मौद्रिक नीति रिपोर्ट - सितंबर 2015

विषय	
अध्याय I : समष्टि आर्थिक दृष्टिकोण	
I.1	मुद्रास्फीति संबंधी संभावनाएं
I.2	संवृद्धि की संभावनाएं
I.3	जोखिमों का संतुलन
बॉक्स I.1	पूर्वानुमान और नीति विश्लेषण प्रणाली
बॉक्स I.2	केंद्रीय बैंक के पूर्वानुमान
अध्याय II: मूल्य और लागत	
II.1	उपभोक्ता मूल्य
II.2	मुद्रास्फीति के संचालक
II.3	लागतें
बॉक्स II.1	अंतर्निहित मुद्रास्फीति की गत्यात्मकता की माप
बॉक्स II.2	दालों के मूल्य में वृद्धि-अभिरचना और नीतिगत विकल्प
बॉक्स II.3	जीडीपी और जीवीए को घटाने वाले कारक
अध्याय III: मांग और उत्पादन	

III.1	सकल मांग
III.2	उत्पादन
III.3	उत्पादन अंतर
बॉक्स III.1	संवृद्धि प्रक्षेप-पथ में परिवर्तनकारी मोड़ का पता लगाना
अध्याय IV: वित्तीय बाजार और चलनिधि की स्थिति	
IV.1	वित्तीय बाजार
IV.2	चलनिधि की स्थिति
बॉक्स	क्या जमा और उधार दरों का नीतिगत आवेग संचारण गुम हुआ है?
अध्याय V: बाह्य वातावरण	
V.1	वैश्विक आर्थिक स्थितियां
V.2	जिंसों के मूल्य और वैश्विक मुद्रास्फीति
V.3	मौद्रिक नीति का रुझान
V.4	वैश्विक वित्तीय बाजार
बॉक्स V.1	क्या ब्रिक्स में मौद्रिक नीति का निर्धारण वैश्विक दीर्घावधि ब्याज -दरें करेंगी ?

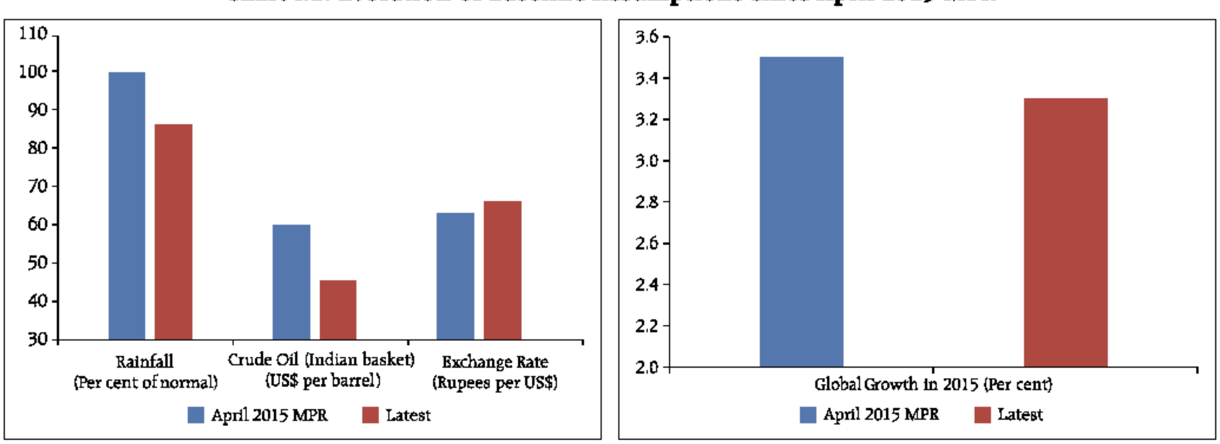
I. *समष्टि आर्थिक दृष्टिकोण*

वर्ष 2015-16 की पहली छमाही में समष्टि-आर्थिक गतिविधियां बेसलाइन पूर्वानुमानों के काफी निकट रहीं। अनुमान है कि 2015-16 के लिए निर्धारित लक्ष्य के मुकाबले मुद्रास्फीति जनवरी 2016 में कम रहेगी तथा 2016-17 में उसमें और कमी आएगी। वर्ष 2015-16 के लिए संवृद्धि दर कम रहने का संशोधित अनुमान लगाया गया है, पर आगामी वर्ष में उसमें कुछ स्थिरता पैदा होगी। वैश्विक वित्तीय बाजारों में संभावित अस्थिरता इन अनुमानों की सत्यता को काफी प्रभावित कर सकती है।

वर्ष 2015-16 (अप्रैल-मार्च) की पहली छमाही में समष्टि-आर्थिक गतिविधियां अप्रैल 2015 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में स्टाफ की बेसलाइन पूर्वानुमान के काफी अनुरूप रहीं। लगाए गए पूर्वानुमानों में कुछ कमी-बेशी दोनों ही देखी गईं जो इस बात का संकेत है कि पूर्वानुमानों में जो त्रुटि दिखाई दी है, वह प्रणालीगत पूर्वाग्रहों की वजह से नहीं है। मुद्रास्फीति और संवृद्धि संबंधी गतिविधियों में जिन कारणों से यह कमी-बेशी देखने को मिली है, उनकी व्याख्या क्रमश: अध्याय II और III में की गई है।

अप्रैल 2015 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट के बाद से वैश्विक तथा घरेलू समष्टि-आर्थिक और वित्तीय स्थितियों में जो महत्वपूर्ण बदलाव आए हैं, वे उन बेसलाइन अवधारणाओं के पुनर्मूल्यांकन की और यदि आवश्यक हो तो संशोधन की मांग करते हैं जो स्टाफ द्वारा लगाए गए पूर्वानुमानों की आरंभिक दशाओं को तय करती हैं।(चार्ट I.1)।

Chart I.1: Evolution of Baseline Assumptions since April 2015 MPR



सर्वप्रथम, 2015-16 की दूसरी तिमाही से कच्चे तेल के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में अप्रैल 2015 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में लगाए गए अनुमानों के मुकाबले काफी कमी आई है[1]। तेल के मूल्यों में गिरावट से घरेलू मुद्रास्फीति में कुछ कमी आई जिससे घरेलू मांग में वृद्धि हुई और वित्तीय तथा चालू खाते के घाटे को सीमित रखने में सहायता मिली। दूसरे, अमरीका तथा यूरोपीय क्षेत्र में कुछ अच्छी बातों के होते हुए भी वैश्विक संवृद्धि दर अनुमान से कम रही। साथ ही, उभरती तथा विकासशील अर्थव्यवस्थाओं में संवृद्धि दर में गहराती गिरावट की वजह से पूर्वानुमानों में संशोधन करना पड़ सकता है |(सारणी ।.1)।

सारणी ।.1: निकट अवधि के अनुमानों के लिए आधारभूत मान्यताएं

चर	अप्रैल एमपीआर 2015	वर्तमान (सितंबर 2015)एमपीआर
कच्चे तेल(भारतीय बास्केट)*	एच 1 में प्रति बैरल यूएस$ 60: 2015-16 एच2 में प्रति बैरल यूएस$ 63: 2015-16	एच 2 में प्रति बैरल यूएस$ 50: 2015-16
विनिमय दर **	प्रति यूएस$`63 (तत्कालीन प्रचलित स्तर)	वर्तमान स्तर
मानसून	2015 में सामान्य	2015 में लंबी अवधि के औसत से 86 प्रतिशत (एलपीए)
वैश्विक वृद्धि ***	2015 में 3.5 फीसदी दर	2015 में 3.3 फीसदी की दर
पूर्वानुमान की अवधि के दौरान घरेलू समष्टि □ र्थिक / स्ट्रक्चरल नीतियां	कोई बड़ा परिवर्तन नहीं	कोई बड़ा परिवर्तन नहीं

* 72:28 के अनुपात में भारतीय रिफा□नरियों में प्रसंस्कृत एक व्युत्पन्न खट्टा ग्रे□ (ओमान और दुबई औसत)और मीठा ग्रे□ (ब्रेंट) कच्चा तेल में शामिल बास्केट का प्रतिनिधित्व करता है।
** यहाँ ग्रहण विनिमय दर पथ स्टाफ के □ धारभूत विकास और मुद्रास्फीति के अनुमान पैदा करने के उद्देश्य के लिए है और विनिमय दर के स्तर पर किसी भी 'दृश्य' का संकेत नहीं है। रिजर्व बैंक विदेशी मुद्रा बाजार को नियंत्रित करने के लिए निर्देशित है,न कि विनिमय दर के □ सपास किसी भी विशिष्ट स्तर / बैं□ के उतार-चढ़ाव से।
*** जनवरी 2015 और जुलाई 2015 के अनुमानों के □ धार पर,□ ईएमएफ विश्व □ र्थिक □ उटलुक अप□ेट से।

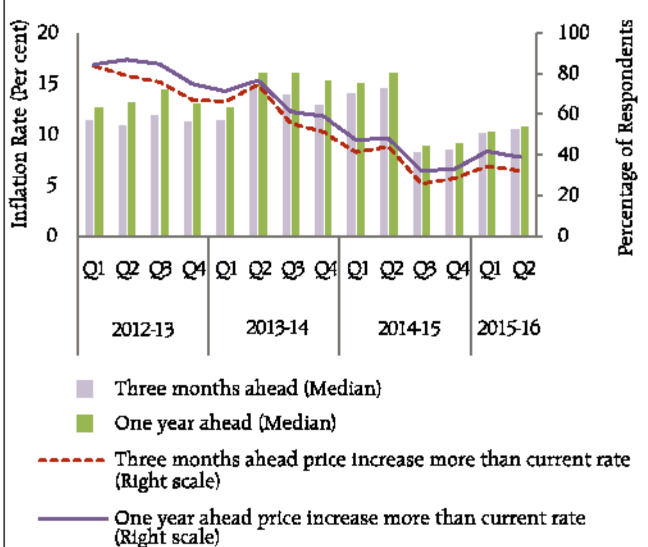
तीसरे, उच्च अस्थिरता वैश्विक वित्तीय बाजारों की एक सामान्य बात होती जा रही है तथा संपूर्ण उभरते विश्व की बाह्य वित्तीय स्थितियों में "रिस्क आन – रिस्क ऑफ" परिवर्तन तेजी से आ रहे हैं। चिंता के जो प्रमुख कारण हैं, उनमें चीन की संवृद्धि-दर में गिरावट, शेयर बाजार का धराशायी होना, मुद्रा का अवमूल्यन तथा यूएस फेडरल रिज़र्व द्वारा ब्याज-दर प्रक्रिया के संबंध में गति और उसका समय शामिल हैं। चौथे, विश्व व्यापार की मात्रा में वृद्धि विश्व के सकल घरेलू उत्पाद से नीचे जा रही है जिससे उन्नत तथा उभरती दोनों ही अर्थव्यवस्थाओं में बड़े पैमाने पर मूल्य तथा मांग लोच विपरीत रूप से प्रभावित हो रही है तथा सकल मांग में निर्यातों का अंशदान कम होता जा रहा है। अंतर्राष्ट्रीय व्यापार की मात्रा की तुलना में उसके मूल्यों में तीव्र गिरावट होने से निर्यातक और आयातक निवल जिंसों के संबंध में व्यापार की शर्तों में उतार-चढ़ाव का अंतरभेदी प्रभाव कुछ मिटता जा रहा है। समग्रत: वैश्विक जोखिम उल्लेखनीय रूप से

[1] वित्तीय वर्ष 2015-16 की पहली छमाही में 60 अमरीकी डालर प्रति बैरल और दूसरी छमाही में 63 अमरीकी डालर प्रति बैरल के बेसलाइन अनुमानों की तुलना में |

बढ़ गए हैं। घरेलू रूप से, दक्षिण-पश्चिमी मानसून में कमी तथा विभिन्न क्षेत्रों में असमान वर्षा के प्रभाव तो अभी सामने आने बाकी हैं।

मौद्रिक नीति रिपोर्ट में आगामी आठ तिमाहियों के लिए वृद्धि तथा मुद्रास्फीति संबंधी स्टाफ अनुमान परस्पर प्रभावक तथा परस्पर समर्थक तीन मॉडलों पर आधारित होते हैं – (क) समष्टि-आर्थिक मॉडल जो अर्थव्यवस्था की कार्यप्रणाली का अनुकरण करता है तथा संरचनागत मानकों का अनुमान लगाता है (ख) पूर्वानुमान तथा नीति विश्लेषण प्रणाली जो इन संरचनागत मानकों का उपयोग जोखिम संतुलन वाले विभिन्न आघातों के अंतर्गत नीतिगत ब्याज-दरों के वैकल्पिक तरीके सृजित करने के लिए करती है, (बॉक्स I.1) (ग) पूर्ण सूचना अनुमान प्रणाली जो प्रतिस्पर्धी मॉडलों (स्ट्रक्चरल टाइम सीरीज विश्लेषण, मल्टीवेरिएट रिग्रेशन विश्लेषण, भावी का पता लगाने वाले सर्वे तथा लीड इंडीकेटर) तथा रूट मीन स्केवर्ड एरर स्कोर के माध्यम से किफायती तौर पर संकलित किए जाते हैं।

Chart I.2: Inflation Expectations of Households



Source: Inflation Expectations Survey, RBI

बॉक्स I.1 – पूर्वानुमान और नीति विश्लेषण प्रणाली

लोचपूर्ण मुद्रास्फीति लक्ष्य अपनाने वाले केंद्रीय बैंक मध्यावधि लक्ष्यों के रूप में मुद्रास्फीति पूर्वानुमानों पर केंद्रित भविष्य-दृष्टि वाली मौद्रिक नीति संरचना विकसित करने के पक्ष में रहे हैं। एक पूर्वानुमान और नीति विश्लेषण प्रणाली अर्थव्यवस्था के निरंतर आधार पर मॉडल-आधारित पूर्वानुमान लगाने तथा नीतिगत प्रतिक्रियाओं के गुण-मापन के रूप में इसके आकर्षण को स्वीकार करती है। पूर्वानुमान और नीति विश्लेषण प्रणाली का मूल एक तिमाही पूर्वानुमान मॉडल में है, जो नई केयनिसियन परंपरा (बर्ग एवं अन्य 2006) में भविष्य-दृष्टा खुली अर्थव्यवस्था मापक सामान्य साम्य अंतर मॉडल (फॉर्वर्ड –लुकिंग ओपन इकॉनामी केलिब्रेटेड जनरल इक्वीलिबरियम गैप मॉडल) है। सेटेलाइट मॉडल क्षेत्रीय गत्यात्मकता उपलब्ध करा कर तिमाही पूर्वानुमान मॉडल का संवर्धन करता है।

तिमाही पूर्वानुमान मॉडल में चार खंड शामिल होते हैं –(क) एक सकल मांग और आइएस फलन (ख) खाद्य पदार्थ, ईंधन तथा मूल (खाद्य पदार्थ और ईंधन को छोड़कर) मुद्रास्फीति गतिशीलता को प्रगहण करने वाला मुद्रास्फीति खंड (ग) विनिमय दर खंड, और (घ) भविष्यदृष्टा नीति प्रतिक्रिया फलन।

वास्तविक जीवन में, मुद्रास्फीति और संवृद्धि दोनों अत्यधिक अस्थिरता के अधीन होती हैं और यह तथ्य निर्णय की प्रक्रिया में अनिश्चितता लाकर जन कल्याण को विपरीत रूप से प्रभावित करता है। इष्टतम मौद्रिक नीति किसी देश के आर्थिक एजेंटों के कल्याण को अधिकतम करने का ही दूसरा नाम है। इसे सरलतम रूप में दो घटकों के तौर पर व्याख्यायित किया जा सकता है – पहला, एक निश्चित इष्टतम दर से मुद्रास्फीति के विचलनों को न्यूनतम करना और दूसरा, अर्थव्यवस्था की उत्पादक संभाव्यता द्वारा निर्धारित स्तर से वास्तविक आर्थिक गतिविधि के विचलनों को न्यूनतम करना। इष्टतम नीति निर्धारित करने के लिए प्रत्येक को इष्टतम भार समनुदेशित करने की जरूरत होती है, जो वास्तविक ब्याजदर से मांग में परिवर्तन पर तथा सीमांत लागत से मुद्रास्फीति की संवेदनशीलता पर और आपूर्ति आघातों पर निर्भर करती है। इष्टतम नीतिगत प्रतिक्रिया इन भारों के आकार पर और उस गति के अनुसार भिन्न होती है, जिस पर नीतिगत उपाय (ब्याजदर) समायोजित किए जाते हैं।

पूर्वानुमान और नीति विश्लेषण प्रणाली नियम - प्रकार की संरचना में इष्टतम मौद्रिक नीति के अनुमान ये संकेत देते हैं कि भारत के लिए मुद्रास्फीति अंतर(वास्तविक(-)लक्ष्य) पर इष्टतम भार 1.6 और 2.2 तथा उत्पादन अंतर (वास्तविक(-)संभावित) पर इष्टतम भार 0.8 से 1.4 के बीच होना चाहिए। नीतिगत रिपो दरों के समायोजन की गति बढ़ने (ब्याजदर सुचारु करनेवाले पैरामीटर कम होना) पर इन भारों में वृद्धि होगी ।

संदर्भ:

बर्ग ए पी करम और डी लेक्सटन, (2006), "ए प्रेक्टिकल मॉडल-बेस्ड अप्रोच टू मोनेटरी पॉलिसी एनालेसिस : ओवरव्यू" वर्किंग पेपर नं. डब्लयु पी/06/80, अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष

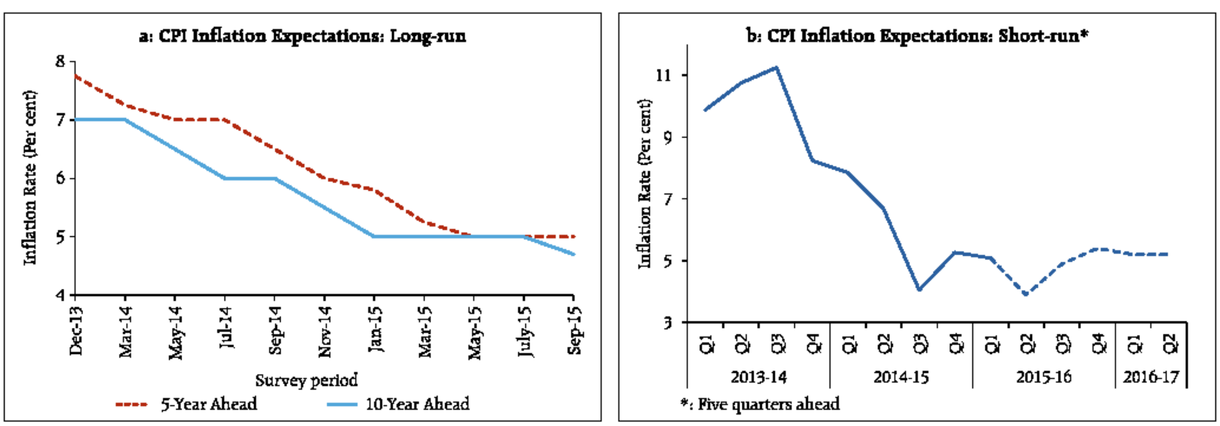
पात्रा, एम डी., जे के खुंदराकपम और एस गंगाधरन (2015) "ओप्टिमल सिंपल मोनेटरी पॉलिसी रूल्स फॉर इंडिया विद न्य सीपीआई इंफ्लेशन एज दि नोमिनल एंकर"(Mimeo)

I.1 मुद्रास्फीति संबंधी संभावनाएं

मुद्रास्फीति संबंधी प्रत्याशा मजदूरी और मूल्य संविदाओं पर अपने प्रभाव के कारण मुद्रास्फीति का वास्तविक स्तर निर्धारित करने में अहम् भूमिका निभाती हैं। सितंबर 2015 में भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा किए गए सर्वे के अनुसार शहरों में रहने वाली पारिवारिक इकाइयां लगातार तीसरी तिमाही में यह मानती थीं कि एक तिमाही आगे और एक वर्ष आगे मुद्रास्फीति में और वृद्धि होगी (चार्ट I.2)। भारतीय रिज़र्व बैंक को अब तक केवल 41 अभिमत ही प्राप्त हुए हैं[2], पर इस बात के प्रबल ऐतिहासिक प्रमाण हैं कि पारिवारिक इकाइयों के मुद्रास्फीति संबंधी अनुमान उनके पूर्व अनुभवों तथा उच्च संवेदनशीलता और सब्जियों, फलों, पैट्रोल जैसी कुछ वस्तुओं की हाल ही की कीमतों में उतार-चढ़ाव पर आधारित हैं। मुद्रास्फीति संबंधी ये अनुमान छह वर्षों (2013-14 तक) की लगभग द्विअंकी मुद्रास्फीति की यादों को भी प्रतिबिंबित करते हैं। सितंबर के सर्वे से यह इंगित होता है कि मुद्रास्फीति की प्रत्याशा तीसरी तिमाही के लिए 10.5 प्रतिशत तथा एक वर्ष आगे के लिए 10.8 प्रतिशत रह सकती है ।

पेशेवर भविष्यवक्ताओं का यह अनुमान है कि अल्पकालीन मुद्रास्फीति में स्टाफ के अनुमानों के अनुरूप वृद्धि होगी (चार्ट I.3)।

Chart I.3: Inflation Expectations of Professional Forecasters



Source: Survey of Professional Forecasters, RBI.

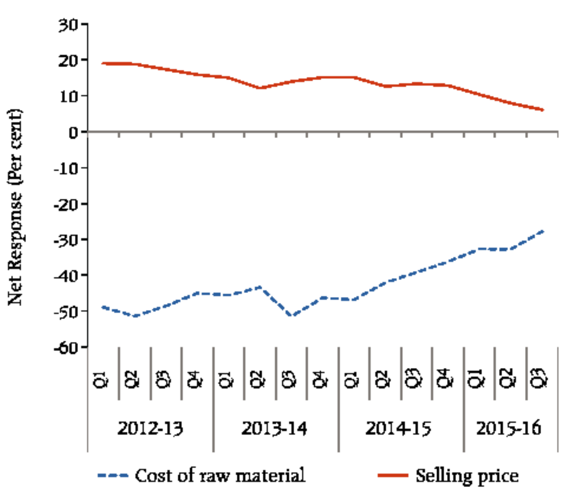
महत्वपूर्ण बात यह है कि सितंबर 2015 के सर्वे में उनकी दस वर्ष आगे की मुद्रास्फीति अपेक्षाएं घट कर 4.7 प्रतिशत रहीं जो भारतीय रिज़र्व बैंक के मध्यावधि लक्ष्यों के अनुरूप हैं तथा दीर्घावधि मुद्रास्फीति अपेक्षाओं को बेहतर तरीके से थामने को प्रतिबिंबित करती हैं। क्रेता

---

[2] भारतीय रिज़र्व बैंक सितंबर 2005 से पारिवारिक इकाइयों के मुद्रास्फीति संबंधी अनुमानों पर तिमाही सर्वेक्षण करता आ रहा है | 5000 पारिवारिक इकाइयों के संबंध में 16 शहरों में किये गये इस सर्वेक्षण में अगले तीन माह व आगामी वर्ष के लिए कीमतों में अपेक्षित उतार-चढ़ाव तथा मुद्रास्फीति पर गुणात्मक एवं मात्रात्मक प्रतिक्रियाएँ प्राप्तकी हैं |

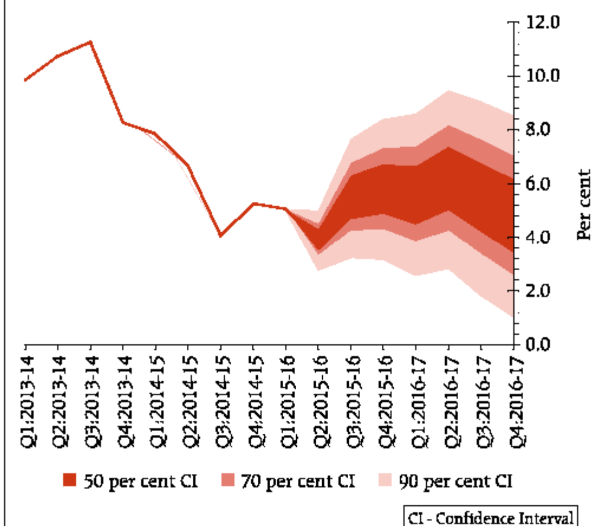
प्रबंधकों के सूचकांक (पीएमआई) यह इंगित करते हैं कि मुद्रास्फीति के दबावों में कमी आएगी जो अप्रैल के बाद से सबसे कमजोर स्तर पर होंगे, इसमें जहां सेवा क्षेत्र के दबाव अधिक होंगे, वहीं विनिर्माण क्षेत्र के निम्न दबावों के कारण उनका प्रभाव कम हो जाएगा। भारतीय रिज़र्व बैंक के औद्योगिक संभावना सर्वे में विनिर्माताओं ने यह अपेक्षा जताई है कि उत्पादों की बढ़ती कीमतों में कमी आएगी क्योंकि निविष्टियों के मूल्यों में कमी होगी तथा मूल्य-निर्धारण की शक्ति में भी कमी आएगी (चार्ट I.4)। असमायोजित मजदूरी वृद्धि में कमी के चलते ग्रामीण मजदूरी में वृद्धि से होने वाले स्फीतिकारी दबाव नहीं बने तथा आगे भी यह आशा की जाती है कि वे सीमित ही बने रहेंगे।

Chart I.4: Expectations of Cost of Raw Material and Selling Prices



Source: Industrial Outlook Survey, RBI

Chart I.5: Quarterly Projection of CPI Inflation (y-o-y)



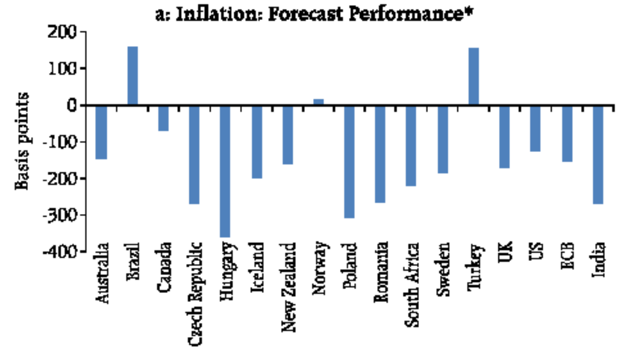
यह अपेक्षा की जाती है कि हैडलाइन उपभोक्ता मूल्य सूचकांक अपने वर्तमान स्तर से बढ़ कर सितंबर में लगभग 4.5 प्रतिशत पर पहुंच जाएगा क्योंकि अनुकूल आधार प्रभाव खत्म हो जाएगा और यह 2015-16 की तीसरी तिमाही में 5.5 प्रतिशत तथा चौथी तिमाही में 5.8 प्रतिशत पर पहुंच जाएगा। यह मानते हुए कि मुद्रास्फीति के विभिन्न निर्धारक, विशेषकर कच्चे तेल के वैश्विक मूल्य तथा घरेलू खाद्य मूल्यों की गति इस मौद्रिक नीति रिपोर्ट में स्टाफ द्वारा उल्लिखित तरीके से व्यवहार करते हैं तो यह अपेक्षा की जाती है कि उपभोक्ता मूल्य सूचकांक 2016-17 में औसतन 5.5 प्रतिशत रहेगा तथा 2016-17 की चौथी तिमाही में घट कर लगभग 4.8 प्रतिशत रह जाएगा (2.6-7.0 प्रतिशत के 70 प्रतिशत विश्वास अंतराल सहित) (चार्ट I.5)।

लेकिन, बेसलाइन संभावना जिंसों के मूल्यों में काफी अनिश्चितता, मानसून और मौसम संबंधी गड़बड़ियों, मौसमी मदों में अस्थिरता तथा विनिमय दरों और आस्ति मूल्य माध्यमों के जरिये बाह्य गतिविधियों के प्रभाव पर निर्भर करेगी (बॉक्स I.2)।

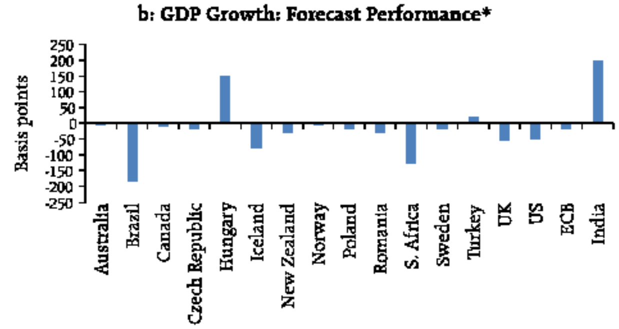
बॉक्स I.2 केंद्रीय बैंक के पूर्वानुमान

मौद्रिक नीति बनाने और उसे संचालित करने के लिए संवृद्धि और मुद्रास्फीति का सटीक पूर्वानुमान लगाना बहुत महत्व रखता है। यदि इनसे संबंधित पूर्वानुमानों की मान्यताओं में बड़े परिवर्तन होते हैं तो वास्तविक अनुमान प्रारंभिक पूर्वानुमानों से बहुत अलग हो सकते हैं।

16 केंद्रीय बैंकों के सर्वे से यह पता चलता है कि कच्चे तेल और अन्य जिंसों के मूल्यों में अप्रत्याशित रूप से भारी गिरावट के कारण, 2014 के दौरान लगभग 150 आधार अंकों[@] (चार्ट ए) की औसत से 13 अति-पूर्वानुमान हुए थे।



*: Actual minus projected inflation. See footnote a for details.
Source: Respective Central Banks.



*: Actual minus projected growth. See footnote b for details.
Source: Respective Central Banks.

लगभग 30 आधार अंकों[#] के औसत अति-पूर्वानुमानों के साथ 2014 में संवृद्धि पूर्वानुमानों में आशावाद भी सुस्पष्ट है (चार्ट बी)। यह आशावाद 2011-14 के लिए संवृद्धि संबंधी आइएमएफ के पूर्वानुमानों में भी झलकता है जो वास्तविक संवृद्धि के मुकाबले औसतन 60 आधार अंक अधिक थे, यह औसत पूर्वानुमान त्रुटि एईज के लिए त्रुटि के मुकाबले ईडीईज के लिए लगभग दोगुनी थी (आइएमएफ 2014)। भारत में 2014 में वास्तविक संवृद्धि पूर्वानुमान से अधिक रही, यह कमोवेश नई जीडीपी श्रृंखला के अंतर्गत संशोधित कार्यविधि अपनाए जाने का परिणाम था।

अत: बेसलाइन मान्यताओं के विकास की अनिश्चितताओं को देखते हुए कई केंद्रीय बैंक मुद्रास्फीति और संवृद्धि संबंधी पूर्वानुमान फैन चार्ट के भीतर लगाते हैं, जो मुद्रास्फीति और संवृद्धि के संभावित परिणामों का संभावनापूर्ण मूल्यांकन उपलब्ध कराता है।

संदर्भ:

अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष (2014), वर्ल्ड इकॉनामिक आउटलुक, अक्तूबर

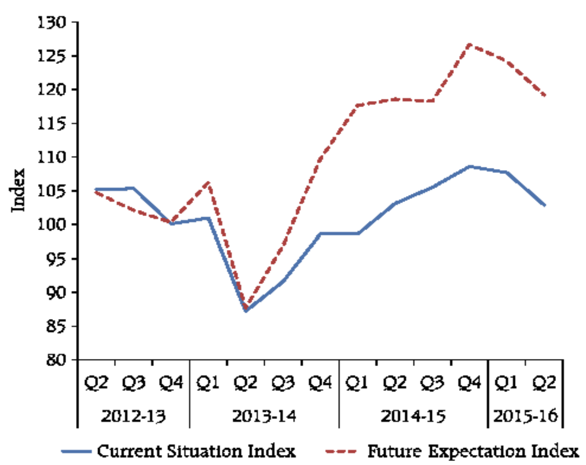
I.2 संवृद्धि की संभावनाएं

वास्तविक सकल योजित मूल्य का पूर्वानुमान को विभिन्न प्रकार की आर्थिक गतिविधियों के अपस्फीतिकारी तत्वों का व्यवहार दुरूह बनाता है (अध्याय II, बॉक्स II.3)।

आगे समष्टि-आर्थिक वातावरण में गिरावट दिखाई देती है। ग्रामीण क्षेत्रों को छोड़कर अन्य क्षेत्रों में उपभोक्ता मांग में कुछ वृद्धि दिखाई देती है, लेकिन निवेश मांग की संभावना में कोई चमक नहीं दिखाई देती क्योंकि हरित-क्षेत्र की प्रक्रियाधीन परियोजनाएं घटती जा रही हैं, क्षमता-विस्तार संबंधी प्रक्रियाधीन परियोजनाएं आगे नहीं बढ़ पा रही हैं, क्षमताओं का पूरा उपयोग नहीं हो रहा है, तैयार माल की इंवेंटरियां बढ़ती जा रही हैं, बैंकों के तुलन-पत्रों में अभी भी उच्च तनाव बना हुआ है तथा प्रमुख संरचनागत सुधारों की प्रगति काफी धीमी है। बाह्य व्यापारिक पर्यावरण में गिरावट के चलते निर्यातों में वृद्धि की संभावना भी नहीं दिखाई देती। साथ ही, निवल जिंस निर्यातकों के लिए अनुकूल व्यापारिक शर्तों से अपेक्षित वास्तविक आय के रूप में लाभ भी अब तक बहुत कम रहे हैं।

वर्ष 2015-16 की दूसरी छमाही की पहली तिमाही में कृषि क्षेत्र में दिखाई दिये सुधार के आगे बने रहने की संभावना नहीं है, क्योंकि वर्षा 14 प्रतिशत कम हैं, विभिन्न क्षेत्रों में उसका वितरण असमान है तथा पानी के संचय का स्तर कम है। औद्योगिक क्षेत्र भी विभिन्न मूल क्षेत्रों की संरचनागत कमजोरियों के कारण प्रतिकूल रूप से प्रभावित होता रहेगा, जिनमें विद्युत क्षेत्र में वितरण कंपनियों के बीच वित्तीय तनाव, प्राकृतिक गैस तथा कच्चे तेल के उत्पादन में गिरावट, कमजोर मांग के चलते कोयले के उत्पादन में कमी तथा घरेलू उत्पादकों को प्रभावित करने वाले इस्पात के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में तीव्र गिरावट शामिल हैं। समग्र उपभोक्ता विश्वास का पता लगाने पर आधारित भारतीय रिज़र्व बैंक के सितंबर दौर के सर्वे में आय और रोजगार की संभावनाओं में कमी आई है | (चार्ट I.6)।

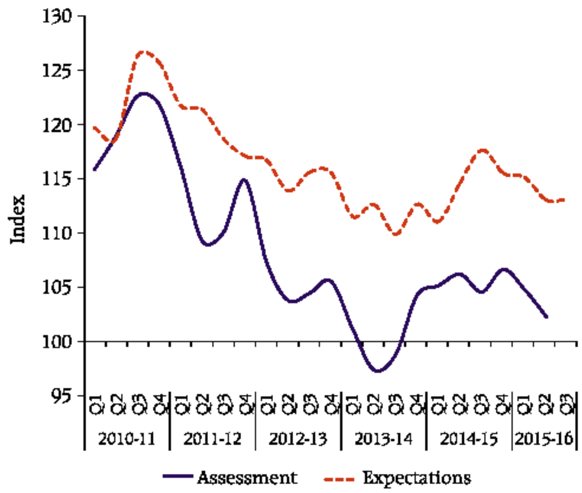
Chart I.6: Consumer Confidence



Source: Consumer Confidence Survey, RBI

भारतीय रिज़र्व बैंक के सितंबर 2015 दौर के औद्योगिक संभावना सर्वे में व्यावसायिक स्थितियों का आकलन किया गया जिनमें गिरावट पाई गई। लेकिन, आगामी तिमाही के लिए कारोबारी प्रत्याशाएं स्थिर मानी गईं जो वित्तीय स्थिति में सुधार का परिचायक थीं (चार्ट I.7)।

Chart I.7: Business Assessment and Expectations



Source: Industrial Outlook Survey, RBI

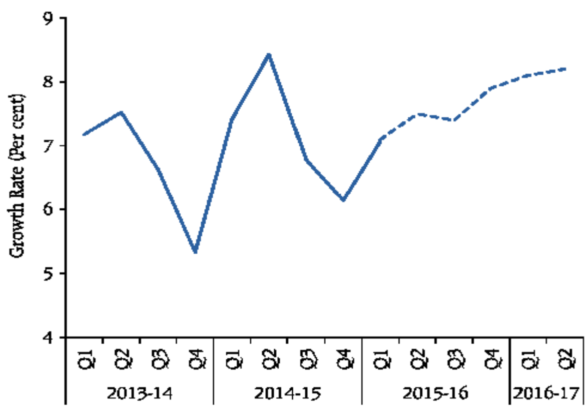
सर्वे की गई फर्मों में बाह्य, विशेष रूप से घरेलू मांग के अभाव को सबसे बड़ी बाधा पाया गया। जुलाई-अगस्त 2015 के दौरान अन्य एजेंसियों द्वारा किए गए सर्वे भी व्यावसायिक विश्वास में कमी दर्शाते हैं (सारणी I.2)।

सारणी I.2: कारोबारी प्रत्याशा सर्वे

	एनसीएईआर बिजनेस कांफिडेंस □ंडेक्स	फिक्की समग्र बिजनेस कांफिडेंस □ंडेक्स	डून और ब्रेडस्ट्रीट बिजनेस आप्टिमिज्म □ंडेक्स	सीआ□आ□ बिजनेस कांफिडेंस □ंडेक्स
	ति1: 2015-16	**ति1: 2015-16**	**ति3: 2015**	**ति1: 2015-16**
□पेक्स का वर्तमान स्तर	121.8	66.3	127.2	54.4
पिछले सर्वे के अनुसार □□क्स	138.2	73.2	126.8	56.4
previous survey				
% चेंज (ति-दर-ति)	-11.9	-9.4	0.2	-3.5
% चेंज (वर्ष दर वर्ष)	-15.1	-8.8	-12.5	1.3

सितंबर 2015 के सर्वे के दौरान जिन पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं की राय ली गई, उनके अनुसार उत्पादन में धीरे-धीरे वृद्धि होगी और यह अगले वित्तीय वर्ष की दूसरी तिमाही तक 7.5 प्रतिशत या उससे अधिक रहेगी (चार्ट I.8 तथा सारणी I.3)।

Chart I.8: Professional Forecasters' Projected Growth



Source: Survey of Professional Forecasters, RBI

सारणी 1.3: रिज़र्व बैंक की बेसला▯न तथा पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं का माध्यिका पूर्वानुमान

(प्रतिशत)

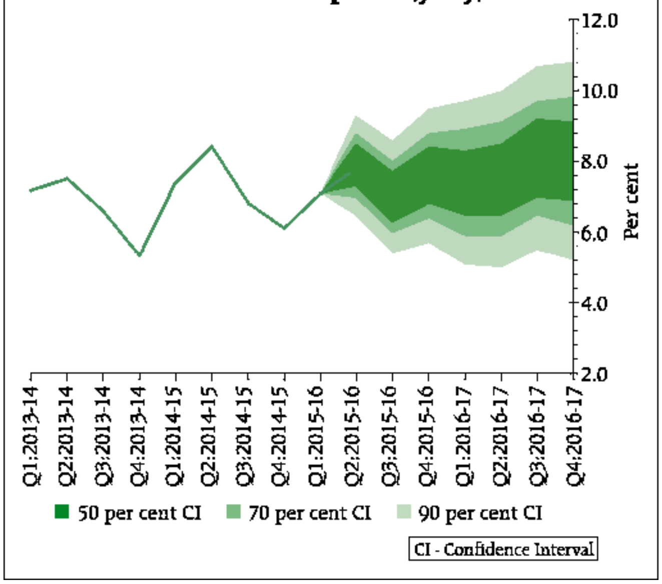
	2014-15 (Actual)	2015-16	2016-17
रिज़र्व बैंक की बेसला▯न प्रोजेक्शन			
चौ.ति.मुद्रास्फीति (वर्ष-दर-वर्ष)	5.3	5.8	4.8
उत्पादन वृद्धि आधार कीमतों पर(जीवीए)	7.2	7.4	7.8
पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं के सर्वेक्षण का मूल्यांकन @			
जीवीए वृद्धि	7.2	7.4	8.0
कृषि तथा सहायक गतिविधियाँ	0.2	1.5	3.0
उद्योग	6.6	6.7	7.2
सेवाएँ	9.4	9.4	9.8
सकल घरेलू बचत(जीएनडीआई का प्रतिशत)	-	30.5	31.0
सकल फिक्सड केपिटल फार्मेशन(जीडीपी का प्रतिशत))	30.0	28.9	29.8
मुद्रा आपूर्ति (एम$_3$))वृद्धि	10.8	12.0	13.5
अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों का बैंक क्रेडिट	9.0	12.5	14.2
सम्मिलित सकल राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	6.9	6.3	6.0
केंद्र सरकार राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	4.0	3.9	3.6
रेपो दर (समाप्त अवधि)	7.50	7.00	6.75
सीआरआर (समाप्त अवधि)	4.00	4.00	4.00
राजकोष बिल 91 दिन प्रतिफल (समाप्त अवधि)	8.27	7.3	7.2

केंद्र सरकार की 10 वर्षीय प्रतिभूतियों पर परिपक्वता प्रतिफल	7.80	7.5	7.1
समग्र भुगतान संतुलन (यूएस डॉलर बिलियन)	61	44	43
पण्य निर्यात वृद्धि	-0.6	-4.6	6.5
पण्य निर्यात वृद्धि	-1.1	-4.1	7.1
पण्य व्यापार संतुलन(जीडीपी का प्रतिशत)	-7.0	-6.5	-6.6
चालू खाता शेष (जीडीपी का प्रतिशत)	-1.3	-1.1	-1.3
वित्तीय खाता शेष(जीडीपी का प्रतिशत)	4.4	3.2	3.2

सॉर्स: 36th राउंड सर्वे आफ प्रौफेशनल फारकास्टर (सितंबर 2015) @: माध्यिका पूर्वानुमान.

समग्रत:, प्रमुख/संयोगात्मक संकेतक, भविष्य-दृष्टि सर्वे तथा मॉडल आधारित पूर्वानुमानों को देखते हुए जीवीए संवृद्धि अप्रैल की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में दिए गए अनुमानों से घटाकर 2015-16 में 7.4 प्रतिशत जरूरी है। आधारभूत कीमतों पर वास्तविक जीवीए संवृद्धि 2015-16 की तीसरी तिमाही में लगभग 7.0 प्रतिशत होने की आशा है जो चौथी तमाही में बढ़ कर लगभग 7.6 प्रतिशत हो जाएगी, लेकिन इन अनुमानों में समान संतुलित जोखिम निहित है (चार्ट I.9)। अपेक्षित सामान्य मानसून तथा बाहय मांग में वृद्धि के कारण कुछ चक्रीय सुधार की वजह से 2016-17 में वास्तविक जीवीए में धीरे-धीरे सुधार आएगा, लेकिन यह तभी होगा जब नीतिगत उपायों में कोई संरचनागत परिवर्तन नहीं होते और कोई बड़ा आपूर्ति आघात नहीं लगता। विश्वभर में जिंसों के मूल्यों में कमी के वातावरण से संवृद्धि के अनुमानों में बढ़ोतरी की संभावनाएं बनती हैं।

Chart 1.9: Quarterly Projection of Growth in GVA at basic prices (y-o-y)



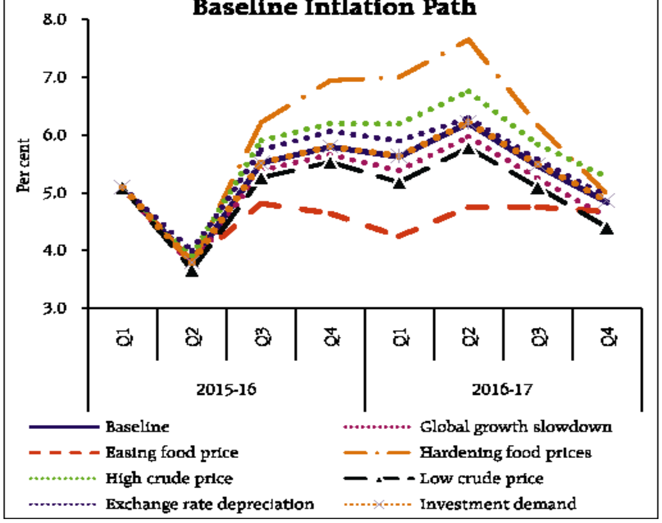
I.3 जोखिमों का संतुलन

इस अध्याय में संवृद्धि तथा मुद्रास्फीति के संबंध में जो बेसलाइन अनुमान लगाए गए हैं, वे अधोमुखी और ऊर्ध्वमुखी दोनों ही प्रकार के कई जोखिमों के अधीन हैं। संभावित जोखिम परिदृश्य यहां नीचे दिया जा रहा है।

ए. विनिमय दर के उतार-चढ़ाव

जून 2015 से भारतीय रुपये की विनिमय दरों में तीव्र परिवर्तन होते रहे हैं। इसका कारण वैश्विक वित्तीय बाजारों में उच्च अनिश्चितता तथा बाह्य गतिविधियों की वजह से विनिमय दर पर पड़ने वाले दबाव रहे हैं। वर्तमान में, विदेशी निवेशकों का संभावित अंधानुकरण व्यवहार या भेड़चाल भी एक बड़ा जोखिम है। क्यूपीएम के अनुमानों से यह पता चलता है कि विनिमय दर के वर्तमान स्तर की बेसलाइन अवधारणा की अपेक्षाकृत यूएस डालर के मुकाबले रुपये की विनिमय दर में दस प्रतिशत का अवमूल्यन, दो से चार तिमाहियों में, हैडलाइन उपभोक्ता मूल्य सूचकांक में 20-30 आधार अंकों की वृद्धि ला सकता है और संवृद्धि में 10 आधार अंकों की बढ़ोतरी हो सकती है (चार्ट I.10 और I.11)।

Chart I.10: Impact of Risk Scenarios on Baseline Inflation Path



निर्यातों की मात्रा पर विनिमय दरों के उतार-चढ़ाव के प्रभाव में लगने वाले समय को देखते हुए निर्यातों पर अनुकूल प्रभाव तथा उसके कारण संवृद्धि पर अनुकूल प्रभाव वर्ष 2016-17 में सामने आने लगेगा। लेकिन, यह सकारात्मक प्रभाव बाह्य मांग में गिरावट तथा प्रतिस्पर्धी मुद्राओं के अवमूल्यन के कारण अपेक्षाकृत तेजी से होने वाले प्रतिकूल प्रभाव की वजह से ऑफसेट हो सकता है ।

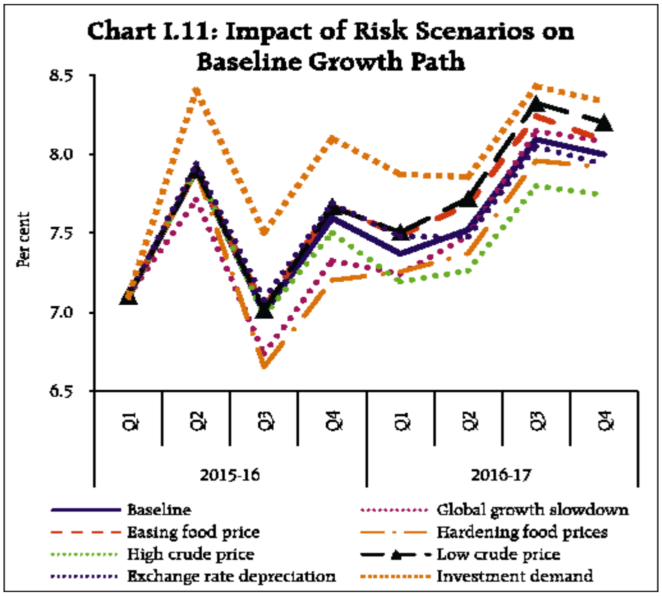


Chart I.11: Impact of Risk Scenarios on Baseline Growth Path

बी. वैश्विक संवृद्धि की धीमी गति

विश्व की अर्थव्यवस्था में चीन की बड़ी सहभागिता है। यदि चीन की अर्थव्यवस्था की गति में तीव्र गिरावट आती है तो इसका विपरीत प्रभाव विश्वभर के व्यापार, वित्त तथा आत्मविश्वास में कमी के रूप में सामने आएगा। अमरीका की मौद्रिक नीति के सामान्यीकरण पर 2013 की घटना की तरह अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय बाजारों की संभावित अस्थिरता के हावी होने से वैश्विक अर्थव्यवस्था को हालिया अनुमान से भी अधिक नुकसान पहुंच सकता है। यदि वैश्विक संवृद्धि दर में एक दशमलव की कमी आती है तो उससे भारत की संवृद्धि दर में बेसलाइन से 20-40 आधार अंकों की कमी आ सकती है। दूसरी ओर, इस प्रकार के परिदृश्य से जिंसों के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में और गिरावट आ सकती है, जिससे घरेलू मुद्रास्फीति में 10-20 आधार अंकों की कमी हो सकती है।

सी. खाद्यान्न मूल्यों के दबाव

दक्षिणी-पश्चिमी मानसून में लगातार दूसरे वर्ष होने वाली कमी से बेसलाइन अनुमान प्रभावित हुए हैं। यदि कम वर्षा के कारण मूल्यों पर पड़ने वाले दबाव बेहतर आपूर्ति प्रबंधन की वजह से सीमित बने रहते हैं तो हैडलाइन मुद्रास्फीति 2015-16 में बेसलाइन से 100 आधार अंक नीचे रह सकती है। असमान वर्षा के कारण इस बात का जोखिम बना हुआ है कि फसल अनुमान से भी कम हो। फसल उत्पादन में कमी होने से संवृद्धि में लगभग 30-40 आधार अंकों की गिरावट आ सकती है। यदि खाद्यान्न के मूल्यों में ऊर्ध्वमुखी दबाव बनते हैं तो वर्ष 2015-16 में मुद्रास्फीति बेसलाइन से 100 आधार अंक ऊंची रह सकती है।

डी. तेल के मूल्यों में अनिश्चितता

विगत एक वर्ष में कच्चे तेल के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में हुई तीव्र गिरावट से यह बात स्पष्ट हो जाती है कि बेसलाइन अनुमान कितने अनिश्चित हो सकते हैं। तेल के मूल्यों में चाहे कमी हो या वृद्धि उससे बेसलाइन संवृद्धि तथा मुद्रास्फीति का परिदृश्य प्रभावित होगा। अपेक्षा से अधिक कमजोर मांग और/अथवा आपूर्ति में और वृद्धि होने से तेल के मूल्य बेसलाइन अनुमान से कम रहेंगे और यदि भू-राजनीतिक गतिविधियों के कारण आपूर्ति बाधित होती है तो तेल के मूल्यों में वृद्धि की संभावना हो सकती है। यदि 2015-16 की दूसरी छमाही के दौरान तेल के मूल्य घट कर लगभग 40 अमरीकी डालर प्रति बैरल रहते हैं तो हैडलाइन मुद्रास्फीति मार्च 2016 तक बेसलाइन से लगभग 20-30 आधार अंक नीचे रह सकती है और संवृद्धि में लगभग 10 आधार अंकों की वृद्धि हो सकती है। दूसरी ओर, यदि बाधित आपूर्ति की वजह से तेल के मूल्य बढ़ कर लगभग 70 अमरीकी डालर प्रति बैरल हो जाते हैं तो मार्च 2016 तक मुद्रास्फीति बेसलाइन से लगभग 40 आधार अंक अधिक रह सकती है और संवृद्धि में लगभग 20 आधार अंक की कमी आ सकती है।

ई. **निवेशों में वृद्धि**

केंद्र सरकार के 2015-16 के बजट में की गई घोषणा के अनुरूप 2015-16 की दूसरी तिमाही में केंद्र सरकार के निवेश व्यय में काफी तेजी देखने को मिली। यदि सरकारी निवेश की यह तेजी बनी रहती है और यह निजी निवेश के साथ मिलती है तो 2015-16 में वास्तविक जीवीए संवृद्धि बेसलाइन से 50 आधार अंक अधिक रह सकती है। लेकिन, अभी भी नकारात्मक उत्पादन अंतर के कारण मुद्रास्फीति पर इसका कोई प्रभाव नहीं पड़ने की संभावना बनती है।

समग्रत; कमजोर घरेलू मांग की स्थिति के साथ-साथ कच्चे तेल और अन्य जिंसों के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों की संभावित स्थिति को देखते हुए यह अपेक्षा की जाती है कि स्फीतिकारी दबावों को प्रबंधित करने में सहायता मिलेगी। लेकिन, कम तथा असमान वर्षा से खाद्यान्नों के मूल्यों में इजाफा होने का जोखिम बना हुआ है, हालांकि मूल्य स्थिति को संभालने के लिए आपूर्ति संबंधी नीतियां अब तक कारगर साबित हुई हैं। चीन की संवृद्धि संक्रमण तथा अमरीका की मौद्रिक नीति के सामान्यीकरण से संबंधित वैश्विक वित्तीय बाजारों की अस्थिरता और अनिश्चितता में संभावित वृद्धि होने और भारतीय बाजारों पर उसके प्रभावों के कारण इस अध्याय में संवृद्धि तथा मुद्रास्फीति का जो बेसलाइन पथ निर्दिष्ट है, उस पर भी काफी जोखिम विद्यमान है।

II. मूल्य और लागत

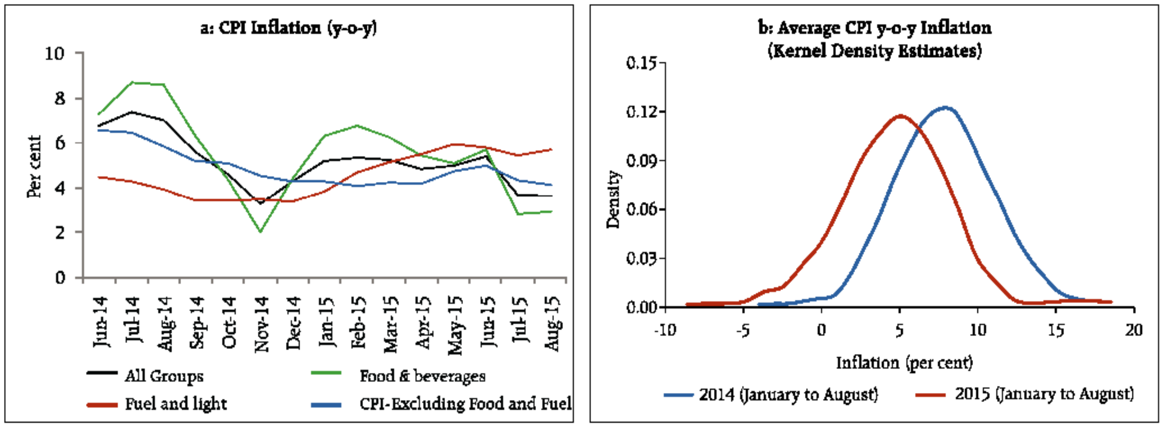
वर्ष 2015-16 की पहली छमाही में सभी वर्गों में उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति में एकसमान (अक्रोस दि बोर्ड) कमी आई । निविष्टि मूल्य कम हुए, ग्रामीण मजदूरी वृद्धि कम रही तथा कंपनी स्टाफ की लागत में कुछ कमी आई।

अप्रैल 2015 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में यह अनुमान लगाया गया था कि 2015-16 की पहली छमाही में स्थिर अवस्फीति रहेगी। अगस्त में इसके न्यूनतम स्तर पर रहने और उसके बाद अनुकूल आधार प्रभाव के समाप्त हो जाने से मुद्रास्फीति की स्थिति बनने का अनुमान लगाया गया था। मुद्रास्फीति की स्थिति इस अनुमान के अनुसार ही रही। अनुमानित स्थिति में जो कुछ विचलन आया, वह तीन महत्वपूर्ण घटनाओं के कारण आया। पहली, वैश्विक वस्तु कीमतें, विशेषकर कच्चे तेल की कीमतें दूसरी तिमाही में तेजी से गिरने से पूर्व पहली तिमाही में अनपेक्षित रूप से बढ़ीं। दूसरी, खाद्यान्न की कीमतें अपेक्षा से अधिक अस्थिर रहीं, क्योंकि रबी की फसल कम हुई जिससे दालों के मूल्य बढ़े और मौसम से संबंधित कारणों से सब्जियों के दामों में उछाल आया। इसके परिणामस्वरूप, मई और जून में हैडलाइन मुद्रास्फीति में वृद्धि हुई। इन तीव्र मूल्य दबावों के कारण माह-दर-माह मुद्रास्फीति में वृद्धि हुई जो जुलाई में अनुमान से भी अधिक रही। तीसरी, अगस्त में रुपये का मूल्य गिरा, अनुमानों के अनुसार रुपये में दस प्रतिशत का सामान्य अवमूल्यन मुद्रास्फीति में दो से चार तिमाहियों में 20-30 आधार अंकों की वृद्धि लाता है।

II.1 उपभोक्ता मूल्य

वर्ष 2015-16 के प्रथम पांच माह में उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति में सभी वर्गों में कमी आई (चार्ट II.1a)। प्रमुख उप-समूहों में मुद्रास्फीति का वितरण बाईं ओर बढ़ा, लेकिन मध्यमान(मीन) के आसपास संतुलित रहा। इसका अर्थ यह हुआ कि विद्यमान अपस्फीति व्यापक रूप से मौजूद थी (चार्ट II.1b)।

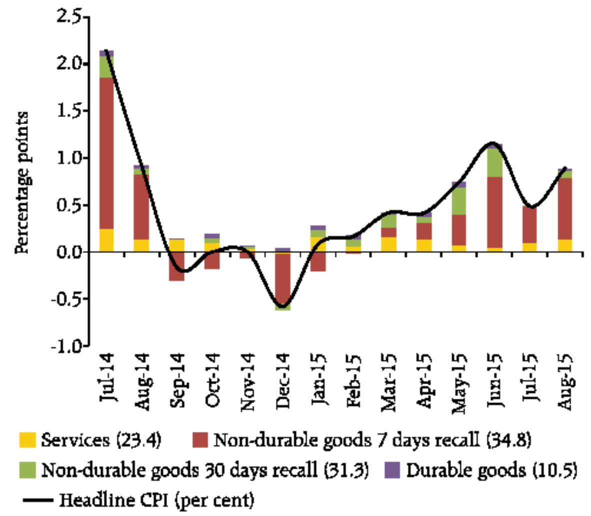
Chart II.1: CPI Inflation



हैडलाइन मुद्रास्फीति पहली तिमाही में 5.1 प्रतिशत रही जो अप्रैल 2015 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में स्टाफ द्वारा अनुमानित स्तर से 20 आधार अंक कम थी। मूल्यों के मौसमी दबाव अप्रैल की बजाय मई में बनने शुरू हुए जो एक प्रतीकात्मक बात थी। लेकिन, जून में माह-दर-माह मुद्रास्फीति की गति में अप्रत्याशित तेजी आई। वस्तुओं (टिकाऊ और गैर-टिकाऊ) और सेवाओं के अंतर्गत माह-दर-माह मूल्य वृद्धि में गड़बड़ी यह दर्शाती है कि मई में मूल्यों में हुई वृद्धि मुख्यत: दालों के कारण गैर-टिकाऊ 30 दिन रिकॉल के अंतर्गत[1]), उसके बाद, सब्जियों (गैर-टिकाऊ 7 दिन रिकॉल के अंतर्गत) तथा जून में अन्य प्रोटीन आधारित खाद्यान्न मदों (गैर-टिकाऊ 7 दिन रिकॉल के अंतर्गत) के कारण हुई (चार्ट II.2)।

[1] सीपीआई भारित डायग्राम में आशोधित मिश्रित संदर्भ अवधि (एमएमआरपी) डेटा का उपयोग किया गया है जो राष्ट्रीय नमूना सर्वेक्षण कार्यालय (एनएसएसओ) द्वारा 2011-12 में किए गए उपभोक्ता व्यय सर्वेक्षण पर आधारित है | एमएमआरपी के अंतर्गत, व्यय राशि संबंधी आंकड़ें उन मदों के हैं जो बार-बार क्रय की जाती हैं - खानेवाले तेल, अंडे,मछली, मांस,सब्जियाँ, फल, मसाले, पेय-पदार्थ, प्रोसेस्ड फूड,पान, तंबाकू और नशीले पदार्थ जो पिछले सात दिनों में क्रय किए गए हैं; कपड़े, बिस्तर,जूते-चप्पल, शिक्षा, चिकित्सा(संस्थागत), टिकाऊ वस्तुएँ जो पिछले 365 दिनों में क्रय की गयी हैं, और अन्य सभी खाद्यान्न, ईंधन और बिजली, विविध वस्तुएँ तथा सेवाएँ, साथ ही गैर संस्थागत चिकित्सा सेवाएँ, किराया तथा कर जो पिछले 30 दिनों के हैं |

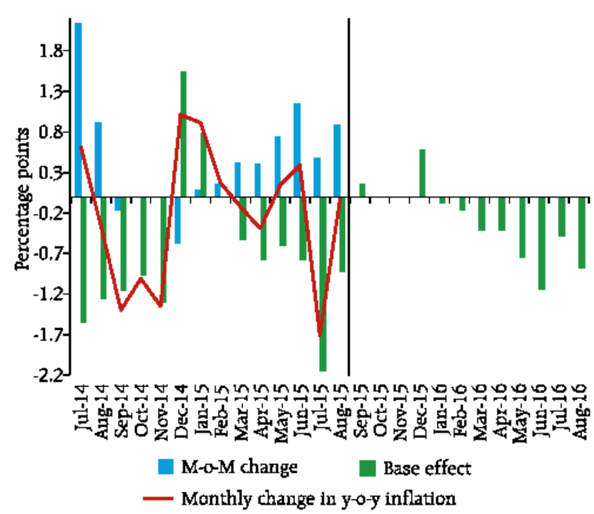
Chart II.2: M-o-M change in Headline CPI



Note: Figures in parentheses are the groups' share in CPI.

दूसरी तिमाही में अब तक हैडलाइन मुद्रास्फीति अगस्त में कम होकर 3.7 प्रतिशत रही जो नवंबर 2014 से लेकर अब तक न्यूनतम थी। यह स्थिति अनुकूल आधार प्रभावों तथा माह-दर-माह होने वाली वृद्धि में गिरावट के संयुक्त परिणाम से उत्पन्न हुई (चार्ट II.3)।

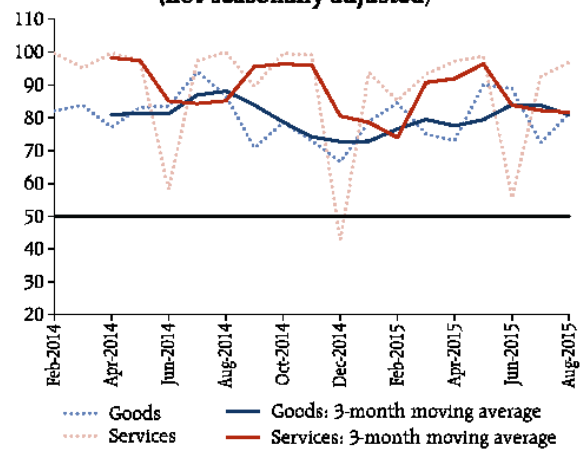
Chart II.3: CPI Inflation : Momentum and Base Effects



अगस्त में मुद्रास्फीति अनुमान से 30 आधार अंक कम होकर सहज हो गई| खाद्यान्न और ईंधन को छोड़कर पेट्रोल और डीज़ल के पंप मूल्यों में कमी होने के साथ सभी वस्तुओं और सेवाओं पर सामान्य रूप से मुद्रास्फीति का दबाव कम होने से इस अवस्फीतिकारी प्रभाव को बल मिला और मुद्रास्फीति अप्रैल एमपीआर में अनुमानित

न्यूनतम स्तर से भी नीचे चली गयी | लेकिन, यह नोट करना महत्वपूर्ण है कि वस्तुओं की तुलना में सेवाओं में मूल्य वृद्धि की मदों का अनुपात अधिक था (चार्ट II.4)

Chart II.4 : Diffusion Indices*: CPI Good and Services (not-seasonally adjusted)

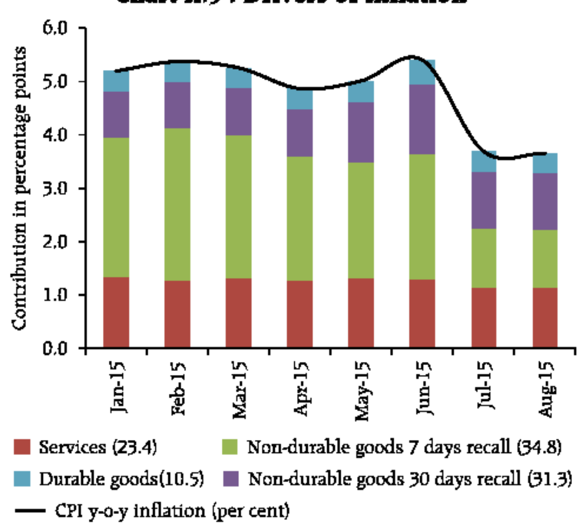


*: The CPI inflation diffusion index, a measure of dispersion of price changes, categorises items in the CPI basket according to whether their prices are rising, stagnant or falling over the previous month. A reading above 50 for the diffusion index signals a broad expansion or the extent of generalisation of price increases and a reading below 50 signals a broad-based deflation.

II.2 मुद्रास्फीति के संचालक

आधार प्रभावों को अलग करते हुए, सेवाओं संबंधी मुद्रास्फीति वस्तुओं संबंधी मुद्रास्फीति की अपेक्षा लगातार बनी रही है (चार्ट II.5 और बॉक्स II.1)।

Chart II.5 : Drivers of Inflation



Note: Figures in parentheses are the groups' share in CPI.

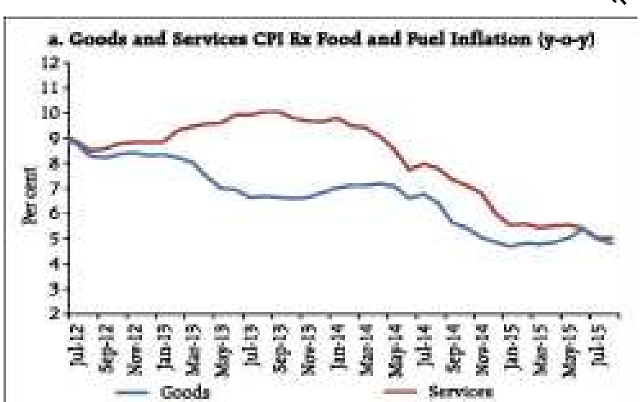
II. 1: अंतर्निहित मुद्रास्फीति की गत्यात्मकता की माप

यह देखा गया है कि वस्तुओं और सेवाओं के बीच मुद्रास्फीति दरों के अंतर की यह प्रबल प्रवृत्ति है कि यह दीर्घावधि में लौट कर "स्थिर साम्य मूल्य" पर आ जाता है (पीच, रिच और एनटोनिएड्स, 2004)। भारत में, वस्तुओं और सेवाओं की मुद्रास्फीति में जनवरी 2014 से सामान्यत: कमी हो रही है, जिसमें वस्तु मुद्रास्फीति में अस्थिरता अधिक रही है। खाद्य पदार्थों और ईंधन (पैट्रोल और डीज़ल सहित) को छोड़कर, वस्तुओं की मुद्रास्फीति इसी अपवर्जन आधार पर सेवा-मुद्रास्फीति से पीछे रही है और इन दोनों को मिलाकर अगस्त 2015 में मुद्रास्फीति लगभग 5 प्रतिशत रही है(चार्ट ए)। अनुभवजन्य साक्ष्यों से यह स्पष्ट है कि इन दोनों श्रृंखलाओं के बीच दीर्घकालीन संबंध एकाकार होने का है और अल्पकालीन त्रुटि सुधार अधिकांशत: वस्तु-मुद्रास्फीति के जरिये ही होता है। वेक्टर एरर करेक्शन मॉडल (वीएसीएम) पूर्वानुमान यह इंगित करते हैं कि साम्य पर लौटने के लिए वस्तु-मुद्रास्फीति को सेवा-मुद्रास्फीति से तिगुना समायोजन करना होता है। इस प्रकार, सेवा-मुद्रास्फीति अधिक निश्चल होती है। तदनुसार, थोक मूल्य मुद्रास्फीति, जो अनिवार्यत: वस्तुओं के मूल्यों के उतार-चढ़ाव को प्रगहण करती है, विद्यमान वातावरण में अंतर्निहित मुद्रास्फीति प्रक्रिया को कम करके आंकने की प्रवृत्ति रखती है।

संदर्भ :

पीच आर. डबल्यु., रिच आर., और एनटोनिएड्स ए, (2004) "दि हिस्टोरिकल एंड रीसेंट बिहेवियर ऑफ गुड्स एंड सर्विसेज़ इनफ्लेशन", फेडरल रिज़र्व बैंक ऑफ न्यूयार्क, इकॉनामिक पॉलिसी रिव्यू, दिसंबर।

टॉड ई क्लार्क (2004) "एन इवेल्युएशन ऑफ डिक्लाइन इन गुड्स इनफ्लेशन", फेडरल रिज़र्व बैंक ऑफ केंसास सिटी, इकॉनामिक रिव्यू, दूसरी तिमाही।



खाद्यान्न और पेय-पदार्थ श्रेणी का उपभोक्ता मूल्य सूचकांक में योगदान 49.9 प्रतिशत है। वर्ष 2015-16 के दौरान अब तक खाद्यान्न मूल्यों के दबावों को कम करने के लिए जमाखोरी तथा कालाबाजारी के खिलाफ सरकार द्वारा की गई कार्रवाई, चयनित दालों में फ्यूचर्स ट्रेडिंग को निलंबित करने, दालों और प्याज के निर्यात को हतोत्साहित करने तथा उनके आयात को प्रोत्साहित करने जैसे कदम उठाए जाने से मानसून की कमी और असमान वितरण के बावजूद खाद्यान्न मुद्रास्फीति को सीमित रखा जा सका। समग्रतः, खाद्यान्न श्रेणी के भीतर दालों को छोड़कर अन्य सभी उप-समूहों में मुद्रास्फीति में कमी आई। (चार्ट II.6 और चार्ट II.7)

Chart II.6 : Drivers of Food Inflation

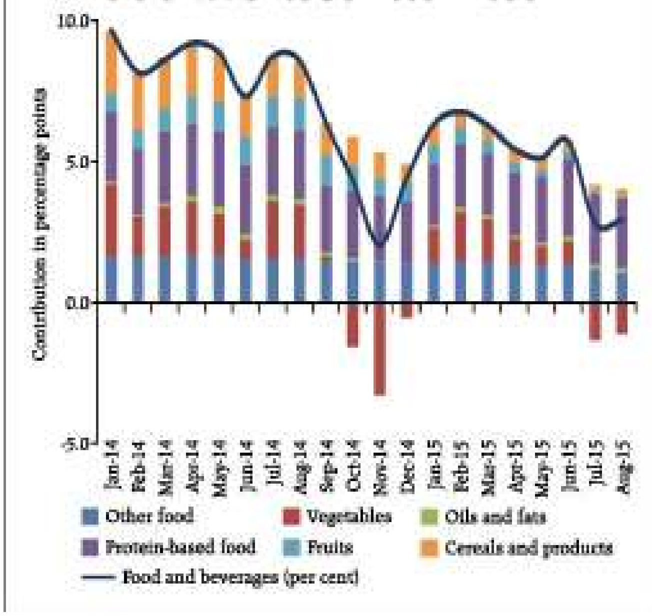
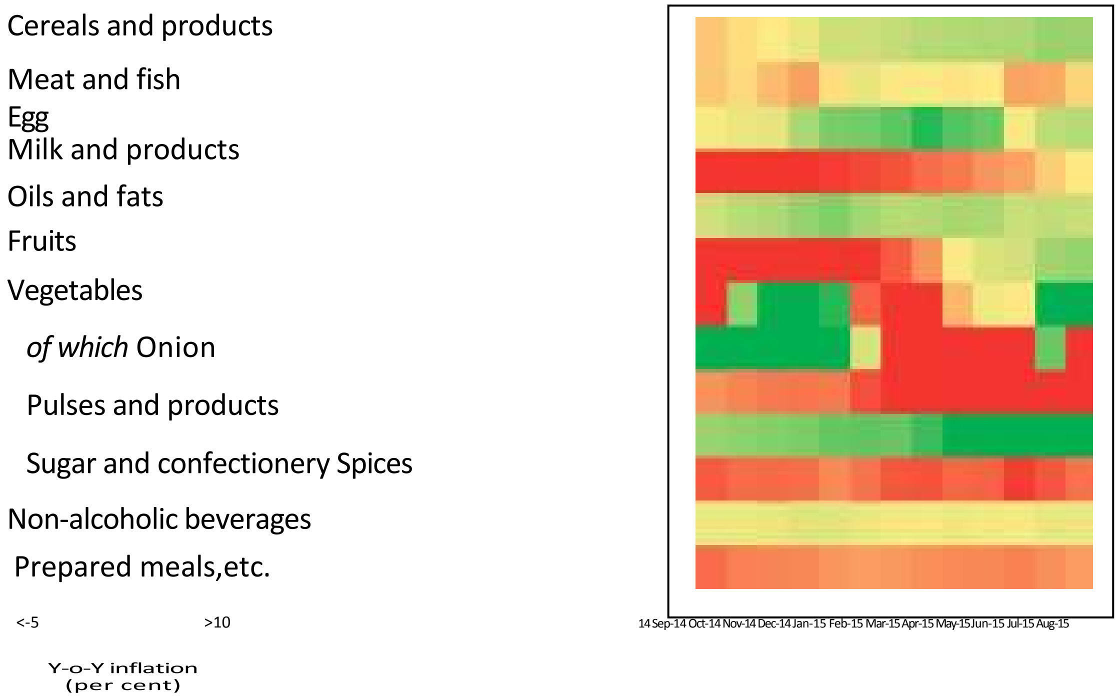


Chart II.7: Heat Map* of Food Inflation

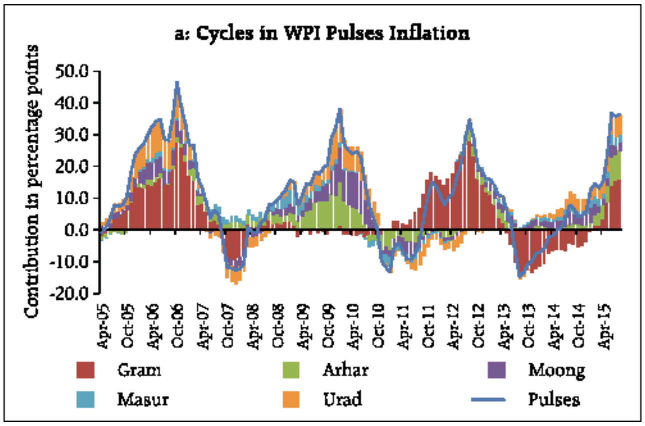


*The heat-map visually elaborates the evolution of inflation. Greener areas indicate low inflation pressures and increasing order of red represents higher and higher inflation.

दालों के मूल्यों में पूरे वर्ष के दौरान अब तक दो अंकों में वृद्धि हुई है क्योंकि पिछले वर्ष इनका उत्पादन कम रहा जिससे खाद्यान्न मुद्रास्फीति लोचहीन बनी रही (बॉक्स II.2)। मांस, मछली और दूध जैसे अन्य प्रोटीनयुक्त पदार्थ तथा मसाले और तैयार भोजन के संबंध में निरंतर मूल्य दबाव बने रहे जो मांग और पूर्ति के बीच के असंतुलन के कारण उत्पन्न हुए थे क्योंकि इन मदों की मांग अपेक्षाकृत आय-लोच पर आधारित होती है।

बॉक्स II.2: दालों के मूल्यों में वृद्धि : अभिरचना और नीतिगत विकल्प

दालों के मूल्य-चक्र की अवधि और मात्रा के अध्ययन से यह पता चलता है कि उच्च चक्रीय मूल्यों में समानता रहती आई है (चार्ट ए)। लेकिन, इन्हें प्रभावित करने वाले अंतर्निहित कारक अलग-अलग प्रसंगों में अलग-अलग रहे हैं - 2006 और 2012 में जहां चने ने इसमें मुख्य भूमिका निभाई थी, वहीं 2009 के प्रसंग में अरहर की महत्वपूर्ण भूमिका रही। विद्‌यमान प्रसंग में अरहर और उड़द के बढ़ते मूल्य दबाव मुख्य भूमिका निभा रहे हैं।



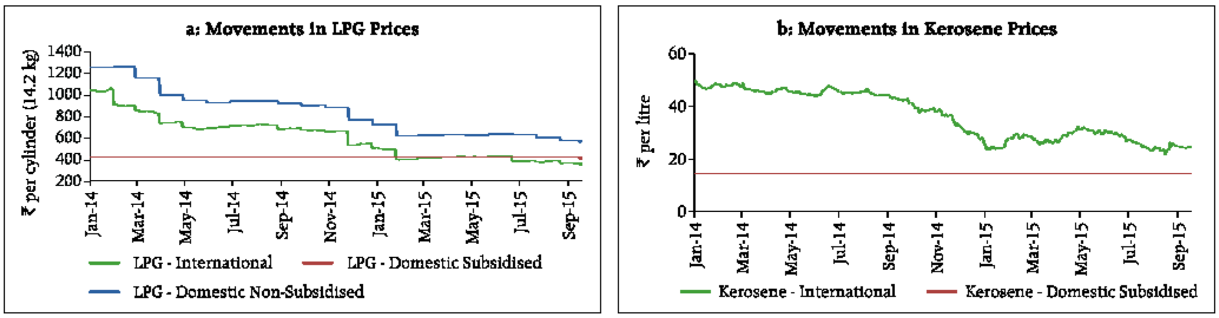
हाल के वर्षों में दालों के उत्पादन में वृद्धि हुई है, लेकिन यह बढ़ती मांग को पूरा करने के लिए पर्याप्त नहीं रही है, जिसकी वजह से आयातों में निरंतर वृद्धि हो रही है। अनुभवजन्य साक्ष्य ये दर्शाते हैं कि वैश्विक और घरेलू मांग के बीच होने वाले विचलनों में लगभग 5 माह की अवधि में वैश्विक मूल्यों में समायोजन के जरिए सुधार आता है। इसका अर्थ यह हुआ कि घरेलू मूल्य आघात वैश्विक मूल्यों में तेजी से अंतरित हो जाते हैं, जिससे मुद्रास्फीति नियंत्रण की एक रणनीति के तौर पर आयातों की व्यवहार्यता सीमित हो जाती है। इस संदर्भ में, लाभ बढ़ाने के लिए प्रौद्योगिकीय समर्थन प्रदान करने के साथ-साथ न्यूनतम समर्थन मूल्य पर अधिक दाल संग्रहीत करने की व्यवस्था करनी होगी ताकि किसानों को संरक्षण मिल सके और वे उत्पादन बढ़ाने के लिए प्रेरित हो सकें।

संदर्भ:

जी.वी. नढ़ानेल, गुणजीत कौर तथा सुजाता कुंडू (2015)। “पल्सेज़ कॅनन्ड्रम इन इंडिया : ए लुक एट दि पॉलिसी ओप्शंस” मिमीयो

ईंधन समूह में, तरलीकृत पैट्रोलियम गैस (एलपीजी) तथा केरोसीन के प्रशासित मूल्यों में कोई परिवर्तन नहीं हुआ था| 2014 की दूसरी छमाही से एलपीजी और केरोसिन के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में तीव्र गिरावट आई और प्रशासित मूल्यों तथा अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों के बीच का अंतर काफी कम हुआ (चार्ट II.8)।

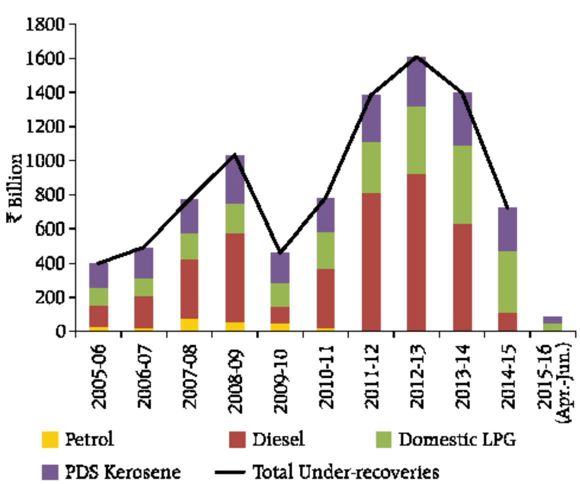
Chart II. 8: Movements in Domestic and Global LPG and Kerosene Prices*



Source : Bloomberg, Indian Oil Corporation Limited, Petroleum Planning and Analysis Cell, MoP&NG, GoI
*The international price for kerosene is based on Bloomberg Singapore Jet Kerosene spot price. The international price for LPG is based on Bloomberg monthly posted price for Saudi Aramco butane and propane, combined in the ratio of 60:40, respectively. These international product prices are indicative prices, which are close to the benchmark prices, and do not represent the actual benchmark products used by oil majors for import pricing.

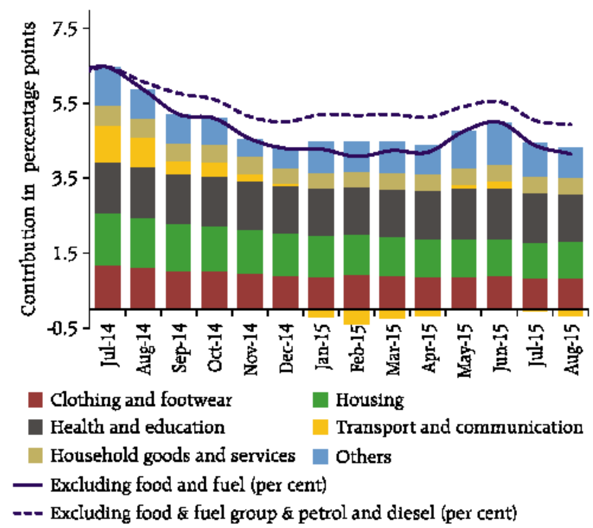
इसके परिणामस्वरूप, एलपीजी तथा केरोसीन से होने वाली कम वसूली में 2014-15 से तेजी से गिरावट आई (चार्ट II.9)।

Chart II.9: Under-recoveries to Oil Companies on Sale of Sensitive Petroleum Products



Source : Petroleum Planning and Analysis Cell, MoP&NG, GoI

Chart II.10: CPI Excluding Food and Fuel Inflation

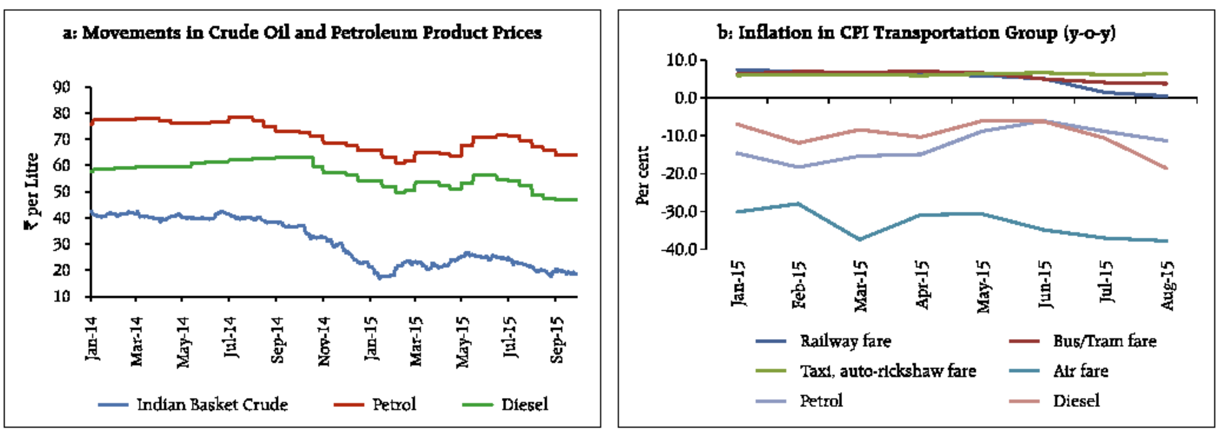


कच्चे तेल और स्वर्ण के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में वृद्धि के कारण मई-जून में उपभोक्ता मूल्य सूचकांक में हुई कुछ वृद्धि को छोड़कर उपभोक्ता मूल्य सूचकांक, जिसमें खाद्यान्न तथा ईंधन

मुद्रास्फीति शामिल नहीं थी, सीमा में रहा क्योंकि पूरी अर्थव्यवस्था में व्यापक रूप से अवस्फीतिकारक स्थितियां बन रही थीं (चार्ट II.10)।

जिंसों के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में गिरावट होने की वजह से निविष्ट-मूल्यों में कमी का दबाव बनने लगा । मुद्रास्फीति को सीमित रखने में जिन दो घटकों ने बड़ा योगदान दिया, वे थे – परिवहन और संचार तथा आवासन। कच्चे तेल के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में कमी होने के परिणामस्वरूप पेट्रोल और डीजल के घरेलू मूल्यों में आई गिरावट ने परिवहन और संचार के क्षेत्र में अवस्फीति की स्थिति उत्पन्न की। लेकिन, घरेलू मूल्यों में कमी उतनी नहीं हुई जितनी कि अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में हुई थी। वास्तव में, यह कमी कच्चे तेल के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों (अप्रैल-अगस्त के बीच रुपये में इंडियन बॉस्केट) में हुई 17 प्रतिशत की कमी के केवल एक तिहाई ही थी जो घरेलू पंप मूल्यों में दिखाई देती है (चार्ट II.11ए)। । हवाई यात्रा के किरायों को छोड़कर परिवहन के अन्य साधनों के किरायों में सीमित कमी आई। इस प्रकार, ईंधन के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में जो कमी आई, उसका लाभ उपभोक्ताओं तक नहीं पहुंचा (चार्ट II.11बी)।

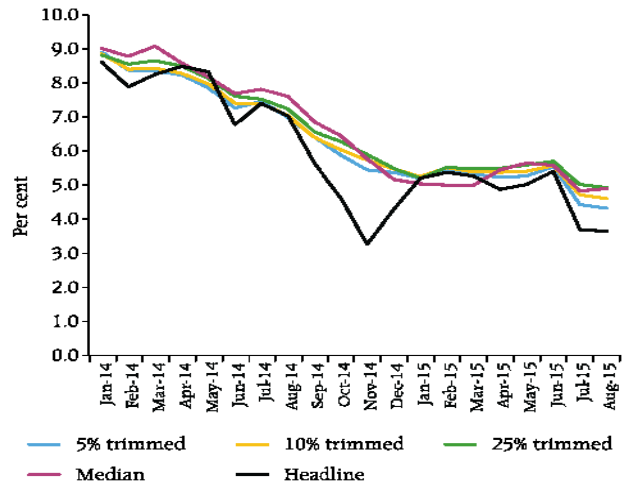
Chart II.11: Petroleum Product Prices and Domestic Fares



उत्तरी-पश्चमी क्षेत्र को छोड़कर, चालू वर्ष में भी मकान किरायों के संबंध में वह अवस्फीति अब तक जारी रही जिसकी शुरूआत 2014-15 के प्रारंभ में हुई थी।

जुलाई से मूल्यों में कमी की भावना बढ़ने के साथ, 2015-16 की पहली छमाही के दौरान उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति को कम करने के मध्यमान (मीन) उपायों में धीरे-धीरे ढ़ील दी गई (चार्ट II.12)।

Chart II.12: CPI Trimmed Means (y-o-y)



मुद्रास्फीति – अन्य उपाय

हेडलाइन उपभोक्ता मूल्य सूचकांक अवस्फीति अन्य विभिन्न सूचकांकों में भी प्रतिबिंबित हुई। थोक मूल्य सूचकांक 2014-15 की चौथी छमाही से अवस्फीति की गिरफ्त में आ गया और थोक मूल्य सूचकांक तथा उपभोक्ता मूल्य सूचकांक के बीच भिन्न दिशा में जाने का अंतर अगस्त 2015 तक बढ़कर 8.7 प्रतिशत अंक हो गया (सारणी II.1)। जीडीपी/जीवीए के अपस्फीतिकारक थोक मूल्य सूचकांक की गति में भी प्रतिबिंबित हुए; इससे थोक मूल्य सूचकांक का प्रयोग जीडीपी/जीवीए के चालू तथा स्थिर मूल्यों का अनुमान लगाने के लिए मूल्य सूचकांक के रूप में किए जाने की सावधानीपूर्वक समीक्षा की जरूरत महसूस होती है, क्योंकि इसमें सेवाएं शामिल नहीं की जातीं (बॉक्स II.3)।

सारणी II.1: मुद्रास्फीति के उपाय

(व द व प्रतिशत)

	जीवीए डिफ्लेटर	जीडीपी डिफ्लेटर	डब्ल्यूपीआई	सीपीआई	सीपीआई IW	सीपीआई एल	सीपीआई आरएल
ति1 : 2014-15	6.1	6.3	5.8	7.8	6.9	8.1	8.3
ति2 : 2014-15	4.5	4.7	3.9	6.7	6.8	7.3	7.6
ति3 : 2014-15	1.3	1.5	0.3	4.1	5.0	5.4	5.7
ति4 : 2014-15	-0.1	0.2	-1.8	5.3	6.6	5.8	6.0
ति1 : 2015-16	0.1	1.7	-2.3	5.1	5.9	4.5	4.7
जुलाई-15	--	--	-4.1	3.7	4.4	2.9	3.2
अगस्त-15	--	--	-5.0	3.7	--	3.0	3.2

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

बॉक्स II.3 जीडीपी और जीवीए को घटाने वाले कारक

राष्ट्रीय आय की सकल राशियों (जीडीपी और जीवीए) के अनुमान चालू और स्थिर मूल्यों पर लगाये जाते हैं। उत्पादन दृष्टिकोण के अंतर्गत, कुछ गतिविधियों के मामले में मात्रा का अनुमान स्वतंत्र रूप से लगाया जाता है और अन्य मामलों में चालू (स्थिर) मूल्यों के आधार पर लगाया जाता है तथा स्थिर (चालू) मूल्यों का अनुमान एक उपयुक्त मूल्य निर्देशक (सामान्यत: सकल अथवा खंडात्मक स्तर पर थोक मूल्य सूचकांक या फिर उपभोक्ता मूल्य सूचकांक) का उपयोग करते हुए निकाला जाता है। हमेशा यही परिपाटी रही है तथा इसका उपयोग नई तथा पुरानी दोनों ही सीरीज के लिए किया जाता है। यथाउपयुक्त, स्थिर तथा चालू मूल्यों दोनों पर पृथक से जीवीए अनुमानों पर पहुंचने के लिए सभी गतिविधियों के अनुमानों को मिलाया जाता है तथा बाजार मूल्यों पर जीडीपी के आकलन के लिए करों को समायोजित किया जाता है और उसमें से सब्सिडी को घटाया जाता है। इस प्रकार, स्थिर मूल्य अनुमानों से चालू मूल्य अनुमानों का निकाला गया अनुपात “निहित” जीडीपी/जीवीए मूल्य डिफ्लेटर होता है जो अर्थव्यवस्था में उत्पादित समस्त वस्तुओं तथा सेवाओं में समग्र मुद्रास्फीति को व्यक्त करता है। तद्नुसार, जीडीपी/जीवीए डिफ्लेटर से निकाली गई तिमाही मुद्रास्फीति दर, प्रमुख गतिविधियों के लिए चालू/स्थिर मूल्य जीडीपी के अनुमान के लिए प्रयुक्त मूल्य सूचकांक के उतार-चढ़ावों का पता लगाती है।

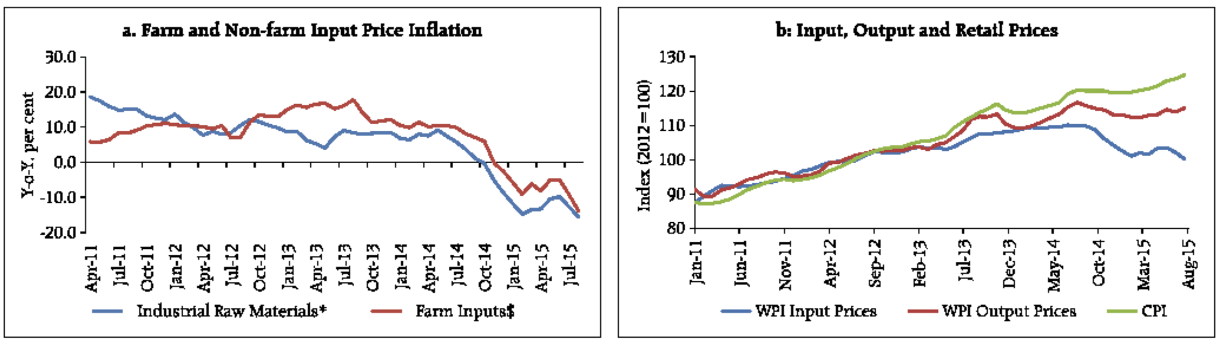
भारत में, स्थिर मूल्य अनुमानों से चालू मूल्यों पर तिमाही जीवीए अनुमान लगाने के लिए कई क्षेत्रों में थोक मूल्य सूचकांक का व्यापक रूप से प्रयोग किया जाता है। जब थोक मूल्य सूचकांक में अवस्फीति होती है तब यह जीडीपी डिफ्लेटर में मूल्य गिरने की सीमा को अधिक आंकने की प्रवृत्ति रखता है। सेवाएं, जो जीवीए का 60 प्रतिशत से अधिक हिस्सा होती हैं, थोक मूल्य सूचकांक में शामिल नहीं होतीं, फिर भी थोक मूल्य सूचकांक को व्यापार, हॉटेल, रेस्ट्रां, वास्तविक संपदा तथा परिवहन जैसी कई सेवा गतिविधियों के लिए डिफ्लेटर के रूप में प्रयुक्त किया जाता है।

तिमाही जीडीपी/जीवीए डिफ्लेटर को जहां देश में उत्पादित समस्त वस्तुओं और सेवाओं का प्रतिनिधित्व करना चाहिए, वहीं अर्थव्यवस्था में मुद्रस्फीति की सर्वाधिक व्यापक माप भी उपलब्ध करानी चाहिए, लेकिन विन्यास इसकी इजाजत नहीं देता। थोक मूल्य सूचकांक और उपभोक्ता मूल्य सूचकांक के मिश्रित प्रभाव का प्रतिनिधित्व करते हुए, जहां थोक मूल्य सूचकांक का भार अधिक होता है, तिमाही जीडीपी/जीवीए डिफ्लेटर के लिए परिकलित वास्तविक मुद्रास्फीति दरें 2014-15 की पहली तिमाही से तेज गिरावट दर्शाते हुए 2014-15 की चौथी तिमाही तक लगभग शून्य पर आ पहुंची हैं।

II.3 लागतें

कृषि और कृषीतर क्षेत्र के उत्पादक लागतों के जिस दबाव का सामना कर रहे थे, वह तेल और धातुओं के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में कमी आने से मंद हो गया और उससे बाह्य लागत स्थितियों में काफी नरमी आई। घरेलू लागत के कारक भी नरम रहें | थोक निविष्टि मूल्यों में उतार-चढ़ाव की तुलना थोक और खुदरा उत्पादन मूल्यों से करने पर यह संकेत मिलता है कि उनका पूरा लाभ उपभोक्ताओं तक नहीं पहुंचा है (चार्ट II.13)।

Chart II.13: Input Costs

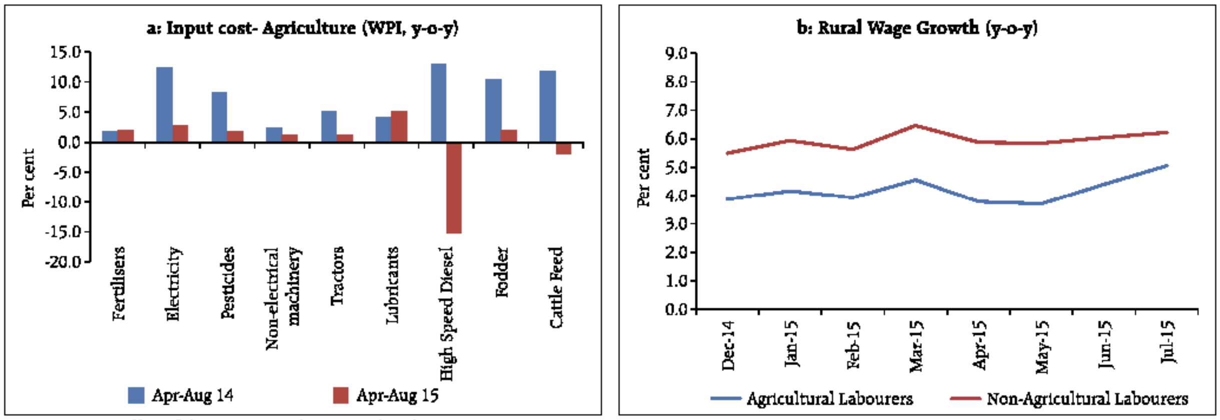


*Comprising of primary non-food articles, metallic and other minerals, coal, aviation turbine fuel, high speed diesel, naphtha, bitumen, furnace oil, lubricants, electricity (industry), cotton yarn and paper pulp from WPI.
$Comprising of high speed diesel, electricity (agricultural), fertilizers & pesticides, agricultural machinery & implements and tractors from WPI.
WPI input price index (rebased to 2012=100) comprises basic and intermediate goods; WPI output prices comprises of consumer durables and non-durables.

कृषि क्षेत्र के लिए डीज़ल के घटते मूल्य तथा सिंचाई के प्रयोजन के लिए बिजली की दरों में कमी से लागतें कम बनी रहीं (चार्ट II.14 a)। चूंकि एमएसपी निश्चित करने में काफी लागत आती है, उक्त घटती लागतों के कारण एमएसपी कम वृद्धि के रूप में परिलक्षित हुई।

ग्रामीण मजदूरी में वृद्धि कृषि-लागतों का एक प्रमुख निर्धारक है। इसमें चालू वर्ष में अब तक कोई वृद्धि नहीं हुई है, जिससे भी लागतों को कम रखने में मदद मिली है (चार्ट II.14 b)। कृषीतर क्षेत्र की तुलना में कृषि क्षेत्र में मजदूरी की वृद्धि कम हुई, इससे यह संकेत मिलता है कि कृषि क्षेत्र में श्रमिकों की कमी से बढ़ने वाली मजदूरी में अब कमी आ रही है।

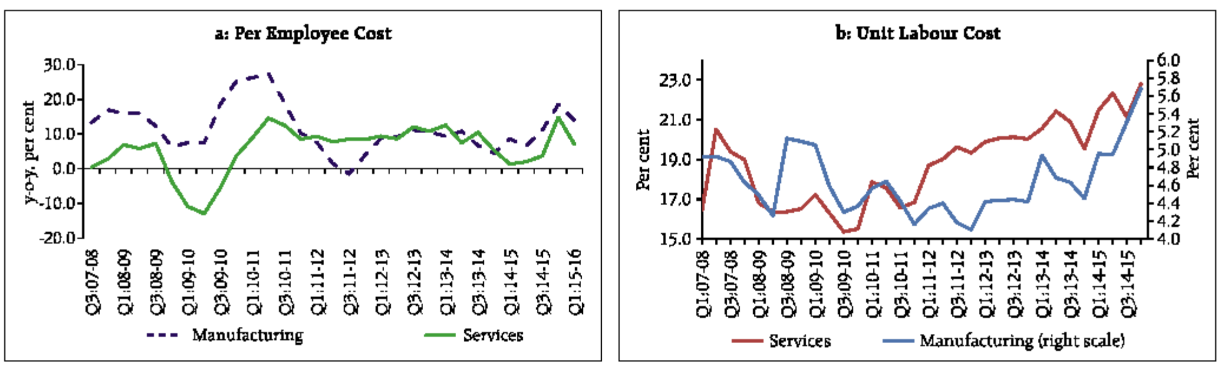
Chart II.14: Agricultural Input Costs and Rural Wages



Source: a: WPI, Office of the Economic Adviser, GoI; b: Labour Bureau, GoI

प्रति कर्मचारी लागत के रूप में संगठित क्षेत्र में मजदूरी वृद्धि में भी चालू वित्तीय वर्ष में अब तक गिरावट देखी गई है, हालांकि विनिर्माण और सेवा क्षेत्र के बीच यह गिरावट उल्लेखनीय रूप से भिन्न रही (चार्ट II.15 a)। लेकिन, विनिर्माण क्षेत्र में इकाई श्रम लागत[2] बढ़ी क्योंकि उत्पादन के मूल्य तथा बिक्री में अधिक तेजी से कमी आई (चार्ट II.15 b)।

Chart II.15: Labour Cost in Manufacturing and Services



Note: Per employee cost = Total employee cost/total number of employees. The per employee cost from Q1:2014-15 onwards is worked out based on total number of employees as of March 2014.
Source: Capitaline database

भारतीय रिज़र्व बैंक का औद्योगिक संभावना सर्वे लागत दबावों का अग्रिम आकलन प्रस्तुत करता है। सत्तरवें दौर के सर्वे से यह पता चलता है कि कच्चे माल की घटती कीमतें कुल लागतों का आधा भाग होती हैं। अनुभवजन्य विश्लेषण से यह पता चलता

---

[2] इसे उत्पादन के मूल्य और स्टाफ - लागत के अनुपात से मापा गया है |

है कि यदि कच्चे माल की लागतों में एक अंक की गिरावट आती है तो दीर्घावधि में औद्योगिक कच्चे माल की मुद्रास्फीति में लगभग 80 आधार अंकों की कमी आती है।

विनिर्माण के लिए क्रय प्रबंधकों का सूचकांक भी इस बात की पुष्टि करता है कि निविष्टि मूल्यों के ये घटते दबाव, विशेषकर मध्यवर्ती तथा पूंजीगत वस्तु संवर्ग वाली विनिर्माण फर्मों के मामले में, उत्पादन के घटते मूल्यों के रूप में परिलक्षित होते हैं। सेवा उद्योगों के निविष्टि मूल्यों में अभी भी वृद्धि हो रही है, हालांकि विगत के मुकाबले इसकी गति काफी धीमी है।

अवस्फीति जोखिम को बढ़ा-चढ़ा कर दिखाना

प्रभावशाली दीर्घकालिक गतिहीनता की परिकल्पना[3] के चलते अवस्फीति जोखिम को परिचर्चाओं में काफी स्थान मिल रहा है। "यदि मुद्रास्फीति जिन्न है तो अवस्फीति राक्षस है, जिससे निर्णायक लड़ाई लड़ी ही जानी चाहिए"[4] । हाल ही में, आरएमबी के अवमूल्यन ने ये चिंताएं बढ़ा दी हैं कि बड़ी मात्र में रेन्मिन्बि के अवमूल्यन से अमरीका में अवस्फीतिकारी और दीर्घकालिक गतिहीनता के जोखिमों में वृद्धि होगी[5]।

हाल की अवधि में मुद्रास्फीति की गत्यात्मकता के संबंध में चर्चाओं में भारत में यह विचार प्रतिध्वनित हुआ है। जिंसों के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों के धराशायी होने, वैश्विक आर्थिक गतिविधियों के परिप्रेक्ष्य में अंतर्राष्ट्रीय व्यापार की मात्रा में कमी आने, यूरो क्षेत्र, जापान, ब्राजील और रूस में मंदी की स्थिति बनने, वैश्विक संवृद्धि में गिरावट की लगातार भविष्यवाणियों तथा हाल ही में चीन में मंदी की आहट ने थोक मूल्य सूचकांक तथा जीवीए में लगातार गिरावट होने और शून्य तक पहुंचने का खतरा उत्पन्न कर दिया है।

---

[3] समर लारेंस एच (2014) 'अमरीकी आर्थिक संभावनाएं: सेक्युलर स्टैगनेशन, हिस्टेरेसिस एंड जीरो लोअर बाउंड,' बिजनेस इकानोमिक्सअंक 49, सं.2, परिकल्पना में निवेश के मुक़ाबले बचत का प्राचीन रूप से अत्यधिक होने की यथार्थ स्थिति पर प्रकाश डाला गया है जिसमें ब्याज़ दर नीचे शून्य की ओर है जो बचत और निवेश के बीच पूरी तरह से समायोजन प्रदर्शित करती है |

[4] लेगारदे क्रिस्टीन (2014) में विश्व अर्थ व्यवस्था, नेशनल प्रेस क्लब , वॉशिंग्टन डीसी, जनवरी 15

[5] लारेंस समर से उद्धृत,' चीन में रेनमिनबी का अवमूल्यन विश्व में करेंसी युद्ध के नए युग की शुरुआत होगी, न्यूयार्क टाइम्स , 13 अगस्त 2015

यह जरूरी हो गया है कि भारत में अवस्फीति को रोकने के लिए मौद्रिक नीति में आक्रामक कदम उठाए जाएं।

शुल्कों, करों, प्रशासित मूल्यों और लोचहीन मार्जिनों का एक ऐसा कवच मौजूद है जो थोक मूल्य सूचकांक/जीडीपी अपस्फीतिकारक अवस्फीति को खुदरा मूल्यों/उपभोक्ता मूल्य सूचकांक में जाने से कारगर तरीके से रोकता है। भारत के संदर्भ में अवस्फीति जोखिम को रोकने के लिए वर्णनात्मक रूप से बहुत सारे तथ्य दिए जा सकते हैं, जिनमें केंद्रीय सांख्यिकीय कार्यालय की नई श्रृंखला में पहली तिमाही में जीवीए में लगातार वृद्धि होना शामिल है। लेकिन, इससे चर्चा का स्तर घट जाएगा। पूर्व में उल्लिखित वैश्विक शक्तियां ईएमई के लिए स्पष्ट और उपस्थित खतरे की चेतावनी देती हैं और भारत इससे उन्मुक्त नहीं हो सकता है। इसे स्पष्ट रूप से समझना और उससे उत्पन्न खतरों का सामना करने के लिए तैयार होना आवश्यक है। हमें अवस्फीति के बजाय लम्बे समय से चली आ रही वैश्विक गतिहीनता के प्रति चिंतित होना चाहिए।

हाल के अनुसंधानों से यह पता चलता है कि धीमी संवृद्धि की जड़ें ईएमई में निजी निवेश की धीमी गति में छुपी हैं, साथ ही उत्पादन वृद्धि में कमी से परे के कारक भी अपना काम[6] कर रहे हैं, पर वे विभिन्न भौगोलिक क्षेत्रों में अलग-अलग हैं। एशिया में, टोबिन्स क्यू मुख्य भूमिका निभाता है क्योंकि भावी लाभप्रदता संबंधी अपेक्षाएं उत्पादन में कमी की आशंका के चलते कमजोर हैं। घरेलू और बाह्य दोनों जगह मौजूद अधिक सख्त वित्तीय स्थितियां भी निवेश की गतिहीनता से संबद्ध रही हैं। कई अध्ययनों ने भी देश-विशेष संबंधी बाधाओं की अधिक निर्णायक भूमिका को रेखांकित किया है। भारत के लिए, हाल की मंदी[7] के लिए जिम्मेदार प्रमुख कारणों के रूप में परियोजनाओं के अनुमोदन में देरी और विनियामक अनिश्चितता की वजह से व्यवसाय में बाधा तथा संरचनात्मक तथा अन्य बड़ी परियोजनाओं के क्रियान्वयन में बहुत अधिक विलंब को

---

[6] आईएमएफ (2015) " हम किस ओर बढ़ रहे हैं ? संभाव्य उत्पादन परिदृश्य ", अध्याय 3, वर्ल्ड इकोनोमिक आउटलुक, अप्रैल

[7] आनंद , राहुल और वोलोदिमीर तुलिन (2014), भारत में निवेश की मंदी सुलझान,' आईएमएफ वर्किंग पेपर, डब्लू पी /14/47

चिह्नित किया गया है। यदि इस दृष्टिकोण को स्वीकार कर लिया जाए तो गतिहीनता को दूर करने के लिए दृढ़ राजकोषीय नीतियां अपनाने तथा प्रशासनिक/विनियामक कदम तत्काल उठाए जाने की जरूरत है। संरचनागत बाधाओं को हटाने, रुकी हुई परियोजनाओं के मार्ग की बाधाओं को दूर करने, नकदी प्रवाह को बढ़ाने, व्यावसायिक स्थितियों में सुधार लाने तथा मानवीय पूंजी को समृद्ध किए जाने के लिए लक्षित और प्रतिबद्ध नीतियों की आवश्यकता होगी ताकि अर्थव्यवस्था को सतत संवृद्धि के मार्ग पर लाया जा सके। इसमें मौद्रिक नीति भी अपनी भूमिका जरूर अदा कर सकती है, लेकिन यह भूमिका प्रमुख कारक के रूप में न होकर केवल सुगमता प्रदान करने के लिए सहायक के रूप में ही हो सकती है।

III. मांग और उत्पादन

लोचपूर्ण उपभोक्ता मांग तथा निवेशों में प्रत्याशित तेजी के कारण 2015-16 की पहली छमाही में सकल मांग में कुछ वृद्धि हुई। कम वर्षा के कारण कृषि संबंधी कार्य प्रभावित हुए। औद्योगिक उत्पादन में कुछ गति आई तथा सेवाओं में तेजी बनी रही।

2015-16 की पहली छमाही में अर्थव्यवस्था में धीमा और अनिश्चितता से भरा असमान सुधार नजर आया जो संवृद्धि के सुदृढ़ कारकों के बजाय जाती हुई हवा के झोकों की तरह था। कुछ विशिष्ट क्षेत्रों में सूखे मैदान में कुछ हरी कोंपलें फूटती नजर आई, इनमें सवारी कार तथा वाणिज्यिक वाहनों की बिक्री, परोक्ष कर वसूली, क्रय प्रबंधकों के सर्वे (सेवाएं) में नए व्यवसाय के लिए आशावाद तथा शहरी निजी निवेश में तेजी के कुछ कारक शामिल हैं। अन्य क्षेत्रों में जो बेहतर स्थितियां बन रही थीं, वे आकार लेती दिखाई दीं, इनमें शामिल हैं - विनिर्माण क्षेत्र में निविष्ट लागतों में भारी कमी, कोयले के उत्पादन में वृद्धि जिससे बिजली के उत्पादन ने तब तक काफी तेजी दिखाई जब तक कि वितरण संबंधी बाधाएं सामने आकर न खड़ी हो गईं तथा वैश्विक अस्थिरता और सभी ईएमई में निराशाजनक स्थिति छंटने की संभावना से स्थिति में कुछ सुधार आया। फिर भी, ऐसी सबल और सतत रूप से पुनरुज्जीवित सकल मांग मृगमारीचिका ही बनी हुई है जो अर्थव्यवस्था को सुदृढ़ता के अपरिवर्तनीय रास्ते पर ले जा सके (बॉक्स III.1)। कृषि संबंधी चमकरहित गतिविधि से कम हुई ग्रामीण मांग, चालू परियोजनाओं में छुटपुट निवेश तथा नए निवेश की कमजोर मांग और बैंकिंग क्षेत्र की आस्तियों पर अभी भी पड़ रहे उच्च दबावों ने समग्र सकल मांग पर बाध्यकारी बाधा बनने का अपना काम जारी रखा।

बॉक्स III.1 : संवृद्धि प्रक्षेप-पथ में परिवर्तनकारी मोड़ का पता लगाना

संवृद्धि चक्र में आने वाले मोड़ की पहचान करना हमेशा ही चुनौतीपूर्ण रहा है। भारतीय अर्थव्यवस्था के लिए, हाल के आंकड़ा संशोधनों तथा अल्प इतिहास वाली नई आंकड़ा सीरीज भी संभावित परिणाम की माप तथा अल्प वैश्विक संकट के बाद अर्थव्यवस्था में चक्रीय स्थिति के सार का पता लगाने में काफी कठिनाइयां प्रस्तुत करती है। वैश्विक अर्थव्यवस्था के आसपास मंडराने वाली उच्च अनिश्चितता इस कार्य को और भी कठिन बना देती है।

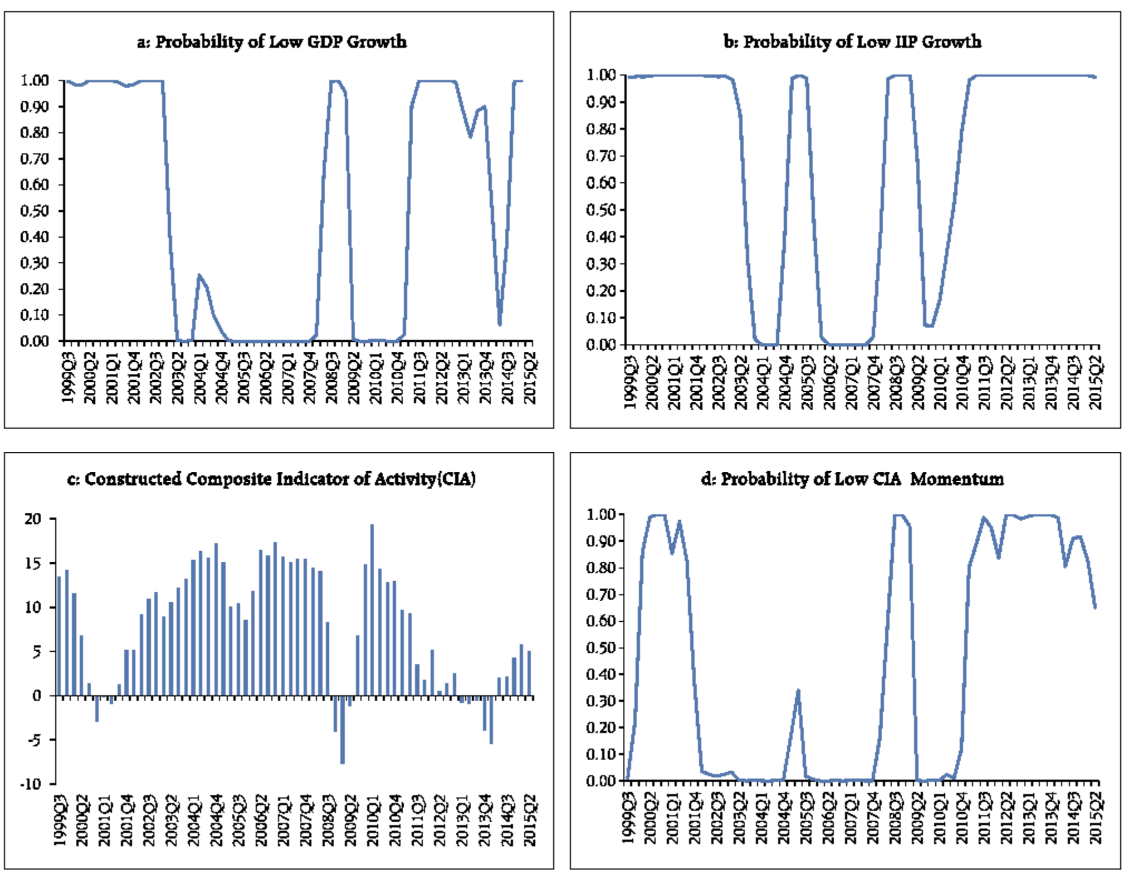
इस परिदृश्य में, परिवर्तन मोड़ का पता लगाने का व्यावहारिक तरीका यह होगा कि संवृद्धि संवेग (तिमाही-दर-तिमाही,मौसमी रूप से समायोजित तथा वार्षिकीकृत) के कालखंड विशेष औसतों के रूप में विस्तार के चरणों को संकुचन के चरणों से अलग किया जाए। इससे परिवर्तनकारी मोड़ों की तारीख तय करना अथवा उन तारीखों की पहचान करना संभव हो जाएगा जिनमें अर्थव्यवस्था कम औसत वाले कालखंड से निकल कर उच्च औसत वाले कालखं में अथवा इसके विपरीत प्रवेश करती है। इन संक्रमणों की तारीख निकालने के लिए कई कार्यविधियां अपनाई जाती हैं, इनमें शामिल हैं – निर्देशकों की स्थूल सीमा में अंतरण का समूहन, दो तिमाहियों में संकुचन वाले नियम जैसा व्यावहारिक नियम, एकल सूचकांक दृष्टिकोण जो संयोगों का सार-संक्षेपण करता है, भार के रूप में प्रत्येक घटक की अस्थिरता का उपयोग करते हुए प्रमुख और गौण निर्देशकों को एक श्रृंखला में रखना तथा मार्कोव स्विचिंग मॉडल (हेमिल्टन, 1989)। व्यावहारिक और लोचपूर्ण होने के बावजूद, इनमें से कई कार्यविधियां कुछ स्वेच्छाचारिता अथवा असहमति से आक्रांत होती हैं तथा परिवर्तनकारी मोड़ के संकेत सिर्फ शोरशराबा मात्र बन कर रह सकते हैं (बोल्डिन, 1994 व्यापक सर्वे उपलब्ध कराता है)। इसके विपरीत, मार्कोव स्वचिंग संवृद्धि दर चक्र के चरणों के बीच अंतरण की संभावना के आकलन द्वारा परिवर्तनकारी मोड़ों की सांख्यिकीय रूप से पहचान पर विश्वास करता है। किसी कालखंड का अंतरण तब होता है जब संवृद्धि दर का अंतरण नए औसत में होता है और उसकी संभावना या तो बहुत अधिक या फिर बहुत कम होती है।

जैसाकि चार्ट ए में दर्शाया गया है, अपेक्षाकृत कम औसत वाली जीडीपी स्थिति की अब तक बेहतर होती संभावनाओं में 2003 में गिरावट आई जो 2008 तक लगभग शून्य के आसपास पहुंच गई (यदि संभावना 0.5 या उससे नीचे पहुंच जाती है तो वह स्थिति में परिवर्तन को इंगित करती है) जो भारत की हाल की उच्च संवृद्धि अवधि के साथ जुड़ जाती है। मार्कोव स्विचिंग ने भी वैश्विक वित्तीय संकट और उसके बाद 2009 से पुन: उसके उभरने के दौरान संवृद्धि में तीन तिमाहियों में होने वाली गिरावट का सटीक रूप से पता लगा लिया था। 2011 से शुरू हुई अपेक्षाकृत कम संवृद्धि संवेग अवधि में एक और अंतरण का पता लगा जो अभी भी जारी है, लेकिन, नई जीडीपी श्रृंखला (आधार : 2011-12) के जारी होने से 2014 में इसमें थोड़े समय के लिए हस्तक्षेप हुआ था। ठीक इसी प्रकार की स्थिति औद्योगिक उत्पादन के संबंध में भी देखी गई, जो नई जीडीपी श्रृंखला के प्रभाव से मुक्त है (चार्ट बी)।

बॉक्स III.1 : जारी

इन निष्कर्षों को आपस में जोड़ने के लिए भारत के लिए तेल निर्यातक देशों के सम्मिश्र प्रमुख निर्देशक तथा विशेष रूप से निर्मित गतिविधि के एक ऐसे सम्मिश्र निर्देशक में मार्कोव स्विचिंग का प्रयोग किया गया था जो प्रमुख घटक विश्लेषण पर आधारित संवृद्धि के कई मुख्य, संयोगात्मक तथा गौण निर्देशकों (जैसे पूंजीगत और उपभोक्ता वस्तुओं का उत्पादन, वास्तविक खद्येतर ऋण, रेलवे और पत्तन भाड़ा, सवारी और वाणिज्यिक वाहनों की बिक्री) को संयुक्त करता है (चार्ट सी)। यद्यपि दोनों ही निर्देशक भारत में धीरे-धीरे गतिविधि के बढ़ने का संकेत देते हैं, लेकिन उच्चतर औसत संवृद्धि संवेग में अंतरण के रूप में परिवर्तनकारी मोड़ का कोई साक्ष्य अनुमानित अवधि अंतरण संभावनाओं में नहीं मिलता, जो 2014-15 की दूसरी छमाही से गिरावट के रास्ते पर चल रही है, पर अभी भी 0.5 को पार नहीं कर पाई हैं (चार्ट डी)। यह भारतीय अर्थव्यवस्था के संवृद्धि पथ में अपरिवर्तनीयता की ओर इंगित करता है और यह स्पष्ट करता है कि उच्च संवृद्धि प्रक्षेप-पथ में अंतरण अभी भी कुछ दूर है।

Markov Switching Probability of Growth and Composite Indicator



बॉक्स III.1 : जारी

संदर्भ : बोल्डिन, माइकेल डी (1994), “डेटिंग टर्निंग पॉइंट्स इन दि बिज़नेस साइकल” जर्नल ऑफ बिज़नेस, 1994,67(1).

हैमिल्टन, जेम्स डी (1989), “ अ न्यू अप्रोच टु दी इकोनोमिक एनालिसिस ऑफ नॉनस्टेशनरी टाइम सिरीज़ अँड बिज़नेस साइकल”, इकोमेट्रीका,मार्च, 57(2).

जॉन जोयस (2015), “डेटिंग टर्निंग पॉइंट्स इन इंडियाज़ ग्रोथ साइकल”, मिमियों

सारणी III.1: वास्तविक जी□पी विकास दर **(2011-12 मूल्य)**

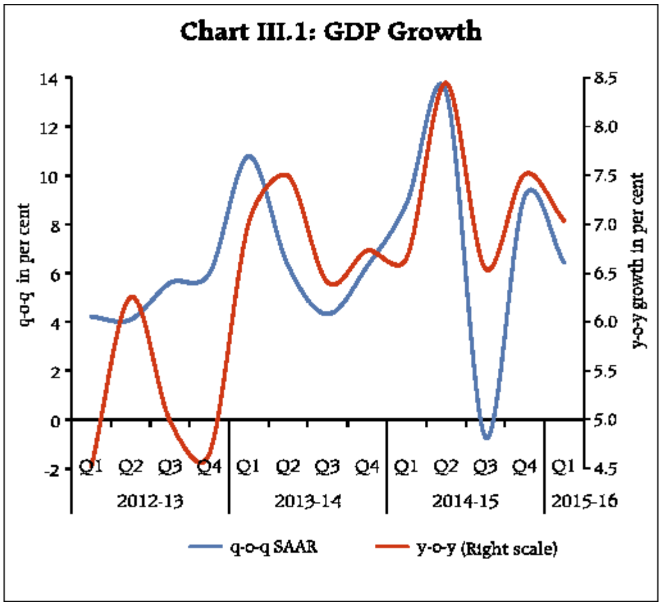
(प्रतिशत)

मद	2013-14	2014-15	विकास में भारित योगदान*	2013-14				2014-15				2015-16
				ति1	ति2	ति3	ति4	ति1	ति2	ति3	ति4	ति1
I. निजी अंतिम उपभोग व्यय	6.2	6.3	3.6	7.7	5.6	4.6	7.0	6.2	7.1	4.2	7.9	7.4
II. सरकारी अंतिम उपभोग व्यय	8.2	6.6	0.7	27.3	5.3	11.0	-7.2	1.6	8.9	27.6	-7.9	1.2
III. सकल फिक्सड़ केपीटल Formation	3.0	4.6	1.4	2.3	6.3	5.3	-1.4	8.7	3.8	2.4	4.1	4.9
IV. कुल निर्यात	-69.0	-20.7	0.4	-25.6	55.8	-90.0	-91.0	-68.1	49.8	95.2	-36.1	13.2
निर्यात	7.3	-0.8	-0.2	2.6	-1.6	15.7	14.1	9.1	-2.0	-0.3	-8.2	-6.5
□ यात	-8.4	-2.1	-0.6	-3.5	-8.4	-14.2	-7.0	-3.6	1.1	2.8	-8.7	-5.4
मार्केट मूल्य पर जीडीपी	**6.9**	**7.3**	**7.3**	**7.0**	**7.5**	**6.4**	**6.7**	**6.7**	**8.4**	**6.6**	**7.5**	**7.0**

*: 2014-15 में पर्सेंटेज प्वा□ट, घटक-वार योगदान को सारणी में जी□पी ग्रोथ के साथ नहीं जोड़ा है क्योंकि स्टाक, कीमती वस्तुएँ और विसंगतियों को यहाँ शामिला नहीं किया हाँ
सोर्स: केंद्रीय सांख्यिकीय कार्यालय

III.1 सकल मांग

वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद में वर्ष-दर-वर्ष हुए परिवर्तनों से मापी गई सकल मांग पिछली तिमाही के संदर्भ में 2015-16 की पहली तिमाही में क्रमिक रूप से कम हुई (चार्ट III.1)। इस कमी को देखते हुए सरकारी उपभोग व्यय में वह सामान्य उछाल नहीं आया जो वार्षिक राजकोषीय लक्ष्यों को पूरा करने के लिए पिछली तिमाही में हुई कमी को पाटने के लिए पहली तिमाही में अपेक्षित था। साथ ही, कुल मांग में निवल निर्यातों का योगदान बाह्य मांग में गिरावट के कारण निर्यातों में कमी के चलते 2015-16 की पहली तिमाही में कुछ नकारात्मक रहा। दूसरी ओर, निरंतर अवस्फीति से उपचित लाभों द्वारा समर्थित निजी उपभोग की मांग का योगदान क्रमिक रूप से रुक गया। इसके अलावा, रुकी हुई परियोजनाओं के मार्ग की बाधाएं हटना जारी रहने तथा जिंसों की वैश्विक कीमतों में कमी होने के कारण निविष्टि की लागतों में कमी आने से सकल स्थिर पूंजी निर्माण की वृद्धि में तेजी आई, जिसके परिणामस्वरूप सकल मांग में इसका योगदान बढ़ा।

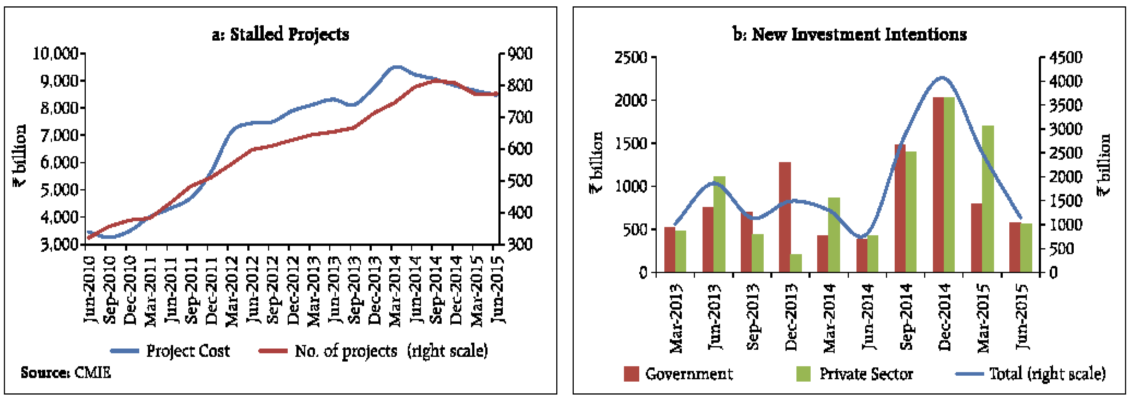


अब हम दूसरी तिमाही पर आते हैं। उपलब्ध संकेतकों से यह पता चलता है कि सकल मांग स्थिति और मजबूत हुई है। निजी अंतिम उपभोग व्यय में नई शक्ति का संचार हुआ तथा उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुओं के उत्पादन में वृद्धि हुई, लेकिन सामान्य से कम वर्षा होने के कारण ग्रामीण आय में कमी आई और इससे कृषि तथा ग्रामीण मजदूरी की वृद्धि प्रभावित हुई। यही बात ट्रेक्टर और दुपहिया वाहनों की बिक्री में भी प्रतिबिंबित हुई। इसके विपरीत, शहरी उपभोग के मूलभूत तत्वों में धीरे-धीरे सुधार हो रहा है। अन्य एजेंसियों द्वारा किए गए क्रय प्रबंधकों के सर्वे तथा समेकित सूचकांकों से विनिर्माण तथा सेवा क्षेत्र में रोजगार की स्थिति में सतर्क आशावाद झलकता है। बैंकों द्वारा उपभोक्ताओं को उधार में वृद्धि हुई। आंशिक रूप से यह वृद्धि ब्याज-दरों में गिरावट के कारण हुई। लेकिन, यह इस बात का परिचायक भी थी कि बैंक उद्योगों को ऋण देने के बजाय उपभोक्ता टिकाऊ मांग के लिए ऋण देना अधिक सुरक्षित और बेहतर समझते थे। सवारी कारों की बिक्री में पहली तिमाही में जो सुधार हुआ था, वह ईंधन के मूल्यों में कई बार कमी किए जाने की वजह से आय में उस सीमा तक पड़ने वाले सकारात्मक प्रभाव के कारण जुलाई और अगस्त में भी जारी रहा।

वर्ष 2015-16 की पहली तमाही में निवेश मांग में जो सुधार हुआ था, उसके दूसरी तिमाही में भी बने रहने की संभावना है। तेजी से भू-अधिग्रहण, पर्यावरण संबंधी तथा अन्य अनुमति मिलने में शीघ्रता जैसी सरकार की नीतियों के लाभ रुके पड़े निवेशों/परियोजनाओं की संख्या में कमी के रूप में सामने आए हैं (चार्ट III.2 ए)। दूसरी तिमाही में, पूंजीगत व्यय के पक्ष में केंद्र सरकार के व्यय की संरचना में फिर से संतुलन स्थापित हो रहा था, जिससे यह संकेत मिल रहा था कि आबंटित राशि को वर्ष के प्रारंभ में ही खर्च कर दिया जाएगा। इस प्रत्याशा में, वाणिज्यिक क्षेत्र को संसाधनों के प्रवाह में तेजी आई, खाद्येतर बैंक ऋण की कम वृद्धि को

गैर-बैंकिंग स्रोतों ने प्रतिसंतुलित कर दिया तथा मौद्रिक नीति के समंजनकारी रुझान से चलनिधि की आसान स्थिति पर खतरा मंडराने लगा। पूंजीगत वस्तुओं का अधिक उत्पादन, वाणिज्यिक वाहनों का काफी अधिक उत्पादन और उनकी बिक्री जैसे प्रमुख निर्देशकों से यह संकेत मिलता है कि नये निवेश व्यय के लिए अनुकूल वातावरण बन रहा है, जो अब तक सुस्त बना हुआ था (चार्ट III.2बी)।

Chart III.2: Stalled Projects and New Investment



सरकार के अंतिम उपभोग व्यय में पहली तिमाही में जो वृद्धि हुई थी, उसमें दूसरी तिमाही के पहले माह में तेजी आई। विशेष रूप से, जुलाई माह में राजस्व और पूंजीगत दोनों व्ययों में तेजी आई। राजस्व व्यय में वृद्धि खाद्यान्न तथा उर्वरकों में सब्सिडी के भुगतान के कारण तथा पूंजीगत व्यय में वृद्धि निवेश और संवृद्धि को गति देने के लिए योजना व्यय के लिए निर्धारित बजट की राशि को वर्ष के प्रारंभ में ही अधिक व्यय करने की नीति के कारण आई (सारणी III.2)।

सारणी III.2 :मुख्य राजकोषीय संकेतक

केंद्र सरकार वित्त

(प्रतिशत)

Indicators	बजट अनुमान(अप्रैल-जुलाई) प्रतिशत के वास्तव में	
	2014-15	2015-16
1. राजस्व घाटा	14.8	18.3
ए. कर राजस्व (कुल)	15.0	16.7
बी. गैर-कर राजस्व	13.5	24.9
2. कुल गैर ऋण प्राप्तियां	14.2	17.7
3. गैर योजना व्यय	30.5	33.8
ए.राजस्व खाता	30.3	33.9
बी. पूँजी खाता	32.1	32.4
4. योजना व्यय	23.0	33.9
ए.राजस्व खाता	22.9	32.2
बी.पूँजी खाता	23.1	38.2
5. कुल व्यय	28.1	33.8

6.	राजकोषिय घाटा	61.2	69.3
7.	राजस्व घाटा	70.4	77.6
8.	प्राथमिक घाटा	198.1	258.7

स्त्रोत: महा लेखानियंत्रक, भारत सरकार

वास्तव में, अप्रैल-जुलाई 2015 के दौरान केंद्र सरकार के पूंजीगत व्यय में 39 प्रतिशत की वृद्धि हुई जो पूरे वर्ष के लिए बजट में निर्धारित वृद्धि से काफी अधिक थी और एक वर्ष पहले पूंजीगत व्यय में हुई गिरावट की स्थिति के बदलने का प्रतीक थी। इस संवर्ग में, अप्रैल –जुलाई 2015 के दौरान पूंजीगत व्यय (जिसमें केंद्र द्वारा दिए गए ऋण और अग्रिम शामिल नहीं होते) में 48.3 प्रतिशत की वृद्धि हुई। पूंजीगत व्यय में लगभग 60 प्रतिशत के हिस्से वाले राज्यों को चौदहवें वित्त आयोग की सिफारिशों के अनुसरण में करों में पहले से काफी बड़ा हिस्सा मिलेगा। इससे अर्थव्यवस्था में समग्र निवेश व्यय को गति मिलेगी क्योंकि व्यय गुणक के केंद्र के मुकाबले राज्यों के लिए अधिक रहने की प्रवृत्ति होती है।

इस वर्ष में अब तक सकल कर राजस्व में काफी वृद्धि हुई है। सबसे अधिक वृद्धि उत्पाद शुल्क की वसूली में हुई जो अप्रैल-अगस्त के दौरान 69.7 प्रतिशत बढ़ी। उत्पाद शुल्क से राजस्व में जो तेज वृद्धि हुई वह नवंबर 2014 से जनवरी 2015 के बीच पैट्रोल और डीजल पर उत्पाद शुल्क में वृद्धि के रूप में संसाधन बढ़ाने के प्रयासों, शुद्ध ऊर्जा उपकर में वृद्धि तथा मोटर वाहन, पूंजीगत वस्तुओं और उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुओं से कर-छूटों को हटाने को प्रतिबिंबित करती है। यदि दर बढ़ाने के ये प्रयास नहीं किए गए होते तो उत्पाद शुल्क वसूली में 9 प्रतिशत की ही वृद्धि हुई होती। अप्रैल-अगस्त की अवधि में सेवा-कर वसूली में 21.6 प्रतिशत की वृद्धि हुई, यह भी सेवा कर की दरों (शिक्षा उपकर सहित) में जून से प्रभावी वृद्धि का परिणाम था। कुल कर वसूली में 42 प्रतिशत के हिस्से वाले प्रत्यक्ष करों में अप्रैल-जुलाई के दौरान कुछ कमी आई। मार्च 2015 में स्पेक्ट्रम की नीलामी से प्राप्त हुई राशि ने गैर-कर राजस्व में काफी वृद्धि की, वहीं सरकारी कंपनियों में से अपना हिस्सा बेचने से प्राप्त विनिवेश राशियों से भी राजकोषीय समर्थन हासिल हुआ।

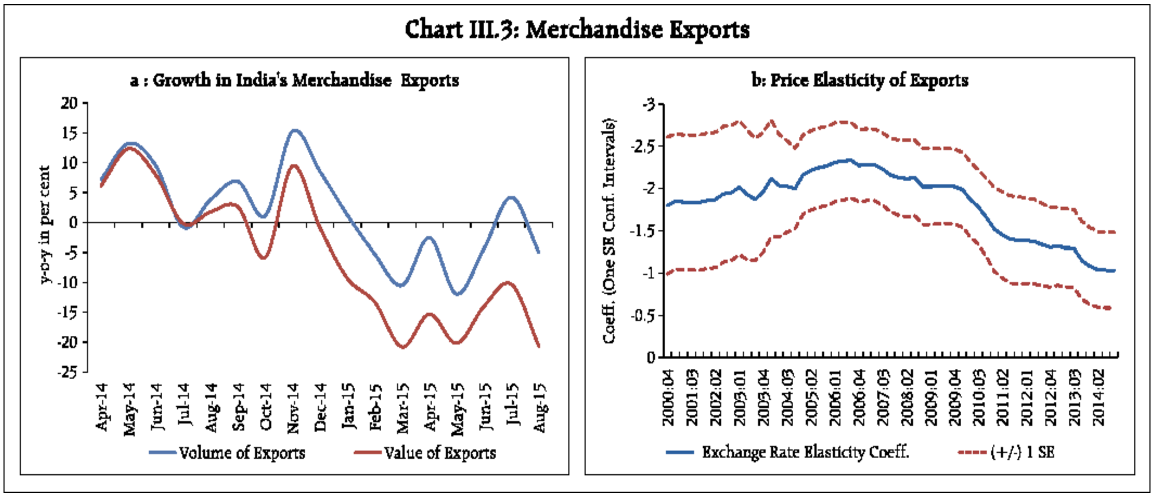
बढ़ते राजस्व के वाबजूद, सरकारी व्यय में वृद्धि के परिणामस्वरूप अप्रैल-जुलाई 2015 के दौरान बजट अनुमान के अनुपात के रूप में केंद्र के राजस्व और राजकोषीय घाटे में कुछ कमी आई। वर्ष के शेष भाग में बजटीय लक्ष्यों में जोखिम समान रूप से संतुलित दिखाई दिए। डीजल के मूल्यों का अविनियमन, घरेलू गैस के मूल्य-निर्धारण की नई नीति, एलपीजी के लिए यूनिवर्सल प्रत्यक्ष लाभ अंतरण योजना की शुरूआत, यूरिया के लिए नई नीति जैसे सब्सिडी सुधारों के पूर्ण प्रभाव तथा जिंसों के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में

गिरावट से यह अपेक्षा की जाती है कि सब्सिडी के भुगतानों में कमी आएगी। दूसरी ओर, "वन रैंक-वन पेंशन" तथा सातवें वेतन आयोग की सिफारिशों को लागू करने से 2016-2017 में राजकोषीय घाटे संबंधी लक्ष्यों को पाने में तब तक जोखिम बना रहेगा जब तक कि इनके लिए इस वर्ष से ही आवश्यक प्रावधान नहीं कर दिए जाते। विनिवेश के लिए बजट में निर्धारित लक्ष्यों की प्राप्ति, विशेषकर वर्ष की अंतिम तिमाही में प्रारूपिक तौर पर होने वाले व्यय के कम निवेश वाले दबावों से बचने के लिए, बहुत महत्वपूर्ण है।

दूसरी तिमाही में निवल निवेशों में गिरावट आई, जिससे ऐसे कठिन बाहय वातावरण में सकल घरेलू मांग में कमी आई जिसमें विश्व व्यापार का परिमाण घट रहा है तथा वित्तीय बाजारों की उच्च अस्थिरता मुद्राओं तथा व्यापारयोग्य जिंसों को प्रभावित कर रही हैं। निवल निर्यातों में गिरावट वाणिज्य वस्तुओं के व्यापार घाटे के तेजी से बढ़ने की ओर इशारा कर रही है, क्योंकि निर्यातों में कमी आयातों में कमी के मुकाबले कहीं अधिक रही जिससे निवल व्यापार में हुआ लाभ प्रतिसंतुलित हो गया (चार्ट III.3ए)। व्यापारिक वस्तुओं के निर्यातों में अगस्त तक लगातार नौवें माह गिरावट जारी रही। साथ ही, इकाई मूल्य की वसूली में हुई तेज गिरावट से हाल ही में निर्यातों की मात्रा में जो कुछ वृद्धि हुई थी, वह साफ हो गई। मूल्यों, मात्राओं में इन विपरीत उतार-चढ़ावों तथा निर्यातों की मूल्य लोच में लगातार गिरावट के कुछ साक्ष्यों से यह स्पष्ट होता है कि निर्यातों पर विनिमय दर में गिरावट का प्रभाव उन वर्षों के मुकाबले कम रहा जो 2008-09 में वैश्विक संकट तक ले गए थे (चार्ट III.3बी)। प्रतिस्पर्धी व्यापारिक नीतियों तथा वैश्विक आपूर्ति श्रृंखला की गत्यात्मकता को उन कारकों के रूप में उदधृत किया जाता है जिनकी वजह से विनिमय-दरों के परिवर्तन निर्यात मूल्यों तथा मांग में परिलक्षित नहीं हो पाते[1]। लेकिन, जहां तक भारतीय अनुभव का प्रश्न है, कुल निर्यातों में लोचहीन पैट्रोलियम, तेल तथा चिकनाई पदार्थों के निर्यातों के बड़े अंशदान (अप्रैल-अगस्त में लगभग 13 प्रतिशत) को देखते हुए सावधानी बरतना बेहतर रहेगा। गैर-तेल निर्यात वास्तविक विनिमय दर के प्रति ऐसी स्थिति में भी संवेदनशील बने रहे जब वैश्विक रूप से घटती मांग भारत के निर्यात निष्पादन पर प्रमुख दबाव का काम करती है। अधिक सामान्य रूप से, व्यापारयोग्य वस्तुओं की मूल्य संवेदनशीलता कई अर्थव्यवस्थाओं द्वारा निर्यातों पर नियंत्रण के गैर- मूल्य उपायों का व्यापक तौर पर आश्रय लिये जाने से

[1] एस.एम. अहमद अपेनडीनोएंड रुटा (2015), 'निर्यात के बिना मूल्यह्रास? वैश्विक मूल्य श्रृंखला और निर्यात में विनिमय-दर लोच, विश्व बैंक पॉलिसी रिसर्च पेपर 7390, वर्ल्ड बैंक, वॉशिंग्टन

कमजोर हो रही है। सॉफ्टवेयर सेवाओं का निर्यात, आंशिक रूप से विश्वभर में सूचना प्रौद्योगिकी पर कम व्यय किए जाने के कारण निराशाजनक रहा।



जहां तक आयातों का संबंध है, जिंसों के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में लगातार गिरावट से लगातार नौवें महीने आयातों में कमी आई। जून से अगस्त के आंकड़े यह इंगित करते हैं कि पैट्रोल, तेल और चिकनाई पदार्थों की मात्रा के रूप में मांग में वृद्धि हुई – यह वृद्धि मुख्यत: इंवेंटरी निर्माण के लिए हुई –त्योहारों से पहले स्वर्ण की मांग में भी वृद्धि हुई। दूसरी ओर, बुलियन और पैट्रोल, तेल और चिकनाई पदार्थों के आयात कम बने रहे जो घरेलू मांग में कमी का प्रतीक है। सेवाओं का आयात अपेक्षाकृत स्थिर बना रहा।

निवल आयातों के वित्तपोषण की बात करें तो यह देखते हैं कि वित्तीय बाजारों में भारी तेजी विदेशी सीधे निवेश के निवल आगमन में नई शक्ति का संचार हुआ, अनिवासी भारतीय जमाराशियों में वृद्धि हुई तथा रुपये के अवमूल्यन से रुपये के प्रवाह में अनुकूलता आयी। दूसरी ओर, अमरीका की मौद्रिक नीति के सामान्यीकरण के समय तथा चीन के आरएमबी के अवमूल्यन से उपजी चिंताओं के कारण भावनाओं में परिवर्तन की वजह से ईक्विटी बाजारों में संविभाग प्रवाह नकारात्मक हो गया। बाह्य अस्थिरता के निर्देशकों में धीरे-धीरे सुधार दिखाई दे रहा है।

आर्थिक गतिविधियों में धीमेपन के संदर्भ में ब्याज दरों से सकल मांग की संवेदनशीलता की ओर ध्यान खिंचा है। आइएस – प्रकार के सकल मांग फलन के अनुमानों ने समय के साथ-साथ यह स्पष्ट किया है कि ब्याज दरों में वास्तविक परिवर्तनों से उत्पादन-अंतर की संवेदनशीलता में वृद्धि हुई है। वास्तविक ब्याज-दर अंतर में होने वाली हर प्रतिशत अंक वृद्धि उत्पादन-अंतर में अल्पावधि में 10 से 13 आधार अंकों की और दीर्घावधि में 25 से 50 आधार

अंकों की कमी लाती है। लेकिन इसमें गैर-रेखिक तत्व शामिल हैं। उतार-चढ़ाव वाली सकल मांग में ब्याज-दरों के परिवर्तन की प्रभावशीलता स्वाभाविक ब्याज-दर से संबंधित उनके स्तर पर आधारित होती है जो जनसांख्यिकीय, बचत- निवेश शेष तथा राजकोषीय, वित्तीय तथा संरचनागत सुधारों जैसे कारकों के अलावा संभावित उत्पादन में परिवर्तन की दर के प्रति संवेदनशील और समय के साथ परिवर्तनशील होती है[2]।

III.2 उत्पादन

आधार मूल्यों पर सकल योजित मूल्य(जीवीए) द्वारा मापा गया उत्पादन क्रमिक वर्ष-दर-वर्ष आधार पर पहली तिमाही में बढ़ा जो 2014-15 की दूसरी छमाही में गिरावट के विपरीत की स्थिति थी। मौसमी रूप से समायोजित तिमाही-दर-तिमाही वार्षिकीकृत जीवीए वृद्धि और भी तेज तथा व्यापक थी। कृषि और उससे संबद्ध गतिविधियां 2014-15 की अंतिम दो तिमाहियों में संकुचन से बाहर निकलीं और इन्होंने पहली तिमाही के उत्पादन में सातवें हिस्से का अंशदान किया। जबकि उद्योगों में मूल्य योजन में सुधार दिखाई दिया, वहीं सेवा क्षेत्र की गतिविधियों में तेजी आई जिसका पहली तिमाही की जीवीए संवृद्धि में लगभग तीन-चौथाई हिस्सा रहा।

दूसरी तिमाही में, दक्षिण-पश्चिमी मानसून, जो तिमाही के उत्पादन के लिए बहुत महत्व रखता था, लम्बी अवधि के संबंधित औसत के मुकाबले अब तक 14 प्रतिशत कम रहा। उत्पादन भारित कमी तो और भी अधिक अर्थात् 20 प्रतिशत की रही तथा जल-भंडारण का स्तर और मिट्टी में नमी का स्तर विपरीत रूप से प्रभावित हुआ। पिछले वर्ष की अपेक्षा खरीफ की बुवाई ज्यादा हुई, लेकिन यह अभी भी पंचवार्षिक औसत से कम है। पहले अग्रिम अनुमानों से यह संकेत मिलता है कि खरीफ खाद्यान्नों का उत्पादन पिछले वर्ष की अपेक्षा 2015-16 में 3.1 प्रतिशत अधिक रहेगा।

औद्योगिक क्षेत्र में, जिंसों के अंतर्राष्ट्रीय मूल्यों में गिरावट के साथ निविष्टि लागतों में भारी कमी के कारण उत्पादन तथा मूल्य योजन के बीच खाई सी बन गई। पहली तिमाही में औद्योगिक जीवीए में वृद्धि 2014-15 में रिकॉर्ड की गई गति के अनुसार रही (सारणी III.3)।

---

[2] एच.के.बेहरा, एस.पटनायक एंड कवेदीया आर(2015)'स्वाभाविक ब्याज़ दर. अनिश्चितता के वातावरण में भारत की मौद्रिक नीति के रुझान का मूल्यांकन कैसे किया जाए ?' आरबीआई वर्किंग पेपर (आगामी)

कोयले के उत्पादन में इसके घटकों, खनन तथा खुदाई के रूप में वृद्धि हुई, जिससे बिजली का उत्पादन भी बढ़ा। दूसरी ओर, प्राकृतिक गैस के उत्पादन में कमी आई।

सारणी III.3: आधारभूत कीमतों पर वर्धित कुल मूल्यों में वृद्धि

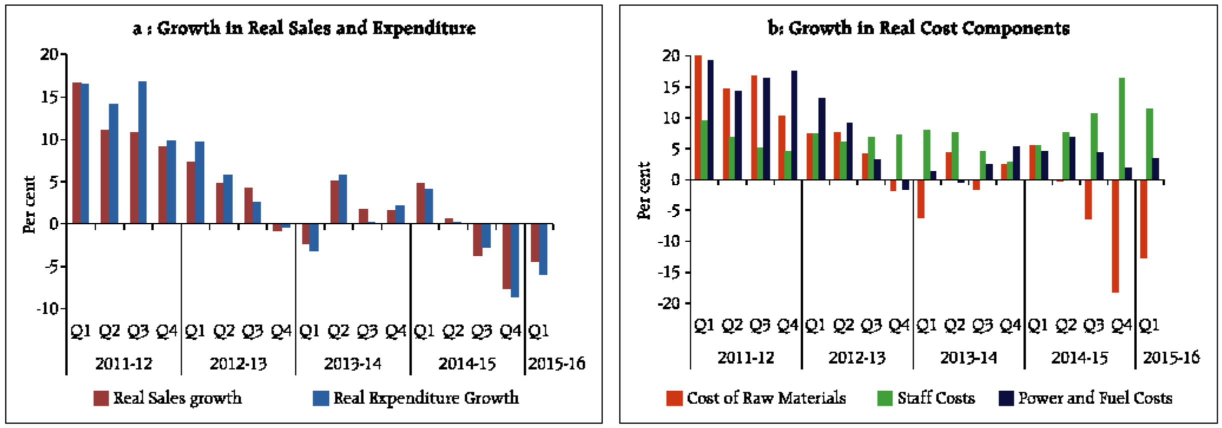
(प्रतिशत)

	2013-14	2014-15	2014-15	2013-14				2014-15				2015-16
	वृद्धि		शेयर	ति1	ति2	ति3	ति4	ति1	ति2	ति3	ति4	ति1
I कृषि, वानिकी व मत्स्य पालन	**3.7**	**0.2**	**16.1**	**2.7**	**3.6**	**3.8**	**4.4**	**2.6**	**2.1**	**-1.1**	**-1.4**	**1.9**
II. उद्योग	**5.3**	**6.6**	**23.3**	**5.9**	**4.2**	**5.5**	**5.5**	**8.1**	**7.2**	**3.8**	**7.2**	**6.4**
(i) खनन व उत्खनन	5.4	2.4	2.9	0.8	4.5	4.2	11.5	4.3	1.4	1.5	2.3	4.0
(ii) विनिर्माण	5.3	7.1	18.1	7.2	3.8	5.9	4.4	8.4	7.9	3.6	8.4	7.2
(iii) विद्युत, गैस, जल आपूर्ति व अन्य सुविधाएं	4.8	7.9	2.3	2.8	6.5	3.9	5.9	10.1	8.7	8.7	4.2	3.2
III. सेवाएं	**8.1**	**9.4**	**60.6**	**8.9**	**9.7**	**8.3**	**5.6**	**8.4**	**10.2**	**11.1**	**8.0**	**8.6**
(i) विनिर्माण	2.5	4.8	8.1	1.5	3.5	3.8	1.2	6.5	8.7	3.1	1.4	6.9
(ii) व्यापार,, हॉटल, यातायात, संचार, और ब्रॉडकास्टिंग से संबंधित सेवाएं	11.1	10.7	19.4	10.3	11.9	12.4	9.9	12.1	8.9	7.4	14.1	12.8
(iii) वित्तीय, रियल एस्टेट व	7.9	11.5	20.5	7.7	11.9	5.7	5.5	9.3	13.5	13.3	10.2	8.9
व्यवसायिक सेवाएं	7.9	7.2	12.6	14.4	6.9	9.1	2.4	2.8	7.1	19.7	0.1	2.7
(iv) लोक प्रशासन,रक्षा और												
IV. आधारभूत कीमत पर जीवीए	**6.6**	**7.2**	**100.0**	**7.2**	**7.5**	**6.6**	**5.3**	**7.4**	**8.4**	**6.8**	**6.1**	**7.1**

स्रोत: केंद्रीय सांख्यिकीय कार्यालय।

शेयर बाजारों में सूचीबद्ध विनिर्माण फर्मों के व्यय और लागतों में वास्तविक रूप में (अर्थात् थोक मूल्य सूचकांक द्वारा प्रदर्शित तिमाही सामान्य बिक्री और व्यय में कमी) तीव्र कमी आई और उसने कंपनी अर्जन को समाप्त होने से बचाने के लिए वास्तविक बिक्री में गिरावट को थामे रखा (चार्ट III. 4ए और बी)। खनन, खुदाई तथा विनिर्माण क्षेत्रों में वृद्धि की गति में सहभागिता करते हुए दूसरी तिमाही में औद्योगिक गतिविधियों ने भी कुछ गति पकड़ी। जुलाई में, फर्नीचर,परिधान तथा सवारी कारों के उत्पादन में हुई वृद्धि से विनिर्माण क्षेत्र में वृद्धि जारी रही, जिससे यह स्पष्ट होता है कि शहरी उपभोक्ता मांग मजबूत बनी रही। कोयले के उत्पादन में धीमेपन के चलते खनन और खुदाई की गति में कुछ कमी आई। औद्योगिक गतिविधि के उपयोग-आधारित वर्गीकरण से यह पता चलता है कि दूसरी तिमाही में उपभोग और निवेश दोनों मांगों में वृद्धि हुई। पूंजीगत वस्तुओं का उत्पादन जुलाई में बढ़ा। जून में इसमें आई कुछ गिरावट को छोड़कर इसमें लगातार नौवें माह विस्तार हुआ। उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुओं में जुलाई में लगातार दूसरे माह तेज वृद्धि हुई।

Chart III.4: Performance of Manufacturing Firms



पहली तिमाही में, सेवा क्षेत्र की जीवीए ने गति पकड़ी और समग्र जीवीए में उसका अंशदान 62 प्रतिशत रहा। पिछली चार तिमाहियों से लगातार सेवा क्षेत्र की वृद्धि 8 प्रतिशत से अधिक रही, जिससे उत्पन्न आय से उपभोग मांग में वृद्धि आई। दूसरी तिमाही में, गतिविधियों की गति में निरंतरता बनी रही, हालांकि क्षेत्रीय बाधाएं बढ़ रही थीं। निर्माण क्षेत्र में, गतिविधियां धीढ़ी हुईं और आवासन इंवेंटरियों में भी, विशेषकर प्रीमियम क्षेत्र में, वृद्धि की रिपोर्ट आई। सेवा क्षेत्र के लगभग दो-तिहाई भाग व्यापार, हॉटेल, परिवहन और संचार की गतिविधियों के प्रमुख निर्देशकों से यह संकेत मिलता है कि दूसरी तिमाही में इनमें सुधार जारी रहेगा, घरेलू हवाई यात्री, माल-भाड़ा, बड़े पत्तनों पर कार्गो की ढुलाई तथा वाणिज्यिक वाहनों की बिक्री इसका साक्ष्य भी है। वित्तीय, वस्तविक संपदा तथा पेशेवर सेवाओं में, तनावग्रस्त आस्तियों को देखते हुए बैंकों द्वारा जोखिम लेने से बचने तथा निवेश के लिए कम मांग के कारण कमी आई, जो ऋण और जमाराशियों में कम वृद्धि के रूप में परिलक्षित हुई। सूचना प्रौद्योगिकी और उससे संबंधित कंपनियों के लाभों पर वैश्विक मांग में कमी की वजह से पेशेवर सेवाओं की मांग में गिरावट के कारण दबाव बना, हालांकि दूसरी तिमाही में रुपये में अवमूल्यन की वजह से इस क्षेत्र को आगे बढ़ने में सहायता मिल सकती है।

III.3 उत्पादन अंतर

अंतर्निहित चक्र के मुकाबले अर्थव्यवस्था की स्थिति का आकलन करने के लिए उत्पादन अंतर का मूल्यांकन करना एक निरंतर चलने वाली प्रक्रिया है। जबकि उत्पादन अंतर के अनुमान आंकड़ों के चयन तथा अपनाई गई कार्यविधि से बहुत अधिक प्रभावित होते हैं, इस बात पर व्यापक सहमति है कि नकारात्मक उत्पादन अंतर मौजूद है जिससे 2012-13 की तीसरी तिमाही से अब तक वास्तविक उत्पादन संभावित उत्पादन से कम रहता आया है (चार्ट III.5)।

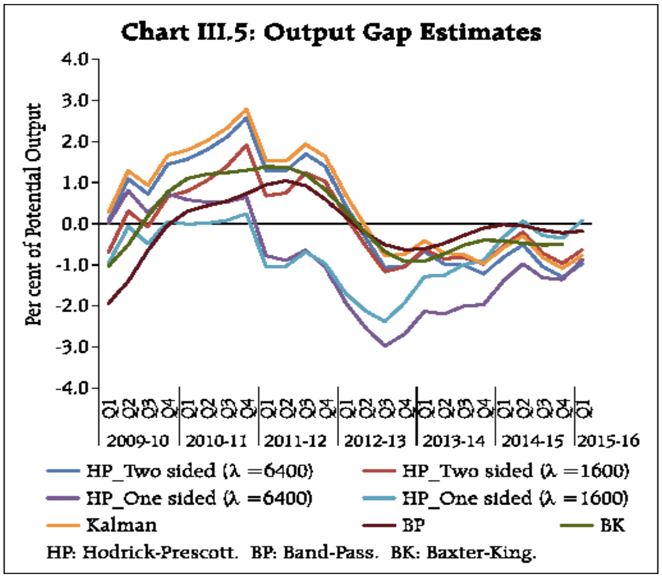


Chart III.5: Output Gap Estimates

औद्योगिक क्षेत्र की धीमी गति को भी भारतीय रिज़र्व बैंक के ऑर्डर बुक, इंवेंटरी तथा क्षमता-उपयोग सर्वे के तीसवें दौर में उदघाटित किया गया था, जिसमें यह बात सामने आई थी कि मौसमी रूप से समायोजित क्षमता-उपयोग स्तर 2013-14 से 75 प्रतिशत से नीचे रहा है(चार्ट III.6)[3] ।

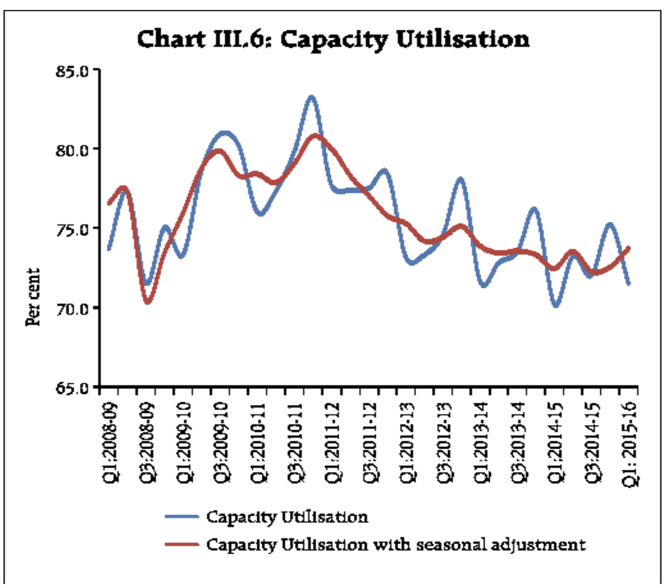


Chart III.6: Capacity Utilisation

---

[3] क्रिसिल के अनुसार (जुलाई 2015) , बारह औद्योगिक क्षेत्रों में क्षमता का उपयोग पाँच वर्ष में सबसे कम रहा है, जिससे नए निवेश बंद हो गए हैं | इसके मूल्यांकन से ज्ञात होता है कि2015-16 में सरकारी क्षेत्र के पूंजीगत व्यय में सकारात्मक वृद्धि के बावजूद वर्ष के दौरान समग्र पूंजीगत निवेश में थोड़ी गिरावट आएगी क्योंकि निवल निजी पूंजीगत निवेश घटता जा रहा है |

भारत में वास्तविक गतिविधि अप्रैल 2015 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट में अनुमानित पथ से काफी नीचे रही है। इसका कारण अनिवार्यत: सीएसओ के 2014-15 के अनंतिम अनुमानों में 30 आधार अंकों का संशोधन करना तथा अनुमानों के लिए आधार वर्ष को बदलना रहा है। इन संशोधनों तथा इस अध्याय में प्रस्तुत हाल के साक्ष्यों से यह स्पष्ट है कि इन अनुमानों में अध्याय । में दिए गए कुछ कमी वाले समायोजन करना जरूरी है। सरकार के पूंजीगत व्यय में भारी वृद्धि निवेश चक्र में हाल की सतत वृद्धि का प्रमुख कारण है और इसे निविष्टि की कम लागत तथा रुकी हुई परियोजनाओं के पुन: शुरू होने का भी लाभ मिला है। तनाव झेलने वाले DISCOMs का शीघ्र समाधान जरूरी है ताकि इस क्षेत्र को बैंक ऋण सहित संसाधनों का प्रवाह पुन: शुरू हो सके। इस्पात जैसे विशेष क्षेत्रों में वैश्विक क्षमता आधिक्य इस क्षेत्र में आस्ति-गुणवत्ता के लिए जोखिम उत्पन्न करने के अलावा घरेलू उत्पादन के लिए आयात प्रतिस्पर्धा को चरम तक ले जा सकता है। निवेश और संवृद्धि के टिकाऊ पुनरुज्जीवन के लिए उपयुक्त वातावरण सृजित करने हेतु व्यवसाय करने के लिए स्थितियों में सुधार करना प्राथमिकता बन जाता है।

IV. वित्तीय बाजार और चलनिधि की स्थिति

वैश्विक और वित्तीय बाजारों में तूफान के बीच भारत में मुद्रा और बांड बाजारों की स्थिति अपेक्षाकृत ठीक रही। इसके विपरीत, ईक्विटी और विदेशी मुद्रा बाजार वैश्विक वित्तीय बाजारों में मचे घमासान से प्रभावित हुए। विशिष्ट क्षेत्रों में, ऋण बाजार की गतिविधि में तेजी आई, हालांकि विलंबित जोखिम विमुखता कुछ संयमित रही।

वर्ष 2015-16 की पहली छमाही के दौरान वैश्विक आघातों ने विश्वभर में वित्तीय बाजारों की अस्थिरता में उल्लेखनीय वृद्धि की। भारत में ईक्विटी और विदेशी विनिमय बाजार सर्वाधिक प्रभावित हुए, हालांकि उनकी समकक्ष ईएमई के मुकाबले उन पर यह प्रभाव कम रहा। इसके विपरीत, सरकारी प्रतिभूति, मुद्रा और ऋण बाजार अपेक्षाकृत संयमित रहे और मानसून की कमी तथा सुधारों की प्रक्रिया के मार्ग की बाधाओं जैसी घरेलू गतिविधियों के प्रति संवेदनशील रहे, जिनसे संवृद्धि के संवेग में अवरोध उत्पन्न हुआ। चलनिधि की स्थितियां कमोवेश ठीक रहीं तथा वित्तपोषण की स्थितियों में सुधार आया।

IV.1 वित्तीय बाजार

असंपार्श्विक अंतर-बैंक मांग दर मौद्रिक नीति के परिचालन लक्ष्य का काम करती है। भारतीय रिज़र्व बैंक के चलनिधि प्रबंधन परिचालनों का प्रयास यह रहता है कि मांग मुद्रा दर नीतिगत रिपो दर के समान रहे। यद्यपि मांग मुद्रा बाजार व्यापारावर्त मुद्रा बाजारों के एकदिवसीय खंड में कुल मात्रा का केवल 10 प्रतिशत ही है, तथापि संपार्श्विक खंडों (संपार्श्वीकृत उधार लेने और देने संबंधी देयताएं तथा बाजार रिपो) जैसी अन्य दरें इस तथ्य के वाबजूद मांग मुद्रा दर के साथ निकट से जुड़ी होती हैं कि पारस्परिक निधियों जैसे गैर-बैंकिंग सहभागी संपार्श्वीकृत उधार लेने और देने संबंधी देयताओं के खंड में लगभग 50 प्रतिशत का ही अंशदान करते हैं।

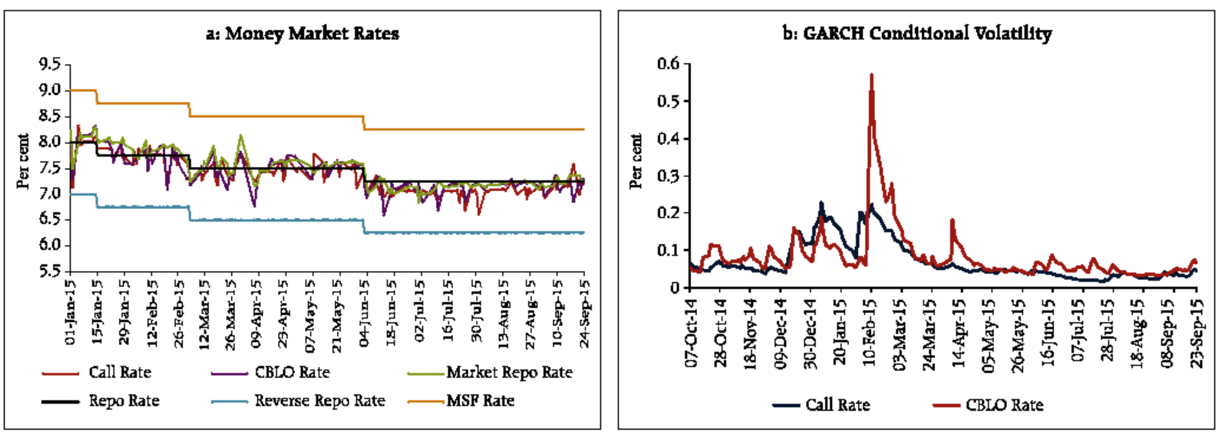
वर्ष 2015-16 की प्रथम छमाही में मुद्रा बाजार की स्थितियां विभिन्न चरणों में विकसित हुईं। चूंकि वित्तीय लक्ष्यों को पूरा करने के लिए 2014-15 की चौथी तिमाही में संयमित रहने के बाद सरकारी व्यय में फिर से तेजी आई और बैंकों ने वर्ष के अंत में ऊपरी दिखावे को छोड़ा, अत: अप्रैल की पहली छमाही में मुद्रा बाजार दरें नीतिगत दरों से भी कम हो गईं, जो इस बात का प्रतीक है कि चलनिधि की स्थिति काफी अच्छी थी। अप्रैल

के मध्य से मई के दौरान सरकार के व्यय में गिरावट की वजह से चलनिधि में अल्पकालिक कसावट शुरू हुई। इसके परिणामस्वरूप, एक-दिवसीय मांग मुद्रा दर नीतिगत दरों के आसपास, कुछ ऊपर घूमती रही (चार्ट IV.1ए)।

लेकिन, जून के बाद से सरकार के पूंजीगत व्यय में वृद्धि होने तथा बढ़ते संरचनात्मक चलनिधि अधिशेष (ऋण-उठाव की तुलना में अधिक जमाराशि जुटाने से उत्पन्न) के संयुक्त प्रभाव से मुद्रा बाजार दरें सितंबर के अग्रिम कर बहिर्वाह तक रिपो दर से लगातार नीचे बनी रहीं। तब से लेकर अब तक मुद्रा बाजारों में ब्याज दरों में वृद्धि हुई और ये रिपो दर के आसपास मजबूती से जमी रहीं।

रिपो दर (शनिवार की दरों को छोड़कर) के मुकाबले दैनिक भारित औसत मांग दर का औसत स्प्रैड 2015-16 की पहली तिमाही के (-)9 आधार अंकों से बढ़कर दूसरी तिमाही (28 सितंबर तक) में (-)18 आधार अंक हो गया जो चलनिधि आधिक्य की स्थिति को प्रतिबिंबित करता है। जनरेलाइज्ड ऑटोरिग्रेसिव हेट्रोसिडेस्टिसिटी के माध्यम से मापी गई दैनिक मुद्रा बाजार दरों की अस्थिरता में उल्लेखनीय रूप से गिरावट आई (चार्ट IV.1बी)।

Chart IV.1: Money Market Rates



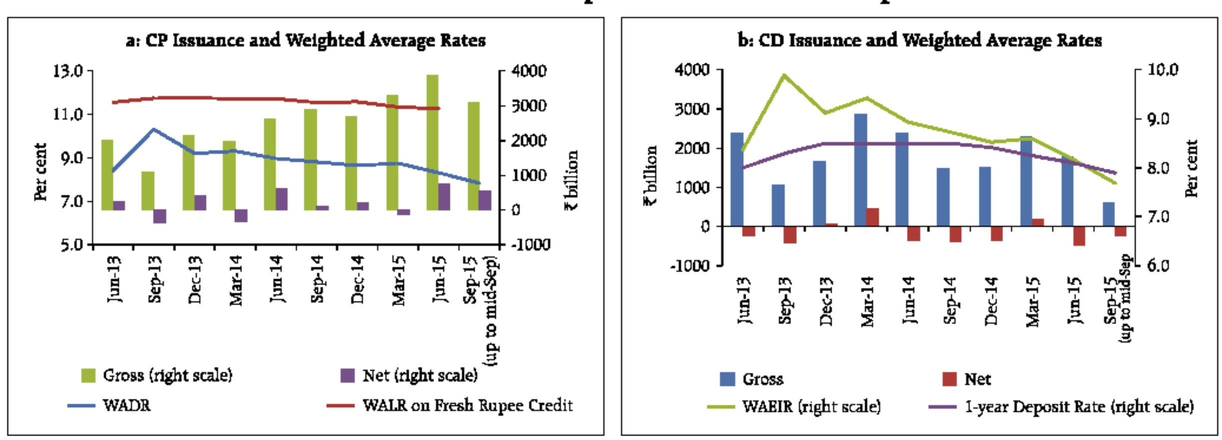
सितंबर 2014 में शुरू किए गए संशोधित चलनिधि ढांचे के अंतर्गत एक दिवसीय से लेकर 28 दिन की अवधि के परिवर्ती रिपो/रिवर्स रिपो परिचालन बाजार की चलनिधि की विविध जरूरतों तथा आकलन की पूर्ति को ध्यान में रख कर किये जाते हैं। इसके फलस्वरूप, असंपार्श्विक मीयादी मुद्रा और सीबीएलओ खंडों में औसत दैनिक व्यापार की मात्रा 2015-16 की पहली छमाही के दौरान (24 सितंबर तक) की पिछले वर्ष की इसी अवधि की क्रमश: 1.9 बिलियन रुपये और 89.9 बिलियन रुपये से बढ़कर 2.2 बिलियन रुपये तथा 90.7 बिलियन रुपये हो गई। नकद ऋण के माध्यम से उधार, बैंकों और

कंपनियों द्वारा अपर्याप्त ट्रेज़री प्रबंधन तथा सरकारी व्यय में अप्रत्याशित वृद्धि जैसे कारक मीयादी मुद्रा बाजार के पूर्ण विकास में बाधक बनते रहे।

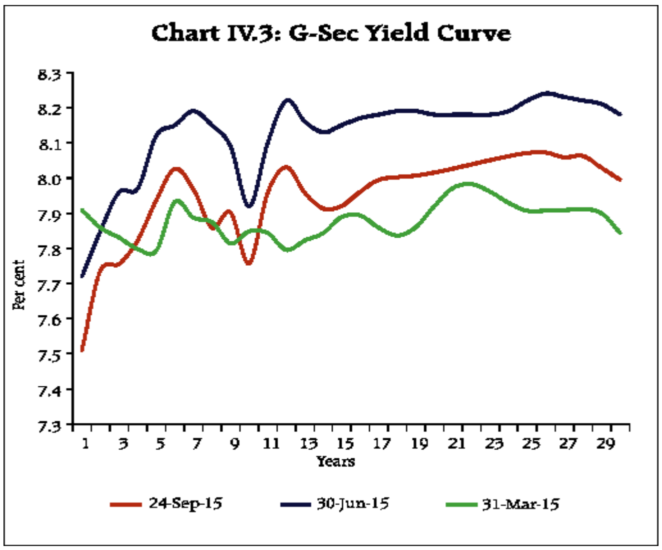
वर्ष 2014-15 से, वाणिज्यिक पत्र बाजार कंपनियों के लिए अल्पकालीन निधि प्राप्त करने का एक आकर्षक स्रोत रहा है। वाणिज्यिक पत्र पर भारित औसत बट्टा दर नए रुपया ऋणों पर बैंकों की भारित औसत उधार दर से 275 आधार अंक कम रही तथा 2015-16 में अब तक 301 आधार अंक कम रही। साथ ही, जनवरी और सितंबर के मध्य भारित औसत बट्टा दर में 75 आधार अंकों की गिरावट आई जो इस बात का संकेत है कि नीतिगत दर कटौती का पूर्ण अंतरण हुआ है। इसके परिणामस्वरूप, वाणिज्यिक पत्र के निर्गम में सितंबर 15 तक वर्ष-दर-वर्ष आधार पर 40 प्रतिशत की वृद्धि हुई (चार्ट IV.2ए)। इस निर्गम में 60 प्रतिशत निर्गम 31-90 दिन की परिपक्वता अवधि वाले थे। वाणिज्यिक पेपर में बैंकों के निवेशों में हुई वृद्धि इस बात का प्रतीक है कि तनावग्रस्त आस्तियों में निहित ऋण जोखिम से बचने की प्रवृत्ति बढ़ी है, वाणिज्यिक पत्र अतिरिक्त निधियों के निवेश के लिए आकर्षक विकल्प उपलब्ध कराते हैं।

इसके विपरीत, बकाया जमा प्रमाण-पत्रों में अप्रैल-14 सितंबर 2015 तक लगभग 68 प्रतिशत की गिरावट आई जो इस बात का सूचक है कि अल्पकालीन बाजार-आधारित निधीयन पर बैंकों की निर्भरता कम हुई है (चार्ट IV.2बी)। ऋण उठाव के मुकाबले जमाराशियों में वृद्धि के चलते बैंकों की वाणिज्यिक पत्र सहित बड़ी जमाराशियां अपने पास रखने की शक्ति में कमी आई है। इसके परिणामस्वरूप, वाणिज्यिक पत्र की प्रभावी दर में लगभग 100 आधार अंकों की कमी हुई, जिससे एक वर्षीय जमा दर तथा 90 दिवसीय वाणिज्यिक पत्र दर के बीच का अंतर कम हुआ है।

Chart IV.2: Commercial Paper and Certificates of Deposit



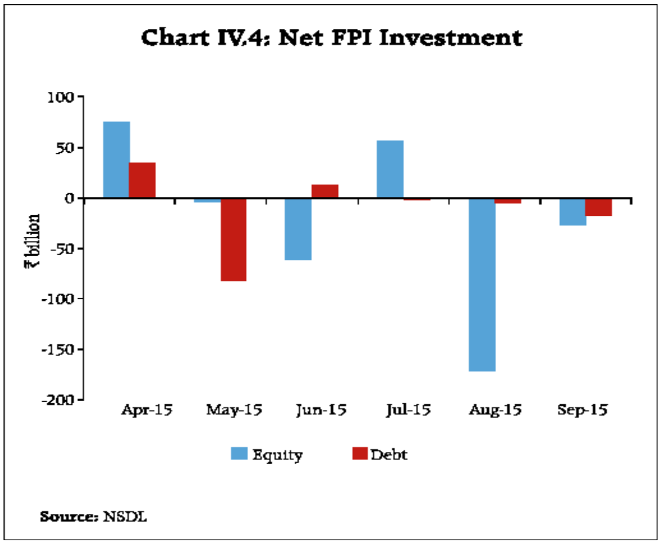
वर्ष 2015-16 की पहली तिमाही में, मौद्रिक नीति के रुझान के परिवर्तित बने रहने, रुपये के कमजोर होने से मंदड़िया भावना के चलते तथा मूडी द्वारा भारत की संभावनाओं का उन्नयन करने से अप्रैल में सरकारी प्रतिभूति बाजार के लाभ में वृद्धि हुई। जर्मन 10 वर्षीय बांडों, सरकारी बाजार उधार कार्यक्रम के आकार में वृद्धि, तथा मानसून के सामान्य से कम रहने की भविष्यवाणी के साथ उत्पन्न वैश्विक बांड बाजार में घटती दरों पर बिक्री होने के कारण मई और जून की पहली तिमाही के दौरान लाभ पर फिर से नए दबाव बनने लगे जिससे मार्च की तुलना में जून में लाभ वक्र में उदग्र अंतरण दिखाई दिया (चार्ट IV.3)।



दूसरी तिमाही में, जुलाई तथा अगस्त के बड़े भाग में लाभ में कमी आने लगी क्योंकि तेल बाजार में ईरान के पुनर्प्रवेश से कच्चे तेल के मूल्यों में कमी की आशा के कारण सुलभता की भावना के साथ ट्रेडिंग हुई। लाभ अमरीकी ट्रेजरियों के पथ पर भी चले क्योंकि ग्रीस की घटनाओं तथा चीन के शेयर बाजार की उथल-पुथल से उत्पन्न चिंताओं के कारण सुरक्षित जगह पर अंतरण शुरू हो गया। 24 अगस्त के "काले सोमवार" को शंघाई सम्मिश्र सूचकांक के धराशायी होने के कारण लाभों में 11 आधार अंकों का उछाल आया, लेकिन वह कुछ ही समय तक रहा। उसके बाद, मुद्रास्फीति में कमी होने से मौद्रिक नीति में और नरमी की प्रत्याशा तथा 17 सितंबर को एफओएमसी की बैठक में अमरीकी मौद्रिक नीति कार्रवाई के स्थगित होने के कारण लाभों में नरमी आई। 10 वर्षीय और 1 वर्षीय सरकारी प्रतिभूतियों के बीच लाभ-अंतर, जो जून से पहले नकारात्मक था, सकारात्मक में परिवर्तित हो गया। यह सन्निकट वृद्धि संभावनाओं के प्रति आशा को प्रतिबिंबित करती है। ऋण बाजार में विदेशी संविभाग निवेशकों का संचित निवेश 24 सितंबर 2015 को 57.3 बिलियन अमरीकी डालर का था और इस प्रकार विदेशी संविभाग

निवेशकों ने सरकारी प्रतिभूतियों में निवेश की अपनी लगभग पूरी सीमा का उपयोग कर लिया था। अप्रैल-24 सितंबर 2015 के दौरान संविभाग बहिर्गमन 195 बिलियन रुपये का रहा जिसमें ऋण खंड का हिस्सा सीमित था (चार्ट IV.4)।

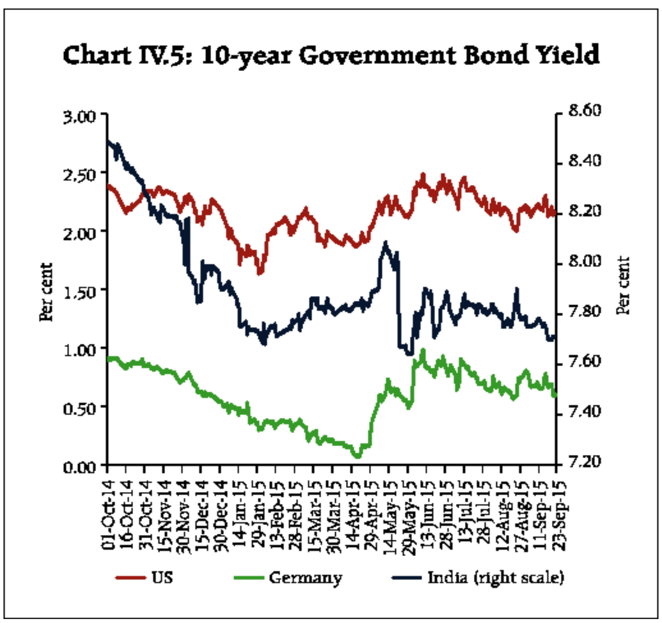
Chart IV.4: Net FPI Investment



Source: NSDL

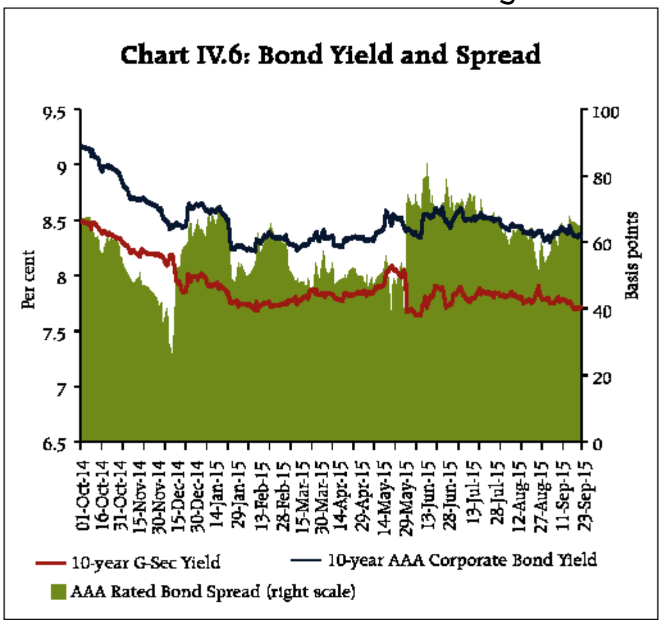
सरकारी प्रतिभूति बाजार में विदेशी संविभाग निवेशकों की बढ़ती सहभागिता से निवेशक आधार विस्तृत हुआ है और इसने भारतीय तथा वैश्विक बांड बाजारों के बीच एकीकरण स्तर को बढ़ाने में योगदान किया है, यह बात लाभों के साथ-साथ उतार-चढ़ाव से स्वत: स्पष्ट है (चार्ट IV.5)।

Chart IV.5: 10-year Government Bond Yield



वर्ष 2015-16 की पहली छमाही में कंपनी बांड बाजार में प्राथमिक निर्गमों में वृद्धि हुई, यह लगभग समस्त वृद्धि निजी तौर पर शेयर आबंटन से हुई जिसे बैंक ऋण से

प्रतिस्थापित किया जा सकता था। द्‍वितीयक बाजार धीमा रहा जो कंपनी बांडों में चलनिधि में गिरावट का प्रतीक है। लाभ स्प्रेड में हाल की अवधि में कमी के संकेत के साथ एएए श्रेणीकृत कंपनी बांडों के लाभ सामान्यत: सरकारी प्रतिभूतियों के लाभों के समान रहे। यह वित्तीय स्थितियों में सुधार का प्रतीक है (चार्ट IV.6)।



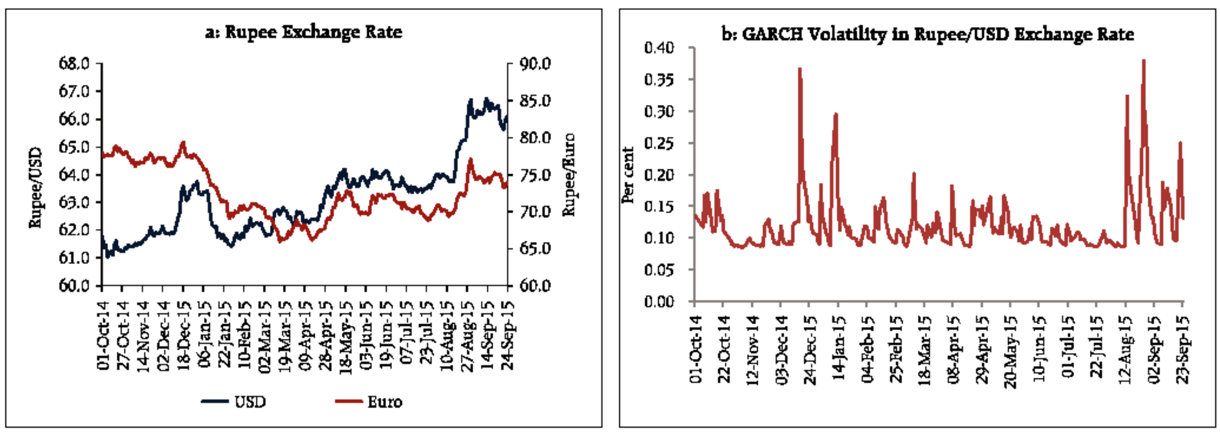
कंपनी बांडों में विदेशी संविभाग निवेशकों के निवेश 24 सितंबर 2015 की स्थिति के अनुसार लगभग 1860 बिलियन रुपये के थे, जो कुल सीमा का 76 प्रतिशत हिस्सा था।

विदेशी मुद्रा बाजार में, घरेलू और वैश्विक गतिविधियों के संयोग, निर्यातों में गिरावट, कराधान से संबंधित चिंताओं के कारण संविभाग निवेशों का बहिर्गमन, ग्रीस संकट, वैश्विक बांड बाजार में घटाई गई दरों पर बिक्री करने तथा कच्चे तेल के मूल्यों में वृद्धि से उत्पन्न नकारात्मक भावनाओं की वजह से पहली तिमाही में विनिमय दरों में बार-बार कमी के दबाव बने (चार्ट IV.7ए)। पहली तिमाही में विनिमय दर 62.2 रुपये से 64.2 रुपये के बीच रही जो 27 अप्रैल को बढ़कर 63.6 रुपये पर तथा फिर मई 2012 में और बढ़कर 64.2 रुपये पर पहुंच गई। सामान्य से कम वर्षा की भविष्यवाणी तथा अमरीकी अर्थव्यवस्था की मजबूती संबंधी आंकड़ों से अमरीका की मौद्रिक नीति के शीघ्र सामान्यीकरण की आशा के परिप्रेक्ष्य में रुपये का लेनदेन पूरे जून माह में मूल्यह्रास-भावना के साथ किया गया।

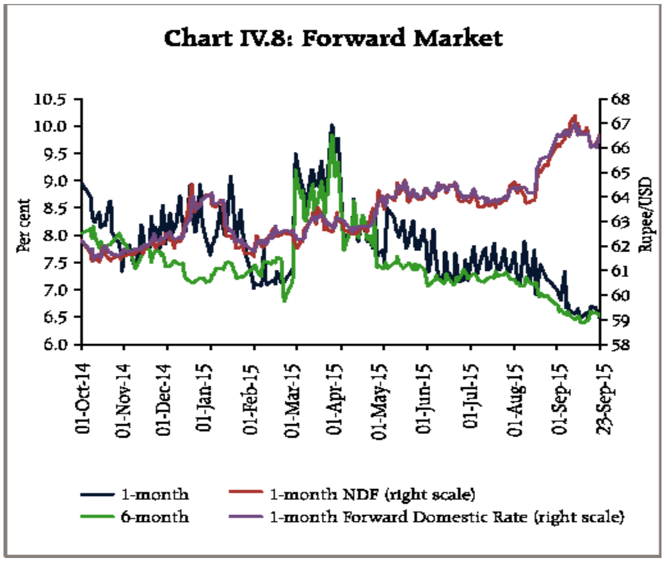
दूसरी तिमाही में, प्रारंभिक रूप से, ईरान के साथ परमाणु करार के निष्कर्ष पर पहुंचने से उत्पन्न सकारात्मक भावना के कारण जुलाई में दुतरफा उतार-चढ़ाव हुए, बाद में माह के दूसरे भाग में गिरावट आई तथा चीन के ईक्विटी बाजार में बड़ी मात्रा में औने-पौने दामों

में बिक्री से उभरते बाजारों में फंस जाने की स्थिति उत्पन्न हो गई। कुछ समय राहत के बाद रुपया फिर से दबाव में आ गया और अगस्त के मध्य में 65 रुपये तथा अगस्त के अंत में 66 रुपये को पार कर गया। यह स्थिति 11 अगस्त को चीन के आरएमबी के अवमूल्यन तथा 24 अगस्त को चीन के शेयर बाजार के धराशायी होने के बाद उत्पन्न हुई। सितंबर में रुपये में स्थिरता आई तथा इसका लेनदेन संकीर्ण सीमा में हुआ क्योंकि एफओएमसी ने मूल्यवृद्धि की भावना प्रदान करने के लिए यह निर्णय लिया कि दर में वृद्धि को थामा जाए। तदनुसार, जीएआरसीएच के माध्यम से मापी गई रुपया-डालर विनिमय दर की अस्थिरता मई से लेकर आगस्त के मध्य तक सीमित बनी रही और उसके बाद तेजी से बढ़ी (चार्ट IV.7बी)। फिर भी, 2015 के दौरान तक रुपया अन्य ईएमई मुद्राओं की अपेक्षा बेहतर बना रहा (अध्याय V का चार्ट V.6बी देखें)।

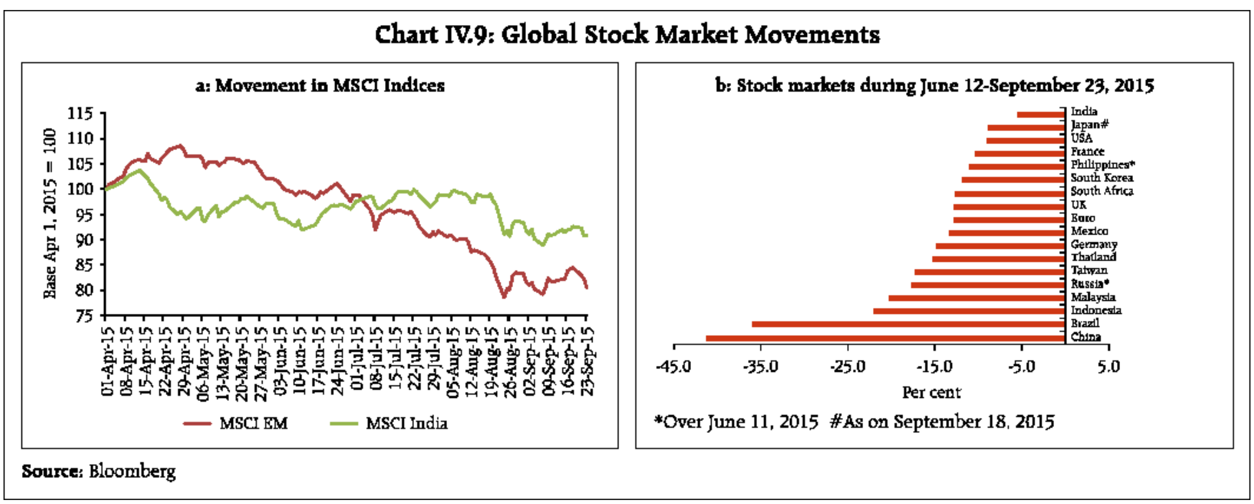
Chart IV.7: Movements in Rupee Exchange Rate



वायदा खंड में 2015-16 की पहली छमाही में प्रीमियम में गिरावट आई, जो ब्याज-दर भिन्नताओं के घटने का परिचायक थी (चार्ट IV.8)। घरेलू बाजार तथा गैर-सुपुर्दगी वायदा बाजार में वायदा दरों में साम्य रहा।



ईक्विटी बाजार में, 2014-15 की दूसरी छमाही में जो सुधार दिखाई दिया था, वह एमएससीआई इंडिया सूचकांक के अपने समकक्ष उभरते बाजारों से पिछड़ने के साथ 2015-16 की पहली तिमाही में मंद पड़ गया(चार्ट IV.9a)। मानसून की कमी की भविष्यवाणी तथा सुधारों की अपेक्षा से धीमी गति के कारण भारत में शेयरों के मूल्यों में गिरावट आई। लेकिन दूसरी तिमाही में, भारत के ईक्विटी बाजारों में तीव्र सुधार हुआ और एमएससीआई ईएम सूचकांक से ऊपर बना रहा। ऐसा अन्य ईएमई तथा आरएमबी में अवमूल्यन के जरिये कुछ एई के मुकाबले भारतीय रुपये में अपेक्षाकृत अधिक जीवन-शक्ति के संचार के कारण हुआ (चार्ट IV.9बी)।

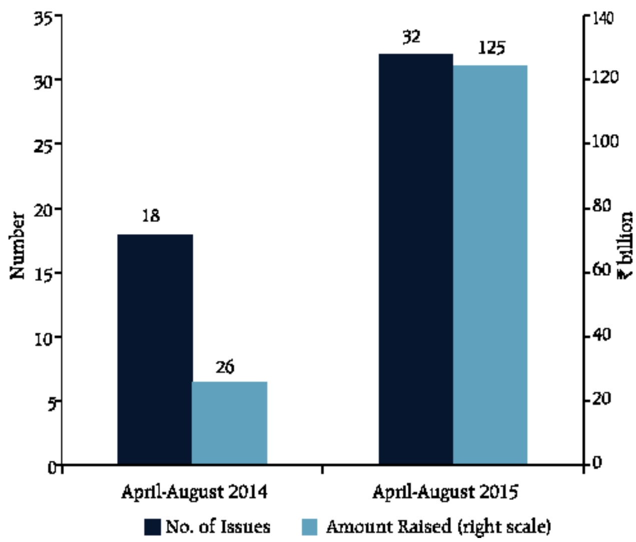


चीन में चल रही मंदी के बारे में निवेशकों की चिंताओं को दूर करने में चीनी प्राधिकारियों द्वारा किए गए नीतिगत हस्तक्षेप के असफल रहने के कारण भारतीय

ईक्विटी बाजार वैश्विक बाजार की औनी-पौनी दरों पर बिक्री के चलते अगस्त के अंत में और सितंबर के शुरू में हड़बड़ा कर गिरना शुरू हुआ। 29 जनवरी को जो सेंसेक्स 29682 के उच्च स्तर पर पहुंच गया था, उसमें 28 सितंबर तक 14 प्रतिशत की गिरावट हुई।

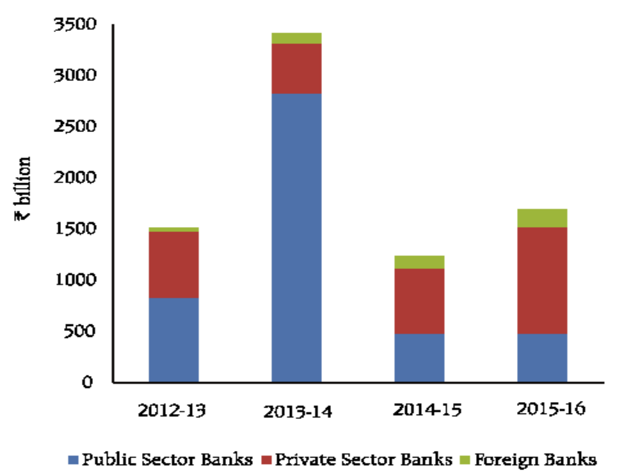
2015-16 में अब तक (अगस्त के अंत तक) प्राथमिक पूंजी बाजार के माध्यम से, मुख्य रूप से ईक्विटी निर्गमों के जरिये, संसाधन जुटाने में उल्लेखनीय वृद्धि हुई (चार्ट IV.10)।

Chart IV.10: Public and Rights Issues - Equity



ऋण बाजार में, 2015-16 की प्रथम छमाही के दौरान ऋण उठाव 2013-14 को छोड़कर पिछले वर्षों की इसी अवधि की तुलना में अधिक रहा (चार्ट IV.11)।

Chart IV.11: Credit Offtake during First Half of the Financial Year



वर्ष की पहली छमाही में निजी क्षेत्र के बैंक फिर से सबसे बड़े ऋणदाता–समूह रहे। बढ़ा हुआ उधार अधिकांशत: व्यक्तिगत ऋण खंड, विशेष रूप से आवासन को गया, जो उपभोक्ता मांग में वृद्धि तथा बैंकों द्वारा तनावग्रस्त क्षेत्र को ऋण देने से बचने को प्रतिबिंबित करता है। वाणिज्यिक क्षेत्र को संसाधनों का कुल प्रवाह एक वर्ष पहले की तुलना में इस वित्तीय वर्ष में अधिक रहा (सारणी IV.1)।

सारणी IV.1: वाणिज्य क्षेत्रों में वित्तीय संसाधनों का प्रवाह

(बिलियन)

	अप्रैल-मार्च		1 अप्रैल से 18 सितंबर	
	2013-14	2014-15	2014-15	2015-16
ए. समायोजित गैर खाद्य बैंक ऋण	**7,647**	**5,781**	**1,249**	**1,858**
i. गैर खाद्य ऋण	7,316	5,464	1,174	1,613
ii. एससीबी द्वारा गैर एसएलआर निवेश	331	317	76	245
बी. गैर बैंक से प्रवाह (B1+B2)	**6,505**	**6,978**	**2,703**	**2,801**
बी 1. घरेलू सॉर्स जिसमें:	**4,302**	**4,762**	**1,936**	**2,106**
i. गैर वित्तीय संस्थाओं द्वारा पब्लिक इश्यू	199	87	23	125^ 347^ 1,034 270*
ii. गैर वित्तीय संस्थाओं द्वारा	1314	1,277	350	
सकल निजी प्लेसमेंट	138	558	1,178	
ii. नॉन बैंक द्वारा सबक्राइब सीपी का नेट इंशुएंस	737	954	207	
बी 2. विदेशी सॉर्स जिसमें :	**2203**	**2,216**	**767**	**695**
i. भारत में प्रत्यक्ष विदेशी निवेश	1868	2,107	711	846*
सी. संसाधनों का कुल प्रवाह (A+B)	**14,152**	**12,759**	**3,952**	**4,659**

*:जुलाई 2015 तक ^ अगस्त 2015 तक

जनवरी 2015 से लेकर अब तक नीतिगत रिपो दर में 75 आधार अंकों की कमी के चलते बैंकों की मीडियन आधार दरों में 30 आधार अंकों की गिरावट आई (सारणी IV.2)।

सारणी IV.2: एससीबी की जमा और उधारी दरें(आरआरबी को छोड़कर)

(प्रतिशत)

माह के अंत में	रेपो	सावधि जमा रेट		उधारी दर		
	रेट	मेडियन	डब्ल्यूएटीडीआरर	मेडियन बेस रेट	डब्ल्यूएएलआर - बकाया रूपी ऋण	डब्ल्यूएएलआर -प्रैश रूपी ऋण
1	2	3	4	5	6	7
मार्च-14	8.00	7.74	8.79	10.25	12.21	11.64
जून-14	8.00	7.74	8.73	10.25	12.21	11.68
सितं-14	8.00	7.72	8.70	10.25	12.12	11.59
दिसं.-14	8.00	7.55	8.64	10.25	12.11	11.59
मार्च-15	7.50	7.51	8.57	10.20	12.06	11.25
जून-15	7.25	7.22	8.43	9.95	11.94	11.08
अह-15	7.25	7.14	8.35 #	9.95	11.93 #	11.16 #
भिन्नता (प्रतिशत प्वाईंट) (दिसंबर 2014 के अंत से)	**-0.75**	**-0.41**	**-0.29**	**-0.30**	**-0.18**	**-0.43**

#: डेटा जुलाई 2015 से संबंधित है

डब्ल्यूएटीडीआरर :वेटेड ऐवरेज टर्म डिपोजिट रेट.

डब्ल्यूएएलआर:: :वेटेड ऐवरेज लैंडिग रेट

टिप्पणी (i) आरोही / अवरोही क्रम में सूचक की व्यवस्था के बाद मीडियन मध्य संख्या है।

(ii) बैंकों द्वारा प्रस्तुत आंकड़ों के आधार पर डब्ल्यूएटीडीआरर/ डब्ल्यूएएलआर **की गणना** की गई है। बैंक अक्सर अपने अतीत के डेटा में संशोधन करते हैं,ये आंकड़े अनंतिम हैं।

लेकिन, नए रुपया ऋणों पर डब्ल्युएएलआर में 43 आधार अंकों की कमी हुई। इस गिरावट का अपूर्ण अंतरण ऋण बाजार में इन संरचनागत परिवर्तनीयताओं को प्रतिबिंबित करता है : (क) वर्ष के दौरान केवल लगभग 20 प्रतिशत मीयादी जमाराशियों के मूल्यों को ही पुनर्निर्धारित करने के साथ नियत दरों पर जमाराशियां जुटाना (ख) लघु बचत योजनाओं से प्रतिस्पर्धा जिनकी ब्याज दरें वर्ष में केवल एक बार ही संशोधित की जाती हैं। (ग) अक्तूबर 2011 में अविनियमन के बाद से सरकारी क्षेत्र के बैंकों की बचत जमा दरें अपरिवर्तित बनी रही हैं, और (घ) बैंकों की आधार दरें सीमांत लागत के बजाय अधिकांशत: औसत लागत के आधार पर निर्धारित की जाती हैं (बॉक्स IV.1)।

बॉक्स IV.1 क्या जमा और उधार दरों का नीतिगत आवेग संचारण गुम हुआ है ?

जमा और उधार दरों के मौद्रिक नीति संचारण के संबंध में बहुराष्ट्रीय अनुभव से यह पता चलता है कि – (i)जमा अथवा घरेलू/उपभोक्ता उधार दरों की अपेक्षा कंपनी उधार दरें नीतिगत दर में परिवर्तन के प्रति अधिक अनुक्रियाशील होती हैं। (ii)बाजार में सबसे बड़ा हिस्सा रखने वाले बैंक अपने उत्पादों का मूल्य कम प्रतिस्पर्धी रखते हैं। (iii) अधिकांश उत्पादों में लम्बी अवधि में भी मूल्यों के परिवर्तन उपभोक्ता आदि तक पूरी तरह नहीं पहुंच पाते । (iv)जमा दरें ऊर्ध्वमुखी की अपेक्षा अधोमुखी में अधिक तेजी से समायोजन करती हैं। (v) जहां जमा बाजारों की अपेक्षा ऋण बाजार प्रतिस्पर्धा अधिक और उच्च होती है, वहां जमा दरें नीची रखी जाती हैं। (vi) अल्पकालिक मीयादी दरें दीर्घावधि मीयादी दरों की अपेक्षा पासथ्रू का उच्च स्तर तथा समायोजन की तेज गति दर्शाती हैं, तथा (vii) लम्बी अवधि का पासथ्रू बंधकों की अपेक्षा,जो संपार्श्विक प्रभाव के साक्ष्य उपलब्ध कराता है, बेजमानती व्यक्तिगत ऋणों तथा नकद ऋणों में अधिक होता है।

भारतीय संदर्भ में, मार्च 2013 से जून 2015 से मासिक आंकड़ों सहित मोंटे कार्लो मार्कोव चेन आधारित गिब्स सेम्पलिंग पर आधारित व्यावहारिक अनुभव से यह पता चलता है कि डब्ल्युएसीएमआर में 100 आधार अंकों का आघात भारित औसत मीयादी जमा दरों तथा डब्लयुएएलआर को तीन तिमाहियों की अवधि में कुल मिलाकर क्रमश: 36 आधार अंकों और 31 आधार अंकों से प्रभावित करता है। दूसरी ओर, भारित औसत मीयादी जमा दरों के परिवर्तन डब्लयुएएलआर में, निधियों की लागत निर्धारित करने में इसकी प्रमुखता के अनुसार, काफी कम समय में अंतरित हो जाते हैं। अंतत:, बैंकों द्वारा सरकारी एसएलआर प्रतिभूतियों की समग्र धारिता द्वारा निधीयन ऋण आवश्यकताओं की पूर्ति और मांग जैसे ही मध्यवर्तीकृत होती है, डब्लयुएएलआर पर इसका प्रभाव उल्लेखनीय बन जाता है, क्योंकि बैंकिंग संसाधनों पर इसका प्रथम अधिकार होता है। राजकोषीय औचित्य और उसके बाद बैंकों द्वारा सरकारी प्रतिभूति धारण पर आहरण से कमी मौद्रिक नीति के संचारण को प्रोत्साहित करने में काफी सहायता पहुंचा सकती है।

बॉक्स IV.1 : जारी

जैसाकि पहले उल्लेख किया जा चुका है, उधार दरों पर मौद्रिक नीति के संचारण की सीमित प्रभावशीलता वित्तीय बाजारों में अपूर्णताओं के कारण हो सकती है। निधीयन की सीमांत लागत के आधार पर आधार दरों के निर्धारण के लिए हाल ही में जो दिशानिर्देश जारी किए गए हैं, उनसे मौद्रिक नीति संचारण बेहतर होने की संभावना है।

संदर्भ:

एगर्ट, बेलाज्स: जीसस क्रेस्पो क्यूरेस्मा तथा थॉमस रिनिंजर (2007). "इंटरेस्ट रेट पासथ्रू इन ईस्टर्न एंड सेंट्रल यूरोप: रिबोर्न फ्रॉम एशेस मियरली टू पास वे?" जर्नल ऑफ पॉलिसी मॉडलिंग, खंड 29, 209-225

फेर्रे दि ग्रीव एट अल. (2007). कंपिटीशन ट्रांसमीशन एंड बैंक प्राइसिंग पॉलिसी : "एक्सपीरियेंस फ्रॉम बेल्जियन लोन एंड डिपोजिट मार्केट", जर्नल ऑफ बैंकिंग एंड फाइनेंस, खंड 31, 259-278.

ल्युवेंस्टजिन, मिशिल वेन एट अल. (2008)."इम्पेक्ट ऑफ बैंक कंपिटीशन ऑन दि इंटेरेस्ट रेट पासथ्रू इन दि यूरो एरिया" ईसीबी, डब्ल्युपी नं. 885, मार्च।

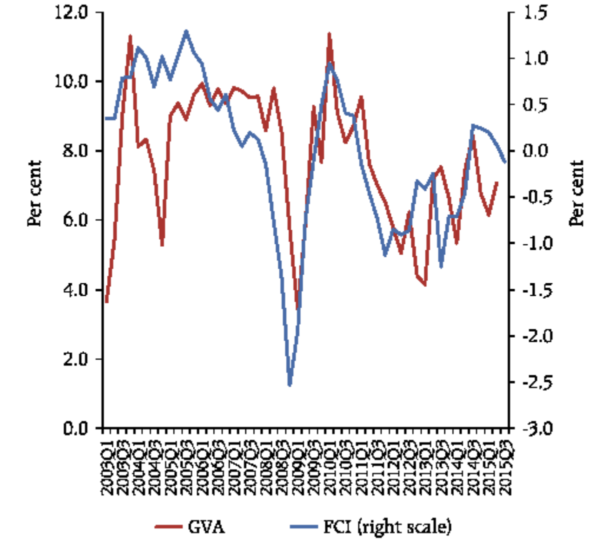
ल्यु, मिंग हुआ एट अल. (2008)। "मोनेट्री पॉलिसी ट्रांसपेरेंसी एंड पासथ्रू ऑफ रिटेल इंटरेस्ट रेट्स"। जर्नल ऑफ बैंकिंग एंड फाइनेंस, खंड 32, 501-511.

फ्यूरेट्स, अना मारिया एंड शेलाघ ए हेफरनन (2009)। "इंटरेस्ट रेट ट्रांसमीशन इन यूके: ए कम्पेरिटिव अनालिसिस अक्रोस फाइनेंशियल फर्म्स एंड प्रोडक्ट्स". इंटरनेशनल जर्नल ऑफ फाइनेंस एंड इकॉनामिक्स, खंड 14, 45-63.

प्रधान घटकों के अनुमानों द्वारा निर्मित वित्तीय स्थिति सूचकांक[1] उच्च सह-संबंध (0.73) के साथ जीवीए वृद्धि को एक तिमाही पहले ही निकट से आंकने का काम करता है (चार्ट IV.12) ।

[1] सूचकांक में वित्तीय चरों से संबंधितमासिक आंकड़ों का प्रयोग किया गया है जैसे - खादयेतर ऋण, मुद्रा आपूर्ति, कारपोरेट्स द्वारा जुटाई गई कुल पूंजी, सूचकांक, ईक्विटी में उतार-चढ़ाव सांकेतिक विनिमय- दर, 3 महीने खजाना बिल और डब्लूएसीआर

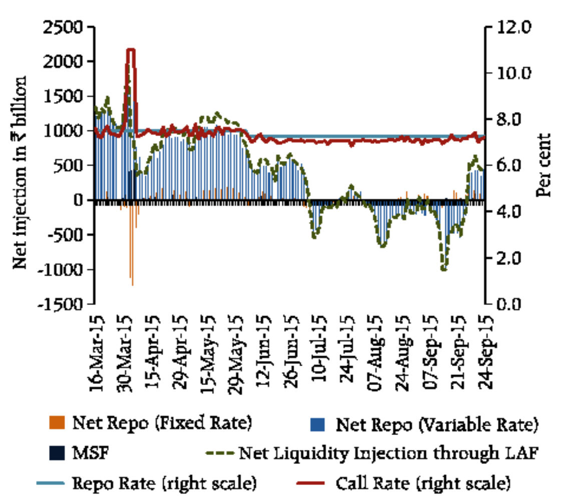
Chart IV.12: Movement in FCI and GVA growth



IV.2 चलनिधि की स्थिति

नियंत्रित सरकारी व्यय की मुख्य वजह से 2015-16 की पहली तिमाही में चलनिधि की स्थिति सामान्यत: कठिन बनी रही। लेकिन, दूसरी तिमाही में,सरकारी व्यय में वृद्धि होने तथा दिए गए उधारों के मुकाबले जमाराशियों के काफी अधिक रहने के कारण चलनिधि की स्थिति में उल्लेखनीय सुधार हुआ। भारतीय रिज़र्व बैंक ने इन दोनों चरणों को चलनिधि परिचालनों द्वारा सक्रिय रूप से प्रबंधित किया, इसके लिए पहली तिमाही में प्रतिदिन औसतन निवल 776 बिलियन रुपये की चलनिधि बढ़ाई तथा दूसरी तिमाही (24 सितंबर तक) में औसतन निवल 178 बिलियन रुपये की चलनिधि अवशोषित की (चार्ट IV.13)।

Chart IV.13: RBI's Liquidity Operations



भारतीय रिज़र्व बैंक ने एक दिवसीय से लेकर 20 दिवसीय तक की विविध अवधियों के परिवर्ती दर रिपो/रिवर्स रिपो की नीलामी आयोजित की। भारतीय रिज़र्व बैंक ने एनडीएस-ओएम के जरिये नियमित निवल ओएमओ बिक्री करने के अलावा 82.7 बिलियन रुपये अवशोषित करने के लिए 14 जुलाई को ओएमओ बिक्री आयोजित की ताकि अस्थिरता को कम करते समय नीतिगत रिपो दर से डब्लयुएसीएमआर का निकट का साम्य बना रहे।

वर्ष-दर-वर्ष आधार पर, आरक्षित धन(मुद्रा) की वृद्धि पिछले वर्ष की 9.6 प्रतिशत की तुलना में काफी बढ़ कर 18 सितंबर 2015 को 12.3 प्रतिशत हो गई। वर्ष-दर-वर्ष आधार पर, स्थूल मुद्रा दर वृद्धि एक वर्ष पहले के 13.0 प्रतिशत से घट कर 4 सितंबर 2015 को 11.2 प्रतिशत रह गई।

संक्षेप में, भारत में वित्तीय बाजार वैश्विक अनिश्चितताओं के चलते निवेशक की “रिस्क ऑन – रिस्क ऑफ” भावनाओं से प्रभावित हुए। वैश्विक बाजार के झंझावात तथा समग्र वैश्विक चलनिधि की स्थितियां आगे चल कर घरेलू वित्तीय बाजारों पर निर्णायक प्रभाव डालेंगी।

V. बाह्य वातावरण

ईएमई की धीमी गति के कारण वैश्विक आर्थिक गतिविधि में कमी आई, वहीं एई में शिथिल गति से सुधार हुआ। जिंसों के मूल्यों में कमी से मुद्रास्फीति की स्थिति सामान्यत: नरम बनी रही। तदनुसार, सभी देशों में मौद्रिक नीति समंजनकारी है। वित्तीय बाजारों में आया उग्र तूफान वैश्विक संवृद्धि तथा वित्तीय स्थिरता के लिए सबसे बड़े जोखिम के रूप में उभरा है।

अप्रैल 2015 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट के बाद से 2015 की दूसरी तिमाही में वैश्विक संवृद्धि में जो तेजी आई थी, उसमें ईएमई - जो क्रय शक्ति समता के तौर पर वैश्विक जीडीपी का 57 प्रतिशत है - की गति में लगातार हो रही गिरावट तथा एई में सतत सुधार जारी रहने के अभाव के कारण गिरावट दिखाई दी। जुलाई और अगस्त में प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं में औद्योगिक उत्पादन में कमी आई और विश्व व्यापार की मात्रा सीमित बनी रही। चीन की मंदी तथा उसके वैश्विक फैलाव से जुड़ी अत्यधिक अनिश्चितताओं से घिरे होने के कारण समष्टि-आर्थिक जोखिमों में काफी वृद्धि हुई है।

वैश्विक वित्त बाजारों में, दूसरी तिमाही में बार-बार अस्थिरता महसूस की गई। यह अस्थिरता जर्मनी से शुरू हुई वैश्विक बांड बाजार में घटती कीमतों पर बिक्री, ग्रीक संकट के समाधान की अनिश्चितता तथा अमरीकी मौद्रिक नीति के सामान्यीकरण के मार्ग की बाधाओं के कारण उत्पन्न हुई। तीसरी तिमाही में वित्तीय बाजारों में अस्थिरता फिर से उभर आई जो चीन में ईक्विटी के बुलबुले के फूटने से शुरू हुई और जिसे नीतिगत हस्तक्षेप के बुरी तरह असफल रहने से हवा मिली। चीन के शेयर बाजार के धराशायी होने से ईक्विटी बाजार में तथा सभी ईएमई मुद्राओं में काफी ह्रास हुआ और जिंसों के मूल्यों में भी बड़ी गिरावट आई। निवेशकों ने ईएमई को छोड़कर निवेश के लिए सुरक्षित जगह की तलाश की हड़बड़ी दिखाई, जिसकी वजह से पूंजी के बहिर्गमन में तेजी आई, विनिमय दरों में गिरावट आई, बांडों के लाभों में वृद्धि हुई तथा जोखिम अंतर (स्प्रेड) बढ़ा। इन सबकी वजह से इन सभी देशों की वित्तीय स्थितियां विकट बनीं। इसके परिणामस्वरूप, वित्तीय स्थिरता को बनाए रखने के लिए कई ईएमई को समंजनकारी मौद्रिक नीति से पीछे हटना पड़ा। इसके विपरीत, एई की मौद्रिक नीति अति-समंजनकारी बनी रही और लक्षित फेडरल फंड दर के बढ़ने से संबंधित प्रत्याशाएं खत्म हो गईं।

V.1 वैश्विक आर्थिक स्थितियां

अमरीका में आर्थिक गतिविधियों में दूसरी तिमाही में जो तेजी आई थी, उसकी गति तीसरी तिमाही में धीमी पड़ गई। यह इस बात को इंगित करती है कि विनिर्माण और निर्यातों में कमी आई तथा ऊर्जा क्षेत्र में पूंजीगत व्यय में कटौती हुई। यूरो क्षेत्र में, 2015 की पहली छमाही के दौरान जो थोड़ा सुधार हुआ था, उसमें ऊर्जा के मूल्यों में कमी तथा निजी क्षेत्र को बैंक उधार में शनै: शनै: वृद्धि के फलस्वरूप तीसरी तिमाही में मजबूती आई। यूके में गतिविधि की निरंतरता, विशेष रूप से उपभोग की घरेलू मांग की शक्ति के कारण बनी रही, लेकिन स्टर्लिंग के अधिमूल्यन के कारण निर्यात सीमित ही बने रहे। घटते उपभोग व्यय तथा कम होते निर्यातों की वजह से जापानी अर्थव्यवस्था में दूसरी तिमाही में जो गिरावट आई थी, उसमें और कमजोरी आई (सारणी V.1)।

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

(प्रतिशत)

	ति3-2014	ति4-2014	ति1-2015	ति2-2015	2015 (पी)
विकसित अर्थव्यवस्था					
युनाइटेड स्टेट	4.3	2.1	0.6	3.9	2.5
यूरो क्षेत्र	1.2	1.6	2.0	1.6	1.5
जापान	-1.1	1.3	4.5	-1.2	0.8
यूके	2.8	3.2	1.6	2.8	2.4
कनाडा	3.2	2.2	-0.8	-0.5	1.5
कोरिया	3.2	1.2	3.2	1.2	3.3
उभरती बाजार अर्थव्यवस्था(ईएमईस)					
चाइना	7.6	6.0	5.6	6.8	6.8
ब्राज़ील	0.4	0.2	-2.8	-7.6	-1.5
रशिया	-1.3	-2.8	-6.3	-8.0	-3.4
दक्षिण अफ्रीका	2.1	4.1	1.3	-1.3	2.0
थायलैंड	4.0	4.4	1.2	1.6	3.7
मलेशिया	3.6	7.2	4.8	4.4	4.8
मेक्सिको	2.4	2.8	1.7	2.0	2.4
सौदी अरेबिया*	5.9	10.7	4.0	-5.4	2.8

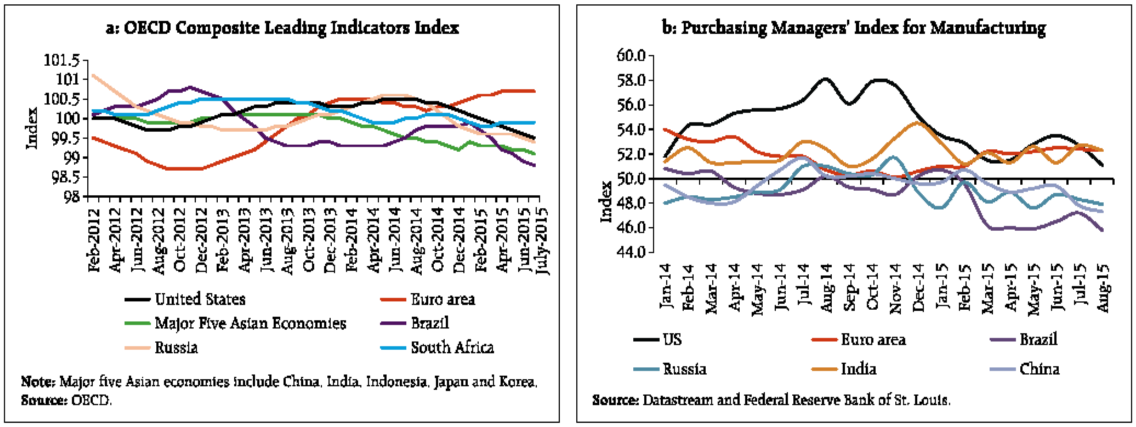
मेमो

	2014	2015P	2016 पी
विश्व आउटपुट	3.4	3.3	3.8
विश्व व्यापार मात्रा	3.2	4.1	4.4

पी : अनुमान *: मौसमी रूप से समायोजित

स्त्रोत : ब्लूमबर्ग एंड आईएमफ

Chart V.1: Movement in Lead Indicators



Note: Major five Asian economies include China, India, Indonesia, Japan and Korea.
Source: OECD.

Source: Datastream and Federal Reserve Bank of St. Louis.

अधिकांश ईएमई में अलग-अलग गति से और गिरावट आई। यह गिरावट जिंसों की गिरती कीमतों, कड़ी बाह्य वित्तीय स्थितियों, भू-राजनीतिक चिंताओं, देश-विशेष की संरचनागत कमजोरियों तथा चीन की मंदी से और भी घनीभूत हुए प्रतिकूल कारकों की वजह से आई। क्रय प्रबंधकों के सूचकांकों, औद्योगिक उत्पादन तथा आयातों सहित उच्च आवृत्ति वाले निर्देशक इस बात की ओर इशारा कर रहे हैं कि आवासीय निर्माण की धीमी गति, निवेश की गिरती कार्यक्षमता तथा बढ़ते ऋण स्तर के वातावरण में चीन में तीसरी तिमाही में और गिरावट आई है। जिंसों के गिरते मूल्यों ऊंची मुद्रास्फीति उपभोक्ता और निवेश मांग पर पड़ने वाले प्रभाव के बीच ब्राजील और रूस में मंदी और गहराएगी। कमजोर वैश्विक मांग तथा बढ़ती मजदूरी लागतों के बीच पावर की कमी की बाध्यता के कारण दक्षिण अफ्रीका मंदी की कगार पर है।

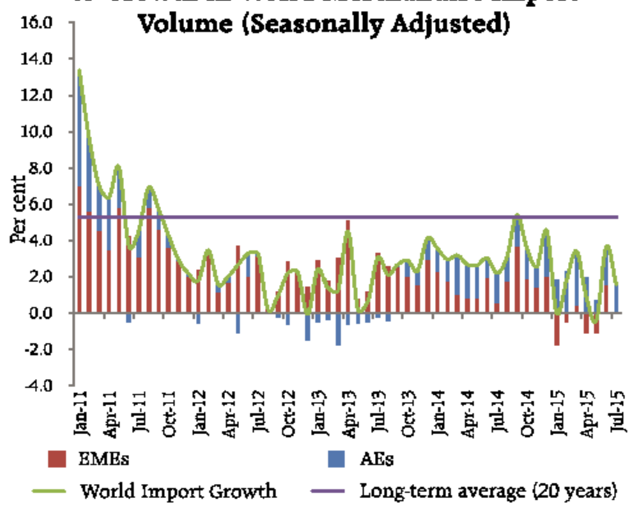
वर्ष 2015 की दूसरी छमाही में यह अपेक्षा की जाती है कि एई वैश्विक अर्थव्यवस्था को नेतृत्व प्रदान करेंगे क्योंकि उन्हें तेल के कम मूल्यों का लाभ मिल रहा है, वित्तीय समायोजनों से कमजोरी में कमी आ रही है तथा वे समंजनकारी रुझान वाली मौद्रिक नीति अपना रहे हैं। फिर भी, इन अर्थव्यवस्थाओं की सन्निकट संभावनाएं कमजोर बनी हुई हैं। दूसरी ओर, ईएमई में सतत कमजोर संवृद्धि, मुद्राओं के अवमूल्यन से बढ़ती अस्थिरता, वित्तीय बाजारों में चिंताजनक पूंजीगत बहिर्गमन और आस्तियों के मूल्यों में वृद्धि तथा ऋणग्रस्तता का बढ़ता स्तर वैश्विक संवृद्धि के जोखिमों को बढ़ा रहा है। तेल निर्यातक देशों के सम्मिश्र निर्देशकों से यह पता चलता है कि यूएस सहित प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं की संवृद्धि में कमी आ सकती है (चार्ट V.1ए)। विनिर्माण के लिए क्रय प्रबंधकों के सूचकांकों से यह संकेत मिलता है कि व्यावसायिक स्थितियां यूएस और यूरो क्षेत्र में जहां कुछ धूमिल हो रही हैं वहीं कुछ प्रमुख ईएमई में अधिक तेजी से बिगड़ रही हैं (चार्ट V.1बी)।

एई की अपेक्षा ईएमई में आयात की मात्रा में तेज गिरावट होने से 2015 की पहली छमाही में वैश्विक व्यापार की मात्रा का संवेग कम बना रहा (चार्ट V.2)। आयातों में मूल्य के रूप में कमी, विशेष तौर से सभी ईएमई में मुखर रही।

V.2 जिंसों के मूल्य और वैश्विक मुद्रास्फीति

आपूर्ति की भरमार तथा ईएमई से कमजोर मांग के कारण जिंसों के मूल्य कम बने रहे। दूसरी तिमाही में बढ़ी मांग के कारण कच्चे तेल के मूल्यों में फिर से तेजी आई, लेकिन चीन की मंदी, यूएस में इंवेंटरी के उच्च स्तर और विशेष रूप से ईरान से आपूर्ति में वृद्धि से उत्पन्न चिंताओं के परिप्रेक्ष्य में ये अगस्त 2015 में 2009 के बाद के अपने सबसे निचले स्तर पर पहुंच गए। मुख्यत: निर्माण, संरचनागत व्यय, धातु आयातक देशों की औद्योगिक गतिविधियों में गिरावट तथा यूएस डालर की आपूर्ति में वृद्धि और नयी शक्ति के कारण आधारभूत धातुओं के मूल्य कमजोर बने रहे। खाद्यान्न के वैश्विक मूल्यों में कमी जारी रही क्योंकि प्रमुख खाद्यान्नों तथा खाने के तेल के पर्याप्त उत्पादन की वजह से उनकी आपूर्ति अच्छी रही।

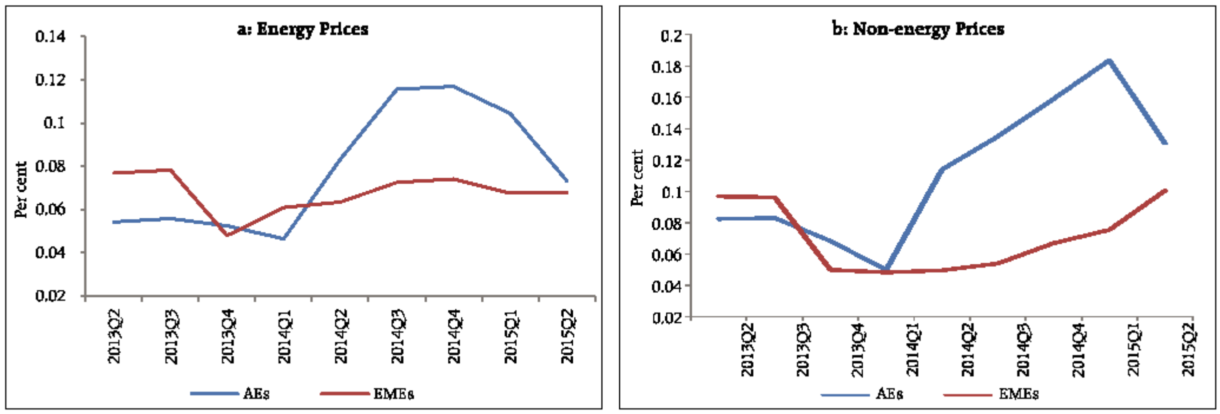
Chart V.2: Contribution of AEs and EMEs to Growth in World Merchandise Import Volume (Seasonally Adjusted)



Source: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

पैनल रोलिंग ओटो-रिग्रेसिव डिस्ट्रिब्यूटेड लैग (एआरडीएल) मॉडल1 यह दर्शाते हैं कि ऊर्जा और गैर-ऊर्जा मूल्यों दोनों ने एई और जिंस आयातक ईएमई में मुद्रास्फीति को उल्लेखनीय रूप से प्रभावित किया है। जहां यह प्रभाव एई में 2013 की दूसरी तिमाही से लेकर 2015 की दूसरी तिमाही की अवधि में बढ़ने का रहा है, वहीं यह ईएमई में स्थूल

रूप से स्थिर बना रहा है, यह इस बात का प्रतीक है कि ये मूल्य ईएमई की अपेक्षा एई में मुद्रास्फीति निर्माण में अधिक बड़ी भूमिका निभाते हैं(चार्ट V.3ए और बी)।



Source: Staff Estimates. AEs: The US, the UK, Euro area, Canada and Japan. EMEs: Turkey, Hong Kong, Singapore, China, Thailand, Korea and Chile.

यूएस में आवासन लागतों द्वारा चालित वृद्धि के बावजूद मुद्रास्फीति कम बनी रही। यद्यपि यूरो क्षेत्र मई में अवस्फीति से बाहर निकल आया, तथापि जिंसों के मूल्यों में घबराहट भरी गिरावट तथा अगस्त के बाद वाले भाग में यूरो के मजबूत होने से नए सिरे से अधोगामी चक्र बढ़ने का भय उत्पन्न हो गया है। इसी प्रकार, जापान में भी कमजोर घरेलू मांग और ऊर्जा के गिरते मूल्यों के कारण जुलाई में मुद्रास्फीति के घटने के साथ अवस्फीति संबंधी चिंताएं बनी हुई हैं।

कुछ ईएमई में, जिंसों के घटते मूल्यों के प्रभाव पर हावी संरचनात्मक बाधाओं तथा मुद्रा के भारी अवमूल्यन से मुद्रास्फीति का जोखिम बन गया है। ब्राजील और रूस में मंदी के होते हुए भी मुद्रास्फीति बढ़ रही है। टर्की, इंडोनेशिया और दक्षिणी अफ्रीका में संरचनागत अनम्यता के कारण उच्च मुद्रास्फीति बनी हुई है।

V.3 मौद्रिक नीति का रुझान

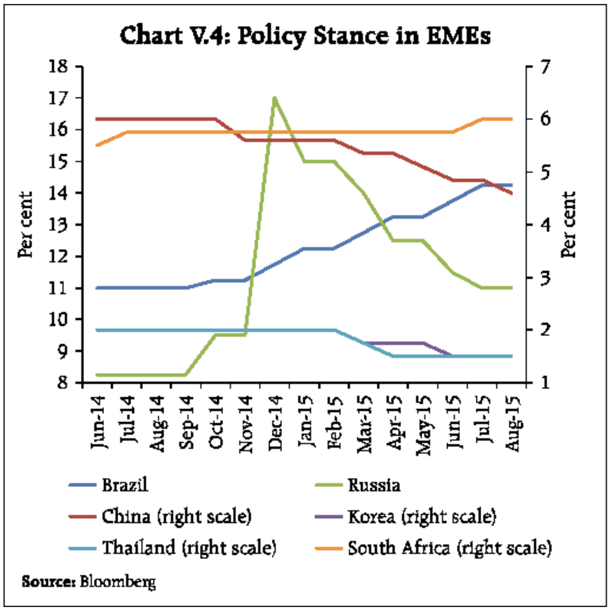
अधिकांश देशों में मौद्रिक नीति का रुझान अत्यधिक समंजनकारी बना हुआ है, पर यह भिन्न दिशा में जाने की तैयारी में है। फेडरल ओपन मार्केट कमिटी ने अपनी सितंबर की बैठक में मौद्रिक नीति के सामान्यीकरण को टाल दिया। बैंक ऑफ इंग्लैंड ने भी मुद्रास्फीति संबंधी पूर्वानुमानों को घटाया है तथा ब्याज दरों में वृद्धि को आगे बढ़ाया है। तेल के मूल्य गिरने और अगस्त में शेयर बाजार में मची खलबली के बाद यूरो का अधिमूल्यन होने के कारण यूरोपीय सेंट्रल बैंक के लिए अपनी बैठक में मुद्रास्फीति संबंधी लक्ष्य निर्धारित करना निरंतर कठिन होता जा रहा है। यूरोपीय सेंट्रल बैंक ने

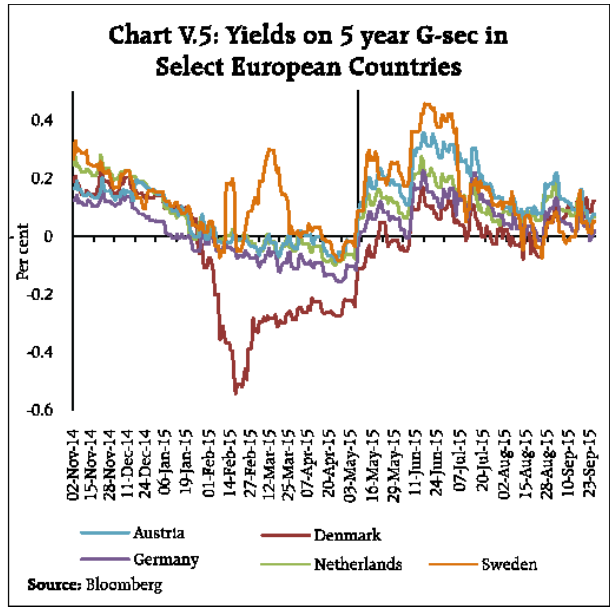
अधिक आस्तियों की खरीद की संभावना जताई है। जापान में, कमजोर सन्निकट संवृद्धि संभावनाओं के चलते और मौद्रिक सुलभता लाई जा सकती है।

दूसरी ओर, ईएमई में नीतिगत रुझान मिश्रित बना रहा। बेंचमार्क उधार और जमा दरों में हाल में की गई कटौती तथा चीन में मुद्रा के अवमूल्यन के प्रभाव अन्य ईएमई पर भी पड़ रहे हैं। तेजी से बढ़ती मुद्रास्फीति के बावजूद रूस मंदी को रोकने के लिए दरों में कटौती करता आ रहा है। टर्की और इंडोनेशिया जहां संवृद्धि की धीमी गति के मद्देनजर अपनी नीतिगत दरों में कोई परिवर्तन नहीं कर रहे हैं, वहीं अपनी मुद्राओं के अवमूल्यन को रोकने के लिए विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप कर रहे हैं। थाईलैंड और कोरिया ने कम मुद्रास्फीति के चलते अपनी दरों में कटौती का साहस दिखाया है ताकि निर्यात मांग में तेजी लाई ला सके। दूसरी ओर ब्राजील ने मंदी की स्थिति गहराने के बावजूद, मुद्रा अवमूल्यन के दबाव के चलते मुद्रास्फीति को रोकने के लिए अपनी नीतिगत दरों में वृद्धि की है। मुद्रास्फीति को थामने के लिए दक्षिण अफ्रीका ने जुलाई में अपनी नीतगत दरों में वृद्धि की (चार्ट V.4)।

V.4 वैश्विक वित्तीय बाजार

वैश्विक वित्तीय बाजारों की गतिविधियां वर्ष 2015 की दूसरी तिमाही और तीसरी तिमाही के दौरान बिलकुल विपरीत रहीं। दूसरी तिमाही में, एई में अति-समंजनकारी मौद्रिक नीति के चलते सभी वर्गों में आस्तियों के मूल्यों में उछाल आया। तीसरी तिमाही में, शुरूआत में ग्रीस में समझौता वार्ता के लम्बे समय तक चलने और बाद में चीन के ईक्विटी मूल्यों में तीव्र गिरावट होने और आरएमबी के अवमूल्यन के कारण निवेशकों की भावनाओं में बेहद कमजोरी आने से स्थितियों में जबरदस्त बदलाव आया। जहां तक नियत आय बाजारों का संबंध है, सरकारी बांडों के लाभों में अप्रैल में रिकॉर्ड गिरावट हुई और यूरोप में सरकारी ऋण के बड़े भाग का कारोबार नकारात्मक लाभ पर हुआ (चार्ट V.5)।





अप्रैल के अंत तक, ग्रीस में बढ़ते संकट, ईसीबी द्‌वारा आस्तियों की अधिक खरीद, बॉसल III के अंतर्गत विनियात्मक परिवर्तनों के कारण चलनिधि की कमी ने जर्मन बांड बाजार में हड़बड़ाहट में घटती दरों पर बिक्री करने के लिए उकसाया, जिसमें मई और जून के दौरान 10 वर्षीय लाभ वाले बांड में लगभग 80 आधार अंकों का उछाल आया, इस सबसे निवेशकों के बीच बेचैनी बढ़ी। यूरोप में, बांड लाभ बढ़ते ग्रीक सीडीएस स्प्रैड के अनुसार चले और वार्ता असफल होने के साथ गिर गए। लेकिन, जुलाई में नए कार्यक्रम की संभावना के कारण इसका संक्रामक प्रभाव सीमित रहा। हालांकि, जून के आखिर में चीन के शेयर बाजार के धराशायी होने के बावजूद बांड बाजार कमोवेश जीवंत बना रहा, लेकिन घबराए हुए निवेशकों के बाहर निकलने की हड़बड़ाहट की वजह से सभी जगह सरकारी बांडों के लाभ में कमी आई। निवेशकों की भावनाओं में तेजी से परिवर्तन के चलते बांड बाजार के आवेग के अल्पजीवी और असामान्य अंतर्राष्ट्रीय फैलाव से यह स्पष्ट होता है कि जैसे-जैसे एई में मौद्रिक नीति का रुझान स्पष्ट होता जाता है, दीर्घावधि लाभ ईएमई में मौद्रिक स्थितियों के विकसित होने में महत्वपूर्ण भूमिका निभा सकते हैं, जिससे वह असमंजस उभर कर सामने आता है जिसका सामना वे मौद्रिक नीति के निर्धारण में पहले ही कर रहे हैं (बॉक्स V.1)।

बॉक्स V.1 : क्या ब्रिक्स में मौद्रिक नीति का निर्धारण वैश्विक दीर्घावधि ब्याज-दरें करेंगी?

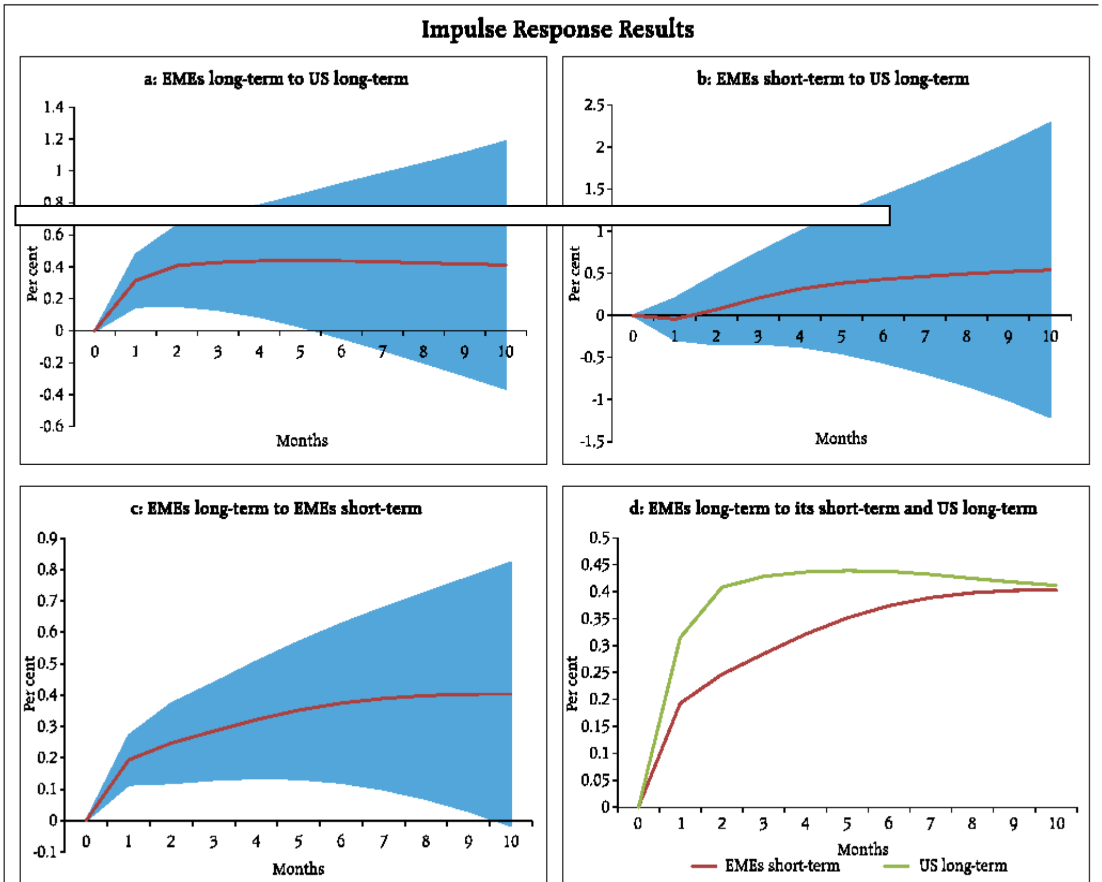
2000 की शुरूआत से अर्थव्यवस्थाओं के बीच वैश्विक दीर्घावधि ब्याज दरें वित्तीय संबंध का अव्यक्त माध्यम रही हैं। वित्तीय क्षेत्र के सुधार, वैश्वीकरण तथा वैश्विक संकट के बाद के वर्षों में लाभों के लिए खोज की गहनता ने कई ईएमई सरकारों को मात्रात्मक सुगमता के चलते उत्प्रेरित कम अवधि प्रीमियम के लाभ प्राप्त करने के लिए अंतर्राष्ट्रीय बाजारों में दीर्घावधि स्थानीय करेंसी बांड जारी करने में समर्थ बनाया। वर्ष 2000 की शुरूआत से यूएस डालर बांड बाजारों में यूएस से बाहर गैर बैंकों के सकल उधारों में चार गुना वृद्धि हुई और यह 2015 की पहली तिमाही में 4.5 ट्रिलियन अमरीकी डालर के लगभग पहुंच गए (मैकाले एवं अन्य 2015)।

एक परिणाम यह रहा है कि ईएमई में घरेलू दीर्घावधि ब्याज दरें वैश्विक दीर्घावधि ब्याज दरों से सीधे प्रभावित होती रही हैं, जबकि घरेलू अल्पकालीन नीतिगत दरों के प्रति कम अनुक्रियाशील होती जा रही हैं (टर्नर 2015)। इसने ईएमई के लिए मौद्रिक नीति विभ्रम पैदा कर दिया है, बहुत कम दीर्घावधि ब्याज दरों ने एई को ईएमई में बड़े पैमाने पर पूंजी प्रवाह के लिए प्रोत्साहित किया, जिससे विनिमय दर का अधिमूल्यन हुआ, घरेलू बांड लाभों तथा चलनिधि की स्थिति को सुगम बनाया जिसकी वजह से ऋण स्थितियों का विस्तार हुआ। इसके विपरीत, आरएमबी के अवमूल्यन के अनुभव सामने आने, सामान्यीकृत जोखिम विमुखता तथा पूंजी बहिर्गमन से ईएमई की मुद्राओं का अवमूल्यन हुआ तथा मौद्रिक स्थितियों में कठोरता आई। यह देखना होगा कि जैसे-जैसे अमरीका की मौद्रिक नीति के सामान्यीकरण का समय नजदीक आता है, क्या ईएमई के केंद्रीय बैंक नीतिगत दर परिवर्तनों के जरिये वैश्विक दीर्घावधि ब्याज-दरों में उतार-चढ़ाव के प्रति प्रतिक्रिया दर्शाने के लिए बाध्य होंगे?

ब्रिक्स देशों के लिए (इंडोनेशिया सहित) घरेलू दीर्घावधि लाभों को शामिल करते हुए पैनल वीएआर विश्लेषण, औद्योगिक उत्पादन, मुद्रास्फीति और विनिमय दर तथा जून 2009 से जून 2015 की अवधि के यूएस दीर्घावधि लाभ यह उद्घाटित करते हैं कि यूएस 10 वर्षीय लाभ में 100 आधार अंकों की वृद्धि, 10 वर्षीय लाभ में 40 आधार अंकों से अधिक की वृद्धि से संबद्ध है, जिसकी पुष्टि 8 ईएमई के लिए टर्नर (2015) तथा 5 एशियाई अर्थव्यवस्थाओं के लिए मियाजिमा एवं अन्य (2014) द्वारा हो जाती है। लेकिन, बाद वाले के विपरीत ब्रिक्स में अल्पकालीन दरें यूएस 10 वर्षीय लाभ के प्रति

बॉक्स V.1 : जारी

फिर भी, घरेलू अल्पकालीन दरों का घरेलू दीर्घावधि लाभों पर उल्लेखनीय प्रभाव होता है, यह प्रभाव यूएस 10 वर्षीय लाभ की अपेक्षा कम होता है जो टर्नर (2015) के समान है (चार्ट a से d)।



Source: Staff Estimates.

इनसे यह पता चलता है कि ब्रिक्स में मौद्रिक नीति के वैश्विक दीर्घावधि लाभों में उतार-चढ़ाव से बाधित हो सकने के बावजूद नीतिगत दरों में परिवर्तन मुख्य रूप से घरेलू कारकों द्वारा ही तय होते रहेंगे।

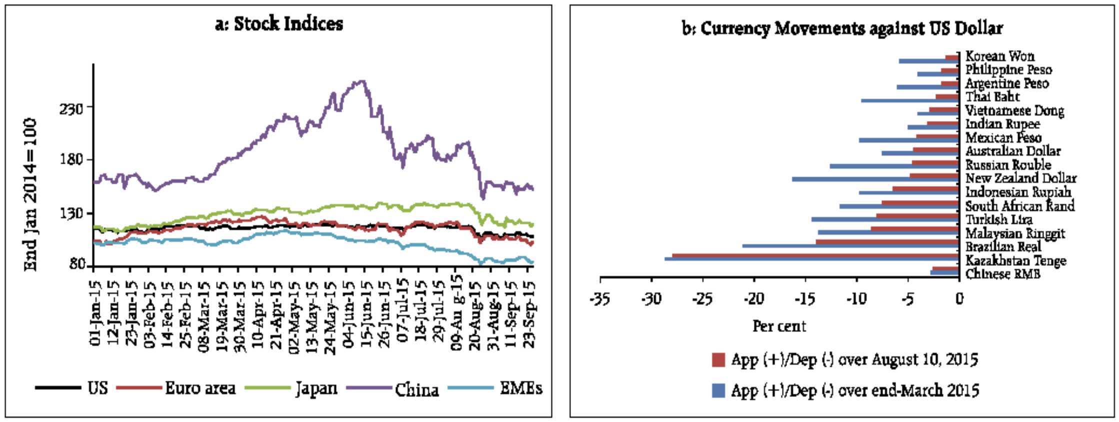
संदर्भ:

मैकाले, आर. एन. पी. मेकगुरे और वी. शुशको (2015), "ग्लोबल डालर क्रेडिट : लिंक्स टू यूएस मोनेटरी पॉलिसी एंड लिवरेज", बीआइएस वर्किंग पेपर नं.483.

मियाजिमा, केन, एम.एस मोहंती तथा जेम्स यटमेन (2014), "स्पिलओवर ऑफ यूएस अनकंवेंशनल मोनेटरी पॉलिसी टू एशिया: दि रोल ऑफ लांग टर्म इंटरेस्ट रेट्स", बीआइएस वर्किंग पेपर नं.478.

टर्नर, पी. (2015) "ग्लोबल मोनेटरी पॉलिसीज़ एंड दि मार्केट : पॉलिसी डाइलेमाज़ इन इमर्जिंग मार्केट्स", कम्पेरिटिव इकॉनामिक स्टडीज़ 57.

Chart V.6: Equity Markets and Currency Movements



दूसरी तिमाही में, लाभ की खोज में ईक्विटी के मूल्य एई और ईएमई दोनों में समान रूप से रिकॉर्ड स्तर तक बढ़े – शंघाई सम्मिश्र में 114 प्रतिशत की वृद्धि हुई तथा यह बढ़ा हुआ मूल्यांकन विश्वभर में पी/ई अनुपात में उछाल के रूप में सामने आना शुरू हुआ। जून के आखिरी भाग और जुलाई में चीन के ईक्विटी मूल्यों में तेज गिरावट होने और उसके एशिया के अन्य बाजारों तक फैलने से जिंस बाजारों पर विपरीत प्रभाव पड़ा और विनिमय दरों में कमी आई। यद्यपि ईक्विटी के मूल्यों में जुलाई के आखिर में और अगस्त की शुरूआत में स्थिरता आई, तथापि 11 अगस्त को आरएमबी के अवमूल्यन से और उसके बाद सितंबर तक गिरावट चलते रहने से बाजारों ने इसे चीन की अर्थव्यवस्था की कमजोरी के घनीभूत होने के संकेत के रूप में लिया। 24 अगस्त 2015 को चीन की ईक्विटी में 8.5 प्रतिशत की भारी गिरावट हुई, जिसे "काला सोमवार" (ब्लैक मंडे) का नाम दिया गया। इसका प्रभाव विश्वभर के शेयर बाजारों पर पड़ा – यूएस बाजारों में 3.9 प्रतिशत की, यूरो क्षेत्र में 5.4 प्रतिशत की तथा ईएमई में 5.0 प्रतिशत की गिरावट आई। 17 सितंबर को फेडरल रिज़र्व बैंक की चुप्पी से कुछ ईएमई में संविभाग निवेश फिर से शुरू हुआ। जर्मनी में शेयरों को हड़बड़ाहट में औने-पौने मूल्यों में बेचने तथा चीन के विनिर्माण क्षेत्र में अपेक्षा से कम उत्पादन के चलते सितंबर के आखिर में ईक्विटी और मुद्रा बाजारों की अस्थिरता फिर से उभर आई।

विदेशी मुद्रा बाजारों में, पिछली तिमाही में अमरीकी अर्थव्यवस्था में गिरावट, एफओएमसी द्वारा संवृद्धि पूर्वानुमानों को घटाने, चीन में मंदी के भय तथा विश्वभर में अपस्फीति के जोखिम से उत्पन्न मंदड़िया भावना की प्रतिक्रियास्वरूप अप्रैल से मई के मध्य की अवधि के दौरान स्थूल डालर सूचकांक में 2.6 प्रतिशत की गिरावट आई। लेकिन, मई तक खुदरा बिक्री में सुधार, मजदूरी में वृद्धि तथा उपभोक्ता विश्वास से यूएस डालर में नई

शक्ति का संचार हुआ, सुरक्षित जगह की तलाश, बांड बाजार में हड़बड़ाहट भरी बिक्री के बाद व्यापार के फिर से शुरू होने से अन्य सुधार होने में सहायता मिली, जिससे अमरीकी डालर 7 सितंबर 2003 से अपने उच्च स्तर तक जा पहुंचा। इसके विपरीत, यूरो जो ईसीबी द्वारा मात्रा बढ़ाए जाने के कारण दूसरी तिमाही के दौरान 9.7 प्रतिशत तक गिर गया था, उसके बाद की अवधि में कुछ बढ़ा। ईएमई मुद्राएं, जो कमजोर आधारभूत बातों तथा/अथवा व्यापारिक शर्तों की वजह से मार्च 2015 के अंत से सामान्यत: अवमूल्यित होती रही हैं, उनमें 11 अगस्त को आरएमबी के अवमूल्यन के कारण विदेशी संविभाग निवेशकों के सुरक्षित जगह तलाशने के लिए बाहर जाने की वजह से बड़ी गिरावट आई (चार्ट V.6बी)।

सार रूप में, यह अपेक्षा की जाती है कि फिलहाल वैश्विक अर्थव्यवस्था में नरमी का जो काल चल रहा है, वह आगे भी जारी रहेगा क्योंकि गिरावट के जोखिमों में उल्लेखनीय वृद्धि हुई है। जिंसों और तेल के मूल्यों मे कमी, तेल आयातक देशों, विशेष रूप से एई में मांग के लिए शुभ सूचना की तरह है, वहीं जिंस निर्यातकों तथा प्रमुख ईएमई की संवृद्धि की संभावनाओं के लिए चीन की आर्थिक संभावनाएं मुख्य कारक का काम करेंगी।