य योजन की वृद्धि में पहली तिमाही में कमी आई क्योंकि खनन और उत्खनन में गिरावट आने की वजह से अन्य उत्पादों के साथ-साथ कोयले के उत्पादन में भी कमी आई जिससे कच्चे पेट्रोलियम पदार्थों और प्राकृतिक गैस के उत्पादन पर भी बेहद

⁷ दक्षिण पश्चिम मानसून का स्थानिक वितरण उत्पादन भारित वर्षा (PRN) सूचकांक से मापा जाता है, जो 30 सितंबर, 2016 को एक साल पहले के अपने स्तर से 17 प्रतिशत अंक तक बढ़ा।



विपरीत असर पड़ा। दूसरी तिमाही में, हालांकि सही चेतावनी के बावजूद, जुलाई में औद्योगिक उत्पादन में कमी आई। वर्ष 2015-16 की दूसरी छमाही से औद्योगिक उत्पादन के सूचकांक (आईआईपी) में उतार-चढ़ाव से इंसुलेटेड रबड़ केबल्स(आईआरसी) के हवाई और बड़े आदेश-चालित उत्पादन से अनुचित रूप से प्रभावित होता रहा है। इससे हैडलाइन सूचकांक तथा पूंजीगत माल पर, जिसका यह एक घटक है, बड़ा और हद से ज्यादा प्रभाव पड़ा। यदि इंसुलेटेड रबड़ केबल्स (आईआरसी) को छोड़ दें तो

अप्रैल-जुलाई 2016 के दौरान औद्योगिक उत्पादन में 0.2 प्रतिशत की गिरावट के बजाय 3.2 प्रतिशत की वृद्धि हुई होती। साथ ही, संक्षेपित आईआईपी⁸ की गतिविधि में भी हलचल दिखाई दी(III.8)। जुलाई में विनिर्माण उत्पादन में भी कमी आई, लेकिन यदि इंसुलेटेड रबड़ केबल्स को छोड़ दिया जाए तो इसमें 2.1 प्रतिशत की वृद्धि हुई होती। जो भी हो, व्यवसाय में कमी तथा सतर्क निवेश के वातावरण में विनिर्माण क्षेत्र को काफी परेशानियों का मुकाबला करना पड़ रहा है। उदाहरण के लिए, गैर-सरकारी विनिर्माण कंपनियों की बिक्री में जहां 2016-17 की पहली तिमाही में गिरावट आई, वहीं दूसरी तिमाही में सुधार के कुछ संकेतों के साथ, उत्पादन की वृद्धि में टिकाऊपन के बजाय, अन्य आय तथा निवेश लागतों में कमी बने रहने की वजह से लाभप्रदता में वृद्धि हुई। ऋण चुकाने की क्षमता तथा जोखिम संकेंद्रण के परिप्रेक्ष्य में लीवरेज के उच्च स्तर के कारण कंपनी क्षेत्र के समक्ष चुनौतियां उपस्थित हैं। इस संदर्भ में, विदेशी ऋण के प्रति कंपनी क्षेत्र की स्थिति ऋण चुकाने की कम क्षमता के कारण और भी विषम हुई है।

जहां तक आईआईपी के अन्य घटकों का संबंध है, बिजली का उत्पादन पिछले महीनों में काफी बढ़ने के बाद जुलाई में फिर घट गया। संयंत्र के लोड फेक्टर में 52 प्रतिशत की कमी होने के साथ 16 महीनों में पहली बार थर्मल पावर के उत्पादन में कमी आई, जिसकी वजह से अगस्त में बिजली के उत्पादन में और कमी हुई। विनिर्माण क्षेत्र तथा दबावग्रस्त वितरण कंपनियों (DISCOMS) द्वारा कम उठाव के कारण बिजली की मांग में भी कमी बनी हुई है। मांग-आपूर्ति अंतर एक वर्ष पहले के कुल मांग के 2.5 प्रतिशत से घट कर 0.5 प्रतिशत पर

⁸ संक्षेपित आईआईपी : 96 प्रतिशत आईआईपी जिसमें से अस्थिर मदों के शीर्ष 2 प्रतिशत और अंतिम 2 प्रतिशत छोड़कर।

आ गया। इसके परिणामस्वरूप, आपूर्तिकर्ताओं ने हाजिर बाजार में बिजली की बिक्री की जिससे जुलाई में 3580 मिलियन यूनिट की रिकार्ड बिक्री हुई। अगस्त में यह घट कर 3445 मिलियन यूनिट पर आ गई जिससे बाजार में बिक्री के हाजिर मूल्य घटकर प्रति किलोवाट घंटा 2.20 रुपये पर आ गए जो दीर्घावधि बिजली खरीद करारों (PPAs) के मूल्यों के मुकाबले कम थे।

उपभोग-आधारित गतिविधि के तौर पर, उपभोक्ता गैर-टिकाऊ वस्तुएं जुलाई में फिर से नकारात्मक क्षेत्र में आ गई - जून में अस्थायी सकारात्मक वृद्धि की वजह से नौ माह तक अचानक गिरावट बनी रही थी - यह इस बात का प्रतीक था कि मांग अभी भी कमजोर बनी हुई थी। दूसरी ओर, शहरी उपभोग में सतत मजबूती के चलते उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुओं को समर्थन मिलता रहा। जुलाई में, जहां मूलभूत वस्तुओं में कमी आई, वहीं इंसुलेटेड रबड़ केबल्स को छोड़कर पूंजीगत माल में मात्र 0.5 प्रतिशत की वृद्धि हुई। अगस्त 2016 में इस्पात के उत्पादन में तेज वृद्धि से स्थायी उद्योगों में हाल में आई तेजी बनी रही, जो अन्य बातों के साथ-साथ निम्न आधार तथा न्यूनतम आयात मूल्य रखने तथा बाजार पाटने के विरुद्ध और सुरक्षोपाय शुल्क लगाए जाने को प्रतिबिंबित करती है। कोयले, कच्चे तेल और गैस, तेलशोधक उत्पादों तथा बिजली के उत्पादन में गिरावट होने से स्थायी उद्योगों के उत्पादन में समग्रतः कमी होने के बावजूद, उक्त वजह से तथा सीमेंट उत्पादन में सकारात्मक प्रवृत्ति के अनुरूप निर्माण क्षेत्र में खासी वृद्धि हुई।

विदेशी प्रत्यक्ष निवेश के उदारीकरण, रक्षा, नागरिक उड्डयन, औषधि तथा प्रसारण के संबंध में उठाये गए हाल के नीतिगत कदमों से औद्योगिक गतिविधि के वातावरण में सुधार आना चाहिए। यह विनिर्माण क्रय प्रबंधकों के सूचकांक में भी प्रदर्शित हो रहा है, जिसमें मुख्यतः नए आदेशों तथा निर्यात आदेशों के कारण जनवरी 2016 से विस्तार हो रहा है।

कुल जीवीए में लगभग 63 प्रतिशत का हिस्सा रखने वाले सेवा क्षेत्र में मूल्य योजन में पहली तिमाही में वृद्धि हुई जिसका कारण लोक प्रशासन, रक्षा और अन्य सेवाओं में पहले से अधिक सुधार होना है। साथ ही, वित्तीय, जमीन-जायदाद और पेशेवर सेवाओं का भी उन्हें समर्थन मिल रहा है। दूसरी ओर, निर्माण क्षेत्र की गतिविधियों में धीमापन आया तथा व्यापार, होटल, परिवहन तथा संचार क्षेत्र की जीवीए की वृद्धि क्रमिक रूप से धीमी हुई। दूसरी तिमाही में, अगस्त से सातवें केंद्रीय वेतन आयोग की सिफारिशें तथा वन-रैंक-वन पेंशन(OROP) लागू होने के कारण लोक प्रशासन और रक्षा सेवा में तेजी आई। दुपहिया वाहनों, सवारी कारों तथा ट्रैक्टरों की बिक्री में हाल ही में आई तेजी से यह पता चलता है कि परिवहन उप-क्षेत्र की जीवीए में सुधार आ रहा है (सारणी III.4)।

सारणी III.4: सेवा क्षेत्र : हिट मैप

संकेतक	सितं-14	दिसं-14	मार्च-15	जून-15	सितं-15	मार्च-15	मार्च-16	जून-16	जुलाई -16	अगस्त-16
Steel Production										
Steel Consumption										
Cement Production										
Cargo Handled at Ports										
CMV-Production										
CMV-Sales										
Passenger Car Sale										
Two Wheeler Sale										
Three Wheeler Sale										
Rail Freight										
Non-oil Import (US\$)										
Foreign Tourist Arrival										
Passenger-Domestic Air										
Passenger-International Air										
Freight International Air										
Bank Credit										
Aggregate Deposit										

सीएमवी : कमशियल मोटर वेइकल.

टिप्पणी : वर्ष दर वर्ष वृद्धि दरें हरी कोष्ठिका में उच्च वृद्धि दर दर्शाती हुई और लाल कोष्ठिका में निम्न वृद्धि दर दर्शाती हुई दी हैं।

स्रोत : विभिन्न स्रोतों से समेकित डेटा के आधार पर स्टाफ अनुमान

निर्माण क्षेत्र की गतिविधियों में रुकी हुई परियोजनाओं तथा मानसून के मौसम के कारण कमी रही। मानसून समाप्त होते ही, निर्माण क्षेत्र तथा रुकी हुई परियोजना को फिर से शुरू करने के लिए आर्थिक मामलों पर मंत्रिमंडलीय समिति (CCEA) द्वारा अनुमोदित उपायों के पैकेज, विशेष रूप से नकदी प्रवाह की रुकावट दूर होने संबंधी उपायों के परिप्रेक्ष्य में इस स्थिति में बदलाव होना तय है। उपलब्ध जानकारी से यह पता चलता है कि राजमार्गों के निर्माण तथा रेलवे के अंतर्गत पूंजीगत व्यय में तेजी आ रही है तथा मुख्य शहरों में वाणिज्यिक संपत्ति की बिक्री में भी यही चिह्न दिखाई दे रहे हैं। निम्न आधार के बावजूद, इस्पात के उपभोग में दो माह तक कमी रहने के बाद अगस्त में वृद्धि हुई। पत्तन (पोर्ट) कार्गो में गिरावट जारी रही क्योंकि मुख्यतः कोयले का घरेलू उत्पादन बढ़ने की वजह से उसके आयात में कमी आई तथा लौह अयस्क और ऊर्वरक का कम उत्पादन हुआ। कोयले तथा खाद्यान्न की कम ढुलाई के कारण रेल भाड़े में कमी आई, लेकिन यह अपेक्षा की जाती

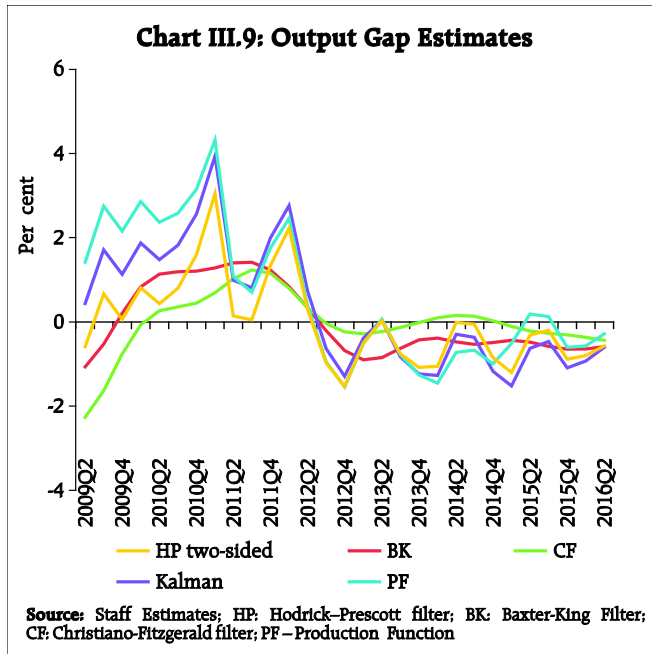
है कि खाद्यान्न की खरीफ फसल आते ही इस स्थिति में बदलाव आएगा। ई-बीजा की सुविधा शुरू होने के कारण पर्यटकों के आगमन में वृद्धि हुई। तदनुसार, नए कारोबार तथा दूसरी तिमाही में कारोबार संबंधी प्रत्याशा में सुधार होने के कारण सेवा पीएमआई में सुधार आया।

111.3 उत्पादन अंतर

सकल मांग और सकल पूर्ति की संरचना संबंधी उपर्युक्त आकलन से व्यवसाय चक्र के परिप्रेक्ष्य में अर्थव्यवस्था की स्थिति का और उससे मौद्रिक नीति के निर्धारण में संवृद्धि तथा मुद्रास्फीति की विरोधी दिशाओं की प्रवृत्ति में समझौताकारी समन्वयन का पता चलता है। इस संदर्भ में, संभावित उत्पादन स्तर की माप, अर्थात् उत्पादन का वह धारणीय स्तर जिसमें संसाधनों के बढ़ते प्रयोग से मुद्रास्फीति नहीं होती, महत्वपूर्ण हो जाती है। इस बात को ध्यान में रखते हुए कि संभावित उत्पादन को देखा नहीं जा सकता, उसका सिर्फ अनुमान ही लगाया जा सकता है, और ये पूर्वानुमान चयनित अवधि, कार्यविधि तथा आंकड़ों की उपलब्धता से काफी प्रभावित होते हैं, स्टाफ द्वारा इस संबंध में व्यावहारिक दृष्टिकोण अपनाया जाता रहा है। इसमें कई कार्यविधियों का प्रयोग किया जाता है, जिनमें हॉडरिक-प्रेसकॉट (एचपी), बेक्सटर-किंग(बीके), क्रिस्टियानो-फिट्जेराल्ड (सीएफ), मल्टीवेरिएट-कलमान फिल्टर जैसे यूनिवेरिएट फिल्टरों के साथ-साथ उत्पादन फलन दृष्टिकोण के अनुमानों को भी शामिल किया जाता है ताकि संभावित उत्पादन का निकटतम अनुमान लगाया जा सके और इन अनुमानों के प्रयोग की सीमाओं के प्रति सतर्कता बरती जा सके (सितंबर 2015 तथा अप्रैल 2016 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट देखें)। नई श्रृंखला के अंतर्गत जीवीए / जीवीए के पुराने (ऐतिहासिक) आंकड़े उपलब्ध न होने से भी इन अनुमानों की सटीकता में बाधा पहुंचती है। इन सावधानियों का पालन करते हुए, संभावित उत्पादन के अद्यतन अनुमानों से यह पता चलता है कि उत्पादन अंतर - संभावित उत्पादन से वास्तविक उत्पादन के बीच अंतर, जिसे संभावित उत्पादन के प्रतिशत के रूप में व्यक्त किया जाता है - 2015-16 से चली आ रही स्थिति की तरह नकारात्मक बना हुआ है, लेकिन धीरे-धीरे यह अंतर कम हो रहा है (चार्ट 111.9)। यह हाल ही में किए गए भारतीय रिज़र्व बैंक के ऑर्डर बुक, माल-सूची तथा क्षमता-उपयोग सर्वे से मेल खाता है, जिसके अनुसार 2011-12 से क्षमता-उपयोग में जो गिरावट आ रही थी, उस पर अब लगाम लगी है (चार्ट 111.2)।

आर्थिक गतिविधि स्टाफ के पूर्वानुमानों के काफी निकट चल रही है, और अपने संभावित स्तर से अभी भी कम है। अर्थव्यवस्था के लगातार धीमे बने रहने से सकल मांग पूरी तरह अभिव्यक्त नहीं हो पाई है जो अनिवार्यतः उपभोग पर आधारित होती है। घटते निवेशों से न

केवल सुधार की संभावनाओं के संवेग को टिके रहने के लिए, वरन् स्वयं संभावित उत्पादन के लिए जोखिम उत्पन्न हो रहा है।



घटना तथा अनुमान -आधारित ऐसे कुछ साक्ष्य भी मौजूद हैं जो यह संकेत देते हैं कि उत्पादकता बाधित हो रही है। निम्न-स्तर के इस जाल से बाहर निकलने का मूल मंत्र उत्पाद और कारकों की आपूर्ति में सुधार के सहयोगपूर्ण वातावरण में निवेशों, विशेषकर निजी निवेशों को फिर से बढ़ाना है ताकि उत्पादकता और प्रतिस्पर्धात्मकता को बल मिल सके और स्वयं अर्थव्यवस्था की संभावनाएं

ऊंची उठ सकें। वैश्विक अर्थव्यवस्था में लंबे समय से चली आ रही कमजोरी और इस भावना के चलते कि संभावित वैश्विक उत्पादन हमेशा के लिए कमजोर बन चुका है, इस ओर तत्काल कदम उठाया जाना जरूरी हो जाता है।

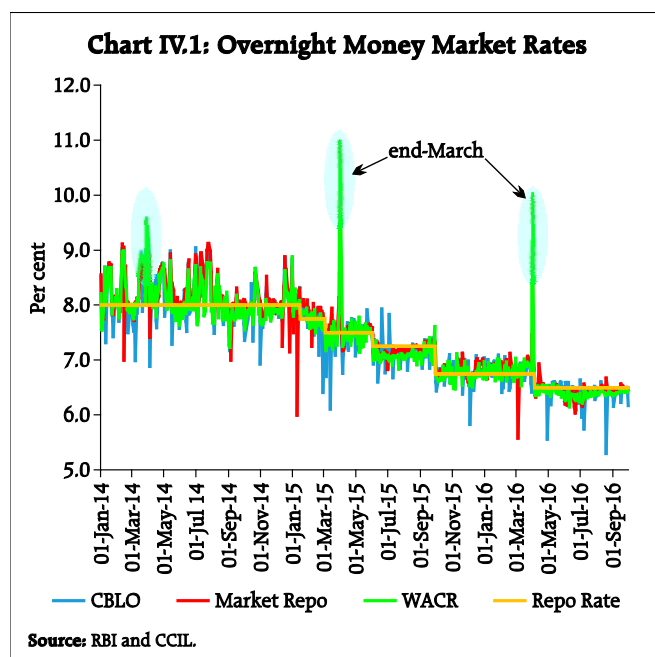
IV. वित्तीय बाजार और चलनिधि की स्थिति

मौद्रिक नीति के उदार रुझान के अनुरूप चलनिधि की स्थिति में उल्लेखनीय सुधार हुआ। बांडों के प्रतिलाभ कई वर्ष के निचले स्तर पर पहुंच गए। वाणिज्यिक पेपर तथा कंपनी बांड बाजारों में, जमा प्रमाण-पत्र तथा कंपनी बांड निर्गम में वृद्धि के साथ, ऋण बाजार के संबंध में मौद्रिक नीति का मजबूत अंतरण हुआ। जीडीपी में नाममात्र की वृद्धि के अनुरूप बैंक ऋण-वृद्धि धीमी बनी रही।

वैश्विक वित्तीय बाजारों में बार-बार की उठा-पटक से अप्रैल की मौद्रिक नीति रिपोर्ट से ही अस्थिरता बनी हुई है। इसका कारण मुख्यतः वैश्विक संवृद्धि की कमजोरी से उत्पन्न चिंताएं और स्थिति में धारणीय सुधार लाने में केंद्रीय बैंकों की क्षमता में घटता विश्वास था। वर्ष 2016-17 की पहली तिमाही में ईक्विटी, बांड तथा जिंस बाजारों में व्यापार में गिरावट आई तथा ईएमई पर तथा कंपनी आस्तियों में बढ़ते ऋण स्प्रेड तथा निवेशकों की उदासीनता से अधिक अस्थिरता बनी रही। जोखिमों से बचने के वातावरण में वैश्विक रूप से नकारात्मक प्रतिलाभ का तीव्र विस्तार हुआ। लेकिन, ब्रेक्जिट के पक्ष में 23 जून को हुए मतदान से बाजार हतप्रभ हो कर रह गया जिससे ईक्विटी, मुद्राओं तथा बांडों का बाजार ढह गया। लेकिन, आश्चर्यजनक रूप से इसमें सुधार भी बहुत तेजी से हुआ, ऐसा विशेष तौर पर ब्लेक स्वॉन जैसी घटना के कारण हुआ। दूसरी तिमाही में अस्थिरता में कमी आयी, जिंसों के मूल्यों में वृद्धि हुई, ऋण स्प्रेड घटा, ईक्विटी बाजार नई ऊंचाइयों पर पहुंचे तथा उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में संविभाग प्रवाह की वापसी हुई। फेडरल रिज़र्व बैंक के 21 सितंबर के निर्णय के आसपास जहां अनिश्चितता में कमी आयी, वहीं बांड प्रतिलाभों में वृद्धि हुई, अन्य बाजार खंडों में संतुलन बना रहा और जोखिम सहन करने की उनकी क्षमता में वृद्धि हुई।

इन वैश्विक गतिविधियों के प्रति घरेलू बाजार लचीले बने रहे हैं और वास्तव में वे घरेलू संकेतों के प्रति अधिक संवेदनशील रहे हैं। यहां तक कि वैश्विक गतिविधियों से तेजी से और काफी प्रभावित होने वाले ईक्विटी तथा विदेशी मुद्रा बाजार भी इनसे अछूते बने रहे। सितंबर में शुरू हुए एफसीएनआर(बी) मोचनों का डर बने होने के बावजूद भारतीय रुपया सर्वाधिक स्थिर मुद्राओं में बना रहा। मुद्रा बाजारों में, चलनिधि की अच्छी स्थिति तथा अस्थिरता में कमी के चलते 2016-17 की पहली छमाही में ब्याज दरों में कमी आई। प्रचुर चलनिधि, संतोषजनक मानसून के चलते मुद्रास्फीति में गिरावट की प्रत्याशा से बांड के प्रतिलाभ में **कई वर्षों में गिरावट आई**। इसके विपरीत, परिसंपत्ति की गुणवत्ता की चिंताओं और बैलेंस शीट सुधार से कथित तौर पर उधार-दरों में उतार-चढ़ाव के साथ मुद्रा बाजार इस सामान्यीकृत स्थिति से अछूते बने रहे। यद्यपि जमा दरों में भी ये अनम्यता है, इनमें हाल के महीनों में उधार-दरों से भी ज्यादा गिरावट आई है।

IV.1 वित्तीय बाजार

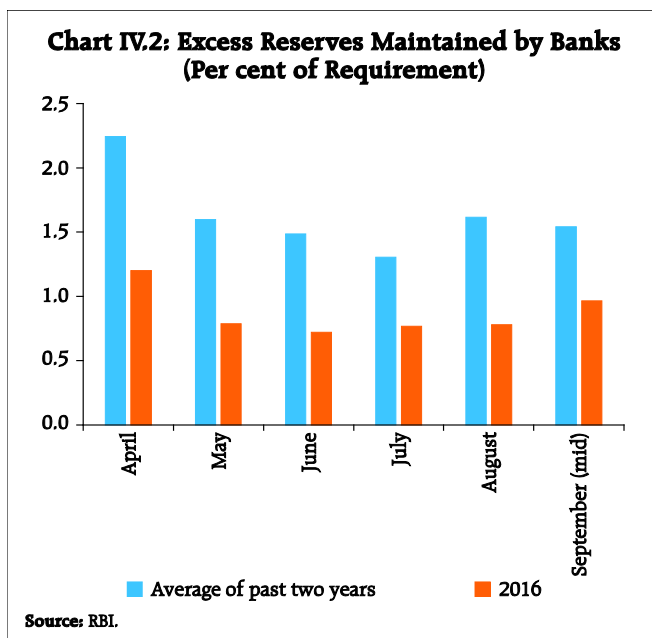


पहली तिमाही में मुद्रा बाजार की शुरुआत, रिपो दर में 5 अप्रैल को की गई 25 आधार अंकों की कटौती को पूरी तरह प्रतिबिंबित करते हुए हुई। चलनिधि की स्थिति सरकारी व्यय में संयम तथा मुद्रा की मांग में धारणीय वृद्धि से प्रभावित हुई जिससे अप्रैल-मई की अवधि में रबी की फसल के आने के दौरान बैंकिंग प्रणाली से चलनिधि का बहिर्गमन हुआ। भारतीय रिज़र्व बैंक के सामान्य चलनिधि परिचालनों के अलावा खुले बाजार से खरीद और विभिन्न स्वरूप के मीयादी रिपो ने चलनिधि

संबंधी दबावों को कम किया। परिणामस्वरूप, भारित औसत मांग मुद्रा दर (डब्लूएसीआर) और संपार्श्विकीकृत एक-दिवसीय दरें कुछ कमी के भाव के साथ रिपो दर के आसपास बनी रहीं (चार्ट. IV.1)। मई के अंत में मुद्रा के प्रणाली की ओर वापस लौटने तथा जून में सरकारी व्यय में वृद्धि होने से चलनिधि की स्थिति के सुधरने में सहायता मिली।

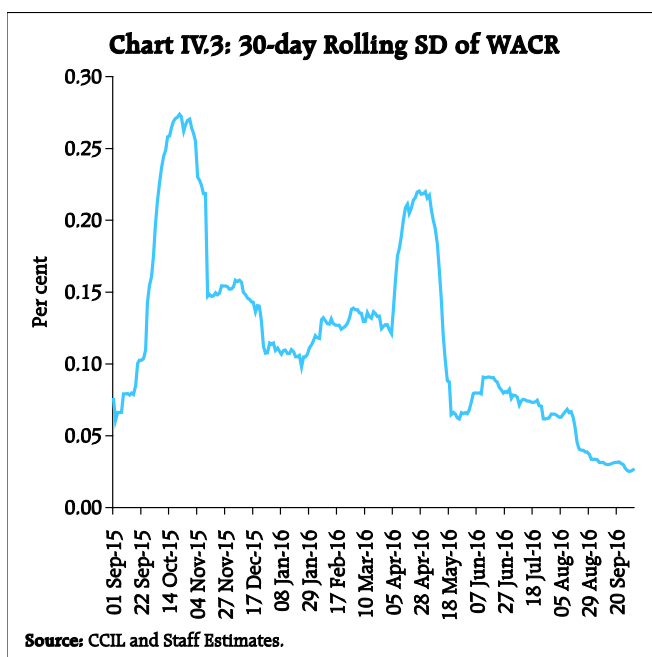
इस अवधि में मुद्रा बाजार के विकास के संबंध में दो गतिविधियां उल्लेखनीय हैं। पहली, अप्रैल में चलनिधि प्रबंधन ढांचे को बेहतर बनाने के एक भाग के रूप में आरक्षित अनुपात संबंधी मानदंड में छूट (पहले के दैनिक न्यूनतम 95 प्रतिशत से घटा कर 90 प्रतिशत), (भाग IV.2 देखें), बैंकों के आरक्षित निधि आधिक्य में कमी हुई (चार्ट IV.2)। दूसरे, नीतिगत दर कॉरिडोर में 5 अप्रैल को ± 50 आधार अंकों का जो संकुचन आया था, उससे बाजार में रिपो दर के मुकाबले मुद्रा बाजार स्प्रेड घटा तथा अस्थिरता में भी कमी आई (चार्ट IV.3)।

जून में चलनिधि के बेहतर स्थिति में पहुंचने से दूसरी तिमाही में एक नए चरण की शुरुआत हुई, जिसमें बैंकिंग प्रणाली में करेंसी की वापसी, सरकारी व्यय में वृद्धि - इसके लिए भारतीय रिज़र्व बैंक से अर्थोपाय अग्रिम लेना जरूरी हो गया - जमाराशि जुटाने में भारी वृद्धि से सहायता मिली। तदनुसार, भारतीय रिज़र्व बैंक ने चलनिधि में कमी लाने के लिए परिवर्ती दर रिवर्स रिपो परिचालनों का सहारा लिया तथा 28-दिवसीय परिपक्वता अवधि का पहली बार प्रयोग किया। रिज़र्व बैंक से अधिशेष-अंतरण के तुरंत बाद अगस्त के मध्य से बड़े कूपनों का भुगतान और मोचन शुरू हो गया।

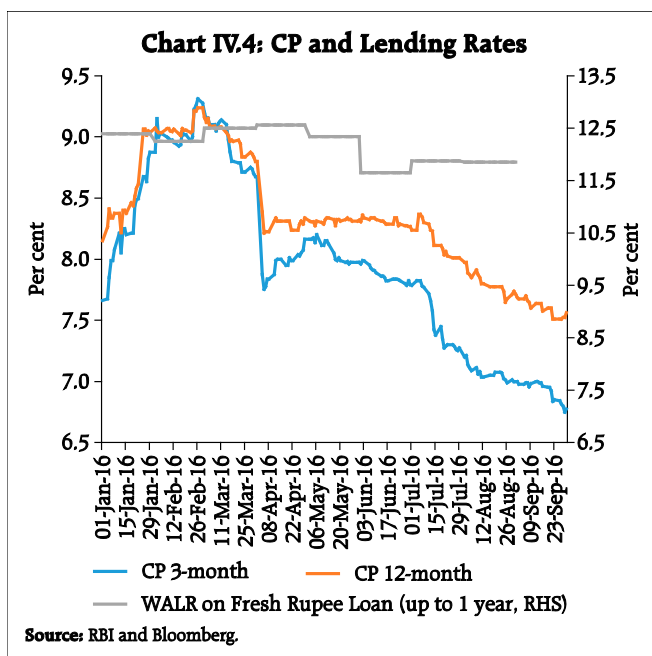


भारित औसत उधार दर (डब्ल्यूएसीआर) लगातार रिपो दर से नीचे बनी रहीं और एक दिवसीय मुद्रा बाजार दरों ने भी उनका अनुसरण किया। वास्तव में, 2016-17 की पहली छमाही के व्यापार-दिनों (शनिवार को छोड़कर) के 95 प्रतिशत हिस्से में डब्ल्यूएसीआर रिपो दर से सीमांतरूप से नीचे (औसतन लगभग 11 आधार अंक से) रहा। एक दिवसीय खंड में चलनिधि की आरामदायक स्थिति के हितकर प्रभाव सभी मुद्रा बाजार दरों तक पहुंच गए जिससे मीयादी प्रीमियम में कमी आई

और तीन-माह के वाणिज्यिक पत्रों तथा जमा प्रमाण-पत्रों की दरों में कमी आई, जो वर्ष की सबसे निचली दरें थीं।



वास्तव में, वाणिज्यिक पत्रों की दरें, एक वर्ष तक की परिपक्वता वाले नये रुपया ऋणों पर भारित औसत उधार दर से काफी नीचे गिर गईं, जिससे बैंकों द्वारा जोखिमों से बचने के वातावरण में कार्यशीलपूंजी के लिए निधियां जुटाने हेतु वाणिज्यिक पेपर जारी करना एक अच्छा विकल्प बन गया (चार्ट IV.4)। उच्च साख श्रेणी वाली कंपनियों ने वाणिज्यिक प्रमाण पत्रों के जरिए (सितंबर 2016 तक) वर्ष की पहली छमाही में 1.37 ट्रिलियन रुपये की निधि जुटाई।



बासल III चलनिधि कवरेज अनुपात (एलसीआर) के लागू होने से विश्व भर के मुद्रा बाजारों में चलनिधि की स्थिति प्रभावित हुई। इन दबावों को कम करने की दृष्टि से भारतीय रिज़र्व बैंक सीमांत स्थायी सुविधा (एमएसएफ) के अंतर्गत उपलब्ध 2 प्रतिशत की सुविधा सहित, एसएलआर निर्धारण में कटौती करते हुए उसे संचित रूप से निवल मांग और मीयादी देयताओं (एनडीटीएल) के 11 प्रतिशत तक लाकर बैंकों को सहारा देता रहा है। इस अर्थ में एसएलआर ने, पूरे

देश में एलसीआर के अंतरण-प्रभाव को घर्षण-मुक्त बना दिया है (बॉक्स IV.1)।

चूंकि निवेशक समेकन तथा लाभ उठाने में जुटे हुए थे, अतः बांड बाजारों में पहली तिमाही की शुरुआत वृद्धि के साथ हुई, लेकिन अमरीकी फेडरल निधि दर में वृद्धि के भय में कमी आने तथा रिज़र्व बैंक के खुले बाजार परिचालनों के कारण भावनाओं के ऊंचे उठने से मई की शुरुआत में इसमें गिरावट दिखाई देने लगी। तथापि, मुद्रास्फीति के अपेक्षा से अधिक ऊंचे रहने के कारण सरकारी प्रतिभूतियों के प्रतिलाभ में वृद्धि हुई और कच्चे तेल के बढ़ते अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों ने इसे और बढ़ाने में अपना योगदान दिया। मई-जून के दौरान विदेशी संविभाग निवेशकों (एफपीआईज) ने 106 मिलियन रुपये के निवल ऋणों की बिक्री की। 10-वर्षीय FIMMDA जेनेरिक प्रतिलाभ में 23 जून को ही 8 आधार अंको की वृद्धि होने तथा उसके तुरंत बाद गिरावट होने के साथ बांड बाजारों पर ब्रेकिज़ट का सबसे कम प्रभाव पड़ा।

बॉक्स IV.1 बासल III चलनिधि कवरेज अनुपात तथा मौद्रिक नीति का परिचालनगत लक्ष्य

सभी क्षेत्राधिकारों में जनवरी 2015 से बासल III चलनिधि कवरेज अनुपात को चरणबद्ध रूप से लागू किए जाने से मुद्रा बाजार के सुरक्षित खंड में मात्रा और दरों में बदलाव आया है जिससे मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन के लिए चुनौतियां उपस्थित हुई हैं (बोन्नर तथा इज्जिंजर, 2012 तथा स्किमिट्ज़, 2013)। चलनिधि कवरेज अनुपात विनियमन के अंतर्गत दबाव के परिदृश्य में बैंक की उच्च गुणवत्ता वाली चलनिधि आस्तियों का स्टॉक, अगले तीस कैलेंडर दिनों में अपने कुल अनुमानित निवल नकदी बहिर्गमन से अनिवार्यतः अधिक होने चाहिए। तीस दिन से कम परिपक्वता वाले असंपार्श्विकीकृत बाजार से लिए गए किसी ऋण पर 100 प्रतिशत की रन-ऑफ दर, अर्थात् जिसे 30 दिन के भीतर चुकाना होगा,

लगेगी अतः उसके लिए 100 प्रतिशत की उच्च गुणवत्ता वाली चलनिधि आस्तियों के स्टॉक के समर्थन की आवश्यकता होगी। चलनिधि कवरेज अनुपात में गिरावट से बचने के उपाय के रूप में बैंक उधार ले सकते हैं और नकदी को अपने पास बनाए रख सकते हैं, लेकिन, ऐसे मामले में उधार ली गई चलनिधि का प्रयोग गैर- उच्च गुणवत्ता वाली चलनिधि आस्तियों के वित्तपोषण के लिए नहीं किया जा सकता। चलनिधि कवरेज अनुपात लागू होने के बाद मांग मुद्रा बाजार की गतिविधियों में परिवर्तन देखा गया है। निर्धारित मानदंडों के संबंध में बैंकवार चलनिधि कवरेज अनुपात संबंधी मासिक आंकड़े शामिल करते हुए गतिशील पैनल डाटा रिग्रेशन ढांचे में सामान्यीकृत मेटड ऑफ मोमेंट अनुमान, जोखिम भारित आस्तियों से पूंजी का अनुपात, कुल आस्तियों के अनुपात के रूप में सकल अनर्जक आस्तियां तथा मुद्रा बाजार पर चलनिधि कवरेज अनुपात के प्रभाव को पकड़ने की “डमी” से यह पता चलता है कि निर्धारित चलनिधि कवरेज अनुपात के निकटतर परिचालन करने वाले बैंक मांग बाजार से उच्चतर दर पर उधार लेने की प्रवृत्ति रखते हैं (सारणी 1)। जोखिम भारित आस्तियों से पूंजी का उच्चतर अनुपात रखने वाले बैंकों के पास यह सुविधा है कि वे कम दर पर उधार ले सकते हैं, लेकिन अधिक सकल अनर्जक आस्तियों वाले बैंकों को अपने मांग उधारों के लिए अधिक दर का भुगतान करना होता है। जबकि जोखिम भारित आस्तियों से पूंजी का अनुपात (तथा मांग उधारों की मात्रा) चलनिधि कवरेज अनुपात विनियमन के प्रति संवेदनशील होता है, वहीं जोखिम भारित आस्तियों से पूंजी के अनुपात पर समग्र प्रभाव 7 आधार अंकों तक सीमित रहता है। इस प्रकार, निर्धारित सांविधिक चलनिधि अनुपात के भीतर बैंकों को उपलब्ध कराया गया निभाव, जोखिम भारित आस्तियों से पूंजी के अनुपात पर चलनिधि कवरेज अनुपात के प्रतिकूल प्रभाव को सीमित करने के संदर्भ में, महत्वपूर्ण हो जाता है।

सारणी 1: कॉल मार्केट स्प्रेड और वॉल्यूम पर एलसीआर का अनुमानित प्रभाव

WACR Spread over Repo Rate			Call Market Borrowing to Total Asset Ratio		
Dep. Var.	Dynamic GMM		Dep. Var.	Dynamic GMM	
	Coeff.	P-val		Coeff.	P-val
Constant	-0.090	0.18	Constant	12.180	0.05
Spread(-1)	-0.200	0.00	CallVol(-1)	0.180	0.00
LCRD(-1)	0.070	0.02	CallVol(-2)	-0.400	0.00
CRAR(-3)	-0.004	0.00	LCRD(-1)	6.150	0.08
GNPA(-3)	0.060	0.01	CDratio	0.0004	0.00
	Wald Chi-square	33.03 (0.00)		Wald Chi-square	167.1(0.00)
	AR(1)	-5.51 (0.00)		AR(1)	-2.29 (0.02)
	AR(2)	-1.66 (0.10)		AR(2)	-0.35 (0.72)
	Sargan stat. (2-step)	58.89		Sargan stat. (2-step)	61.1

* निर्धारित मानदंड से ऊपर 10 प्रतिशत के भीतर LCR वाले बैंकों के लिए डमी एक का मूल्य प्रदान करती है और अन्यथा

शून्य का मूल्य प्रदान करती है; यह देखते हुए कि भारत में निर्धारित LCR जनवरी 2016 में 70 प्रतिशत बढ़ा था, 80 प्रतिशत से कम एलसीआर पर कार्य करनेवाले बैंकों से उम्मीद की जा सकती है की वे अन्यों की अपेक्षा उच्च दर पर कॉल बाजार में उधार लें।

संदर्भ :

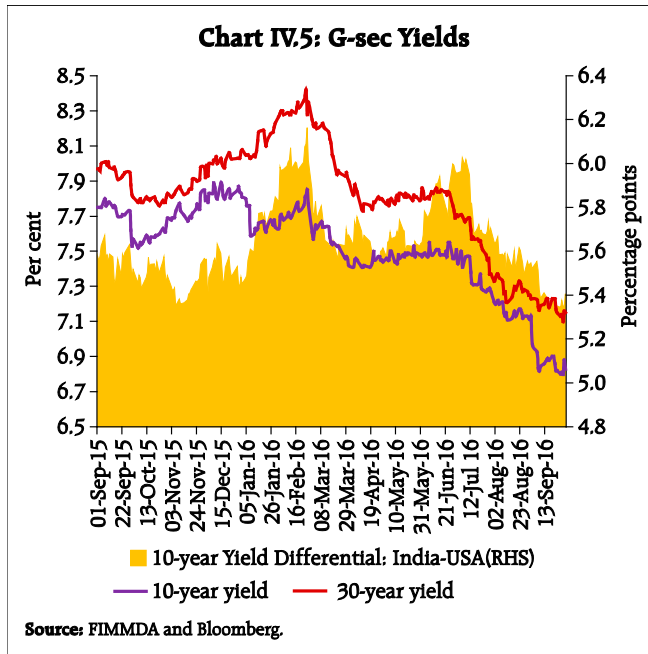
बोन्नर, क्लीमेंस और सिलविस्टर इजफिंजर (2012), “दि इम्पेक्ट ऑफ दि एलसीआर ऑन दि इंटर-बैंक मनी मार्केट?” दि नीदरलैंड्स बैंक वर्किंग पेपर नं. 364, दिसंबर
स्किमिट्ज़ स्टीफन डब्लु (2013), “दि इंपेक्ट ऑफ दि लिक्विडिटी कवरेज रेशियो ऑन दि इम्प्लीमेंटेशन ऑफ मोनेटरी पॉलिसी”, इकॉनामिक नोट्स, विली ब्लेकवेल, जून

भारत में मुद्रास्फीति में वर्ष के इस समय में होने वाली सामान्य वृद्धि से अधिक मुद्रास्फीति होने के साथ जून में प्रतिलाभ सीमा-बद्ध रहे, हालांकि खुले बाजार के क्रय परिचालनों से राहत मिलती रही।

जून के मध्य से शुरू होकर दूसरी तिमाही में प्रचुर चलनिधि तथा मानसून की संतोषजनक प्रगति से उत्पन्न आशावाद के कारण सरकारी प्रतिभूतियों में गिरावट हुई, यह सब जुलाई में मुद्रास्फीति के शीर्ष पर पहुंच जाने के बाद हुआ जिसका बाजार ने पूरा लाभ उठाया। ब्रेक्जिट के बाद संविभाग प्रवाह के फिर से लौटने पर बांड बाजार में सरकारी बांडों के प्रतिफल में कमी आई। गौण बाजार में व्यापार की मात्रा में वृद्धि हुई और यह जून के 489 बिलियन रुपये के औसत से बढ़कर जुलाई में 1057 बिलियन रुपये तथा अगस्त में 935 बिलियन रुपये का रहा। इस गतिविधि में अधिकांश वृद्धि वैश्विक निधियों, नकारात्मक प्रतिलाभों के चलते उन्नत अर्थव्यवस्थाओं से बाहर हो जाने तथा बैंकों द्वारा लाभ-बुकिंग के कारण हुई।

29 अगस्त 2016 को घोषित नए 10-वर्षीय बेंचमार्क का नाटकीय प्रभाव हुआ। यह 2 सितंबर को 6.98 प्रतिशत पर बंद हुआ और जब इस खंड में लेनदेन बंद हुआ तो ओटीसी बाजार के लिए मंच सज चुका था। 10-वर्षीय बेंचमार्क प्रतिलाभ ने 23 सितंबर को गौण बाजार में 6.80 प्रतिशत के कई वर्षों के निचले स्तर को छुआ। वर्ष 2016-17 की पहली छमाही में सरकारी प्रतिभूतियों के प्रतिलाभों में 50 आधार अंकों की गिरावट आई जबकि नीतिगत रिपो दर में 25 आधार अंकों की ही कटौती हुई थी (चार्ट IV.5)। बाजार में गहराई और चलनिधि में सुधार लाने के लिए भारतीय रिज़र्व बैंक और सेबी द्वारा घोषित किए गए कई कदमों के कारण बाजार¹ की भावनाओं में भी उछाल आया।

¹ इनमें शामिल हैं : FPI को NDS-ऑर्डर मैचिंग (NDS-OM) प्लेटफॉर्म पर व्यापारिक लेन-देन करने के लिए अनुमति देना: डी-मैट खाते धारक व्यक्तिगत निवेशकों को डिपॉजिटरीज़ के साथ NDS-OM पर प्रत्यक्ष रूप से व्यापारिक लेन-देन करने के लिए अनुमति देना: तथा में प्राथमिक व्यापारियों द्वारा चुनिन्दा सेमी-लिक्विड सिक्युरिटियों में एक मार्किट मेकिंग योजना तैयार करना। सितंबर में संशोधित सेबी नियमों के अनुसार FPIS अब ब्रोकरों के बिना कॉर्पोरेट बॉन्ड मार्किट को सीधे एक्सेस कर सकते हैं।



कंपनी बांड खंड में पहली तिमाही में निर्गमों में 4.1 प्रतिशत की कमी आई जो इस बात का प्रतीक थी कि कंपनी निवेश में कमी आई थी और नई क्षमताओं में निवेश के बजाय पुनर्वित्तपोषण को प्राथमिकता दी जा रही थी। कंपनी बांड प्रतिलाभों में, विशेषकर एए साख-श्रेणी वाले कंपनी बांडों में सरकारी प्रतिभूतियों का अनुकरण करते हुए दूसरी तिमाही में काफी गिरावट आई। इससे बैंक उधार दरों तथा उक्त दरों में अंतर का लाभ उठाने के लिए निर्गमों की बढ़ आ गई।

निजी तौर पर इनकी बिक्री से पहली छमाही में (अगस्त तक) पिछले वर्ष की तदनुसूची अवधि के मुकाबले लगभग 12 प्रतिशत अधिक समग्र संसाधन जुटाए गए। घटते ब्याज दर अंतर तथा स्थिर हेजिंग लागत की मुख्य वजह से अगस्त 2016 तक कंपनी बांडों में एफपीआई निवेशों में निवल बहिर्गमन हुआ, लेकिन पारस्परिक निधियों में (पीएसयू बांडों को छोड़कर) मार्च 2016 के मुकाबले 31 प्रतिशत की वृद्धि हुई। कंपनियों ने मसाला बांड निर्गमों के जरिए भी संसाधन जुटाए। ये बांड रुपयों में मूल्य-वर्गीकृत किए जाते हैं और इनमें निर्गमकर्ता को विनिमय दर का कोई जोखिम नहीं होता। इस वित्तीय वर्ष में अब तक मसाला बांडों के माध्यम से कंपनियों ने लगभग 88 बिलियन रुपये जुटाए हैं और इन वैकल्पिक अवसरों के उपलब्ध होने के कारण बाह्य वाणिज्यिक उधार लेना बहुत कम कर दिया है।

पहली तिमाही में, ईक्विटी बाजारों में लेनदेनों में काफी गिरावट देखी गई। ब्रेक्जिट जनमत संग्रह के कारण एफपीआई की घबराहट भरी बिक्री शुरू हुई, लेकिन महीने के अंतिम सप्ताह में सेंसेक्स इन हानियों से उबर गया और मानसून की अच्छी प्रगति तथा सातवें वेतन आयोग की सिफारिशों को मंत्रिमंडल की मंजूरी से उपजे आशावाद के चलते इसमें वृद्धि हुई।

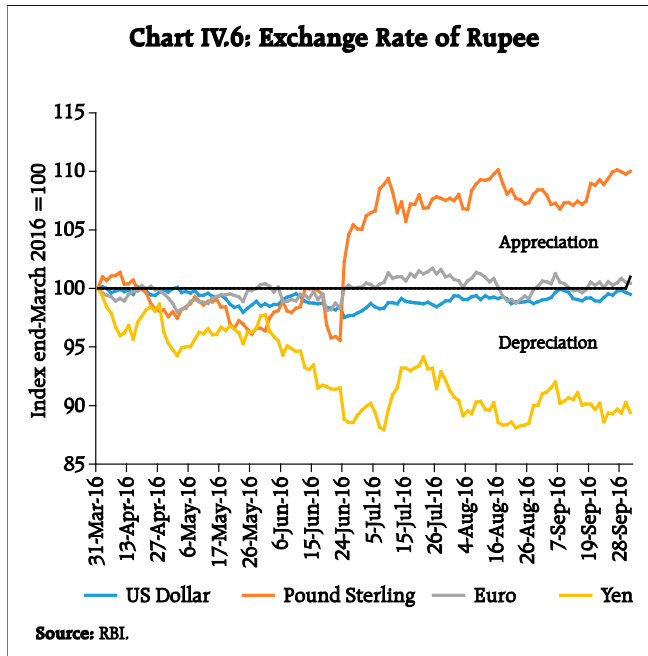
एफपीआई खरीद ब्याज दरों में वृद्धि तथा प्रणालीबद्ध केंद्रीय बैंकों की मौद्रिक नीतियों में अनुकूलता की प्रत्याशा तथा वैश्विक ईक्विटी बाजारों में सुधार की वजह से दूसरी तिमाही में ईक्विटी बाजारों में तेजी आई। जीएसटी लागू होने की संभावनाओं के चलते भी बाजार की भावनाओं में सकारात्मकता आई। समग्रतः बैंचमार्क बीएसई सेंसेक्स में 2016-17 की पहली छमाही में फरवरी 2016 के स्तर के मुकाबले लगभग 21 प्रतिशत की वृद्धि हुई। उक्त फर्मों के लिए वैश्विक अर्थव्यवस्था की अपेक्षा घरेलू समष्टि-आर्थिक स्थितियों के अधिक महत्व को

रेखांकित करते हुए मिड-कैप तथा स्माल-कैप शेयरों ने बेंचमार्क सूचकांकों से बेहतर निष्पादन किया। इन गतिविधियों का केंद्र बाजार का मूल्यांकन रहा। सितंबर के अंत में सेंसेक्स का पीई अनुपात, 7.3 (रूस) और 25.7 (साउथ अफ्रीका) के दायरे में, अन्य उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लिए 20.7 रहा।

वर्ष 2016-17 की पहली छमाही के दौरान आईपीओ तथा अधिकार निर्गमों के माध्यम से काफी संसाधन जुटाए गए- 32 कंपनियों ने पहली छमाही में 162.9 बिलियन रुपये जुटाए जो पिछले वर्ष की इसी अवधि में जुटाए गए 126.6 बिलियन रुपये के मुकाबले अधिक थे। मजेदार बात यह है कि आईपीओ में आए हाल के उछाल में खुदरा रुचि काफी नजर आई, आईपीओ अभिदान के खुदरा भाग में गुणन की औसत संख्या 2015-16 के 2.4 से बढ़कर 2016-17 में अब तक बढ़ कर 7.7 पर पहुंच चुकी है। सूचीबद्धता से प्राप्त लाभ में वृद्धि खुदरा सहभागिता में भी दिखाई दी, औसत सूचीबद्धता प्रीमियम 2015-16 के 5.1 प्रतिशत से बढ़कर 2016-17 में 22.5 प्रतिशत पर पहुंच गया।

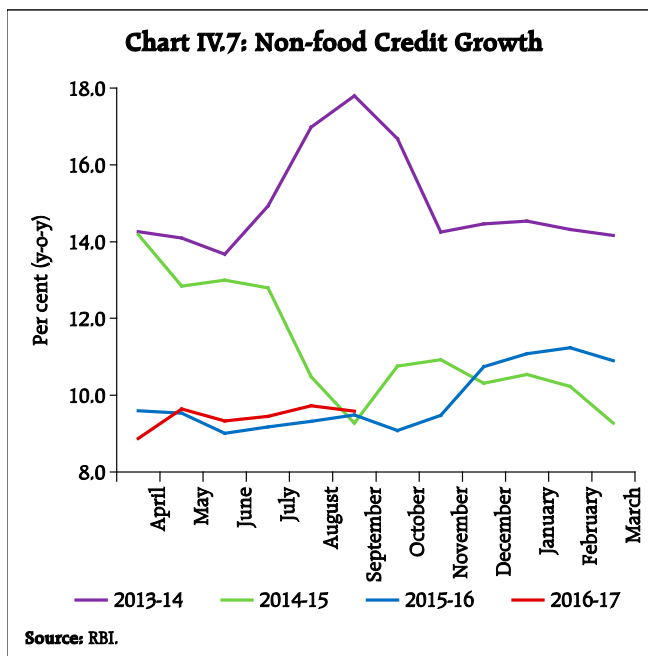
विदेशी मुद्रा बाजार में, पहली तिमाही के दौरान अमरीकी डालर के मुकाबले रुपये का लेनदेन घटी दरों पर हुआ, जो मुख्यतः चीन के कमजोर समष्टि-आर्थिक आंकड़ों तथा ब्राजील में राजनीतिक हालात के फिर से बिगड़ने की वजह से उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं तथा पण्य मुद्राओं के मुकाबले मजबूत होते अमरीकी डालर को प्रतिबिंबित करता है। अपेक्षा से अधिक मुद्रास्फीति तथा तेल विपणन कंपनियों और सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रमों द्वारा आयातों के भुगतान के लिए विदेशी मुद्रा की खरीद से भी रुपये की दरें प्रभावित हुईं। विशेष रूप से ऋण खंड से एफपीआई बहिर्गमन के कारण रुपये की दरों में गिरावट का दबाव बना जिसमें ब्रेकिंग जनमत-संग्रह की वजह से और वृद्धि हुई, लेकिन भावनाओं में सुधार तथा एफपीआई आगमन में फिर से तेजी आने की वजह से स्थिति शीघ्र ही संभल गई। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के समकक्षों के संबंध में यदि देखा जाए तो रुपये में सीमित दायरे में उतार-चढ़ाव आए। कई अन्य मुद्राओं के मूल्य में सांकेतिक वृद्धि हुई, लेकिन उनमें से कई के मूल्यों में पहले जो भारी गिरावट आई थी, उसे पाटने में ही यह वृद्धि समाहित होती रही।

ब्रेकिंग के झटके से उबर कर दूसरी तिमाही में रुपये के मूल्य में वृद्धि बनी रही, लेकिन अमरीकी डालर में मजबूती के कारण बीच-बीच में इसमें गिरावट भी आती रही। फिर भी, ईक्विटी और ऋण बाजारों में एफपीआई आगमन में पुनः तेजी आने से रुपये में समग्र आशावाद उपजा। जबकि दूसरी तिमाही के शेष भाग में रुपये का लेनदेन दायरे-बद्ध रूप में हुआ, वहीं एक-माह में परिलक्षित अनिश्चितता इस बात का प्रतीक थी कि अस्थिरता में वृद्धि हुई थी।



पहली छमाही में अमरीकी डालर तथा यूरो के मुकाबले रुपये में उतार-चढ़ाव सीमित दायरे में रहे। पौंड स्टर्लिंग के मुकाबले रुपये के मूल्य में वृद्धि हुई, लेकिन जापानी येन के मुकाबले इसमें गिरावट आई जो अमरीकी डालर के मुकाबले विभिन्न मुद्राओं में उतार-चढ़ाव के अनुरूप थी (चार्ट IV.6)। सांकेतिक प्रभावी विनिमय दर सूचकांक (36 मुद्रा बॉस्केट) के रूप में रुपये ने पहली छमाही के दौरान स्थिरता दर्शाई, लेकिन वास्तविक प्रभावी विनिमय दर सूचकांक के रूप में मार्च 2016 से इसमें 3.6

प्रतिशत की वृद्धि हुई (सारणी IV.1)।



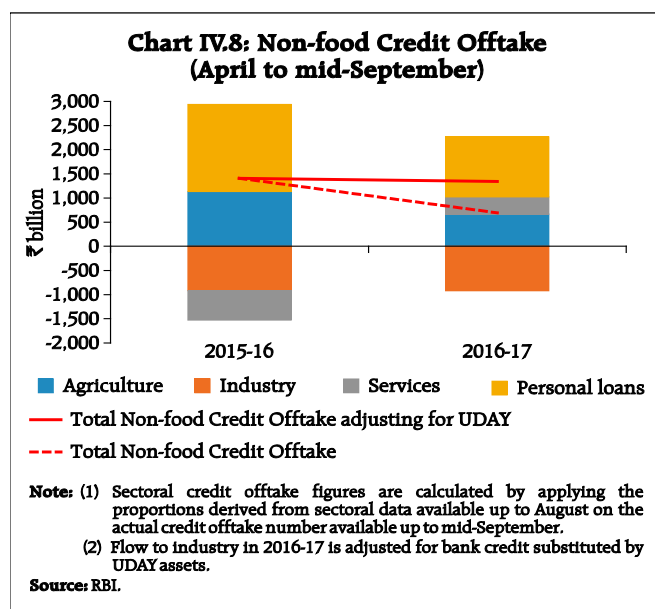
ऋण बाजार की गतिविधि में गिरावट आई क्योंकि पहली छमाही के दौरान खाद्येतर ऋण वृद्धि मंद बनी रही (चार्ट IV.7)। लेकिन, दो गतिविधियों के कारण ऋण प्रवाह के घट-बढ़ को सन्निहित किए जाने की आवश्यकता है, जिनसे यह संकेत मिलता है कि निहित ऋण गतिविधि इतनी क्षीण नहीं हो सकती जितनी कि हैडलाइन आंकड़ों से दिखाई देती है। इनमें से पहली गतिविधि यह है कि बैंकों ने अपने ऋणों को बड़े खाते डाला/आस्ति पुनर्निर्माण कंपनियों (एआरसीज) को बेचा जिससे उनकी

ऋण-बहियों का कारगर तरीके से प्रबंधन हुआ। दूसरी और अधिक महत्वपूर्ण गतिविधि यह है कि इस वित्तीय वर्ष के दौरान “उदय बांड” निर्गमों का आधे से अधिक भाग अब तक बैंक ऋणों को विशेष प्रतिभूतियों में परिवर्तित करने / बदलने का प्रतिनिधित्व करता है। उदय बांड निर्गमों के समायोजन के बाद, पहली छमाही के दौरान (16 सितंबर 2016 तक) अर्थव्यवस्था में खाद्येतर ऋण का प्रवाह पिछले वर्ष की तदनुसूची अवधि के समान ही रहा (चार्ट IV.8)।

सारणी IV.1 सांकेतिक और वास्तविक प्रभावी विनिमय दरे: ट्रेड आधारित(बेस: 2004-05=100)			
मद	सूचकांक 23 सितंबर 2016(पी)	अधिमूल्यन(+)/ मूल्यहास(-) (प्रतिशत)	
		सितंबर 23 over March 2016	मार्च 2016 Over मार्च 2015
36 मुद्रा आरईईआर	114.59	3.6	-2.3
36 मुद्रा एनईईआर	74.50	1.1	-4.1
6 मुद्रा आरईईआर	126.42	3.7	-3.1
6 मुद्रा एनईईआर	66.97	0.7	-6.6
रु/यूएस\$ (30 सितंबर 2016 की स्थिति के अनुसार)	66.66	0.5	-6.8

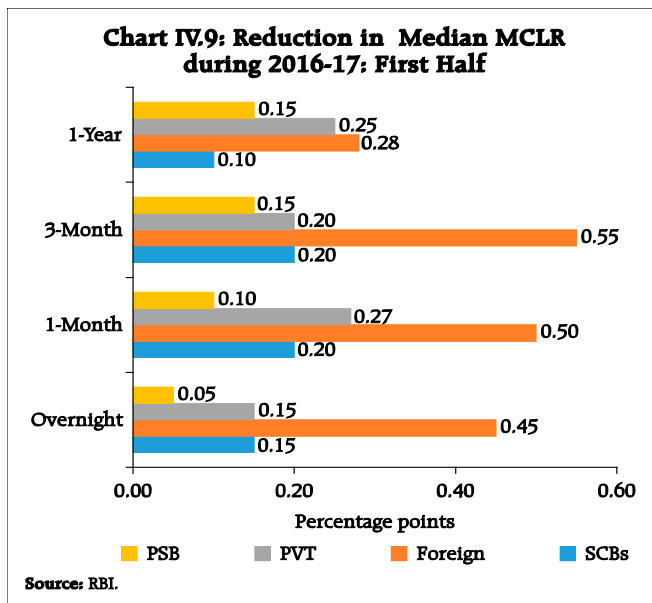
पी: प्रोविजनल

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



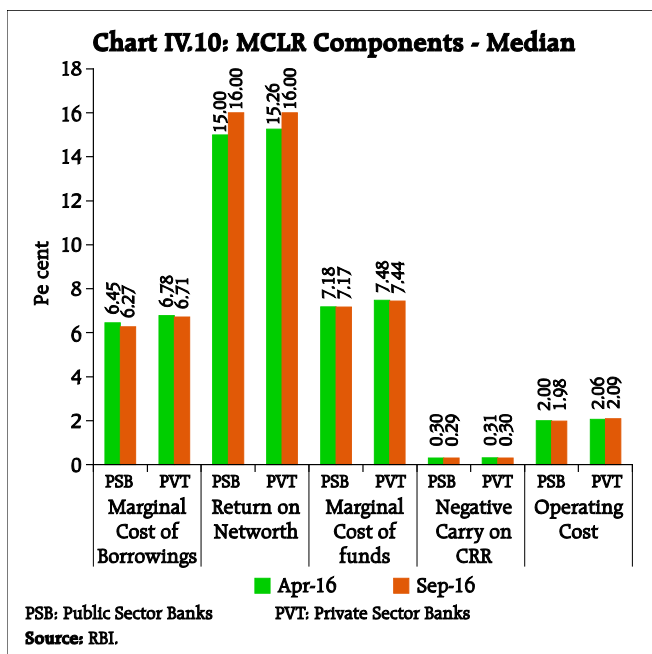
उद्योग उप-क्षेत्र के रूप में, रसायन, कपड़ा, खाद्य-प्रसंस्करण तथा खनन को बैंक ऋण प्रवाह में और कमी आई। विदेशी और घरेलू दोनों वाणिज्यिक क्षेत्रों को गैर-बैंकिंग स्रोतों से निधि उपलब्ध होने में भी कमी बनी रही। परिणामस्वरूप, इस वर्ष के दौरान (16 सितंबर 2016 तक) वाणिज्यिक क्षेत्र को संसाधनों के कुल प्रवाह में पिछले वर्ष के मुकाबले लगभग 15 प्रतिशत की गिरावट आई।

भारतीय रिज़र्व बैंक ने पहली अप्रैल 2016 से बैंकों के लिए नई उधार दर प्रणाली - निधियों की सीमांत लागत आधारित उधार दर प्रणाली (एमसीएलआर)- लागू की (बॉक्स IV.2)। वर्ष 2016-17 की पहली छमाही के दौरान, सरकारी तथा निजी दोनों क्षेत्र के बैंकों की मीडियन एक-वर्षीय उक्त एमसीएलआर में क्रमशः 15 आधार अंक तथा 25 आधार अंक की गिरावट आई (चार्ट IV.9)।



लेकिन, बैंकों ने स्प्रेड तथा मीयादी प्रीमियम को बढ़ा दिया जिससे बकाया रुपया ऋणों पर डब्ल्यूएलआर अपरिवर्तित बना रहा। नये रुपया ऋणों पर डब्ल्यूएलआर में 5 आधार अंकों की गिरावट आई (अप्रैल-अगस्त)। पहली अप्रैल 2016 से रुपया ऋण एमसीएलआर पर संवितरित किए जा रहे हैं, अतः बकाया ऋणों के मूल्य-निर्धारण में आधार दर की प्रमुख भूमिका बनी हुई है।

एमसीएलआर के मुख्य घटकों के व्यवहार की तुलना से यह पता चलता है कि सरकारी और निजी दोनों क्षेत्र के बैंकों के संबंध में निधियों की सीमांत लागत में गिरावट हुई है, जिसका कारण उधारों की सीमांत लागतों में कमी होना रहा है (चार्ट IV.10)। दूसरी ओर, पहले से ही वृद्धिगत निवल मालियत पर अपेक्षित प्रतिलाभ में वृद्धि हुई।



बॉक्स IV.2 : बेंचमार्क, मूल उधार दर, आधार दर तथा एमसीएलआर प्रणालियों के अंतर्गत बदलाव का प्रभाव

वर्ष 2003 में लागू की गई बेंचमार्क मूल उधार दर (बीपीएलआर) प्रणाली अपने उस मूल उद्देश्य को पूरी तरह नहीं पा सकी जिसमें यह अपेक्षा की गई थी कि यह निधियों की वास्तविक लागत से संबद्ध ऋण उत्पादों के मूल्य-निर्धारण के लिए संदर्भ दर का काम करेगी। इसके दुरुपयोग से, सब-बीपीएलआर उधार सितंबर 2008 तक बढ़कर 77 प्रतिशत के उच्च स्तर पर पहुंच गए। ये लम्बी अवधि (तीन वर्ष से अधिक) की परिपक्वता पर संकेंद्रित रहे, जिससे बीपीएलआर की प्रभावशीलता घटी। रिहाइशी आवास तथा उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुएं बीपीएलआर तथा सब-बीपीएलआर उधारों के दायरे से बाहर थे, जो उधारकर्ता के सभी संवर्गों के वित्तपोषण के प्रति-सहायकीकरण (क्रॉस-सब्सिडाइज़ेशन) के रूप में विकृति का स्रोत बन गए।

जुलाई 2010 में लागू की गई आधार दर प्रणाली का उद्देश्य सब-प्राइम दरों पर उधार देने को प्रतिबंधित करते हुए, बीपीएलआर प्रणाली के अंतर्गत ऋणों के मनमाने ढंग से किए जा रहे मूल्य-निर्धारण पर लगाम लगाना था। लेकिन, नए और पुराने ग्राहकों के बीच उधारों के मूल्य-निर्धारण में भेद किया जाना जारी रहा क्योंकि बैंक अक्सर आधार दर पर स्प्रेड को झटके से बढ़ाते रहे। निधियों की लागत - औसत, सीमांत तथा मिश्रित - तय करने के लिए बैंकों को जो स्वतंत्रता दी गई थी, उससे बदलाव के प्रभाव का मूल्यांकन करना कठिन हो गया।

पहली अप्रैल 2016 से लागू की गई एमसीएलआर प्रणाली बीपीएलआर तथा आधार दर दोनों प्रणालियों की कमियों को ध्यान में रखते हुए विकसित की गई। इस प्रणाली के अंतर्गत बैंक निधियों की सीमांत लागत से संबद्ध अपनी बेंचमार्क उधार दरें तय करते हैं। एमसीएलआर के चार घटक हैं (क) निधियों की सीमांत लागत (अर्थात् जमाराशियों और अन्य उधारों तथा निवल मालियत पर प्रतिलाभ को शामिल करते हुए उधारों की सीमांत लागत) (ख) आरक्षित नकदी निधि अनुपात के कारण नकारात्मक पोषण (ग) परिचालन लागत, तथा (घ) निर्धारित परिपक्वता अवधियों के लिए मीयादी प्रीमियम / बट्टा। एमसीएलआर+स्प्रेड ही उधारकर्ता के लिए वास्तविक उधार दर होती है। स्प्रेड में दो घटक अर्थात् व्यवसाय की रणनीति तथा ऋण जोखिम प्रीमियम शामिल होते हैं। सिद्धांत रूप में, उक्त दोनों घटकों पर निगरानी रखी जा सकती है और उनका विश्लेषण किया जा सकता है। एमसीएलआर के विभिन्न घटक विभिन्न बैंकों में किसी एक ही समय में अलग-अलग हो सकते हैं, जो इस बात का प्रतीक है कि - (i) उनकी देयताओं (बचत, चालू तथा मीयादी जमा) की संरचना तथा परिपक्वता अवधियां तथा थोक ग्राहकों के मुकाबले खुदरा ग्राहकों पर निर्भरता में भिन्नता है, जिनसे निधियों की लागतों पर फर्क पड़ता है। (ii) प्रौद्योगिकी के उपयोग, मानव पूंजी की गुणवत्ता तथा बैंक की शाखाओं के भौगोलिक विस्तार में भिन्नता के कारण बैंकों की परिचालन लागत में भिन्नता है, तथा (iii) निवल मालियत पर बैंकों द्वारा अपेक्षित प्रतिलाभ में भिन्नता है। मौद्रिक नीति में बदलाव के प्रभाव पर एक अंतर-

कालगत अध्ययन से यह पता चलता है कि बदलाव के प्रभाव की मात्रा सभी प्रणालियों तथा नीतिगत चक्रों में समान नहीं होती। मौद्रिक नीति में बदलाव के प्रभाव को नीतिगत संवेगों पर बाजार से मिलने वाली असमान प्रतिक्रियाओं सहित लंबे और परिवर्ती समय-अंतरों के रूप में देखा जाता है। ये नीतिगत संवेग सामान्यतः कड़ी मौद्रिक नीति के समय में अधिक तथा उदार मौद्रिक नीति के समय कम रहते हैं, चाहे उधारों के मूल्य-निर्धारण की प्रणाली कोई भी क्यों न हो (सारणी 1)। वर्तमान वातावरण में, मौद्रिक नीति के बदलाव के प्रभाव को बाधित करने वाले कारकों में शामिल हैं - (i) बचत खातों तथा चालू खातों पर, जो कुल जमाराशियों का 35 प्रतिशत हिस्सा हैं, दी जा रही नियत ब्याज दरें (जबकि वे विनियमित नहीं हैं), जिससे एक तिहाई से अधिक जमाराशियां मौद्रिक नीति में बदलाव से अप्रभावित बनी हुई हैं। (ii) वर्ष 2016-17 की दूसरी तिमाही में, लघु बचतों पर ब्याज दरों में कोई कमी नहीं की गई। तीसरी तिमाही में, सरकारी प्रतिभूतियों के प्रतिलाभ में काफी गिरावट के बावजूद, लघु बचतों पर ब्याजदर में मात्र 10 आधार अंकों की सीमांत कमी ही की गई। (iii) बैंकों की आस्ति-गुणवत्ता पर दबाव और जोखिम से बचने को प्रतिबिंबित करते हुए जोखिम प्रीमियम का मूल्य-निर्धारण, तथा (iv) बैंक ऋण के लिए कम मांग।

सारणी 1: विभिन्न अवधियों तथा पॉलिसी चक्रों के तहत ट्रांसमिशन (आधार अंकों में माध्यिका दर में बदलाव)

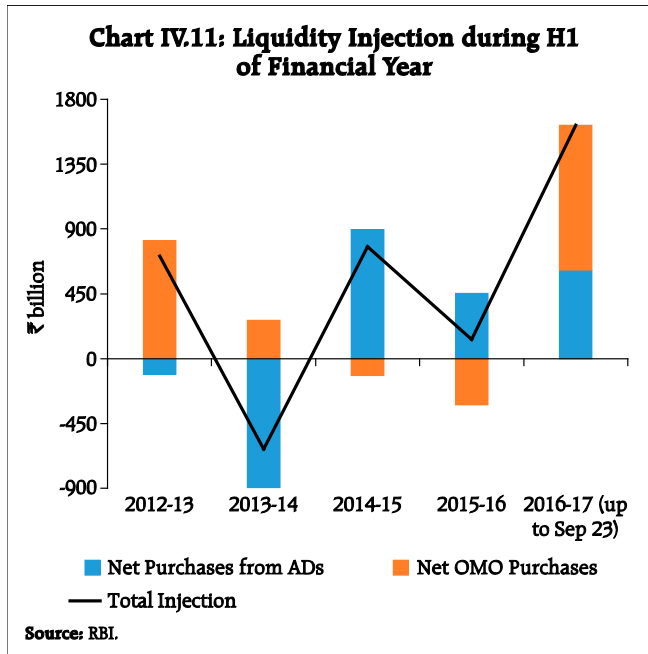
चरण	नीति वेरिएबल्स			सरकारी बैंक			निजी बैंक			विदेशी बैंक		
	सीआर आर	रेपो रेट	रिवर्स रेपो रेट	बीपीएल आर	बेस रेट	एमसीएल आर (1 Year)	बीपीएल आर	बेस रेट	एमसीएल आर (1 Year)	बीपीएल आर	बेस रेट	एमसीएल आर (1 Year)
Tightening Apr 2004- Sep 2008	450	300	150	300			337			132		
Easing Oct 2008- Feb 2010	-400	-425	-275	-200			-37			13		
Tightening Mar 2010-June 2010	100	50	50	0			0			0		
Jul 2010- Mar 2012	-50	325	375	300	275		262	283		12	250	
Easing Apr 2012-June 2013	-150	-125	-125	- 25	-50		0	-8		25	-30	
Tightening July 2013-Dec 2014	0	75	75	0	0		33	25		0	30	
Easing Jan 2015-Mar 2016	0	-125	-125	0	-55		-8	-50		0	-62	
Apr 2016- Sep 2016	0	-25	25	-7	-5	-15	-125	0	-25	0	-13	-28

IV.2 चलनिधि की स्थिति तथा मौद्रिक नीति की परिचालन क्रियाविधि

संशोधित भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम, 1934 तथा उससे संबंधित अधिसूचनाओं के अंतर्गत रिज़र्व बैंक मौद्रिक नीति की परिचालन क्रियाविधि निर्धारित करने और सार्वजनिक रूप से उसमें बदलाव का काम करता है। रिज़र्व बैंक की चलनिधि प्रबंधन संरचना में निहित इस परिचालन क्रियाविधि का प्रकाशन अप्रैल 2015 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में बॉक्स IV.1 के अंतर्गत किया गया था। परिचालन क्रियाविधि का केंद्रीय उद्देश्य मौद्रिक नीति के उस परिचालनगत लक्ष्य को प्राप्त करना है जो मौद्रिक नीति के रुझान के अनुरूप, सक्रिय चलनिधि प्रबंधन के जरिये रिपो दर के साथ भारत औसत मांग मुद्रा दर का तालमेल बिठाने से संबंधित है। इस उद्देश्य के अनुसरण में, परिचालनगत संरचना के कार्यनिष्पादन के सतत मूल्यांकन तथा अर्थव्यवस्था में चलनिधि की मांग के बदलते स्वरूप को ध्यान में रखते हुए उक्त संरचना में अप्रैल 2016 में कुछ बड़े परिवर्तन किए, जिनमें शामिल हैं - (क) चलनिधि समायोजन सुविधा कॉरीडोर को घटा कर नीतिगत दरों के आसपास रखना, जिसके लिए ± 100 आधार अंकों से घटा कर उसे ± 50 आधार अंकों पर लाना (ख) सामान्य चलनिधि सुविधाओं तथा सही तालमेल परिचालनों के साथ-साथ खुले बाजार के क्रय/विक्रय परिचालनों को समय पर अंजाम देते हुए चलनिधि की आपूर्ति बढ़ाना (ग) प्रणाली में व्याप्त प्रत्याशित चलनिधि घाटे को प्रणामी रूप से कम करना ताकि स्थिति तटस्थता के करीब पहुंच सके, तथा (घ) न्यूनतम दैनिक सीआरआर की अपेक्षा को 95 प्रतिशत से घटाकर 90 प्रतिशत पर लाना।

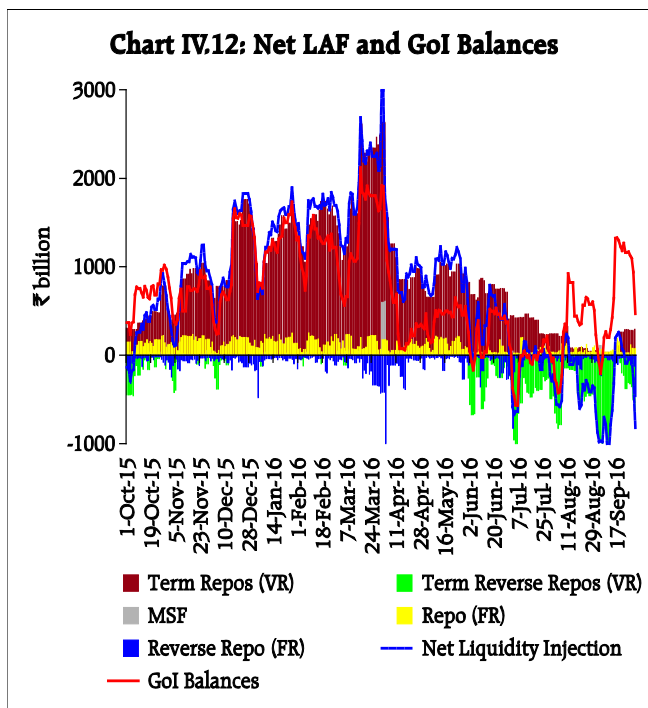
चलनिधि प्रबंधन संरचना में उक्त सुधारों के लागू होने के बाद से भारतीय रिज़र्व बैंक ने खुले बाजार के परिचालनों के जरिए इस वर्ष की पहली तिमाही में 1.01 ट्रिलियन रुपये की चलनिधि बढ़ाई है। विदेशी मुद्रा बाजार परिचालनों के चलनिधि प्रभावों सहित, स्थायी चलनिधि में निवल वृद्धि 1.6 ट्रिलियन रुपये की हुई (चार्ट IV.11), जिसने चलनिधि के दो प्रमुख स्वशासी कारकों अर्थात्, सरकार के नकदी जमाशेष तथा मुद्रा की मांग के प्रभावों को उल्लेखनीय रूप से निष्फल कर दिया (चार्ट IV.12)।

पहली तिमाही में, अप्रैल के प्रथम तीन सप्ताहों में मुद्रा की मांग में 600 बिलियन रुपये की वृद्धि हुई। तदनुसार, चलनिधि समायोजन सुविधा के अंतर्गत औसतन लगभग 1.00 ट्रिलियन रुपये तक की उपलब्धता के होते हुए भी, प्रणाली में व्याप्त बहुत अधिक चलनिधि घाटे को समाप्त करने के लिए खुले बाजार के परिचालनों के जरिए अप्रैल में 300 बिलियन रुपये तथा मई में 400 बिलियन रुपये बाजार में बढ़ाए गए। चलनिधि स्थितियों में परिवर्तन सरकार के नकदी शेषों तथा अन्य कारकों की घट-बढ़ की वजह से हुए। इनमें सही तालमेल बिठाने के लिए 5 दिन और 21 दिन की अवधि वाले परिवर्ती दर रिपो नीलामी का सहारा लिया गया।



दूसरी तिमाही में, जुलाई के पहले सप्ताह में सरकार द्वारा अर्थोपाय अग्रिमों तथा ओवरड्राफ्ट का सहारा लिये जाने के कारण चलनिधि में अधिशेष की स्थिति बन गई। अधिशेषों को कम करने के लिए प्रयुक्त किए जाने वाले प्रमुख उपाय अर्थात् सही तालमेल सहित मीयादी रिवर्स रिपो नीलामियां, उस समय 1 ट्रिलियन रुपये से भी अधिक पर पहुंच गईं। अगस्त की शुरुआत में चलनिधि की स्थिति बेहतर बनी रहने और 11 अगस्त को भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा अपने अधिशेष सरकार को अंतरित किये

जाने से सन्निकट शेष (नियर बेलेंस) की स्थिति बन गई। जुलाई और अगस्त में सरकारी व्यय में तेजी आने, मुद्रा की मांग में कमी होने तथा एफसीएनआर (बी) जमाराशियों के मोचन के कारण प्रत्याशित दबाव के चलते रिज़र्व बैंक द्वारा पूर्व-सक्रिय रूप से चलनिधि में



वृद्धि करने की वजह से चलनिधि में अधिशेष की स्थिति बनी। सरकार द्वारा अर्थोपाय अग्रिमों का फिर से सहारा लिये जाने के साथ, सितंबर की शुरुआत में निवल एलएएफ खपाई 1 ट्रिलियन रुपये पर पहुंच गई। सितंबर में अग्रिम कर भुगतान की वजह से चलनिधि दबाव बनने की आशंका के चलते रिज़र्व बैंक ने 8 सितंबर को 100 बिलियन रुपये की खुले बाजार में क्रय नीलामी आयोजित की। उक्त माह के अंत तक चलनिधि की कमी की स्थिति बदल कर फिर से अधिशेष की स्थिति बन गई।

बैंक उधार दरों के अंतरण-प्रभाव को बाधित करने वाले संरचनागत तथा चक्रीय कारकों, विशेष रूप से बैंकों के दबावग्रस्त तुलनपत्रों तथा मंद ऋण वृद्धि के कारण बैंकों द्वारा एमसीएलआर के कार्यान्वयन की समीक्षा की ऐसी स्थिति में आवश्यकता हो सकती है, जब लम्बी अवधि के

प्रतिलाभों में उल्लेखनीय गिरावट हो रही हो। इस परिदृश्य में, भारतीय रिज़र्व बैंक जहां चलनिधि का पूर्व-सक्रियता से तथा मौद्रिक नीति के रुझान के अनुरूप प्रबंधन जारी रखेगा, वहीं बैंक प्रणाली को आघातों से बचाने के लिए समय पर समुचित कदम उठाना भी जारी रखेगा।

V. बाह्य वातावरण

वैश्विक आर्थिक गतिविधि तथा व्यापार वर्ष 2016 में अब तक मंद बने रहे। जहां उन्नत अर्थव्यवस्थाएं लगातार मंदी तथा कम मुद्रास्फीति का सामना करती रहीं, वहीं कुछ प्रमुख उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएं धीमी आर्थिक गतिविधि और कम निवेश की स्थिति से जूझती रहीं।

अप्रैल 2016 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट के बाद से वैश्विक संवृद्धि तथा व्यापार में कमजोरी आई है और नए जोखिमों के उभरने के कारण संतुलन के और बिगड़ने की संभावना बनी हुई है। विशेषकर, औद्योगिक गतिविधि में भारी गिरावट आने से कुछ उन्नत अर्थव्यवस्थाएं संकुचन की ओर बढ़ रही हैं। बढ़ते संरक्षणवाद से व्यापार की मात्रा में गिरावट का खतरा पैदा हो गया है। जिसमें के मूल्यों में वृद्धि हुई है, लेकिन उनके लिए संभावनाएं मंद बनी हुई हैं। वर्ष 2016 की दूसरी तिमाही में कच्चे तेल की कीमतें शीर्ष ऊंचाई पर पहुंची, लेकिन अधिकांशतः यह स्थिति विश्व भर में इसकी आपूर्ति में बाधा होने की वजह से उत्पन्न हुई। इंटेंटी की भारी अधिकता के कारण तीसरी तिमाही में कीमतों में कमी आयी। निवेशों को सुरक्षित रखने (सेफ हेवन) की होड़ के कारण कीमती धातुओं के मूल्यों में उछाल आया जिससे वैश्विक अर्थव्यवस्था की स्थिति प्रभावित हुई। विश्व के कई भागों में फसल खराब होने से खाद्यान्न के मूल्य ऊंचे बने रहे। मुद्रास्फीति उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मंद बनी रही और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में कम होनी शुरू हुई।

दूसरी तिमाही में, ब्रेक्जिट जनमत-संग्रह के परिणाम से अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय बाजारों को बड़ा झटका लगा, विश्वभर में ईक्विटी बाजार ढह गए, मुद्रा-अस्थिरता बढ़ी और निवेशक सेफ हैवन में शरण लेने लगे। तीसरी तिमाही में बाजारों में तेजी से स्थिरता आई और उनमें सुधार आया। लेकिन, जो आंकड़े प्राप्त हो रहे हैं, उनसे इस बेचैनी भरी शांति से निजात मिल सकती है, क्योंकि ये आंकड़े इस बात का साक्ष्य हैं कि विश्वभर में व्याप्त नकारात्मकता के वातावरण से बाहर निकलते हुए बांड प्रतिलाभों में वृद्धि हुई है तथा सितंबर में फेड की बैठक से भी आशा जगी है। ईक्विटी में फिर से सुधार आया तथा मुद्राओं की स्थिति भी सुधरी, लेकिन प्रणालीबद्ध केंद्रीय बैंकों की मौद्रिक नीति के रुझानों में व्याप्त अनिश्चितता के कारण ईक्विटी तथा मुद्रा बाजारों में अस्थिरता की संभावना बनी हुई है। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में पूंजी प्रवाह वापस लौट रहे हैं, हालांकि विदेशी सीधे निवेश अपनी उस गति को बनाए नहीं रख सके हैं जो उन्होंने पिछले वर्ष प्राप्त की थी।

V.1 वैश्विक आर्थिक स्थिति

दूसरी तिमाही में अपेक्षा से अधिक वृद्धि होने के बावजूद 2016 की पहली छमाही में अमरीकी अर्थव्यवस्था की गति मंद दिखाई दी। निजी उपभोग, गैर-आवासीय नियत निवेश, इंटेंटरी संचयन में कमी से निर्यातों के प्रतिसंतुलन, आवासीय नियत निवेश तथा सरकारी व्यय की वजह से प्रोत्साहनपरक स्थितियां बनीं। कंपनियों द्वारा तेल कुंओं, उपस्करों तथा इंटेंटरी पर व्यय में कटौती के कारण लगातार तीन तिमाहियों से दूसरी तिमाही में निवेशों में गिरावट आई। उत्पादन और आदेशों में भारी कमी की वजह से तीसरी तिमाही में अगस्त के दौरान छह महीनों में पहली बार फेक्ट्री गतिविधि में गिरावट आई। दूसरी ओर, श्रम बाजार में छह माह की भारी गिरावट के बाद जुलाई में स्थिति संभली और यह सकारात्मक क्षेत्र में पहुंच गया और तीसरी तिमाही के शेष भाग में इसमें सुधार जारी रहा। हां, अगस्त में कामबंदी कम हुई तथा सितंबर में रोजगारविहीन दावों में गिरावट आई जो दो माह की सबसे कम गिरावट थी।

यूरो क्षेत्र में, पहली तिमाही से दूसरी तिमाही में क्रमिक तथा वर्ष-दर-वर्ष दोनों ही रूपों में संवृद्धि में कमी आई। निवल निर्यातों तथा उपभोक्ता व्यय ने संवृद्धि को सहारा दिया, लेकिन नियत निवेश तथा इंटेंटरी परिचालनों ने इसे झटका दिया। औद्योगिक उत्पादन में जुलाई में कमी आयी। तीसरी तिमाही में बैंकिंग क्षेत्र के कुछ भागों में तनाव के पुनः उभरने से वित्तीय स्थिति में विषमता आई। लेकिन, सितंबर के दौरान प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं की आर्थिक भावनाओं में सुधार आया। जापान की अर्थव्यवस्था में पहली तिमाही में कुछ सुधार होने के बाद दूसरी तिमाही में, कमजोर घरेलू उपभोग तथा मंद बाह्य मांग की वजह से कंपनियों के पूंजीगत व्यय में कटौती होने के कारण गिरावट आई। यूके में, निर्माण गतिविधि में गिरावट से औद्योगिक संवृद्धि के आंशिक रूप से प्रतिसंतुलित होने के बावजूद, पहली तिमाही की अपेक्षा दूसरी तिमाही में आर्थिक संवृद्धि में अधिक मजबूती रही। तीसरी तिमाही में संभावनाएं मंद बनी हुई हैं, जबकि ब्रेक्जिट के पूर्ण प्रभाव अभी सामने आने बाकी हैं। (सारणी V.1)।

हाल की तिमाहियों में, प्रमुख उभरती अर्थव्यवस्थाओं के बीच संवृद्धि की स्थिति भिन्न रही। जिसों के मूल्यों में हाल में हुई मामूली वृद्धि से जिस निर्यातकों को कुछ राहत मिली, लेकिन जिस आयातकों के निवल व्यापारिक लाभ में कमी आ रही है। चीन में, मजबूत नीतिगत उत्प्रेरकों के चलते दूसरी तिमाही में संवृद्धि दर वर्ष-दर-वर्ष आधार पर बढ़कर 6.7 प्रतिशत पर पहुंच गई। लेकिन, निजी निवेश की वृद्धि घट कर रिकॉर्ड निचले स्तर पर जा पहुंची। तीसरी तिमाही में फेक्ट्री उत्पादन तथा खुदरा बिक्री में अगस्त में अपेक्षा से अधिक वृद्धि हुई, जो आवास बाजार तथा मूलभूत सुविधाओं पर सरकार द्वारा किए गए व्यय का परिणाम थी। इसके विपरीत, ब्राजील की अर्थव्यवस्था राजनीतिक अनिश्चितता तथा उपभोक्ता और

व्यवसाय के घटे विश्वास के कारण गहन मंदी से घिरी रही, लेकिन जिंसों के मूल्य में हाल में हुई वृद्धि से तनाव में कुछ कमी आ सकती है।

सारणी V.1: वास्तविक जीडीपी वृद्धि (वर्ष-दर-वर्ष, प्रतिशत)

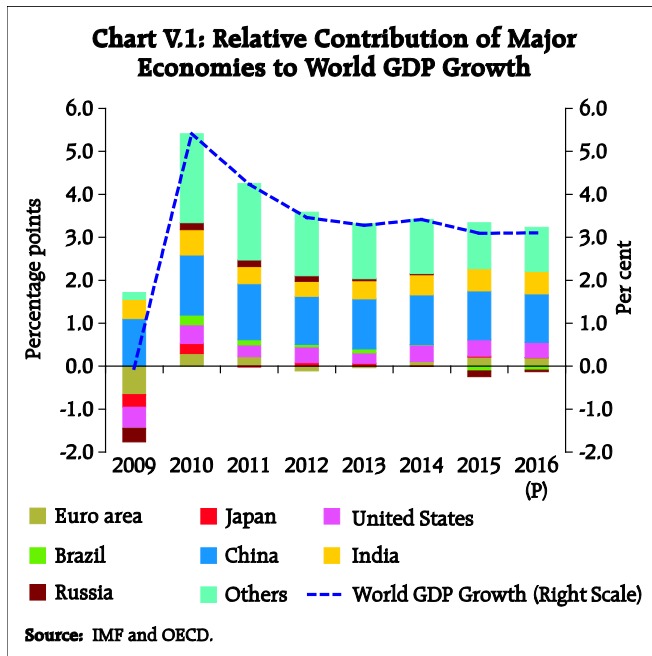
(प्रतिशत)

अवधि	ति.2 2015	ति.3 2015	ति.4 2015	ति.1 2016	ति.2 2016	2016(पी)	2017(पी)
विकसित अर्थव्यवस्था(एईज)							
युनाइटेड स्टेट	2.6	2.0	0.9	0.8	1.4	2.2	2.5
यूरो क्षेत्र	1.6	1.2	1.6	2.4	1.2	1.6	1.4
जापान	-1.9	2.1	-1.7	2.1	0.7	0.3	0.1
यूके	2.0	1.2	2.8	1.6	2.8	1.7	1.3
कनाडा	-0.5	2.2	0.5	2.5	-1.6	1.4	2.1
उभरती बाजार अर्थव्यवस्था (ईएमइज)							
चाइना	7.2	7.2	6.0	4.8	7.2	6.6	6.2
बाज़ील	-9.1	-6.2	-5.1	-1.7	-2.2	-3.3	0.5
रशिया*	-4.5	-3.7	-3.8	-1.2	-0.6	-1.2	1.0
साउथ अफ्रीका	-2.0	0.3	0.4	-1.2	3.3	0.1	1.0
कोरिया	1.6	4.8	2.8	2.0	3.2	2.7	2.9
थाइलैंड	2.1	3.6	3.4	4.0	3.2	3.0	3.2
मलेशिया	3.6	3.6	4.8	4.0	2.8	4.4	4.8
मेक्सिको	3.3	2.8	1.8	2.0	-0.7	2.5	2.6
साउदी अरेबिया**	-4.7	2.1	5.9	2.8	-	1.2	2.0
मेमो					2015	2016(पी)	2017(पी)
विश्व आउटपुट					3.1	3.1	3.4
विश्व ट्रेड वाल्यूम					2.7	1.7	1.8 -3.1

पी: प्रोजेक्शन, * वर्ष-दर-वर्ष, ** : सिजनली एडजेस्ट नहीं

स्रोत : ब्लूमबर्ग, आईएमएफ, डब्ल्यूटीओ और युरोस्टाट

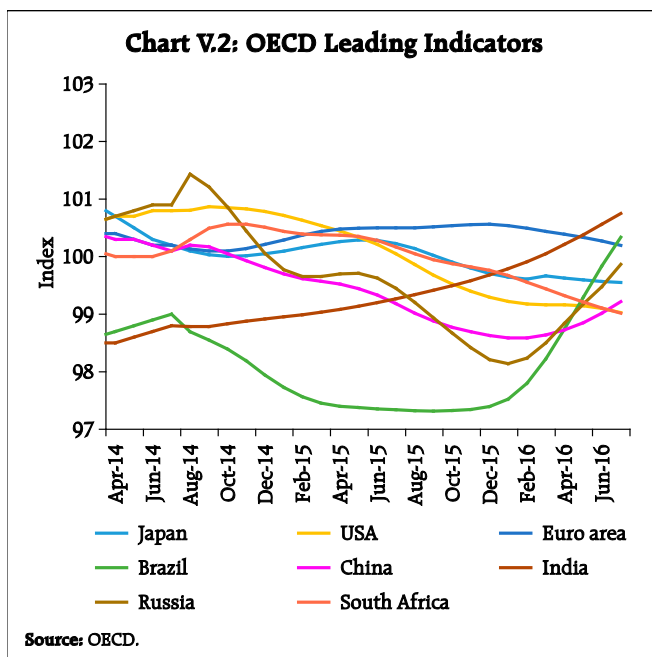
रूस में औद्योगिक उत्पादन तथा परिवहन सेवाओं में कुछ वृद्धि होने के कारण अर्थव्यवस्था के अपेक्षाकृत कम संकुचन से यह स्पष्ट है कि वहां मंदीकारक स्थिति में सुधार आ रहा है। चीन से मांग में होती कमी तथा जिंसों के मूल्य कम होने की वजह से, साउथ अफ्रीका की अर्थव्यवस्था पहली तिमाही में गिरावट के बाद दूसरी तिमाही में कमजोर हो गई। वर्ष 2016 की वैश्विक संवृद्धि में आधे से अधिक का योगदान चीन और भारत द्वारा किए जाने का अनुमान है (चार्ट V.1)।



आर्थिक सहयोग और विकास संगठन के मुख्य निर्देशकों से यह संकेत मिलता है कि यूएस, यूरो क्षेत्र और जापान की संवृद्धि दर स्थिर रहेगी तथा चीन, रूस, ब्राजील और भारत के संवृद्धि-वेग में तेजी आएगी (चार्ट V.2)।

मांग में गिरावट तथा बढ़ते संरक्षणवाद के वातावरण के साथ-साथ ब्रेकिज़ट, फेडरल रिज़र्व बैंक की मौद्रिक नीति के रुझान और वित्तीय बाजारों की अस्थिरता से उपजी अनिश्चितताओं के कारण 2016 की पहली छमाही में वैश्विक व्यापार में और गिरावट आई

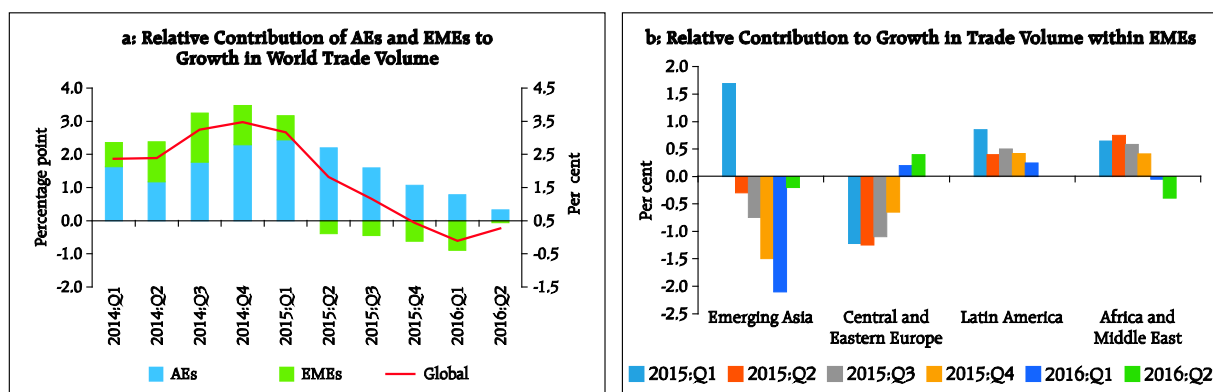
(चार्ट V.3a)। जहां दूसरी तिमाही में, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में व्यापार की मात्रा में गिरावट की गति में काफी कमी आई, वहीं उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में 2015 की पहली



तिमाही से ही व्यापार की मात्रा की गति मंद ही चली आ रही है। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के भीतर, केंद्रीय तथा पूर्वी क्षेत्रों को छोड़कर जहां कमजोर होती मुद्राओं की वजह से निर्यातों में तेजी आई, सभी प्रमुख क्षेत्रों में व्यापार की मात्रा में कमी हुई। कई देशों में मुद्रा के मूल्यों में हास के कारण निर्यातों में वृद्धि होने तथा उत्प्रेरक जनित मांग में वृद्धि की वजह से चीन के आयातों में वृद्धि होने के कारण, उभरते एशिया में गिरावट की गति में कमी आई (चार्ट V.3b)। विश्व व्यापार संगठन का अनुमान है कि

2016 में वैश्विक व्यापार की मात्रा, वैश्विक वित्तीय संकट के बाद, सबसे कम रहेगी।

Chart V.3: World Trade Volume

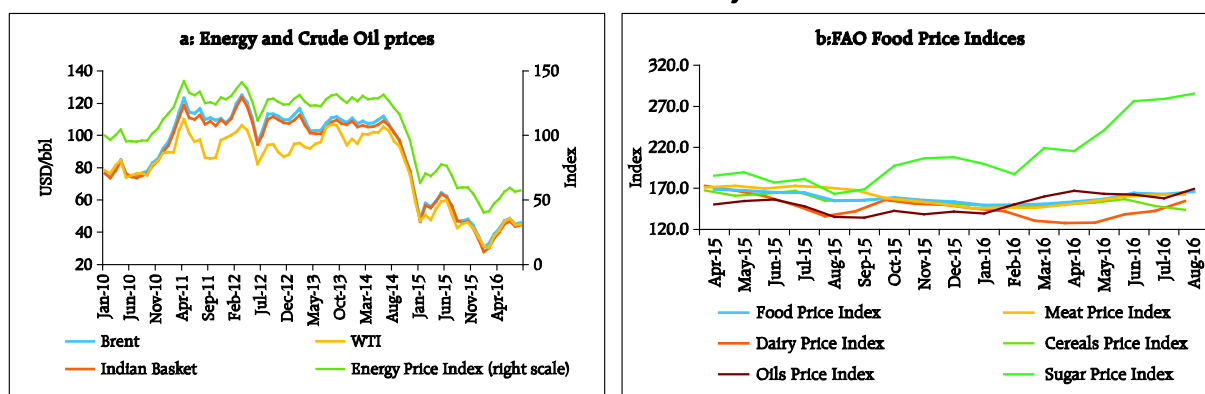


Source: Based on CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis database.

V.2 जिंसों के मूल्य तथा वैश्विक मुद्रास्फीति

जिंसों के वैश्विक मूल्य, मांग में कमी के होते हुए भी ज्यादातर पूर्ति की स्थिति से प्रभावित होते रहे हैं, लेकिन सुरक्षित निवेश(सेफ हैवन) मांग के कारण कीमती धातुओं के मूल्यों में वृद्धि हुई। कई ओपेक देशों तथा उत्तरी अमरीका में आपूर्ति बाधित होने की वजह से तथा अमरीकी डालर में गिरावट के कारण जनवरी से मई के बीच कच्चे तेल के मूल्यों में वृद्धि हुई, लेकिन उसके बाद, विशेष रूप से अमरीका में इन्वेंटरी बढ़ने से, मूल्यों में गिरावट आई। सितंबर की शुरुआत से मूल्य सीमाबद्ध बने रहे हैं (चार्ट V.4a)।

Chart V.4: Global Commodity Prices

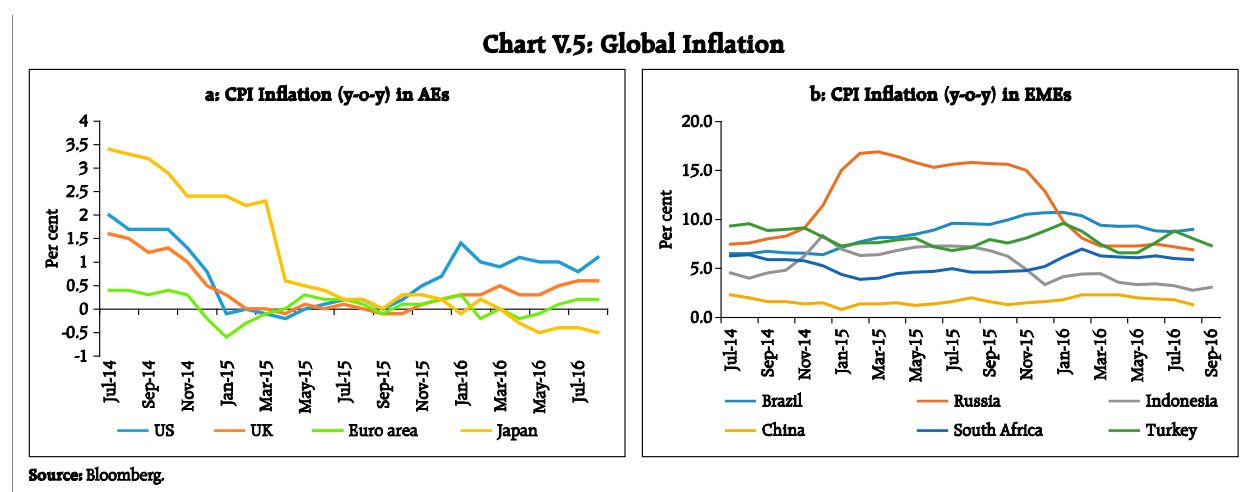


Source: World Bank, PPAC and FAO.

निवेशक मांग में वृद्धि, कमजोर डालर तथा सेफ हैवन खरीद की वजह से कीमती धातुओं के मूल्यों में वृद्धि हुई। अमरीकी आर्थिक आंकड़ों की सतत कमजोरी से कीमती पत्थरों की निवेश मांग में वृद्धि होती रही है, ब्रेक्जिट से इसे और भी बल मिला है। ब्रेक्जिट के बाद स्वर्ण के मूल्य दो महीने के सबसे ऊंचे स्तर पर पहुंच गए और अभी तक यह वृद्धि बनी हुई

है। लोहे और इस्पात के मूल्य, जो उत्प्रेरकों तथा चीन से मांग में हुई वृद्धि के चलते जमीन-जायदाद में आयी तेजी के कारण 2016 में बढ़ गए थे, ब्राजील और ऑस्ट्रेलिया से बढ़ी हुई आपूर्ति की वजह से हाल में घटे हैं। खाद्यान्न के मूल्यों में जनवरी 2016 से बढ़ने की प्रवृत्ति रही है, विशेषकर, ब्राजील में पड़े सूखे के कारण, चीनी के मूल्यों में भारी तेजी आई है (चार्ट V.4b)।

कमजोर वैश्विक संवृद्धि तथा जिंसों के घटे मूल्यों के कारण विश्व भर में स्फीतिकारी दबावों में कमी बनी रही। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में, बेहतर मौद्रिक स्थिति के बावजूद, सामान्य मूल्य-स्तर वस्तुतः अपरिवर्तित बना रहा, हालांकि स्थायी मुद्रास्फीति में और वृद्धि हुई (चार्ट V.5a)।



अमरीका में, स्वास्थ्य सेवा तथा आवास क्षेत्र को छोड़कर अर्थव्यवस्था के शेष अधिकांश क्षेत्रों में मूल्य दबाव नकारात्मक रहे। यूरो क्षेत्र में अपस्फीति का जोखिम बढ़ा, आर्थिक संभावनाओं में गिरावट आने, व्यावसायिक और उपभोक्ता भावनाओं के कमजोर होने, ऊर्जा के मूल्यों में गिरावट होने, यूरो में मजबूती आने, मजदूरी में कम वृद्धि होने तथा उत्पादकता में कम वृद्धि होने के कारण ये जोखिम और भी बढ़ गए। उपभोग में गिरावट तथा येन में लगातार मजबूती की वजह से पिछले पांच माह से जापान में भी अपस्फीति की स्थिति बनी हुई है।

इसके विपरीत, प्रमुख उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति की स्थिति भिन्न बनी रही। कमजोर मुद्रा, खाद्यान्न मुद्रास्फीति और संरचनागत अनम्यताओं के कारण ब्राजील, रूस और दक्षिणी अफ्रीका में मुद्रास्फीति लक्ष्य से काफी अधिक रही, हालांकि हाल के महीनों में इन दबावों में कमी आई है। दूसरी ओर, चीन, मलेशिया, इंडोनेशिया, कोरिया और थाईलैंड

में हितकारी तथा कम होती स्फीतिकारी स्थितियां दिखाई दे रही हैं (चार्ट V.5b)। जिसों के घटे मूल्यों, मुद्रा मूल्य-हास के कम होते दबावों तथा घरेलू और विदेशी दोनों मांग में गिरावट के परिणामस्वरूप उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति काफी कम हुई (बॉक्स V.1)।

बॉक्स V.1: विनिमय दर तथा जिसों के मूल्यों का उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की मुद्रास्फीति पर प्रभाव

खुली अर्थव्यवस्था में, विनिमय दर तथा जिसों के मूल्य मुद्रास्फीति के दो ऐसे महत्वपूर्ण माध्यम हैं जिनसे देशों के बीच मुद्रास्फीति संचरित होती है। लेकिन, विनिमय दरों तथा जिसों के मूल्यों में कितना प्रतिशत परिवर्तन होने से मुद्रास्फीति में कितना प्रतिशत परिवर्तन होगा, यह कई कारकों पर निर्भर करता है, जिनमें मुद्रास्फीति अपेक्षाओं पर लगाम लगाने में मौद्रिक नीति की विश्वसनीयता संबंधी कारक महत्वपूर्ण भूमिका अदा करता है (टेलर, 2000)। स्फीतिकारी प्रक्रिया को समझने तथा मौद्रिक नीति की प्रतिक्रिया के तरीके को समझने के लिए उक्त परिवर्तनों की ठीक-ठीक माप करना अनिवार्य हो जाता है। इस संदर्भ में, विश्व के कई हिस्सों में उभरती नीतिगत और राजनीतिक अनिश्चितताओं के कारण, उभरती अर्थव्यवस्थाओं में हाल के वर्षों में मुद्राओं की अस्थिरता बढ़ी है। जिसों के वैश्विक मूल्यों में, विशेषकर कच्चे तेल के मूल्यों में, भारी गिरावट आयी है, जिसकी वजह से मांग-पूर्ति के बीच असंतुलन की स्थिति उत्पन्न हुई है, हालांकि आपूर्ति बाधित होने के कारण जनवरी 2016 से मूल्यों में कुछ वृद्धि होनी शुरू हुई है। मुद्रा तथा जिसों के मूल्यों में उतार-चढ़ाव से कुछ चयनित उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति कितनी प्रभावित हुई है, इसका पता लगाने के लिए फर्मी के व्यष्टि-आधारित मूल्य-निर्धारण व्यवहार के आंशिक संतुलन से लिये गये लघुकृत प्रतिरूप के अनुमानों का सहारा लिया गया है। विशेष तौर पर, फर्मी के मूल्य-निर्धारण संबंधी निर्णय सीमांत लागतों, मूल्य में वृद्धि, विनिमय दर में परिवर्तन तथा निर्यातक और आयातक देशों में मजदूरी लागत और आय के आधार पर लिये जाते हैं। लघुकृत प्रतिरूप में इसे निम्नानुसार अभिव्यक्त किया जा सकता है -

$$p_t^d = \beta + \alpha_1 e_t + \alpha_2 c_t^f + \alpha_3 pc_t^f + \alpha_4 c_t^d + \alpha_5 y_t^f + \alpha_6 y_t^d + \varepsilon_t$$

जहां, p = उपभोक्ता मूल्य; e = विनिमय दर; c = लागत; pc = जिसों के मूल्य (कच्चा तेल), y = आय (मांग) तथा superscripts d और f क्रमशः देश और विदेश को अभिव्यक्त करते हैं।

Table 1: Regression results

Variable	Full Sample	Asymmetric ERPT	Pre-Crisis	Post-Crisis
$\Delta p_t^d (-1)$	0.24*	0.23*	0.13*	0.24*
$\sum_{i=0}^3 \Delta e_t(-i)$	-0.09*	Dep [^] : -0.11* App [^] : -0.05*	-0.12*	-0.09*
$\sum_{i=0}^1 \Delta c_t^f(-i)$	0.31*	0.33*	0.36*	0.31*
$\sum_{i=0}^1 \Delta pc_t^f(-i)$	0.02*	0.02*	0.03*	0.01*
$\sum_{i=0}^2 \Delta y_t^d(-i)$	0.01*	0.01*	0.03*	0.01**
$ec (-1)$	-0.03*	-0.02*	-0.04*	-0.02

Staff estimates; *Significant at 5 per cent; **Significant at 10 per cent; Dep[^]: Depreciation; App[^]: Appreciation; ec: error correction; ERPT: exchange rate pass-through.

Note: Long-run co integration is estimated using dynamic ordinary least squares and the short-run using Arellano-Bond generalised method of moments. The Sargan test for over indentifying restrictions and Arellano-Bond autocorrelation test are found to be satisfactory for all the models.

वर्ष 2005 की पहली तिमाही से 2016 की दूसरी तिमाही की अवधि के दौरान कई सारी अनुमान विधियां प्रयुक्त करने वाली 17 उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं¹ के पैनेल के लिए विभिन्न रूपों में लगाए गए अनुमानों से यह पता चलता है कि विनिमय दरों, जिसों के मूल्यों, निर्यातक देश की लागतों तथा घरेलू मांग ने इन देशों की मुद्रास्फीति को प्रभावित किया है (सारणी1)। लेकिन, संकट काल के बाद की अवधि में मुद्रास्फीति के प्रभाव की गहनता में कमी आई है, हालांकि मुद्रास्फीति की विद्यमानता पहले से अधिक मुखर हुई है। विनिमय दरों की वृद्धि की तुलना में इसमें गिरावट के अंतरण प्रभाव कहीं अधिक ज्यादा रहे हैं। इस अंतरण-प्रभाव के कम होने के बावजूद, संकट के बाद की अवधि में जिसों के मूल्यों में गिरावट तथा मुद्रा स्थिरता के कारण, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति की स्थिति बेहतर हुई है।

संदर्भ :

एरोन जे, मेक्डोनाल्ड आर तथा मुएलबोर जे (2014), “एक्सचेंज पास-थ्रू इन डेवलपिंग एंड इमर्जिंग मार्केट्स : ए सर्वे ऑफ कंसेप्चुअल, मेथोडोलॉजिकल एंड पॉलिसी इश्यूज़ एंड सेलेक्टेड इम्पीरिकल फाइंडिंग्स” जर्नल ऑफ डेवलपमेंट स्टडीज़, 50(1), पृष्ठ 101-143.

टेलर बी जे (2000), लो इंफ्लेशन, पासथ्रू एंड दि प्राइसिंग पावर ऑफ फर्म्स, यूरोपियन इकॉनामिक रिव्यू, 44 (7), पृष्ठ 1389-1408.

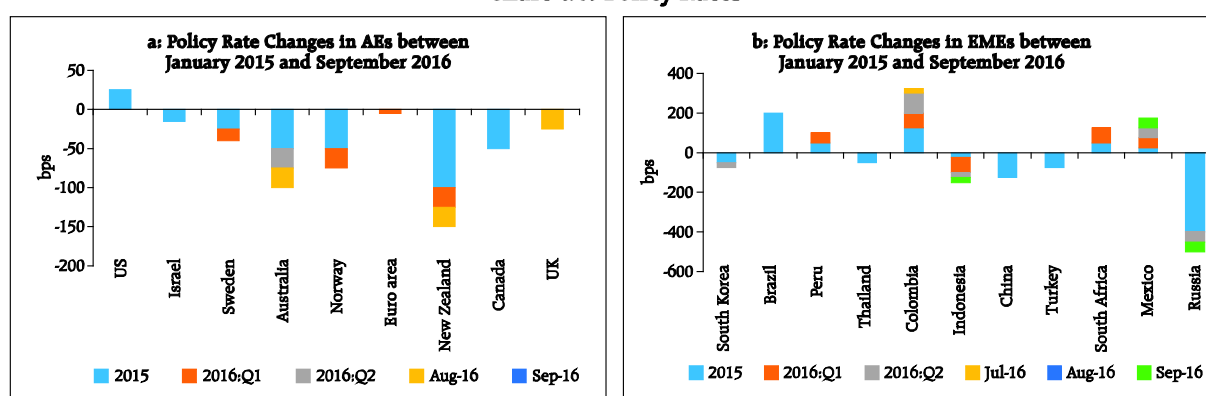
¹ ब्राजील, चिली, चीन, कोलंबिया, चेक गणराज्य, हंगरी, भारत, इंडोनेशिया, दक्षिण कोरिया, मलेशिया, मेक्सिको, फिलीपींस, पोलैंड, रूस, दक्षिण अफ्रीका, थाईलैंड और तुर्की।

V.3 मौद्रिक नीति के रुझान

वर्ष 2016 की दूसरी तिमाही में विश्व भर में मौद्रिक नीति के रुझान नरम बने रहे। ब्रेक्जिट से बाजारों के गतिहीन हो जाने और वैश्विक अनिश्चितताओं में और वृद्धि होने से, तीसरी तिमाही में कुछ उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के मौद्रिक नीति रुझानों में और नरमाई आई। फेड ने 2015 के अंत से अपनी नीतिगत दरों में कोई परिवर्तन नहीं किया है, लेकिन अपनी सितंबर की बैठक में यह संकेत दिया कि दर में वृद्धि करने के आधार में मजबूती आई है। कई महीनों के विराम के बाद यूके तथा जापान दोनों देशों ने ब्रेक्जिट की प्रतिक्रिया स्वरूप मौद्रिक नीति में उदारता का समावेश किया है। बैंक ऑफ इंग्लैंड ने अगस्त में अपनी नीतिगत दरों में कटौती की और अपने आस्ति-क्रय कार्यक्रम को विस्तार दिया। येन में लगभग दो वर्षों में आई सबसे अधिक तेजी पर लगाम लगाने के लिए बैंक ऑफ जापान ने जुलाई में अपने विनिमय व्यापारित निधि क्रय कार्यक्रम को दुगुना कर दिया। सितंबर में, इसने अपनी मौद्रिक नीति का मुख्य लक्ष्य आधार मुद्रा पर केंद्रित करने के बजाय शून्य प्रतिशत लाभ वाली 10-वर्षीय सरकारी प्रतिभूतियों पर केंद्रित कर दिया। यूरोपीय केंद्रीय बैंक ने मार्च 2016 में नीतिगत दरों में की गई पिछली कटौती के बाद से लेकर अब तक अपने मौद्रिक नीति के रुझान में कोई परिवर्तन नहीं किया है।

उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति रुझान विभिन्न रहे हैं। दक्षिण कोरिया और इंडोनेशिया ने दूसरी तिमाही में अपनी नीतिगत दरों में कटौती की, लेकिन यूएस फेड द्वारा दरें बढ़ाये जाने की आशा समाप्त हो जाने के बाद इंडोनेशिया ने अपनी अर्थव्यवस्था को सहारा देने के लिए सितंबर में नीतिगत दरों को और घटाया। स्फीतिकारी दबावों के कम होने पर रूस ने जून और सितंबर प्रत्येक माह में अपनी नीतिगत दरों में 50 आधार अंकों की कटौती की। इसके विपरीत, मुद्रा के मूल्य में हास से उभरे स्फीतिकारी दबावों का प्रतिकार करने की दृष्टि से कोलंबिया और मेक्सिको ने 2016 में अब तक अपनी नीतिगत दरों में क्रमशः 200 तथा 150 आधार अंकों की वृद्धि की है। मंदी की संभलती स्थिति को देखते हुए ब्राजील ने अपनी नीतिगत दरों में कोई परिवर्तन नहीं किया, हालांकि मुद्रास्फीति लक्ष्य से काफी ऊंची बनी रही (चार्ट V.6a और b)।

Chart V.6: Policy Rates



Source: Bloomberg.

V.4 वैश्विक वित्तीय बाजार

उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के केंद्रीय बैंकों द्वारा मौद्रिक नीति का रुझान नरम बनाए रखने के कारण बनी सकारात्मक भावनाओं और व्यापक रूप से यह अपेक्षा होने से कि यूके यूरोपीय संघ में बना रहेगा, फरवरी के मध्य से लेकर 23 जून तक वैश्विक वित्तीय बाजारों में फिर से उछाल आया।

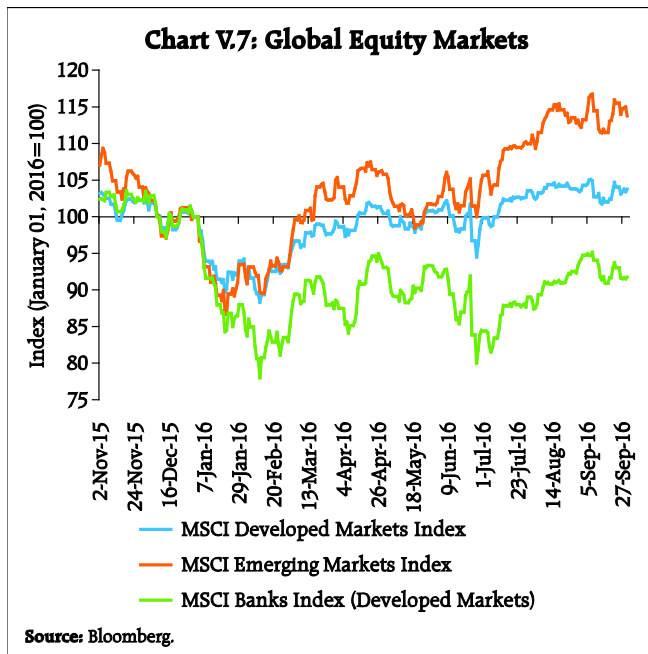
वैश्विक स्थिति के अपेक्षा से बेहतर होने, तेल के मूल्यों में वृद्धि होने, चीन में प्रोत्साहनों को बढ़ावा देने तथा यूएस फेड द्वारा दर में वृद्धि की ओर लौटने से वित्तीय बाजारों में शांति बनी रही। ब्रेक्जिट जनमत संग्रह के अनपेक्षित परिणामों से जून में बाजार स्तंभित होकर रह गया। इसकी प्रारंभिक प्रतिक्रिया गंभीर हुई, जिसमें बांड प्रतिलाभों, ईक्विटी मूल्यों तथा विनिमय दरों में बड़े उतार-चढ़ाव होना शामिल था। लेकिन, वित्तीय बाजारों में स्थिरता तेजी से लौट आई, शेयर बाजार अगस्त में वर्ष की सबसे ऊंचाई पर पहुंच गए और अस्थिरता में कमी आने की वजह से बांड प्रतिलाभों की स्थिति संभली, जो हाल के सबसे निचले स्तर पर जा पहुंचे थे।

ब्रेक्जिट से उपजी अनिश्चितताओं तथा यूएस के आर्थिक आंकड़ों से मिश्रित संकेत मिलने के बावजूद जोखिम संबंधी भावनाओं में सुधार की वजह से 2016 की दूसरी तिमाही के दौरान ईक्विटी बाजारों में धीरे-धीरे सुधार आया। लेकिन, 23 जून को ब्रेक्जिट की वजह से लगभग पूरे विश्व में शुरू हुई घबराहट भरी बिक्री से अगले दो व्यापार-दिवसों में बाजार पूंजीकरण में 3 ट्रिलियन अमरीकी डालर की रिकॉर्ड हानि हुई। अस्थिरता में तुरंत ही तेजी लौट आई, लेकिन बाजार की समझ में यह बात आने के साथ ही इसकी तेजी में कमी आने लगी कि

यूरो क्षेत्र से यूके के पूरी तरह बाहर जाने की प्रक्रिया में लम्बा समय लगेगा। इसके बाद, यूके और यूरोपीय बैंकों को छोड़कर, ईक्विटी बाजारों ने उक्त हानि की पूर्ति की। बाजार में स्थिरता लाने के लिए कई उपायों की घोषणा किए जाने के बाद जापानी ईक्विटी बाजारों में फिर से तेजी लौट आई। ब्रेक्जिट के तुरंत बाद, यूरो क्षेत्र में ईक्विटी मूल्यों में लगभग 9 प्रतिशत की गिरावट हुई थी, जो धीरे-धीरे अपने जून के मध्य के स्तर पर वापस लौट आए। यह प्रभाव यूएस में कम दिखाई दिया क्योंकि बाजार को यह लगा था कि फेड द्वारा कठोर मौद्रिक नीति लाने में विलंब होगा, लेकिन यूएस के वेतन-सूची संबंधी आंकड़ों और कंपनी-आय ने इस अपेक्षा को धूमिल कर दिया।

विश्व भर में कम नीति दरों तथा कम अस्थिरता के कारण 2016 की दूसरी तिमाही में उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के ईक्विटी बाजारों का कार्यनिष्पादन अपेक्षाकृत बेहतर रहा। मई में, ये फेड द्वारा दरों में वृद्धि किए जाने की प्रत्याशा तथा कुछ देशों में संवृद्धि और राजनीतिक जोखिमों से संबंधित चिंताओं के चलते प्रभावित हुई। ब्रेक्जिट जनमत-संग्रह की प्रतिक्रियास्वरूप जून में जोखिमों से बचने तथा सुरक्षित स्थानों पर भाग निकलने का जो दौर चला था, वह जुलाई के मध्य तक पूरी तरह समाप्त हो गया। तीसरी तिमाही में, ईक्विटी मूल्यों में उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में लगभग 4.4 प्रतिशत की तथा उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में 8.3 प्रतिशत की वृद्धि हुई (चार्ट V.7)।

सरकारी बांड के प्रतिलाभों में, जिनमें प्रमुख उन्नत देशों में गिरावट आ रही थी, यूरोप से शुरू हुई और अमरीका तक विस्तारित वैश्विक घबराहट भरी बिक्री के कारण अप्रैल के उत्तरार्ध में वृद्धि हुई। मई में, बांड बाजार में दायरा-बद्ध लेनदेन हुए, हालांकि अन्य उन्नत देशों की नकारात्मक प्रतिलाभ देने वाली सरकारी प्रतिभूतियों की तुलना में अमरीकी खजाना प्रतिभूतियां अधिक आकर्षक बनी रहीं। ब्रेक्जिट के बाद निवेशकों के जोखिमों से बचने के बढ़ते व्यवहार के कारण प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के बांड प्रतिलाभों में तेज गिरावट आई जो लगभग जुलाई के मध्य तक बनी रही। उसके बाद गैर-परंपरागत आस्तियों की खरीद जारी रखने की प्रमुख बैंकों की क्षमता के बारे में चिंताओं के चलते प्रतिलाभों में सुधार हुआ और सितंबर के मध्य तक उनमें मजबूती आ गई। फेडरल ओपन मार्केट समिति द्वारा सितंबर में दरों को अपरिवर्तित रखे जाने की वजह से उनमें हाल में फिर से कुछ गिरावट आई है।

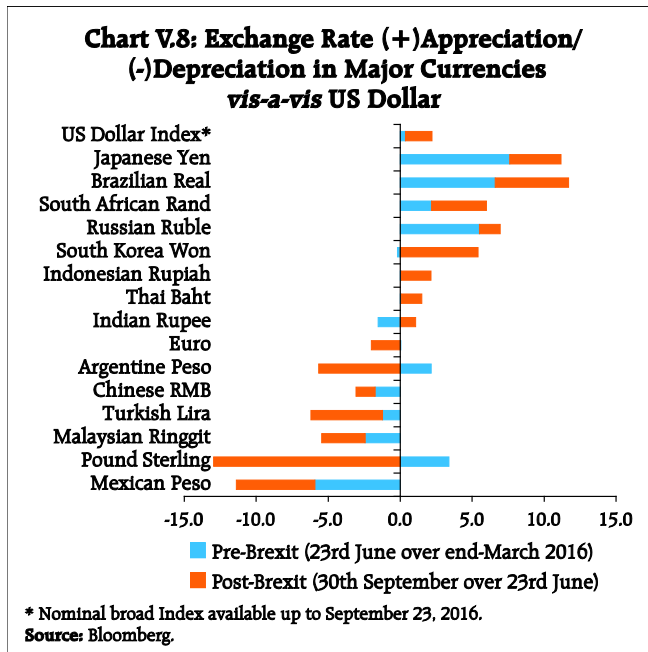


कुछ केंद्रीय बैंकों की मौद्रिक नीति के रुझानों में नरमी तथा जिंसों के मूल्यों में वृद्धि से प्रोत्साहित होकर उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के बांड प्रतिलाभों में भी गिरावट आई। फेड दरों में वृद्धि की बढ़ती संभावना और कई उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में संवृद्धि और राजनीतिक जोखिमों संबंधी चिंताओं के कारण उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के बांड बाजारों में नरमी रही। लेकिन, यूरोपीय केंद्रीय बैंक से नरम मौद्रिक

नीति के संकेत मिलने तथा यूएस फेड द्वारा कड़ाई बरतने की घटती संभावनाओं के कारण जून में निधियों के आगमन में फिर से तेजी आई। लेकिन, ब्रेक्जिट जनमत-संग्रह के आसपास थोड़े समय तक घबराहट भरी बिक्री होती रही। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में ब्याज दरों में रिकॉर्ड कमी का निवेशकों द्वारा लाभ उठाने तथा पोषक व्यापार का पीछा करने से, तीसरी तिमाही के दौरान, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के बांड बाजारों में प्रतिलाभ पाने की आशा और बलवती हुई। परिणामस्वरूप, तुर्की तथा दक्षिण अफ्रीका को छोड़कर प्रमुख उभरती अर्थव्यवस्थाओं में प्रतिलाभों में लगातार नरमी आई।

उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की मौद्रिक नीतियों तथा संवृद्धि दरों में भिन्नता मुद्रा बाजारों की गतिविधियों का प्रमुख कारक बने रहे। मार्च तथा अप्रैल के बाद वाले हिस्से में यूएस डालर में उन देशों की मुद्राओं की तुलना में गिरावट आई जो व्यापार में उसके सहभागी थे। यह स्थिति मुख्यतः अमरीकी नीतिगत दरों में परिवर्तन की बदली हुई अपेक्षाओं को प्रतिबिंबित कर रही थी। बाद में, अमरीकी और यूरो क्षेत्र के बीच दीर्घावधि बांड प्रतिलाभों में स्प्रेड के बढ़ने के साथ इसमें मजबूती आई। प्रमुख मुद्राओं के मुकाबले येन के मूल्य में वृद्धि दूसरी और तीसरी तिमाही तक जारी रही, जो अन्य आरक्षित मुद्राओं के मुकाबले जापान की मौद्रिक नीति के बारे में बदलती भावनाओं तथा सेफ-हैवन निधि प्रवाहों को प्रतिबिंबित करती है। अप्रैल में पौंड स्टर्लिंग में अमरीकी डालर के मुकाबले मजबूती आई थी, लेकिन ब्रेक्जिट जनमत-संग्रह से उपजी चिंताओं के कारण मई में इसमें गिरावट आनी शुरू हुई जो जनमत-

संग्रह के परिणाम वाले दिन बहुत तेज हो गई। तब से लेकर अब तक यूएस डालर के मुकाबले इसमें 12.4 प्रतिशत की गिरावट आई है (चार्ट V.8)।



उभरती बाजार मुद्राएं घरेलू और वैश्विक दोनों ही कारकों के प्रति अतिसंवेदनशील बनी रहीं। जहां अप्रैल से चीनी मुद्रा रेंनिम्बी में मामूली गिरावट आई, वहीं टर्किश लीरा तथा मेक्सिकन पेसो में काफी गिरावट हुई। आर्थिक कमजोरी और बढ़ती राजनीतिक चिंताओं के कारण अगस्त के मध्य से दक्षिण अफ्रीका की मुद्रा रैंड कमजोर हो गई। इसके विपरीत, वैश्विक चलनिधि, जिसों के मूल्यों में भारी गिरावट तथा बदलती

घरेलू राजनीतिक गतिशीलता की वजह से दूसरी और तीसरी तिमाही में अमरीकी डालर के मुकाबले ब्राजील की मुद्रा में मजबूती आई। जनवरी और जून के बीच मजबूत रहे रूसी रूबल में, तेल के बाजार में मंदी की स्थिति तथा राजनीतिक तनावों के कारण जुलाई के मध्य और अगस्त के शुरुआती दिनों के कुछ दबावों को छोड़कर, स्थिरता आई।

संक्षेप में, यह कहा जा सकता है कि वैश्विक आर्थिक गतिविधि और व्यापार संबंधी जोखिमों की विषमता में कमी हुई है। जहां उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में सुधार आता दिखाई दे रहा है, वहीं प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में संवृद्धि की गति धीमी बनी हुई है। वित्तीय बाजारों में, हाल की शांति के बावजूद, नीतिगत तथा राजनीतिक अनिश्चितताओं के कारण निवेशकों की भावनाओं में आए बदलाव की वजह से अस्थिरता बनी हुई है।