



**भारतीय रिज़र्व बैंक**  
**RESERVE BANK OF INDIA**

वेबसाइट : [www.rbi.org.in/hindi](http://www.rbi.org.in/hindi)

Website : [www.rbi.org.in](http://www.rbi.org.in)

ई-मेल/email : [helpdoc@rbi.org.in](mailto:helpdoc@rbi.org.in)

संचार विभाग, केंद्रीय कार्यालय, शहीद भगत सिंह मार्ग, फोर्ट, मुंबई-400001

Department of Communication, Central Office, Shahid Bhagat Singh Marg, Fort, Mumbai-400001 फोन/Phone: 022- 22660502



20 अक्टूबर 2023

**मौद्रिक नीति समिति की 4 से 6 अक्टूबर 2023 के दौरान हुई बैठक का कार्यवृत्त**  
**[भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम, 1934 की धारा 45 ज़ेडएल के अंतर्गत]**

भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम, 1934 की धारा 45 ज़ेडबी के अंतर्गत गठित मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) की पैतालीसवीं बैठक 4 से 6 अक्टूबर 2023 के दौरान आयोजित की गई थी।

2. बैठक में सभी सदस्य – डॉ. शशांक भिड़े, माननीय वरिष्ठ सलाहकार, नेशनल काउंसिल फॉर अप्लाइड इकोनॉमिक रिसर्च, दिल्ली; डॉ. आशिमा गोयल, अवकाश प्राप्त प्रोफेसर, इंदिरा गांधी इंस्टीट्यूट ऑफ डेवलपमेंट रिसर्च, मुंबई; प्रो. जयंत आर. वर्मा, प्रोफेसर, भारतीय प्रबंध संस्थान, अहमदाबाद; डॉ. राजीव रंजन, कार्यपालक निदेशक (भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम, 1934 की धारा 45 ज़ेडबी (2) (सी) के अंतर्गत केंद्रीय बोर्ड द्वारा नामित रिज़र्व बैंक के अधिकारी); डॉ. माइकल देवव्रत पात्र, मौद्रिक नीति के प्रभारी उप गवर्नर उपस्थित रहें और इसकी अध्यक्षता श्री शक्तिकान्त दास, गवर्नर द्वारा की गई।

3. भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम, 1934 की धारा 45 ज़ेडएल के अनुसार, रिज़र्व बैंक मौद्रिक नीति समिति की प्रत्येक बैठक के चौदहवें दिन इस बैठक की कार्यवाहियों का कार्यवृत्त प्रकाशित करेगा जिसमें निम्नलिखित शामिल होगा:

- i) मौद्रिक नीति समिति की बैठक में अपनाया गया संकल्प;
- ii) उक्त बैठक में अपनाए गए संकल्प पर मौद्रिक नीति के प्रत्येक सदस्य को प्रदान किया गया वोट; और
- iii) उक्त बैठक में अपनाए गए संकल्प पर धारा 45 ज़ेडआई की उप-धारा (11) के अंतर्गत मौद्रिक नीति समिति के प्रत्येक सदस्य का वक्तव्य।

4. एमपीसी ने भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा उपभोक्ता विश्वास, परिवारों की मुद्रास्फीति प्रत्याशा, कॉर्पोरेट क्षेत्र के प्रदर्शन, ऋण की स्थिति, औद्योगिक, सेवाओं और आधारभूत संरचना क्षेत्रों की संभावनाएं और पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं के अनुमानों का आकलन करने के लिए किए गए सर्वेक्षणों की समीक्षा की। एमपीसी ने इन संभावनाओं के विभिन्न जोखिमों के इर्द-गिर्द स्टाफ के समष्टि आर्थिक अनुमानों और वैकल्पिक परिदृश्यों की विस्तृत रूप से भी समीक्षा की। उपर्युक्त पर और मौद्रिक नीति के रुख पर व्यापक चर्चा करने के बाद एमपीसी ने संकल्प अपनाया जिसे नीचे प्रस्तुत किया।

**संकल्प**

5. वर्तमान और उभरती समष्टि-आर्थिक परिस्थिति का आकलन करने के आधार पर मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) ने आज (6 अक्टूबर 2023) अपनी बैठक में यह निर्णय लिया है कि:

- चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) के अंतर्गत नीतिगत रेपो दर को 6.50 प्रतिशत पर यथावत् रखा जाए।

स्थायी जमा सुविधा (एसडीएफ) दर 6.25 प्रतिशत तथा सीमांत स्थायी सुविधा (एमएसएफ) दर और बैंक दर 6.75 प्रतिशत पर यथावत् बनी हुई है।

- एमपीसी ने निभाव को वापस लेने पर ध्यान केंद्रित रखने का भी निर्णय लिया ताकि यह सुनिश्चित किया जा सके कि मुद्रास्फीति उतरोत्तर संवृद्धि को समर्थन प्रदान करते हुए लक्ष्य के साथ संरेखित हो।

ये निर्णय, संवृद्धि को समर्थन प्रदान करते हुए उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) मुद्रास्फीति को +/- 2 प्रतिशत के दायरे में रखते हुए 4 प्रतिशत का मध्यावधि लक्ष्य हासिल करने के अनुरूप है।

इस निर्णय में अंतर्निहित मुख्य विचार नीचे दिए गए विवरण में व्यक्त किए गए हैं।

## आकलन

### वैश्विक अर्थव्यवस्था

6. वैश्विक संवृद्धि की गति कम हो रही है। मुद्रास्फीति धीरे-धीरे कम हो रही है लेकिन प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं में लक्ष्य से काफी ऊपर बनी हुई है। लंबी अवधि के लिए ऊंची दरों से संबंधित चिंताएं, वैश्विक वित्तीय बाजारों में अस्थिरता ला रही हैं। सॉवरेन बॉण्ड का प्रतिफल सख्त हो गया है, अमेरिकी डॉलर के मूल्य में वृद्धि हुई है, और इक्विटी बाजारों में करेक्शन हुआ है। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएं (ईएमई) मुद्रा मूल्यहास और अस्थिर पूंजी प्रवाह का सामना कर रही हैं।

### घरेलू अर्थव्यवस्था

7. वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद (जीडीपी) ने 2023-24 की पहली तिमाही (अप्रैल-जून) में वर्ष-दर-वर्ष (व-द-व) 7.8 प्रतिशत की संवृद्धि दर्ज की, जो निजी खपत और निवेश मांग पर आधारित है।

8. सितंबर के दौरान दक्षिण-पश्चिम मॉनसून वर्षा में सुधार हुआ और दीर्घकालिक औसत से 6 प्रतिशत कम रही। खरीफ फसलों की बुवाई का क्षेत्र एक वर्ष पहले की तुलना में 0.2 प्रतिशत अधिक था। जुलाई में औद्योगिक उत्पादन सूचकांक 5.7 प्रतिशत बढ़ा; अगस्त में मूल उद्योगों का उत्पादन 12.1 प्रतिशत बढ़ा। क्रय प्रबंधक सूचकांक (पीएमआई) और सेवा क्षेत्र के अन्य उच्च आवृत्ति संकेतकों ने अगस्त-सितंबर में बेहतर विस्तार प्रदर्शित किया।

9. मांग के मोर्चे पर, शहरी खपत में उछाल है, जबकि ग्रामीण मांग में सुधार के संकेत दिख रहे हैं। सार्वजनिक क्षेत्र के पूंजीगत व्यय से निवेश गतिविधि को लाभ हो रहा है। इस्पात की खपत, सीमेंट उत्पादन के साथ-साथ आयात और पूंजीगत वस्तुओं के उत्पादन में मजबूत वृद्धि देखी जा रही है। वस्तु निर्यात और तेल से इतर स्वर्ण से इतर आयात, अगस्त में संकुचन में रहे, हालांकि गिरावट की गति कम हो गई। अगस्त में सेवा निर्यात में सुधार हुआ।

10. अगस्त में कुछ हद तक कम होकर 6.8 प्रतिशत होने से पहले, सब्जियों की कीमतों में बढ़ोतरी के कारण जुलाई में सीपीआई हेडलाइन मुद्रास्फीति 2.6 प्रतिशत अंक बढ़कर 7.4 प्रतिशत हो गई। अगस्त में ईंधन

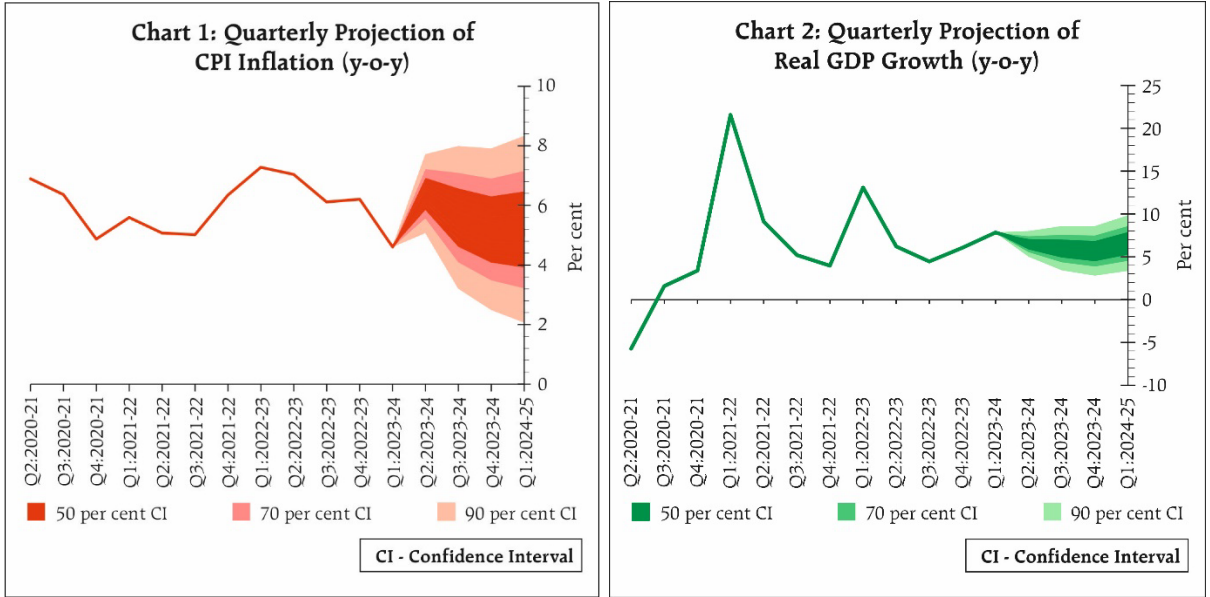
मुद्रास्फीति बढ़कर 4.3 प्रतिशत हो गई। जुलाई-अगस्त 2023 के दौरान मूल मुद्रास्फीति (अर्थात्, खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई) नरम होकर 4.9 प्रतिशत हो गई।

11. 22 सितंबर 2023 तक, मुद्रा आपूर्ति (एम3) में 10.8 प्रतिशत (वर्ष-दर-वर्ष) की वृद्धि हुई और बैंक ऋण में 15.3 प्रतिशत की वृद्धि हुई। 29 सितंबर 2023 तक भारत की विदेशी मुद्रा आरक्षित निधि 586.9 बिलियन अमेरिकी डॉलर थी।

### संभावना

12. सब्जियों की कीमतों में बदलाव और एलपीजी की कीमतों में हालिया कमी के कारण निकट अवधि में मुद्रास्फीति के परिदृश्य में सुधार होने की उम्मीद है। भावी प्रक्षेपवक्र, दालों के अंतर्गत कम बुआई क्षेत्र, जलाशय के स्तर में गिरावट, अल नीनो की स्थिति और अस्थिर वैश्विक ऊर्जा और खाद्य कीमत जैसे कई कारकों पर निर्भर करेगी। रिज़र्व बैंक के उच्चम सर्वेक्षणों के अनुसार, विनिर्माण कंपनियों को पिछली तिमाही की तुलना में तीसरी तिमाही में उच्च इनपुट लागत दबाव लेकिन बिक्री कीमतों में मामूली कम वृद्धि की उम्मीद है। सेवाएँ और बुनियादी ढाँचा कंपनियों को इनपुट लागत और बिक्री कीमतों की संवृद्धि में नरमी आने की उम्मीद है। इन कारकों को ध्यान में रखते हुए, सीपीआई मुद्रास्फीति 2023-24 के लिए 5.4 प्रतिशत अनुमानित है, जिसका दूसरी तिमाही में 6.4 प्रतिशत, तीसरी तिमाही में 5.6 प्रतिशत और चौथी तिमाही में 5.2 प्रतिशत होने का अनुमान है, जिसमें जोखिम समान रूप से संतुलित हैं। 2024-25 की पहली तिमाही के लिए सीपीआई मुद्रास्फीति 5.2 प्रतिशत अनुमानित है (चार्ट 1)।

13. सेवाओं में निरंतर उछाल, ग्रामीण मांग में पुनरुत्थान, उपभोक्ता और कारोबार आशावाद, पूंजीगत व्यय पर सरकार के जोर और बैंकों तथा कॉर्पोरेट्स के बेहतर तुलन-पत्र से घरेलू मांग की स्थिति को लाभ होने की उम्मीद है। भू-राजनीतिक तनाव, अस्थिर वित्तीय बाजार और ऊर्जा की कीमतें तथा जलवायु आघात जैसे वैश्विक कारकों से संबंधित प्रतिकूल परिस्थितियां संवृद्धि की संभावना के लिए जोखिम उत्पन्न करती हैं। इन सभी कारकों को ध्यान में रखते हुए, 2023-24 के लिए वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद की संवृद्धि 6.5 प्रतिशत होना अनुमानित है, जिसका दूसरी तिमाही में 6.5 प्रतिशत, तीसरी तिमाही में 6.0 प्रतिशत और चौथी तिमाही में 5.7 प्रतिशत रहना अनुमानित है, जिसमें जोखिम समान रूप से संतुलित हैं। 2024-25 की पहली तिमाही के लिए वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद की संवृद्धि 6.6 प्रतिशत रहना अनुमानित है (चार्ट 2)।



14. एमपीसी ने पाया कि अभूतपूर्व खाद्य मूल्य आघात, मुद्रास्फीति के उभरते प्रक्षेपवक्र पर प्रभाव डाल रहे हैं और इस तरह के अतिव्यापी (ओवरलैपिंग) आघातों की बार-बार होने वाली घटनाएं सामान्यीकरण और दृढ़ता प्रदान कर सकती हैं। तदनुसार, वैश्विक खाद्य और ऊर्जा की कीमतों में वृद्धि और वैश्विक वित्तीय बाजार में अस्थिरता के मौजूदा माहौल को देखते हुए, एमपीसी ने अतिरिक्त सावधानी (हाई अलर्ट) बरतने का संकल्प लिया है। जबकि सब्जियों की कीमतों में और बदलाव हो सकता है और मूल मुद्रास्फीति कम हो रही है, एमपीसी ने इस बात पर ध्यान दिया कि हेडलाइन मुद्रास्फीति सहन-सीमा बैंड से ऊपर चल रही है और लक्ष्य के साथ इसका संरेखण बाधित हो रहा है। अतः, मौद्रिक नीति को सक्रिय रूप से अवस्फीतिकारी बने रहने की आवश्यकता है। घरेलू आर्थिक गतिविधि अच्छी चल रही है और त्योहारी खपत की मांग, निवेश के इरादों में तेजी तथा उपभोक्ता एवं कारोबारी संभावना में सुधार से इसे बढ़ावा मिलने की उम्मीद है। चूंकि 250 आधार अंकों की संचयी नीति रेपो दर में बढ़ोतरी अभी भी अर्थव्यवस्था के माध्यम से अपना काम कर रही है, एमपीसी ने इस बैठक में नीति रेपो दर को 6.50 प्रतिशत पर यथावत् रखने का निर्णय लिया है, लेकिन यदि परस्थिति के लिए आवश्यक हो तो उचित और सामयिक नीतिगत कार्रवाई करने के लिए तैयार हैं। एमपीसी मुद्रास्फीति को लक्ष्य के अनुरूप करने और मुद्रास्फीति की उम्मीदों को नियंत्रित करने की अपनी प्रतिबद्धता पर दृढ़ रहेगी। एमपीसी ने निभाव को वापस लेने पर ध्यान केंद्रित रखने का भी निर्णय लिया ताकि यह सुनिश्चित किया जा सके कि मुद्रास्फीति उतरोत्तर संवृद्धि को समर्थन प्रदान करते हुए लक्ष्य के साथ संरेखित हो।

15. एमपीसी के सभी सदस्य - डॉ. शशांक भिडे, डॉ. आशिमा गोयल, प्रो. जयंत आर. वर्मा, डॉ. राजीव रंजन, डॉ. माइकल देवव्रत पात्र और श्री शक्तिकान्त दास ने सर्वसम्मति से नीतिगत रेपो दर को 6.50 प्रतिशत पर यथावत् रखने के लिए वोट किया।

16. डॉ. शशांक भिडे, डॉ. आशिमा गोयल, डॉ. राजीव रंजन, डॉ. माइकल देवव्रत पात्र और श्री शक्तिकान्त दास ने निभाव को वापस लेने पर ध्यान केंद्रित रखने के लिए वोट किया ताकि यह सुनिश्चित किया जा सके कि मुद्रास्फीति उतरोत्तर संवृद्धि को समर्थन प्रदान करते हुए लक्ष्य के साथ संरेखित हो। प्रो. जयंत आर. वर्मा ने संकल्प के इस हिस्से पर आपत्ति जताई।

17. एमपीसी की बैठक का कार्यवृत्त 20 अक्तूबर 2023 को प्रकाशित किया जाएगा।

18. एमपीसी की अगली बैठक 6-8 दिसंबर 2023 के दौरान निर्धारित है।

**नीतिगत रेपो दर को 6.50 प्रतिशत पर यथावत् रखने के संकल्प पर वोटिंग**

सदस्य	वोट
डॉ. शशांक भिडे	हाँ
डॉ. आशिमा गोयल	हाँ
प्रो. जयंत आर. वर्मा	हाँ
डॉ. राजीव रंजन	हाँ
डॉ. माइकल देवव्रत पात्र	हाँ
श्री शक्तिकान्त दास	हाँ

**डॉ. शशांक भिडे का वक्तव्य**

19. वित्त वर्ष 2023-24 की पहली तिमाही के दौरान नरम समग्र मूल्य दबाव की अवधि, जिसमें हेडलाइन सीपीआई मुद्रास्फीति 5 प्रतिशत से कम थी, सब्जी की कीमतों में बढ़ोतरी से टूट गई, जिससे हेडलाइन मुद्रास्फीति क्रमशः जुलाई में 7.4 प्रतिशत और अगस्त में 6.8 प्रतिशत हो गई। हालांकि जुलाई-अगस्त के दौरान देखी गई तेज वृद्धि अस्थायी प्रतीत होती है, लेकिन मूल्य स्थितियों पर दबाव बना हुआ है।

20. वर्तमान मानसून अवधि में वर्षा का असमान वितरण खाद्य कीमतों के लिए चिंता का विषय है, अनाज, दालों और मसालों की कीमतों में जून से अगस्त तक दोहरे अंक में वृद्धि देखी जा रही है। जबकि खरीफ़ का बोया गया क्षेत्र लगभग पिछले वर्ष के समान स्तर पर रहने का अनुमान है, कुछ प्रमुख फसलों जैसे दालों और कुछ मोटे अनाजों का क्षेत्रफल पिछले वर्ष की तुलना में कम है। सरकार की व्यापार और आपूर्ति प्रबंधन नीतियां किसी भी आपूर्ति-मांग बेमेल के मूल्य प्रभाव को कम कर देंगी लेकिन रबी सीजन के लिए अनुकूल मौसम, खाद्य मुद्रास्फीति को मध्यम रखने के लिए महत्वपूर्ण होगा।

21. सीपीआई समूह के खाद्य से इतर खंड में जुलाई-अगस्त के दौरान मध्यम मूल्य वृद्धि दर्ज की गई। खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई (मूल सीपीआई) में जुलाई और अगस्त दोनों में वर्ष-दर-वर्ष आधार पर 4.9 प्रतिशत की वृद्धि दर्ज की गई, जो जून में 5.2 प्रतिशत से कम है। जबकि कपड़े और जूते, स्वास्थ्य, शिक्षा और व्यक्तिगत देखभाल एवं प्रभाव में अगस्त में 5 प्रतिशत से अधिक की वृद्धि दर्ज की गई, पेट्रोलियम ईंधन की कीमतों में आघात के प्रति मुख्य वस्तुओं की अति संवेदनशीलता महत्वपूर्ण बनी हुई है क्योंकि परिवहन सेवाओं की कीमतें ईंधन की कीमतों के प्रति संवेदनशील होंगी।

22. रिज़र्व बैंक का हालिया उद्यम सर्वेक्षण, वित्त वर्ष 2023-24 की तीसरी तिमाही और चौथी तिमाही में निरंतर इनपुट मूल्य दबाव और सेवा क्षेत्र की तुलना में विशेष रूप से विनिर्माण और बुनियादी ढांचे क्षेत्रों में उच्च बिक्री कीमतों की उम्मीद की ओर इशारा करते हैं। विनिर्माण क्षेत्र में तीसरी और चौथी तिमाही के दौरान नमूना फर्मों द्वारा समग्र व्यावसायिक स्थिति में सुधार की भी उम्मीद है। आईआईएम अहमदाबाद द्वारा जुलाई में किए गए कारोबार मुद्रास्फीति संभावना सर्वेक्षण से 'एक वर्ष आगे' अपेक्षित लागत-आधारित मुद्रास्फीति दर में वृद्धि का संकेत मिलता है।

23. सितंबर 2023 में किए गए शहरी परिवारों पर भारतीय रिज़र्व बैंक का मुद्रास्फीति प्रत्याशा सर्वेक्षण 3 महीने आगे और एक वर्ष आगे के लिए औसत मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं में गिरावट का संकेत देता है।

24. सितंबर 2023 में किए गए भारतीय रिज़र्व बैंक के पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं के सर्वेक्षण से दूसरी तिमाही में 6.6 प्रतिशत हेडलाइन मुद्रास्फीति दर के औसत पूर्वानुमान, जिसके बाद क्रमशः तीसरी और चौथी तिमाही में 5.5 प्रतिशत और 5.1 प्रतिशत की न्यून दर का संकेत मिलता है। मूल मुद्रास्फीति<sup>1</sup> दूसरी तिमाही में 4.9 प्रतिशत, इसके बाद तीसरी और चौथी तिमाही में क्रमशः 4.7 प्रतिशत और 4.6 प्रतिशत रहने का अनुमान है।

25. कमजोर वैश्विक आर्थिक संवृद्धि और बाहरी मांग ने वैश्विक मूल्य दबाव को कम रखा है। लगातार भू-राजनीतिक तनाव और प्रतिकूल जलवायु आघातों के प्रति असुरक्षितता को देखते हुए, वैश्विक ईंधन और ऊर्जा की कीमतों में अस्थिरता और कुछ खाद्य वस्तुओं की कीमतों में बढ़ोतरी अल्पावधि में चिंता का विषय है। वित्तीय बाज़ार की अस्थिरता का मतलब अस्थिर पूंजी प्रवाह भी है।

26. इन व्यापक रुझानों को ध्यान में रखते हुए, वित्त वर्ष 2023-24 के लिए सीपीआई हेडलाइन मुद्रास्फीति दर 5.4 प्रतिशत अनुमानित है, जो अगस्त के एमपीसी कार्यवृत्त में उल्लिखित अनुमान के समान है। दूसरी तिमाही, तीसरी तिमाही और चौथी तिमाही के लिए अनुमान क्रमशः 6.4, 5.6 और 5.2 प्रतिशत हैं, जो मोटे तौर पर अगस्त के अनुमानों के अनुरूप हैं।

27. संवृद्धि के मोर्चे पर, वित्त वर्ष 2023-24 की पहली तिमाही में 7.8 प्रतिशत की वर्ष-दर-वर्ष जीडीपी संवृद्धि, पिछले दो वर्षों में पहली तिमाही के दौरान तीव्र उच्च संवृद्धि का अनुसरण करती है, जो संवृद्धि की गति के आघात-सहनीयता को दर्शाती है। हालाँकि, संवृद्धि पैटर्न सभी क्षेत्रों में असमान बना हुआ है, सेवाओं में, जिसमें निर्माण भी शामिल है, 10 प्रतिशत की वृद्धि दर दर्ज की गई है जबकि उद्योग की संवृद्धि दर कम (4.6 प्रतिशत) रही। विनिर्माण से जीवीए, जो उद्योग से जीवीए का लगभग 80 प्रतिशत है, 4.7 प्रतिशत बढ़ गया। सेवाओं के भीतर, सभी प्रमुख खंडों ने कुल जीवीए की समग्र वृद्धि दर की तुलना में वर्ष-दर-वर्ष उच्च वृद्धि दर दर्ज की। हालाँकि, एक खंड, 'व्यापार, होटल, परिवहन और संचार' अभी भी 2019-20 की पहली तिमाही के अपने जीवीए स्तर तक नहीं पहुँच पाया है। पहली तिमाही के लिए जीडीपी वृद्धि का आधिकारिक अनुमान आरबीआई के 8 प्रतिशत के अनुमान से थोड़ा कम है।

28. रिज़र्व बैंक के हालिया उद्यम सर्वेक्षण वित्त वर्ष 2023-24 में दूसरी तिमाही और उसके बाद की दो तिमाहियों में मांग की स्थिति में सुधार की उम्मीदों का संकेत देते हैं, जिसमें सेवाओं और बुनियादी ढांचे क्षेत्रों की तुलना में विनिर्माण क्षेत्र में अपेक्षाकृत अधिक आशावाद है।

29. संवृद्धि के निष्पादन में अंतर, मांग की स्थिति को भी दर्शाता है। मांग पक्ष पर, निवेश व्यय, खपत की तुलना में तेजी से बढ़ा, जबकि बाहरी मांग, समग्र मांग वृद्धि के लिए एक बाधा रही। अप्रैल-जुलाई 2023 की अवधि के दौरान, औद्योगिक उत्पादन सूचकांक (आईआईपी) डेटा 'बुनियादी ढांचे/ निर्माण क्षेत्र' (12.2 प्रतिशत) और 'उपभोक्ता गैर-टिकाऊ वस्तुओं' (6.8 प्रतिशत) की मजबूत वर्ष-दर-वर्ष संवृद्धि को दर्शाता है, लेकिन 'उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुओं' (-2.7 प्रतिशत) में कमजोर संवृद्धि को दर्शाता है।

30. शहरी परिवारों पर रिज़र्व बैंक का हालिया उपभोक्ता विश्वास सर्वेक्षण चौकस आशावाद दर्शाता है। सर्वेक्षण में इस्तेमाल की गई मनोभावों का व्यापक माप जिसमें सामान्य आर्थिक स्थिति, रोजगार परिदृश्य और घरेलू आय की एक वर्ष आगे की उम्मीदें शामिल हैं, वर्तमान अवधि में सुधार को दर्शाता है। हालाँकि, वर्तमान

<sup>1</sup> इसे खाद्य एवं पेय पदार्थ, पान, तम्बाकू और नशीले पदार्थों तथा ईंधन और प्रकाश को छोड़कर के रूप में परिभाषित किया गया है।

स्थिति का आकलन चौकस है क्योंकि 'गैर-आवश्यक व्यय' में वृद्धि सर्वेक्षण के पिछले दौर की तुलना में वर्तमान अवधि और एक वर्ष आगे दोनों में कम है। ऐसा लगता है कि जुलाई-अगस्त में उच्च मुद्रास्फीति ने सर्वेक्षण के वर्तमान दौर में आशावाद को कम कर दिया है।

31. आर्थिक गतिविधि के हालिया उच्च आवृत्ति संकेतक समग्र स्तर पर संवृद्धि के रुझान की निरंतरता को दर्शाते हैं। विनिर्माण और सेवाओं के लिए पीएमआई जुलाई और अगस्त में उच्च स्तर पर रहे, हालांकि सेवाओं के मामले में सूचकांक गिर गया, जबकि विनिर्माण के लिए यह बढ़ गया, जो अल्पावधि में उत्पादन में विस्तार की उम्मीद का संकेत देता है। खाद्य से इतर बैंक ऋण, जीएसटी संग्रह तथा घरेलू और अंतर्राष्ट्रीय हवाई यात्री यातायात ने अगस्त और सितंबर में दोहरे अंक में वर्ष-दर-वर्ष संवृद्धि दर्ज की। बाहरी क्षेत्र में दबाव: चालू वित्त वर्ष के दौरान वस्तु निर्यात और आयात में वर्ष-दर-वर्ष आधार पर गिरावट आई है, हालांकि अगस्त में गिरावट की सीमा कम हो गई है। जुलाई और अगस्त में सेवा आयात में वर्ष-दर-वर्ष आधार पर गिरावट आई और अगस्त में निर्यात में मामूली 8.4 प्रतिशत की वृद्धि हुई। पिछली तिमाही की तुलना में वित्त वर्ष 2023-24 की पहली तिमाही में नए लॉन्च और आवास इकाइयों की बिक्री के मामले में धीमी वर्ष-दर-वर्ष संवृद्धि देखी गई है।

32. पेशेवर पूर्वानुमानकर्ताओं के सर्वेक्षण के रिज़र्व बैंक के सितंबर 2023 दौर से वित्त वर्ष 2023-24 के लिए सकल घरेलू उत्पाद की संवृद्धि का औसत अनुमान 6.2 प्रतिशत है, जिसमें जुलाई के पूर्वानुमान से 0.1 प्रतिशत अंक की मामूली वृद्धि है।

33. कुल मिलाकर, मांग की स्थिति से एमपीसी की अगस्त की बैठक में देखी गई संवृद्धि की गति को बनाए रखने की उम्मीद है, हालांकि अनिश्चित वैश्विक बाजार स्थितियों से उभरने वाली चिंताएं अधोगामी जोखिम उत्पन्न करती हैं। वित्त वर्ष 2023-24 के लिए सकल घरेलू उत्पाद की संवृद्धि का अनुमान 6.5 प्रतिशत पर बरकरार रखा गया है, साथ ही दूसरी तिमाही, तीसरी तिमाही और चौथी तिमाही के लिए तिमाही अनुमान भी अगस्त की बैठक के समान ही रहेंगे।

34. मानसून के अनियमित वितरण और अधिक स्थिर घरेलू मांग स्थितियों के आधार पर कमजोर बाहरी परिस्थितियों के बावजूद चालू वित्तीय वर्ष में संवृद्धि की गति बरकरार रहने का अनुमान है। अगस्त की बैठक में वैश्विक आर्थिक स्थितियों और नीतिगत दर की कार्रवाइयों के अधूरे संचरण के संबंध में उठाए गए बिंदु इस समय भी प्रासंगिक हैं। इस तथ्य को ध्यान में रखते हुए कि चालू वित्त वर्ष की अंतिम तीन तिमाहियों में अनुमानित हेडलाइन मुद्रास्फीति 5 प्रतिशत से ऊपर बनी हुई है, मध्यम अवधि में संवृद्धि प्रक्षेपवक्र और मुद्रास्फीति संभावना की क्षमता का आकलन करना आवश्यक है।

35. तदनुसार, मैं:

i. नीतिगत रेपो दर को 6.50 प्रतिशत पर यथावत् रखने, और

ii. निभाव को वापस लेने पर ध्यान केंद्रित रखने, ताकि यह सुनिश्चित किया जा सके कि मुद्रास्फीति उतरोत्तर संवृद्धि को समर्थन प्रदान करते हुए लक्ष्य के साथ संरेखित हो, के लिए वोट करता हूँ।

**डॉ. आशिमा गोयल का वक्तव्य**

36. वैश्विक तस्वीर मिश्रित बनी हुई है। फेड के संचार की 'लंबे समय तक उच्चतर' के रूप में व्याख्या के कारण अमेरिकी दस वर्षीय प्रतिफल 4.5% से अधिक हो गई है, खासकर जब अमेरिकी राजकोषीय घाटा लगातार बढ़ रहा है। ऐसी आशंका है कि कंपनियां मुसीबत में पड़ जाएंगी क्योंकि वे महामारी के दौरान लिए गए कम व्याज

वाले ऋणों को फिर से वित्तपोषित करेंगी। लेकिन साथ ही फेड यह भी कह रहा है कि उसकी कार्रवाई डेटा पर निर्भर होगी। बाजारों को इस बात से आश्वस्त रहना चाहिए कि चाहे कुछ भी हो जाए, दरें ऊंची नहीं रहेंगी। अतिरिक्त चीनी इन्वेंट्री और अपस्फीति अधिकांश देशों में विनिर्माण लागत को कम करने में योगदान दे रही है। वित्त वर्ष 24 में वैश्विक संवृद्धि में गिरावट की उम्मीद है लेकिन वित्त वर्ष 25 में बदलाव संभव है।

37. भारतीय संवृद्धि के रुझान भी मिश्रित बने हुए हैं। कुछ निर्यात पर निर्भर उद्योगों की गति धीमी हो गई है। सेवाओं के लिए दबी हुई मांग कम हो रही है लेकिन मजबूत बनी हुई है। कई संकेतक सुधार के बाद निजी निवेश में सुधार की ओर इशारा करते हैं, लेकिन कुछ सर्वेक्षणों से पता चलता है कि चुनावी अनिश्चितता से परियोजनाओं में देरी हो सकती है। हालाँकि, उन क्षेत्रों में इसकी संभावना कम है जो मजबूत घरेलू मांग के साथ पूर्ण क्षमता उपयोग के करीब हैं।

38. मजबूत घरेलू मांग के कुछ संकेतक हैं। पीएमआई लगातार उच्च बना हुआ है। उपभोक्ताओं और फर्मों के विश्वास में सुधार हुआ है। चालू खाता घाटा (सीएडी) वित्त वर्ष 22 में जीडीपी के -1.2% से बढ़कर वित्त वर्ष 23 में -2% हो गया है। यह बचत की तुलना में निवेश की अधिकता के बराबर है। घरेलू भौतिक बचत को भारत में घरेलू भौतिक निवेश बचत के समान मापा जाता है, इसलिए यह निवल वित्तीय बचत है जो सीएडी को प्रभावित करती है। ये महामारी से पहले जीडीपी के लगभग 7% से घटकर वित्त वर्ष 2023 में जीडीपी के 5.1% पर आ गए हैं। निवल वित्तीय बचत में महामारी के बाद की वृद्धि कायम नहीं रही और वित्त वर्ष 2022 में वे सकल घरेलू उत्पाद के 7.2% तक गिर गईं।

39. हालाँकि, सकल घरेलू वित्तीय बचत उच्च बनी हुई है। यह घरेलू वित्तीय देयताएँ थीं जो 2021-22 में सकल घरेलू उत्पाद के 3.8% से बढ़कर 2022-23 में सकल घरेलू उत्पाद का 5.8% हो गईं, जिससे निवल वित्तीय बचत में 2.1% की गिरावट आई। वित्तीय देयताओं में वृद्धि का तात्पर्य घरेलू भौतिक निवेश में वृद्धि है और यह भारत में मांग की ब्याज संवेदनशीलता को दर्शाता है, जिसमें युवा आबादी आस्ति अर्जित करने के लिए उधार लेती है। वित्त वर्ष 2023 में परिवार इस तरह की उधारी की ओर स्थानांतरित हो गए क्योंकि वास्तविक दरें वर्ष के अंत में ही सकारात्मक हो गईं। बैंक जमा दरों पर प्रभाव-अंतरण काफी देरी से हुई लेकिन अब यह हो रहा है और बैंक जमा बढ़ रहे हैं। हमें इंतजार करने और देखने की जरूरत है कि क्या महामारी के बाद की अशांति के बाद वित्तीय बचत का हिस्सा फिर से बढ़ता है। जैसे-जैसे निवेश और आय बढ़ती है, बचत भी बढ़ती है। पहले से ही निवल वित्तीय बचत वित्तीय वर्ष 23 की तीसरी तिमाही में सकल घरेलू उत्पाद के 4% से बढ़कर वित्तीय वर्ष 23 की चौथी तिमाही में सकल घरेलू उत्पाद का 7% हो गई।

40. एक दशक से अधिक समय के बाद अब निवेश में सुधार के संकेत दिख रहे हैं। 2011 और 2017 में तीव्र वित्तीय सख्ती ने इस तरह के पिछले पुनरुद्धार को बाधित कर दिया और लगातार मंदी का कारण बना। इसलिए इस बार निरंतर और टिकाऊ पुनरुद्धार सुनिश्चित करना महत्वपूर्ण है। इस बार कोई अतिरिक्त उधार या बुनियादी ढांचे में उछाल नहीं है, बल्कि एक स्वस्थ क्रमिक वृद्धि है।

41. भारतीय घरेलू उधार अंतरराष्ट्रीय मानकों के हिसाब से कम है, लेकिन अचानक वृद्धि चिंता का विषय हो सकती है। अच्छे समय में अति-उत्साह पर काबू पाना सबसे अच्छा है और इस तरह दुर्घटना से बचा जा सकता है। विवेकपूर्ण सख्ती, जैसे कि एलटीवी अनुपात या जोखिम भार बढ़ाना, नीतिगत दरों को और अधिक बढ़ाने के लिए बेहतर होगा। महामारी के समय में दी गई छूट में पहले से ही कुछ बदलाव आया है। पुख्ता-उधार आधारित एनपीए के बाद अधिकांश बैंक खुदरा ऋण बढ़ाने की कोशिश कर रहे हैं। ये सुरक्षित हैं या नकदी अथवा वेतन प्रवाह पर आधारित हैं। लेकिन इससे यह सुनिश्चित करने में मदद मिलेगी कि ऋण देना जोखिम-आधारित बना रहे और आंतरिक मूल्यांकन मजबूत हो।



42. सब्जियों और कच्चे तेल की कीमतों में भारी मुद्रास्फीति वृद्धि के बावजूद, मुद्रास्फीति पर अनुकूल खबर है। मानसून सामान्य के करीब समाप्त हो रहा है, दूसरे दौर के प्रभाव के बिना बढ़ोत्तरी में कमी आ चुकी है क्योंकि मुख्य मुद्रास्फीति में नरमी जारी है। सरकार महंगाई कम करने के लिए आपूर्ति पक्ष के कई उपाय कर रही है।
43. वित्त वर्ष 24 के लिए 5.4 का हेडलाइन मुद्रास्फीति पूर्वानुमान आराम से सकारात्मक वास्तविक रेपो दर देता है। इसलिए मैं रेपो दर में ठहराव के लिए वोट करती हूँ, और अपने 4% लक्ष्य तक पहुंचने के लिए एमपीसी के दृढ़ संकल्प का संकेत देने के लिए निभाव के वापस लेने के रुख के लिए भी वोट करती हूँ। यह रुख दर में कटौती से इंकार करता है। यह वृद्धि की अनुमति देता है लेकिन इसकी आवश्यकता तब तक नहीं होगी जब तक कि बार-बार आपूर्ति के आघातों से दूसरे दौर का प्रभाव न हो। अभी तक इस तरह के प्रभाव-अंतरण के कोई संकेत नहीं मिले हैं। इसलिए मार्गदर्शन यह है कि भविष्य के कदम डेटा पर निर्भर होंगे।
44. पिछले 2 महीनों में चलनिधि की तंगी रही है जिससे भारित औसत मांग दर (डब्ल्यूएसीआर) अक्सर रेपो दर से ऊपर रही है। यह पहली बार सितंबर 2022 के अंत में हुआ, जिससे पता चलता है कि महामारी के समय के अतिरिक्त चलनिधि को वापस लेना पर्याप्त था। उसके बाद डब्ल्यूएसीआर ने एलएएफ़ कॉरिडोर के निचले हिस्से की तुलना में शीर्ष पर अधिक समय बिताया है। किनारों पर अंतर्जात अल्पकालिक चलनिधि समायोजन डब्ल्यूएसीआर को इस बैंड के भीतर रखता है।
45. 31 मार्च 2014 के बाद से व्यापक मुद्रा की औसत वार्षिक वृद्धि 10% थी, जो सांकेतिक आय वृद्धि से कम थी, हालांकि महामारी और विमुद्रीकरण अवधि के दौरान आरक्षित धन संवृद्धि में व्यापक रूप से भिन्नता थी। मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण को अपनाने से पहले, दिसंबर 2009 से फरवरी 2014 तक, औसत वार्षिक व्यापक धन वृद्धि 15.0% थी।
46. लेकिन डब्ल्यूएसीआर को एमपीसी द्वारा अनिवार्य रेपो दर पर बनाए रखने के लिए चलनिधि का विशेष परिचालन अभी तक पर्याप्त नहीं है। इसके अलावा, आघात इतने बड़े हो सकते हैं कि अल्पकालिक चलनिधि इसकी भरपाई करने में असमर्थ हो सकती है। फिर टिकाऊ चलनिधि को समायोजित किया जाना चाहिए। टिकाऊ चलनिधि को प्रभावित करने वाली ओएमओ खरीद या बिक्री चलनिधि की स्थिति के आधार पर आवश्यक हो सकती है।
47. शोध से पता चलता है कि भारतीय परिस्थितियों में मात्रा (पैसे की) के साथ-साथ दरें भी मायने रखती हैं। बहुत अधिक और बहुत कम चलनिधि दोनों का प्रतिकूल प्रभाव पड़ता है। रुख के अनुरूप चलनिधि रेपो दर में बदलाव के प्रभाव को बढ़ाती है<sup>2</sup>। लेकिन एक बड़े अनौपचारिक क्षेत्र और कई वित्तीय संस्थानों के पास चलनिधि विंडों का कोई सहारा नहीं होने की वजह से, बड़े चलनिधि घाटे के कारण चलनिधि जमाखोरी और अधिक रिसाव होता है<sup>3</sup>। हमने देखा है कि जैसे-जैसे चलनिधि सख्त होती है, अधिशेष वाले बैंक घाटे वाले लोगों को ऋण देने में अनिच्छुक हो जाते हैं या लाभ के अवसरों के बावजूद लंबी अवधि के वीआरआरआर में भाग लेने में अनिच्छुक हो जाते हैं। वे आरबीआई की एकदिवसीय विंडो का उपयोग करना पसंद करते हैं। एक सक्रिय एकदिवसीय अंतर-बैंक कॉल मुद्रा बाजार के विकास में आने वाली बाधाओं को दूर करना होगा।
48. विश्लेषक फिर से अमेरिका के साथ ब्याज अंतर में गिरावट को लेकर चिंतित हैं। लेकिन बाजार यह समझ रहा है कि भारतीय समष्टि आज अपेक्षाकृत अधिक स्थिर है। सितंबर में अमेरिका में 10 वर्षीय प्रतिफल में 46

<sup>2</sup> गोयल, आशिमा और दीपक कुमार अग्रवाल. 2020. 'पॉलिसी ट्रांसमिशन इन इंडियन मनी मार्केट: दि रोल ऑफ लिक्विडिटी', द जर्नल ऑफ इकोनॉमिक एसिमेट्रीज़, 21 जून e00137 <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2019.e00137>.

<sup>3</sup> गोयल, आशिमा और अभिषेक कुमार. 2018. 'मनी एंड विज़नेस साइकल: एविडेंस फ्रॉम इंडिया। द जर्नल ऑफ इकोनॉमिक एसिमेट्रीज़। 18 नवंबर. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2018.e00105>

बीपीएस की बढ़ोतरी के बावजूद, भारतीय 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूतियों में केवल 5 बीपीएस की बढ़ोतरी हुई। आईएमएफ ने 2022 में उभरते बाजारों के लिए औसत स्प्रेड 200 बीपीएस दिया है। सितंबर में भारत अभी भी 280 बीपीएस से अधिक है। कम अंतर के बावजूद, ईसीबी और अन्य ऋण अंतर्वाह जारी है। फिर भी, वे भारतीय बाजारों का एक छोटा और इसलिए प्रबंधनीय हिस्सा हैं। इसके अलावा, सूचकांक समावेशन निकट है। उच्च भारतीय दरों से अधिक यह देश के लिए न्यून जोखिम, यह एक स्थिर मुद्रा और उच्च अपेक्षित वृद्धि है जो एफपीआई को यहां बनाए रखती है। उच्च अमेरिकी जोखिम मुक्त दरों का आकर्षण है, लेकिन चूंकि उच्च भारतीय दरें इसकी भरपाई नहीं कर सकती हैं, इसलिए बाद वाली दरें घरेलू चक्र के साथ सबसे अच्छी तरह जुड़ी हुई हैं।

### प्रो.जयंत आर.वर्मा का वक्तव्य

49. अगस्त की बैठक के बाद से, मुद्रास्फीति का जोखिम बढ़ गया है, लेकिन केवल थोड़ा सा। सबसे पहले, मानसून पर मौसम के अंत की आधिकारिक रिपोर्ट ने पुष्टि की है कि वर्षा दीर्घावधि के औसत का केवल 94 प्रतिशत हुई। वर्षा में स्थानिक-अस्थायी वितरण के साथ मिलकर यह न्यूनतर कमी खाद्य कीमतों में कुछ अस्थिरता उत्पन्न कर सकती है। तथापि, मुद्रास्फीति में धारणीय वृद्धि के बजाय इसके प्रभाव में कुछ अल्पकालिक मुद्रास्फीति वृद्धि शामिल होने की अधिक संभावना है। दूसरा कारक हाल के महीनों में दो सबसे बड़े ओपेक+ उत्पादकों के संभावित भू-राजनीतिक पुनर्गठन का संकेत है। इससे हाल के सप्ताहों में कच्चे तेल की कीमतों में काफी अस्थिरता आई है। एमपीसी की चल रही बैठक के दौरान कच्चे तेल की कीमतों में बड़ी गिरावट से पता चलता है कि धीमी वैश्विक अर्थव्यवस्था, कच्चे तेल की कीमतों में बढ़ोतरी पर एक सीमा लगाती है। अतः, मुझे लगता है कि ओपेक+ भू-राजनीति का प्रभाव मुद्रास्फीति में गिरावट की गति को धीमा करने तक सीमित होगा, और इस प्रक्षेपवक्र के उलट होने की संभावना नहीं है।

50. संवृद्धि की ओर आते हुए, जैसा कि भारतीय रिज़र्व बैंक के सर्वेक्षणों में संकेत मिलता है, उपभोक्ता विश्वास बढ़ने के कारण संभावना में मामूली सुधार हुआ है। इस बढ़े हुए विश्वास को सितंबर में भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा जारी घरेलू वित्तीय बचत आंकड़ों के आलोक में भी देखा जाना चाहिए। आंकड़ों से पता चलता है कि उपभोक्ताओं की उपभोग के समर्थन में वित्तीय देयताएँ बढ़ी हैं तथा निवल वित्तीय बचत कम हुई है। बचत कम करने की कीमत पर उपभोग की यह इच्छा बहुत महत्वपूर्ण है क्योंकि यह घरेलू खपत ही है जो राजकोषीय समेकन, कमजोर बाह्य मांग और सुस्त पूंजी निवेश से उत्पन्न विपरीत परिस्थितियों में अर्थव्यवस्था को आगे बढ़ा रही है। यह संभव है कि यह उपभोक्ता विश्वास, एक आत्मनिर्भर भविष्यवाणी बन सकता है क्योंकि मजबूत उपभोग मांग संवृद्धि को प्रोत्साहित करती है, आय उत्पन्न करती है और घरेलू तुलन-पत्र को मजबूत करती है। भले ही ऐसा न हो, वैश्विक अनुभव से पता चलता है कि ऋण आधारित खपत में उछाल समाप्त होने से पहले कई वर्षों तक बनी रह सकती है। किसी भी तरह से, मध्यावधि संवृद्धि की संभावना पिछली बैठक की तुलना में कुछ हद तक मजबूत दिखाई देती है, यद्यपि कई बाधाएं अभी भी बनी हुई हैं।

51. मुद्रास्फीति और संवृद्धि दोनों की संभावना में परिवर्तन काफी मामूली हैं, और वास्तविक रेपो दर पहले से ही काफी अधिक है। अतः, मैं रेपो दर को अपरिवर्तित रखने के निर्णय का समर्थन करता हूँ। मेरे विचार में, अनुमानित मुद्रास्फीति पर आधारित वास्तविक ब्याज दर, एक उचित अवधि के भीतर मुद्रास्फीति को लक्ष्य की ओर ले जाने के लिए काफी अधिक है।

52. जहां तक रुख का प्रश्न है, मेरी आपत्तियां पहले जैसी ही हैं। निरंतर बैठकें जो वास्तव में दरों को अपरिवर्तित रखते हुए निभाव को वापस लेने का वादा करती हैं, एमपीसी की विश्वसनीयता को नहीं बढ़ाती हैं।

मैं ऐसे रुख को अधिक पसंद करूंगा जिसमें शब्द कार्यों के अनुरूप हों। इसके अलावा, इस समय, बाज़ार को वास्तव में जिस मार्गदर्शन की आवश्यकता है वह इस बारे में नहीं है कि टर्मिनल रेपो दर कितनी अधिक होगी, बल्कि इस बारे में है कि दर कितने समय तक उच्च स्तर पर बनी रहेगी। अतएव एमपीसी के लिए यह उपयोगी होगा कि वह वास्तविक ब्याज दरों को तब तक उच्च रखने के अपने इरादे के बारे में बताए जब तक अनुमानित मुद्रास्फीति को स्थायी आधार पर 4% लक्ष्य के करीब लाने के लिए आवश्यक हो।

### डॉ. राजीव रंजन का वक्तव्य

53. इस समय, कई अन्य बातों के अलावा, तीन वैश्विक प्रवृत्तियों पर बारीकी से नज़र रखने की आवश्यकता है - कच्चे तेल की बढ़ती कीमतें, बढ़ता अमेरिकी प्रतिलाभ और बढ़ता अमेरिकी डॉलर। घरेलू स्थिति में, 2023-24 के दौरान हमारे मुद्रास्फीति अनुमान को 5.4 प्रतिशत पर बनाए रखने के पीछे खाद्य मूल्य दबाव पर नियंत्रण, विशेष रूप से सब्जियों की कीमतें, जो कम हो रही हैं, एक महत्वपूर्ण धारणा है। मूल मुद्रास्फीति (खाद्य और ईंधन को छोड़कर सीपीआई) में कमी जारी रही तथा यह 4.9 प्रतिशत दर्ज की गई। वास्तव में, मुद्रास्फीति के लगभग सभी अपवर्जन और मीयादी उपायों में हाल के महीनों में गिरावट दर्ज की गई है, जो 2022-23 से एक उल्लेखनीय बदलाव है, जिसमें मूल मुद्रास्फीति अत्यधिक ऊंचे स्तर पर स्थिर बनी रही। अगस्त तक उपलब्ध आंकड़ों के अनुसार, मूल मुद्रास्फीति के लिए क्रमिक एसएएआर गति अगस्त में तीन महीनों के चल औसत के 4 प्रतिशत से कम के साथ 4.5 प्रतिशत थी। सीपीआई के प्रारंभिक प्रसार सूचकांक<sup>4</sup> भी वित्तीय वर्ष में अब तक सीपीआई मूल में मूल्य वृद्धि की दर में बड़ी गिरावट का संकेत देते हैं। डब्ल्यूपीआई गैर-खाद्य विनिर्मित उत्पाद मुद्रास्फीति में धारणीय अवस्फीति भी मूल मुद्रास्फीति के लिए एक आरामदायक कारक है। इसके अलावा, सेवाओं की मुद्रास्फीति में 4 प्रतिशत के करीब की कमी एक राहत बनी हुई है क्योंकि वे स्थिर होती जा रही हैं जैसा कि उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में देखा गया है।

54. परिवारों की मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं को स्थिर करने में भी प्रगति हुई है, जिसमें सितंबर 2022 से 3 महीने आगे और 1 वर्ष आगे की मुद्रास्फीति की प्रत्याशाओं में क्रमशः 170 बीपीएस और 110 बीपीएस की संचयी गिरावट देखी गई है। ध्यान देने योग्य महत्वपूर्ण बात यह है कि सब्जियों की कीमतों में तेज उछाल से मुद्रास्फीति की प्रत्याशाओं पर प्रभाव नहीं पड़ा है और मूल मुद्रास्फीति के बने रहने पर खाद्य मुद्रास्फीति का अपेक्षाकृत कम प्रभाव पड़ा है। लेकिन इस पर ध्यान से नज़र रखनी होगी। आगे बढ़ते हुए, अस्थायी खाद्य कीमतों के आघातों में कमी, पिछली मौद्रिक नीति कार्रवाइयों का जारी संचरण, आपूर्ति शृंखलाओं में सुधार, सरकार द्वारा मजबूत आपूर्ति पक्ष मध्यक्षेप, और फर्मों द्वारा बिक्री कीमतों में वृद्धि की कम दर की संभावना (भारतीय रिज़र्व बैंक उद्यम सर्वेक्षण के अनुसार) से 2023-24 की चौथी तिमाही में मुद्रास्फीति 5.2 प्रतिशत तक और 2024-25 की चौथी तिमाही में 4.3 प्रतिशत तक कम होने की आशा है। यदि ये अनुमान सही रहते हैं, तो लक्ष्य के अनुरूप मुद्रास्फीति का संरेखण हो सकता है। लेकिन हमें बार-बार होने वाली मौसम संबंधी घटनाओं और वैश्विक ऊर्जा कीमतों में वृद्धि से होने वाले जोखिमों से सावधान रहने की आवश्यकता है।

55. संवृद्धि के संबंध में, 2023-24 की पहली तिमाही के लिए जीडीपी संवृद्धि दर 7.8 प्रतिशत और दूसरी तिमाही के लिए लगभग 6.5 प्रतिशत के वर्तमान अनुमान के साथ, ऐसा प्रतीत होता है कि यह पूरे वित्तीय वर्ष के लिए 6.5 प्रतिशत के हमारे अनुमानित पथ पर है। तीसरी तिमाही भी त्योहार संबंधी मांग से उत्साहित

<sup>4</sup> प्रारंभिक प्रसार सूचकांक 4 प्रतिशत और 6 प्रतिशत की निर्दिष्ट मौसमी समायोजित वार्षिक दर (एसएएआर) सीमा से परे सीपीआई समूह में मूल्य वृद्धि के प्रसार को लेते हैं।

रहेगी। आपूर्ति पक्ष पर, मजबूत मांग और निविष्टि लागत के दबाव में कमी के कारण दूसरी तिमाही में कॉरपोरेट नतीजों से विनिर्माण गतिविधि में तेजी आ रही है। नकारात्मक डिफ्लेटर (जुलाई-अगस्त के लिए लगभग -2.5%) और आधार प्रभाव भी दूसरी तिमाही में विनिर्माण क्षेत्र में वास्तविक जीवीए संवृद्धि को समर्थन प्रदान करेंगे। सितंबर में पीएमआई भविष्य गतिविधि सूचकांक ने विनिर्माण के लिए विश्वास के ऊंचे स्तर का संकेत दिया। सर्वेक्षण के परिणाम बताते हैं कि विनिर्माण वस्तुओं की मांग को लेकर उच्च आशावाद है और उपभोक्ता विश्वास संभावना में भी काफी सुधार हुआ है। सेवा क्षेत्र की संवृद्धि लगातार मजबूत बनी हुई है।

56. आर्थिक गतिविधियों का व्यापक आधार घरेलू बचत के आंकड़ों में भी परिलक्षित होता है। यद्यपि, 2022-23 में परिवारों की निवल वित्तीय बचत घटकर जीडीपी की 5.1 प्रतिशत रह गई, जिसका मुख्य कारण बैंक और गैर-बैंक दोनों स्रोतों से परिवारों की वित्तीय देयताओं में उल्लेखनीय वृद्धि थी (2021-22 में सकल घरेलू उत्पाद का 3.8 प्रतिशत से 5.8 प्रतिशत), पिछले वर्ष की तुलना में 2022-23 में सकल वित्तीय बचत में मात्रा की दृष्टि से 13.9 प्रतिशत की वृद्धि हुई। इसके अलावा, घरेलू ऋण, स्थावर संपदा, वाहन, उपभोक्ता वस्तुओं सहित अन्य पर अधिक व्यय को दर्शाता है। इसका तात्पर्य यह है कि भौतिक बचत के पक्ष में संरचनागत बदलाव के साथ परिवारों की कुल बचत स्थिर रहने की आशा है।<sup>5</sup> यह या तो सकल पूंजी निर्माण में प्रत्यक्ष वृद्धि के माध्यम से या निजी पूंजीगत व्यय में वृद्धि में सहायता के माध्यम से संवृद्धि के लिए सहायक होगा। उच्चतर निवेश और आय, उच्चतर बचत को सुदृढ़ करेगी जैसा कि हमने 2022-23 की चौथी तिमाही में देखा है जब निवल घरेलू वित्तीय बचत 2022-23 की पहली तीन तिमाहियों में 4.0 से 4.6 प्रतिशत की निम्न सीमा से सामान्यीकृत होकर 7.0 प्रतिशत के दीर्घकालिक औसत पर पहुंच गई थी।

57. 2023-24 की पहली तिमाही के लिए जीडीपी के 2.8 प्रतिशत (2022-23 की पहली तिमाही में जीडीपी का -3.4 प्रतिशत) पर व्यय पक्ष के अनुमान पर सांख्यिकीय विसंगति के बारे में चिंताएं निराधार हैं। यह विसंगति नई जीडीपी शृंखला में 2011-12 की पहली तिमाही से 2023-24 की पहली तिमाही के दौरान -4.8 प्रतिशत से 6.4 प्रतिशत तक नकारात्मक से सकारात्मक तक भिन्न रही और अंततः समान हो गई। महामारी से पहले की अवधि (2011-12 की पहली तिमाही से 2019-20 की तीसरी तिमाही तक) में, जीडीपी में विसंगति का हिस्सा औसतन 0.9 प्रतिशत था, जबकि महामारी के बाद की अवधि (2019-20 की चौथी तिमाही से 2023-24 की पहली तिमाही तक) में इसका औसत -0.4 प्रतिशत रहा है। वैश्विक प्रणालियों के अनुसार, राष्ट्रीय लेखा सांख्यिकी (एनएएस) को संकलित करने का उत्पादन दृष्टिकोण मजबूत माना जाता है और एनएएस, राष्ट्रीय लेखा प्रणाली (एसएनए 2008) की सिफारिशों के अनुरूप अपने नियमित रिलीज (स्रोत और पद्धति, एनएसओ, 2012) में स्पष्ट रूप से जीडीपी संकलन के व्यय दृष्टिकोण के साथ विसंगति प्रस्तुत करता है। फिर भी, व्यय पक्ष से जीडीपी अनुमानों में सुधार की आवश्यकता है ताकि मांग पक्ष घटकों की उभरती गतिशीलता को उचित रूप से समझा जा सके।

58. यह देखते हुए कि भारत सहित उभरते बाजारों में मुद्रास्फीति प्रत्याशाएँ पश्चिमी दिख रही हैं, कई बड़े प्रतिकूल आपूर्ति आघातों की घटनाओं से मुद्रास्फीति की प्रत्याशा में अंतर्निहित प्रवृत्ति से बहाव का जोखिम होता है, जो अंततः जारी अवस्फीति प्रक्रिया को रोक सकता है। इस तरह के आपूर्ति आघात चुनौतीपूर्ण हैं और मुद्रास्फीति से लड़ने संबंधी केंद्रीय बैंकों की विश्वसनीयता की परीक्षा लेते हैं। यद्यपि अर्थव्यवस्था में अस्थायी सापेक्ष मूल्य परिवर्तन, जो मुद्रास्फीति के अस्थायी दौर को बढ़ा सकता है, पर ध्यान दिया जा सकता है, मौद्रिक नीति को यह देखने के लिए भी सतर्क रहने की आवश्यकता है कि बड़े और बार-बार आपूर्ति पक्ष के आघात,

<sup>5</sup> फरवरी 2024 के अंत में एनएसओ द्वारा भौतिक बचत आंकड़े जारी किए जाएंगे।

कीमतों में सामान्यीकृत वृद्धि के उत्प्रेरक न बनें।<sup>6</sup> भारत में पिछले ऐसे उदाहरण, जैसे कि 2020 में, मुद्रास्फीति के बजाय मुद्रास्फीति की प्रत्याशाओं को नियंत्रित करने के उद्देश्य से आपूर्ति के आघातों के प्रति इष्टतम प्रतिक्रिया के संबंध में एमपीसी के निर्णय को विश्वसनीयता प्रदान करते हैं। इसके अलावा, जैसा कि पहले उल्लेख किया गया है, मूल मुद्रास्फीति में धारणीय गिरावट, आगे चलकर इसकी अस्थायी प्रकृति का संकेत देती है।

59. समग्र रूप से, संवृद्धि और मुद्रास्फीति के व्यापक रूप से प्रत्याशित दिशा में आगे बढ़ने के साथ, मौद्रिक नीति को अवस्फीतिकारी दृष्टिकोण के साथ दृढ़ता से बने रहने और स्थिति की मांग होने पर कार्रवाई करने की तत्परता के साथ सतर्क रहने की आवश्यकता है। इस हेतु मौद्रिक नीति के लिए निभाव को वापस लेने के रुख को जारी रखने की आवश्यकता है ताकि अर्थव्यवस्था में 250 आधार अंकों की संचयी नीतिगत रेपो दर वृद्धि के आगे संचरण को सुविधाजनक बनाया जा सके। अतः, मैं रेपो दर में विराम और उल्लिखित रुख को जारी रखने के लिए वोट करता हूँ।

#### डॉ. माइकल देवव्रत पात्र का वक्तव्य

60. रिज़र्व बैंक अधिनियम द्वारा एमपीसी को दिए गए दोहरे अधिदेश के भीतर, मूल्य स्थिरता को प्रधानता दी गई है। जब मूल्य स्थिरता को सभी खतरों के विरुद्ध स्थायी आधार पर सुरक्षित किया जाता है, केवल तभी संवृद्धि के उद्देश्य पर ध्यान दिया जा सकता है। मूल्य स्थिरता के बिना, संवृद्धि कायम नहीं रह सकती - सकल घरेलू उत्पाद और रोजगार के विस्तार के लाभ, क्रय शक्ति के क्षरण से खत्म हो जाएंगे, जिससे उन लोगों को सबसे अधिक नुकसान होगा जो केवल भोजन, आश्रय और आवश्यक वस्तुओं की लागत को पूरा करने के लिए आजीविका चलाते हैं।

61. यूक्रेन में युद्ध के मद्देनजर मुद्रास्फीति के विरुद्ध लड़ाई कठिन रही है; तुलनात्मक रूप से, 2022-23 की पहली तिमाही में मुद्रास्फीति जिस ऊंचाई पर पहुंच गई थी, उसमें नरमी निराशाजनक रही है। परिवारों की औसत अपेक्षाओं की परिवर्तनशीलता में वृद्धि और उनके लाभ के सापेक्ष व्यवसायों के राजस्व के कम निष्पादन को देखते हुए, मुद्रास्फीति की प्रत्याशाओं का निर्धारण अधूरा और अनिश्चितता से उलझा हुआ है। इस बात के भी प्रमाण बढ़ रहे हैं कि मुद्रास्फीति संवृद्धि को कमजोर कर रही है - लोग उच्च मुद्रास्फीति को देखते हुए विवेकाधीन खर्च नहीं बढ़ा रहे हैं और इससे निगमों की बिक्री वृद्धि धीमी हो रही है।

62. जैसे-जैसे अर्थव्यवस्था 2023-24 की दूसरी और तीसरी तिमाही की तेजी को सुलझाती है, मुद्रास्फीति का प्रक्षेपवक्र नश्वर वस्तुओं से संबंधित मूल्य झटकों से प्रभावित हो रहा है। हैरानी की बात यह है कि वे हेडलाइन में अत्यधिक उच्च और दर्दनाक स्पाइक्स उत्पन्न कर रहे हैं जो हमारे समाज के समग्र कल्याण के दृष्टिकोण से अस्वीकार्य हैं। जब हेडलाइन मुद्रास्फीति को सब्जियों जैसे खराब होने वाले पदार्थों के मूल्य दबाव का सामना करना पड़ता है, तो मौद्रिक नीति की मानक संचालन प्रक्रिया, उनके पहले दौर के प्रभावों के क्षणिक प्रभाव को देखना और औसत प्रत्यावर्तन की प्रतीक्षा करना है। हालाँकि, अपनी अप्रत्याशित प्रकृति को देखते हुए, ये तथाकथित क्षणभंगुर झटके हमारे बफर्स और नीति प्रतिक्रियाओं का परीक्षण कर रहे हैं। इसके अलावा, ये तथाकथित क्षणभंगुर झटके, उच्च तीव्रता और परेशान करने वाली शक्ति के साथ दोबारा आते हैं। मुद्रास्फीति निर्माण प्रक्रिया में मूल्य दबाव जमा हो जाता है, जिससे मुद्रास्फीति की प्रत्याशा और संभावित रूप से वास्तविक मुद्रास्फीति परिणामों में उन्माद आ जाता है। यह ऐसे समय में दुर्भाग्यपूर्ण होगा जब हमारे सर्वेक्षण से पता चलता है कि सितंबर 2023 में, अधिकांश उत्पाद समूहों और उत्तरदाताओं की श्रेणियों में कम कीमत और

<sup>6</sup> बीआईएस त्रैमासिक समीक्षा, सितंबर 2021।

मुद्रास्फीति के दबाव की उम्मीद के साथ, जुलाई 2023 के बाद से परिवारों की मुद्रास्फीति की धारणा में 50 आधार अंक (बीपीएस) की गिरावट आई है।

63. सितंबर और अक्टूबर के लिए मुद्रास्फीति प्रिंट की सावधानीपूर्वक निगरानी करने की आवश्यकता होगी ताकि हमारे अनुमानों में नरमी का पता लगाया जा सके। यदि हम मुद्रास्फीति पर स्थायी रूप से काबू पा लेते हैं, तो हम मजबूत और स्थिर संवृद्धि की लंबी पारी के लिए आधार तैयार कर लेंगे। हमारा अनुमान है कि दूसरी तिमाही से संवृद्धि में सकारात्मक गति आएगी। मौद्रिक नीति अत्यधिक संयमित हुए बिना पर्याप्त रूप से अवस्फीतिकारी रहकर योगदान दे सकती है। तदनुसार, मैं एमपीसी की इस बैठक में नीतिगत रेपो दर पर यथास्थिति बनाए रखने और निभाव वापस लेने के रुख पर कायम रहने के लिए वोट करता हूँ।

### श्री शक्तिकान्त का वक्तव्य

64. तंग वित्तीय परिस्थितियों के प्रभाव में वैश्विक आर्थिक गतिविधि धीमी हो रही है, हालांकि यह पहले की अपेक्षा अधिक लचीली साबित हो रही है। हेडलाइन मुद्रास्फीति कम हो रही है, लेकिन प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं में यह लक्ष्य स्तर से ऊपर बनी हुई है। प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति सेटिंग लंबे समय तक सख्त रह सकती है। इनमें से कई देशों में संवृद्धि असमान बना हुआ है।

65. इस चुनौतीपूर्ण वैश्विक माहौल की पृष्ठभूमि में, 2023-24 के दौरान 6.5 प्रतिशत की वृद्धि के अनुमान के साथ, भारत में घरेलू आर्थिक गतिविधि ने लचीलापन प्रदर्शित किया है। भारत अपने मजबूत घरेलू समष्टि आर्थिक बुनियादी सिद्धांतों और बफर के समर्थन से, विश्व की नई संवृद्धि का इंजन बनने के लिए तैयार है। हाल के वर्षों के दौरान एकाधिक और अद्वितीय झटकों से निपटने के लिए अपनाई गई विवेकपूर्ण नीति मिश्रण ने आर्थिक स्थिरता को बढ़ावा दिया है। बैंकों और कॉर्पोरेट्स के तुलन-पत्र मजबूत और स्वस्थ हैं। निर्माण; यात्रा और परिवहन; और वित्तीय, स्थावर संपदा और पेशेवर सेवाओं का निष्पादन लगातार मजबूत बना हुआ है। आगामी त्योहारी सीजन से घरेलू खर्च को और बढ़ावा मिलने की उम्मीद है। इनपुट लागत का दबाव कम होने से निजी क्षेत्र का निवेश गति पकड़ रहा है। उपभोक्ता दृष्टिकोण सर्वेक्षण अधिक आशावादी हो गए हैं। विनिर्माण, सेवा और बुनियादी ढांचा कंपनियों के बीच कारोबारी धारणा भी आशावादी है। विनिर्माण और सेवा पीएमआई रीडिंग दोनों ही इन क्षेत्रों में स्वस्थ विस्तार का संकेत देते हैं। वैश्विक प्रतिकूल परिस्थितियों के बावजूद बाहरी क्षेत्र अत्यंत प्रबंधनीय बना हुआ है।

66. सब्जियों की कीमतों में बढ़ोतरी के बाद जुलाई-अगस्त 2023 के दौरान बढ़े हुए मुद्रास्फीति के दबाव ने एक बार फिर दिखाया है कि हेडलाइन मुद्रास्फीति आवर्ती और अतिव्यापी खाद्य कीमतों के झटकों के प्रति संवेदनशील बनी हुई है। प्रतिकूल मौसम की घटनाएँ - बेमौसम बारिश, अनियमित मानसूनी वर्षा और अभूतपूर्व गर्मी की लहरें - हाल के वर्षों में खाद्य मुद्रास्फीति के दबाव का प्रमुख स्रोत रही हैं। इसके अलावा, इस तरह की घटनाओं से उत्पन्न खाद्य कीमतों के झटके की तीव्रता में वृद्धि हुई है, जुलाई के महीने में वर्तमान सीपीआई श्रृंखला (2012=100) में खाद्य कीमतों में माह-दर-माह सबसे अधिक वृद्धि दर्ज की गई है। इस तरह के आवर्ती आपूर्ति पक्ष के झटके उच्च मुद्रास्फीति की घटनाओं को क्षणिक से और अधिक बना रहे हैं। सितंबर में सब्जियों की कीमतों में बढ़ोतरी में काफी हद तक सुधार होने की संभावना है और मुद्रास्फीति 6 प्रतिशत के ऊपरी सहनशीलता स्तर से काफी नीचे आने की उम्मीद है। सितंबर में मुद्रास्फीति में नरमी को अगस्त के अंत में घरेलू एलपीजी की कीमतों में भारी कमी से भी मदद मिलेगी। अनुमानों से पता चलता है कि 2023-24 की तीसरी तिमाही के दौरान, खाद्य मुद्रास्फीति के दबाव में निरंतर कमी नहीं देखी जा सकती है, लेकिन खाद्यान्न के पर्याप्त बफर स्टॉक, खाद्य तेल की कीमतों में नरमी और सरकार के सक्रिय आपूर्ति पक्ष के हस्तक्षेप से, प्रमुख खाद्य पदार्थों की असामान्य कीमत पर नियंत्रण रखने की उम्मीद है। यहां तक कि हेडलाइन मुद्रास्फीति में काफी

अस्थिरता का अनुभव होने के बावजूद, एक उम्मीद की किरण मुख्य मुद्रास्फीति में गिरावट रही है, जो लागत-प्रेरित दबावों में गिरावट और पिछले मौद्रिक नीति कार्रवाईयों के चल रहे संचरण द्वारा समर्थित है।

67. आगे बढ़ते हुए, मुद्रास्फीति का दृष्टिकोण अनिश्चितताओं से घिरा हुआ है, विशेष रूप से प्रतिकूल मौसम की घटनाओं, अल नीनो की स्थिति, वैश्विक खाद्य और ऊर्जा की कीमतों में अनिश्चितता और वैश्विक वित्तीय बाजारों में अस्थिरता से। हालाँकि, परिवारों की मुद्रास्फीति अपेक्षाएँ - तीन महीने और एक वर्ष आगे - दोनों ही, कोविड-19 महामारी के बाद पहली बार एक साथ एकल अंक में पहुँच गई हैं। इस स्थिति में मौद्रिक नीति को सक्रिय रूप से अवस्फीतिकारी रहना चाहिए ताकि यह सुनिश्चित किया जा सके कि चल रही अवस्फीति प्रक्रिया सुचारू रूप से आगे बढ़े।

68. सरकारी खर्च में अपेक्षित वृद्धि के साथ अर्थव्यवस्था की उत्पादक आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए आने वाले महीनों में बैंकिंग प्रणाली में चलनिधि पर्याप्त रहने की उम्मीद है, हालांकि त्योहार से संबंधित मुद्रा निकासी कुछ असंतुलन उत्पन्न कर सकती है। रिज़र्व बैंक ने चलनिधि प्रबंधन के लिए एक लचीला और अनुकूल दृष्टिकोण बनाए रखा है। यह फुर्तीला रहेगा और यह सुनिश्चित करेगा कि खुले बाजार परिचालन बिक्री (ओएमओ-बिक्री) सहित समय-समय पर जो भी आवश्यक परिचालन किया जाए, उसे करके चलनिधि को सक्रिय रूप से प्रबंधित किया जाए। यह बताने की जरूरत नहीं है कि ऐसे परिचालनों का समय और मात्रा उभरती चलनिधि स्थितियों पर निर्भर करेगी।

69. संक्षेप में, घरेलू आर्थिक संवृद्धि, गति बनाए रख रहा है। हमारा मूल लक्ष्य मुद्रास्फीति को 4.0 प्रतिशत के लक्ष्य के साथ संरक्षित करना और मुद्रास्फीति की प्रत्याशाओं को स्थिर करना है। बड़े और अतिव्यापी आपूर्ति पक्ष के झटकों की बार-बार होने वाली घटनाएँ अपने साथ मुद्रास्फीति आवेगों के सामान्यीकरण, मौद्रिक नीति की विश्वसनीयता की संभावित हानि और मुद्रास्फीति की प्रत्याशाओं की डी-एंगरिंग के जोखिम लाती हैं। स्थिति के अनुसार यदि आवश्यक हो तो मौद्रिक नीति को अतिरिक्त सतर्क रहना होगा और कार्य करने के लिए तैयार रहना होगा। कड़ी मेहनत से अर्जित समष्टि आर्थिक स्थिरता को संरक्षित करना होगा। तदनुसार, मैं एमपीसी की इस बैठक में नीतिगत रेपो दर को अपरिवर्तित रखने और निभाव को वापस लेने पर ध्यान जारी रखने के लिए वोट करता हूँ।

(योगेश दयाल)

मुख्य महाप्रबंधक