

कम प्रतिफल वाला परिवेश और विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों का प्रबंधन*

उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में ब्याज दरें पिछले चार दशकों में गिरावट के पथ पर रही हैं, जिसने वर्ष 2020 में अपने ऐतिहासिक निचले स्तर को छू लिया। अच्छी तरह से स्थिर मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं को देखते हुए सांकेतिक प्रतिफल में गिरावट की प्रवृत्ति के प्रमुख वाहक वास्तविक ब्याज दरों में निरंतर नीचे की ओर बदलाव और मुद्रास्फीति के निम्न स्तर हैं। वृद्धि संबंधी दृष्टिकोण के बारे में अनिश्चितता के कारण कोविड के बाद के वातावरण में संरचनात्मक कम प्रतिफल का माहौल बना रह सकता है। इस कम प्रतिफल परिवेश ने आरक्षित निधि प्रबंधकों के लिए अपनी विदेशी आस्तियों पर उचित प्रतिलाभ हासिल करना एक कठिन कार्य बना दिया है। इस आलेख में सुरक्षा और चलनिधि के प्रमुख लक्ष्यों को कम किए बिना पोर्टफोलियो रिटर्न बढ़ाने के लिए विदेशी मुद्रा आरक्षित निधि के प्रबंधन के पारंपरिक तरीकों से परे देखने की गुंजाइश पर प्रकाश डाला गया है।

भूमिका

उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में अल्पावधिक और दीर्घावधिक ब्याज दरों में 1980 के दशक की शुरुआत से गिरावट देखी जा रही है, उदाहरण के लिए, संयुक्त राज्य अमेरिका में 10-वर्षीय बॉन्ड प्रतिफल 1981 में 15.80 प्रतिशत के उच्च स्तर से गिरकर 2020 में 1 प्रतिशत से नीचे आ गया। संयुक्त राज्य अमेरिका में नीतिगत दरें भी 1981 में लगभग 19 प्रतिशत से नाटकीय रूप से गिरकर वर्तमान में शून्य के करीब पहुंच गई हैं। यूरो ज़ोन, जापान और स्वित्ज़रलैंड जैसी कई अन्य उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में अब वर्षों से ऋणात्मक नीतिगत दरें हैं। यह अति-निम्न ब्याज दर का वातावरण उन्नत अर्थव्यवस्थाओं और वैश्विक वित्तीय बाजारों में संरचनात्मक परिवर्तनों का प्रतिबिंब है, विशेष रूप से अच्छी तरह से स्थिर कम मुद्रास्फीति/अपेक्षित मुद्रास्फीति, और पिछले 3 से 4 दशकों में संतुलन वास्तविक ब्याज दरों में गिरावट की प्रवृत्ति का। यह कम प्रतिफल वाला वातावरण सुरक्षा और चलनिधि के

* यह आलेख बाह्य निवेश और परिचालन विभाग के आशीष सौरभ एवं नितिन मदान द्वारा तैयार किया गया है। इस आलेख में व्यक्त विचार लेखकों के हैं और भारतीय रिजर्व बैंक के विचारों को व्यक्त नहीं करते हैं।

बुनियादी विवेकपूर्ण निवेश सिद्धांतों से समझौता किए बिना प्रतिलाभ बढ़ाने के तरीकों पर फिर से विचार करता है।

शेष आलेख को इस प्रकार व्यवस्थित किया गया है। खंड II में सांकेतिक और वास्तविक ब्याज दरों की प्रवृत्ति का विश्लेषण किया गया है और संतुलन वास्तविक ब्याज दरों के निर्धारकों के बारे में चर्चा की गयी है। खंड III में चर्चा को आगे बढ़ाते हुए मुद्रास्फीति/मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं में प्रवृत्तियों और उसके वाहकों तक ले जाया गया है। खंड IV में कुछ हालिया सर्वेक्षणों के आधार पर कम प्रतिफल वाले वातावरण के लिए आरक्षित निधि प्रबंधकों की कार्यनीतिक प्रतिक्रिया की जांच की गयी है। खंड V में आरक्षित निधि प्रबंधकों के लिए कुछ नीतिगत विकल्प प्रस्तुत किए गए हैं और खंड VI में निष्कर्ष दिया गया है।

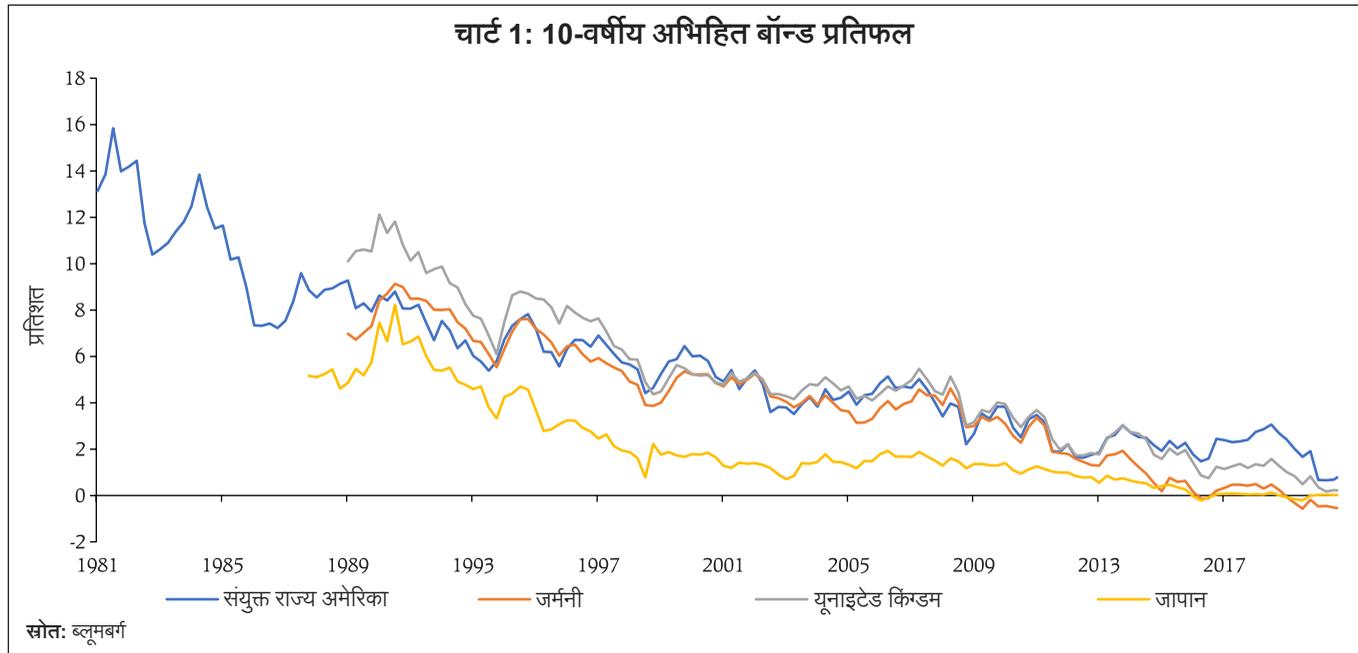
II. संतुलन वास्तविक ब्याज दरों की प्रवृत्तियां और उनके निर्धारक

(ए) प्रवृत्तियां

जैसा कि पहले उल्लेख किया गया है, पिछले कुछ दशकों में उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में सांकेतिक दीर्घावधिक प्रतिफल में गिरावट आई है (चार्ट 1)। संयुक्त राज्य अमेरिका, जर्मनी और जापान की वास्तविक प्रतिफल में भी 1990 के दशक की शुरुआत से गिरावट की प्रवृत्ति दिखाई देती है (चार्ट 2)। वास्तविक ब्याज दरों में वैश्विक प्रवृत्ति, 13 उन्नत अर्थव्यवस्थाओं पर ध्यान केंद्रित करते हुए दिखाते हैं कि वास्तविक यथार्थ अल्पावधिक और दीर्घावधिक ब्याज दरें 2011 से 2019 तक शून्य प्रतिशत के आस-पास मँडरा रही हैं, जो पिछले तीन दशकों की तुलना में काफी कम है (किले, 2019)।

(बी) संतुलन वास्तविक ब्याज दरों के निर्धारक

संतुलन वास्तविक ब्याज दर को साहित्य में इस प्रकार परिभाषित किया गया है (i) ब्याज दर का स्तर जिस पर बचत समान निवेश और (ii) वास्तविक ब्याज दर का स्तर जिस पर उत्पादन इसकी दीर्घावधिक क्षमता पर है। परिभाषाएँ समष्टि-आर्थिक बैलेंस की सामान्य धारणाओं के बराबर हैं (किले, 2019)। साहित्य में संतुलन वास्तविक ब्याज दर को प्रभावित करने वाले कारकों का आकलन

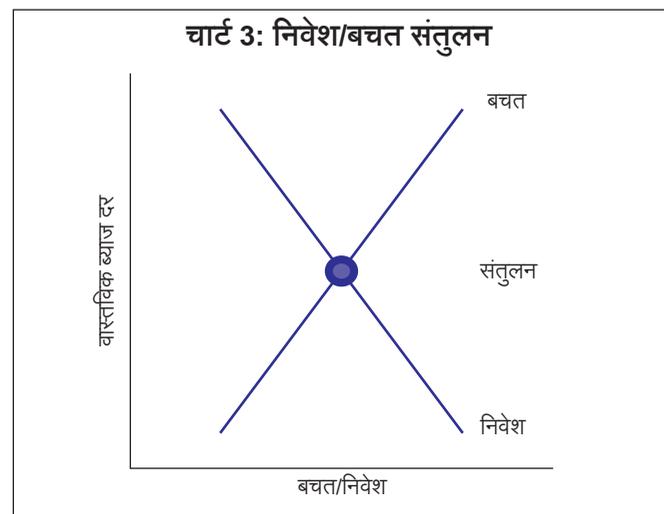
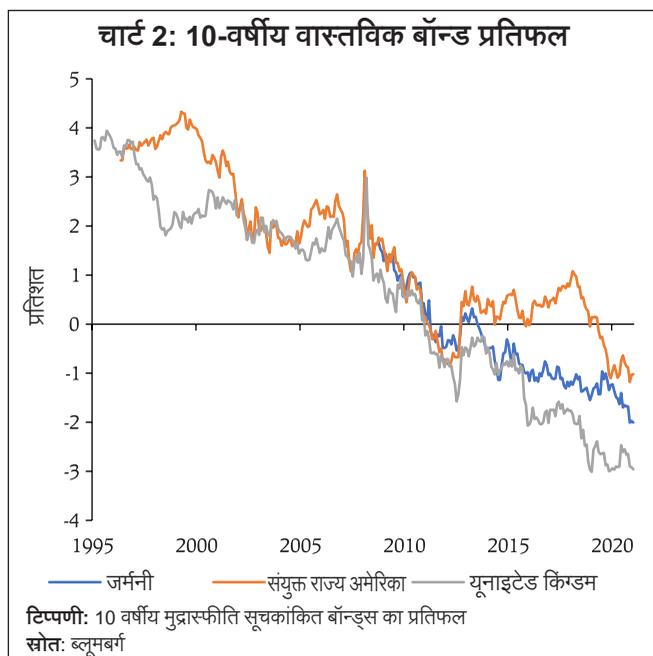


करने के लिए कई दृष्टिकोण अपनाए गए हैं, लेकिन उनमें से अधिकतर चार्ट 3 में दर्शाए गए अनुसार ऋण योग्य निधियों की आपूर्ति और मांग के अंतर्निहित सरल मॉडल पर निर्भर करते हैं। आपूर्ति को प्रभावित करने वाले कारक और मांग ने पिछले कुछ दशकों में इन वक्रों को स्थानांतरित कर दिया है जिससे संतुलन वास्तविक ब्याज दर में उल्लेखनीय गिरावट आई है।

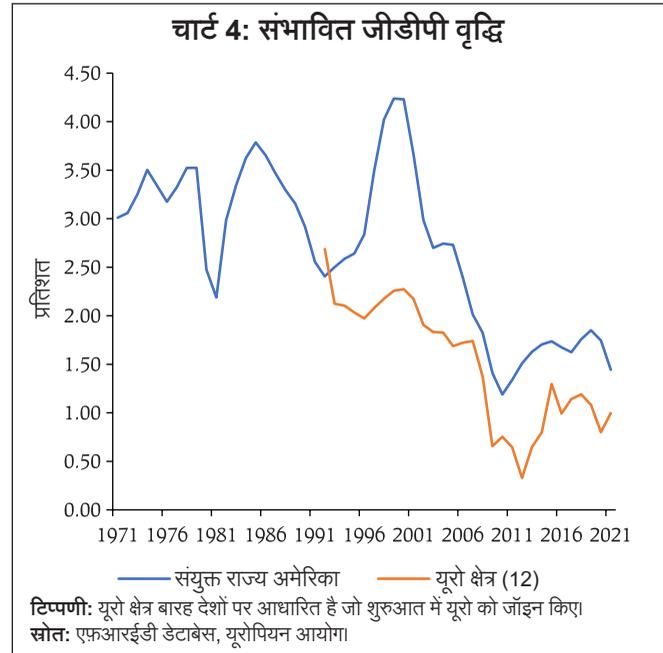
बचत और निवेश कई तरह के कारकों पर निर्भर करते हैं, जिनमें से निम्नलिखित को आमतौर पर संतुलन वास्तविक ब्याज दरों के संभावित निर्धारकों के रूप में देखा जाता है। इनके अलावा, अकादमिक अनुसंधान ने एक अन्य संभावित निर्धारक के रूप में सुरक्षित आस्तियों की मांग पर प्रकाश डाला गया है (कैबलेरो एवं अन्य 2017)।

i. आर्थिक वृद्धि

वास्तविक ब्याज दरों का एक मूलभूत वाहक अर्थव्यवस्था की संभावित विकास दर है। किसी उच्च



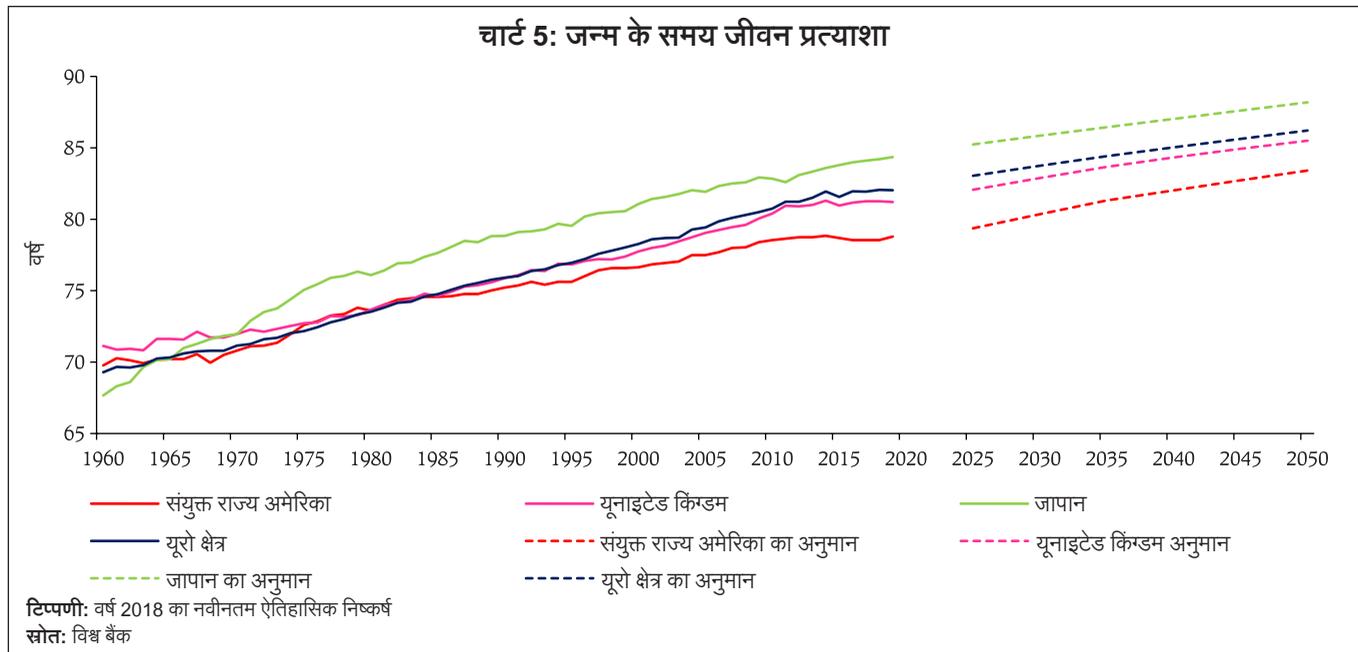
वृद्धि वाली अर्थव्यवस्था को अपनी गति बनाए रखने के लिए अपेक्षित उच्च निवेश स्तरों के लिए आवश्यक बचत की मात्रा को प्रोत्साहित करने के लिए उच्च वास्तविक ब्याज दर की आवश्यकता होगी। प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की संभावित वृद्धि दर में दशकों से लगातार गिरावट देखी गई है, जिसका श्रेय कुल कारक उत्पादकता वृद्धि में गिरावट और श्रम उत्पादकता वृद्धि में इसी गिरावट को दिया जा सकता है (लेन, 2019) (चार्ट 4)। धीमी प्रवृत्ति उत्पादकता वृद्धि पूंजी स्टॉक में आवश्यक वृद्धि को कम करती है और परिणामस्वरूप, कम निवेश मांग और ब्याज दरों में कमी आती है। इसके अलावा, श्रम बल में धीमी वृद्धि पूंजीगत स्टॉक में आवश्यक वृद्धि को कम करती है, इस प्रकार ब्याज दरें को भी कम करती है।



ii. जनसांख्यिकी और आय असमानता

उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में जनसांख्यिकी पिछले पांच से छह दशकों में बढ़ती जीवन प्रत्याशा की विशेषता है, ऐसी प्रवृत्ति जिसे कम से कम 2050 तक जारी रहने की उम्मीद है (चार्ट 5)। एक उच्च जीवन प्रत्याशा का तात्पर्य है कि लोग लंबे समय तक जीवित रहेंगे और

निरंतर कार्य वर्षों को मानते हुए सेवानिवृत्ति में अधिक वर्ष बिताएंगे। इससे कुल बचत में वृद्धि होने की संभावना है क्योंकि कामकाजी उम्र की आबादी लंबी सेवानिवृत्ति की प्रत्याशा में अधिक बचत करेगी। इसके अलावा, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में कम प्रजनन दर के साथ-साथ बढ़ती उम्र का मतलब कामकाजी उम्र की आबादी



का कम अनुपात होगा। इससे पता चलता है कि कार्यबल के सापेक्ष अधिष्ठापित पूंजी का अनुपात बढ़ेगा, इस प्रकार निवेश की मांग पर प्रतिकूल प्रभाव पड़ेगा।

हालांकि, अकादमिक अनुसंधान में यह तर्क दिया गया है कि यह प्रभाव केवल संक्रमणकालीन और आंशिक है क्योंकि उम्र बढ़ने वाली आबादी के साथ-साथ लगातार काम करने वाले वर्षों में निर्भरता अनुपात में वृद्धि होगी जिससे अधिक बचत होगी, लेकिन ये प्रभाव बहुत लंबी अवधि में होते हैं और जटिल गतिशीलता शामिल होते हैं (किले, 2019)। इसके अलावा, उच्च बचत के निरंतर चरण और कार्यबल में संकुचन से जुड़े पूंजी-श्रम अनुपात में वृद्धि काफी समय के लिए वास्तविक ब्याज दरों के स्तर पर भार डालेगी (लेन, 2019)।

जनसांख्यिकी के अलावा, धन का वितरण कुल बचत पर इसके प्रभाव के माध्यम से वास्तविक दरों को भी प्रभावित करता है। बढ़ी हुई असमानता से बचत और कम ब्याज दरों को बढ़ावा मिलने की संभावना है, क्योंकि अमीरों के लिए आय का उपभोग करने की प्रवृत्ति आबादी के अन्य क्षेत्रों की तुलना में कम होने की उम्मीद है (डायनन एवं अन्य, 2004)।

iii. सुरक्षित वित्तीय आस्तियों की मांग

सुरक्षित आस्तियों की वैश्विक मांग ने पिछले कुछ दशकों में इसकी आपूर्ति को पीछे छोड़ दिया है। इस बढ़ती कमी की प्रमुख पहचान सुरक्षित आस्तियों की कीमतों में लगातार वृद्धि और इस प्रकार, ब्याज दरों में गिरावट रही है। साथ ही, इनमें से कई सुरक्षित आस्तियों के लिए सावधि प्रीमियम में गिरावट आई है और कई अर्थव्यवस्थाओं में यह ऋणात्मक भी है।

सुरक्षित आस्तियों की बढ़ी हुई निवल मांग के पीछे प्रमुख कारक इस प्रकार हैं। सबसे पहले, उभरती अर्थव्यवस्थाओं द्वारा विदेशी मुद्रा आरक्षित निधि के रूप में सुरक्षित आस्तियों का एक बड़ा संचय किया गया है। दूसरा, बढ़ती उम्र ने कम जोखिम वाली

आस्तियों के प्रति निवेशकों की पोर्टफोलियो प्राथमिकताओं को प्रभावित किया है। तीसरा, वैश्विक वित्तीय संकट के बाद शुरू की गई विनियामकीय अपेक्षाओं ने भी वित्तीय संस्थाओं द्वारा सुरक्षित आस्ति की मांग को बढ़ावा दिया है। चौथा, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में केंद्रीय बैंकों ने अपनी मौद्रिक नीति की अपरंपरागत सहजता के हिस्से के रूप में सुरक्षित आस्तियों का एक बड़ा हिस्सा अर्जित कर लिया है।

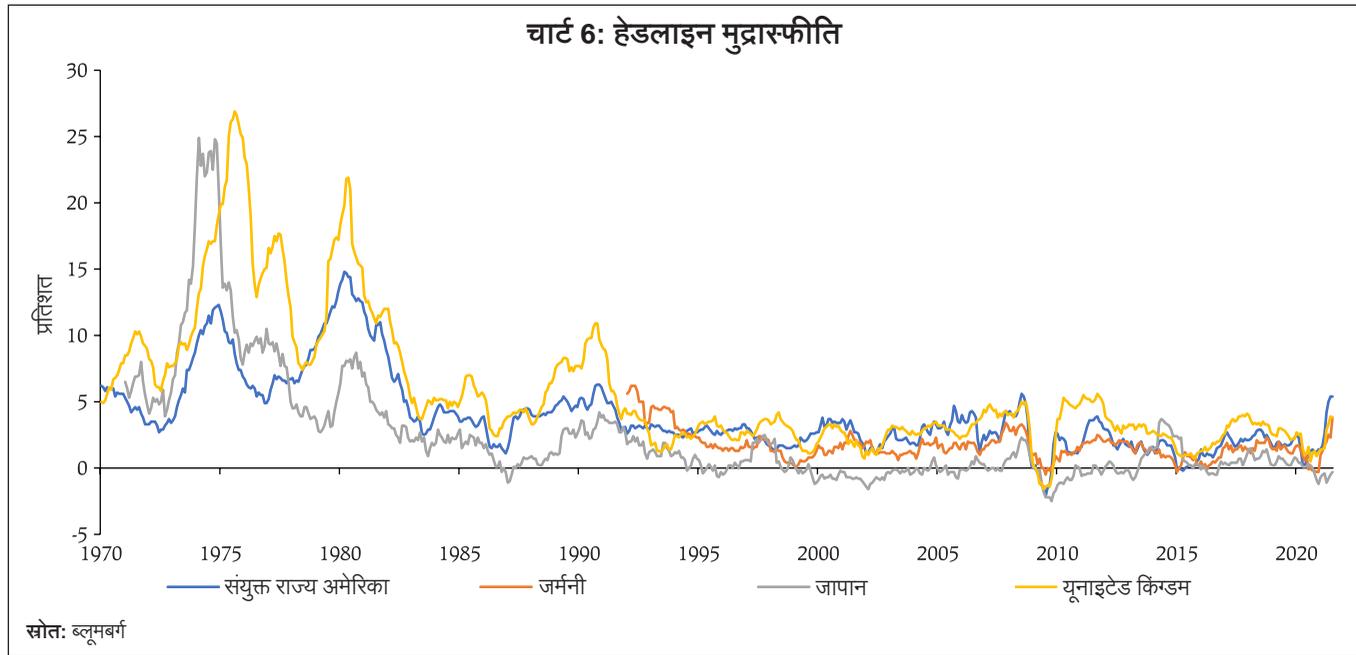
III. कम मुद्रास्फीति/मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं के कारण

पिछले चार दशकों में, दुनिया के अधिकांश हिस्सों में कम मुद्रास्फीति दर की ओर रुझान देखा गया है (चार्ट 6)। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति अब एक दशक से भी अधिक समय से बहुत कम और स्थिर स्तर पर बनी हुई है और अगले कुछ वर्षों तक ऐसा ही रहने की उम्मीद है, जैसा कि मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं से पता चलता है। पिछले एक दशक में यह हठपूर्वक कम मुद्रास्फीति आर्थिक विकास की सबसे लंबी अवधि, अत्यधिक विस्तारवादी मौद्रिक नीतियों और बेरोजगारी के बहु-दशक के निम्न स्तर के साथ है। हम कुछ ऐसे कारणों को उजागर करने का प्रयास करते हैं, जिन्होंने कम मुद्रास्फीति का माहौल बनाने में एक प्रमुख भूमिका निभाई है।

ए) सीमापार व्यापार

सीमा पार व्यापार में वृद्धि को दुनिया भर में कम मुद्रास्फीति पर सबसे बड़ा प्रभाव माना जा सकता है। व्यापार 1970 में विश्व जीडीपी के 27 प्रतिशत से बढ़कर 2018 में 59 प्रतिशत हो गया है¹। वैश्वीकरण ने विनिर्मित वस्तुओं की कीमत को कम कर दिया है क्योंकि उनका उत्पादन कम श्रम लागत वाली अर्थव्यवस्थाओं में स्थानांतरित हो गया है। वैश्विक कारक उन देशों में मुद्रास्फीति के एक महत्वपूर्ण हिस्से में योगदान करते हैं जो वैश्विक आपूर्ति श्रृंखलाओं में अधिक भाग लेते हैं।

¹ विश्व बैंक के राष्ट्रीय लेखा के आंकड़े



बी) कमोडिटी की कीमतें

कमोडिटी की कीमतों का मुद्रास्फीति पर दशकों से नरम प्रभाव पड़ा है। तेल की कीमतों में तेजी और मंडी चक्र ने 1970 के दशक में मुद्रास्फीति में अभूतपूर्व स्तर तक वृद्धि की, जबकि वर्ष 2010 की शुरुआत में उनकी गिरावट ने यूरोप में अपस्फीति में योगदान दिया। हालांकि, वैश्विक मुद्रास्फीति में तेल की कीमत का योगदान वर्ष 2011 से घट रहा है। धातुओं जैसी अन्य वस्तुओं की मांग ने भी मुद्रास्फीति को प्रभावित किया है। वैश्विक वित्तीय संकट के बाद उभरती अर्थव्यवस्थाओं में वृद्धि धीमा होने के कारण, वस्तुओं की मांग और इस प्रकार, कमोडिटी की कीमतें दबी रहीं।

सी) कम वेतन वृद्धि

बेरोजगारी दर में गिरावट की प्रवृत्ति को देखते हुए, पिछले कुछ वर्षों में वेतन वृद्धि पिछली वसूली की तुलना में कमजोर रही है। विभिन्न कारक इसकी वजह हैं। हाल के वर्षों में प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में उत्पादकता लाभ कम रहा है। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में, ट्रेड यूनियनों की सौदा-शक्ति में गिरावट और श्रम भागीदारी दरों में वृद्धि के कारण कम वेतन वृद्धि भी मुद्रास्फीति पर एक दबाव रही है। वैश्विक कारकों के बढ़ते महत्व के अनुरूप, हाल के वर्षों में उन्नत अर्थव्यवस्थाओं

के बीच मुद्रास्फीति दर और वेतन वृद्धि अधिक निकटता से समन्वयित हुई है।

डी) मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं की भूमिका

आर्थिक एजेंटों की मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं का अर्थव्यवस्था में मुद्रास्फीति के दबावों पर महत्वपूर्ण प्रभाव पड़ता है। यदि एजेंट मूल्य स्थिरता के लिए केंद्रीय बैंकों की प्रतिबद्धता के प्रति आश्वस्त रहते हैं, तो वे मुद्रास्फीति में अस्थिरता पर विचार करेंगे क्योंकि मुद्रास्फीति पर अस्थायी और चक्रीय दबाव और हल्के होंगे। पिछले एक दशक में, मुद्रास्फीति में गिरावट की प्रवृत्ति और मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण व्यवस्थाओं को अपनाने के कारण कई उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति की उम्मीदों में गिरावट आई है।

ई) मुद्रा का संवेग

केंद्रीय बैंकों ने वर्ष 2008 के बाद से अभूतपूर्व गति से अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रा की आपूर्ति में वृद्धि की है, जिससे क्वान्टम थ्योरी ऑफ मनी के अनुसार मुद्रास्फीति में वृद्धि होनी चाहिए थी। हालांकि इस दौरान महंगाई कम रही। ऐसा परिदृश्य तब हो सकता है जब पैसे का संवेग गिर जाता है, उदाहरण के लिए, संयुक्त राज्य अमेरिका में, मुद्रा का संवेग

वर्ष 2007 की चौथी तिमाही में 10.70 से गिरकर वर्ष 2021 की पहली तिमाही में 1.20 हो गया²। संवेग में गिरावट को निजी क्षेत्र की खर्च करने के बजाय पैसा जमा करने की इस इच्छा से समझा जा सकता है, जो कमजोर आर्थिक दृष्टिकोण और बहुत कम/ऋणात्मक दरें निवेशकों को ब्याज वाली आस्तियों से मुंह मोड़ने के लिए प्रेरित करती हैं। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति की लगातार कम दरों के कारणों में से एक संवेग में गिरावट भी हो सकती है³।

IV. आरक्षित निधि प्रबंधन पर कम प्रतिफल परिवेश का असर

वास्तविक ब्याज दर और मुद्रास्फीति पर पूर्ववर्ती चर्चा विकसित अर्थव्यवस्थाओं में कम सांकेतिक प्रतिफल के वाहकों को दर्शाती है। इस कम प्रतिफल के माहौल ने सामान्य रूप से आस्तित्व प्रबंधकों और विशेष रूप से आरक्षित निधि प्रबंधकों (जो परिपक्वता तक अपनी आरक्षित निधि का एक महत्वपूर्ण हिस्सा रखते हैं) के लिए उचित प्रतिलाभ उत्पन्न करना एक कठिन काम बना दिया है। कोविड-19 महामारी ने इस स्थिति को और बढ़ा दिया है, जिसके परिणामस्वरूप दुनिया भर में उत्पादन का बड़ा नुकसान हुआ है और अभूतपूर्व विस्तारक मौद्रिक और राजकोषीय नीतियों को अपनाया गया है। इस खंड का शेष भाग विविधीकरण उद्देश्यों के लिए विभिन्न मुद्राओं के प्रति आरक्षित निधि प्रबंधकों की बदलती प्राथमिकताओं और आरक्षित निधि प्रबंध कार्यनीतियों पर कम प्रतिफल के प्रभाव को देखता है।

(ए) अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष की आधिकारिक विदेशी मुद्रा आरक्षित निधि की मुद्रा संरचना (सीओएफईआर) की सांख्यिकी

आईएमएफ सीओएफईआर सांख्यिकी, मार्च 2021 से पता चलता है कि वैश्विक विदेशी मुद्रा आरक्षित निधि की संरचना में यूएसडी लगभग 59.5 प्रतिशत आबंटन के साथ प्रमुख मुद्रा बना हुआ है (सारणी 1)। साथ ही, पिछले तीन

² एम1 मनी स्टॉक का वेग। डेटा फेडरल रिजर्व बैंक ऑफ सेंट लुइस की वेबसाइट से लिया गया है।

³ यी वेन और मारिया ए एरियस द्वारा "वॉट डज मनी वेलोसिटी टेल अस अबाउट लो इन्फ्लेशन इन द यूएस?"।

सारणी 1: समय के साथ मुद्रा के अनुसार वैश्विक विदेशी मुद्रा भंडार (हिस्सेदारी प्रतिशत में)

वर्ष	यूएसडी	ईयूआर	जीबीपी	जेपीवाई	एयूडी	सीएडी	सीएचएफ	आरएमबी	अन्य	आबंटित आरक्षित निधि
2010	62.3	26.3	4.1	3.3	NA	NA	0.1	NA	3.8	56.4
2011	61.8	25.6	4.0	3.7	NA	NA	0.2	NA	4.8	54.9
2012	61.6	24.4	4.0	4.0	1.5	1.4	0.2	NA	5.0	55.3
2013	61.8	23.8	3.9	3.8	1.7	1.8	0.3	NA	3.0	54.1
2014	64.0	22.3	3.8	3.6	1.7	1.8	0.2	NA	2.7	58.6
2015	65.6	19.7	4.4	3.7	1.7	1.8	0.3	NA	2.8	63.8
2016	65.2	19.4	4.5	4.0	1.7	1.9	0.2	1.1	2.9	74.7
2017	63.7	19.9	4.4	4.6	1.8	2.0	0.2	1.1	2.3	84.2
2018	62.2	20.4	4.5	4.9	1.7	1.9	0.2	1.7	2.5	92.2
2019	61.4	20.4	4.5	5.6	1.7	1.9	0.1	1.9	2.5	93.8
2020	60.7	20.5	4.5	5.8	1.7	1.9	0.2	2.1	2.5	93.6
2021 [#]	59.5	20.6	4.7	5.9	1.8	2.1	0.2	2.4	2.7	93.4

*2012 से पहले एयूडी और सीएडी नंबर अन्य में और 2016 से पहले आरएमबी अन्य में शामिल किए गए थे।

2021 के आंकड़े वर्ष 2021 की पहली तिमाही के आंकड़ों पर आधारित हैं।

स्रोत: आईएमएफ सीओएफईआर सांख्यिकी, 31 मार्च 2021।

वर्षों में लगभग 20 प्रतिशत की हिस्सेदारी के साथ यूरो संरचना में थोड़ा बदलाव आया है। प्रमुख यूरोपीय देशों जैसे जर्मनी, फ्रांस आदि में ऋणात्मक दरों ने आरक्षित मुद्रा के रूप में यूरो के प्रदर्शन को प्रभावित किया है। वैश्विक आरक्षित निधि के हिस्से के रूप में आरएमबी (रेनमिनबी) की हिस्सेदारी धीरे-धीरे बढ़कर 2.4 प्रतिशत हो गई है, लेकिन यह लघु बनी हुई है क्योंकि आरक्षित निधि प्रबंधक चीनी आस्तियों में निवेश करने के बारे में सतर्क हैं और चलनिधि का निम्न स्तर चीनी सॉवरेन बॉन्ड में व्यापार को चुनौतीपूर्ण बनाता है।

(बी) आरक्षित निधि प्रबंधकों के हालिया सर्वेक्षण

सेंट्रल बैंकिंग्स ट्रेड्स इन रिजर्व मैनेजमेंट 2021 सर्वे के मुताबिक, आरक्षित निधि प्रबंधकों ने मार्च 2020 के बाद से प्रतिफल में कमी को अपने काम का सबसे चुनौतीपूर्ण पहलू पाया है। कोविड-19 महामारी के दौरान प्राथमिकता प्राप्त करने वाले पारंपरिक जोखिमों में बाजार की चलनिधि में कमी, आरक्षित निधि स्तरों पर दबाव, ऋण में गिरावट आदि शामिल हैं। फरवरी-मार्च 2021 में आयोजित 78 उत्तरदाताओं

⁴ "आरक्षित निधि प्रबंधन में प्रवृत्ति: 2021 सर्वेक्षण परिणाम", Centralbanking.com

वाला सर्वेक्षण इंगित करता है कि आरक्षित निधि प्रबंधकों की परिकल्पना है कि रिमोट वर्किंग, टैक्टिकल और स्ट्रैटेजिक एसेट एलोकेशन (टीएए, एसएए), जोखिम उठाने की क्षमता और फ्रेमवर्क में कोविड-19 के प्रभावों को महसूस किया जाना जारी रहेगा।

हालांकि, साथ ही, कोरोना वायरस महामारी के जवाब में दुनिया भर में पेश किए गए संरचनात्मक कम प्रतिफल वाले परिवेश और समायोजनकारी मौद्रिक नीतियों ने भी आस्ति विविधीकरण की दिशा में बहु-दशक की प्रवृत्ति को मजबूत किया है। इस सर्वेक्षण में अधिकांश प्रतिभागियों ने स्वीकार किया कि कम प्रतिफल के माहौल ने, विशेष रूप से प्रमुख आरक्षित निधि मुद्राओं में, आरक्षित निधि प्रबंधन नीतियों और प्रथाओं को i) नए भौगोलिक /बाजारों में निवेश ii) नए आस्ति वर्गों में निवेश iii) अधिकाधिक मुद्राओं में निवेश और iv) न्यूनतम क्रेडिट रेटिंग में परिवर्तन स्वीकार किए गए। कम प्रतिफल वाले माहौल से निपटने के लिए पिछले एक दशक में अंतर्निहित विषय विविधीकरण रहा है जिसमें नई मुद्राओं, आस्ति वर्गों आदि में एक्सपोजर को शामिल किया गया है।

एक और हालिया सर्वेक्षण, अप्रैल-जून 2021 के दौरान आयोजित यूबीएस ऐन्यूअल रिज़र्व मैनेजमेंट सेमिनार सर्वे इंगित करता है कि वर्ष 2021 में आरक्षित निधि प्रबंधकों की सबसे बड़ी चिंता कम/ऋणात्मक प्रतिफल बनी हुई है और केंद्रीय बैंक "अभी भी अधिक रूढ़िवादी अचल आय आस्तियों से दूर हो रहे हैं"⁵। प्रतिभागियों द्वारा अपने पोर्टफोलियो में विविधता लाने के लिए जिन निवेश विकल्पों का उल्लेख किया गया है उनमें पैसिव इक्विटी, कॉरपोरेट्स, उभरते बाजार स्थानीय मुद्रा कर्ज और सोना शामिल हैं। यह 13 प्रतिशत आरक्षित निधि प्रबंधकों की रिपोर्ट में भी परिलक्षित होता है कि उन्होंने हाल ही में पैसिव रूप से प्रबंधित आस्तियों को सक्रिय प्रबंधन कार्यनीतियों में बदलने या बदलने पर विचार किया है।

⁵ <https://www.ubs.com/global/en/asset-management/global-sovereign-markets/reserve-management-seminar-highlights-2021/27th-annual-reserve-management-seminar-survey.html>

V. आरक्षित निधि प्रबंधकों के लिए नीतिगत विकल्प

अधिकांश बाजार सहभागियों को उम्मीद है कि भविष्य में संरचनात्मक कम प्रतिफल का माहौल काफी समय तक बना रहेगा। कम प्रतिफल के लिए विभिन्न संरचनात्मक कारणों की संभावित दृढ़ता के आलोक में, यह जरूरी है कि आरक्षित निधि प्रबंधक प्रतिलाभ को बनाए रखने और बढ़ाने के लिए आरक्षित निधि के प्रबंधन के पारंपरिक तरीकों से अलग हटकर देखें। हमने इस खंड में आरक्षित निधि प्रबंधन के लिए कुछ वैकल्पिक तरीकों पर प्रकाश डाला है, इस चेतावनी के साथ कि सभी सुझाव प्रत्येक आरक्षित निधि प्रबंधक के अनुरूप नहीं होंगे क्योंकि उनमें से प्रत्येक को अद्वितीय बाधाओं का सामना करना पड़ता है। विभिन्न आरक्षित निधि प्रबंधक अपनी संबंधित आरक्षित प्रबंधन शैली और जोखिम लेने की क्षमता के संबंध में अलग-अलग स्थिति में हैं। पोर्टफोलियो प्रबंधन में विभिन्न लिखतों को शामिल करने के लिए एक आरक्षित निधि प्रबंधक की जोखिम भूख विभिन्न कारकों पर निर्भर करती है जैसे कि आरक्षित निधि की पर्याप्तता और आरक्षित निधि में वृद्धि के स्रोत। इसके अलावा चलनिधि और सुरक्षा पर अत्यधिक जोर दिया जाता है।

ए) पोर्टफोलियो की बढ़ती अवधि:

प्रतिलाभ बढ़ाने के लिए कम प्रतिफल वाले माहौल से निपटने का पहला और सबसे महत्वपूर्ण तरीका पोर्टफोलियो की अवधि बढ़ाना होगा। पर्याप्त आरक्षित निधि वाले देशों के पास अधिक अवधि के जोखिम को उठाने के लिए पर्याप्त गुंजाइश है। पोर्टफोलियो की अवधि बढ़ाना सबसे आसान और तत्काल कदम है जिसे कुछ आधार बिंदुओं से प्रतिलाभ बढ़ाने के लिए उठाया जा सकता है। इसे लंबी परिपक्वता अवधि में बढ़ते निवेश के साथ जोड़ा जाना चाहिए। यह आरक्षित निधि प्रबंधकों को वक्र के तेज भाग में अवसरों का उपयोग करने में मदद करेगा, यह देखते हुए कि प्रतिफल वक्र का अल्प छोर सपाट हो रहा है।

बी) नए उत्पादों/आस्ति वर्गों में निवेश:

नए आस्ति वर्गों में निवेश के लिए पारंपरिक निवेश के रास्ते से परे उत्पादों में निवेश करना पड़ता है। जबकि उनमें से कुछ पहले से ही आरक्षित निधि प्रबंधकों द्वारा उपयोग किए जा रहे हैं, लेकिन वे संख्या में बहुत कम प्रतीत होते हैं। कुछ उत्पाद प्रकृति में अनूठा हो सकते हैं क्योंकि सर्वेक्षण और

वास्तविक साक्ष्य आरक्षित निधि प्रबंधकों द्वारा इन उत्पादों के उपयोग का सुझाव नहीं देते हैं।

i. फोरेक्स स्वैप्स

संयुक्त राज्य अमेरिका के बाहर संस्थागत निवेशकों जैसे कॉरपोरेट्स, पेंशन फंड आदि द्वारा फोरेक्स स्वैप के माध्यम से डॉलर के वित्तपोषण की मांग पिछले एक दशक में बढ़ी है। ये निवेशक आम तौर पर शॉर्ट टर्म फोरेक्स स्वैप के माध्यम से अपनी डॉलर आस्तियों को हेज करते हैं। अमेरिकी डॉलर के मुकाबले विभिन्न मुद्राओं के 3 महीने के फोरेक्स स्वैप आधार अंक चार्ट 7 में दर्शाए गए हैं।

इसकी गणना तीन महीने के यूएस डॉलर लाइबोर और तीन महीने के फोरेक्स स्वैप के बीच अमेरिकी डॉलर की दरों के प्रसार के रूप में की गई है। चार्ट का तात्पर्य है कि जितना अधिक फोरेक्स स्वैप आधार बिंदु शून्य से नीचे चला जाता है, स्वैप बाजार में डॉलर उधार देने वाले किसी निवेशक को प्रतिलाभ उतना ही अधिक होता है।

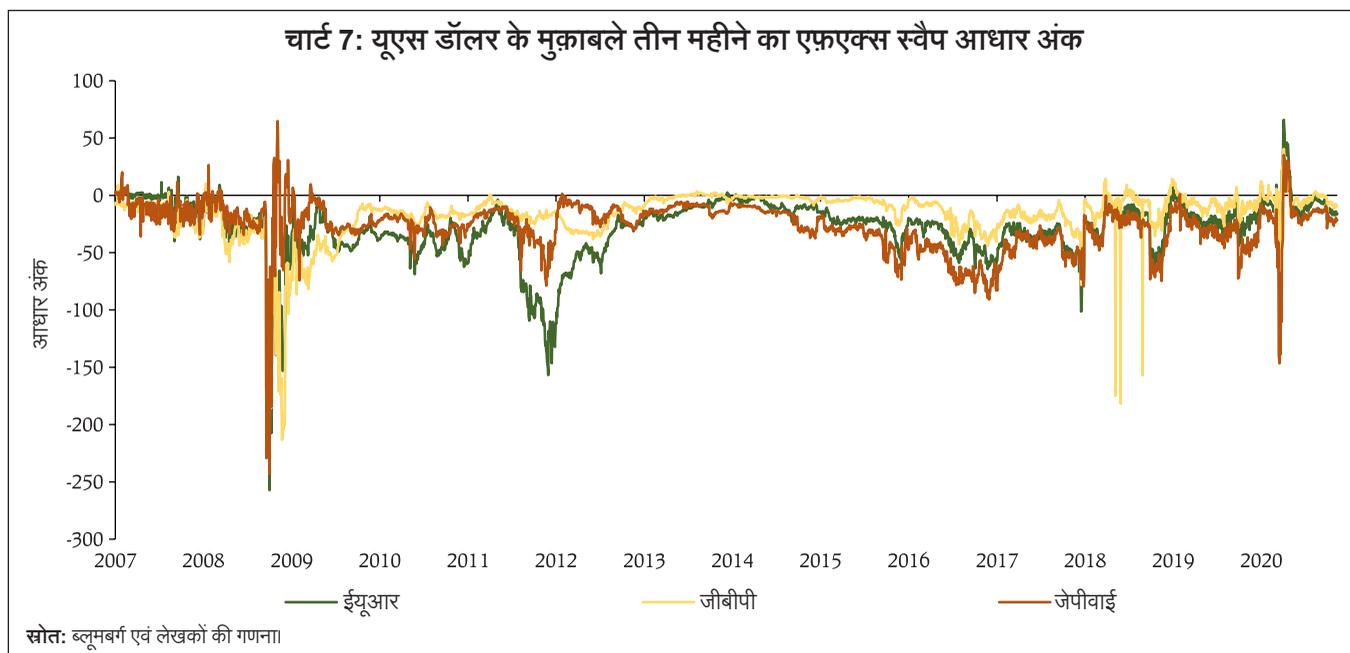
यह देखते हुए कि केंद्रीय बैंक बड़े अमेरिकी डॉलर शेष के स्वाभाविक धारक हैं, जैसा कि सीओएफईआर डेटा

से स्पष्ट है, यह उन्हें जोखिम रहित तरीके से उच्च प्रतिलाभ हासिल करने हेतु अल्पावधि के लिए फोरेक्स स्वैप बाजार में डॉलर को नियोजित करने के लिए एक अद्वितीय स्थिति में रखता है। ऑस्ट्रेलिया और जर्मनी जैसे कई केंद्रीय बैंक इस फोरेक्स स्वैप बाजार का फायदा उठाकर अपने भंडार के एक हिस्से का उपयोग कर रहे हैं।

ii. रिपो लेनदेन

आरक्षित निधि प्रबंधक बड़ी मात्रा में प्रतिभूतियों के धारक होते हैं, जिनमें से अधिकांश परिपक्वता के लिए रखे जाते हैं। आरक्षित निधि इन निष्क्रिय प्रतिभूतियों का उपयोग रिपो बाजार में आम तौर पर विशेष के रूप में या नकदी उत्पन्न करने के लिए सामान्य संपार्श्विक के माध्यम से उधार देकर कर सकते हैं, जिसे वे या तो रिपो के औसत प्रतिशत से मेल खाने वाले उच्च प्रतिफल वाले लिखतों में डाल सकते हैं या फोरेक्स स्वैप में निवेश कर सकते हैं जैसा कि ऊपर उल्लेख किया गया है। आरक्षित निधि प्रबंधक रिवर्स रिपो सुविधा का उपयोग रिपो बाजार में एक छोटी अवधि के लिए अपनी अतिरिक्त नकदी को नियोजित करने और अपने पोर्टफोलियो पर आय में जोड़ने के लिए भी कर

चार्ट 7: यूएस डॉलर के मुकाबले तीन महीने का एफ़एक्स स्वैप आधार अंक



सकते हैं। पहले से ही रिपो बाजार का उपयोग करने वाले आरक्षित निधि प्रबंधकों के लिए, अपने रिपो परिचालनों को बढ़ाने के लिए ट्राई पार्टी रिपो/प्रायोजित रिपो का उपयोग करके रिपो उधार की परिचालन दक्षता को बढ़ाया जा सकता है।

iii. *दोहरी मुद्रा जमा राशि:*

दोहरी मुद्रा जमा (डीसीडी, जिसे दोहरी मुद्रा लिखत या दोहरी मुद्रा उत्पाद के रूप में भी जाना जाता है) एक व्युत्पन्न लिखत है जो एक मानक जमा के लिए उपलब्ध की तुलना में अधिक उपज प्रदान करने के लिए मुद्रा विकल्प के साथ मुद्रा बाजार जमा को जोड़ती है। यदि किसी निवेशक का प्रारंभिक निवेश मुद्रा पर कोई दृष्टिकोण है, तो दोहरी मुद्रा रणनीति निवेशक को उच्च प्रतिलाभ से लाभ उठाने की अनुमति देती है। डीसीडी से जुड़े उच्च जोखिमों के मुआवजे में सामान्य जमा पर प्रतिलाभ की तुलना में प्रतिलाभ अधिक होता है, क्योंकि उत्पाद में सामान्य रूप से जमा से जुड़े जोखिमों के अलावा विदेशी मुद्रा जोखिम शामिल होता है।

iv. *इक्विटी इंडेक्स फंड*

इक्विटी में निवेश को जोखिम भरा माना जाता है, खासकर केंद्रीय बैंक के लिए, जो आरक्षित निधि की सुरक्षा के लिए जिम्मेदार है। हालांकि, इंडेक्स फंड में आरक्षित निधि के एक छोटे से हिस्से का निवेश पोर्टफोलियो की वापसी को बढ़ाने की क्षमता रखता है। विभिन्न व्यावसायिक चक्रों और वित्तीय तेजी और मंदी में एसएंडपी 500 में निवेश से पता चलता है कि 5 वर्षीय, 10 वर्षीय, 15 वर्षीय, 20 वर्षीय, 25 वर्षीय और 30 वर्षीय सीएजीआर प्रतिलाभ क्रमशः 13.3 प्रतिशत, 11.1 प्रतिशत, 7.3 प्रतिशत, 5.4 प्रतिशत, 7.4 प्रतिशत और 8.5 प्रतिशत रहा होगा। इसका तात्पर्य यह है कि यदि अंतरिम में अस्थिरता के बावजूद, दीर्घ अवधि से लेकर अत्यधिक दीर्घावधि के लिए धारित किया जाता है, तो यह न केवल पूंजी को संरक्षित कर सकता है बल्कि अधिकांश निवेशों की तुलना में बहुत अधिक प्रतिलाभ भी प्राप्त कर सकता है।

एसएंडपी 500 इक्विटी इंडेक्स फंड पर रिटर्न दीर्घ अवधि में सोने पर प्रतिलाभ के बराबर है। कई केंद्रीय बैंक किसी न किसी रूप में इक्विटी में तेजी से निवेश कर रहे हैं। उदाहरण के लिए, स्विस् नेशनल बैंक ने अपने आरक्षित निधि का 20 प्रतिशत इक्विटी में निवेश किया है।

v. *पोर्टफोलियो का क्रेडिट जोखिम बढ़ाएं:*

प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की क्षेत्रीय सरकारें बांड जारी करती हैं, जो कई देशों में, सरकार की अंतर्निहित गारंटी होती है। वे सरकार की तुलना में बेहतर प्रतिलाभ भी देते हैं। आरक्षित निधि प्रबंधक जर्मनी, ऑस्ट्रेलिया, कनाडा, आदि जैसे विकसित देशों और अमेरिकी एजेंसी बॉन्डों में ऐसी उप-राष्ट्रीय ऋण प्रतिभूतियों में अपनी आरक्षित निधि का एक लघु प्रतिशत निवेश कर सकते हैं। इसी तरह, सबसे अच्छी रेटिंग वाली सुपरनैशनल एजेंसियां भी ज्यादातर मामलों में सोवरेन से बेहतर प्रतिफल देती हैं। अगर आरक्षित निधि प्रबंधक ऋण वक्र को और नीचे ले जा सकते हैं, तो वे और भी ज्यादा प्रतिफल अर्जित कर सकते हैं।

सी) *स्वर्ण का प्रभावकारी प्रबंधन:*

केंद्रीय बैंकों के पास लगभग 35,000 टन स्वर्ण⁶ है, जो दुनिया भर में उपलब्ध जमीन के बाहर उपलब्ध स्टॉक का लगभग 17 प्रतिशत है। जहां सोना एक सुरक्षित ठिकाना के रूप में कार्य करता है और पोर्टफोलियो को विविधीकरण लाभ प्रदान करता है, वहीं यह कोई प्रतिफल प्रदान नहीं करता है। वास्तव में, भौतिक सोना रखना महंगा पड़ता है। हालांकि, सोने का प्रभावकारी प्रबंधन पूंजीगत लाभ से परे केंद्रीय बैंकों को अच्छा प्रतिलाभ दे सकता है। हम कुछ ऐसे अवसरों के बारे में चर्चा करेंगे:

i. *स्वर्ण जमा:*

केंद्रीय बैंक इतनी बड़ी मात्रा में भौतिक स्वर्ण के स्वामी होने के कारण, बुलियन बैंकों को सोने की जमा दर पर

⁶ "गोल्ड डिपॉजिट रेट्स – ए गाइडेंस पेपर" - विश्व स्वर्ण परिषद।

बुलियन बैंकों को अल्प अवधि के लिए उधार दे सकते हैं, आमतौर पर 1 महीने, 3 महीने या 12 महीने के लिए। अवधि के अंत में, बुलियन बैंक जमाकर्ता को सोने या मुद्रा के रूप में ब्याज के साथ सोना वापस कर देते हैं। इस मामले में केंद्रीय बैंक द्वारा दिया गया सोना केंद्रीय बैंक द्वारा किए गए किसी भी अन्य सावधि जमा के समान है और प्रकृति में गैर-संपार्श्विक है।

ii. स्वर्ण स्वैप

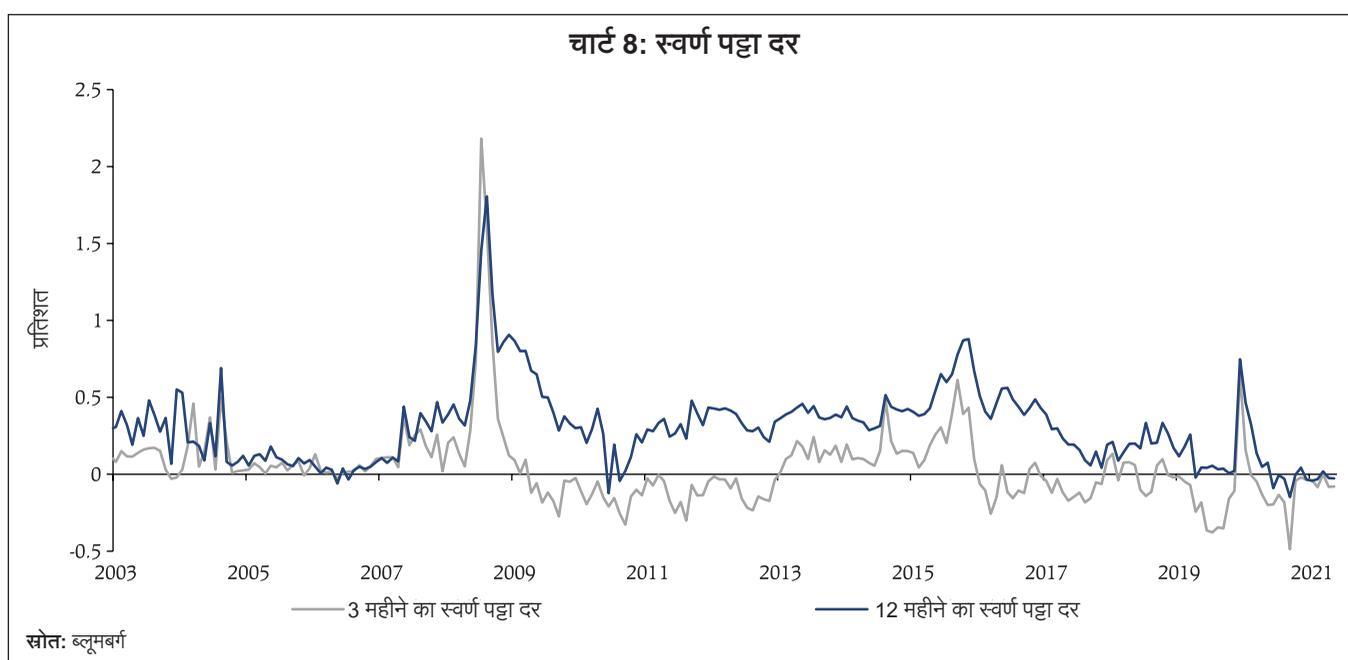
सोने की अदला-बदली रिपो लेनदेन के समान है यानी वे संपार्श्विक हैं। सोने की अदला-बदली में, केंद्रीय बैंक एक निश्चित अवधि के लिए बुलियन बैंकों को सोना उधार देते/बेचते हैं और उसके बदले में अमेरिकी डॉलर प्राप्त करते हैं। केंद्रीय बैंक इन डॉलर को लाइबोर में नियोजित कर सकते हैं, जबकि बुलियन बैंक को स्वर्ण प्रस्तावित वायदा दरों (जीओएफओ) के बराबर ब्याज का भुगतान करते हैं। अनिवार्य रूप से, एक केंद्रीय बैंक लाइबोर- जीओएफओ अर्जित करता है जिसे गोल्ड लीज रेट कहा जाता है। यह दर अलग-अलग होती है और सोने के लिए दृष्टिकोण, उधारी की मांग, वास्तविक ब्याज दरों आदि जैसे विभिन्न कारकों पर निर्भर होती

है। वर्षों से सोने की लीज दरों के उतार-चढ़ाव को चार्ट 8 में दर्शाया गया है।

iii. स्वर्ण ईटीएफ:

गोल्ड ईटीएफ, या एक्सचेंज ट्रेडेड फंड, एक कमोडिटी-आधारित म्यूचुअल फंड है जो सोने जैसी आस्ति में निवेश करता है। ये ईटीएफ भौतिक सोने द्वारा समर्थित हैं और निवेशकों को सोने की कीमत को ट्रैक करने की अनुमति प्रदान करते हैं। वे भौतिक सोने के स्वामित्व की संपत्तियों और सुरक्षा तक पहुंचने का एक आसान तरीका प्रदान करते हैं लेकिन भंडारण और बीमा की अलग से व्यवस्था करने की आवश्यकता के बिना नहीं।

ईटीएफ सोने की कीमतों के उतार-चढ़ाव में अहम भूमिका निभाते रहे हैं और सोने के बाजार का एक बड़ा हिस्सा बन गए हैं। गोल्ड ईटीएफ की कुल आस्ति प्रबंधन (एयूएम) 31 अगस्त 2021 को लगभग 211 बिलियन डॉलर मूल्य के 3,611 टन सोना था⁷। एसपीडीआर गोल्ड शेयर्स दुनिया में सोने की नौवीं सबसे बड़ी होल्डिंग है, जो एक ऐसा गोल्ड ईटीएफ है जिसकी स्टेट स्ट्रीट बैंक और वर्ल्ड गोल्ड काउंसिल के बीच एक साझेदारी है (चार्ट 9)।



⁷ विश्व स्वर्ण परिषद

- ii) पैसिव फंड: विभिन्न उभरते बाजार फंड हैं जो रेटिंग और चलनिधि के स्पेक्ट्रम में उभरते बाजारों के सॉवरेन बॉन्ड में निवेश करते हैं। इन पैसिव निधियों के लिए आबंटन आरक्षित निधि प्रबंधकों को उच्च प्रतिफल अर्जित करने में मदद कर सकता है।
- iii) एक्सचेंज ट्रेडेड फंड (ईटीएफ): इनमें से कई पैसिव फंड एनवाईएसई जैसे प्रमुख स्टॉक एक्सचेंजों पर भी व्यापार करते हैं। पैसिव फंडों पर ईटीएफ का लाभ यह है कि इन्हें बाजार की अवधि के दौरान किसी भी समय स्टॉक एक्सचेंजों पर तत्काल कीमतों पर खरीदा/बेचा जा सकता है।
- iv) अलग से प्रबंधित फंड/कस्टमाइज्ड फंड/ईटीएफ: पैसिव रूप से प्रबंधित फंड में आम तौर पर विभिन्न रेटिंग के सॉवरेन शामिल होते हैं, जिनमें कुछ निवेश ग्रेड से नीचे होते हैं। यदि किसी आरक्षित निधि प्रबंधक के पास रेटिंग या अन्य बाधाएं हैं जो उन्हें ऐसे देशों में निवेश करने से रोकती हैं, तो इन फंडों में निवेश करना संभव नहीं होगा। ऐसे मामलों में, आरक्षित निधि प्रबंधक अनुकूलित फंड का विकल्प चुन सकते हैं, जो उनके सभी मानदंडों जैसे देश, प्रत्येक देश को आबंटन, अवधि आदि को पूरा करेगा। ऐसे फंडों को अधिक चलनिधि के लिए ईटीएफ के रूप में भी व्यापार किया जा सकता है।
- v) कुल प्रतिलाभ स्वैप: इस व्यवस्था के तहत, एक आरक्षित निधि प्रबंधक एक स्वैप समझौता कर सकता है जिसमें उसे एक निश्चित अंतराल पर अंतर्निहित फंड (आय और पूंजीगत लाभ दोनों शामिल) के प्रतिलाभ के आधार पर भुगतान प्राप्त होगा, जबकि यह भुगतान करता है आधारित बेंचमार्क दर पर। यह आरक्षित निधि प्रबंधक को बिना किसी परिचालन संबंधी परेशानी के उभरते बाजारों में एक्सपोजर हासिल करने की अनुमति देता है।

VI. निष्कर्ष

वास्तविक ब्याज दरों में गिरावट, मुद्रास्फीति के निम्न स्तर और अच्छी तरह से स्थिर मुद्रास्फीति की प्रत्याशाएँ उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मामूली प्रतिफल की निरंतर सहजता की व्याख्या करती हैं। वास्तविक ब्याज दरों को प्रभावित करने वाले कारक संभावित वृद्धि दर, जनसांख्यिकीय कारक, आय असमानता और सुरक्षित आस्ति की मांग हैं। इन कारकों में संरचनात्मक परिवर्तन के कारण संतुलन वास्तविक दरों में गिरावट आई है और उम्मीद की जा रही है कि यह काफी लंबे समय के लिए कम रहेगा। पिछले एक दशक में कम महसूस की गई मुद्रास्फीति और केंद्रीय बैंकों द्वारा मुद्रास्फीति की प्रत्याशाओं की मजबूती के कारण मुद्रास्फीति का दृष्टिकोण भी सौम्य है।

दुनिया भर में आस्ति प्रबंधकों और आरक्षित निधि प्रबंधकों को कम प्रतिफल वाले परिवेश में प्रतिलाभ को बनाए रखने और बढ़ाने में एक चुनौतीपूर्ण कार्य का सामना करना पड़ता है। कुछ आरक्षित निधि प्रबंधक अपने पोर्टफोलियो में नई मुद्राओं और आस्ति वर्गों को जोड़ने के माध्यम से विविधीकरण के माध्यम से कम प्रतिफल के साथ काम कर रहे हैं। हमने इस बात पर प्रकाश डाला है कि आरक्षित निधि प्रबंधक अपने पोर्टफोलियो की अवधि बढ़ाकर, नए आस्ति वर्गों, नए बाजारों और अपने सोने के शेयरों के अधिक प्रभावकारी प्रबंधन में निवेश करके कम प्रतिफल वाले माहौल से निपट सकते हैं। हालांकि, रणनीति के चुनाव के लिए इसे जोखिम उठाने की क्षमता, निवेश प्राथमिकताओं, कौशल स्थिति और व्यक्तिगत संस्थाओं की परिचालन क्षमताओं के अनुरूप बनाने की आवश्यकता होगी।

संदर्भ

- Caballero, R.J., Farhi, E. and Gourinchas, P.O. (2017), 'The safe assets shortage conundrum'. *Journal of Economic Perspectives*.
- Clarida, R. H. (2018), 'The global factor in neutral policy rates: Some implications for exchange rates, monetary policy, and policy coordination', *BIS Working Paper*, No 732, Bank for International Settlements.
- Dynan, K.E., Skinner, J. and Zeldes, S.P. (2004), 'Do the rich save more?' *Journal of political Economy*.

Kiley, M. T. (2019), 'The Global Equilibrium Real Interest Rate: Concepts, Estimates, and Challenges', *Finance and Economics Discussion Series*, Federal Reserve Board, Washington, D.C.

Lane, Philip R., (2019) , 'Determinants of the real interest rate', Speech at the National Treasury Management Agency, Dublin

Nick Carver (2021), 'Trends in reserve management: 2021 survey results', *Centralbanking.com*, 17 May 2021

Reserve Bank of Australia (2019), 'Box B: Why Are Long-term Bond Yields So Low?', *Statement of Monetary Policy*, May 2019

Stefan Avdjiev, Egemen Eren and Patrick McGuire (2020), 'Dollar funding costs during the covid-19 crisis through the lens of the FX swap market', *BIS Bulletin No 1*, 2020

Tigran Poghosyan (2012), 'Long Run and short run determinants of Sovereign bond yields in advanced economies', *IMF Working paper*.

The Economist.(2019), ' Low inflation is a global phenomenon with global causes'

World Gold Council (2020), Gold Deposit rates- a guidance paper.