

विषय		
अध्याय I : समष्टि आर्थिक दृष्टिकोण		
I.1	मुद्रास्फीति के लिए दृष्टिकोण	5
I.2	संवृद्धि के लिए दृष्टिकोण	6
I.3	जोखिमों का संतुलन	10
बॉक्स I.1	प्रेरक मुद्रास्फीति प्रत्याशाएं क्या हैं	
बॉक्स I.2	तेल की कीमतों में गिरावट-संवृद्धि और मुद्रास्फीति पर प्रभाव	
बॉक्स I.3	अनिश्चितता में समय-पूर्व मार्गदर्शन	
अध्याय II: कीमतें और लागत		
II.1	उपभोक्ता मूल्य	18
II.2	मुद्रास्फीति के संचालक	20
II.3	लागत	24
बॉक्स II.1	उपभोक्ता कीमत सूचकांक का संशोधन(सीपीआई)	
अध्याय III: मांग और आउटपुट		
III.1	कुल मांग	29
III.2	आउटपुट	34
III.3	आउटपुट अंतराल	41
बॉक्स III.1	राष्ट्रीय लेखा की नई श्रृंखला	
बॉक्स III. 2	संभावित आउटपुट	
अध्याय IV: वित्तीय बाजार और चलनिधि की स्थितियां		
IV.1	वित्तीय बाजार	45
IV.2	चलनिधि स्थितियां	54
बॉक्स IV.1	मौद्रिक नीति का परिचालन लक्ष्य और परिचालन प्रक्रिया	
अध्याय V: बाह्य वातावरण		

V.1	वैश्विक आर्थिक दशाएं	57
V.2	वैश्विक मुद्रास्फीति संबंधी गतिविधियां	61
V.3	मौद्रिक नीति की अवस्थिति	64
V.4	अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजार	65
बॉक्स V.1	दीर्घकालिक गतिहीनता: संकटपश्चात चिंता	

## 1. समष्टि आर्थिक दृष्टिकोण

सितंबर 2014 से खुदरा मुद्रास्फीति में व्यापक गिरावट, बुनियादी संरचना क्षेत्र में निवेश बढ़ाए जाने के लिए केंद्र सरकार के बजट में घोषित योजनाएँ, उपभोक्ता मूल्यों में कमी और बाजार की आशावादी परिस्थितियों से 2015-16 में संवृद्धि की संभावनाएँ बढ़ी हैं। 2015-16 में खुदरा मुद्रास्फीति 6 प्रतिशत से नीचे रहने का पूर्वानुमान है, जो जनवरी 2016 के लिए निर्धारित लक्ष्य के अंदर है। अर्थव्यवस्था में सुस्ती बनी रहने से तथा अवरोधक निविष्टि लागतों से अस्फीतिकारी प्रभाव जारी रहना चाहिए, जबतक कि यह वैश्विक उपभोक्ता मूल्यों में परिवर्तन और/ अथवा दक्षिण-पश्चिमी मॉनसून में कमी नहीं हो।

सितंबर 2014 के पहले मौद्रिक नीति वक्तव्य से वैश्विक और घरेलू परिवेश में संरचनागत परिवर्तनों से आरंभिक परिस्थितियों में जबर्दस्त बदलाव आया है, जिसने स्टाफ के दृष्टिकोण को मजबूत आधार दिया है। पूर्वानुमानों के अधिकांश महत्वपूर्ण आघात अंतर्राष्ट्रीय उपभोक्ता कीमतों में, खासकर कूड ऑयल की कीमतों में अचानक गिरावट से संबंधित रहा है। भारतीय अर्थव्यवस्था के लिए यह कच्चे मालों और अर्द्धनिर्मित मालों की कीमतों में बड़ी नरमी के रूप में दिखेगी। इसका प्रभाव अंतरण आर्थिक गतिविधियों में सुस्ती बने रहने, कमजोर मूल्य शक्ति और उत्पाद मूल्य दबावों के प्रत्याशित कमी को तेजी से बढ़ाने के रूप में होगा।

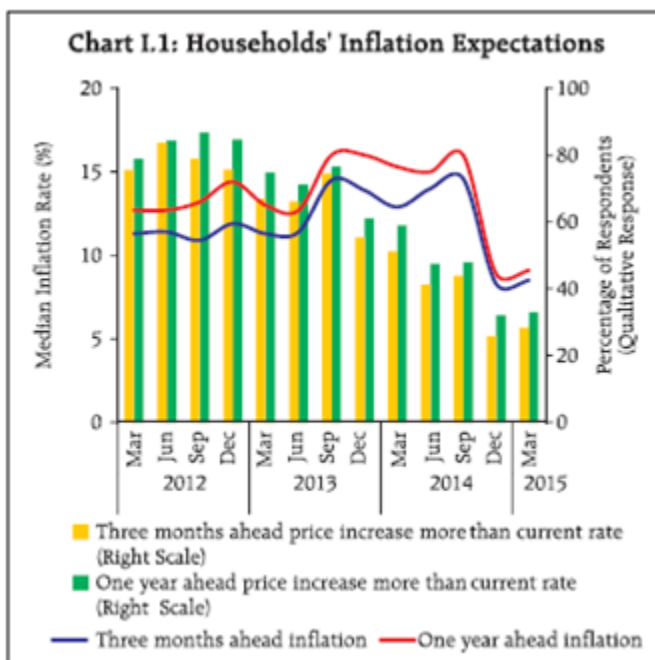
स्टाफ के आधारभूत अनुमानों को सही नहीं ठहरने के लिए अन्य कारण विभिन्न गतियाँ रही हैं जिन पर विश्व भर की वैश्विक गतिविधि होती रही है। गिरावट वाली कुछ उभरती हुई अर्थव्यवस्थाओं के साथ ही मंदी की प्रवृत्ति वाली उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की - अमेरिका को छोड़कर - बाहरी माँगें कम हुई हैं तथा बिक्री योग्य वस्तुओं की कीमतों में संकुचन आया है। भारत के लिए आयात कीमतों में निर्यात कीमतों की तुलना में तेजी से गिरावट हुई है, जिसने व्यापार की शर्तों को अप्रत्याशित लाभ पहुँचाया है तथा आयात संबंधी मुद्रास्फीति दबावों को भी कम किया है। अमेरिका से प्राप्त आँकड़ों ने शुरुआती मौद्रिक नीति सामान्यीकरण के भय को कम किया है तथा यूरोप, जापान और चीन तथा अन्य स्थानों में भी अति उदार मौद्रिक नीतियों का नियंत्रण तथा वित्तीय बाजारों में जोखिम का जोर बने रहने के कारण भारत पूँजीगत प्रवाहों के लिए एक बेहतर स्थान रहा है। रुपये की विनिमय दर में भाव बढ़ जाने की तीव्र संभावनाओं ने इसके साथ एक अवस्फीति गति लाने का कार्य किया है।

घरेलू स्तर पर, जुलाई-अगस्त में आपूर्ति की बाधाओं से आए अवरोधों के बाद सितंबर से फलों और सब्जियों की कीमतों में कमी आई है। सकारात्मक आपूर्ति प्रबंधन कार्यनीतियों और न्यूनतम समर्थन मूल्यों में वृद्धि की गति में संतुलन के माध्यम से खाद्य मुद्रास्फीति में प्रत्याशा से अधिक कमी आई है। अन्य अनुकूल लेकिन अप्रत्याशित नतीजा सामने आया है कि अवरुद्ध लागत प्रेरित दबावों में ग्रामीण मजदूरी की वृद्धि में अप्रैल-अक्तूबर 2013 के 16 प्रतिशत की तुलना में जनवरी 2015 में 6 प्रतिशत से कम की तीव्र कमी आई है। इन कारकों के मेल से मौद्रिक नीति का मुद्रास्फीति निवारक रुख मजबूत हुआ है तथा इसने सितंबर 2013 से जनवरी 2014 के बीच की अवधि में प्रभावी नीति दरों में वृद्धि के प्रभाव को प्रोत्साहित किया है। ऐसा होने से ही उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति जनवरी 2015 के 8 प्रतिशत के लक्ष्य से (लगभग 300 आधार अंकों से) कम रही है।

आगे बढ़ते हुए, आरंभिक परिस्थितियों के स्टाफ के मूल्यांकन और इसके परिणामस्वरूप इस मौद्रिक नीति रिपोर्ट में पूर्वानुमानों में संशोधन मूलतः इन नतीजों के आधार पर ही किए गए हैं। दृष्टिकोण भी फरवरी 2015 में प्रस्तुत की गई नयी मौद्रिक नीति रूपरेखा, जिसमें भारत के मौद्रिक इतिहास की एक प्रतिच्छाया मौजूद थी, से लगभग प्रभावित होगा।

भारत सरकार और भारतीय रिज़र्व बैंक एक ऐसी संस्थागत संरचना के प्रति प्रतिबद्ध हैं जो मौद्रिक नीति के एक उद्देश्य के रूप में मूल्य स्थिरता को प्रधानता देती हो। मौद्रिक नीति रूपरेखा करार मौद्रिक नीति के संचालन को एक मामूली घुमावदार दिशा देने की ओर ध्यान केंद्रित करता है जिसे संख्यात्मक रूप में परिभाषित करते हुए 2015-16 के लिए उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति 6 प्रतिशत से कम तथा बाद के सभी वर्षों में, इस बैंड के मध्य-बिंदु अर्थात् 2017-18 के अंत तक 4 प्रतिशत तक का लक्ष्य प्राप्त किए जाने के साथ ही, 4 +/- 2 प्रतिशत के रखे जाने साथ की अपेक्षा है। तीन लगातार तिमाहियों में इन लक्ष्यों को प्राप्त करने में असफल रहने पर जवाबदेही तय करने की व्यवस्था शुरू की जाएगी, जिसमें मुद्रास्फीति के अपने लक्ष्यों से विचलन के कारणों के बारे में गवर्नर द्वारा सार्वजनिक तौर पर वक्तव्य देना, सुधारात्मक कार्रवाई और मुद्रास्फीति के लक्ष्य बैंड के मध्य-बिंदु तक मुद्रास्फीति को वापस लाए जाने के लिए जो समय लिया जाएगा उसके बारे में बताया जाना शामिल है। यह फ्लेक्जिबल इन्फ्लेशन टारगेटिंग (एफआईटी) फ्रेमवर्क मौद्रिक नीति और विशेष रूप से मुद्रास्फीति के लक्ष्यों तय किए जाने की कोशिश की विश्वसनीयता और प्रभावकारिता को बहुत अधिक बढ़ाता है। इस फ्रेमवर्क के प्रति सरकार की प्रतिबद्धता इसकी विश्वसनीयता को महत्वपूर्ण रूप में बढ़ाता है क्योंकि इससे यह संकेत मिलता है कि सरकार मूल्य स्थिरता प्राप्त करने में मौद्रिक नीति पर आने वाले बोझ को कम करने के लिए राजकोषीय पक्ष तथा आपूर्ति की बाधाओं पर अपनी भूमिका को निभाएगी।

अग्रदर्शी सर्वेक्षणों में व्यक्त किए गए मतों के अनुसार विभिन्न आर्थिक एजेंटों के मुद्रास्फीति संबंधी प्रत्याशाएँ आसान हुई हैं, जिनसे मुद्रास्फीति में गिरावट की प्रत्याशाएँ किए जाने तथा रिज़र्व बैंक के मुद्रास्फीति संबंधी लक्ष्यों के प्रति बढ़ती हुई विश्वसनीयता की आंशिक झलक मिलती है। यद्यपि मुद्रास्फीति के तीन महीने आगे तथा एक वर्ष आगे की घरेलू प्रत्याशाएँ जनवरी-फरवरी 2015 में खुदरा मुद्रास्फीति की तुलना में मार्च 2015 में थोड़ी कम सामान्य रही हैं क्योंकि खाद्य और ईंधन मुद्रास्फीति में नरमी ने संभवतः उन प्रत्याशाओं को आगे बढ़ने को धीमा कर दे रही हैं। (चार्ट 1.1 और बॉक्स 1.1) यह मार्च 2015 के लिए प्रोफेशनल पूर्वानुमानकर्ताओं के सर्वे से सामने आया है जिसमें पाँच वर्ष आगे की मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं में 50 आधार अंकों के साथ 5.3 प्रतिशत तक की गिरावट हुई है। प्रोफेशनल पूर्वानुमानकर्ता यह आशा कर रहे हैं कि उपभोक्ता सूचकांक मुद्रास्फीति 2015-16 में 5.0 से 6.0 प्रतिशत के बीच रहेगी (चार्ट 1.2)। रिज़र्व बैंक के इन्डस्ट्रियल आउटलुक सर्वे में यह दर्शाया गया है कि विनिर्माता आगामी सत्र में निविष्टि कीमतों में नरमी की आशा कर रहे हैं जिससे आर्थिक गतिविधि की सुस्ती की दृष्टि से उत्पादन कीमतों को एक अंतराल के साथ बदला जा सके। (चार्ट 1.3)



### बॉक्स 1.1: मुद्रास्फीति प्रत्याशाएँ (ड्राइविंग इन्फ्लेशन एक्सपेक्टेन्स) के प्रेरक क्या हैं

मुद्रास्फीति और मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं के बीच गत्यात्मक अंतर्संबंध की समझ मौद्रिक नीति बनाए जाने के लिए महत्वपूर्ण है। मुद्रास्फीति आउटपुट अंतराल और मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं में परिवर्तन के प्रति संवेदनशील होती है, जिनमें से दोनों सकल माँग में संतुलन के माध्यम से मौद्रिक नीति को प्रभावित कर सकते हैं। जिन देशों में मुद्रास्फीति प्रत्याशाएँ पूरी तरह से कसी हुई होती हैं, वहाँ मुद्रास्फीति, आउटपुट अंतरालों में विचलन जो फिलिप्स कर्व की ओर ले जाती है, के प्रति कम संवेदनशील होती है। इन देशों में मुद्रास्फीति बड़े आपूर्ति आघातों के प्रति बहुत ही कम संवेदनशील होती है। (बर्नार्के, 2007)

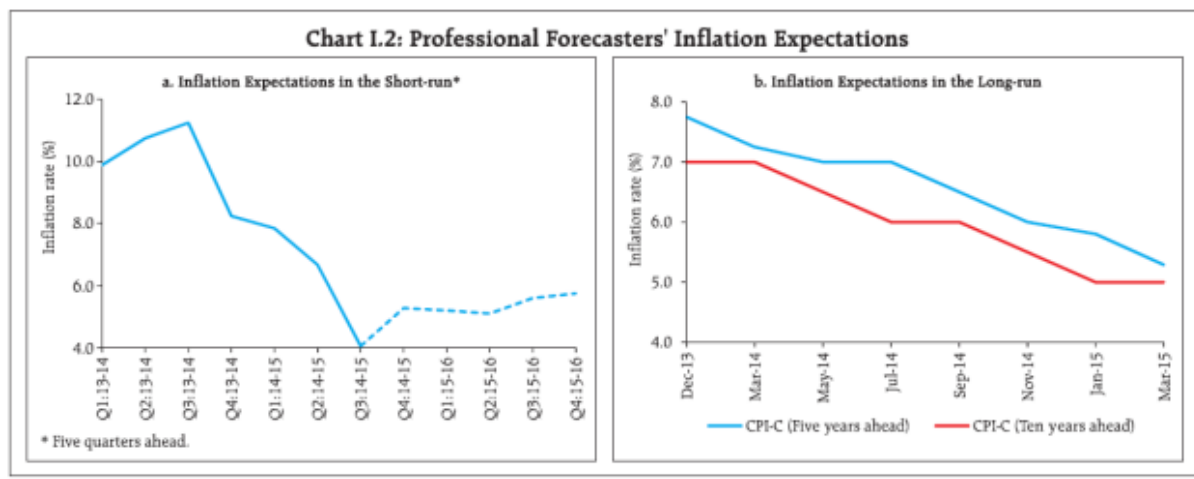
सर्वे आधारित प्रत्याशाओं के पैमानों का रुख वास्तविक मुद्रास्फीति में परिवर्तन का कुछ-कुछ आगामी सत्र के लिए पीछे की ओर देखने वाला होता है। अक्सर खरीदे गए खाद्य उत्पादों की कीमतों में उतार-चढ़ाव मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं पर महत्वपूर्ण प्रभाव डालता है। ईंधन की कीमतें भी मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं में तेजी से बदलाव लाती हैं, इसके बावजूद कि उपभोग की दृष्टि से इसका स्थान उतना बड़ा नहीं है फिर भी इसकी कीमतों में होने वाला बदलाव मीडिया में व्यापक तौर पर प्रचारित होता है तथा उपभोग की वस्तुओं पर पड़ने वाले इसके वास्तविक प्रभाव से ज्यादा तेजी से यह मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं को प्रभावित करता है। दीर्घावधि प्रत्याशाएँ औसतन अधिक स्थिर होती हैं। सितंबर 2008 से दिसंबर 2014 तक की अवधि के आँकड़ों का प्रायोगिक विश्लेषण यह दर्शाता है कि 3 महीने आगे की मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं में सब्जियों/फलों और पेट्रोल की कीमतों में बदलाव की अनुक्रिया में बड़े स्तर पर बदलाव होता है, जो एक साथ मिलकर मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं में लगभग 60 प्रतिशत तक बदलाव कर देते हैं। पिछली तिमाही (अक्तूबर-दिसंबर 2014) में इन निष्कर्षों की पुष्टि हुई है, जब मुद्रास्फीति प्रत्याशाएँ तेजी से अस्वीकृत की गईं, जो नमूने में शामिल नहीं था जबकि अनुमानित गुणांक स्थिर रहा था।

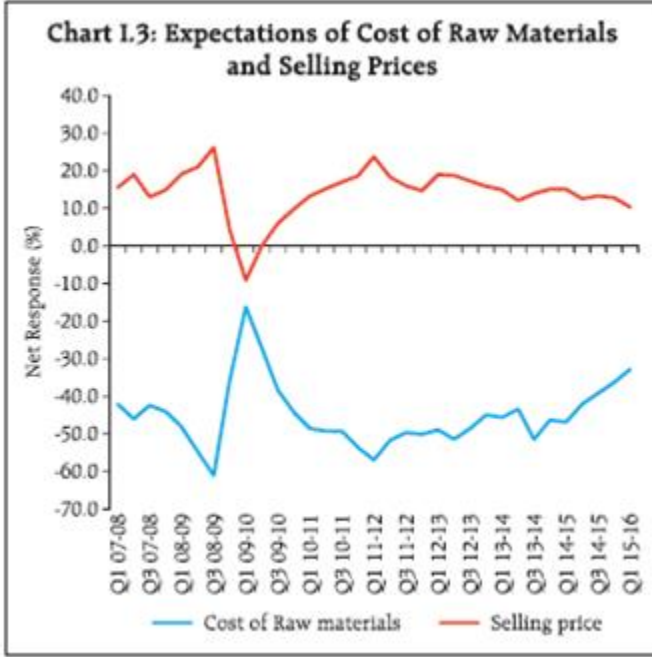
मुद्रास्फीति का लक्ष्य तय करने वाले देशों के अनुभव यह सुझाते हैं कि किसी केंद्रीय बैंक के कार्यों के संबंध में स्पष्टता के साथ प्रस्तुत एक विश्वसनीय मौद्रिक नीति रूपरेखा मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं पर सही अंकुश लगाने में सहायता करती है। उदाहरण के तौर पर यू.के. में मई 1997 में बैंक ऑफ इंग्लैंड के लिए लिखतों की स्वतंत्रता की केवल घोषणा से ही सम्पूर्ण सत्र की संरचना में गिरावट के साथ ही मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं में 50 आधार अंकों की अस्वीकृति दर्ज की गई। (हल्डाने, 2000)। इस परिप्रेक्ष्य में भारत में मौद्रिक नीति रूपरेखा करार को वर्तमान में कार्य कर रही अवस्फीतिकारी शक्तियों को सुदृढ़ करने में समर्थ होना चाहिए तथा मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं पर मध्यावधि मुद्रास्फीति लक्ष्यों के आलोक में अंकुश लगाया जाना चाहिए।

**संदर्भ :**

बर्नार्के, बेन.एस.(2007), "इन्फ्लेशन एक्सपेक्टेडन्स ऐंड इन्फ्लेशन फोरकास्टिंग" , 10 जुलाई 2007

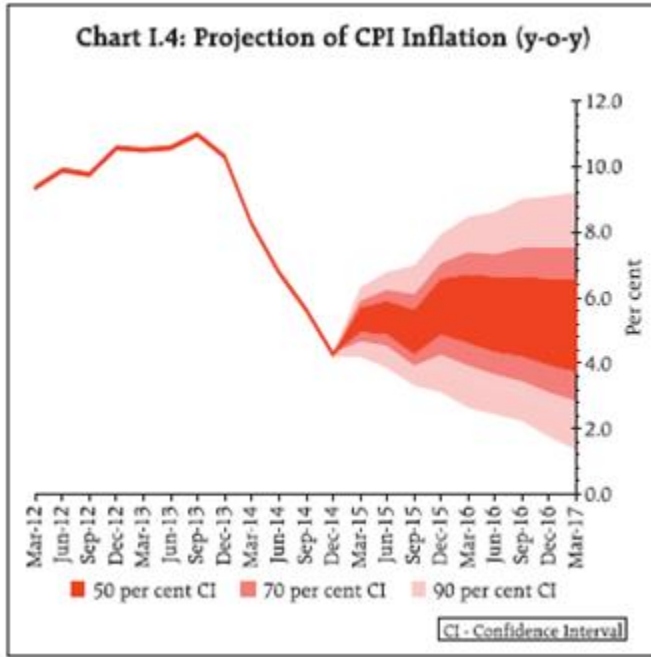
हल्डाने एन्ड्र्यू (2000), " टारगेटिंग इन्फ्लेशन ; द यूनाइटेड किंगडम इन रेट्रोस्पेक्ट"





### 1.1 मुद्रास्फीति के लिए दृष्टिकोण

मुद्रास्फीति संबंधी भविष्यवाणियों को देखें तो शुरुआती परिस्थितियों में बड़े और अप्रत्याशित परिवर्तनों से संशोधित आधारभूत प्रत्याशाओं की जरूरत महसूस की गई (टेबल 1.1)। स्ट्रक्चरल मॉडलों के आद्यतन आकलन और सर्वेक्षणों से प्राप्त की गई जानकारियाँ तथा बाजार स्थित पैमाने यह दर्शाते हैं कि सीपीआई मुद्रास्फीति जनवरी 2016 के लिए निर्धारित लक्ष्य 6 प्रतिशत के नीचे रहेगी तथा 2015-16 की पहली छमाही में 5 प्रतिशत के आस-पास और दूसरी छमाही में 5.5 प्रतिशत के आस-पास रहेगी (चार्ट 1.4)। वस्तुओं की कीमतों, मॉनसून और मौसम संबंधी बाधाओं की अनिश्चितताओं, मौसमी वस्तुओं की कीमतों में अस्थिरता और विनिमय दरों के माध्यम से बाहरी परिवर्तनों के प्रभाव विस्तार तथा आस्ति कीमतों की शृंखलाओं की झलक 2015-16 की चौथी तिमाही के लिए बेसलाइन मुद्रास्फीति के 5.8 प्रतिशत के अनुमान के आस-पास 3.7 प्रतिशत से 7.9 प्रतिशत के अंतराल के 70 प्रतिशत में मिलती है। मॉडल आकलनों से प्राप्त मध्यावधि पूर्वानुमानों से एक अपरिवर्तित आर्थिक संरचना, पुनः अंशशोधित मार्ग पर राजकोषीय सुदृढ़ता, एक सामान्य मॉनसून और किसी बड़ी बाहरी या नीतिगत आघात के नहीं होने के अनुमान लगाए जा रहे हैं, जो यह दर्शाता है कि 2016-17 में सीपीआई मुद्रास्फीति 2016-17 की चौथी तिमाही में 5.0 प्रतिशत रह सकती है।

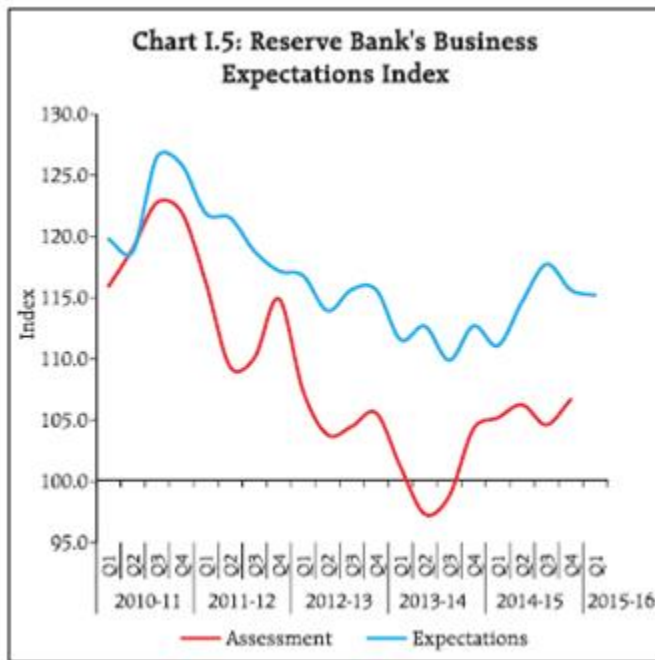


## 1.2 संवृद्धि के लिए दृष्टिकोण

भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा 2014-15 के लिए 5.5 प्रतिशत वास्तविक सकल देशी उत्पाद (जीडीपी) का पूर्वानुमान लगाया गया है। जीडीपी (आधार : 2004-05) के केंद्रीय सांख्यिकीय संगठन (सीएसओ) के अनंतिम अनुमानों से 2014-15 की दूसरी तिमाही तक की स्टाफ के पूर्वानुमानों की दिशा तय हुई है। तथापि केंद्रीय सांख्यिकीय कार्यालय द्वारा जनवरी 2015 के अंत में तथा 9 फरवरी 2015 में जारी किए गए जीडीपी (2011-12 के लिए पुनर्आधारित) के नये आँकड़े एक बड़े आश्चर्य के रूप में सामने आए हैं क्योंकि ये स्थिर कीमतों में उल्लेखनीय उच्च वृद्धि दिखाते हैं। विनिर्माण क्षेत्र की वृद्धि की गति में नयी शृंखला और पुरानी शृंखला के बीच की भिन्नता और पुष्ट हो गयी है, विशेष रूप से नयी शृंखला में यह दर्शाया जाना कि विनिर्माण क्षेत्र का मजबूत विस्तार होगा, इसका समर्थन तीसरी तिमाही में कॉरपोरेट क्षेत्र के निष्पादन और अभी तक हुए कम औद्योगिक उत्पादन नहीं करते। वित्तीय और रियल इस्टेट सबसेक्टर में स्थिर कीमतों में 13.7 प्रतिशत की उच्च वृद्धि अंतर्निहित वैरियबल्स जैसे क्रेडिट और डिपोजिट वृद्धि, आवास की कीमतों, किराये और सबसे महत्वपूर्ण बिक्री वृद्धि और आय-प्राप्ति की दृष्ट से रियल इस्टेट कंपनियों के मंद निष्पादन में देखी गई मंदी का समर्थन नहीं करती। भारत में आँकड़ों का संशोधन और उसके बाद के प्रभाव कुछ अजीब नहीं हैं, लेकिन 2013-14 और 2014-15 के लिए पुरानी और नयी शृंखलाओं के बीच वास्तविक जीडीपी दरों के बीच के अंतराल की मात्रा से मौद्रिक नीति तय करने में जटिलता आयी है। निस्संदेह, जीडीपी के नये आँकड़े अंतर्राष्ट्रीय सर्वोत्तम प्रथाओं के अनुरूप बेहतर कवरेज तथा परिष्कृत प्रविधि प्रदान करते हैं। लेकिन अभी भी ये आँकड़े कारोबार चक्र की स्थिति तथा उपयुक्त मौद्रिक नीति के रख के सही-सही आकलन को एक स्पष्ट स्वरूप नहीं दे पाते तथा कमजोर पूर्वानुमान प्रस्तुत करते हैं। नयी शृंखला पर आधारित पूर्वानुमान भी मॉडल बनाये जाने के लिए सहज अनुगामी पिछले आँकड़ों की दृष्टि से पर्याप्त इतिहास की कमी के कारण असमर्थ हैं।



2015-16 में सुधार के लिए निवेश प्रेरित संवृद्धि रणनीति को बढ़ावा देने वाली राजकोषीय नीति तथा निभाव के लिए उपलब्ध स्थान का उपयोग करते हुए बनायी गयी मौद्रिक नीति के साथ-साथ एक समष्टि आर्थिक परिवेश की अपेक्षा है। भारतीय विनिर्माण में कारोबार की परिस्थितियों का आकलन रिज़र्व बैंक के बिजनेस एक्सपेक्टेडेशन इन्डेक्स (बीईआई), जो इसके इन्डस्ट्रियल आउटलुक सर्वे के आँकड़ों से विकसित किया गया है, दर्शाता है कि 2015-16 की पहली तिमाही में 2014-15 (टेबल 1.2) की दूसरी छमाही में हुए सुधार में कुछ धीमापन देखा जा सकता है (चार्ट 1.5)। इसे कुछ एजेंसियों द्वारा किए गए सर्वेक्षणों से समर्थन मिलता है (टेबल 1.2)। यद्यपि इनमें से अधिकांश सर्वेक्षण संघीय बजट प्रस्तुत किए जाने तथा 4 मार्च को मौद्रिक नीति के आने से पहले किए गए थे, फिर भी इस बात की पहचान किए जाने के लिए यह महत्वपूर्ण है। रिज़र्व बैंक कन्ज्यूमर कन्फिडेंस सर्वे (सीसीएस) जून 2014 से बढ़ते हुए उपभोक्ता आशावाद की ओर संकेत करता है, जिसमें आय, खर्च किए जाने की नयी संकल्पना और रोजगार वृद्धि, वस्तुओं की कीमतों में बड़ी गिरावट और निकटवर्ती सत्र के लिए मुद्रास्फीति के प्रति अनुकूल दृष्टिकोण के साथ-साथ निम्नतर होती मुद्रास्फीति से बढ़ती हुई क्रय शक्ति की झलक मिलती है (चार्ट 1.6)।





### बॉक्स 1.2 तेल की कीमतों में गिरावट - संवृद्धि और मुद्रास्फीति पर प्रभाव

भारत जैसे कच्चे तेल के बड़े आयातक के लिए जून 2014 से कच्चे तेल की कीमतों में लगभग 50 प्रतिशत की गिरावट एक अनुकूल बाहरी प्रभाव है। सही मायने में, इसने संवृद्धि की संभावनाओं में सुधार करने तथा आगे मुद्रास्फीति के दबावों को कम करने का काम किया है। कच्चे तेल की कीमतों का प्रभाव भारत में आर्थिक गतिविधियों तथा मुद्रास्फीति पर विभिन्न माध्यमों से पड़ा है : (i) उपभोक्ताओं के लिए वास्तविक उच्च आय (ii) निम्नतर निविष्टि लागत जिससे कंपनियों की लाभप्रदता और निवेश को प्रेरित करने को बढ़ावा मिले (iii) निम्नतर चालू खाता घाटा (सीएडी) ; तथा (iv) बाजार का सुधरा हुआ रुख । इन अनुकूल प्रभावों ने कमजोर वैश्विक माँग से आई कमी को पूरा किया है।

भारत में एक साल से अधिक समय तक तेल की कीमतों में 50 यूएस डॉलर प्रति बैरल की गिरावट बने रहने के कारण कुल निजी उपभोक्ता माँग के 4 प्रतिशत तथा अभिहित मुद्रास्फीति के लगभग 2.9 प्रतिशत के बराबर उच्चतर वास्तविक आय में वृद्धि हो सकी है। यह मानते हुए कि पेट्रोलियम पदार्थों की घरेलू कीमतें 50 प्रतिशत तक जा सकती हैं, वास्तविक आय की वृद्धि सकल उपभोक्ता माँग को 2 प्रतिशत से अधिक तक बढ़ा सकेगी और आउटपुट 1 प्रतिशत से अधिक होगा। भारत में कॉर्पोरेट क्षेत्र , खासकर गैर तेल उत्पादक फर्म ( जैसे, सीमेंट, इलेक्ट्रीसिटी, आयरन ऐंड स्टील, केमिकल्स, टेक्सटाइल ऐंड ट्रांसपोर्टेशन) ईंधन, पैनल रिग्रेसनों के रूप में 5 प्रतिशत से ज्यादा अपनी कुल लागतों के साथ लाभप्रदता और तेल कीमतों के बीच के सांख्यिकीय दृष्टि से महत्वपूर्ण प्रतिकूल संबंध दर्शाती हैं।

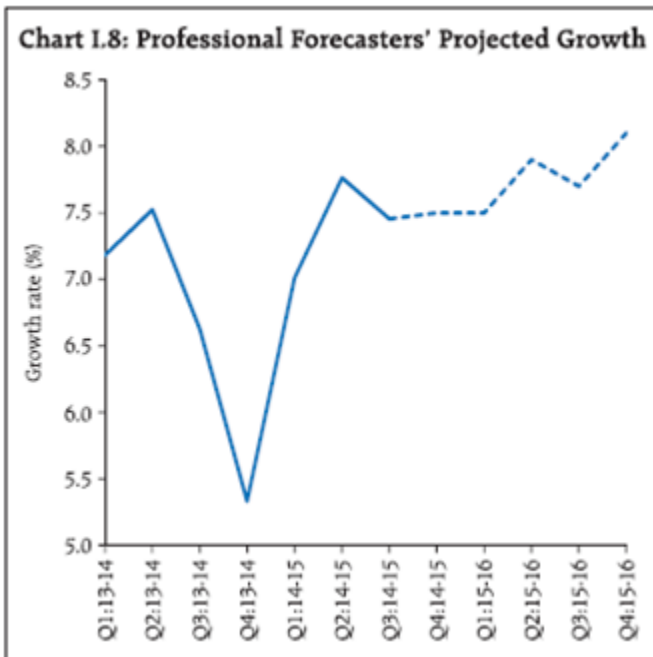
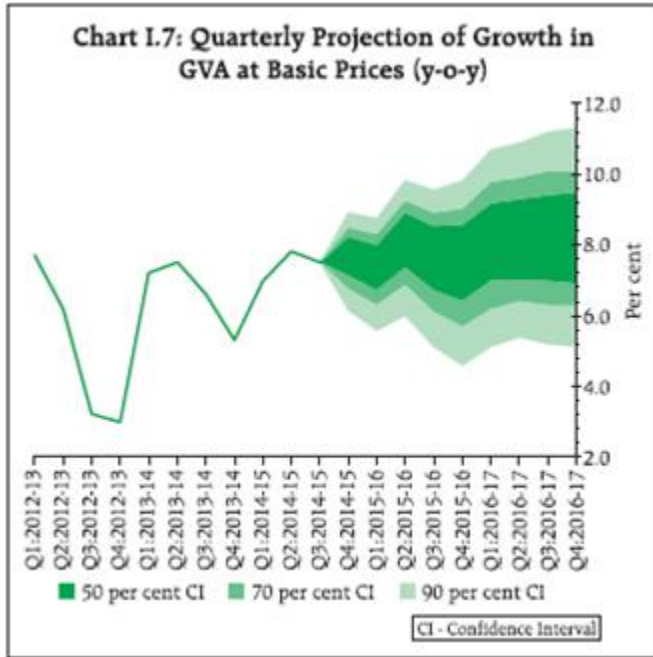
मॉडल अनुमानों में यह सुझाया गया है कि तेल की कीमतों में 10 प्रतिशत गिरावट के लिए (सीपीआई के निकटस्थ वैकल्पिक पूर्वानुमानों के अंतर्गत) आउटपुट वृद्धि में 0.1 से 0.3 प्रतिशत अंकों की सीमा में सुधार

हो सकता है, जबकि सीपीआई मुद्रास्फीति में बेसलाइन से लगभग 20-25 बेसिस प्वाइंट्स तक की गिरावट आ सकती है। यद्यपि इसमें एक चेतवानी भी निहित है। इस अध्याय में जोखिमों के संतुलन के अंतर्गत प्रस्तुत किए गए अनुमान विभिन्न मॉडलों में लिए गए विभिन्न आयामों के कारण तथा इनसे गुजरते हुए अनुमानों में अंतर होने के कारण भिन्न हो सकते हैं। उदाहरण के लिए, भारत में कच्चे तेल की कीमतों में समग्र गिरावट के फायदे सरकार द्वारा पेट्रोलियम पदार्थों पर उत्पाद शुल्क बढ़ाये जाने के कारण पूरी तरह आम जनता तक नहीं जा सके। इससे यह स्पष्ट होता है कि मॉडल आधारित पूर्वानुमान अपने सर्वोत्तम स्वरूप में भी पूरी तरह सही होने के बजाय केवल संकेतात्मक हो सकते हैं।

हालांकि, वृद्धि में गिरावट जोखिम है जिसके मूर्त रूप लेने से वृद्धि संभावनाएं अवरुद्ध हो सकती हैं। वैश्विक आर्थिक गतिविधि के पहले तेल की कीमतों में पुनः तेजी आने संबंधी यदा-कदा संकेतों के कारण अंतर्राष्ट्रीय वस्तुओं की कीमत चक्र में जारी गिरावट, जिसकी शुरुआत 2012 में हुई थी, बंद हो सकती है और इसमें पुनः तेजी आ सकती है। वस्तुतः अस्थिर भू-राजनीतिक परिवेश से रिवर्सल की प्रक्रिया में तेजी आ सकती है। परिणामी मुद्रास्फीति दबावों के उभरने से रिकवरी के लिए सृजित विकासशील परिस्थिति पर दबाव आ सकता है। कर में कमी, सब्सीडी अत्यधिक बढ़ जाने तथा विनिवेश से कम उगाही के कारण बजट पूर्वानुमान पर जोखिमों से पूंजीगत व्यय के लिए बजट आबंटन पर प्रभाव पड़ सकता है। एल नीनो घटना के कारण दक्षिण पश्चिम मॉनसून में 50 प्रतिशत की कमी की संभावना को देखते हुए कृषि की संभावनाओं पर प्रतिकूल प्रभाव पड़ सकता है। अंततः सकल राष्ट्रीय प्रयोज्य आय के प्रतिशत के रूप में सकल बचत में कमी यदि मध्यावधि में जारी रहती है जैसा कि यह 2011-12 के 33 प्रतिशत से घटकर 2013-14 में 30 प्रतिशत हो गयी, तो समुचित रूप से उत्पादकता न बढ़ने से वृद्धि में वित्तीय कमी हो सकती है।

इन प्रगतिशील आकलनों तथा मॉडल आधारित पूर्वानुमानों, जिनमें ऑटोरिग्रेसिव इटिग्रेटेड मूविंग एवरेज (एआरआईएमए) तथा बेजियाँन वेक्टर ऑटो रिग्रेशन (बीवीएआर) शामिल है, को जोड़कर वृद्धि अनुमान क्रमिक तेजी की ओर इशारा करते हैं। व्यय पक्ष सकल घरेलू उत्पाद से संबंधित सुदृढ़ अनुमान होने के कारण तथा केंद्रीय सांख्यिकीय संगठन (सीएसओ) द्वारा आंकड़ों के समेकन में प्रयोग किए जाने वाले मुख्य संकेतकों की बेहतर स्पष्टता के कारण तिमाही पूर्वानुमान आधार कीमत पर जोड़े गए सकल मूल्य से संबंधित है। इस बेसलाइन पूर्वानुमान के आस-पास जोखिमों के समान संतुलन के बीच वर्ष 2015-16 के लिए आधार कीमत पर जोड़े गए सकल मूल्य में 7.8% वृद्धि का अनुमान है। वर्ष 2014-15 के लिए केंद्रीय सांख्यिकीय संगठन (सीएसओ) के अनुमान में संभावित संशोधन उक्त पूर्वानुमान के लिए एक मुख्य जोखिम है क्योंकि उक्त संशोधन कमी की ओर रहने की संभावना है (अध्याय III देखें) जिसके परिणामस्वरूप पूर्वाग्रह बढ़ने की संभावना है (चार्ट 1.7)। सहायक नीति परिदृश्य में क्रमिक चक्रीय वसूली को मानकर तथा नीतिगत कारणों से ढांचागत बदलाव या अन्य मुख्य आपूर्ति आघात न होने पर वर्ष 2016-17 के लिए आधार कीमत पर जोड़े गए सकल मूल्य में 8.1 प्रतिशत वास्तविक वृद्धि का पूर्वानुमान है। यदि सीएसओ द्वारा संशोधन कर वर्ष 2014-15 के लिए सकल घरेलू उत्पाद वृद्धि अनुमान घटा दी जाती है तो तदनुसार वक्र रेखा बदल

जाएगी। रिज़र्व बैंक के पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं का सर्वेक्षण दर्शाता है कि 2015-16 के लिए औसत जीवीए वृद्धि 7.9 प्रतिशत होगी। (चार्ट 1.8 तथा टेबल 1.3)

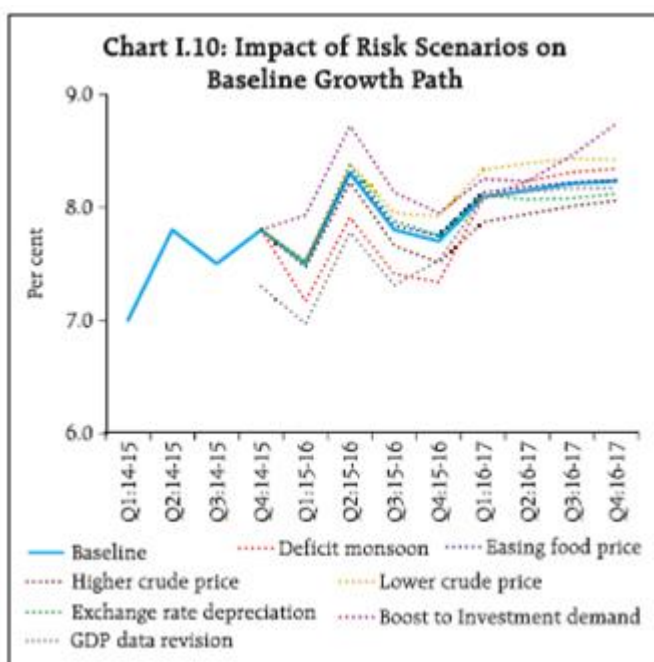
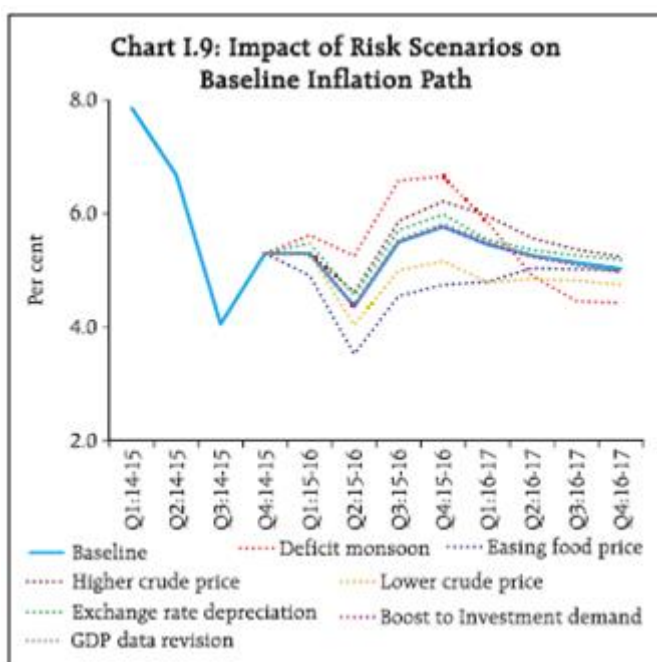


### 1.3 जोखिमों का संतुलन

वृद्धि और मुद्रास्फीति के लिए बेसलाइन मार्ग मुख्य धारणाओं के पूरा होने की शर्तों के अधीन है (टेबल 1.1)। संभावित जोखिम परिदृश्यों के अधीन विकसित होने वाली बेसलाइन के संबंध में संभावित मार्ग नीचे दिए गए हैं। (चार्ट 1.9 और 1.10)

### (क) कच्चे तेल की कीमतों में तेज वृद्धि

बेसलाइन अनुमानों में पूर्वानुमान सीमा के ऊपर वैश्विक कच्चे तेल की कीमतों में क्रमिक वृद्धि का अनुमान है। हालांकि भू-राजनीतिक तनाव के मूर्त रूप लेने तथा अन्य आपूर्ति बाधाओं के कारण अंतर्राष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों में तीव्र वृद्धि का गंभीर जोखिम है। ऐसे आघात के कारण कच्चे तेल की कीमत में बेसलाइन के ऊपर प्रति बैरल 15-20 यूएस डॉलर वृद्धि हो जाने की स्थिति में 2015-16 के अंत तक मुद्रास्फीति 40-60 आधार अंक बढ़ जाने की संभावना है (प्रत्यक्ष और अप्रत्यक्ष दोनों प्रभावों के कारण)। अगले दो वर्षों तक वृद्धि में 10-30 आधार अंक की कमी आ सकती है क्योंकि कम वैश्विक मांग से प्लवन प्रभाव द्वारा उच्च निविष्टि लागत का प्रत्यक्ष प्रभाव बढ़ सकता है।



सारणी 1.3: रिज़र्व बैंक की बेसलाइन तथा पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं का माध्यिका पूर्वानुमान

रिज़र्व बैंक की बेसलाइन	2014-15	2015-16	2016-17
चौथी तिमाही में मुद्रास्फीति (वर्ष-दर-वर्ष)	5.3	5.8	5.0
उत्पादन वृद्धि (प्रतिशत) - आधार कीमतों पर जीवीए	7.5	7.8	8.1
राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	4.1	3.9	3.5
चालू खाता शेष (जीडीपी का प्रतिशत)	-1.3		

पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं के सर्वेक्षण का मूल्यांकन

मुख्य समष्टि आर्थिक संकेतक*	2014-15	2015-16
स्थिर कीमतों (2011-12) पर आधार कीमतों पर जीवीए की वृद्धि दर (प्रतिशत)	7.5	7.9
कृषि तथा सहायक गतिविधियाँ	1.1	3.4
उद्योग	5.9	6.3
सेवाएँ	10.6	10.1
वर्तमान कीमतों (प्रतिशत) पर निजी अंतिम उपभोग व्यय वृद्धि दर (प्रतिशत)	12.9	13.0
सकल बचत (सकल राष्ट्रीय प्रयोज्य आय का प्रतिशत)	30.0	31.0
सकल अचल पूंजी निर्माण (जीडीपी का प्रतिशत)	28.6	29.3
मुद्रा आपूर्ति (एम <sub>3</sub> ) प्रतिशत में वृद्धि दर (समाप्त अवधि)	12.3	13.5
सभी अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों का बैंक क्रेडिट (प्रतिशत में वृद्धि दर)	12.0	14.0
सम्मिलित सकल राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	6.5	6.3
केंद्र सरकार राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	4.1	3.9
रेपो दर (समाप्त अवधि)	7.50	7.00
सीआरआर (समाप्त अवधि)	4.00	4.00
राजकोष बिल 91 दिन प्रतिफल (समाप्त अवधि)	8.2	7.5

केंद्र सरकार की 10 वषीय प्रतिभूतियों पर परिपक्वता प्रतिफल	7.8	7.3
समग्र भुगतान संतुलन (यूएस डॉलर बिलियन)	49.6	49.4
पण्य निर्यात (यूएस डॉलर बिलियन)	323.5	339.9
पण्य निर्यात (प्रतिशत में वृद्धि दर)	2.0	3.4
पण्य आयात (यूएस डॉलर बिलियन)	466.7	478.2
पण्य आयात (प्रतिशत में वृद्धि दर)	0.3	2.0
वर्तमान कीमतों पर जीडीपी के प्रतिशत के रूप में व्यापार संतुलन	-6.9	-6.3
निवल अदृश्य शेष (यूएस डॉलर बिलियन)	115.8	119.2
चालू खाता शेष (यूएस डॉलर बिलियन)	-25.0	-20.0
वर्तमान कीमतों पर जीडीपी के प्रतिशत के रूप में चालू खाता शेष	-1.2	-1.0
पूँजीगत खाता शेष (यूएस डॉलर बिलियन)	76.3	66.5
वर्तमान कीमतों पर जीडीपी के प्रतिशत के रूप में पूँजीगत खाता शेष	3.5	2.9

### (ख) 2015-16 में सामान्य से कम मानसून

बेसलाइन में सामान्य मानसून के पूर्वानुमान के विपरीत 2015 में मानसून में कमी का जोखिम है। इसके परिणामस्वरूप कृषि उत्पादन में कमी हो सकती है जिसके कारण 2015-16 में समग्र जीवीए वृद्धि में करीब 40 आधार अंकों की कमी आ सकती है। परिणामस्वरूप खाद्य पदार्थों की कीमतों में वृद्धि हो सकती है जिससे 2015-16 में मुद्रास्फीति बेसलाइन से 80-100 आधार अंक बढ़ सकती है। मानसून के स्थानिक और अस्थायी फैलाव, खाद्य भंडार से संबंधित नीतियाँ, सरकारी खरीद और न्यूनतम समर्थन मूल्य जैसे घटकों से बारिश में कमी का प्रभाव कम या अधिक हो सकता है।

### (ग) रुपये का अवमूल्यन

विनिमय दर में अनिश्चितता बरकरार है। मुख्य जोखिम यह है कि यू.एस फेड द्वारा मौद्रिक नीति के सामान्यीकरण करने से अमेरिकी राजकोषों में सुरक्षित पूँजी प्रवाह बढ़ेगा जिससे यू.एस डॉलर का मूल्य और बढ़ेगा। दूसरी तरफ, कुछ उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में अवस्फीति के जोखिम से और अधिक मौद्रिक निभाव की आवश्यकता होगी। विनिमय दर के वर्तमान स्तर की बेसलाइन अवधारणा से रुपये में लगभग 10 प्रतिशत के अवमूल्यन से 2015-16 में मुद्रास्फीति 20-30 आधार अंक बढ़ सकती है। बाह्य व्यापार शेष में सुधार के कारण 2015-16 में वृद्धि औसतन 10 आधार अंक बढ़ेगी जबकि बाह्य परिवेश में जोखिमों के मूर्त रूप लेने से वित्तीय स्थिति में मौद्रिक कसाव बढ़ने से 2016-17 में वृद्धि कुछ कमजोर पड़ सकती है।

### (घ) खाद्य मुद्रास्फीति कम होना

जितनी संभावना जताई गई है उससे कम स्तर तक खाद्य मुद्रास्फीति पहुँच गई तो हेडलाइन मुद्रास्फीति बेसलाइन से कम हो सकती है। ऐसा सकारात्मक ढंग से आपूर्ति में अचानक कमी लाकर किया जा सकता है विशेषकर आपूर्ति श्रृंखला में सुधार, बाजार अवसंरचना में सुधार तथा कृषि में निवेश बढ़ाकर ऐसा किया जा सकता है। ऐसी परिस्थिति में 2015-16 के अंत तक हेडलाइन मुद्रास्फीति बेसलाइन से करीब 100 आधार अंक कम हो सकती है।

### (ङ) कच्चे तेल की कीमतों में और कमी होना

स्थायी भू-राजनीतिक माहौल में अत्यधिक आपूर्ति की स्थिति/ कम वैश्विक मांग के परिणामस्वरूप निकट समय में यदि कच्चे तेल की कीमतों में बेसलाइन से 15-20 यू.एस.डॉलर की कमी आती है तो 2015-16 के अंत तक मुद्रास्फीति बेसलाइन से 30-60 आधार अंक कम हो सकती है। गुजरते हुए विभिन्न परिदृश्य में अगले दो वर्षों में कच्चे तेल की कीमतों में कमी से जीवीए वृद्धि बेसलाइन से 10-30 आधार अंक तक बढ़ सकती है।

### (च) सीएसओ के जीडीपी अनुमान में संशोधन

2014-15 के लिए जीडीपी वृद्धि के पहले के अनुमान में काफी अनिश्चितता बनी हुई है तथा संशोधित अनुमानों में, जिसे मई 2015 के अंत तक जारी किया जा सकता है, चौथी तिमाही में वास्तविक आर्थिक गतिविधि से संबंधित जानकारी बेहतर ढंग से आने की उम्मीद है। यदि आगे जारी होने वाले अनुमानों में जीवीए वृद्धि (समान कीमत पर) के अनुमान में 50 आधार अंक की कमी की जाती है तो इससे मांग परिस्थिति का मूल्यांकन बदलेगा और मध्यम अवधि के लिए मुद्रास्फीति में 10-30 आधार अंकों की कमी आ सकती है।

### (छ) निवेश मांग में तेजी

यदि 2015-16 के लिए केंद्रीय बजट में घोषणा किए गए निवेश व्यय में वृद्धि से निजी निवेश बढ़ता है और इसके परिणामस्वरूप यदि निवेश मांग बढ़ती है तो 2015-16 में जीडीपी वृद्धि बेसलाइन से 50 आधार अंक बढ़ सकती है। क्षमता वृद्धि के साथ लेकिन ऋणात्मक आउटपुट अंतराल से 2015-16 में मुद्रास्फीति पर उच्च निवेश मांग का प्रभाव कम होगा।

जोखिमों तथा अनुमानित बेसलाइन से मुद्रास्फीति और वृद्धि में संभावित विचलन के संतुलन में समय-पूर्व मार्गदर्शन की अपेक्षा होती है विशेषकर, उन परिस्थितियों में जिनमें ऐसे दिशानिर्देश जारी करने पड़ते हों (बॉक्स 1.3)।

वृद्धि और मुद्रास्फीति संबंधी दृष्टिकोण की जानकारी अध्याय II से V में प्रस्तुत समष्टि आर्थिक तथा वित्तीय परिस्थितियों के आकलन द्वारा की जाती है। असंभावित आघातों को छोड़कर निकट भविष्य में अर्थव्यवस्था में मंदी बनी रह सकती है। राजकोषीय सुधार के इरादे और कमजोर ग्रामीण उपभोग मांग से मुद्रास्फीति के



मांग पक्ष का जोखिम बना रह सकता है। टेपर टॉक के प्लवन प्रभाव के पिछले अनुभवों को देखते हुए आपूर्ति पक्ष से वैश्विक वस्तु कीमतों की कमी, मानसून आने में बनी हुई अनिश्चितता तथा अमेरिकी मौद्रिक नीति के सामान्यीकरण से संबद्ध पूंजी प्रवाह में अनिश्चितता से उत्पना विनिमय बाजार दबावों का सावधानीपूर्वक और सतत मॉनिटरिंग आवश्यक है। निवेश मांग की बहाली को समर्थन देने को उच्च महत्व देने के बावजूद मौद्रिक नीति के संचालन में आपूर्ति आघात को सहने की गुंजाइश सीमित है।

### बॉक्स 1.3: अनिश्चितता में समय-पूर्व मार्गदर्शन

वैश्विक संकट के बाद विकसित और उभरती हुई अर्थव्यवस्था दोनों में केंद्रीय बैंकों की मौद्रिक नीति के संप्रेषण में समय-पूर्व मार्गदर्शन का महत्वपूर्ण स्थान है, विशेषकर ज़ीरो लोअर बाउंड से मुकाबला करने की सीमा होना। परंपरागत रूप से वैश्विक संकट के पहले समय-पूर्व मार्गदर्शन "पूर्वानुमान लेकिन कोई वादा नहीं" के रूप में होता था लेकिन ज़ेडएलबी में यह एक मौद्रिक साधन बन गया। अल्पावधि ब्याज दरों के भावी मार्ग के संबंध में अपेक्षाओं द्वारा निवेश मांग की शर्त रखी जा सकती है। अतः ज़ेडएलबी में समय-पूर्व मार्गदर्शन ने संभावित रूप से गैर-परंपरागत मौद्रिक नीति के प्रभावों को आसान बनाता है।

सामान्य परिस्थितियों में मौद्रिक नीति के साधन के रूप में समय-पूर्व मार्गदर्शन का प्रयोग करने से जोखिमों और अनिश्चितताओं को समझने का दायित्व मुख्य रूप से केंद्रीय बैंकों पर आ जाता है जो बदले में "विश्वसनीयता" और "लचीलापन" में संतुलन का सामना करते हैं। संकट के बाद की अवधि में केंद्रीय बैंकों द्वारा समय-पूर्व मार्गदर्शन के चार विभिन्न प्रकारों का प्रयोग किया गया है- (क) बिना किसी स्पष्ट अंतिम तारीख, किसी लक्ष्य के अस्थिर न्यूनतम मूल्य या मुख्य मानदंडों के नीति के संभावित रुख पर गुणात्मक मार्गदर्शन; (ख) विशिष्ट अवस्था परिवर्तन के क्रमिक विकास से जुड़ा गुणात्मक मार्गदर्शन; (ग) कैलेंडर पर आधारित मार्गदर्शन जिसमें उस नीतिगत रुख के बने रहने की वास्तविक अवधि दी गई हो तथा (घ) अवस्था परिवर्तन के न्यूनतम मूल्य से जुड़ा परिणाम आधारित समय-पूर्व मार्गदर्शन। पहले दो प्रकार निरंतर स्वरूप की हैं जबकि तीसरा समय पर निर्भर है तथा अंतिम अवस्था पर निर्भर है। समय तथा अवस्था पर निर्भर समय-पूर्व मार्गदर्शन अधिक निश्चितता प्रदान करता है लेकिन मजबूत प्रतिबद्धता से लचीलापन सीमित हो सकता है। जोखिम मूल्यांकन के संतुलन में अक्सर विशिष्ट पहचान योग्य जोखिमों को तथा उस तरीके को मानता है जिससे यह फैलता है। अप्रत्याशित जोखिमों तथा मॉडल त्रुटियों से मुद्रास्फीति की उत्पत्ति तथा वृद्धि मार्ग बेसलाइन या जोखिम परिदृश्यों से बिल्कुल अलग-अलग हो सकता है। वित्तीय बाजार में टकराव से जोखिम मूल्यांकन और अधिक जटिल हो सकता है, विशेषकर तब यदि उनकी स्पष्ट रूप से मॉडलिंग न की जाए या वास्तविक अर्थव्यवस्था के साथ उनकी डायनैमिक इंटरैक्शंस को मॉडलों में ठीक ढंग से शामिल न किया जाए। यदि समय-पूर्व मार्गदर्शन के अधीन प्रतिबद्धता में लाभों को नीतिगत रुख में परिवर्तन के लाभों के साथ-साथ आकलन करने पर यदि मार्गदर्शन के अनुरूप न हो तो कभी-कभी नीतिगत रुख में परिवर्तन के लाभों को वरीयता दी जाती है क्योंकि समय-पूर्व मार्गदर्शन देते समय घटनाक्रमों का अनुमान लगाना कठिन था। इससे यह दृष्टिकोण बनता है कि समय-पूर्व मार्गदर्शन ही एक साधन है जिसे ज़ेडएलबी दबाव के अधीन के लिए सुरक्षित रखना होगा।

"नीति व्यावसायियों के लिए अनिश्चितता काल्पनिक नहीं है बल्कि दैनिक चिंता है। अनिश्चितता और नीतिगत त्रुटियों से केवल प्रत्याशित निर्णायक प्रक्रियाएं ही प्रोत्साहित नहीं होनी चाहिए बल्कि उसे अगर्व /विनम्रता के साथ यथार्थ अनुपयुक्त व्यवहार की तरह स्वीकार करना चाहिए।"

भारत में मुद्रास्फीति के जोखिमों तथा इसके स्रोतों के आस-पास बाजार प्रत्याशा के संबंध में मार्गदर्शन के लिए समय-पूर्व मार्गदर्शन का उपयोग किया गया है। समय के साथ-साथ आउटपुट अंतराल के अनुमान में व्याप्त अनिश्चितताओं के कारण, मुद्रास्फीति प्रक्रिया को तय वाले बाहरी तत्वों, वैश्विक प्लवन तथा मुद्रास्फीति को रोकने के लिए सरकार द्वारा किए गए उपायों के स्वरूप, आकार और समय समय-पूर्व मार्गदर्शन में आवक डेटा की शर्त होनी चाहिए।

## II. कीमतें और लागत

2014-15 के द्वितीय छमाही में मुद्रास्फीति की वक्ररेखा, सितंबर 2014, के एमपीआर में निर्धारित कर्मचारियों द्वारा किए गए आकलन से काफी कम हो गयी थी जिसके लिए वैश्विक जिंस कीमतों और घरेलू खाद्य महंगाई की गति में हुई तेज़ गिरावट भी मददगार साबित हुआ। कच्चे मालों के कीमतों में गिरावट और वेतन वृद्धि धीमी पड़ने से लागत दबाव ढीला पड़ गया।

सितंबर 2014 के प्रथम मौद्रिक नीति रिपोर्ट (एमपीआर) के फलस्वरूप हुए तीन बृहत्तर विकास ने नाटकीय रूप से अंतर्निहित मूल्य / लागत शर्तों के उद्भव को बदल दिया है। प्रथम, फरवरी 2015 में मुद्रास्फीति को 5.4 प्रतिशत तक नीचे लाने में घरेलू खाद्य वस्तुएं, ईंधन और सेवा कीमतों में अंतर्राष्ट्रीय पण्य पदार्थों की कीमतों में 28 प्रतिशत की गिरावट के आने के साथ ही मौद्रिक नीति के अवस्फीति ने काम किया। द्वितीय, केन्द्रीय सांख्यिकी कार्यालय (सीएसओ) ने जनवरी-फरवरी 2015 के उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) और राष्ट्रीय लेखों से संबंधित डाटा संशोधन को अनावृत किया जिसने आधार वर्ष के/भारण योजनाओं को अद्यतन किया और अंतर्राष्ट्रीय सर्वोत्तम प्रथाओं के अनुरूप होने के लिए पद्धतिबद्ध सुधार भी लाए (बॉक्स II.1 और III.1)। आगे, इस जानकारी उन्नयन का मुद्रास्फीति गठन और पूर्वानुमान संबंधी कर्मचारियों के आकलन पर भी असर पड़ सकता है। तृतीय, भारत सरकार और भारतीय रिज़र्व बैंक ने अध्याय 1 में उल्लिखित मौद्रिक नीति ढांचे पर ऐतिहासिक समझौता को औपचारिक रूप दिया।

ये संस्थागत परिवर्तन मुद्रा स्फीति के भविष्य की स्थिति को रूपायित करेंगे जिसके प्रति भारत सरकार और भारतीय रिज़र्व बैंक प्रतिज्ञाबद्ध है, अगर राजकोषीय लक्ष्यों का पालन किया जाता है और मूल कीमतों, वेतन तथा ब्याज दर के निर्धारण में प्रशासनिक हस्तक्षेप न्यूनतम कर दिए जाए।

### बॉक्स II.1 उपभोक्ता कीमत सूचकांक (सीपीआई) का संशोधन

जनवरी 2015 के प्रारंभ में, सीएसओ ने सीपीआई के आधार वर्ष को संशोधित करके 2012 कर दिया (2010 =100 से)। संशोधित श्रृंखला के भारण तरीके राष्ट्रीय प्रतिदर्श सर्वेक्षण कार्यालय(एनएसएसओ) के 2011-12 उपभोक्ता व्यय सर्वेक्षण (सीईएस) पर आधारित है, जो सीईएस 2004-05 में पुरानी श्रृंखला (टेबल II.बी.1) के लिए प्रयुक्त से अधिक प्रतिनिधिक और सामयिक है। सीएसओ द्वारा नये क्रम में निम्नलिखित पद्धतिबद्ध सुधार शामिल किए गए हैं-

1. भारण मानचित्र पूर्व के क्रम में प्रयुक्त 30 दिवसीय के एक समान संदर्भ अवधि (यूआरपी) के बदले आशोधित मिश्र संदर्भ अवधि डाटा\* (एमएमआरपी) का प्रयोग किया।
2. पुरानी श्रृंखला में प्रयुक्त गणित पद्धति के बदले प्रारंभिक/ वस्तु सूचकांकों के संकलन करने के लिए आधार कीमतों के संबंध में कीमत सापेक्षितों के ज्योमितीय पद्धति जिससे विभिन्न मंदियों में बृहत्तर स्तर पर हो रहे कीमतों के बदलाव के प्रभाव को कम किया जा सकता है।
3. सार्वजनिक वितरण प्रणाली (पीडीएस) के माध्यम से बेचे गए वस्तुओं के संबंध में गरीबी रेखा से ऊपर

और नीचे के श्रेणी में कवर किए गए वस्तुओं के अतिरिक्त अंत्योदया अन्न योजना (एएवाई) में कवर किए वस्तुओं की कीमतों को भी शामिल किया गया है।

4. मकान किराया वसूली के डाटा के नमूने की संख्या पुरानी श्रृंखला के 6,684 से दुगुणा होकर संशोधित श्रृंखला में 13,368 हो गया है।

**सारणी II.B.1 भारण मानचित्र की तुलना-पुराने और संशोधित सीपीआई**

(प्रतिशत)

	ग्रामीण		शहरी		संयोजित	
	2010 बेस	2012 बेस	2010 बेस	2012 बेस	2010 बेस	2012 बेस
खाद्य और पेय	56.59	54.18	35.81	36.29	47.58	45.86
पान, तंबाकू और मादक	2.72	3.26	1.34	1.36	2.13	2.38
वस्त्र और जूता	5.36	7.36	3.91	5.57	4.73	6.53
आवास	-	-	22.54	21.67	9.77	10.07
ईंधन और बिजली	10.42	7.94	8.40	5.58	9.49	6.84
विभिन्न	24.91	27.26	28.00	29.53	26.31	28.32
<b>कुल</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>खाद्य और ईंधन को छोड़कर</b>	<b>32.99</b>	<b>37.88</b>	<b>55.79</b>	<b>58.13</b>	<b>42.93</b>	<b>47.30</b>

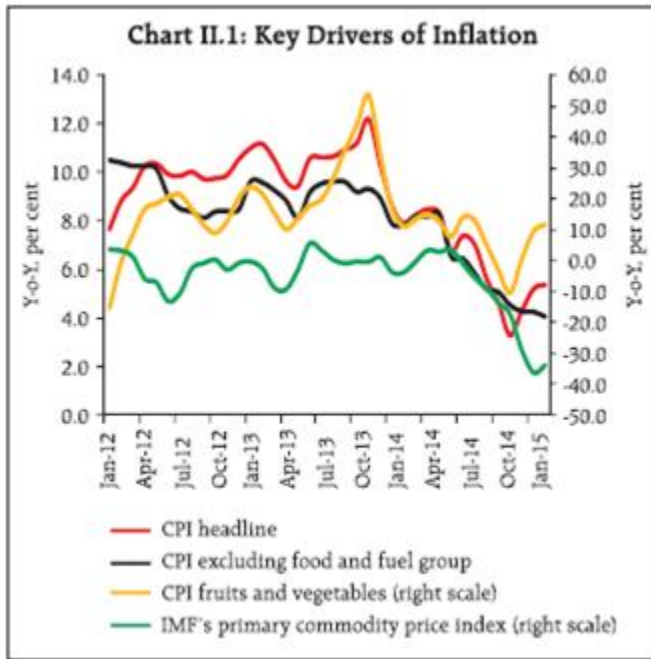
- एमएमआरपी के अधीन, प्रायः खरीदी गई वस्तुओं के ग्रहित व्यय को संग्रहित किया गया-खाद्य तेल, अंडे, मच्छी, मांस, सब्जी, फलें, स्पैस, पेय, प्रसंस्करित खाद्य, पान, तंबाकू और नशीली वस्तुएँ-पिछले सात दिनों के दौरान; पिछले 365 दिनों के दौरान पहनावे, शयन, जूते, शिक्षा, चिकित्सा(संस्थान), टिकाऊ माल; और पिछले 30 दिनों के लिए गैर-संस्थानगत चिकित्सा सेवाएँ सहित विभिन्न वस्तुएँ और सेवाएँ, किराया और कर।

1 आईएमएफ के प्राथमिक जिंस कीमत सूचकांक द्वारा मापित किए अनुसार

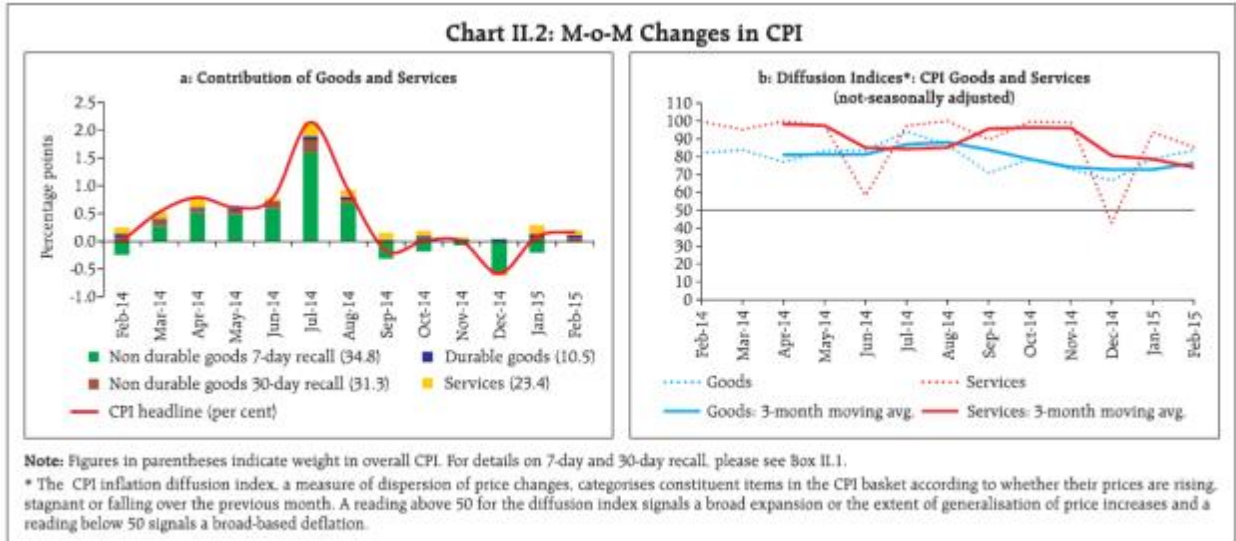
### II.1. उपभोक्ता मूल्य

सितंबर 2014 के एमपीआर ने यह नोट किया था कि जनवरी 2014 में प्रारंभ हुए मौद्रिक नीति रूख के द्वारा मार्गदर्शित मुद्रास्फीति दबावों के घटाव 2014-15 के पहले छमाही में ही रुक गया। जबकि ईंधन मुद्रास्फीति और खाद्य तथा ईंधन को छोड़कर मुद्रास्फीति स्थिर सामान्य दौर से गुजर रही थी, तब खाद्य

मुद्रास्फीति, मुद्रास्फीतियों के शीर्ष संभाले हुई थी जो मौसम प्रेरित अल्पायु लहर का अनुभव कर रही थी। हालांकि सितंबर 2014 मुद्रास्फीति 140 आधार अंक ढीला पड़ गया, सितंबर से नवंबर तक अवस्फीति ने गति पकड़ लिया और वैश्विक पण्य वस्तुओं की कीमत में बृहत्तर स्तर पर हुई गिरावट, घरेलू स्तर पर फलों और सब्जियों के कीमतों में कमी, अर्थव्यवस्था में जारी कम कामकाज और एक साल पहले उच्च मुद्रास्फीति के अनुकूल आधारभूत प्रभाव के संयुक्त प्रभाव से आरंभ में प्रत्याशित की तुलना में अधिक तेज़ी से बदल गया।(चार्ट II.1)



इस आधारभूत प्रभाव की भूमिका तुच्छ गैर साबित हुआ। जैसा कि नवंबर तक उसने तेज़ी से अवस्फीति को रूपाइत किया, अभी अनुकूल अंतर्राष्ट्रीय जिस कीमतों और सामान्य घरेलू खाद्य तथा निविष्टि कीमत के बावजूद दिसंबर से इसके उलटने से एक उछाल पैदा हुआ। शीर्ष मुद्रास्फीति में अनुक्रमिक परिवर्तन कीमतों में महीने दर महीने हो रहे बदलाव के संयुक्त प्रभाव को प्रतिबिंबित करता है-जो कीमतों के रूपाइत होने और आधारभूत प्रभाव के तेज़ी को सूचित करता है।दिसंबर-फरवरी के दौरान शीर्ष मुद्रास्फीति की गति मंद पड़ गई थी, ज़्यादातर गैर-टिकाऊ वस्तुएं विशेषकर जल्दी खराब होनेवाली वस्तुओं की कीमतें (चार्ट II.2a), सूचकांक में सन्निहित माह-दर-माह कीमतों में बदलाव भी गति कमज़ोर होने की ओर इंगित करता है; मगर, सीपीआई के भीतर वस्तुओं पर व्यापक आधारित कीमत के दबाव जारी रहते हैं (चार्ट II.2b)। आगे, अगस्त 2015 तक शीर्ष मुद्रास्फीति को आधारभूत प्रभाव नीचे खींचने की संभावना हैं(चार्ट II.3)।



नोट: कोष्ठक में दिए गए आंकड़े कुल सीपीआई में भारण को सूचित करते हैं। 7-दिन और 30-दिन स्मरण संबंधी विवरण के लिए बॉक्स II.1 देखें

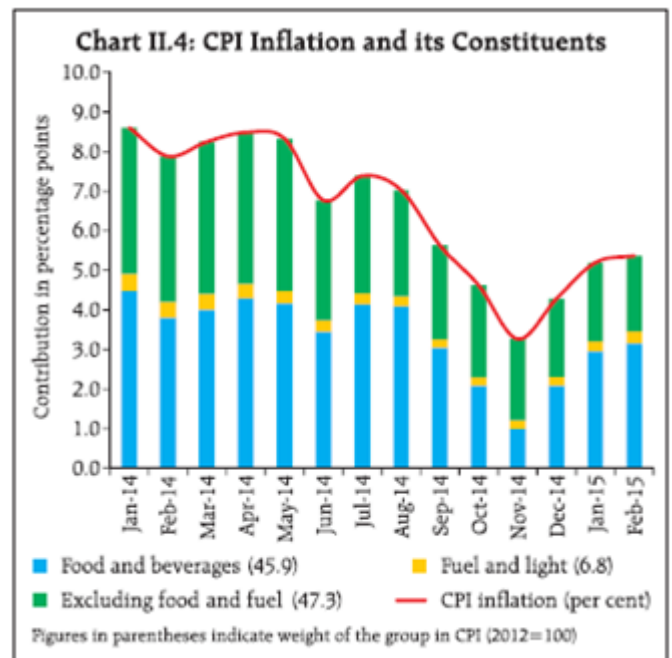
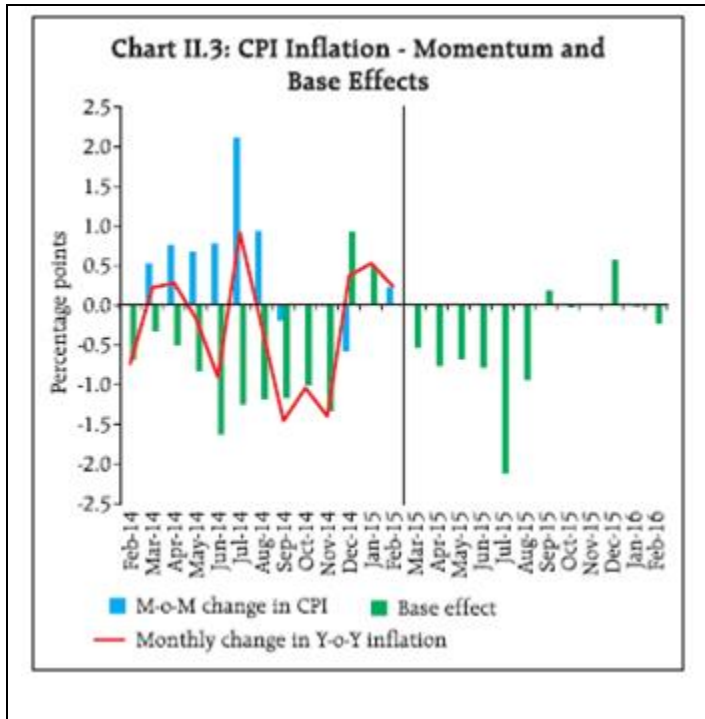
\*सूचकांक सन्निहित सीपीआई मुद्रास्फीति, कीमत बदलाव के बिखराव का माप, कहीं उनके कीमत बढ़ रहे हैं के अनुसार सीपीआई बास्केट में श्रेणी संबंधित वस्तुएँ पिछले महीने के समान अथवा उससे नीचे गिरना। सन्निहित सूचकांक में 50 के ऊपर का रेखांकन यह सूचित करता है एक व्यापक विस्तार या कीमत वृद्धि के सामान्यकरण की सीमा और 50 के नीचे का रेखांकन सूचित करता है, व्यापक स्तर पर अवस्फीति।

## II.2. मुद्रास्फीति के संचालक

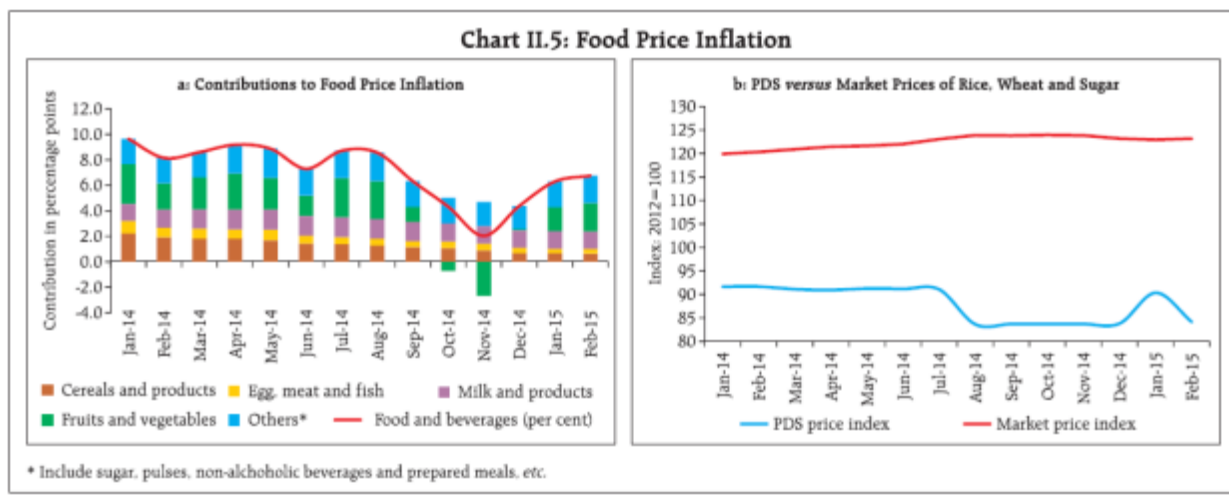
2014-15 में शीर्ष मुद्रा स्फीति के अंतर-वर्ष पथ ने पिछले वर्षों की तुलना में अधिक उतार चढ़ाव का प्रदर्शन किया विशेषकर उसके घटकों के योगदान को प्रतिबिंबित करते हैं। (चार्ट II.4) सीपीआई में अपने शेषों से भारित खाद्य श्रेणी का योगदान बृहत्तर बदलाव से गुज़री-2014-15 की पहली छमाही में शीर्ष मुद्रास्फीति के आधे से ज़्यादा में चढ़ाव लेकिन फरवरी तक 60 प्रतिशत में बंद करने की ओर अग्रसर होने से पहले नवंबर में एक तिहाई गिर गई। इसके विपरीत, खाद्य और ईंधन को छोड़कर श्रेणी का योगदान अपेक्षाकृत स्थिर रहा, हाल ही के महीनों में कुछ गिरावट के साथ।

खाद्य समूह के भीतर ही, विभिन्न संचालकों ने व्यक्तिगत तत्व चलाए (चार्ट II.5a) हैं। 2014-15 में अनाज के लिए मुद्रास्फीति में संयम का कारण एमएसपीयों में निम्न वृद्धि माना जा सकता है, गेहूँ का सार्वजनिक वितरण प्रणाली (पीडीएस) साथ ही खुले बाज़ार बिक्री के अधीन वृद्धित आबंटन के रूप में सक्रिय आपूर्ति प्रबंधन नीतियों को माना जा सकता है। इसके अतिरिक्त सीपीआई के भीतर कब्ज़ा की गई पीडीएस वस्तुओं (चावल, गेहूँ और शकर) की कीमतों के सूचकांक सूचित करते हैं कि जहाँ इनके बाज़ारी मूल्य में वृद्धि हुई है वहीं पीडीएस में इसके मूल्य काफी गिर गए हैं (चार्ट II.5b)। सब्जियों और फलों के मामले में, एकत्रीकरण को हतोत्साहित करने के लिए अपनाई गई नीति कार्रवाई की प्रतिक्रिया के रूप में कीमतें उम्मीद से अधिक तेज़ी में गिर गईं। चीनी की कीमतें वैश्विक कीमतों के अनुरूप संयमित रही। फिर भी

प्रोटीन से भरे वस्तुओं (अंडा, मछली, मांस, दूध और दाल) की कीमतें मांग और आपूर्ति के बीच संरचनात्मक बेमेल को प्रतिबिंबित करते हुए नीचे कठोरता प्रदर्शित किया।



कोयला और कुकिंग गैस के प्रशासनिक कीमतों में संशोधन के अभाव में वर्ष के दौरान ईंधन ,समूह मुद्रस्फीति में गिरावट आई लेकिन फरवरी में 4.7 प्रतिशत बढ़ी, प्रधान रूप से जलाऊ लकड़ी और बिजली के दाम बढ़ने के कारण ।



2 2014-15 में विभिन्न उपजों के लिए न्यूनतम सहायक कीमते 0-5 प्रतिशत बढ़ाई गई थी।

3 कृषि निर्माण बाज़ार समिति(एपीएमसी) अधिनियम से फलो और सब्जियों को हटानाब्याज और आलू को आवश्यक जिंस अधिनियम के अधीन लाना, न्यूनतम निर्यात कीमतों को बढ़ाना और आयात के लिए संवर्धित

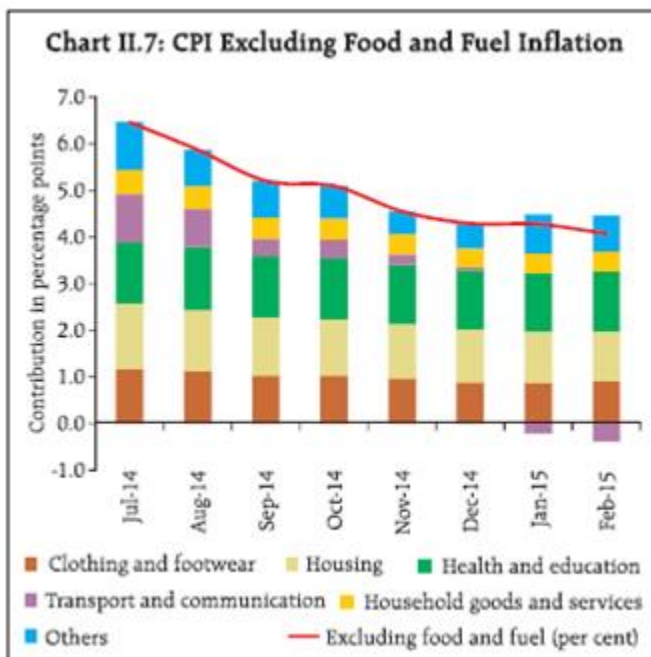
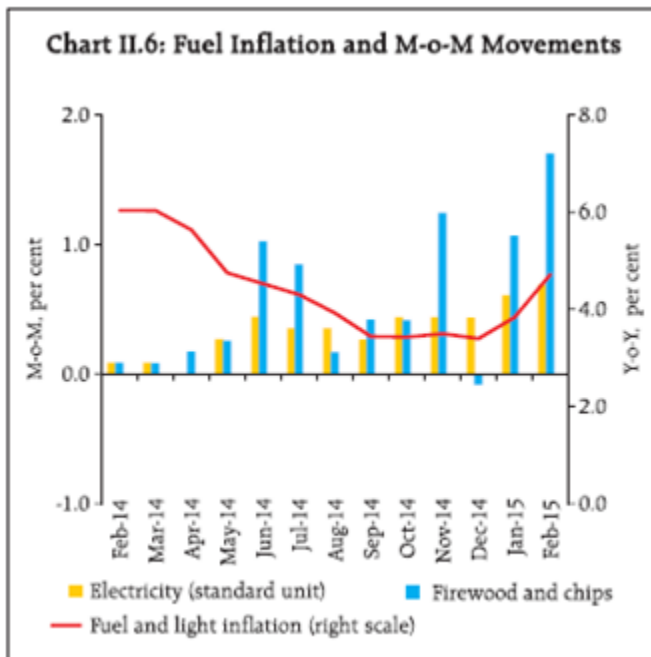
मिट्टी का तेल और कुकिंग गैस जैसे अभी भी कम वसूली सामान इन मदों के प्रशासित मूल्यों के प्रति कम अंतरराष्ट्रीय मूल्यों से प्रभावित हुए। अप्रैल-दिसम्बर 2014 के दौरान मिट्टी का तेल और कुकिंग गैसके संबंध में तेल मार्केटिंग कंपनियों की वसूली में हुई कमी रु.562 बिलियन हो गई जिससे अंतरराष्ट्रीय कीमतों में भारी गिरावट होने के बावजूद आर्थिक सहायता के तहत संभावित व्यय बढ़ा।

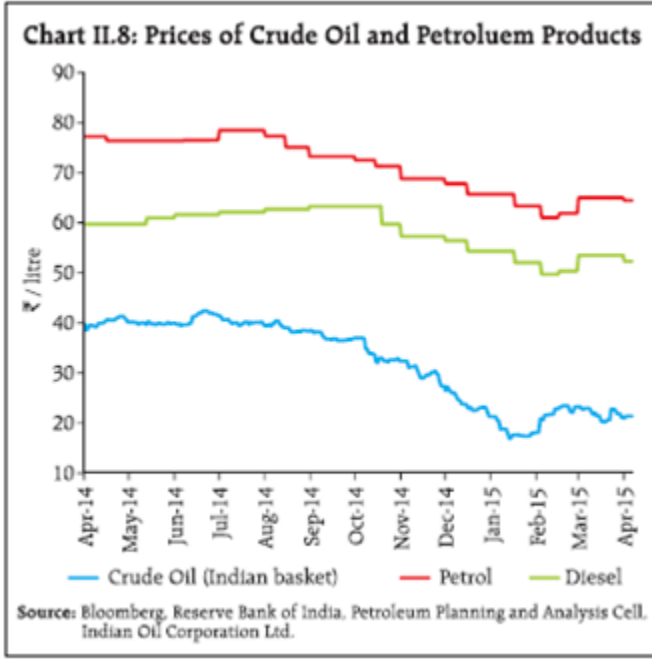
अर्थ व्यवस्था में मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन से 2014-15 के दौरान खाद्य और तेल को छोड़कर मुद्रास्फीति कम होती हुई फरवरी में 4.1 प्रतिशत पहुंच गई (चार्ट II.7)। बॉक्स II.1 में निर्धारित प्रणालीबद्ध सुधार के कारण आवासीय मुद्रास्फीति (किराया) में पुराने सीरीस के मुकाबले नए सीरीस में गिरावट दिखाई दी। स्वास्थ्य, शिक्षा और घरेलू सेवाएं जैसी सेवाओं के मूल्य संबंधी मुद्रास्फीति में हाल के महीनों में वेतवृद्धि में गिरावट दर्शाते हुए सुधार देखने को मिला।

यातायात और संप्रेषण उप-समूह के लिए, अंतरराष्ट्रीय कूड ऑयल की कीमतों में भारी गिरावट के प्रभाव स्वरूप जनवरी 2015 से अपस्फीति आरंभ हुआ जो इस उप-समूह में शामिल इंधनों की कीमतों को प्रभावित किया। जून 2014 और जनवरी 2015 के बीच, कूड ऑयल के मूल्य (इंडियन बास्केट, रुपए में) 55 प्रतिशत गिर गए जिसमें 90% गिरावट अक्तूबर से जनवरी के बीच हुई। प्रतिक्रिया स्वरूप, पेट्रोल का खुदरा मूल्य कम हुआ। दूसरी तरफ जहां डीज़ल के मूल्य को ओएमसी की कम वसूली की भरपाई के लिए अगस्त तक कदम-दर-कदम बढ़ाया जा रहा था, उसके बाद अक्तूबर से जनवरी के दौरान कम हुआ (चार्ट II.8). तथापि, पेट्रोल के दाम में कुल रु.7.75/- और डीज़ल के दाम में कुल रु.6.50/- का उत्पाद शुल्क लगाए जाने से अंतरराष्ट्रीय कूड ऑयल के दामों में हुई गिरावट के मुकाबले देशी पम्प मूल्यों में हुई कमी



बहुत कम है। पहले उल्लिखित भूराजनीतिक और अन्य ग्लोबल वितरण गतिविधियों के अनुरूप फरवरी-मार्च के दौरान ग्लोबल कूड ऑयल दाम अस्थिर रहे।





स्रोत : ब्लूमबर्ग, भारतीय रिज़र्व बैंक, पेट्रोलियम आयोजना और विश्लेषण कक्ष, इंडियन ऑयल कॉर्पोरेशन लिमिटेड

### मुद्रास्फीति के अन्य माप

पिछली एमपीआर तक मुद्रास्फीति के सभी उपाय सामान्यतः सीपीआई शीर्षक के सहचारी थे। तथापि, फरवरी 2015 को थोक मूल्य सूचकांक (डब्ल्यूपीआई) के अनुसार मुद्रास्फीति में 2.1 प्रतिशत की कमी अत्यंत उल्लेखनीय है (तालिका II.1)।

### II.3 लागत

सितम्बर 2014 के एमपीआर से भारतीय अर्थव्यवस्था में लागत को बढ़ानेवाले घटक उल्लेखनीय रूप से कम हुए हैं। जैसाकि ऊपर दर्शाया गया है, पण्य वस्तुओं के आयात से संबंधित बाहरी लागत की स्थिति, विशेषकर कच्चा तेल और पेट्रोलियम उत्पाद, बड़े पैमाने में कम हुए हैं। इसका प्रत्यक्ष प्रतिफलन थोक मूल्य मुद्रास्फीति के नकारात्मक होने में दिखाई दिया। घरेलू रूप से भी जून से लागत दबावों के कारक भी लगातार कम हो रहे हैं। तथापि, अर्थ व्यवस्था के विभिन्न क्षेत्रों में वितरण में अवरोध की मौजूदगी इन गतिविधियों में आउटपुट मूल्य को पूरी प्रतिक्रिया दे रही है।

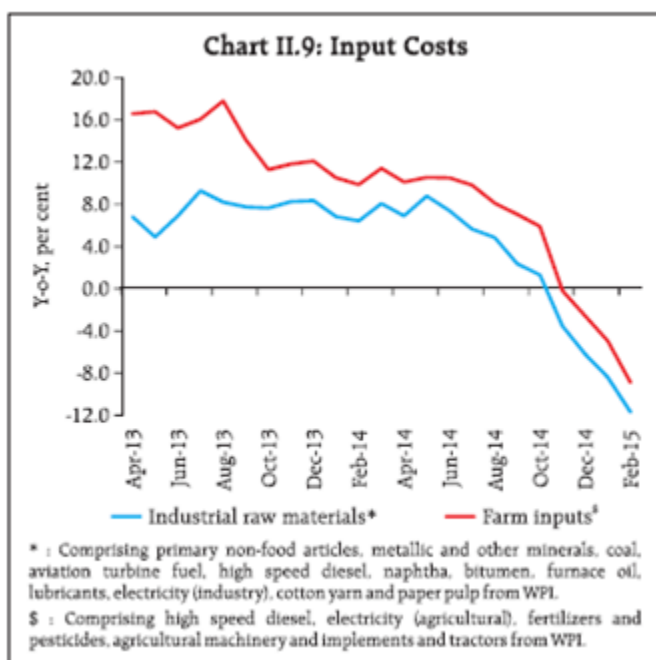
2014-15 की तीसरी तिमाही से दोनों खेती और औद्योगिक क्षेत्र के इनपुट लागतों को शामिल किया गया है (चार्ट II.9)। भारतीय रिज़र्व बैंक के औद्योगिक आउटलुक सर्वेक्षण में भाग ले रहे निर्माण फर्म भी जनवरी – मार्च 2010 राउंड (तालिका II.2) से न्यूनतम लागत दबावों के चलते कच्चे मालों की लागत में गिरावट

दर्शाई है। दोनों निर्माण और सेवाओं के लिए खरीदार प्रबंधकों के सर्वेक्षण ने भी इन मूल्यांकनों का समर्थन किया है – इनपुट और आउटपुट मूल्यों के बीच अंतर कम होना कमजोर प्राइसिंग पावर का लक्षण है।

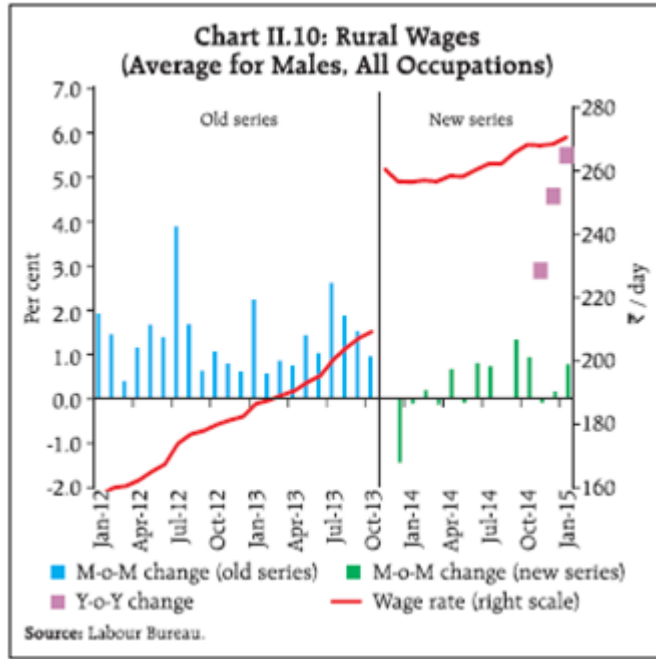
सारणी II.1 : मुद्रास्फीति के माप						
तिमाही/माह	जीडीपी अपस्फीतिकारक	डब्ल्यूपीआई	सीपीआई	सीपीआई- आईडब्ल्यू	सीपीआई- एएल	सीपीआई- आरएल
ति1: 2013-14	5.3	4.8	9.5	10.7	12.6	12.4
ति2: 2013-14	6.7	6.6	9.7	10.8	12.9	12.7
ति3: 2013-14	7.9	7.1	10.4	10.6	12.4	12.3
ति4: 2013-14	5.1	5.4	8.2	6.9	8.5	8.7
ति1: 2014-15	5.9	5.8	7.8	6.9	8.1	8.3
ति2: 2014-15	4.3	3.9	6.7	6.8	7.3	7.6
ति3: 2014-15	1.4	0.3	4.1	5.0	5.4	5.7
जनवरी-15	-	-0.4	5.2	7.2	6.2	6.5
फरवरी 15	-	-2.1	5.4	6.3	6.1	6.2

आईडब्ल्यू: औद्योगिक श्रमिक, एएल: कृषि श्रमिक और आरएल: ग्रामीण श्रमिक

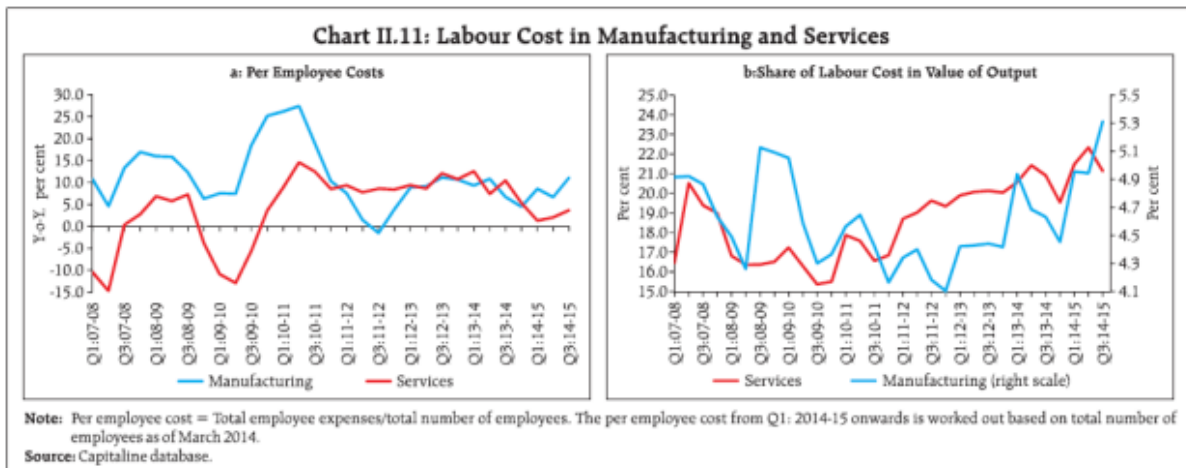
सारणी II.2 इनपुट लागत और बिक्री मूल्य			
	कुल रिस्पांस	कच्चे मटेरियल की लागत	बिक्री मूल्य
जन-मार्च 13	1301	-53.5	9.1
अप्रैल-जून 13	1321	-49.9	7.3
जुलाई-सितं 13	1207	-62.2	11.3
अक्तू-दिसं 13	1223	-55.3	7.8
जन-मार्च 14	1114	-54.1	9.6
अप्रैल-जून 14	1293	-49.5	9.8
जुलाई-सितं 14	1225	-44.5	6.8
अक्तू-दिसं 14	2083	-44.7	5.9
जन-मार्च 15	1533	-32.8	2.6



हाल के वर्षों में अर्थ व्यवस्था के विभिन्न क्षेत्रों में मजदूरी वृद्धि, जो लागत को निर्धारित करनेवाला मुख्य घटक है, उच्च स्तर से ही सही कम हुई है। ग्रामीण मजदूरी वृद्धि में हुई कमी विशेष रूप से उल्लेखनीय है। श्रमिक ब्यूरो ने कुछ नए रोजगार को शामिल करते हुए वर्तमान रोजगार का पुनःवर्गीकरण करने के अलावा नवम्बर 2013 में ग्रामीण वेतन संबंधी डाटा को संशोधित किया। यह अनुमान लगाया कि जनवरी 2015 में पुरुष मजदूरों के लिए सभी प्रकार के रोजगार (कृषि और गैर-कृषि) के लिए ग्रामीण मजदूरी में औसतन वार्षिक वृद्धि 5.5% थी जो पुराने सीरीस (चार्ट II.10) में रिपोर्ट किए गए छह वर्ष (2007-13) के दौरान 15 प्रतिशत की वार्षिक औसतन वृद्धि से काफी कम है। मजदूरी वृद्धि में गिरावट स्पष्ट रूप से अकुशल मजदूरों के मामले में स्पष्ट दिखाई दी अनुमानतः कम-मजदूरी राज्यों की पकड़ और ग्रामीण मुद्रास्फीति में निरंतर गिरावट के कारण और महात्मा गांधी राष्ट्रीय ग्रामीण रोजगार गारंटी अधिनियम (एमजीएनआरईजीए) के तहत पब्लिक योजनाओं में रोजगार से संबंधित उत्पादक आस्ति सृजन की आवश्यकता भी महसूस की गई। ये गतिविधियां इशारा करती हैं कि उत्पादकता में आनुपातिक सुधार के बिना उच्च वास्तविक वेतन वृद्धि स्थाई नहीं है।



2013 से संयमित करने के बाद समीपकाल में निर्माण और सेवा क्षेत्र में इकाई मजदूरी लागतों में सुधार हुआ है (चार्ट II.11a)। कुल आउटपुट में विशेषकर निर्माण क्षेत्र में मजदूरी लागत के योगदान में भी वृद्धि हुई है (चार्ट II.11b)।



### कुल वितरण की स्थिति

अनुभव आधारित विश्लेषण के परिणामों के साथ तुलना करते हुए अर्थव्यवस्था में मूल्य/लागत स्थिति का मूल्यांकन कुल आपूर्ति की स्थिति में उपयोगी परिज्ञान प्रदान करता है। मार्जिनल लागत में परिवर्तन की प्रतिक्रिया में समय के अनुसार मूल्य निर्धारित करने के फर्म की प्रवृत्ति; मूल्य निर्धारण की प्रकृति, पीछे देखकर आगे चलना या ओर लचीला; मुद्रास्फीति संबंधी अपेक्षाएं तैयार करने के तरीके; और यादृशिक आपूर्ति छटके सहित कुल आपूर्ति के व्यवहार निर्धारित करनेवाले कई तत्व हैं। तकनीकी शब्दों में, जहां

मूल्य निर्धारित करनेवाली प्रवृत्तियां कुल आपूर्ति में गिरावट निर्धारित करती है, मुद्रास्फीति संबंधी अपेक्षाएं तैयार करना और आपूर्ति छटके संबंधी घटनाएं कुल आपूर्ति में वृद्धि ला सकती है।

अपरिचित क्षेत्रों में मुद्रास्फीति गतिविज्ञान का शामिल होने के बावजूद अनुभव यह है कि हाल के वर्षों में कुल आपूर्ति की प्रवृत्ति बदल रही है। फर्मों के मूल्य निर्धारण की प्रवृत्ति अब पहले की तरह पीछे देखकर आगे चलनेवाली नहीं रही, साथ ही मांग और आपूर्ति छटकों के प्रति मुद्रास्फीति की प्रतिक्रिया कम हुई है। अंतरराष्ट्रीय स्तर पर यह माने जाने लगा कि कुल आपूर्ति वक्रता कम हुई है और मूल्य छटकों के प्रति कम संवेदनशील होनेवाला है। मौद्रिक नीति तैयार करने के परिदृश्य में तात्पर्य यह है कि मुद्रास्फीति राशि को बनाए रखने के लिए आउटपुट का परित्याग करने से अवस्फीति का प्रत्येक यूनिट भारी पड़ेगा।

भारतीय परिदृश्य में उपलब्ध अनुभवी सबूत यह सुझाव करता है कि अंतरराष्ट्रीय अनुभव के साथ व्यापक रूप से अनुकूल बनते हुए वैश्विक संकट पश्चात अवधि के दौरान कुल आपूर्ति की प्रवृत्तियां परिवर्तित हुई है। विशेष रूप से मार्जिनल लागत में परिवर्तन के प्रति खुदरा मुद्रास्फीति की प्रतिक्रिया कम हुई है। इसके अलावा, अंतरराष्ट्रीय सबूतों की तुलना में परित्याग अनुपात स्पष्ट रूप से बढ़ा है। मौद्रिक नीति की दृष्टि से इसका तात्पर्य है कि आगे चलते कम किए गए मुद्रास्फीति की हर यूनिट पूर्वनिश्चित आउटपुट को बढ़ाएगा और अर्थव्यवस्था की स्थिति विकल्प पर निर्भर होनेवाला है। हर अंधकार में उम्मीद की रोशनी छिपी रहती है; रुकी हुई निवेश पर कार्य करना, बिजली, भूमि, आधारभूत संरचना और मानव कुशलता जैसे प्रमुख घटकों की उपलब्धता में अंतर मिटाना, उत्पादकता और क्षमता के पुनर्निर्माण वितरण प्रतिक्रिया में सुधार लाएगा और वर्तमान अवस्फीति को जारी रखेगा। इस परिदृश्य में मौद्रिक नीति हस्तक्षेप करनेवाले की भूमिका से ज्यादा परिचालक के रूप में उभरकर आता है क्योंकि उसका प्राथमिक लक्ष्य मूल्य स्थिरता है। अंत में, छटकों के संबंध में, विनिमय दर पास शून्य उल्लेखनीय रूप से कम हुआ है। दूसरी तरफ, घरेलू छटके जैसे मानसून में कमी, खुदरा मुद्रास्फीति में गहरी छाप छोड़ता है और मुद्रास्फीति संबंधी अपेक्षाओं को ओर बढ़ाता है।

### III. मांग और आउटपुट

विनिर्माण और सेवा में गति आने से प्रोत्साहित घरेलू आर्थिक गतिविधि 2014-15 में मजबूत हुई। यद्यपि, आर्थिक गतिविधि के स्पष्ट ब्रेक-आउट पर निर्णायक साक्ष्य कम ही उपलब्ध हैं। मुख्य समष्टि आर्थिक संकेतक, जो अग्रणी और समकालीन हैं, के अनुसार अर्थव्यवस्था में विचारणीय काफी शिथिलता है।

राष्ट्रीय खातों पर सीएसओ द्वारा किए गए हाल के अद्यतन यह दर्शाते हैं कि जो आर्थिक गतिविधि 2013-14 में शुरू हुई थी को 2014-15 के दूसरी छमाही में और गति मिली। हालांकि इस आकलन पर पर्याप्त जन संवीक्षा और तर्क किए गए, फिर भी एक सकारात्मकता यह है कि आर्थिक चक्र में एक मोड़ आ रहा है। चूंकि समष्टि अर्थशास्त्र और राजनीतिक स्थिरता के परिवेश में मुद्रास्फीति वापस आ रही है, मध्यावधि में भारतीय अर्थव्यवस्था में दोहरे अंक तक बढ़ने की संभावना प्रबल हो रही है। चारों ओर फैले वृद्धि के प्रभाव से आपूर्ति दबाव, बंद परियोजना में अटके निवेश और विद्युत, भूमि, अवसररचना और मानव कौशल विनिर्माण जैसे मूल निवेश की उपलब्धता में कमी की कठिन समस्या निश्चित रूप से सुलझ रही है। निवेशक – अनुकूल कर प्रस्तावों, लोगों के व्यय का अनुदान से निवेश में योजनाबद्ध रूप से अंतरित होना जो सरकारी उद्यमों में इकट्ठा हो रहा है, सरचनागत सुधार और 2015-16 के संघ बजट में घोषित राजकोषीय सुदृढीकरण को जारी रखने के लक्ष्य भी कारोबारी उद्देश्यों को सीमित कर रहे हैं।

#### III.1 कुल मांग

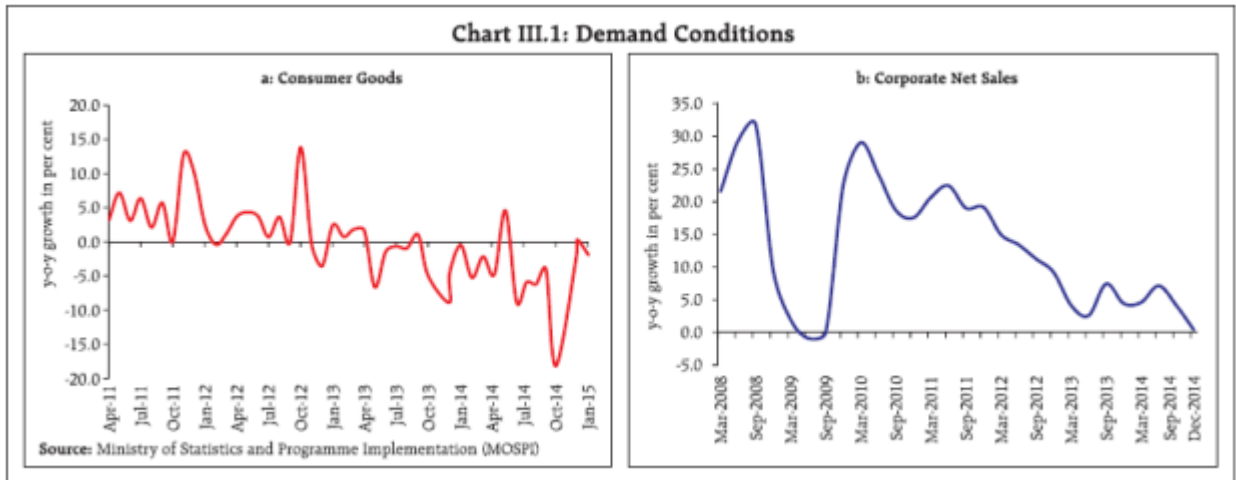
सीएसओ का अग्रिम अनुमान दर्शाता है कि वास्तविक जीडीपी (बाजार मूल्य) की वृद्धि एक साल पहले के 6.9 से 2014-15 में 7.4 प्रतिशत पहुँच गई है (टेबल III.1) यद्यपि 2014-15 की चौथी तिमाही के लिए सरकारी डेटा केवल मई 2015 तक उपलब्ध होगा, तथापि पूरे वर्ष के लिए अग्रिम आकलन में यह निर्विवाद है कि वर्ष की अंतिम तिमाही में वृद्धि की गति बढ़ जाती है।

गतिविधि की गति बढ़ने से अनुमान है कि निजी अंतिम खपत व्यय का भारित अंशदान 2013-14 के 3.6 प्रतिशत से बढ़कर 2014-15 में 4.1 हो जाएगा। यद्यपि तिमाही डेटा बताते हैं कि 2014-15 की तीसरी तिमाही में निजी अंतिम खपत व्यय की वृद्धि काफी कम हो गई है और पूरे वर्ष के 7.1 प्रतिशत के अग्रिम अनुमान तक पहुँचने के लिए चौथी तिमाही में इसमें 12 प्रतिशत की बढ़ोत्तरी होने की जरूरत है। तथापि खपत के समकालीन और प्रमुख संकेतक बतलाते हैं कि निजी खपत मांग की नजाकत बनी हुई है। ग्रामीण मांग के संकेतक यथा ट्रैक्टर और दो पहिया वाहनों की बिक्री बतलाते हैं कि ये कमजोर बने हुए हैं। ऐसा लगता है कि मानसून की कमी और ग्रामीण मजदूरी में गिरावट से ग्रामीण आय पर प्रतिकूल प्रभाव पड़ा है। खपत मांग में आई समग्र कमजोरी को उपभोक्ता माल के घटते उत्पादन और कारपोरेट बिक्री वृद्धि में आए उल्लेखनीय गिरावट में भी देखा जा सकता है (चार्ट III.1)।

सारणी III.1: वास्तविक जीडीपी वृद्धि (बेस: 2011-12) (प्रतिशत)											
मद	वृद्धि में भारित योगदान (प्रतिशत अंक)		2013-14	2014-15 (एई)	2013 - 14				2014-15		
	2013-14*	2014-15* (एई)			ति. 1	ति. 2	ति. 3	ति. 4	ति. 1	ति. 2	ति. 3
1. निजी अंतिम खपत व्यय	3.6	4.1	6.2	7.1	7.7	5.6	4.6	7.0	4.3	8.7	3.5
II. सरकारी अंतिम खपत व्यय	0.9	1.1	8.2	10.0	27.3	5.3	11.0	-7.2	-2.0	5.8	31.7
III. सकल स्थिर पूंजी विनिर्माण	0.9	1.3	3.0	4.1	2.3	6.3	5.3	-1.4	7.7	2.8	1.6
IV. निवल निर्यात	4.4	0.4	69.0	19.5	25.6	55.8	90.	91.0	68.7	-79.0	-115.4
(i) निर्यात	1.8	0.2	7.3	0.9	2.6	-1.6	15.7	14.1	9.3	-3.8	2.8
(ii) आयात	-2.6	-0.1	-8.4	-0.5	3.5	8.4	14.2	-7.0	-3.6	1.2	1.1
V. बाजार मूल्य पर जीडीपी	6.9	7.4	6.9	7.4	7.0	7.5	6.4	6.7	6.5	8.2	7.5

नोट: एई: अग्रिम अनुमान। \* स्टॉक में परिवर्तन के कारण टेबल में घटकवार योगदान जीडीपी वृद्धि में शामिल नहीं किया गया है। मूल्यवान वस्तुएं और विसंगतियों को यहाँ शामिल नहीं किया गया है।

स्रोत: केंद्रीय आंकड़ा कार्यालय





अग्रिम अनुमान के अनुसार 2014-15 में सरकारी अंतिम खपत व्यय (जिसमें केंद्र, राज्यों, स्थानीय निकायों और स्वायत्तशासी निकायों के खपत व्यय शामिल हैं) में 10 प्रतिशत की बढ़ोत्तरी हुई है जिसका कारण मुख्यतः राज्यों<sup>1</sup> द्वारा तेजी से बढ़ता व्यय है। हालांकि केंद्र के कुल व्यय में बढ़ोत्तरी संयमित है। अनुदान पर व्यय की बढ़ोत्तरी को योजना राजस्व व्यय और संकलित पूंजी व्यय में कटौती कर समायोजित किया गया ताकि बजटीय घाटे के लक्ष्य को प्राप्त किया जा सके। ऋणतर पूंजीगत प्राप्तियों में कमी और अप्रत्यक्ष कर की कम वसूली के कारण विविध श्रेणी के व्यय के संबंध में मितव्ययिता की आवश्यकता है तथापि लाभांश और लाभ अधिक प्राप्त होने के कारण कर-रहित राजस्व बजटीय लक्ष्य से बढ़ गया है (टेबल III.2)। 2014-15 में विनिवेश प्राप्ति बजटीय राशि के आधे से भी कम था।

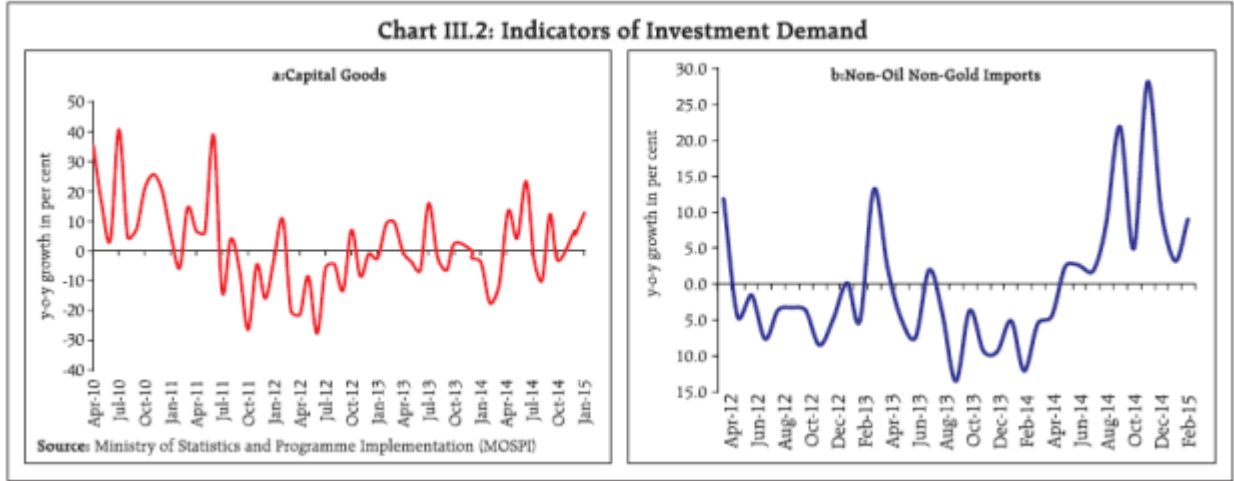
समेकित वृद्धि को प्रोत्साहित करने और संघ के राजकोष को मजबूत करने के दो लक्ष्यों को ध्यान में रखते हुए संघ बजट 2015-16 में बुनियादी कार्य के लिए अधिक आबंटन किया गया है और राज्य को अंतरित संसाधनों के लिए उल्लेखनीय बढ़ोत्तरी की गई है। इस कारण 2015-16 में राजकोषीय सुदृढीकरण का लक्ष्य भटक गया और सकल राजकोषीय घाटे (जीएफडी) के लिए जीडीपी के अनुपात में 3 प्रतिशत लक्ष्य के साथ अभिसरण अवधि एक वर्ष के लिए बढ़ाई गई। 2015-16 में जीएफडी में बजटीय कटौती योजना राजस्व व्यय में दबाव और ऋण-तर पूंजी राजस्व में बढ़त दर्शाता है।

सीएसओ का अग्रिम आकलन जिसके अनुसार 2014-15 में सकल स्थिर पूंजी विनिर्माण की वृद्धि में क्रमशः बढ़ोत्तरी होगी, उसके तिमाही आकलन जो दूसरी और तीसरी तिमाही (टेबल III.2) में गिरावट दर्शाता है, को समर्थन नहीं देता है। हालांकि पूंजीगत माल के उत्पादन और तेल और सोने से इतर वस्तुओं के आयात में चौथी तिमाही में कुछ गति आई, अर्थव्यवस्था में बड़े निवेश समर्थन की जरूरत है ताकि आपूर्ति दबाव, अटके हुए निवेश, दबावग्रस्त बैंक तुलनपत्र, जोखिम विमुखता और कमजोर मांग के कुचक्र को तोड़ा जा सके (चार्ट III.2)। तथापि तात्कालिक परियोजना मंजूरी पर प्रगति अभी कार्यान्वित होनी बाकी है (चार्ट III.3)।

सारणी III.2: मुख्य राजकोषीय संकेतक			
केंद्र सरकार के वित्त			
संकेतक	जीडीपी के अनुसार		
	2014-15 (बीई)	2014-15 (आरई)	2015-16 (बीई)
1. राजस्व प्राप्तियां	9.2	8.9	8.1
क. कर राजस्व (निवल)	7.6	7.2	6.5
ख. कर-रहित भुगतान	1.7	1.7	1.6
2. कुल प्राप्तियां	13.9	13.3	12.6
3. योजनेतर व्यय	9.5	9.6	9.3
क. राजस्व खाते पर	8.7	8.9	8.5
ख. पूंजी खाते पर	0.8	0.7	0.8
4. योजना व्यय	4.5	3.7	3.3
क. राजस्व खाते पर	3.5	2.9	2.3
ख. पूंजी खाते पर	0.9	0.8	1.0

5. कुल व्यय	13.9	13.3	12.6
6. राजकोषीय घाटा	4.1	4.1	3.9
7. राजस्व घाटा	2.9	2.9	2.8
8. प्राथमिक घाटा	0.8	0.8	0.7
बीई: बजट अनुमान	आरई: संशोधित अनुमान		
स्त्रोत: संघ बजट			

1 अर्थव्यवस्था में पिछले दो वर्षों में सकल घरेलू बचत दर में तेजी से गिरावट आई है। यह गिरावट घरेलू क्षेत्र खासकर विनिर्माण क्षेत्र द्वारा भौतिक आस्तियों में कम बचत करने के कारण आई है (चार्ट III.4)।

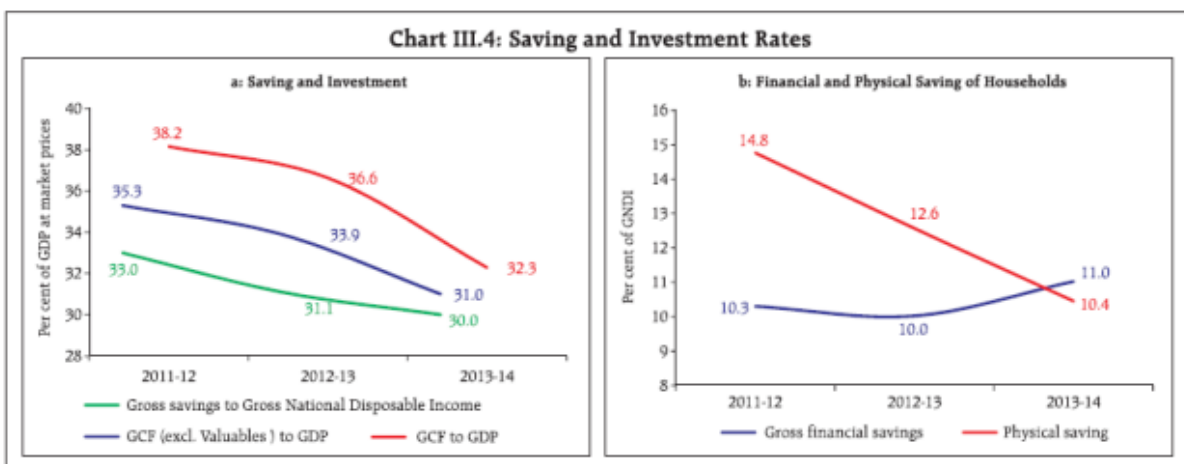
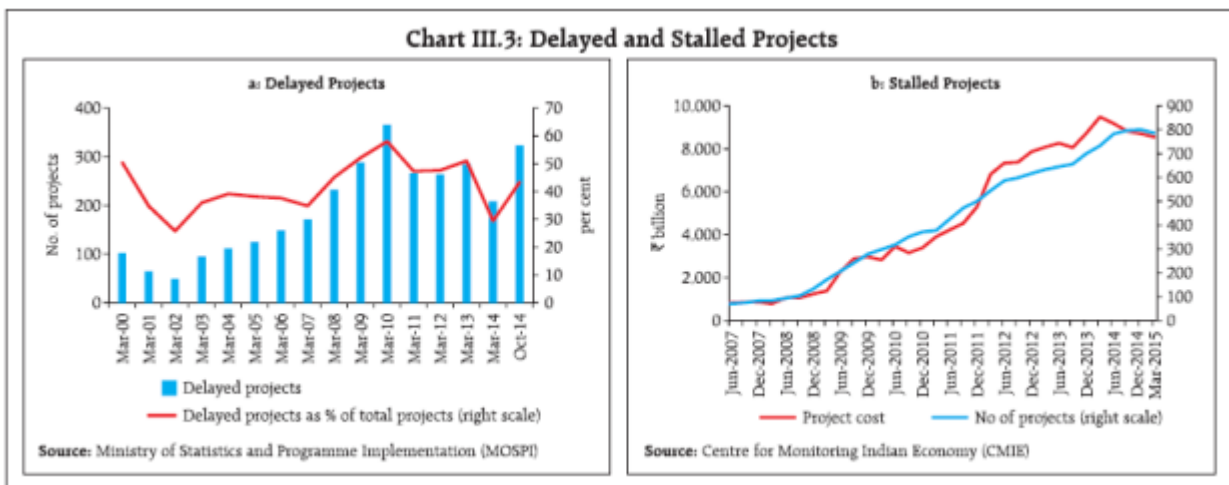


सकल जीडीपी वृद्धि में कुल निर्यात दूसरी तिमाही से नकारात्मक हो गया है जिसका कारण निर्यात में कमी आना और आयात बढ़ना है। तीसरी तिमाही में कमजोर वैश्विक मांग और कच्चे तेल के अंतरराष्ट्रीय मूल्य में तेजी से आई गिरावट ने पेट्रोलियम उत्पादों (पीओएल) के निर्यात (जो कुल पण्य निर्यात का लगभग 19 प्रतिशत है) को प्रभावित किया। तेल से इतर वस्तुओं का निर्यात भी कुल संकुचन में भागीदार बना क्योंकि अंतरराष्ट्रीय बाजार में पण्य के मूल्य में गिरावट के साथ प्राप्य मूल्य में उल्लेखनीय गिरावट आई (चार्ट III.5)। आयात के धीमी गति से बढ़ने के साथ 2014-15 की तीसरी तिमाही में व्यापार घाटा बढ़ गया, यद्यपि कुल सेवा निर्यात में सुधार के कारण इसमें कुछ हद तक समायोजन हुआ (चार्ट III.6)। जनवरी और फरवरी 2015 के दौरान निर्यात की तुलना में आयात में तेजी से आई गिरावट ने व्यापार घाटा को काफी बढ़ा दिया। हालांकि जनवरी 2015 में निवल सेवा निर्यात पिछले महीने और साथ ही एक वर्ष पूर्व से कम था।

भारत के भुगतान संतुलन के वित्तीय लेखा में तीसरी तिमाही के दौरान पूंजी प्रवाह मजबूत बना रहा। हालांकि तिमाही के दौरान इक्विटी प्रवाह में शिथिलता आई और बैंकिंग पूंजी के अंतर्गत बड़ी अभिवृद्धि की भरपाई की तुलना में यह अधिक था क्योंकि बैंकों द्वारा अपनी विदेशी मुद्रा परिसंपत्तियां बेची गईं। चौथी तिमाही के बेहतर निवेश माहौल ने पोर्टफोलियो और प्रत्यक्ष निवेश को पुनर्जीवित किया और यह निवल पूंजी प्रवाह पर हावी रहा। पोर्टफोलियो निवेश प्रवाह में पिछली तिमाही के लगभग 6 बिलियन अमेरिकी डॉलर के अपेक्षाकृत निचले स्तर की तुलना में चौथी तिमाही के दौरान 13.6 अमेरिकी डॉलर की जबर्दस्त तेजी देखी गई। विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा इक्विटी के साथ-साथ डेब्ट निवेश में तेजी देखी गई।

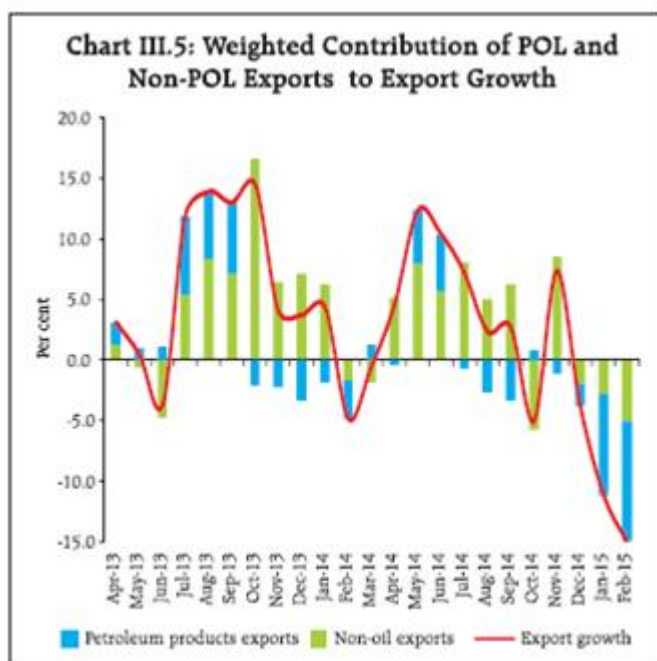
इस प्रकार जनवरी 2015 के दौरान विदेशी प्रत्यक्ष निवेश 5.5 बिलियन अमेरिकी डॉलर तक पहुंच गया जो पिछली तिमाही के मासिक औसत से दुगुना है। बाहरी वित्तपोषण जरूरतों की तुलना में निवल पूंजी प्रवाह बहुत अधिक होने के कारण 03 अप्रैल 2015 तक विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियां 343.0 बिलियन अमेरिकी डॉलर के ऊंचे स्तर तक पहुंच गईं।

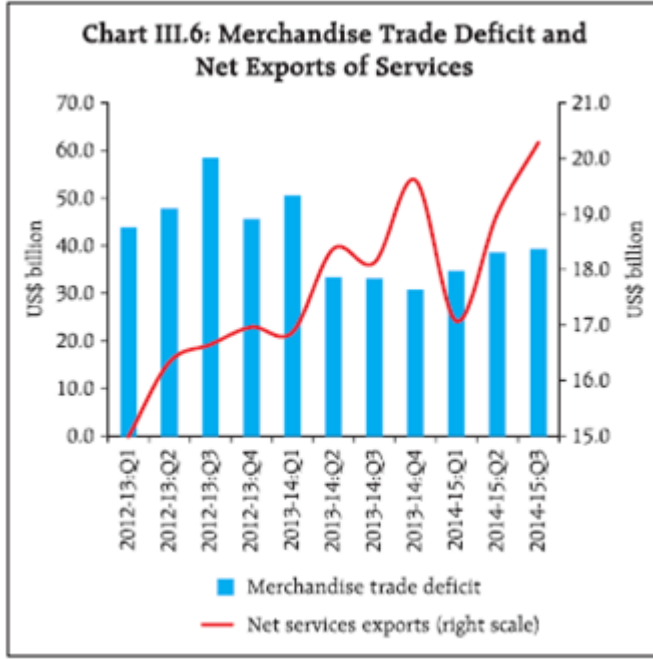
विदेशी मुद्रा आरक्षित निधि पर्याप्तता के पारंपरिक मॉट्रिक्स (मैट्रिक्स) के अनुसार, आयात कवर और अल्पावधि ऋण कवर के लिए ग्रिनस्पान गुईडोटी नियम भारत ने लगातार सुधार किया है। आरक्षित निधि के आयात कवर मार्च 2014 महीने के अंत के 7.8 की तुलना में दिसम्बर 2014 के अंत में 8.1 तक पहुंच गया जबकि आरक्षित निधि में अल्पावधि ऋण के अनुपात में मार्च 2014 के अंत के 30.1 प्रतिशत की तुलना में दिसम्बर 2014 के अंत में 26.7 प्रतिशत (सारणी III.3) का सुधार हुआ। आगे, 5.6 बिलियन अमेरिकी डॉलर की निवल वायदा खरीद और जापान के साथ तथा ब्रिक्स (BRICS) के बीच द्विपक्षीय स्वैप व्यवस्था ने बाहरी आघात के खिलाफ अतिरिक्त कवर उपलब्ध कराया।



### III. 2 आउटपुट

यूनाइटेड नेशन्स सिस्टम ऑफ नेशनल अकाउंट्स (एसएनए 2008) के संदर्भ में केंद्रीय सांख्यिकीय संगठन के राष्ट्रीय लेखा की नई श्रृंखला अंतरराष्ट्रीय स्तर पर स्वीकृत उत्कृष्ट मानकों के साथ है और इसमें बेहतर डेटा कवरेज है। यद्यपि बेस कीमत पर सकल मूल्ययोजित (जीवीए) द्वारा मापित उत्पादन के विभिन्न मैट्रिक्स के साथ विसंगति का पता चलना या तो इसके अनुरूप है या स्तर और संवृद्धि दर (बॉक्स III.1) दोनों के संदर्भ में प्रमुख संकेतक है। कॉरपोरेट निष्पादन के परम्परागत संकेतक जो विशेष रूप से उत्पादन में हलचल जानने के लिए उपयोग किया जाता है और पुराने बेस में श्रृंखलाओं को करीब से पता लगाता है, 'स्थापित अप्रोच' (पुरानी श्रृंखला) और 'उद्यम अप्रोच' (नई श्रृंखला) के बीच अंतर के लिए लेखांकन के बावजूद इसे नई श्रृंखला से हटा दिया गया।





आपूर्ति के संदर्भ में दक्षिणी-पश्चिमी मानसून के आने में देरी तथा विशेष रूप से मौसम के शुरुआती दिनों में बारिश की कमी और असमानताएं जिससे खरीफ फसल प्रभावित हुई, के कारण कृषि गतिविधि में 2014-15 के दौरान कमी आई। तीसरी तिमाही में कृषि और इससे जुड़ी गतिविधियों से सकल देशी उत्पाद 0.4 प्रतिशत (सारणी III.4) कम हुआ। शुरुआती अनुमान यह था कि खरीफ फसल से हुई कमी की भरपाई रवि फसल से होगी लेकिन मिट्टी में नमी के अभाव और जलाशयों में पानी की कमी के कारण तीसरी और चौथी तिमाही तक यह सम्भव नहीं हो पाया और इसे अपर्याप्त तथा असमान उत्तर-पूर्व मानसून ने और अधिक बढ़ा दिया। इन कारकों को रेखांकित करते हुए कृषि मंत्रालय के दूसरे अग्रिम अनुमान ने 2014-15 में खाद्यान्न और तिलहन उत्पादन में क्रमशः 3.2 और 8.9 प्रतिशत तक घटने की ओर इशारा किया है। खाद्यान्न के अंतर्गत चावल और दलहन का उत्पादन क्रमशः 3.4 और 6.8 प्रतिशत घटा है। आगे, मार्च के शुरुआत में बेमौसम बारिश और ओले-वृष्टि से कृषि उत्पादन पर प्रतिकूल प्रभाव पड़ सकता है। इससे जुड़ी गतिविधियों का प्रदर्शन स्थिर रहने के अनुमान के बावजूद क्या यह कृषि उत्पादन की कमी की भरपाई कर पाएगी यह देखने की बात है।

सारणी III.3: बाह्य क्षेत्र संवेदनशीलता संकेतक							
संकेतक	अंत-मार्च 2001	अंत-मार्च 2006	अंत-मार्च 2011	अंत-मार्च 2012	अंत-मार्च 2013	अंत-मार्च 2014	अंत-दिस 2014

1.जीडीपी अनुपात (%) में बाह्य कर्ज	22.5	16.8	18.2	20.9	22.3	23.7	23.2
2.कुल कर्ज (मूल परिपक्वता) (%) में अल्पावधि का अनुपात	3.6	14	20.4	21.7	23.6	20.5	18.5
3. कुल कर्ज (अवशिष्ट परिपक्वता) (%) में अल्पावधि का अनुपात	10.3	18.3	40.6	40.9	42.1	39.6	उपलब्ध नहीं
4. कुल कर्ज (%) में रियायती कर्ज का अनुपात	35.4	28.4	14.9	13.3	11.1	10.4	9.2
5.कुल कर्ज (%) में आरक्षित निधियों का अनुपात	41.7	109	95.9	81.6	71.3	68.1	69.4
6. आरक्षित निधियों में अल्पावधि कर्ज का अनुपात	8.6	12.9	21.3	26.6	33.1	30.1	26.7
7. आरक्षित निधियों में अल्पावधि कर्ज का अनुपात (अवशिष्ट परिपक्वता) (%)	24.6	16.8	42.3	50.1	59	57.4	उपलब्ध नहीं
8. आयातों का आरक्षित कवर (महीनों में)	8.8	11.6	9.5	7.1	7.0	7.8	8.1
9. डेब्ट सेवा अनुपात (चालू रसीद में डेब्ट सेवा भुगतान) (%)	16.6	10.1	4.4	6	5.9	5.9	8.6
10. बाह्य डेब्ट (अमेरिकी बिलियन)	101.3	139.1	317.9	360.8	409.4	446.5	461.9
11. निवल अंतर्राष्ट्रीय निवेश स्थिति (एनआईआईपी) (अमेरिकी बिलियन)	-76.2	-60	-207.0	-264.7	-326.7	-337.0	-356.5
12 एनआईआईपी/जीडीपी अनुपात* (%)	-16.5	-7.2	-12.1	-14.4	-17.7	-17.9	-17.6
13.सीएडी/जीडीपी अनुपात	0.6	1.2	2.8	4.2	4.8	1.7	1.7

\*अमेरिकी डॉलर के अनुसार आधारित गणना

औद्योगिक क्षेत्र से निष्क्रियता हटी है और 2014-15 में लगातार दूसरे साल के लिए वृद्धि देखी गई है। यद्यपि तिमाही डेटा का विश्लेषण इस ओर इंगित कर रहा है कि खनन तथा उत्खनन और विनिर्माण में संवृद्धि घटी है। इससे यह अर्थ निकलता है कि चौथी तिमाही में औद्योगिक और विनिर्माण क्षेत्र को क्रमशः लगभग 9 और 11 प्रतिशत की संवृद्धि प्राप्त करनी होगी जो अभी तक प्राप्त सूचना के बेस पर महत्वाकांक्षी प्रतीत हो रहा है। प्रमुख उद्योग जो दूसरे उद्योगों को महत्वपूर्ण आउटपुट आपूर्ति करते हैं और औद्योगिक आउटपुट सूचकांक (आईआईपी) में लगभग 38 प्रतिशत हिस्सा रखते हैं, दिसम्बर 2014 से उनमें धीमापन देखने को मिल रहा है जो संवृद्धि संवेग में शिथिलता की ओर संकेत कर रही है। ढांचागत व्यवरोध से प्रमुख उद्योगों यथा इस्पात, प्राकृतिक गैस, कच्चे तेल और उर्वरक के उत्पादन में लगातार गिरावट आ रही है। आईआईपी में खनन और उत्खनन तथा बिजली उत्पादन में आई गिरावट इस व्यवरोध की ओर संकेत कर रही है।

उपयोग आधारित वर्गीकरण के अनुसार औद्योगिक उत्पादन में संवृद्धि मूलभूत वस्तुओं और पूंजीगत वस्तुओं द्वारा परिचालित होती है। एकमुश्त और अस्थिर पूंजीगत वस्तु उत्पादन ने औद्योगिक उत्पादन में अस्थिरता ला दी है। जैसा कि इस अध्याय में पहले चर्चा की गई है, उपभोक्ता वस्तुओं में गिरावट निजी अंतिम खपत-व्यय में मांग की कमी की ओर इशारा करती है।

2014-15 में समग्र संवृद्धि की पुनःप्राप्ति मुख्यतः सेवा क्षेत्र के ईर्द-गिर्द रही जिसमें 9.8 प्रतिशत की वृद्धि होने का अनुमान किया गया है। तिमाही विश्लेषण इस ओर संकेत करता है कि दूसरी तिमाही से संवृद्धि ने रफ्तार पकड़ी और तीसरी तिमाही में वित्तीय, रियल इस्टेट तथा प्रोफेशनल सर्विसेस और 'लोक प्रशासन तथा रक्षा के चलते मजबूती प्राप्त की। यद्यपि रियल एस्टेट सेक्टर में गतिरोध और व्यवसायिक सेवाओं की मांग में मंदी के साथ बैंक क्रेडिट और जमा संवृद्धि में सुस्ती के माहौल में 'वित्तीय, रियल एस्टेट और प्रोफेशनल सेवाओं' में उच्च संवृद्धि उलझन पैदा करने वाला प्रतीत होता है। राजकोषीय सुदृढीकरण पर केंद्र और राज्य सरकारों के संकल्प को देखते हुए, 'लोक प्रशासन और रक्षा' सेवाएं आगे चलकर स्थाई विकास के चालक के रूप में शायद कार्य न करें।

### बॉक्स III.1 : राष्ट्रीय लेखा की नई श्रृंखला

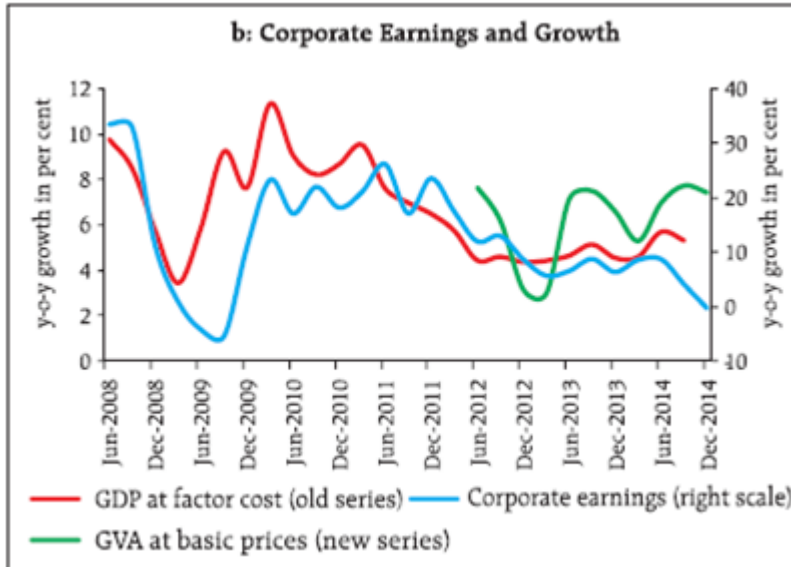
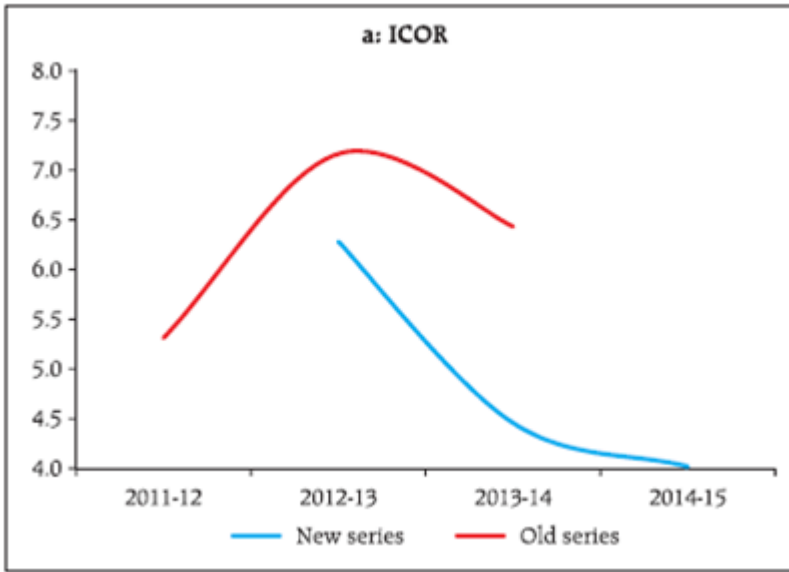
राष्ट्रीय सांख्यिकी कमीशन (एनएससी) ने अर्थव्यवस्था में ढांचागत बदलाव के लिए प्रत्येक पांच साल में सभी प्रमुख आर्थिक आंकड़े के लिए आधार वर्ष में बदलाव के लिए सिफारिश किया है। इस सिफारिश के अनुसरण में भारत में राष्ट्रीय लेखा के लिए हाल में 2011-12 (पहले 2004-05 से) को बेस वर्ष के रूप में संशोधित किया गया है क्योंकि 2009-10 को वैश्विक वित्तीय संकट की दृष्टि से सामान्य वर्ष के रूप में विचार नहीं किया गया है। नई श्रृंखला में अंतर्राष्ट्रीय व्यवहार के अनुसार आर्थिक गतिविधि के मापदण्ड के रूप में सकल देशी उत्पाद के लिए उपादान लागत की बजाय बाजार कीमत पर हेडलाइन संख्या को रिपोर्ट की जाती है। आगे, इसके अलावा आपूर्ति के संदर्भ में गतिविधि के लिए उपादान लागत पर जीडीपी की

बजाय बेस कीमत पर सकल मूल्ययोजित- हेडलाइन मापदण्ड है। ई-प्रशासन पहल यथा कॉरपोरेट कार्य मंत्रालय की एमसीए-21, ग्रामीण और शहरी क्षेत्र के स्थानीय निकायों में बेहतर कवरेज तथा हाल के राष्ट्रीय नमूना पर्यवेक्षण (एनएसएस) के निगमीकरण, में उपलब्ध डेटाबेस के अनुसार नई श्रृंखला में दूसरे बदलाव, अन्य बातों के साथ-साथ, विनिर्माण और सेवा, दोनों में कॉरपोरेट क्षेत्र का व्यापक कवरेज शामिल है।

इन परिवर्तनों के फलस्वरूप नए बेस पर जीडीपी के सांकेतिक स्तर पुराने बेस की तुलना में कम है। नए बेस पर दोनों सांकेतिक और रियल जीडीपी का विकास दर प्रत्येक वर्ष के लिए उच्च है। उत्पादकता के लिए प्रयुक्त आम संकेतकों – वृद्धिशील पूंजी उत्पाद अनुपात (आईसीओआर) के अनुसार नई श्रृंखला काफी सुधार दर्शाता है, परंतु अन्य संकेतकों से इसकी पुष्टि नहीं होती है। विशेष रूप से ऐसे वातावरण में जिसकी विशेषता कम होती राष्ट्रीय बचत, निवेश हो और रुके हुए प्रोजेक्टों पर आम चिंताएं हों (चार्ट ए)।

विनिर्माण क्षेत्र में जीवीए संवृद्धि पुरानी श्रृंखला की तुलना में नई श्रृंखला में काफी अधिक है। इस क्षेत्र की संवृद्धि असंगठित क्षेत्र से संचालित हुई प्रतीत होती है जिसमें 2012-13 में 23.3 प्रतिशत की वृद्धि हुई। तथापि बाद के वर्षों के आंकड़े असंगठित क्षेत्र में मंदी दर्शाते हैं। इस समय विनिर्माण विकास मुख्यतः संगठित क्षेत्र के कारण रहा (टेबल 111.बी.1)। जहां एमसीए-21 डेटाबेस का प्रयोग 2013-14 तक के भिन्नता को दर्शाता है, 2014-15 के लिए अग्रिम आकलनों में जीडीपी के चार घटकों, यथा निर्माण, व्यापार, हॉटल, रेस्टोरेंट और रियल एस्टेट में भारतीय रिज़र्व बैंक (आरबीआई) और बॉम्बे स्टॉक एक्सचेंज (बीएसआई) कॉरपोरेट क्षेत्र डेटा का उपयोग किया गया है। 2014-15 की तीसरी तिमाही के लिए कॉरपोरेट आय पर सूचना की क्रमिक प्रवाह का विश्लेषण यह दर्शाता है कि नए श्रृंखला (चार्ट बी) में जो उपलक्षित है उससे आय संवृद्धि काफी कमजोर रही है। सेवा कर वसूली भी कमजोर रही है। “वित्तीय, रियल एस्टेट और कारोबार सेवा” में 13.7 प्रतिशत का उच्च संवृद्धि (स्थिर कीमत पर) आकलन में संभावित उर्ध्वमुखी झुकाव (upward bias) को दर्शाता है। अनुमान है कि मई 2015 के अंत तक जारी किया जाने वाला 2014-15 का संशोधित आकलन दूसरी छमाही को समाहित करते हुए बेहतर सूचना समाविष्ट करेगा और समष्टि स्तर पर आर्थिक गतिविधि की स्थिति को और स्पष्ट करेगा।





**सारणी III.बी.1: विनिर्माण क्षेत्र वृद्धि**

की वर्ष दर वर्ष वृद्धि	2012-13	2013-14	2014-15
स्थिर कीमतों पर जीवीए (आधार 2004-05)	1.1	-0.7	उपलब्ध नहीं
आईआईपी	1.3	-0.8	1.7*
स्थिर कीमतों पर जीवीए	6.2	5.3	6.8

(आधार 2011-12)			
संगठित क्षेत्र	2.5	6.8	उपलब्ध नहीं
असंगठित क्षेत्र	23.3	0.8	उपलब्ध नहीं
*अप्रैल-जनवरी से संबंधित			

सारणी III.4: आधारभूत कीमतों पर वर्धित कुल मूल्यों में वृद्धि  
(प्रतिशत)

	201	201	2014-15 (एई)	शेयर	2013-14				2014-15		
	2-13	3-14			ति 1	ति 2	ति 3	ति 4	ति 1	ति 2	ति 3
	वृद्धि										
I. कृषि, वानिकी व मत्स्य पालन	1.2	3.7	1.1	16.2	2.7	3.6	3.8	4.4	3.5	2.0	-0.4
II. उद्योग	5.1	5.3	6.5	23.2	5.9	4.2	5.5	5.5	6.5	5.5	4.6
i) खनन व उत्खनन	-0.2	5.4	2.3	2.9	0.8	4.5	4.2	11.5	5.1	2.4	2.9
ii) विनिर्माण	6.2	5.3	6.8	18.0	7.2	3.8	5.9	4.4	6.3	5.6	4.2
iii) विद्युत, गैस, जल आपूर्ति व अन्य उपयोगिताएं	4.0	4.8	9.6	2.4	2.8	6.5	3.9	5.9	10.1	8.7	10.1
III. सेवाएं	6.0	8.1	9.8	60.6	8.9	9.7	8.3	5.6	8.1	9.8	11.7
(i) निर्माण	-4.3	2.5	4.5	8.0	1.5	3.5	3.8	1.2	5.1	7.2	1.7

ii)व्यापार,हाट ल,यातायात, संचार,और ब्रॉडकास्टिंग सेसंबंधित सेवाएं	9.6	11.1	8.4	18.9	10.3	11.9	12.4	9.9	9.4	8.7	7.2
iii)वित्तीय, रियल एस्टेट व व्यवसायिक सेवाएं	8.8	7.9	13.7	20.9	7.7	11.9	5.7	5.5	11.9	13.8	15.9
iv)लोक प्रशासन, रक्षा और अन्य सेवाएं	4.7	7.9	9.0	12.8	14.4	6.9	9.1	2.4	1.9	6.0	20.0
iv.आधारभूत कीमत पर जीवीए	4.9	6.6	7.5	100.0	7.2	7.5	6.6	5.3	7.0	7.8	7.5
स्रोत: केंद्रीय सांख्यिकीय कार्यालय। एई: अग्रिम आकलन											

### III.3 आउटपुट अंतराल

समष्टि आर्थिक चर वस्तुओं के सही मूल्य के बारे में अनिश्चितता नीति निर्माण के लिए एक बड़ी चुनौती है, विशेषकर तब जब एक ही वर्ष के लिए एक ही चर वस्तु पर सूचना का विभिन्न समयों पर परिकलन करने पर डेटा परिशोधन परिणाम अलग-अलग प्रवृत्ति व्यक्त करते हों। राष्ट्रीय लेखा में हाल में किए गए संशोधन ने कारोबार चक्र की स्थिति और अर्थव्यवस्था जिस स्थिति में उस पर टिकी है, के संदर्भ में आकलन में चुनौती खड़ी करते हैं। समग्र मांग को व्यवस्थित करने वाली नीतियों के निर्धारण की कुंजी अर्थव्यवस्था की क्षमता के संबंध में आउटपुट के स्तर पर एक अच्छा 'निर्धारण' है। परंपरागत आंकड़ों से संभावित आउटपुट का आकलन, यहां तक कि सबसे अनुकूल समय में भी कठिन है। वैश्विक वित्तीय संकट के पश्चात यह और भी जटिल हो गया है जब विश्व भर के संभावित आउटपुट की उत्पादकता में कमी के कारण संभवतः गिरावट आई हो। महत्वपूर्ण मुद्दा यह है कि: क्या भारत के राष्ट्रीय लेखों का संशोधन इस स्थिति को समाहित करते हैं? प्रायोगिक आकलन दर्शाता है कि बड़े समष्टि आर्थिक उतार-चढ़ाव और/ या जड़ जमाती मुद्रास्फीति में तेजी के संबंध में संभावित आउटपुट का अधिमूल्यांकन महंगा पड़ सकता है (आईएमएफ 2011)<sup>21</sup>। संभावित आउटपुट आकलन के लिए उत्पादन कार्य दृष्टिकोण (production function

approach) संभावित आउटपुट में कुल घटक उत्पादकता के योगदान में तीव्र गिरावट को दर्शाता है। नए जीबीए श्रृंखला की संरचनात्मक व्याख्या के संबंध में 'पूर्ववर्ती' (a priori) निर्णय थोपे बिना संभावित आउटपुट के विभिन्न टाइम श्रृंखला आकलन- दर्शाते हैं कि आउटपुट अंतराल स्तर के संबंध में 2012-13 से नकारात्मक रहा है, तथापि यह अंतराल धीरे-धीरे कम हो रहा है। (बॉक्स III.2)

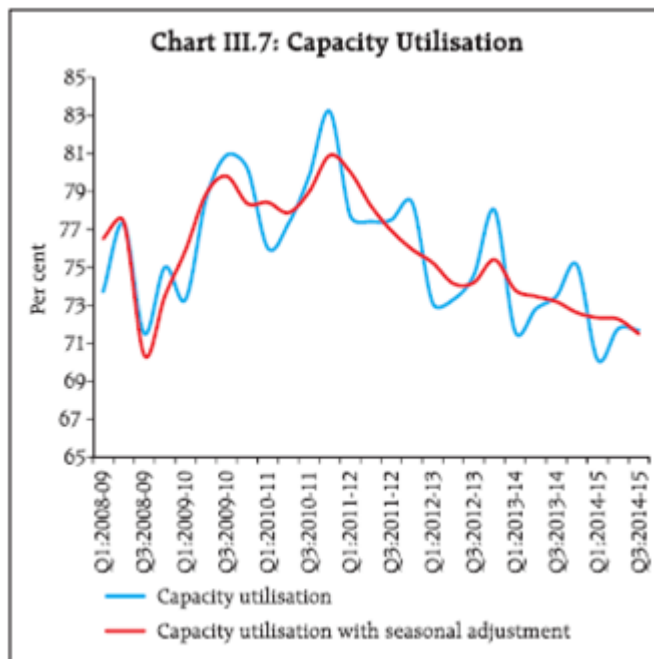
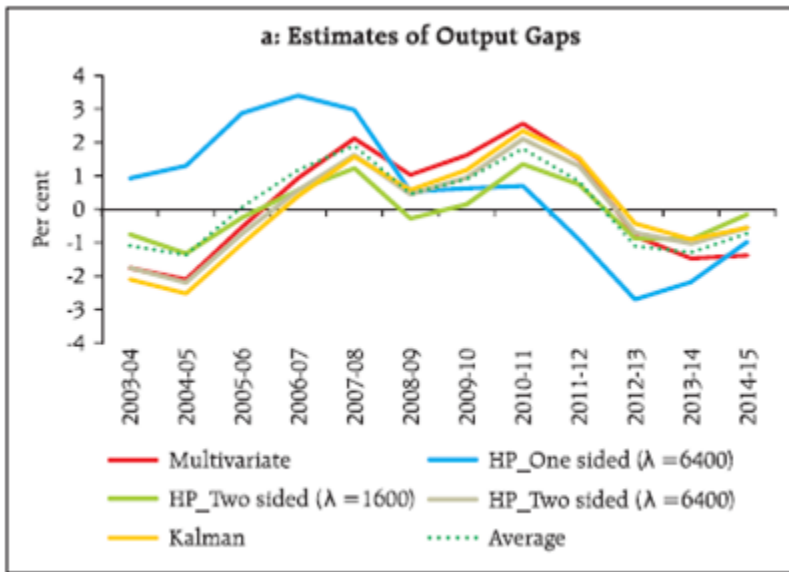
रिज़र्व बैंक की हाल की 'आदेश बही, इन्वेंटरी और क्षमता उपयोग सर्वेक्षण (आईबीआईसीयूएस) दर्शाता है कि क्षमता उपयोग (सीयू) पिछली तिमाही की तुलना में 2014-15 की तीसरी तिमाही में एक दायरे के भीतर तक रहा और एक वर्ष पूर्व के अपने स्तर से कम हुआ। (चार्ट III.7)

.....  
.2अंतरराष्ट्रीय मौद्रिक कोष (2011)। वर्ल्ड इकॉनॉमिक आउटलुक, अध्याय 1, अप्रैल

### बॉक्स III 2: संभावित आउटपुट

समग्र स्तर पर आउटपुट अंतराल का अनुभवजन्य आकलन और अर्थव्यवस्था के प्रमुख क्षेत्रों के लिए सांकेतिक/ सर्वेक्षण आधारित सूचना अर्थव्यवस्था में मंदी का आकलन प्रदान कर सकता है। तथापि संभावित आउटपुट<sup>3</sup> का मापन कठिन है और आकलन में गलतियां हो सकती हैं। राष्ट्रीय लेखा आंकड़े में हाल में किया गया संशोधन, जो पिछले चार वर्षों (2011-12 से 2014-15) के लिए पुराने और नए श्रृंखला (स्थिर मूल्य पर) में बड़े स्तर में अंतर को दर्शाता है, नई श्रृंखला के अंतर्गत पिछले वर्षों के लिए डेटा की कमी को देखते हुए और अधिक जटिलता लाता है।

भारतीय संदर्भ में पूंजीगत स्टॉक और श्रम पर उच्च बारंबारता वाले और नियमित रूप से अद्यतित आंकड़ों की कमी के कारण, संरचनात्मक उत्पादन कार्य दृष्टिकोण के माध्यम से संभावित संवृद्धि के आकलन को निश्चित के बदले अधिक से अधिक सांकेतिक माना जा सकता है, जब परिणाम कुल कारक उत्पादकता (total factor productivity) के योगदान में तेज गिरावट को दर्शाते हैं, जैसा कि पहले निर्धारित किया गया था। उत्पादन कार्य दृष्टिकोण का एक उपयोगी विकल्प टाइम श्रृंखला प्रणाली का उपयोग करना है जो संभावित आउटपुट का आकलन सिर्फ पिछले आंकड़ों में निहित सूचना से कर सकता है, चाहे इनका पूर्ववृत्त कितना भी छोटा क्यों न हो। होडरिक-प्रेसकोट (एचपी) और फिल्टर्स जैसे विभिन्न एकचर (Univariate) फिल्टरिंग तकनीकों का प्रयोग और एक साथ पिरोए गए (sliced) त्रैमासिक जीबीए श्रृंखला से निर्मित बहुचर (multivariate) फिल्टर सूचित करते हैं कि आउटपुट अंतराल (अर्थात् वास्तविक आउटपुट घटाव संभावित आउटपुट) 2012-13 से ऋणात्मक रहा है चाहे तकनीक जो भी हो (चार्ट ए)।



रियल अर्थव्यवस्था (real economy) की स्थिति का समग्र आकलन दर्शाता है कि सुधार में धीरे-धीरे तेजी आ रही है। अत्यधिक मंदी और संरचनात्मक सख्ती निवेश मांग में तेजी से सुधार की राह का रोड़ा बने हुए हैं। नए निवेश प्रोजेक्टों से नकदी प्रवाह की अनिश्चितता कमजोर निवेश चक्र का कारण बन रही है। जब तक आगे संरचनात्मक सुधार से उत्पादकता हासिल नहीं होता है, कम बचत और निवेश दर मजबूत सुधार के लिए जोखिम बन सकते हैं। राष्ट्रीय राजमार्ग पर लक्ष्य आधारित प्रगति रेलवे और रक्षा में एफडीआई को

बढ़ावा देने, सभी उचित अनुमोदनों के साथ निजी क्षेत्र में उर्जा सयंत्र प्रारंभ करने, प्रोजेक्ट क्लियरेंस में तेजी लाने के लिए भूमि अधिग्रहण अधिनियम में आवश्यक संशोधन लाने और कोल ब्लॉक नीलामी सहित इन्फ्रास्ट्रक्चर क्षेत्र में हाल के सुधार उपायों से इन्फ्रास्ट्रक्चर अवरोध के दूर होने और मध्यम अवधि विकास आयामों में तेजी आने का अनुमान है।

## IV. वित्तीय बाजार और चलनिधि स्थिति

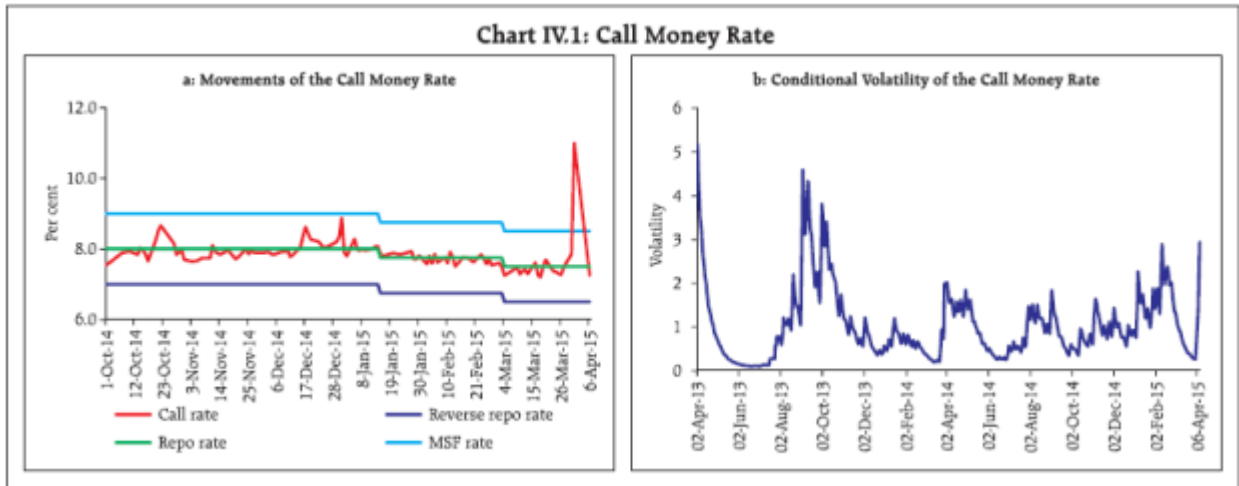
प्रचुर मात्रा में वैश्विक चलनिधि और निवेशकों की जोखिम वहन क्षमता में उतार-चढ़ाव के बीच 2014-15 की दूसरी छमाही में भारत में वित्तीय बाजारों में सुदृढतापूर्वक तेजी आई। इस तेजी को घरेलू समिष्ट आर्थिक स्थितियों में सुधार से समर्थन प्राप्त हुआ। सभी क्षेत्रों में चलनिधि पर्याप्त मात्रा में रही और यह पता टर्नओवर में फिर से वृद्धि, ब्याज दरों में नरमी, रुपये की विनिमय दर में मजबूत होने के रूझान और इक्विटी बाजारों के ऐतिहासिक उंचाइयां छूने में परिलक्षित हुई।

सितंबर 2014 की मौद्रिक नीति रिपोर्ट (एमपीआर) के बाद से प्रतिफलों की वैश्विक खोज और निकट भविष्य में अमेरिकी मौद्रिक नीति के सामान्यीकरण के डर में कमी और यूरो क्षेत्र तथा जापान में अति उदार मौद्रिक सहजता की शुरुआत से 2014-15 की तीसरी और चौथी तिमाहियों में घरेलू वित्तीय बाजारों में उछाल रहा। आवक डाटा के कारण छिटपुट अस्थिरता को छोड़ दें तो भारत अन्य उभरती हुई अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में स्पष्ट रूप से पोर्टफोलियो पुनर्आवंटन के लिए एक पसंदीदा स्थल बन गया। सभी क्षेत्रों में चलनिधि की स्थितियां विस्तार की ओर थी जिससे व्यापार गतिविधि को बढ़ावा मिला।

### IV.1 वित्तीय बाजार

त्योहारों के कारण मुद्रा मांग में वृद्धि से अक्तूबर के तीसरे सप्ताह के आसपास कुछ अनिर्ंतर वृद्धि को छोड़कर मुद्रा बाजार में तीसरी तिमाही के दौरान ब्याज दरों में कमी आई। इसके बाद दिसंबर के दूसरे पखवाड़े में अग्रिम कर भुगतान और तिमाही के अंत में तुलनपत्रों में समायोजन के कारण ब्याज दरों में कमी आई। नीतिगत रेपो दर में दो बार कमी के कारण मौद्रिक नीति रूख में हुए परिवर्तन से ब्याज दरों में कमी आई जो कि चौथी तिमाही में और कम हो गई।

मौद्रिक नीति की नई परिचालन प्रक्रिया के अंतर्गत पूर्व सक्रिय चलनिधि प्रबंधन ने मुद्रा बाजारों के माध्यम से नीतिगत परिवर्तनों के निर्बाधरहित संचरण में एक महत्वपूर्ण भूमिका निभाई। जनरलाइज्ड ऑटोगरिग्रेसिव कंडीशनल हीटरोस्केडासटीसिटी(जीएआरसीएच) के माध्यम से मापी गई दैनिक अस्थिरता में स्पष्ट कमी भी हुई हालांकि 2014-15 के अंत के लिए ये अनुमान वर्ष के अंत में कॉल दरों में होने वाली वृद्धि से बहुत प्रभावित दिखाई देते हैं (चार्ट IV.1)। इस संदर्भ में मौद्रिक नीति पर करार फ्रेमवर्क रिज़र्व बैंक को आदेशित करता है कि वह परिचालन लक्ष्य और मौद्रिक नीति की प्रक्रिया तथा समय-समय पर उसमें होने वाले परिवर्तनों को सावर्जनिक डोमेन में डाले (बॉक्स IV.1)।



### बॉक्स IV.1: मौद्रिक नीति का परिचालन लक्ष्य और परिचालन प्रक्रिया

#### नीतिगत दर

चलनिधि समायोजन सुविधा(एलएएफ) के अंतर्गत निर्धारित एक दिवसीय पुनः खरीद(रेपो) दर एकल मौद्रिक नीति दर है।

#### मौद्रिक नीति के लिए परिचालन लक्ष्य

भारित औसत मांग मुद्रा दर(डब्ल्यूएसीआर) मौद्रिक नीति का परिचालन लक्ष्य है।

#### मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रिया

मौद्रिक नीति के बारे में बैंक के वक्तव्य में जब नीतिगत दर की घोषणा की जाती है तो परिचालन प्रक्रिया का लक्ष्य परिचालन लक्ष्य को प्राप्त करने के लिए चलनिधि स्थितियों को व्यवस्थित करना होता है अर्थात डब्ल्यूएसीआर के आसपास नीतिगत दर को रखना। वित्तीय प्रणाली और अर्थव्यवस्था में मौद्रिक नीति के प्रेषण का यह पहला चरण है।

#### चलनिधि प्रबंधन

पूर्व सक्रिय चलनिधि प्रबंधन वह प्रक्रिया है जिसके माध्यम से परिचालन लक्ष्य को प्राप्त किया जाता है। 22 अगस्त 2014 को घोषित किए गए तथा 5 सितंबर से लागू किए गए संशोधित चलनिधि प्रबंधन फ्रेमवर्क की मुख्य विशेषताएं निम्न हैं (i) बैंकों की निवल मांग और मियादी देयताओं (एनडीटीएल) के एक प्रतिशत तक केंद्रीय बैंक की चलनिधि सुनिश्चित रूप से उपलब्ध करवाना, इसके अंतर्गत एनडीटीएल का 0.25 प्रतिशत नीतिगत दर पर प्रतिदिन किए जाने वाले एकदिवसीय निर्धारित दर रेपो नीलामियों के माध्यम से और एनडीटीएल का 0.75 प्रतिशत 14 दिवसीय परिवर्ती दर मियादी रेपो नीलामियों के माध्यम से उपलब्ध करवाना जो कि प्रत्येक मंगलवार और शुक्रवार को की जाती हैं (ii) एकदिवसीय से 28 दिनों की परिपक्वता अवधि के परिवर्ती दर रेपो/रिवर्स रेपो की नीलामियों के माध्यम से परिचालनों को ठीक करना



ताकि सुनिश्चित चलनिधि परिचालनों के होते हुए भी होने वाले घर्षण चलनिधि असंतुलन को दूर किया जा सके और (iii) होने वाले चलनिधि असंतुलों का प्रबंध करने के लिए नीलामियों और तयशुदा लेनदेन प्रणाली-आर्डर मिलान प्लेटफार्म के माध्यम से गुप्त स्क्रीन आधारित ट्रेडिंग के माध्यम से एकमुश्त ओपन मार्केट परिचालन।

एक बारगी घटनाओं जैसे कर भुगतान, सरकारी व्यय, तुलनपत्र समायोजन और भुगतान और निपटान आवश्यकताओं को पूरा करने से उत्पन्न होने वाले दबावों को दूर करने में बाजार सहभागियों की सहायता करने के लिए छुट्टी के दिनों पर भी विशेष परिचालन किए जाते हैं।

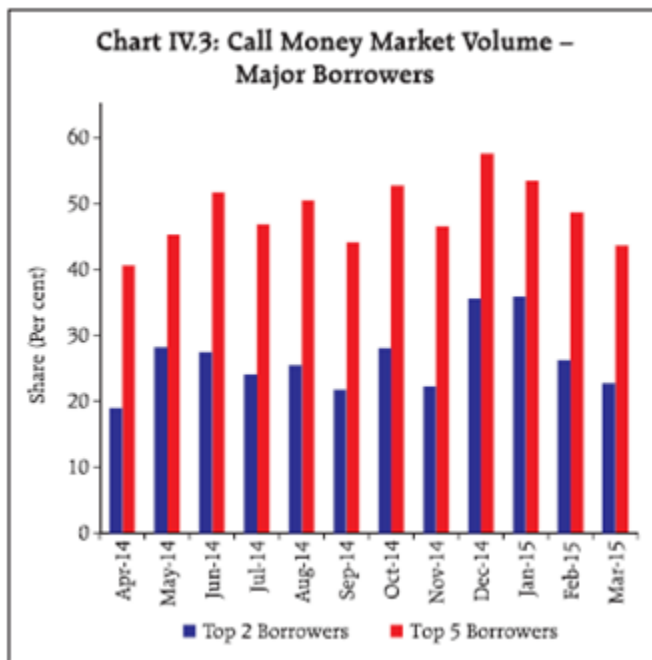
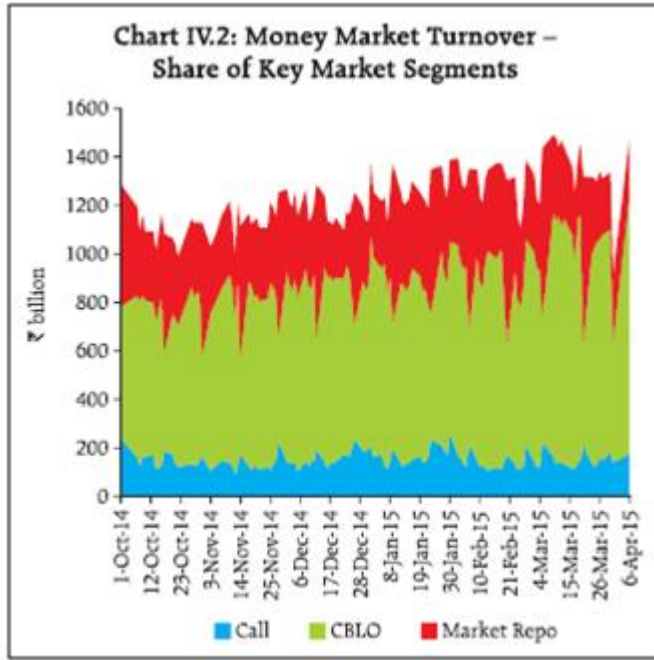
### स्थायी सुविधाएं

सीमांत स्थायी सुविधा(एमएसएफ) बाजार प्रतिभागियों को नियमित और व्यवस्थित परिचालनों के अतिरिक्त दिन के अंत में (शनिवारों सहित) केंद्रीय बैंक की चलनिधि उपलब्ध करवाती है। यह चलनिधि सरकारी प्रतिभूतियों में उनकी अनुबद्ध सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) धारिता के 2 प्रतिशत का उपयोग करके उपलब्ध करवाई जाती है। यह चलनिधि संपार्श्विक रूप में अधिशेष एसएलआर के अतिरिक्त नीतिगत दर से 100 आधार अंक ऊपर की दर पर उपलब्ध होती है।

नियत दर दैनिक एकदिवसीय रिवर्स रेपो नीलामियां प्रत्येक दिन के अंत(शनिवारों सहित) में आयोजित की जाती हैं ताकि बाजार सहभागी अपनी अधिशेष चलनिधि को नीतिगत दर से 100 आधार अंक से नीचे की तय दर पर रिज़र्व बैंक के पास रख सकें। नियत दर दैनिक एकदिवसीय रिवर्स रेपो दर वस्तुतः स्थायी सुविधा के रूप में परिचालित होती है।

एमएसएफ दर और नियत एकदिवसीय रिवर्स रेपो मांग दर में होने वाले अंतःदिवसीय उतार-चढ़ावों को सीमित करने में अनौपचारिक गलियारे का कार्य करती है।

अन्य मुद्रा बाजार क्षेत्रों में मांग मुद्रा बाजार के अनुरूप ही गतिविधि रही। संपार्श्विकृत क्षेत्रों अर्थात् संपार्श्विकृत उधार लेन-देन संबंधी दायित्व (सीबीएलओ) और बाजार रेपो में गतिविधियों के स्थिर माइग्रेशन से मुद्रा बाजार की मात्रा में कमी हुई जो कि वर्तमान में कुल एक दिवसीय मात्रा का 10-11 प्रतिशत है (चार्ट IV-2)। यह संपार्श्विकृत निधियों के लिए वरीयता और माइक्रो संरचना जैसे बाजार रेपो का सह-टर्मिनस निपटान और सरकारी प्रतिभूतियों में एकमुश्त व्यवसाय में सुधार को दर्शाता है। मांग मुद्रा बाजार की माइक्रोसंरचना के कारण ट्रेडिंग कम प्रतीत होती है- 70 प्रतिशत से अधिक की गतिविधि कारोबार के शुरूआती और समाप्ति घंटे में केंद्रित रही; इसमें पांच शीर्ष उधारकर्ताओं की हिस्सेदारी औसतन कुल दैनिक मांग मात्रा का 50 प्रतिशत रही (चार्ट IV.3)। इन विशेषताओं ने मांग मुद्रा बाजार में अक्सर स्थिरता को, विशेष रूप से चौथी तिमाही में बढ़ावा दिया।

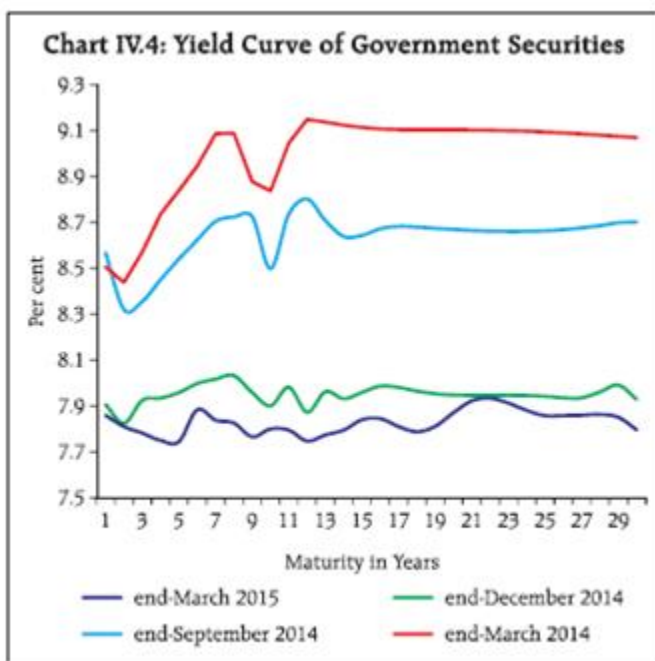


वाणिज्यिक पत्रों (सीपी) के बाजार को तीसरी और चौथी तिमाहियों (मार्च 15 तक) के दौरान गति मिली, सीपी जारी करने में वर्षानुवर्ष क्रमशः 25 प्रतिशत और 49 प्रतिशत की वृद्धि हुई। इससे बैंकों की ऋण देने की कड़ी शर्तों के कारण अल्पकालिक बैंक ऋण में कुछ परिस्थापन प्रकट हुआ है। मार्च 2015 के पहले पखवाड़े के दौरान सीपी की भारित औसत छूट दर 8.8 प्रतिशत होने से पूर्व यह दर सितंबर 2014 के दूसरे पखवाड़े के दौरान 8.9 प्रतिशत से घटकर जनवरी 2015 के दूसरे पखवाड़े में 8.8 प्रतिशत हो गई।

सरकारी प्रतिभूति (जी-सेक) बाजार में यूक्रेन संकट और उसके बाद रूसी मुद्रा संकट के कारण दिसंबर 2014 के दूसरे पखवाड़े के दौरान कुछ वृद्धियों को छोड़कर तीसरी तिमाही में प्रतिफल में कमी आई। भारत

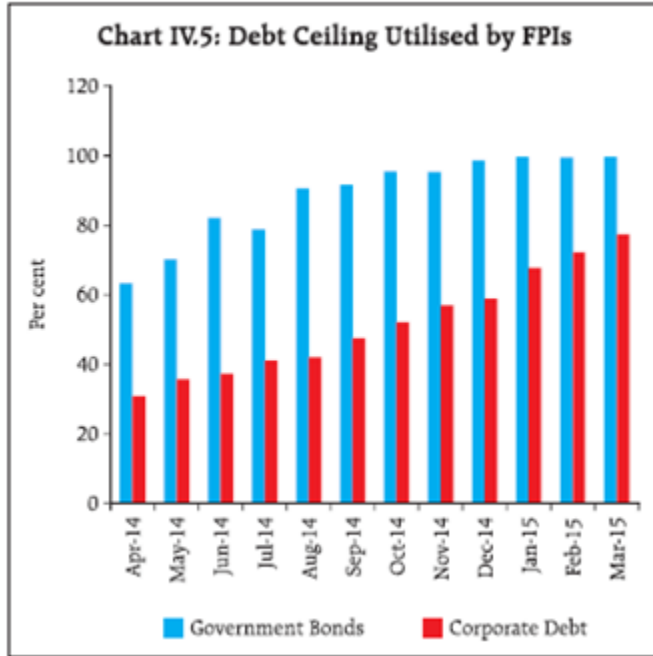
में जारी अवस्फीति और मौद्रिक नीति में नरमी की अपेक्षाओं के कारण निवेशकों की उच्चतर भावनाओं से बाजार को अक्तूबर में फेडरल रिज़र्व द्वारा पूरी तरह से मात्रात्मक सहजता(क्यूई) से निकलने के कारण होने वाले प्रभावों को दूर करने में सहायता मिली। नवंबर 2014 में ओपेक द्वारा उत्पादन में कटौती नहीं करने के निर्णय ने बाजार भावनाओं को मजबूत बनाया और जी-सेक प्रतिफलों में गिरावट को बल दिया। रूबल के अवमूल्यन से शुरू हुई वैश्विक बिकवाली से हालांकि 10 वर्षीय जेनेरिक प्रतिफल में 16 दिसंबर को 15 आधार अंक की वृद्धि हुई – जो कि 2014-15 की दूसरी छमाही के दौरान किसी एक दिन में हुई सबसे बड़ी वृद्धि रही।

जैसे ही रूसी मुद्रा संकट कम हुआ वैसे ही चौथी तिमाही में जी-सेक प्रतिफल में कमी आई। यह कमी कच्चे तेल के अंतरराष्ट्रीय मूल्यों में कमी, अमेरिकी ट्रेजरी प्रतिफल और घरेलू विदेशी विनिमय बाजार में आवक शुरू होने से सहायता प्राप्त करके हुई। फरवरी में एसएलआर में कमी और संघ के बजट में घोषणा किए गए अनुसार मोटे तौर पर उधार लेने के कार्यक्रम में कोई परिवर्तन नहीं होने के फलस्वरूप जी-सेक प्रतिफल में अस्थायी रूप से वृद्धि हुई। जैसा की अतीत में होता है, बड़ी संख्या में मोचन के होते हुए भी फरवरी और मार्च में ट्रेजरी बिलों की नीलामी किए जाने ने जी-सेक प्रतिफल वक्र को उल्टा कर दिया जो कि तुलनपत्र की दिनांक नजदीक आने से बाजार सहभागियों की चलनिधि को छोड़ने की अनिच्छा को दर्शाता है। इन प्रकरणों को छोड़कर, जी-सेक बाजार प्रतिफल वक्र के नीचे की ओर जाने के साथ तीसरी और चौथी तिमाही में एक सीमा के अंदर ही रहा (चार्ट IV.4)। 10 वर्ष प्रतिफल में सितंबर 2014 के अंत में 8.52 प्रतिशत से 31 मार्च 2015 में 7.80 प्रतिशत तक 72 आधार अंकों की गिरावट आई।

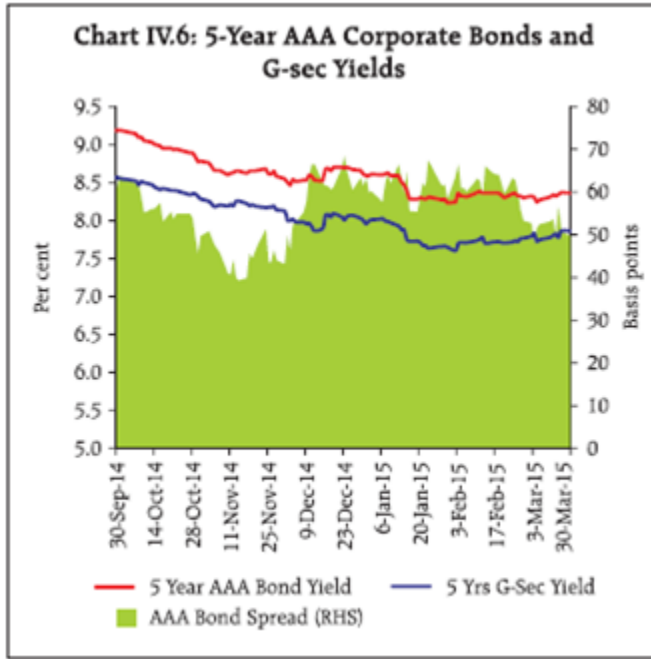


31 मार्च 2015 की स्थिति के अनुसार जी-सेक में विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों (एफपीआई) का निवेश रु 1529 बिलियन रहा। जी-सेक में निवेश की सीमा (यूएस \$ 30 बिलियन) समाप्त हो जाने पर,

एफपीआई ने ऋण म्यूच्यूल फंडों में निवेश किया जिसमें कारपोरेट ऋण में निवेश के लिए यूएस डालर 51 बिलियन की सीमा की अनुमति दी गई। इस प्रकार उन्होंने अप्रत्यक्ष रूप से जी-सेक में अपने निवेश को बढ़ाया (चार्ट IV.5)।

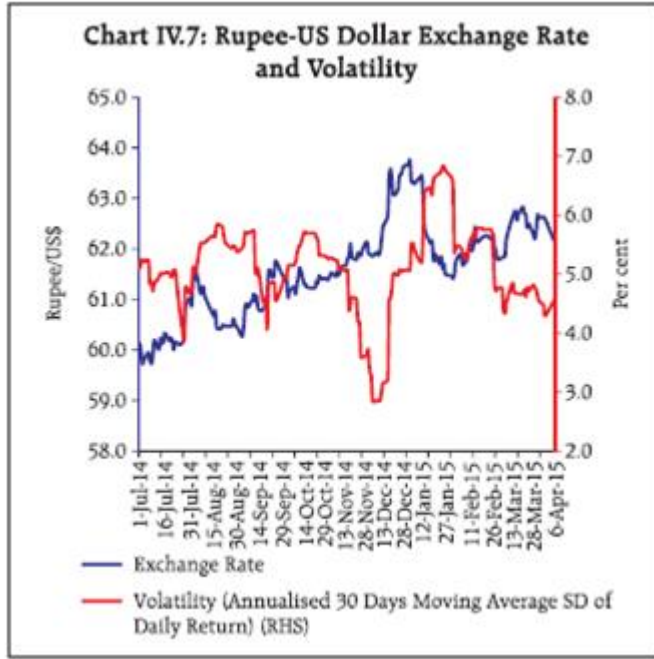


कॉरपोरेट बॉन्ड बाजार की गतिविधियों को भी तीसरी और चौथी तिमाहियों में गति मिली। यह गति प्राइवेट प्लेसमेंट के कारण हुई जिसमें वर्षानुवर्ष 112 प्रतिवर्ष की वृद्धि दर्ज की गई। दूसरी ओर सार्वजनिक निर्गमों के माध्यम से जुटाई गई राशि में इस अवधि(फरवरी तक) के दौरान कमी आई। कारपोरेट बांडों के माध्यम से संसाधन जुटाने में हुई महत्वपूर्ण वृद्धि कॉरपोरेट बॉन्ड प्रतिस्थापन प्रभाव को दर्शाती है क्योंकि कड़ी क्रेडिट स्थितियों के साथ बैंक ऋण में वृद्धि धीमी रही। 31 मार्च 2015 की स्थिति के अनुसार कारपोरेट बांड में एफपीआई निवेश रु 1,890 बिलियन रहा जो की सीमा का 77 प्रतिशत है। इसके परिणामस्वरूप 2014-15 की दूसरी छमाही में द्वितीयक बाजार ट्रेडिंग की मात्रा में 51 प्रतिशत(वर्षानुवर्ष) की वृद्धि हुई। आमतौर पर एएए रेटिंग वाले कारपोरेट बांड क प्रतिफल जी-सेक प्रतिफल के अनुसार ही चलता है किंतु मार्च में इसमें कुछ वृद्धि हुई (चार्ट IV.6)।



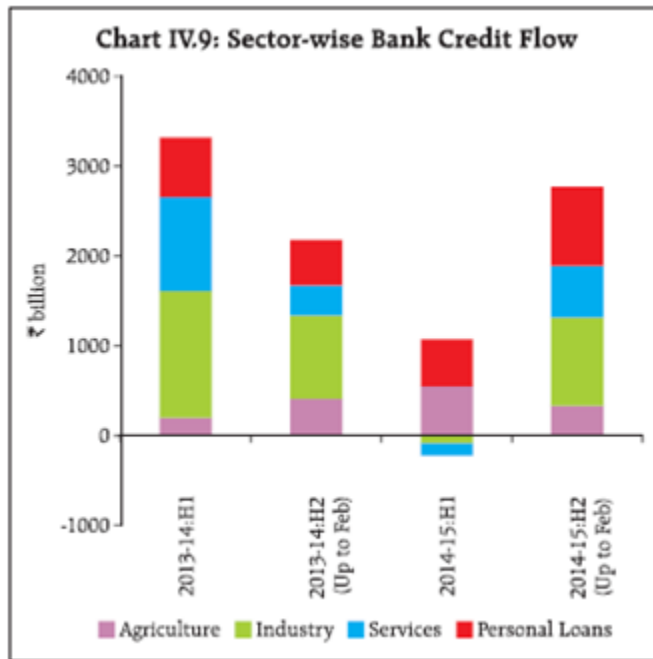
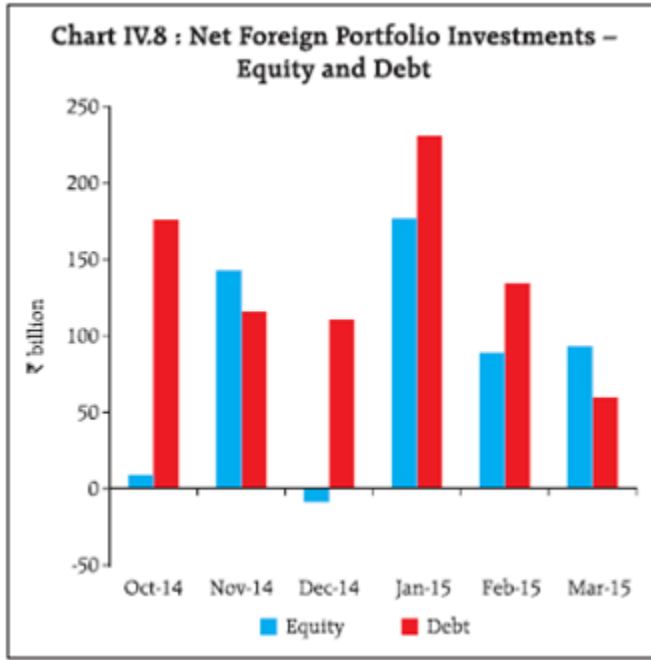
कारपोरेट बांड और सीपी के माध्यम से संसाधन जुटाने में हुई वृद्धि के होते हुए भी पिछले वर्ष की तुलना में 2014-15 में वाणिज्यिक क्षेत्र के लिए वित्तीय संसाधनों का प्रवाह कम रहा। इसका मुख्य रूप से कारण गैर-खाद्य ऋण में मंदी रही।

विदेशी मुद्रा बाजार में प्रमुख कारक मार्च 2014 से शुरू हुए मजबूत पूंजी प्रवाह रहे। रुपए की विनिमय दर रु61.04-62.14 प्रति एक यूएस डॉलर की संकीर्ण सीमा में रही किंतु तीसरी तिमाही के दौरान इसमें ऊपर की ओर तेजी रही। लेकिन 10 दिसंबर से रुपये पर नीचे की ओर दबाव बने और अनेक कारकों जैसे रूसी मुद्रा संकट का प्रभाव; तेल विपणन कंपनियों द्वारा महीने के अंत में खरीदारी; एफपीआई द्वारा मुनाफा वसूली; औद्योगिक आउटपुट के कमजोर आंकड़े, और अमेरिकी डॉलर के लगातार मजबूत होने से रुपया 30 दिसंबर को अपने न्यूनतम स्तर रु63.75 पर चला गया। जनवरी 2015 के दूसरे सप्ताह तक हाजिर बाजार की अस्थिरता में कमी आई और एफपीआई प्रवाह शुरू होने, रूसी मुद्रा संकट में कमी होने और व्यापार घाटे में भारी कमी होने से रुपये के कारोबार में मजबूती के रुख के साथ शुरुआत हुई (चार्ट IV.7)। 22 जनवरी को ईसीबी द्वारा मात्रात्मक सहजता की घोषणा और अंतरराष्ट्रीय बाजार में कच्चे तेल की कीमतों में सतत कमी से मुद्रा बाजार में सकारात्मक भावनाएं बनीं। फरवरी 2015 के दूसरे सप्ताह में मजबूत अमेरिकी गैर कृषि भुगतान रजिस्टर डाटा ने उभरते बाजारों की मुद्रा और इक्विटी बाजारों में कमी की शुरुआत की। नीति दर बढ़ाने की समय सीमा के संबंध में मार्च में फेडरल रिज़र्व की सहज टिप्पणियों के बाद ट्रेडिंग मामूली लाभ के साथ एक सीमा के अंदर रही। वास्तविक प्रभावी शर्तों में व्यापार भागीदारों की तुलना में मुद्रास्फिति अंतर बने रहने के कारण रुपया मार्च 2014 के अंत में अपने स्तर से अधिक मजबूत हुआ (सारणी IV.1)।



वायदा बाजार में भी तीसरी तिमाही में गतिविधियों में बढ़ोतरी दिखाई दी। छह महीने का वायदा प्रीमियम 9 अक्तूबर के 8.16 प्रतिशत से घटकर 26 दिसम्बर को 7.13 प्रतिशत हो गया। हालांकि बढ़ती हुई मांग के कारण वायदा प्रीमियम फरवरी के दूसरे पखवाड़े में कुछ तेज हुआ।

कुछ मंद अवसरों को छोड़कर 2014-15 की दूसरी छमाही में इक्विटी बाजारों में भारी तेजी रही और यह अपने उच्चतम स्तर पर पहुंच गए। आधारभूत आंकड़ों और विभिन्न देशों में ईएमई के अनुभवों की तुलना में काफी आकर्षक मूल्यांकन के साथ भारतीय सूचकांक दुनिया में बेहतर प्रदर्शन करने वाले सूचकांकों में से एक रहे। अमेरिकी ब्याज चक्र में अपेक्षा से पूर्व परिवर्तन होने के डर, ग्रीस के संबंध में अनिश्चितता और यूक्रेन और मध्य एशिया में भू-राजनैतिक तनावों के कारण उत्पन्न हुई निराशा से इनमें से कुछ लाभ दिसंबर 2014 के दौरान कम हो गए। हालांकि पोर्टफोलियो निवेश प्रवाह फिर से शुरू होने से जनवरी 2015 की शुरुआत में इक्विटी बाजारों में फिर से उछाल होना शुरू हो गया (चार्ट IV.8)। जनवरी 15 को रिज़र्व बैंक द्वारा नीति रेपो दर में कटौती की घोषणा से बाजार में उच्चतर भावनाएं आईं और बीएसई सूचकांक 29 जनवरी, 2015 को 29,682 की ऐतिहासिक ऊंचाई पर बंद हुआ। फरवरी के शुरुआती दिनों में इक्विटी बाजारों के लाभों में दिल्ली चुनाव के परिणामों, कुछ बड़े कारपोरेट द्वारा घोषित कमजोर नतीजों, चीन देश के व्यापार के खराब आंकड़ों और यूरोपीयन स्टॉकों में गिरावट की चिंताओं के चलते कुछ कमी आई। हालांकि महीने के दूसरे पखवाड़े में संघीय बजट 2015-16 की घोषणा और कोयला, खनन और बीमा के संबंध में कुछ प्रमुख कानूनों के पास हो जाने के परिणामस्वरूप इक्विटी बाजारों में सुधार हुआ और इन्हें कुछ बल प्राप्त हुआ। मार्च 2015 के दौरान स्टॉक बाजार में वैश्विक संकेतों से मामूली ढील आई।



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

मद	सूचकांक मार्च 2015(अ)	अधिमूल्यन(+)/ मूल्यह्रास(-) (प्रतिशत)	
		मार्च 2015 से मार्च 2014	मार्च 2014 से 2013
36 मुद्रा आरईईआर	113.46	9.3	-3.9
36 मुद्रा एनईईआर	76.85	6.9	-8.6

6 मुद्रा आरईईआर	125.22	11.9	-6.8
6 मुद्रा एनईईआर	71.33	7.3	-12.6
रु/यूएस\$(31 मार्च की स्थिति के अनुसार)	62.59	-2.4	-10.8
रु/यूरो(31 मार्च की स्थिति के अनुसार)	67.51	24.7	-16.3

अ-अनंतिम

नोट- आरईईआर आंकड़ें उपभोक्ता मूल्य सूचकांक(संयुक्त) पर आधारित हैं।

प्राथमिक बाजार में तीसरी तिमाही में योग्य संस्थागत प्लेसमेंट (क्यूआईपी) रु 41 बिलियन रही जबकि इक्विटी और ऋण निर्गम रु 34 बिलियन कम हो गए। दूसरी ओर कॉर्पोरेट बांडों और म्युचुअल फंडों की प्राइवेट प्लेसमेंट क्रमशः रु 1240 बिलियन और रु 574 बिलियन तक बढ़ गई। संघीय बजट 2015-16 में घोषित निवेश अनुकूल उपायों और राज्य के स्वामित्व वाली कंपनियों की शेयर होल्डिंग से संबंधित वर्तमान विनियमों को सरल बनाने के लिए सेबी द्वारा उठाए गए कदमों के कारण चौथी तिमाही में संसाधन जुटाने में पहले ही कुछ सुधार हुआ।

क्रेडिट बाजार में वर्ष की पहली छमाही के दौरान गतिविधि में रही कमी में तीसरी तिमाही में कुछ तेजी शुरू हुई। यह तेजी बैंकों द्वारा अपने पोर्टफोलियों को खुदरा ऋण की ओर शिफ्ट करने, विशेष रूप से आवास में, औद्योगिक क्षेत्र को क्रेडिट प्रवाह-विशेष रूप से खाद्य प्रसंस्करण और आधार धातु और सेवाओं के कारण हुई (चार्ट IV.9)। दूसरी ओर 2014-15 के दौरान जी-सेक में बैंकों के निवेश में तेज वृद्धि दिखाई दी जो कि क्रेडिट में आम तौर पर मंद मांग और चलनिधि कवरेज अनुपात(एलसीआर) से संबंधित विनियामक आवश्यकताओं को दर्शाती है। बैंकों की अतिरिक्त एसएलआर धारिता में वृद्धि हुई जिसके परिणामस्वरूप बैंकों ने अपनी आस्तियों को दबावग्रस्त क्षेत्रों से हटाकर कम दबावग्रस्त क्षेत्रों जैसे खुदरा आवास और ऑटोमोबाइल में करके ऋण पोर्टफोलियों का पुनर्संतुलन किया।

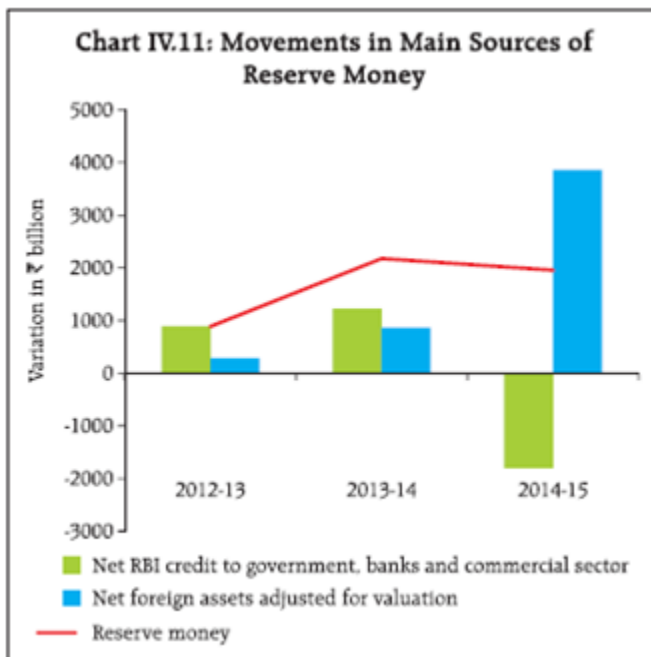
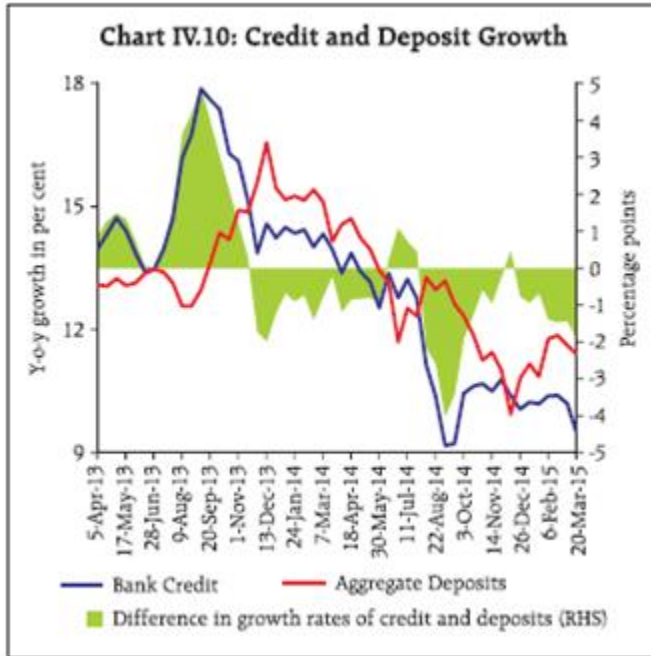
चौथी तिमाही में 50 आधार अंकों की कमी के बाद 22 बैंकों ने 7-53 बीपीएस की सीमा में अपनी माध्यिका सावधि जमा दरों में कमी की जबकि 14 बैंकों ने 10-50 आधार अंकों की सीमा में अपनी आधार दरों में कमी की।

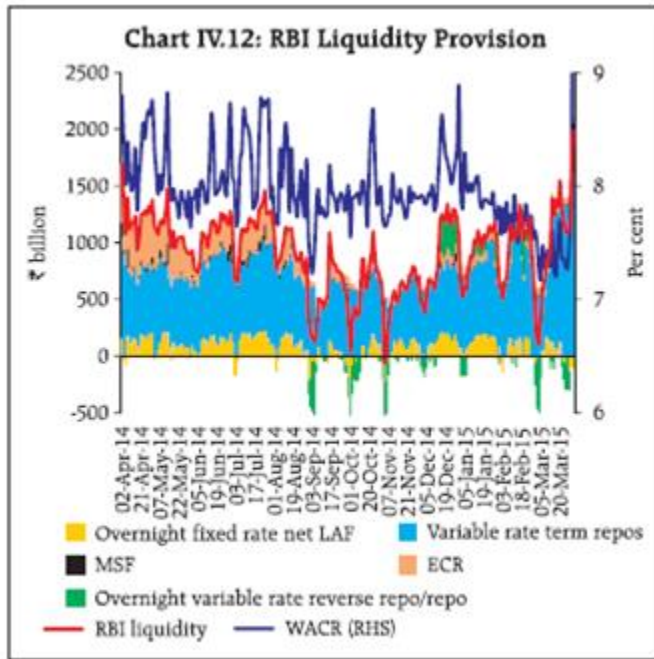
## IV.2 चलनिधि स्थितियां

तीसरी तथा चौथी तिमाही के दौरान व्यापक मुद्रा की वृद्धि कम रही। ऋण और जमा वृद्धि मोटे तौर पर एक दूसरे के तालमेल में बढ़ने से पहले इंगित घर्षणात्मक कारकों से उत्पन्न अल्पकालिक चलनिधि असंतुलनों को छोड़ कर प्रणाली में चलनिधि की स्थिति पूरे समय पर्याप्त बनी रही (चार्ट IV.10)। त्योहार के मौसम के साथ तीसरी तिमाही में मुद्रा की मांग बढ़नी शुरू हुई और चलनिधि में कुछ कमी आई लेकिन रिज़र्व बैंक द्वारा समय पर किए चलनिधि प्रावधानों के परिणामस्वरूप कम समय के लिए उत्पन्न परिवर्तनों



को दूर कर दिया गया। रिज़र्व बैंक की निवल विदेशी आस्तियों में बड़े विस्तार से संवर्धन होने से प्राथमिक चलनिधि के प्रावधान को बल मिला। सक्रिय अवरुधता परिचालनों से हालांकि आरक्षित मुद्रा की वृद्धि रूकी (चार्ट IV.11)।





2014-15 की तीसरी तिमाही में चलनिधि की स्थितियों में सुधार हुआ जो कि त्यौहार के दिनों के आसपास अस्थायी दबावों, दिसंबर के मध्य में अग्रिम कर के भुगतान और तिमाही के अंत में आंकड़ों को बढ़ा-चढ़ाकर दिखाने को छोड़कर संरचनात्मक और घर्षण कारकों के मेल को दर्शाता है। चौथी तिमाही में जनवरी 2015 के दूसरे सप्ताह से सरकारी खर्च में कटौती, क्रेडिट मांग में वृद्धि और मुद्रा की मांग में मौसमी वृद्धि के कारण चलनिधि की स्थितियां सीमित हुईं। रिज़र्व बैंक के पूर्व सक्रिय चलनिधि प्रबंधन परिचालनों ने यह सुनिश्चित किया कि मांग दरें नीति दर के आसपास की श्रेणी में ही रहें जिससे दैनिक अस्थिरता में कमी हो (चार्ट IV.12)।

क्षेत्र विशिष्ट पुनर्वित्त में कमी करने की डॉ उर्जित आर. पटेल समिति की सिफारिश के अनुसरण में जून 2014 से शुरू करते हुए निर्यात ऋण पुनर्वित्त (ईसीआर) सीमा को तीन चरणों में कम किया गया और अंत में 7 फरवरी 2015 से प्रणाली स्तर चलनिधि में मिला दिया गया। सुचारू परिचालनों को सुकर बनाने के और उपाय के रूप में रिज़र्व बैंक ने 21 फरवरी 2015 से रिवर्स रेपो और एमएसएफ परिचालनों को प्रत्येक शनिवार को करना शुरू किया।

घरेलू बुनियादी आंकड़ों में सुधार और वैश्विक जोखिम उठाने की भूख की पृष्ठभूमि में 2014-15 की दूसरी छमाही में वित्तीय बाजारों में समग्र रूप से कारोबार में तेजी रही। समग्र वैश्विक चलनिधि स्थितियों का विकास उच्च तीव्रता की घटनाओं जैसे कि अमेरिकी ब्याज दरों में वृद्धि, अन्यत्र स्थानों पर मौद्रिक निभावों और भू-राजनैतिक बिंदुओं पर निर्भर रहा। चलनिधि स्थितियां स्थिर रहीं और एकदिवसीय मांग मुद्रा दर में उतार-चढ़ाव अधिकांशतः नीतिगत रेपो दर के आसपास रहा।

## V. बाह्य वातावरण

वैश्विक आर्थिक बहाली (रिकवरी) सभी अर्थव्यवस्थाओं में मंद रही और अधिकतर उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) में मंदी रही। जहाँ उन्नत अर्थव्यवस्थाएँ (एई) अपस्फिति के जोखिमों के प्रति संवेदनशील बनी हुई हैं, वहीं प्रमुख उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) में मुद्रास्फिति के दबाव कम हुए, जिससे मौद्रिक नीति में नरमी की गुंजाईश बनी। जिसों की वैश्विक कीमतों में गिरावट जारी है। प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं में वित्तीय बाजारों में तेजी थी, लेकिन नीतिगत गतिविधियों में कीमतों में अस्थिरता थी।

सितंबर, 2014 के एमपीआर के बाद के महीनों में, वैश्विक आर्थिक गतिविधियाँ स्थिर होती प्रतीत होती हैं। लेकिन उन्नत अर्थव्यवस्थाओं और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में तथा जिसों के निर्यातकों और आयातकों में वृद्धि के भिन्न-भिन्न प्रोफाइलों के साथ। जिसों, खासकर कच्चे तेल की अंतरराष्ट्रीय कीमतों में एकाएक भारी गिरावट से सभी अर्थव्यवस्थाओं में माँग में पुनर्निर्धारण हुआ जान पड़ता है। सभी देशों में मौद्रिक नीति में गैरपरंपरागत रूप से भी नरमी आ रही है, और युएस मौद्रिक नीति सामान्यीकरण के समय को लेकर बाजार की अपेक्षाओं को पीछे धकेल दिया गया है। प्रतिक्रिया में, विनिमय दरों और अन्य आस्ति-मूल्यों में भारी बदलाव हुए हैं। जोखिमवहन क्षमता और आय की खोज दर्शाते हुए, वित्तीय बाजारों में बढ़ी हुई अस्थिरता के बीच, दीर्घकालिक आयों में रिकॉर्ड स्तर तक गिरावट आई है। तथापि जिसों के निर्यातकों के लिए, जोखिम स्प्रेडों में विस्तार हुआ है और मुद्रा में अवमूल्यन बहुत अधिक है। इसलिए, यद्यपि वित्तीय स्थितियाँ नरम हैं और वित्तीय आस्ति-मूल्यों में प्रतिबिम्बित हो रही हैं, वैश्विक वृद्धि का परिदृश्य संयत और कमजोर माँग के कारण ठिठका हुआ है।

### V.1. वैश्विक आर्थिक दशाएँ

संयुक्त राष्ट्र में, श्रम एवं गृहनिर्माण बाजार की दशाओं में बेहतरी के सहारे वृद्धि में मजबूती आ रही है। तथापि हाल के महीनों में युएस डॉलर में तीव्र अधिमूल्यन निर्यात की संभावनाओं को शिथिल कर सकता है। युरो क्षेत्र में, आर्थिक दशाएँ कमजोर ही बनी हुई हैं। हालाँकि कच्चे तेल की कम कीमतों और युरो में अवमूल्यन तथा बैंक द्वारा ऋण देने में बढ़ोतरी के सहारे 2014 की चौथी तिमाही और 2015 के शुरूआती महीनों में कुछ सुधार देखा जा रहा है। जापान में गतिविधियों में संकुचन 2014 की अंतिम तिमाही में कम रहा और 2015 के आरंभ में उच्चतर आवृत्ति आँकड़ों के मिलेजुले संकेतों के साथ, उपभोक्ता आत्मविश्वास और निर्यात में सुधार दिखता है, लेकिन खुदरा बिक्री और औद्योगिक उत्पादन कम हुए हैं।

अधिकतर ईएमई घटी हुई बाहरी माँगों, राजनैतिक अनिश्चितताओं और घरेलू आपूर्ति-पक्षीय बाधाओं के कारण सुस्त होती ही जा रही हैं। चीन में, 2014 की दूसरी छमाही में और 2015 की पहली तिमाही में

गतिविधियाँ धीमी हुई हैं क्योंकि निवेश की माँग में मंदी आई और *डिलिवरेजिंग* और परिवारों एवं कॉर्पोरेशनों में वित्तीय हानिपूर्ति के कारण भूसंपदा क्षेत्र कमजोर हुआ। तेल की गिरती कीमतों और पश्चिमी प्रतिबंधों के कारण रूसी अर्थव्यवस्था में तीव्र मंदी आई। ब्राजील में भी संकुचन आया है क्योंकि उच्च मुद्रास्फिति घरेलू माँगों को निचोड़ देती है। तेल एवं जिंसों की गिरती कीमतों से मध्यपूर्व के देशों, पूर्वी यूरोप और लातीन अमरीका के विकास की संभावनाओं पर भी बुरा असर पड़ा है। (सारणी V.1)

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

अवधि	ति.1 2014	ति.2 2014	ति.3 2014	ति.4 2014	2015पी
विकसित अर्थव्यवस्था					
यूनाइटेड स्टेट	1.9	2.6	2.7	2.4	3.6
यूरो क्षेत्र	1.1	0.8	0.8	0.9	1.2
जापान	2.1	-0.4	-1.4	-0.7	0.6
यूनाइटेड किंगडम	2.7	2.9	2.8	3.0	2.7
कनाडा	2.1	2.6	2.7	2.6	2.3
उभरती बाजार अर्थव्यवस्था					
चाइना	7.6	7.5	7.3	7.3	6.8
रूसिया*	0.6	0.7	0.9	0.4	-3.0
बाज़ील*	2.7	-1.2	-0.6	-0.2	0.3
मेक्सिको	0.9	2.8	2.2	2.6	3.2
साउथ अफ्रीका	2.1	1.3	1.5	1.3	2.1
मेमो आइटम	2014				
विश्व आउटपुट	3.3				
विश्वट्रेड वालयूम	3.1				

पी: प्रोजेक्शन

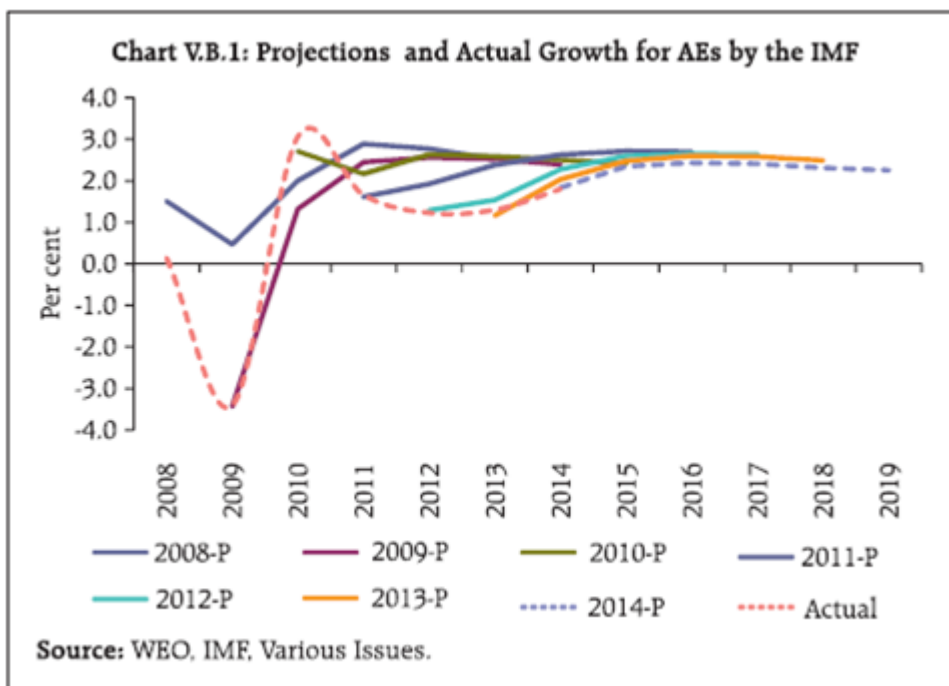
\* सिजनली एडलेस्ट नहीं

सोर्स:ओईसीडी.आईएमएफ और ब्लूमबर्ग

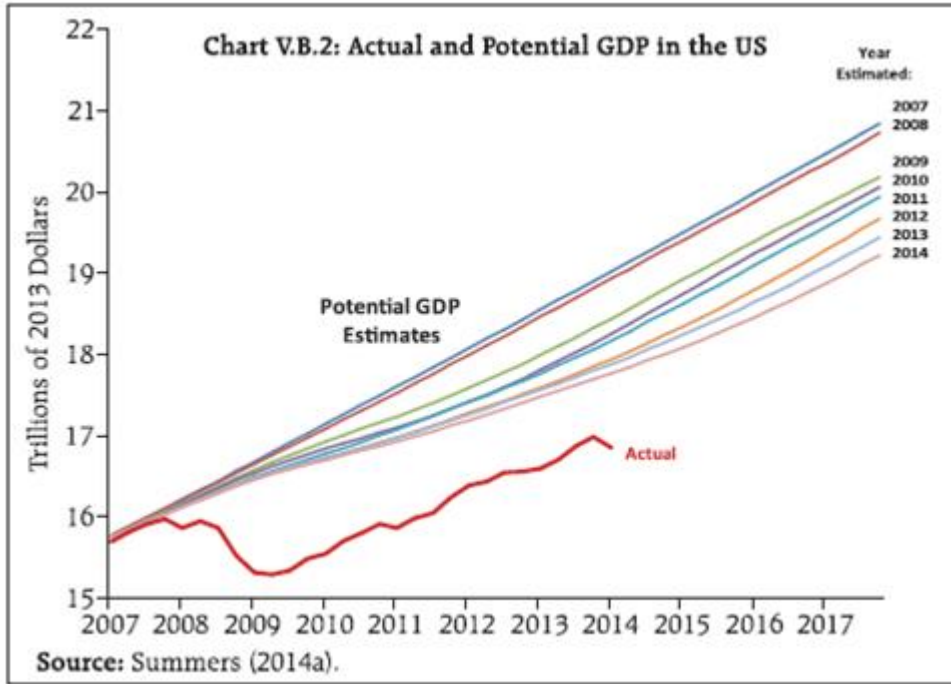
कुल मिलाकर, हालाँकि निकट भविष्य का परिदृश्य धीरे-धीरे सुधर रहा है, वैश्विक वित्तीय संकट के प्रभावों से *एई* को पूरी तरह उबरना अभी बाकी है। *ईएमई* सतत नकारात्मक परिणामी अंतरों और वृद्धि की गिरती संभावनाओं से निबटने की चुनौतियों का सामना कर रही हैं, जिसके परिणामस्वरूप उनके लिए और अधिक मंद परिदृश्य पैदा हो रहा है। वस्तुतः, 2014 और 2015 में अबतक सुस्त वैश्विक *रिकवरी* ने पूरे विश्व में पूर्वानुमानों में लगातार अधोमुखी समायोजन हेतु बाध्य किया है, जिसके कारण दीर्घकालिक गतिरोध की चिंताएँ बढ़ गई हैं (बॉक्स V.1)।

### बॉक्स V.1: दीर्घकालिक गतिहीनता: संकटपश्चात् चिंता

अच्छे खासे समय तक अतिसमायोजक मौद्रिक नीति जारी रखने के बावजूद, उन्नत अर्थव्यवस्थाएँ (*एई*) शिथिल बनी हुई हैं, जिससे यह डर पैदा हो रहा है कि वे शायद दीर्घकालीन गतिहीनता से गुजर रही हैं। दीर्घकालिक गतिहीनता का सिद्धांत (हैनसन, 1930) बचत की भरमार में प्रकट कम माँग की भूमिका पर जोर देने में *कीनेसियन* प्रकृति का है। आपूर्ति-पक्षीय कारक भी दीर्घकालीन वृद्धि को शिथिल करने में सक्रिय हैं- मंद जनसंख्या वृद्धि और कामगार आबादी की घटती आपूर्ति, मंद प्रौद्योगिकी प्रगति, मानव पूँजी पर कम प्रतिलाभ (गॉर्डन, 2014)। ये ताकतें *एई* को निम्नतर निवेश और निम्नतर संभाव्य वृद्धि के एक संतुलन जाल में नीचे धकेल रही हैं। इसलिए *एई* में मंदी वित्तीय संकट के चक्रीय परिणाम की बजाय एक संरचनात्मक घटना कहीं अधिक है। दूसरी तरफ, वित्तीय क्षेत्र में *डिलिवरेजिंग*, तुलन पत्रक में सुधार और विघटन *एई* की वृद्धि पर बुरा असर डाल रहे हैं। (चार्ट V.B.1)



यह तर्क दिया गया है कि युएस अर्थव्यवस्था में संभाव्य परिणाम 2007 के अपने स्तर से भी 10 प्रतिशत कम है (चार्ट V.B.2) अर्थात् जीडीपी को इसकी क्षमता तक सुधारने में कोई प्रगति नहीं हुई है (समर्स, 2014ए)। यहाँ तक कि कामगार आबादी पर भी विचार करने पर भी, समग्र रोजगार/आबादी अनुपात इस दृष्टिकोण का समर्थन करता है।

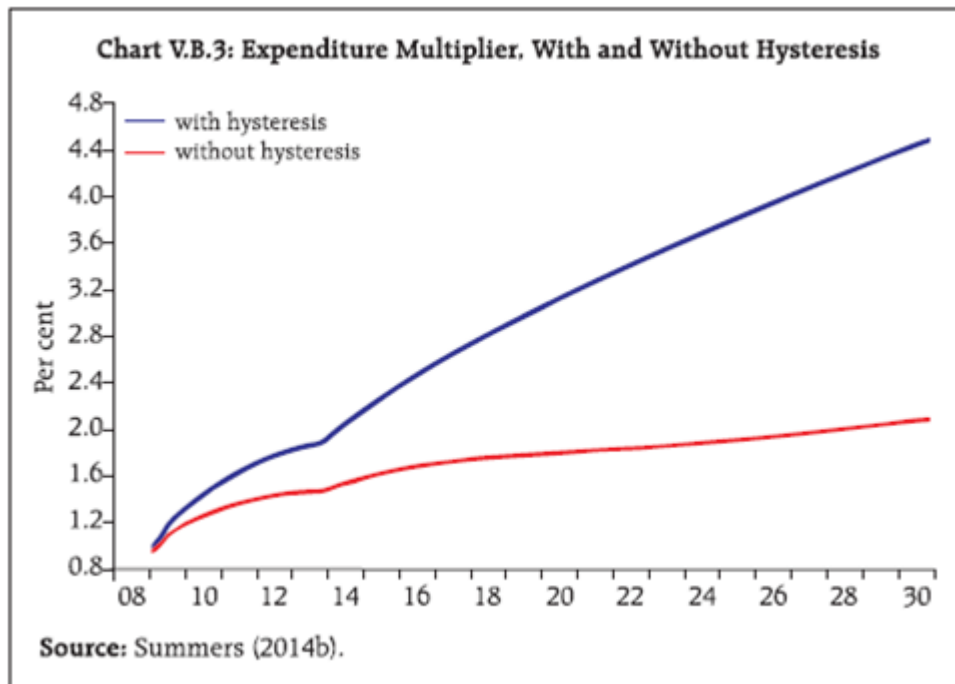


क्या अर्थव्यवस्था की भविष्यगत क्षमता क्षीण हो गई है? निम्नतर कुल कारक उत्पादकता क्षमता में अधोगामी रुझान के लघुतम अंश के लिए जिम्मेदार है, जबकि इसका बृहत्तम अंश घटे हुए पूँजी निवेश और इसके बिल्कुल साथ-साथ घटी हुई श्रम-निविष्टि से संबद्ध है। जापान और युरोप के मामले में ठीक ऐसा ही प्रमाण देखने को मिलता है।

अर्थव्यवस्था के ढाँचे में बदलावों ने बचत और निवेश के प्राकृतिक संतुलन में एक महत्वपूर्ण *शिफ्ट* भी किया है, जिसके कारण संतुलन या सामान्य वास्तविक ब्याज दर में गिरावट आई है, जो पूर्ण रोजगार से संबद्ध है (किंग एंड लो, 2014)। यह वैश्विक आधार पर भविष्य में वित्तीय स्थिरता में बढ़ी हुई भेद्यता का लक्षण हो सकता है।

ये नतीजे बताते हैं कि दीर्घकालीन रणनीति के तौर पर, संभाव्य परिणाम को बढ़ाने के लिए मौद्रिक नीति का इस्तेमाल अपनी सीमाओं पर पहुँच गया प्रतीत होता है। निजी निवेश को बढ़ावा देने वाले विनियामक और कर-सुधारों और निर्यात और सार्वजनिक निवेश को बढ़ावा देने वाली नीतियों के जरिए माँग के स्तर को बढ़ाना कहीं अधिक कारगर रणनीति हो सकती है। युएस के लिए *माँडल सिमुलेशन* ये सुझाते हैं कि सरकारी व्यय को लक्ष्य कर बजट घाटे में एक प्रतिशत की वृद्धि को पाँच वर्षों तक बनाए रखने से, श्रम-

निकासी प्रभावों (चार्ट V.B.3) के बावजूद, माँग में ठोस उछाल पैदा होता है- जीडीपी पर दीर्घकालीन कर्ज के अनुपात में कमी के साथ- इसमें कई गुणा वृद्धि के बहुत बड़े परिणाम हो सकते हैं (समर्स 2014 बी)।



निर्णायक मंडल अब भी तय नहीं कर पा रहा कि *एई* दीर्घकालिक गतिहीनता का सामना कर रही हैं या नहीं। एक वैकल्पिक दृष्टिकोण यह है कि यह बस एक विलंबित कारोबारीय चक्र और तात्कालिक प्रतिकूल परिस्थितियों और दिग्भ्रमित राजकोषीय संकुचन की एक झलक भर है (बेकवर्थ, 2014)। साफ है कि समुचित नीतिगत कार्रवाईयों को लेकर कोई सर्वसहमति नहीं है: अवसंरचनात्मक निवेश के जरिए समग्र माँग को प्रोत्साहित करने हेतु राजकोषीय नीति; माँग को बढ़ाने हेतु सतत निम्न ब्याज दरें; आपूर्ति-पक्षीय बाधाओं के समाधान हेतु ढाँचागत सुधार; प्रौद्योगिकी अन्वेषण (ब्रायनजॉल्फ्ससन एंड मॅकैफी, 2014) या इनका तर्कसंगत मेल।

#### संदर्भ:

बेकवर्थ, (2014)(2014), “ हेयर्स वाय लेरी समर्स इज रॉग एबाउट सेक्यूलर स्टेगिनेशन”, वॉल स्ट्रीट जनरल.

ब्रायनजॉल्फ्ससन, ईरिक एंड एंड्रू मॅकैफी, (2014), द सेकंड मशीन एज: वर्क, प्रोग्रेस, एंड प्रोस्पेरिटी एन ए टाइम आफ ब्रिलियंट टेक्नोलिजिस, डब्ल्यू. डब्ल्यू. नार्थन एंड कंपनी.

गॉर्डन, (2014), “ द डिमाइस आफ यू.एस. इकानामिक ग्रोथ: रिस्टेटमेंट, रिबुयटल एंड रिफ्लेक्शन”, एनबीईआर वर्किंग पेपर नं. 19895.

हैनसन, ए.एच. (1939), "इकानामिक प्रोग्रेस एंड डिक्लाइनिंग पोपुलेशन ग्रोथ", अमेरिकन इकानामिक रिव्यू Vol. 29 (1), pp. 1-15.

किंग, मार्विन एंड डेविड लो, (2014), "मिज़रिंग द वर्ल्ड" रियल इंटररेस्ट रेट", एनबीईआर वर्किंग पेपर नं. 19897.

समर्स, एल.एच. (2014a), रिप्लेक्शन आन द 'न्यू सेक्यूलर स्टेगनेशन, हाइपोथेसिस' इन सी. टयुलिंग एंड आर.बल्डविन (Eds.) सेक्यूलर स्टेगनेशन: फेक्ट, कॉंजेस एंड क्युर्स (pp.27-38), A Vox EU.org.Book, सीडीपीआर प्रेस.

समर्स, एल.एच. (2014b), "यूएस इकानामिक प्रोस्पेक्ट: सेक्यूलर स्टेगनेशन, हिस्टेरिसिस, एंड द जीरो लोअर बांड", बिजनेस इकानामिक्स, Vol. 49 (2), pp. 65-74.

विश्व व्यापार की गति चक्रीय एवं अवसंरचनात्मक - दोनों कारकों का भार पड़ने के कारण कम बनी हुई है और 2014 में विश्व व्यापार की मात्रा मात्र 3.1 प्रतिशत बढ़ पाई है, जो संकट-पूर्व रुझान से काफी नीचे है (आईएमएफ, 2015)<sup>1</sup>। चीन, रूस, युरो क्षेत्र और जापान में वृद्धि में गिरावट का प्रभाव विश्व व्यापार पर काफी पड़ा है और कुछ प्रमुख तेल निर्यातक देशों में कमजोर गतिविधि से यह और प्रभावित हुआ है। यद्यपि, 2015 में वैश्विक परिणाम में बेहतरी के साथ, विश्व व्यापार में धीरे-धीरे वृद्धि होने की संभावना है (आईएमएफ, 2015), लेकिन वैश्विक माँग और जिंसों की अंतरराष्ट्रीय कीमतों की मंद दशाओं के कारण, जोखिम नीचे की ओर बढ़ रहे हैं। अधिकतर ईएमई संबंधी आवक आँकड़े 2015 के आरंभिक दो महीनों में निर्यात में संकुचन दर्शाते हैं।

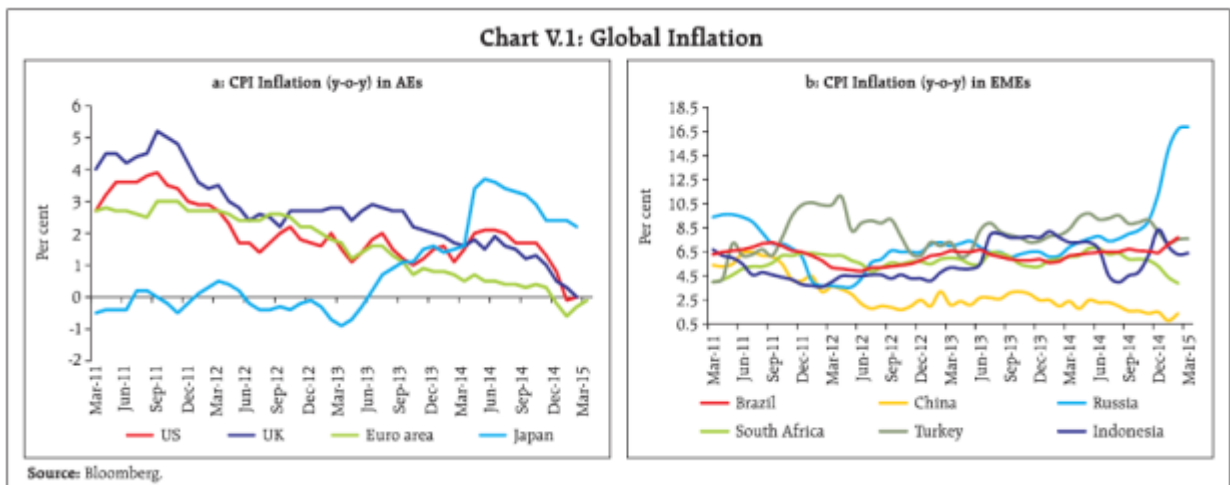
## V.2 वैश्विक मुद्रास्फीति संबंधी गतिविधियां

मुद्रास्फीति विभिन्न उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (ईई) और उभरती हुई अर्थव्यवस्थाओं की ओर बढ़ता जा रहा है, हालांकि इसकी तीव्रता भिन्न है। कमजोर मांग स्थितियों के परिदृश्य में उपभोक्ता वस्तुओं के मूल्यों में गिरावट से आने वाली अपस्फीति कई ईई के लिए गंभीर चिंता का विषय बन चुका है। युरो क्षेत्र मुद्रा अपस्फीति चक्र से बाहर निकलने के लिए संघर्षरत है और मार्च में सीपीआई मुद्रास्फीति दर - (0.1) प्रतिशत रहा है। संयुक्त राष्ट्र और यूके में 2014 के उत्तरार्ध से मुद्रास्फीति में गिरावट आ रही है जहां फरवरी में दोनों देशों में शून्य मुद्रास्फीति की स्थिति बनी थी। यूके में खाद्य पदार्थों और इंधन की कम कीमतों के कारण मुद्रास्फीति दर कम बनी रही है। वहीं संयुक्त राज्य में डॉलर की मुल्यवृद्धि से अपस्फीति की स्थिति बनी है। जापान में भी सीपीआई मुद्रास्फीति ने अप्रैल 2014 में उपभोग टैक्स में वृद्धि के प्रभाव को कम कर दिया है और इसमें लगातार गिरावट होते हुए अब यह 2.2 प्रतिशत पर है। इसका प्रमुख कारण उपभोक्ता वस्तुओं की गिरती कीमतें हैं।

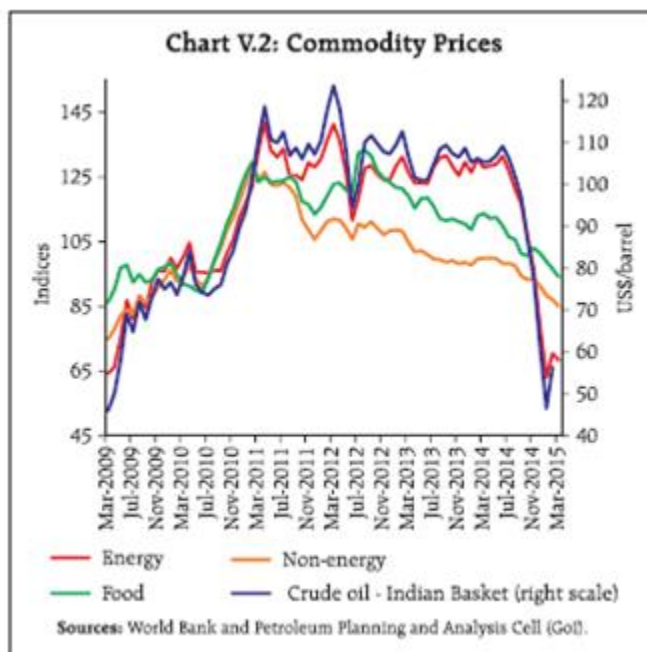
उभरती हुई अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) की हालांकि उपभोक्ता वस्तुओं की कीमतों में तेज गिरावट से लाभ हुआ है, कुछ देशों में मुद्रास्फीति लगातार उच्च बनी रही है। जबकि चीन में कमजोर घरेलू मांग और गिरती हुई फैक्ट्री कीमतों के कारण अपस्फीति का जोखिम बढ़ा है, वहीं तेल की कीमतों में गिरावट के कारण इंडोनेशिया, दक्षिण अफ्रीका और तुर्की में मुद्रास्फीति में थोड़ी राहत मिली है। इसके विपरीत ब्राजील और



रुस में मुद्रास्फीति का दबाव उच्च रहा है जिसका कारण घरेलू कारक और मुद्रा का काफी अवमूल्यन है। (चार्ट V.1.बी)



अगस्त 2014 से मजबूत आपूर्ति स्थितियों के कारण विश्व में ऊर्जा कीमतों में तेज गिरावट आई है जहां कि जनवरी 2015 में ब्रेंट और WTI कच्चे तेल की कीमतें गिरकर 50 यूएस डॉलर प्रति बैरल तक आ गई थी। (चार्ट V.2)

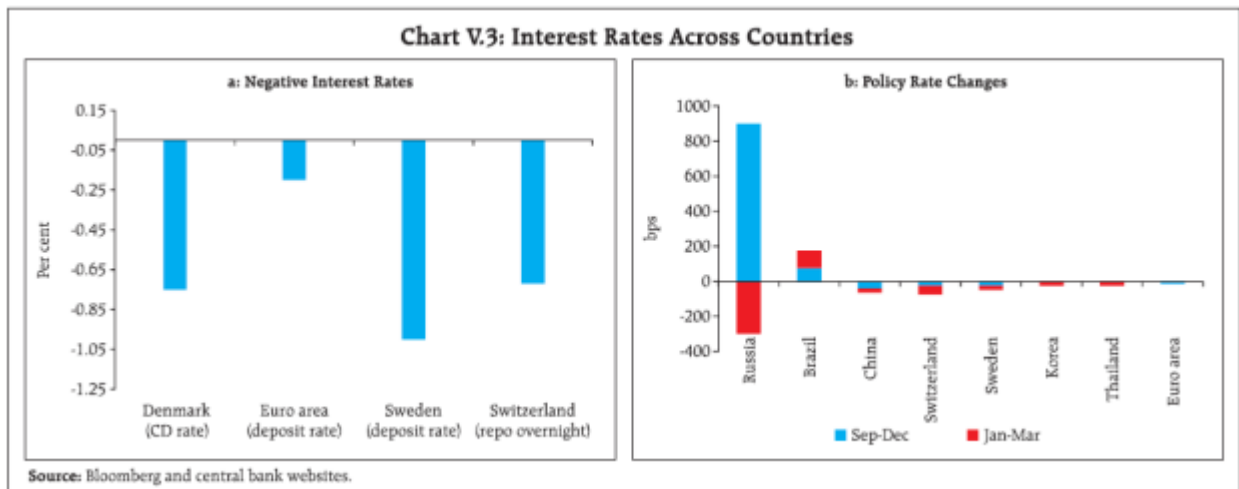


तब से बीच में बीच अस्थिरताओं के दौर आ रहे हैं जिसके कारक संयुक्त राज्य की रिग काउंट में कमी, अमेरिकी अर्थव्यवस्था के अपेक्षाकृत बेहतर डेटा और मध्य एशिया में अशांति आदि हैं। अधिकांश गैर ऊर्जा मूल्यों में लगातार गिरावट बनी हुई है। वैश्विक खाद्य मूल्यों में भी गिरावट जारी है जिसके पीछे उत्पादन की अच्छी प्रत्याशा, सुदृढ़ भंडार, मजबूत अमेरिकी डॉलर और चीन जैसे प्रमुख आयातक की सीमित मांग

है। भविष्य में उपभोक्ता कीमतों के स्थिर बने रहने की आशा है क्योंकि वैश्विक अर्थव्यवस्था में मंदी बनी हुई है। प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं में धीमी और अस्थिर आर्थिक सुधार के कारण अपस्फीति कारक दबाव और गहन हो सकते हैं। वहीं दूसरी ओर प्रमुख केंद्रीय बैंकों द्वारा किए गए मौद्रिक नीति में दी गई ढील मांग को बढ़ावा देंगे।

### V.3 मौद्रिक नीति की अवस्थिति

कमजोर संवृद्धि तथा अपस्फीति/अवस्फीति दबावों के मिश्रण का सामना कर रहे उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (एई) तथा उभरती अर्थव्यवस्थाओं(ईएमई) के केंद्रीय बैंक ने उदार मौद्रिक नीतियों का अनुसरण किया है। यूएस में, मौद्रिक नीति, अक्टूबर माह में फेड के आस्तियों की खरीद पर रोक के बावजूद ब्याज दर शून्य के करीब रहने के साथ, काफी उदार रही है। आगे का मार्गदर्शन का न होते हुए भी मार्च में बाजार ने फेड से अत्यंत ही शकून भरे अंदाज में यह उम्मीद जतायी कि फेड अपने नीतिगत दरों को और उन्नत बनाएगा। लगातार अवमूल्यन का सामना कर रहे, बैंक ऑफ जापान ने भी 80 ट्रिलियन प्रति वर्ष अपने मौद्रिक बेस एक्सपैंसन के लक्ष्य को बनाए रखा। ईसीबी ने अपना आस्ति खरीद कार्यक्रम मार्च 2015 से शुरु किया है जिसके फलस्वरूप यूरो का काफी बड़ा मूल्य हास हुआ है तथा लॉग टर्म बांड पर प्रतिफल को गर्त में पहुंचा दिया। कुछ देशों ने अपस्फीति के दबावों के कारण उपजे उच्च वास्तविक ब्याज दर से निपटने के लिए नकारात्मक ब्याज दर नीति का सहारा लिया है। (चार्ट V.3ए)



बहुत सारे ईएमई ने अपनी मौद्रिक नीति में ढील दिया है क्योंकि कमजोर घरेलू मांग और ऊर्जा मूल्यों में तेज गिरावट से मुद्रास्फीतिक दबाव कम हुआ है। चीन ने नवंबर 2014 में जमा / उधार दर में कटौती तथा फरवरी में फरवरी माह के लिए रिज़र्व रिक्वायरमेंट में कमी और वित्तीय लागत को कम करने के लिए अन्य उपायों का अनुपालन किया है। अन्य उभरती अर्थव्यवस्थाएं जैसे कि थाइलैंड और कोरिया ने भी उनके बाहरी प्रतिस्पर्द्धा को बचाने के लिए अपने नीतिगत दरों में तत्काल बार-बार कमी की है। तुर्की और इंडोनेशिया ने भी मुद्रास्फीति परिदृश्य में सुधार होने से अपने नीतिगत दरों में कटौती की है।

वैश्विक स्तर पर कच्चे तेल की कीमतों में तेजी से गिरावट होने और पश्चिमी देशों की स्वीकार्यता के कारण रुस ने 2015 के पहली तिमाही में नीतिगत दरों में दो बार कटौती की है। ब्राजील एक अपवाद के रूप में है जो मार्च में छह वर्षों के सबसे उच्च स्तर पर नीतिगत दरों में लगातार बढ़ोतरी की है; एक कमजोर होती मुद्रा ने पहले से ही बनी उच्च मुद्रास्फीतिक दबावों को और खराब कर दिया है। (चार्ट V.3 बी)

अब तक केंद्रीय बैंको द्वारा मौद्रिक नीति में परिवर्तन स्पष्टतया, वित्तीय स्थिरता, प्रतिस्पर्धात्मक अवमूल्यन को समझने के बजाए कमजोर अर्थव्यवस्था और एक्सचेंज रेट से जुड़ी चिंताओं के कारण हुई है।

#### VI.4 अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजार

यूएस में डेटा जारी होने तथा फेड द्वारा नीति को सामान्य करने के वक्तव्य के कारण 2014 के मध्य से वित्तीय बाजार अस्थिर है। ग्रीस के कारण यूरोप में राजनीतिक संकट, तेल का निम्न मूल्य और दूसरे देशों की विशेष घटनाओं ने भी निवेशकों की धारणाओं को प्रभावित किया है। आकस्मिक निम्न ब्याज दरों और अति जोखिम प्रीमियम के कारण दीर्घवधिक सरकारी बांडो के प्रतिफल में त्वरित गिरावट आई है जबकि प्रतिफल की तलाश में अधिकतम संपत्तियों के मूल्य में रिकार्ड वृद्धि कर निवेशकों को जोखिम आधारित संपत्तियों की तरफ धकेला है(चार्ट v.4a)। मौद्रिक नीति में ढील ने भी 2015 के प्रथम तिमाही में वैश्विक इक्विटी बाजार में वृद्धि दर्ज की, विशेष रूप से एई में (AEs), जबकि 2014 की दूसरी छमाही में अति अस्थिरता देखी गयी( चार्ट 4b)।

2014 की दूसरी छमाही में ईएमई (EMEs) में पूंजी प्रवाह कम होने के कारण वृद्धि की तस्वीर धुंधली बनी हुई थी। जिस के दामों में गिरावट और यूएस मौद्रिक नीति ने जोखिम को और भी अधिक बढ़ा दिया है। यद्यपि ईसीबी (ECBs) के QE कार्यक्रम की घोषणा के बाद 2015 के प्रथम तिमाही में कुछ ईएमई में पोर्टफोलियों अंतर प्रवाह बढ़ा है। बाजार द्वारा फेड के मार्च में जारी वक्तव्य में वायदा दिशानिर्देश को शांतिमय पाया, ईएमई में पोर्टफोलियो अंतरप्रवाह में अस्थिरता वापस आयी है और अपेक्षाकृत कमजोर घरेलू समष्टि अर्थशास्त्र सिद्धांतों वाले देशों के प्रति निवेशक भेदभाव करने लगे।

यूएस डालर प्रमुख करेंसी तथा मुख्यतया ईएमई करेंसी के विरुद्ध वृद्धि दर्ज किया है। जून 2014 के मध्य से डालर इंडेक्स ने दोनों, सांकेतिक तथा वास्तविक टर्म में प्रमुख करेंसी के विरुद्ध 20% की वृद्धि दर्ज किया है। संक्षेप में, हाल की घटनाओं में अनिश्चितता तथा भविष्य में कच्चे तेल के दामों में अनिश्चितता ने वैश्विक वृद्धि आउटलुक में नया आयाम जोड़ा है। आशा की बात यह है कि तेल का कम दाम तेल आयात करने वाले आयातकों के क्रय शक्ति में वृद्धि करेगा, निराशा की बात यह है कि तेल निर्यातकों कि प्रतिकूल प्रभाव पड़ेगा। प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं में विविध मौद्रिक नीतियों के कारण बाजार अवधारणाओं में बदलाव आधारित तथा पूंजी प्रवाह और करेंसी बाजार अस्थिरता के परिणाम स्वरूप जोखिमों में वृद्धि होगी।