

उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों का सुरक्षित भंडार: चालक, उद्देश्य और निहितार्थ*

यह आलेख प्रमुख कारकों और नीतिगत उद्देश्यों पर ध्यान देने के साथ उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) में आरक्षित निधियों के संचय की प्रवृत्ति का विश्लेषण करता है। 16 ईएमई के लिए डेटा का उपयोग करते हुए पैनल ऑटो रिग्रेसिव डिस्ट्रिब्यूटेड लैग (एआरडीएल) मॉडल के साक्ष्य से पता चलता है कि आरक्षित निधियों का संचय काफी सीमा तक एहतियाती अभिप्राय से संचालित होता है। एक प्रोबिट मॉडल इस बात का साक्ष्य देता है कि आरक्षित निधियां, मुद्रा संकट की संभावना को कम करने में सहायता करती हैं। भारत के लिए, विदेशी उधारियों की लागत और हेजिंग लागत को कम करने के लिए आरक्षित निधियों का अधिक कवर रखा जाता है।

भूमिका

उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) में वित्तीय वैश्वीकरण ने उन्हें प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (एई) में मौद्रिक नीति के विकास के प्रतिउत्तर में वैश्विक चलनिधि स्थितियों में बदलाव के स्पिलओवर प्रभावों के प्रति एक्सपोज किया है। वैश्विक वित्तीय संकट (जीएफसी) के दौरान उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं का अनुभव, 2013 का टेपर टैंट्रम और हालिया कोविड-19 महामारी ने घरेलू मुद्राओं के मूल्य में अस्थिरता को कम करने और घरेलू अर्थव्यवस्था की सुरक्षा के लिए पर्याप्त विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों के बफर की आवश्यकता को रेखांकित करता है। इस प्रकार, एहतियाती उपाय के रूप में ईएमई ने द्विपक्षीय, क्षेत्रीय या बहुपक्षीय समर्थन लाइनों से अतिरिक्त सहायता के साथ या उसके बिना आरक्षित निधियां जमा करके अपने रक्षा कवच को सुदृढ़ करने को प्राथमिकता दी है। इसके अलावा, 2021 में आईएमएफ द्वारा अपने सदस्य देशों को 650 बिलियन अमेरिकी डॉलर के बराबर एसडीआर आबंटन

* यह आलेख भारतीय रिज़र्व बैंक के आर्थिक और नीति अनुसंधान विभाग में डॉ. दीर्घायु केशव रावत और दीपिका रावत द्वारा तैयार किया गया है। डॉ. देब प्रसाद रथ और डॉ. राजीव जैन की बहुमूल्य टिप्पणियों और मार्गदर्शन के लिए लेखक उनके बहुत आभारी हैं। इस आलेख में व्यक्त विचार आलेखकों के हैं और भारतीय रिज़र्व बैंक के विचारों का प्रतिनिधित्व नहीं करते हैं।

से आरक्षित निधि बफर को बढ़ाने में मदद मिली है। विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियां केंद्रीय बैंकों को वित्तीय स्थिरता को बनाए रखने के लिए अत्यधिक अटकलों पर अंकुश लगाने और पूंजी प्रवाह और क्रेडिट स्पिलओवर के प्रतिप्रभावों का प्रबंधन करने के लिए विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप करने में सहायता करती हैं (पटेल और कैवेलिनो, 2019)।

विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियां बनाए रखने की एहतियाती मंशा के लिए आवश्यकता तब स्पष्ट हुई, जब 2020 की शुरुआत में अचानक गतिरोध होने की घटना के दौरान भारत सहित कई ईएमई ने घरेलू मुद्रा बाजारों में अस्थिरता को कम करने के लिए आरक्षित निधियों का उपयोग किया था। हालांकि, 2020 के उत्तरार्ध में पूंजी प्रवाह में सुधार के परिणामस्वरूप ईएमई में आरक्षित निधियों की आंशिक रूप से भरपाई की गई थी (आईएमएफ, 2021)। द्विपक्षीय स्वैप व्यवस्थाओं, क्षेत्रीय वित्तीय व्यवस्थाओं और अपनी स्वयं की वित्तीय बैंकस्टॉप सुविधाओं के अलावा, आईएमएफ, बाह्य आघातों के विरुद्ध स्व-बीमा साधन के पहले बचाव के रूप में आरक्षित निधियों का उपयोग करता है। फिर भी, आईएमएफ अपने देश के आकलन में अक्सर अतिशय आरक्षित निधियां नहीं रखने का निर्देश देता है। उदाहरण के लिए, भारत पर अपनी अनुच्छेद IV रिपोर्ट (अक्टूबर 2021) में, आईएमएफ ने कहा कि “आरक्षित निधियां का और संचय आवश्यक नहीं है, और विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप अव्यवस्थित बाजार स्थितियों को संबोधित करने तक सीमित होना चाहिए”। साथ ही, आईएमएफ की बाह्य क्षेत्र रिपोर्ट (2021) ने आकलन किया है कि भारत 2012-20 के दौरान प्रत्येक वर्ष अपने मूल सिद्धांतों के अनुरूप बाह्य संतुलन बनाए रखता है।

हाल के वर्षों में भारत के आरक्षित निधि बफर में वृद्धि निवल पूंजी प्रवाह के आकार के सापेक्ष चालू खाता घाटे (सीएडी) के मामूली स्तरों का परिणाम रही है। यह मोटे तौर पर कोविड के बाद की अवधि में चुनिंदा ईएमई में देखी गई प्रवृत्ति के अनुरूप है, जो आंशिक रूप से प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (एई) में अत्यधिक समायोजित मौद्रिक नीतियों के प्रभाव को दर्शाता है ताकि पूंजी को उच्च प्रतिफल की प्राप्ति की दिशा में प्रवाहित किया जा सके। भारत के सीएडी ने 2019-20 में तीव्र गिरावट और 2020-21 में अधिशेष दर्ज किया। दूसरी ओर, पूंजी खाते¹ ने इन दोनों वर्षों में

¹ पूंजी खाते में एफडीआई, एफपीआई, ऋण, बैंकिंग पूंजी, रुपया कर्ज सेवा और अन्य पूंजी शामिल हैं।

प्रत्यक्ष विदेशी निवेश (एफडीआई) के नेतृत्व में अधिशेष दर्ज किया। परिणामस्वरूप, 2019-20 और 2020-21 के दौरान विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियां में 147 बिलियन अमेरिकी डॉलर (भुगतान संतुलन के आधार पर) की वृद्धि हुई। 2021-22 में, आरक्षित अभिवृद्धि (मूल्यांकन प्रभाव सहित) 30 बिलियन अमेरिकी डॉलर के आसपास रही है।

लेखांकन के दृष्टिकोण से, विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों में परिवर्तन करने वाले कारक भुगतान संतुलन के आंकड़ों से आसानी से पहचाने जा सकते हैं। हालांकि, आरक्षित निधि पर्याप्तता के स्तर पर वस्तुनिष्ठ मानदंडों की कमी और रिजर्व बफर से जुड़े लाभों की अमूर्त प्रकृति के कारण किसी देश में आरक्षित निधि निर्माण एहतियाती या व्यापारिक अभिप्राय का पता लगाना मुश्किल है। जबकि आरक्षित निधियों के लिए एहतियाती मांग बाह्य स्पिलओवर के प्रभाव को कम करने के उद्देश्य से है, व्यापारिक दृष्टिकोण आरक्षित संचय को व्यापार लाभ प्राप्त करने और विनिमय दर प्रबंधन के माध्यम से घरेलू उद्योग को बढ़ावा देने के साधन के रूप में देखता है। आरक्षित निधि बफर रखने के अलावा, केंद्रीय बैंक बीमा के पूरक रूप के रूप में मुद्रा स्वैप व्यवस्था में भी प्रवेश करते हैं। संयोग से, जीएफसी और कोविड-19 अवधि के दौरान, यूएस फेडरल रिजर्व ने चुनिंदा विदेशी केंद्रीय बैंकों को स्वैप लाइनों की पेशकश की ताकि बाजार के दबाव के समय में अपने-अपने अधिकार क्षेत्र में संस्थाओं को अमेरिकी डॉलर का निधियां प्रदान करने की क्षमता बढ़ाई जा सके। इसी तरह, जापान के साथ भारत की द्विपक्षीय स्वैप व्यवस्था अमेरिकी डॉलर के मुकाबले 75 बिलियन अमेरिकी डॉलर तक की स्थानीय मुद्राओं की अदला-बदली करने में सक्षम बनाती है। अनुभवजन्य तौर पर, दीर्घावधि में ईएमई में विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियां- चालू खाता शेष, ब्याज दर में अंतर, औसत आयात प्रवृत्ति और वास्तविक प्रभावी विनिमय दर द्वारा निर्धारित की जाती हैं (सूरियां, 2017)।

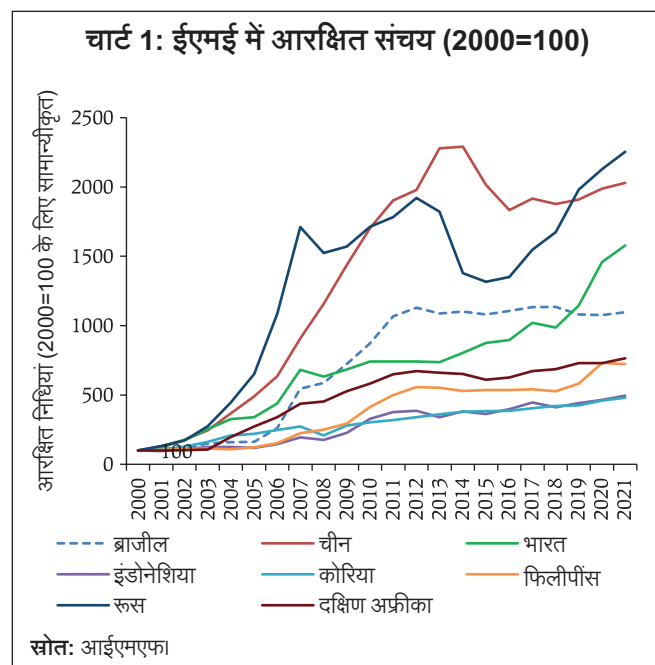
इस पृष्ठभूमि में, यह आलेख इस प्रश्न का उत्तर देने का प्रयास करता है कि ईएमई आरक्षित निधियों का संचयन क्यों करते हैं और आरक्षित निधियां रखने के क्या निहितार्थ हैं। शेष आलेख को पांच खंडों में विभाजित किया गया है। खंड II ईएमई में विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों पर शोधपरक तथ्य प्रदान करता है, जिसके बाद खंड III में भारत के विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों के स्रोतों और संरचना पर चर्चा की जाती है। खंड IV में ईएमई में विदेशी

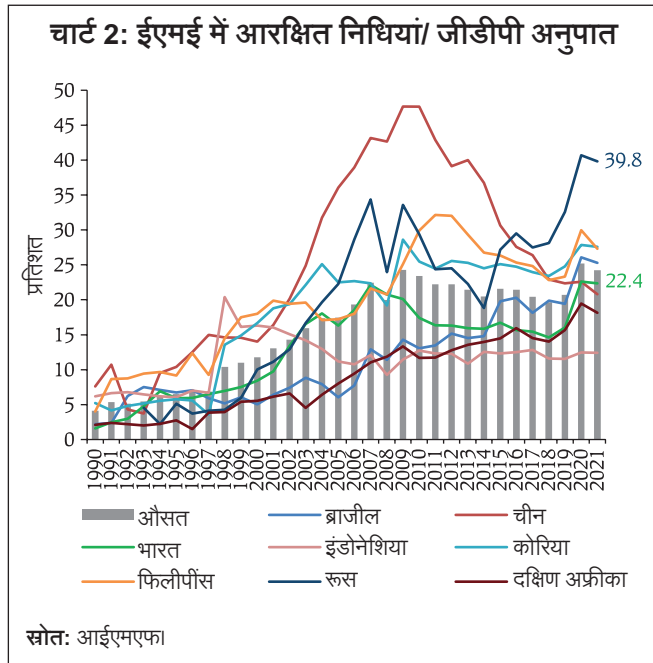
मुद्रा आरक्षित निधियों के निर्धारकों के अनुमान दिए गए हैं। बाह्य क्षेत्र की स्थिरता और विदेशी मुद्रा उधार की लागत जैसे आरक्षित निधियों के निहितार्थ खंड V में निर्धारित किए गए हैं। खंड VI आलेख का समापन करता है।

II. शोधपरक तथ्य

II.1 ईएमई में विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियां

ईएमई के विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियां में वर्ष 2000 के बाद से कई गुना वृद्धि हुई है लेकिन 2000 के दशक के मध्य से गति तेज हो गई है (चार्ट 1)। सकल घरेलू उत्पाद के अनुपात में आरक्षित निधियां, जो 1990 के दशक के दौरान अधिकांश ईएमई के लिए लगभग 10 प्रतिशत रही थीं, तेजी से बढ़ीं और पूर्व-जीएफसी वर्ष, यानी 2007 में 20 प्रतिशत से अधिक हो गईं और जीएफसी वर्ष (2008) में एक ब्लिप के बाद और बढ़ गईं। वैश्विक चलनिधि में वृद्धि और प्रमुख ईई में आसान मौद्रिक नीतियां ईएमई में पूंजी प्रवाह के प्रमुख कारक थे। सुधार समर्थक नीतियों और घरेलू अर्थव्यवस्थाओं के धीरे-धीरे गति पकड़ने को भी ईएमई में पूंजी प्रवाह को चलाने वाले कारकों के रूप में उद्धृत किया गया था (मोहन, 2008)। हालांकि, आरक्षित निधि संचय की गति में 2010 के बाद कमी प्रतीत होती है, जो अन्य बातों के साथ-साथ बढ़ते व्यापार संरक्षणवाद, वृद्धि में गिरावट और तेल/ वस्तु निर्यातक





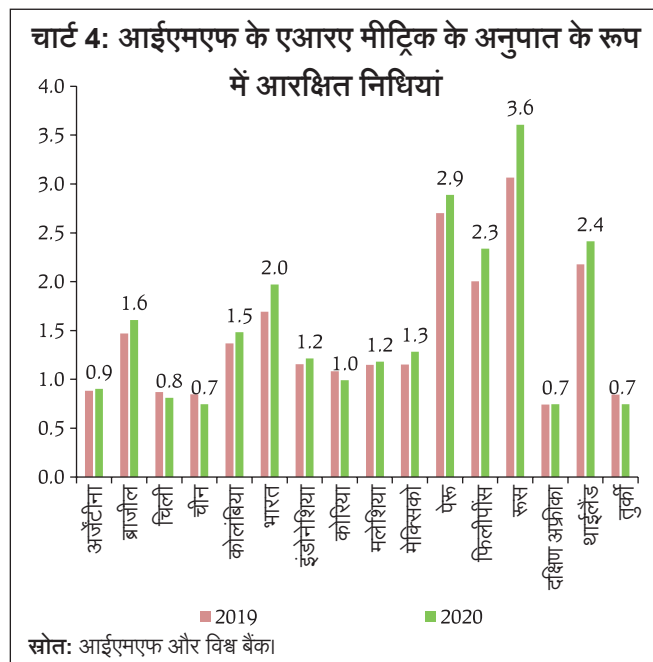
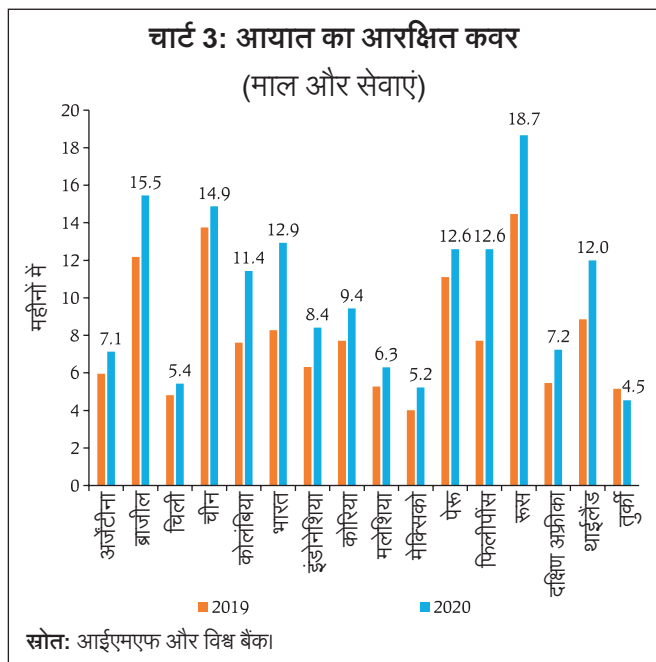
देशों के व्यापार संतुलन पर कच्चे तेल की निम्न कीमतों के प्रभाव के बीच घटते व्यापार और वित्तीय खुलेपन से स्पष्ट रूप से अवैश्वीकरण की सामान्य प्रवृत्ति को दर्शाती है। 2020 की शुरुआत में कोविड-19 के बाद, कई ईएमई में अचानक रुकावट देखी गई और आरक्षित निधियों में कमी आयी। हालांकि, प्रमुख ईई द्वारा अभूतपूर्व मौद्रिक सुलभता और बड़े राजकोषीय प्रोत्साहन के साथ, ईएमई में पूंजी प्रवाह फिर से शुरू हो गया और आईएमएफ द्वारा एसडीआर आबंटन के साथ, ईएमई द्वारा धारित आरक्षित निधियां रिकॉर्ड स्तर पर पहुंच गईं और उनमें से कुछ ने अपने पहले के उच्च स्तरों को पार कर लिया (चार्ट 2)।

II.2 आरक्षित निधियों की पर्याप्तता

तेल की कीमतों में उतार-चढ़ाव और ब्याज दरों की अनिश्चितता, जो क्रमशः व्यापार संतुलन और पूंजी प्रवाह को प्रभावित करती है, से ईएमई में आरक्षित निधि स्तरों में अस्थिरता आती है। चूंकि आरक्षित निधियों की पर्याप्तता की कोई सार्वभौमिक रूप से स्वीकृत परिभाषा नहीं है, नीति निर्माताओं द्वारा आरक्षित पर्याप्तता को मापने के लिए कई बेंचमार्क का उपयोग किया गया है। एहतियाती अभिप्राय के दृष्टिकोण से, लचीले विनिमय दर वाले देशों के सापेक्ष निश्चित विनिमय दर वाले देशों के लिए आरक्षित पर्याप्तता स्तर अधिक होने का सुझाव दिया गया है। विभिन्न बेंचमार्क में, आयात का आरक्षित कवर, अल्पकालिक ऋण (मूल

और अवशिष्ट परिपक्वता) का आरक्षित कवर और व्यापक मुद्रा अनुपात के लिए आरक्षित निधियां पारंपरिक और सबसे व्यापक रूप से लागू बेंचमार्क रहे हैं। उदाहरण के लिए, लोकप्रिय गुड्डोटी-ग्रीनस्पैन नियम एक वर्ष तक की परिपक्वता वाले अल्पकालिक विदेशी कर्ज के बराबर होने के लिए एक आदर्श स्तर की आरक्षित निधियां का सुझाव देता है। विज्नहोल्ड्स और कैप्टन (2001) ने सुझाव दिया कि आरक्षित निधियां अल्पकालिक विदेशी कर्ज और एक समायोजित व्यापक मुद्रा को कवर करने के लिए पर्याप्त होनी चाहिए, जहां समायोजन विनिमय दर व्यवस्था और देश के जोखिम पर निर्भर करता है। कुछ अध्ययनों ने अचानक गतिरोध के दौरान आरक्षित निधियां रखने की अवसर लागत और घरेलू अवशोषण को सुचारू करने के लाभों को ध्यान में रखते हुए मॉडल-आधारित आरक्षित निधि पर्याप्तता स्तर का भी सुझाव दिया है (जीन और रैनसीयर, 2011)। आईएमएफ का विश्लेषणात्मक ढांचा एक आकलन आरक्षित निधि पर्याप्तता (एआरए) मीट्रिक² का उपयोग करता है जिसमें उपरोक्त कुछ संकेतक शामिल हैं। इन संकेतकों में बाजार के दबाव के कई माध्यम और ईएमई द्वारा संभावित रूप से सामना किए जाने वाले जोखिम का एक व्यापक सेट शामिल है। एआरए मीट्रिक एक समग्र मान है जो अल्पकालिक विदेशी कर्ज, व्यापक मुद्रा, निर्यात आय कवरेज और अन्य देयताओं को ध्यान में रखता है। आईएमएफ के अनुसार, 1-1.5 के बीच एआरए मीट्रिक मान के लिए आरक्षित निधियां के अनुपात को पर्याप्त स्तर के आरक्षित निधियों के रूप में माना जाता है। चार्ट 3 आयात का आरक्षित कवर दिखाता है, जो कि आरक्षित निधि पर्याप्तता का सबसे व्यापक रूप से उपयोग किया जाने वाला उपाय है, जिसने तुर्की को छोड़कर सभी ईएमई के लिए 2019 की तुलना में 2020 में सुधार दिखाया है। आईएमएफ के एआरए मीट्रिक के आधार पर आरक्षित निधियों में प्रवृत्ति से यह भी पता चला कि अधिकांश ईएमई ने अपनी आरक्षित निधि पर्याप्तता में सुधार देखा। हालांकि, चिली, चीन, कोरिया और तुर्की ने 2019 की तुलना में 2020 में एआरए मीट्रिक मान के अनुपात में अपनी आरक्षित निधियों में गिरावट दर्ज की (चार्ट 4)। एआरए मीट्रिक के अनुपात के रूप में भारत की आरक्षित निधियां 2 के मान पर यह दर्शाती हैं कि आरक्षित निधि स्तर निर्धारित मूल्य से अधिक है।

² आईएमएफ के एआरए मीट्रिक के प्रतिशत के रूप में आरक्षित निधियां, आईएमएफ की बाह्य क्षेत्र रिपोर्ट और संबंधित अर्थव्यवस्था के अनुच्छेद IV रिपोर्ट में प्रदान की गई हैं।



आईएमएफ के एआरए मीट्रिक के अनुपात के संदर्भ में भारत की आरक्षित निधियों से पता चलता है कि यह 2000 में 1.1 से बढ़कर 2007 में 2.6 के उच्च स्तर पर पहुंच गया, जो टेंपर टैंट्रम अवधि के दौरान घटकर 1.4 हो गया और 2020 में फिर से 2.0 पर आ गया। ईएमई के मध्य एआरए मीट्रिक के अनुपात में आरक्षित निधियों में वृद्धि दर्ज करने वाला भारत एकमात्र देश नहीं है (सारणी 1)। हालांकि, अनुभव से पता चलता है कि वैश्विक वित्तीय विकास

के संदर्भ में ईएमई की संवेदनशीलता को देखते हुए वर्तमान डेटा के आधार पर मूल्यांकन किए गए ईएमई में पर्याप्तता के उपयुक्त नहीं होने की संभावना हो सकती है जैसे प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति कार्रवाई और पण्य वस्तुओं जैसे सोने और कच्चे तेल (रेड्डी, 2006) की कीमतों की गतिशीलता। उदाहरण के लिए, तेल की निम्न कीमतों और प्रमुख ईई की समायोजित मौद्रिक नीतियों के चरण के दौरान, भारत जैसे ईएमई

सारणी 1: आरक्षित निधियां/ एआरए मीट्रिक (अनुपात)

	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2012	2013	2019	2020
अर्जेंटीना	0.6	1.0	0.9	1.1	NA	1.4	1.0	0.7	0.9	0.9
ब्राजील	ला.न.	0.6	0.8	1.2	1.6	1.3	1.6	1.6	1.5	1.6
चिली	1.5	1.1	1.1	0.8	1.0	1.0	1.1	1.1	0.9	0.8
चीन	ला.न.	1.5	1.6	1.8	2.0	2.0	1.6	1.5	0.8	0.7
कोलंबिया	1.0	1.3	1.3	1.5	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5
भारत	1.1	2.0	2.2	2.6	2.1	2.0	1.4	1.4	1.7	2.0
इंडोनेशिया	ला.न.	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	0.9	1.2	1.2	1.2
कोरिया	1.1	1.3	1.2	1.1	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
मलेशिया	ला.न.	2.1	2.1	2.1	2.0	1.2	1.1	1.0	1.1	1.2
मेक्सिको	ला.न.	1.0	0.8	0.8	0.8	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
पेरू	1.3	1.8	1.8	2.3	2.7	2.5	3.0	3.2	2.7	2.9
फिलीपींस	ला.न.	1.1	1.2	1.5	1.8	2.1	2.6	2.4	2.0	2.3
रूस	ला.न.	1.9	2.3	1.8	1.9	1.9	1.6	1.5	3.1	3.6
दक्षिण अफ्रीका	0.5	0.6	0.7	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
थाईलैंड	1.2	1.5	1.6	1.8	2.5	2.9	2.3	2.1	2.2	2.4
तुर्की	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	0.8	0.7

स्रोत: आईएमएफ।

में 2020-21 के दौरान आरक्षित संचय की स्थिति देखने को मिली। हालांकि, प्रमुख ईई में तेल की कीमतों और ब्याज दरों में बढ़ती प्रवृत्ति के साथ संचय की प्रक्रिया घटने लगी है।

III. भारत के विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों के स्रोत और संरचना

विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों में विदेशी मुद्रा आस्तियां (जिसमें विदेशी सरकार के ट्रेजरी बिलों में निवेश, अन्य केंद्रीय बैंकों के पास जमा), सोना, विशेष आहरण अधिकार (एसडीआर) और आरक्षित निधि शृंखला स्थिति (आरटीपी) शामिल हैं। आरक्षित निधियों का निर्धारण उन कारकों को ध्यान में रखकर किया जाता है जिनमें *अन्य बातों के साथ-साथ* सुरक्षा, चलनिधि और प्रतिफल शामिल हैं। हालांकि, कुछ देश भू-राजनीतिक सरोकार के कारण अपनी आरक्षित निधि संरचना को भी बदलते हैं। परिचालन के दृष्टिकोण से, केंद्रीय बैंक के हस्तक्षेप, आरक्षित आस्तियों पर आय और आईएमएफ द्वारा एसडीआर का आबंटन आधिकारिक विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों के संचय के प्रमुख स्रोत हो सकते हैं। आर्थिक दृष्टिकोण से, आरक्षित निधियों में अभिवृद्धि को भुगतान संतुलन और मूल्यांकन प्रभाव के योगदान में अपघटित किया जा सकता है। चूंकि आरक्षित निधियां मुख्य रूप से विदेशी मुद्रा आस्तियों और सोने के रूप में धारित किए जाते हैं, उनका मूल्य विनिमय दर (मुद्राओं की तुलना में जिसमें आरक्षित निधियां मूल्यवर्गित हैं) और सोने की कीमत में उतार-चढ़ाव से प्रभावित होता है। सोने की कीमत में वृद्धि और प्रमुख मुद्राओं के मुकाबले अमेरिकी डॉलर की विनिमय दर में मूल्यहास से मूल्यांकन लाभ होता है जिसके परिणामस्वरूप आरक्षित निधियों के स्टॉक में वृद्धि होती है। मूल्यांकन लाभ/ हानि आमतौर पर एक लघु हिस्से का गठन करते हैं जबकि एक बड़े हिस्से के लिए भुगतान संतुलन का अधिशेष; एक चालू खाता अधिशेष - माल और सेवाओं के व्यापार, हस्तांतरण और निवेश आय से भुगतान की तुलना में अधिक प्राप्तियों की एक घटना या एक पूंजी खाता अधिशेष विदेशी निवेश और ऋण, या दोनों के संयोजन के रूप में विदेशी देयताओं में वृद्धि को दर्शाता है। निवल मूल्यांकन प्रभाव आमतौर पर लघु अवधि का और अस्थायी होता है क्योंकि एक वर्ष/ माह में लाभ के बाद अगली अवधि में हानि हो सकती है और विपरीततया। इस प्रकार, आरक्षित निधि संचय मोटे तौर पर चालू खाते और/ या पूंजी खाते में भुगतान संतुलन में दीर्घकालिक

अधिशेष का प्रतिबिंब है। उदाहरण के लिए, भारत, इंडोनेशिया और तुर्की के विपरीत चीन, रूस और थाईलैंड में आरक्षित निधि संचय मुख्य रूप से चालू खाता अधिशेष के कारण होता है जहां यह आमतौर पर पूंजी खाता अधिशेष द्वारा संचालित होता है। चालू खाता घाटे वाले देशों में आरक्षित निधि संचय सीएडी पर पूंजी प्रवाह की अधिकता या पूंजी प्रवाह को अवशोषित करने में असमर्थता को इंगित करता है। इसके विपरीत, चालू खाता अधिशेष देशों में आरक्षित निधि संचय, निवेश की तुलना में घरेलू बचत का आधिक्य और ब्याज दर के अंतर के कारण परिणामी पूंजी बहिर्वाह को दर्शाता है।

भारत की विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों में प्रवृत्ति से पता चलता है कि अर्थव्यवस्था के उदारीकरण और 1990 के दशक की शुरुआत से चालू खाता परिवर्तनीयता को अपनाने के बावजूद, 1990 के दशक के दौरान आरक्षित निधि स्तर निम्न रहा। हालांकि, विभिन्न कारकों के कारण वर्ष 2000 के बाद से आरक्षित निधियों में बढ़ोतरी शुरू हो गई। सबसे पहले, भारत ने पूंजी खाता परिवर्तनीयता की दिशा में उपाय शुरू किए जिससे पूंजी प्रवाह बढ़ा। दूसरा, 2000 के दशक की शुरुआत में तेल की निम्नतर कीमतों में व्यापार घाटा था। तीसरा, सॉफ्टवेयर सेवाओं के निर्यात और विदेशों में कार्यरत भारतीयों से विप्रेषण ने 2001-04 के दौरान भुगतान संतुलन के चालू खाते में अधिशेष में सुधार किया और उसके बाद 2007-08 तक एक सामान्य घाटा हुआ। चौथा, 2000 के दशक के मध्य से विदेशी पूंजी प्रवाह में वृद्धि हुई। फलस्वरूप, भारत ने विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों में बड़ी वृद्धि देखी, जो मार्च 2000 के अंत में 38 बिलियन अमेरिकी डॉलर से बढ़कर 2003-04 में 113 बिलियन अमेरिकी डॉलर हो गई और 2007-08 में 300 बिलियन अमेरिकी डॉलर का आंकड़ा पार कर लिया। हालांकि, जीएफसी अवधि के दौरान आरक्षित निधियों में कमी के बाद तेल की कीमतों में वृद्धि, चालू खाते के घाटे का बढ़ना और टेंपर टेंट्रम अवधि के दौरान अचानक गतिरोध आना, जिसने 2008-09 से 2013-14 की पहली छमाही के दौरान आरक्षित निधि संचय की गति को मंद कर दिया। तेल की निम्न कीमतों और सीएडी में परिणामी मॉडरेशन के कारण 2017-18 में आरक्षित निधियों में 425 बिलियन अमेरिकी डॉलर की वृद्धि हुई, हालांकि सीएडी में वृद्धि और पोर्टफोलियो प्रवाह में कमी के कारण 2018-19 में पांच साल के अंतराल के बाद विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों में कमी आयी।

अनुगामी वर्षों में, निम्न बाह्य वित्त पोषण आवश्यकताओं के बीच आरक्षित निधि निर्माण की गति और तीव्र हो गई। अप्रैल 2012 के बाद से कुल 607 बिलियन अमेरिकी डॉलर (31 मार्च, 2022 तक) के आधे से अधिक आरक्षित निधियां संचित हो गई हैं। लोगों की आवाजाही पर कोविड-19 संबंधित प्रतिबंधों और घरेलू अर्थव्यवस्था में मंदी के कारण निम्न आयात मांग के साथ तेल की निम्नतर कीमतें 2020-21 के दौरान व्यापार घाटे में गिरावट के लिए उत्तरदायी रहीं। दूसरी ओर, कंप्यूटर सेवाओं के लिए लॉकडाउन जन्य बाह्य मांग को दर्शाते हुए सेवाओं के आयात-निर्यात व्यापक रूप से स्थिर रहे। फलस्वरूप, भारत ने 16 साल के अंतराल के बाद वर्ष 2020-21 में चालू खाता अधिशेष दर्ज किया। ति1 में स्पष्ट अस्थायी प्रभाव के बावजूद, निवल पूंजी प्रवाह 2020-21 में व्यापक रूप से मजबूत रहा। उदाहरण के लिए, एफडीआई ने वैश्विक स्तर पर प्रवृत्ति को कम किया और अपनी गति को बनाए रखना जारी रखा जैसा कि 2019-20 और 2020-21 के दौरान निवल एफडीआई में वृद्धि से स्पष्ट है। प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में असाधारण मौद्रिक नीति समर्थन द्वारा संचालित पोर्टफोलियो अंतर्वाह से भारत के पूंजी बाजार को भी लाभ हुआ। हालाँकि, घरेलू अर्थव्यवस्था के पुनरुद्धार और 2021-22 की तीसरी तिमाही के बाद से तेल की कीमतों में वृद्धि के साथ, 2021-22 की तीसरी तिमाही के दौरान भारत का व्यापार घाटा तेजी से बढ़ा। दूसरी ओर, प्रमुख एई और रूस-यूक्रेन

संघर्ष में मौद्रिक नीति के रुख में बदलाव के कारण अक्टूबर 2021 से पोर्टफोलियो का बहिर्वाह हुआ। यह पिछले कुछ महीनों के दौरान विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों में कमी को दर्शाता है।

III.1 आरक्षित निधि संचय/निःशेषण के प्रकरण

1991 के बाद से पांच वर्षों को छोड़कर सभी वर्षों में विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों में संचय हुआ है, अर्थात् 1995-96, 2008-09, 2011-12 और 2012-13, और 2018-19 (सारणी 2)। आमतौर पर असामान्य वैश्विक आर्थिक और वित्तीय विकास के साथ, निःशेषण या बड़े संचय के प्रकरण का ताना-बाना बना रहता है। उदाहरण के लिए 2008-09 में जीएफसी के दौरान जब भारत ने एफपीआई बहिर्वाह दर्ज किया था, तब निःशेषण ने बाह्य वित्तपोषण की स्थिति को आसान बनाने के लिए विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों के उपयोग को दर्शाया था; और 2011-12 और 2012-13 में तेल की कीमतों में वृद्धि और सोने के आयात के कारण उच्चतर सीएडी के कारण कमी आई थी। इसी तरह, 2007-08 और 2020-21 में आरक्षित निधियों में बड़ी वृद्धि वैश्विक चलनिधि की प्रचुर आपूर्ति का परिणाम थी।

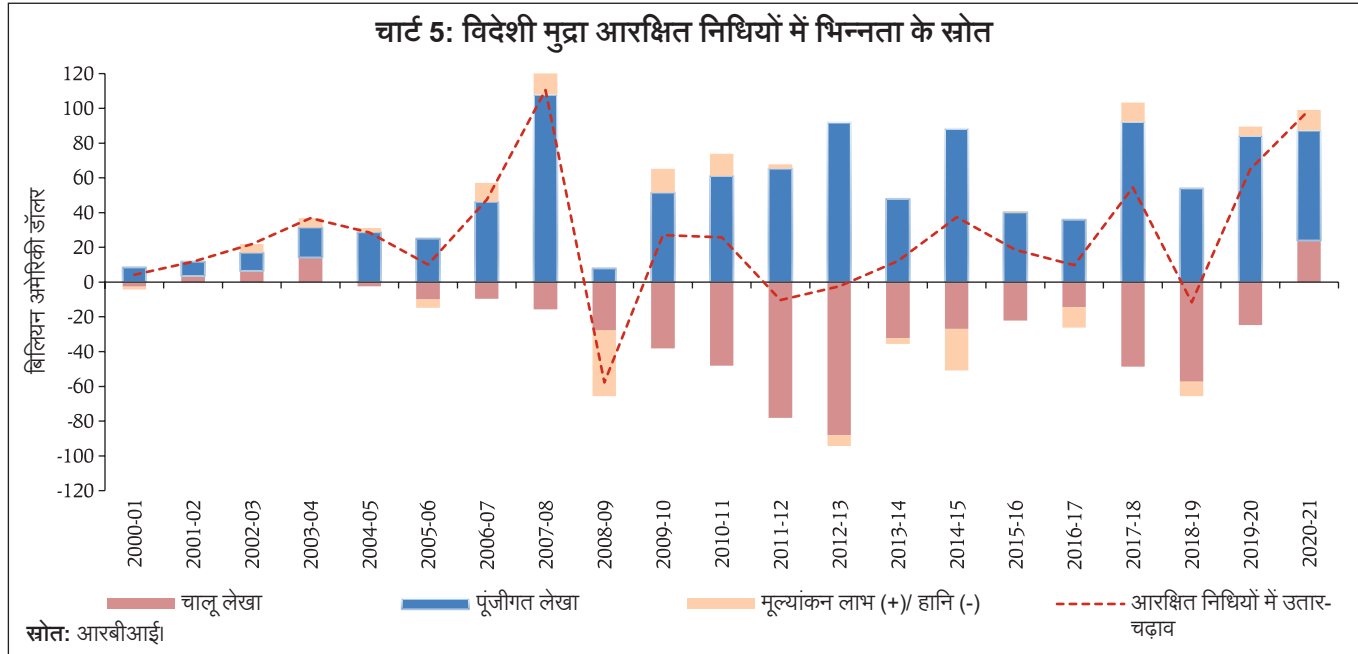
चालू खाता अधिशेष से निर्मित आरक्षित निधि, विदेशों से अर्जित देश की आय को इंगित करती है जबकि पूंजी खाता अधिशेष द्वारा योगदान की गई आरक्षित निधियां, देयताओं की निवल आय को इंगित करती हैं। चार्ट 5 आरक्षित निधियों में

सारणी 2: आरक्षित निधियों में उतार-चढ़ाव और भुगतान संतुलन

(बिलियन अमेरिकी डॉलर में)

निःशेषण										
	सांकेतिक	बीओपी आधार	सीएडी	एफडीआई	एफपीआई	बैंकिंग पूंजी	एसटीसी	बाह्य सहायता	ईसीबी	अन्य मदें
1995-96	-3.5	-1.2	-5.9	2.1	2.7	0.8	0.0	0.9	1.3	-2.9
2008-09	-57.7	-20.1	-27.9	22.4	-14.0	-3.2	-2.0	2.4	7.9	-5.6
2011-12	-10.4	-12.8	-78.2	22.1	17.2	16.2	6.7	2.3	10.3	-9.4
2012-13	-2.4	3.8	-88.2	19.8	26.9	16.6	21.7	1.0	8.5	-2.4
2018-19	-11.7	-3.3	-57.2	30.7	-0.6	7.4	2.0	3.4	10.4	0.5
संचय (>30 बिलियन अमेरिकी डॉलर)										
2003-04	36.9	31.4	14.1	2.4	11.356	6.0	1.4	-2.9	-2.9	1.9
2006-07	47.6	36.6	-9.6	7.7	7.1	1.9	6.6	1.8	16.1	5.0
2007-08	110.5	92.2	-15.7	15.9	27.4	11.8	15.9	2.1	22.6	12.2
2014-15	37.4	61.4	-27.9	32.6	40.9	11.6	-0.9	1.6	2.7	0.7
2017-18	54.6	43.6	-48.7	30.3	22.1	16.2	13.9	2.9	-0.2	7.0
2019-20	64.9	59.5	-24.7	43	1.4	-5.3	-1.0	3.8	23.0	19.4
2020-21	99.2	87.3	23.9	44	36.1	-21.1	-4.1	11.2	-0.1	-2.6

स्रोत: आरबीआई।



वार्षिक घट-बढ़ में चालू और पूंजी खाते के योगदान को दर्शाता है। जैसा कि समय-समय पर भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा दोहराया गया है, भारत के आरक्षित निधि संचय में मुख्य रूप से पूंजी खाता अधिशेष का योगदान है। पिछले 20 वर्षों के दौरान, भारत के पास केवल चार वर्षों यानी 2001-02 से 2003-04 और 2020-21 में चालू खाता अधिशेष था।

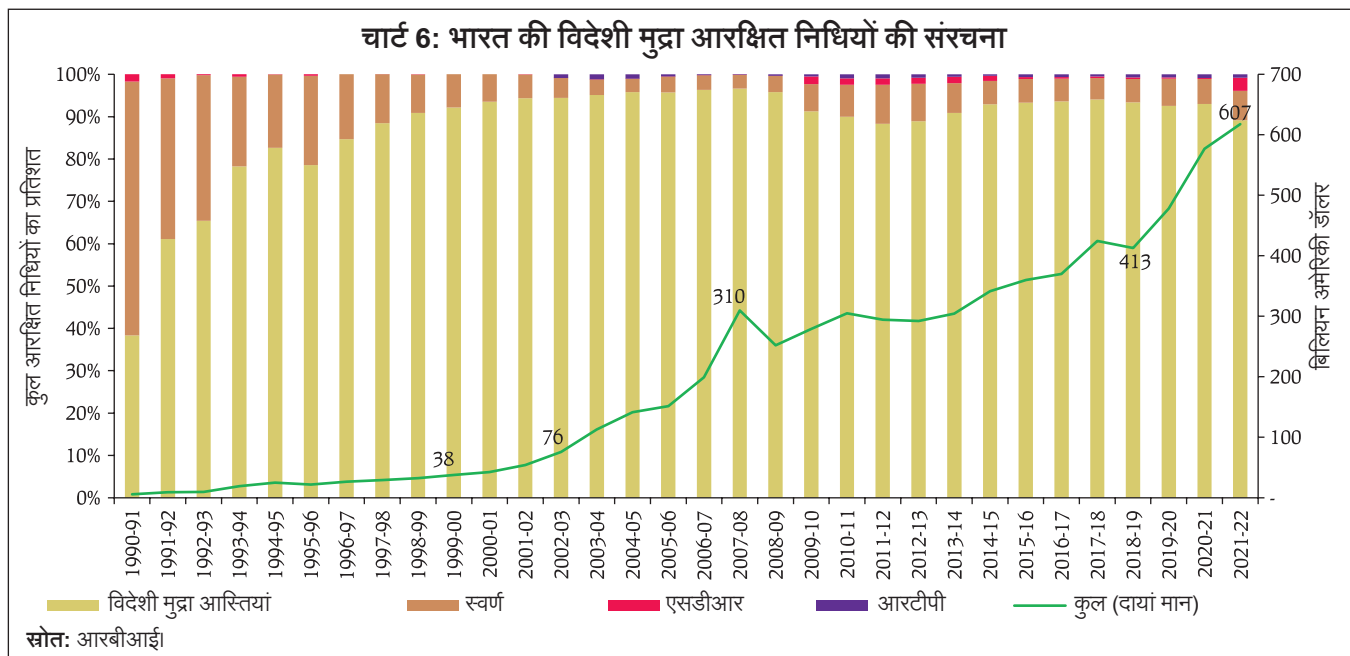
III.2 विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों की संरचना

कुल आरक्षित निधियों में विदेशी मुद्रा आस्तियों की 1992-93 में मात्र दो-तिहाई हिस्सेदारी थी जो बढ़कर 90 प्रतिशत से अधिक हो गई है। चूंकि आरक्षित निधियों को जोखिम बफर के रूप में बनाए रखा जाता है, भारत की आरक्षित निधियां प्रमुख परिवर्तनीय मुद्राओं में रखी जाती हैं और सुरक्षा, चलनिधि और रिटर्न के सिद्धांत द्वारा आरक्षित प्रबंधन निर्देशित होता है। हालांकि, समय-समय पर आरक्षित निधियों के विविधीकरण पर उचित जोर दिया गया। उदाहरण के लिए, विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों के रूप में धारित सोने का मूल्य, जो 2008-09 के जीएफसी वर्ष के दौरान 10 बिलियन अमेरिकी डॉलर था, 2009-10 के दौरान बढ़ गया जब आरबीआई ने नवंबर 2009 में आईएमएफ से 200 मीट्रिक टन सोना खरीदा (आरबीआई, 2010) और इस प्रकार 2009-10 में सोने का मूल्य लगभग दोगुना होकर 18 बिलियन

अमेरिकी डॉलर तक पहुंच गया (चार्ट 6)। आरबीआई ने अनुगामी वर्षों में सोने के भंडार को बनाए रखना जारी रखा, हालांकि मार्च 2010 के अंत में 558 टन से सितंबर 2021 के अंत में 744 टन की वृद्धि गति क्रमिक रही और इस प्रकार सोने के भंडार का मूल्य 18 बिलियन अमेरिकी डॉलर से बढ़कर 37 बिलियन अमेरिकी डॉलर हो गया। इसी तरह, 2009 और 2021 में आईएमएफ द्वारा एसडीआर के आबंटन ने भी आरक्षित निधियों के एसडीआर घटक को बढ़ाया, जिसका मूल्य मार्च 2022 के अंत में 19 बिलियन अमेरिकी डॉलर था। निम्न/ ऋणात्मक अंतरराष्ट्रीय ब्याज दरों के वातावरण में विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों में सोने को सम्मिलित करने के प्रकरण के लाभकारी सिद्ध होने का तर्क दिया जाता है और वित्तीय बाजार में उतार-चढ़ाव और संकट (आईआईएम-ए, 2021) के दौरान एक देश की राष्ट्रिक साख्र बचाने के मामले में लाभान्वित कर सकता है।

IV. विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों के निर्धारक: व्यापारी बनाम एहतियाती अभिप्राय

साहित्य आरक्षित निधियों के संचय के पीछे मुख्य रूप से दो उद्देश्यों पर जोर देता है, यथा व्यापारी और एहतियाती। व्यापारिक दृष्टिकोण के अनुसार, निर्यात आधारित आर्थिक वृद्धि को बढ़ावा देने के लिए आरक्षित निधियां संचित की जाती हैं (रॉड्रिक, 2008,



चोई और टेलर, 2017)। इस दृष्टिकोण के अनुसार, अर्थव्यवस्थाएं निर्यात का समर्थन करने के लिए आरक्षित निधियों का उपयोग करके अपनी मुद्राओं का अधोमूल्यन करती हैं (डूले और अन्य, 2004, और कोरिनेक और सेर्वन, 2016)। साहित्य का एक और पक्ष आरक्षित निधियां रखने के एहतियाती अभिप्राय को इंगित करता है जिसमें देश पूंजी प्रवाह के 'अचानक रुकने' के दौरान उत्पादन और खपत की हानि से बचने के लिए आरक्षित निधि बफर बनाए रखते हैं (जीन और रैनसीयर, 2011)। एजेनमैन और ली (2005) ने विकासशील देशों में आरक्षित संचय को एहतियाती अभिप्राय से लैस पाया। रेड्डी (2002) ने यह भी बताया कि आरक्षित निधियों के लिए केंद्रीय बैंकों की मांग एहतियाती अभिप्राय से प्रेरित है जैसे कि अप्रत्याशित प्रवाह से प्रेरित विनिमय दर की अस्थिरता को रोकने के लिए विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप करना। हालांकि, समय के साथ इन उद्देश्यों में बदलाव को प्रलेखित भी किया गया है (घोष और अन्य, 2016)। इस पृष्ठभूमि के खिलाफ, आरक्षित निधियों के लंबे समय तक चलने वाले निर्धारकों की पहचान करने के लिए एक पैनल ऑटो रिग्रेसिव डिस्ट्रिब्यूटेड लैग (एआरडीएल) मॉडल का अनुमान लगाने वाला एक अनुभवजन्य अभ्यास किया गया था। एजेनमैन और ली (2005) के बाद, हम 16 देशों के एक पैनल के लिए विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियां की मांग का अनुमान लगाते हैं - जिसमें मुख्य रूप से एक अस्थायी विनिमय दर व्यवस्था वाले देश शामिल हैं।

आरक्षित निधियों पर 1980 से 2020 तक के वार्षिक आंकड़े विश्व बैंक के डेटाबेस से लिए गए हैं; सूचकांक के रूप में निर्यात (एलईएक्सपीवी) और आयात (एलआईएमपीवी) की मात्रा यूएनसीटीएडी डेटाबेस से प्राप्त की जाती है; आईएमएफ से व्यापार डेटा (एलटीओटी) और अस्थिरता (ईआरवीओएल) की गणना के लिए बीआईएस से वास्तविक प्रभावी विनिमय दर (आरईईआर) की शर्तें ली जाती हैं। जबकि एलईएक्सपीवी और एलआईएमपीवी देश के सीमा पार व्यापार लेनदेन के आकार के महत्व को रेखांकित करते हैं, ईआरवीओएल प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति परिवर्तनों द्वारा संचालित अल्पकालिक पूंजी प्रवाह के कारण विदेशी मुद्रा बाजार में अस्थिरता को भांपने के लिए एक प्रॉक्सी है। ए प्रायऑराइ, उच्च ईआरवीओएल से उच्च आरक्षित निधियों की आवश्यकता इंगित होती है। इसी तरह, एलटीओटी को शामिल करने का उद्देश्य उस लाभ/ हानि का पता करना है जो देश के निर्यात और आयात के लिए प्रासंगिक वैश्विक कीमतों के आघातों के आधार पर आरक्षित निधियां को बढ़ाने की गारंटी दे सकता है। एजेनमैन और ली (2005) के बाद, वास्तविक निर्यात सूचकांक (डीएलएवीजीईएक्सपीओ) के तीन साल के गतिमान औसत की वृद्धि के दूसरे अंतराल का एक नियंत्रण चर के रूप में प्रयोग किया गया था, जबकि आरक्षित निधियां धारित करने की व्यापारीवादी मंशा को भांपने के लिए पीपीपी विनिमय दर (ईआरडीईवी) के लिए बाजार विनिमय दर के अनुपात का भी उपयोग किया जाता है।

एहतियाती अभिप्राय के लिए, अचानक गतिरोध/ मुद्रा संकट के बाद एक वर्ष के लिए 1 मान लेने वाले एक डमी चर और 0 (डीयूएमसीआरआईएसआईएस) की गणना की गई थी।

चुने गए चर अर्थात् स्थिर और गैर-स्थिर (अनुबंध 1) के समय श्रृंखला गुणों के संबंध में मिश्रित साक्ष्य को देखते हुए, एक पैनेल एआरडीएल मॉडल का उपयोग किया जाता है। सारणी 3 में स्तंभ 2 और 3 के परिणाम बताते हैं कि दीर्घावधि में व्यापार की अनुकूल शर्तें और निर्यात की बढ़ी हुई मात्रा आरक्षित निधियों की मांग को कम करती है। निर्यात गुणांक के ऋणात्मक संकेत इंगित करते हैं कि ईएमई में आरक्षित संचय व्यापारिक दृष्टिकोण से संबद्ध नहीं है। दूसरे शब्दों में, ईएमई निर्यात प्रतिस्पर्धात्मकता के लिए अपने संभावित प्रभावों के बावजूद उच्च निर्यात निष्पादन के दौरान आरक्षित धारिताओं को कम करने की प्रवृत्ति रखते हैं। दूसरी ओर आयात सूचकांक का एक धनात्मक संकेत और आरईआईआर के विचलन के सह-गुणांक (सीवी) आयात की मात्रा में वृद्धि और आरईआईआर की अस्थिरता से जन्य आरक्षित निधियों के लिए एहतियाती मांग के तथ्य की ओर इंगित कर सकते हैं। सारणी 3 (स्तंभ 4 और 5) में प्रदान किए गए परिणाम दर्शाते हैं कि पीपीपी विनिमय दरों (यानी, ईआरडीईवी) से विनिमय दर के विचलन का प्रतिनिधित्व करने वाले चरों के गुणांक और वास्तविक निर्यात सूचकांक (डीएलएवीजीएक्सपीओ) के तीन साल के गतिमान औसत की वृद्धि के दूसरे अंतराल) ऋणात्मक हैं।³

सारणी 3: ईएमई में विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों के निर्धारक (आश्रित चर: विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों का लॉग)

	गुणांक	टी-स्टैटिस्टिक	गुणांक	टी-स्टैटिस्टिक
1	2	3	4	5
एलटीओटी	-9.490***	-5.44	-4.329***	-7.90
एलईएक्सपीवी	-0.981***	-3.26		
एलआईएमपीवी	2.280***	7.49	1.202***	28.75
ईआरवीओएल	4.647**	2.17		
डीएलएवीजीईएक्सपीओ (-2)			-0.394	-0.86
एआरडीईवी			-0.204***	-6.34
डीयूएमसीआरआईएसआईएस			0.203**	2.18
त्रुटि सुधार टर्म	-0.089**	-1.97	-0.33***	-3.30

टिप्पणी: *** और ** सांख्यिकीय महत्व के स्तर को क्रमशः 1 प्रतिशत और 5 प्रतिशत पर दर्शाते हैं।

³ निर्यात सूचकांक के गुणांक का ऋणात्मक संकेत तब सुसंगत पाया जाता है जब इसका उपयोग लेवेल के रूप में या वृद्धि दर के दूसरे अंतराल में किया जाता है, जैसा कि इसका उपयोग एजेनमैन और ली (2005) द्वारा किया गया था।

विनिमय दर विचलन के गुणांक का नकारात्मक संकेत इंगित करता है कि पीपीपी विनिमय दर के सापेक्ष विनिमय दर के मूल्यहास से आरक्षित निधियां में वृद्धि नहीं होती है, जिसका अर्थ है कि व्यापारिक उद्देश्य की अनुपस्थिति। दूसरी ओर, अचानक बंद/ मुद्रा संकट के एक साल बाद का प्रतिनिधित्व करने वाली डमी, जो एहतियाती अभिप्राय को पकड़ लेती है, एक सकारात्मक संकेत है जो ईएमई के स्व-बीमा के रूप में आरक्षित निधियां जमा करने के पीछे एहतियाती मकसद की पुष्टि करता है।

V. विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों के निहितार्थ

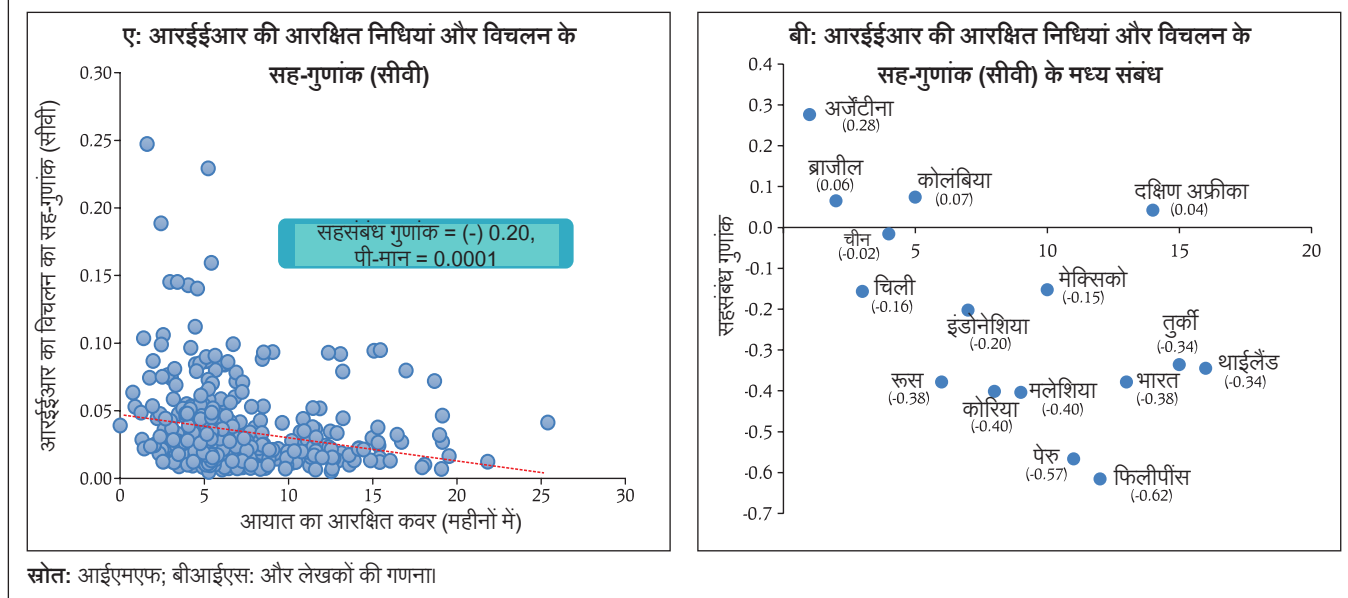
आईएमएफ की भुगतान संतुलन नियमावली के अनुसार, विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियां विदेशी उधारियों और अर्थव्यवस्था में विश्वास के अदृश्य प्रभावों के अलावा विनिमय दर को सीधे प्रभावित करने में उपयोगी होती हैं। आईएमएफ (2009)⁴ को उद्धृत करने के लिए “आरक्षित आस्तियां वे बाह्य आस्तियां हैं जो मौद्रिक प्राधिकरणों द्वारा भुगतान संतुलन की वित्तीय आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए, मुद्रा विनिमय दर को प्रभावित करने के लिए विनिमय बाजारों में हस्तक्षेप के लिए और अन्य संबंधित उद्देश्यों के लिए आसानी से उपलब्ध और नियंत्रित होती हैं (जैसे मुद्रा और अर्थव्यवस्था में विश्वास बनाए रखना और विदेशी उधारी के आधार के रूप में कार्य करना)। इस संदर्भ में, आरक्षित निधियों के कुछ निहितार्थों के संबंध में साक्ष्य नीचे दिए गए हैं।

V.1 विनिमय दर की अस्थिरता

वैश्विक समष्टि-वित्तीय आघातों के कारण विदेशी मुद्रा बाजार में अस्थिरता, अस्थिर विनिमय दरें; बैंकों के तुलन-पत्र की स्थिति; और अस्थिर वायदा दरों के कारण प्रमुख कंपनियों की हेजिंग लागत के माध्यम से व्यापार प्रवाह को प्रभावित कर सकती है। इसलिए, केंद्रीय बैंकों के हस्तक्षेप का उद्देश्य विनिमय दर में अत्यधिक अस्थिरता को कम करना है। चूंकि केंद्रीय बैंकों की हस्तक्षेप क्षमता आरक्षित निधियों के स्तर पर निर्भर करती है, इसलिए विनिमय दर की अस्थिरता को कम करने के लिए हस्तक्षेपों के आकार, आवृत्ति और प्रभावकारिता के लिए आरक्षित निधियों की पर्याप्तता महत्वपूर्ण है। इस पृष्ठभूमि में, वास्तविक

⁴ भुगतान संतुलन और अंतरराष्ट्रीय निवेश स्थिति नियमावली, छठा संस्करण (बीपीएम6), आईएमएफ (2009)।

चार्ट 7: ईएमईएस में आरक्षित और विनिमय दर अस्थिरता



प्रभावी विनिमय दर⁶ (विनिमय दर अस्थिरता के लिए प्रॉक्सी) और आरक्षित निधियों (आयात के आरक्षित कवर द्वारा प्रतिनिधित्व) के विचलन के सह-गुणांक (सीवी)⁵ के बीच सहसंबंध की गणना 1994-2020 के डेटा का उपयोग करके चुनिंदा ईएमई के लिए की जाती है (चार्ट 7ए और 7बी)। आरक्षित निधियों और आरईआर के सीवी के मध्य ऋणात्मक और सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण सहसंबंध गुणांक मोटे तौर पर अस्थिरता को कम करने में केंद्रीय बैंक के हस्तक्षेप की प्रभावकारिता पर अध्ययन के साक्ष्य के अनुरूप था (बर्गजा और ब्रोतो 2012; फ्रैट्ज़शर और अन्य, 2018)।

V.2 वायदा प्रीमियम

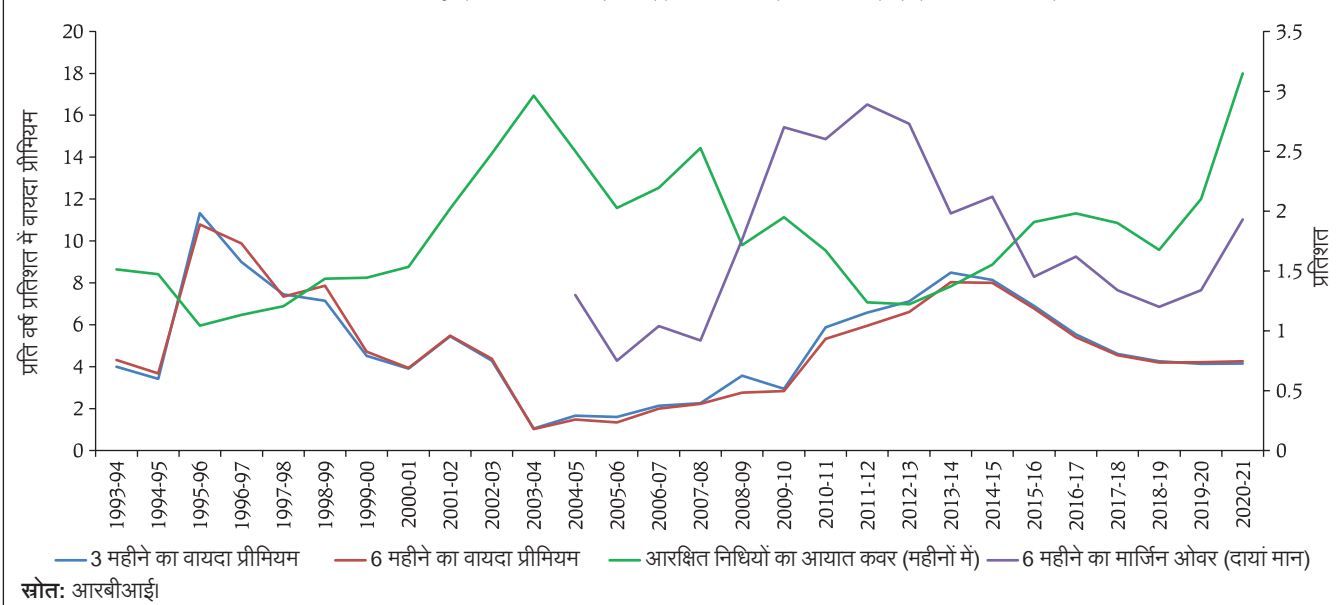
वायदा (फॉरवर्ड) प्रीमियम, जो किसी मुद्रा का भविष्य मूल्य है, विदेशी मुद्रा एक्सपोजर (जैसे, आयात और/या विदेशी उधार) वाले प्रमुख कंपनियों के लिए हेजिंग लागत के लिए एक बेंचमार्क के रूप में कार्य करता है। अनुभवजन्य साक्ष्यों से पता चलता है कि विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों का आकार सट्टा हमले के विरुद्ध एक निवारक के रूप में कार्य करता है और इसलिए, प्रतिकूल

⁵ वर्ष के लिए विचलन के सह-गुणांक की गणना बीआईएस के मासिक आरईआर डेटा का उपयोग करके की जाती है।

⁶ घरेलू मुद्रास्फीति के प्रभाव को बाहर करने के लिए वास्तविक विनिमय दर पर विचार किया जाता है।

आर्थिक परिस्थितियों में राष्ट्रीय जोखिम प्रीमियम को कम करता है (कोहल्सचेन 2020)। येयाती (2008) का तर्क है कि विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों के राष्ट्रीय क्रेडिट रेटिंग पर प्रभावों के कारण जोखिम प्रीमियम में कमी आती है, जिससे पता चलता है कि आरक्षित निधियां धारित करने की प्रभावी लागत कम होती है। हालांकि, वायदा खरीद के रूप में विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप, वायदा प्रीमियम में वृद्धि के साथ जुड़ा हुआ पाया गया है (आरबीआई, 2021)। कवर की गई ब्याज दर समता की स्थिति बताती है कि वायदा दर में दो देशों के बीच ब्याज दर का अंतर परिलक्षित होता है। भारतीय संदर्भ में, वायदा प्रीमियम और आयात के आरक्षित कवर के बीच एक ऋणात्मक संबंध है (चार्ट 8)। 1993-94 से 2020-21 की अवधि के लिए 3 महीने और 6 महीने के वायदा प्रीमियम के साथ आरक्षित निधियों के आयात कवर का सहसंबंध गुणांक ऋणात्मक -0.67 (पी-मान, 0.00) और -0.65 (पी-मान, 0.00) पाया गया है। इसके अलावा, 2004-05 से 2020-21 के दौरान आयात के आरक्षित कवर के साथ लाइबोर (6-महीने लाइबोर या अस्थिर दर पर ऋण के लिए संदर्भ दर से अधिक मार्जिन) पर भारत औसत मार्जिन द्वारा अनुमानित बाह्य वाणिज्यिक उधार (ईसीबी) पर ब्याज दर -0.48 पर (पी-मान, 0.05) का ऋणात्मक सहसंबंध था। इसका तात्पर्य यह है कि आरक्षित निधियों के पर्याप्त स्तर और विदेशी मुद्रा उधार की निम्न लागत में अंतर्संबंध होता है।

चार्ट 8: वायदा प्रीमियम और भारत में आयात का आरक्षित निधि कवर



V.3 बाह्य क्षेत्र की स्थिरता में आरक्षित निधियों की भूमिका

आरक्षित निधि संचय के पक्ष में दिए गए प्रमुख तर्कों में से एक अचानक गतिरोध होने की स्थिति में मुद्रा पर सट्टा हमले के विरुद्ध एक निवारक के रूप में इसकी भूमिका है। एक सट्टा हमला तीव्र मूल्यहास, एक मुद्रा संकट का कारण बन सकता है, जो केंद्रीय बैंकों के विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप करने या घरेलू ब्याज दरों में वृद्धि करने को आवश्यक बनाता है (ग्लिक और हचिसन, 2011) और मुद्रा संकट, बैंकिंग संकट की संभावना को बढ़ाता है (ग्लिक और हचिसन, 2001)। इस पृष्ठभूमि में, मुद्रा संकट में विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों की भूमिका की जांच की जाती है। एक दोहरी प्रतिक्रिया मॉडल, जिसमें संकट वर्ष में 1 मान और अन्य वर्षों में 0 के मान का उपयोग किया जाता है और प्रोबिट मॉडल का प्रयोग करके अनुमान लगाया जाता है। नमूने में 15 उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएं⁷ शामिल की जाती हैं, जो चालू खाता घाटे और अधिशेष, दोनों सूचियों वाले देशों का मिश्रण है। इन 15 देशों पर 1980 से 2020 तक के वार्षिक डेटा का उपयोग किया जाता है और नमूने में मुद्रा संकट के 70 डेटा बिंदु शामिल हैं। ग्लिक और हचिसन⁸ (2001) में दिए गए विवरण के अनुसार

1980 से 2000 की अवधि के लिए देश-वार मुद्रा संकट डेटा का उपयोग किया जाता है। 2001-20 के लिए, पटनायक और अन्य (2017)⁹ के एक्सचेंज मार्केट प्रेशर डेटाबेस का उपयोग करके देश-वार मुद्रा संकट वर्ष निर्दिष्ट किए गए और एस्किवेल और लैरेन¹⁰ (1998) के बाद वास्तविक प्रभावी विनिमय दर निश्चित की गई।

आईएमएफ (2020) और गोयल (2012) के बाद, इस अध्ययन के लिए विचार किए गए मुद्रा संकट के निर्धारकों में ये शामिल हैं (i) जीडीपी के प्रतिशत के रूप में निवल विदेशी आस्तियां (एनएफए) [जीडीपी के प्रतिशत के रूप में ऋण देयताओं में विघटित वैकल्पिक रूप से बाह्य देयताएं (विदेशी कर्ज) और सकल घरेलू उत्पाद के प्रतिशत के रूप में इक्विटी देयताएं (इक्विटी देयताएं)]; (ii) महीनों में माल और सेवाओं (आरक्षित

⁷ अर्जेंटीना, ब्राजील, चिली, कोलंबिया, भारत, इंडोनेशिया, कोरिया, मलेशिया, मैक्सिको, पेरू, फिलीपींस, रूस, दक्षिण अफ्रीका, थाईलैंड और तुर्की।

⁸ मुद्रा संकट को मुद्रा दबाव सूचकांक में परिवर्तन के रूप में परिभाषित किया गया है (मासिक वास्तविक विनिमय दर परिवर्तन और मासिक आरक्षित हानियों का भारित औसत) माध्य के साथ दोगुने अधिक देश-विशिष्ट मानक विचलन को जोड़कर।

⁹ माध्य के साथ विनिमय बाजार दबाव सूचकांक में हुए दोगुने अधिक देश-विशिष्ट मानक विचलन परिवर्तन को जोड़ने पर इसे मुद्रा संकट के रूप में माना जाता है।

¹⁰ वास्तविक विनिमय दर में तीन महीने का संचयी परिवर्तन 15 प्रतिशत या उससे अधिक का परिवर्तन, या एक महीने का परिवर्तन देश-विशिष्ट मानक विचलन के 2.54 गुना से अधिक, बशर्ते कि यह भी 4 प्रतिशत से अधिक हो।

कवर) के आयात का आरक्षित कवर; (iii) वर्ष की शुरुआत में अल्पकालिक विदेशी ऋण के स्टॉक और चालू खाता घाटे द्वारा मापी गई बाह्य वित्तपोषण आवश्यकता; और (iv) अमेरिकी डॉलर (\$) में वास्तविक प्रति व्यक्ति आय (पीसीआई)। देश-वार निवल विदेशी आस्ति डेटा, 1970-2015¹¹ के लिए लेन और मिलेसी-फेरेटी (2017) के 'राष्ट्रों के बाह्य धन' डेटाबेस से लिए गए हैं। इसी तरह कर्ज और इक्विटी के संदर्भ में बाह्य देयताओं की संरचना पर डेटा, लेन और मिलेसी-फेरेटी (2017) और विदेशी कर्ज पर विश्व बैंक के आंकड़ों से प्राप्त किया जाता है। चालू खाता घाटा और अल्पकालिक ऋण के आंकड़े क्रमशः आईएमएफ डेटाबेस और विश्व बैंक से लिए गए हैं। अमेरिकी डॉलर में सांकेतिक जीडीपी विश्व बैंक डेटाबेस से प्राप्त की जाती है और एनएफए के जीडीपी अनुपात, विदेशी कर्ज और इक्विटी देयताओं की गणना के लिए उपयोग की जाती है।

सारणी 4 में प्रस्तुत प्रोबिट मॉडल के परिणाम एनएफए में सुधार दिखाते हैं (यानी बाह्य देयताओं के अतिरिक्त बाह्य

सारणी 4: प्रोबिट मॉडल परिणाम
(आश्रित चर: मुद्रा संकट की संभावना)

	1	2	3	4
स्थिर	-1.392*** (-11.93)	-0.830*** (-3.96)	-2.711*** (-3.97)	-2.520*** (-3.57)
एनएफए	-0.007** (-2.15)			
आरक्षित निधि कवर		-0.078*** (-2.74)	-0.103*** (-3.20)	-0.100*** (-3.04)
विदेशी कर्ज		0.007** (2.03)		
इक्विटी देयताएं		-0.011*** (-2.77)	-0.017*** (-3.51)	-0.016*** (-3.39)
बाह्य वित्तपोषण			0.259*** (3.37)	0.243*** (3.05)
पीसीआई वृद्धि				-7.758*** (-4.68)
मैकफ्रेडन आर-स्क्वायर्ड	0.01	0.08	0.10	0.15
एलआर स्टैटिस्टिक	4.70	32.48	37.47	59.38

टिप्पणियां: 1. '***' और '**' क्रमशः 1 प्रतिशत और 5 प्रतिशत के संभाव्यता स्तर पर सांख्यिकीय महत्व को दर्शाता है।

2. कोष्ठक में दिए गए आंकड़े जेड-स्टैटिस्टिक हैं।

3. स्तंभ 3 और 4 के अनुमान में चिली और कोरिया को शामिल नहीं किया गया है, जिसके लिए अल्पकालिक कर्ज डेटा उपलब्ध नहीं था।

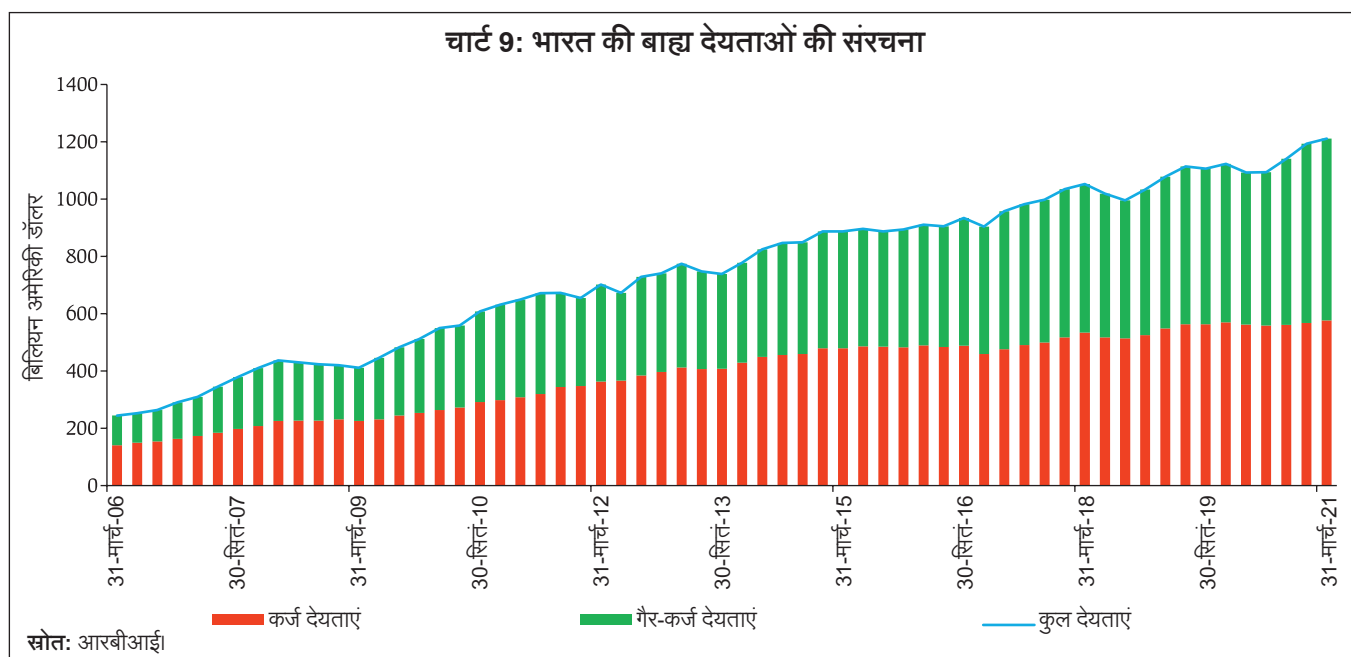
¹¹ शेष वर्षों के लिए, अर्थात् 2016-20 के लिए एनएफए की गणना में निवल चालू खाते की स्थिति को जोड़ा जाता है क्योंकि एनएफए में परिवर्तन, चालू खाते की शेष राशि और मूल्यांकन परिवर्तनों के बराबर होता है।

आस्तियां) और पहले के अध्ययनों के अनुसार मुद्रा संकट की संभावना को कम करते हैं (आईएमएफ, 2020 और गोयल, 2012) में देखा गया है, जो एक धारणीय चालू खाता घाटे के महत्व की ओर इशारा करता है¹²। हालांकि, जब एनएफए को कर्ज और इक्विटी में विघटित किया जाता है तो यह पता चलता है कि कर्ज में वृद्धि और संकट की उच्च संभावना का सीधा संबंध है। दूसरी ओर, इक्विटी देयताओं में वृद्धि से मुद्रा संकट की संभावना को कम करने की संभावना दिखती है, जो ईएमई द्वारा पूंजी खाता प्रबंधन में कर्ज पर इक्विटी प्रवाह के लिए वरीयता की पुष्टि करती है। ये निष्कर्ष, अर्थात्, किसी संकट के विदेशी ऋण से धनात्मक रूप से प्रभावित होने और इक्विटी देयताओं द्वारा ऋणात्मक रूप से प्रभावित होने की संभावना, आईएमएफ की बाहरी क्षेत्र रिपोर्ट, 2020 के अनुरूप है। जब ऋण देयताओं को बाह्य वित्तपोषण आवश्यकता द्वारा प्रतिस्थापित किया गया था (अल्पकालिक विदेशी ऋण और चालू खाता शेष के पहले अंतराल को लेते हुए) संकट की संभावना पर उनके प्रभाव को गुणांक के आकार के संदर्भ में अधिक स्पष्ट पाया गया। अंत में, घरेलू आर्थिक स्थितियों का प्रतिनिधित्व करने वाली प्रति व्यक्ति आय को एक व्याख्यात्मक चर के रूप में जोड़ा गया, जो संकट की संभावना को कम करने में सहायक पाया गया, जिसने प्रतिकूल बाहरी आघात को अवशोषित करने में मजबूत घरेलू समष्टि-आर्थिक आधारभूत बातों के लिए एक महत्वपूर्ण भूमिका का सुझाव दिया।

V.4 बाह्य देयताओं की संरचना

जबकि आरक्षित निधि संचय केंद्रीय बैंक की संपत्ति का एक हिस्सा है, देयताओं में सहवर्ती वृद्धि देश की अंतरराष्ट्रीय निवेश स्थिति (आईआईपी) के आंकड़ों में देखी जा सकती है। संकट की संभावना पर इसके अलग-अलग प्रभाव को देखते हुए, बाह्य देयताओं का विश्लेषण उन्हें कर्ज और इक्विटी में विघटित करके किया जा सकता है। पिछले दो वर्षों में भारत की बाह्य देयताओं का संचय बड़े पैमाने पर गैर-ऋण उत्पन्न करने वाले इक्विटी प्रवाह से प्रेरित है। उदाहरण के लिए, 2020-21 में भारत में एफडीआई का बड़ा निवल अंतर्वाह और ईसीबी का बहिर्वाह देखा गया। 2020-21 में एफपीआई का प्रवाह मुख्य रूप से इक्विटी के रूप में था। इसके अतिरिक्त, एफपीआई अंतर्वाह श्रेणी- I (यानी, केंद्रीय

¹² $NFA_t - NFA_{t-1} = CA_t + K_t + EO_t$ जहां सीए (CA) = चालू खाता शेष राशि, के (K) = मूल्यांकन परिवर्तन और ईओ (EO) = त्रुटि और लोप है।



बैंक, सॉवरेन वेल्थ फंड और बहुपक्षीय एजेंसियों) यानी अपेक्षाकृत स्थिर एफपीआई से थे। इससे बाह्य देयताओं में कर्ज देयताओं की निम्न हिस्सेदारी परिलक्षित होती है, जो मार्च-2020 के अंत में 51.5 प्रतिशत से धीरे-धीरे घटकर मार्च 2021 के अंत में 47.6 प्रतिशत हो गया (चार्ट 9)। परिणामस्वरूप, हाल के वर्षों में कर्ज देयताओं का आरक्षित कवर मार्च 2021 के अंत में बढ़कर 100.1 प्रतिशत हो गया, जो 2013-14 के दौरान 70 प्रतिशत से कम था, हालांकि यह जून 2008 के अंत में दर्ज किए गए 138 प्रतिशत के उच्चतम स्तर से बहुत कम है।

VI. निष्कर्ष

यह आलेख प्रमुख चालकों और अभिप्राय या उद्देश्यों पर ध्यान केंद्रित करते हुए प्रमुख उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में आरक्षित निधि संचय की प्रवृत्ति का विश्लेषण करता है। यह देखा गया है कि प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में अपनाई गई अत्यधिक समायोजित मौद्रिक नीतियों द्वारा संचालित प्रचुर वैश्विक चलनिधि से लाभान्वित होने के दौरान ईएमई ने कोविड-19 अवधि के दौरान संचित आरक्षित निधियां संचित की। कई उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में जीडीपी अनुपात के लिए आरक्षित निधियों में और आरक्षित पर्याप्तता स्तर में वृद्धि देखी गई। हाल की अवधि में

भारत का आरक्षित संचय मोटे तौर पर ईएमई में देखी गई प्रवृत्ति और पूंजी प्रवाह और चालू खाता घाटे के मामूली स्तर, दोनों के परिणाम के अनुरूप रहा है।

अनुभवजन्य विश्लेषण से पता चलता है कि लंबे समय तक ईएमई का संचय किसी व्यापारिक मंशा के बजाय एहतियाती अभिप्राय से निर्धारित होता है। लाभों के संदर्भ में, आरक्षित निधियां ईएमई को विनिमय दरों की अस्थिरता को रोकने में सहायता करती हुई पायी जाती हैं, जैसा कि विनिमय दर अस्थिरता और आयात के आरक्षित कवर के बीच ऋणात्मक संबंध से स्पष्ट है। प्रोबिट मॉडल के अनुमान से पता चला है कि आरक्षित निधियां में वृद्धि से मुद्रा संकट की संभावना कम हो जाती है, जिससे आरक्षित निधियां रखने की सकारात्मक बाह्यता का संकेत मिलता है। भारत के मामले में, आयात के उच्च आरक्षित कवर का विदेशी मुद्रा उधार की कम लागत से संबंध है, यथा, वायदा प्रीमियम और ईसीबी पर ब्याज दर। इसके अलावा, भारत की बाह्य देयताओं के अपघटन से कुल देयताओं में गैर-ऋण देयताओं की बढ़ती हिस्सेदारी और कर्ज देनदारियों के बढ़े हुए आरक्षित कवर के कारण निम्न असुरक्षितता का भास होता है।

संदर्भ:

- Aizenman J. and Lee J. (2005) 'International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence' *IMF Working Paper No 198*.
- Arslan, Y. and Cantú, C. (2019), 'The size of foreign exchange reserves' *BIS Papers*, No. 104
- Berganza, J. and Carmen Broto C. (2012), 'Flexible inflation targets, forex interventions and exchange rate volatility in emerging countries', *Journal of International Money and Finance*, Vol. 31 Issue 2, pp. 428–444.
- Catao L. A.V. and Milesi-Ferretti G. M. (2014) 'External Liabilities and Crises' *Journal of International Economics Volume 94, Issue 1, pp. 18-32*
- Choi W. J. and Taylor A.M. (2017) 'Precaution Versus Mercantilism: Reserve Accumulation, Capital Controls and the Real Exchange Rates' *NBER Working Paper Series*.
- Dooley, M. P., Folkerts-Landau D. and Garber P. (2004), 'The Revived Bretton Woods System' *International Journal of Finance and Economics 9(4): 307–313*.
- Esquivel G. and Larrain (1998) 'Explaining Currency Crises', John F. Kennedy Faculty Research Working Paper No-07.
- Fratzscher, M. Gloede, O., Menkhoff, L., Sarno, L. and Stöhr T. (2019) 'When is Foreign Exchange Intervention Effective? Evidence from 33 Countries' *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol 11 No 1, pp.132-56.
- Ghosh, A. R., Ostry J. D., and Tsangarides C. G. (2016), 'Shifting Motives: Explaining the Buildup in Official Reserves in Emerging Markets Since the 1980s' *IMF Economic Review 64: 1–57*.
- Glick, G. and Hutchison, M. (2001) 'Banking and Currency Crises: How Common Are Twins?' *UCSC Dept. of Economics Working Paper No. 488*.
- Glick, G. and Hutchison, M. (2011) 'Currency Crises' *FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO Working Paper*.
- Goyal R. (2012) 'Sustainable Level of India's Current Account Deficit' *RBI Working Paper*, No. 16.
- IIMA (2021): 'Can Central Bank Gold Reserves Reduce Sovereign Credit Risk?' Available at www.iima.ac.in
- IMF (2020), '2020 External Sector Report: Global Imbalances and the COVID-19 Crisis'.
- IMF (2021), '2021 External Sector Report: Divergent Recoveries and Global Imbalances'.
- Jeanne, O. and Rancière, R. (2011), 'The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: A New Formula and Some Applications' *The Economic Journal*, Volume 121, Issue 555.
- Kohlscheen E. (2020), Limiting risk premia in EMEs: The role of FX reserves, *Economics Letters*, Volume 196.
- Korinek, A. and Serven L. (2016), 'Undervaluation through Foreign Reserve Accumulation: Static Losses, Dynamic Gains' *Journal of International Money and Finance 64: 104–136*.
- Lane P. R. & Milesi-Ferretti G. M. (2017). International financial integration in the aftermath of the global financial crisis. *IMF Working Paper No.115*
- Mohan, R. (2008) 'Capital Flows to India' Paper presented at the annual meeting of Deputy Governors held at the Bank for International Settlements, Basel.
- Patnaik, I., Felman J., and Shah A (2017), 'An exchange market pressure measure for cross country analysis' *Journal of International Money and Finance*, 73: 62-77.
- Patel, N. and Cavallino, P. (2019), 'FX intervention: goals, strategies and tactics' *BIS papers*, No. 104b.
- RBI (2010), Annual Report 2009-10, Reserve Bank of India.
- RBI (2021), Monetary Policy Report-October 2021, Reserve Bank of India.

Reddy, Y. V. (2002), 'India's foreign exchange reserves - policy, status and issues', Special Lecture, at the National Council of Applied Economic Research, New Delhi.

Reddy, Y.V. (2006), Foreign Exchange Reserves: New Realities and Options, Address at the 2006 Program of Seminars in Singapore.

Rodrik, Di. (2008), 'The Real Exchange Rate and Economic Growth'. Brookings Papers on Economic Activity 39(2): 769–797.

Soorayan, S. (2017), 'The Determinants of Foreign Exchange Reserves in India During 1983-2014' *International Journal of Pure and Applied Mathematics*, Volume 113, No. 6, pp.251-260.

Wijnholds, O. B. and Kapteyn, A. (2001), 'Reserve Adequacy in Emerging Market Economies' IMF Working Paper No. 143.

Yeyati, E. L. (2008), 'The cost of reserves' *Economics letters*, Volume 100.

अनुलग्नक 1: पैनल यूनिट रूट टेस्ट परिणाम

	एलएलसी टेस्ट (शून्य: यूनिट रूट)	आईपीएस टेस्ट (शून्य: यूनिट रूट)
एलआरईएसईआरवीईएस	2.36 (0.01)	2.03 (0.98)
एलटीओटी	-1.63 (-0.05)	-1.15 (-0.12)
एलईएक्सपीवी	-6.95 (0.00)	-1.69 (0.05)
एलआईएमपीवी	-3.55 (0.00)	0.81 (0.79)
ईआरवीओएल	-8.91 (0.00)	-8.68 (0.00)
एलएवीजीईएक्सपीओ	-7.00 (0.00)	-2.67 (0.00)
ईएक्सआरएटीई	-1.19 (0.12)	-1.17 (0.12)

टिप्पणी: 1. कोष्ठक में दिए गए आंकड़ों का पी-मान हैं।

2. एलएलसी परीक्षण सामान्य इकाई रूट प्रक्रिया मानता है जबकि आईपीएस परीक्षण व्यक्तिगत इकाई रूट प्रक्रिया अपनाता है।