

कोविड-19 काल में विनिमय दर अस्थिरता को नियंत्रित करना*

कोविड-19 संक्रमण फैलने के परिणामस्वरूप उभरते बाज़ार की मुद्राओं में भारी उतार-चढ़ाव देखने को मिला। रिज़र्व बैंक द्वारा विदेशी मुद्रा बाज़ार में मध्यक्षेप करने समेत परंपरागत और अपरंपरागत साधनों का इस्तेमाल करने के परिणामस्वरूप अस्थिरता, जिसको विभिन्न संकेतकों द्वारा मापा जाता है, मार्च में बढ़ने के बाद तुरंत सामान्य हुई और पूर्व की तनाव वाली घटनाओं की अपेक्षा कम रही।

भूमिका

कोविड-19 संक्रमण फैलने, अप्रत्याशित नीति लागू करने और विश्वभर में अत्यधिक अनिश्चितता के परिणामस्वरूप मुद्रा, बॉण्ड, इक्विटी और ऋण जैसे विभिन्न आस्ति वर्गों के मूल्यों में भारी उतार-चढ़ाव पाए गए थे। उभरते बाज़ार की मुद्राओं में विशेष रूप से काफी अस्थिरता पाई गई जो मार्च 2020 में भारी जोखिम-मुक्त बहिर्वाहों से शुरू हुई जिससे अत्यधिक मूल्यहास दबाव, भारतीय रुपये (आईएनआर) पर भी, पैदा होता है (ओईसीडी, जून 2020) और यह वैश्विक वित्तीय संकट (जीएफ़सी) के बाद से इक्विटी बाज़ारों में पाया गया सबसे बुरा अधिविक्रय है और कई उन्नत देशों में दीर्घ-कालिक बॉण्ड प्रतिफलों में अब तक सबसे कम है। वर्ष के पूर्वार्ध में अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष (आईएमएफ़), विश्व बैंक एवं रेटिंग एजेंसियों द्वारा वैश्विक वृद्धि में संशोधन कर उसे कम किया गया, साथ ही रोजगार व मांग की संभावना गिरी। मांग एकाएक कम होने की वजह से अप्रैल में अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों में भारी गिरावट आई जो ऐतिहासिक रूप से सबसे कम थी। रुपया के विनिमय दर के संबंध में रिज़र्व बैंक की नीति उसे बाज़ार शक्तियों द्वारा निर्धारित होने देती है, जिसमें किसी पूर्व-निर्धारित लक्ष्य स्तर का संदर्भ लिए बिना विनिमय दर में अत्यधिक अस्थिरता को काबू में कर बाज़ार में सुव्यवस्थित स्थितियां बनाए रखने मात्र हेतु मध्यक्षेप किया जाता है। महामारी फैलने के बाद वाले महीनों में, रिज़र्व बैंक ने वित्तीय स्थिरता और

वित्तीय बाज़ारों में सुव्यवस्थित स्थितियां सुनिश्चित करने के उद्देश्य से कई परंपरागत व अपरंपरागत साधनों को प्रयोग में लाया। विनिमय दर में अव्यवस्थित उतार-चढ़ाव संपूर्ण समष्टिआर्थिक और वित्तीय स्थिरता को खतरे में डालने के अलावा व्यापार और निवेश पर प्रायः हानिकर प्रभाव डाल सकता है (जनक राज, एवं अन्य 2018)। अल्पावधि विनिमय दर परिवर्तनीयता से प्रत्यक्ष विदेशी निवेश (एफ़डीआई) के प्रवाहों पर असर पड़ता देखा गया है (गोल्डबर्ग, 2009)। तर्क यह है कि विनिमय दर उतार-चढ़ाव से होने वाले खतरों, जिससे निवेश से होने वाली संभावित आय पर असर पड़ता है, के लिए निवेशकों को क्षतिपूर्ति करने की जरूरत है। यदि विनिमय दरें अत्यधिक अस्थिर रहती हैं तो निवेश के संभावित मूल्य घट जाते हैं, और तदनुसार एफ़डीआई घटने लगता है। वास्तविक विनिमय दर अस्थिरता के व्यापार-रोधक प्रभाव भी पाए गए हैं, क्योंकि फर्मों द्वारा किए गए निर्यातों के मूल्य के साथ-साथ निर्यात बाज़ारों में प्रवेश करने की उनकी संभाव्यता उच्च विनिमय दर अस्थिरता वाले गंतव्य-स्थानों के लिए कम होने लगती हैं (हेरिकोट एवं अन्य 2013)। एक दूसरे अध्ययन से उजागर होता है कि जब विनिमय दरों में अप्रत्याशित उतार-चढ़ाव होता है तब निर्यातक जोखिम के स्तर में परिवर्तन के अनुसार या तो निर्यात की कीमतों को बढ़ाता है अथवा व्यापार की मात्राओं को घटाता है, लेकिन प्रायः कीमतों को बढ़ाने की अपेक्षा व्यापार की मात्राओं को सीधे घटाना उनकी पसंद होती है (चेओंग एवं अन्य, 2005)।

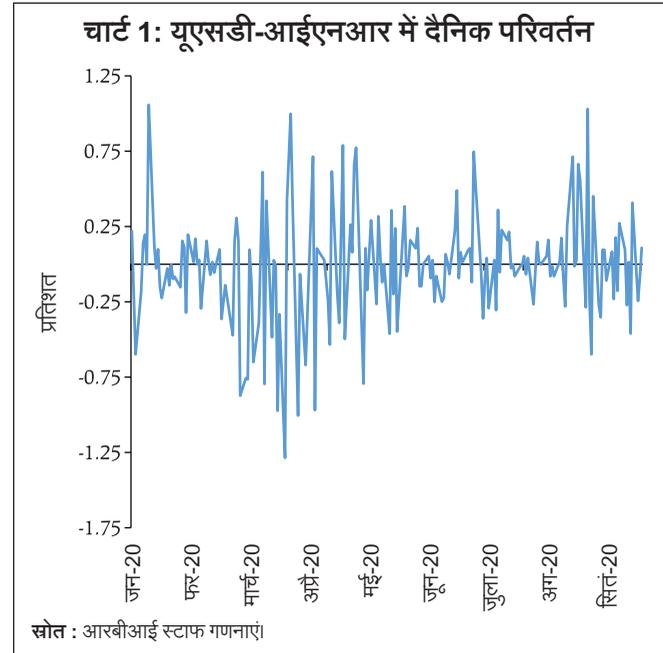
भारत के एक हाल के अध्ययन में यह पाया गया कि यूएसडी-आईएनआर में वास्तविक अस्थिरता (ऐतिहासिक अस्थिरता) वित्तीय दबाव सूचकांक (एफ़एसआई) का एक महत्वपूर्ण घटक है, जिसका औद्योगिक उत्पादन सूचकांक (आईआईपी) के साथ सांख्यिकीय तौर पर महत्वपूर्ण ऋणात्मक सहसंबंध है और आईआईपी के पूर्वानुमान में एक प्रमुख संकेतक के रूप में कार्य कर सकता है (या वास्तविक आर्थिक गतिविधि) (मंजूषा, और अन्य, 2020)। पूर्व में, 2008, 2011, 2013 आदि सर्व-विदित तनावग्रस्त घटनाओं में उच्च एफ़एसआई मूल्य पाए गए थे जिसकी एक विशेषता निम्न आईआईपी मूल्य भी थी (और वास्तविक उच्च आईएनआर अस्थिरता)। लिहाजा, यूएसडी-आईएनआर में वास्तविक अस्थिरता वास्तविक आर्थिक गतिविधि के पूर्वानुमान में अन्य संकेतकों के साथ-साथ एक महत्वपूर्ण संकेतक हो सकती है।

* यह लेख वित्तीय बाज़ार परिचालन विभाग, भारतीय रिज़र्व बैंक के राधा श्याम राठो, विक्रम राजपूत और सब्यासाची सारंगी द्वारा तैयार किया गया है। इस लेख में व्यक्त विचार लेखकों के अपने विचार हैं और वे भारतीय रिज़र्व बैंक के विचारों का प्रतिनिधित्व नहीं करते हैं।

इस पृष्ठभूमि में, यह लेख विनिमय दर अस्थिरता को नियंत्रण में करने को लेकर रिज़र्व बैंक द्वारा किए गए उपायों की क्षमता का आकलन करने का प्रयास करता है। शेष लेख को पांच भागों में विभाजित किया जाता है। भाग II यूएस डॉलर की तुलना में आईएनआर विनिमय दर पर कोविड-19 महामारी के प्रभाव की चर्चा करता है। भाग III आईएनआर अस्थिरता को काबू में करने को लेकर रिज़र्व बैंक द्वारा किए गए उपायों से संबंधित है। भाग IV बाज़ार प्रत्याशाओं की तुलना में आईएनआर द्वारा अनुसरण किए गए वास्तविक मार्ग के संदर्भों में अस्थिरता को नियंत्रण में करने के लिए विदेशी मुद्रा बाज़ार संबंधी मध्यक्षेप उपायों की क्षमता पर विचार-विमर्श करता है। भाग V विदेशी मुद्रा बाज़ार में मध्यक्षेप की अंतर-देशीय तुलना करता है। भाग VI में निष्कर्षों का सार दिया गया है।

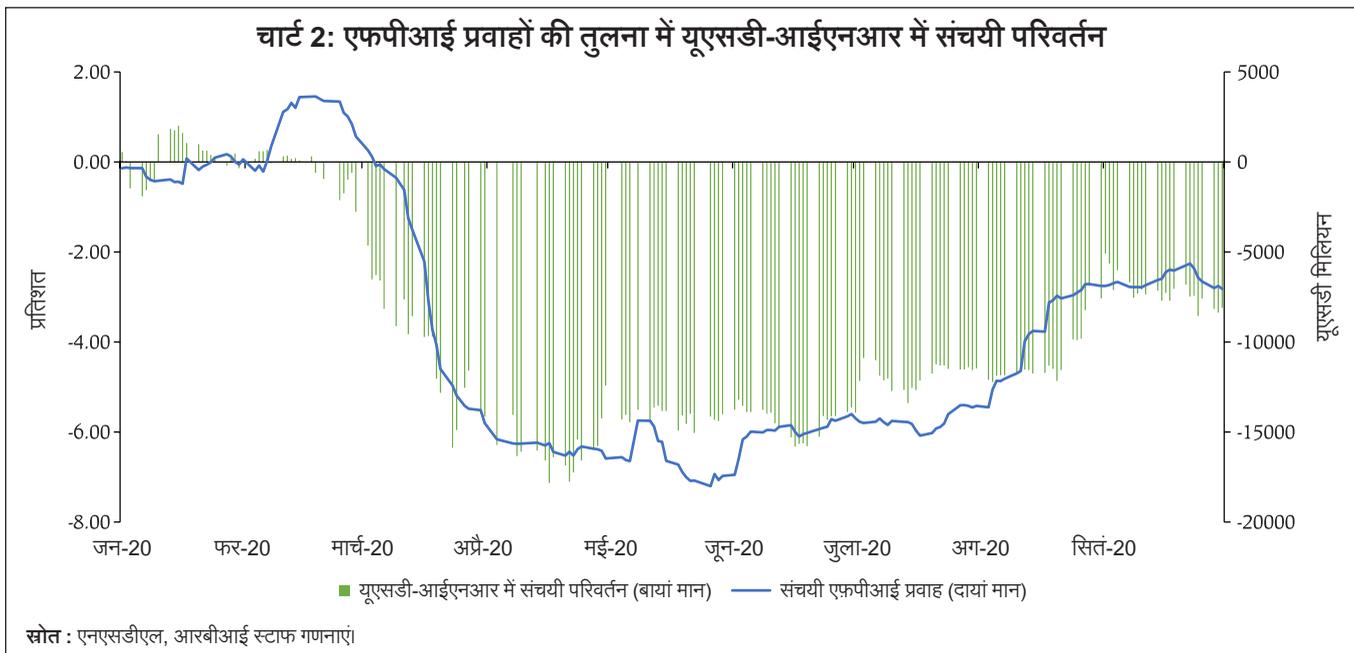
II. आईएनआर पर कोविड-19 महामारी का प्रभाव

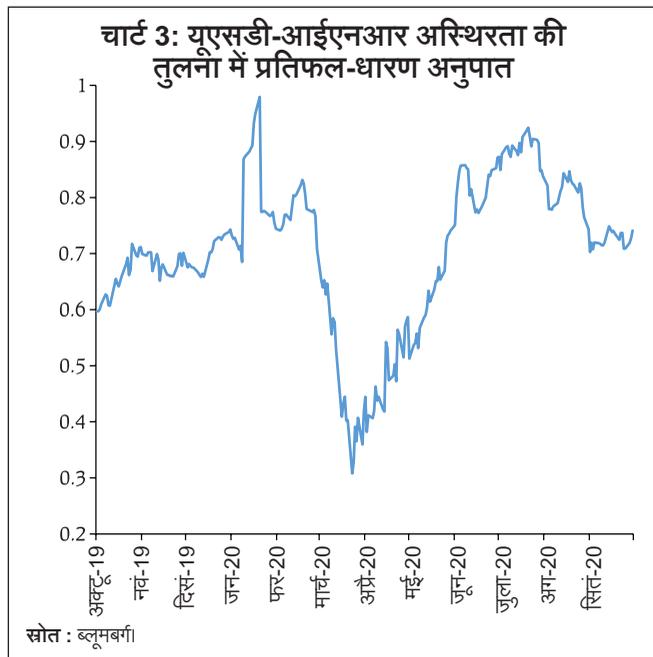
वित्त बाज़ारों में अत्यधिक अस्थिरता की पिछली वारदातों, जैसे, जीएफसी, यूरोक्षेत्र संकट और टेपर टैन्ट्रम घटना की भांति कोविड-19 के कारण सभी उभरते बाज़ारों से भारी मात्रा में विदेशी मुद्रा का बहिर्वाह हुआ। भारत ने आईएनआर में उच्च अस्थिरता के साथ जनवरी 2020 और फरवरी 2020 में 1.42 बिलियन अमेरिकी डॉलर का संचयी अंतर्वाह दर्ज करने के बाद मार्च 2020 में 15.92 बिलियन अमेरिकी डॉलर का अप्रत्याशित विदेशी पोर्टफोलियो निवेश (एफपीआई) बहिर्वाह (कर्ज़ और



इक्विटी) दर्ज किया (चार्ट 1)। मार्च के दौरान एकाधिक अवसरों पर 1 प्रतिशत तक का दैनिक मूल्यहास पाया गया था, और वह भी 23 मार्च 2020 में 1.29 प्रतिशत की गिरावट देखी गई थी।

साल दर साल आधार पर, आईएनआर में 7.13 प्रतिशत का संचयी मूल्यहास देखा गया, जो 16 अप्रैल 2020 को गिरकर अब तक सबसे कम अर्थात् 76.86 पर समाप्त हुआ (चार्ट 2)।





कोविड-पूर्व अवधि में उभरते बाजार की अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) और उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के बीच के संतोषजनक ब्याज दर अंतर को देखते हुए विदेशी निवेशकों ने प्रतिफल-धारक व्यापार (कैरी ट्रेड) कार्यनीतियों को सफलतापूर्वक काम में लाया। इस कार्यनीति ने, जब अस्थिरता कम थी, मुद्राओं के वित्तपोषण में बेहतर काम किया (मुख्यतः यूएसडी) (रक्षित ब्याज दर समानता के उल्लंघन में)। प्रतिफल धारण-अस्थिरता अनुपात, जो एक प्रत्याशित जोखिम समायोजित प्रतिलाभ उपाय है (अस्थिरता की तुलना में दो मुद्राओं के बीच के ब्याज अंतर का अनुपात), 0.76 के अपने 1-वर्ष के औसत के आस-

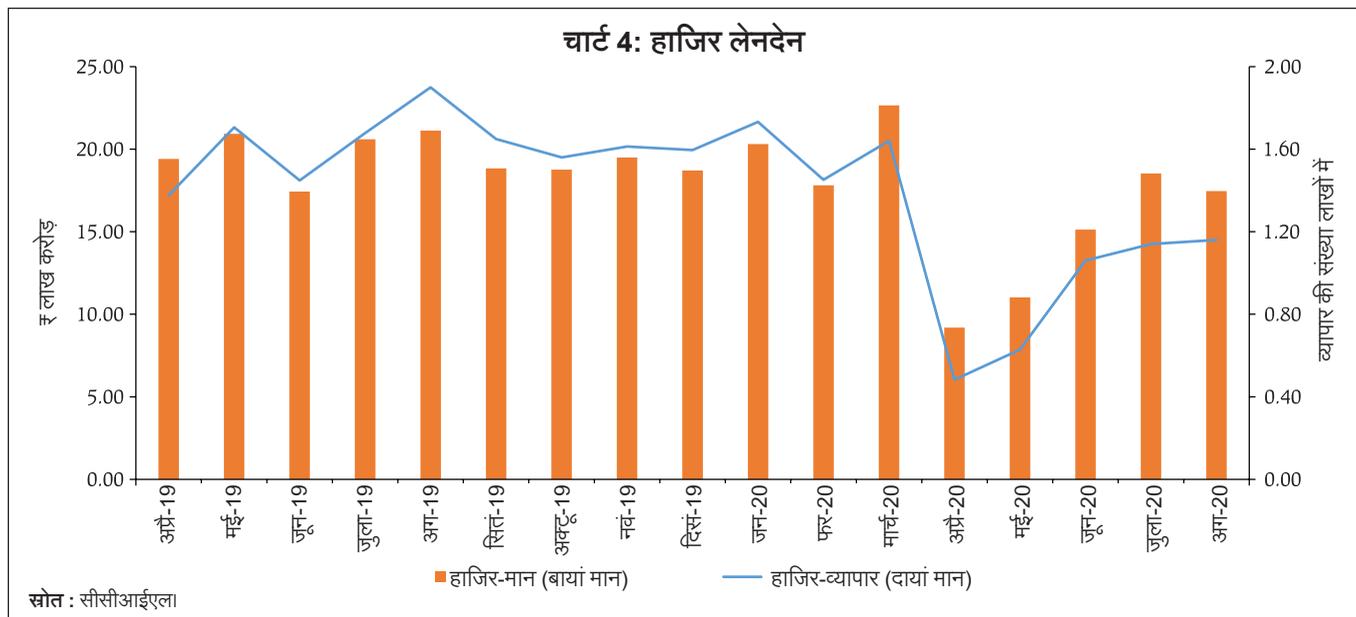
पास था (चार्ट 3)। अस्थिरता अचानक बढ़ जाने से अनुपात तेजी से घटने लगा, जो मार्च के बाद प्रतिफल-धारक व्यापार कार्यनीतियों को समाप्त न करने की उच्च संभाव्यता को दर्शाता है। फिर भी, निहित अस्थिरता घटने की वजह से अनुपात बाद में बढ़ने लगा। जब अनुपात अधिक होता है तो विदेशी निवेशक मौकों की तलाश में रहते हैं।

III आरबीआई द्वारा किए गए उपाय

III.1 अर्थव्यवस्था-व्यापी उपाय

जब महामारी के कारण वित्तीय स्थिरता और वास्तविक अर्थव्यवस्था को गंभीर खतरे का सामना करना पड़ा, तब रिजर्व बैंक की सोच थी 'अर्थव्यवस्था के बचाव के लिए जो कुछ भी आवश्यक हो करे' (टोबियास एड्रियन, एवं अन्य, 2020)। रिजर्व बैंक के इन उपायों ने निवेशकों के मनोभाव को बढ़ावा दिया और बाजार की परेशानियों को कम करने में मदद की (आरबीआई मौद्रिक नीति रिपोर्ट, 2020)। निवेशकों की जोखिम क्षमता में चूंकी सुधार हुआ, एफ़पाई बहिर्वाहों की तीव्रता अप्रैल और मई 2020 में पर्याप्त रूप से कम हुई (क्रमशः 1.96 बिलियन अमेरिकी डॉलर और 0.97 बिलियन अमेरिकी डॉलर का निवल बहिर्वाह), जिससे आईएनआर पर दबाव कुछ कम हुआ।

रिजर्व बैंक ने बाजार गतिविधि कम होने के परिणामस्वरूप परिचालन और लाजिस्टिक जोखिमों को न्यूनतम रखने के उद्देश्य से 03 अप्रैल 2020 को अंतरबैंक विदेशी मुद्रा लेनदेनों (अन्य बाजार खण्डों के साथ) के समय में कटौती की है। नतीजतन हाजिर लेनदेनों की मात्रा में गिरावट आई, यद्यपि तब से उनमें सुधार हुआ है (चार्ट 4)।



III.2 अस्थिरता को नियंत्रण में करने के लिए विशिष्ट उपाय

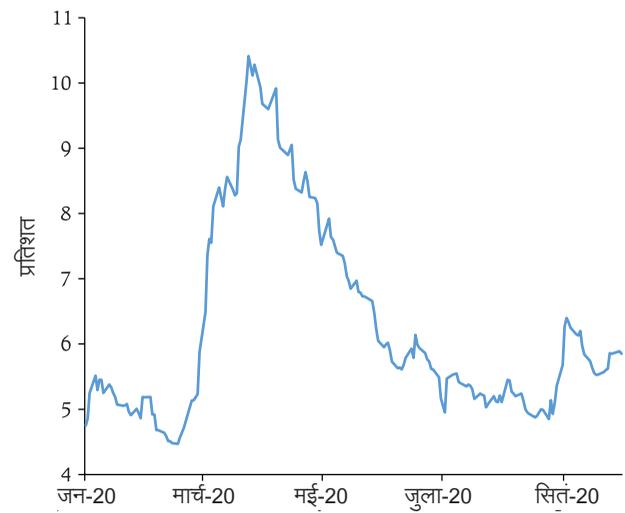
रिज़र्व बैंक ने आईएनआर में अस्थिरता को नियंत्रण में करने के लिए विशिष्ट उपाय किए। रिज़र्व बैंक ने ओवर-दि-काउंटर (ओटीसी), एक्सचेंज ट्रेड और ऑफशोर मार्केट सेगमेंट में अमेरिकी डॉलर को बेचने के जरिए मध्यक्षेप किया। रिज़र्व बैंक द्वारा मार्च 2020 में मध्यक्षेप करने के परिणामस्वरूप बढ़ती अस्थिरता (बाज़ार भाव पर 1 माह विकल्प में निहित अस्थिरता) को काबू में किया गया और आईएनआर पर मूल्यहास का दबाव कम हुआ। इसके बाद, छिट-पुट एफपीआई अंतर्वाहों के कारण अप्रैल-अंत से क्रय-पक्ष में मध्यक्षेप किया गया, जिसकी बदौलत अस्थिरता घटकर दखल देने के पूर्व वाले स्तर पर पहुंचने में आसानी हुई (चार्ट 5)।

रिज़र्व बैंक ने बाज़ार में डॉलर में चलनिधि उपलब्ध कराने के उद्देश्य से मार्च 2020 में प्रत्येक छह महीनों के परिपक्वता-काल के लिए दो यूएसडी-आईएनआर विक्रय-क्रय स्वैप भी किए। स्वैप से वित्त वर्ष के अंत में बाज़ार प्रतिभागियों द्वारा सामना की जा रही डॉलर चलनिधि की कमी को दूर करने में मदद मिली।

IV. विदेशी मुद्रा बाज़ार में मध्यक्षेपों की क्षमता

यूएसडी-आईएनआर विनिमय दर के 1-माह एटीएम विकल्प में निहित अस्थिरता (आईवी) मार्च 2020 की शुरुआत से बढ़ने लगी, जो दर्शाता है कि बाज़ार प्रतिभागी उच्च अनिश्चितता होने

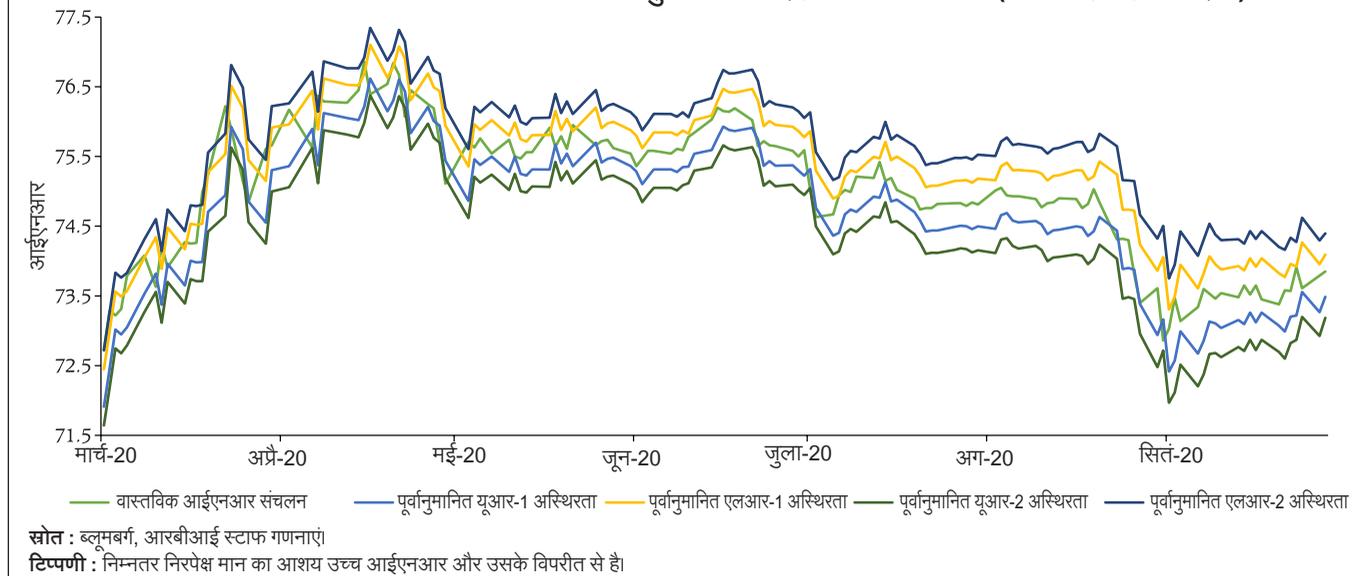
चार्ट 5: यूएसडी-आईएनआर – 1 माह बाज़ार भाव पर निहित अस्थिरता



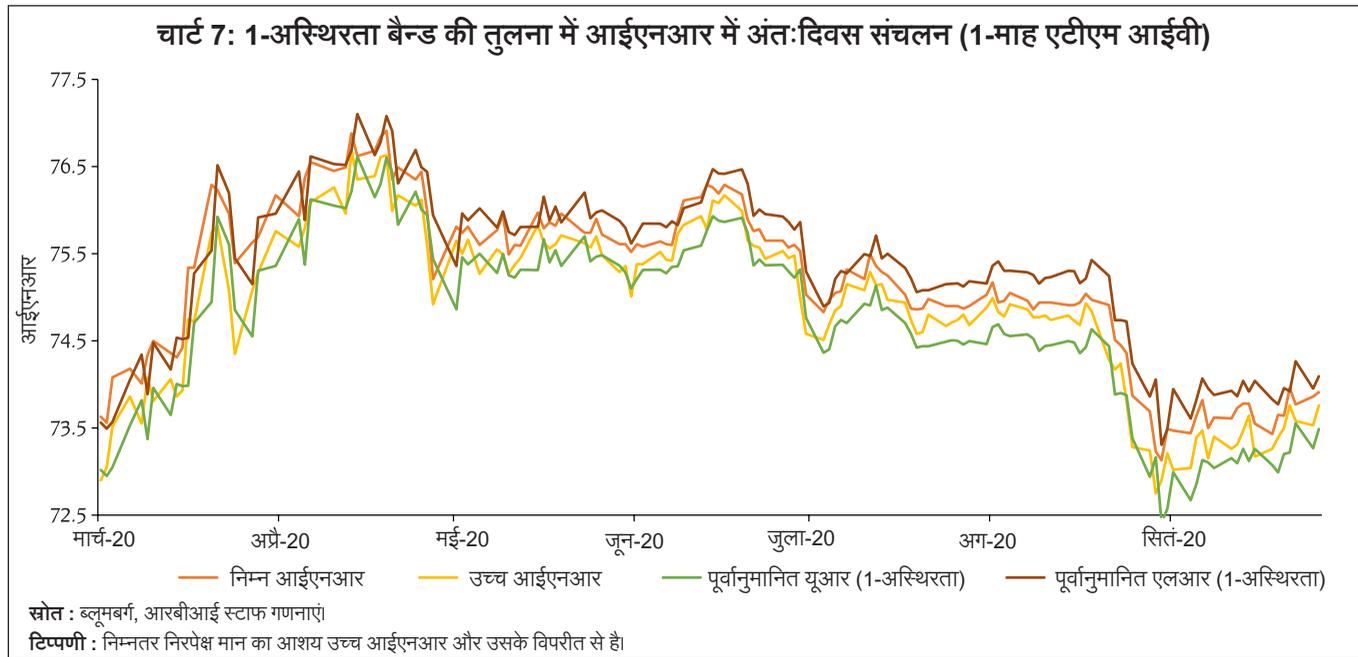
स्रोत : ब्लूमबर्ग।

की उम्मीद करते हैं (चार्ट 5)। रिज़र्व बैंक द्वारा 04 मार्च 2020 से एकाधिक मोर्चों पर मध्यक्षेप करने की बदौलत आईएनआर अधिकांश अवधि (04 मार्च-30 सितंबर) के दौरान खिसककर अस्थिरता बैंड¹ (आवश्यक रूप से संकरा 1-अस्थिरता बैंड में) के मध्य में पहुंच गया, जिसका आशय है कि आईएनआर की वास्तविक अस्थिरता प्रत्याशा आधारित आईवी की अपेक्षा काफी कम थी (चार्ट 6)।

चार्ट 6: 1-अस्थिरता और 2-अस्थिरता बैंड की तुलना में आईएनआर में संचलन (1-माह एटीएम आईवी)



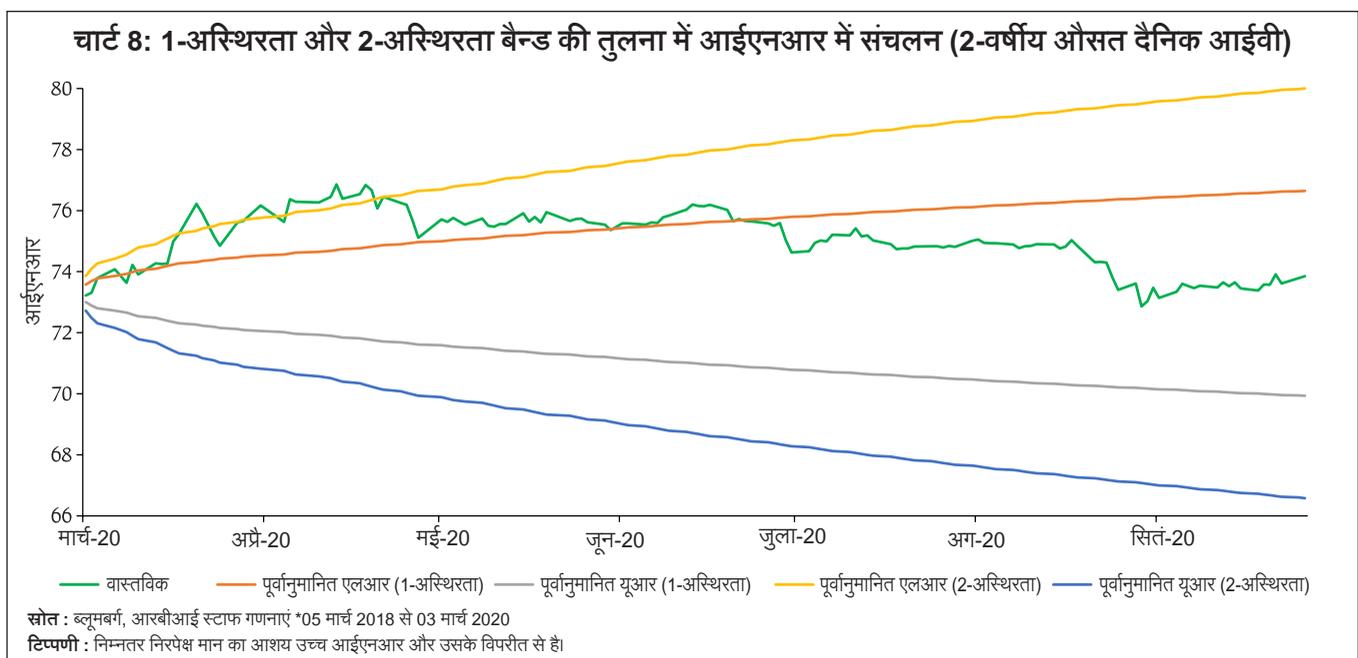
¹ दिन के अंत के आईएनआर मान (यूएसडी की तुलना में) एवं ब्लूमबर्ग में उपलब्ध निहित अस्थिरता मान के आधार पर अगले दिन के लिए पूर्वानुमानित आईएनआर मान (उच्चतम और निम्नतम मान) का उपयोग करके 1-अस्थिरता और 2-अस्थिरता आईएनआर बैंड तैयार किए गए हैं।



मार्च और अप्रैल के महीनों में आईएनआर के अंतःदिवस संचलनों में उच्च अस्थिरता भी पाई गई थी (चार्ट 7)।

मध्यक्षेपों की क्षमता को परखने का एक वैकल्पिक तरीका है आईवी के ऐतिहासिक औसत के साथ वास्तविक आईएनआर के संचलनों की तुलना करना। दैनिक 1-माह एटीएम आईवी का 2-वर्षीय औसत 6.12 प्रतिशत (05 मार्च 2018 से 03 मार्च 2020) है, जो संभावित आईएनआर संचलनों के संकरा रेंज का पूर्वानुमान करता है।

यदि आईएनआर बैंड को ऐतिहासिक आईवी मान और मार्च 03 (मात्र एक दिन पहले जब से रिज़र्व बैंक ने मध्यक्षेप करना शुरू किया) को 73.29 के समाप्त आईएनआर मान का उपयोग करके दर्शाया जाता है, तो एक रेट कारिडॉर प्राप्त होता है जिसमें आईएनआर रुढ़िवादी आईवी मान के आधार पर संचलन करने का अनुमान लगाया जाता है (चार्ट 8)। यह देखा जा सकता है कि वास्तविक आईएनआर में संचलन 2-अस्थिरता



बैंड में अवधि के दौरान अधिकांश दिनों में बैंड के उच्चतम मान (निम्नतर रेंज) के नीचे या आस-पास रहा है।

आईएनआर मार्च और अप्रैल के महीनों में अधिक रूढ़िवादी 1-अस्थिरता बैंड के निम्नतर रेंज (उच्चतर निरपेक्ष मान) के ऊपर चल रहा था। तथापि, आईएनआर मई 2020 से निम्नतर रेंज के आस-पास या नीचे स्थिर होने लगा। परिणामस्वरूप, अस्थिरता उच्च स्तर पर रही। इस परिप्रेक्ष्य में, विक्रय पक्ष के साथ-साथ क्रय पक्ष में मध्यक्षेप का न्यायपूर्ण उपयोग करने की बदौलत मई 2020 से अस्थिरता कम हुई। लिहाजा, आईएनआर रूढ़िवादी 2-वर्षीय औसत आईवी पर आधारित पथ पर चलने लगा, जो भारी मूल्यहास के भय को दूर करता है (जैसा मार्च 2020 से उच्च आईवी मान से पता चलता है)।

निकट-माह वाले परिपक्वता कालों में तेज वृद्धि के साथ मार्च अंत आते-आते विभिन्न परिपक्वता कालों में वायदा प्रीमियमों में सामान्य वृद्धि पाई गई। परिणामस्वरूप, रिजर्व बैंक ने मार्च के अंत में दो क्रय-विक्रय स्वैप किया। मार्च के बाद वायदा प्रीमियमों में गिरावट आई (चार्ट 9)।

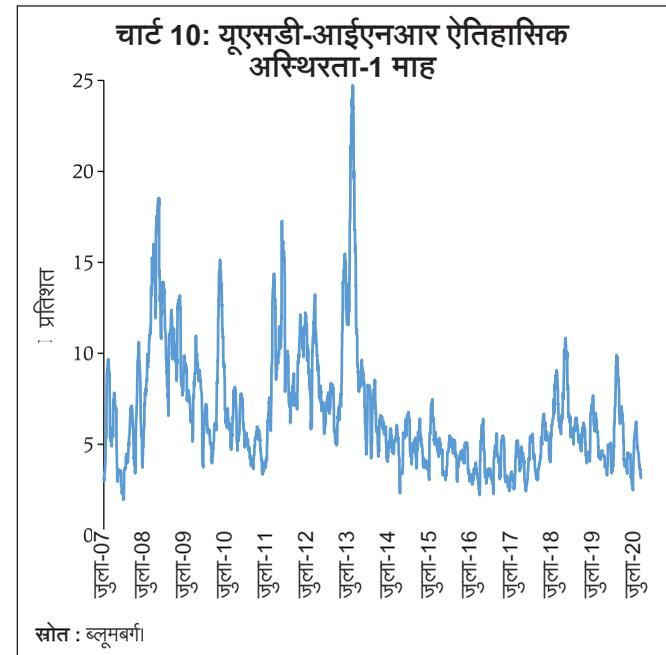
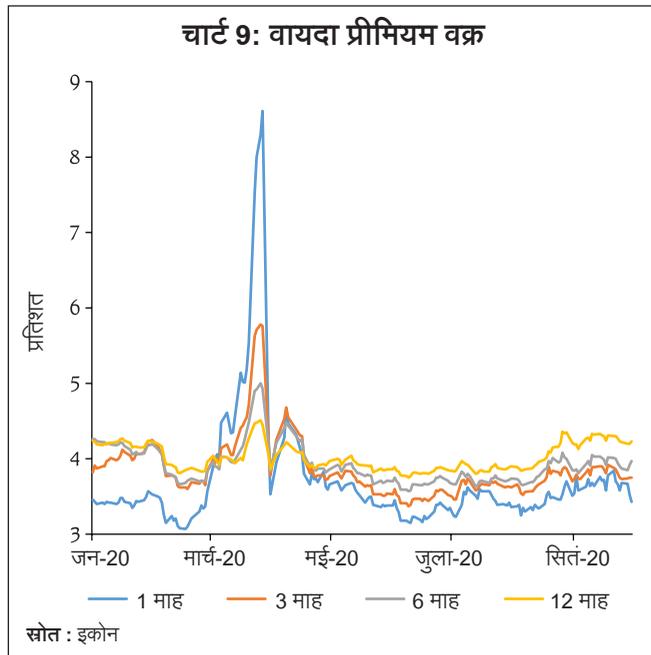
पूर्व में, आईएनआर की ऐतिहासिक अस्थिरता² (1-माह) में 2008-09, 2011-12, 2013-14 और 2018-19 में आवधिक

वृद्धि हुई। इसने सितंबर 2013 में 24.73 प्रतिशत की ऊंचाई को छुआ (चार्ट 10)। कोविड पूर्व अवधि में वास्तविक अस्थिरता की तुलना में अस्थिरता में साफ-साफ गिरावट दिखाई दी (चार्ट 11)। यदि केवल बुलंदी के दौर अर्थात, मार्च-अप्रैल 2020 पर विचार किया जाता है तो वास्तविक अस्थिरता का औसत 7.7 प्रतिशत रहा, जो उच्च अस्थिरता वाले प्रकरणों में सबसे कम भी है।

V. मध्यक्षेप की बहु-देशीय तुलना

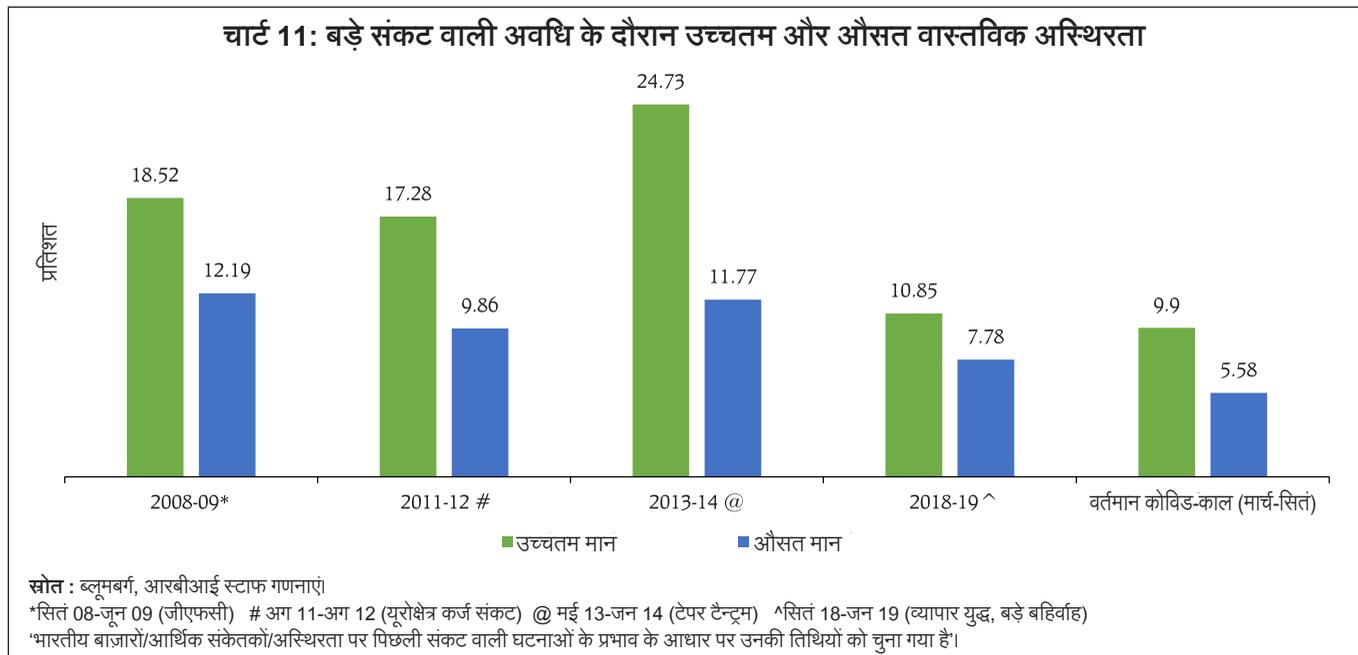
जब कोविड-19 फैलना शुरू हुआ तो अस्थिरता का स्तर काफी बढ़ने लगा जिस वजह से वैश्विक बाज़ार में औने-पौने दाम पर बिक्री होने लगी जिसके कारण ईएमई मुद्राएं बुरी तरह से प्रभावित हुईं और उनमें से कुछ अब तक के सबसे निचले स्तर पर पहुंची। परिणामस्वरूप, अधिकांश ईएमई केंद्रीय बैंकों ने विदेशी मुद्रा बाज़ार में मध्यक्षेप किया (चार्ट 12)।

फरवरी के अंत में कुल विदेशी मुद्रा आरक्षित निधि के हिस्से के रूप में भारत का मध्यक्षेप मार्च 2020 (अर्थात, विदेशी मुद्रा आरक्षित निधि में फरवरी की तुलना में मार्च में गिरावट) में इंडोनेशिया के 7.61 प्रतिशत और दक्षिणी कोरिया के 2.19 प्रतिशत की तुलना में 1.43 प्रतिशत था।



² वास्तविक अस्थिरता की गणना करने के लिए आवधिक लॉगरिथमिक प्रतिलाभ के मानक विचलन को ऐतिहासिक समय-सीमा की तुलना में वार्षिकीकृत किया जाता है (ब्लूमबर्ग में उपलब्ध मूल्य)।

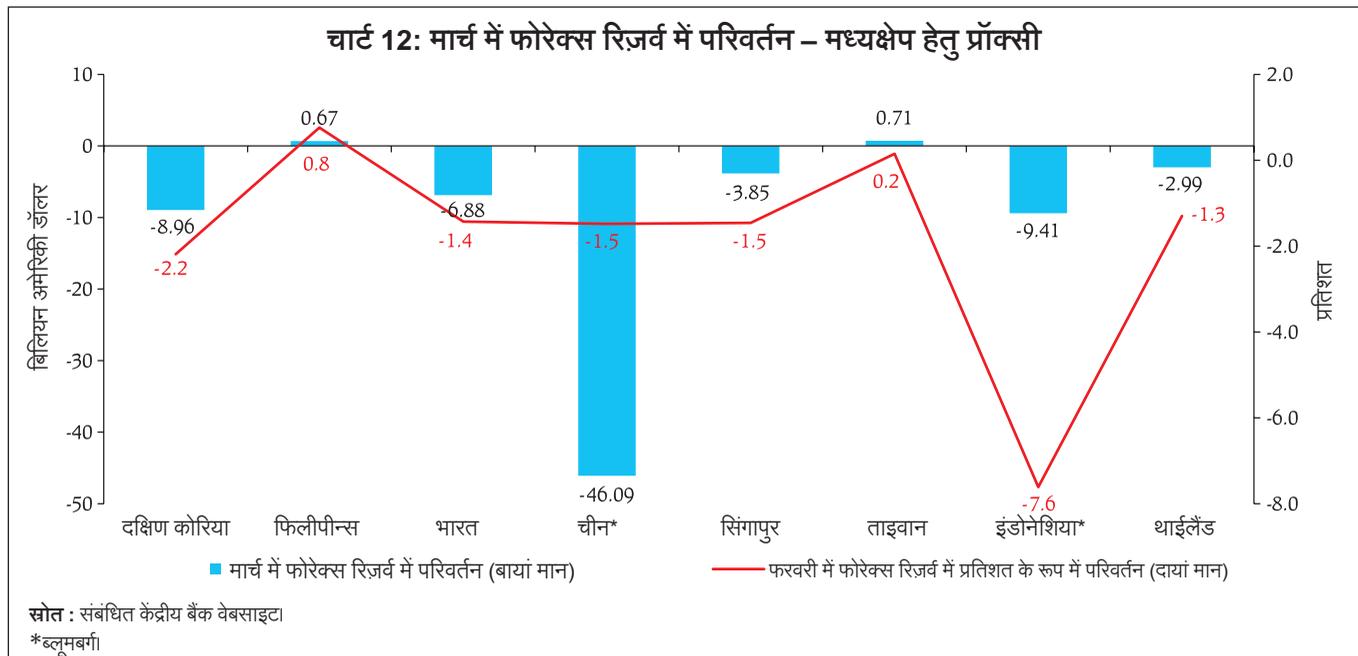
चार्ट 11: बड़े संकट वाली अवधि के दौरान उच्चतम और औसत वास्तविक अस्थिरता



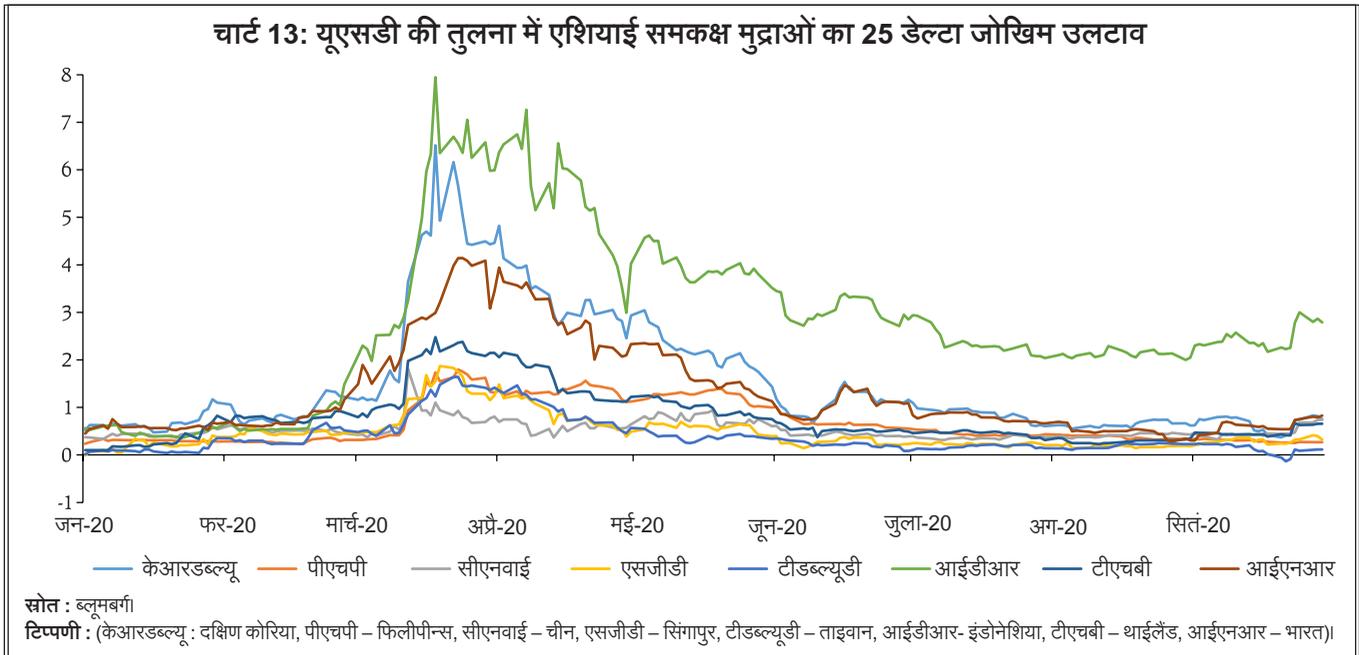
सभी एशियाई समकक्ष मुद्राओं की निहित अस्थिरता या जोखिम उलटाव (आरआर)³ मार्च 2020 में बढ़ा, जो मुद्रा जोड़ी के संबंध में बाज़ार भाव से बाह्य मूल्य पर क्रय और विक्रय विकल्पों (25 डेल्टा) की निहित अस्थिरताओं के बीच का अंतर होता है।

आईएनआर के मामले में, आरआर मार्च में 4.14 की उंचाई से नीचे गिरा और तत्पश्चात लगातार लगभग 1 पर रहा, जो आईएनआर के संबंध में मूल्यहास कम होने की प्रत्याशा को दर्शाता है (चार्ट 13)।

चार्ट 12: मार्च में फोरेक्स रिज़र्व में परिवर्तन – मध्यक्षेप हेतु प्रॉक्सी



³ धनात्मक मान का आशय जोड़ी में अन्य मुद्रा की तुलना में अमेरिकी डॉलर को लेकर तेज रुख वाली संभावना से है। इसके अलावा, निरपेक्ष मान अधिक होने से कीमत में उतार-चढ़ाव की प्रत्याशा भी अधिक होती है। संक्षेप में कहें तो अमेरिकी डॉलर की तुलना में सभी एशियाई समकक्ष मुद्राओं में मूल्यहास की प्रत्याशा की गई थी।



VI. निष्कर्ष

अन्य मौद्रिक और विनियामकीय उपायों के साथ ही विदेशी मुद्रा बाजार में मध्यक्षेप करने की बदौलत विनिमय बाजार में अस्थिरता को काबू में करने और वित्तीय स्थिरता को होने वाले खतरों को रोकने में आसानी हुई। अस्थिरता, जिसे विभिन्न प्रकार के संकेतकों के जरिए मापा जाता है, मार्च में बढ़ने के तुरंत बाद सामान्य हुई और पूर्व की दबावग्रस्त घटनाओं की अपेक्षा कम रही। बहु-देशीय तुलना से भी इसका पता चलता है।

संदर्भ :

OECD. (2020, June). *Report to G20 International Financial Architecture Working Group, COVID-19 and Global Capital Flows*

Janak Raj, Sitikantha Pattanaik, Indranil Bhattacharya and Abhilasha. (2018, August). Reserve Bank of India. Monthly Bulletin. *Forex Market Operations and Liquidity Management*.

Linda S. Goldberg (2009). Federal Reserve Bank of New York. *Exchange Rates and Foreign Direct Investment*.

Jerome Hericourt, Sandra Poncet. (2013). *Exchange Rate Volatility, Financial Constraints and Trade: Empirical Evidence from Chinese Firms*.

Chongcheul Cheong, Tesfa Mehari, Leighton Vaughan Williams. (2005, November). *The effects of exchange rate volatility on price competitiveness and trade volumes in the UK: A disaggregated approach*, *Journal of Policy Modeling, Volume 27, Issue 8*.

Manjusha Senapati, Rajesh Kavediya (2020, September). RBI Working Paper Series. *Measuring Financial Stress in India*.

Tobias Adrian, Fabio Natalucci. (2020, April). IMF Blog. *COVID-19 Crisis Poses Threat to Financial Stability*.

Monetary Policy Report. (2020, October). Reserve Bank of India.