

I. समष्टि-आर्थिक परिदृश्य

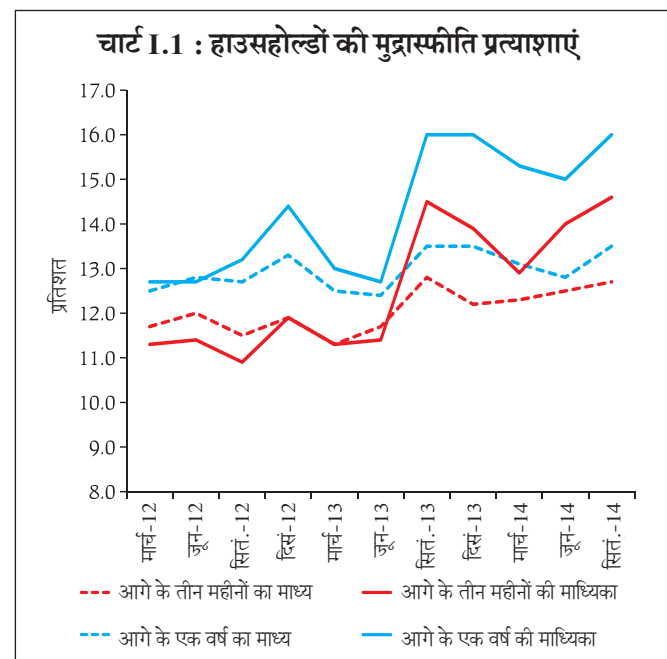
2014-15 की पहली तिमाही (क्यू1) में आर्थिक कार्य-कलापों में तेजी आई, पर दूसरी तिमाही (क्यू2) में इसकी गति में शिथिलता आई प्रतीत होती है। कारोबारी विश्वास में सुधार और निवेश मांग की फिर से शुरुआत हेतु अनुकूल माहौल से वर्ष के अंत में वास्तविक जीडीपी वृद्धि में गति आनी चाहिए। इसमें मामूली रूप से बढ़ रहे वैश्विक समुत्थान के सहारे बढ़ने वाले निर्यात तथा अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय बाजारों में प्रतिफल की जारी तलाश के चलते होने वाले पूँजी आगम से सहायता मिलेगी। खाद्य आपूर्ति में मौसम के चलते आने वाली बाधाओं को छोड़कर, मुद्रास्फीति में कमी आ रही है जो कि व्यापक स्वरूप की है तथा 2014-15 में यह प्रत्याशित मार्ग के आस-पास बढ़ेगी। तथापि, प्रतिबद्ध निर्दिष्ट मार्ग से होते हुए मुद्रास्फीति को 2016 तक 6 प्रतिशत तक लाने के रास्ते में हाउसहोल्ड्स की बढ़ी हुई मुद्रास्फीतीय प्रत्याशाओं और अभी तक बढ़े हुए इनपुट लागतों व अड़ियल मजदूरी की चुनौतियां बनी हुई हैं।

I.1 मुद्रास्फीति परिदृश्य

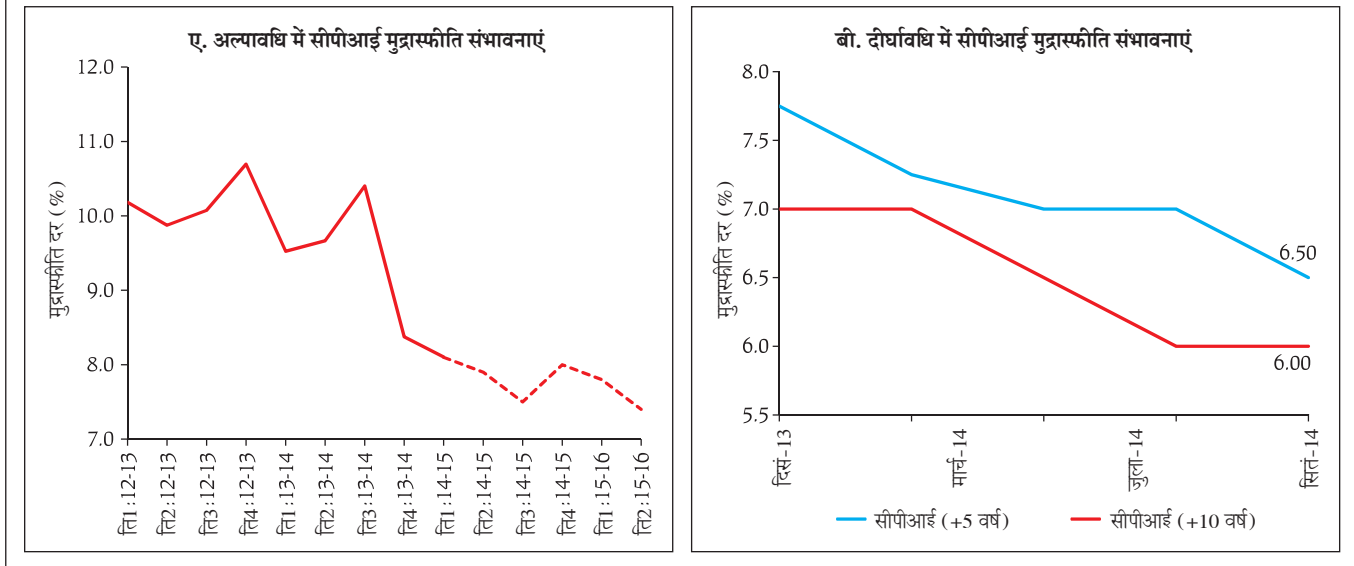
नवंबर 2013 के 11.2 प्रतिशत के शिखर से उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) मुद्रास्फीति में कमी आने के साथ अल्पावधि मुद्रास्फीति संभावना में सुधार हुआ है और अप्रैल में पहले मौद्रिक नीति वक्तव्य के समय जितना लग रहा था उसकी तुलना में जनवरी 2015 के लिए 8 प्रतिशत का लक्ष्य पहले से अधिक पहुँच के अंदर लगता है।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

जोखिम मानसून के असमान, स्थानिक वितरण तथा भू-राजनैतिक तनावों से है जो अगर घटित हो जाएं तो अल्प-कालिक संभावना पर प्रतिकूल असर पड़ सकता है।

भविष्योन्मुखी सर्वेक्षणों में विभिन्न आर्थिक एजेंटों की प्रत्याशाओं के अध्ययन से मजदूरी व कीमत संरचना के बारे में और इस प्रकार मुद्रास्फीतीय स्थितियों के विकास के बारे में उपयोगी समझ हासिल होती है। तीन महीने आगे को लेकर हाउसहोल्ड्स मुद्रास्फीतीय प्रत्याशाओं में मुद्रास्फीति के मोर्चे पर हाल की अनुकूल घटनाओं को समुचित स्थान नहीं मिला प्रतीत होता है और अनुमान है कि मानसून की अनिश्चितता के चलते उनकी प्रत्याशाएं मार्च से बढ़ती ही जा रही हैं (चार्ट I.1)। दिसंबर 2013 के समय से कुछ घटने के बाद एक वर्ष आगे की मुद्रास्फीतीय प्रत्याशाएं भी बढ़ी हैं और दीर्घावधि औसत की तुलना में ऊँचाई पर बनी हुई हैं। रिजर्व बैंक ने जिन पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं (प्रोफेशनल फोरकास्टर्स) का सर्वेक्षण किया है वे भी मानते हैं कि 2014-15 की तीसरी तिमाही (क्यू3) तक माध्यिका मुद्रास्फीति (मीडियन इनफ्लेशन) कुछ नरम पड़ सकती है परंतु चौथी तिमाही (क्यू4) में इसमें मजबूती आ सकती है (चार्ट I.2)। तथापि, उनकी दीर्घावधि मुद्रास्फीतीय प्रत्याशाएं ढलान के पथ पर प्रतीत होती हैं। रिजर्व बैंक के औद्योगिक संभावना सर्वेक्षण में निकट-अवधि में इनपुट कीमतों के बारे में विनिर्माताओं (मैन्यूफैक्चरर्स) की प्रत्याशाओं में नरमी झलकती है; अर्थव्यवस्था



चार्ट I.2 : पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं की अल्पावधिक एवं दीर्घावधिक मुद्रास्फीति संभावनाएं



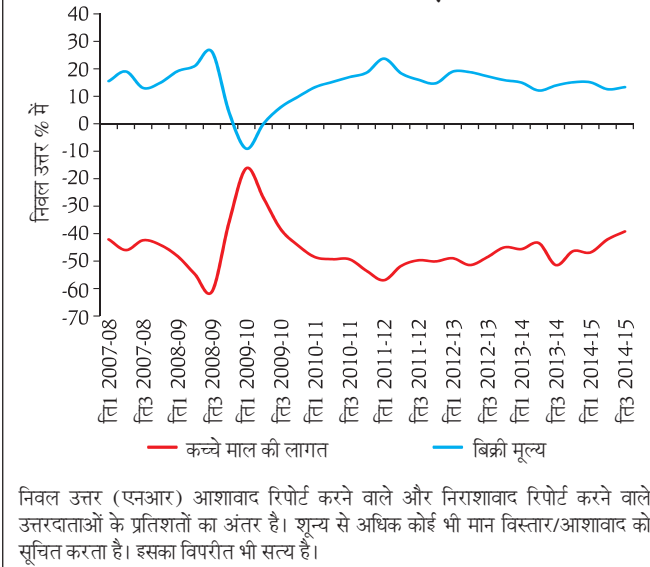
में ढिलाई बनी रही तो आगे चलकर यह विक्रय मूल्यों (सेलिंग प्राइसेज) को नरम कर सकता है (चार्ट I.3)।

बेसलाइन अनुमानों (सारणी I.1) को लें तो संरचनात्मक मॉडलों से प्राप्त निकट-अवधि पूर्वानुमान और मॉडलों से बाहर के निर्णयपरक एडजस्टमेंट, जिसमें वैसी सूचनाएं आती हैं जिन्हें स्पष्टतः मॉडल नहीं किया गया है, से यह संकेत मिलता है कि 2014-15 की चौथी तिमाही में औसत सीपीआई हेडलाइन मुद्रास्फीति 6.8 प्रतिशत

से 9.2 प्रतिशत के 70 प्रतिशत विश्वास अंतराल के साथ लगभग 8 प्रतिशत होगी। इस प्रकार, जनवरी 2015 तक सीपीआई मुद्रास्फीति को 8 प्रतिशत या उससे कम पर रखने के लक्ष्य के प्रति जोखिम मोटे तौर पर संतुलित हैं (चार्ट I.4)। निकट अवधि में मुद्रास्फीति के मार्ग का विकास बताता है कि मुद्रास्फीति 8 प्रतिशत के करीब के अपने वर्तमान स्तर से नरम पड़कर नवंबर तक लगभग 6 प्रतिशत पर आ जाएगी। आनेवाले महीनों में अनुकूल आधार प्रभावों (बेस इफेक्ट्स) के उलटने से (बॉक्स I.1), इस बात की संभावना है कि मुद्रास्फीति फिर चढ़कर जनवरी तक लगभग 8 प्रतिशत पर पहुँच जाए जो कि मार्च 2015 तक रहे।

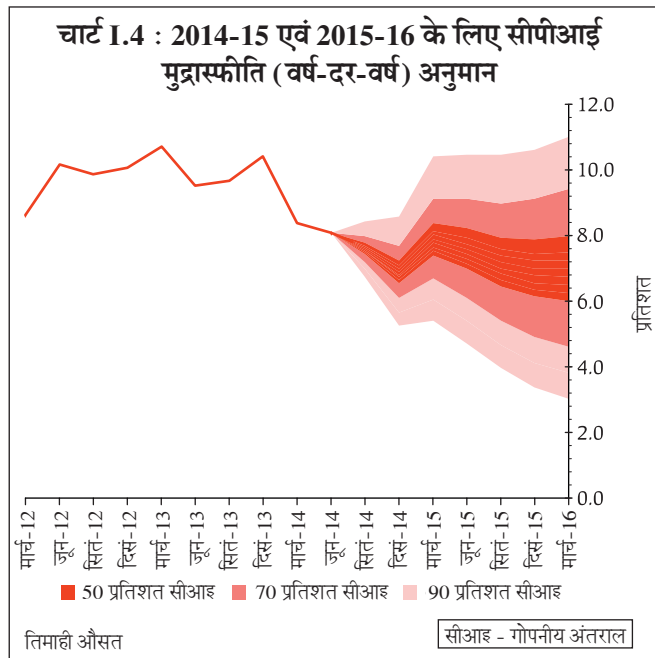
यह मानते हुए कि भारतीय अर्थव्यवस्था की समष्टि-आर्थिक नीतियां एवं संरचनागत विशेषताएं लंबे समय अर्थात् मार्च 2016

चार्ट I.3 : कच्चे माल तथा बिक्री मूल्यों की लागत की संभावनाएं



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

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



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

1.2 वृद्धि का परिदृश्य

लगातार आठ तिमाहियों तक कमजोर बने रहने के बाद 2014-15 की पहली तिमाही (क्यू1) में वास्तविक जीडीपी ने 5.7 प्रतिशत की वृद्धि दर्ज करके चकित कर दिया। आपूर्ति पक्ष में दक्षिण पश्चिम मानसून में 12 प्रतिशत की कमी, साथ ही इसके असमान वितरण और गत वर्ष की तुलना में खरीफ़ की देर से बुवाई कृषि विकास

बाक्स 1.1: आधार प्रभाव और मुद्रास्फीति पूर्वानुमान

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

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

अल्पावधि वर्ष-दर-वर्ष मुद्रास्फीति पूर्वानुमान मूलतः आधार प्रभाव (बेस इफेक्ट्स) से प्रभावित होते हैं और इसलिए अच्छे पुर्वानुमान की कुंजी इस बात की अच्छी समझ है कि आधार अवधि में मुद्रास्फीति की चाल कैसी और क्यों रही। औपचारिक रूप से बेस इफेक्ट को

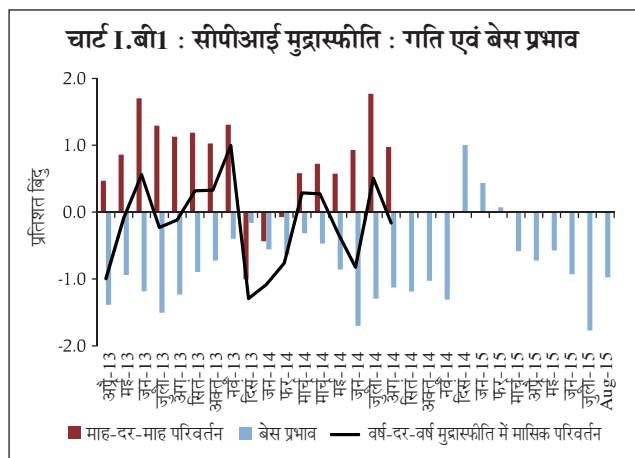
आधार अवधि - अर्थात् वह अवधि जिसे वार्षिक दरों² की गणना के काम में लिया जाता है - के दौरान मूल्य सूचकांक (या उप-सूचकांक) में असामान्य या अतिवादि परिवर्तनों से मुद्रास्फीति की वार्षिक दर में परिवर्तनों में योगदान के रूप में परिभाषित किया गया है। इस प्रकार वर्ष-दर-वर्ष मुद्रास्फीति के पूर्वानुमान के दो हिस्से हैं (ए) आधार अवधि, जो हम पहले से जानते हैं, में मुद्रास्फीति के मोमेंटम से निकाले जाने वाले आधार प्रभाव (बेस इफेक्ट्स) की अच्छी समझ; और (बी) समय श्रृंखला तकनीकों (टाइम सिरीज टेक्निक्स) और संरचनात्मक (स्ट्रक्चरल) मॉडलों के जरिये भावी संवेगों (मुमेंटम्स) का पूर्वानुमान लगाना और उन्हें मूल्य सूचकांक के मूल्यों/अंकों (वैल्यूज) में बदलना।

2013-14 और अब तक 2014-15 के बारे में बताने वाला मुद्रास्फीति परिणाम हेडलाइन मुद्रास्फीति की प्रत्यक्ष अस्थिरता में देखे गए आधार परिणामों और संवेग (मोमेंटम) के बीच परस्पर आदान-प्रदान का एक अच्छा उदाहरण है। जून 2014 में सब्जियों की कीमतों के तेजी से बढ़ने से हेडलाइन कीमत वृद्धियों का संवेग (मोमेंटम) अधिक रहा, लेकिन अनुकूल आधार प्रभाव के कारण वर्ष-दर-वर्ष मुद्रास्फीति नीचे गई क्योंकि जून 2013 में यह मोमेंटम और अधिक था। इसके विपरीत जुलाई 2014 में, पिछले महीने की तुलना में, सब्जियों की कीमतों के और ज्यादा बढ़ने से हेडलाइन मुद्रास्फीति का संवेग (मोमेंटम) अधिक हो गया जिसकी भरपाई अनुकूल आधार प्रभाव से भी नहीं हो पाई।

(क्रमशः)

परिणामतः जून 2014 की तुलना में जुलाई 2014 में वर्ष-दर-वर्ष मुद्रास्फीति तेजी से बढ़ी। हेडलाइन कीमत संवेग, जिसमें सब्जियों की कीमतों में माह-दर-माह (एम-ओ-एम) वृद्धि के दायरे में कमी आने के कारण कुछ नरमी आई थी, उस पर बेस इफेक्ट के हावी हो जाने से, वर्ष-दर-वर्ष मुद्रास्फीति ने जुलाई 2014 से अगस्त 2014 में गिरावट दर्ज की (चार्ट I.बी1)।

आगे, सितंबर-नवंबर 2014 में, प्रत्याशा है कि अनुकूल आधार प्रभाव के कारण हेडलाइन मुद्रास्फीति नरम पड़ेगी और इसमें मोमेंटम की कमी से भी मदद मिलेगी क्योंकि सब्जियों की कीमतें हाल की अपनी ऊँचाई से उतरी हैं। दिसंबर 2014 - फरवरी 2015 के दौरान हेडलाइन मुद्रास्फीति के विकास पर आधार अवधि की कीमतों में माह-दर-माह परिवर्तनों में तेज गिरावट से पैदा होने वाले प्रतिकूल आधार प्रभाव का काफी असर पड़ेगा। सब्जियों की कीमतों में मौसमी नरमी से संभावित दबे हुए संवेग के बावजूद इसका परिणाम दिसंबर 2014 - फरवरी 2015 में मुद्रास्फीति के ऊपर जाने के रूप में आएगा। अगले वर्ष



सामान्य मानसून के साथ अवस्फीतिकारी मौद्रिक नीति हेडलाइन मुद्रास्फीति के मोमेंटम को रोक सकती है। इसके साथ जून-अगस्त 2014 में उच्च मुद्रास्फीति से जन्मा अनुकूल आधार प्रभाव मिलकर 2015-16 के मध्य में मुद्रास्फीति मार्ग को नीचे ला सकता है।

¹ सामान्यतः मौसमी एडजस्टमेंट इसलिए किए जाते हैं कि उस अंतर्निहित रुझान की साफ तस्वीर मिल सके जो कृषि उत्पादन या उपभोक्ता व्यय आदि में देखे जाने वाले मौसमी प्रभावों से संबंधित पहले से बताए जा सकने लायक बहुत कम समय के परिवर्तनों से धुँधला नहीं पड़ता। माह-दर-माह परिवर्तनों को भी सामान्यतः वार्षिकीकृत किया जाता है ताकि मुद्रास्फीति को व्यक्त करने के तरीके के अनुसार वार्षिक दर आकलन प्राप्त हो सके।

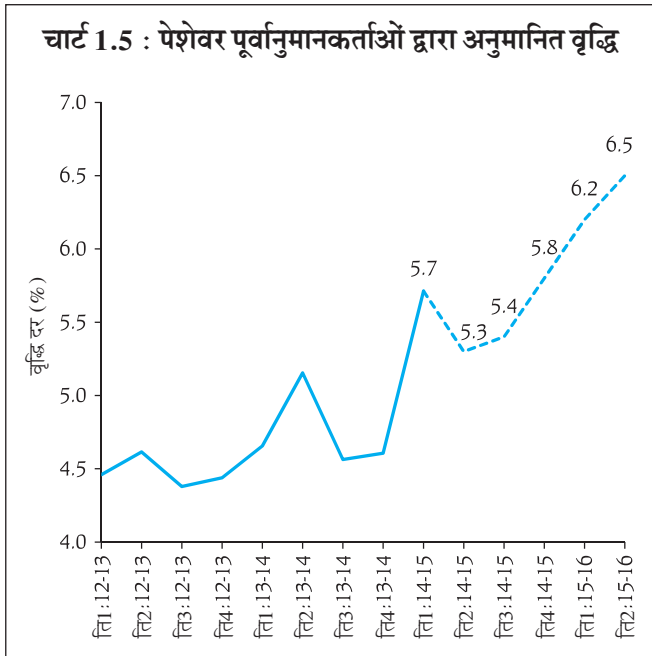
² यूरोपीय केंद्रीय बैंक (2005), “बेस इफैक्ट्स एंड देयर इंपैक्ट ऑन एचआइसीपी इनफ्लेशन इन अर्ली 2005”, ईसीबी बुलेटिन, जनवरी, पृष्ठ सं.31-32.

को पीछे घसीटेगी जैसा कि खरीफ उत्पादन के पहले अग्रिम आकलन (एडवांस एस्टीमेट) से जाहिर है। क्यू1 में औद्योगिक कार्यकलाप में देखी गई तेज वृद्धि, उसके बाद से कमजोर पड़ गई है और उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुओं और पूंजीगत वस्तुओं दोनों के उत्पादन में कमी आई है। तथापि वित्तीय बाजार की स्थितियों में कारोबारी मिजाज ऊपर की ओर जाता दिखाई देता है। स्टैंडर्ड एंड पूअर्स ने भारत की सरकारी (सोवरिन) रेटिंग परिदृश्य को नकारात्मक से बदलकर स्थिर किया है जिससे निवेश और पूँजी प्रवाह की संभावनाओं के बेहतर होने में मदद मिलने की संभावना है। सेवा क्षेत्र के घटक अलग-अलग गतियों पर चल रहे हैं। सस्ते आवास को बढ़ावा देने के नीतिगत प्रयासों, रियल इस्टेट और आधारभूत संरचना परियोजनाओं हेतु पुनर्वित्त प्रवाह की वापसी से भवन-निर्माण (कंस्ट्रक्शन) के कार्यकलापों को मदद मिलनी चाहिए। इस सुधार के पहले कंस्ट्रक्शन को जाने वाले बैंक ऋण में वृद्धि हो रही है और ऋण वितरण में बेहतरी के प्रयासों से मांग में समुत्थान को बल मिलने से इसमें और तेजी आनी चाहिए। दूसरी ओर, बैंकिंग गतिविधि में सुस्ती और प्रत्याशित राजकोषीय समेकन

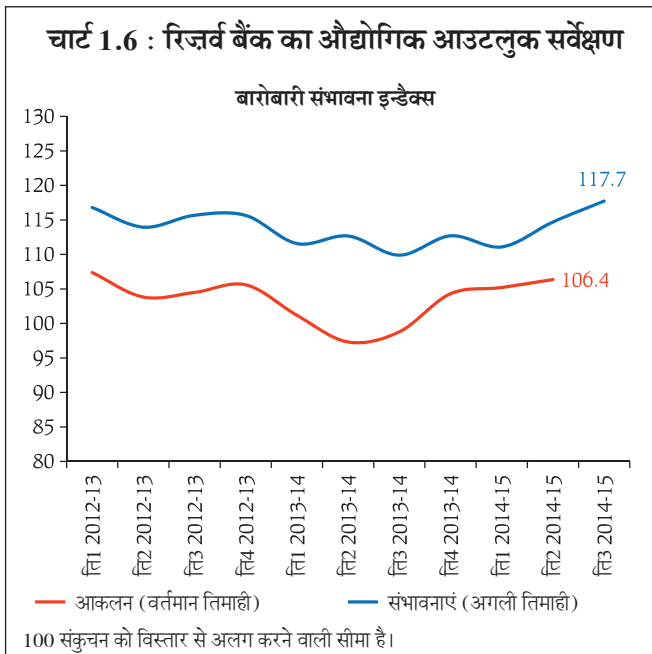
(फिस्कल कान्सोलिडेशन) के कारण वित्तीय और कारोबारी सेवा के साथ-साथ सामाजिक, सामुदायिक और निजी सेवाओं में विस्तार की गति वैसी रहने की संभावना नहीं दिखती जैसी पहली तिमाही (क्यू1) में दर्ज की गई थी।

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

रिज़र्व बैंक और अन्य एजेंसियों द्वारा संचालित वास्तविक गतिविधियों (रियल एक्टिविटी) के सर्वेक्षणों से प्राप्त भविष्योन्मुखी संकेतों में निकट-अवधि में वृद्धि के परिदृश्य में आशावाद को लेकर सतर्कता दिखती है। जहाँ



पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं (प्रोफेशनल फोरकास्टर्स) की प्रत्याशा है कि 2014 की दूसरी छमाही में गति में कुछ हास के बाद वृद्धि में बढ़ोतरी केवल क्रमिक रूप में ही आ पाएगी (चार्ट 1.5), वहीं रिजर्व बैंक द्वारा में कुछ हास के बाद वृद्धि में बढ़ोतरी केवल क्रमिक रूप में ही आ पाएगी, वहीं रिजर्व बैंक द्वारा सर्वेक्षित कापोरेट्स की कारोबारी प्रत्याशाएं 2014-15 की तीसरी तिमाही (क्यू3) में ग्यारह-तिमाही की ऊंचाई पर हैं (चार्ट 1.6)। इसकी पुष्टि अन्य

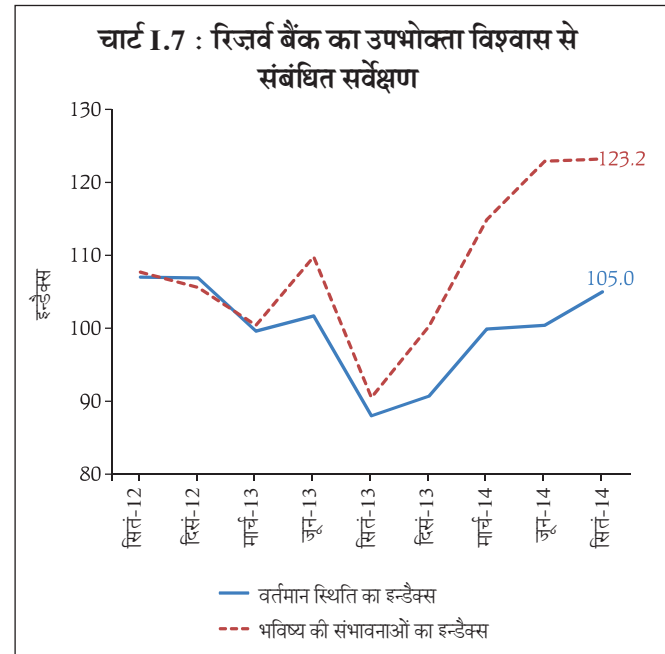


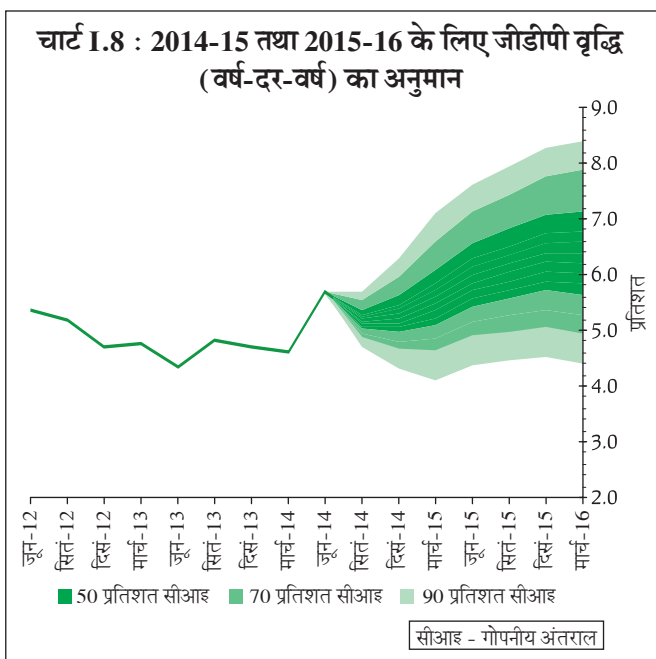
टेबल 1.2: कारोबारी प्रत्याशा सर्वेक्षण

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

एजेंसियों द्वारा किए गए सर्वेक्षणों में होती है जहाँ केंद्र में स्थिर सरकार के बनने व नीतिगत परिवेश के बारे में अधिक निश्चितता, दुहरे घाटों में सुधार, विदेशी पूँजी आगम में उछाल, स्थिर एक्सचेंज रेट और बेहतर वित्तीय बाजार स्थितियों (सारणी 1.2) को कारोबारी मिजाज में सुधार का कारण बताया गया है। उपभोक्ता विश्वास भी जाग रहा है और रिजर्व बैंक का सर्वे संकेत दे रहा है कि एक वर्ष आगे की प्रत्याशाएं वैश्विक वित्तीय संकट के बाद से अपने सर्वोच्च स्तर पर हैं (चार्ट 1.7)।

इन भविष्योन्मुखी आकलनों से संवर्धित मॉडल-आधारित पूर्वानुमानों का संकेत है कि 2014-15 के क्यू2 और





क्यू3 में मानसून की कमी का पूरा असर जब कृषि कार्यों पर पड़ेगा और इसके चलते मांग के माध्यम से कृषि से इतर क्षेत्र प्रभावित होंगे तब पहली तिमाही (क्यू1) में दर्ज वृद्धि की तीव्र उछाल बरकरार नहीं रह सकती (चार्ट I.8)। सेवाओं (सर्विसेज) और विशेषतः सामुदायिक, सामाजिक और निजी सेवाओं का परिदृश्य कमजोर है। सर्विसेज के दूसरे क्षेत्रों में स्थिति धीमे-धीमे कुछ बेहतर होने की संभावना 2014-15 की दूसरी छमाही में है। तदनुसार, कृषि से इतर क्षेत्रों में वृद्धि क्रमिक रूप से ही संभावित है और गति में तेजी 2014-15 की चौथी तिमाही (क्यू4) में आ सकती है। 2015-16 में आगे निर्यात वृद्धि और निवेश मांग में मजबूती आने से विनिर्माण (मैन्यूफैक्चरिंग) और सेवा क्षेत्र (सर्विसेज सेक्टर) दोनों की गतिविधियों में सहायता मिलने की उम्मीद है। रुकी हुई परियोजनाओं के फिर से गति पकड़ने और राजकोषीय समेकन के लिए जारी प्रयासों से बने निजी उद्यम हेतु अवसर से स्थिर अवस्फीति के परिवेश में वृद्धि संवेग में मजबूत तेजी को सहायता मिलने की उम्मीद है।

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

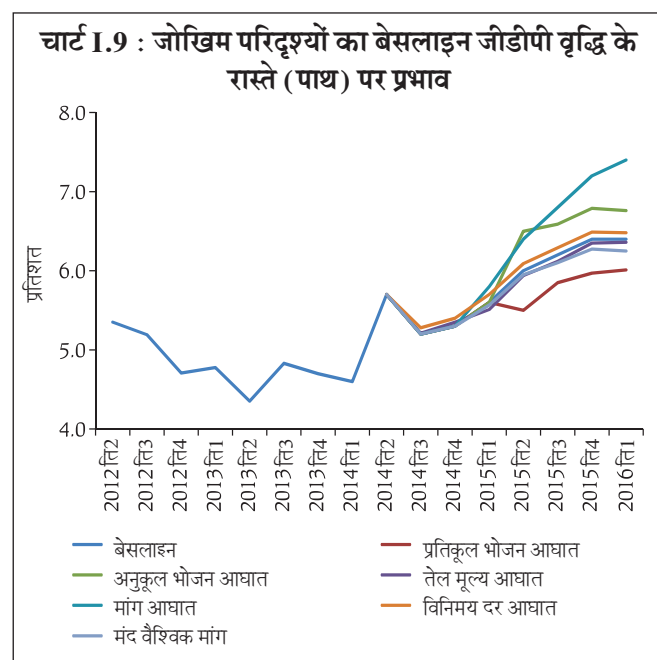
वृद्धि 5.1 प्रतिशत से 6.1 प्रतिशत के 50 प्रतिशत विश्वास अंतराल के साथ 5.6 प्रतिशत होने का अनुमान है। 2015-16 में वास्तविक जीडीपी वृद्धि के बढ़कर 6.3 प्रतिशत होने का अनुमान है।

1.3 जोखिमों का संतुलन

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

(ए) वैश्विक समुत्थान को लेकर अनिश्चितता

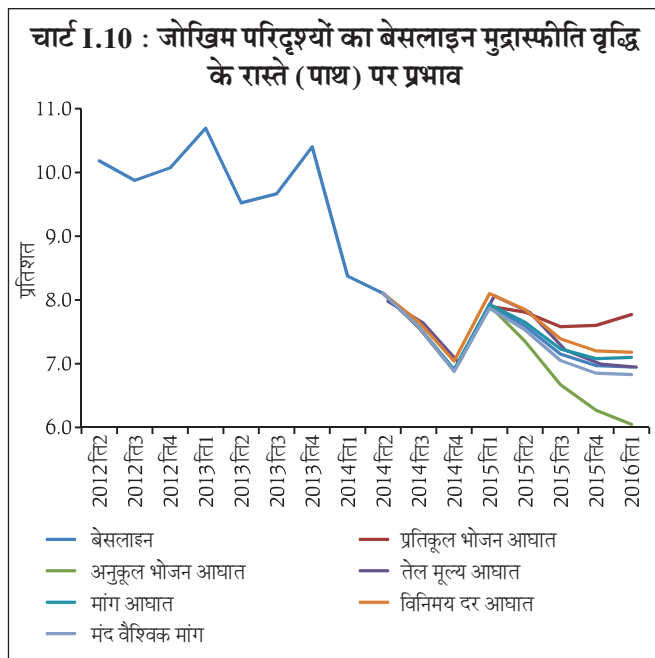
संभावित उत्पादन के स्थायी रूप से बर्बाद होने या वित्तीय कमजोरियों के उभरने व उपभोक्ता विश्वास के लड़खड़ाने से, या मौद्रिक नीति के कसाव से अथवा इनके मिश्रण से यदि वैश्विक वृद्धि



आईएमएफ के वर्ल्ड इकनामिक आउटलुक के जुलाई अपडेट में व्यक्त अनुमान की तुलना में कमजोर होती है तो भारत के निर्यात की बाहरी मांग स्थितियां बदतर हो सकती हैं जिसका परिणाम वृद्धि के लिए नकारात्मक बाह्य आघात के रूप में सामने आ सकता है। वैश्विक अर्थव्यवस्था में 50 आधार अंकों की शिथिलता से 2015-16 में भारत की जीडीपी, बेसलाइन से लगभग 20 आधार अंक नीचे खिसक सकती है (चार्ट I.9)। घरेलू मुद्रास्फीति भी बेसलाइन से लगभग 10 अंक नरम पड़ सकती है जिसका प्रधान कारण होगा वैश्विक अर्थव्यवस्था में शिथिलता के बढ़ने से वैश्विक पण्य कीमतों का कम होना और उनका असर देशी मुद्रास्फीति पर पड़ना (चार्ट I.10).

(बी) पण्य कीमतों का उलट जाना

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



वृद्धि का जीडीपी वृद्धि पर नाममात्र का असर पड़ेगा क्योंकि उर्जा पर वृद्धि की निर्भरता अभी भी कम ही है।

(सी) 2015-16 में सामान्य से कम मानसून

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

(डी) आपूर्ति क्षमता में वृद्धि

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

(ई) उत्पादन अंतराल में तीव्रतर कमी

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

(एफ) रुपये का मूल्यहास

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

आधार अंक बढ़ सकती है। तथापि रुपए के मूल्यहास से निर्यातकों को कुछ सहारा मिलेगा जिससे जीडीपी वृद्धि में लगभग 10 आधार अंकों की बढ़ोतरी होगी।

इस अध्याय में प्रस्तुत **समष्टि-आर्थिक परिदृश्य** क्रमिक अवस्फीति का है जिसमें 2014-15 की चौथी तिमाही (क्यू4) से वृद्धि का संवेग (मोमेंटम) बढ़ सकता है और समष्टि-संतुलन बेहतर हो सकते हैं (सारणी I.3)। निकट अवधि के जोखिम कम होते प्रतीत हो रहे हैं, परंतु मध्यावधि जोखिम अभी भी ऊपर की ओर हैं। यह परिदृश्य अध्याय II से अध्याय V में प्रस्तुत समष्टि-आर्थिक स्थितियों के आकलन पर आधारित है।

सारणी I.3: रिज़र्व बैंक का बेसलाइन और पेशावर अनुमानकर्ताओं द्वारा व्यक्त माध्यिका अनुमान

	2013-14	2014-15पी	2015-16पी
मुद्रास्फीति (अखिल भारतीय सीपीआई-सी, वर्ष-दर-वर्ष, प्रतिशत में) [वर्ष की अंतिम तिमाही]	8.4	8.0	7.0
जीडीपी वृद्धि (प्रतिशत में)	4.7	5.5	6.3
राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	4.5	4.1	3.6 @

पेशावर अनुमानकर्ताओं के सर्वेक्षण का आकलन ^

प्रमुख समष्टि-आर्थिक सूचक	2013-14	2014-15	2015-16
मुद्रास्फीति (अखिल भारतीय सीपीआई-सी, वर्ष-दर-वर्ष, प्रतिशत में) *	8.4	7.9	7.0
उपादान लागत पर वास्तविक जीडीपी (वृद्धि दर प्रतिशत में)	4.7	5.5	6.5
कृषि और संबद्ध कार्यकलाप (वृद्धि दर प्रतिशत में)	4.7	1.9	3.5
उद्योग (वृद्धि दर प्रतिशत में)	-0.1	3.9	5.0
सर्विसेज (वृद्धि दर प्रतिशत में)	6.2	7.0	7.6
वर्तमान बाजार मूल्य पर निजी अंतिम खपत व्यय (वृद्धि दर प्रतिशत में)	12.4	12.1	12.9
सकल देशी बचत (जीडीपी का प्रतिशत)	30.4 \$	30.7	32.0
सकल स्थिर पूंजी निर्माण (जीडीपी का प्रतिशत)	28.3	29.4	30.4
मुद्रा आपूर्ति (एम3) (वृद्धि दर प्रतिशत में)	13.2	14.0	14.9
अनुसूचित वाणिज्य बैंकों का बैंक ऋण (वृद्धि दर प्रतिशत में)	13.9	14.8	16.0
संयुक्त सकल राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	6.9	6.6	6.1
केंद्र सरकार सकल राजकोषीय घाटा (जीडीपी का प्रतिशत)	4.6	4.2	3.9
समग्र भुगतान संतुलन (बिलियन अमेरिकी डॉलर में)	15.5	33.1	31.2
व्यावसायिक वस्तुओं का निर्यात (वृद्धि दर प्रतिशत में)	3.9	7.8	10.0
व्यावसायिक वस्तुओं का आयात (वृद्धि दर प्रतिशत में)	-7.2	7.1	10.8
व्यावसायिक वस्तुओं का व्यापार संतुलन (जीडीपी का प्रतिशत)	-7.9	-7.6	-7.3
चालू खाता शेष (बिलियन अमेरिकी डॉलर में)	-32.4	-40.0	-50.0
चालू खाता शेष (जीडीपी का प्रतिशत)	-1.7	-2.0	-2.2
पूँजी खाता शेष (बिलियन अमेरिकी डॉलर में)	48.8	71.6	80.0
पूँजी खाता शेष (जीडीपी का प्रतिशत)	2.6	3.4	3.2

पी : अनुमानित (प्रोजेक्टेड)

^ : पेशावर अनुमानकर्ताओं के सर्वेक्षण पर आधारित पूर्वानुमान, 27वां राउंड।

* : 2014-15 और 2015-16 के पूर्वानुमान के वर्षांत संभाव्यता वितरण के आधार पर आकलित।

@ : भारत सरकार की मध्यावधि राजकोषीय नीति वक्तव्य के अनुसार

\$: पेशावर पूर्वानुमान कर्ताओं के सर्वेक्षण के 27वें दौर पर आधारित।

II. कीमतें और लागत

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

जनवरी 2014 में रिजर्व बैंक ने हेडलाइन उपभोक्ता कीमतों¹ के संदर्भ में **अवस्फीति के लिए एक निर्दिष्ट मार्ग** को आधिकारिक तौर पर अपनाया जिसमें जनवरी 2015 तक 8 प्रतिशत और जनवरी 2016 तक 6 प्रतिशत के पड़ाव (या मील के पत्थर) तय किए गए। मौद्रिक नीति के ढाँचे को संशोधित व सुदृढ़ करने के लिए विशेषज्ञ समिति (अध्यक्ष : डॉ. उर्जित आर. पटेल) के सुझावों पर आधारित इस पद्धति ने भारत में मौद्रिक नीति के संचालन में एक प्रणाली के स्तर पर आधारभूत परिवर्तन की शुरुआत की। इस परिवर्तन को सुस्थिर करने के लिए जनवरी 2014 की नीति समीक्षा में रिजर्व बैंक ने मौद्रिक नीति को सख्त (टाइट) किया और बाद की नीतिगत समीक्षाओं में इस सख्त रूख को बरकरार रखा जिससे अर्थव्यवस्था अवस्फीति के पथ पर मजबूती से कायम रहे। तब से मुद्रास्फीतीय दबाव व्यापक रूप से गिरे हैं। इसमें राजकोषीय घाटे को नियंत्रित करने और खाद्य आपूर्ति को बढ़ाने, कृषि निर्यात के प्रोत्साहनों को हटाने एवं कृषि बाजार नीतियों को सुधारने के लिए सरकार द्वारा की गई कार्यवाहियों से सहायता मिली है।

II.1. उपभोक्ता कीमतें

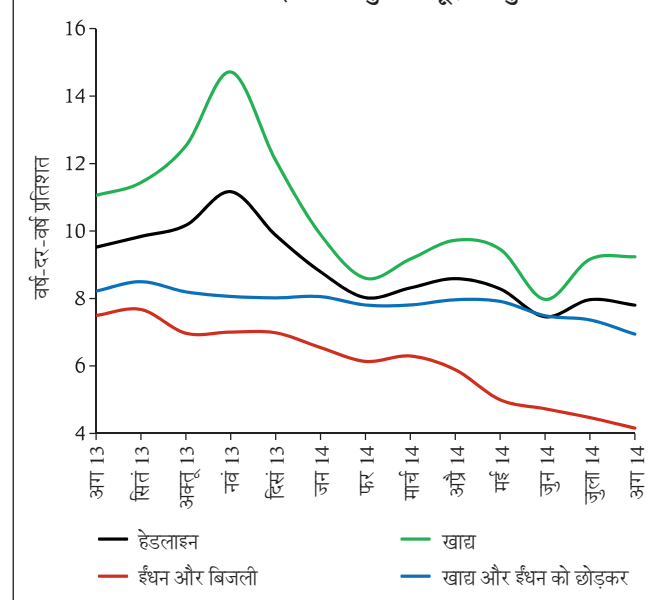
क्षेत्र विशेष के कीमत दबावों से पैदा होने वाले अल्प-कालिक व्यवधानों के बावजूद मुद्रास्फीति अंततः मौद्रिक नीति के रूख द्वारा निर्धारित होती है। अर्थव्यवस्था में मौद्रिक नीति के जारी संचरण से खाद्य और ईंधन को छोड़कर मुद्रास्फीति सितंबर 2013 के 8.5 प्रतिशत से घटकर अगस्त 2014 में 6.9 प्रतिशत पर आ गई। तदनुसूच खाद्य मुद्रास्फीति भी दुहरे अंकों से घटकर अगस्त 2014

में 9.2 प्रतिशत पर आ गई जिसमें बुरे मौसम के चलते आने वाले उछालों का दौर भी रहा। मिट्टी तेल (किरोसिन), रसोई गैस और कोयला कीमतों में नियंत्रित वृद्धि को रोके रखने के कारण ईंधन मुद्रास्फीति नियमित रूप से घट रही है जबकि बिजली की कीमतों में किए गए संशोधन कम रहे हैं और बार-बार नहीं हुए। तदनुसार, हेडलाइन मुद्रास्फीति नवंबर 2013 के 11.2 प्रतिशत से घटकर अगस्त 2014 में 7.8 प्रतिशत पर आ गई - जनवरी 2015 के लिए 8 प्रतिशत के लक्ष्य की सीमा में (चार्ट II.1)।

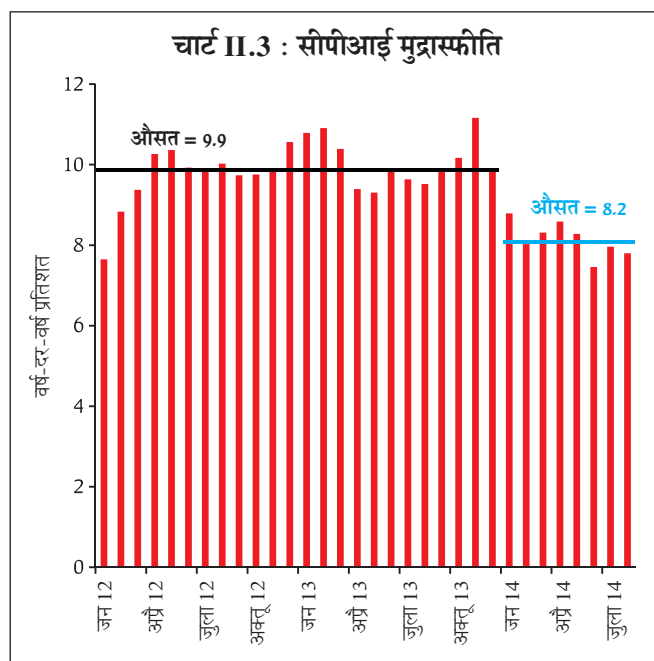
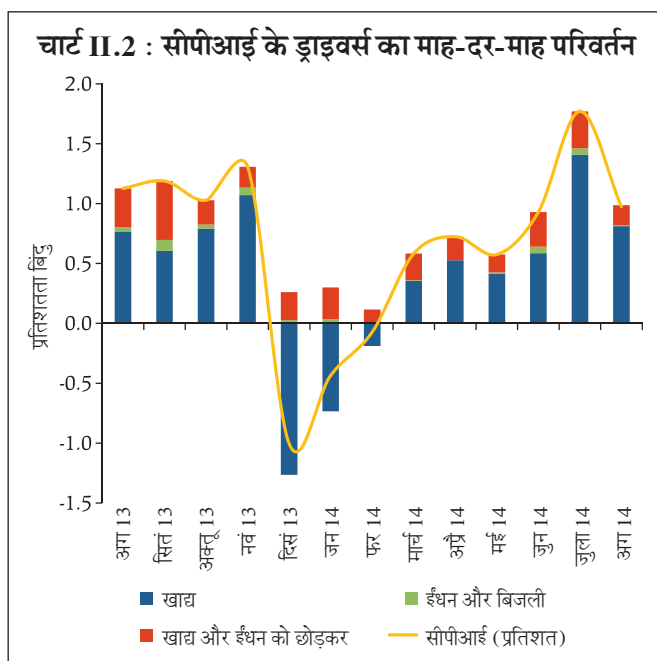
हेडलाइन वर्ष-दर-वर्ष मुद्रास्फीति में एक ओर जहाँ नरमी आ रही है, वहीं जुलाई में खाद्य कीमतों के तेजी से बढ़ने के कारण कीमतों के माह-दर-माह परिवर्तन - या संवेग (मोमेंटम) - में तेज उछाल देखा गया। तथापि, यह मोमेंटम अगस्त में कम हुआ (चार्ट II.2). हेडलाइन पर उच्चतर मोमेंटम का प्रभाव काफी हद तक अनुकूल आधार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

2008-09 के वैश्विक वित्तीय संकट के बाद के वर्षों की एक उल्लेखनीय विशेषता रही भारत में उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) मुद्रास्फीति का लगातार बने रहना। 2012 और 2013 की तुलना में जनवरी 2014 से प्रारंभ होने वाली हाल की अवधि में औसत हेडलाइन मुद्रास्फीति में यद्यपि कमी आई है पर सहनीय

चार्ट II.1 : सीपीआई तथा प्रमुख समूहों में मुद्रास्फीति



¹ जब तक अन्यथा उल्लेख न किया जाए, उपभोक्ता कीमतों की गणना उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (संयुक्त) आधार: 2010=100 द्वारा की जाती है।



सीमाओं की तुलना में ऊँचे स्तरों पर इसकी जड़ता को देखते हुए यह जरूरी हो गया है कि इसके अड़े रहने की जड़ों की गहराई से छानबीन की जाए जिससे मुद्रास्फीति संभावना/परिदृश्य से जुड़ी इसकी एकतरफा प्रत्याशाओं को तोड़ा जा सके (चार्ट II.3. और बॉक्स II.1).

II.2. मुद्रास्फीति के कारक

यह देखा गया है कि हेडलाइन मुद्रास्फीति में हाल के परिवर्तन इसके कुछ घटकों के व्यवहार के प्रति संवेदनशील रहे हैं जो

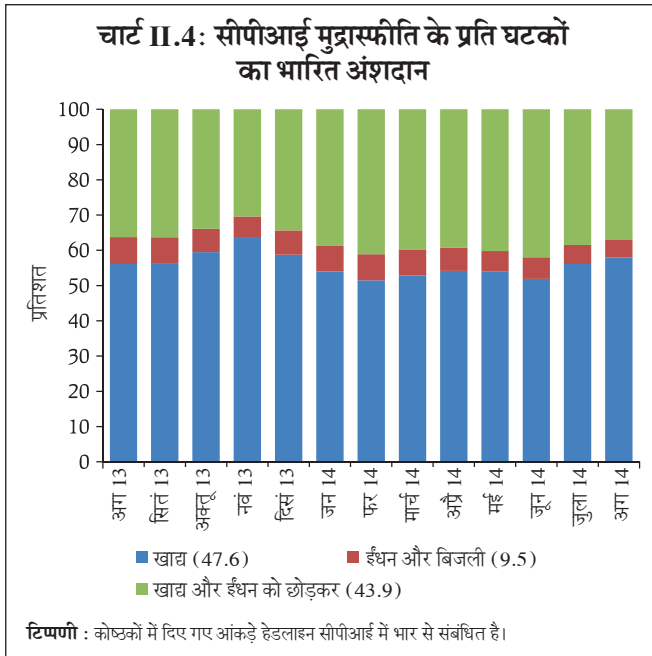
विभिन्न दिशाओं में जाते और भिन्न बल लगाते प्रतीत हो रहे हैं (चार्ट II.4)।

इस संदर्भ में **विभिन्न घटकों में मुद्रास्फीति के वितरण का विश्लेषण** यह जानने के लिए महत्वपूर्ण हो जाता है कि अल्प-स्थायी तत्वों के कारण कीमतों में सापेक्ष परिवर्तन तो नहीं हो रहे जिससे समग्र रूप से कीमतों की चाल पर स्थायी प्रभाव पड़ रहा है। विशेष तौर पर भारत का मुद्रास्फीति इतिहास बताता है कि आपूर्तिगत आघात इस वितरण को एक धनात्मक झुकाव प्रदान करते हैं और

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

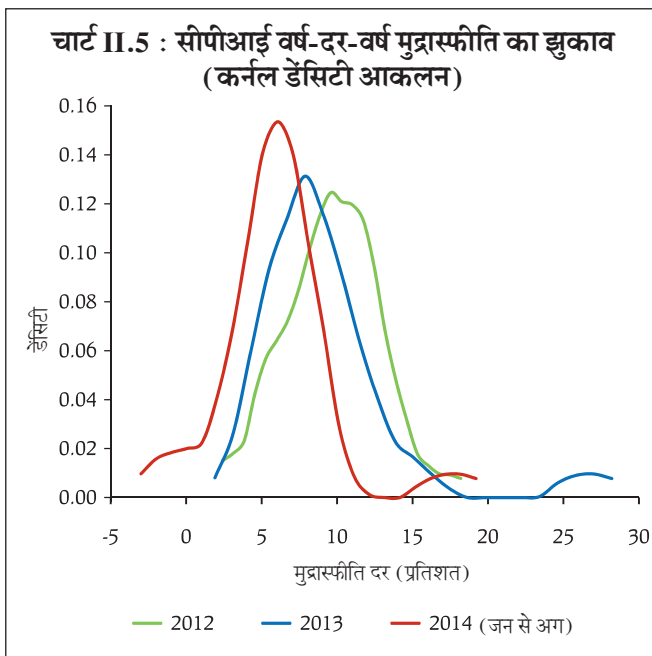
मुद्रास्फीति दर को इसके स्थिर दर से दूर ठेल देने की आघातों की प्रवृत्ति को मुद्रास्फीति की जड़ता या इसका अड़ियल रुख कहते हैं। मुद्रास्फीतीय जड़ता के चिह्नित स्रोत इस प्रकार है : (ए) आंतरिक जड़त्व या मूल्यनिर्धारण व्यवहार में पश्चगामी दृष्टि; (बी) लागतों पर अधिक लाभ से बाह्य जड़ता (सी) मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं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

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



कुछ वस्तुओं के कारण औसत मुद्रास्फीति लगातार ऊपर बनी रहती है। हेडलाइन मुद्रास्फीति का प्रभाव ज्यादातर धनात्मक झुकाव का रहा है जो बताता है कि समग्र मुद्रास्फीति के बने रहने में सापेक्ष मूल्य दबावों का हाथ है (चार्ट II.5).

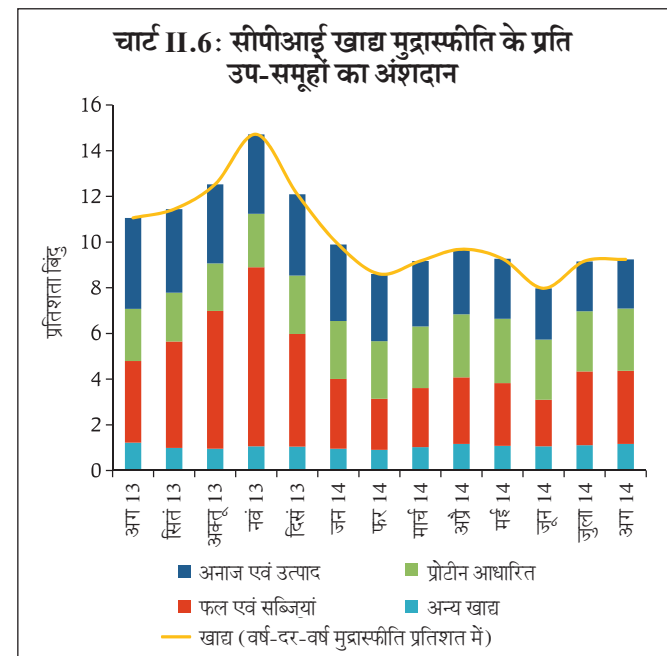
सीपीआई का 48 प्रतिशत हिस्सा खाद्य है जो खुदरा मुद्रास्फीति के बढ़ने का एक बड़ा स्रोत रहा है। खाद्य कीमतों



के आघातों का मुद्रास्फीतीय प्रत्याशाओं पर प्रभाव बड़ा व अड़ियल रहा है जिसके दूसरे दौर (राउंड) का प्रभाव खाद्य से इतर वस्तुओं में फैलता है और मुद्रास्फीति के सामान्यीकरण में बदल जाता है।

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

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



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

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

* 16 सितंबर 2014 से प्रभावी।

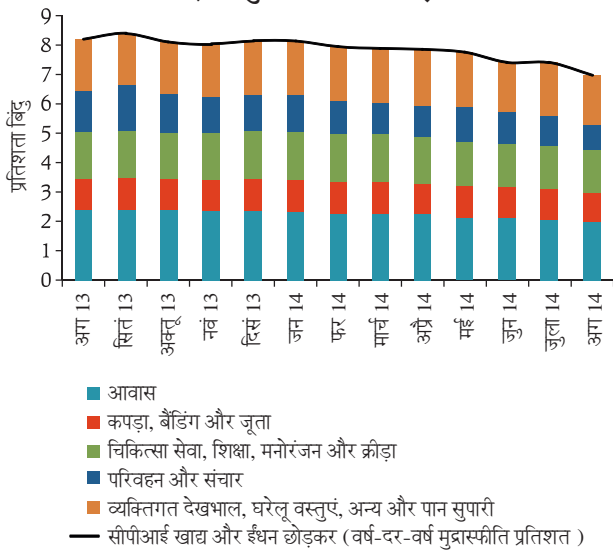
नोट : ब्रैकेट में दिए आँकड़े गत वर्ष की तत्संबंधी अवधि के हैं अर्थात् 2013-14 की पहली तिमाही के।

स्रोत: पेट्रोलियम प्लानिंग व विश्लेषण कक्ष।

उगाही के संदर्भ में जरूरी है जो कि सब्सिडी पर खर्च बढ़ा सकता है (सारणी II.1)।

मौद्रिक नीति कार्रवाइयों के परिणामस्वरूप **खाद्य व ईंधन को छोड़कर सीपीआई मुद्रास्फीति** सितंबर 2013 से क्रमशः ढलान पर है जिसका हेडलाइन मुद्रास्फीति के विकास पर अनुकूल प्रभाव है। इस वर्ग के भीतर, 2014-15 में अब तक हेडलाइन मुद्रास्फीति में 11 प्रतिशत का योगदान देने वाला **आवास** (हाउसिंग)², अब ढलान पर है क्योंकि हाल के महीनों में किरायों में नरमी आई है। **परिवहन व संचार** - जिसमें मुख्यतः पेट्रोल व परिवहन आते हैं - से जुड़ी मुद्रास्फीति में अक्टूबर 2013 से नरमी महसूस की जा रही

चार्ट II.7: सीपीआई के प्रति उप-समूहों का अंशदान खाद्य और ईंधन मुद्रास्फीति को छोड़कर



² सीपीआई हाउसिंग (किराये के संदर्भ में) केवल शहरी इलाके में जुटाया जाता है। सीपीआई-शहरी में हाउसिंग का भार 22.5 प्रतिशत है और सीपीआई-संयुक्त में 9.8 प्रतिशत है।

है जिसके प्रधान कारण अंतर्राष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों में नरमी, विनिमय दर में स्थिरता और अनुकूल आधार प्रभाव हैं (चार्ट II.7)। सीपीआई में 'अन्य' (अदर्स) के वर्ग में खरीदी-बेची जा सकने वाली निजी सेवाएं आती हैं जिनके वार्षिक मूल्य परिवर्तन जून 2014 को छोड़कर लगातार दुहरे अंकों में रहे हैं। यह बतता है कि इन श्रम-प्रधान सेवाओं पर मजदूरी (वेजेज) का उध्वगामी मूल्य दबाव है और समग्र अर्थव्यवस्था के स्तर पर इनसे मुद्रास्फीतीय दबावों का सामान्यीकरण हो सकता है।

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

II.3. लागत

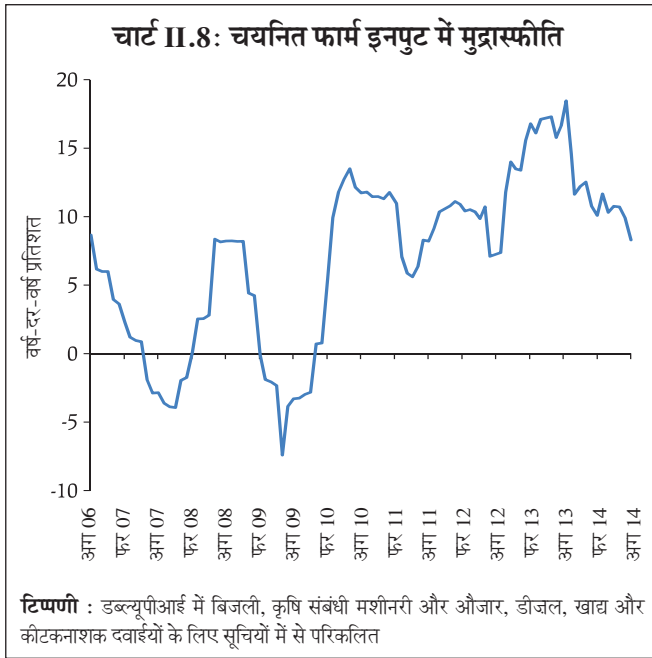
देशी और विदेशी दोनों स्रोतों से लागत दबावों ने उच्च मुद्रास्फीति और उत्पादन के नकारात्मक अंतराल के सह-अस्तित्व में महत्वपूर्ण भूमिका निभायी है जिससे मुद्रास्फीति को वांछित स्तर तक लाने में मौद्रिक नीति के क्षमता पर प्रतिकूल प्रभाव पड़ा है। अर्थव्यवस्था के विभिन्न क्षेत्रों में आपूर्तिगत बाधाओं से मुद्रास्फीति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

2014-15 में अब तक मुख्यतः कच्चे पेट्रोलियम से जुड़ी हुई **आयातित मुद्रास्फीति**, कुछ नरम पड़ी है। स्थिर विनिमय दर का साथ मिलने पर, पेट्रोलियम, तेल व चिकनाई के पदार्थों (पीओएल)

सारणी II.2: मुद्रास्फीति का माप

(तिमाही/तिमाही औसत/मासिक आँकड़ों की वर्ष-दर-वर्ष प्रतिशत वृद्धि)

तिमाही / माह	जीडीपी डिफ्लेटर	डब्ल्यूपीआई	सीपीआई	सीपीआई-आईडब्ल्यू	सीपीआई-एएल	सीपीआई-आरएल
ति.1: 2013-14	5.7	4.8	9.5	10.7	12.6	12.4
ति.2: 2013-14	7.2	6.6	9.7	10.8	12.9	12.7
ति.3: 2013-14	7.8	7.1	10.4	10.6	12.4	12.3
ति.4: 2013-14	5.3	5.4	8.2	6.9	8.5	8.7
ति.1: 2014-15	5.8	5.8	8.1	6.9	8.1	8.3
जुलाई-14	लागू नहीं	5.2	8.0	7.2	8.0	8.1
अगस्त-14	लागू नहीं	3.7	7.8	लागू नहीं	7.2	7.6



की बाजार-निर्धारित कीमतों के घटने की संभावना है। आगे, डीजल की कीमतों में क्रमिक वृद्धि के साथ अंतर्राष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों में नरमी ने दिसंबर 2014 में तेल बाजार कंपनियों की कम-उगाही को मिटा डाला है।

फॉर्म इनपुटों की लागत में पिछले एक वर्ष में कुछ कमी आई है (चार्ट II.8)। **औद्योगिक कच्ची सामग्री लागत** दबाव नरम पड़ रहे हैं। रिजर्व बैंक का औद्योगिक परिदृश्य सर्वेक्षण बताता है कि अपेक्षाकृत कम फर्मों ने यह आकलन किया कि 2014-15 की दूसरी तिमाही में एक वर्ष पहले की तत्संबंधी तिमाही की तुलना में इनपुट कीमतें बढ़ीं। साथ ही, कम फर्मों ने विक्रय मूल्यों के बढ़ने की उम्मीद की थी जो अभी तक कमजोर बनी हुई मूल्य निर्धारण क्षमता की अवधारणा को दर्शाता है (सारणी II.3)।

सारणी II.3: इनपुट/आउटपुट लागत का आकलन

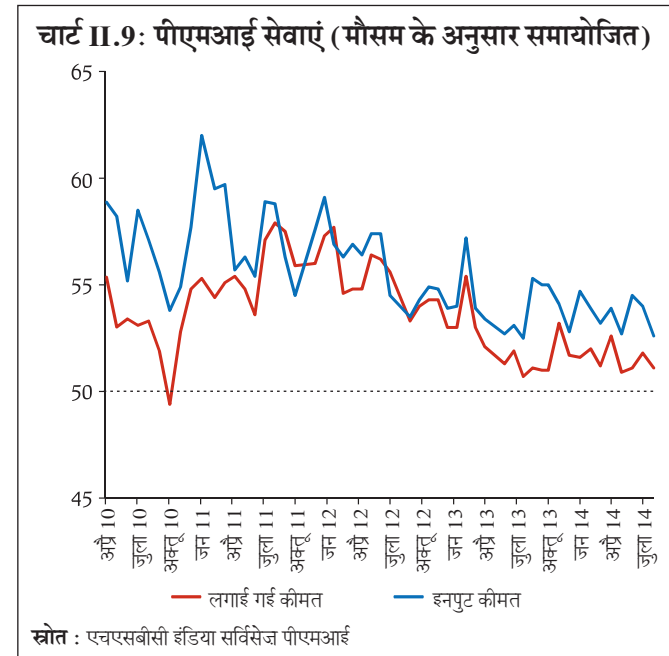
(प्रतिशत रेस्पान्स)

तिमाही	कुल रेस्पान्स (संख्या)	कच्चे माल की लागत (निवल रेस्पान्स)	विक्रय मूल्य (निवल रेस्पान्स)
ति1:2013-14	1,321	-49.9	7.3
ति2:2013-14	1,207	-62.2	11.3
ति3:2013-14	1,223	-55.3	7.8
ति4:2013-14	1,114	-54.1	9.6
ति1:2014-15	1,293	-49.5	9.8
ति2:2014-15	1,225	-44.7	6.8

स्रोत: औद्योगिक परिदृश्य/संभावना सर्वेक्षण, आरबीआई.

क्रेता प्रबंधकों (पर्चेजिंग मैनेजर्स) की धारणा में **सेवा क्षेत्र (सर्विसेज सेक्टर) इनपुट लागत** दबाव 2011 के अपने शीर्ष से घटते प्रतीत हो रहे हैं। तथापि, मूल्य निर्धारण क्षमता की कमजोरी के कारण इन अल्प वृद्धियों का प्रभाव भी विक्रय मूल्य पर नहीं पड़ पा रहा है (चार्ट II.9)।

भारतीय श्रम बाजार की दुहरी विशेषता को देखते हुए औपचारिक व अनौपचारिक दोनों क्षेत्रों के लिए **श्रम लागतों** का आकलन अलग-अलग करना होगा (बाक्स II.2)। **अवस्फीति के संवेग को मजदूरी-मूल्य चक्र से होने वाले खतरों के प्रति मौद्रिक नीति को चौकस रहना होगा।**



मौसम संबंधी खाद्य मूल्यों के आघातों के प्रभाव के कम होने और सामान्य मौसमी कमी के शुरू होने से तीसरी तिमाही (ति.3) में मुद्रास्फीतीय दबावों के और कम होने की प्रत्याशा है। देशी और बाह्य दोनों स्रोतों से लागत दबाव नरम पड़ रहे हैं। आने वाले महीनों में हेडलाइन मुद्रास्फीति के पथ **पर अनुकूल आधार प्रभाव (बेस इफेक्ट्स)** का असर पड़ेगा। दिसंबर के बाद से जब वे हटने लगेंगे तो 2014-15 की अंतिम तिमाही में हेडलाइन मुद्रास्फीति बढ़ सकती है। नियंत्रित मूल्यों में संभावित वृद्धि से निकट-अवधि मुद्रास्फीति परिदृश्य के लिए उर्ध्वगामी जोखिम है। अवस्फीति संवेग (मोटेंटम) को कायम रखने के लिए यह जरूरी है कि इन समीकरणों की निगरानी ध्यान से की जाए।

बाक्स II.2: मजदूरी/श्रम लागतों का माप

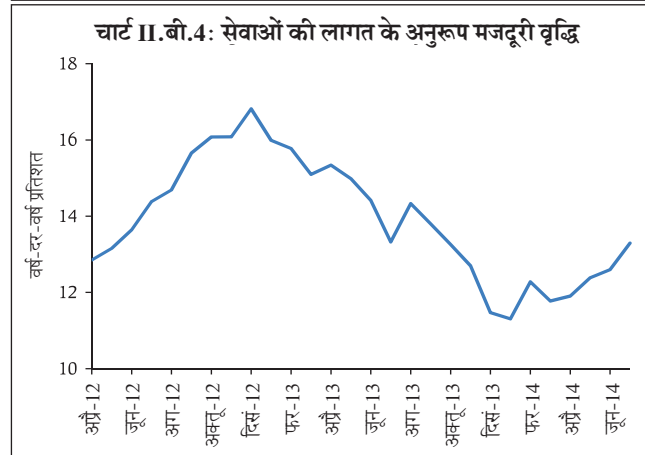
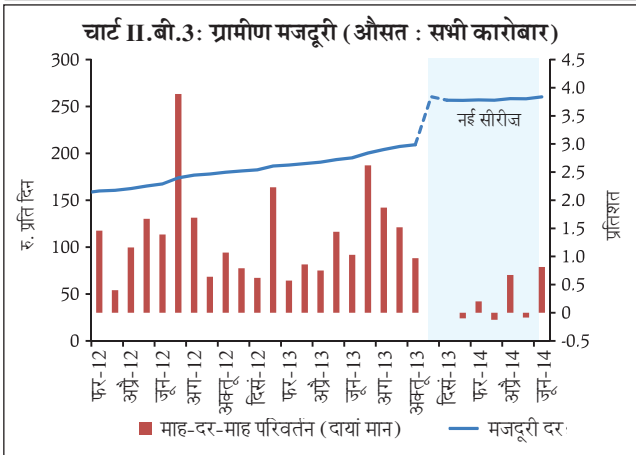
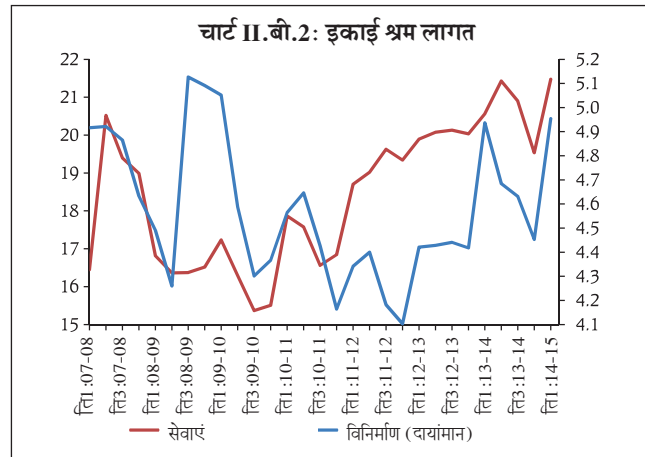
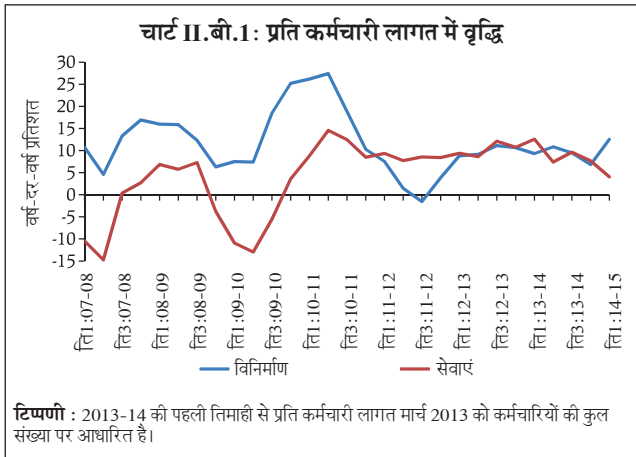
मजदूरी लागत स्थितियों को प्रभावित करने वाली मुद्रास्फीतीय प्रक्रिया का एक प्रमुख निर्धारक है और उनकी संरचना में रुढ़ियों द्वारा अल्पकालिक विनिमय तैयार करने वाला भी जिसे मौद्रिक नीति को देखना होता है। अधिकांश विकसित एवं कई उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के विपरीत, श्रम बाजार की बहुजातीयता और स्व-रोजगार व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

(i) संगठित क्षेत्र में, विनिर्माण (मैन्यूफैक्चरिंग) व सर्विसेज में लगी कंपनियों की बैलेंस शीट से प्राप्त जानकारी बताती है कि हाल की तिमाहियों में प्रति इकाई कर्मचारी लागतों¹ में वृद्धि कम रही है (चार्ट II.बी.1)।

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

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

(iv) सीपीआई (आई डब्ल्यू) में सेवाओं (सर्विसेज) के लिए वस्तु-स्तरीय सूचकांक को मजदूरी के रूप में लिया जा सकता है क्योंकि वे प्रधानतः श्रमिकों को दी गई मजदूरी ही दर्शाते हैं। ऐसी सात सेवाओं² को शामिल करने वाला मिश्रित सूचकांक दर्शाता है कि हाल के महीनों में इन सेवाओं की लागत बढ़ी है (चार्ट II.बी.4)।



स्रोत : चार्ट II.बी.1 और चार्ट II.बी.2 केपिटालाइन डाटाबेस पर आधारित है। चार्ट II.बी.3 श्रमिक ब्यूरो डाटा पर आधारित है। ग्रामीण मजदूरी डाटा अक्टूबर 2013 तक 18 कारोबारों के लिए उपलब्ध था और एक संशोधित कार्य-प्रणाली के अंतर्गत नवंबर 2013 से 25 कारोबारों के लिए उपलब्ध है।

¹ यह आकलन विनिर्माण (मैन्यूफैक्चरिंग) में लगभग 400 कंपनियों और सर्विसेज में लगी लगभग 200 कंपनियों पर आधारित है। प्रति कर्मचारी लागत = कुल कर्मचारी व्यय/कर्मचारियों की कुल संख्या

² इसमें डाक्टरों की फीस, प्राइवेट ट्यूशन फीस, साइकिल रिक्शा का किराया, नाई का खर्च, धुलाई/इस्त्री का खर्च, सिलाई और लाण्ट्री खर्च शामिल हैं।

III. मांग और उत्पादन

2014-15 की पहली तिमाही के दौरान देशी गतिविधियों में स्पष्ट वृद्धि दर्ज की गई। कारोबार विश्वास में सुधार होने से दो वर्ष बाद निवेश मांग बढ़ी है, किंतु खपत व्यय मंद बना रहा। निर्यात में हुई नियमित वृद्धि से पहली तिमाही की औद्योगिकी गतिविधियों में जो तेजी आई थी, वह जुलाई में सुस्त पड़ गई। असमान और कम मानसून से कृषि क्षेत्र की वृद्धि पर पानी फिरने की संभावना है जबकि सेवाओं की संभावनाएं अभी भी मिश्रित हैं।

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

III.1 सकल मांग

निवल निर्यात और सकल स्थिर पूँजी निर्माण में बेहतरी के चलते **बाजार भाव पर वास्तविक जीडीपी** एक वर्ष पहले के

4.2 प्रतिशत की तुलना में 2014-15 की पहली तिमाही (ति1) में बढ़कर 5.8 प्रतिशत हो गई (सारणी III.1)।

अप्रैल और मई में चुनाव संबंधी व्यय के बावजूद मुद्रास्फीति व घटती मजदूरी के कारण क्रय शक्ति में हास हावी रहा और जीडीपी वृद्धि की तुलना में **निजी अंतिम खपत व्यय (पीएफसीई)** के योगदान में 2013-14 की चौथी तिमाही में कमी आई।

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

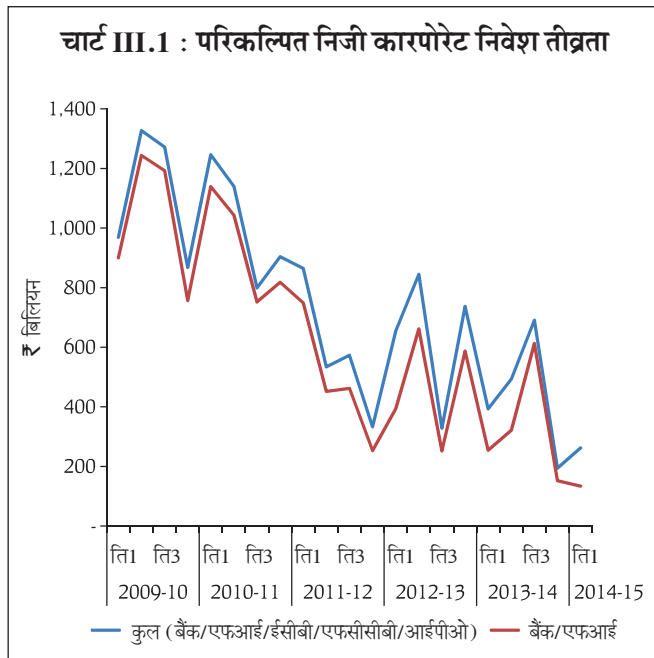
रुकी परियोजनाओं को पुनः शुरू करने में हुई अविरत प्रगति से निवेश गतिविधियां बढ़ेंगी। इससे और नए निवेश भी आकर्षित हो सकते हैं और सकल मांग को आवश्यक ऊर्जा प्रदान कर सकते हैं। तथापि, अब तक, इस बाधा को पार करना दुष्कर रहा है क्योंकि कई कारणों से परियोजना के कार्यान्वयन में निर्धारित समय से देर हो रही है जैसे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

सारणी III.1: व्यय के अनुसार वास्तविक जीडीपी वृद्धि

(प्रतिशत)

मद	2013-14 (अ.अ.)	2013-14				2014-15
		ति 1	ति 2	ति 3	ति 4	ति 1
I. निजी अंतिम खपत	4.8	5.6	2.8	2.8	8.2	5.6
II. सरकारी अंतिम खपत	3.8	12.9	-0.1	3.6	-0.4	8.8
III. कुल स्थिर पूँजी निर्माण	-0.1	-2.8	3.1	0.2	-0.9	7.0
IV. निवल निर्यात	-32.1	-15.0	36.7	52.9	47.5	30.2
निर्यात	8.4	-2.8	15.0	11.3	10.5	11.5
आयात	-2.5	1.7	0.4	-8.3	-3.7	-0.4
V. बाजार भाव पर जीडीपी	5.0	4.2	5.2	4.4	6.1	5.8

अ.अ.: अंतिम अनुमान



एक वर्ष पहले की तुलना में 2014-15 की पहली तिमाही में सरकारी अंतिम खपत व्यय (जीएफसीई) में तेजी से कमी आयी। बजट अनुमान (बीई) के अनुपात में केंद्र सरकार के प्रमुख घाटा सूचक यथा राजस्व घाटा (आरडी) और सकल राजकोषीय घाटा (जीएफडी) एक वर्ष पहले की तुलना में 2014-15 में मामूली रूप से कम रहे जिसका मुख्य कारण योजना राजस्व व्यय और रक्षा पर पूँजी व्यय का कमतर होना रहा।

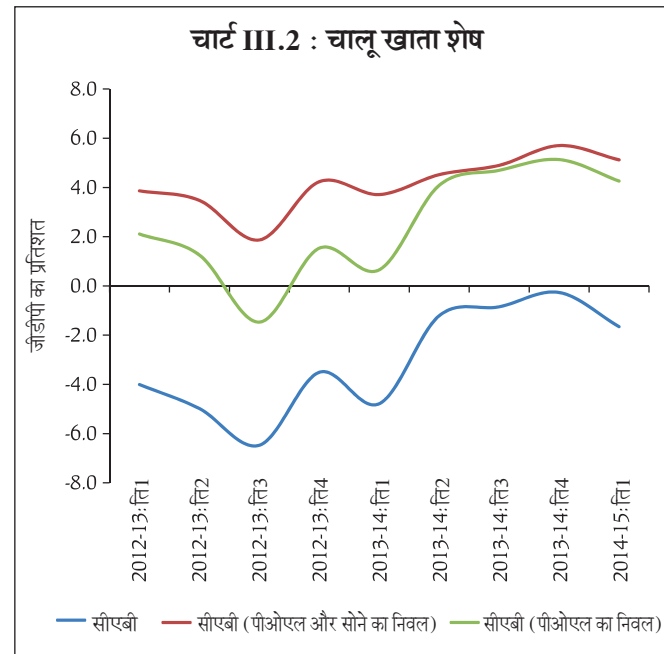
सारणी III.2 : प्रमुख राजकोषीय सूचक - केंद्र सरकार वित्त

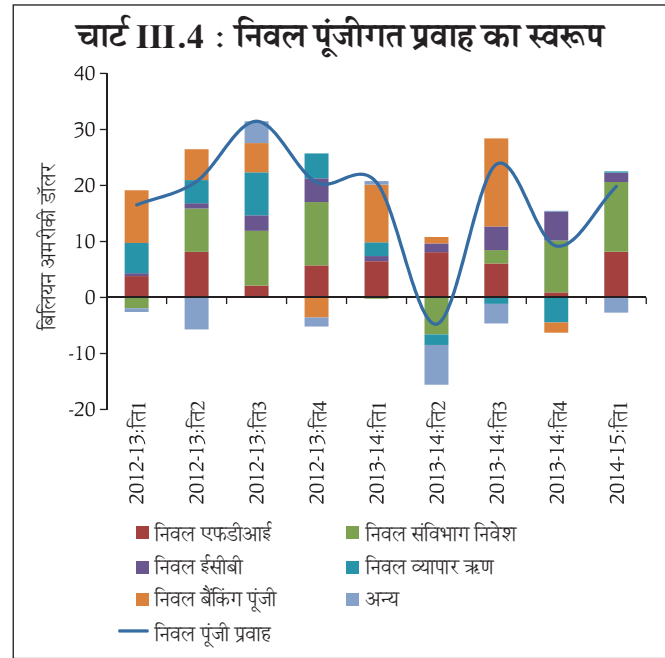
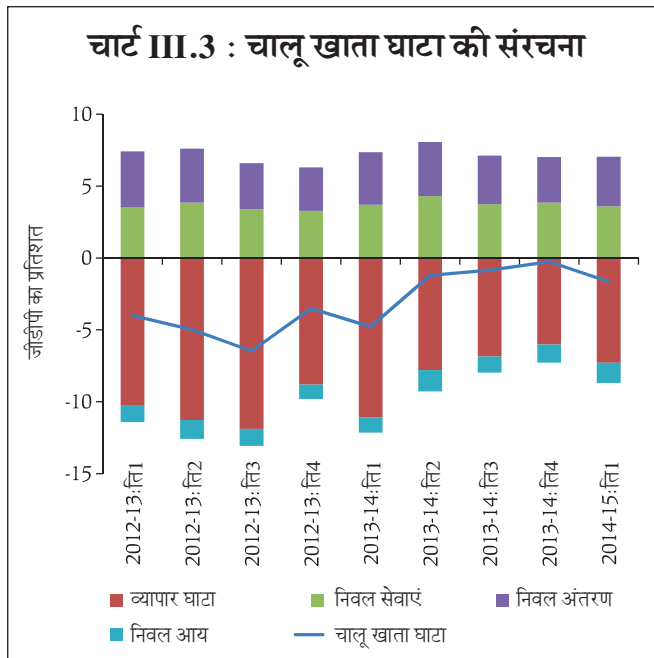
सूचक	बजट अनुमान (अप्रैल-जुलाई) के प्रतिशत के रूप में वास्तविक	
	2014-15	2013-14
1. राजस्व प्राप्तियां	14.8	16.7
क. कर राजस्व (निवल)	15.0	16.4
ख. कर से इतर राजस्व	13.5	18.0
2. कुल प्राप्तियां	14.2	16.1
3. योजनेतर व्यय	30.5	33.5
(क) राजस्व लेखा पर	30.3	33.4
(ख) पूँजीगत लेखा पर	32.1	33.8
4. योजना व्यय	23.0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

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

2014-15 की पहली तिमाही में निवल निर्यात बढ़कर 30.2 प्रतिशत हो गया जो मंद वैश्विक समुत्थान के बावजूद सकल मांग के लिए एक मूल्यवान योगदान रहा। इस सुधार के चलते 2014-15 की पहली तिमाही में निर्यात में 11.5 प्रतिशत तक की वृद्धि हुई जिसे 2013-14 में रुपए के हुए मूल्यहास से स्पर्धात्मक लाभ मिला।

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



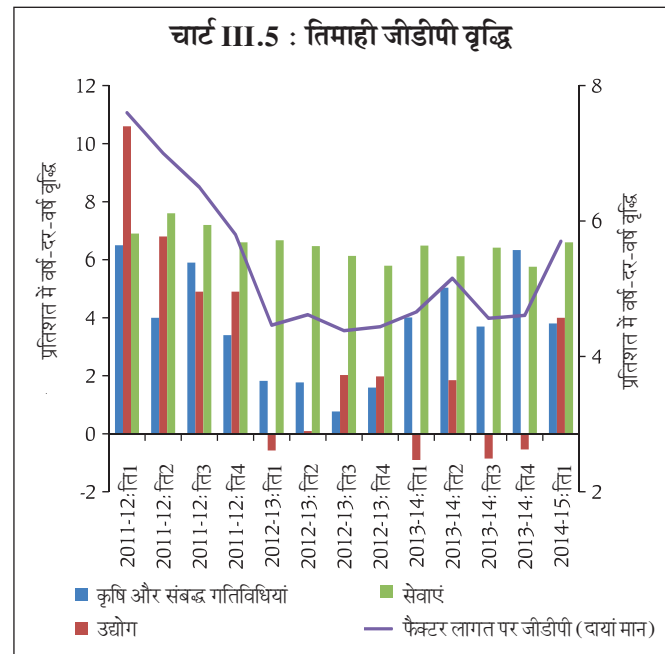


2014-15 की पहली तिमाही में भारत के भुगतान संतुलन के वित्तीय खाते पर प्रत्यक्ष और संविभाग निवेश हावी रहे। बाह्य वाणिज्यिक उधार (ईसीबी) और व्यापार ऋण में भी निवल आगम (नेट इनफ्लो) दर्ज हुआ (चार्ट III.4)। विदेशी मुद्रा भंडार में वृद्धि से भारत के बाह्य क्षेत्र टिकारूपन के सूचकों ने मामूली बेहतरी दर्ज की।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

III.2 उत्पादन

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

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



सारणी III.3: वास्तविक जीडीपी वृद्धि - आपूर्ति पक्ष

(प्रतिशत)

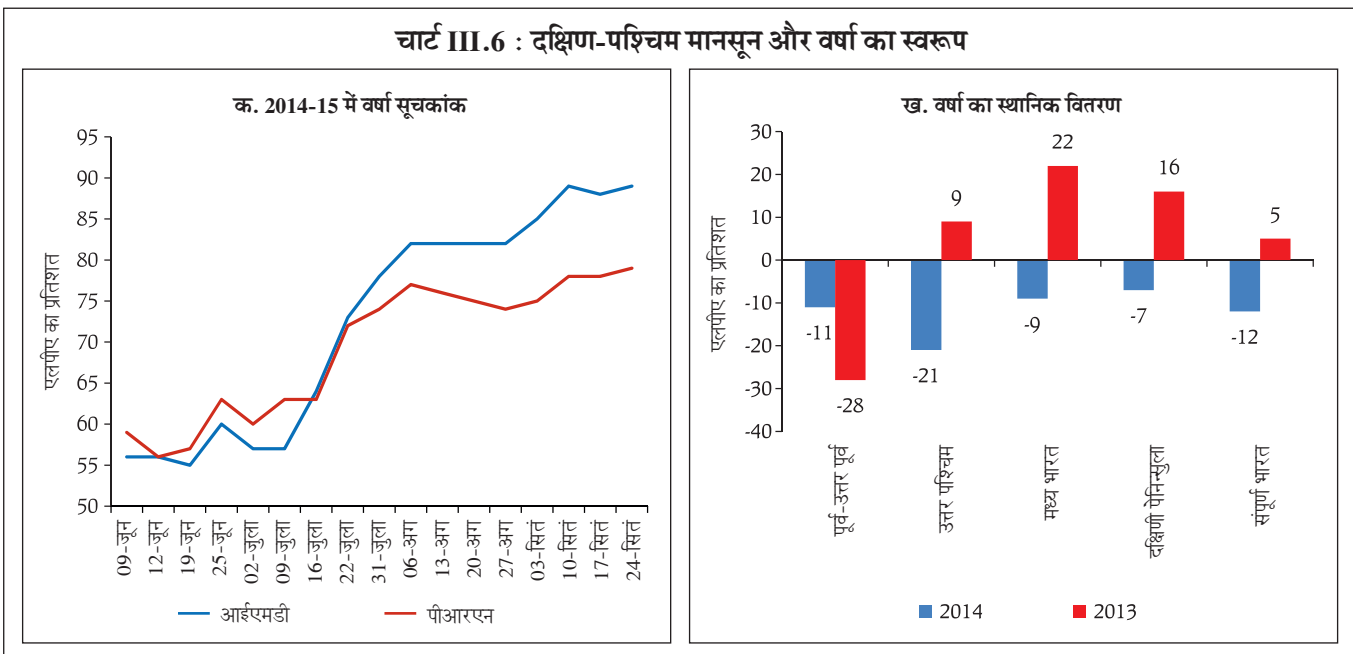
क्षेत्र	2013-14		2013-14				2014-15
	हिस्सा	वृद्धि	ति1	ति2	ति3	ति4	ति1
I. कृषि, वानिकी व मतस्यन	13.9	4.7	4.0	5.0	3.7	6.3	3.8
II. उद्योग	18.7	-0.1	-0.9	1.8	-0.9	-0.5	4.0
(i) खनन और उत्खनन	1.9	-1.4	-3.9	0.0	-1.2	-0.5	2.1
(ii) विनिर्माण	14.9	-0.7	-1.2	1.3	-1.5	-1.4	3.5
(iii) बिजली, गैस व जल आपूर्ति	1.9	5.9	3.8	7.8	5.0	7.2	10.2
III. सेवाएं	67.4	6.2	6.5	6.1	6.4	5.8	6.6
(i) निर्माण	7.4	1.6	1.1	4.4	0.6	0.7	4.8
(ii) व्यापार, होटल, परिवहन व संचार	26.4	3.0	1.6	3.6	2.9	3.9	2.8
(iii) वित्त-पोषण, बीमा, स्थावर संपदा और कारोबारी सेवाएं	20.6	12.9	12.9	12.1	14.1	12.4	10.4
(iv) समुदायिक, सामाजिक एवं व्यक्तिगत सेवाएं	12.9	5.6	10.6	3.6	5.7	3.3	9.1
IV. उपादान लागत पर जीडीपी	100.0	4.7	4.7	5.2	4.6	4.6	5.7

दक्षिण-पश्चिम मानसून में उतार-चढ़ाव से कृषि की संभावनाओं पर असर पड़ने की संभावना है। इसकी शुरुआत देर से हुई पर उसके बाद जुलाई में इसकी गति तेजी से बढ़ी तथा भारत मौसम विज्ञान विभाग (आईएमडी) के वृष्टिपात सूचकांक द्वारा मापी गई वृष्टिपात में कटौती जून के अंत के 43 प्रतिशत से क्रमशः घटते हुए सितंबर के अंत में 12 प्रतिशत पर आ गई। रिज़र्व बैंक के उत्पादन-भारित वृष्टिपात सूचकांक (पीआरएन)¹ में वर्षा में वृहत्तर कमी का संकेत है। समय और स्थान की दृष्टि से बारिश में असमानता रही है

(चार्ट III.6)। 2014-15 में खरीफ के उत्पादन में 6.9 प्रतिशत की कमी आने की संभावना है जबकि तिलहन और वाणिज्यिक फसलों समेत अन्य फसलों पर भी बुरा असर पड़ सकता है। दूसरी तरफ, जलाशयों के स्तर 79 प्रतिशत बढ़े हैं और इसलिए, रबी खाद्यान्न उत्पादन, जो कि औसतन कुल उत्पादन का 50.7 प्रतिशत होता है, काफी हद तक खरीफ की कमी की भरपाई कर सकता है।

2014-15 की पहली तिमाही में औद्योगिक उत्पादन सूचकांक (आईआईपी) 4.2 प्रतिशत से बढ़ा जो कि 11 तिमाहियों में इसकी

चार्ट III.6 : दक्षिण-पश्चिम मानसून और वर्षा का स्वरूप



¹ कुल खाद्यान्न उत्पादन में प्रत्येक राज्य के योगदान का प्रयोग करके पीआरएन की गणना की जाती है।

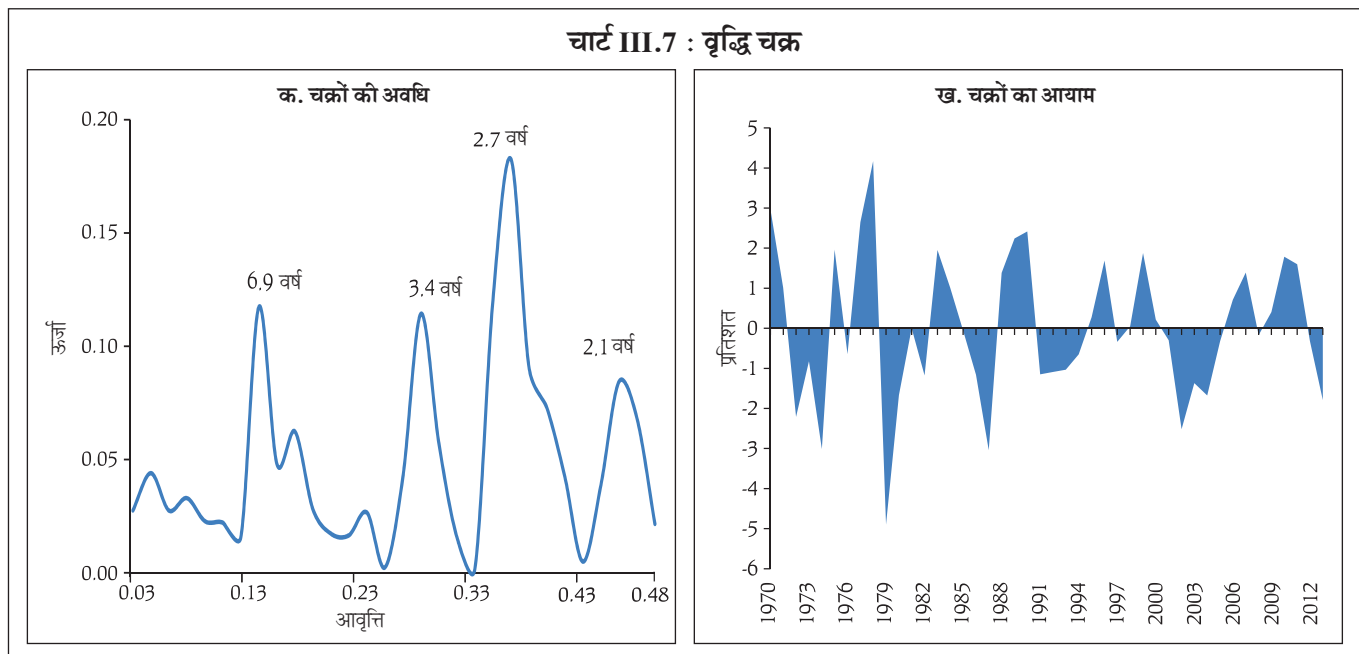
सबसे तेज गति है। पहली तिमाही में औद्योगिक गतिविधि पूँजीगत वस्तु क्षेत्र से चालित हुई जिसने विगत तीन वर्षों में सबसे ऊँची वृद्धि दर्ज की। 13 तिमाहियों की शिथिलता की बाद खनन गतिविधि में भी सुधार आया और विद्युत उत्पादन ने भी रिकॉर्ड स्तर को छुआ। तथापि जुलाई में इसका संवेग कम हुआ और आईआईपी वृद्धि 0.5 प्रतिशत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

सेवा क्षेत्र गतिविधि जो घरेलू अर्थव्यवस्था का दो-तिहाई है, 2014-15 की पहली तिमाही में बढ़ी और इसमें 6.6 प्रतिशत का विस्तार आया। इस क्षेत्र में विभिन्न घटकों की गति अलग-अलग रही। निर्माण क्षेत्र को मानसून के विलंब से आने का फायदा हुआ। सामुदायिक, सामाजिक और निजी सेवाओं में भी अच्छी वृद्धि दर्ज हुई। दूसरी तरफ, फाइनेंसिंग, इंश्योरेंस, रिअल इस्टेट और कारोबारी सेवाओं के संवेग में कुछ कमी आई जो बैंकिंग प्रणाली में ऋण और जमा की वृद्धि में हास को दर्शाता है। जून 2014 में शिखर पर पहुँचने के पश्चात, बाद के महीनों में सर्विसेज पीएमआई

में नरमी आई। दूसरी तिमाही में सर्विसेज सेक्टर में गतिविधि के अग्रणी संकेतक मिली-जुली तसवीर पेश करते हैं।

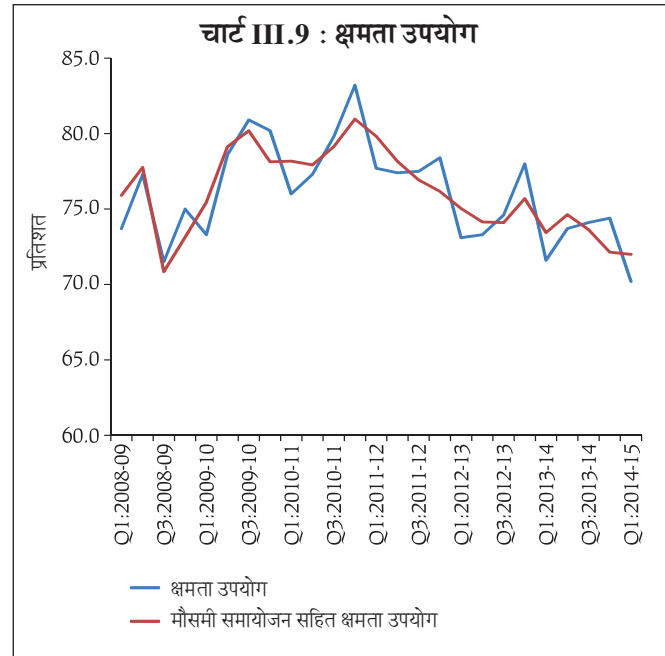
III.3 वृद्धि गत्यात्मकता के चक्रीय और संरचनात्मक पक्ष

अर्थव्यवस्था की संभावना का एक यथार्थपरक आकलन सकल मांग-आपूर्ति संतुलन के आकलन में सहायक होगा। इसमें दो तत्त्वों का मूल्यांकन किया जाता है : (ए) उत्पादन का चक्रीय आचरण जिससे अर्थव्यवस्था की स्थिति में अतिरिक्त/कम मांग की भूमिका के बारे में जानकारी मिलेगी; और (बी) उत्पादन का रुख जिससे उत्पादन संरचना, संस्थागत विशेषताओं और इसमें आने वाली बाधाओं से तय होने वाली समग्र आपूर्ति की भूमिका के पूर्णतर मूल्यांकन में सहायता मिलती है। बारंबारता वाले क्षेत्र में जीडीपी में अंतर के आकलन से चक्रों की उपस्थिति का पता लगाने और अस्थिरताओं/उतार-चढ़ाव की अवधि का हिसाब लगाने में सहायता मिलती है। अनियमित, मौसमी, चक्रीय और रुझान के घटकों को सुलझाने से यह संकेत मिलता है कि भारत में अधिकांश चक्रों की अवधि लगभग 2.7 वर्षों की होती है और इसके कम या इससे अधिक अवधि के चक्रों के घटित होने की बारंबारता कम है। समय के साथ चक्रों का विस्तार उतना तीव्र नहीं रहा जो बताता है कि आघातों के प्रति आर्थिक गतिविधियों की प्रत्यास्थता बढ़ रही है (चार्ट III.7)



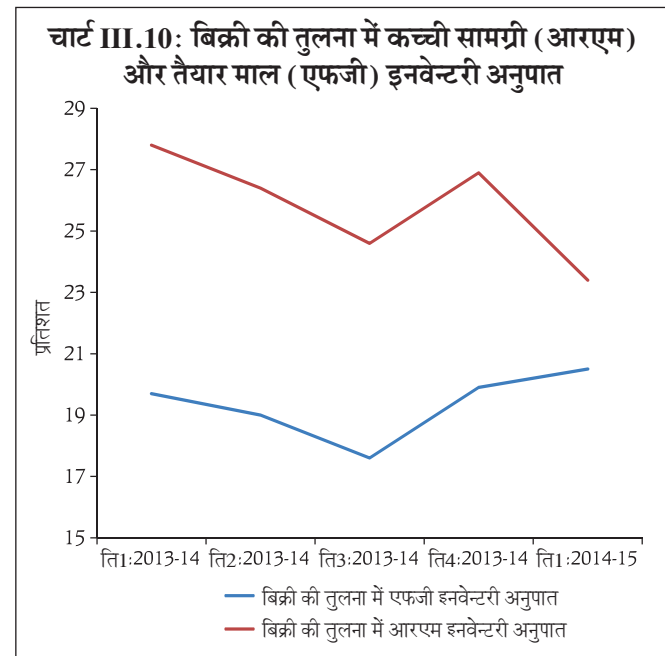
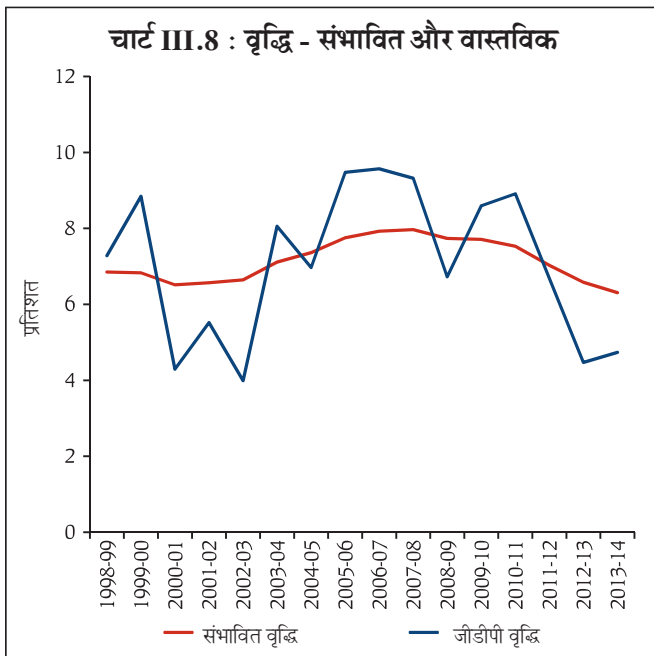
अपने संभावित ट्रेड के इर्द-गिर्द होने वाले अस्थिरताओं/उतार-चढ़ाव को ही वस्तुतः चक्र कहा जाता है। संभावित आउटपुटका मूल चरित्र ऐसा है कि उसे स्पष्ट देखा/पढ़ा नहीं जा सकता और इसका हिसाब लगाना हमेशा ही चुनौतीपूर्ण होता है विशेषतः बड़े संकटों के बाद। इसकी माप आम तौर पर पद्धति के प्रति अति संवेदनशीलता का शिकार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

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



बढ़ता रहा जो अर्थव्यवस्था में विद्यमान शिथिलता की पुष्टि करता है (चार्ट III.10)।

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



IV. वित्तीय बाज़ार और चलनिधि स्थिति

वित्तीय बाज़ार में उत्साह बना हुआ था जिससे जाहिर होता था कि अस्थिरता कम हो गई थी और यह स्थिति घरेलू तथा विदेशी निवेशकों की हिस्सेदारी की वजह से थी। घरेलू मुद्रा, ऋण और विदेशी मुद्रा बाज़ारों की हालत स्थिर बनी हुई थी तथा स्टॉक मूल्य अपनी चरम सीमा पर पहुंच गए थे। फिर भी, बैंकिंग प्रणाली में ऋण में वृद्धि की दर धीमी थी। रिज़र्व बैंक ने एक नये चलनिधि ढांचे को लागू किया है जिससे चलनिधि के प्रति ज्यादा भरोसा और लचीलापन उत्पन्न हुआ है।

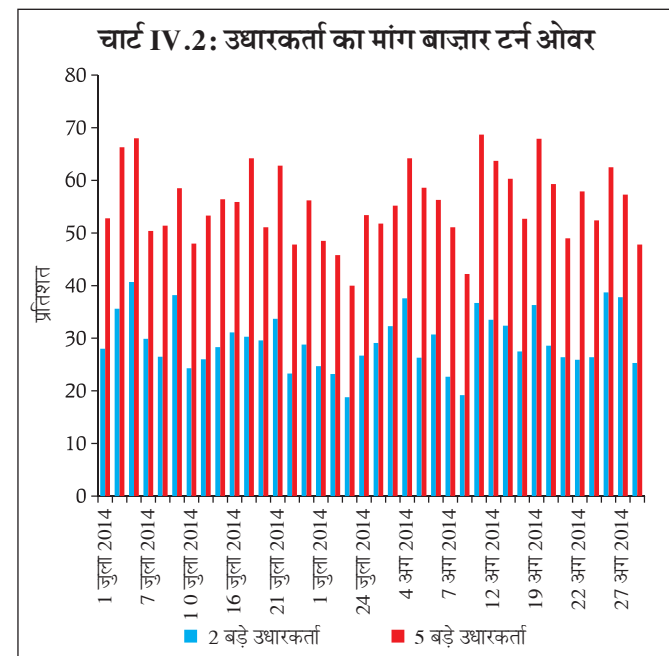
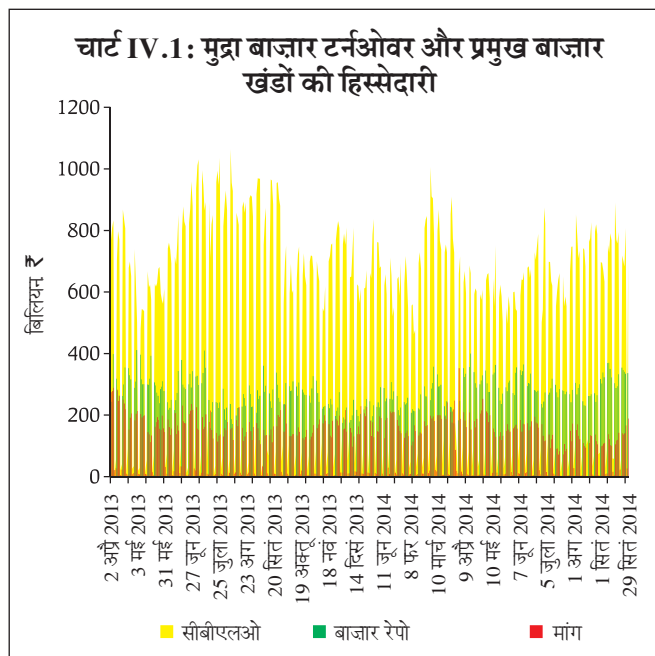
IV.1 वित्तीय बाज़ार

घरेलू बाज़ार में वर्ष 2014-15 की दूसरी तिमाही में तेजी बनी रही, क्योंकि अंतरराष्ट्रीय बाज़ार में जोखिम-रहित कमाई हासिल करने की तलाश जारी थी, और घरेलू स्तर पर राजनैतिक स्थिरता पैदा हो जाने से कारोबारी-विश्वास में गति उत्पन्न हो गई। अंतरराष्ट्रीय स्तर पर कच्चे तेल की कीमतों में कमी आने तथा भू-राजनैतिक तनावों के सहज हो जाने और घरेलू स्तर पर मैक्रो-सिद्धांतों में सुधार होने की उम्मीद ने बाज़ार की संवेदनाओं को तीव्र कर दिया।

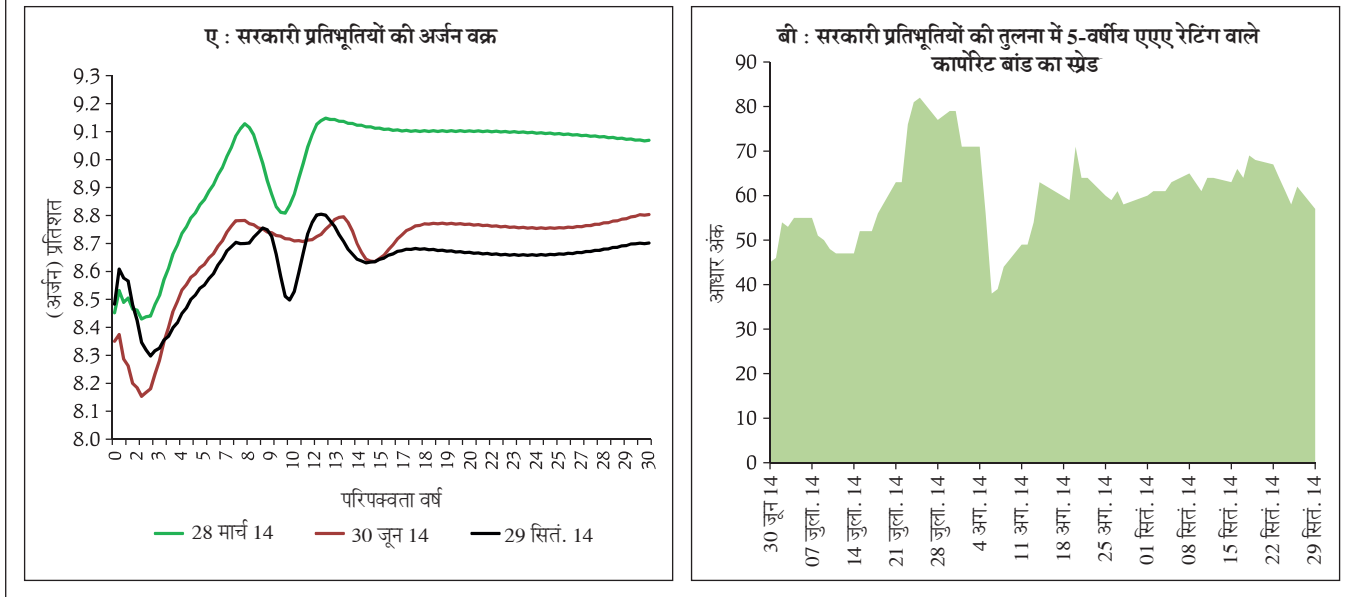
एक-दिवसीय **मुद्रा-बाज़ार** की दरें जुलाई में सख्त बनी रहीं क्योंकि चलनिधि की स्थिति तंग थी। किंतु, अगस्त के मध्य से

मुद्रा-बाज़ार की दरें संतुलित हो गईं, वहीं सितंबर में अग्रिम कर भुगतान के कारण दरों में थोड़ा सा तीखापन आ गया था अन्यथा दरें सहज थीं और चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) रिपो दर के नीचे बनी हुई थीं। इस अवधि की खास बात यह थी कि मांग मुद्रा-बाज़ार की मात्रा में कमी आ गई थी जिससे यह पता चलता था कि बैंक संपार्श्वीकृत ओवरनाइट बाज़ार खंड की ओर शिफ्ट हो गए हैं। इस समय मांग मुद्रा-बाज़ार का ओवरनाइट खंड के कुल टर्नओवर में हिस्सा लगभग 10 प्रतिशत है (चार्ट IV.1)। मांग मुद्रा बाज़ार की मामूली सी स्थिति ने जुलाई और अगस्त के प्रारंभ में तेजी पकड़ी और अस्थिरता पैदा करने की हालत में आ गई क्योंकि बड़े पांच उधारकर्ताओं का मांग मुद्रा बाज़ार में टर्नओवर 50 प्रतिशत से अधिक हो गया था (चार्ट IV.2)।

सरकारी प्रतिभूति बाज़ार में, जुलाई की पहली आधी अवधि में अर्जन थोड़ा सा ही बढ़ा था, क्योंकि मध्य-पूर्व में भू-राजनैतिक तनाव की वजह से कच्चे तेल की कीमतें बढ़ गई थीं इसलिए सरकारी प्रतिभूति बाज़ार में व्यापार का रुख थोड़ा मंद था। बाद में, 10-वर्षीय नई बेंचमार्क प्रतिभूति एवं सरकारी प्रतिभूतियों में विदेशी संस्थागत निवेशकों (एफआईआई) द्वारा निवेश करने के लिए पुनः-समायोजन सीमा की घोषणा किए जाने से इस बाज़ार में तेजी की संवेदना लौट आई। अगस्त में सकारात्मक संवेदना बनी रही, क्योंकि वर्ष की पहली छमाही में शेष प्राथमिक नीलामियों के अंतर्गत अधिसूचित राशियों को कम करने ने तेजी प्रदान की तथा मध्य-पूर्व एवं युक्रेन में तनाव कम हो जाने से कच्चे तेल की कीमतें सहज हो गई थीं। सितंबर में अर्जन की स्थिति थोड़ी तंग चल रही थी क्योंकि उसे बढ़ाने के लिए कोई उपाय



चार्ट IV.3 : ऋण बाजार - सरकारी प्रतिभूतियां और कार्पोरेट बाण्ड



नहीं किया गया था। दूसरी तिमाही में 10 वर्षीय अर्जन जून के अंत में 8.7 प्रतिशत से घटकर 29 सितंबर को 8.5 प्रतिशत हो गया था (चार्ट IV.3)। इस बाजार में पूरी तिमाही में व्यापार की मात्रा काफी घट गई थी।

कार्पोरेट बाण्ड बाजार की गतिविधियों ने दूसरी तिमाही में गति पकड़ी क्योंकि सार्वजनिक निर्गम और अधिकार-निर्गम (राइट इश्यूज) की पेशकश बढ़ गई थी, जिससे पता चलता है कि कुछ हद तक बैंक ऋण की स्थिति कठोर हो गई थी। सार्वजनिक निर्गम और निजी स्थानन के माध्यम से जुलाई - अगस्त 2014 के दौरान अत्यधिक कर्ज जुटाए गए जो पिछली इसी अवधि से कहीं ज्यादा थे। विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों (एफपीआई) ने 29 सितंबर, 2014 तक कार्पोरेट बाण्ड में 1,124 बिलियन रुपयों का निवेश किया था जो उसकी कुल सीमा का तकरीबन 46 प्रतिशत था। एएए रेटिंग वाले कार्पोरेट बाण्ड पर अर्जन सामान्यतया श्रेष्ठ प्रतिभूति पर होने वाले अर्जन के समान चल रही थी, जबकि इसके स्प्रेड (अंतर) अगस्त के प्रारंभ में तेजी पकड़ने के बाद काफी हद तक स्थिर हो गए थे।

विदेशी मुद्रा बाजार में, तिमाही के दौरान अमरीकी डालर की तुलना में रुपए की विनिमय-दर 59.7 रुपयों से 61.6 रुपयों की मामूली रेंज के भीतर थी। आयात की मांग बढ़ जाने और अमरीकी डालर के मजबूत हो जाने से जुलाई और अगस्त के प्रारंभ में रुपया थोड़ा सा कमजोर हो गया था। उसके बाद, विदेशी संस्थागत निवेशकों से एकमुश्त प्रवाह आया, खासतौर

से ऋण बाजार में, और बाजार की संवेदना बढ़ गई क्योंकि पहली तिमाही में चालू खाता घाटा अपेक्षा से थोड़ा सा ही अधिक था तथा राजकोषीय समेकन की साख ने रुपए के मूल्य को बढ़ाने में सहायता की। सितंबर में, रुपये की स्थिति आमतौर पर रेंज में ही थी, साथ ही यह उम्मीद थी कि पहली तिमाही में भारत की जीडीपी में वृद्धि एवं युक्रेन में तनाव होने से सकारात्मक संवेदना पैदा होगी और अमरीका में ब्याज दर की प्रत्याशा समायोजित (आफसेट) हो जाएगी। कच्चे तेल की कीमतों में आई कमी ने भी रुपये को समर्थन प्रदान किया। पूरी तिमाही में रुपया, डालर के मुकाबले घटता रहा, अलबत्ता अगस्त के दूसरे सप्ताह से लेकर सितंबर के पहले सप्ताह के दौरान उसमें थोड़ी बढ़ोतरी हुई थी। 29 सितंबर, 2014 को अमरीकी डालर के मुकाबले में रुपया 61.43 था (सारणी IV.1)। 1 मार्च, 2014 से रुपया मामूली रूप से बढ़ता रहा है। यूरो की तुलना में रुपये में दूसरी तिमाही में 5.2 प्रतिशत की वृद्धि हुई है। जुलाई से वायदा प्रीमिया नरम पड़ गई है जिसने हाजिर बाजार को संभाल रखा है।

इक्विटी बाजार दूसरी तिमाही से ऐतिहासिक ऊंचाई पर पहुंच गया क्योंकि केंद्र में स्थिर सरकार का गठन हो चुका था, कार्पोरेट आमदनी में थोड़ा इजाफा हो गया था और बैंकों द्वारा मूलभूत सुविधाओं के लिए निधि जुटाने हेतु आरक्षित राशियों की अपेक्षाओं पर रिजर्व बैंक द्वारा दी गई छूट के चलते बैंकों में सकारात्मक प्रत्याशाएं पैदा हो गईं। बाजार के ऊपर उठने की प्रवृत्ति को आमतौर पर वैश्विक इक्विटी बाजार द्वारा संभाला

सारणी IV.1 : सांकेतिक और वास्तविक प्रभावी विनिमय दर : व्यापार - आधारित (आधार : 2004-05 = 100)

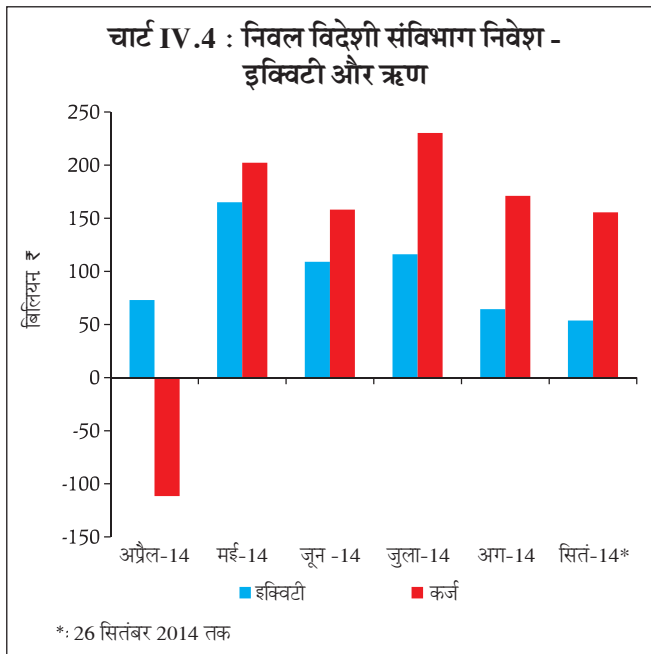
मद	सूचकांक 26 सितं, 2014 (अ)	वृद्धि(+)/ कमी (-) (प्रतिशत)	
		मार्च 2014 की तुलना में 26 सितं 2014	2012-13 की तुलना में 2013-14
36 - रीर	109.11	5.1	-2.2
36 - नीर	73.30	2.0	-7.7
6 - रीर	118.95	5.7	-3.7
6 - नीर	67.61	2.0	-10.6
₹/ अमरीकी (29 सितं को)	61.43	-0.7	-10.1
₹/ यूरो (29 सितं को)	77.93	8.2	-13.7

अ : अर्न्तम

टिप्पणी : रीर आंकड़े, उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (संयुक्त) पर आधारित हैं।

जाता है। ईसीबी द्वारा मात्रात्मक सहजता लाने की उम्मीदें, निरंतर विदेशी संस्थागत निवेश (एफआइआइ) (चार्ट IV.4), भू-राजनैतिक तनाव कम होने तथा कच्चे तेल की कीमतें कम होने एवं स्टैंडर्ड एवं पूअर द्वारा भारत सरकार को ऋणात्मक से स्थिर परिदृश्य की संशोधित रेटिंग दिए जाने से इक्विटी बाजार में तेजी लाने में सहायता हुई है।

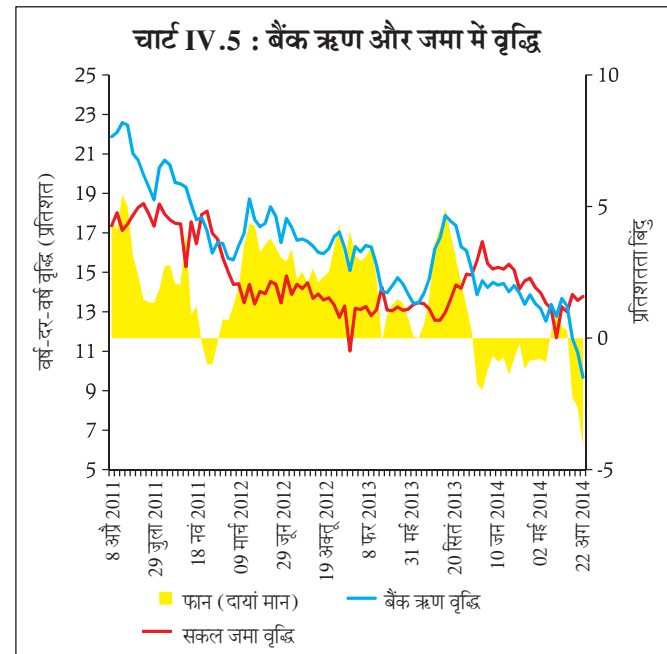
तिमाही के अंत में, सीरिया में भू-राजनैतिक तनाव तथा उच्चतम न्यायालय द्वारा कोयले के खंडों के पुनः आबंटन के आदेश ने इस बाजार के फायदों को थोड़ा सा कम कर दिया था। अब तक दूसरी तिमाही में (29 सितंबर, 2014 तक) बीएसई और एनएसई निफ्टी दोनों के सूचकांक में लगभग 5 प्रतिशत की

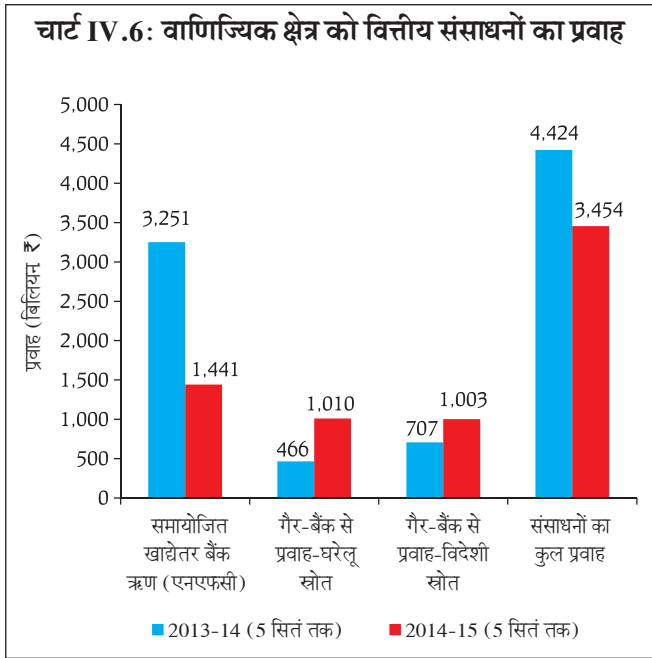


बढ़त दर्ज हुई है। प्राथमिक बाजार की गतिविधियों में तेजी इसलिए आई कि ऋण की चुकौती एवं पूंजी व्यय के लिए अर्हक संस्थागत स्थानन (क्यूआइपी) के माध्यम से निर्गम जारी किए गए। भारतीय प्रतिभूति और विनिमय बोर्ड (सेबी) ने आइपीओ तथा विक्रय-हेतु-प्रस्ताव से संबंधित कई उपाय किए, साथ ही सरकारी क्षेत्र के उपक्रमों के लिए 25 प्रतिशत सार्वजनिक धारिता मानदंड एवं भूसंपदा निवेश न्यास (आरआईटी) तथा इंफ्रास्ट्रक्चर इन्वेन्स्टमेंट ट्रस्ट के लिए दिशानिर्देश जारी किए। इसके अलावा, सरकार ने सरकारी क्षेत्र के उपक्रमों के शेयरों के विनिवेश के माध्यम से लगभग 43.5 बिलियन रुपए जुटाने का निर्णय लिया है।

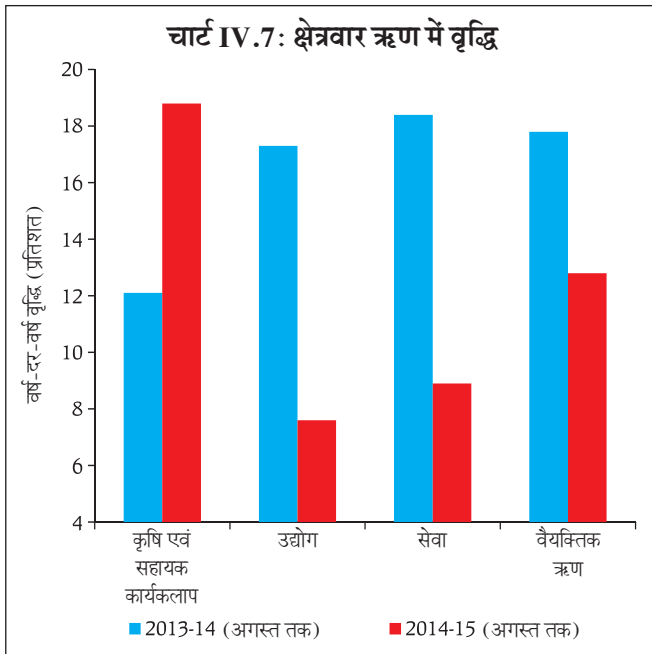
ऋण बाजार में दूसरी तिमाही तक मंदी बनी रही, गैर-खाद्येतर ऋणों में वृद्धि आस्ति गुणवत्ता से संबंधित जोखिम से बचाव एवं सामान्य रूप से इसके लिए कमजोर मांग के कारण घट गई। जमाराशि में वृद्धि काफी हद तक सपाट रही, ऋण वृद्धि में कमी से ऋण और जमा वृद्धि के बीच एक नकारात्मक अंतर (अगस्त 2014 से) पैदा हो गया, जो इस बात का संकेत था कि बैंकों के पास संरचनागत चलनिधि की उपलब्धता बढ़ गई है (चार्ट IV.5)। बैंक ऋण वृद्धि में कमी को देखते हुए, कर्मशियल क्षेत्र को वित्तीय संसाधनों का प्रवाह एक वर्ष पहले की तुलना में कम था और अधिक निधि की आवश्यकता को बैंक से इतर स्रोतों से पूरा किया गया (चार्ट IV.6)।

कृषि क्षेत्र को बैंक द्वारा दिए गए ऋण वर्ष-दर-वर्ष बढ़ते रहे जो अगस्त 2013 के 12.1 प्रतिशत की तुलना में अगस्त 2014 में 18.8 प्रतिशत था। उद्योग क्षेत्र को दिए जाने वाले ऋण की वृद्धि





भी घट गई जो अगस्त 2013 के 17.3 प्रतिशत से तेजी से घटकर अगस्त 2014 में 7.6 प्रतिशत हो गई और क्षेत्र जैसे मूलभूत सुविधा, सामान्य धातु, सूती वस्त्र, रसायन और खाद्य प्रसंस्करण उद्योगों में वृद्धि कम रही। इस अवधि के दौरान सेवा क्षेत्र में भी ऋण की वृद्धि काफी कम हो गई थी (चार्ट IV.7)। इस प्रकार की मंदी मुख्यतया यह दर्शाती है कि मध्यम और बड़े आकार के उद्योग फंड का इंतजाम कमर्शियल पेपर (सीपी) और बाहरी वाणिज्यिक उधार (ईसीबी) के माध्यम से कर रहे थे, बैंक आस्तियों की बिक्री आस्ति



पुनर्निर्माण कंपनियों को कर रहे थे, तेल/उर्वरक के सरकारी क्षेत्र के उपक्रम भारी मात्रा में चुकौती कर रहे थे, और बैंकों ने आस्तियों पर दबाव बढ़ जाने के कारण उसमें एक्सपोजर कम कर दिया था। वर्ष 2014-15 के दौरान अब तक (25 सितंबर तक) मीयादी जमा दरों और भारित औसत उधार दरों में थोड़ी सी नरमी पैदा हुई है। किंतु, मुद्रास्फीति संतुलित होने के कारण यह स्थिति वास्तविक रूप से देखें तो ऋण की एक सख्त स्थिति के रूप में बदल गई है। ब्याज दर के विभिन्न चरणों के चक्रों में नीति का प्रसारण पूरे बाजार खंडों में असमान रहा है (सारणी IV.2)।

IV.2 चलनिधि स्थिति

वित्तीय बाजार के व्यवहार को प्रभावित करने वाला एक प्रमुख कारक चलनिधि का उतार-चढ़ाव है, जिससे पता चलता है कि प्रणाली को संरचनागत और घर्षणीय कारक आंतरिक रूप से कितना प्रभावित कर रहे हैं। इन दोनों कारकों के प्रभावों को एक साथ रखकर चलनिधि को मापने का सबसे बड़ा तरीका **मुद्रा आपूर्ति** अथवा एम₃ है। वर्ष 2014-15 (5 सितंबर तक) के दौरान मुद्रा आपूर्ति की वृद्धि दर (वर्ष-दर-वर्ष) 13.2 प्रतिशत

सारणी IV.2 : मौद्रिक नीति चक्रों के विभिन्न चरणों में प्रसारण में असमानता (बैंकों की जमा और उधार दरों के प्रति)

मद	घट-बढ़ (प्रतिशत बिंदु)		
	कठोरता चरण (19 मार्च 2010 से 16 अप्रैल 2012)	सहजता चरण (17 अप्रैल 2012 से 15 जुलाई 2013)	कठोरता चरण (16 जुलाई 2013 से)
नीति दर (रेपो दर)	3.75	-1.25	0.75
सीआरआर	-1.00@	-0.75	0.00
मांग दर	4.98	-1.51	0.59
सीबीएलओ दर	5.43	-2.34	1.44
बाजार रेपो दर	6.12	-1.49	0.89
91-दिवसीय तिजोरी बिल	4.53	-1.29	1.11
3-माह सीपी दर	4.24	-2.17	0.64
3-माह सीडी दर	4.36	-2.08	0.79
5-वर्ष कार्पोरेट ऋण अर्जन	0.93	-0.71	0.47
10-वर्ष कार्पोरेट ऋण अर्जन	3.13	-1.02	0.34
5-वर्ष सरकारी प्रतिभूति अर्जन	1.05	-0.84	0.77
10-वर्ष सरकारी प्रतिभूति अर्जन	0.64	-1.10	0.98
मध्यमान जमा दर	2.31	0.00	0.24
मध्यमान आधार दर	2.75	-0.35	0.25
डब्ल्यूएएलआर (बकाया रुपया ऋण)	2.13	-0.44	-0.06#
डब्ल्यूएएलआर (नया रुपया ऋण)	-	-	0.08#

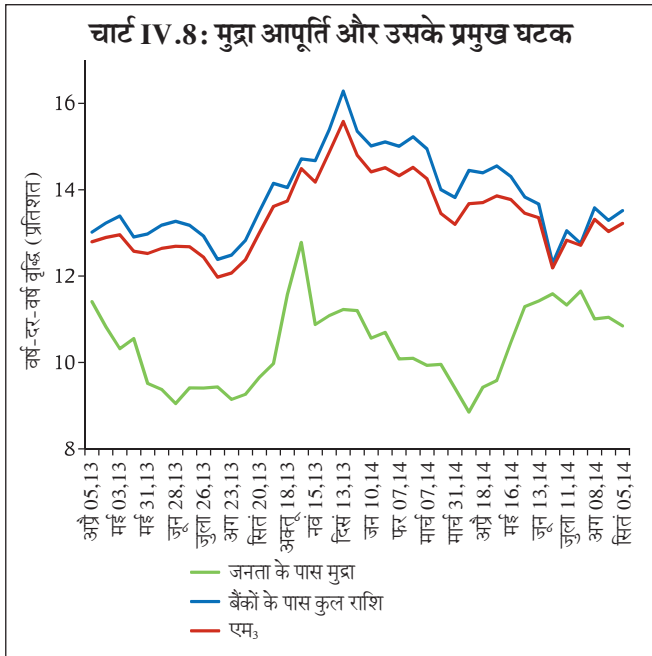
:- उपलब्ध नहीं। डब्ल्यूएएलआर : भारित औसत उधार दर।

आंकड़े अगस्त 2014 के अंत तक के हैं।

@ अपेक्षित चलनिधि स्थिति लाने के लिए सीआइआर में कमी की गई जो अगले सहजता चरण में रेपो दर में कटौती से पहले की गई थी।

टिप्पणी: नीति दर, जमा और आधार दरें महीने के अंत की हैं जबकि मुद्रा और बांड बाजार दरें मासिक औसत हैं।

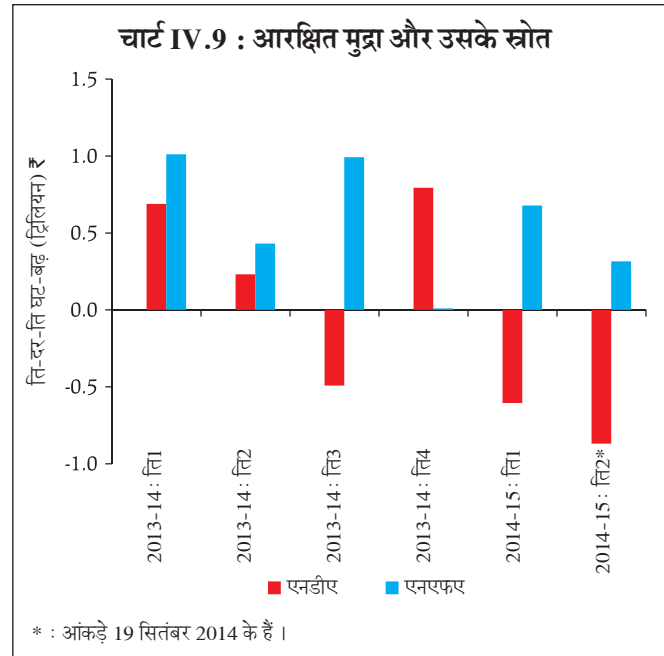
स्रोत : ब्लूमबर्ग और भारतीय रिजर्व बैंक।



रही है जो एक वर्ष पहले से अधिक रही है (चार्ट IV.8)। इसके प्रमुख घटक जैसे - जनता के पास करेंसी और जमाराशियों में इस वर्ष तेजी से वृद्धि हुई है। अप्रैल-मई में आम चुनाव की वजह से खर्च बढ़ गया और करेंसी की मांग बढ़ गई थी, किंतु यह बाद के महीनों में सामान्य स्थिति में आ गई।

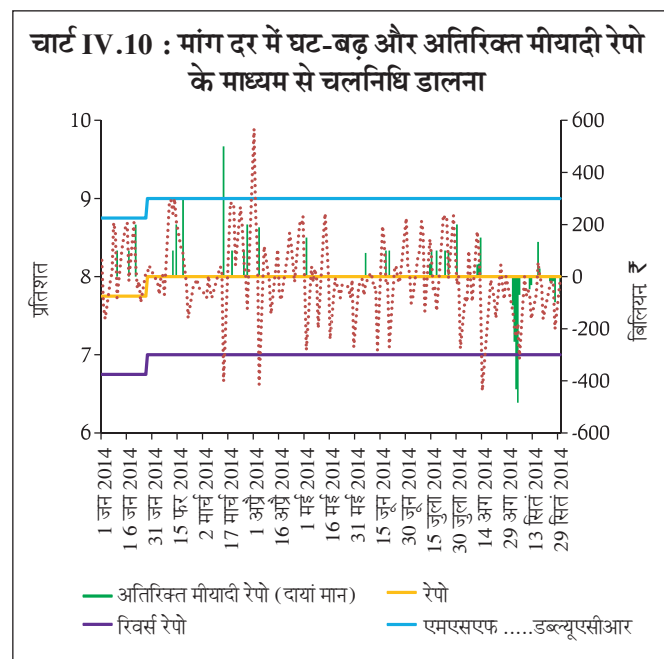
आरक्षित मुद्रा में उतार-चढ़ाव की स्थिति में रिजर्व बैंक की प्रतिक्रिया अनिवार्य हो जाती है क्योंकि विभिन्न स्वायत्त बलों का चलनिधि की स्थिति पर प्रभाव पड़ता है। रिजर्व बैंक द्वारा विदेशी मुद्रा बाजार में परिचालन करने से विस्तारकारी प्रभाव पड़ता है - जिससे 2014-15 के अधिकांश समय में अत्यधिक अधिशेष की स्थिति बनी रही है - जो निवल घरेलू आस्तियों में गिरावट को पूरा करने से भी अधिक थी (चार्ट IV.9)।

चलनिधि प्रबंधन के लिए किन लिखतों का विकल्प लिया जाएगा यह इस बात के मूल्यांकन पर निर्भर करता है कि समय-समय पर चलनिधि पर दबाव बनाने वाले स्रोत कौन से हैं - क्या घर्षणीय है या संरचनागत; अस्थायी है या स्थायी। जुलाई के प्रथम सप्ताह में मांग दरों के व्यापार के साथ एलएएफ से कम की सहज दर के साथ 4-दिवसीय रिवर्स रेपो का संचालन किया गया ताकि बेशी चलनिधि को सोख लिया जाए, किंतु इसमें कुछ खास रिस्पांस नहीं मिला क्योंकि सहभागियों ने 24 घंटे के बाद चलनिधि के संबंध में सहभागिता करने के प्रति अरूचि दिखाई। संघीय बजट विलंब से पारित होने एवं सरकार द्वारा देरी से खर्च किए जाने से चलनिधि



की स्थिति पुनः तंग हो गई, और मांग दरें, रेपो दरों से ऊपर बढ़ने लगीं, कुछ एक बार तो एमएसएफ दर की ओर बढ़ने लगी थीं। छह अवसरों पर कुल मिलाकर 650 बिलियन रुपए के लिए 3-दिवस से 7-दिवस के बीच की विभिन्न अवधि के लिए विशेष मीयादी रेपो का संचालन किया गया।

अगस्त के पहले सप्ताह से चलनिधि की स्थिति सहज हो गई क्योंकि सरकारी खर्च बढ़ने लगे और मांग-दर पुनः उप-रेपो



दर के नीचे चली गई। उसके बाद, जैसे ही सरकारी की नकदी राशि बढ़ गई चलनिधि की स्थिति विपरीत होकर कठोर हो गई, तब रिजर्व बैंक ने एक विशेष अवधि रेपो तथा दो भिन्न दर की ओवरनाइट रेपो का संचालन किया, जो उसके नियमित परिचालनों के अतिरिक्त था, जिनकी कुल राशि 247 बिलियन रुपए थी (चार्ट IV.10)। अगस्त के मध्य तक, सरकारी खर्च बढ़ रहे थे तथा ऋण उठाव की तुलना में जमा राशियां अधिक थीं जिससे प्रणाली में शेष महीने तथा सितंबर के पूर्वार्ध तक चलनिधि खूब बनी रही। 5 सितंबर से रिजर्व बैंक ने अपने चलनिधि प्रबंधन ढांचे को संशोधित करके समयानुकूल बनाया जिसके अंतर्गत सितंबर के पूर्वार्ध में ओवरनाइट भिन्न दर पर रिवर्स रेपो नीलामियां की गई ताकि प्रणाली की बेशी चलनिधि को सोखा जा सके (बाक्स IV.1)।

सारंश में, घर्षणीय (फ्रिक्शनल) चलनिधि प्रबंधन के मुख्य उपकरण के रूप में मीयादी रेपो नीलामी के धीरे-धीरे उभरने से यह आशा की जाती है कि वह संपूर्ण ब्याज दर क्षेत्र में नीति के प्रभावों का प्रसारण बेहतर करेगी। मुद्रा, ऋण तथा विदेशी मुद्रा सामान्यतया चलनिधि की स्थिति को प्रदर्शित करती हैं और पूरे विश्व एवं घरेलू स्तर से आने वाली जानकारियों का अनुसरण करेंगी। इक्विटी बाजार ने तीव्र उम्मीदें जगाई हैं और विश्व में इसमें अर्जन की तलाश बढ़ती जा रही है जिससे इसे समर्थन मिल रहा है, हालांकि अमरीका में मौद्रिक कठोरता से बाजार की संवेदना विपरीत हो जाने के स्पष्ट जोखिम बने हुए हैं। 2014-15 की दूसरी छमाही में औद्योगिक सुधार में गति आने के साथ ही ऋण में भी वृद्धि पैदा होने की आशा है।

बॉक्स IV.1 : चलनिधि अनुमान और नया चलनिधि प्रबंधन ढांचा

रिजर्व बैंक की मौद्रिक नीति के परिचालनात्मक ढांचे का लक्ष्य होता है कि मौद्रिक नीति का प्रसारण करते हुए पहले चरण के रूप में भारत औसत मांग दर को नीतिगत रेपो दर के आसपास नियंत्रित किया जाए। चलनिधि प्रबंधन में मोटे तौर पर ये बातें शामिल होती हैं : (ए) यह अनुमान लगाने की क्षमता होना कि स्वायत्त कारकों द्वारा चलनिधि की क्या स्थिति उभर सकती है, और (बी) समय पर उपयुक्त विवेकपूर्ण तरीके से चलनिधि डालना/चलनिधि सोख लेने के उपाय करना (सारणी IV.बी.1)। निकट समय में चलनिधि के बारे में पूर्वानुमान में शामिल होता है संपूर्ण जानकारी का निर्णय और समय-श्रृंखला आकलन ताकि चलनिधि की गति को, मौसम के अनुसार उसमें परिवर्तन तथा विशेष कारक जैसे त्योहारों के मौसम में उसकी स्थिति का पता लगाया जा सके।

रिजर्व बैंक ने 5 सितंबर, 2014 से चलनिधि प्रबंधन का संशोधित ढांचा लागू किया है। इसकी मुख्य विशेषताएं इस प्रकार हैं : (ए) एनडीटीएल (ईसीआर को छोड़कर) के 1 प्रतिशत के बराबर की चलनिधि बैंकवार ओवरनाइट एनडीटीएल के 0.25 प्रतिशत की निश्चित रेपो दर के रूप में निश्चित रूप से उपलब्धता तथा और शेष चलनिधि 14-दिवसीय मीयादी रेपो भिन्न दर के माध्यम से प्राप्त होना, (बी) पखवाड़े के दौरान कई बार मीयादी रेपो की नीलामी, बैंकों को इस बात की अनुमति देना कि वे अपनी चलनिधि का पखवाड़े के दौरान चार बार मूल्यांकन करें और तदनुसार नीलामियों में हिस्सा लें, और (सी) रिजर्व बैंक की ओवरनाइट चलनिधि सुविधा की अधिक बार उपलब्धता, भिन्न दर पर अपराह्न 3 बजे से 3.30 बजे के बीच ओवरनाइट रेपो/रिवर्स रेपो नीलामियों का प्रारंभ करना, इसके अलावा ईसीआर सुविधा के समय को बढ़ाकर अपराह्न 5 बजे तक करना।

सारणी IV.बी.1 : चलनिधि स्थिति के संचालक

(बिलियन ₹)

मद	2012-13	2013-14	2013-14 (6 सितं तक)	2014-15 (5 सितं तक)
ए. चलनिधि के स्वायत्त संचालक (1+2+3+4)	-1.738	-431	336	1.792
1. प्राधिकृत व्यापारियों से निवल खरीद	-153	586	-771	883
2. जनता के पास करेंसी	-1.174	-1073	-232	-422
3. रिजर्व बैंक के पास सरकार की नकदी	-406	-118	1,132	1,291
4. अन्य (अवशेष)	-5	174	207	40
बी. चलनिधि प्रबंधन (5+6+7+8)*	1.970	1,550	-65	-2,512
5. एलएएफ, एमएसएफ और मीयादी रेपो का चलनिधि प्रभाव	-455	944	-295	-2,062
6. ओएमओ का चलनिधि प्रभाव	1,546	523	267	-78
7. पुनर्वित्त सुविधाओं का चलनिधि प्रभाव	355	83	-3.7	-372
8. सीआरआर में परिवर्तन का प्रथम चक्र में चलनिधि प्रभाव	525	0	0	0
सी. बैंक प्रारक्षित राशि में परिवर्तन #(ए+बी)	232	1,118	272	-720

*: -ऋण चिन्ह चलनिधि सोखना तथा धन + चिन्ह चलनिधि डालना प्रदर्शित करते हैं।

#: में वाल्ट की नकदी शामिल है और सीआरआर परिवर्तन के प्रथम चक्र में चलनिधि प्रभाव को समायोजित किया गया है।

V. वैश्विक परिदृश्य

वर्ष 2014 की दूसरी तिमाही में उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में आर्थिक गतिविधियों ने जोर पकड़ा, जबकि उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं में आर्थिक गतिविधियों की गति कम हुई है। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति नरम बनी रही और निर्धारित लक्ष्य के नीचे ही रही क्योंकि आर्थिक मंदी बनी हुई है। अनेक उभरते बाजार की अर्थव्यवस्थाओं में मंद आर्थिक गतिविधियों के साथ-साथ उन्हें मुद्रास्फीति के दबाव का सामना करना पड़ रहा है। विश्व स्तर पर वस्तुओं की कीमतें कम हो गई हैं और वित्तीय बाजारों में तेजी है, सिर्फ इस बात को छोड़कर कि अगस्त के प्रारंभ में भू-राजनैतिक तनाव की वजह से थोड़ी अस्थिरता पैदा हो गई थी और प्राप्त होने वाले आंकड़ों पर विराम लग गया था।

V.1 वैश्विक आर्थिक स्थिति

वर्ष 2014 की पहली तिमाही में विश्व की आर्थिक गतिविधियां कमजोर बनी रहीं क्योंकि मौसम खराब था और इन्वेंट्री का समायोजन किया जा रहा था और इसमें दूसरी तिमाही में तेजी आई क्योंकि इस दौरान अमरीका और इंग्लैंड में उपभोक्ता व्यय बहुत अधिक हुआ था। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में 2014 में वृद्धि दर धीरे-धीरे स्थिर बनेगी क्योंकि वित्तीय स्थिति सहज बन रही है और मौद्रिक नीति काफी निभावकारी हो रही है, किंतु कमजोर निवेश गतिविधियों एवं भू-राजनैतिक तनाव संभावित रूप से बने रहने से सुधार के प्रति ज्यादा जोखिम बना हुआ है। उभरते बाजार की अर्थव्यवस्थाओं में आमतौर पर दूसरी तिमाही में विकास दर घटी है - केवल चीन का

विश्व उत्पाद तथा व्यापार मात्रा में वृद्धि (वार्षिक % परिवर्तन)

	2012	2013	2014प	2015प
विश्व उत्पाद	3.5	3.2	3.4	4.0
उन्नत अर्थव्यवस्था	1.4	1.3	1.8	2.4
अमरीका	2.8	1.9	1.7	3.0
यूरो क्षेत्र	-0.7	-0.4	1.1	1.5
जपान	1.4	1.5	1.6	1.1
यूके	0.3	1.7	3.2	2.7
कनाडा	1.7	2.0	2.2	2.4
उभरती बाजार अर्थव्यवस्था	5.1	4.7	4.6	5.2
ब्राजिल	1.0	2.5	1.3	2.0
रशिया फेडरेशन	3.4	1.3	0.2	1.0
चीन	7.7	7.7	7.4	7.1
मेक्सिको	4.0	1.1	2.4	3.5
दक्षिण अफ्रिका	2.5	1.9	1.7	2.7
विश्व व्यापार मात्रा	2.8	3.1	4.0	5.3

प: पूर्वानुमान

स्रोत: विश्व आर्थिक परिदृश्य, आइएमएफ जुलाई तक अद्यतन।

उसके नीतिगत प्रोत्साहन और भारत में बेहतर कारोबारी संवेदना के कारण इन देशों को छोड़कर-और वर्ष 2014 की संभावनाएं क्षीण लग रही हैं क्योंकि संरचनागत बाधाएं हैं तथा उपभोक्ता एवं निवेश की मांग धीमी बनी हुई है (सारणी V.1)।

विश्व व्यापार की वृद्धि में सुधार की स्थिति टूटती हुई सी है, किंतु उसमें हालमें जो स्थिरता दिखाई दे रही है वह भी अल्पकालिक लग रही है, इस प्रकार से वह विश्व की जीडीपी वृद्धि से 2011 की चौथी तिमाही से खिसककर पीछे हो गई (सारणी V.1) विश्व व्यापार संगठन ने अपने 2014 में विश्व व्यापार वृद्धि अनुमान को अप्रैल के 4.7 प्रतिशत से कम करके सितंबर के लिए 3.1 प्रतिशत कर दिया है। इसकी वजह यह थी कि विश्व में सुधार की स्थिति 2014 की पहली छमाही में बड़े पैमाने पर नहीं हुई थी और सुधार भी अस्थिर था, चूंकि विश्वस्तर पर सुधार कमजोर था और भू-राजनैतिक तनाव अधिक समय तक बढ़ते जाने से प्रमुख उभरते बाजार की अर्थव्यवस्थाओं में व्यापार में मंदी आ गई थी।

उन्नत अर्थव्यवस्था और उभरते बाजार की अर्थव्यवस्थाएं दोनों को **बाजार की संवेदना प्रतिकूल होने** तथा विश्व के वित्तीय बाजार में जोखिम-प्रीमियम के पुनर्मूल्यन का खतरा है, खासतौर से यदि अमरीका में दीर्घकालीन ब्याज दरें अपेक्षा से अधिक गति से बढ़ेंगी।

V.2 विश्वस्तर पर मुद्रास्फीति में प्रगति

उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति हलकी बनी हुई है। अमरीका में वार्षिक मुद्रास्फीति अगस्त में घटकर 1.7 प्रतिशत हो गई जबकि प्रमुख मुद्रास्फीति में कोई परिवर्तन नहीं हुआ था। जापान में मुद्रास्फीति में तेजी से वृद्धि हुई क्योंकि मूल्यवर्धित कर (वैट) को बढ़ाया गया था, किंतु वह जुलाई में संतुलित होकर 3.4 प्रतिशत हो गई। वैट के प्रभाव को छोड़कर, हेडलाइन मुद्रास्फीति जुलाई में काफी कम 1.3 प्रतिशत थी और प्रमुख मुद्रास्फीति 0.6 प्रतिशत पर थी। यूरो क्षेत्र में मुद्रास्फीति अगस्त में 0.4 प्रतिशत पर अपरिवर्तित थी, जिसका मुख्य कारण था कि ऊर्जा का मूल्य बहुत कम था। यूके में मुद्रास्फीति बैंक ऑफ इंग्लैंड के 2.0 प्रतिशत के लक्ष्य से भी कम थी जो अगस्त में घटकर 1.5 प्रतिशत हो गई थी।

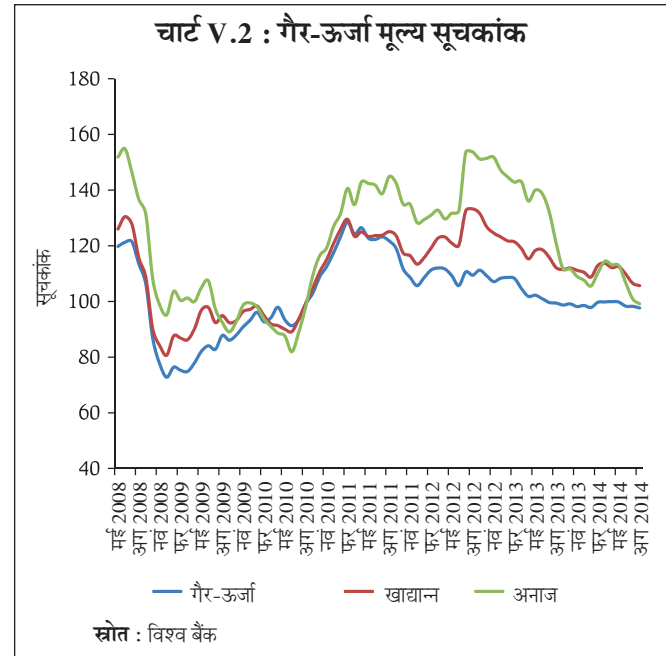
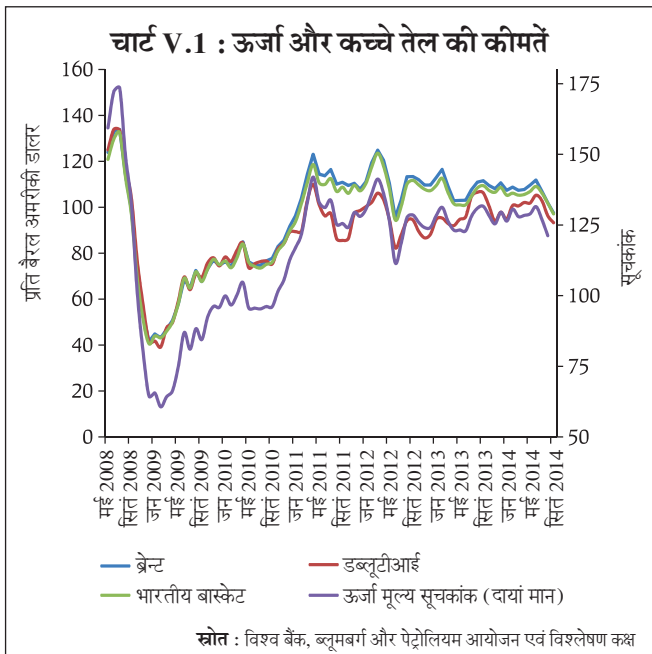
उभरते बाजार की अर्थव्यवस्थाओं में स्थिति कुछ मिली-जुली सी है, चीन में घरेलू स्तर पर कमजोर मांग के कारण कम मुद्रास्फीति का अनुभव किया जा रहा है, वहीं ब्राजिल, रूस और टर्की में घरेलू स्तर पर खाद्यान्न के मूल्यों के दबाव तथा विनिमय दर में कमी के दबाव के कारण मुद्रास्फीति पर बढ़ने का दबाव बना हुआ है। अन्य उभरते बाजार जैसे इंडोनेशिया और भारत ने नीति संचालित अपस्फीति का मार्ग अपनाया है। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं को छोड़ दें तो अनेक उभरते बाजार की अर्थव्यवस्थाओं को लगातार मुद्रास्फीति के दबाव का सामना करना पड़ रहा है और उनका बने रहना उसकी

संरचनात्मक विशेषताओं को दर्शाता है, जिसकी अपेक्षा यह है कि मौद्रिक नीति में मात्र सामने हालात के अनुसार परिवर्तन करने के बजाय बृहत् नीतिगत रणनीति की जरूरत है।

विश्व में ऊर्जा की कीमतें 2014 में काफी हद तक एक सीमा में रहने के बाद सहज होना प्रारंभ हुई हैं, ब्रेंट की कीमतें अप्रैल और सितंबर के बीच 9.5 प्रतिशत कम हुईं और सितंबर में 97.5 अमरीकी डालर प्रति बैरल थीं (चार्ट V.1)। भू-राजनैतिक संघर्षों के कारण आपूर्ति में बाधा पड़ने के जोखिम के होते हुए भी विश्व में उसकी आपूर्ति बनी रही क्योंकि ओपेक सदस्यों से उसकी सप्लाई बढ़ी तथा अमरीका में इसका उत्पादन अधिक हुआ। बाजार के सहभागी यह उम्मीद कर रहे हैं कि मध्यावधि में तेल की कीमतें सहज हो जाएंगी, साथ ही दिसंबर 2015 के लिए ब्रेंट के लिए भावी संविदा 26 सितंबर, 2014 को 99.7 अमरीकी डालर प्रति बैरल पर की गई।

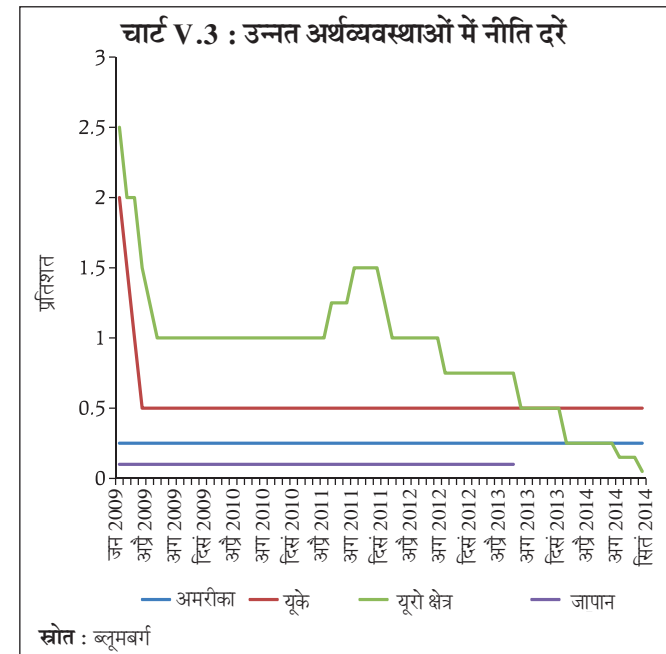
गैर-ऊर्जा कीमतें भी मई से नरम पड़ रही हैं और जुलाई तथा अगस्त 2014 तक यथास्थिति जारी रही। विश्व में खाद्यान्न की कीमतें मार्च 2014 से कम होना शुरू हुईं और अगस्त में सात महीने में सबसे कम थीं। ऐसा इसलिए हुआ कि मार्च से अनाज की कीमतें कम होने लगीं क्योंकि अमरीका में पैदावार अत्यधिक हुई थी (चार्ट V.2)। खाद्य और कृषि संगठन (एफएओ) ने भविष्यवाणी की है कि अगले 10 वर्षों तक खाद्यान्न की कीमतें स्थिर रहेंगी।

समग्र रूप से, आशा की जाती है कि वस्तुओं की कीमतें स्थिर बनी रहेंगी, जो शायद इस बात का संकेत है कि 1990 के दशक के अंत में जो वस्तुओं की कीमतों में वृद्धि का महाचक्र प्रारंभ हुआ था वह समाप्त हो जाएगा (बॉक्स V.1)।



V.3 मौद्रिक नीति का रुझान

मुद्रास्फीति की स्थितियों तथा बड़े आकार की मंदी को अच्छी तरह से नियंत्रित करते हुए उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में केंद्रीय बैंकों ने **मौद्रिक नीति को अत्यधिक निभावकारी** बनाए रखा, साथ ही आगे भी दिशानिर्देश देते रहे हैं जिससे यह पता चलता है कि नीति का रुझान अर्थव्यवस्था में सुधार को समर्थन देता रहेगा। सितंबर, 2014 में फेड ने अपनी नीति दर को नहीं बदला, किंतु इस बात की घोषणा

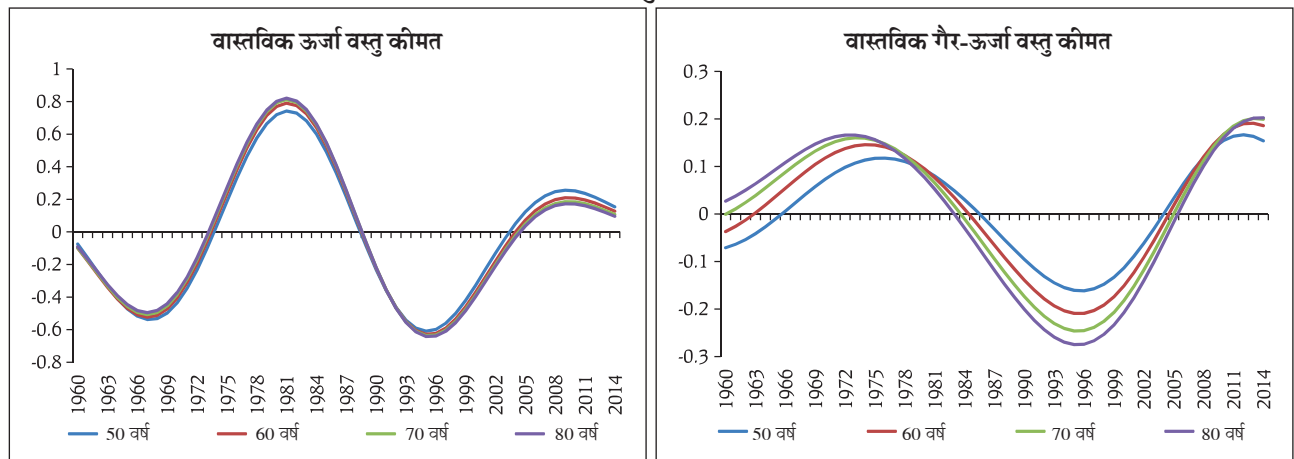


बॉक्स V.1 : क्या वस्तुओं का महाचक्र समाप्त हो गया है ?

वस्तुओं के महाचक्र का तात्पर्य है कि सभी वस्तुओं में लंबे समय तक एवं तेजी से कीमतें बढ़ना, यह स्थिति मांग में लगातार वृद्धि बने रहने से एवं आपूर्ति कम हो जाने से पैदा होती है। 1894 से लेकर अब तक चार महाचक्रों की पहचान की गई है जिसमें से आखिरी महाचक्र 1990 दशक के अंत में प्रारंभ हुआ था, और उसकी वजह चीन एवं अन्य उभरती अर्थव्यवस्थाओं में तेजी से एवं निरंतर औद्योगिकरण तथा शहरीकरण का होना था। हाल के वस्तु महाचक्र में वस्तुओं की मुद्रास्फीति समायोजित कीमतें 1999 से लेकर 2010 के बीच 60 से लेकर 500 प्रतिशत के बीच इसके उच्चतम स्तर पर थीं। तेल की कीमतों में 467 प्रतिशत, धातुओं की कीमतें 202 प्रतिशत और कृषि क्षेत्र की वस्तुओं की कीमतों में 77 प्रतिशत की वृद्धि हुई है - यह, महाचक्र में समस्त चार वस्तुओं की कीमतों में सर्वाधिक वृद्धि थी। पूर्व के महाचक्र की तुलना में हाल के महाचक्र की एक अन्य खास विशेषता यह है कि समस्त वस्तुओं की कीमतों में अत्यधिक परस्पर-संबंध था और मूल्यों की अस्थिरता बहुत अधिक थी, शायद इसकी वजह वस्तु बाजारों का वित्करण हो जाना तथा प्राकृतिक आपदाओं के कारण आपूर्ति बाधित हो जाना रहा है। 2012 से लेकर अभी तक वस्तुओं के

मूल्यों में उसके उच्च स्तर से लेकर समस्त स्तर पर लगातार संतुलन बने रहने ने इस प्रश्न को लेकर बहस का मुद्दा बना दिया है कि क्या हाल का वस्तु महाचक्र समाप्त हो गया है। नवोन्मेष की गति और प्रत्यक्ष निवेश को देखते हुए, आपूर्ति पक्ष की लागतें संसाधन की कमी के कारण अभी भी बढ़ रही हैं, जबकि उभरते बाजार की अर्थव्यवस्थाओं से अपेक्षित है कि वे वस्तुओं की मांग में बिना किसी भारी प्रतिकूल परिवर्तन के विकास को जारी रखें। सच यह है कि वस्तुओं की कीमतों में तेजी विश्व की आर्थिक गतिविधियों की तुलना में कहीं अधिक गति से आती है। दूसरी ओर, विश्व की अर्थव्यवस्था भले ही स्थिर चरण में प्रवेश कर रही है, किंतु यह विकास का एक निचला स्तर है, जिसमें वस्तुओं की कीमतें स्थिर होंगी किंतु, वर्तमान महाचक्र चरण के प्रारंभ होने से पहले की कीमतों के स्तर से अधिक होंगी। असमान क्रिटियानों और फिटजराल्ड बैंड पास फिल्टर का इस्तेमाल सामान्य रूप से वस्तु महाचक्र की पहचान करने के लिए किया जाता है, जिससे पता चलता है कि वास्तविक ऊर्जा कीमतें और वास्तविक गैर-ऊर्जा कीमतें दोनों इन्फ्लेक्शन बिंदु पर पहुंच चुकी हैं और उनका रुख नीचे की ओर होने लगा है (VI.बी1)।

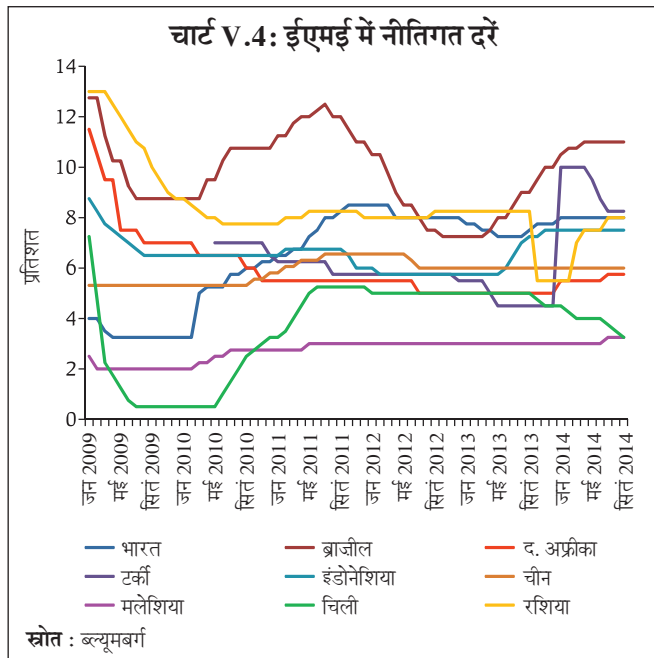
चार्ट V.बी 1 : वस्तु कीमतें - महाचक्र



की कि वह अपनी आस्तियों की खरीद में आगे 10 बिलियन अमरीकी डालर की कमी करेगा जो कुल मिलाकर 15 बिलियन डालर की कमी थी। यूरोपियन सेंट्रल बैंक ने सितंबर में बैंक-उधार को प्रोत्साहित करने के लिए अपनी प्रमुख नीति-दर को 0.05 प्रतिशत और भी कम कर दिया तथा जमा पर 0.20 प्रतिशत का प्रभार लगा दिया और अक्टूबर में आस्ति-समर्थित प्रतिभूतियां एवं कवर लिए गए बांड क्रय करना प्रारंभ करेगा। बैंक ऑफ जापान और बैंक ऑफ इंग्लैंड ने भी निभावकारी मौद्रिक नीति रुझान बनाए रखा, बैंक ऑफ जापान

ने मौद्रिक आधार लक्ष्य को अपरिवर्तित बनाए रखा और बैंक ऑफ इंग्लैंड ने नीति दर तथा आस्ति खरीद क्रय कार्यक्रम को यथावत बनाए रखा (चार्ट V.3)।

उभरते बाजार अर्थव्यवस्थाओं में, मौद्रिक नीति का रुझान मिला-जुला था, जिससे पता चलता है कि घरेलू आर्थिक स्थिति में विविधता थी तथा मुद्रास्फीति एवं विनिमय दर के दबाव बने हुए थे। टर्की ने मई से अपनी नीति दर को कम करना शुरू कर दिया था, क्योंकि अंतरराष्ट्रीय स्तर पर चलनिधि की स्थिति में सुधार हो रहा



था, और मुद्रास्फीति पर विनिमय दर में उतार-चढ़ाव के प्रभाव में संतुलन पैदा हो रहा था। इसी प्रकार से चिली ने भी फरवरी 2014 से अपनी नीतिदर को धीरे-धीरे कम कर दिया था क्योंकि घरेलू स्तर पर गतिविधियां कमजोर पड़ गई थीं। इसके विपरीत, रूस कठोर रुख अपनाए हुए था, अपनी नीति दर को मार्च 2014 से बढ़ा रहा था ताकि मुद्रास्फीति के दबाव को क्राबू में कर सके।

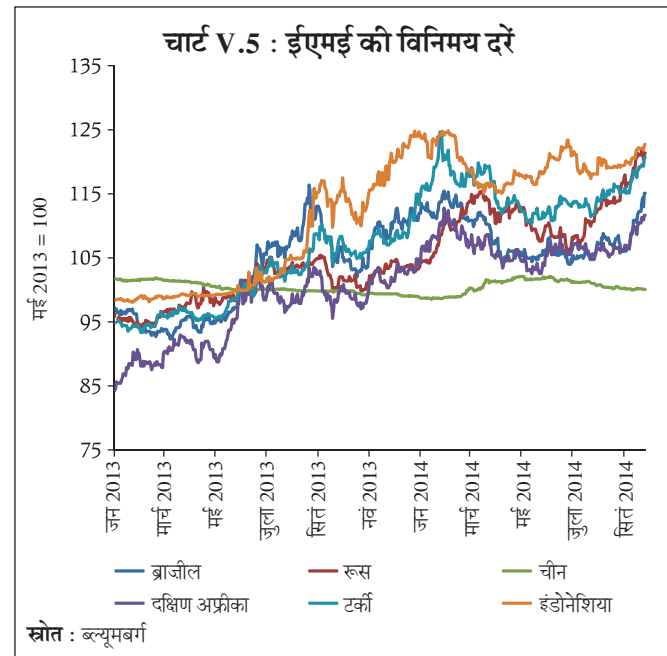
ब्राजील पिछले कई महीने से उच्च नीति दर बनाए हुए है क्योंकि मुद्रास्फीति का दबाव बना हुआ है, बावजूद इसके कि वह मंदी के चरण में प्रवेश कर चुका है। दक्षिण अफ्रीका और मलेशिया ने भी मुद्रास्फीति के दबावों को कम करने के लिए जुलाई में नीति दरों को बढ़ा दिया है। वहीं पर चीन और इंडोनेशिया ने पिछले कई महीने से अपनी नीति दरों को स्थिर बना रखा है (चार्ट V.4)।

V.4 अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजार

अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजार में 2014 के प्रारंभ से सामान्य रूप से अस्थिरता कम हुई है क्योंकि 'टेपर' का भय समाप्त हो चुका है, और प्रतिफल (रिटर्न) की बढ़ती तलाश ने पूंजी के प्रवाह में वृद्धि पैदा कर दी है। समस्त बांड व इक्विटी बाजार में भू-राजनैतिक चिंताओं के कारण अगस्त 2014 में अस्थिरता ने तेजी पकड़ ली है, और होने वाली हानियों को सितंबर के शुरू में ही पूरा कर लिया गया क्योंकि यूरो क्षेत्र में और अधिक प्रोत्साहन पैकेज दिए जाने की घोषणा ने जोखिम उठाने की भूख को बढ़ा दिया था। जहां प्रतिफल (रिटर्न) की तलाश बहुत मजबूती से हो रही है, वहीं अस्थिरता की स्थिति सबसे ज्यादा न्यूनतम हो गई है। ईएमई वित्तीय बाजारों में अर्जन हेतु पहुंच बनाने से उछाल आ गया और अगस्त में अधिक अस्थिरता से एक अस्थायी असंतुलन आ गया था, साथ ही राष्ट्र-विशेष के महत्व के अनुसार जोखिम का

थोड़ा सा पुनर्मूल्यन भी हुआ। आस्तियों के मूल्यों में तीव्र वृद्धि ने वित्तीय अस्थिरता का जोखिम बढ़ा दिया है यदि बिल्डिंग इक्विटी/वास्तविक भू-संपदा में अप्रत्याशित गिरावट आती है।

जुलाई से प्रमुख करेंसियों की तुलना में अमरीकी डालर के मूल्य में अत्यधिक वृद्धि हुई है क्योंकि अमरीका में आर्थिक गतिविधियों में सुधार की स्थिति काफी अनुकूल हो गई है। ईएमई में करेंसी बाजार में स्थिरता है और पूंजी का प्रवाह सामान्य है, केवल आने वाले डाटा के प्रति छुटपुट प्रतिक्रिया को छोड़कर। करेंसी की अस्थिरता में कमी आने से आमतौर पर ईएमई की करेंसी में व्यापार करने का आकर्षण बढ़ गया है और उन्हें लक्ष्य किया जा रहा है (चार्ट V.5)। इस अचानक व्यापार किए जाने की स्थिति ने मैक्रो-स्थिरता के प्रति बहुत बड़ा जोखिम पैदा कर दिया है।



सारंश में, यद्यपि उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में आर्थिक सुधार की स्थिति में काफी स्थिरता पैदा हो गई है किंतु पूरे विश्व में आर्थिक मंदी की हालत बनी रहने वाली है। ईएमई में संरचनागत बाधाओं और राजनैतिक तनाव से विकास दबा रहेगा। चूंकि मुद्रास्फीति का दबाव नरम लग रहा है, आर्थिक मंदी तथा वस्तुओं की स्थिर कीमतों को देखते हुए, इस बात की संभावना है कि उन्नत अर्थव्यवस्थाएं अपना सहज मौद्रिक रुझान बनाए रखेंगी। ईएमई में जो अत्यधिक कठोर मुद्रास्फीति की स्थिति से गुजर रही हैं, उनके लिए उसमें बहुत बढ़-चढ़कर मौद्रिक नीति की कार्रवाई की गुंजाइश इसलिए कम होगी क्योंकि उनकी आर्थिक गतिविधियां अपेक्षा से भी कमजोर होंगी। जहां वित्तीय बाजार और वस्तुओं की कीमतें स्थिर बनी रहेंगी, वहीं पर अमरीका में प्रत्याशा से पहले नीति दर के विपरीत हो जाने से इन बाजारों पर दबाव बढ़ सकता है।