

## विषय-वस्तु

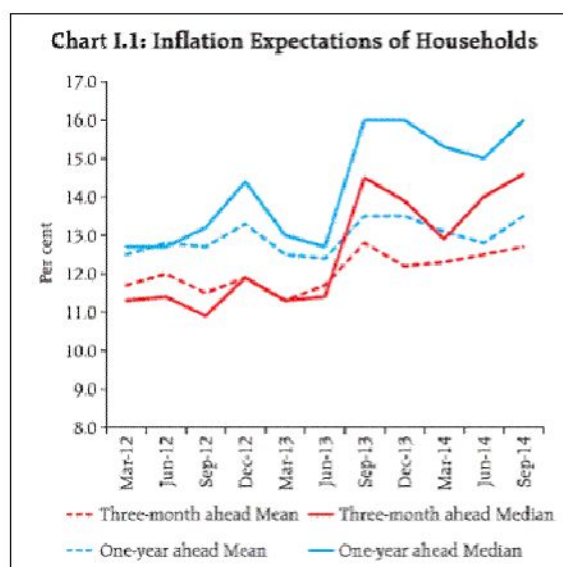
<b>अध्याय I: समष्टि-आर्थिक परिदृश्य</b>		<b>2</b>
I.1 :	मुद्रास्फीति परिदृश्य	2
I.2 :	वृद्धि का परिदृश्य	5
	बाक्स I.1: आधार प्रभाव और मुद्रास्फीति पूर्वानुमान	5
I.3 :	जोखिमों का संतुलन	10
<b>अध्याय II. कीमतें और लागत</b>		<b>15</b>
II.1 :	उपभोक्ता कीमतें	15
II.2 :	मुद्रास्फीति के कारक	17
	बाक्स II.1: संकट के बाद भारत में मुद्रास्फीति की जड़ता	18
II.3 :	लागत	21
	बाक्स II.2: मजदूरी/श्रम लागतों की माप	24
<b>अध्याय III. मांग और उत्पादन</b>		<b>26</b>
III.1 :	सकल मांग	26
III.2 :	उत्पादन	30
III.3 :	वृद्धि गत्यात्मकता के चक्रीय और संरचनात्मक पक्ष	32
<b>अध्याय IV. वित्तीय बाजार और चलनिधि स्थितियां</b>		<b>36</b>
IV.1 :	वित्तीय बाजार	36
IV.2 :	चलनिधि स्थितियां	41
	बाक्स IV.1: चलनिधि अनुमान और चलनिधि प्रबंधन का नया ढाँचा	45
<b>अध्याय V. वैश्विक परिवेश</b>		<b>46</b>
V.1 :	वैश्विक आर्थिक स्थितियां	46
V.2 :	वैश्विक मुद्रास्फीतीय घटनाक्रम	47
V.3 :	मौद्रिक नीति का रुख	48
	बाक्स V.1: क्या पण्य का जबरदस्त चक्र (कमोडिटी सुपर साइकल) समाप्त हो गया है?	49
V.4 :	अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय बाजार	51

## I. समष्टि-आर्थिक परिदृश्य

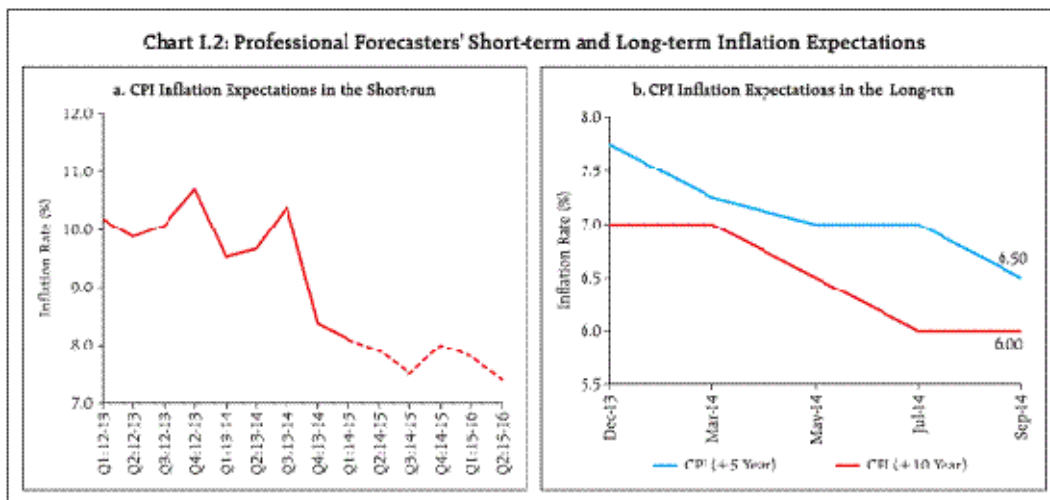
2014-15 की पहली तिमाही (क्यू2) में आर्थिक कार्य-कलापों में तेजी आई, पर दूसरी तिमाही (क्यू2) में इसकी गति में शिथिलता आई प्रतीत होती है। कारोबारी विश्वास में सुधार और निवेश मांग की फिर से शुरुआत हेतु अनुकूल माहौल से वर्ष के अंत में वास्तविक जीडीपी वृद्धि में गति आनी चाहिए। इसमें मामूली रूप से बढ़ रहे वैश्विक समुत्थान के सहारे बढ़ने वाले निर्यात तथा अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय बाजारों में प्रतिफल की जारी तलाश के चलते होने वाले पूँजी आगम से सहायता मिलेगी। खाद्य आपूर्ति में मौसम के चलते आने वाली बाधाओं को छोड़कर, मुद्रास्फीति में कमी आ रही है जो कि व्यापक स्वरूप की है तथा 2014-15 में यह प्रत्याशित मार्ग के आस-पास बढ़ेगी। तथापि, प्रतिबद्ध निर्दिष्ट मार्ग से होते हुए मुद्रास्फीति को 2016 तक 6 प्रतिशत तक लाने के रास्ते में हाउसहोल्ड्स की बढ़ी हुई मुद्रास्फीतीय प्रत्याशाओं और अभी तक बढ़े हुए इनपुट लागतों व अडियल मजदूरी की चुनौतियां बनी हुई हैं।

### I.1 मुद्रास्फीति परिदृश्य

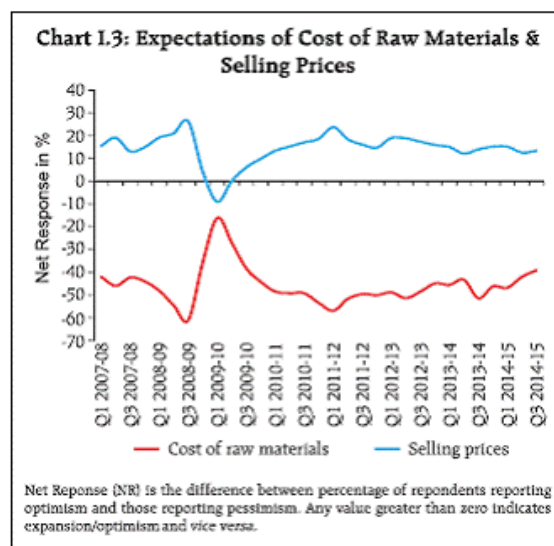
नवंबर 2013 के 11.2 प्रतिशत के शिखर से उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) मुद्रास्फीति में कमी आने के साथ अल्पावधि मुद्रास्फीति संभावना में सुधार हुआ है और अप्रैल में पहले मौद्रिक नीति वक्तव्य के समय जितना लग रहा था उसकी तुलना में जनवरी 2015 के लिए 8 प्रतिशत का लक्ष्य पहले से अधिक पहुँच के अंदर लगता है। खाद्य कीमतों के संवेदनशील घटकों को देखने से लगता है कि मानसून से जुड़ी बढ़ोतरी के बाद वे बढ़ी होंगी। अंतर्राष्ट्रीय पण्य, विशेषतः कच्चे तेल, धातुओं और रसायनों की कीमतों में नरमी देशी स्तर पर प्रमुख लागत मूल्यों में कमी के रूप में प्रभाव दिखा रही है। मजदूरी वैसे तो अभी भी अडियल है, परंतु घट रही है जिससे पहले की तुलना में न्यूनतम समर्थन मूल्य (एमएसपी) में वृद्धि कमतर करने में सहायता मिल रही है। साथ ही, इस वर्ष जनवरी से विनिमय दर (एक्सचेंज रेट) में स्थिरता अवस्फीति में जड़ जमा रही है। इसके अलावा, पहले किए गए मौद्रिक कसाव के प्रभाव अर्थव्यवस्था के विभिन्न क्षेत्रों में शिथिलता के जरिये मुद्रास्फीति को नीचे लाने का कार्य कर रहे हैं, सिवाय खाद्य व ईंधन के। तथापि, मुद्रास्फीति के ऊपर जाने का जोखिम मानसून के असमान, स्थानिक वितरण तथा भू-राजनैतिक तनावों से है जो अगर घटित हो जाएं तो अल्प-कालिक संभावना पर प्रतिकूल असर पड़ सकता है।



भविष्योन्मुखी सर्वेक्षणों में विभिन्न आर्थिक एजेंटों की प्रत्याशाओं के अध्ययन से मजदूरी व कीमत संरचना के बारे में और इस प्रकार मुद्रास्फीतीय स्थितियों के विकास के बारे में उपयोगी समझ हासिल होती है। तीन महीने आगे को लेकर हाउसहोल्ड्स मुद्रास्फीतीय प्रत्याशाओं में मुद्रास्फीति के मोर्चे पर हाल की अनुकूल घटनाओं को समुचित स्थान नहीं मिला प्रतीत होता है और अनुमान है कि मानसून की अनिश्चितता के चलते उनकी प्रत्याशाएं मार्च से बढ़ती ही जा रही हैं (चार्ट 1.1)। दिसंबर 2013 के समय से कुछ घटने के बाद एक वर्ष आगे की मुद्रास्फीतीय प्रत्याशाएं भी बढ़ी हैं और दीर्घावधि औसत की तुलना में ऊंचाई पर बनी हुई हैं। रिजर्व बैंक ने जिन पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं (प्रोफेशनल फोरकास्टर्स) का सर्वेक्षण किया है वे भी मानते हैं कि 2014-15 की तीसरी तिमाही (क्यू3) तक माध्यिका मुद्रास्फीति (मीडियन इनफ्लेशन) कुछ नरम पड़ सकती है परंतु चौथी तिमाही (क्यू4) में इसमें मजबूती आ सकती है (चार्ट 1.2)। तथापि, उनकी दीर्घावधि मुद्रास्फीतीय प्रत्याशाएं ढलान के पथ पर प्रतीत होती हैं। रिजर्व बैंक के औद्योगिक संभावना सर्वेक्षण में निकट-अवधि में इनपुट कीमतों के बारे में विनिर्माताओं (मैन्यूफैक्चरर्स) की प्रत्याशाओं में नरमी झलकती है; अर्थव्यवस्था में ढिलाई बनी रही तो आगे चलकर यह विक्रय मूल्यों (सेलिंग प्राइसेज) को नरम कर सकता है (चार्ट 1.3)।



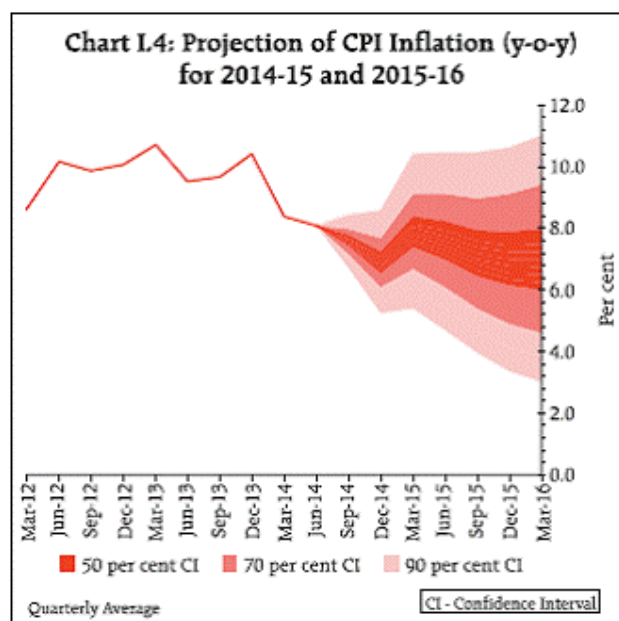
बेसलाइन अनुमानों (टेबल 1.1) को लें तो संरचनात्मक मॉडलों से प्राप्त निकट-अवधि पूर्वानुमान और मॉडलों से बाहर के निर्णयपरक एडजस्टमेंट, जिसमें वैसी सूचनाएं आती हैं जिन्हें स्पष्टतः मॉडल नहीं किया गया है, से यह संकेत मिलता है कि 2014-15 की चौथी तिमाही में औसत सीपीआई हेडलाइन मुद्रास्फीति 6.8 प्रतिशत से 9.2 प्रतिशत के 70 प्रतिशत विश्वास अंतराल के साथ लगभग 8 प्रतिशत होगी। इस प्रकार, जनवरी 2015 तक सीपीआई मुद्रास्फीति को 8 प्रतिशत या उससे कम पर रखने के लक्ष्य के प्रति जोखिम मोटे तौर पर संतुलित हैं (चार्ट 1.4)। निकट अवधि में मुद्रास्फीति के मार्ग का विकास बताता है कि मुद्रास्फीति 8 प्रतिशत के करीब के अपने वर्तमान स्तर से नरम पड़कर नवंबर तक लगभग 6 प्रतिशत पर आ जाएगी। आनेवाले महीनों में अनुकूल आधार प्रभावों (बेस इफेक्ट्स) के उलटने से (बाक्स 1.1), इस बात की संभावना है कि मुद्रास्फीति फिर चढ़कर जनवरी तक लगभग 8 प्रतिशत पर पहुँच जाए जो कि मार्च 2015 तक रहे।



यह मानते हुए कि भारतीय अर्थव्यवस्था की समष्टि-आर्थिक नीतियां एवं संरचनागत विशेषताएं लंबे समय अर्थात् मार्च 2016 तक बदलेंगी नहीं तो इस दीर्घावधि के लिए मौद्रिक नीति मॉडल पूर्वानुमान बताता है कि 4.6 प्रतिशत से 9.4 प्रतिशत के 70 प्रतिशत विश्वास अंतराल के साथ मुद्रास्फीति क्रमशः घटकर 2015-16 की चौथी तिमाही (क्यू4) में 7.0 प्रतिशत तक आएगी। इससे यह पता चलता है कि जनवरी 2016 तक 6 प्रतिशत के लक्ष्य के लिए काफी उर्ध्वगामी जोखिम हैं, विशेषतः यह देखते हुए कि आर्थिक कार्यकलाप और औसत मांग में वृद्धि प्रत्याशित है तथा खाद्य आपूर्ति में संरचनात्मक सुधारों के फल आने में समय लग रहा है।

#### टेबल I.1: निकट-अवधि पूर्वानुमानों के लिए बेसलाइन अनुमान

- वर्ष के शेष समय में भारतीय समूह के कच्चे तेल की कीमत अमेरिकी \$ 100 प्रति बैरल पर।
- वर्ष के शेष समय में विनिमय दर (एक्सचेंज रेट) लगभग ₹60 प्रति अमेरिकी \$ पर.
- 2014 के बाद से डीजल कीमतों में कोई वृद्धि नहीं.
- वर्ष के शेष समय में नियंत्रित एलपीजी और किरासन कीमतों में कोई बढ़ोतरी नहीं।
- वर्ष की दूसरी छमाही में वैश्विक वृद्धि में तेजी, जैसा कि आईएमएफ के वर्ल्ड इकनामिक आउटलुक के जुलाई 2014 के अपडेट में अनुमान लगाया गया है।
- केंद्रीय बजट 2014-15 में बताए गए राजकोषी घाटे के लक्ष्य को प्राप्त कर लिया जाए।
- पूर्वानुमान जिस अवधि से संबंधित है उस दौरान देशी समष्टि-आर्थिक/ संरचनात्मक नीतियों में कोई बड़ा बदलाव नहीं।



## 1.2 वृद्धि का परिदृश्य

लगातार आठ तिमाहियों तक कमजोर बने रहने के बाद 2014-15 की पहली तिमाही (क्यू1) में वास्तविक जीडीपी ने 5.7 प्रतिशत की वृद्धि दर्ज करके चकित कर दिया। आपूर्ति पक्ष में दक्षिण पश्चिम मानसून में 12 प्रतिशत की कमी, साथ ही इसके असमान वितरण और गत वर्ष की तुलना में खरीफ की देर से बुवाई कृषि विकास को पीछे घसीटेगी जैसा कि खरीफ उत्पादन के पहले अग्रिम आकलन (एडवांस एस्टीमेट) से जाहिर है। क्यू1 में औद्योगिक कार्यकलाप में देखी गई तेज वृद्धि, उसके बाद से कमजोर पड़ गई है और

### बाक्स 1.1: आधार प्रभाव और मुद्रास्फीति पूर्वानुमान

मुद्रास्फीति और इसके लिए तय किए गए लक्ष्य(यों) को मौद्रिक प्राधिकारी सामान्यतः वर्ष-दर-दर परिवर्तनों अर्थात् किसी दिए गए माह के मूल्य सूचकांक (p) में एक वर्ष पहले के तत्संबंधी माह के सूचकांक की तुलना में प्रतिशत परिवर्तन के रूप में व्यक्त करते हैं। इस प्रकार किसी दिए गए माह में मुद्रास्फीति या  $\pi$  को  $\pi_t = [\ln p_t - \ln p_{t-12}] * 100$  के रूप में व्यक्त किया जाता है जहाँ p मूल्य सूचकांक है और ln प्राकृतिक लघुगणक (नेचुरल लागरिदम) है। इसी प्रकार, पिछले माह में मुद्रास्फीति  $\pi_{t-1} = [\ln p_{t-1} - \ln p_{t-13}] * 100$  और इसी तरह है।

कीमतों में स्थिरता पर केंद्रित मौद्रिक नीति के संचालन में उत्तरदायित्व का अर्थ है जनता को यह बताना कि एक अवधि से दूसरी अवधि के बीच मुद्रास्फीति क्यों ऊपर या नीचे गई है। अंकगणित के रूप में  $\pi_{t-1}$  के  $\pi_t$  तक पहुँचने की व्याख्या दो भागों में है : (1)  $p_{t-1}$  क्यों  $p_t$  तक गया या मूल्य सूचकांक में माह-दर-माह परिवर्तन जिसे 'संवेग' (मोमेंटम)<sup>1</sup> कहा जाता है; और (2)  $p_{t-12}$  क्यों  $p_{t-13}$

<sup>1</sup> सामान्यतः मौसमी एडजस्टमेंट इसलिए किए जाते हैं कि उस अंतर्निहित रुझान की साफ तस्वीर मिल सके जो कृषि उत्पादन या उपभोक्ता व्यय आदि में देखे जाने वाले मौसमी प्रभावों से संबंधित पहले से बताए जा सकने लायक बहुत कम समय के परिवर्तनों से धुंधला नहीं पड़ता। माह-दर-माह परिवर्तनों को भी सामान्यतः

तक गया या 'आधार प्रभाव' ('बेस इफेक्ट्स')।

अल्पावधि वर्ष-दर-वर्ष मुद्रास्फीति पूर्वानुमान मूलतः आधार प्रभाव (बेस इफेक्ट्स) से प्रभावित होते हैं और इसलिए अच्छे पूर्वानुमान की कुंजी इस बात की अच्छी समझ है कि आधार अवधि में मुद्रास्फीति की चाल कैसी और क्यों रही। औपचारिक रूप से बेस इफेक्ट को आधार अवधि - अर्थात वह अवधि जिसे वार्षिक दरों<sup>2</sup> की गणना के काम में लिया जाता है - के दौरान मूल्य सूचकांक (या उप-सूचकांक) में असामान्य या अतिवादि परिवर्तनों से मुद्रास्फीति की वार्षिक दर में परिवर्तनों में योगदान के रूप में परिभाषित किया गया है। इस प्रकार वर्ष-दर-वर्ष मुद्रास्फीति के पूर्वानुमान के दो हिस्से हैं (ए) आधार अवधि, जो हम पहले से जानते हैं, में मुद्रास्फीति के मोमेंटम से निकाले जाने वाले आधार प्रभाव (बेस इफेक्ट्स) की अच्छी समझ; और (बी) समय श्रृंखला तकनीकों (टाइम सिरीज टेक्निक्स) और संरचनात्मक (स्ट्रक्चरल) मॉडलों के जरिये भावी संवेगों (मुमेंटम्स) का पूर्वानुमान लगाना और उन्हें मूल्य सूचकांक के मूल्यों/अंकों (वैल्यूज) में बदलना। 2013-14 और अब तक 2014-15 के बारे में बताने वाला मुद्रास्फीति परिणाम हेडलाइन मुद्रास्फीति की प्रत्यक्ष अस्थिरता में देखे गए आधार परिणामों और संवेग (मोमेंटम) के बीच परस्पर आदान-प्रदान का एक अच्छा उदाहरण है। जून 2014 में सब्जियों की कीमतों के तेजी से बढ़ने से हेडलाइन कीमत वृद्धियों का संवेग (मोमेंटम) अधिक रहा, लेकिन अनुकूल आधार प्रभाव के कारण वर्ष-दर-वर्ष मुद्रास्फीति नीचे गई क्योंकि जून 2013 में यह मोमेंटम और अधिक था। इसके विपरीत जुलाई 2014 में, पिछले महीने की तुलना में, सब्जियों की कीमतों के और ज्यादा बढ़ने से हेडलाइन मुद्रास्फीति का संवेग (मोमेंटम) अधिक हो गया जिसकी भरपाई अनुकूल आधार प्रभाव से भी नहीं हो पाई। परिणामतः जून 2014 की तुलना में जुलाई 2014 में वर्ष-दर-वर्ष मुद्रास्फीति तेजी से बढ़ी। हेडलाइन कीमत संवेग, जिसमें सब्जियों की कीमतों में माह-दर-माह (एम-ओ-एम) वृद्धि के दायरे में कमी आने के कारण कुछ नरमी आई थी, उस पर बेस इफेक्ट के हावी हो जाने से, वर्ष-दर-वर्ष मुद्रास्फीति ने जुलाई 2014 से अगस्त 2014 में गिरावट दर्ज की (चार्ट 1.बी1)।

आगे, सितंबर-नवंबर 2014 में, प्रत्याशा है कि अनुकूल आधार प्रभाव के कारण हेडलाइन मुद्रास्फीति नरम पड़ेगी और इसमें मोमेंटम की कमी से भी मदद मिलेगी क्योंकि सब्जियों की कीमतें हाल की अपनी ऊँचाई से उतरी हैं। दिसंबर 2014-फरवरी 2015 के दौरान हेडलाइन मुद्रास्फीति के विकास पर

वार्षिकीकृत किया जाता है ताकि मुद्रास्फीति को व्यक्त करने के तरीके के अनुसार वार्षिक दर आकलन प्राप्त हो सके।

<sup>2</sup> यूरोपीयन सेंट्रल बैंक (2005), "बेस इफेक्ट्स एंड देयर इंपैक्ट ऑन एचआईसीपी इनफ्लेशन इन अर्ली 2005" ईसीबी मंथली बुलेटिन, जनवरी, पृष्ठ 31-32

<sup>3</sup> जब तक अन्यथा उल्लेख न किया जाए, उपभोक्ता कीमतों की गणना उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (संयुक्त) आधार: 2010=1000 द्वारा की जाती है।

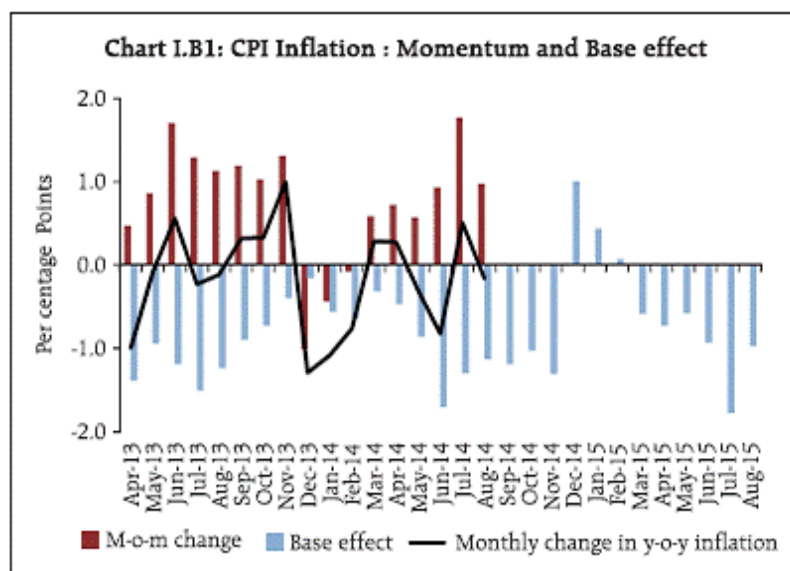
<sup>4</sup> सीपीआई हाउसिंग (किराये के संदर्भ में) केवल शहरी इलाके में जुटाया जाता है। सीपीआई-शहरी सूचकांक में हाउसिंग का भार 22.5 प्रतिशत है और सीपीआई-संयुक्त सूचकांक में 9.8 प्रतिशत है।

<sup>5</sup> यह आकलन विनिर्माण (मैन्यूफैक्चरिंग) में लगभग 400 कंपनियों और सर्विसेज में लगी लगभग 200 कंपनियों पर आधारित है। प्रति कर्मचारी लागत = कुल कर्मचारी व्यय/कर्मचारियों की कुल संख्या

<sup>6</sup> इसमें डक्टरों की फीस, प्राइवेट ट्यूशन फीस, साइकिल रिक्शा का किराया, नाई का खर्च, धुलाई/इस्त्री का खर्च, सिलाई और लाण्डी खर्च शामिल हैं।

<sup>7</sup> कुल खाद्यान्न उत्पादन में प्रत्येक राज्य के योगदान का प्रयोग करके पीआरएन की गणना की जाती है।

आधार अवधि की कीमतों में माह-दर-माह परिवर्तनों में तेज गिरावट से पैदा होने वाले प्रतिकूल आधार प्रभाव का काफी असर पड़ेगा। सब्जियों की कीमतों में मौसमी नरमी से संभावित दबे हुए संवेग के बावजूद इसका परिणाम दिसंबर 2014 - फरवरी 2015 में मुद्रास्फीति के ऊपर जाने के रूप में आएगा। अगले वर्ष सामान्य मानसून के साथ अवस्फीतिकारी मौद्रिक नीति हेडलाइन मुद्रास्फीति के मोमेंटम को रोक सकती है। इसके साथ जून-अगस्त 2014 में उच्च मुद्रास्फीति से जन्मा अनुकूल आधार प्रभाव मिलकर 2015-16 के मध्य में मुद्रास्फीति मार्ग को नीचे ला सकता है।

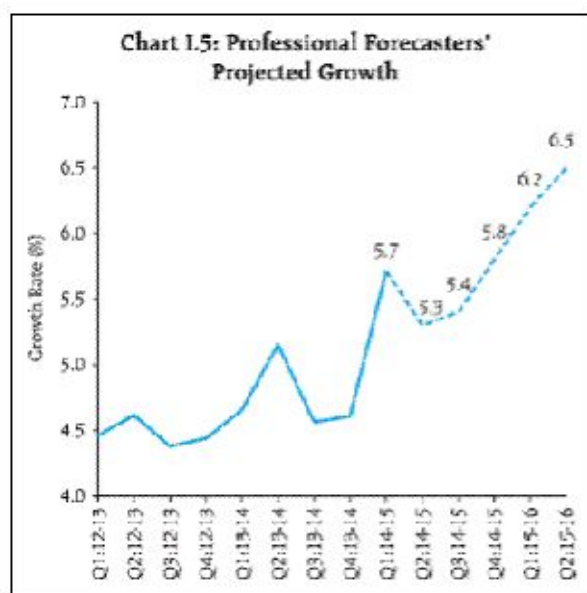


उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुओं और पूंजीगत वस्तुओं दोनों के उत्पादन में कमी आई है। तथापि वित्तीय बाजार की स्थितियों में कारोबारी मिजाज ऊपर की ओर जाता दिखाई देता है। स्टैंडर्ड एंड पूअर्स ने भारत की सरकारी (सोवरिन) रेटिंग परिदृश्य को नकारात्मक से बदलकर स्थिर किया है जिससे निवेश और पूँजी प्रवाह की संभावनाओं के बेहतर होने में मदद मिलने की संभावना है। सेवा क्षेत्र के घटक अलग-अलग गतियों पर चल रहे हैं। सस्ते आवास को बढ़ावा देने के नीतिगत प्रयासों, रियल इस्टेट और आधारभूत संरचना परियोजनाओं हेतु पुनर्वित्त प्रवाह की वापसी से भवन-निर्माण (कंस्ट्रक्शन) के कार्यकलापों को मदद मिलनी चाहिए। इस सुधार के पहले कंस्ट्रक्शन को जाने वाले बैंक ऋण में वृद्धि हो रही है और ऋण वितरण में बेहतर के प्रयासों से मांग में समुत्थान को बल मिलने से इसमें और तेजी आनी चाहिए। दूसरी ओर, बैंकिंग गतिविधि में सुस्ती और प्रत्याशित राजकोषीय समेकन (फिस्कल कान्सोलिडेशन) के कारण वित्तीय और कारोबारी सेवा के साथ-साथ सामाजिक, सामुदायिक और निजी सेवाओं में विस्तार की गति वैसी रहने की संभावना नहीं दिखती जैसी पहली तिमाही (क्यू1) में दर्ज की गई थी।

मांग की ओर, जब निवेश बढ़ाने के लिए घोषित नीतिगत उपायों के परिणाम आने लगेंगे तो पहली तिमाही (क्यू1) में मजबूत वृद्धि के सहयोग से सकल स्थिर पूँजी निर्माण को बढ़ावा मिलने की उम्मीद है। बाह्य मांग में क्रमशः सुधार आ रहा है जिससे 2014-15 की दूसरी छमाही में निर्यात वृद्धि की बेहतर संभावना के संकेत मिलते हैं। यद्यपि कापोरेट बिक्री से खपत में मामूली मजबूती का संकेत मिलता है, कृषि में वृद्धि के धीमा

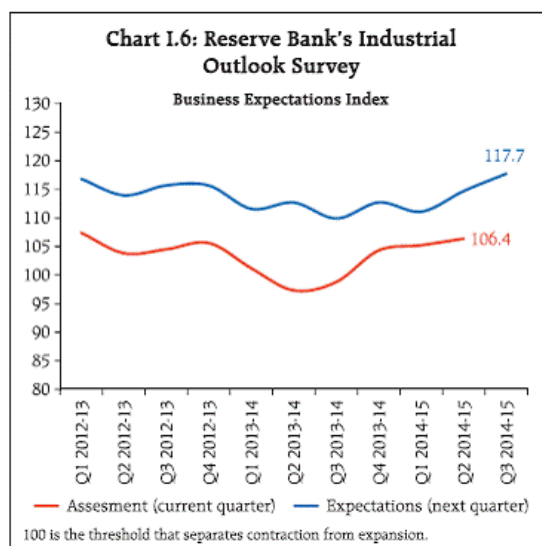
पड़ने से ग्रामीण मांग में कमजोरी आ रही है।

रिज़र्व बैंक और अन्य एजेंसियों द्वारा संचालित वास्तविक गतिविधियों (रियल एक्टिविटी) के सर्वेक्षणों से प्राप्त भविष्योन्मुखी संकेतों में निकट-अवधि में वृद्धि के परिदृश्य में आशावाद को लेकर सतर्कता दिखती है। जहाँ पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं (प्रोफेशनल फोरकास्टर्स) की प्रत्याशा है कि 2014 की दूसरी छमाही में गति में कुछ ह्रास के बाद वृद्धि में बढ़ोतरी केवल क्रमिक रूप में ही आ पाएगी (चार्ट 1.5), वहीं रिज़र्व बैंक द्वारा

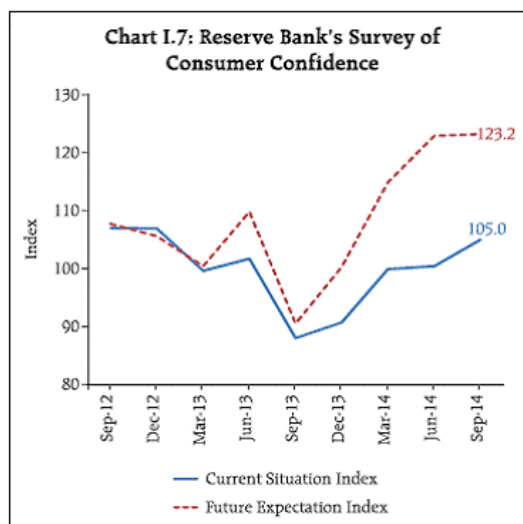


में कुछ ह्रास के बाद वृद्धि में बढ़ोतरी केवल क्रमिक रूप में ही आ पाएगी (चार्ट 1.5), वहीं रिज़र्व बैंक द्वारा सर्वेक्षित कापोरेट्स की कारोबारी प्रत्याशाएं 2014-15 की तीसरी तिमाही (क्यू3) में ग्यारह-तिमाही की ऊँचाई पर हैं (चार्ट 1.6)। इसकी पुष्टि अन्य एजेंसियों द्वारा किए गए सर्वेक्षणों में होती है जहाँ केंद्र में स्थिर सरकार के बनने व नीतिगत परिवेश के बारे में अधिक निश्चितता, दुहरे घाटों में सुधार, विदेशी पूँजी आगम में उछाल, स्थिर एक्सचेंज रेट और बेहतर वित्तीय बाजार स्थितियों (टेबल 1.2) को कारोबारी मिजाज में सुधार का कारण बताया गया है। उपभोक्ता विश्वास भी जाग रहा है और रिज़र्व बैंक का सर्वे संकेत दे रहा है कि एक वर्ष आगे की प्रत्याशाएं वैश्विक वित्तीय संकट के बाद से अपने सर्वोच्च ऊँचाई पर हैं (चार्ट 1.7)।

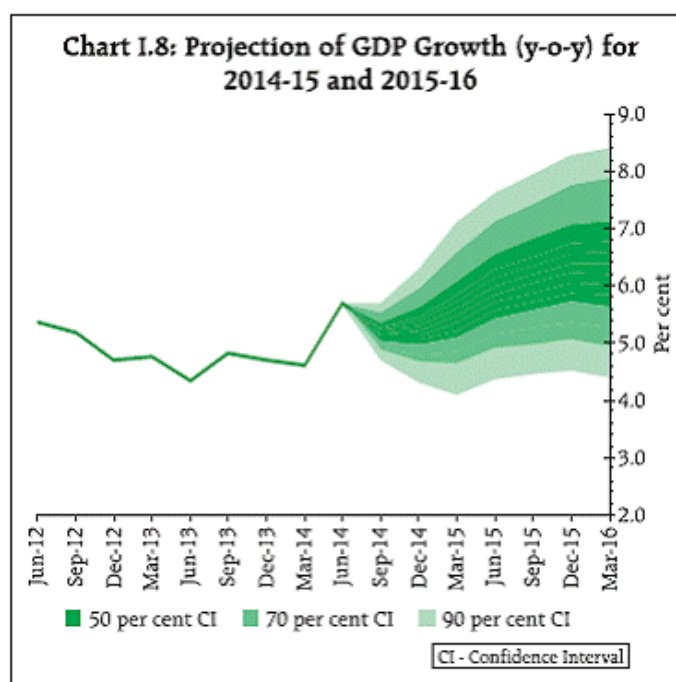




टेबल I.2: कारोबारी प्रत्याशा सर्वेक्षण				
	एनसीईईआर कारोबारी विश्वास सूचकांक तिमाही (क्यू)1: 2014-15	फिक्की समग्र कारोबारी विश्वास सूचकांक तिमाही(क्यू)4: 2013-2014	इन एंड ब्रैडस्ट्रीट कारोबारी विश्वास सूचकांक तिमाही(क्यू)3: 2014	सीआईआई कारोबारी विश्वास सूचकांक तिमाही(क्यू)1: 2014-15
सूचकांक का वर्तमान स्तर	143.5	69.0	145.5	53.7
पिछले सर्वेक्षण के अनुसार सूचकांक	127.0	60.8	154.5	49.9
एक वर्ष पहले सूचकांकों के स्तर	117.7	57.4	130.6	51.2
% परिवर्तन (तिमाही-दर-तिमाही)	13.0	13.5	-5.8	7.6
% परिवर्तन (वर्ष-दर-वर्ष)	21.9	20.2	11.4	4.9



इन भविष्योन्मुखी आकलनों से संवर्धित मॉडल-आधारित पूर्वानुमानों का संकेत है कि 2014-15 के क्यू2 और क्यू3 में मानसून की कमी का पूरा असर जब कृषि कार्यों पर पड़ेगा और इसके चलते मांग के माध्यम से कृषि से इतर क्षेत्र प्रभावित होंगे तब पहली तिमाही (क्यू1) में दर्ज वृद्धि की तीव्र उछाल बरकरार नहीं रह सकती (चार्ट 1.8)। सेवाओं (सर्विसेज) और विशेषतः सामुदायिक, सामाजिक और निजी सेवाओं का परिदृश्य कमजोर है। सर्विसेज के दूसरे क्षेत्रों में स्थिति धीमे-धीमे कुछ बेहतर होने की संभावना 2014-15 की दूसरी छमाही में है। तदनुसार, कृषि से इतर क्षेत्रों में वृद्धि क्रमिक रूप से ही संभावित है और गति में तेजी 2014-15 की चौथी तिमाही (क्यू4) में आ सकती है। 2015-16 में आगे निर्यात वृद्धि और निवेश मांग में मजबूती आने से विनिर्माण (मैन्यूफैक्चरिंग) और सेवा क्षेत्र (सर्विसेज सेक्टर) दोनों की गतिविधियों में सहायता मिलने की उम्मीद है। रुकी हुई परियोजनाओं के फिर से गति पकड़ने और राजकोषीय समेकन के लिए जारी प्रयासों से बने निजी उद्यम हेतु अवसर से स्थिर अवस्फीति के परिवेश में वृद्धि संवेग में मजबूत तेजी को सहायता मिलने की उम्मीद है।



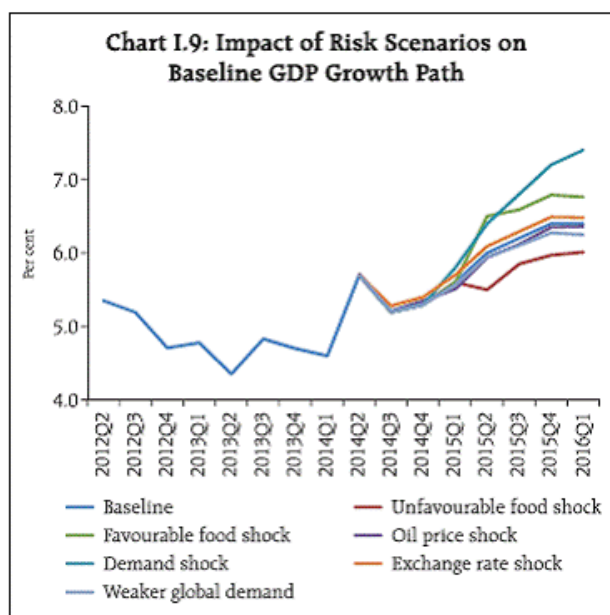
2014-15 में, वास्तविक जीडीपी वृद्धि 5.5 प्रतिशत के केंद्रीय आकलन के साथ 5 प्रतिशत और 6 प्रतिशत के बीच होने का अनुमान है। प्रत्याशा से अधिक औद्योगिक विकास द्वारा कृषि में संभावित कमी की भरपाई होने से अप्रैल से यह अनुमान अपरिवर्तित बना हुआ है। 2014-15 की चौथी तिमाही में जीडीपी वृद्धि 5.1 प्रतिशत से 6.1 प्रतिशत के 50 प्रतिशत विश्वास अंतराल के साथ 5.6 प्रतिशत होने का अनुमान है। 2015-16 में वास्तविक जीडीपी वृद्धि के बढ़कर 6.3 प्रतिशत होने का अनुमान है।

### 1.3 जोखिमों का संतुलन

समष्टि-आर्थिक परिदृश्य को वैश्विक व देशी अनिश्चितताओं दोनों से जोखिम है। वैश्विक समुत्थान की गति में मंदी, विकसित अर्थव्यवस्थाओं में प्रत्याशा से अधिक तेजी से मौद्रिक कसाव और भू-राजनैतिक तनावों और/या मौसम-संबंधी आपूर्ति व्यवधान के कारण पण्य कीमतों में मजबूती जैसी वैश्विक मुश्किलों से होने वाले जोखिमों का असर सभी उभरती अर्थव्यवस्थाओं पर पड़ सकता है। दूसरी तरफ, देशी जोखिमों का स्रोत मानसून के असमान वितरण, घरेलू आर्थिक स्थिति में प्रत्याशा से दृढतर सुधार का मुद्रास्फीतीय प्रभाव और विनिमय बाजार (एक्सचेंज मार्केट) दबावों के तेज होने में है। वृद्धि और मुद्रास्फीति पर इन आघातों के संभावित प्रभाव का आकलन तिमाही आकलन और नीति विश्लेषण प्रणाली का प्रयोग करके किया जाता है।

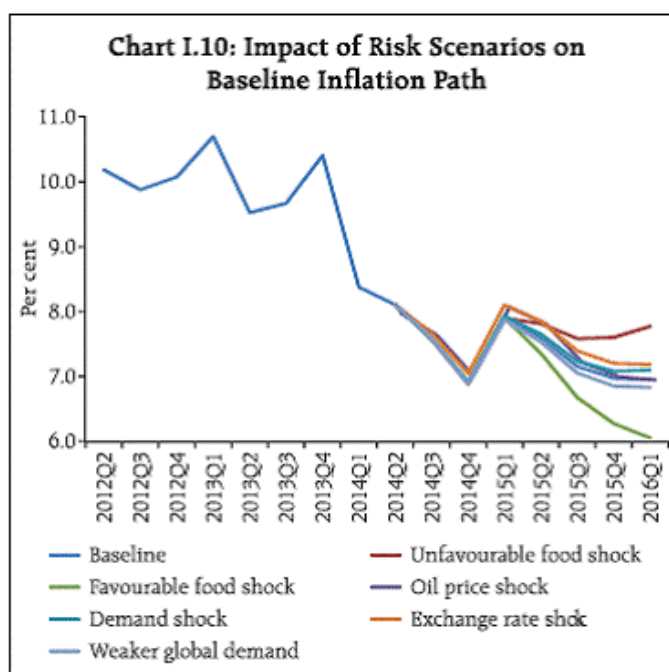
#### (ए) वैश्विक समुत्थान को लेकर अनिश्चितता

संभावित उत्पादन के स्थायी रूप से बर्बाद होने या वित्तीय कमजोरियों के उभरने व उपभोक्ता विश्वास के लड़खड़ाने से, या मौद्रिक नीति के कसाव से अथवा इनके मिश्रण से यदि वैश्विक वृद्धि आईएमएफ के वर्ल्ड इकनामिक आउटलुक के जुलाई अपडेट में व्यक्त अनुमान की तुलना में कमजोर होती है तो भारत के निर्यात की बाहरी मांग स्थितियां बदतर हो सकती हैं जिसका परिणाम वृद्धि के लिए नकारात्मक बाह्य आघात के रूप में सामने आ सकता है। वैश्विक अर्थव्यवस्था में 50 आधार अंकों की शिथिलता से 2015-16 में भारत की जीडीपी, बेसलाइन से लगभग 20 आधार अंक नीचे खिसक सकती है (चार्ट 1.9)। घरेलू मुद्रास्फीति भी बेसलाइन से लगभग 10 अंक नरम पड़ सकती है जिसका प्रधान कारण होगा वैश्विक अर्थव्यवस्था में शिथिलता के बढ़ने से वैश्विक पण्य कीमतों का कम होना और उनका असर देशी मुद्रास्फीति पर पड़ना (चार्ट 1.10).



**(बी) पण्य कीमतों का उलट जाना**

बेसलाइन में, कमजोर डिमांड के बीच वैकल्पिक आपूर्ति स्रोतों के उपलब्ध होने से 2015 में कच्चे तेल की अंतर्राष्ट्रीय कीमतों के क्रमशः कम होने की उम्मीद है। तथापि, आपूर्ति-व्यवधान-जन्य आयातित मुद्रास्फीति आघात के चलते बेसलाइन में अनुमानित स्तर से भारतीय कूड की कीमत में यदि 10 प्रतिशत की वृद्धि हो जाए तो इसके कारण हेडलाइन मुद्रास्फीति में बेसलाइन से 20 आधार अंक अधिक की वृद्धि हो सकती है। घरेलू खुदरा ईंधन कीमतों के प्रत्यक्ष प्रभाव को खाद्य, विनिर्माण और सेवा कीमतों पर दूसरे राउंड के प्रभाव से और बल मिलेगा। कूड आयल कीमतों में वृद्धि का जीडीपी वृद्धि पर नाममात्र का असर पड़ेगा क्योंकि उर्जा पर वृद्धि की निर्भरता अभी भी कम ही है।



**(सी) 2015-16 में सामान्य से कम मानसून**

जहाँ तक निर्दिष्ट देशी आघातों की बात है, वृद्धि और मुद्रास्फीति के बेसलाइन मार्ग में यह माना गया है कि 2015-16 में मानसून सामान्य रहेगा और न्यूनतम समर्थन मूल्यों (एमएसपी) में वृद्धियां मामूली होंगी। यदि स्थितियां ऐसी नहीं रहीं तो कृषि उत्पादन को तथा मांग व इनपुट की कड़ियों के जरिये अन्य क्षेत्रों को लगने वाले आघातों से समग्र जीडीपी वृद्धि 2015-16 के बेसलाइन से लगभग 40 आधार अंक नीचे जा सकती है। इसके कारण खाद्य कीमतें वर्तमान स्तर पर अड़ी रह सकती हैं और 2015-16 के अंत तक हेडलाइन मुद्रास्फीति बेसलाइन से लगभग 80 आधार अंक ऊपर जा सकती है।

**(डी) आपूर्ति क्षमता में वृद्धि**

यदि खाद्य आपूर्ति अवरोधों को स्थायी रूप से दूर करने के हाल के उपायों के परिणाम आने लगे तो बेसलाइन मुद्रास्फीति मार्ग के लिए एक अनकूल आघात के बारे में सोचा जा सकता है, विशेषतः आपूर्ति श्रृंखला में बेहतरी, बाजार की बुनियादी संरचना में सुधार और कृषि में निवेश बढ़ाकर। इससे 2015-16 में जीडीपी वृद्धि में बेसलाइन से लगभग 40 आधार अंक अधिक की तेजी और खाद्य मुद्रास्फीति में तीव्र गिरावट आ सकती है जिससे 2015-16 के अंत तक हेडलाइन मुद्रास्फीति बेसलाइन से लगभग 90 आधार अंक नीचे जा सकती है।

**(ई) उत्पादन अंतराल में तीव्रतर कमी**

मुद्रास्फीति का भावी पथ वृद्धि के परिदृश्य से जुड़ी अनिश्चितताओं से भी प्रभावित हो सकता है। यदि वास्तविक जीडीपी वृद्धि 2015-16 में प्रत्याशा से 100 आधार अंक अधिक हो तो समग्र डिमांड तेजी से बढ़ेगा जो निवेश और उपभोक्ता व्यय में उछाल के रूप में सामने आएगा। परिणामतः उत्पादन अंतराल में तीव्रतर कमी आएगी जिससे अंतर्निहित मुद्रास्फीति बढ़ेगी और हेडलाइन मुद्रास्फीति में 2015-16 के अंत तक बेसलाइन से लगभग 20 आधार अंकों की बढ़ोतरी होगी। सकारात्मक मांग आघात का तुलनात्मक रूप से यह हल्का आघात प्रारंभिक स्थितियों को दर्शाता है - अर्थव्यवस्था में बनी हुई शिथिलता।

**(एफ) रुपए का मूल्यहास**

बेसलाइन मुद्रास्फीति पथ के लिए दूसरा जोखिम एक्सचेंज रेट में अस्थिरता है जो या तो वैश्विक घटनाक्रम के कारण होगा या देशी मांग आघात से। यदि विनिमय दर (एक्सचेंज रेट) 2015-16 में बेसलाइन अनुमान से 10 आधार अंक घट जाता है तो आयात लागतों के बढ़ने से इनपुट लागतें बढ़ेंगी और कुछ समय के बाद कंपनियां जब लागत दबावों को पास-ऑन करेंगी तो उत्पाद (आउटपुट) कीमतें बढ़ेंगी। एक्सचेंज रेट परिवर्तन के प्रत्यक्ष और अप्रत्यक्ष प्रभाव से हेडलाइन मुद्रास्फीति बेसलाइन से लगभग 30 आधार अंक बढ़ सकती है। तथापि रुपए के मूल्यहास से निर्यातकों को कुछ सहारा मिलेगा जिससे जीडीपी वृद्धि में लगभग 10 आधार अंकों की बढ़ोतरी होगी।

इस अध्याय में प्रस्तुत समष्टि-आर्थिक परिदृश्य क्रमिक अवस्फीति का है जिसमें 2014-15 की चौथी तिमाही (क्यू4) से वृद्धि का संवेग (मोमेंटम) बढ़ सकता है और समष्टि-संतुलन बेहतर हो सकते हैं (टेबल I.3)। निकट

अवधि के जोखिम कम होते प्रतीत हो रहे हैं, परंतु मध्यावधि जोखिम अभी भी ऊपर की ओर हैं। यह परिदृश्य अध्याय II से अध्याय V में प्रस्तुत समष्टि-आर्थिक स्थितियों के आकलन पर आधारित है।

टेबल I.3: रिज़र्व बैंक का बेसलाइन और पेशवर अनुमानकर्ताओं द्वारा व्यक्त माध्यिका अनुमान			
	2013-14	2014-15P	2015-16P
मुद्रास्फीति (अखिल भारतीय सीपीआई-सी, वर्ष-दर-वर्ष, प्रतिशत में)[ वर्ष की अंतिम तिमाही]	8.4	8.0	7.0
जीडीपी वृद्धि (प्रतिशत में)	4.7	5.5	6.3
राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	4.5	4.1	3.6 @
पेशवर अनुमानकर्ताओं के सर्वेक्षण का आकलन ^			
प्रमुख समष्टि-आर्थिक सूचक	2013-14	2014-15	2015-16
मुद्रास्फीति (अखिल भारतीय सीपीआई-सी, वर्ष-दर-वर्ष, प्रतिशत में *	8.4	7.9	7.0
उपादान लागत पर वास्तविक जीडीपी (वृद्धि दर प्रतिशत में)	4.7	5.5	6.5
कृषि और संबद्ध कार्यकलाप (वृद्धि दर प्रतिशत में)	4.7	1.9	3.5
उद्योग (वृद्धि दर प्रतिशत में)	-0.1	3.9	5.0
सर्विसेज (वृद्धि दर प्रतिशत में)	6.2	7.0	7.6
वर्तमान बाजार मूल्य पर निजी अंतिम खपत व्यय (वृद्धि दर प्रतिशत में)	12.4	12.1	12.9
सकल देशी बचत (जीडीपी का प्रतिशत)	30.4	30.7	32.0
सकल स्थिर पूँजी निर्माण (जीडीपी का प्रतिशत)	28.3	29.4	30.4
मुद्रा आपूर्ति (एम3) (वृद्धि दर प्रतिशत में)	13.2	14.0	14.9
अनुसूचित वाणिज्य बैंकों का बैंक ऋण (वृद्धि दर प्रतिशत में)	13.9	14.8	16.0
संयुक्त सकल राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	6.9	6.6	6.1
केंद्र सरकार सकल राजकोषीय घाटा	4.6	4.2	3.9

(जीडीपी का प्रतिशत)			
समग्र भुगतान संतुलन (बिलियन अमेरिकी\$ में)	15.5	33.1	31.2
व्यावसायिक वस्तुओं का निर्यात (वृद्धि दर प्रतिशत में)	3.9	7.8	10.0
व्यावसायिक वस्तुओं का आयात (वृद्धि दर प्रतिशत में)	-7.2	7.1	10.8
व्यावसायिक वस्तुओं का व्यापार संतुलन (जीडीपी का प्रतिशत)	-7.9	-7.6	-7.3
चालू खाता संतुलन (बिलियन अमेरिकी\$ में)	-32.4	-40.0	-50.0
चालू खाता संतुलन (जीडीपी का प्रतिशत)	-1.7	-2.0	-2.2
पूँजी खाता संतुलन (बिलियन अमेरिकी\$ में)	48.8	71.6	80.0
पूँजी खाता संतुलन (जीडीपी का प्रतिशत)	2.6	3.4	3.2
पी: अनुमानित (प्रोजेक्टेड)			
^: पेशवर अनुमानकर्ताओं के सर्वेक्षण पर आधारित पूर्वानुमान, 27 <sup>वां</sup> राउंड।			
*: 2014-15 और 2015-16 के पूर्वानुमान के वर्षांत संभाव्यता वितरण के आधार पर आकलित ।			
@: भारत सरकार की मध्यावधि राजकोषीय नीति वक्तव्य के अनुसार			

## II. कीमतें और लागत

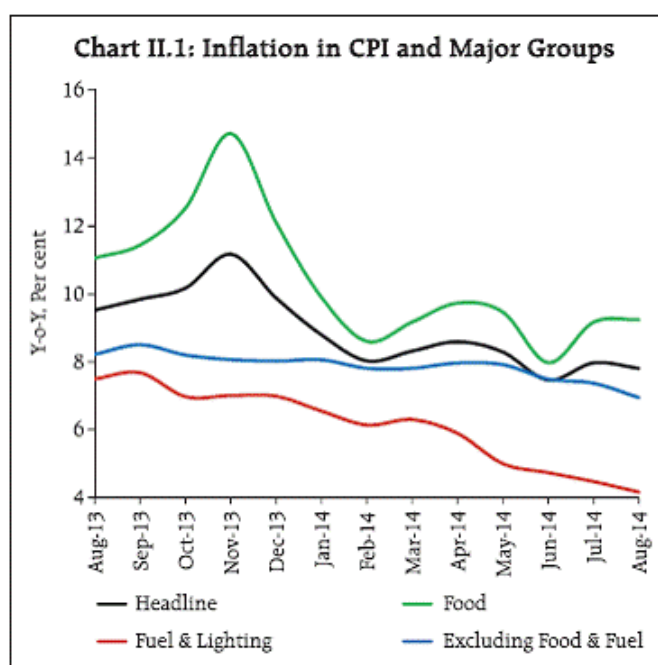
2014-15 में हेडलाइन उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति के भाटे को अब तक जुलाई 2014 में सब्जियों की कीमत में आए ज्वार ने रोका था जिसकी वजह मानसून के चलते सप्लाई में आने वाली गड़बड़ियां थीं। तथापि खाद्य और ईंधन को छोड़ दें तो, मुद्रास्फीति ढलान पर है जिसमें मौद्रिक नीति के अवस्फीतीय रूख की मदद मिल रही है। हेडलाइन मुद्रास्फीति जनवरी 2015 के लिए तय 8 प्रतिशत के लक्ष्य की राह पर है। जहाँ तक लागतों की बात है, लगातार उच्च वृद्धि की अवधि के बाद गति में हास के कुछ संकेत हैं।

जनवरी 2014 में रिज़र्व बैंक ने हेडलाइन उपभोक्ता कीमतों<sup>3</sup> के संदर्भ में अवस्फीति के लिए एक निर्दिष्ट मार्ग को आधिकारिक तौर पर अपनाया जिसमें जनवरी 2015 तक 8 प्रतिशत और जनवरी 2016 तक 6 प्रतिशत के पड़ाव (या मील के पत्थर) तय किए गए। मौद्रिक नीति के ढाँचे को संशोधित व सुदृढ़ करने के लिए विशेषज्ञ समिति (अध्यक्ष : डॉं उर्जित आर पटेल) के सुझावों पर आधारित इस पद्धति ने भारत में मौद्रिक नीति के संचालन में एक प्रणाली के स्तर पर आधारभूत परिवर्तन की शुरुआत की। इस परिवर्तन को सुस्थिर करने के लिए जनवरी 2014 की नीति समीक्षा में रिज़र्व बैंक ने मौद्रिक नीति को सख्त (टाइट) किया और बाद की नीतिगत समीक्षाओं में इस सख्त रूख को बरकरार रखा जिससे अर्थव्यवस्था अवस्फीति के पथ पर मजबूती से कायम रहे। तब से मुद्रास्फीतीय दबाव व्यापक रूप से गिरे हैं। इसमें राजकोषीय घाटे को नियंत्रित करने और खाद्य आपूर्ति को बढ़ाने, कृषि निर्यात के प्रोत्साहनों को हटाने एवं कृषि बाजार नीतियों को सुधारने

के लिए सरकार द्वारा की गई कार्रवाइयों से सहायता मिली है।

## II.1. उपभोक्ता कीमतें

क्षेत्र विशेष के कीमत दबावों से पैदा होने वाले अल्प-कालिक व्यवधानों के बावजूद मुद्रास्फीति अंततः मौद्रिक नीति के रुख द्वारा निर्धारित होती है। अर्थव्यवस्था में मौद्रिक नीति के जारी संचरण से खाद्य और ईंधन को छोड़कर मुद्रास्फीति सितंबर 2013 के 8.5 प्रतिशत से घटकर अगस्त 2014 में 6.9 प्रतिशत पर आ गई। तदनुसूच खाद्य मुद्रास्फीति भी दुहरे अंकों से घटकर अगस्त 2014 में 9.2 प्रतिशत पर आ गई जिसमें बुरे मौसम के चलते आने वाले उछालों का दौर भी रहा। मिट्टी तेल (किरोसिन), रसोई गैस और कोयला कीमतों में नियंत्रित वृद्धि को रोके रखने के कारण ईंधन मुद्रास्फीति नियमित रूप से घट रही है जबकि बिजली की कीमतों में किए गए संशोधन कम रहे हैं और बार-बार नहीं हुए। तदनुसार, हेडलाइन मुद्रास्फीति नवंबर 2013 के 11.2 प्रतिशत से घटकर अगस्त 2014 में 7.8 प्रतिशत पर आ गई – जनवरी 2015 के लिए 8 प्रतिशत के लक्ष्य की सीमा में (चार्ट II.1)।

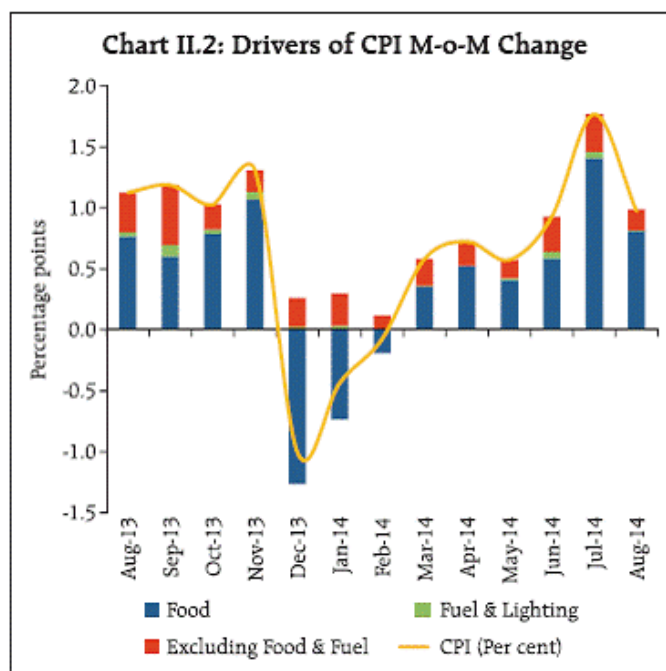


हेडलाइन वर्ष-दर-वर्ष मुद्रास्फीति में एक ओर जहाँ नरमी आ रही है, वहीं जुलाई में खाद्य कीमतों के तेजी से बढ़ने के कारण कीमतों के माह-दर-माह परिवर्तन - या संवेग (मोमेंटम) - में तेज उछाल देखा गया। तथापि, यह मोमेंटम अगस्त में कम हुआ (चार्ट II.2). हेडलाइन पर उच्चतर मोमेंटम का प्रभाव काफी हद तक अनुकूल आधार प्रभाव से ढँका रहा। खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई में कीमतों की क्रमिक वृद्धियों का आकार भी जून और जुलाई 2014 में अधिक रहा पर अगस्त में इसका उलटा हुआ।

2008-09 के वैश्विक वित्तीय संकट के बाद के वर्षों की एक उल्लेखनीय विशेषता रही भारत में उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) मुद्रास्फीति का लगातार बने रहना। 2012 और 2013 की तुलना में जनवरी 2014 से प्रारंभ होने वाली हाल की अवधि में औसत हेडलाइन मुद्रास्फीति में यद्यपि कमी आई है पर सहनीय सीमाओं की तुलना में ऊँचे स्तरों पर इसकी जड़ता को देखते हुए यह जरूरी हो गया है कि इसके अड़े रहने की जड़ों

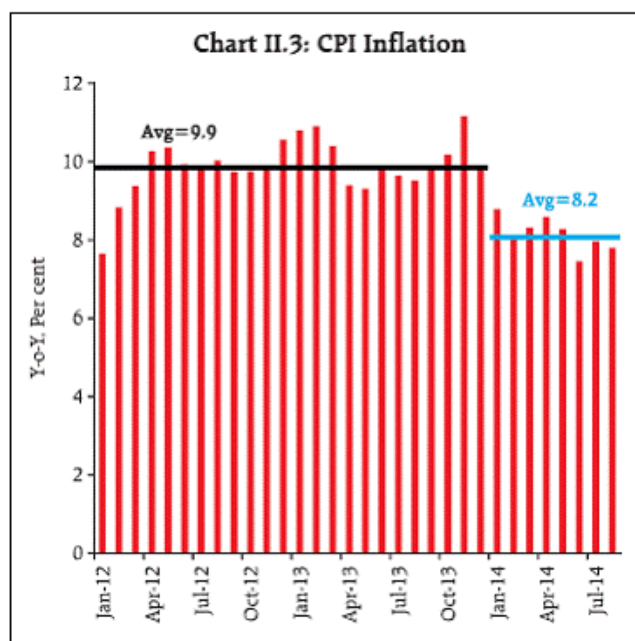


की गहराई से छानबीन की जाए जिससे मुद्रास्फीति संभावना/परिदृश्य से जुड़ी इसकी एकतरफा प्रत्याशाओं को तोड़ा जा सके (चार्ट II.3. और बॉक्स II.1).



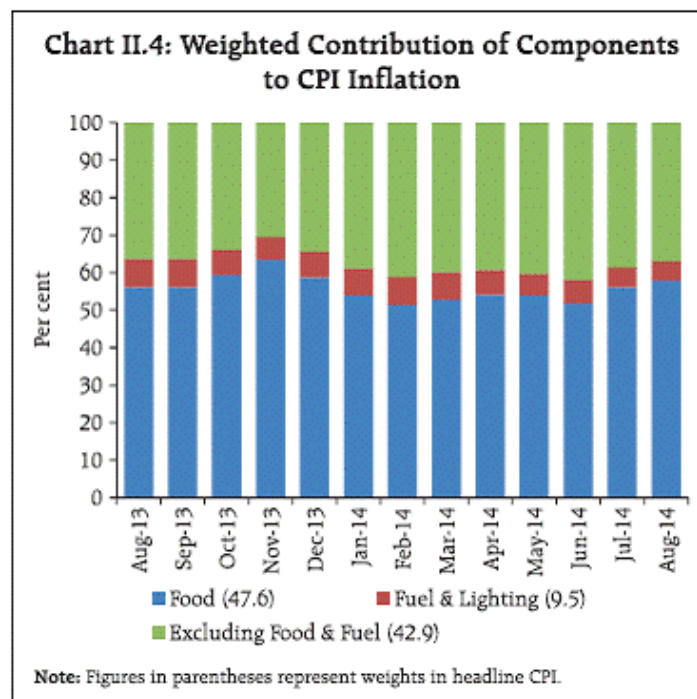
## II.2. मुद्रास्फीति के कारक

यह देखा गया है कि हेडलाइन मुद्रास्फीति में हाल के परिवर्तन इसके कुछ घटकों के व्यवहार के प्रति संवेदनशील रहे हैं जो विभिन्न दिशाओं में जाते और भिन्न बल लगाते प्रतीत हो रहे हैं(चार्ट II.4)।



इस संदर्भ में विभिन्न घटकों में मुद्रास्फीति के वितरण का विश्लेषण यह जानने के लिए महत्वपूर्ण हो जाता है कि अल्प-स्थायी तत्वों के कारण कीमतों में सापेक्ष परिवर्तन तो नहीं हो रहे जिससे समग्र रूप से कीमतों

की चाल पर स्थायी प्रभाव पड़ रहा है। विशेष तौर पर भारत का मुद्रास्फीति इतिहास बताता है कि आपूर्तिगत आघात इस वितरण को एक धनात्मक झुकाव प्रदान करते हैं और कुछ वस्तुओं के कारण औसत मुद्रास्फीति लगातार ऊपर बनी रहती है। हेडलाइन मुद्रास्फीति का प्रभाव ज्यादातर धनात्मक झुकाव का रहा है जो बताता है कि समग्र मुद्रास्फीति के बने रहने में सापेक्ष मूल्य दबावों का हाथ है (चार्ट II.5).



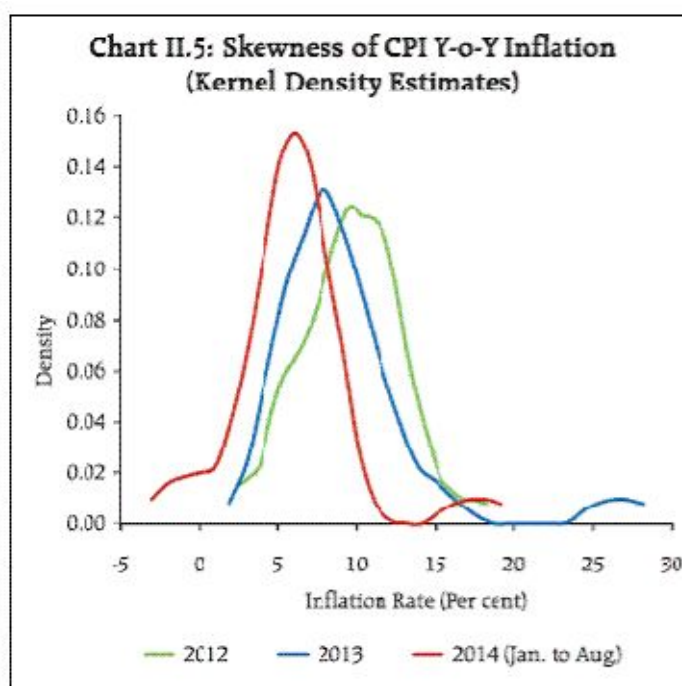
**बॉक्स II.1: संकट के बाद भारत में मुद्रास्फीति की जड़ता**

मुद्रास्फीति दर को इसके स्थिर दर से दूर ठेल देने की आघातों की प्रवृत्ति को मुद्रास्फीति की जड़ता या इसका अड़ियल रुख कहते हैं। मुद्रास्फीतीय जड़ता के चिह्नित स्रोत इस प्रकार हैं : (ए) आंतरिक जड़त्व या मूल्यनिर्धारण व्यवहार में पश्चगामी दृष्टि; (बी) लागतों पर अधिक लाभ से बाह्य जड़ता (सी) मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं की प्रकृति से उभरने वाली प्रत्याशा-आधारित जड़ता; और (डी) मौद्रिक नीति में प्रणालीगत बदलाव से नीति-चालित जड़ता। भारत जैसा देश जहाँ विभिन्न प्रकार के आघातों की संभावना है, वहाँ एक-एक घटक को देखने के तरीके का महत्त्व गंभीर हो जाता है।

भारतीय संदर्भ में हाल के अध्ययन बताते हैं कि : (i) संकट के बाद वाले समय में मुद्रास्फीति जड़ता बढ़ गई; (ii) आंतरिक और बाह्य जड़ता घटी जबकि प्रत्याशाओं से चालित मुद्रास्फीति जड़ता बढ़ी है; (iii) आंतरिक और बाह्य दोनों प्रकार की मुद्रास्फीति जड़ता विभिन्न देशों के अनुभव की तुलना में अधिक रही है; और (iv) प्रत्याशाओं से चालित मुद्रास्फीति के बढ़ने का कारण आर्थिक आघातों के स्वरूप के बारे में उपभोक्ताओं की अधूरी जानकारी और कम व स्थिर मुद्रास्फीति लाने में समष्टि-आर्थिक नीतियों को लेकर विश्वसनीयता का अभाव भी हो सकता है।

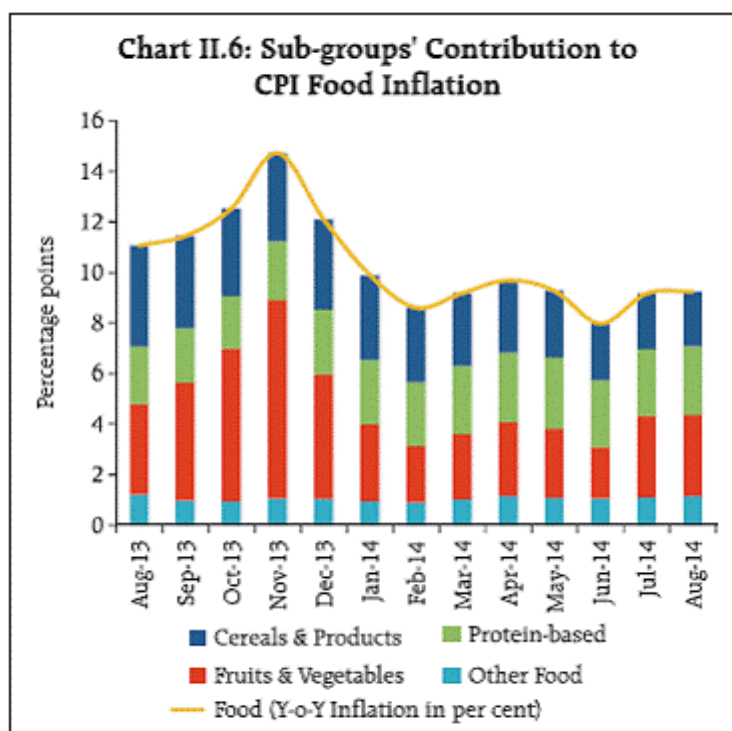
सीपीआई का 48 प्रतिशत हिस्सा खाद्य है जो खुदरा मुद्रास्फीति के बढ़ने का एक बड़ा स्रोत रहा है। खाद्य

का प्रभाव खाद्य से इतर वस्तुओं में फैलता है और मुद्रास्फीति के सामान्यीकरण में बदल जाता है।



खाद्य समूह के भीतर, सीपीआई का 15 प्रतिशत अनाज हैं परंतु खाद्य मुद्रास्फीति में इस उप-समूह का योगदान गत 12 महीनों में घटा है (चार्ट II.6)। लगातार उध्वगामी दबाव अनुभव कर रहे प्रोटीन आधारित वस्तुओं (अंडे, मछली, मांस और दाल) के समूह ने 2014-15 के दौरान अब तक समग्र मुद्रास्फीति का लगभग एक छठे हिस्से का योगदान दिया। सूचकांक में फलों व सब्जियों का हिस्सा मात्र 7 प्रतिशत है, परंतु जुलाई व अगस्त में हेडलाइन मुद्रास्फीति का पांचवा हिस्सा इनके योगदान का रहा और कीमतों में तेज उछाल इनकी खासियत रही है।

अंतर्राष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों में उतार-चढ़ाव को देखते हुए किए गए नियंत्रित मूल्य परिवर्तनों से सामान्यतः पैदा होने वाले ईंधन मूल्य के आघातों से भी हेडलाइन मुद्रास्फीति प्रभावित होती है। ईंधन और लाइटिंग वर्ग सीपीआई का 9.5 प्रतिशत है। नियंत्रित मूल्य में अपर्याप्त संशोधनों के कारण हेडलाइन मुद्रास्फीति में इस वर्ग का योगदान कम हो रहा है। तथापि, सब्सिडी प्राप्त किरोसिन और एलपीजी में दबी हुई मुद्रास्फीति के विशाल आकार को देखते हुए मौद्रिक नीति के रुख में सतर्कता तेल-बाजार कंपनियों की कम-उगाही के संदर्भ में जरूरी है जो कि सब्सिडी पर खर्च बढ़ा सकता है (टेबल II.1)।



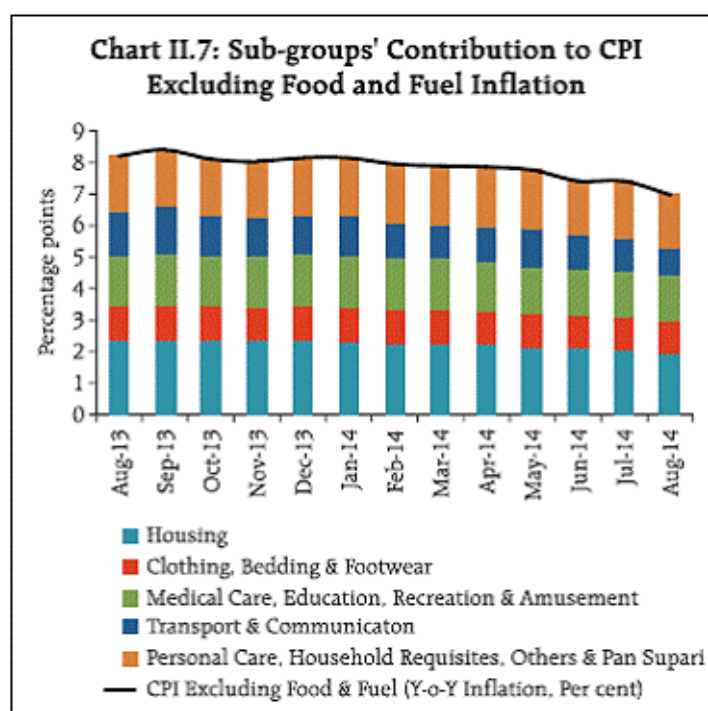
टेबल II.1: तेल-बाजार कंपनियों की कम-उगाही

उत्पाद(प्रोडक्ट)	2013-14 (₹ बिलियन)	2014-15 की पहली तिमाही (क्यू1) (₹ बिलियन)	कम-उगाही (₹ प्रति लीटर)*
डीजल	628	90 (105)	-0.35
पीडीएस किरासिन	306	75 (65)	32.67
घरेलू एलपीजी	465	121 (85)	427.82
कुल	1,399	287 (256)	

\* 16 सितंबर 014 से प्रभावी।  
 नोट : ब्रैकेट में दिए आँकड़े गत वर्ष की तत्संबंधी अवधि के हैं अर्थात् 2013-14 की पहली तिमाही के।  
 स्रोत: पेट्रोलियम प्लानिंग व विश्लेषण कक्ष।

मौद्रिक नीति कार्रवाइयों के परिणामस्वरूप खाद्य व ईंधन को छोड़कर सीपीआई मुद्रास्फीति सितंबर 2013 से क्रमशः ढलान पर है जिसका हेडलाइन मुद्रास्फीति के विकास पर अनुकूल प्रभाव है। इस वर्ग के भीतर, 2014-15 में अब तक हेडलाइन मुद्रास्फीति में 11 प्रतिशत का योगदान देने वाला आवास (हाउसिंग)<sup>4</sup>, अब ढलान पर है क्योंकि हाल के महीनों में किरायों में नरमी आई है। परिवहन व संचार – जिसमें मुख्यतः पेट्रोल व परिवहन आते हैं - से जुड़ी मुद्रास्फीति में अक्टूबर 2013 से नरमी महसूस की जा रही है जिसके प्रधान कारण अंतर्राष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों में नरमी, विनिमय दर में स्थिरता और अनुकूल आधार प्रभाव

जिनके वार्षिक मूल्य परिवर्तन जून 2014 को छोड़कर लगातार दुहरे अंकों में रहे हैं। यह बतता है कि इन श्रम-प्रधान सेवाओं पर मजदूरी (वेजेज) का उर्ध्वगामी मूल्य दबाव है और समग्र अर्थव्यवस्था के स्तर पर इनसे मुद्रास्फीतीय दबावों का सामान्यीकरण हो सकता है।

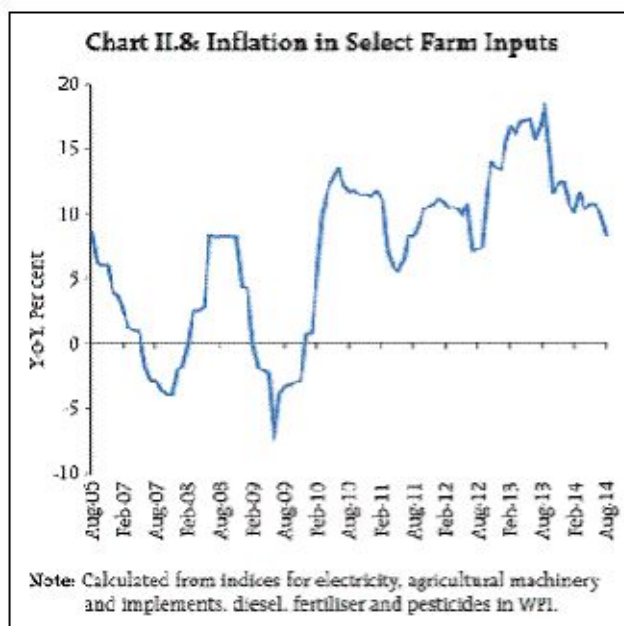


खुदरा मुद्रास्फीति के अन्य सूचक जैसे उपभोक्ता मूल्य सूचकांक औद्योगिक कामगारों के लिए (सीपीआई-आईडब्ल्यू), कृषि श्रमिकों के लिए (सीपीआई-एएल), और ग्रामीण श्रमिकों के लिए (सीपीआई-आएल) 2014-15 की पहली तिमाही में नीचे गए और जुलाई-अगस्त 2014 में और अधिक नरम पड़े। थोक मूल्य सूचकांक (डब्ल्यूपीआई) द्वारा मापी जाने वाली थोक मूल्य मुद्रास्फीति और अर्थव्यवस्था-व्यापी रुझानों के सूचक भी - जीडीपी अपस्फीतिकारक - गति में मंद पड़े हैं (टेबल II.2)।

### II.3. लागत

देशी और विदेशी दोनों स्रोतों से लागत दबावों ने उच्च मुद्रास्फीति और उत्पादन के नकारात्मक अंतराल के सह-अस्तित्व में महत्वपूर्ण भूमिका निभायी है जिससे मुद्रास्फीति को वांछित स्तर तक लाने में मौद्रिक नीति के क्षमता पर प्रतिकूल प्रभाव पड़ा है। अर्थव्यवस्था के विभिन्न क्षेत्रों में आपूर्तिगत बाधाओं से मुद्रास्फीति के स्तर और मार्ग में लागत-चालित रुढ़ता ला दी है।

2014-15 में अब तक मुख्यतः कच्चे पेट्रोलियम से जुड़ी हुई **आयातित मुद्रास्फीति**, कुछ नरम पड़ी है। स्थिर विनिमय दर का साथ मिलने पर, पेट्रोलियम, तेल व चिकनाई के पदार्थों (पीओएल) की बाजार-निर्धारित कीमतों के घटने की संभावना है। आगे, डीजल की कीमतों में क्रमिक वृद्धि के साथ अंतर्राष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों में नरमी ने दिसंबर 2014 में तेल बाजार कंपनियों की कम-उगाही को मिटा डाला है।



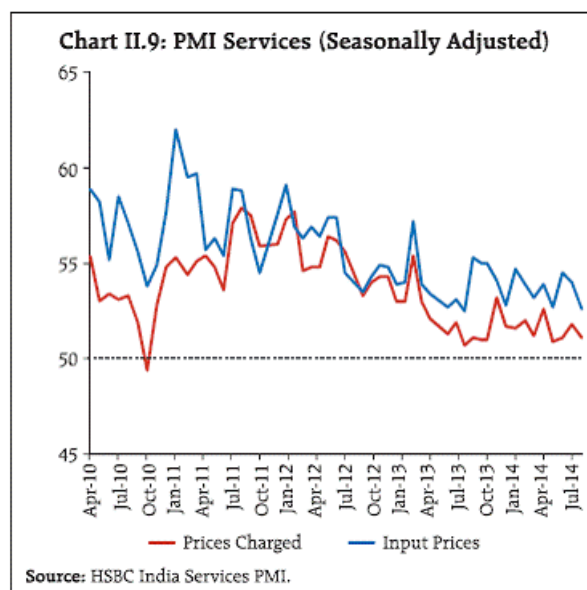
टेबल II.2: मुद्रास्फीति की माप							
(तिमाही/तिमाही औसत/मासिक आँकड़ों की वर्ष-दर-वर्ष प्रतिशत वृद्धि)							
तिमाही /माह	जीडीपी डिफ्लेटर	इन्फ्ल्यूएण्ड आई	सीपीआई	सीपीआई-इन्फ्ल्यूएण्ड आई	सीपीआई-इन्फ्ल्यूएण्ड आई-एएल	सीपीआई-आरएल	सीपीआई-आरएल
पहली तिमाही (क्यू1): 2013-14	5.7	4.8	9.5	10.7	12.6	12.4	
दूसरी तिमाही (क्यू2): 2013-14	7.2	6.6	9.7	10.8	12.9	12.7	
तीसरी तिमाही (क्यू3): 2013-14	7.8	7.1	10.4	10.6	12.4	12.3	
चौथी तिमाही (क्यू4): 2013-14	5.3	5.4	8.2	6.9	8.5	8.7	
पहली तिमाही (क्यू1): 2014-15	5.8	5.8	8.1	6.9	8.1	8.3	
जुलाई-14	N.A.	5.2	8.0	7.2	8.0	8.1	
अगस्त-14	N.A.	3.7	7.8	N.A.	7.2	7.6	

फॉर्म इनपुटों की लागत में पिछले एक वर्ष में कुछ कमी आई है (चार्ट 11.8)। औद्योगिक कच्ची सामग्री लागत दबाव नरम पड़ रहे हैं। रिजर्व बैंक का औद्योगिक परिदृश्य सर्वेक्षण बताता है कि अपेक्षाकृत कम फ़र्मों ने यह आकलन किया कि 2014-15 की दूसरी तिमाही में एक वर्ष पहले की तत्संबंधी तिमाही की तुलना में इनपुट कीमतें बढ़ीं। साथ ही, कम फ़र्मों ने विक्रय मूल्यों के बढ़ने की उम्मीद की थी जो अभी तक कमजोर बनी हुई मूल्य निर्धारण क्षमता की अवधारणा को दर्शाता है (टेबल 11.3)।

टेबल 11.3: इनपुट/आउटपुट लागत का आकलन			
(प्रतिशत रेस्पान्स)			
तिमाही	कुल रेस्पान्स (संख्या)	कच्चे माल की लागत (निवल रेस्पान्स)	विक्रय मूल्य (निवल रेस्पान्स)
क्यू 1:2013-14	1,321	-49.9	7.3
क्यू 2:2013-14	1,207	-62.2	11.3
क्यू 3:2013-14	1,223	-55.3	7.8
क्यू 4:2013-14	1,114	-54.1	9.6
क्यू 1:2014-15	1,293	-49.5	9.8
क्यू 2:2014-15	1,225	-44.7	6.8
स्रोत: औद्योगिक परिदृश्य/संभावना सर्वेक्षण, आरबीआई.			

क्रेता प्रबंधकों (पर्चेजिंग मैनेजर्स) की धारणा में सेवा क्षेत्र (सर्विसेज सेक्टर) इनपुट लागत दबाव 2011 के अपने शीर्ष से घटते प्रतीत हो रहे हैं। तथापि, मूल्य निर्धारण क्षमता की कमजोरी के कारण इन अल्प वृद्धियों का प्रभाव भी विक्रय मूल्य पर नहीं पड़ पा रहा है (चार्ट 11.9)।

भारतीय श्रम बाजार की दुहरी विशेषता को देखते हुए औपचारिक व अनौपचारिक दोनों क्षेत्रों के लिए श्रम लागतों का आकलन अलग-अलग करना होगा (बाक्स 11.2)। अवस्फीति के संवेग को मजदूरी-मूल्य चक्र से होने वाले खतरों के प्रति मौद्रिक नीति को चौकस रहना होगा।



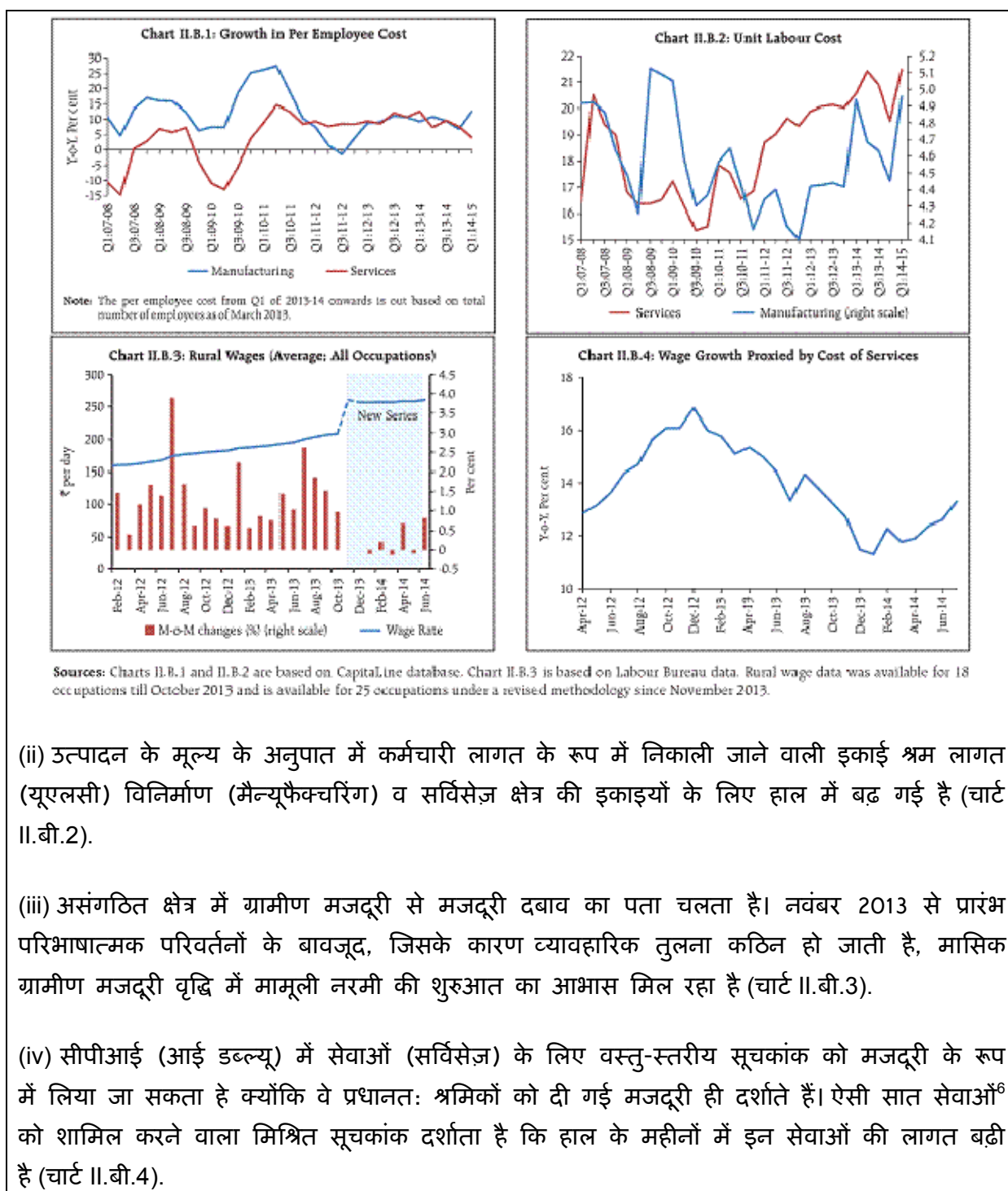
मौसम संबंधी खाद्य मूल्यों के आघातों के प्रभाव के कम होने और सामान्य मौसमी कमी के शुरू होने से तीसरी तिमाही (क्यू3) में मुद्रास्फीतीय दबावों के और कम होने की प्रत्याशा है। देशी और बाह्य दोनों स्रोतों से लागत दबाव नरम पड़ रहे हैं। आने वाले महीनों में हेडलाइन मुद्रास्फीति के पथ पर अनुकूल आधार प्रभाव (बेस इफेक्ट्स) का असर पड़ेगा। दिसंबर के बाद से जब वे हटने लगेंगे तो 2014-15 की अंतिम तिमाही में हेडलाइन मुद्रास्फीति बढ़ सकती है। नियंत्रित मूल्यों में संभावित वृद्धि से निकट-अवधि मुद्रास्फीति परिदृश्य के लिए उर्ध्वगामी जोखिम है। अवस्फीति संवेग (मोटेंटम) को कायम रखने के लिए यह जरूरी है कि इन समीकरणों की निगरानी ध्यान से की जाए।

### बाक्स II.2: मजदूरी/श्रम लागतों की माप

माजदूरी लागत स्थितियों को प्रभावित करने वाली मुद्रास्फीतीय प्रक्रिया का एक प्रमुख निर्धारक है और उनकी संरचना में रुढ़ियों द्वारा अल्पकालिक विनिमय तैयार करने वाला भी जिसे मौद्रिक नीति को देखना होता है। अधिकांश विकसित एवं कई उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के विपरीत, श्रम बाजार की बहुजातीयता और स्व-रोजगार व असंगठित क्षेत्र की भी बड़ी उपस्थिति से श्रम बाजार और मजदूरी सांख्यिकी पर आँकड़े जुटाना व समेकित करना मुश्किल हो जाता है। इसलिए, मजदूरी दबावों का आकलन करने के लिए, रिज़र्व बैंक कई प्रकार की सूचना एकत्रित करता है।

(i) संगठित क्षेत्र में, विनिर्माण (मैन्यूफैक्चरिंग) व सर्विसेज़ में लगी कंपनियों की बैलेंस शीट से प्राप्त जानकारी बताती है कि हाल की तिमाहियों में प्रति इकाई कर्मचारी लागतों<sup>5</sup> में वृद्धि कम रही है (चार्ट II.बी.1)।





(ii) उत्पादन के मूल्य के अनुपात में कर्मचारी लागत के रूप में निकाली जाने वाली इकाई श्रम लागत (यूलसी) विनिर्माण (मैन्यूफैक्चरिंग) व सर्विसेज क्षेत्र की इकाइयों के लिए हाल में बढ़ गई है (चार्ट II.बी.2).

(iii) असंगठित क्षेत्र में ग्रामीण मजदूरी से मजदूरी दबाव का पता चलता है। नवंबर 2013 से प्रारंभ परिभाषात्मक परिवर्तनों के बावजूद, जिसके कारण व्यावहारिक तुलना कठिन हो जाती है, मासिक ग्रामीण मजदूरी वृद्धि में मामूली नरमी की शुरुआत का आभास मिल रहा है (चार्ट II.बी.3).

(iv) सीपीआई (आई डब्ल्यू) में सेवाओं (सर्विसेज) के लिए वस्तु-स्तरीय सूचकांक को मजदूरी के रूप में लिया जा सकता है क्योंकि वे प्रधानतः श्रमिकों को दी गई मजदूरी ही दर्शाते हैं। ऐसी सात सेवाओं<sup>6</sup> को शामिल करने वाला मिश्रित सूचकांक दर्शाता है कि हाल के महीनों में इन सेवाओं की लागत बढ़ी है (चार्ट II.बी.4).

### III. मांग और उत्पादन

2014-15 की पहली तिमाही देशी गतिविधियों में स्पष्ट वृद्धि दर्ज की गई। कारोबारी विश्वास में सुधार से दो वर्ष के अंतराल के बाद निवेश मांग बढ़ी है, लेकिन खपत खर्च (कंज्यम्पशन एक्सपेंडिचर) खामोश है। निर्यात में नियमित वृद्धि से क्यू1 में जो औद्योगिक गतिविधि तेज हुई थी, वह जुलाई में सुस्त पड़ गई। असमान और कम मानसून से कृषि क्षेत्र की वृद्धि पर पानी फिरने की संभावना है जबकि सर्विसेज की संभावनाएं अभी भी मिश्रित हैं।

सुस्त वृद्धि की आठ तिमाहियों के बाद 2014-15 की पहली तिमाही में भारतीय अर्थव्यवस्था प्रत्याशा से

**अधिक गति से बढ़ी।** इसने निकट-अवधि की संभावना के प्रति कारोबारी मिजाज में संभले हुए आशावाद का संचार किया है। कमजोर वैश्विक अर्थव्यवस्था और देशी आपूर्ति अवरोधों की विपरीत परिस्थितियों के बावजूद वस्तुओं और सेवाओं के वास्तविक रूप में निर्यात ने लगातार चार तिमाहियों में दुहरे अंकों की वृद्धि दर्ज की है। फिर भी, दक्षिण पश्चिमी मानसून की कम मात्रा और असमान वितरण से कृषि क्षेत्र को होने वाले जोखिम और सेवा क्षेत्र में अब तक सुस्त बने हुए परिदृश्य, 2014-15 की दूसरी और तीसरी तिमाही में गतिविधि को कायम रखने के प्रयासों के लिए चुनौती पेश करेंगे।

### III.1 सकल मांग

निवल निर्यात और सकल स्थिर पूँजी निर्माण में बेहतरी के बल पर **बाजार भाव पर वास्तविक जीडीपी** 2014-15 की पहली तिमाही (क्यू1) में एक वर्ष पहले के की 4.2 प्रतिशत की तुलना में 5.8 प्रतिशत पर बढ़ी। (टेबल III.1).

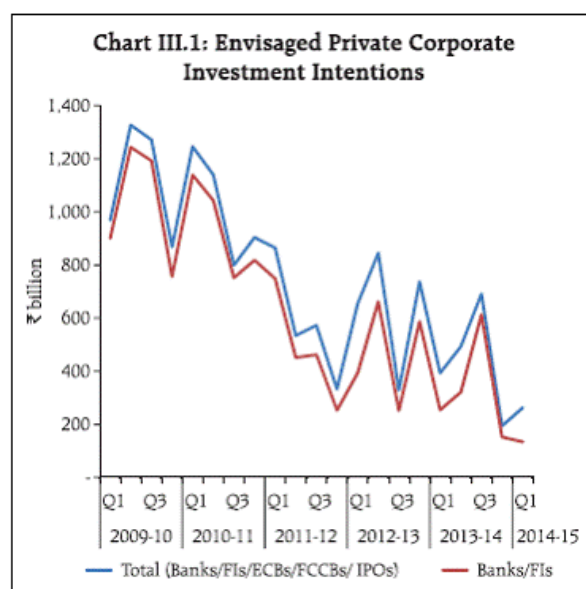
अप्रैल और मई में चुनाव संबंधी व्यय के बावजूद मुद्रास्फीति व घटती मजदूरी के कारण क्रय शक्ति में ह्रास हावी रहा और जीडीपी में **निजी अंतिम खपत व्यय (पीएफसीई)** का योगदान 2013-14 की चौथी तिमाही में घट गया।

**सकल स्थिर पूँजी निर्माण (जीएफसीएफ)** 7.0 प्रतिशत की मजबूती से बढ़ा, अलबत्ता इसमें कुछ वृद्धि 2013-14 की पहली तिमाही में 2.8 प्रतिशत के आधार प्रभाव के कारण हुई। तथापि, आगे जुलाई 2014 में पूँजीगत वस्तुओं के उत्पादन में कमी और पूँजीगत वस्तुओं के आयात में सुस्ती को देखते हुए निवेश में समुत्थान के कायम रहने को लेकर चिंताएं बढ़ गई हैं। तदनुसार, प्राइवेट कापोरेट सेक्टर के नई निवेश योजनाओं में वृद्धि मामूली रही है (चार्ट III.1).

**रुकी परियोजनाओं** को फिर से शुरू करने में टिकाऊ प्रगति से निवेश गतिविधि का जोश बढ़ेगा। इससे और नए निवेश भी आकर्षित हो सकते हैं और सकल मांग को आवश्यक ऊर्जा प्रदान कर सकते हैं। तथापि, अब तक, इस बाधा को पार करना दुष्कर रहा है क्योंकि कई कारणों से परियोजना कार्यान्वयन में निर्धारित समय से देर हो रही है जैसे भूमि अधिग्रहण, जंगल क्लियरेंस और कच्चे माल की आपूर्ति। एक और बाधा जिसको पार करना अपरिहार्य वह है ऊर्जा क्षेत्र का परिदृश्य जिसमें कोयला आपूर्ति को लेकर अनिश्चितता बनी हुई है।

टेबल III.1: व्यय के अनुसार वास्तविक जीडीपी वृद्धि						
(प्रतिशत)						
मद	2013-14 (पीई)	2013-14				2014-15 क्यू 1
		क्यू1	क्यू2	क्यू3	क्यू 4	
I. निजी अंतिम खपत	4.8	5.6	2.8	2.8	8.2	5.6
II. सरकारी अंतिम खपत	3.8	12.9	-0.1	3.6	-0.4	8.8
III. कुल स्थिर पूँजी निर्माण	-0.1	-2.8	3.1	0.2	-0.9	7.0
IV. निवल निर्यात	-32.1	-15.0	36.7	52.9	47.5	30.2
निर्यात	8.4	-2.8	15.0	11.3	10.5	11.5
आयात	-2.5	1.7	0.4	-8.3	-3.7	-0.4
V. बाजार भाव पर जीडीपी	5.0	4.2	5.2	4.4	6.1	5.8

पीई: अनंतिम आकलन



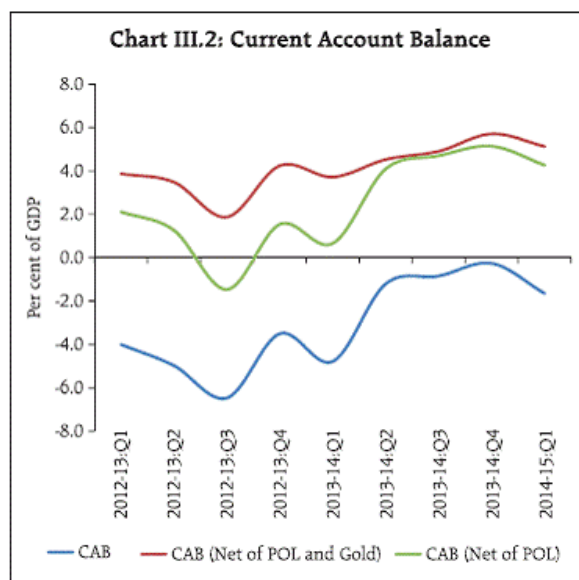
एक वर्ष पहले की तुलना में 2014-15 की पहली तिमाही में सरकारी अंतिम खपत व्यय (जीएफसीई) में तीव्र ह्रास आया। बजट आकलन (बीई) के अनुपात में केंद्र सरकार के प्रमुख घाटा सूचक यथा राजस्व घाटा

कम रहे जिसका मुख्य कारण योजना राजस्व व्यय और रक्षा पर पूँजी व्यय का कमतर होना रहा।

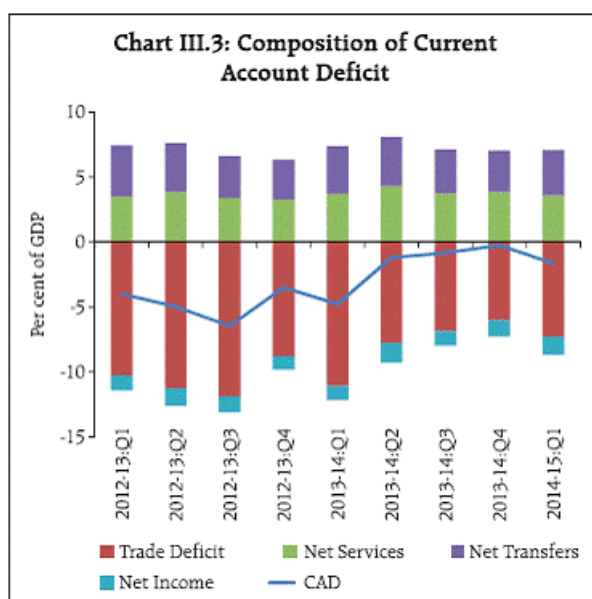
टेबल III.2: प्रमुख राजकोषीय सूचक – केंद्र सरकार वित्त		
सूचक (इंडिकेटर्स)	बजट आकलन (अप्रैल-जुलाई) के प्रतिशत के रूप में वास्तविक	
	2014-15	2013-14
1. राजस्व प्राप्ति	14.8	16.7
ए. कर राजस्व (निवल)	15.0	16.4
बी. कर से इतर राजस्व	13.5	18.0
2. कुल प्राप्ति	14.2	16.1
3. योजनेतर व्यय	30.5	33.5
(ए) राजस्व लेखा पर	30.3	33.4
(बी) पूँजीगत लेखा पर	32.1	33.8
4. योजना व्यय	23.0	27.0
(ए) राजस्व लेखा पर	22.9	27.4
(बी) पूँजीगत लेखा पर	23.1	25.1
5. कुल व्यय	28.1	31.3
6. राजकोषीय घाटा	61.2	62.8
7. राजस्व घाटा	70.4	73.0
8. प्राथमिक घाटा	198.1	148.0

सब्सिडियों पर व्यय एक वर्ष पहले के 51 प्रतिशत से घटकर बीई का 33 प्रतिशत रहा। सीमा शुल्क (कस्टम ड्यूटी) और केंद्रीय उत्पाद शुल्क (यूनियन एक्साइज ड्यूटीज) के तहत कमतर उगाहियों के कारण कर राजस्व एक वर्ष पहले के 16.4 की तुलना में घटकर बजट आकलन (बीई) के 15 प्रतिशत पर आ गया। मुख्यतः ब्याज और डिविडेंड प्राप्ति के कारण कर से इतर राजस्व भी अपेक्षताकृत कम रहे (टेबल III.2)। आगे, माल और सेवा कर (जीएसटी) के लागू होने से से विनिर्माण क्षेत्र (मैन्यूफैक्चरिंग सेक्टर) में तेजी आएगी।

2014-15 के क्यू1 (पहली तिमाही) में निवल निर्यात 30.2 प्रतिशत बढ़ा जो मंद पड़े वैश्विक समुत्थान के बावजूद सकल मांग के लिए एक मूल्यवान योगदान रहा। इस सुधार को सहयोग दिया 2014-15 की पहली तिमाही में निर्यात की 11.5 प्रतिशत वृद्धि ने जिसे 2013-14 में रुपए के मूल्यहास से स्पर्धात्मक लाभ मिला।

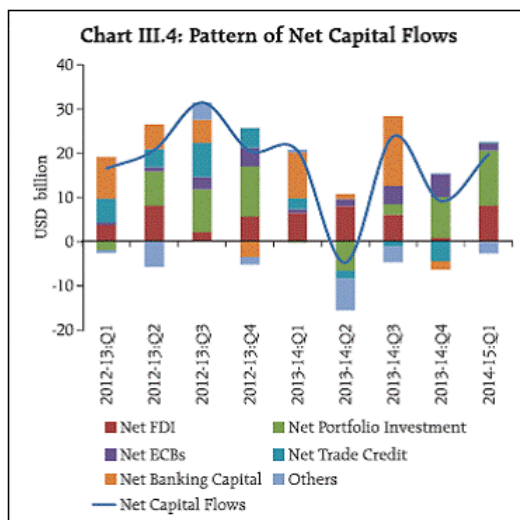


पण्य कारोबार घाटे में कमी, सेवाओं के निवल निर्यात में अल्प वृद्धि, इक्विटी और ऋण देयताओं की चुकौती से संबंधित उच्चतर निवल निवेश आय खर्च और निवल निजी अंतरणों (नेट प्राइवेट ट्रांसफर्स) में मामूली कमी से चालू खाता घाटा (सीएडी) एक वर्ष पहले के 4.8 प्रतिशत से घटकर 2014-15 की पहली तिमाही में जीडीपी का 1.7 प्रतिशत रह गया (चार्ट्स III.2 और III.3). पीओएल आयातों को हटाकर, चालू खाता शेष (करेंट अकाउंट बैलेंस) 2012-13 की चौथी तिमाही से अधिशेष (सरप्लस) में है।



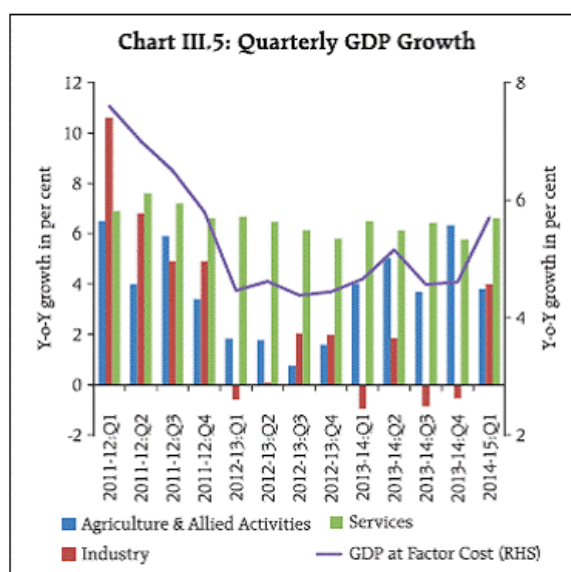
2014-15 की पहली तिमाही में भारत के भुगतान संतुलन के वित्तीय खाते पर प्रत्यक्ष और पोर्टफोलियो निवेश हावी रहे। बाह्य वाणिज्यिक उधार (ईसीबी) और व्यापार ऋण में भी निवल आगम (नेट इनफ्लो) दर्ज हुआ (चार्ट III.4)। विदेशी मुद्रा भंडार में वृद्धि से भारत के बाह्य क्षेत्र टिकाऊपन के सूचकों ने मामूली बेह्तरी दर्ज की। निवल अंतर्राष्ट्रीय निवेश स्थिति (एनआईआईपी) मार्च 2014 में जीडीपी के 17.6 प्रतिशत पर स्थिर रही जो ऋण चुकौती प्रारूप और सीएडी के व्यावहारिक स्तर के अनुसार टिकाऊ है।

रिज़र्व की पर्याप्तता के आकलन में केवल वही रिज़र्व न शामिल हों जिनका हिसाब पारंपरिक ढंग से लगाया जाता है, बल्कि रिज़र्व बैंक के निवल बकाया वायदा खरीद (नेट आउटस्टैंडिंग फॉरवर्ड परचेज़) के रूप में आने वाले ऑफ बैलेंस शीट बफर्स जो जुलाई - 2014 के अंत में 5.4 बिलियन अमेरिकी डॉलर पर थे और द्विपक्षीय/बहुपक्षीय अदला-बदली व्यवस्था (स्वैप लाइन्स), जैसे भारतीय रिज़र्व बैंक और बैंक ऑफ़ जापान की 50 बिलियन अमेरिकी डॉलर की मुद्रा अदला-बदली व्यवस्था और ब्राज़िल, रूस, भारत, चीन व दक्षिण अफ्रिका (ब्रिक्स) आकस्मिक (कॉन्टिंजेंट) रिज़र्व, 2014 को भी लिया जाए। सीआरए के तहत, प्रत्येक देश के लिए उपलब्ध अधिकतम सीमा 100 बिलियन अमेरिकी डॉलर के कुल कोष में उस देश की अपनी प्रतिबद्धता के एक गुणज (मल्टिपल) के बराबर होती है।



### III.2 उत्पादन

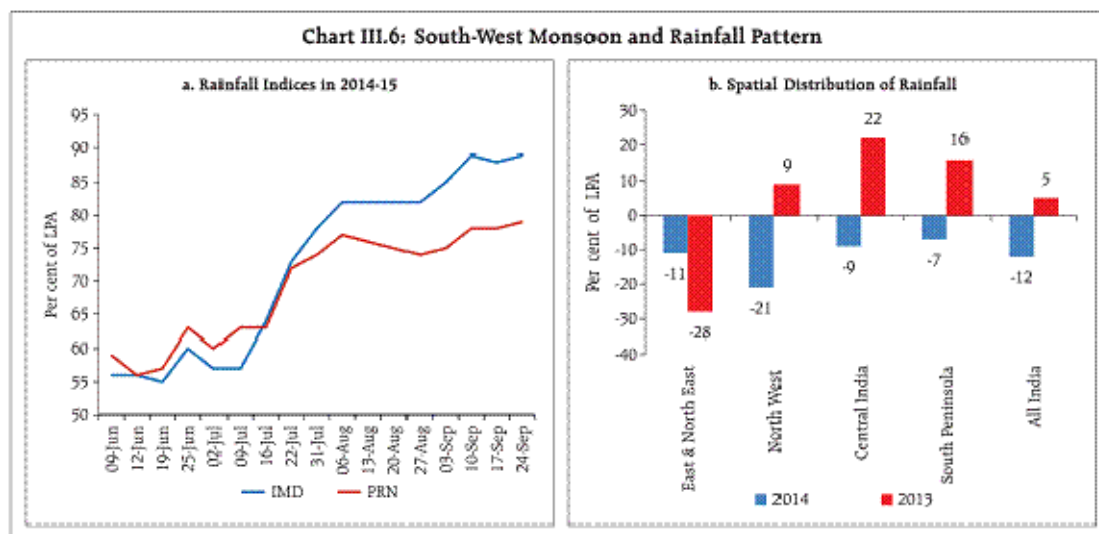
लगातार आठ तिमाहियों के मंथर संवेग को 2014-15 की पहली तिमाही में झाड़कर फेंकते हुए उपादान लागत (फैक्टर कास्ट) पर वास्तविक सकल देशी उत्पाद (जीडीपी) 5.7 प्रतिशत बढ़ा जिसमें विशेषतः औद्योगिक वृद्धि दो तिमाहियों के बाद सकारात्मक क्षेत्र में वापस लौटी (चार्ट III.5 और टेबल III.3)।



दक्षिण पश्चिम मानसून में ऊँच-नीच से कृषि की संभावनाओं पर असर पड़ने की संभावना है। इसकी शुरुआत देर से हुई पर उसके बाद जुलाई में इसकी गति तेजी से बढ़ी तथा भारत मौसम विज्ञान विभाग (आईएमडी) के वृष्टिपात सूचकांक द्वारा मापी गई वृष्टिपात में कटौती जून के अंत के 43 प्रतिशत से क्रमशः घटते हुए सितंबर के अंत में 12 प्रतिशत पर आ गई। रिज़र्व बैंक के उत्पादन-भारित वृष्टिपात सूचकांक (पीआरएन)<sup>7</sup> में वर्षा में वृहत्तर कमी का संकेत है। समय और स्थान की दृष्टि से बारिश में असमानता रही है (चार्ट III.6)। 2014-15 में खरीफ के उत्पादन में 6.9 प्रतिशत की कमी आने की संभावना है जबकि तिलहन और वाणिज्यिक फसलों समेत अन्य फसलों पर भी बुरा असर पड़ सकता है। दूसरी तरफ, जलाशयों के स्तर 79 प्रतिशत बढ़े हैं और इसलिए, रबी खाद्यान्न उत्पादन, जो कि औसतन कुल उत्पादन का 50.7 प्रतिशत होता है, काफी हद तक खरीफ की कमी की भरपाई कर सकता है।

टेबल III.3: वास्तविक जीडीपी वृद्धि - आपूर्ति पक्ष							
(प्रतिशत)							
क्षेत्र	2013-14		2013-14				2014-15
	हिस्सा	वृद्धि	क्यू 1	क्यू 2	क्यू 3	क्यू 4	क्यू 1
<b>I. कृषि, वानिकी व मतस्यन</b>	13.9	4.7	4.0	5.0	3.7	6.3	3.8
<b>II. उद्योग</b>	18.7	-0.1	-0.9	1.8	-0.9	-0.5	4.0
(i) खनन और उत्खनन	1.9	-1.4	-3.9	0.0	-1.2	-0.5	2.1
(ii) मैन्यूफैक्चरिंग	14.9	-0.7	-1.2	1.3	-1.5	-1.4	3.5
(iii) बिजली, गैस व जल आपूर्ति	1.9	5.9	3.8	7.8	5.0	7.2	10.2
<b>III. सर्विसेज़</b>	67.4	6.2	6.5	6.1	6.4	5.8	6.6
(i) कन्सट्रक्शन	7.4	1.6	1.1	4.4	0.6	0.7	4.8
(ii) व्यापार, होटल, परिवहन व संचार	26.4	3.0	1.6	3.6	2.9	3.9	2.8
(iii) फाइनेंसिंग, बीमा (इंश्योरेंस), रिअल इस्टेट और कारोबारी सेवाएं	20.6	12.9	12.9	12.1	14.1	12.4	10.4
(iv) समुदायिक, सामाजिक एवं निजी (पर्सनल) सेवाएं	12.9	5.6	10.6	3.6	5.7	3.3	9.1
<b>IV. उत्पादन लागत पर जीडीपी</b>	100.0	4.7	4.7	5.2	4.6	4.6	5.7

कि 11 तिमाहियों में इसकी सबसे तेज गति है। पहली तिमाही (क्यू 1) में औद्योगिक गतिविधि पूँजीगत वस्तु क्षेत्र से चालित हुई जिसने विगत तीन वर्षों में सबसे ऊँची वृद्धि दर्ज की। 13-तिमाहियों की शिथिलता की बाद खनन गतिविधि में भी सुधार आया और विद्युत उत्पादन ने भी रिकॉर्ड स्तर को छुआ। तथापि जुलाई में इसका संवेग कम हुआ और आईआईपी वृद्धि 0.5 प्रतिशत नीचे खिसक गई। विनिर्माण (मैनुफैक्चरिंग) में धीमापन, विशेषतः उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुओं और पूँजीगत वस्तुओं के उत्पादन दोनों में कमी आने से इस क्षेत्र की संभावनाओं में अनिश्चितता और बढ़ गई है। मूल आधारभूत संरचना उद्योग (कोयला, कच्चा तेल, प्राकृतिक गैस, स्टील, रिफाइनरी प्रोडक्ट्स, उर्वरकों, स्टील, सीमेंट और बिजली) जो आईआईपी का 37.9 हैं, उनके संवेग (मुमेंटम) में भी जुलाई में कुछ कमी आई।



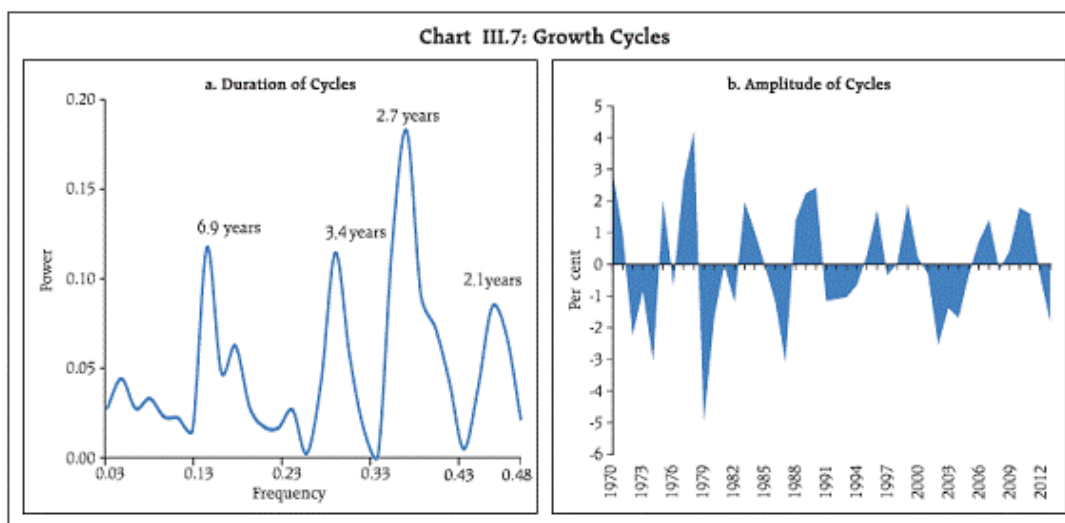
सेवा क्षेत्र गतिविधि जो घरेलू अर्थव्यवस्था का दो-तिहाई है, 2014-15 की पहली तिमाही में बढ़ी और इसमें 6.6 प्रतिशत का विस्तार आया। इस क्षेत्र में विभिन्न घटकों की गति अलग-अलग रही। कन्सट्रक्शन क्षेत्र को मानसून के विलंब से आने का फायदा हुआ। सामुदायिक, सामाजिक और निजी सेवाओं में भी अच्छी वृद्धि दर्ज हुई। दूसरी तरफ, फाइनेंसिंग, इंश्योरेंस, रिअल इस्टेट और कारोबारी सेवाओं (बिजनेस सर्विसेज़) के संवेग में कुछ कमी आई जो बैंकिंग सिस्टम में ऋण और जमा की वृद्धि में ह्रास को दर्शाता है। जून 2014 में शिखर पर पहुँचने के पश्चात, बाद के महीनों में सर्विसेज़ पीएमआई में नरमी आई। दूसरी तिमाही में सर्विसेज़ सेक्टर में गतिविधि के अग्रणी संकेतक मिली-जुली तसवीर पेश करते हैं।

### III.3. वृद्धि गत्यात्मकता के चक्रीय और संरचनात्मक पक्ष

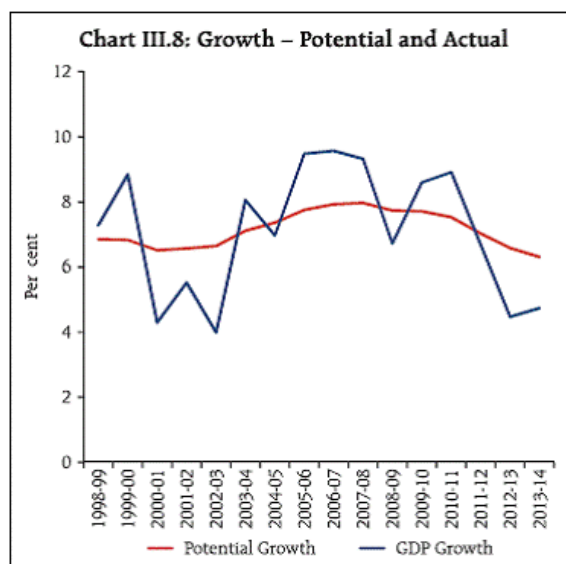
अर्थव्यवस्था की संभावना का एक यथार्थपरक आकलन सकल मांग-आपूर्ति संतुलन के आकलन में सहायक होगा। इसमें दो तत्त्वों का मूल्यांकन किया जाता है : (ए) उत्पादन का चक्रीय आचरण जिससे अर्थव्यवस्था की स्थिति में अतिरिक्त/कम मांग की भूमिका के बारे में जानकारी मिलेगी; और (बी) उत्पादन (आउटपुट) का रुख जिससे उत्पादन संरचना, संस्थागत विशेषताओं और इसमें आने वाली बाधाओं से तय होने वाली समग्र आपूर्ति की भूमिका के पूर्णतर मूल्यांकन में सहायता मिलती है। बारंबारता वाले क्षेत्र में जीडीपी में अंतर के आकलन से चक्रों की उपस्थिति का पता लगाने और अस्थिरताओं/उतार-चढ़ाव (फ्लक्चुएशन्स) की अवधि का हिसाब लगाने में सहायता मिलती है। अनियमित, मौसमी, चक्रीय और रुझान (ट्रेंड) के घटकों को सुलझाने से यह संकेत मिलता है कि भारत में अधिकांश चक्रों की अवधि लगभग 2.7 वर्षों की होती है और



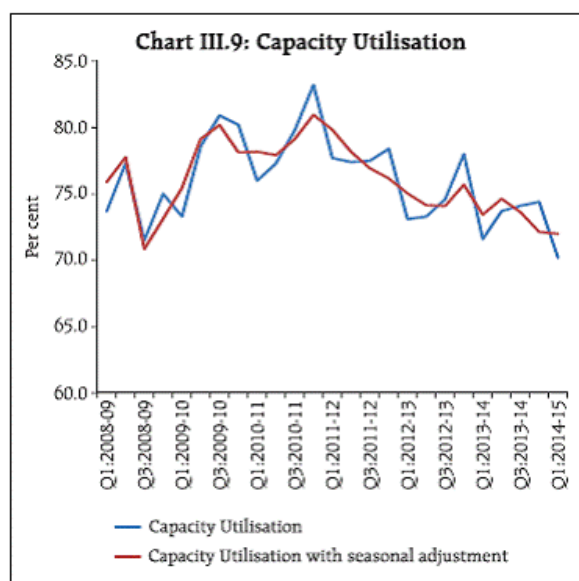
इसके कम या इससे अधिक अवधि के चक्रों के घटित होने की बारंबरता कम है। समय के साथ चक्रों का विस्तार उतना तीव्र नहीं रहा जो बताता है कि आघातों के प्रति आर्थिक गतिविधियों की प्रत्यास्थता (रेजीलिअंस) बढ़ रही है। (चार्ट III.7).



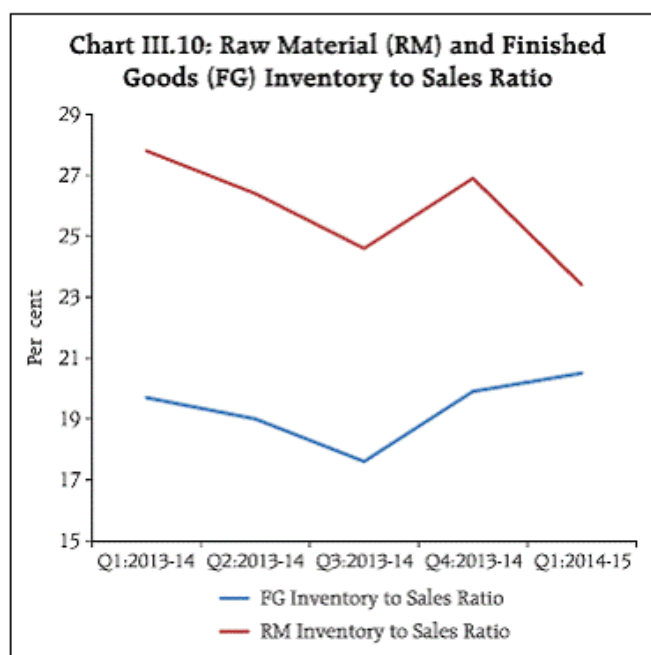
अपने संभावित ट्रेंड के इर्द-गिर्द होने वाले अस्थिरताओं/उतार-चढ़ाव (फ्लक्चुएशन्स) को ही वस्तुतः चक्र कहा जाता है। संभावित आउटपुट का मूल चरित्र ऐसा है कि उसे स्पष्ट देखा/पढ़ा नहीं जा सकता और इसका हिसाब लगाना हमेशा ही चुनौतीपूर्ण होता है विशेषतः बड़े संकटों के बाद। इसकी माप आम तौर पर पद्धति के प्रति अति संवेदनशीलता का शिकार होती है : उदाहरणार्थ मानक एकचर (स्टैंडर्ड यूनिवैरिएट) फिल्टर्स का झुकाव अंतिम बिंदुओं (एंड प्वाइंट्स) के चयन की ओर होता है और उनमें संबंधित आर्थिक आधार का अभाव होता है। छोटे समष्टि-आर्थिक मॉडल से लिए गए बहुचर (मल्टीवैरिएट) फिल्टरों से प्राप्त आकलन, जो एंड प्वाइंट्स के प्रति संवेदनशीलता को कम कर देता है, यह बताता है कि भारत की संभावित उत्पादन वृद्धि 2008-09 से गिरती हुई 2012-13 में लगभग 6.3 प्रतिशत पर आ गई और उसके बाद से उत्पादन अंतराल नकारात्मक हो गया है (चार्ट III.8)। चक्रों और संभावित वृद्धि के औसत आकलन को साथ-साथ देखने से भारतीय अर्थव्यवस्था दो वर्षों के धीमे विकास के बाद एक नए मोड़ की तरफ बढ़ती लगती है लेकिन, इसकी संभावित उत्पादन वृद्धि में कमी को देखते हुए, विस्तार का दौर पहले से कमतर हो सकता है।



क्षमता उपयोग स्तरों और स्टॉक के चक्र (इन्वेंटरी साइकल) बताते हैं कि अर्थव्यवस्था में किस हद तक शिथिलता है। रिजर्व बैंक के क्रयादेश पुस्तक, स्टॉक और क्षमता उपयोग सर्वेक्षण (ओबीकस) में मौसमी तौर पर एडजस्ट किए गए क्षमता उपयोग में पहली तिमाही (क्यू1) में मामूली गिरावट के संकेत मिलते हैं (चार्ट III.9)। तैयार माल व बिक्री (सेल्स) का अनुपात तिमाही-दर-तिमाही और वर्ष-दर-वर्ष आधार पर बढ़ता रहा जो अर्थव्यवस्था में विद्यमान शिथिलता की पुष्टि करता है (चार्ट III.10)।



सारांश यह कि समष्टि-आर्थिक बुनियाद के सुधरने और राजनैतिक स्थिरता के माहौल में निवेश के बेहतर होने के कच्चे से संकेत हैं। निवेश व वृद्धि में टिकाऊ तेजी के नीचे जाने का जोखिम देश में आपूर्तिगत बाधाओं विशेषतः बिजली में, वैश्विक ब्याज दर चक्र के उलटने और भू-राजनैतिक जोखिमों के फिर से उभरने से हैं।

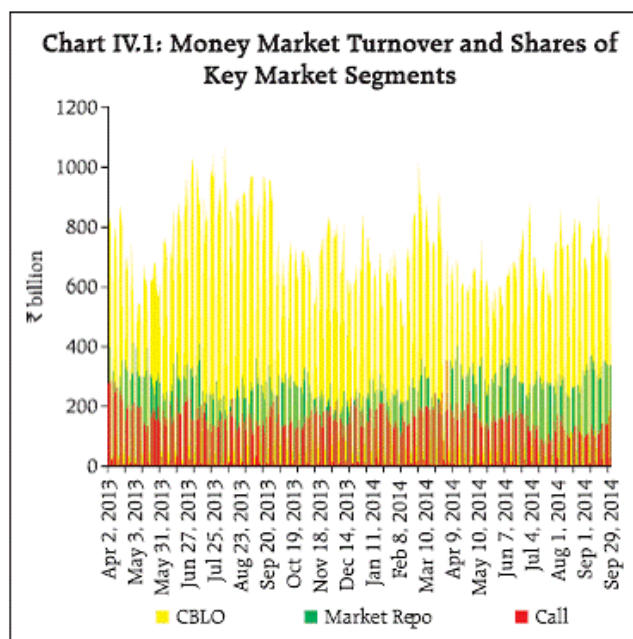


#### IV. वित्तीय बाजार और चलनिधि स्थितियां

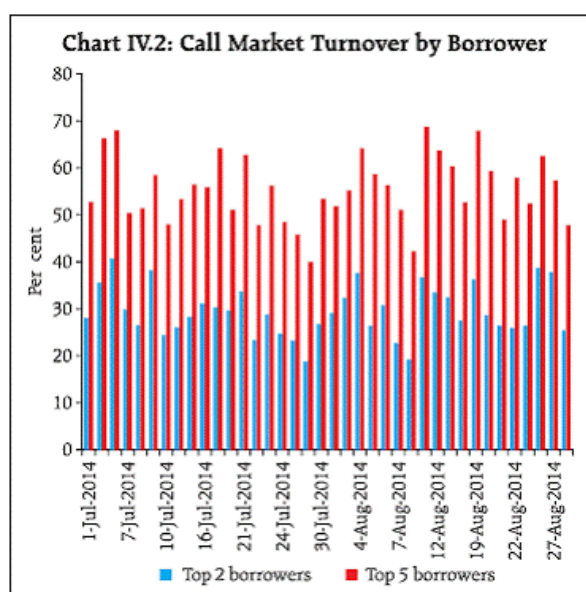
अस्थिरता के घटने और देशी व विदेशी निवेशकर्ताओं में परिदृश्य को लेकर विश्वास के मजबूत होने से वित्तीय बाजारों में उत्साह है। घरेलू मुद्रा, ऋण और विदेशी मुद्रा बाजार स्थिर रहे हैं और शेयरों की कीमतें रिकॉर्ड ऊँचाई पर पहुँच गई हैं। तथापि बैंकिंग सिस्टम में ऋण की वृद्धि धीमी पड़ गई है। रिज़र्व बैंक ने चलनिधि प्रबंधन का एक नया ढाँचा लागू किया है जो अधिक आश्वस्तिकदायक है और जिसमें चलनिधि पर लचीलापन है।

##### IV.1. वित्तीय बाजार

अंतर्राष्ट्रीय बाजारों में जोखिम-रहित प्रतिफलों की खोज (रिस्क-ऑफ सर्च फॉर यील्ड्स) और अपने देश में राजनैतिक स्थिरता के आने से कारोबारी विश्वास में तेजी आने के कारण 2014-15 की दूसरी तिमाही में देशी वित्तीय बाजारों में उछाल रहा है। भू-राजनैतिक तनावों में नरमी से अंतर्राष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों के घटने और देश में समष्टि स्तर पर आधारभूत स्थितियों में सुधार की प्रत्याशा से बाजार में उत्साह आया।

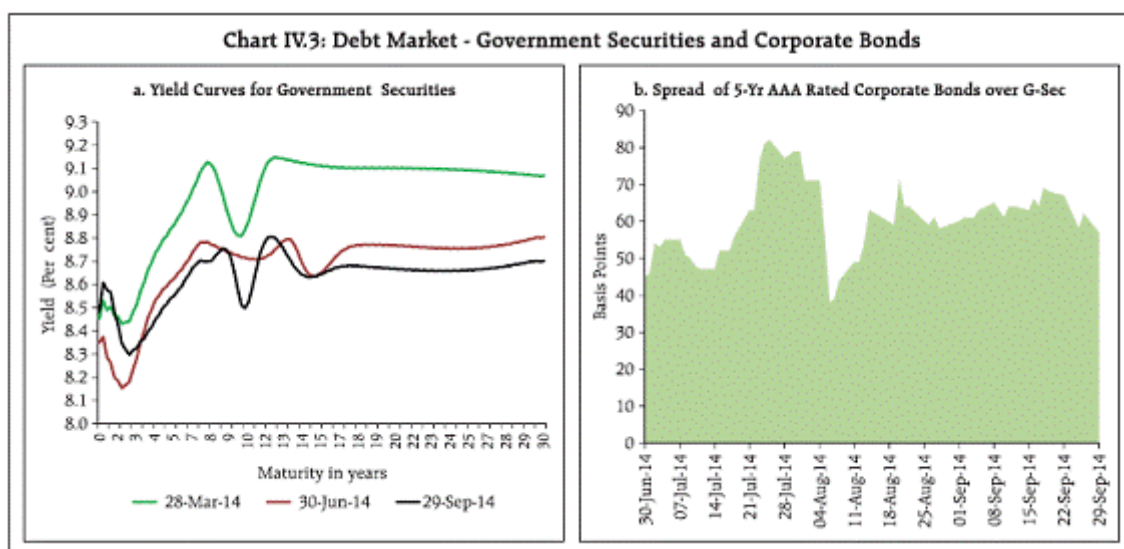


चलनिधि स्थितियों में तंगी के कारण जुलाई में एकदिवसीय मुद्रा बाजार दरों में वृद्धि हुई। तथापि अगस्त के मध्य से, मुद्रा-बाजार दरें नरम पड़ीं और सितंबर में अग्रिम कर भुगतान के चलते होने वाले अल्पकालिक तेजी को छोड़कर दरें चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) रिपो रेट के नीचे रहीं। इस अवधि की एक स्पष्ट विशेषता कॉल मनी मात्राओं में कमी रही है जो संपार्श्विकृत एकदिवसीय (कोलैटरलाइज्ड ओवरनाइट) वर्गों के प्रति बैंकों में आए बदलाव को दर्शाता है। एक दिवसीय वर्ग में कॉल मनी मार्केट का हिस्सा कुल टर्नओवर में लगभग 10 प्रतिशत का है (चार्ट IV.1)। कॉल मनी मार्केट की कम मात्रा जुलाई और प्रारंभिक अगस्त में अस्थिरता को बढ़ाती प्रतीत हुई, जबकि कॉल मार्केट टर्नओवर के 50 प्रतिशत से अधिक का हिस्सा शीर्ष पाँच उधारकर्ताओं का रहा (चार्ट IV.2)।



मध्य पूर्व में भू-राजनैतिक तनावों के चलते कच्चे तेल की कीमतों के बढ़ जाने के कारण ट्रेडिंग में मंदी रही

सिक्यूरिटी की घोषणा और सरकारी प्रतिभूतियों में विदेशी संस्थागत निवेशकों (एफआईआई) द्वारा निवेश की सीमाओं के पुनर्निर्धारण से तेजी का रुख लौटा। वर्ष की पहली छमाही के लिए शेष प्राथमिक निलामियों (ऑक्शन) के तहत अधिसूचित राशियों में कमी और मध्य-पूर्व व यूक्रेन में तनाव घटने से कूड ऑयल की कीमतों में कमी आने के कारण भी सकारात्मक मूड अगस्त तक बना रहा। सितंबर में ऐसे किसी कारक के न होने से प्रतिफलों की गति का दायरा सीमित रहा। दूसरी तिमाही में 10-वर्षीय प्रतिफल घटे तथा जून के अंत के 8.7 प्रतिशत से 29 सितंबर को 8.5 प्रतिशत पर आ गए (चार्ट IV.3). पूरी तिमाही में ट्रेडिंग की मात्रा में भारी गिरावट आई।



पब्लिक इश्यूज और राइट्स इश्यूज के प्रस्तावों में वृद्धि से दूसरी तिमाही में कॉर्पोरेट बॉण्ड मार्केट में गतिविधि में वृद्धि देखी गई तथा इसका आंशिक कारण बैंक ऋण स्थितियों में तंगी थी। पब्लिक इश्यूज और प्राइवेट प्लेसमेंटों के जरिये ऋण उगाही जुलाई-अगस्त 2014 में पिछली तिमाही की तुलना में अधिक रही। 29 सितंबर 2014 की स्थिति के अनुसार विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों (एफपीआई) ने कॉर्पोरेट बॉण्डों में ₹1,124 बिलियन निवेश किए जो सीमा का लगभग 46 प्रतिशत रहा। एएए रेट किए गए कॉर्पोरेट बॉण्ड सामान्यतः श्रेष्ठ प्रतिफलों (गिल्ट यील्ड्स) की तर्ज पर बढ़े जबकि अगस्त की शुरुआत में बढ़ने के बाद स्प्रेड्स व्यापक तौर पर स्थिर रहे हैं।

**विदेशी मुद्रा बाजार** में रुपए की विनिमय दर (एक्सचेंज रेट) अमेरिकी डॉलर के मुकाबले ₹59.7 और ₹61.6 के संकरे दायरे में बढ़ी है। आयात मांग के बढ़ने और अमेरिकी डॉलर के मजबूत होने से जुलाई और अगस्त के प्रारंभ में रुपया मामूली रूप से कमजोर पड़ा। इसके बाद एफआईआई द्वारा किए गए भारी निवेश से, विशेषतः ऋण बाजार में, और क्यू1 में चालू खाता घाटे में प्रत्याशा से अधिक कमी होने व राजकोषीय समेकन की विश्वसनीयता के कारण भी जो सकारात्मकता आई उससे रुपए को मजबूत होने में मदद मिली। सितंबर में रुपया सामान्यतः एक दायरे में रहा पहली तिमाही में भारत की जीडीपी वृद्धि में उछाल से अमेरिकी ब्याज दर प्रत्याशाओं को लेकर छाई निराशा की भरपाई हो गई एवं यूक्रेन में तनाव की कमी से सकारात्मक वातावरण बना। कच्चे तेल की कीमतों में नरमी ने भी रुपए की सहायता की। तिमाही में समग्र तौर पर, यूएस डॉलर के मुकाबले रुपए का मूल्य गिरा, परंतु अगस्त के दूसरे हफ्ते से सितंबर के पहले सप्ताह के दौरान मूल्यवृद्धि के रुख के साथ। 29 सितंबर 2014 को अमेरिकी डॉलर के मुकाबले रुपया ₹61.43

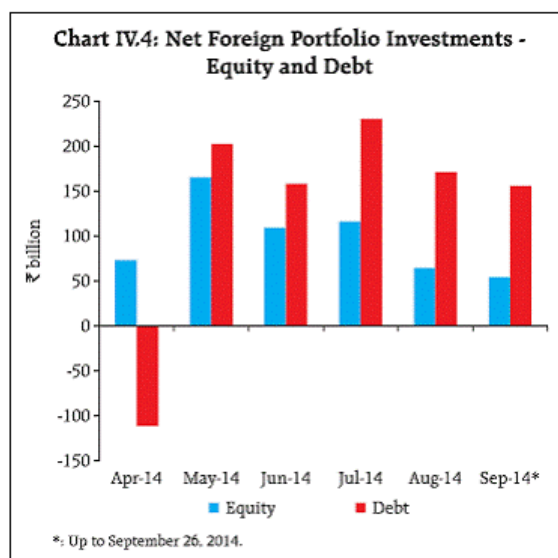
पर था (टेबल IV.1)। नामिक प्रभावी संदर्भ (नॉमिनल इफेक्टिव टर्म्स) में मार्च 2014 से रुपए की मूल्यवृद्धि होती रही है। दूसरी तिमाही में यूरो के मुकाबले रुपया 5.2 प्रतिशत बढ़ा। जुलाई से हाज़िर बाजार (स्पॉट मार्केट) की राह पर फॉरवर्ड प्रीमिया में नरमी रही है।

केंद्र में स्थिर सरकार के बनने, कॉरपोरेट आय में थोड़े सुधार और बुनियादी ढाँचे (इन्फ्रास्ट्रक्चर) के लिए फंड की उगाही पर आरक्षित निधि अपेक्षाओं पर बैंकों को रिज़र्व बैंक द्वारा दी गई छूट से दूसरी तिमाही (क्यू 2) में इक्विटी बाजार ऊपर चढ़े। ऊपर जाने का ट्रेंड सामान्यतः वैश्विक इक्विटी बाजारों की तर्ज पर रहा। ईसीबी द्वारा मात्रात्मक सुलभता की प्रत्याशाओं, विदेशी संस्थागत निवेशकों (एफआईआई) द्वारा लगातार निवेश (चार्ट IV.4), घटते भू-राजनैतिक तनावों व इसके फलस्वरूप कच्चे तेल की कीमतों में आई नरमी तथा हाल में भारत की सरकारी (सोवरिन) रेटिंग परिदृश्य को स्टैंडर्ड एंड पूअर द्वारा नकारात्मक से स्थिर किए जाने से इक्विटी बाजारों के उछाल में सहायता मिली।

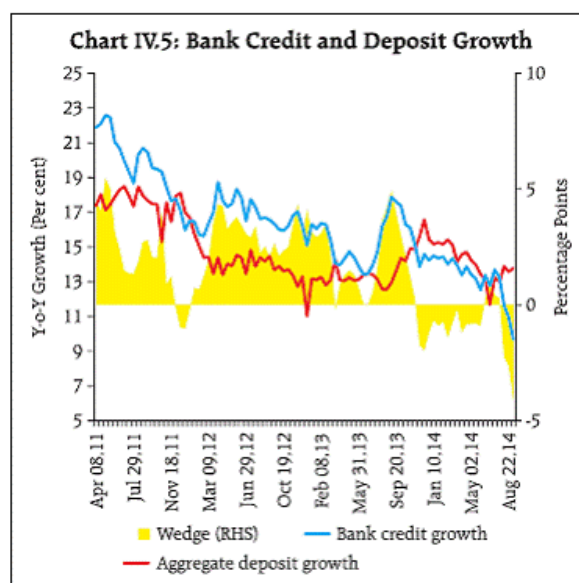
टेबल IV.1: सांकेतिक व वास्तविक प्रभावी विनिमय दरें : ट्रेड आधारित (आधार: 2004-05=100)			
मद	सूचकांक सितंबर 26, 2014 (अनं)	मूल्य वृद्धि (+) / मूल्य ह्रास (-) (प्रतिशत)	
		मार्च 2014 की तुलना में सितंबर 2014	2012-13 की तुलना में 2013-14
36-रीर	109.11	5.1	-2.2
36-नीर	73.30	2.0	-7.7
6-रीर	118.95	5.7	-3.7
6-नीर	67.61	2.0	-10.6
₹/अमेरिकी \$ (29 सितंबर की स्थिति के अनुसार)	61.43	-0.7	-10.1
₹/यूरो (29 सितंबर की स्थिति के अनुसार)	77.93	8.2	-13.7
अनं: अनंतिम. नोट्स: रीर आँकड़े उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (संयुक्त) पर आधारित हैं।			

तिमाही के अंत की ओर, सीरिया में भू-राजनैतिक तनाव और कोयला ब्लाकों के आबंटन को रद्द करने के सुप्रीम कोर्ट के फैसले के बाद इक्विटी मार्केट के लाभ में कमी आई। दूसरी तिमाही में अब तक (29 सितंबर 2014 तक) बीएसई सेन्सेक्स और एनएसई निफ्टी ने लगभग 5 प्रतिशत की वृद्धि दर्ज की। ऋण चुकौती और पूँजी व्यय के लिए मुख्यतः अर्हताप्राप्त संस्थागत (क्वालिफाइड इंस्टिट्यूशनल) प्लेसमेंटों के बाद प्राथमिक बाजार में गतिविधि में तेजी आई। भारतीय प्रतिभूति और विनिमय बोर्ड (सेबी) ने सार्वजनिक क्षेत्र के

की घोषणा की और रिअल इस्टेट इन्वेस्टमेंट ट्रस्टों (आरईआईटीज़) एवं आधारभूत संरचना निवेश ट्रस्टों के लिए भी दिशा निर्देश जारी किए। इसके अतिरिक्त सरकार ने सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रमों (पीएसयू) के शेयरों के विनिवेश के माध्यम से लगभग ₹43.5 बिलियन की उगाही का निर्णय लिया।

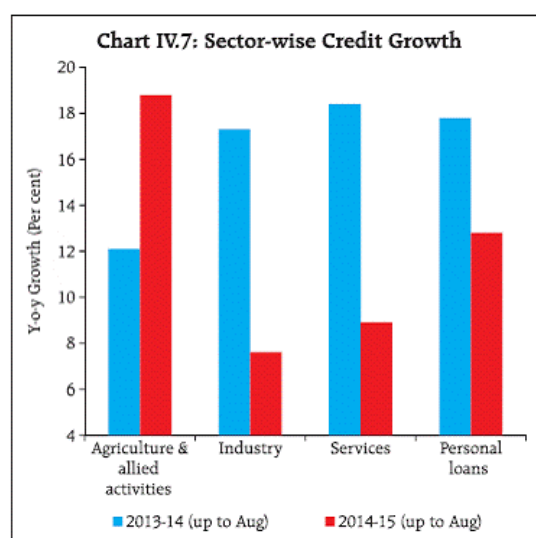
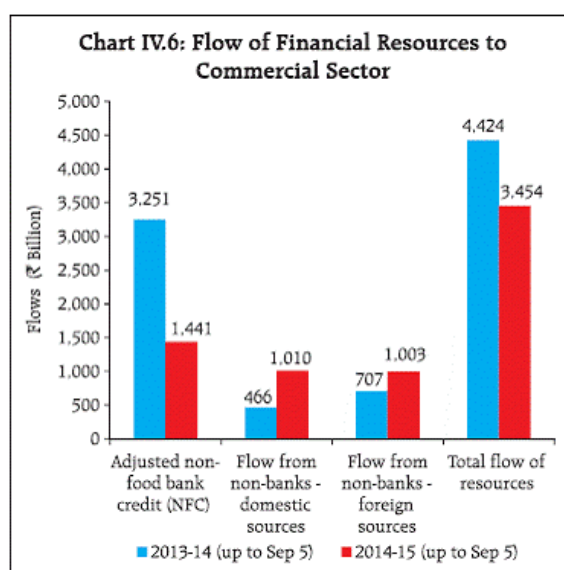


आस्ति गुणवत्ता (एसेट क्वालिटी) के चलते जोखिम से कतराने और सामान्य तौर पर मांग के कमजोर रहने के कारण दूसरी तिमाही (क्यू2) में **क्रेडिट मार्केट** में मंदी रही है। जमाराशी वृद्धि में मोटे तौर पर कोई बढ़ोतरी न होने और साथ ही ऋण वृद्धि में कमी के कारण ऋण और जमाराशि वृद्धि में नकारात्मक अंतराल (अगस्त 2014 से) बन गया (चार्ट IV.5)। बैंक ऋण वृद्धि में धीमेपन के कारण वाणिज्य क्षेत्र को वित्तीय संसाधनों का प्रवाह एक वर्ष पहले की तुलना में कम रहा है और बैंकों के मुकाबले इतर स्रोतों से मिलने वाली फंडिंग तुलनात्मक रूप से अधिक रही है (चार्ट IV.6)।



कृषि क्षेत्र को दिए जाने वाले बैंक ऋण में अगस्त 2013 के 12.1 प्रतिशत की तुलना में अगस्त 2014 में

तेजी से घटकर अगस्त 2014 में 7.6 प्रतिशत पर आ गई जिसमें आधारभूत संरचना, मूल धातुओं, वस्त्र, रसायन और खाद्य प्रसंस्करण (फूड प्रोसेसिंग) उद्योगों में वृद्धि कमतर रही। इस अवधि में सेवा (सर्विसेज) क्षेत्र को ऋण-वृद्धि में भी काफी गिरावट आई (चार्ट IV.7)। इस धीमेपन के मुख्य कारण ये हैं : मंझोले व बड़े उद्योगों द्वारा वाणिज्य पत्र (सीपी) और बाह्य वाणिज्यिक उधारियों (ईसीबी) के जरिये फंड की उगाही, बैंकों द्वारा आस्ति पुनर्निर्माण (एसेट रिकनस्ट्रक्शन) कंपनियों को एसेट्स की बिक्री, तेल/उर्बरक पीएसयू द्वारा थोक चुकौती और एसेट्स पर पड़ते दबाव को देखते हुए बैंकों के एक्सपोजर में कटौती। 2014-15 में अब तक (25 सितंबर तक) सावधि जमाराशि दरें और भारत औसत उधारी दरें (डबल्यूएलआर) मामूली रूप से नरम पड़ी हैं। तथापि, मुद्रास्फीति में नरमी आने के कारण वास्तविक रूप में इसका परिणाम ऋण की स्थितियों में मामूली सख्ती के रूप में सामने आया है। विभिन्न बाजार वर्गों में नीतिगत कार्रवाइयों का संचरण ब्याज दर चक्र के विभिन्न चरणों में अनियमित रहा है (टेबल IV.2)।



## IV.2. चलनिधि स्थितियां

वित्तीय बाजार के व्यवहार को प्रभावित करने वाली एक प्रमुख चीज चलनिधि है जो साथ ही साथ प्रणाली पर असर डालने वाले संरचनात्मक व अवरोधी कारकों के अंतर्संबंध को भी दर्शाता है। चलनिधि की व्यापक माप

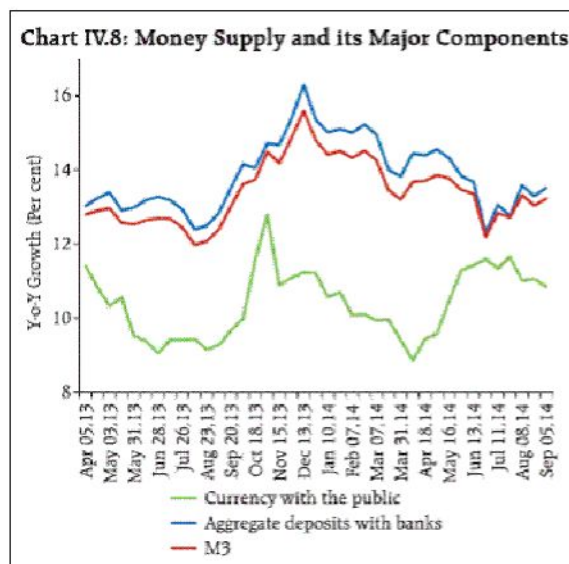


जो इन दोनों कारकों के प्रभाव को शामिल करती है उसे मुद्रा आपूर्ति या एम3 कहते हैं। 2014-15 में (5 सितंबर तक) मुद्रा आपूर्ति वृद्धि दर (वर्ष-दर-वर्ष) 13.2 प्रतिशत पर चल रही है जो एक वर्ष पहले की तुलना में कुछ अधिक है (चार्ट IV.8)।

टेबल IV.2: (बैंकों के जमा और उधारी दरों में) मौद्रिक नीति चक्रों के विभिन्न चरणों में संचरण में असमानता			
मद	अंतर (प्रतिशत बिंदु)		
	सख्त चरण (19 मार्च 2010 से 16 अप्रैल 2012)	सुलभ चरण (17 अप्रैल 2012 से 15 जुलाई 2013)	सख्त चरण (16 जुलाई 2013 से)
पॉलिसी रेट (रिपो रेट)	3.75	-1.25	0.75
सीआरआर	-1.00@	-0.75	0.00
कॉल रेट	4.98	-1.51	0.59
सीबीएलओ रेट	5.43	-2.34	1.44
मार्केट रिपो रेट	6.12	-1.49	0.89
91-दिवसीय खजाना बिल	4.53	-1.29	1.11
3-माह सीपी रेट	4.24	-2.17	0.64
3-माह सीडीरेट	4.36	-2.08	0.79
5-वर्षीय कापोरेट ऋण प्रतिफल	0.93	-0.71	0.47
10-वर्षीय कापोरेट ऋण प्रतिफल	3.13	-1.02	0.34
5-वर्षीय सरकारी प्रतिभूति (जी-सेक) प्रतिफल	1.05	-0.84	0.77
10-वर्षीय सरकारी प्रतिभूति (जी-सेक) प्रतिफल	0.64	-1.10	0.98
माध्यिका जमाराशि दर	2.31	0.00	0.24
माध्यिका आधार दर	2.75	-0.35	0.25
डबल्यूएएलआर (बकाया रुपया कर्ज)	2.13	-0.44	-0.06#
डबल्यूएएलआर (ताजा रुपया कर्ज)	-	-	0.08#

-: उपलब्ध नहीं. डबल्यूएएलआर: भारत औसत उधारी दर  
#: ऑक्टोबर अगस्त 2014 के अंत तक के हैं।

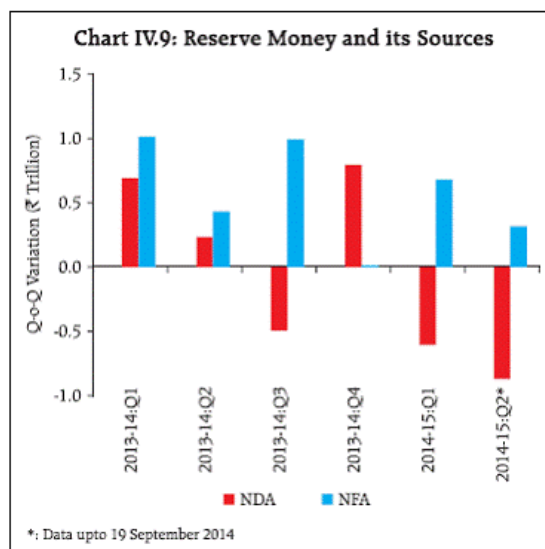
@: अगले सुलभ चरण में रिपो रेट कटौतियों के पहले वांछित चलनिधि स्थितियां बनाने के लिए सीआरआर में कटौती की गई। **नोट:** पलिसी रेट, जमाराशि (डिपॉजिट) रेट और बेस रेट माह के अंत की हैं जबकि मुद्रा (मनी) और बाण्ड मार्केट रेट्स मासिक औसत हैं।  
**स्रोत:** ब्लूमबर्ग और भारतीय रिज़र्व बैंक



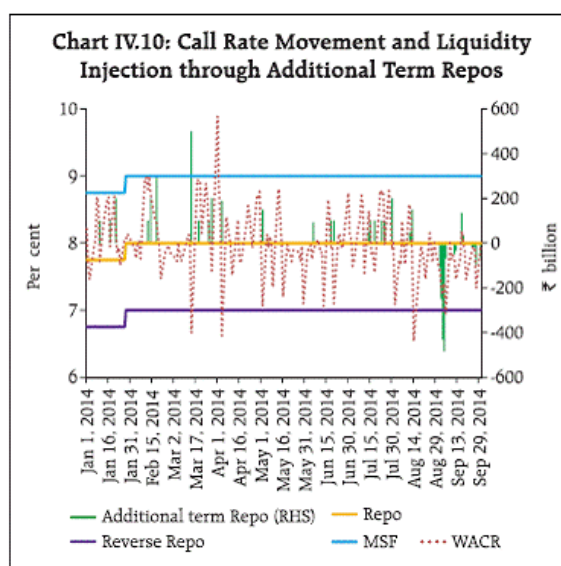
प्रमुख घटक अर्थात् जनता के पास मुद्रा और जमा राशियां, इस वर्ष तीव्रतर गति से बढ़ीं। अप्रैल-मई में आम चुनावों के दौरान खर्च के कारण मुद्रा की मांग उच्चतर थी, परंतु बाद के महीनों में यह अपने सामान्य स्तर पर वापस लौट आई है।

चलनिधि स्थितियों को प्रभावित करने वाली विभिन्न स्वायत्त शक्तियों के प्रत्युत्तर में रिज़र्व बैंक द्वारा की गई कार्रवाई **आरक्षित मुद्रा (रिज़र्व मनी)** के उतार-चढ़ाव में प्रतिबिंबित होती है। विदेशी मुद्रा बाजार – जिसमें 2014-15 के अधिकांश समय में अब तक काफी ज्यादा अधिशेष (सरप्लस) स्थितियों का अनुभव किया गया - में रिज़र्व बैंक के ऑपरेशन्स के विस्तारकारी प्रभाव को काफी हद तक निवल देशी आस्तियों में गिरावट ने निष्प्रभावी कर दिया (चार्ट IV.9)।

चलनिधि प्रबंधन के लिए उपकरण का चयन समय-समय पर चलनिधि दबावों के स्रोतों के आकलन पर निर्भर होता है – अचरणीय या संरचनात्मक; अल्पकालिक या स्थायी। जुलाई के प्रथम सप्ताह में जब कॉल दरें एलएएफ रिपो रेट से कम की दरमी के रुझान पर ट्रेड कर रही थीं, अतिरिक्त चलनिधि (लिक्विडिटी) को सोखने के लिए 4-दिवसीय सावधि रिवर्स रिपो का संचालन किया गया, किंतु इसके प्रति रेस्पॉन्स फीका रहा क्योंकि बाजार के सहभागी 24 घंटे से अधिक की अवधि के लिए लिक्विडिटी छोड़ने को तैयार नहीं थे। केंद्रीय बजट पास होने तक सरकार द्वारा व्यय में विलंब के कारण चलनिधि स्थितियां फिर से कस गईं और कॉल रेट रिपो रेट के ऊपर मंडराती रही तथा यदा-कदा एमएसएफ रेट की तरफ बढ़ती रही। 3-दिन से 7-दिन के बीच अलग-अलग अवधियों वाले छह विशेष सावधि रिपो संचालित किए गए जिसकी कुल राशि ₹ 650 बिलियन रही।



अगस्त के प्रथम सप्ताह तक जब सरकारी व्यय का संवेग बढ़ने लगा तब कॉल रेट फिर से रिपो रेट के नीचे के स्तरों पर चला गया। उसके बाद, यह विपरीत दिशा में चला और सरकार का कैश-बैलेंस बढ़ने के कारण जब चलनिधि (लिक्विडिटी) तंग हुई, रिजर्व बैंक ने अपने नियमित ऑपरेशनों के अलावा एक विशेष सावधि रिपो और दो परिवर्तनीय दर (वेरिएबल रेट) एक दिवसीय रिपो संचालित किए जिसकी कुल राशि ₹ 247 बिलियन की रही (चार्ट IV.10)। अगस्त के मध्य तक, सरकार के बढ़ते व्यय के साथ ऋण उठाव (क्रेडिट ऑफ-टेक) की तुलना में जमाराशियों में वृद्धि के कारण इस माह के शेष हिस्से और सितंबर के प्रथम सप्ताह में पूरे सिस्टम में लिक्विडिटी का विस्तार हुआ। 5 सितंबर से रिजर्व बैंक ने अपने चलनिधि प्रबंधन ढाँचे (लिक्विडिटी मैनेजमेंट फ्रेमवर्क) को संशोधित और चुस्त किया जिसके तहत सितंबर के प्रथम सप्ताह में अतिरिक्त लिक्विडिटी को सोखने के लिए एकदिवसीय परिवर्तनीय दर (वेरिएबल रेट) रिवर्स रिपो नीलामियों (आक्शनस) का संचालन किया गया (बाक्स IV.1)।



सारांश यह कि अवरोधी चलनिधि प्रबंधन (लिक्विडिटी मैनेजमेंट) के मुख्य उपकरण के रूप में सावधि रिपो

प्रत्याशा है। मुद्रा, ऋण और विदेशी मुद्रा बाजार सामान्यतः चलनिधि की स्थितियों के अनुसार चले हैं और इस दिशा में आने वाले वैश्विक व देशी दोनों घटनाक्रमों के अनुसार चलेंगे। इक्विटी बाजारों में दृढ़ आशावाद देखने को मिला है और प्रतिफलों की वैश्विक तलाश का इसे बराबर सहयोग मिल सकता है, अलबत्ता अमेरिकी मौद्रिक नीति सख्ती को लेकर बाजार में व्याप्त भावनाओं में उलट-फेर साफ तौर पर एक जोखिम बना हुआ है। 2014-15 की दूसरी छमाही में औद्योगिक समुत्थान के गति पकड़ने से ऋण-वृद्धि में तेजी आने की प्रत्याशा है।

#### बाक्स IV.1: चलनिधि अनुमान और चलनिधि प्रबंधन का नया ढाँचा

रिज़र्व बैंक की मौद्रिक नीति कार्यपद्धति ढाँचे में मौद्रिक नीति संचरण के पहले चरण के रूप में भारत औसत कॉल रेट को पालिसी रिपो रेट के इर्द-गिर्द स्थिर करने का लक्ष्य रखा जाता है। चलनिधि (लिक्विडिटी) प्रबंधन में मोटे तौर पर ये बातें हैं: (ए) स्वायत्त कारकों द्वारा चालित चलनिधि स्थितियों के संभावित विकास का सटीक अनुमान तैयार करने की क्षमता; और (बी) उपयुक्त विवेकाधीन चलनिधि डालने/सोखने वाले उपायों का सही समय पर प्रयोग (टेबल IV.बी.1)। निकट अवधि में चलनिधि संबंधी पूर्वानुमान में पूर्ण सूचना निर्णय और समय श्रृंखला आकलन को लिया जाता है जिससे संवेग (मोमेंटम), मौसमी खासियत और त्र्यौहारों जैसे विशेष कारकों को शामिल किया जा सके।

5 सितंबर 2014 से रिज़र्व बैंक ने एक संशोधित चलनिधि प्रबंधन ढाँचा लागू किया है। इसकी विशेषताएं: (ए) एनडीटीएल (ईसीआर को छोड़कर) के 1 प्रतिशत की चलनिधि की पक्की उपलब्धि जिसमें एनडीटीएल का 0.25 प्रतिशत बैंक-वार एक-दिवसीय फिक्स्ड रेट रिपो के रूप में होगा और शेष परिवर्तनीय दर 14-दिवसीय सावधि रिपो के जरिये; (बी) पखवाड़े में बैंकों को चार बार अपना चलनिधि आकलन बदलने का विकल्प देते हुए और तदनुसार निलामी में भाग लेने का अवसर देकर पखवाड़े में सावधि रिपो की अधिक बारंबारता से निलामी; और (सी) ईसीआर सुविधा के समय को शाम 5 बजे तक बढ़ाने के अलावा अपराह्न 3 से 3.30 के बीच परिवर्तनीय दर एकदिवसीय रिपो/रिवर्स निलामियों की शुरुआत करके रिज़र्व बैंक की एकदिवसीय चलनिधि की अधिक बार उपलब्धता।

टेबल IV.बी.1: चलनिधि स्थितियों के चालक

		(₹ बिलियन)			
मद		2012-13	2013-14	2013-14 (6सितंबर तक)	2014-15 (5सितंबर तक)
ए.	चलनिधि के स्वायत्त कारक (1+2+3+4)	-1,738	-431	336	1,792
1.	प्राधिकृत व्यापारियों (एडी) से निवल क्रय	-153	586	-771	883
2.	जनता के पास मुद्रा	-1,174	-1073	-232	-422
3.	आरबीआई के पास सरकारी कैश बैलेंस	-406	-118	1,132	1,291

4.	अन्य (शेष)	-5	174	207	40
बी.	चलनिधि का प्रबंधन (5+6+7+8) *	1,970	1,550	-65	-2,512
5.	एलएएफ, एमएसएफ और सावधि रिपो का चलनिधि प्रभाव	-455	944	-295	-2,062
6.	ओएमओ का चलनिधि प्रभाव	1,546	523	267	-78
7.	पुनर्वित्त सुविधाओं का चलनिधि प्रभाव	355	83	-37	-372
8.	सीरआर परिवर्तन के पहले दौर का चलनिधि प्रभाव	525	0	0	0
सी.	बैंक आरक्षित निधियों में परिवर्तन # (ए+बी)	232	1,118	272	-720
<p>*: - (नकारात्मक) संकेत चलनिधि का सोखा जाना और +(सकारात्मक) संकेत चलनिधि का डाला जाना दर्शाता है। #: वाल्ट्स कैश और सीआरआर परिवर्तन के पहले दौर के प्रभाव हेतु समायोजित (एडजस्टेड) इसमें शामिल हैं।</p>					

## V. वैश्विक परिवेश

2014 की दूसरी तिमाही में विकसित अर्थव्यवस्थाओं में आर्थिक गतिविधियों में कुछ सुधार आया जबकि उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में सामान्यतः इसमें ह्रास आया। विकसित अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति नरम व तय लक्ष्यो से कम बनी हुई है और आर्थिक ढिलाई कायम है। कई उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएं अभी भी मुद्रास्फीतीय दबाव के साथ-साथ गतिविधियों में मंदी झेल रही हैं। अगस्त की शुरुआत में भू-राजनैतिक तनावों में कुछ अस्थिरता और आने वाले आँकड़ों के प्रति यदा-कदा प्रतिक्रियाओं को छोड़कर वैश्विक पण्य कीमतें नरम पड़ी हैं और वित्तीय बाजारों में उछाल है।

### V.1 वैश्विक आर्थिक स्थितियां

खराब मौसम और स्टाक (इन्वेंटरी) के चलते महसूस की गई कुछ कमजोरी को 2014 की पहली तिमाही में वैश्विक आर्थिक गतिविधि ने कुछ हद तक दूर किया और दूसरी तिमाही में यूएस और यूके में उपभोक्ता व्यय में मजबूती के दम पर इसमें मामूली तेजी आई। 2014 में जैसे-जैसे वित्तीय स्थितियां सुलभ होंगी और मौद्रिक नीति अधिक निभावी (एकोमोडेटिव) होगी, वैसे-वैसे विकसित अर्थव्यवस्थाओं (एई) में वृद्धि क्रमशः पुख्ता होगी, परंतु कमजोर निवेश गतिविधि और भू-राजनैतिक तनावों के चलते समुत्थान के नीचे जाने का जोखिम है। दूसरी तिमाही (क्यू2) में उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने वृद्धि में ह्रास का अनुभव किया सिवाय चीन के जिसे नीतिगत प्रोत्साहन मिला और सिवाय भारत के जहां कि कारोबारी मिजाज बेहतर रहा परंतु संरचनात्मक अवरोधों और खपत व निवेश मांग के सुस्त होने से 2014 की संभावनाएं ठहरी हुई सी प्रतीत

हो रही हैं (टेबल V.1)।

टेबल V.1: विश्व उत्पादन और व्यापार मात्रा वृद्धि (वार्षिक % परिवर्तन)				
	2012	2013	2014पी	2015पी
विश्व उत्पादन	3.5	3.2	3.4	4.0
विकसित अर्थव्यवस्थाएं	1.4	1.3	1.8	2.4
संयुक्त राज्य अमेरिका (यूएस)	2.8	1.9	1.7	3.0
यूरो क्षेत्र	-0.7	-0.4	1.1	1.5
जापान	1.4	1.5	1.6	1.1
यूके	0.3	1.7	3.2	2.7
कनाडा	1.7	2.0	2.2	2.4
उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएं	5.1	4.7	4.6	5.2
ब्राज़िल	1.0	2.5	1.3	2.0
रूसी फेडरेशन	3.4	1.3	0.2	1.0
चीन	7.7	7.7	7.4	7.1
मैक्सिको	4.0	1.1	2.4	3.5
दक्षिण अफ्रिका	2.5	1.9	1.7	2.7
विश्व व्यापार मात्रा	2.8	3.1	4.0	5.3
पी: अनुमान (प्रोजेक्शन्स)। स्रोत: डबल्यूईओ, आईएमएफ जुलाई अपडेट ।				

विश्व व्यापार वृद्धि में समुत्थान कमजोर रहा है, पर हाल की मजबूती अनिश्चित सी दिखती है और 2011 की चौथी तिमाही से वैश्विक जीडीपी वृद्धि के पीछे चली गई है (टेबल V.1)। विश्व व्यापार संगठन (डबल्यूटीओ) ने 2014 के विश्व व्यापार के लिए अपना अनुमान अप्रैल के 4.7 प्रतिशत से घटाकर सितंबर में 3.1 प्रतिशत कर दिया है। इसके कारण ये हैं: 2014 की पहली छमाही में वैश्विक समुत्थान का व्यापक व स्थिर न होना, कमजोर वैश्विक समुत्थान के कारण ही प्रमुख ईएमई में व्यापारिक मंदी और भू-राजनैतिक तनावों में बढ़ोतरी।

विकसित अर्थव्यवस्थाओं (ईई) और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) दोनों के लिए वैश्विक वित्तीय बाजारों में **मिज़ाज़ में बदलाव** और रिस्क प्रीमियम के मूल्य के पुनर्निर्धारण के **जोखिम** हैं, विशेषतः यदि अमेरिकी दीर्घावधि ब्याज दरें प्रत्याशा से अधिक तेजी से बढ़ें।

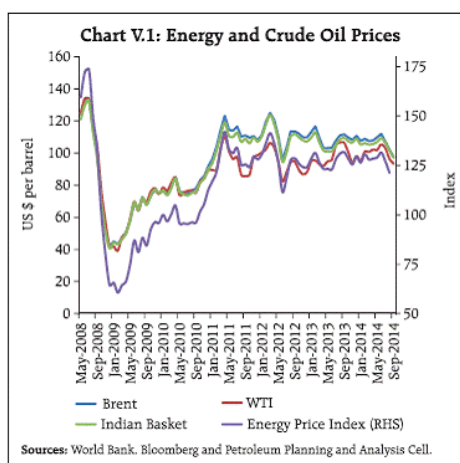
## V.2 वैश्विक मुद्रास्फीतीय घटनाक्रम

विकसित अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति नरम बनी हुई है। अमेरिका में वार्षिक मुद्रास्फीति अगस्त में घटकर 1.7 प्रतिशत पर आ गई और मूल मुद्रास्फीति (कोर इन्फ्लेशन) में कोई बदलाव नहीं हुआ है। जापान में मूल्य वर्धित कर (वीएटी) के बढ़ने से मुद्रास्फीति तेजी से बढ़ी परंतु जुलाई में 3.4 प्रतिशत पर आ गिरी। वैंट के प्रभाव को छोड़कर, हेडलाइन मुद्रास्फीति जुलाई में काफी कम, 1.3 प्रतिशत पर रही और मूल (कोर) मुद्रास्फीति 0.6 प्रतिशत पर। यूरो क्षेत्र की मुद्रास्फीति, मुख्यतः बिजली की कीमतों में कमी के कारण, अगस्त में 0.4 प्रतिशत पर रही। यूके में मुद्रास्फीति बैंक ऑफ इंग्लैंड के 2.0 प्रतिशत के लक्ष्य से कम बनी हुई है और अगस्त में घटकर 1.5 प्रतिशत पर थी।

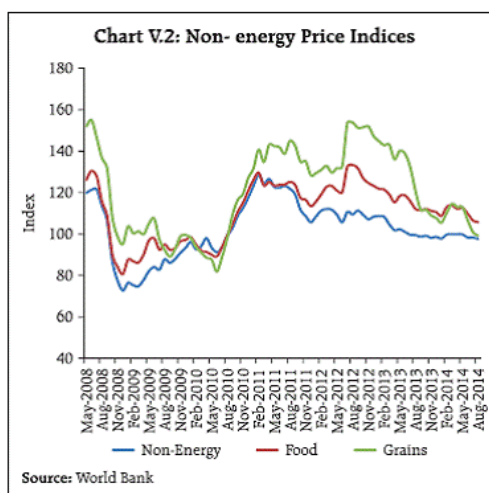
उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) में मिली जुली तसवीर बनी रही जहाँ चीन कमजोर होती आंतरिक मांग के कारण कम मुद्रास्फीति देख रहा है, जबकि ब्राज़िल, रूस और टर्की देशी खाद्य कीमतों में दबाव व एक्सचेंज रेट मूल्यहास के कारण ऊर्ध्वमुखी दबाव झेल रहे हैं। अन्य ईएमई जैसे इंडोनेशिया और भारत ने नीति-चालित अवस्फीति का रास्ता अपनाया है। ईई देशों के विपरीत कई ईएमई देश मुद्रास्फीतीय दबाव झेल रहे हैं और दबावों का बने रहना संरचनात्मक विशेषता का सूचक है जिसके लिए व्यापक नीतिगत रणनीति की जरूरत है न कि मौद्रिक नीति के उपकरणों को एक साथ झोंक देने की।

2014 में अधिकांशतः दायरे में रहने के बाद **विश्व ऊर्जा कीमतें** नरम पड़ने लगी हैं तथा अप्रैल व सितंबर के बीच ब्रेंट की कीमतें 9.5 प्रतिशत घटकर सितंबर में अमेरिकी \$ 97.5 प्रति बैरल पर पहुँच गईं (चार्ट V.1)। भू-राजनैतिक संघर्षों के कारण आपूर्ति व्यवधानों के बावजूद ओपेक सदस्यों से अधिक आपूर्ति एवं अमेरिका में उच्चतर उत्पादन के कारण वैश्विक आपूर्ति कायम है। बाजार के सहभागियों को मध्यावधि में तेल की कीमतों के नरम होने की प्रत्याशा है और 26 सितंबर 2014 को दिसंबर 2015 के ब्रेंट फ्यूचर कान्ट्रैक्ट्स अमेरिकी \$ 99.7 प्रति बैरल पर ट्रेड कर रहे थे।

मई से गैर-ऊर्जा कीमतें भी नरम पड़ती आ रही रही हैं और जुलाई व अगस्त 2014 में स्थिरता पर आ गईं। मार्च 2014 से जो खाद्य कीमतें ढलान पर थीं, अगस्त में सात महीने के निम्नतम स्तर पर आ गईं। अमेरिका में अच्छी फसल के बाद मार्च में कीमतों में आई गिरावट इसका मुख्य कारण थी (चार्ट V.2)। खाद्य और कृषि संगठन (एफएओ) ने अगले 10 वर्षों के लिए खाद्य कीमतों में स्थिरता का पूर्वानुमान व्यक्त किया है।



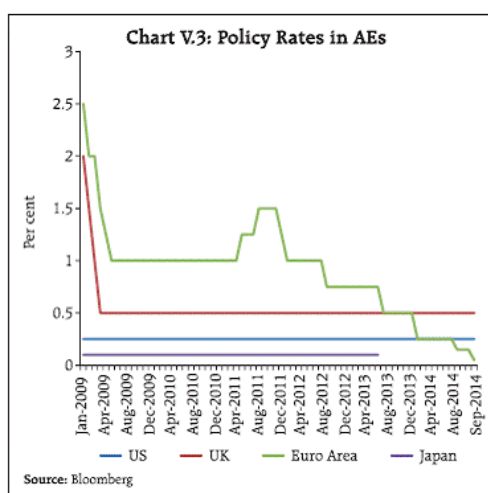
समग्र तौर पर, पण्य कीमतों के स्थिर रहने की संभावना है जो शायद 1990 के अंतिम वर्षों में प्रारंभ हुए पण्य के जबरदस्त चक्र (कमोडिटी सुपर-साइकल) के अंत का सूचक है (बाक्स V.1).



### V.3 मौद्रिक नीति का रुख

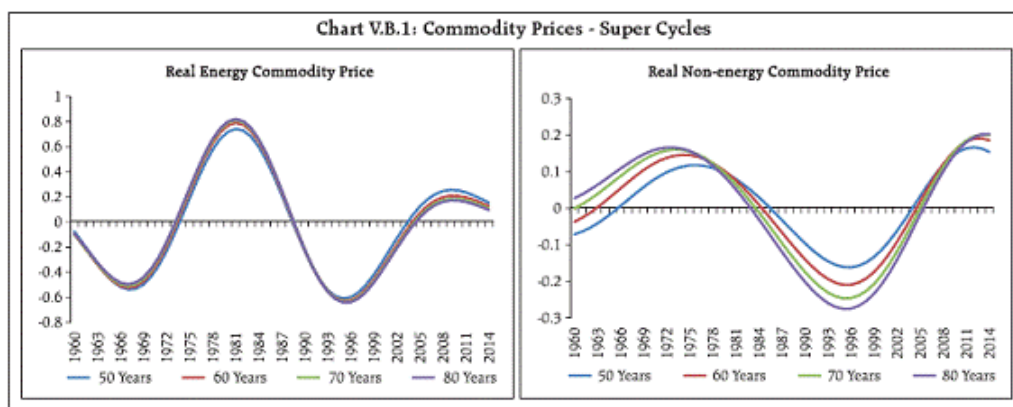
सुस्थिर मुद्रास्फीतीय प्रत्याशाओं और बड़ी शिथिलता के बीच विकसित अर्थव्यवस्थाओं में केंद्रीय बैंकों ने अति निभावी मौद्रिक नीतियां जारी रखी हैं, जिसमें भावी मार्गदर्शन बताता है कि नीतिगत रुख समुत्थान के सहयोग में रहेगा। सितंबर 2014 में, फेड ने अपनी नीतिगत दरों में कोई बदलाव नहीं किया, परंतु अपने एसेट खरीद कार्यक्रम को \$10 बिलियन काटते हुए इसे कुल \$15 बिलियन पर ले गया। अपनी प्रमुख नीतिगत दर में और कटौती करते हुए इसीबी ने इसे 0.5 प्रतिशत कर दिया और बैंक उधारी को प्रोत्साहित करने के लिए जमाराशियों पर चार्ज को सितंबर में -0.20 प्रतिशत तक बढ़ा दिया तथा अक्टूबर में वे आस्ति समर्थित सिक्क्यूरिटी और कवर्ड बाण्डों को खरीदना शुरू करेंगे। बैंक ऑफ जापान और बैंक ऑफ इंग्लैंड ने भी अपनी मौद्रिक नीतियों के रुख में अत्यधिक निभाव बनाए रखा है जिसमें बैंक आफ जापान ने अपने मौद्रिक आधार लक्ष्य को अपरिवर्तित रखा है तो दूसरे (बैंक आफ इंग्लैंड) ने पॉलिसी रेट और एसेट खरीद कार्यक्रम का आकार बनाए रखा है (चार्ट V.3)।



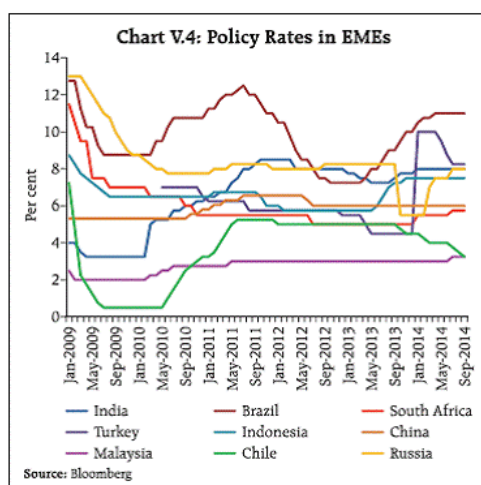


### बॉक्स V.1: क्या पण्य का जबरदस्त चक्र (कमोडिटी सुपर साइकल) समाप्त हो गया है?

आपूर्ति की तुलना में मांग के लगातार अधिक होने के कारण सभी पण्यों की कीमतों में दीर्घ व तेज वृद्धि को पण्य का जबरदस्त चक्र (कमोडिटी सुपर-साइकल) कहा जाता है। 1894 से, चार सुपर साइकल्स चिह्नित किए गए हैं, जिसमें अंतिम चक्र 1990 के आखिरी वर्षों से प्रारंभ हुआ था और इसका कारण चीन व अन्य उभरती अर्थव्यवस्थाओं में तेज व निरंतर औद्योगिकरण व शहरीकरण को बताया जाता है। इस लेटेस्ट सुपर-साइकल में मुद्रास्फीति से एडजस्ट पण्य कीमतें 1990 से लेकर इस दौर के शीर्ष 2010 के बीच 60 से 500 प्रतिशत के दायरे में बढ़ी। तेल की कीमतें 467 प्रतिशत, धातुओं की कीमतें 202 प्रतिशत और कृषि कीमतें 77 प्रतिशत बढ़ीं जो कि इन चारों पण्य सुपर चक्रों में कीमतों की सर्वाधिक वृद्धि है। हाल के सुपर-साइकल की एक और खास विशेषता है पहले के चक्रों की तुलना में इस चक्र में विभिन्न पण्यों के बीच उच्च सहसंबंध और कीमतों में भारी अस्थिरता जिसका कारण संभवतः पण्य बाजारों का वित्तीयकरण (फाइनेंसियलाइजेशन) और प्राकृतिक आपदाओं के कारण आपूर्ति में अधिक बाधाओं का होना रहा। 2012 से सभी पण्य वस्तुओं की कीमतों के अपने सर्वोच्च स्तर से कम होने लगने पर इस प्रश्न पर कुछ चर्चा शुरू हुई है कि क्या लेटेस्ट सुपर-साइकल का अंत आ गया है। नए तौर तरीकों और भौतिक निवेश की गति को देखें तो संसाधनों के घटते जाने के कारण आपूर्ति पक्ष की लागत अभी भी बढ़ ही रही है जबकि प्रत्याशा की जाती है कि ईएमई की वृद्धि पण्य मांग में बगैर किसी बड़े उलट-फेर के हो। वास्तव में वैश्विक आर्थिक गतिविधि की तुलना में समुत्थान के लक्षण पण्य कीमतों में यदा-कदा अधिक तेजी से देखने को मिले हैं। दूसरी ओर, हो सकता है विश्व अर्थव्यवस्था एक स्थिर लेकिन लंबे समय तक वृद्धि के निम्नतर स्तर पर रहने वाले दौर में प्रवेश में कर रही हो जो पण्य कीमतों को स्थिर परंतु वर्तमान सुपर-साइकल दौर के शुरू होने के पहले के स्तर से अधिक ऊँचाई पर रखे। पण्य सुपर चक्र का पता लगाने के लिए सामान्यतः प्रयुक्त असममित (एसिमिट्रिक) क्रिस्टियानो एंड फिट्जगेराल्ड बैंड पास फिल्टर्स दर्शाते हैं कि वास्तविक ऊर्जा कीमतें और वास्तविक गैर-ऊर्जा कीमतें पहले ही बदलाव के मोड़ों पर पहुँच चुकी हैं और अधोगामी चरण की ओर बढ़ रही हैं (चार्ट V.बी1)।



उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) में आर्थिक स्थितियों तथा मुद्रास्फीतीय व एक्सचेंज रेट दबावों के कारण नीतिगत रुख मिश्रित रहे हैं। वैश्विक चलनिधि स्थितियों में सुधार और मुद्रास्फीति पर एक्सचेंज रेट उतार-चढ़ाव के प्रभाव में कमी के कारण टर्की ने अपने नीतिगत दर (पॉलिसी रेट) में कटौती शुरू कर दी है। इसी प्रकार देशी गतिविधियों को कमजोर पड़ता देख चिली भी फरवरी 2014 से अपने पॉलिसी रेट को कम कर रहा है। इसके विपरीत, रूस कसाव के रास्ते पर है और मुद्रास्फीतीय दबावों को काबू में करने के लिए मार्च 2014 से अपने पॉलिसी रेट बढ़ा रहा है।



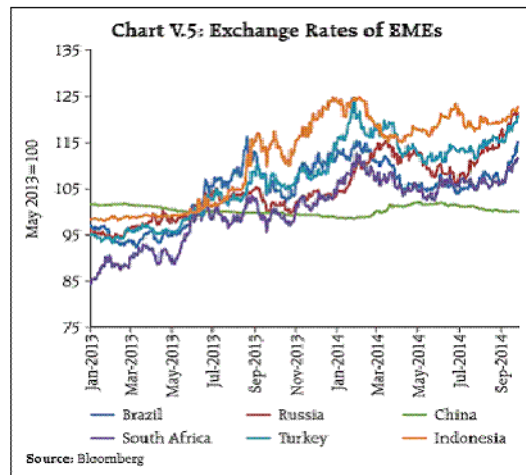
ब्राजिल पिछले कई महीनों से पॉलिसी रेट ऊँची रखे हुए है क्योंकि मंदी में होने के बावजूद उनके यहाँ मुद्रास्फीतीय दबाव लगातार बने हुए हैं। मुद्रास्फीतीय दबावों को दूर करने के उद्देश्य से दक्षिण अफ्रिका और मलेशिया ने भी जुलाई में पॉलिसी रेट्स बढ़ाए हैं। दूसरी तरफ चीन व इंडोनेशिया ने अपनी नीतिगत दरें कई महीनों से अपरिवर्तित (स्टेडी) रखी हुई हैं (चार्ट V.4)।

#### V.4 अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय बाजार

2014 की शुरुआती दिनों से ही अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय बाजार अस्थिरता में समान्यीकृत कमी का अनुभव कर रहे हैं क्योंकि टैपरिंग के भय कम होने चला था और प्रतिफलों की खोज के व्यापक होने पूँजी की धारा फिर से

प्रवाहित होने लगी थी। यद्यपि अगस्त 2014 में भू-राजनैतिक चिंताओं के कारण बॉण्ड एवं इक्विटी बाजारों में अस्थिरता बढ़ी है, परंतु यूरो क्षेत्र में और अधिक प्रोत्साहन (स्टीमुलस) से जोखिम क्षुधा के प्रबल होने से हानि की भरपाई सितंबर के प्रारंभ तक हो गई। एक तरफ अस्थिरता जहाँ और नीचे चली गई है वहीं प्रतिफलों की खोज फिर से मजबूती से शुरू हो गई है। प्रतिफलों की खोज से ईएमई वित्तीय बाजारों को तेजी मिली है और अगस्त में अस्थिरता में आई उछाल केवल एक अल्प-कालिक अपवाद साबित हुई जिसके साथ जोखिम की कीमत का पुनर्निर्धारण हुआ और जिसमें देश विशेष की विशेषताएं भी थीं। आस्ति मूल्यों में तेज वृद्धि से इक्विटी/रियल इस्टेट बुलबुलों के अप्रत्याशित रूप से फटने पर हो सकने वाली वित्तीय अस्थिरता का खतरा बढ़ा है।

जुलाई के बाद से अमेरिका में आर्थिक गतिविधि में समुत्थान के लिए स्थितियां जब अधिक अनुकूल हो गईं, प्रमुख मुद्राओं के मुकाबले अमेरिकी डॉलर में बड़ी मूल्यवृद्धि हुई। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) में, अन्यत्र होने वाली घटनाओं के प्रति छिट-पुट प्रतिक्रियाओं (रेस्पॉन्सों) को छोड़कर मुद्रा बाजार पूँजी प्रवाहों के सामान्य होने के साथ स्थिर हुआ। मुद्रा स्थिरता में कमी आने से सामान्य तौर पर ईएमई मुद्राओं का लक्ष्य लेकर प्रतिफल संवाहक व्यापार (कैरी ट्रेड) का आकर्षण भी बढ़ गया (चार्ट V.5)। आगे चलकर कैरी ट्रेड का उलटाव (रिवर्सल) समष्टि-स्थिरता (मैक्रो स्टेबिलिटी) के लिए बड़ा जोखिम है।



संक्षेप में, विकसित अर्थव्यवस्थाओं में समुत्थान के पैर थोड़े-थोड़े जम जाने के बावजूद वैश्विक आर्थिक शिथिलता बनी रहेगी। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) में संरचनात्मक बाधाएं और राजनैतिक तनाव वृद्धि को रोक सकते हैं। चूँकि मुद्रास्फीतीय दबाव नरम प्रतीत हो रहे हैं, आर्थिक शिथिलता और पण्य कीमतों में स्थिरता को देखते हुए ऐसी संभावना है कि विकसित अर्थव्यवस्थाएं अपनी मौद्रिक नीति में सुलभता का रुख जारी रखें। अडियल मुद्रास्फीति का सामना कर रही ईएमई में आर्थिक गतिविधि के वांछित स्तर से कमजोर होने के कारण मौद्रिक नीति कार्रवाई का अवकाश उत्तरोत्तर बाधाग्रसित हो सकता है। वित्तीय बाजार और पण्य कीमतें जहाँ स्थिर रहेंगी, वहीं अमेरिका में पॉलिसी रेट में प्रत्याशा से पहले उलटाव इन बाजारों पर दबाव डाल सकता है।

## ABBREVIATIONS

ADs	Authorised Dealers
AEs	Advanced Economies
ARC	Asset Reconstruction Company
Avg.	Average
BE	Budget Estimates
bn	Billion
BRICS	Brazil, Russia, India, China and South Africa
BSE	Bombay Stock Exchange
CAD	Current Account Deficit
CBLO	Collateralised Borrowing and Lending Obligation
CD	Certificate of Deposit
CG IIP	Capital Goods-Index of Industrial Production
CI	Confidence Interval
CII	Confederation of Indian Industries
CP	Commercial Paper
CPI	Consumer Price Index
CPI-AL	Consumer Price Index - Agricultural Labourers
CPI-C	Consumer Price Index- Combined
CPI-IW	Consumer Price Index - Industrial Workers
CPI-RL	Consumer Price Index - Rural Labourers
CRA	Contingent Reserve Arrangement
CRR	Cash Reserve Ratio
CU	Capacity Utilisation
ECB	European Central Bank
ECBs	External Commercial Borrowings
ECR	Export Credit Refinance
EMEs	Emerging Market Economies
FAO	Food and Agriculture Organisation
FCCBs	Foreign Currency Convertible Bonds
FDI	Foreign Direct Investment
FICCI	Federation of Indian Chambers of Commerce and Industry
FIIIs	Foreign Institutional Investors

FIs	Financial Institutions
FMCG	Fast Moving Consumer Goods
FPIs	Foreign Portfolio Investors
FY	Financial Year
GDP	Gross Domestic Product
GFCF	Gross Fixed Capital Formation
GFD	Gross Fiscal Deficit
GOI	Government of India
G-Sec	Government Securities
GST	Goods and Services Tax
HICP	Harmonised Index of Consumer Prices
IIF	Institute of International Finance
IIP	Index of Industrial Production
IMD	Indian Meteorological Department
IMF	International Monetary Fund
IPOs	Initial Public Offerings
IT	Information Technology
LAF	Liquidity Adjustment Facility
LPA	Long Period Average
LPG	Liquefied Petroleum Gas
M3	Money Supply
m-o-m	Month-on-Month
MSCI	Morgan Stanley Capital International
MSF	Marginal Standing Facility
NCAER	National Council of Applied Economic Research
NCDs	Non-Convertible Debentures
NDA	Net Domestic Asset
NDS-OM	Negotiated Dealing System-Order Matching
NDTL	Net Demand and Time Liabilities
NEER	Nominal Effective Exchange Rate
NFA	Net Foreign Assets
NFC	Non-Food Bank Credit
NHPC	National Hydro-electric Power Corporation
NSE	National Stock Exchange
OBICUS	Order Books, Inventories and Capacity Utilisation Survey
OMCs	Oil Marketing Companies
OMO	Open Market Operations

ONGC	Oil and Natural Gas Corporation
OPEC	Organisation of Petroleum Exporting Countries
PDS	Public Distribution System
PE	Provisional Estimates
PFCE	Private Final Consumption Expenditure
PMI	Purchasing Managers' Index
PPAC	Petroleum Planning & Analysis Cell
POL	Petroleum, Oil and Lubricants
PRN	Production Weighted Rainfall Index
PSU	Public Sector Undertaking
QIPs	Qualified Institutional Placements
q-o-q	Quarter-on-Quarter
RBI	Reserve Bank of India
RD	Revenue Deficit
REER	Real Effective Exchange Rate
REITS	Real Estate Investment Trusts
SEBI	Securities and Exchange Board of India
SRS	Systemic Risk Surveys
SSCI	Service Sector Composite Indicator
UK	United Kingdom
ULC	Unit Labour Cost
US	United States
USD	United States Dollar
VAT	Value Added Tax
WACR	Weighted Average Call Money Rate
WALR	Weighted Average Lending Rate
WEO	World Economic Outlook
WPI	Wholesale Price Index
WTI	West Texas Intermediate
WTO	World Trade Organisation
y-o-y	Year-on-Year