

## मौद्रिक नीति रिपोर्ट - अप्रैल 2016

<b>विषय</b>	
<b>अध्याय I : समष्टि आर्थिक संभावनाएं</b>	
I.1	मुद्रास्फीति संबंधी संभावनाएं
I.2	संवृद्धि की संभावनाएं
I.3	जोखिमों का संतुलन
बॉक्स I.1	केंद्रीय बैंक की विश्वसनीयता और मौद्रिक नीति की सक्रियता
<b>अध्याय II: मूल्य और लागत</b>	
II.1	उपभोक्ता मूल्य
II.2	मुद्रास्फीति के संचालक
II.3	लागतें
बॉक्स II.1	मध्यावधि मुद्रास्फीति क्षेत्र में केंद्रीय वेतन आयोग की सिफारिशों के कार्यान्वयन का प्रभाव
<b>अध्याय III: मांग और उत्पादन</b>	
III.1	सकल मांग
III.2	सकल आपूर्ति
III.3	संभावित उत्पादन - पुनरावलोकन

बॉक्स III.1	संभावित उत्पादन का अनुमान लगाने के लिए वैकल्पिक पद्धतियां
<b>अध्याय IV: वित्तीय बाजार और चलनिधि की स्थिति</b>	
IV.1	वित्तीय बाजार
IV.2	चलनिधि की स्थिति
IV.3	वैश्विक प्रभाव-विस्तार तथा घरेलू वित्तीय बाजार
बॉक्स IV.1	चलनिधि प्रबंधन में रणनीतिक लक्ष्य-भेदन
<b>अध्याय V: बाह्य वातावरण</b>	
V.1	वैश्विक आर्थिक स्थितियां
V.2	जिंसों के मूल्य तथा वैश्विक मुद्रास्फीति
V.3	मौद्रिक नीति का रुझान
V.4	वैश्विक वित्तीय बाजार
बॉक्स V.1	नकारात्मक ब्याज दर - अंतिम सीमा को पार करना

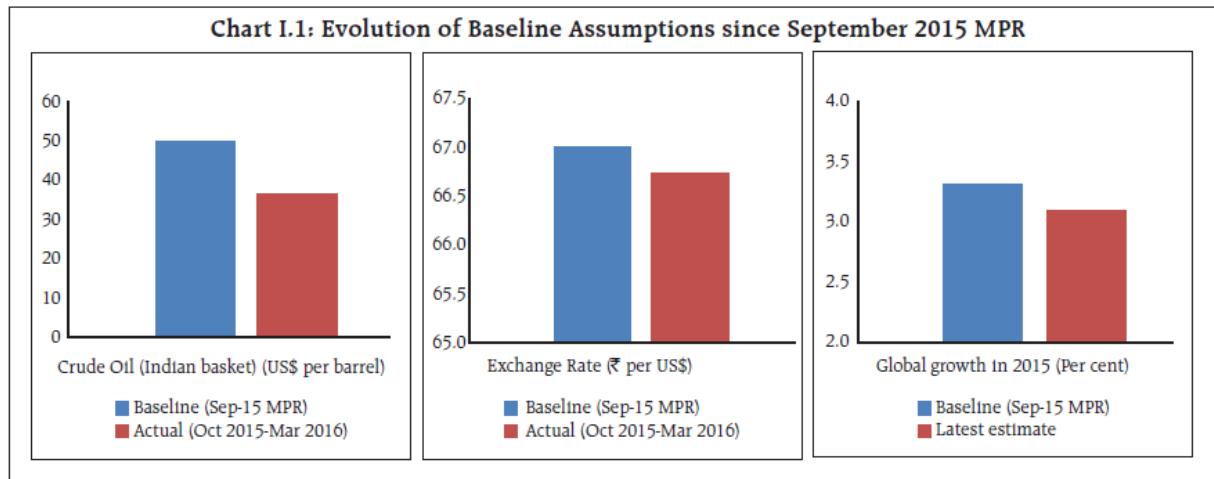
## I. समष्टि-आर्थिक संभावनाएं

वर्ष 2016-17 में हैडलाइन उपभोक्ता मूल्य सूचकांक लगभग 5 प्रतिशत पर सीमित रहने तथा वास्तविक जीडीपी धीरे-धीरे बढ़कर 2016-17 में 7.6 प्रतिशत तक पहुंचने का अनुमान है। वैश्विक वित्तीय बाजारों की अत्यधिक अस्थिरता से इन अनुमानों पर विपरीत असर पड़ सकता है।

सितंबर 2015 की मौद्रिक नीति के बाद की दो महत्वपूर्ण गतिविधियों से भारत की मौद्रिक नीति की संरचना मूलरूप से प्रभावित होगी। पहली, रिजर्व बैंक द्वारा स्वयं जनवरी 2016 के लिए 6 प्रतिशत का लक्ष्य निर्धारित करना तथा बाद में उसे औपचारिक तौर पर मौद्रिक नीति रूपरेखा करार(एमपीएफए) में शामिल किया जाना और उसे प्राप्त कर लेना तथा जनवरी 2015 से लगातार मौद्रिक नीति के लक्ष्यों को प्राप्त करने से लोचदार मुद्रास्फीति लक्ष्य (एफआईटी) निर्धारण के प्रति प्रतिबद्धता को विश्वसनीयता मिलना। वर्तमान में, मुद्रास्फीति एफआईटी के लिए अपनायी गयी 4 + - 2 प्रतिशत की सीमा के भीतर ही है। फिर भी, उक्त निर्धारित सीमा के मध्य तक कैसे पहुंचा जाए इसका पता लगाया जाएगा ताकि उत्पादन पर अपस्फीति के पड़ने वाले प्रभावों को कम किया जा सके। तदनुसार, 2016-17 के अंत तक के लिए मुद्रास्फीति का अगला लक्ष्य 5 प्रतिशत रखा गया है। दूसरे, वर्ष 2016-17 के लिए बजट प्रस्तुत करते समय वित्तमंत्री ने यह घोषणा की थी कि मौद्रिक नीति की रूपरेखा के लिए सांविधिक आधार उपलब्ध कराने हेतु तथा मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) बनाने के लिए (इस प्रस्ताव की विशिष्ट बातों का उल्लेख वित्त विधेयक के अध्याय XII में किया गया है) भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम में संशोधन किया जा रहा है। समिति-आधारित निर्णयन भारत में मौद्रिक नीति के विकास में एक उल्लेखनीय बात होगी। जैसाकि वित्तमंत्री ने कहा है, इससे मौद्रिक नीति संबंधी निर्णयों में बेहतरी और पारदर्शिता की अपेक्षा की जा सकती है। मौद्रिक नीति समिति की कार्यप्रणाली निर्धारित करने से संबंधित प्रक्रियाओं का निर्धारण शुरू हो चुका है, इससे संस्थागत संरचना और बृहत्तर उत्तरदायित्व में उल्लेखनीय परिवर्तन आएंगे।

घरेलू रूप से, समष्टि-आर्थिक स्थिति मौटे तौर पर सितंबर बेसलाइन परिवृद्धि के अनुसार ही विकसित हुई है तथा जीवीए वृद्धि और मुद्रास्फीति स्टाफ के अनुमानों के अनुरूप ही रहे हैं। अध्याय II और III में अनुमानों और वास्तविक परिणामों को दर्शाया गया है।

दो कारणों से अनुमानों में परिवर्तन की आवश्यकता प्रतीत होती है (चार्ट I.1)।



पहला, कच्चे तेल के मूल्यों में नवंबर 2015 से लेकर अब तक भारी गिरावट तथा भावी सौदों के मूल्य इस बात का संकेत देते हैं कि इस मौद्रिक नीति रिपोर्ट के बेसलाइन परिवृश्य में 2016-17 में कच्चे तेल के मूल्य कम बने रहेंगे (सारणी - I.1)।

#### **सारणी I.1: निकट अवधि के अनुमानों के लिए आधारभूत मान्यताएं**

चर	अप्रैल एमपीआर 2015	वर्तमान (सितंबर 2015)एमपीआर
कच्चे तेल	एच 2 में प्रति बैरल यूएस\$ 50: 2015-16	वित्तीय वर्ष 2016-17 में प्रति बैरल यूएस\$ 40
(भारतीय बास्केट)*		
विनिमय दर **	प्रति यूएस\$ ₹66 (तत्कालीन प्रचलित स्तर)	वर्तमान स्तर
मानसून	2015 में लंबी अवधि के औसत से 86 प्रतिशत (एलपीए)	2016 में सामान्य
वैशिक वृद्धि ***	2015 में 3.3 फीसदी दर	2016 में 3.4 फीसदी की दर
	2016 में 3.8 फीसदी दर	2017 में 3.6 फीसदी दर
राजकोषीय घाटा	2015-16 में बीई में(3.9 प्रतिशत)रहा	2016-17 में बीई में (3.5 प्रतिशत)रहा
घरेलू समष्टि आर्थिक / स्ट्रक्चरल नीतियां	कोई बड़ा परिवर्तन नहीं	कोई बड़ा परिवर्तन नहीं

\* 72:28 के अनुपात में भारतीय रिफाइनरियों में प्रसंस्कृत एक व्युत्पन्न खट्टा ग्रेड (ओमान और दुबई औसत)और मीठा ग्रेड (ब्रेंट) कच्चा तेल में शामिल बास्केट का प्रतिनिधित्व करता है।

\*\* यहाँ ग्रहण विनिमय दर पथ कर्मचारियों के आधारभूत विकास और मुद्रास्फीति के अनुमान पैदा करने के उद्देश्य के लिए है और विनिमय दर के स्तर पर किसी भी 'दश्य' का संकेत नहीं है। रिजर्व बैंक विदेशी मुद्रा बाजार को नियंत्रित करने के लिए निर्देशित हैं, जिसकि विनिमय दर के आसपास किसी भी विशिष्ट स्तर / बैंड के उतार-चढ़ाव से।

\*\*\* जनवरी 2015 और जुलाई 2015 के अनुमानों के आधार पर, आईएमएफ विश्व आर्थिक आउटलुक अपडेट से।

दूसरे, छह माह पहले के अनुमानों के मुकाबले 2016 में बाह्य मांग के कमज़ोर रहने की संभावना। साथ ही, समष्टि-आर्थिक संभावनाओं में गिरावट और उभरती अर्थव्यवस्थाओं में मौजूद कड़ी वित्तीय स्थितियों के परिप्रेक्ष्य में कम लगने वाले जोखिमों में वृद्धि की संभावना भी मौजूद है। समग्रतः वैश्विक जोखिमों में उल्लेखनीय वृद्धि हुई है।

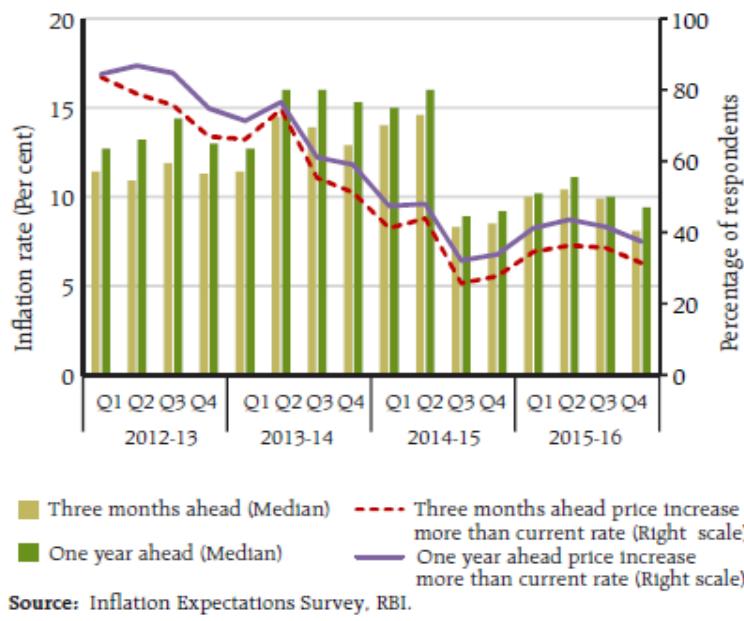
## I.1 मुद्रास्फीति संबंधी संभावनाएं

परिवारों, कंपनियों तथा वित्तीय बाजार के सहभागियों की मुद्रास्फीति संबंधी अपेक्षाएँ अपनी संरचना में कमोवेश अनुकूलता लिए हुए हैं। इसके परिणामस्वरूप, मुद्रास्फीति संबंधी अधिकांश गतिविधियां, विशेष रूप से, उपभोग बॉस्केटों की कुछ मर्दों से संबंधित गतिविधियां इन अपेक्षाओं को प्रभावित कर सकती हैं। भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा आयोजित शहरी परिवारों की मुद्रास्फीति संबंधी अपेक्षाओं के जनवरी-मार्च 2016 के सर्वे से यह संकेत मिलता है कि मुद्रास्फीति संबंधी बोध और अपेक्षाओं में कुछ कमी आई है<sup>1</sup>। चालू बोध (परसेप्शन) तथा तीन महीने आगे की अपेक्षाओं में पिछले सर्वे दौर के परिणामों से लगभग 2 प्रतिशत अंक की कमी आई है जो एक वर्ष आगे की अपेक्षाओं (0.6 प्रतिशत अंक) की तुलना में ज्यादा मुखर थी। मार्च 2016 के सर्वे दौर में चालू बोध (7.9 प्रतिशत) तथा तीन माह आगे की अपेक्षाएं (8.1 प्रतिशत) दोनों ही सितंबर 2009 से लेकर अब तक के सबसे कम प्रतिशत को दर्शाती हैं। फिर भी, एक वर्ष आगे की मुद्रास्फीति अपेक्षाएं (9.4 प्रतिशत) हिस्टरेसिस जारी रहना तथा विविध अपेक्षाएं वास्तविक मुद्रास्फीति से अधिक होना दर्शाती हैं। मार्च 2016 के सर्वे दौर में ऐसे उत्तरदाताओं के अनुपात में गिरावट आई है जो मूल्यों में चालू दर की तुलना में वृद्धि की अपेक्षा करते हैं (चार्ट I.2)।

---

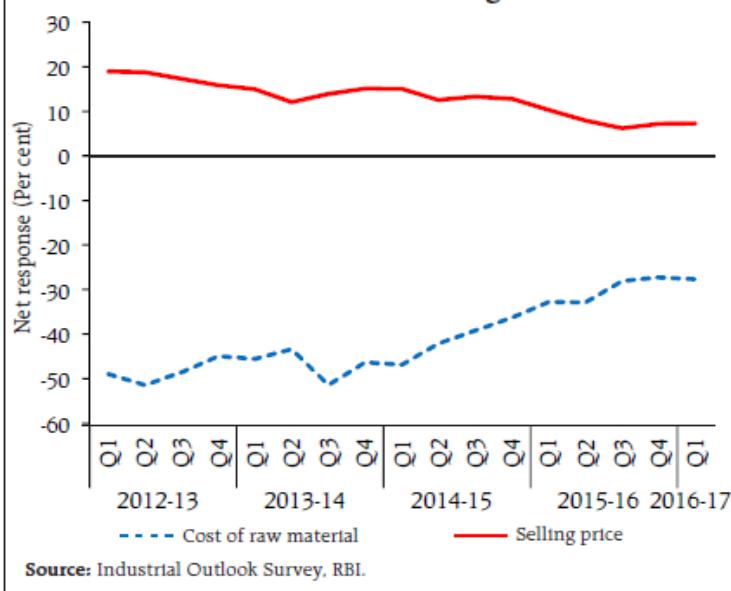
<sup>1</sup> मार्च 2015 से सर्वे में 18 शहरों के 5500 परिवार शामिल किए गए जो पिछले दौरों के 16 शहरों के (5000 परिवारों) की तुलना में अधिक थे।

**Chart I.2: Inflation Expectations of Households**



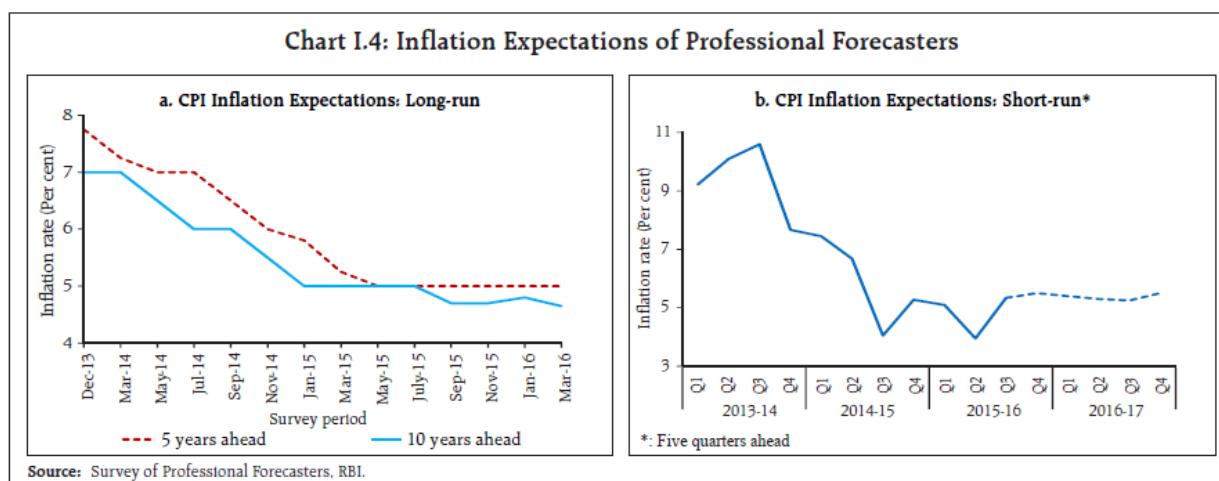
निकॉज मेन्युफेक्चरिंग परचेजिंग मैनेजर सर्वे के मार्च 2016 के सर्वे में निविष्ट लागतों तथा फैक्ट्री गेट मूल्यों में वृद्धि हुई। दूसरी ओर, भारतीय रिजर्व बैंक के मार्च 2016 के औद्योगिक संभावना सर्वे से यह संकेत मिलता है कि कम लागत की स्थिति के चलते मूल्य स्थिर रहेंगे (चार्ट I.3)।

**Chart I.3: Expectations of Cost of Raw Material and Selling Prices**



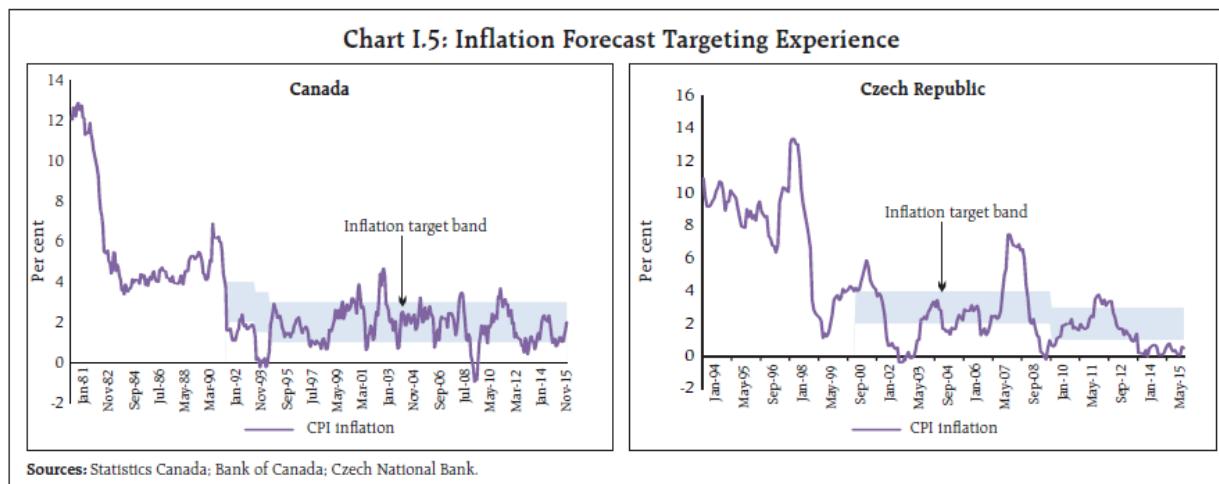
वर्ष 2015-16 की तीसरी तिमाही में, संगठित क्षेत्र में, विनिर्माण और सेवा क्षेत्र दोनों में ही स्टाफ लागत की वृद्धि में गिरावट आई। रिजर्व बैंक के औद्योगिक संभावना सर्वे से यह पता चलता है कि वेतन संबंधी कुछ दबाव बन रहे हैं। वर्ष 2015-16 की चौथी तिमाही में ग्रामीण मजदूरी वृद्धि में मामूली कमी दिखाई दी।

पेशेवर पूर्वानुमान कर्ताओं का यह अनुमान है (सर्वे का मार्च 2016 का दौर) कि वर्ष 2016-17 के दौरान मुद्रास्फीति 5.2 - 5.3 के बीच रहेगी। उनकी मध्यावधि और दीर्घावधि अपेक्षाएं (क्रमशः 5 वर्ष और 10 वर्ष आगे की) क्रमशः 5 प्रतिशत और 4.8 प्रतिशत की थीं (चार्ट I.4)। सर्वे के ये परिणाम भारतीय रिजर्व बैंक के मुद्रास्फीति संबंधी लक्ष्य के आसपास मुद्रास्फीति संबंधी अपेक्षाएं सहायक बने रहने के संकेत हो सकते हैं।



मौद्रिक नीति के अंतिम लक्ष्य अर्थात् मुद्रास्फीति संबंधी सूचना जब प्राप्त होती है तब प्रतीकात्मक रूप से अधूरी और अनंतिम होती है। लेकिन, केंद्रीय बैंक के अपने पूर्वानुमान में वे सभी सूचनाएं निहित होती हैं जो मुद्रास्फीति की संभावना से संबंधित होती हैं, जिनमें उत्पादन तथा मुद्रास्फीति के बीच अल्पकालीन सामंजस्य के संबंध में नीति-निर्माता की वरीयताओं के साथ साथ अर्थव्यवस्था पर पड़ने वाले आघातों के संभावित परिणाम भी शामिल होते हैं। अतः मुद्रास्फीति संबंधी यह पूर्वानुमान मौद्रिक नीति के लिए एक आदर्श मध्यावधि लक्ष्य उपलब्ध कराता है तथा संबंधित नीतिगत अवधि में अंतिम लक्ष्य के व्यवहार को प्रतिबिंबित करता है।

मुद्रास्फीति पूर्वानुमान रूपरेखा (फ्रेमवर्क) को लक्षित मुद्रास्फीति संबंधी पूर्वानुमान उन्नत तथा उभरती दोनों ही बाजार अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति को सीमित रखने और मुद्रास्फीति संबंधी अपेक्षाओं को थामे रखने में सहायक रही हैं। महत्वपूर्ण बात यह है कि इन्होंने मुद्रास्फीति संबंधी परिणामों की अस्थिरता को कम करने में भी सहायता पहुंचाई है। कनाडा (एक उन्नत अर्थव्यवस्था) तथा चेक गणराज्य (एक उभरती अर्थव्यवस्था) दोनों के अनुभव उक्त लाभों को प्रमाणित करते हैं (चार्ट 1.5)।



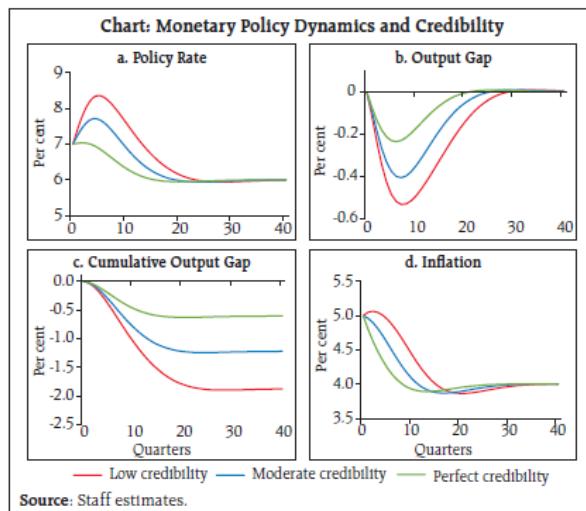
मुद्रास्फीति के अपने उद्देश्यों के प्रति रिज़र्व बैंक की प्रतिबद्धता में बढ़ती विश्वसनीयता मुद्रास्फीति तथा उत्पादन संबंधी आघातों का मौद्रिक नीति के जरिये सामना करने में महत्वपूर्ण भूमिका निभा सकती है (बॉक्स 1.1)।

### बॉक्स 1.1 - केंद्रीय बैंक की विश्वसनीयता और मौद्रिक नीति की सक्रियता

निम्न तथा स्थिर मुद्रास्फीति की प्रतिबद्धता वाली मौद्रिक नीति संरचना की एक पूर्वशर्त यह है कि केंद्रीय बैंक अल्पकालीन समायोजनों को समझ कर उनके परिप्रेक्ष्य में मुद्रास्फीति के लक्ष्यों को प्राप्त करते हुए अपनी विश्वसनीयता में वृद्धि करे। जनवरी 2014 से, भारत में उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति अधिकांशतः भारतीय रिज़र्व बैंक के अपस्फीति दूर रखने के मार्ग के अनुरूप चली है। हाल में, अर्थव्यवस्था में मुद्रास्फीति संबंधी अपेक्षाओं में जो गिरावट आनी शुरू हुई है, वह भारतीय रिज़र्व बैंक की विश्वसनीयता में हुई वृद्धि को प्रतिबिंబित करती है।

अधिकांश मौद्रिक नीति प्रतिसाद की भारत की विशिष्ट विशेषताओं को समाहित करने वाले एक मॉडल में तीन वैकल्पिक विश्वसनीयता परिदृश्यों के अंतर्गत अंशांकित किये गए हैं, वे हैं - कम विश्वसनीयता (0.25), सीमित विश्वसनीयता (0.675) तथा पूर्ण विश्वसनीयता (1.0)। कम विश्वसनीयता के परिदृश्य में केंद्रीय बैंक को अपस्फीति की प्राप्ति के लिए अर्थव्यवस्था में धीमापन

लाने हेतु नीतिगत दरों में आक्रामक वृद्धि करनी होती है (चार्ट)।

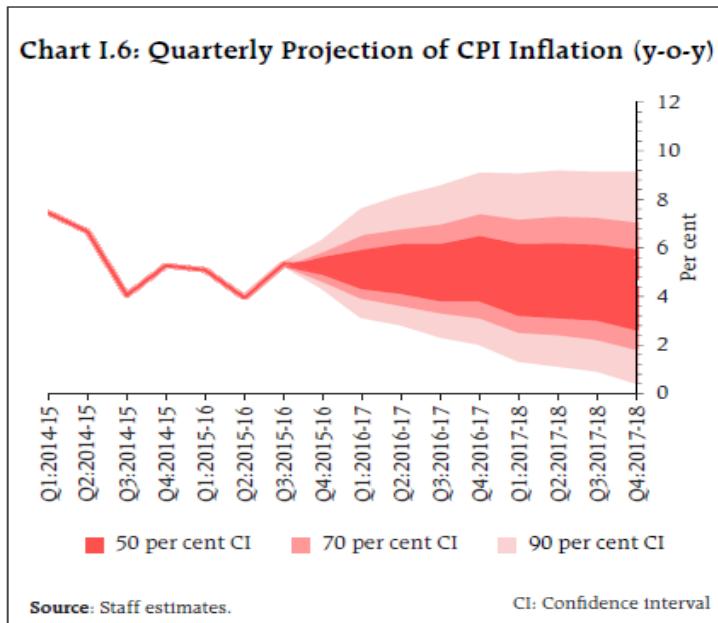


त्याग अनुपात (मुद्रास्फीति में प्रत्येक प्रतिशत अंक गिरावट के लिए वार्षिक उत्पादन से संचित वंचन) लगभग 2.0 है। दूसरी ओर पूर्ण विश्वसनीयता परिवृश्य है, जिसमें मौद्रिक नीति की संरचना में जनता का पूर्ण विश्वास होता है। केंद्रीय बैंक द्वारा अपस्फीति की घोषणा किया जाना स्वयं मुद्रास्फीति संबंधी अपेक्षाओं को घटा देता है। निम्न मुद्रास्फीति की अपेक्षाएं सांकेतिक दर में वृद्धि की आवश्यकता के बिना वास्तविक ब्याज-दर को बढ़ा देती हैं (वास्तव में, मॉडल में सांकेतिक दरों में कमी कुछ अंतर के बाद आती है)। इससे सीमांत नकारात्मक उत्पादन-अंतर के लिए रास्ता खुल जाता है और त्याग अनुपात सिर्फ 0.5 के लगभग ही रहता है। जहां तक सीमित विश्वसनीयता का संबंध है, सांकेतिक ब्याज-दर को बढ़ाना आवश्यक होता है, हालांकि यह उतनी आक्रामक नहीं होती जितनी कि कम विश्वसनीयता के मामले में होती है, ताकि लगभग 1.25 के त्याग अनुपात के साथ अर्थव्यवस्था में आवश्यक धीमापन लाया जा सके।

संदर्भ :

अलीची. ए., एच.चेन, के क्लिंटन, सी.फ्रीडमेन, एम.जॉनसन, ओ.कॉमेनिक, टी.किसिनवे तथा डी.लेक्सटन (2009) “इंफ्लेशन टारगेटिंग अंडर इंपर्फेक्ट क्रेडिबिलिटी” आइएफएम वर्किंग पेपर नं.09/94  
 बैंज जे, के.क्लिंटन, ए.जॉर्ज, जे.जॉन, ओ.कॉमेनिक, डी.लेक्सटन, पी.मित्रा, जी.वी.नधानेल, एच.वांग, और ई.झांग (2016). “इंफ्लेशन फोरकास्ट टार्गेटिंग फॉर इंडिया: एन आउटलाइन ॲफ दि एनालिटिकल फ्रेमवर्क” (मीमिओ)

विभिन्न निर्देशकों से प्राप्त संकेतों को समाहित करते हुए तथा प्रारंभिक स्थितियों पर आधारित अवधारणाओं को संरचनागत मॉडलों के अद्यतन अनुमानों के अनुसार संशोधित करने से एक पूर्वानुमान सामने आता है कि हैडलाइन उपभोक्ता मूल्य सूचकांक 2016-17 की पहली तिमाही में मामूली रूप से घट कर 5.3 प्रतिशत और उसके बाद क्रमशः दूसरी तिमाही में 5.1 प्रतिशत, तीसरी तिमाही में 5.0 प्रतिशत तथा चौथी तिमाही में 5.1 प्रतिशत रहा। वर्ष 2016-17 की चौथी तिमाही में 3.2 प्रतिशत से 7.7 प्रतिशत के 70 प्रतिशत विश्वास अंतराल का अनुमान लगाया गया है (चार्ट I.6)।



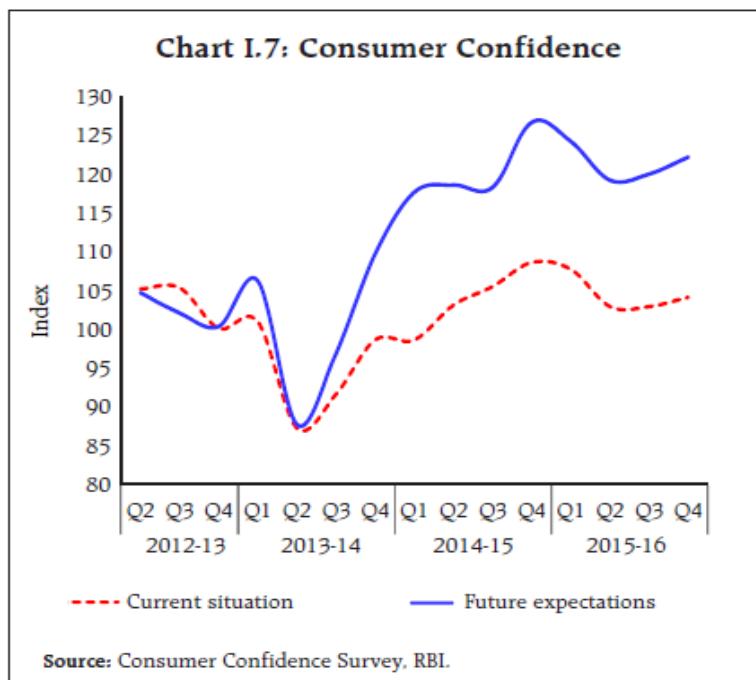
यह मानते हुए कि मानसून सामान्य रहेगा, राजकोषीय समेकन केंद्र सरकार के बजट में निर्धारित अनुसार रहेगा तथा कोई बड़े आघातों का सामना नहीं करना पड़ेगा, मॉडल अनुमान यह संकेत देते हैं कि 2017-18 की चौथी तिमाही में उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति घट कर 4.2 प्रतिशत पर आ जाएगी, लेकिन इसमें वृद्धि का जोखिम हो सकता है। सेवानिवृत्त रक्षा कर्मियों के लिए “एक रैंक-एक पेंशन” के कार्यान्वयन तथा विशेष रूप से आवास किराया भत्ते के संबंध में सातवें वेतन आयोग की सिफारिशों के कार्यान्वयन से बेसलाइन मुद्रास्फीति में वृद्धि का जोखिम दिखता है, विशेष रूप से तब जब राज्य सरकारें भी इसे लागू करना शुरू कर देंगी।

## 1.2 संवृद्धि की संभावनाएं

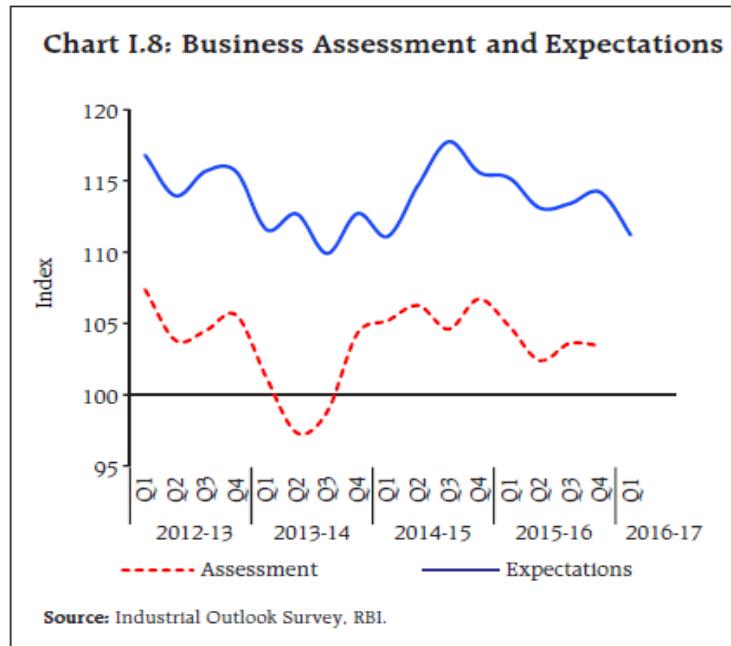
वर्ष 2016-17 की संवृद्धि संबंधी संभावनाओं को कई कारक प्रभावित करते दिखाई देते हैं। पहला, कंपनियों के तुलन-पत्र समायोजनों के बीच निवेश की धीमी प्रगति से निवेश मांग के बाधित होने की

संभावना है। दूसरे, संगठित औद्योगिक क्षेत्र में 72.5 प्रतिशत के अनुमानित क्षमता-उपयोग को देखते हुए निजी निवेश के फिर से बढ़ने की संभावना भी अनिश्चित दिखाई देती है। तीसरे, वैश्विक उत्पादन और व्यापार संवृद्धि की गति भी धीमी बनी हुई है जिससे निवल निर्यातों में कमी हो रही है। सकारात्मक बात यह है कि सरकार की स्टार्ट-अप पहल, राजकोषीय लक्ष्यों के प्रति पूरी प्रतिबद्धता तथा आधारभूत सुविधाओं को बढ़ाने पर बल से निवेश वातावरण में सुधार आ सकता है। वेतन आयोग की सिफारिशों, वस्तुओं के मूल्यों में सतत गिरावट, विगत में ब्याज-दरों में हुई कमी तथा ग्रामीण क्षेत्र में सुधार के लिए केंद्र सरकार के 2016-17 के बजट में घोषित उपायों के चलते पारिवारिक उपभोक्ता मांग में वृद्धि की अपेक्षा की जा सकती है।

रिजर्व बैंक के मार्च 2016 के सर्वे के अनुसार उपभोक्ताओं का विश्वास बना हुआ है और वे आय तथा आर्थिक स्थितियों की बेहतर संभावनाओं के प्रति आशान्वित हैं (चार्ट 1.7)। ठीक इसी प्रकार का सुधार एमएनआइ इंडिया कंज्यूमर सेंटीमेंट सर्वे में भी दिखाई देता है, जिसमें क्रय वातावरण में सुधार के प्रति परिवार आशान्वित हैं।



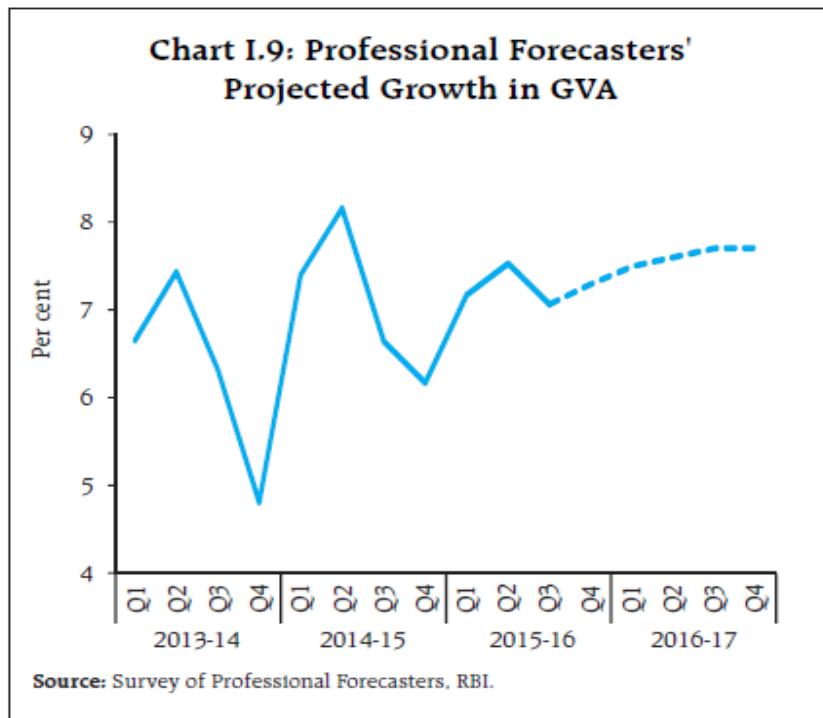
व्यापार संबंधी स्थितियों के प्रति कंपनी क्षेत्र की अपेक्षाओं में कमी आई, लेकिन रिजर्व बैंक के औद्योगिक संभावना सर्वे के अनुसार उनमें सकारात्मकता बनी हुई है (चार्ट 1.8)। अन्य एजेंसियों द्वारा किए गए सर्वे मिश्रित तस्वीर प्रस्तुत करते हैं (सारणी 1.2)।



### सारणी I.2: कारोबारी प्रत्याशा सर्वे

	एनरीपईआर बिजनेस कांफिडेंस इंडेक्स	फिलकी समग्र बिजनेस कांफिडेंस इंडेक्स	डन और ब्रेडस्ट्रीट बिजनेस आप्टिमिज्म इंडेक्स	रीआइआइ बिजनेस कांफिडेंस इंडेक्स
	तिः 2015-16 (जनवरी 2016 )	तिः 2015-16 (जनवरी -फरवरी 2016 )	तिः 2016 (दिसंबर 2015 )	तिः 2015-16 (जनवरी 2016 )
इंडेक्स का वर्तमान स्तर	130.3	56.7	85.9	53.9
पिछले सर्वे के अनुसार इंडेक्स	129.5	64.1	79.3	53.4
% चैंज (तिः-दर-तिः) क्रमबद्ध	0.6	-11.5	8.4	0.9
% चैंज (वर्ष दर वर्ष)	-12.2	-19.6	-2.5	-4.1

मार्च 2016 के दौरान रिजर्व बैंक द्वारा सर्वे किए गए पेशेवर पूर्वानुमान कर्ताओं के अनुसार उत्पादन वृद्धि में धीरे-धीरे तेजी आएगी और यह 2015-16 की चौथी तिमाही के 7.3 प्रतिशत से बढ़कर 2016-17 की चौथी तिमाही में 7.7 प्रतिशत पर पहुंच जाएगी। यह लगभग समग्रतः कृषि और उससे संबंधित गतिविधियों में सुधार के कारण होगा (चार्ट 1.9 तथा सारणी 1.3)।



### सारणी 1.3: रिजर्व बैंक की बेसलाइन तथा पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं का पूर्वानुमान

(प्रतिशत)

रिजर्व बैंक की बेसलाइन पूर्वानुमान	2015-16	2016-17	2017-18
चौथी तिमाही में मुद्रास्फीति (वर्ष-दर-वर्ष)	5.4	5.1	4.2
उत्पादन वृद्धि (प्रतिशत) - आधार कीमतों पर जीवीए	7.3	7.6	7.9
<b>पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं के सर्वेक्षण का मूल्यांकन@</b>			
जीवीए की वृद्धि	7.3	7.7	
कृषि तथा सहायक गतिविधियाँ	1.1	2.6	
उद्योग	7.5	7.4	
सेवाएँ	9.0	9.1	

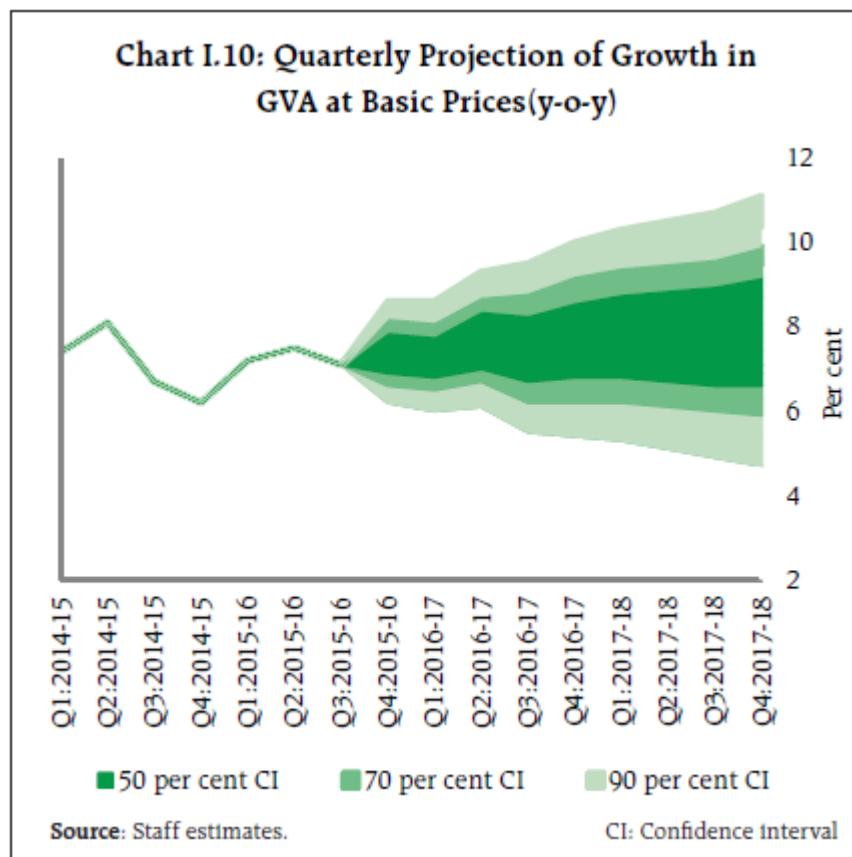
सकल बचत (सकल राष्ट्रीय प्रयोज्य आय का प्रतिशत)	30.7	30.8
सकल अचल पूँजी निर्माण (जीडीपी का प्रतिशत)	29.4	30.0
मुद्रा आपूर्ति (एम <sub>3</sub> ) प्रतिशत में वृद्धि दर (समाप्त अवधि)	11.6	12.7
सभी अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों का बैंक क्रेडिट (प्रतिशत में वृद्धि दर)	11.4	12.3
सम्मिलित सकल राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	6.5	6.2
केंद्र सरकार राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	3.9	3.5
रेपो दर (समाप्त अवधि)	6.75	6.25
सीआरआर (समाप्त अवधि)	4.00	4.00
राजकोष बिल 91 दिन प्रतिफल (समाप्त अवधि)	7.2	6.8
केंद्र सरकार की 10 वर्षीय प्रतिभूतियों पर परिपक्वता प्रतिफल	7.6	7.4
समग्र भुगतान संतुलन (यूएस डॉलर बिलियन)	24.7	35.0
पण्य निर्यात वृद्धि	-16.2	1.7
पण्य आयात वृद्धि	-13.5	4.4
वर्तमान कीमतों पर पण्य व्यापार संतुलन (जीडीपी के प्रतिशत के रूप में)	-6.3	-6.4
चालू खाता शेष (जीडीपी के प्रतिशत के रूप में)	-1.0	-1.3
पूँजीगत खाता शेष (जीडीपी के प्रतिशत के रूप में)	2.2	2.9

@मेडियन फारकास्ट.जीएनडीआई:ग्रास नेशनल डिसपोजेबल इनकम

सोर्स:39<sup>th</sup> राउंड आफ सर्वे आफ प्रोफेशनल फारकास्टर्स( मार्च 2016)

स्टाफ का अनुमान है कि 2016-17 के दौरान जीवीए में धीरे-धीरे सुधार के साथ 7.6 प्रतिशत तक पहुंच जाएगी (7.3 - 7.7 प्रतिशत की तिमाही वृद्धि के साथ) तथा जोखिम इस बेसलाइन अनुमान के आसपास समान रूप से संतुलित रहेंगे (चार्ट 1.10)। इन अनुमानों में, प्रारंभिक स्थितियों पर आधारित संशोधन, संरचनागत मॉडल अनुमान, आर्थिक गतिविधियों के निर्देशकों संबंधी सूचनाओं और संयोगों से उत्प्रेरित

ऑफ-मॉडल समायोजन, भविष्यवृष्टा सर्वे के परिणामों, सातवें सीपीसी तथा केंद्र सरकार के बजट के प्रभावों के मूल्यांकन को विचार में लिया गया है। यह मानते हुए कि मानसून की स्थिति सामान्य रहेगी, वेतन आयोग की सिफारिशों के लागू होने से उपभोग को निरंतर प्रोत्साहन तथा नीति में परिवर्तन के कारण कोई संरचनात्मक बदलाव नहीं होगे और कोई बड़ा आपूर्ति आघात नहीं लगेगा, वर्ष 2017-18 के लिए जीवीए में वास्तविक वृद्धि 7.9 प्रतिशत होने का अनुमान लगाया गया है।



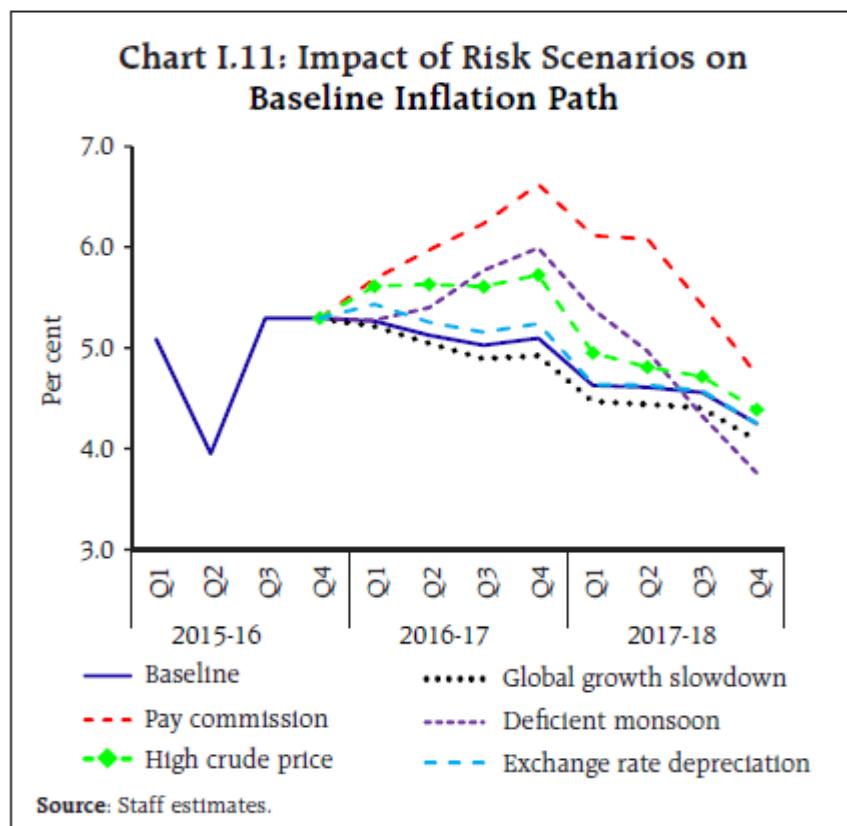
### I.3 जोखिमों का संतुलन

संवृद्धि और मुद्रास्फीति संबंधी बेसलाइन अनुमान कई अधोमुखी और ऊर्ध्वमुखी दोनों ही प्रकार के जोखिमों के अधीन हैं। संभावित जोखिम परिदृश्य यहां नीचे दिये जा रहे हैं।

#### (i) सातवें वेतन आयोग की सिफारिशों का कार्यान्वयन

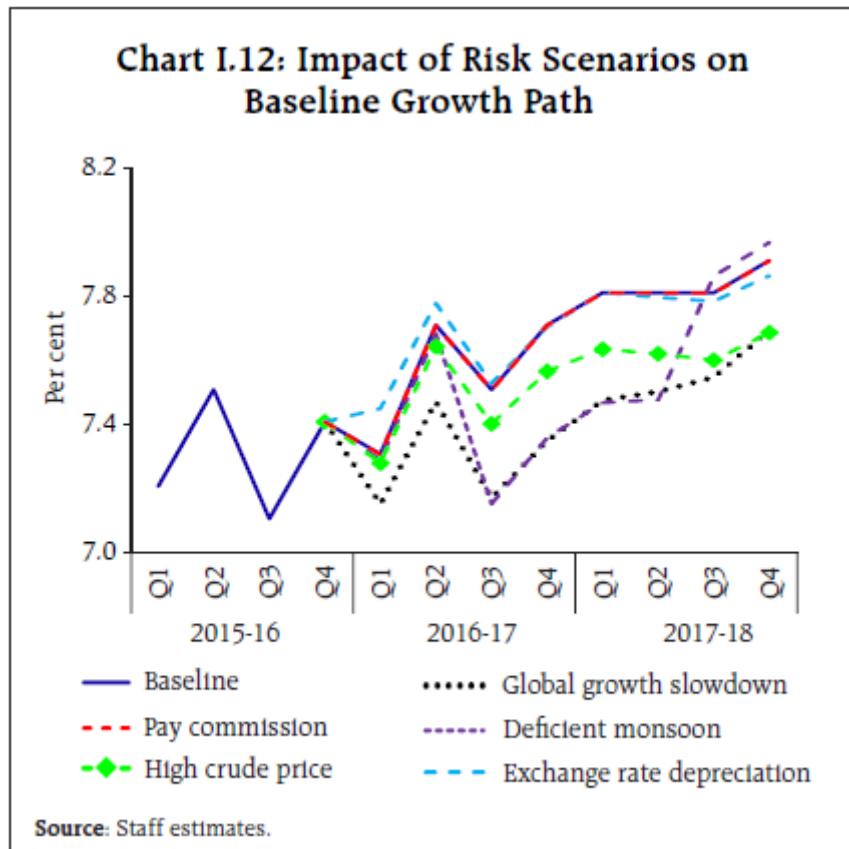
सीपीसी की सिफारिशों लागू होने से अग्रलिखित के जरिये मुद्रास्फीति और संवृद्धि प्रभावित हो सकती है -  
(क) आवास किराया भत्ते में प्रस्तावित वृद्धि का प्रत्यक्ष प्रभाव; (ख) सकल मांग के उपभोग के माध्यम

से पढ़ने वाले परोक्ष प्रभाव; तथा (ग) मुद्रास्फीति अपेक्षा माध्यम (अध्याय 2 देखें)। राज्यों में प्रचार-प्रसार के साथ, आवासन मुद्रास्फीति पर कुल प्रभाव के बढ़ने की संभावना है, इस कारण से समग्र उपभोक्ता मूल्य सूचकांक पर प्रभाव पड़ेगा। यह प्रभाव 24 माह तक बने रहना अपेक्षित है। यह मानते हुए कि आयोग की सिफारिशों को सरकार 2016-17 की दूसरी तिमाही से लागू करेगी, उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति 2016-17 तथा 2017-18 की बेसलाइन से औसतन 100-150 आधार अंक अधिक रह सकती है (चार्ट I.11)। बेशक, सातवें वेतन आयोग की सिफारिशों को लागू किए जाने के संबंध में सरकार का निर्णय अभी आना बाकी है।



## (ii) कमजोर वैश्विक संवृद्धि

हाल की गतिविधियों से यह संकेत मिलता है कि वैश्विक आर्थिक क्रियाएं कमजोर हो रही हैं। यदि ऐसा होता है तो अस्थिर वित्तीय बाजारों का प्रभाव वैश्विक अर्थव्यवस्था तक फैलेगा। बेसलाइन पर 1 प्रतिशत अंक की वैश्विक अर्थव्यवस्था में कमी का परिणाम भारत की संवृद्धि बेसलाइन से 20-40 आधार अंक कम होगी (चार्ट I.12)। घटती मांग से पर्यायों के वैश्विक मूल्यों में कमी आने के कारण मुद्रास्फीति में भी 10-20 आधार अंकों की कमी आएगी।



### (iii) विनिमय दर

हालांकि भारतीय अर्थव्यवस्था के समष्टि-आर्थिक मूलतत्व सुदृढ़ बने हुए हैं, तथापि बाह्य गतिविधियों के कारण विदेशी-मुद्रा बाजार की अस्थिरता संवृद्धि और मुद्रास्फीति दोनों ही क्षेत्रों को प्रभावित कर सकती है। बेसलाइन अवधारणा के संदर्भ में 5 प्रतिशत की गिरावट से मुद्रास्फीति 2016-17 की बेसलाइन अनुमानकी तुलना में 10-15 आधार अंक अधिक हो सकती है तथा वास्तविक जीवीए संवृद्धि में बेसलाइन से लगभग 5-10 आधार अंकों की वृद्धि हो सकती है।

### (iv) कमज़ोर मानसून

एल नीनो स्थिति के कारण दक्षिण-पश्चिम मानसून पर जोखिम बरकरार है। समस्त एल नीनो वर्षों का लगभग 90 प्रतिशत सामान्य से कम वर्षा वाला रहा है तथा एल नीनो वर्ष के 65 प्रतिशत सूखे का कारण बना है। यह मानते हुए कि मानसून में 20 प्रतिशत की कमी रहेगी और उसके कारण कृषि उत्पादन में होने वाली कमी के परिणामस्वरूप 2016-17 में समग्र जीवीए संवृद्धि में लगभग 40 आधार अंकों की कमी आ सकती है। इसके चलते खाद्यान्जनों के मूल्यों में वृद्धि हो सकती है। इसके

परिणामस्वरूप, यह मानते हुए भी कि अनाज भंडार, वसूली तथा न्यूनतम समर्थन मूल्यों के संबंध में सरकारी नीति कारगर रहेगी, 2016-17 में मुद्रास्फीति बेसलाइन से 80-100 आधार अंक अधिक हो सकती है।

#### (v) कच्चे तेल के मूल्यों में वृद्धि

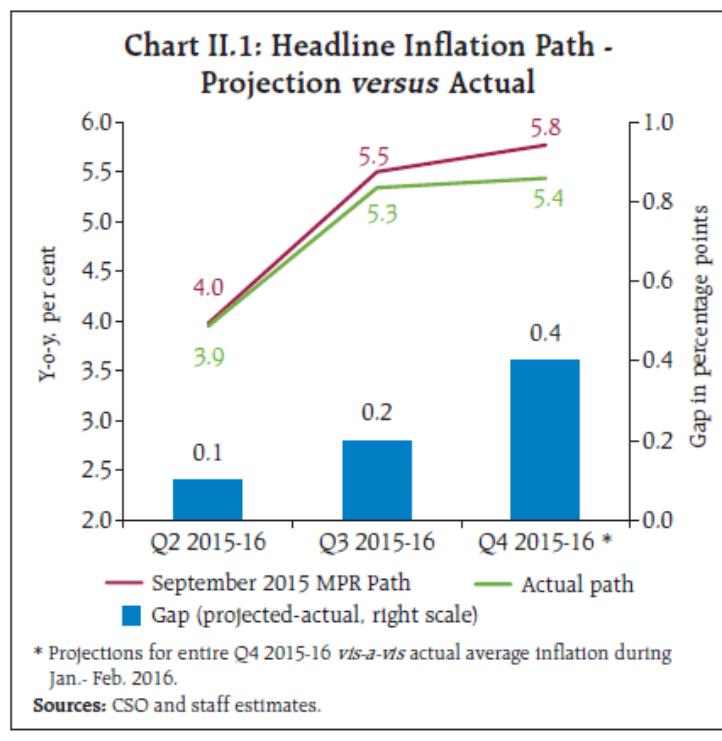
तेल बाजार की गतिशीलता पर राजनीतिक बलों के प्रभाव को देखते हुए तेल के मूल्यों के संबंध में काफी अनिश्चितता बनी रहती है। भू-राजनीतिक गतिविधियों के कारण आपूर्ति बाधित होने से तेल के मूल्यों में तेजी आ सकती है, लेकिन कमज़ोर वैश्विक मांग की वजह से मूल्यों में और गिरावट आ सकती है। यदि तेल के मूल्य बढ़ कर लगभग 50 अमरीकी डालर प्रति बैरल हो जाते हैं और यह मानते हुए कि घरेलू ईंधन के मूल्यों में सारा अंतरित कर दिया जाता है तो मुद्रास्फीति में 40-60 आधार अंकों की वृद्धि हो सकती है तथा संवृद्धि में 20-30 आधार अंकों की गिरावट आ सकती है। दूसरी ओर, यदि कच्चे तेल के मूल्य घट कर लगभग 20 अमरीकी डालर प्रति बैरल हो जाते हैं तो मुद्रास्फीति में 80-120 आधार अंकों की कमी आ सकती है तथा वास्तविक जीवीए संवृद्धि में 40-60 आधार अंकों का उछाल आ सकता है।

सतत अपस्फीति से मुद्रास्फीति अपेक्षाओं पर सीमित प्रभावों की शुरूआत हुई है। कच्चे तेल तथा अन्य जिंसों के मूल्यों के संबंध में अनुकूल बेसलाइन संभावनाओं के साथ अभी भी प्रतिकूल उत्पादन अंतर की वजह से यह अपेक्षा की जाती है कि 2016-17 तथा 2017-18 में मुद्रास्फीति गतिहीन लेकिन स्थिर रहेगी। दक्षिण-पश्चिम मानसून के सामान्य से इतर रहने, तेल के मूल्यों में भारी वृद्धि होने तथा कई उन्नत और उभरती अर्थव्यवस्थाओं में संवृद्धि में कमी से इस मौद्रिक नीति रिपोर्ट में निर्धारित संवृद्धि और मुद्रास्फीति संबंधी बेसलाइन अनुमानों में नकारात्मक स्वरूप की जोखिम उत्पन्न होगी।

## II. मूल्य और लागत

उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति खाद्यान्न के मूल्यों में तीव्र कमी के बाद फरवरी में घटने से पहले 2015-16 की दूसरी तिमाही में बढ़ी। कृषि और कृषीतर लागत के दबाव कम हुए तथा ग्रामीण क्षेत्रों और संगठित क्षेत्र में मजदूरी-वृद्धि कमजोर बनी रही।

सितंबर 2015 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में यह अनुमान लगाया गया था कि उक्त माह में हैडलाइन उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति<sup>1</sup> 4.5 प्रतिशत से बढ़कर 2015-16 की तीसरी तिमाही में औसतन 5.5 प्रतिशत तथा चौथी तिमाही में 5.8 प्रतिशत हो जाएगी। वास्तविक मुद्रास्फीति उक्त अनुमानों के काफी निकट रही, विशेष रूप से बदलाव के मोड पर, यद्यपि सीमांत अंतर जो बहुत कम था वह फरवरी 2016 में बढ़ गया (चार्ट II.1)।

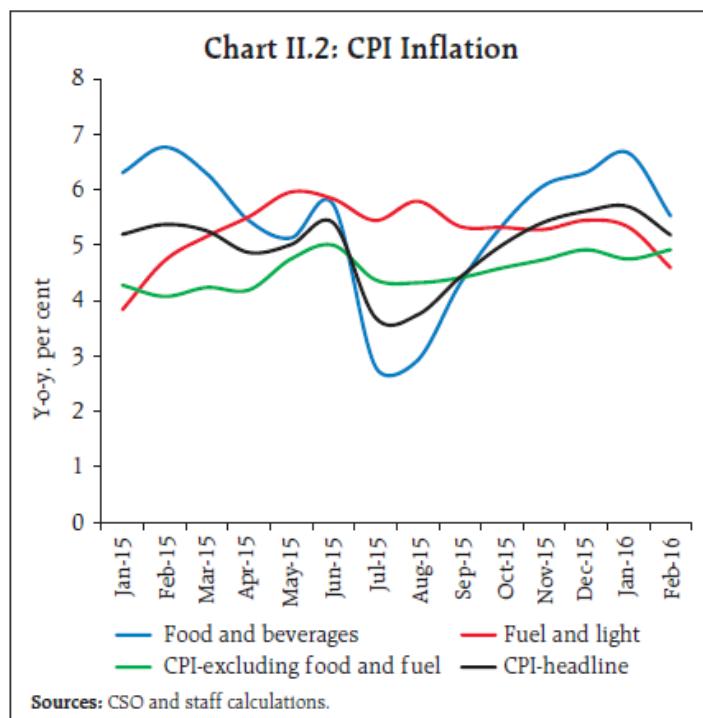


<sup>1</sup> हैडलाइन मुद्रास्फीति अखिल भारतीय संयुक्त (ग्रामीण + शहरी) उपभोक्ता मूल्य सूचकांक में साल-दर-साल आधार पर होनेवाले परिवर्तन से मापी जाती है।

जिन कारणों से मुद्रास्फीति अनुमान से कुछ कम रही, वे हैं - (i) कुशल आपूर्ति प्रबंधन के कारण अनाज संबंधी मुद्रास्फीति सीमित बनी रही (ii) दिसंबर के बाद से कच्चे तेल के मूल्यों में गिरावट, जो जनवरी 2016 में 12 वर्षों के सबसे निचले स्तर 30 अमरीकी डालर प्रति बैरल पर पहुंच गई; तथा (iii) दिसंबर 2015 से सब्जियों के दामों में भारी गिरावट। जनवरी 2016 में हैडलाइन मुद्रास्फीति 5.7 प्रतिशत थी जो जनवरी 2016 के लिए निर्धारित 6 प्रतिशत अपस्फीति लक्ष्य के भीतर थी। सब्जियों के मूल्यों में अपेक्षा से अधिक मौसमी गिरावट के कारण फरवरी में मुद्रास्फीति घट कर 5.2 प्रतिशत रह गई। इन गतिविधियों से इस बात की काफी संभावना बढ़ गई कि 2016-17 के लिए जो 5 प्रतिशत का लक्ष्य निर्धारित किया गया है, उसे प्राप्त कर लिया जाएगा।

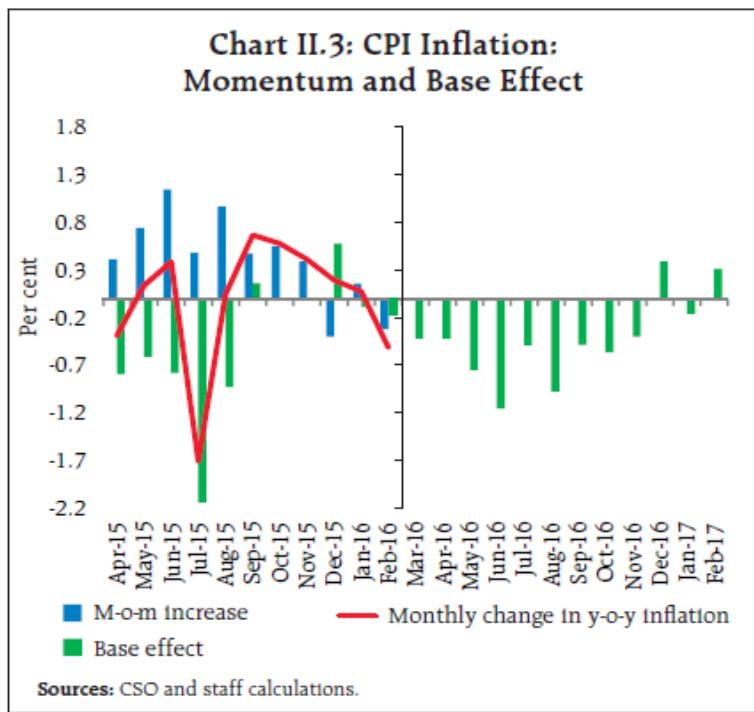
## II.1 उपभोक्ता मूल्य

अनुकूल आधार प्रभाव, जिसकी वजह से जुलाई-अगस्त 2015 के दौरान मुद्रास्फीति में गिरावट आई थी, सितंबर से कम हो गया जिसके परिणामस्वरूप मुद्रास्फीति फरवरी में घटने से पूर्व लगातार छह माह तक बढ़ती रही (चार्ट II.2)।

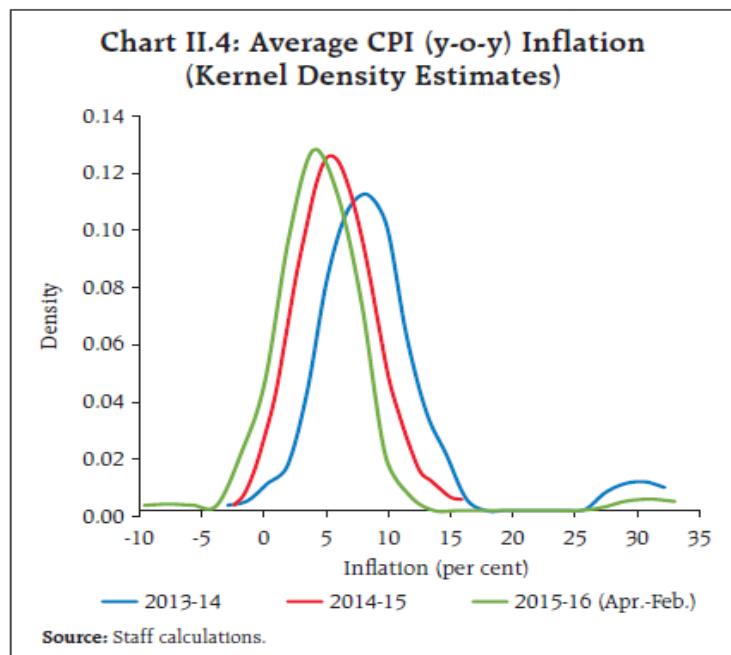


सितंबर-नवंबर के दौरान की इस अवधि में माह-दर-माह मूल्यों में लगातार परिवर्तन हुआ। यद्यपि माह-दर-माह मूल्य परिवर्तन दिसंबर में नकारात्मक हो गए तथापि उस माह में बड़े प्रतिकूल आधार के चलते

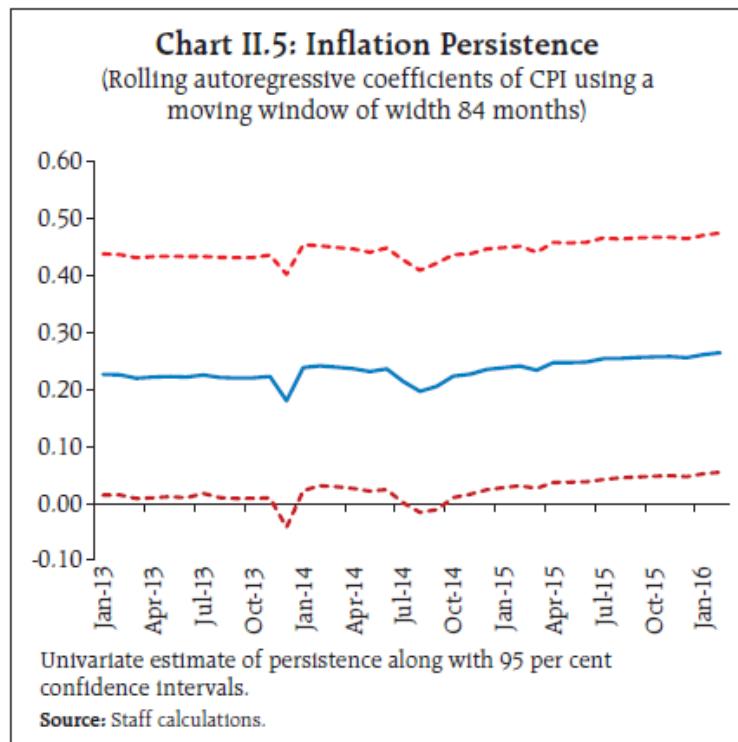
समग्र मुद्रास्फीति काफी प्रभावित हुई। फरवरी तक मुद्रास्फीति की बढ़त में कमी आई तथा अनुकूल आधार प्रभाव फिर से काम करने लगे (चार्ट II.3)।



कुछ खाद्य-समूहों, विशेषकर दालों के कारण उच्च मुद्रास्फीति को बल मिला (चार्ट II.4)।



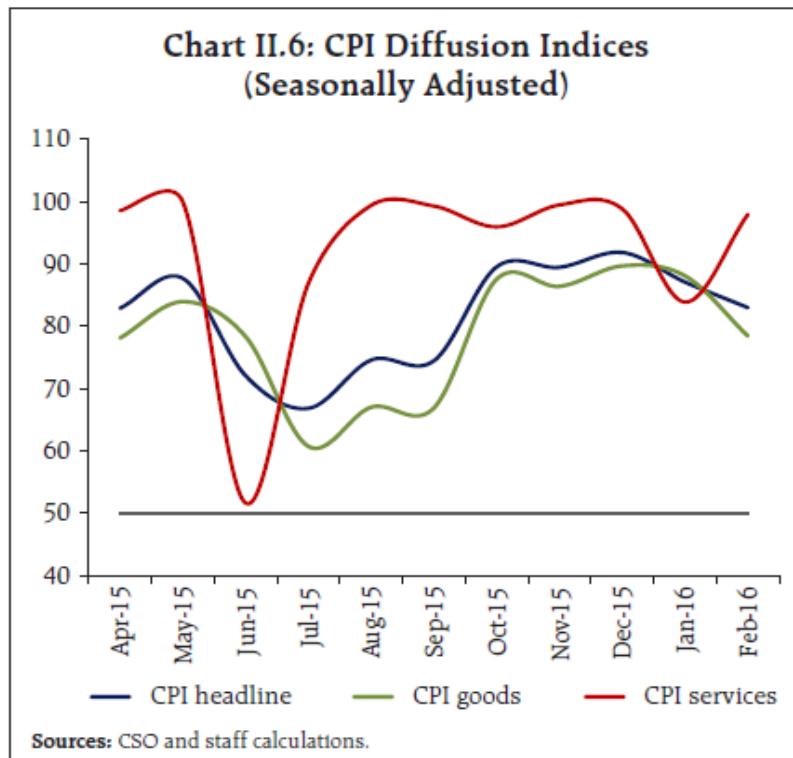
मुद्रास्फीति में कमी होने पर भी इसका बने रहना दालों तथा कुछ संवर्ग की सेवाओं के मूल्यों में जारी बढ़त को प्रतिबिंबित करता है (चार्ट 11.5)।



अधिकांश मूल्यों के एक ही दिशा में चलने की प्रवृत्ति आंकने वाला डिफ्यूजन सूचकांक<sup>2</sup> यह दर्शाता है कि समग्र उपभोक्ता मूल्य सूचकांक तथा घटक वस्तुओं और सेवाओं की रीडिंग तीसरी और चौथी तिमाही में 50 प्रतिशत से काफी अधिक थी, जो व्यापक मूल्य वृद्धि का संकेत देती है।

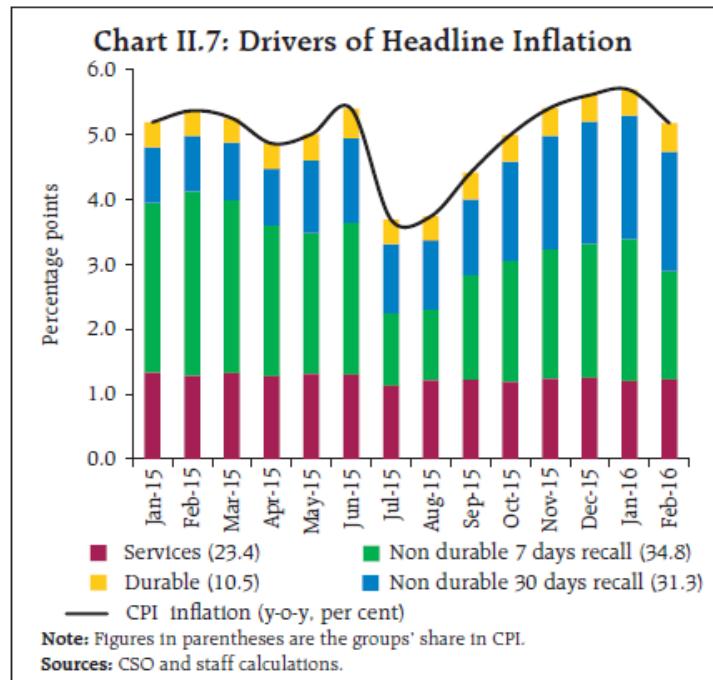
फरवरी में वस्तुओं के डिफ्यूजन सूचकांक में गिरावट आई, लेकिन सेवाओं के मामले में इसमें तीव्र वृद्धि हुई और यह 100 प्रतिशत के निकट पहुंच गया (चार्ट 11.6)।

<sup>2</sup> सीपीआई मुद्रास्फीति डिफ्यूजन सूचकांक सीपीआई बास्केट में मदों को पिछले एक महीने के दौरान उनकी मौसम समायोजित कीमतें बढ़ रही हैं या स्थिर हैं या गिर रही हैं, उसके अनुसार वर्गीकृत करता है।

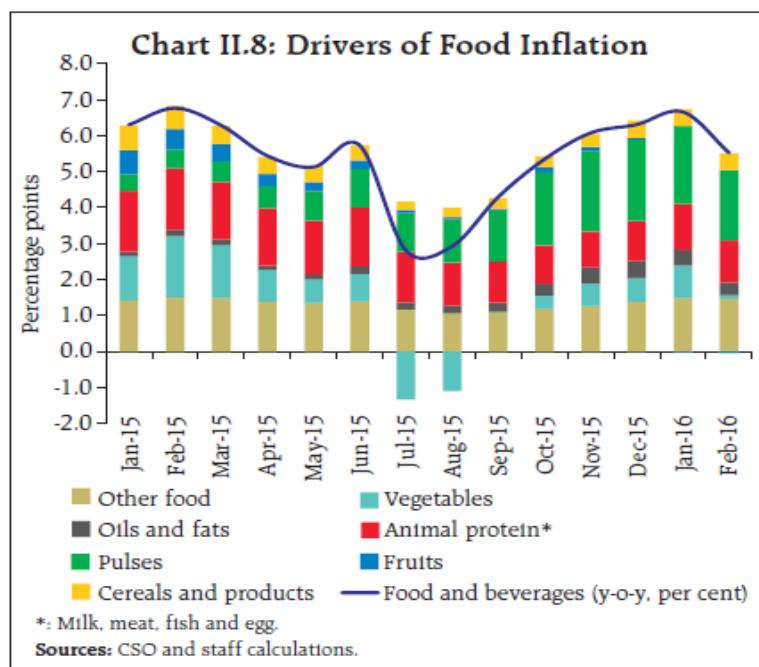


## 11.2 मुद्रास्फीति के संचालक

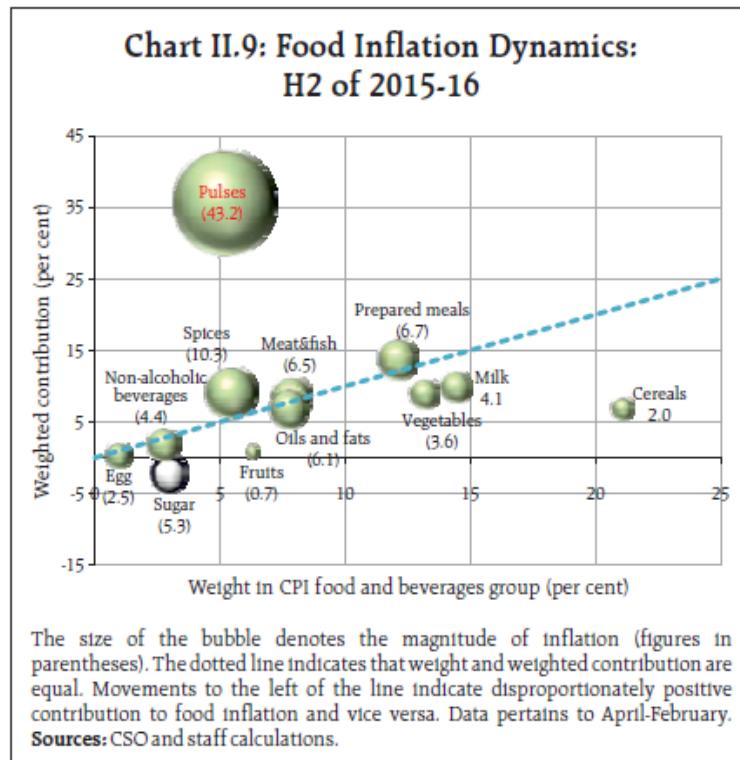
वर्ष 2015-16 में अब तक सेवाओं संबंधी मुद्रास्फीति सुस्थिर बनी रही। अप्रैल-फरवरी के दौरान इसका औसत योगदान उपभोक्ता मूल्य सूचकांक में इसके भार (23.4 प्रतिशत) की अपेक्षा कुछ अधिक (25.5 प्रतिशत) रहा। समग्र मुद्रास्फीति में उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुओं का योगदान भी स्थिर बना रहा (चार्ट 11.7)। औसत हैडलाइन मुद्रास्फीति (5.4 प्रतिशत) में खाद्य और पेय पदार्थों के संवर्ग का योगदान 53 प्रतिशत का रहा।



खाद्य मुद्रास्फीति फरवरी में कम होने से पहले सितंबर 2015 से जनवरी 2016 तक व्यापक रूप से बहुत तेजी से बढ़ती रही और वर्ष के शिखर पर पहुंच गई। अनाजों, फलों और पशु-आधारित प्रोटीन में मुद्रास्फीति सीमाबद्ध रही, इस अवधि में खाद्य मुद्रास्फीति का निर्धारण अधिकांशतः दालों और सब्जियों के मूल्यों में उत्तर-चढ़ाव से हुआ (चार्ट II.8)।



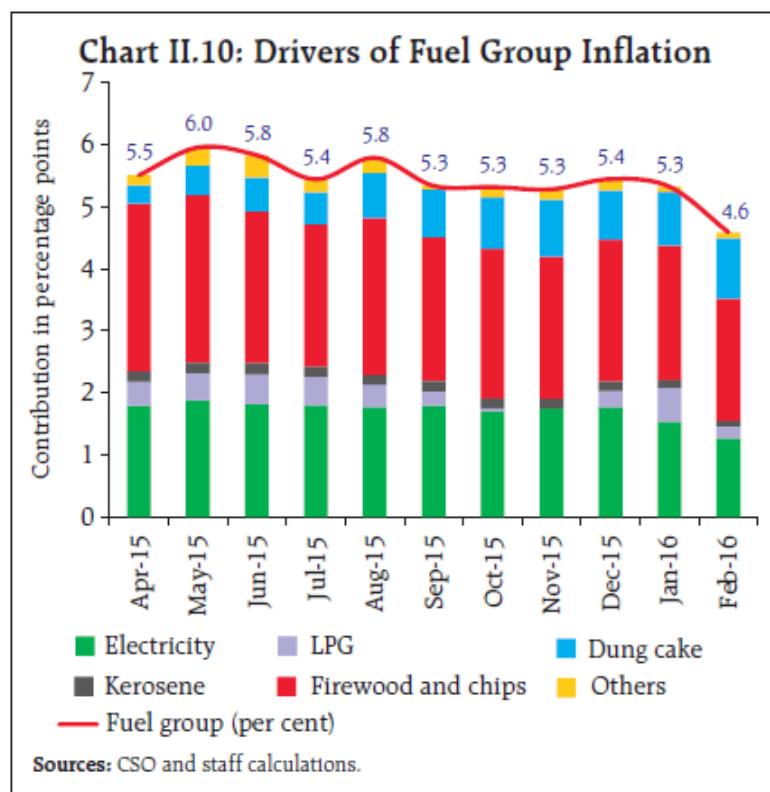
खाद्य मुद्रास्फीति में अकेले दालों का योगदान 35 प्रतिशत से अधिक का रहा, हालांकि खाद्य और पेय पदार्थ समूह में इसका हिस्सा लगभग 4 प्रतिशत से भी कम था (चार्ट II.9)।



दालों में बार-बार होने वाली उच्च मुद्रास्फीति मांग की तुलना में उसकी उपलब्धता में संरचनात्मक अंतर को व्यक्त करती है। भारत दालों का सबसे बड़ा उत्पादक और उपभोक्ता है, लेकिन उसका विदेशी व्यापार भारत के वार्षिक उत्पादन का मात्र 15 प्रतिशत है। कृषि संबंधी शोध का केंद्र तत्काल रूप से दालों पर अंतरित किए जाने की आवश्यकता है और इसमें कीट तथा बीमारी रोधक अल्पकालीन किस्में विकसित करने, बीज गुणित करने तथा फसल लाभ को बढ़ाने के उपायों पर ध्यान दिए जाने की जरूरत है ताकि भारत की दूसरी हरित क्रांति की शुरूआत हो सके। नवंबर 2015 से जनवरी 2016 के दौरान सब्जियों की मुद्रास्फीति में भी कुछ वृद्धि हुई क्योंकि दक्षिणी राज्यों में बेमौसमी वर्षा होने तथा बाढ़ आने की वजह से मूल्यों में होने वाली उस गिरावट पर लगाम लगी जो सामान्यतः सर्टियों के दिनों में दिखाई देती है। लेकिन, बाजार में फसल की आमद बढ़ने के साथ सब्जियों के दामों में तेजी से गिरावट आई, जिससे समग्र खाद्य मुद्रास्फीति में कमी हुई। अन्य खाद्य मर्दों में, चीनी के मामले में मूल्य-दबाव स्पष्टतः दिखाई दिए क्योंकि उत्पादन में कमी के अनुमान की वजह से इसके वैशिक मूल्यों में वृद्धि हुई। प्रोटीन-समृद्ध संवर्ग के भीतर, विशेषकर मांस और मछली के संबंध में दबाव बने रहे, क्योंकि इसकी बढ़ती मांग को पूरा करने में पूर्ति असफल रही। अनाज और उसके उत्पाद उपभोक्ता मूल्य सूचकांक की खाद्य

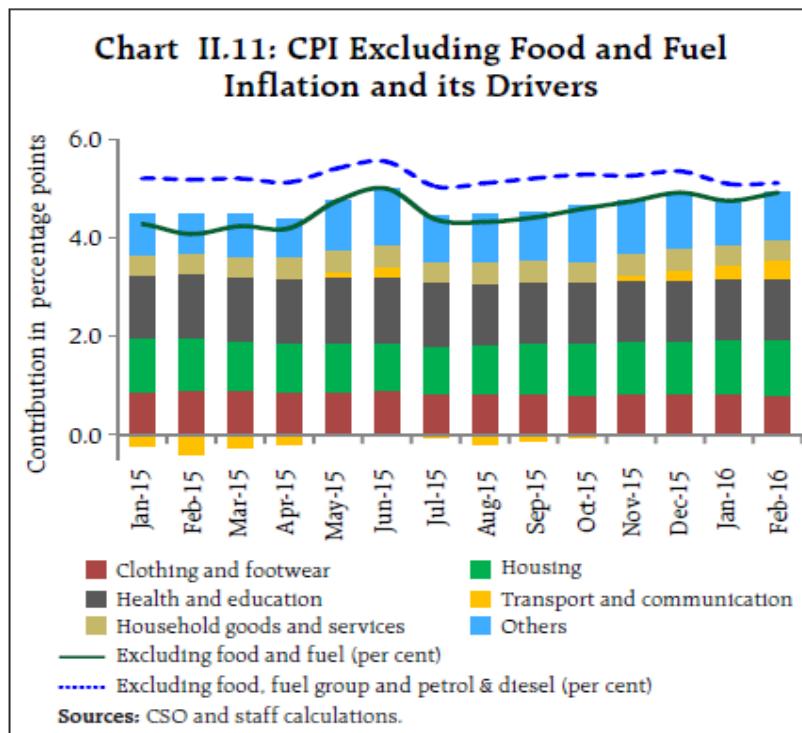
बॉस्केट में अनाज और उसके उत्पादों का हिस्सा 21.1 प्रतिशत होता है। लगातार दूसरे वर्ष कमज़ोर मानसून के बावजूद इनके मूल्यों में केवल सीमांत वृद्धि हुई। सरकार ने मूल्य दबावों को कम करने के लिए कई उपाय शुरू किए जिनमें न्यूनतम समर्थन मूल्य में कम वृद्धि तथा राज्यों द्वारा अधिक उठाव के उपाय शामिल हैं। साथ ही, वर्ष 2013 से अनाज के वैश्विक मूल्यों में निरंतर गिरावट से शीर्ष तक पहुंचे वैश्विक मूल्यों में 45 प्रतिशत का सुधार हुआ है। अन्य कारकों में ग्रामीण मजदूरी वृद्धि की धीमी गति तथा गिरती निविष्टि लागतें शामिल हैं।

ईंधन समूह में मुद्रास्फीति सितंबर से स्थिर बनी रही, लेकिन फरवरी में इसमें तीव्र गिरावट आई (चार्ट II.10)।

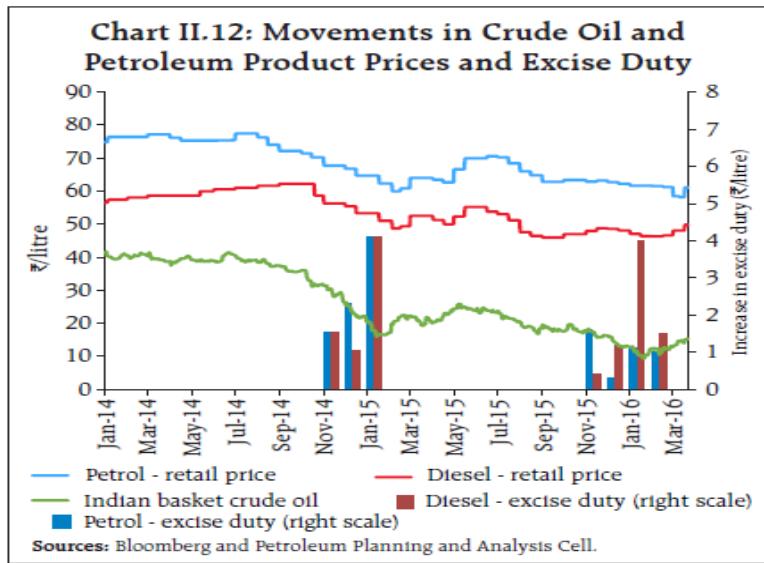


मिट्टी के तेल (केरोसीन) तथा एलपीजी के अंतर्राष्ट्रीय मूल्य स्थिर बने रहे तथा इनके संबंध में घरेलू प्रशासित मूल्यों से संबंधित अंतर वित्तीय वर्ष के दौरान समाप्त हो गया। विद्युत मुद्रास्फीति दिसंबर के बाद कम हुई। ईंधन समूह में दूसरे सबसे अधिक भार वाली जलाने की लकड़ी इस संवर्ग में मुद्रास्फीति की प्रमुख संचालक बनी रही। खाद्य और ईंधन को छोड़कर उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति में धीरे-धीरे वृद्धि हुई और यह अगस्त 2015 के 4.3 प्रतिशत से बढ़कर फरवरी 2016 में 4.9 प्रतिशत पर पहुंच गई। इसका मुख्य कारण परिवहन तथा संचार और आवासन उप-समूह में उच्चतर मुद्रास्फीति का होना

था। लेकिन, परिवहन के पेट्रोल तथा डीजल घटकों के समायोजन के बाद इस संवर्ग में मुद्रास्फीति स्थिर बनी रही और चौथी तिमाही में उसमें सिर्फ मामूली कमी आई (II.11)।



पेट्रोल और डीजल के मूल्यों में पिछली तिमाहियों की अपेक्षा तीसरी तिमाही में अपस्फीति की धीमी गति दिखाई दी। ऐसा नवंबर 2015 से पेट्रोल और डीजल की उत्पादन शुल्क दरों में लगातार वृद्धि होने के कारण हुआ (चार्ट II.12)।

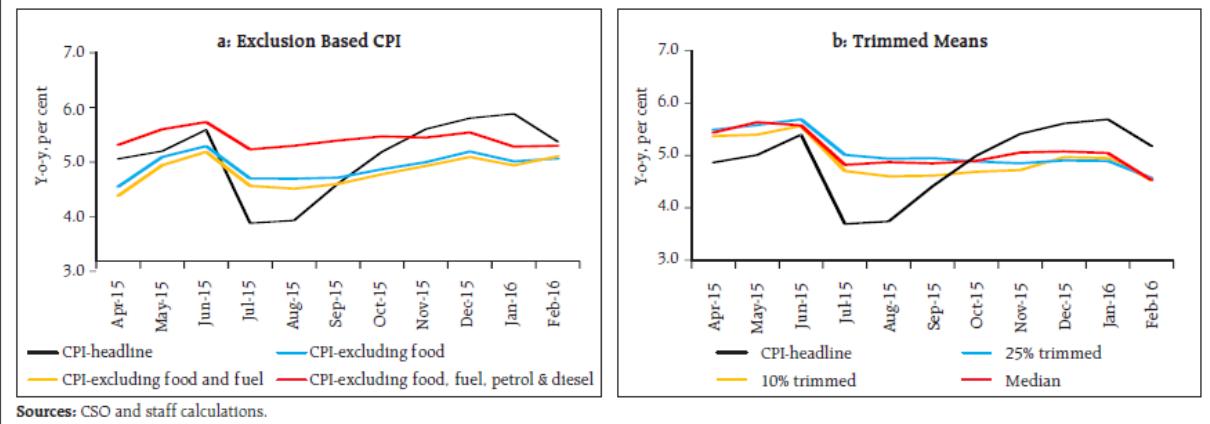


नवंबर 2014 से पेट्रोल और डीजल के उत्पादन शुल्क में क्रमशः लगभग 12 रुपये तथा 14 रुपये प्रति लीटर की संचित वृद्धि से खाद्य और ईंधन को छोड़कर उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति पर लगभग 90 आधार अंक तथा हैडलाइन मुद्रास्फीति पर लगभग 40 आधार अंकों का प्रत्यक्ष प्रभाव पड़ा। साथ ही, कच्चे तेल के वैश्विक मूल्यों में वृद्धि की वजह से मार्च में पेट्रोल और डीजल दोनों के मूल्यों में वृद्धि हुई। आवासन मुद्रास्फीति में सितंबर से धीरे-धीरे तथा लगातार वृद्धि हुई। इसके अलावा, मध्यावधि में समग्र मुद्रास्फीति में सातवें वेतन आयोग की सिफारिशों के होने वाले कार्यान्वयन से महत्वपूर्ण बदलाव आ सकता है (बॉक्स 11.1)।

#### मुद्रास्फीति के अन्य उपाय

उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति बॉस्केट में गैर-व्यापारयोग्य मर्दों के प्रभाव के कारण उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति के वंचन-आधारित उपायों में कोई परिवर्तन नहीं हुआ (चार्ट 11.13)।

Chart II.13: Measures of Underlying Inflation



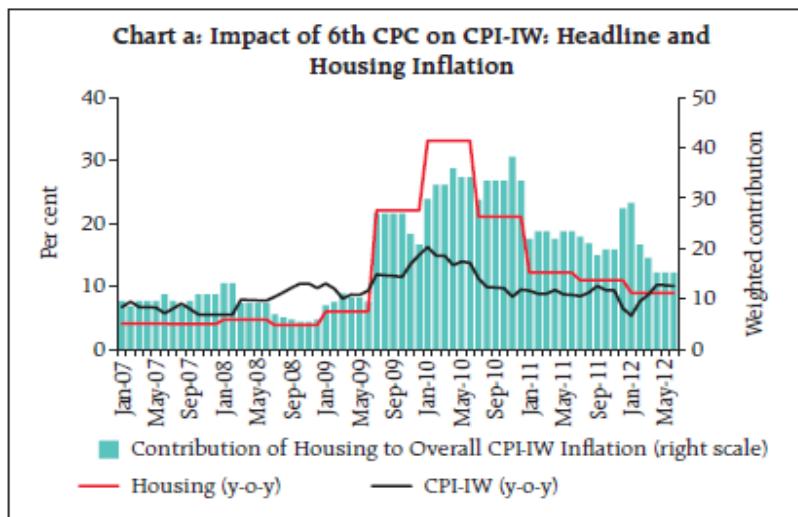
दूसरी ओर, उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति के कम हुए (ट्रिम्ड) मीन उपायों में चौथी तिमाही में कमी आई और वह हैडलाइन मुद्रास्फीति से नीचे बनी रही। अनुभवजन्य साक्ष्यों से यह पता चलता है कि भारत<sup>3</sup> में हैडलाइन मुद्रास्फीति को खाद्य तथा ईंधन मुद्रास्फीति, उच्च मुद्रास्फीति अपेक्षाएं निर्मित होने, मजदूरी में वृद्धि तथा अन्य वस्तुओं के मूल्यों में वृद्धि के माध्यम से प्रभावित करती है। घरेलू मांग में वृद्धि की स्थिति के दौरान खाद्य से गैर-खाद्य मुद्रास्फीति में फैलाव अधिक पाया जाता है<sup>4</sup>।

<sup>3</sup> काशीन, पॉल और राहुल आनंद। ईडी। (2016) "टेमिंग इंडियन इन्फ्लेशन," अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष, फरवरी।

<sup>4</sup> बोरदोलोई एस (2016) "स्पील ओवर फ्रॉम फूड इन्फ्लेशन टु कोर इन्फ्लेशन इन इंडिया : एन इम्पीरिकल एनालिसिस" (Mimeo)।

## बॉक्स 11.1 - मध्यावधि मुद्रास्फीति क्षेत्र (Trajectory) में केंद्रीय वेतन आयोग की सिफारिशों के कार्यान्वयन का प्रभाव

सातवें केंद्रीय वेतन आयोग की सिफारिशों प्रत्यक्ष तथा परोक्ष दोनों ही माध्यमों से मुद्रास्फीति क्षेत्र को काफी प्रभावित कर सकती है। सरकार द्वारा सब्सिडीप्राप्त आवास उपलब्ध कराने के मामले में, आवास के लिए प्रभारित किराया आवास किराया भत्ता कहलाता है जो नाममात्र के लाइसेंस शुल्क के साथ कर्मचारी को देय होता है। आवास किराया भत्ते में वृद्धि से सरकार द्वारा उपलब्ध कराए गए आवास के लिए अध्यारोपित किराए में वृद्धि होती है। सरकार द्वारा आवासीय भत्ते में यह वृद्धि इसलिए की जाती है कि उसे प्रचलित बाजार दरों के समकक्ष लाया जा सके। इस प्रकार, मुद्रास्फीति पर प्रत्यक्ष प्रभाव अधिक आवासीय सूचकांक के जरिये पड़ता है। परोक्ष प्रभाव निजी उपभोग व्यय में वृद्धि तथा सामान्य रूप से मकान किरायों में वृद्धि के दूसरे दौर से पड़ता है, जो जनता की समझ में उच्चतर मुद्रास्फीति अपेक्षाओं को जगा सकती हैं। छठे केंद्रीय वेतन आयोग की सिफारिशों अगस्त 2008 में लागू की गई थीं, जिसमें आवास किराया भत्ता सितंबर 2008 से प्रभावी हुआ था। सीपीआई-आई डब्ल्यू<sup>1</sup> में किराए संबंधी आंकड़े एकत्रित करने की कार्यपद्धति के कारण प्रत्यक्ष प्रभाव कुछ देर से जुलाई 2009 से जनवरी 2010 के बीच तब सामने आया था जब समग्र मुद्रास्फीति में आवासन का अंशदान 25 प्रतिशत से अधिक रहा था (चार्ट ए)।



जुलाई 2009 में यह अनुमान लगाया गया था कि सीपीआई-आई डब्ल्यू मुद्रास्फीति पर छठे वेतन आयोग की सिफारिशों के कार्यान्वयन का प्रत्यक्ष प्रभाव 2.5 प्रतिशत अंक का रहेगा, जो जनवरी 2010 तक बढ़कर लगभग 4 प्रतिशत अंक तक जा पहुंचा। अधिकांश राज्यवार आवासन सूचकांकों ने जुलाई 2010 तक उल्लेखनीय वृद्धि दर्शाई जो इस बात का प्रतीक थी कि राज्यों में भी केंद्रीय वेतन आयोग की सिफारिशों को तेजी से अपनाया जा रहा था (सारणी)।

सारणी : छठे केंद्रीय वेतन आयोग के दौरान सीपीआई-आई डब्ल्यु आवासन में माह-दर-माह वृद्धि

(प्रतिशत) - चयनित राज्य

क्र.	राज्य	जन-09	जुलाई -09	जन -10	जुलाई -10	जन-11	जुलाई -11	जन-12
1	आंध्र प्रदेश	4.8	13.5	12.4	5.4	6.3	5.3	3.2
2	असम	1.6	5.1	4.4	1.2	1.6	9.3	5.4
3	बिहार	2.0	23.5	22.2	6.1	5.3	4.7	1.9
4	गुजरात	2.7	15.2	13.0	6.1	6.5	7.6	3.5
5	हरियाणा	3.7	15.3	16.0	8.1	5.0	3.1	1.9
6	कर्नाटक	7.6	12.9	9.7	2.5	2.4	2.4	3.1
7	केरल	4.5	14.9	8.1	1.9	2.8	4.1	2.5
8	मध्य प्रदेश	2.3	17.2	20.5	6.5	5.3	2.5	2.6
9	महाराष्ट्र	3.2	12.0	9.5	10.0	11.2	5.8	2.9
10	उड़ीसा	6.2	36.5	17.0	8.3	7.8	6.0	2.0
11	पंजाब	6.3	18.9	12.7	4.7	4.0	3.1	2.1
12	राजस्थान	3.9	16.3	16.4	3.6	2.1	6.5	1.9
13	तमिलनाडु	4.8	10.7	8.0	6.2	2.0	1.6	2.4
14	उत्तर प्रदेश	7.0	29.4	21.9	5.5	3.5	3.2	2.4
15	पश्चिम बंगाल	3.5	15.0	12.0	4.4	7.9	8.7	6.6

राज्य सरकार के कर्मचारियों के आवास किराये भत्ते में अलग-अलग समय हुई वृद्धि से आवासीय सूचकांक में वृद्धि की दर जनवरी 2012 तक ऊंची बनी रही।

वीएआर तथा संरचनागत मॉडलों से प्राप्त अनुमानों के आधार पर समग्र सीपीआई-आई डब्ल्यु मुद्रास्फीति पर छठे केंद्रीय वेतन आयोग की सिफारिशों के कार्यान्वयन का प्रभाव लगभग 60 आधार अंकों का आंका गया।

सातवें केंद्रीय वेतन आयोग की सिफारिशों को लागू करने से हैडलाइन मुद्रास्फीति पर लगभग 150 आधार अंकों का प्रत्यक्ष प्रभाव अपेक्षित है। परोक्ष प्रभाव 40 आधार अंकों का होना अनुमानित है।

वेतन आयोग की सिफारिशों का प्रभाव दो वर्षों की अवधि तक देखे जाने की संभावना है (अध्याय 1)। छठे वेतन आयोग की सिफारिशों की तुलना में सातवें वेतन आयोग की सिफारिशों से आवासन सूचकांक में वृद्धि अधिक तेजी से तथा लगातार होने<sup>2</sup> तथा परोक्ष प्रभाव कम पड़ने की संभावना है। साथ ही, सातवें केंद्रीय वेतन की सिफारिशों के अंतर्गत बकाया राशियों का भुगतान काफी कम होगा, लेकिन आवास भत्ते की दरों में तब स्वतः वृद्धि होगी जब कर्मचारियों के वेतन भत्तों की राशि प्रारंभिक सीमा को पार कर जाएगी<sup>3</sup>।

1. सीपीआई आईडब्ल्यु मुद्रास्फीति में आवासन सूचकांक का 15.3 प्रतिशत का भार है। किराए संबंधी आंकड़े शृंखला आधारित पद्धति का प्रयोग करते हुए वर्ष में दो बार इकट्ठे किए जाते हैं तथा किराया सूचकांक की गणना छह माह में एक बार अर्थात् जनवरी और जुलाई में की जाती है तथा आगे के पांच महीनों के लिए उसे स्थिर रखा जाता है।
2. सीपीआई में, पूरे भारत में प्रत्येक माह में कुल मकानों के 1/6 भाग का नमूने के तौर पर दौरा किया जाता है तथा आवास किराया सूचकांक को मासिक रूप से अद्यतन बनाने के लिए मूविंग रेट रिलेटिव पद्धति का उपयोग किया जाता है।
3. X, Y तथा Z श्रेणी के शहरों के लिए आवास किराया भत्ते की दरें आधार वेतन के क्रमशः 24 प्रतिशत, 16 प्रतिशत तथा 8 प्रतिशत से बढ़ कर क्रमशः 27 प्रतिशत, 18 प्रतिशत तथा 9 प्रतिशत हो जाएंगी जब महंगाई भत्ता आधार वेतन के 50 प्रतिशत को पार कर जाएगा तथा महंगाई भत्ते के आधार वेतन के 100 प्रतिशत को पार करने पर इसमें और वृद्धि होगी तथा यह बढ़ कर क्रमशः 30 प्रतिशत, 20 प्रतिशत और 10 प्रतिशत हो जाएगा।

खाद्य और ईंधन मूल्यों के आघातों तथा उनके फैलावों को समझने से मुद्रास्फीति संबंधी अपेक्षाओं को थामने में मौद्रिक नीति के लिए सार्थक अंतर्दृष्टि मिल सकती है। अन्य उपभोक्ता मूल्य सूचकांकों द्वारा मापी गई मुद्रास्फीति उपभोक्ता हैडलाइन मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति के साथ-साथ चली। थोक मूल्य सूचकांक में अपस्फीति 2015-16 की दूसरी तिमाही में अपने सबसे निचले स्तर पर पहुंच गई। जीवीए और जीडीपी डिफ्लेटर्स जो दूसरी तिमाही में नकारात्मक स्थिति में पहुंच गए थे, वे तीसरी तमाही में सकारात्मक हो गए। उपभोक्ता मूल्य सूचकांक तथा थोक मूल्य सूचकांक के बीच का अंतर चौथी तिमाही से कम होना शुरू हो गया है (सारणी 11.1)।

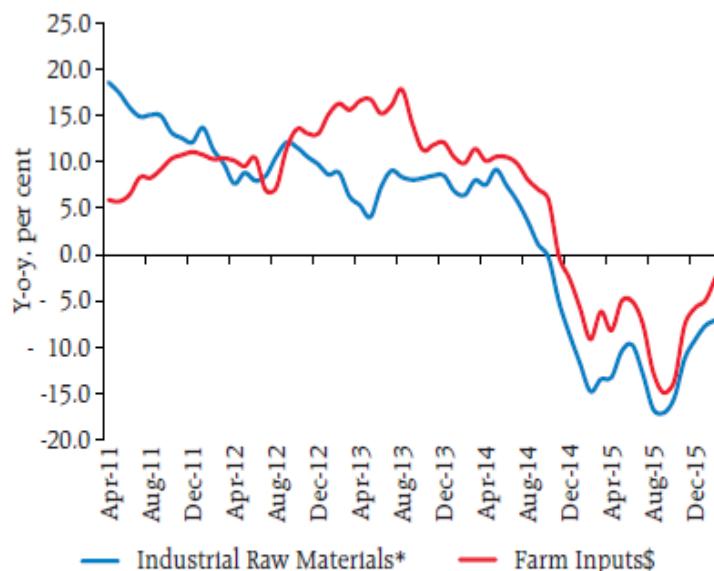
सारणी II.1 : मुद्रास्फीति के माप						
तिमाही/माह	जीडीपी अपस्फीतिकारक	डब्ल्यूपीआई	सीपीआई	सीपीआई-आईडब्ल्यू	सीपीआई-एएल	सीपीआई-आरएल
तिः 1: 2014-15	7.2	5.9	5.8	7.4	6.9	8.1
तिः 2: 2014-15	2.1	1.8	3.9	6.7	6.8	7.3
तिः 3: 2014-15	2.9	3.5	0.3	4.1	5.0	5.4
तिः 4: 2014-15	1.0	2.3	-1.8	5.3	6.6	5.8
तिः 1: 2015-16	0.0	1.0	-2.3	5.1	5.9	4.4
तिः 2: 2015-16	-2.1	-1.2	-4.6	3.9	4.6	3.1
तिः 3: 2015-16	0.7	1.8	-2.3	5.3	6.5	5.0
जनवरी-16			-0.9	5.7	5.9	5.6
फरवरी 16			-0.9	5.2	5.5	5.0

आईडब्ल्यू-इंडस्ट्रियल वर्कर, एएल:कृषि लेबरर, और आरएल: ग्रामीण लेबरर

### II.3 लागतें

सितंबर 2015 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट के बाद से ऊर्जा तथा गैर-ऊर्जा के वैश्विक मूल्यों में लगातार होने वाली कमी के चलते अर्थव्यवस्था पर लागतों का दबाव कम हुआ है। घरेलू निविष्ट लागतों के दबावों में भी कमी आई है। औद्योगिक और कृषि लागतों, दोनों ही में संकोचकारी स्थिति बनी रही, हाल के महीनों में उनमें से कुछ में लगातार वृद्धि हुई है (चार्ट II.14) कृषि क्षेत्र में, बिजली, ऊर्वरक तथा कृषि मशीनों के मूल्य सीमाबद्ध रहे तथा डीजल के मूल्यों में कुछ कमी आई। कृषीतर क्षेत्र में, खनिजों तथा ईंधन के मूल्यों में कमी से राहत मिली।

**Chart II.14: Farm and Non-farm Input Cost Inflation**



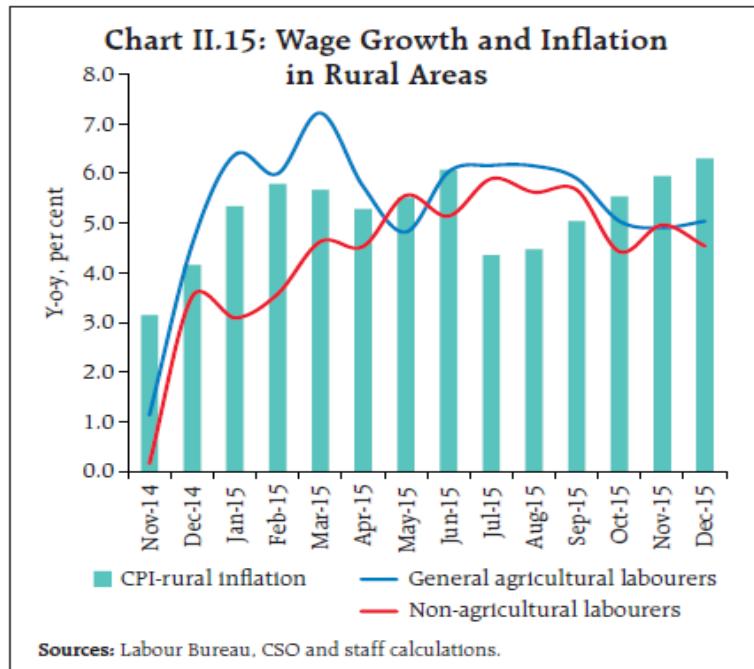
\*: Comprises primary non-food articles, metallic & other minerals, coal, aviation turbine fuel, high speed diesel, naphtha, bitumen, furnace oil, lubricants, electricity (industry), cotton yarn and paper pulp from WPI.

\$: Comprises high speed diesel, electricity (agricultural), fertilizers & pesticides, agricultural machinery & implements and tractors from WPI.

Sources: Ministry of Commerce & Industry and staff calculations.

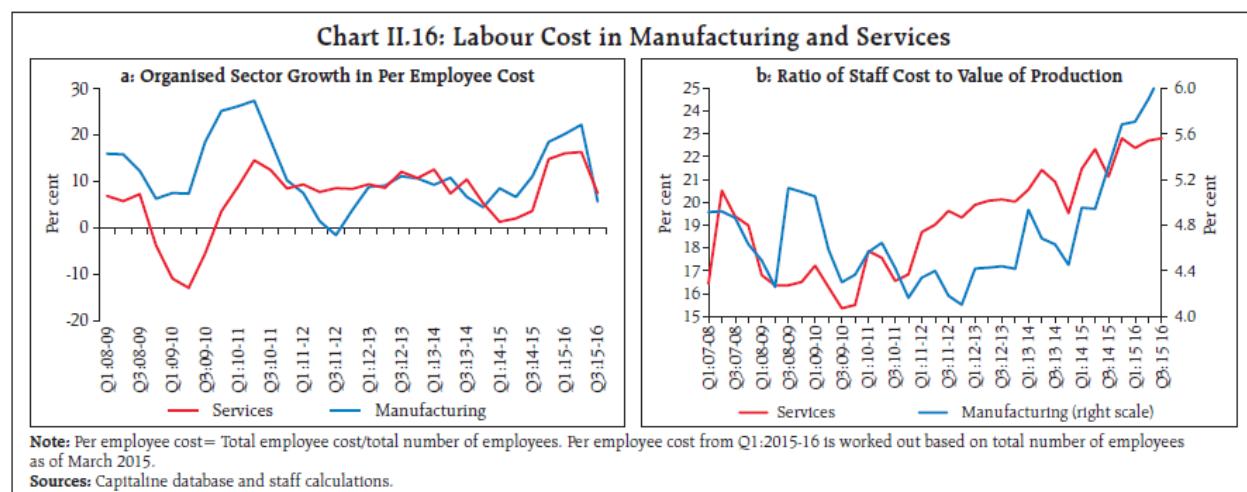
थोक निविष्टि मूल्य मुद्रास्फीति रिजर्व बैंक के औद्योगिक संभावना सर्वे में भाग लेने वाली विनिर्माण फर्मों के मूल्यांकन के काफी निकट रहती है। जनवरी-मार्च 2016 में आयोजित 73वें दौर के सर्वे से यह पता चलता है कि लागतों में गिरावट के नियर-टर्म में विस्तारित होने के साथ निविष्टि वृद्धि में मामूली कमी आई। यह भावना विशेष रूप से धातु और पेट्रोलियम उद्योगों में संलग्न उन कंपनियों द्वारा चालित हुई जो जिसों के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में गिरावट से लाभान्वित होती हैं। थोक मूल्य मुद्रास्फीति में गिरावट कच्चे माल की लागत में कमी के रूप में परिलक्षित हुई। निविष्टियों के गिरते मूल्य तथा कमज़ोर मांग की स्थिति से कंपनियों की मूल्य-निर्धारण शक्ति पर लगाम लगी। लेकिन, सेवा क्षेत्र के मामले में, हॉटेल और रेस्टोरेंट, वित्त तथा परिवहन कंपनियों जैसे समस्त प्रमुख क्षेत्रों में निविष्टि के मूल्यों में वृद्धि की बात सामने आई।

कृषि लागतों के एक प्रमुख निर्धारक ग्रामीण मजदूरी में सांकेतिक रूप में कुछ वृद्धि हुई तथा यह वास्तविक रूप में लगभग स्थिर बनी रही (चार्ट II.15)।



सांकेतिक मजदूरी वृद्धि में आई कमी में मुद्रास्फीति में आई गिरावट का भी कुछ हाथ हो सकता है।

संगठित क्षेत्र में प्रति कर्मचारी लागत के रूप में प्रतिबिंबित मजदूरी वृद्धि में वर्ष 2015-16 की तीसरी तिमाही में विनिर्माण तथा सेवा क्षेत्र दोनों में गिरावट परिलक्षित हुई। विनिर्माण क्षेत्र में यह गिरावट ज्यादा तीव्र थी। जबकि विनिर्माण क्षेत्र में मजदूरी वृद्धि में गिरावट आई, वहीं विनिर्माण क्षेत्र में उत्पादन-मूल्य में अधिक तेजी से गिरावट हुई, जिससे इकाई श्रम लागत में (श्रम लागत से उत्पादन लागत के अनुपात के रूप में मापी गई) वृद्धि हुई (स्टाफ (चार्ट II.16))।



मौद्रिक नीति के लिए यह जरूरी है कि वह अर्थव्यवस्था मूल्य-निर्धारण व्यवहार को समझे। उसे विशेष रूप से मूल्य-निर्धारण की उन अनम्यताओं को समझना चाहिए जिनसे कल्याण में कमी आती है। (ब्लाइंडर तथा अन्य (1998)<sup>5</sup>, लौपियास (2013)<sup>6</sup>, डायस तथा अन्य (2015)<sup>7</sup>.

वर्ष 2010-2014 से भारतीय रिज़र्व बैंक के औद्योगिक संभावना सर्वे में शामिल कंपनियों के पैनल पर ऑर्डर्ड प्रोविट मॉडल के क्रमहीन प्रभावों से यह पता चलता है कि कच्चे माल, श्रम तथा वित्त की लागतें प्रभाव के घटते क्रम में मूल्य-निर्धारण व्यवहार को प्रभावित करती हैं<sup>8</sup>। मूल्य-निर्धारण संबंधी निर्णय सामान्यतः कंपनियों के आकार, मौसमपरकता, मूल्यों में किए गए विगत परिवर्तनों तथा आघातों को समायोजित करने के फर्मों के तरीके के आधार पर विभिन्न होते हैं।

**फर्म अधिकांशतः** मूल्य आघात को किसी अन्य तरीके से समायोजित करने के बजाय मूल्यों में वृद्धि करके समायोजित करती हैं। इसी प्रकार, मांग में वृद्धि होने पर मूल्यों में अधिक वृद्धि की जाती है, लेकिन मांग कम होने पर मूल्यों में कमी करने की संभावना कम रहती है। इससे यह पता चलता है कि मुद्रास्फीति को नियंत्रण में रखने के लिए अपनायी जाने वाली वृद्धिकारी या संकुचनकारी मौद्रिक नीति भी असमान होगी - वृद्धिकारी नीति से मुद्रास्फीति में होने वाली वृद्धि की गति संकुचनकारी नीति से मुद्रास्फीति में होने वाली कमी की अपेक्षा बहुत तेज होती है<sup>9</sup>। भारत में ऑन-लाइन विनिमय तथा ई-कॉमर्स जैसे लेनदेन के नए तरीकों का चलन, विशेष रूप से शहरी क्षेत्रों में, बढ़ रहा है। लेनदेन के ऐसे तरीकों में मूल्यों में समायोजन की लागत सीमित हो सकती है, अतः मेन्यु लागतों द्वारा प्रेरित मूल्य

<sup>5</sup> ब्लैंडर ए.एस. (1991), "व्हाई आर प्राइजेस स्टिकी ? प्रिलिमिनरी रिजल्ट्स फ्रॉम एन इंटरव्यू स्टडी" अमेरिकी आर्थिक समीक्षा 81: 89-96।

<sup>6</sup> लौपियस क्लेयर और पैट्रिक सेवेस्ट्रे (2013), "कॉस्ट्स, डिमांड एंड प्रोड्यूसर प्राइस चेंजेस", आर्थिक एवं सांख्यिकी समीक्षा, मार्च, 95(1): 315-327।

<sup>7</sup> डायस डैनियल ए, कार्लस रोबलो मारकुएस, फर्नांडो मार्टिस, जे. एम.सी. सेंटोस सिल्वा (2015), "अण्डरस्टैंडिंग प्राइस सीकनेस: फर्म-लैवल एविडेन्स ऑन प्राइज़ एडजस्टमेंट लग्स एंड देअर एडजस्टमेंट" अर्थशास्त्र और सांख्यिकी का ऑक्सफोर्ड बुलेटिन 77 (5): 701-718।

<sup>8</sup> कुमारी श्वेता, और इंद्रजीत राय, (2016), " प्राइज़ सेटिंग बिहेवीयर ऑफ कंपनीस": एविडेन्स फ्रॉम इंडस्ट्रियल आउटलूक सर्वे" (Mimeo)।

<sup>9</sup> ये परिणाम अन्य देशों के लिए भी धारण करने के पाए जाते हैं। अमीरौल्ट डेविड, क्वान कैरोलिन, और विल्किनसन गॉर्डन (2006) देखें। " सर्वे ऑफ प्राइज़ -सेटिंग बिहेवीयर ऑफ कनेडियन कंपनीस", बैंक ऑफ कनाडा वर्किंग पेपर 2006-35 सितंबर ।

अनम्यता की प्रासंगिकता कम हो सकती है। साथ ही, ऐसी फर्मों द्वारा अपनाई गई नीतियों तथा अपनाए गए गतिशील मूल्य-निर्धारण मॉडल से मूल्यों में अत्यधिक लोच आ सकती है। इन गतिविधियों से मौद्रिक नीति का निर्धारण जटिल बन जाता है क्योंकि ऐसी मर्दों के मूल्य फिलहाल मूल्यों की आधिकारिक सांख्यिकी में शामिल नहीं हैं।

### III. मांग और उत्पादन

वर्ष 2015-16 की दूसरी छमाही में घरेलू गतिविधियों में कमी आई। मीयादी निवेश की स्थिरता, ग्रामीण उपभोग में कमी तथा चल रहे राजकोषीय समेकन के कारण सकल मांग सीमित रही। कृषि पर कम मानसून के प्रभाव के कारण सकल आपूर्ति में कमी आई। निविष्ट-लागतों में गिरावट से उद्योग को सकल मूल्य-योजन का लाभ मिला, लेकिन सेवाओं में विस्तार बना रहा।

वर्ष 2015-16 की दूसरी छमाही में घरेलू आर्थिक क्रियाओं की गति निवेशहीनता तथा लंबे समय से निर्यातों में हो रही गिरावट के चलते मंद पड़ गई। निजी उपभोग सकल मांग को थामे रखने में मुख्य भूमिका निभाता रहा है, लेकिन यह बात शहरों तक ही सीमित रही है। ग्रामीण उपभोग के संयोगात्मक निर्देशक या तो कमजोर रहे या नकारात्मक क्षेत्र में रहे। हां, आपूर्ति के मामले में कुछ बेहतरी दिखाई दी। कमजोर मानसून की निरंतरता तथा हाल ही की बेमौसमी वर्षा के बावजूद खाद्यान्न के उत्पादन में पिछले वर्ष के मुकाबले कुछ वृद्धि हुई है। उद्योगों के मामले में, उत्पादन की मात्रा में हुई कमी को निविष्ट-लागतों में हुई गिरावट से काफी राहत मिली। जहां सेवा क्षेत्र की गतिविधियां व्यापारयोग्य वस्तुओं के कम निष्पादन के कारण विपरीत रूप से प्रभावित हुई, वहीं गैर-व्यापारयोग्य वस्तुओं का उचित गति से विस्तार होता रहा।

#### III.1 सकल मांग

बाजार मूल्य पर वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद में वर्ष-दर-वर्ष परिवर्तनों के रूप में सकल मांग, मीयादी निवेश की स्थिरता से उत्पन्न झंझावात का सामना करते हुए, 2015-16 की दूसरी छमाही में संयमित रही (सारणी III.1)।

### सारणी III.1: वास्तविक जीडीपी विकास दर

(प्रतिशत)

मद	आरित योगदान*	2014-15	2015-16 (एड्ड)	2014-15				2015-16				
				ति1	ति2	ति3	ति4	ति1	ति2	ति3	ति4#	
2014-15	2015-16											
I. निजी उपभोग व्यय	3.5	4.2	6.2	7.6	8.2	9.2	1.5	6.6	6.4	5.6	6.4	11.7
II. सरकारी उपभोग व्यय	1.3	0.3	12.8	3.3	9.0	15.4	33.2	-3.3	1.0	4.3	4.7	3.0
III. सकल फिक्सड कैपीटल फारमेशन	1.6	1.7	4.9	5.3	8.3	2.2	3.7	5.4	5.2	7.6	2.8	5.5
IV. कुल निर्यात	0.2	0.1	11.7	6.1	62.8	-72.5	-111.1	-6.6	-7.6	-6.5	30.4	16.6
(I) निर्यात	0.4	-1.5	1.7	-6.3	11.6	1.1	2.0	-6.3	-5.8	-4.3	-9.4	-5.7
(II) आयात	0.2	-1.6	0.8	-6.3	-0.6	4.6	5.7	-6.1	-5.0	-3.4	-10.8	-6.0
V. मार्केट मूल्य पर जीडीपी	7.2	7.6	7.2	7.6	7.5	8.3	6.6	6.7	7.6	7.7	7.3	7.7

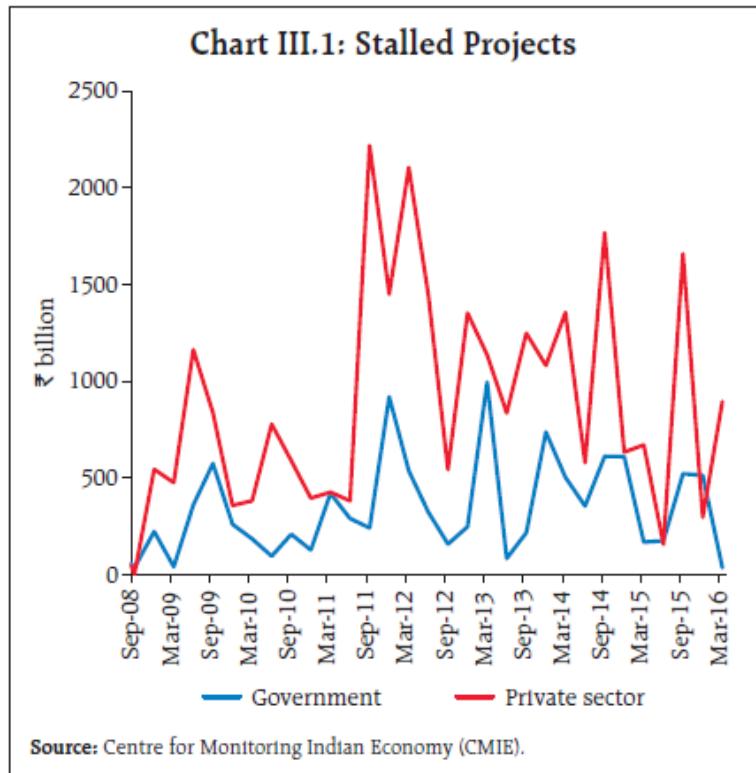
एड्ड: अग्रिम अनुमान।

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

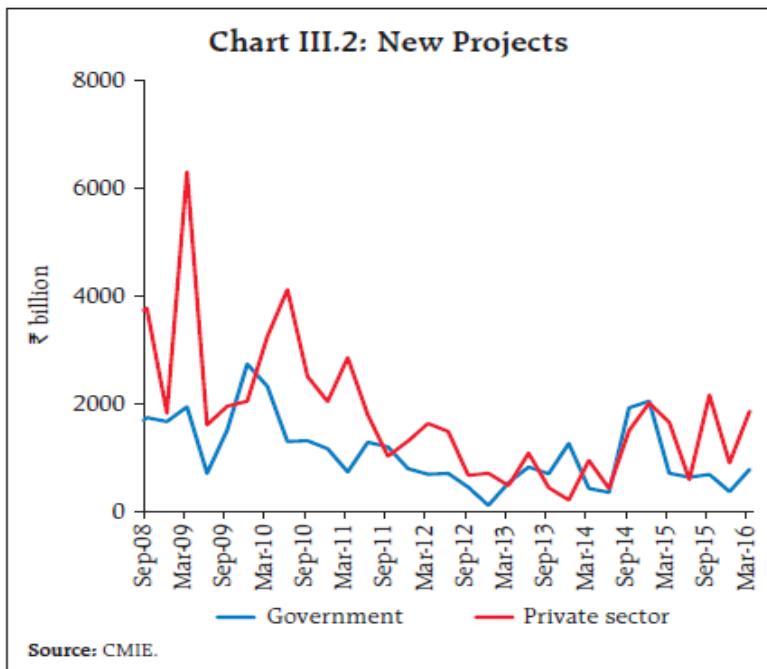
# 2015-16 के एड्ड से केलकुलेट अंतर्निहित विकास दर

स्रोत: केंद्रीय सांख्यकीय कार्यालय

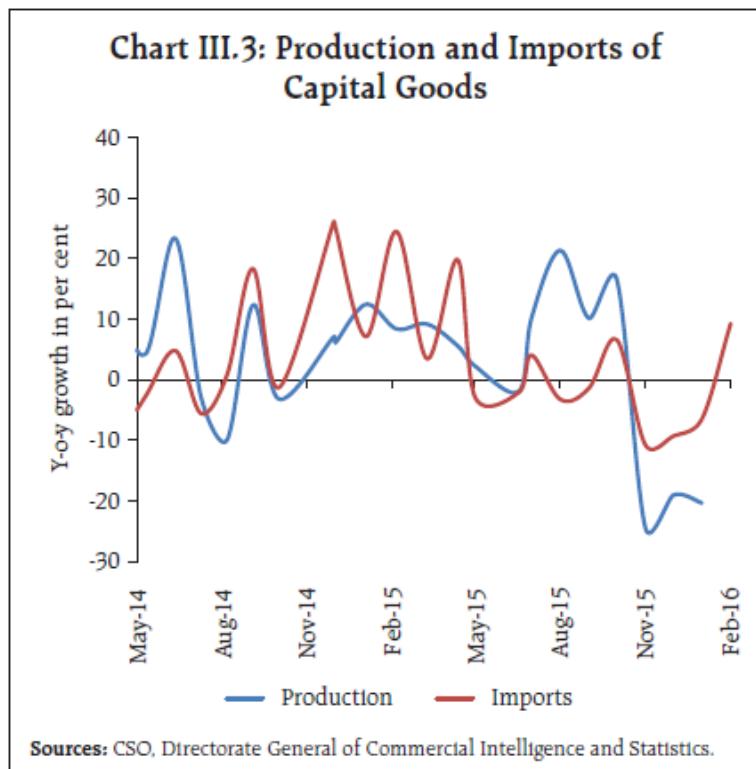
बंद पड़ी परियोजनाओं में फंसे निवेशों की मात्रा में गिरावट आई। यह सरकार द्वारा किए गए उन प्रयासों का प्रतीक था जो उसने बिजली उत्पन्न करने तथा रसायन क्षेत्र की परियोजनाओं को तेजी से पुनरुज्जीवित करने के लिए किए थे (चार्ट III.1)।



व्यापारिक वातावरण में व्याप्त अनिश्चितता तथा व्यावसायिक विश्वास में कमी के चलते निजी तथा सरकारी दोनों ही क्षेत्रों में निवेश कम बने रहे (चार्ट III.2)।



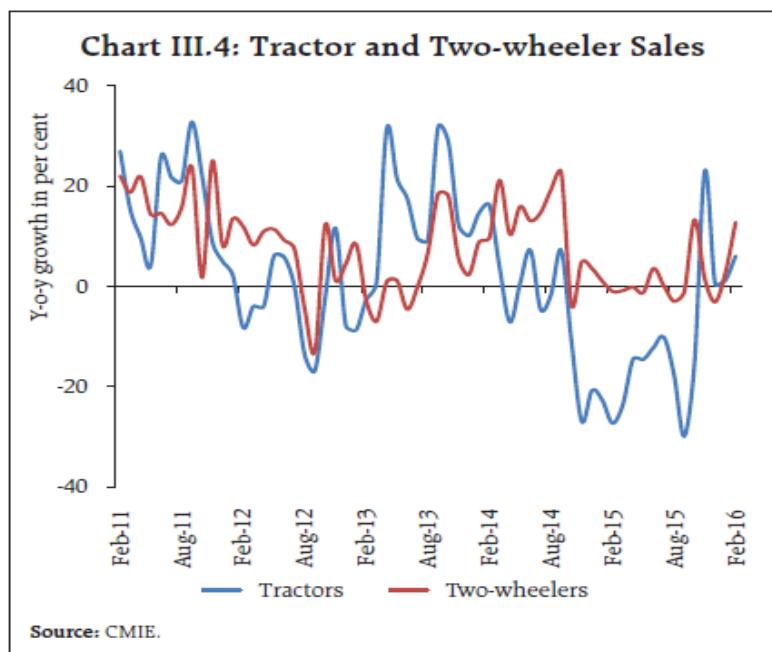
फरवरी को छोड़कर, आयातों में हुई कमी के साथ पूंजीगत माल के उत्पादन में तेजी से गिरावट आई (चार्ट III.3)।



काफी कमी के होते हुए भी केपेक्स चक्र में टिकाऊ सुधार की निरंतरता अमरकारक बनी रही। कंपनी निवेश तथा बचत के लिए निहितार्थ सहित, तीसरी तिमाही में गैर-सरकारी गैर-वित्तीय कंपनियों की लाभप्रदता भी संयमित बनी रही। ये संयोगात्मक निर्देशक इस ओर इशारा करते हैं कि 2015-16 की चौथी तिमाही के राष्ट्रीय लेखे संबंधी आंकड़े, विशेष रूप से निजी अंतिम उपभोग व्यय संबंधी आंकड़े, पूरे वर्ष के लिए अग्रिम अनुमानों में निहित स्तरों से अधोमुखी संशोधन के अधीन हो सकते हैं। दूसरी छमाही में निजी अंतिम उपभोग व्यय में विस्तार हुआ। इस विस्तार का आंशिक कारण एक वर्ष पहले की अपेक्षा कम औसत मुद्रास्फीति के कारण वास्तविक आय में हुई वृद्धि रहा है। उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुओं के उत्पादन में जनवरी 2016 तक भारी वृद्धि हुई जो इस बात को भी प्रतिबिंबित करती है कि उपभोक्ताओं को बैंकों से ऋण लेना आसान हो गया क्योंकि बैंकों ने व्यक्तिगत ऋणों में अपेक्षाकृत कम तनाव होने की वजह से इनके पक्ष में अपने ऋण संविभाग को पुनर्संतुलित किया। वाणिज्यिक और सवारी वाहनों की बिक्री, रत्न और आभूषणों तथा मिक्सर और ग्राइंडरों के उत्पादन में तेजी आई जो इस बात का प्रतीक

थी कि शहरी उपभोग में उछाल आया। क्रय प्रबंधकों के सर्वे से यह पता चलता है कि विनिर्माण उद्योग में रोजगार में कुछ वृद्धि हुई है।

इसके विपरीत, दूसरी छमाही में ग्रामीण उपभोग कमजोर बना रहा। मजदूरी वृद्धि में कमी के साथ-साथ एक के बाद एक कमजोर मानसून की वजह से कृषि संबंधी गतिविधियों को पहुंचे आघात के कारण ग्रामीण आय में कमी आई। लेकिन, चौथी तिमाही में ट्रैक्टर तथा दुपहिया वाहनों की बिक्री में वृद्धि हुई जो ग्रामीण अर्थव्यवस्था में सकारात्मक मोड़ का प्रतीक हो सकता है (चार्ट III.4)।



केंद्र सरकार के 2016-17 के बजट में ग्रामीण अर्थव्यवस्था को ऊपर उठाने तथा आय को दोगुनी करने पर ध्यान केंद्रित करने की वजह से ग्रामीण उपभोग मांग को तेजी से बढ़ाने में सहायता मिल सकती है। समग्रतः सातवें वेतन आयोग की सिफारिशों को लागू करने के प्रस्ताव तथा सेवानिवृत्त रक्षा कर्मियों को “वन रेक-वन पेंशन” दिए जाने के फैसले से निजी अंतिम उपभोग व्यय की संभावनाओं में चमक आ गई है।

सरकार की अंतिम उपभोग की संवृद्धि में पहली छमाही की तुलना में दूसरी छमाही में सुधार आया। सरकार का राजस्व व्यय विशेष रूप से पेट्रोलियम सब्सिडी तथा उच्चतर ब्याज भुगतान जैसी प्रमुख

सब्सिडियों पर अधिक व्यय के कारण बढ़ा। सामाजिक और भौतिक आधारभूत सुविधाओं से संबंधित योजना राजस्व व्यय में पहली छमाही में हुई भारी गिरावट के मुकाबले दूसरी छमाही में वृद्धि हुई। केंद्र सरकार के पूंजीगत व्यय में पहली छमाही के मुकाबले दूसरी छमाही में कमी आई जो पूंजीगत परिव्यय में कम वृद्धि को प्रतिबिंబित करती है। राज्य सरकारों को, जिनका सामान्य सरकारी पूंजीगत व्यय में हिस्सा लगभग दो-तिहाई का रहता है, चौदहवें वित्त आयोग की सिफारिशों के अनुसार उनके बढ़े हिस्से के कारण उल्लेखनीय रूप से काफी अधिक संसाधन प्राप्त हुए। राज्यों का व्यय गुणक केंद्र सरकार की अपेक्षा अधिक होने की प्रवृत्ति रखता है, जिसका उपयोग अर्थव्यवस्था में समग्र निवेश को बढ़ाने के लिए किया जा सकता है।

पूरे वर्ष के लिए संशोधित अनुमानों से यह पता चलता है कि केंद्र सरकार के सकल व्यय में एक वर्ष पहले की अपेक्षा वृद्धि हुई तथा राजस्व और पूंजीगत व्यय उनके संबंधित बजट-लक्ष्यों के अनुरूप रहे। पूर्वानुमानित विनिवेश के मुकाबले उसमें भारी गिरावट होते हुए भी परोक्ष कर वसूली तथा गैर-कर राजस्व में भारी वृद्धि के चलते राजकोषीय संबंधी लक्ष्य को पूरा करने में सहायता मिली (सारणी III.2)। वर्ष 2015-16 के बजट में जीडीपी के 6.5 प्रतिशत के संयुक्त राजकोषीय घाटे का प्रावधान एक वर्ष पहले के 7.0 प्रतिशत के घाटे को देखते हुए सुधार दर्शाता है।

सारणी III.2: मुख्य राजकोषीय संकेतक केंद्र सरकार के वित्त			
संकेतक	जीडीपी के अनुसार.		
	2015-16 (बीई)	2015-16 (आरई)	2016-17 (बीई)
1. राजस्व प्राप्तियां	8.1	8.9	9.1
क. कर राजस्व (निवल)	6.5	7.0	7.0
ख. कर-रहित भुगतान	1.6	1.9	2.1
2. कुल गैर-ऋण प्राप्तियां	8.7	9.2	9.6
3. योजनेतर व्यय	9.3	9.6	9.5
क. राजस्व खाते पर	8.5	8.9	8.8
ख. पूंजी खाते पर	0.8	0.7	0.7
4. योजना व्यय	3.3	3.5	3.7
क. राजस्व खाते पर	2.3	2.5	2.7
ख. पूंजी खाते पर	1.0	1.0	1.0

5. कुल व्यय	12.6	13.2	13.1
6. राजकोषीय घाटा	3.9	3.9	3.5
7. राजस्व घाटा	2.8	2.5	2.3
8. प्राथमिक घाटा	0.7	0.7	0.3
मेमो: इंफ्रास्ट्रक्चर फाइनेंसिंग के लिए अतिरिक्त रिसोर्स मोबिलाइजेशन*(₹ बिलियन)	...	400	313

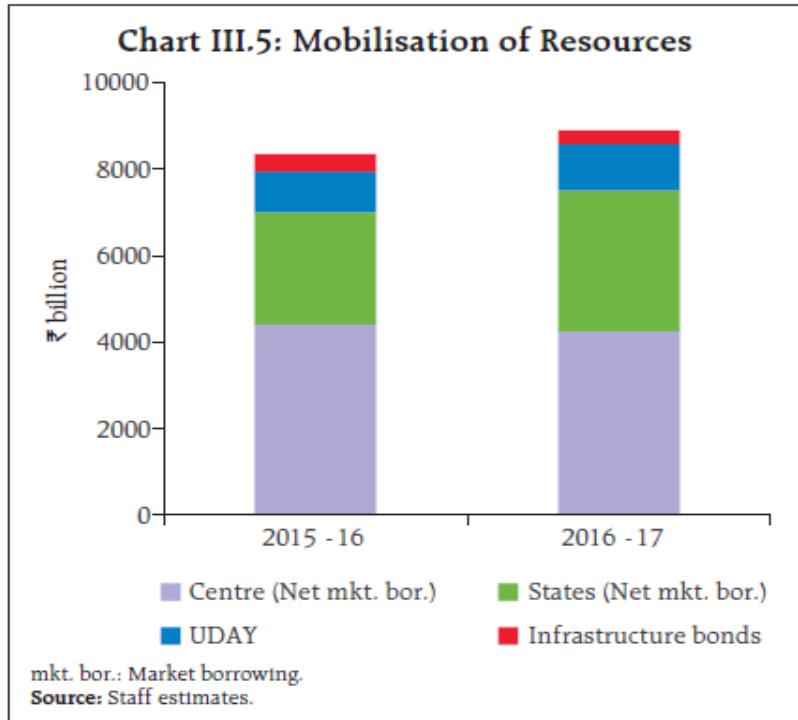
बीई: बजट अनुमान

आरई: संशोधित अनुमान

\*2015-16 के लिए NHAI, IRFC, HUDCO, IREDA, PFC और NTPC के लिए और 2016-17 के लिए NHAI, PFC, REC, TRDEA, NABARD, और इनलेड वॉटर आथारिटी को आंबटित बॉण्ड सहित।

स्त्रोत: संघ बजट 2016-17

केंद्र सरकार के 2016-17 के बजट में राजकोषीय समेकन के रास्ते पर चलने के संकल्प के साथ केंद्र सरकार के सकल राजकोषीय घाटे में 0.4 प्रतिशत अंक की गिरावट का पूर्वानुमान लगाया गया है। राजकोषीय समेकन के रास्ते पर चलने के लिए राजस्व की कुशल वसूली, कर-आधार को व्यापक बनाना तथा विभिन्न छूटों का औचित्य-निर्धारण करना इस दिशा में सरकार की मंशा को जाहिर करता है। वर्ष 2016-17 में राजकोषीय नीति के रुझान के समक्ष घटते राजकोषीय घाटे के साथ सार्वजनिक निवेशों को बनाए रखने की चुनौती आएगी (चार्ट III.5)।



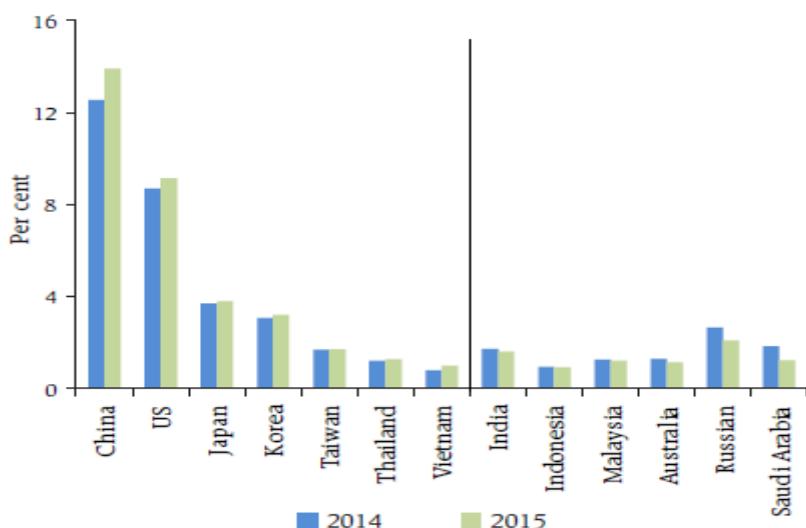
वर्ष के दौरान पहली बार तीसरी तिमाही में निवल निर्यातों में सकारात्मकता आई और इसने उक्त तिमाही के दौरान सकल मांग को बढ़ाने में अपना सीमित योगदान दिया। वाणिज्यिक वस्तुओं के निर्यात में दिसंबर 2014 से कमी होनी शुरू हुई थी और यह 2015-16 की तीसरी तिमाही में अपने शीर्ष पर जा पहुंची थी, इसका मुख्य कारण कमजोर वैशिक मांग तथा वस्तुओं के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में लगातार गिरावट होना था। भारत से किए जाने वाले निर्यातों में आधे से ज्यादा की खरीद करने वाली उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं से मांग में गहराती कमी की वजह से वैशिक व्यापार की मात्रा में कमी आई। पेट्रोलियम, तेल तथा चिकनाई पदार्थों के निर्यात में 50 प्रतिशत से अधिक की गिरावट हुई, जिसका मुख्य कारण कच्चे तेल के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में कमी होना था, हालांकि निर्यात की मात्रा में भी गिरावट आई। इसी प्रकार, सांकेतिक रूप में गैर-पेट्रोलियम तेल और चिकनाई पदार्थों के निर्यात में भी कमी आई तथा उच्च अंतर्राष्ट्रीय प्रतिकूल वातावरण के कारण इन निर्यातों की मात्रा दूसरी तिमाही में नकारात्मक क्षेत्र में पहुंच गई। तीसरी तिमाही के दौरान वाणिज्यिक वस्तुओं के आयात में भारी गिरावट हुई, जिसका मुख्य कारण स्वर्ण और पीओएल के आयातों में कमी होना था। यदि इन मर्दों को छोड़ भी दिया जाए तो भी आयातों में 9 प्रतिशत की गिरावट हुई। वाणिज्यिक वस्तुओं का व्यापारिक घाटा पिछली तिमाहियों के मुकाबले कम रहा और इसकी मुख्य वजह से राष्ट्रीय लेखे में निवल निर्यातों में सुधार परिलक्षित हुआ और तभी से सेवाओं का निवल निर्यात मौटे तौर पर स्थिर बना हुआ है। व्यापार की शर्तों में सुधार होने

से भारत निरंतर लाभ की स्थिति में है क्योंकि निर्यातों के मूल्यों की अपेक्षा आयातों के मूल्यों में ज्यादा तेजी से गिरावट हुई है।

चौथी तिमाही में, जनवरी-फरवरी 2016 के दौरान पीओएल तथा गैर-पीओएल दोनों ही उत्पादों के मामले में निर्यातों में कमी बनी रही। निर्यातों में सांकेतिक रूप में लगातार पन्द्रह माह से गिरावट आ रही है, लेकिन वर्ष-दर-वर्ष आधार पर इस गिरावट में एकल अंक की कमी हुई है। इसका कारण रत्न और आभूषणों, दवाइयों तथा औषधियों, इलेक्ट्रोनिक्स तथा रसायनों के निर्यात में वृद्धि होना था। आयातों में भी कमी आई। जबकि पीओएल के आयातों में कच्चे तेल के मूल्यों में और कमी होने से गिरावट आयी, वहीं केंद्र सरकार के 2016-17 के बजट में आयात शुल्कों में कमी की प्रत्याशा के कारण स्वर्ण के आयात में भी गिरावट आई। चौथी तिमाही में एक महत्वपूर्ण बात यह हुई कि सात माह के अंतर के बाद फरवरी में गैर-तेल, गैर-स्वर्ण आयातों में सकारात्मक वृद्धि हुई, जो अधिकांशतः मशीनों, कीमती पत्थरों तथा इलेक्ट्रॉनिक वस्तुओं के आयात में बढ़ोतरी के कारण हुई। इन गतिविधियों को प्रतिबिंबित करते हुए जनवरी और फरवरी में व्यापारिक घाटे में तेजी से कमी आई।

विश्व के निर्यातों में भारत का जो हिस्सा 2014 में 1.7 प्रतिशत के शीर्ष पर पहुंच गया था, वह घट कर 1.6 प्रतिशत पर आ गया, जबकि कुछ प्रमुख उन्नत देशों तथा समकक्ष उभरती और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं के हिस्से में वृद्धि हुई (चार्ट 111.6)। इससे यह स्पष्ट है कि संरक्षणवाद की बढ़ती घटनाओं तथा प्रतिस्पर्धी मूल्यों में कमी जैसे कारकों की वजह से निर्यातों के निष्पादन पर विपरीत प्रभाव पड़ा है, क्योंकि वैसे तो वैश्विक घटती मांग का सामना सभी निर्यातक देशों को ही करना पड़ रहा है।

**Chart III.6: Country-wise Share in World Exports**



वर्ष 2015-16 की तीसरी तिमाही में निवल निर्यातों के वित्तपोषण ने मुख्यतः प्रत्यक्ष विदेशी निवेश का रूप ले लिया, यह 14 बिलियन अमरीकी डालर रहा, जो भारत में किसी तिमाही में प्रत्यक्ष विदेशी निवेश के निवल आगमन का उच्चतर स्तर था। इसके विपरीत, दूसरी छमाही में विदेशी संविभाग निवेश में निवल बहिर्गमन दर्ज हुआ क्योंकि वैश्विक वित्तीय बाजारों में काफी हड्डबङ्गाहट के कारण उत्पन्न भारी जोखिमों से बचने के लिए निवेशक सुरक्षित स्थान पर जाने लगे। लेकिन, मार्च में जोखिम की भावनाओं में कमी आने के साथ एफपीआइ वापस लौट आए। पूँजी आगमन के अन्य तरीकों में तीसरी तिमाही में कमी आई। आरक्षित विदेशी मुद्रा भंडार में वृद्धि हुई और यह 25 मार्च 2016 को 355.6 बिलियन अमरीकी डालर के स्तर तक पहुंच गया जो लगभग 10 माह के आयातों के बराबर था।

### III.2 सकल आपूर्ति

आधार कीमतों पर सकल योजित मूल्य द्वारा मापी गयी सकल उत्पादन दर वर्ष 2015-16 की दूसरी छमाही में वर्ष-दर-वर्ष आधार पर कम हुई (सारणी III.3)।

### सारणी III.3: जीवीए मे क्षेत्रवार वृद्धि

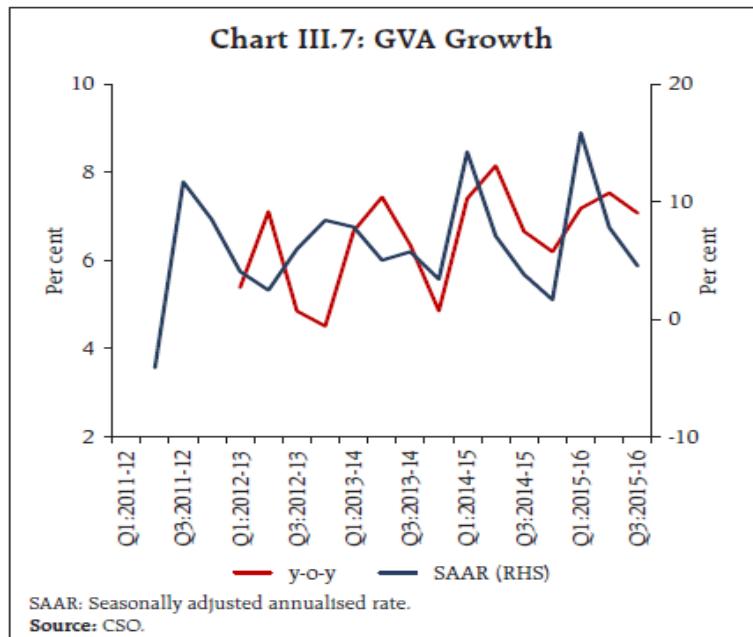
(प्रतिशत)

	2014- 15	2015- 16	2015-16			
			ति1	ति2	ति3	ति4#
<b>कृषि और सहयोगी गतिविधियां</b>	-0.2	1.1	1.6	2.0	-1.0	2.6
<b>II. उद्योग</b>	6.5	8.8	7.1	8.4	11.0	8.7
विनिर्माण	5.5	9.5	7.3	9.0	12.6	9.4
<b>III सेवाएं</b>	9.4	8.4	8.5	8.3	8.6	8.2
विनिर्माण	4.4	3.7	6.0	1.2	4.0	3.5
व्यापार, हॉटल, यातायात, सचार	9.8	9.5	10.5	8.1	10.1	9.3
वित्तीय, रियल इस्टेट और व्यवसायिक सेवाएं	10.6	10.3	9.3	11.6	9.9	10.1
व प्रोफेशनल सर्विसेज						
<b>IV. आधारभूत कीमत पर जीवीए</b>	7.1	7.3	7.2	7.5	7.1	7.4

# 2015-16 के एई से केलकुलेट अंतर्निहित विकास दर

स्रोत: केंद्रीय सांख्यिकीय कार्यालय।

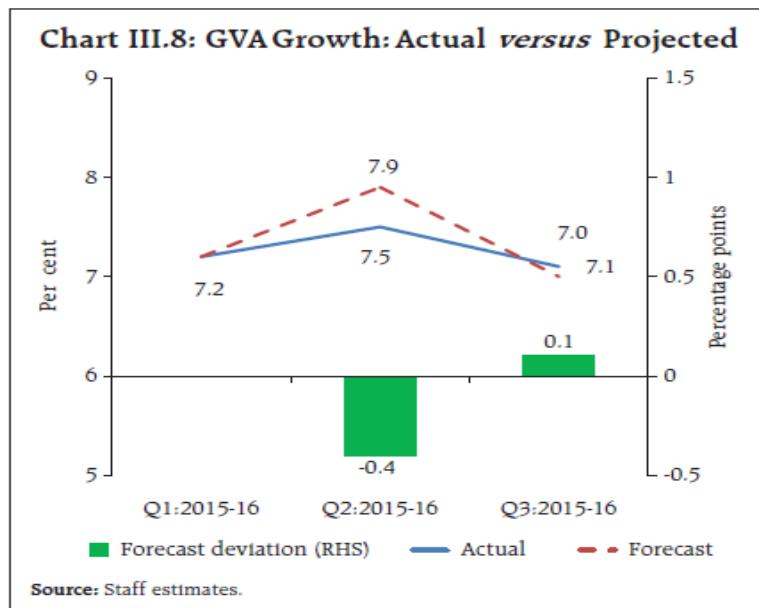
मौसमी रूप से समायोजित तिमाही-दर-तिमाही वार्षिकीकृत संवृद्धि के रूप में हानि और भी ज्यादा रही (चार्ट III.7)।



वास्तविक तिमाही परिणाम सितंबर की मौद्रिक नीति रिपोर्ट के पूर्वानुमानों के काफी निकट रहे, हाँ, टर्निंग पाइंट के आसपास उनके परिमाण में कुछ अंतर जरूर आया। दूसरी तिमाही में, निर्माण में वृद्धि प्रारंभिक अनुमानों से कुछ कम रही। कंपनियों की आय की मात्रा भी कुछ-कुछ स्थिर रही। दूसरी और तीसरी तिमाही के बीच वास्तविक जीवीए वृद्धि पूर्वानुमानों के अनुरूप मंद रही। लेकिन, यह विनिर्माण में मूल्य योजन में चकित करने वाली वृद्धि के साथ पूर्वानुमानों से 10 आधार अंक अधिक रही (चार्ट III.8)।

कृषि और उससे संबंधित क्रियाकलापों में योजित मूल्य में तीसरी तिमाही में कमी आई जिससे उक्त तिमाही में जीवीए की समग्र वृद्धि में गिरावट आई। दीर्घावधि औसत के संबंध में दक्षिण-पश्चिम मानसून के 14 प्रतिशत की कमी के साथ समाप्त होने के बाद उत्तर-पूर्वी मानसून की शुरुआत अत्यधिक विषम स्थानीय वितरण के साथ शुरू हुई जिससे मिट्टी की नमी के लिए खतरा पैदा हो गया। मोटे अनाज को छोड़कर प्रमुख रबी फसलों की बुवाई सामान्य से काफी कम रही। अनाज भंडारों ने महत्वपूर्ण सुरक्षा प्रदान की जो सारे वर्ष नए मानदंडों की अपेक्षा कहीं अधिक बने रहे। नवंबर के प्रथम भाग में, तमिलनाडु जिसे अपनी कुल वर्षा का लगभग आधे से अधिक इस बारिश से प्राप्त होता है, चक्रवातीय मौसम तथा बरसात की अधिकता से परेशान रहा। बाढ़ ने कॉफी के पौधकरण तथा चावल की बुवाई को विपरीत रूप से प्रभावित किया। अरहर और उर्द की दालों के उत्पादन में कमी को देखते हुए दालों के मूल्यों में तेजी आनी ही थी। उत्तर-पूर्वी मानसून दीर्घावधि औसत में 23 प्रतिशत की कमी के साथ दिसंबर में समाप्त हुआ। यह कमी भारत के मध्य, पश्चिमी तथा कुछ पूर्वी हिस्सों में बहुत अधिक दिखाई दी। चौथी तिमाही

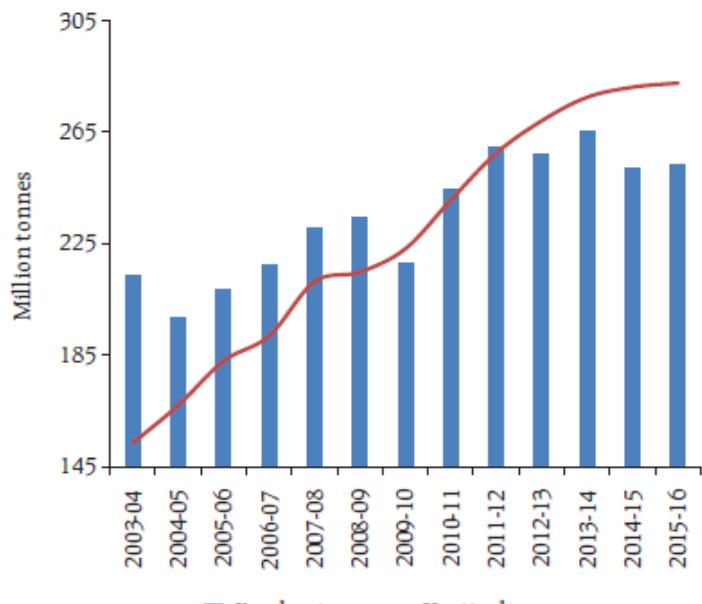
में रबी की बुवाई में जनवरी में सुधार हुआ जिसका मुख्य कारण देश के उत्तरी तथा उत्तर-पूर्वी भागों में वर्षा और ठंड की वापसी होना था।



मौसम के बिंदु मिजाज के कारण 2015-16 में फसलों को हुई हानि के संदर्भ में 13 जनवरी 2016 को घोषित फसल बीमा योजना का स्थान महत्वपूर्ण हो जाता है। इसके अंतर्गत किसानों को सभी खरीफ फसलों के लिए 2 प्रतिशत तथा सभी रबी फसलों के लिए 1.5 प्रतिशत का एकसमान प्रीमियम देना है। वार्षिक वाणिज्यिक और बागवानी फसलों के मामले में किसानों को 5 प्रतिशत प्रीमियम अदा करना होगा तथा शेष प्रीमियम का भुगतान सरकार द्वारा किया जाएगा ताकि प्राकृतिक आपदाओं के कारण फसलों को हुए नुकसान के लिए किसानों को पूरा बीमा उपलब्ध कराया जा सके। दावों के निपटान के लिए रिमोट सेंसिंग तथा स्मार्ट फोन प्रौद्योगिकी का इस्तेमाल किया जाएगा।

जहां तक खाद्यान्न के उत्पादन का प्रश्न है, फरवरी में, दूसरे अग्रिम अनुमानों में पिछले वर्ष की अपेक्षा 2015-16 में 0.5 प्रतिशत की वृद्धि का अनुमान लगाया गया है। यह सकारात्मक परिणाम भारतीय कृषि में मौसम से बचाव के बेहतर तरीके अपनाए जाने के साथ-साथ व्यापक क्षेत्र में समय पर सरकारी हस्तक्षेप को प्रतिबिंबित करता है, जिनमें अग्रिम परामर्श प्रदान करना, आकस्मिक जरूरतों के लिए योजना बनाना तथा बेहतर किस्म के बीजों का संवर्धन शामिल है। हाल के वर्षों में, बागवानी क्षेत्र कृषि के समग्र निष्पादन को मजबूती देता रहा है। बागवानी फसलों के उत्पादन में वृद्धि (5.3 प्रतिशत) ने 12 वर्ष के औसत के आधार पर अनाज के उत्पादन (1.6 प्रतिशत) को बहुत पीछे छोड़ दिया है (चार्ट III.9)।

**Chart III.9: Foodgrains and Horticulture Production**

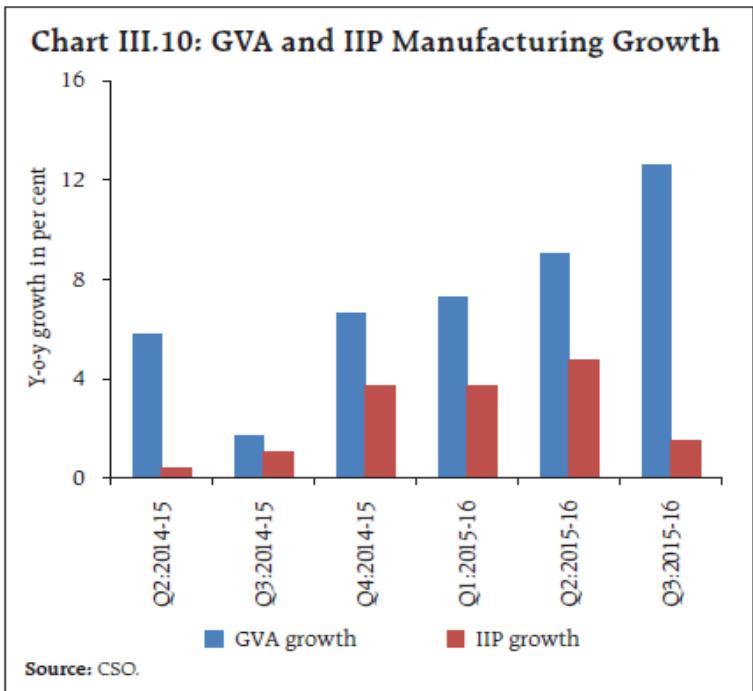


Sources: National Horticulture Board; Ministry of Agriculture.

यद्यपि, दक्षिण-पश्चिम मानसून संबंधी पूर्वानुमान अभी तक आइएमडी से प्राप्त नहीं हुए हैं, तथापि यूएस नेशनल ऑशिएनिक एटमोस्फेरिक एडमिनिस्ट्रेशन के अनुसार बसंत में इंग्रजी निनो की आशंका धीरे-धीरे कम हुई और मई-जून-जुलाई 2016 तक तटस्थ हो गई। सितंबर-अक्टूबर-नवंबर 2016 में 'ला-निना' के अवसरों में 50 प्रतिशत की वृद्धि हुई। भारत के संदर्भ में, कुछ भीषण इंग्रजी निनो वर्षों के बाद ला-निना की घटनाएं आती रही हैं, जिनके परिणामस्वरूप फसलें बहुत अच्छी हुई हैं<sup>1</sup>।

वर्ष 2015-16 की दूसरी छमाही में विनिर्माण क्षेत्र के नेतृत्व में औद्योगिक क्षेत्र के मूल्य योजन में तेजी आई। इसके विपरीत, औद्योगिक उत्पादन के सूचकांक द्वारा मापा गया औद्योगिक उत्पादन अक्टूबर में बढ़े आधार-प्रभाव को जारी नहीं रख सका और जनवरी 2016 में इसमें गिरावट आ गई। वस्तुओं के घटे मूल्यों से निविष्टि लागतें तेजी से घटीं तथा उद्योग के लिए निहित जीवीए डिफलेटर में भी कमी आई। ये दोनों मूल्य योजन तथा आइआईपी के बीच की फांस को व्याख्यायित करते हैं (चार्ट III.10)।

<sup>1</sup> आर्थिक सर्वेक्षण: 2015-16।



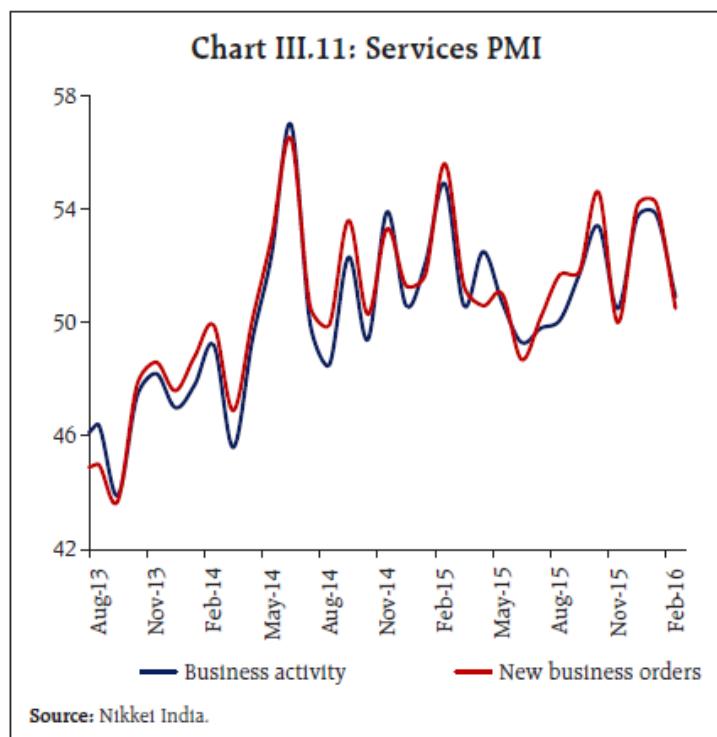
उपयोग-आधारित क्रियाकलाप के रूप में उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुओं की त्योहार संबंधी मांग तथा इंटरमीडिएट वस्तुओं की मांग को छोड़कर, दूसरी तिमाही में सभी खंडों में उत्पादन कम हुआ। लेकिन, दोनों पक्षों में अस्थिर मर्दाँ के कारण 2 प्रतिशत को छोड़कर, औद्योगिक उत्पादन में हुई कमी का व्यापक आधार नहीं था, पूँजीगत वस्तुओं को छोड़कर आइआइपी में 0.9 प्रतिशत की वृद्धि हुई, शेष आइआइपी में दिसंबर 2015 में 1.4 प्रतिशत का विस्तार हुआ।

चौथी तिमाही में, जनवरी 2016 के दौरान आइआइपी में लगातार तीसरे माह कमी आई, इसका कारण वही अर्थात् विनिर्माण में कमी होना था। बिजली उत्पादन में मजबूती बनी रही और यह अपेक्षा की जाती है कि थर्मल आपूर्ति के कारण इसमें निरंतरता बनी रहेगी। अनुकूल आधार प्रभाव के कारण उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुओं में वृद्धि होना जारी रहा। पूँजीगत सामान में जो तेज गिरावट आई, उसकी मुख्य वजह केबल तथा इंसुलेटेड रबड़ के उत्पादन में कमी होना था। इस एकमात्र मद को छोड़ दें तो आइआइपी में 1.7 प्रतिशत की मामूली वृद्धि दिखाई देती। मांग के अभाव में उपभोक्ता गैर-टिकाऊ वस्तुओं में कमी जारी रही। इसके परिणामस्वरूप, समग्र उपभोक्ता वस्तु क्षेत्र सपाट रहा, लेकिन आधारभूत वस्तुओं में कमी आई। उत्पादन तथा निर्यात सहित नए आदेशों में वृद्धि के आधार पर मार्च 2016 के लिए विनिर्माण पीएमआइ का विस्तार हुआ। मेक-इन-इंडिया अभियान के साथ-साथ केंद्र सरकार के बजट में प्रत्यक्ष विदेशी निवेश को बढ़ावा देने तथा सीमा शुल्क और उत्पादन शुल्क में छूट देने की नई घोषणाओं के कारण औद्योगिक निष्पादन में सुधार की अपेक्षा की जा सकती है। इस संदर्भ में, स्टार्ट-अप इंडिया

की पहल व्यापारिक भावनाओं को उठाने में संभावित बाजी-उलट (गेम-चेंजर) के रूप में महत्वपूर्ण हो जाती है। उद्देश्य यह है कि एक ऐसा ईको-वातावरण सृजित किया जाए जिसमें उद्यमशीलता, रोजगार तथा संपत्ति निर्माण को बल मिल सके।

सेवा क्षेत्र में सकल मूल्य योजन में 2015-16 की दूसरी छमाही में भी विस्तार की वही गति बनी रही जो पहली छमाही में थी। इस वृद्धि में सभी घटकों की सहभागिता रही, लेकिन वित्तीय सेवाओं, भू-संपदा तथा पेशेवर सेवाओं में कुछ कमी अनुभव की गई।

तीसरी तिमाही में, अक्तूबर माह में पीएमआइ सेवाओं में नए व्यापारिक आदेशों के कारण विस्तार हो रहा था, लेकिन नए व्यापारिक आदेशों में कमी के कारण नवंबर में ये पांच महीने के सबसे निचले स्तर पर पहुंच गई (चार्ट III.11)।



दिसंबर में सूचकांक में फिर से उछाल आया, लेकिन मतदाता कंपनियों ने हायर करने में रुचि नहीं दिखाई। सेवा क्षेत्र की गतिविधियों के अन्य लीड तथा कोइंसीडेंट निर्देशक मिश्रित थे और वे क्षेत्र विशेष की गतिशीलता को प्रतिबिंबित कर रहे थे। उक्त तिमाही में अक्तूबर तक त्योहार से संबंधित मांग तथा ईंधन उत्सर्जन के मानदंडों को पूरा करने के लिए एक बार की प्रतिस्थापन अपेक्षा के कारण सवारी तथा वाणिज्यिक वाहनों की बिक्री में भारी वृद्धि हुई। दूसरी ओर, दुपहिया वाहनों के क्षेत्र में अन्य क्षेत्रों की

तुलना में गिरावट आई क्योंकि ग्रामीण क्षेत्र की मांग 'मोरीबंद' रही। निर्माण संबंधी गतिविधियों के एक प्रमुख निर्देशक ने इस्पात उपभोग तथा सीमेंट उत्पादन में मिश्रित रूप से, लंबे समय से चले आ रहे - अनापत्ति प्रमाणपत्रों की प्राप्ति तथा भूमि अधिग्रहण में देरी, कम मांग तथा बिक्री न हुई मालसूची के वातावरण में, गिरावट का अनुमान लगाया है। सड़क तथा राजमार्ग निर्माण तथा वाणिज्यिक भू-संपदा संबंधी क्रियाकलापों में पुनरुज्जीवन की वजह से इस गिरावट में कुछ रोक लगी। व्यापार क्षेत्र में, बंदरगाह ट्रेफिक में कमी आई।

चौथी तिमाही में, सेवा पीएमआई में विस्तार होता रहा, लेकिन इसमें क्रमिक गिरावट आती रही और यह जनवरी 2016 में आए तीव्र सुधार की निरंतरता को बनाए नहीं रख सका। नए व्यवसाय में कम वृद्धि के कारण यह गिरावट आई। अन्य निर्देशक विभिन्न दिशा में रहे। जनवरी में वाणिज्यिक वाहनों की बिक्री में कुछ सुधार दिखाई दिया, लेकिन सवारी वाहनों की बिक्री सात माह के निचले स्तर पर जा पहुंची। इसका संभावित कारण मालसूची प्रबंधन में सुधार तथा उच्चतर इंजन क्षमता वाले वाहनों के राष्ट्रीय राजधानी क्षेत्र (एनसीआर क्षेत्र) में पंजीकरण पर रोक लगना था। फरवरी 2016 में सवारी वाहनों की बिक्री में कमी बनी रही तथा हरियाणा में हड्डताल के कारण आपूर्ति पर विपरीत असर पड़ने के कारण यह कमी और गहराई। लेकिन, वाणिज्यिक वाहनों की बिक्री में तेजी बनी रही। समग्र भाड़ा ट्रेफिक, विशेष रूप से कोयले के संबंध में, जिसकी रेलवे से ढोयी जाने वाली मात्रा सबसे अधिक है, फरवरी 2016 में कमी आई। लेकिन, बंदरगाह कार्गो के मामले में, पीओएल की अधिक टन ढुलाई तथा कंटेनरयुक्त कार्गो में वृद्धि की वजह से तेजी रही।

### III.3 संभावित उत्पादन -पुनरावलोकन

संभावित उत्पादन का अर्थ सामान्यतः उत्पादन के उस स्तर से लगाया जाता है जिसकी निरंतरता कम तथा स्थिर मुद्रास्फीति में भी बनी रहती है। वास्तविक उत्पादन तथा संभावित उत्पादन के बीच भिन्नता, जिसे संभावित उत्पादन के अनुपात, अर्थात् उत्पादन-अंतर के रूप में व्यक्त किया जाता है, जब सकारात्मक होता है तो मांग आधिक्य को दर्शाता है जिससे स्फीतिकारी दबाव बनते हैं। अब इस बात पर व्यापक सहमति है कि संभावित उत्पादन, वैश्विक वित्तीय संकट से या उससे भी पहले से विश्वभर में हमेशा बाधित होता रहा है<sup>2</sup>। लेकिन, यह स्पष्ट नहीं है कि संभावित उत्पादन के चालू अनुमानों में कितनी कमी की जाए क्योंकि ये अनुमान आंकड़ों/नमूना अवधि के चयन तथा अपनायी गई कार्यपद्धति के

<sup>2</sup> आनंद आर., के.सी.चैंग एस रेहमान तथा एल झेंग 2014. "पोटेंशियल ग्रोथ इन इमर्जिंग एशिया" आइएमएफ वर्किंग पेपर नं. डब्लयुपी/14/2, जनवरी.

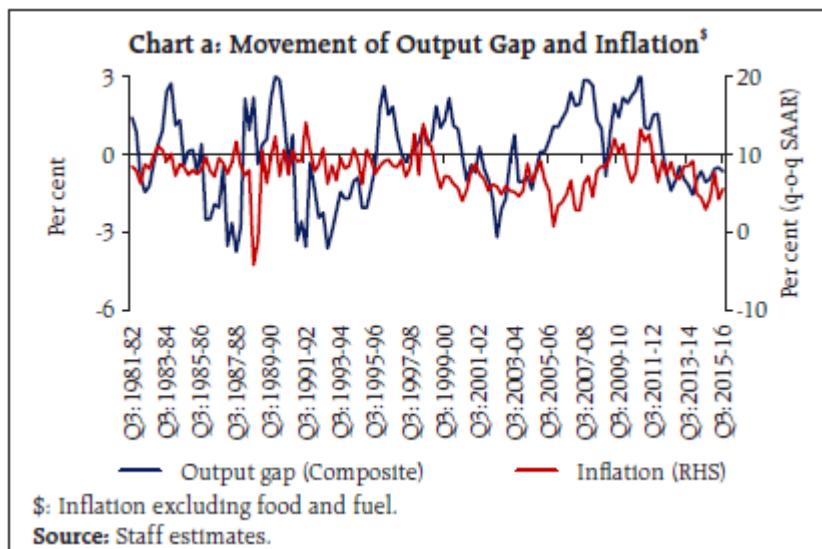
प्रति अत्यधिक संवेदनशील होते हैं। इसके अलावा, चालू उत्पादन-अंतर के बारे में त्रुटिपूर्ण समझ से नियर टर्म में मुद्रास्फति में अत्यधिक वृद्धि हो सकती है, संवृद्धि में तेजी से कमी आ सकती है और इस त्रुटि को समझने में हुई देरी के कारण बाह्य असंतुलनों में भी वृद्धि हो सकती है (आइएमएफ 2011)<sup>3</sup>. भारत में उत्पादन-अंतर 2008-09 की चौथी तिमाही को छोड़कर, 2005-06 की पहली तिमाही से लेकर 2012-13 की पहली तिमाही तक सकारात्मक था, लेकिन व्यापार चक्र में निम्न रुख के कारण 2012-13 की दूसरी तिमाही में नकारात्मक हो गया, 2015-16 की तीसरी तिमाही में यह (-) 0.6 प्रतिशत था। 1981-91 के दौरान संभावित उत्पादन की व्युत्पन्न वृद्धि दर लगभग 5 प्रतिशत थी जिसमें 1992-2000 के दौरान लगभग 6 प्रतिशत तथा 2003-08 के दौरान 8 प्रतिशत की वृद्धि हुई। लेकिन, वैशिक संकट की अवधि के बाद यह 2009-2015 (बॉक्स III.1) के दौरान घट कर लगभग 7 प्रतिशत रह गई।

---

<sup>3</sup> आइएमएफ 2011, वर्ल्ड इकॉनॉमिक आउटलुक, अप्रैल

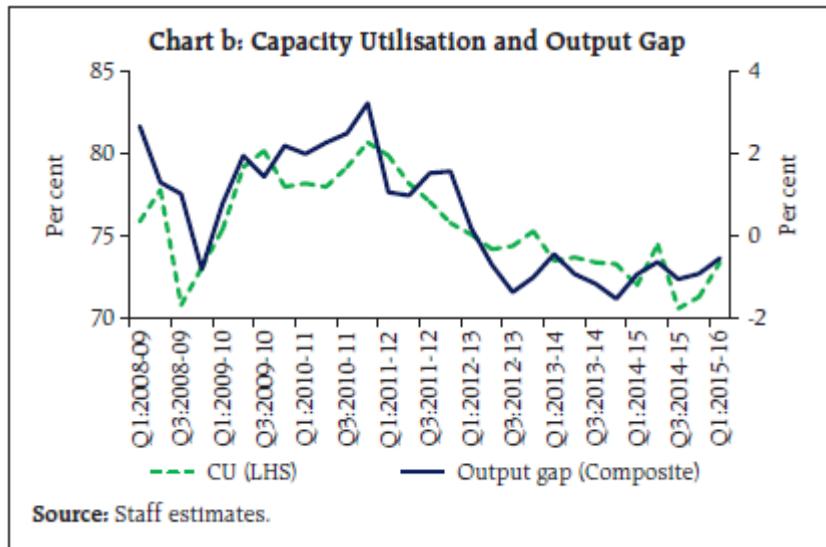
### बॉक्स III.1 संभावित उत्पादन का अनुमान लगाने के लिए वैकल्पिक पद्धतियां

संभावित उत्पादन का अनुमान लगाने वाली पद्धतियों को तीन समूहों में वर्गीकृत किया जा सकता है - (i) विशुद्ध सांखियकी पद्धतियां (जैसे समय प्रवृत्ति अनुमान : सांखियकी फिल्टर); (ii) वे पद्धतियां जो सांखियकी पद्धतियों के संरचनागत संबंध से संयुक्त होती हैं (जैसे कलमान फिल्टर) तथा (iii) संरचनात्मक पद्धतियां जो आर्थिक सिद्धांतों पर आधारित होती हैं (जैसे उत्पादन फलन पद्धति)। प्रत्येक पद्धति की अपनी सीमाएं हैं जो संभावित उत्पादन के अनुमान को प्रभावित करती हैं, अतः परिणामों के निर्वचन के लिए उचित सावधानी रखी जानी जरूरी है<sup>4</sup>। इस पृष्ठभूमि में, व्यावहारिक तरीका यह है कि तिमाही जीवीए आंकड़ों (तीसरी तिमाही: 1980-चौथी तिमाही 2015)<sup>5</sup> पर सांखियकी और संरचनागत पद्धतियों का प्रयोग करके संभावित उत्पादन संबंधी अनुमान लगाए जाएं और उसके बाद उत्पादन-अंतर का सम्मिश्र अनुमान लगाने के लिए प्रधान कारक का विश्लेषण करते हुए इन परिणामों को संयुक्त किया जाए। ये अनुमान, सकल मांग स्थितियों के दो निर्देशक - अनुमानों की सत्यता का अनुप्रमाणन करते हुए, खाद्य, ईंधन तथा क्षमता-प्रयोग को छोड़कर मुद्रास्फीति के साथ-साथ चलते हैं - (चार्ट ए और बी)।



<sup>4</sup> उत्पादन कार्य दृष्टिकोण को बेहतर माना जाता है क्योंकि यह संभावित उत्पादन की आवाजाही के लिए आर्थिक स्पष्टीकरण, प्रस्तुत करता है उनिवेरियट सांखियकीय फिल्टर होडरिक -प्रेस्कॉट (एचपी), रोटेम्बर्ग और बैंड पास (बीपी) समय श्रृंखला के दोनों सिरों पर एक पक्षीयता के कारण अंतिम चरणों की समस्याओं के अधीन हैं। एक व्यापक समीक्षा के लिए भोई और बेहरा (2016) देखें।

<sup>5</sup> राष्ट्रीय खाते के आंकड़ों की पिछली श्रृंखला की अनुपलब्धता संभावित उत्पादन का अनुमान लगाने में एक बड़ी बाधा है जिसे श्रृंखला को जोड़कर नियंत्रित किया गया है। इसलिए, इन आंकड़ों से अनुमानित संभावित उत्पादन का उपयोग सावधानीपूर्वक किये जाने की आवश्यकता है।



### संदर्भः

भोई बी.के. तथा एच.के.बेहरा (2016) “इंडियाज पोटेंशियल आउटपुट रीविजिटेड” भारिबैं वर्किंग पेपर (आने वाला)

भारत की संवृद्धि की संभावनाओं में हाल में जो कमी आई है, वह अधिकांशतः निवेशों में गिरावट तथा कुल कारक उत्पादकता में कमी के कारण आई है। अतः भारत की संवृद्धि में तेजी मुख्यतः पूँजी निर्माण में वृद्धि तथा श्रम और पूँजी की उत्पादकता में वृद्धि करके लाई जा सकती है, जिससे प्रौद्योगिकी की संभावनाओं से भरे क्षेत्र में अर्थव्यवस्था का संचालन करने की क्षमता विकसित होगी।

## IV. विश्व बाजार और चलनिधि की स्थिति

वैशिक प्रभाव-विस्तार (स्पिलओवर) से मुद्रा, बांड तथा ऋण-बाजार अधिकांशतः स्थिर बने रहे, लेकिन विदेशी मुद्रा तथा ईक्विटी बाजारों में अस्थिरता के झटके आते रहे। वर्ष की दूसरी छमाही में चलनिधि में सामान्यतः कमी की स्थिति बनी रही तथा पूर्व-सक्रिय चलनिधि प्रबंधन के कारण मुद्रा बाजार दरों पर से दबाव हट गए। दीर्घावधि लाभों में फरवरी तक कमी दिखाई देती रही तथा जोखिम स्प्रेड बैंकों में कंपनी क्षेत्र के तनाव और आस्ति की गुणवत्ता संबंधी चिंताओं दोनों को प्रतिबिंबित करते रहे। कंपनी क्षेत्र को संसाधनों के कुल प्रवाह में तेजी बनी रही क्योंकि खाद्येतर ऋणों का बढ़ता अनुपात उद्योग को प्राप्त हो रहा था।

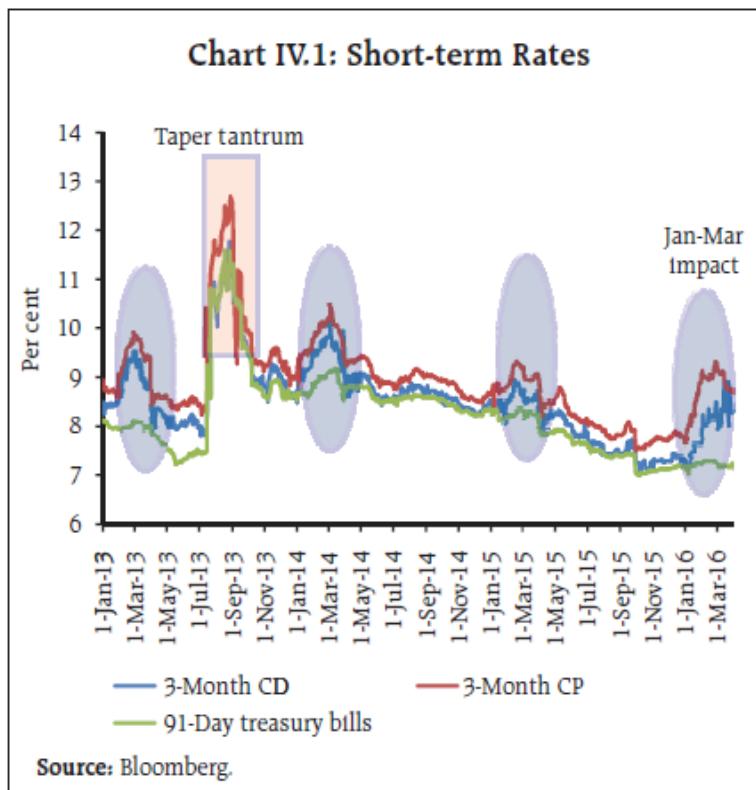
नए वर्ष में पदार्पण के साथ, वैशिक वित्तीय बाजारों को कमजोर होती वैशिक अर्थव्यवस्था का डर फिर से सताने लगा। दिसंबर में अमरीकी मौद्रिक नीति के सामान्यीकरण की शुरुआत के साथ पिछली तिमाही में किसी तरह जो शांति हासिल हो सकी थी, उसमें बढ़ती अस्थिरता ने भंग डाल दिया। जैसाकि इस अध्याय के अंतिम भाग में दर्शाया गया है, इन गतिविधियों के भारत में भिन्न-भिन्न प्रभाव पड़े। मुद्रा, बांड तथा ऋण बाजार वैशिक गतिविधियों से लगभग अछूते बने रहे। इसके विपरीत, विदेशी मुद्रा तथा ईक्विटी बाजारों ने अस्थिरता के झटके अनुभव किए और वे जोखिम मूल्यांकन में तेजी से होते परिवर्तनों को लेकर असुरक्षित महसूस करते रहे।

### IV.1 वित्तीय बाजार

2015-16 की तीसरी तिमाही में मुद्रा बाजारों ने दुतरफा भिन्न अनुभव किये। अक्तूबर के पहले अर्ध-भाग में एकदिवसीय दरें, चलनिधि की सहज होती स्थिति के बीच, सितंबर के अंत में मौद्रिक दर में 50 आधार अंकों की कमी को पूरी तरह अंतरित करते हुई, कम बनी रहीं। अन्य अल्पकालीन दरें, रिपो रेट में कटौती के कारण वाणिज्यिक पेपर तथा 91 दिवसीय खजाना बिलों दोनों की ब्याज-दरों में लगभग 38 आधार अंकों की गिरावट के साथ, समकालिक रूप से परिवर्तित हुईं। लेकिन, अक्तूबर के दूसरे आर्ध-भाग से, विदेशी संविभाग निवेशकों द्वारा बिक्री की जाने की वजह से ईक्विटी बाजार में मोचन दबाव के चलते संपार्शिक उधार लेने और देने संबंधी दायित्व (सीबीएलओ) बाजार में पारस्परिक निधियों द्वारा उधार देने में कमी आई तथा चलनिधि के दबाव ओवरनाइट स्पेक्ट्रम के अन्य खंडों तक पहुंच गए। सरकारी व्यय की धीमी गति तथा त्योहार की वजह से मुद्रा की बढ़ी मांग ने भी चलनिधि की स्थिति को विषम बनाने में योगदान दिया। सरकार द्वारा वेतनों और पेंशन में प्रत्येक माह के शुरू में किए जाने वाले व्यय तथा नवंबर के आखिरी भाग में त्योहारों के बाद बैंकों को लौटाई गई कुछ करेसी को छोड़कर,

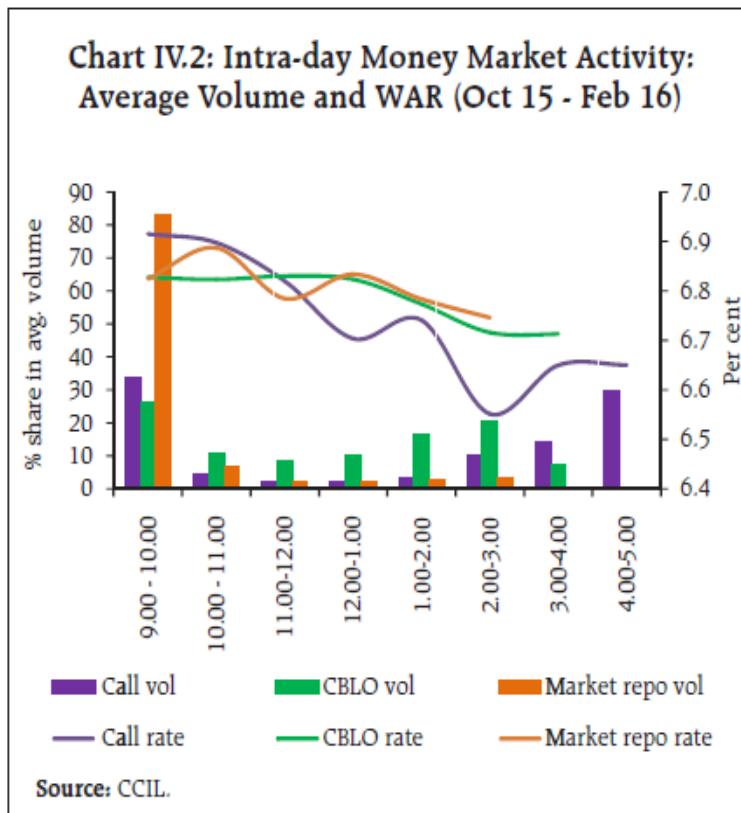
भारित औसत मांग दर, विशेष रूप से दिसंबर के मध्य में अग्रिम करों के बहिर्वाह के आसपास, सामान्यतः पूरी तिमाही में रिपो दर से कुछ अधिक बनी रही।

जनवरी के मध्य तक सरकारी व्यय में कमी के प्रभाव स्पष्ट होने तथा केंद्र सरकार के बजट से पहले नकदी शेष बनाए रखने की शुरुआत से चौथी तिमाही में बाजार दरों में वृद्धि हुई। गौण बाजार में तीन माह वाले वाणिज्यिक पेपरों तथा जमा प्रमाण पत्रों की दरों में कुछ वृद्धि होने के कारण मीयादी प्रीमियम में वृद्धि हुई (चार्ट IV.1)। उक्त तिमाही में चलनिधि की कमी के लिए जिम्मेदार अन्य कारक खाद्येतर ऋण के उठाव में वृद्धि होना था, जिसकी शुरुआत दिसंबर से हुई। फरवरी के दूसरे सप्ताह से चलनिधि की कमी में काफी वृद्धि होने की वजह से भारित औसत मांग दर में भी बढ़ोतरी हुई। सरकार के नकदी शेषों के 1.9 ट्रिलियन रुपये तक बढ़ने तथा बैंकों द्वारा जरूरत से 23 प्रतिशत अधिक आरक्षित निधि रखे जाने के फलस्वरूप 31 मार्च को भारित औसत मांग दर में तेजी आई।



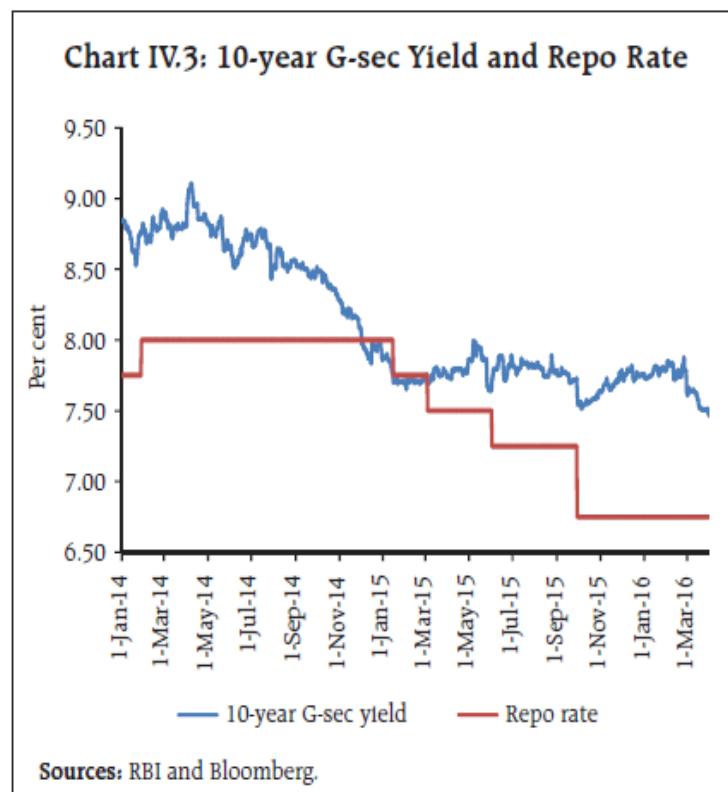
हाल की मुद्रा बाजार संबंधी गतिविधियों के संबंध में दो कारक उल्लेखनीय हैं। पहला, भारित औसत मांग दर में एक-दिन के भीतर हुई वृद्धि से यह प्रतिबिंबित होता है कि बाजार की समष्टि-संरचना में विषमता मौजूद है। लेनदेन (ट्रेडिंग) के पहले घंटे के दौरान मुद्रा बाजार की दरें सामान्यतः ऊंची रहना पिछले दिन

के उधारों की प्रतिवर्तता तथा आगे दिन भर के लिए निधीयन की जरूरतों को प्रतिबिंबित करती हैं (चार्ट IV.2)।



बैंकों द्वारा प्रतिवर्ती जरूरतों को पूरा करने तथा अन्य नकदी प्रवाहों के लिए चलनिधि की स्थिति के पुनर्मूल्यांकन के लिए ट्रेडिंग के अंतिम घंटे के दौरान बाजार के क्रियाकलापों में फिर से वृद्धि हो जाती है। ट्रेडिंग के पहले और अंतिम घंटे में दैनिक मांग बाजार के कुल कारोबार का 70-75 प्रतिशत हिस्सा पूरा हो जाता है। दूसरे, हरेक वर्ष चौथी तिमाही के अंत में चलनिधि के दबावों का बढ़ना एक नियमित बात है क्योंकि बाजार के सहभागी तुलन-पत्र समायोजनों के लिए तथा वर्ष के अंत में लक्ष्यों को पूरा करने हेतु चलनिधि के लिए भागदौड़ करते हैं। वर्ष के इस समय में भारतीय रिजर्व बैंक के पास रखे नकदी शेष वरीयताप्राप्त आस्ति बन जाते हैं। इन नकद शेषों को वापस लेने से अप्रैल की शुरुआत में चलनिधि की स्थिति काफी अच्छी हो जाती है, यह भी वर्ष-दर-वर्ष दोहरायी जाने वाली बात है।

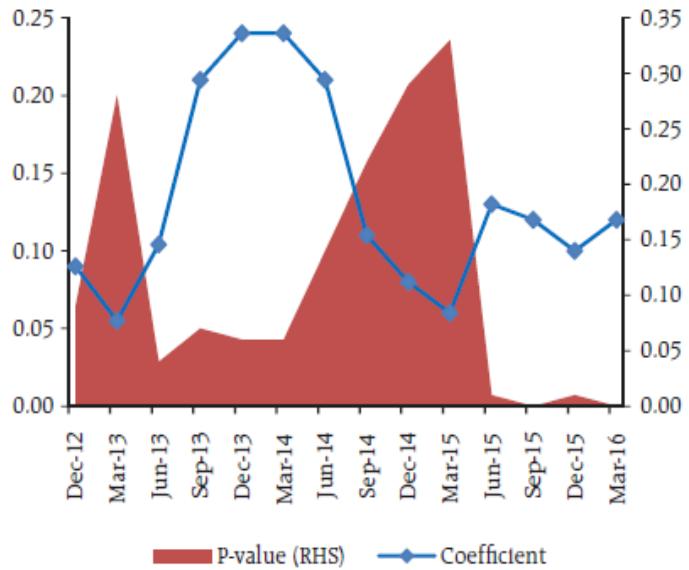
बांड बाजार में, सरकारी प्रतिभूतियों में प्रतिलाभ, जो मौद्रिक नीति में नरमी चक्र से पहले ही कम होने लगता था, 2015-16 की दूसरी छमाही में असंबद्ध हो गया और उसमें तेजी आने लगी। लेकिन, केंद्र सरकार के बजट की घोषणा के बाद प्रतिलाभ में धीरे-धीरे कमी आई (चार्ट IV.3)।



अक्तूबर के दूसरे सप्ताह से बैंचमार्क प्रतिलाभ में तेजी आई , जिसका मुख्य कारण अक्तूबर में अधिक प्राथमिक खजाना बिल जारी किया जाना, मुद्रास्फीति का बढ़ना तथा संविभाग निवेश की बिक्री द्वारा रुपये में मूल्यह्रास लाना था। ऐसे उच्च प्रभाव वाली वैश्विक घटनाओं को छोड़कर, जिनसे बचे हुए माल को औने-पौने दाम पर निकालने के लिए उत्प्रेरणा मिली, प्रतिलाभों को बढ़ाने में घरेलू कारकों ने अभिभावी भूमिका निभाई। अमरीकी 10 वर्षीय खजाना बिलों पर प्रतिलाभ से भारत की 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूतियों पर लाभ के संबंध में एक रोलिंग रिग्रेशन से यह स्पष्ट होता है कि हाल की अवधि में वैश्विक प्रतिलाभों से घरेलू प्रतिलाभों की संवेदनशीलता में काफी कमी आई है।<sup>1</sup> ((चार्ट IV.4))।

<sup>1</sup> जनवरी 2012 से मार्च 2016 तक का दैनिक डेटा इस्तेमाल किया गया है। प्रयुक्त चर वस्तुएँ अस्थायी होने के कारण उन्हें त्रैमासिक रोलिंग रिग्रेशन में प्रथम अंतर के रूप में इस्तेमाल किया गया है। प्रतिगमन विश्लेषण के लिए विंडो का आकार एक वर्ष है।

**Chart IV.4: Sensitivity of India's Yield to US Yield**



Source: Bloomberg.

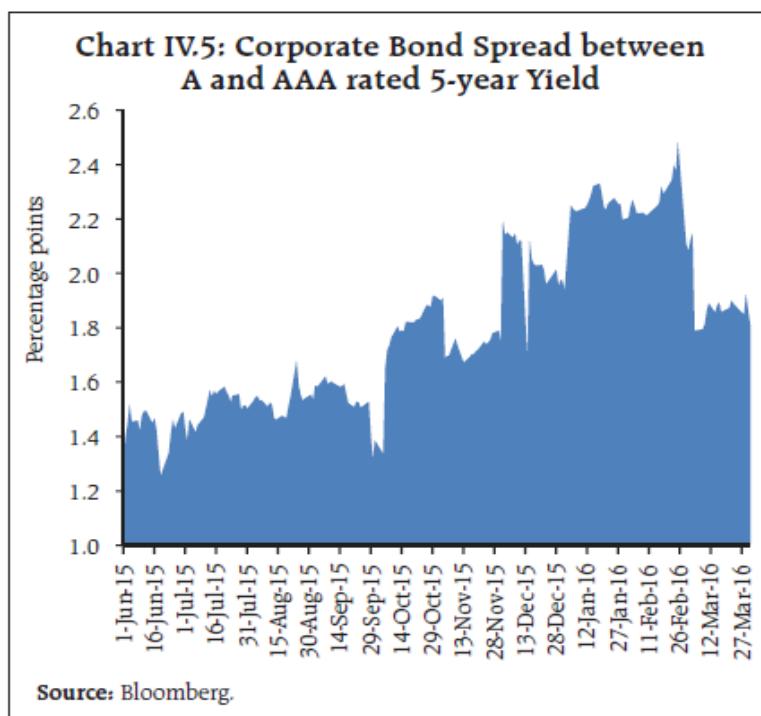
वर्ष 2015-16 की चौथी तिमाही में सरकारी प्रतिभूतियों के प्रतिलाभ का लेनदेन बढ़ी हुई दर पर हुआ। मासिक मुद्रास्फीति में लगातार वृद्धि, केंद्र सरकार के बजट के संभावित राजकोषीय रुझान की अनिश्चितता तथा चलनिधि कवरेज अनुपात संबंधी मानदंडों के अनुपालन की चिंताएं प्रतिलाभ में घट-बढ़ पर हावी रहीं। 11 जनवरी को नयी दस वर्षीय बैंचमार्क प्रतिभूति का लागू किया जाना, 20 जनवरी को 100 बिलियन रुपये की खुले बाजार के कार्यकलाप के अंतर्गत क्रय नीलामी तथा कर्ज खंड में एफपीआइ के लिए निवेश सीमा में वृद्धि से बांड बाजार की भावना में वृद्धि हुई, लेकिन यह स्थिति अत्यंत अल्पकालिक रही। प्रतिलाभों में जनवरी 2016 के तीसरे सप्ताह से जो वृद्धि होनी शुरू हुई वह फरवरी के अंतिम सप्ताह तक बनी रही। इसका कारण मांग से संबंधित पेपरों- राज्य विकास ऋण, करमुक्त बांड तथा उज्ज्वल डिस्कॉम अश्योरेंस योजना (उदय बांड) - की संभावित अधिक पूर्ति था।

केंद्र सरकार के बजट के बाद उत्पन्न सकारात्मक भावना के चलते प्रतिलाभों में नरमी आई और 29 फरवरी को दस वर्षीय जेनेरिक प्रतिलाभ में 16 आधार अंकों की गिरावट आई। बाजार सहभागियों के लाभ बुकिंग के कारण मार्च की पहली छमाही में सरकारी प्रतिभूतियों के लाभ में कुछ वृद्धि हुई, लेकिन

फरवरी में मुद्रास्फीति में कमी आने तथा फेड की नरम (डोविश) मौद्रिक नीति के कारण दूसरी छमाही में इनका लेनदेन कम प्रतिलाभ पर किया गया।

तीसरी तिमाही के शुरूआती भाग में उच्च श्रेणी वाले कंपनी बांड प्रतिलाभों में कुछ कमी आई, जिनका मूल्य-निर्धारण पूरी तरह सितंबर में हुई नीतिगत दरों में कमी के अनुसार किया गया। लेकिन, चौथी तिमाही में इसमें वृद्धि दिखाई दी जिसमें मार्च के दूसरे अर्धभाग के दौरान कमी आई। तुलन-पत्र से संबंधित चिंताओं तथा भारतीय बैंकों द्वारा कंपनी ऋणों की पुनर्संरचना की बढ़ती घटनाओं को देखते हुए निम्न श्रेणी वाले कंपनी बांड प्रतिलाभों में वृद्धि हुई (चार्ट IV.5)।

(चार्ट IV.5)



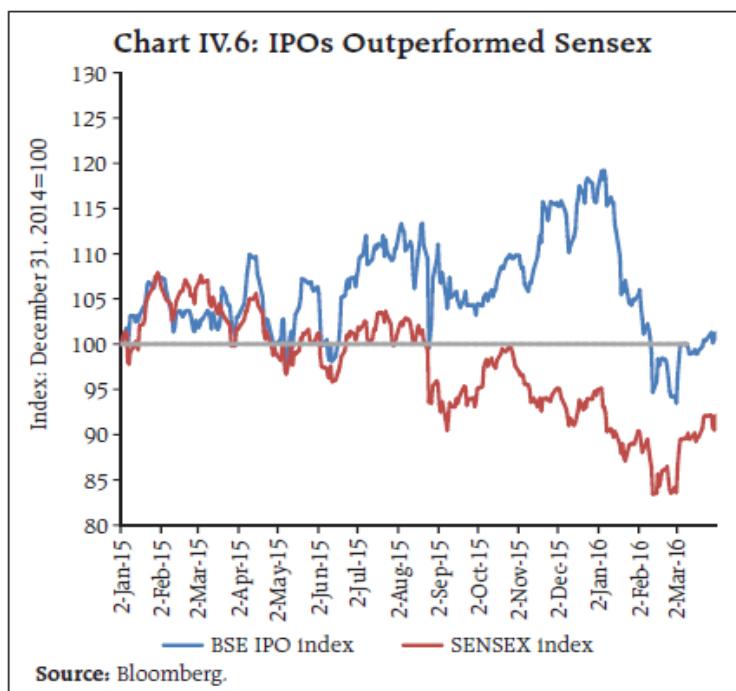
समग्र कंपनी तनाव अनुपात - श्रेणी उन्नयन की संख्या में श्रेणी निम्नीकरण की संख्या का भाग देकर प्राप्त - तेजी से गिरावट आई, जो भारतीय फर्मों की ऋण-गुणवत्ता में गिरावट का प्रतीक थी। समग्रतः कंपनी बांड स्प्रेड बढ़ा जबकि वर्ष के दौरान कंपनी बांडों के निर्गम (सार्वजनिक निर्गम तथा निजी तौर पर आबंटन) में उल्लेखनीय वृद्धि हुई थी। तीसरी तिमाही की शुरूआत ईक्विटी बाजार में तेजी से हुई। इसका कारण सितंबर में नीतगत दरों में कमी होने से दर-संवेदनशील क्षेत्रों को प्रोत्साहन मिलना था। फेड होल्डिंग दरों की स्थिरता तथा ईसीबी द्वारा अतिरिक्त निभाव के संकेतों सहित वैशिक संकेतों की सकारात्मकता से संविभाग प्रवाह में पुनः वृद्धि के कारण जहां सेंसेक्स को सहारा मिला वहीं पारस्परिक

निधियों सहित घरेलू संस्थागत निवेशक लाभ बुकिंग में लगे रहे। लेकिन, अक्तूबर के समाप्त होत-होते एफओएमसी की दिसंबर की बैठक में मौद्रिक नीति के सामान्यीकरण का संकेत मिलने, कुछ घरेलू बड़ी(ब्लयु-चिप) कंपनियों की कमजोर तिमाही आय तथा बिहार के चुनावों से पहले की सावधानी ने घरेलू बाजारों में नए सिरे से गिरावट की शुरूआत की। संरचनागत सुधारों की धीमी गति, उपभोक्ता सूचकांक मुद्रस्फीति में वृद्धि, औद्योगिक उत्पादन के धीमेपन, चीन की अर्थव्यवस्था के निराशाजनक आंकड़ों तथा यूरोप में आतंकवादी हमलों के कारण बढ़ते निराशावाद के चलते दिसंबर के दौरान मंदी की भावना बनी रही।

चौथी तिमाही की शुरूआत में वैश्विक प्रभाव-विस्तार के कारण सेंसेक्स में काफी गिरावट आई। तेल के मूल्य 12 वर्ष के सबसे निचले स्तर पर अर्थात् 30 अमरीकी डालर प्रति बैरल पर पहुंचने, चीन के निराशाजनक आंकड़ों तथा रेंबिन्मी के और अवमूल्यन से सभी उभरती अर्थव्यवस्थाओं में संविभाग निवेशों की भारी निकासी की शुरूआत हुई। अपेक्षा से अधिक कमजोर कंपनी आय की भविष्यवाणी तथा रूपये के मूल्यहास के कारण भारत के ईकिवटी बाजार भी प्रभावित हुए। चीन में शेयर बाजार के धराशायी होने से फरवरी में वैश्विक वित्तीय बाजारों में फिर से तनाव में वृद्धि होने लगी। इसके प्रभाव के फैलने से निवेशक अपने आकस्मिक परिवर्तनीय बांडों की चुकौती के लिए प्रतिष्ठित यूरोपीय बैंकों की क्षमता पर प्रश्न-चिह्न लगाने लगे। भारत में, वैश्विक जोखिम के प्रति विमुखता, सरकारी क्षेत्र के बैंकों द्वारा अनर्जक आस्तियों के लिए अधिक प्रावधान करने के कारण तीसरी तिमाही में उनके निवल लाभों/हानियों में तेज वृद्धि/कमी की घोषणा के कारण और मुखर हुई। इसके परिणामस्वरूप, बैंकों के शेयरों के बाजार मूल्यांकन में तेज गिरावट हुई। सेंसेक्स में जनवरी 2015 के उच्च स्तर से 22 प्रतिशत की गिरावट आई जो 21 माह का सबसे निचला स्तर था, इससे उसके बैंकों के शेयरों के बाजार में रौनक लौट आई क्योंकि संविभाग प्रवाह की वापसी हुई, व्यवसाय संबंधी भावनाओं में सुधार हुआ तथा चीन के केंद्रीय बैंक द्वारा आरक्षित अपेक्षित अनुपात में कटौती करने के बाद एशियाई तथा यूरोपीय बाजारों से सशक्त संकेत मिलने लगे। विदेशी निवेशकों द्वारा भारी खरीद, स्थायी पूँजी संबंधी अपेक्षाओं में ढील के बाद बैंकों के शेयरों में तेजी, रूपये के मूल्य में वृद्धि तथा ईसीबी से और सहायता मिलने की अपेक्षा से एशियाई ईकिवटी बाजारों में सुधार की वापसी से सेंसेक्स में आगे के दिनों में भी वृद्धि की स्थिति बनी रही।

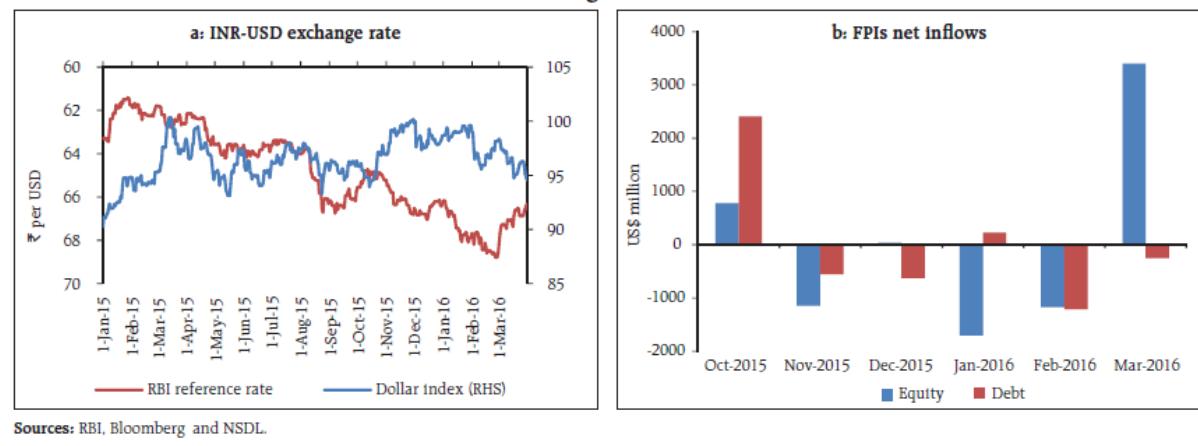
गोंण बाजार की तुलना में प्रारंभिक सार्वजनिक प्रस्ताव (आइपीओ) बेहतर बना रहा और इसने 2015 में लगभग 2.2 बिलियन अमरीकी डालर (लगभग 139 बिलियन भारतीय रूपये) के 64 आइपीओ जुटाए जो

चार वर्षों में सबसे अधिक थे। जबकि 2015 में आइपीओ सूचकांक ने 19 प्रतिशत का लाभ दिया, वहीं बैंचमार्क सेंसेक्स ने 5 प्रतिशत का नकारात्मक लाभ दिया (चार्ट IV.6)।



एफओएमसी की 17-18 सितंबर की बैठक में मौद्रिक नीति के सामन्यीकरण के स्थगन से यूएस डालर में आई कमज़ोरी के चलते अक्तूबर के पहले अर्ध-भाग में यूएस डालर के मुकाबले भारतीय रुपये के मूल्य में वृद्धि हुई ((चार्ट IV.7 ए )। लेकिन, दिसंबर में फेडरल फंड दर में वृद्धि होने की वजह से यूएस डालर में मजबूती आने के साथ भारतीय रुपये के मूल्य में अक्तूबर के मध्य से गिरावट आनी शुरू हो गई। विदेशी मुद्रा के लिए आयातकों की बढ़ती मांग तथा जोखिम से बचने के लिए एफपीआई के बहिर्गमन से भी रुपये के मूल्य में गिरावट संबंधी दबाव बने ((चार्ट IV. 7 बी )।

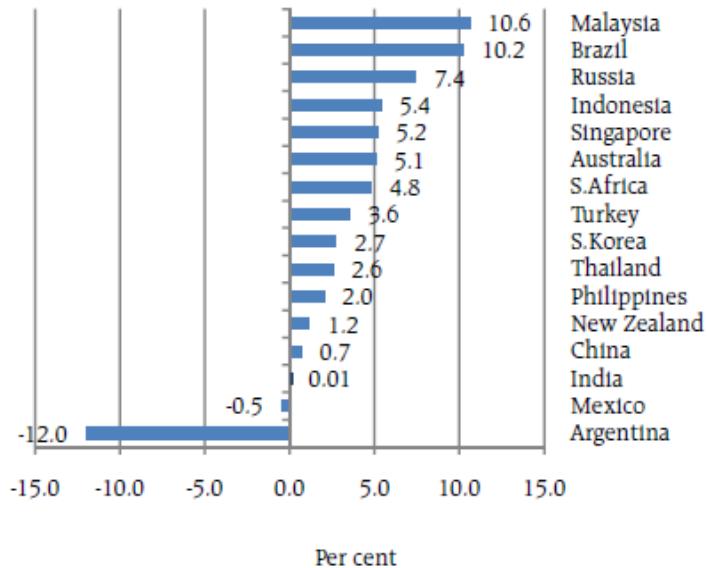
Chart IV.7: Exchange Rate and FPI Flows



Sources: RBI, Bloomberg and NSDL.

दूसरी तिमाही में जीडीपी के आंकड़े अपेक्षा से बेहतर रहने, वाणिज्यिक वस्तुओं के व्यापारिक घाटे में कमी आने तथा प्रत्यक्ष विदेशी निवेश के लिए अधिक अवसर खुलने सहित, लाभ उठाने तथा सकारात्मक घरेलू संकेत मिलने के सविराम लाभ को छोड़कर, नवंबर और दिसंबर में रुपये के मूल्य में गिरावट जारी रही। दिसंबर में, फेडरल फंड दर का बाजारों पर कोई असर नहीं हुआ। फेड की नरम (डोविश) मौद्रिक नीति से प्राप्त संकेतों से समस्त उभरती अर्थव्यवस्थाओं के विदेशी मुद्रा बाजारों में स्थिरता लौट आई तथा तिमाही के बंद होते-होते रुपये के मूल्य में वृद्धि हुई। चौथी तिमाही की शुरूआत विदेशी मुद्राबाजार में नाटकीय परिवर्तन के साथ हुई। मंदी की लगातार बढ़ती भावना के कारण जोखिम से बचने तथा अपनी निधियां सुरक्षित स्थान पर ले जाने की होड़ और बलवती हुई, जिसकी वजह से 2016 की शुरूआत से वैशिक प्रभाव-विस्तार ने गिरावट के दबाव के नए झटके उत्पन्न किए। मुद्रास्फीति में वृद्धि, कमजोर औद्योगिक उत्पादन तथा संविभाग के निरंतर बहिर्गमन ने भी रुपये के मूल्य के घटने में योगदान दिया। ब्याज दर को नकारात्मक रखने के बैंक ऑफ जापान के निर्णय ने, सामान्य रूप से, उभरती हुई अर्थव्यवस्थाओं में जोखिम की भावना को बल दिया, जिसकी वजह से कई उभरती अर्थव्यवस्थाओं की मुद्राओं के मूल्य में हुई वृद्धि की सीमा तक भारतीय रुपये के मूल्य में मामूली वृद्धि हुई (चार्ट IV.8)।

**Chart IV.8: Currency Appreciation/Depreciation  
March 31, 2016 over Dec 31, 2015**



Source: Bloomberg.

केंद्र सरकार की बजट घोषणा के बाद रुपये के मूल्य में वृद्धि हुई। मार्च के मध्य से, ईंकिवटी बाजार में संविभाग प्रवाह की वापसी से विदेशी मुद्रा बाजार में वृद्धि बनी रही। सांकेतिक प्रभावी विनिमय दर तथा वास्तविक प्रभावी विनिमय दर, दोनों ही रूपों में, 2015-16 के दौरान रुपये के मूल्य में क्रमशः 4.1 तथा 1.4 प्रतिशत की गिरावट हुई, जिसने 2014-15 में हुई वृद्धि को आंशिक तौर पर समाप्त कर दिया (सारणी IV.1)।

**सारणी IV.1 सांकेतिक और वास्तविक प्रभावी विनिमय दरेः ट्रेड आधारित(बेस: 2004-05=100)**

मद	सूचकांक 25 मार्च 2016(पी)	अधिमूल्यन(+)/ मूल्यह्रास(-) (प्रतिशत)	
		मार्च 2015 से मार्च 2014	मार्च 2014 से 2013
36 मुद्रा आरईआर	111.62	-1.4	9.0
36 मुद्रा एनईआर	73.67	-4.1	6.8
6 मुद्रा आरईआर	122.13	-3.0	11.7
6 मुद्रा एनईआर	66.43	-6.7	7.1
रु/यूएस\$(31 मार्च की स्थिति के अनुसार)	66.33	-5.6	-4.0

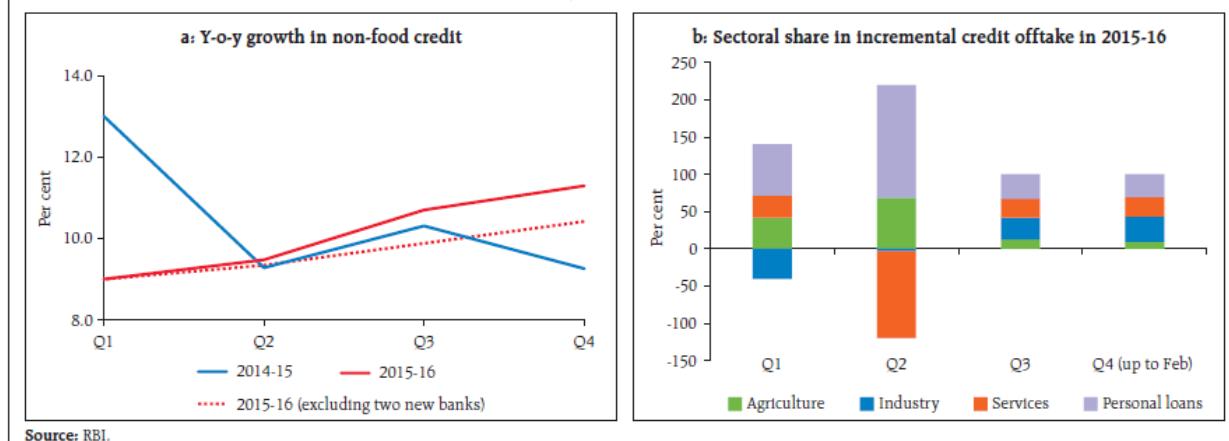
पी: प्रोविजनल

टोटः आरईआर आंकड़े कंज्यूमर प्राइस इंडेक्स(कंबाईन) पर आधारित हैं।

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक

ऋण बाजार के कार्यकलापों में, औद्योगिक तथा कंपनी गतिविधियों में कमी तथा भारी मंद गति के कारण कमजोर मांग के चलते, गिरावट आई। साथ ही, आस्ति-गुणवत्ता की चिंता से उत्पन्न जोखिम से बचने के लिए बैंकों ने ऋण देना कम कर दिया। 2015-16 की प्रथम छमाही में जो खाद्येतर ऋण विस्तारित एक अंकीय वृद्धि के निचले स्तर तक पहुंच गए थे, उनमें वर्ष की दूसरी छमाही में सुधार हुआ तथा तीसरी और चौथी तिमाही में क्रमशः 10.7 प्रतिशत तथा 11.3 प्रतिशत की वर्ष-दर-वर्ष वृद्धि हुई। यह सुधार, वर्ष के दौरान निजी क्षेत्र के दो नए बैंकों, बंधन बैंक तथा आइडीएफसी बैंक के काम की शुरूआत होने तथा उनके परिचालनों के समायोजन के बाद भी समझ में आने वाला है (चार्ट IV. 9 a)। इस उच्च स्तर की प्राप्ति में उल्लेखनीय बात यह रही कि उद्योग को ऋण-प्रवाह, जिसमें पहली छमाही में गिरावट आई थी, उसमें पूरी तरह से उलट-फेर हुआ और तीसरी तिमाही में खाद्येतर ऋण में हुई कुल वृद्धि में इसका हिस्सा 29 प्रतिशत तथा चौथी तिमाही में 34 प्रतिशत पर पहुंच गया ((चार्ट IV. 9 b))।

Chart IV.9: Non-food Credit



बैंक ऋण प्रवाह में सुधार ज्यादातर व्यक्तिगत ऋणों में, विशेषकर आवासन ऋणों में वृद्धि के कारण हुआ, जिनमें तुलनात्मक रूप से अपचार/अपराध की संभावना कम रहती है तथा संपार्शिक जमानत की बाध्यता भी कम रहती है। वर्ष 2015-16 में, औद्योगिक क्षेत्र को बैंक तथा बैंकेतर क्षेत्र से संसाधनों के प्रवाह में 25 प्रतिशत की वृद्धि हुई। बैंकेतर क्षेत्र से प्रवाह में 12 प्रतिशत की वृद्धि हुई, जिसमें जमाप्रमाण पत्रों, सार्वजनिक निर्गमों, अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाओं, आवास वित्त कंपनियों तथा विदेशी स्रोतों से वित्तपोषण शामिल है। नीतिगत रिपो दर में 125 आधार अंकों की संचित कमी के कारण नए रूपया ऋणों पर भारित औसत उधार दर में 90 आधार अंकों की कमी (फरवरी 2016 तक) आई। साथ ही, बकाया रूपया ऋणों पर भी भारित औसत उधार दर में 53 आधार अंकों की गिरावट आयी (सारणी IV.2)। लेकिन, बैंकों की मध्यमान आधार दर में, उसी अवधि के दौरान मध्यमान मीयादी जमा दरों में 80 आधार अंकों की ऊँची गिरावट के मुकाबले 60 आधार अंकों की ही गिरावट आयी, जो इस बात का प्रतीक है कि आस्तियों की गुणवत्ता में गिरावट तथा अधिक प्रावधानीकरण के चलते बैंक लाभप्रदता को बनाए रखने को वरीयता देते हैं।

#### सारणी IV.2: बैंकों की जमा और उधारी दरों पर पोलिसी रेट का संचरण

(प्रतिशत)

माह	रेपो	सावधि जमा रेट			उधारी दर		
		रेट	मेडियन	डब्ल्यूएटीडीआरर	मेडियन	डब्ल्यूएएलआर -	डब्ल्यूएएलआर-प्रैश
		टर्म डिपोजिट रेट	बेस रेट	बकाया रूपी ऋण	रूपी ऋण		
1	2	3	4	5	6	7	
दिसं.-14		8.00	7.55	8.64	10.25	11.96	11.52
मार्च 15		7.50	7.50	8.57	10.20	11.88	11.15
जून 15		7.25	7.22	8.43	9.95	11.74	11.08
सितं.-15		6.75	7.02	8.02	9.90	11.66	10.86
दिसं.-15		6.75	6.77	7.83	9.65	11.46	10.68
मार्च 16		6.75	6.75	7.75*	9.65	11.43*	10.62*
भिन्नता (प्रतिशत अंक) (दिसंबर 2016 से दिसं.14 के अंत तक)		-1.25	-0.80	-0.89	-0.60	-0.53	-0.90
<b>डब्ल्यूएटीडीआर :वेटेड ऐवरेज टर्म डिपोजिट रेट</b>							
<b>डब्ल्यूएएलआर: वेटेड ऐवरेज लैंडिंग रेट</b>							
* डेटा अनंतिम है और फरवरी 2016 से संबंधित है.							
सोर्स: रिजर्व बैंक आफ इंडिया( बैंक द्वारा प्रस्तुत एसएमआर VI AB पर आधारित)							

पहली अप्रैल 2016 से लागू निधि आधारित उधार दर से यह आशा की जाती है कि इससे ऋणों के मूल्य-निर्धारण में पारदर्शिता आएगी तथा नीति दरों के उधार दरों में परिवर्तित होने में तेजी आएगी। 4 अप्रैल की स्थिति के अनुसार, कुल बैंक ऋण में 26 बैंकों की मध्यमान एकदिवसीय निधि आधारित उधारों का हिस्सा लगभग 83 प्रतिशत था, जो मध्यमान आधार दर से 50 आधार अंक कम था, वहीं सभी परिपक्वता अवधियों के लिए मध्यमान निधि आधारित उधार दरें 25 आधार अंक कम थीं। कुछ चयनित लघु बचत योजनाओं में समान अवधि वाली सरकारी प्रतिभूतियों के मुकाबले 25 आधार अंकों के स्प्रेड को समाप्त करने के सरकार के निर्णय तथा 2016-17 की पहली तिमाही से सभी लघु बचत योजनाओं पर प्रशासित दरों के अधिक बार ( वार्षिक के बजाय तिमाही )पुनर्निर्धारण से लघु बचत दरों और बाजार दरों के बीच अनुरूपता आएगी तथा परिवर्तन (ट्रांसमीशन) को सुदृढ़ बनाने में योगदान मिलेगा। लघु बचत योजनाओं पर प्रशासित ब्याज दरों में 2015-16 के मुकाबले 2016-17 की पहली तिमाही में 40-130 आधार अंकों की गिरावट आई है।

वर्ष 2015-16 की तीसरी तिमाही में भारतीय रिज़र्व बैंक ने आस्तियों की गुणवत्ता की पुनरीक्षा शुरू की ताकि यह सुनिश्चित किया जा सके कि बैंक मार्च 2017 की समय-सीमा के भीतर पूर्ण प्रावधान करके अपने ऋण संविभागों को दुरुस्त करने के लिए पूर्व-सक्रिय कदम उठा रहे हैं या नहीं। सरकारी क्षेत्र के पन्द्रह बैंकों ने यह सूचित किया है कि संदिग्ध और हानि आस्तियों के लिए अधिक प्रावधान करने तथा डूबंत ऋणों को बड़े खाते डालने से वर्ष 2015-16 की तीसरी तिमाही में उनके घरेलू परिचालनों में हानि हुई है।

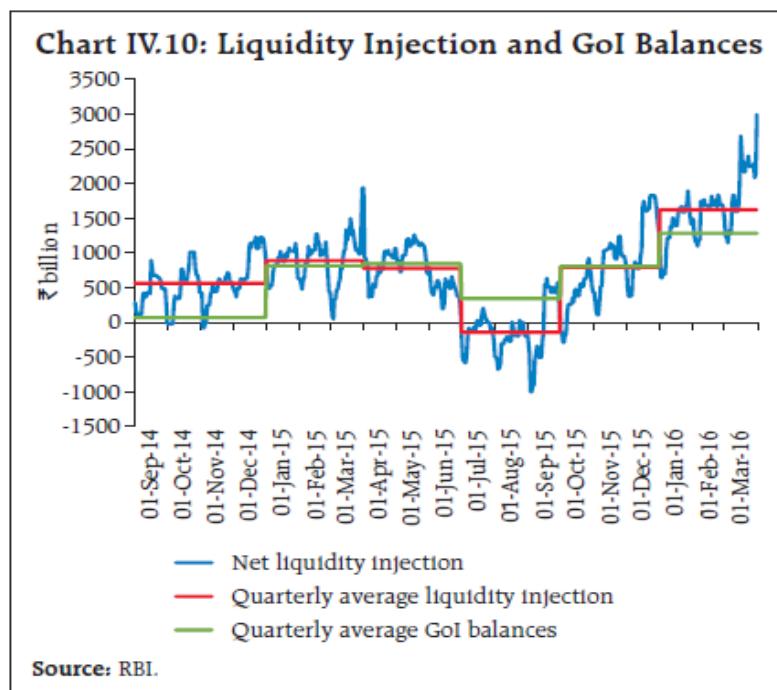
#### IV.2 चलनिधि की स्थिति

सामान्यतः प्रत्येक माह के प्रथम सप्ताह में वेतनों/पैशनों/सब्सिडियों पर सरकारी व्यय में अधिशेष की कुछ अवधियों को छोड़कर अक्तूबर के मध्य से शुरू होने वाली वर्ष की दूसरी छमाही में साधारणतः चलनिधि की स्थिति विषम हुई क्योंकि उक्त अवधि में सरकारी व्यय में कमी आने के साथ-साथ त्योहारों के लिए मुद्रा की मौसमी मांग में वृद्धि हुई। दिसंबर के मध्य में अग्रिम कर भुगतान के कारण बहिर्गमन (आउटफलो) का अंदाजा लगाते हुए भारतीय रिज़र्व बैंक ने 28 दिवसीय परिवर्ती रिपो नीलामी (210 बिलियन रुपये), खुले बाजार के क्रय परिचालन (100 बिलियन रुपये) तथा एकदिवसीय से लेकर 13 दिवसीय तक के विभिन्न परिपक्वता-अवधियों वाले मीयादी रिपो सहित सही तालमेल वाले परिचालन आयोजित किए जिनसे सरकारी जमाशेष में भारी वृद्धि होने की संभावना का पूरी तरह प्रतिकार किया जा सका। भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा बाजार में डाली गई चलनिधि अक्तूबर के अंत के 436 बिलियन रुपये से बढ़कर दिसंबर 2015 के अंत में 1322 बिलियन रुपये पर पहुंच गई।

चूंकि सरकार के नकदी शेष 06 जनवरी के 762 बिलियन रुपये से एकदम बढ़कर से 22 जनवरी को 1.5 ट्रिलियन रुपये के उच्च स्तर जा पहुंचे, अतः जनवरी में भारतीय रिज़र्व बैंक ने अपने परिचालनों का दायरा बढ़ाते हुए 56-दिवसीय परिवर्ती दर मीयादी रिपो लागू किए तथा 20 जनवरी को खुले बाजार के क्रय परिचालनों (100 बिलियन रुपये) द्वारा स्थायी चलनिधि भी उपलब्ध कराई। इसके बाद 8 फरवरी को समान राशि की ओर नीलामी आयोजित की गई। सरकार की ओर से क्रय-वापसी परिचालन (375 बिलियन रुपये) आयोजित करके टिकाऊ चलनिधि भी उपलब्ध कराई गई। मार्च में 414 बिलियन रुपये के खुले बाजार के क्रय परिचालन भी आयोजित किए गए। इसके अलावा, प्रणाली में पर्याप्त चलनिधि सुनिश्चित करने की दृष्टि से 1.75 ट्रिलियन रुपये की संचित राशि के 2-दिवसीय से लेकर 28 दिवसीय मीयादी रिपो अतिरिक्त रूप से लागू किए गए। भारतीय रिज़र्व बैंक के पूर्व-सक्रिय दृष्टिकोण का अंदाजा इस तथ्य से लगाया जा सकता है कि अग्रिम कर बहिर्वाह से उत्पन्न हुई चलनिधि की अत्यधिक विषमता के प्रबंधन के लिए 15-16 मार्च को 1 ट्रिलियन रुपये के मीयादी रिपो आयोजित किए गए।

भारतीय रिजर्व बैंक ने अपनी नियमित सुविधाओं सहित सभी स्रोतों से जो चलनिधि बढ़ाई, वह 16 मार्च को बढ़कर 2.7 ट्रिलियन रुपये तक पहुंच गई।

जैसा कि इस अध्याय में पहले उल्लेख किया जा चुका है, चौथी तिमाही में, विशेष रूप से मार्च में, चलनिधि की तंगी होना एक नियमित बात है। चलनिधि को प्रमुख रूप से प्रभावित करने वाले कारकों में सरकार के जमाशेषों में सामान्य से अधिक घट-बढ़ होना शामिल है, जिसकी वजह से इस वर्ष निवल चलनिधि समायोजन सुविधा के लिए अधिक प्रतिकारी कदम उठाने आवश्यक हो गए (चार्ट IV.10)।



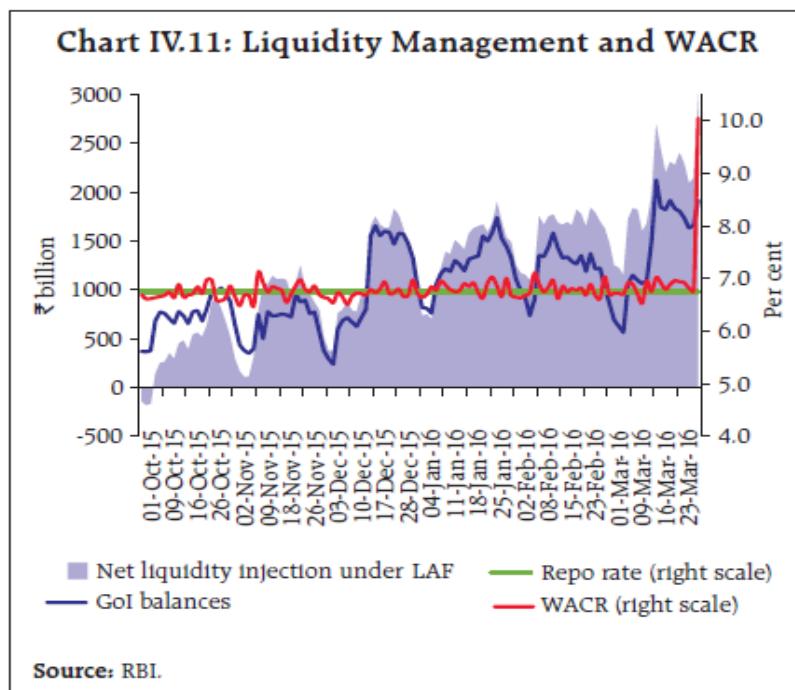
उच्चतर चलनिधि कवरेज अनुपात को बनाए रखने के लिए निर्धारित सांविधिक चलनिधि अनुपात के भीतर अतिरिक्त समायोजन भी किया गया और सांविधिक चलनिधि अनुपात की अतिरिक्त राशि को मुक्त कर दिया गया ताकि उसका उपयोग संपार्शिकीकृत मुद्रा बाजार/चलनिधि समायोजन सुविधा लेनदेनों<sup>2</sup> के लिए किया जा सके। इससे चलनिधि संबंधी चिंताएं समाप्त हो गईं।

<sup>2</sup> बैंकों के LCR परिकलन के प्रयोजन के लिए स्तर 1 उच्च गुणवत्ता चल संपत्ति (HQLAs) के रूप में अनुमोदित परिसंपत्तियों को अन्य बातों के साथ न्यूनतम एसएलआर आवश्यकता से अधिक और एनडीटीएल के 7 प्रतिशत तक की एसएलआर आवश्यकता के भीतर सरकारी प्रतिभूतियों में शामिल कर सकते हैं। बैंकों को अनिवार्य एसएलआर के तहत एनडीटीएल के और 3 प्रतिशत तक उनके द्वारा धारित सरकारी प्रतिभूतियों में शामिल करने की अनुमति दी गई जिससे एसएलआर से अधिक से अधिक एनडीटीएल के 10 फीसदी तक जुटाये जा सके।

\* 25 मार्च, 2016 तक; \*\* 31 मार्च, 2016 को छोड़कर।

उक्त परिचालन आरक्षित मुद्रा में 14.5 प्रतिशत\* की वृद्धि के रूप में प्रतिबिंबित हुए, जो वर्ष 2015-16 में सांकेतिक सकल घरेलू उत्पादन में हुई 8.6 प्रतिशत की वृद्धि के मुकाबले काफी अधिक थी। साथ ही, 2014-15 में जब निवल विदेशी मुद्रा आस्तियों की खरीद (ओएमओ बिक्री के लिए समायोजित) मुद्रा में वृद्धि के 190 प्रतिशत के उच्च स्तर पर पहुंच गई थी तब स्थायी रूप से चलनिधि बढ़ाई गई थी, उसका बड़ा असर अभी भी बाकी था। वर्ष की दूसरी छमाही में, स्थूल मुद्रा में वृद्धि आरक्षित मुद्रा में हुई वृद्धि से कम रही, जो जमाराशियों में हुई साधारण वृद्धि तथा मुद्रा-गुणक के अनुसार मुद्रा में अपेक्षाकृत अधिक वृद्धि के प्रभाव को प्रतिबिंबित करती थी।

पूर्वसक्रिय चलनिधि प्रबंधन के साथ वर्ष की दूसरी छमाही में प्रभावी नीतिगत कॉरीडोर +36/-27 आधार अंक\*\* था, जो इस बात का प्रतीक था कि चलनिधि की कमी बने रहने की आशंका के बावजूद भातीय रिजर्व बैंक ने परिचालनगत लक्ष्य को अच्छी तरह से पा लिया था (चार्ट IV.11)।



रिपो दर पर WACR दर स्प्रेड वास्तव में कुल व्यापार दिनों के 50 प्रतिशत पर +/- 10 आधार अंकों तथा कुल व्यापार दिनों के 85 प्रतिशत पर +/- 20 आधार अंकों के भीतर रहा। इस संदर्भ में, चलनिधि प्रबंधन कॉरीडोर के उपयुक्त विस्तार का मुद्दा महत्वपूर्ण बन जाता है (बॉक्स IV.1)।

#### बॉक्स IV.1 : चलनिधि प्रबंधन में रणनीतिक लक्ष्य-भेदन

केंद्रीय बैंकों द्वारा मौद्रिक नीति में व्यापक रूप से अपनाई जाने चाली कॉरीडोर प्रणालियां सहमति तथा असमंजस अथवा समायोजन दोनों का सामना करती हैं। इस बात पर सहमति है कि - (क) परिचालन लक्ष्य वह व्याज-दर होनी चाहिए जिस पर केंद्रीय बैंक का सबसे अधिक नियंत्रण हो - इसके लिए देश अत्यधिक वरीयता एकदिवसीय मुद्रा बाजार दर को देते हैं; (ख) लक्ष्य-दर को नीतिगत दर के पास लाने के लिए यह अनिवार्य है कि एक सुदृढ़ तथा सक्रिय चलनिधि प्रणाली अपनाई जाए; (ग) लक्ष्य दर में अस्थिरता को कम करने के लिए प्रतिबद्धता होनी चाहिए; (घ) समुचित रूप से सटीक पूर्वानुमान लगाना सक्रिय चलनिधि परिचालनों के लिए जरूरी होता है। असमंजस में शामिल हैं - (i) चलनिधि स्थिति में सुधार के लिए कौनसे तरीके अपनाए जाएं; (ii) लक्ष्य किस व्याज-दर के लिए हो - संपादिक अथवा असंपादिक, और एकदिवसीय या अल्पकालिक हो; तथा (iii) कॉरीडोर की व्यापकता क्या हो, बहुत व्यापक कॉरीडोर परिचालन लक्ष्य में अस्थिरता की अनुमति देता है, वहीं बहुत संकरा कॉरीडोर बाजार के विकास को हतोस्ताहित करता है।

अंतर्राष्ट्रीय अनुभवों से स्पष्ट है कि नीतिगत दर कॉरीडोर को कम रखने को वरीयता तब दी जाती है जब एक दिवसीय दर की अस्थिरता को न्यूनतम रखने पर बल दिया जाता है, क्योंकि अधिक व्यापक कॉरीडोर से नीतिगत संकेत सही नहीं जाते (मेहले 2014) और चलनिधि को अनावश्यक रूप से जमा करके रखने को प्रोत्साहन मिलता है (ग्रे, 2013)। उच्च अस्थिरता से संबद्ध व्यापारिक जोखिम वास्तव में बाजार विकास को बाधित कर सकते हैं तथा चलनिधि परिचालनों को बेहतर बनाने के लिए अस्थिर बाजार में बाजार की प्रतिसूचना भी अधिक शोरगुल वाली बन जाती है। समान संकुचित कॉरीडोर वाले देश (ऑस्ट्रेलिया और कनाडा के मामले में +/- 25 आधार अंक) अपने परिचालनगत लक्ष्यों को बेहतर रूप से मध्य में रखते दिखाई देते हैं क्योंकि बाजार के सहभागियों को केंद्रीय बैंक की सुविधा लेने के बजाय आपस में उधार लेने-देने के लिए प्रोत्साहित किया जाता है (सारणी 1)। बैंक ऑफ थाईलैंड ने वर्ष 2006 में +/- 50 आधार अंकों वाला कॉरीडोर स्थापित किया था जिसे बाद में बदलने की जरूरत नहीं पड़ी क्योंकि उसने सामान्य और संकट दोनों ही समय लक्ष्य-प्राप्ति में सहायता प्रदान की। बैंक ऑफ इंग्लैंड ने पहले +150/-100 आधार अंकों का असमान कॉरीडोर अपनाने का प्रयोग करने के बाद आखिर +/- 25 आधार अंक वाले समान कॉरीडोर को अपनाया। इस बदलाव के बाद अस्थिरता में उल्लेखनीय कमी आयी। रिक्सबैंक ने 2000 में +/- 75 आधार अंक के कॉरीडोर के साथ शुरूआत की थी, लेकिन वैशिक संकट के बाद कॉरीडोर को घटा कर वर्ष 2009 में +/- 50 आधार अंक कर दिया। अनुभवों ने यह दर्शाया है कि भारत में पिछले वर्षों में परिचालन लक्ष्य की अस्थिरता में उल्लेखनीय कमी आई है। 7 दिन से 90 दिन की मांग दरों का रोलिंग पीरियड स्टेंडर्ड डेविएशन 2006-07 के 4.5 प्रतिशत से 1/10 गिर कर 2014-15 में लगभग 0.4 प्रतिशत तथा 2015-16 में और गिर कर 0.2 प्रतिशत रह गया। एक दिवसीय मुद्रा बाजारों में घटती स्थिरता में संशोधित चलनिधि ढांचे की कारगरता I-GARCH (1, 1) मॉडल द्वारा अनुमानित सर्शत अस्थिरता द्वारा भी वैधीकृत की जा सकती है : अब अवरोधों (spike) की आवृत्ति कम हो गई है। हाल के इन परिणामों में पूर्वानुमानों की क्षणभंगरता

तथा बाजार की गड़बड़ियों के प्रति सजगता ने महत्वपूर्ण भूमिका निभायी है। यहां तक कि अवधियों के भीतर आरक्षित रखरखाव परिवर्तनों को भी बराबर कर दिया जाता है और अंतिम रखरखाव दिन के प्रभाव सांख्यकीय रूप से महत्वहीन हो जाते हैं।

### सारणी 1: स्प्रेड ऑफ मीन ऑफ इंटर बैंक रेट बनाम

टार्गेट रेट : चयनित देश<sup>1</sup>

(प्रतिशत अंक)

देश	जोखिम के दौरान अगस्त 9, 2007- Dec 2010	जोखिम के बाद			
		जन. 2011- दिसं. 2012	2013	2014	2015
ऑस्ट्रेलिया	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
कनाडा	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
स्वीडन	-0.06	0.17	0.05	0.05	0.01
यूके	0.07	0.05	-0.02	-0.03	-0.02
यूरो क्षेत्र	-0.40	-0.50	-0.50	-0.10	-0.10
झेक	0.07	0.09	0.13	0.10	0.10
रिपब्लिक	-0.54	-0.25	-0.14	-0.06	-0.07
पोलैंड	-1.15	-1.62	-1.25	-1.52	-1.23
हंगरी	-0.13	0.00			
अमेरिका	-1.11	-0.51	-0.52	-0.51	-1.19
स्विट्जरलैंड	0.14	0.00	0.00	-0.01	-0.01
नॉर्वे	-0.11	-0.07	-0.03	-0.04	-0.09
न्यूजीलैंड					

संदर्भ :

<sup>1</sup> पात्रा एम. डी., कपूर एम., कावड़िया आर., लोकारे एस.एम. “लिक्विडिटी मैनेजमेंट एंड मोनेटरी पॉलिसी4: फ्रॉम कॉरीडोर प्ले ट्रू मार्कर्समेनशिप इन मौनेटरी पॉलिसी इन इंडिया : ए मॉडर्न मेक्रो-इकॉनामिक पर्सपेक्टिव”, स्प्रिंजर वर्लेग 2016, आनेवाला

ग्रे एस. तथा अन्य (2013) “मोनेटरी इश्यूज इन दि मिडिल ईस्ट एंड नॉर्थ अफ्रीका”, विभागीय पेपर आइएमएफ

मेहले एन. (2014) “मोनेटरी पॉलिसी इम्पलिमेंटेशन : ऑपरेशनल इश्यूज फॉर कंट्रीज विद इवोल्विंग मोनेटरी पॉलिसी रिजीम्स”

<https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2014/oapbali/pdf/M3.pdf>.

#### IV.3 वैशिक प्रभाव-विस्तार तथा घरेलू वित्तीय बाजार

वैशिक वित्तीय बाजारों में उथल-पुथल तथा अत्यधिक अस्थिरता के कारण घरेलू वित्तीय बाजार क्षेत्र के विभिन्न घटक प्रभावित होते रहे हैं। इन बाजारों के सामान्य कामकाज में बाधा तथा मौद्रिक नीति के निहितार्थों के अंतरण को देखते हुए प्रभाव-विस्तार की पहचान करना, माप करना और प्रबंधन करना घरेलू समष्टि-आर्थिक नीतियों के लिए एक बड़ी चुनौती बन कर उभरा है। भारत में यद्यपि घरेलू कारकों ने निरंतर अधिक अभिभावी भूमिका निभाई है, तथापि घरेलू कारक तथा वैशिक प्रभाव-विस्तार दोनों ही वित्तीय बाजार में पूर्वनिश्चित तरीके से गतिशील होते रहे हैं। विदेशी मुद्रा तथा शेयर बाजार के उलट मुद्रा, बांड तथा ऋण बाजार औसत मूल्य स्तरों पर निरंतर प्रभाव के तौर पर अधिकांशतः रोधक रहे हैं। लेकिन, वैशिक प्रभाव-विस्तार सभी खंडों की अस्थिरता को प्रभावित करने की प्रवृत्ति रखते हैं<sup>3</sup>। घरेलू कारकों में चलनिधि की स्थिति, बाजारों की व्यष्टिगत संरचना, मुद्रास्फीति और राजकोषीय दृष्टिकोण, बैंकों की आस्तियों से संबंधित बाजार की चिंताएं तथा कंपनियों के तुलन-पत्र बाजार की गतिविधियों पर प्रमुख प्रभाव रखते हैं। अंतरण के संबंध में पूर्वसक्रिय चलनिधि प्रबंधन बहुत महत्व रखता है, लेकिन यह अकेले बड़ी वैशिक गतिविधियों से उत्पन्न विध्वंस को रोकने की क्षमता नहीं रखता।

<sup>3</sup> पात्रा एम.डी.; पट्टनायक एस. ; जॉन जे.; तथा बेहरा एच.के. (2016) “ग्लोबल स्पिलओवर एंड मोनेटरी पॉलिसी ट्रांसमीशन इन इंडिया” भारिंबै वर्किंग पेपर सीरीज़, डब्ल्यूपीएस(डीईपीआर):03/2016

## V. बाह्य वातावरण

वैश्विक आर्थिक गतिविधियों में और कमी आई तथा अंतर्राष्ट्रीय व्यापार में कमी बनी रही तथा गिरावट संबंधी जोखिमों में वृद्धि हुई। कुछ प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में कमज़ोर मांग तथा वस्तुओं के गिरते मूल्यों की वजह से अपस्फीति का भय उत्पन्न हो गया जिसकी वजह से मौद्रिक नीति के रुझान में नए सिरे से बदलाव को बल मिला। नाजुक घरेलू आधारभूत तत्वों के कारण उभरती अर्थव्यवस्थाएं बाजार की भावनाओं तथा पूंजी बहिर्गमन में तेज बदलाव के कारण असुरक्षित बनी रहीं।

सितंबर 2015 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट के बाद से वैश्विक अर्थव्यवस्था में कमज़ोरी आई है, बढ़ते गिरावट जोखिमों की वजह से कई अंतर्राष्ट्रीय एजेंसियों ने अपनी भविष्यवाणियों में संशोधन करते हुए और कमी होने की संभावना व्यक्त की है। पूंजी प्रवाह, विनिमय दरों तथा वित्तीय बाजारों में बढ़ती अस्थिरता के साथ-साथ अभी तक घटी कीमतों और व्यापारिक प्रवाहों ने हाल में गिरावट के जोखिमों को और बढ़ाया है। सभी अर्थव्यवस्थाओं में स्थिर निवेश संवृद्धि में गिरावट का मुख्य कारण रहा है। चीन में संभावित गिरावट तथा कठोर वित्तीय स्थिति के कारण संभावनाओं पर संदेह के घिरते बादलों ने उभरती अर्थव्यवस्थाओं के विकास की गति को अवरुद्ध करना जारी रखा है।

वर्ष 2015-16 की चौथी तिमाही में वैश्विक वित्तीय बाजार अपेक्षाकृत शांत बने रहे, जिससे अमरीका की मौद्रिक नीति में सामान्यीकरण लाना संभव हुआ। चीन की मौद्रिक नीति में ढील तथा यूरो क्षेत्र और जापान में मौद्रिक प्रोत्साहनों में और वृद्धि से भावनाओं को बल मिला। लेकिन, जनवरी में अस्थिरता के बढ़ने के कारण वित्तीय बाजारों में हड़कंप मच गया। चीन की अर्थव्यवस्था के और कमज़ोर होने तथा आरएमबी (चीनी करेंसी) के अवमूल्यन के भय ने चीन से पूंजी निकालने की जमीन तैयार की और सभी उन्नत तथा उभरती अर्थव्यवस्थाओं के ईक्विटी और ऋण बाजारों में भारी बिक्री की शुरुआत हुई। बैंकों की लाभप्रदता में मार्च में सुधार होने से पहले, फरवरी में वित्तीय बाजारों में बैंकों की लाभप्रदता के संबंध में जोर-शोर से चिंता व्यक्त की गई।

### V.1 वैश्विक आर्थिक स्थिति

वर्ष 2015 की दूसरी छमाही में अमरीका की अर्थव्यवस्था की गति धीमी हुई क्योंकि इंवेंटरी की भरमार होने से निजी क्षेत्र ने पूंजी निवेश में कटौती की, जबकि मजबूत डालर तथा मांग की शिथिलता से निर्यातों में कमी आयी। वर्ष 2016 की पहली तिमाही में उत्पादन में कमी बनी रही। लेकिन, श्रम-बाजार की स्थितियों तथा खुदरा बिक्री में मिश्रित भावना के होते हुए भी उपभोक्ता-भावना में कोई परिवर्तन नहीं

हुआ। वर्ष 2015 की चौथी तिमाही में हालांकि यूरो क्षेत्र में, घटते निर्यातों की वजह से संवृद्धि में गिरावट आई, तथापि तेल के मूल्यों में कमी तथा वित्तपोषण की अनुकूल स्थितियों के कारण निजी क्षेत्र के उपभोग में वृद्धि हुई। वर्ष 2016 की पहली तिमाही में उपभोक्ता-विश्वास तथा आर्थिक भावना में काफी गिरावट आई। निर्यातों में वृद्धि की तुलना में निजी उपभोग में अधिक कमी होने से 2015 की चौथी तिमाही में जापान की अर्थव्यवस्था की समृद्धि को झटका लगा। फैक्ट्री उत्पादन में जारी गिरावट से 2016 की पहली तिमाही में जीडीपी में कमी होने का भय बढ़ गया। सेवा क्षेत्र में बेहतर निष्पादन के कारण 2015 की चौथी तिमाही में यूके की अर्थव्यवस्था तेज हुई। लेकिन 2016 की पहली तिमाही में व्यावसायिक विश्वास में कमी आई (सारणी V.1)।

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

(प्रतिशत)

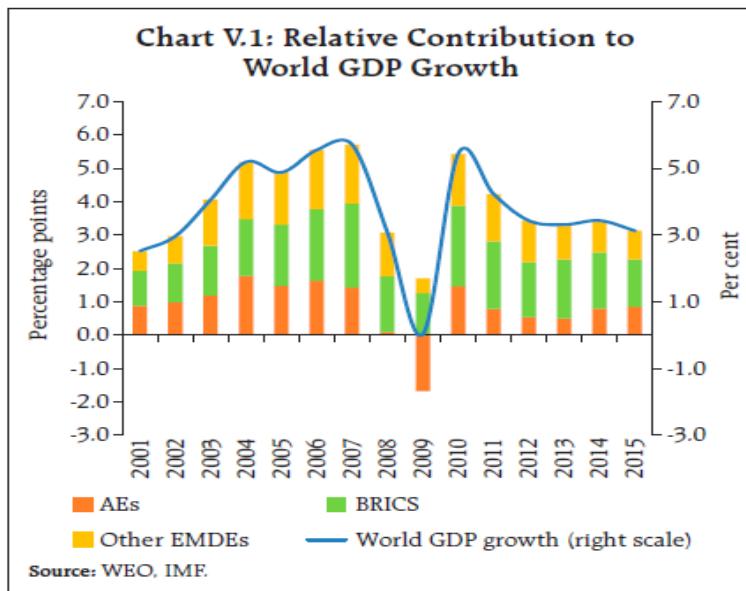
अवधि	ति.1 2015	ति.2 2015	ति.3 2015	ति.4 2015	2016(पी)
विकसित अर्थव्यवस्था					
युनाइटेड स्टेट	0.6	3.9	2.0	1.4	2.6
यूरो क्षेत्र	2.0	1.6	1.2	1.2	1.7
जापान	4.6	-1.4	1.4	-1.1	1.0
यूके	1.6	2.4	1.6	2.4	2.2
कनाडा	-0.8	-0.4	2.4	0.8	1.7
कोरिया	3.2	1.6	5.2	2.8	3.2
उभरते बाजार और विकासशील अर्थव्यवस्था					

चाइना	5.2	7.6	7.2	6.4	6.3
बाज़ील	-3.3	-8.2	-6.8	-5.8	-3.5
रशिया	-4.6	-5.2	-2.3		-1.0
साउथ अफ्रीका	1.4	-1.3	0.7	0.6	0.7
थाइलैंड	2.0	1.6	4.0	3.2	3.2
मलेशिया	4.8	4.4	2.8	6.0	4.5
मेक्सिको	2.1	2.6	3.3	2.2	2.6
साउदी अरेबिया	-2.4	0.3	1.8		1.2
मेमो आइटम	2013	2014	2015	2016	2017P
विश्व आउटपुट	3.3	3.4	3.1	3.4	3.6
विकसित अर्थव्यवस्था	1.1	1.8	1.9	2.1	2.1
उभरते बाजार और विकासशील अर्थव्यवस्था	5.0	4.6	4.0	4.3	4.7
विश्वट्रेड वाल्यूम	3.3	3.4	2.6	3.4	4.1

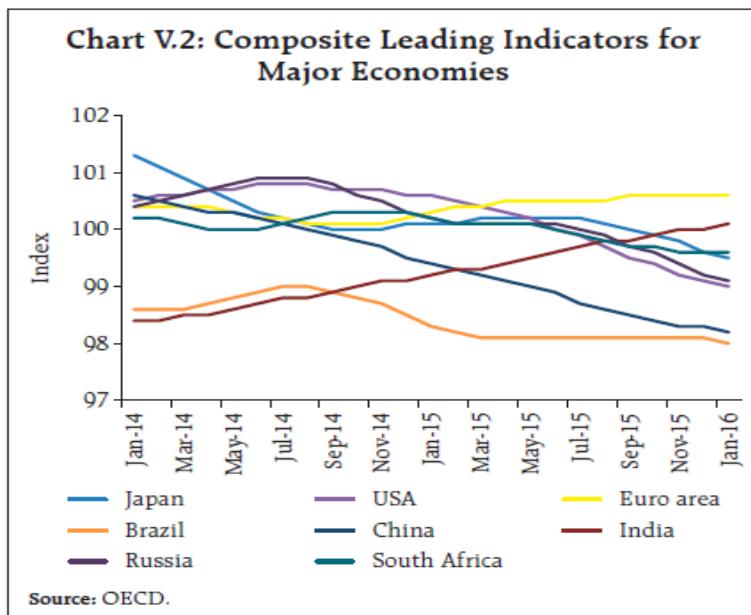
ई: इस्टीमेट पी: प्रोजेक्शन \* सिजनली एडलेस्ट नहीं

सोर्स:आईएमएफ और ब्लूमबर्ग

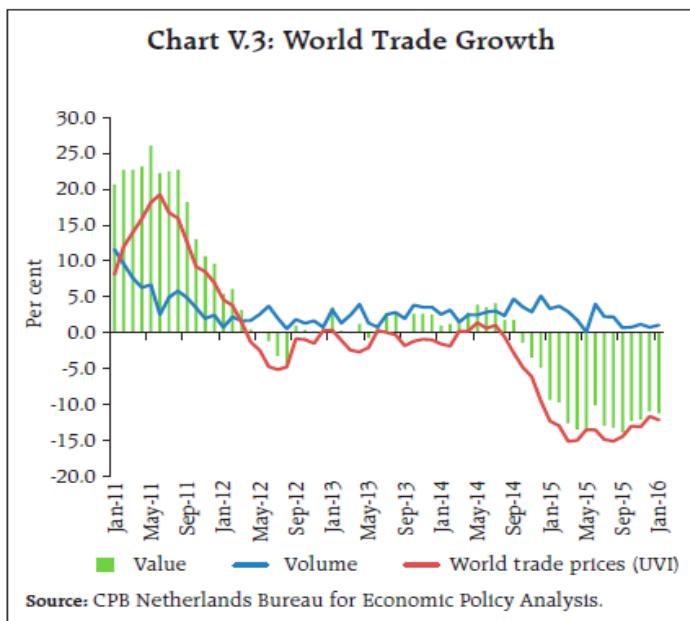
हाल की तिमाहियों में संवृद्धि में और गिरावट आने से उभरती अर्थव्यवस्थाओं में समग्र समष्टि-आर्थिक वातावरण चुनौतीपूर्ण बना रहा। वर्ष 2015 में वैश्विक उत्पादन की वृद्धि में उनके सापेक्षिक योगदान में कमी आई (चार्ट V.1)। चीन की अर्थव्यवस्था में 2015 की चौथी तिमाही में गिरावट आई जो 2009 से लेकर अब तक की सबसे कम तिमाही वृद्धि थी। साथ ही, कमजोर बाहरी मांग, फेक्ट्री की अधिक्षमता, धीमा निवेश, नरम संपत्ति बाजार तथा ऋणों के उच्च स्तर के कारण भी अर्थव्यवस्था के सामने बड़ा खतरा मौजूद था। ब्राजील में, श्रम बाजार की बिगड़ती स्थिति तथा ईंधन की घटती कीमतों और बिजली की सब्सिडी की वजह से निजी निवेशों पर पड़ने वाले विपरीत प्रभाव के कारण, 2015 की अंतिम तिमाही में मंदी की स्थिति बनी रही।



कम घरेलू मांग, उधारों की ऊंची लागत तथा कमजोर व्यवसायिक विश्वास, इन सभी के कारण निवेश थम सा गया। रूस में आर्थिक गतिविधियों में कमी बनी रही। दक्षिण अफ्रीका में भयंकर सूखा तो जारी रहा ही, ड्रॉबती करेसी और राजनीतिक उथल-पुथल ने उसे और भी मुसीबत में डाले रखा। इसके विपरीत तुर्की, इंडोनेशिया, थाईलैंड और फ़िलीपिंस की संवृद्धि में सुधार हुआ। ओईसीडी के अद्यतन सम्मिश्र प्रमुख निर्देशकों से यह पता चलता है कि चीन में स्थिरता आने तथा ब्राजील और रूस में अर्थव्यवस्था की गति को धक्का लगाने के अस्थायी संकेत मौजूद हैं (चार्ट V.2)।



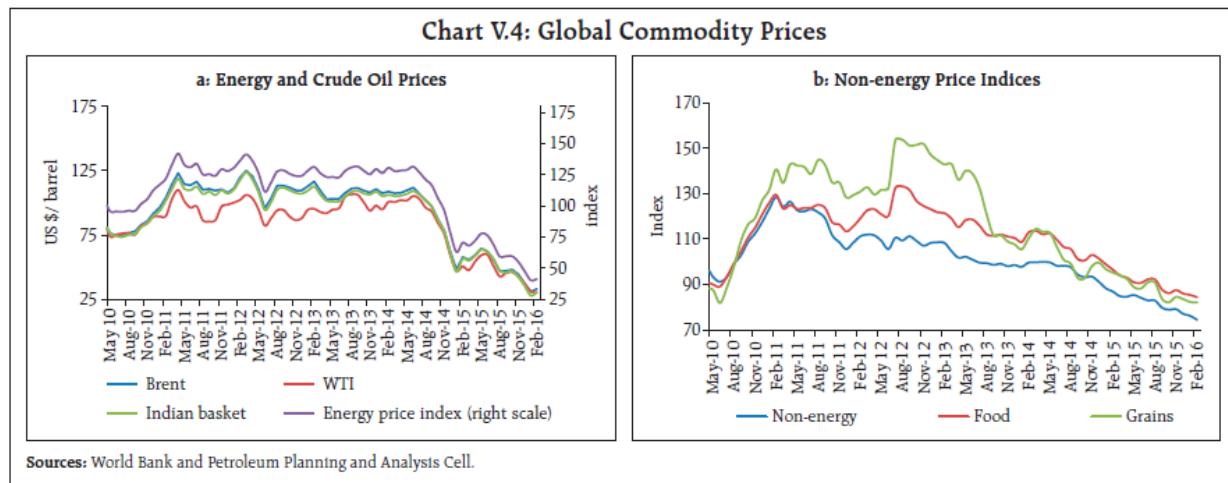
वैश्विक सीमापार व्यवसाय प्रवाह वर्ष 2015 तथा जनवरी 2016 में भी कमजोर बना रहा, जिसका कारण विनिर्माण तथा निवेशों के बीच की असंबद्धता था। चीन से आयातों की घटी मांग, अन्य उभरती अर्थव्यवस्थाओं में, विशेष रूप से निष्कर्षण उद्योगों में आयात-गहन निवेशों में कमी तथा व्यापारिक शर्तों की बढ़ती अलाभकारिता ने इसमें महत्वपूर्ण भूमिका निभाई है। फिर भी, व्यापार की मात्रा में कुछ वृद्धि दिखाई दी (चार्ट V.3)। जहां तक भावी स्थिति का संबंध है, अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष तथा विश्व बैंक ने 2016 में वैश्विक व्यापार-प्रवाहों में कुछ सुधार होने का अनुमान लगाया है।



## V.2 जिंसों के मूल्य तथा वैश्विक मुद्रास्फीति

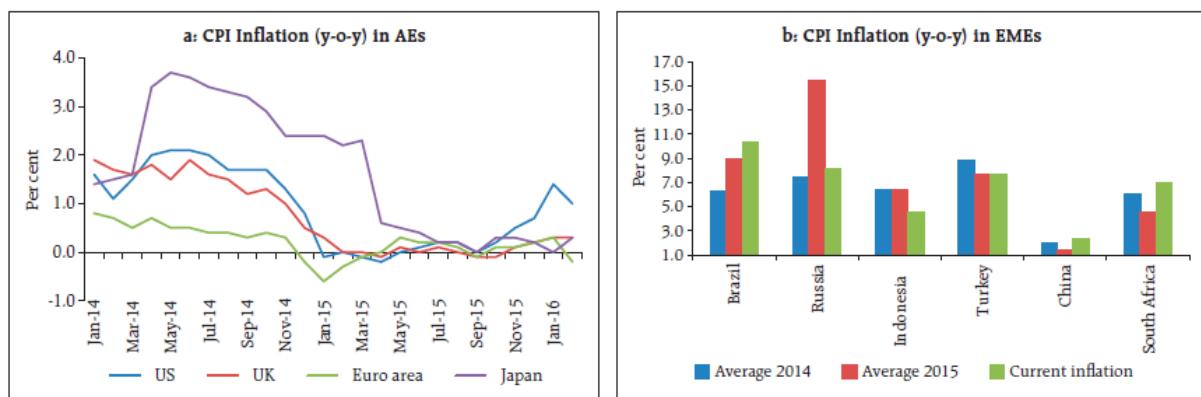
वर्ष 2015 की चौथी तिमाही के दौरान जिंसों के वैश्विक मूल्यों में और गिरावट आई। फरवरी 2016 के मध्य में इसमें जो सुधार होना शुरू हुआ था, वह आपूर्ति की अधिकता, उभरती अर्थव्यवस्थाओं से मांग में कमी तथा अमरीकी डालर की मजबूती के कारण रुक सा गया। आपूर्ति की भरमार तथा उत्तरी गोलार्ध में कम ठंड पड़ने के कारण मांग के अपेक्षा से अधिक कमजोर रहने के संयुक्त प्रभाव से जनवरी 2016 में कच्चे तेल के मूल्य 12 वर्षों के सबसे निचले स्तर 30 अमरीकी डालर प्रति बैरल से भी नीचे आ गए। लेकिन, कमजोर होते अमरीकी डालर तथा अप्रैल की निर्धारित बैठक में ओपेक द्वारा तेल के उत्पादन को वहीं रोक देने की आशंका के कारण हाल ही में कच्चे तेल के मूल्यों में तेजी आई है। धानु के मूल्यों में जनवरी तक लगातार चार माह गिरावट जारी रही, लेकिन सुरक्षित आस्तियों (सेफ हेवन असेट्स) की मांग में वृद्धि होने की वजह से 2016 की पहली तिमाही के दौरान स्वर्ण के मूल्य में लगभग 16 प्रतिशत की वृद्धि हुई। कृषिगत मूल्यों में 2015 की चौथी तिमाही में जो गिरावट आई थी, उसमें ₹1 नीनों की

अभी तक गहराती स्थिति से आपूर्ति के संबंध में उपजी चिंताओं के कारण फरवरी तक लगातार दो माह तक सीमांत वृद्धि हुई (चार्ट V 4a और b)।



वैश्विक रूप से, मुद्रास्फीति के दबाव कमज़ोर वैश्विक संवृद्धि तथा जिंसों के मूल्यों में लगातार गिरावट के कारण सीमित बने रहे। अमरीका में मुद्रास्फीति 2015 की चौथी तिमाही से लेकर जनवरी तक कुछ बढ़ी, लेकिन इसमें फरवरी में कमी आई और यह अपेक्षा की जाती है कि यह नियर-टर्म में 2.0 प्रतिशत से काफी नीचे बनी रहेगी। जनवरी तक तीन माह में मुद्रास्फीति में क्रमिक वृद्धि के बाद यूरो क्षेत्र फरवरी में फिर से अपस्फीति के दायरे में आ गया। इसी प्रकार, जापान में मुद्रास्फीति 2015 की चौथी तिमाही से लगभग शून्य पर बनी रही और गिरावट का जोखिम बना रहा। इसके विपरीत कई उभरती अर्थव्यवस्थाएं - ब्राजील, रूस और अन्य लातिन अमरीकी देश - मुद्रा के अवमूल्यन के कारण तथा घरेलू संरचनात्मक अनम्यताओं के कारण - दक्षिण अफ्रीका तथा तुर्की - मुद्रास्फीति के जाल में फँसे रहे (चार्ट V 5a और b)। जिंसों के कम मूल्य के कारण थाईलैंड और कोरिया लाभान्वित हुए तथा 2012 के अंत से 2013 की शुरुआत तक मुद्रास्फीति लक्ष्य से कम रही।

Chart V.5: Global Inflation



Source: Bloomberg.

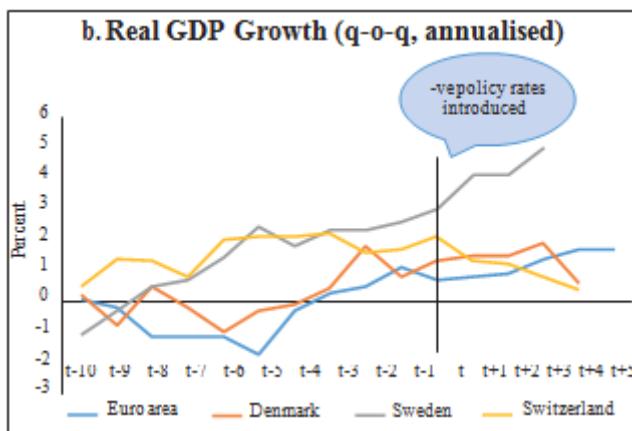
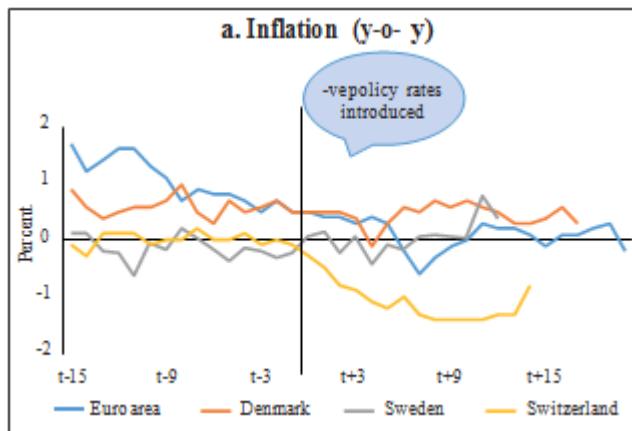
### V.3 मौद्रिक नीति का रुझान

उन्नत तथा उभरती दोनों ही अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति का रुझान बदलता रहा है। लगभग एक दशक के बाद फेड ने दिसंबर 2015 में अपनी नीतिगत दरों में वृद्धि की ताकि फेड फंड दर की लक्ष्य सीमा 0.25-0.5 प्रतिशत रखी जा सके। लेकिन, फेड की भावी नीतिगत दर के संबंध में अनिश्चितता बनी हुई है क्योंकि नरम मौद्रिक नीति के साथ-साथ जनवरी और मार्च की दरें अभी नहीं बताई गई हैं। दूसरी ओर, धीमी संवृद्धि तथा अपस्फीति के फिर से सिर उठाने को देखते हुए जापान और यूरो क्षेत्र ने गैर-परंपरागत निभाव को और कम किया है। यूरोपियन सेंट्रल बैंक (ईसीबी) ने मार्च में अपने क्यू ई कार्यक्रम को विस्तार देते हुए जमा दर को और घटा कर नकारात्मक (-0.4 प्रतिशत) कर दिया तथा अपनी नीतिगत दरों में कटौती करते हुए उसे शून्य पर ले आया। बैंक ऑफ जापान जहां अपने मात्रात्मक तथा गुणात्मक कमी लाने के कार्यक्रम को जारी रखे हुए हैं, वहीं उसने जनवरी से नकारात्मक जमा दर लागू करने का कदम भी उठाया है। नकारात्मक ब्याज दर लागू करने वाले देशों का लक्ष्य घरेलू संवृद्धि तथा मुद्रास्फीति संबंधी इष्टिकोण में सुधार लाना है, लेकिन इससे वित्तीय स्थिरता के बारे में वैश्विक चिंताएं होने लगी हैं (बॉक्स V.1)। उभरती अर्थव्यवस्थाओं में भी मौद्रिक नीति का रुझान बदलता रहा है जो विभिन्न समष्टिगत स्थितियों का प्रतीक है। चीन ने आर्थिक गिरावट की गति को थामने के लिए जमा और उधार दरों में आक्रामक कटौती की है तथा मार्च सहित आरक्षित निधियों की अपेक्षा में ढील दी है। इंडोनेशिया ने, जिसने बैंकों की वित्तपोषण की क्षमता को बढ़ाने के लिए नवंबर में आरक्षित निधि अपेक्षा को घटाया था, संवृद्धि की चिंताओं को देखते हुए क्रमशः जनवरी तथा फरवरी में नीतिगत दरों में कमी की।

### **बॉक्स V.1 : नकारात्मक ब्याज दर - अंतिम सीमा को पार करना**

भारी वित्तीय संकट के बाद स्वेरिजेस रिक्सबैंक, डेनमार्कस नेशनल बैंक, दि ईसीबी तथा स्विस बैंक और हाल ही में बैंक ऑफ जापान ने केंद्रीय बैंक में जमा राशियों पर ब्याज की नकारात्मक दर लागू की है तथा उनमें से कुछ ने एकदिवसीय दर के लिए लक्ष्य को घटा कर शून्य कर दिया है। यद्यपि इसका समग्र उद्देश्य बचतों में कमी लाकर आर्थिक संवृद्धि दर को बढ़ाना तथा अपस्फीतिकारी दशाओं को उत्पन्न न होने देने के साथ-साथ उधार तथा जोखिम लेने को प्रोत्साहित करना है, तथापि यह संदेह किया जा रहा है कि इस नीति से आस्ति के मूल्यों में वृद्धि और प्रतिस्पर्धी रूप से मुद्राओं के मूल्यों में कमी लाने के अलावा कुछ भी हासिल नहीं होगा। पहली बात तो यह है कि बैंक आरक्षित निधियों में कमी लाने के लिए केंद्रीय बैंक से कम उधार लेने का विकल्प चुन सकते हैं तथा नकारात्मक दरों से बच सकते हैं। इससे अंतर-बैंक तथा बांड बाजारों में दरें बढ़ने का दबाव बढ़ेगा और नकारात्मक नीतिगत दरों का वांछित असर नहीं होगा। दूसरी बात यह है कि यदि नकारात्मक ब्याज दरें मुद्रा बाजारों में अंतरित हो भी जाती हैं तो खुदरा जमाराशियों पर इसका कोई प्रभाव नहीं भी पड़ सकता है क्योंकि जमाराशियां खोने के भय से बैंक इस भार को जमाकर्ताओं पर डालने से बचेंगे। तीसरी बात यह है कि स्विट्जरलैंड जैसे क्षेत्रों में उधार-दरों में समायोजन को अपसारित (ऑफ-सेट) किया जा सकता है, जहां मार्जिन को सुरक्षित रखने के लिए नकारात्मक दरों ने बंधक दरों में वृद्धि को प्रोत्साहित किया है। चौथी बात यह है कि जब तक नकारात्मक दरों का अंतरण उधार और जमा दरों में नहीं होता, यह घरेलू मांग में तेजी लाने के अपने औचित्य को खो देगा। अंतिम बात यह है कि यदि नकारात्मक ब्याज-दरें लंबे समय तक बनी रहती हैं तो ये वित्तीय आधिकाय को प्रोत्साहित कर सकती हैं, जिनमें मुद्राओं को प्रतिस्पर्धी बनाने वाले उपायों को कमज़ोर बनाने के अलावा कर-वंचन को प्रोत्साहन मिलने तथा स्वयं नीति को कमज़ोर बना देना शामिल है।

जहां तक वास्तविक परिणामों का संबंध है, नकारात्मक ब्याज-दरें बैंकों के लाभ-मार्जिन को प्रभावित कर सकती हैं - फरवरी 2016 की शुरुआत में बैंकों की लाभप्रदता से संबंधित चिंताएं पहले ही यूरो क्षेत्र में बैंक ईक्विटी में तेज गिरावट का कारण बन चुकी हैं और उसकी आंच उन्नत तथा उभरती अर्थव्यवस्थाओं तक फैल चुकी थी। यह भी देखा गया है कि नकारात्मक ब्याज दरों के अंतर्गत मुद्राओं के मूल्यों में कमी करने की प्रवृत्ति पनपती है ताकि अधिक विदेशी मांग को आकर्षित किया जा सके (लिप्टन 2016)।



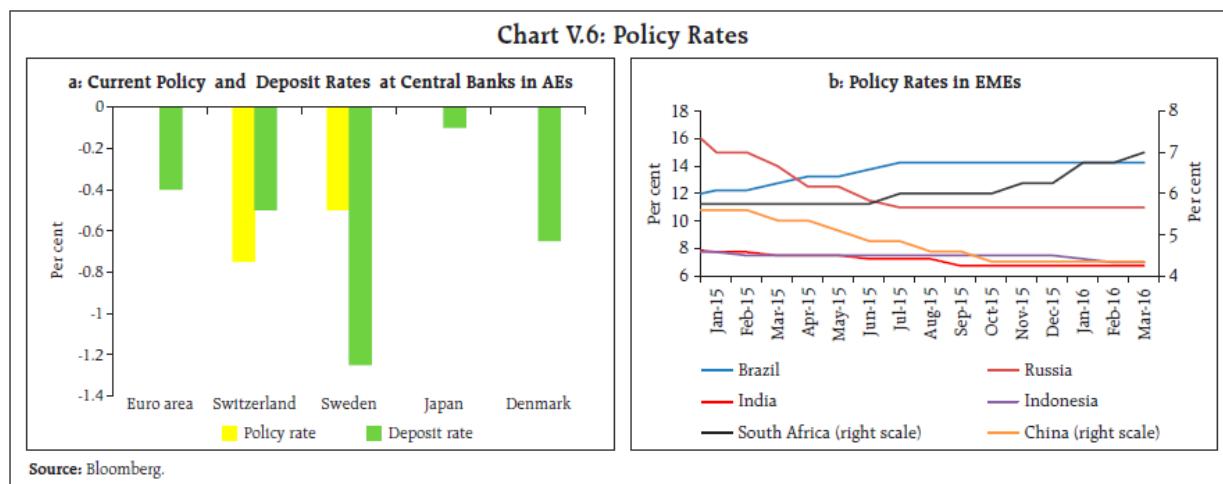
उक्त नीति लागू होने के बाद एक दिन/एक माह तथा एक तिमाही में घटी घटनाओं के सामान्य विश्लेषण से यह बात सामने आई है कि सकल घरेलू उत्पादन तथा मुद्रास्फीति दोनों पर इसके अनिश्चित प्रभाव पड़े हैं और तर्क-विरुद्ध परिणाम सामने आए हैं - स्विट्जरलैंड में सकल घरेलू उत्पादन की वृद्धि के साथ-साथ अपस्फीति में गहनता आई है (चार्ट ए और बी)। लेकिन, यह बात भी सच है कि अगर ऐसी नीति नहीं अपनाई गई होती तो स्थिति और भी बिगड़ सकती थी।

संटर्भ :

हैन्नाउन, हर्वे (2015), “अल्ट्रा लो और निगेटिव इंटरेस्ट रेट्स : व्हाट दे मीन्स फॉर फाइनेंशियल स्टेबिलिटी एंड ग्रोथ”, इयूरोफी उच्च-स्तरीय सेमिनार, रिगा, 22 अप्रैल में टिप्पणी

लिप्टन डेविड (2016) “पॉलिसी इंप्रेटिव्स फॉर बूस्टिंग ग्लोबल ग्रोथ एंड प्रोस्पेरिटी” नेशनल एसोसिएशन फॉर बिजनेस इकॉनामिक्स, वाशिंगटन में दिया गया भाषण ।

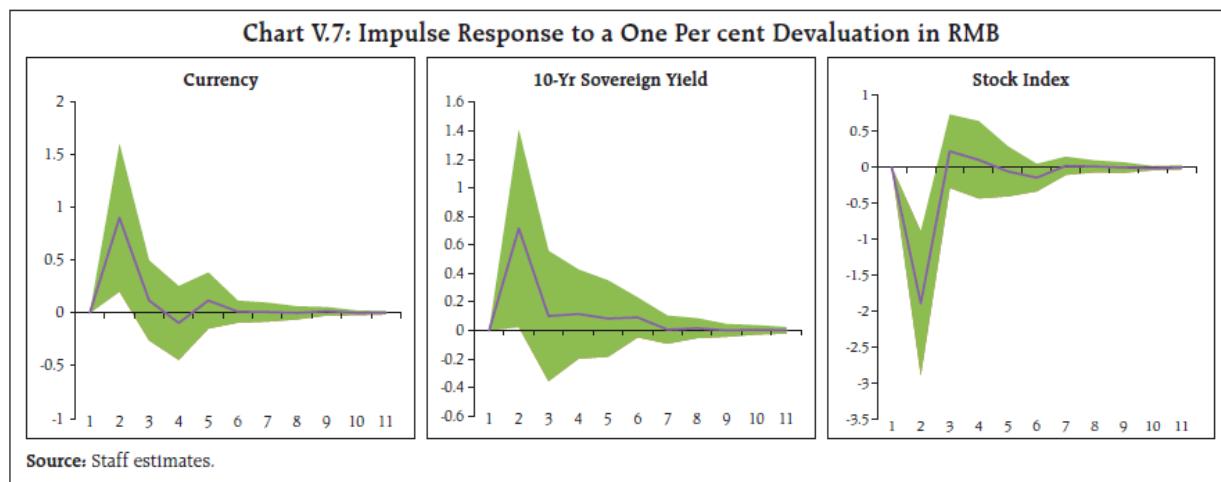
इसके विपरीत दक्षिण-अफ्रीका ने मुद्रास्फीति को कम करने के लिए नवंबर 2015 तथा जनवरी 2016 में अपनी नीतिगत दरों में वृद्धि की। मंदी के होते हुए भी रूस तथा ब्राजील ने उच्च नीतिगत दरें बनाए रखीं क्योंकि मुद्रा के मूल्य में भारी गिरावट के कारण मुद्रास्फीतिकारी दबाव बढ़े हुए थे। मेक्सिको, चिली तथा कोलंबिया जैसे कुछ लातिन अमरीकी देशों ने मुद्रा के मूल्य में गिरावट को देखते हुए तथा आरएमबी के मूल्य ह्रास के कुछ उपायों को अपनाते हुए, अपनी नीतिगत दरों में वृद्धि करना जारी रखा (चार्ट V.6a तथा b)।



#### V.4 वैश्विक वित्तीय बाजार

वर्ष 2015 की चौथी तिमाही में वैश्विक बाजारों की शुरुआत, फेड द्वारा सितंबर की बैठक में अपनी नीतिगत दरों में वृद्धि से बचने के कारण बाजार-भावना में उछाल की सकारात्मकता के साथ हुई। चीन के बारे में चिंताओं में कमी होने के साथ अक्तूबर में वैश्विक बाजारों में फिर से जान आई, ईक्विटी बाजारों में लाभ में कुछ वृद्धि हुई, ऋण बाजारों के प्रतिलाभों में कुछ कमी आई, अमरीकी डालर के मुकाबले प्रमुख मुद्राओं की स्थिति में कुछ सुधार हुआ तथा कच्चे तेल की कीमतें जुलाई से लेकर तब तक पहली बार 50 अमरीकी डालर प्रति बैरल से ऊपर गई। प्रमुख उन्नत तथा उभरती अर्थव्यवस्थाओं में नीतिगत हस्तक्षेप या तो मौद्रिक निभाव में वृद्धि करके या फिर विदेशी मुद्रा बाजारों में हस्तक्षेप करके किया गया, इसने भी बाजारों को सहारा दिया। फेड की अक्तूबर की बैठक में दिखाई दिये कठोर (हॉकिश) रुख के साथ अमरीका के मुद्रा तथा बांड बाजारों दोनों में ऊंची दरों की अपेक्षा बनी जो नवंबर 2015 से वास्तविकता में परिणत होने लगी। लेकिन, यूरो क्षेत्र में बाजार-भावना दिसंबर तक शांत बनी रहीं।

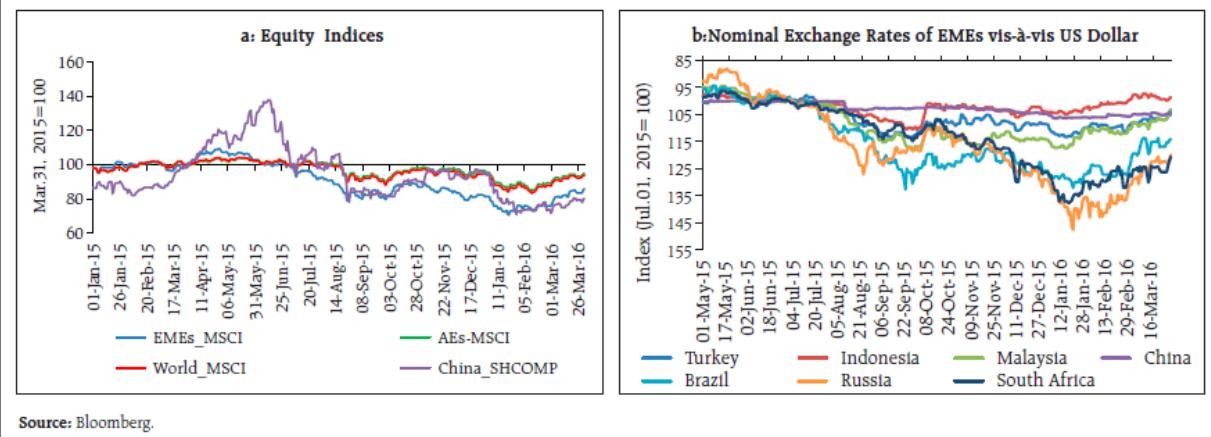
वर्ष 2016 की शुरूआत में, वैशिक संवृद्धि के, विशेषकर चीन के संबंध में, घटने का भय फिर से सिर उठाने लगा। वित्तीय अस्थिरता के साथ-साथ जिसों के मूल्यों में गिरावट की चिंता से वित्तीय बाजारों में अस्थिरता बढ़ने की शुरूआत हुई जो सभी उन्नत तथा उभरती अर्थव्यवस्थाओं के वित्तीय बाजारों तक फैल गई। अगस्त 2015 तथा जनवरी 2016 में आरएमबी में किए गए भारी अवमूल्यन की दो घटनाओं को शामिल करते हुए 1 जुलाई 2015 से 25 फरवरी 2016 की अवधि तक के लिए कुछ चयनित उभरती अर्थव्यवस्थाओं के दैनिक आंकड़ों का उपयोग करते हुए एक वीएआर पैनल ने यह दर्शाया है कि आरएमबी के अवमूल्यन से पैनल में शामिल देशों के मुद्रा, बांड तथा ईक्विटी बाजारों की गतिविधियों में अगले दो सप्ताहों के दौरान उल्लेखनीय रूप से वृद्धि हुई<sup>1</sup>। आरएमबी के मूल्य में एक प्रतिशत की कमी से उक्त देशों की मुद्राओं के मूल्य में भी एक प्रतिशत की कमी आती है, जबकि 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूतियों के प्रतिलाभों में वृद्धि होती है तथा ईक्विटी के मूल्यों में भारी गिरावट आती है (चार्ट V.7)।



जनवरी-फरवरी 2016 के दौरान वैशिक बाजारों में मंदी आने लगी और सभी प्रमुख बाजारों में ईक्विटी के मूल्यों में फिर से गिरावट आने लगी। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में, विशेष रूप से बैंक ईक्विटी को ज्यादा जोर का झटका लगा और वर्ष की शुरूआत से यूरो क्षेत्र में 21 प्रतिशत, जापान में 30 प्रतिशत, यूके में 19 प्रतिशत तथा अमरीका में 12 प्रतिशत की तीव्र गिरावट आई। वर्ष 2016 की पहली तिमाही में सभी उभरती अर्थव्यवस्थाओं के ईक्विटी बाजारों में भी गिरावट आई, लेकिन यह गिरावट अपेक्षाकृत मामूली रही (चार्ट V.8ए)।

<sup>1</sup> अब्रोगो एट अल द्वारा विकसित (2015) पीवीएआर स्टाटा पैकेज, का उपयोग मानक चौलेस्की पृथक्करण के साथ निर्धारित तीन अंतराल के साथ किया गया। चयनित ईएमई ब्राजील, चीन, भारत, इंडोनेशिया, मलेशिया, रूस, दक्षिण अफ्रीका और थाईलैंड हैं।

Chart V.8: Financial Markets



फेड द्वारा दरों में वृद्धि किए जाने तथा चीन के बारे में चिंता कम होने की प्रत्याशा में 2015 की अंतिम तिमाही में उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के बांड बाजारों में प्रतिलाभ में वृद्धि हुई। उभरती अर्थव्यवस्थाओं के बांड बाजारों में निवल विदेशी संविभाग प्रवाह चौथी तिमाही में अधिकांशतः नकारात्मक बने रहे, जिससे प्रतिलाभ दरें ऊंची बनी रहीं। वर्ष 2016 की पहली तिमाही में वित्तीय बाजारों की हड्डबङ्गाहट तथा तेल के मूल्यों में और तेज गिरावट से वैश्विक संवृद्धि के बारे में चिंताओं में वृद्धि हुई तथा कुछ उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में सरकारी बांड प्रतिलाभ नकारात्मक हो गए। जापान द्वारा नकारात्मक जमा दर लागू किए जाने से इसके 10 वर्षीय बांडों पर प्रतिलाभ नकारात्मक हो गया जिससे सकारात्मक प्रतिलाभ देने वाली अन्य प्रतिभूतियों की मांग में उछाल आया और परिणामस्वरूप उनके प्रतिलाभों में गिरावट आई।

वैश्विक विदेशी मुद्रा बाजारों ने प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण अर्थव्यवस्थाओं के ईक्विटी बाजारों, उनके केंद्रीय बैंकों द्वारा उठाए गए नीतिगत कदमों तथा निवेशकों के जोखिम मूल्यांकन में अंतरण को अपनाया। अमरीकी डालर में, आवक आंकड़ों के बीच-बीच में प्राप्त न होने को छोड़कर, सामान्यतः मजबूती आयी। मुद्रा बाजारों ने, ईसीबी तथा बैंक ऑफ जापान द्वारा मौद्रिक नीति के संबंध में हाल में उठाए गए गैर-परंपरागत कदमों की घोषणा के तुरंत बाद यूरो और येन के मूल्य में वृद्धि करते हुए दुराग्रही प्रतिक्रिया दी। उभरती अर्थव्यवस्थाओं की, कोरियाई वॉन, मलेशियाई रिंगिट, थाई बहत तथा इंडोनेशियाई रूपैया जैसी कुछ मुद्राओं के मूल्य में 2015 की चौथी तिमाही में वृद्धि हुई। इसके विपरीत ब्राजील के रील, रूसी रूबल और दक्षिण-अफ्रीकी रॅंड जैसी मुद्राएं जिंसों के कम मूल्यों के कारण कमजोर हुईं। वर्ष 2016 की प्रथम तिमाही के शुरुआती भाग में आधार खोने के बाद अधिकांश उभरती अर्थव्यवस्थाओं की मुद्राओं में स्थिरता आई (चार्ट V.8b)।

संक्षेप में, वैश्विक आर्थिक कार्यकलापों में गिरावट का जोखिम बढ़ा है। जिंसों के वैश्विक मूल्यों में तथा मुद्रास्फीति में नरमी बने रहने की संभावना के साथ मौद्रिक नीति के रुझान अधिक समंजनकारी, लेकिन

विभिन्न बने रहे। अस्थिरता, पूजी प्रवाहों में बदलाव तथा निवेशकों की भावना के परिप्रेक्ष्य में वित्तीय बाजार असुरक्षित बने रहे।