

## विदेशी मुद्रा भंडार : नई वास्तविकताएं और विकल्प\*

या.वे.रेड्डी

मैं आयोजकों का आभारी हूँ कि उन्होंने मुझे “एशिया में विश्व, विश्व में एशिया” विषय पर “2006 सेमिनारों का कार्यक्रम” में भाग लेने के लिए आमंत्रित किया। इस सत्र का विषय - समस्याएं, प्रचुरता, चुनौतियां, अवसर: संचयन, भारी, विदेशी, अचानक गिरावट, भंडार जैसे शब्दों से ललचा रहा है। इन शब्दों के भावों से मिलते-जुलते शब्दों को सुनना और वह भी केंद्रीय बैंकर के व्याख्यान में सुनना, जरा कठिन है। इसलिए मैंने इस विषय को कुछ व्यापक परिप्रेक्ष्य में लेने का विचार किया है और नई वास्तविकता और नवोन्मेषी विचारों पर ध्यान केंद्रित किया है। मेरा तर्क यह है कि किसी निश्चित समय पर तथा देश विशेष के संदर्भ में मुद्रा भंडार के विभिन्न स्तरों पर अलग-अलग मात्रा में सुभीता होती है, तथा आम तौर पर जितना ही सुभीता का स्तर उच्च होगा उतना ही विकल्पों की संख्या अधिक होगी।

### I. विदेशी मुद्रा भंडार की नई वास्तविकताएं तथा प्रबंधन

#### (I) भारी वृद्धि : एशिया में सबसे तेज

एशियाई संकट के बाद, यह व्यापक रूप में मान लिया गया था, जिसका समर्थन शैक्षिक अनुसंधानों और टिप्पणीकर्ताओं द्वारा भी किया गया था कि, किसी संकट का सामना करने के लिए उदीयमान बाजारी अर्थव्यवस्थाओं द्वारा भारी भंडार की आवश्यकता होती है और कुछ सीमा तक यह अंतरराष्ट्रीय वित्तीय संरचना में विश्वास की कमी का परिचायक है। इसके फलस्वरूप हाल की घटना में विदेशी मुद्रा का संचयन 1990 के दशक के प्रारंभिक दिनों में देखी गई स्थिति की तुलना में काफी ऊँचे पैमाने पर हुआ है और यह काफी लंबे तक समय तक बना रहा। उदाहरण के लिए जैसा कि अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक (बीआइएस) की रिपोर्ट के अनुसार उभरती बाजारी अर्थव्यवस्थाओं ने 2000 और 2005 के बीच 250 बिलियन अमरीकी डालर (या उनकी संयुक्त वार्षिक सघड के 3.5 प्रतिशत) की दर से विदेशी मुद्रा भंडार का संचयन किया जो कि 1990 के बाद के प्रारंभिक वर्षों में देखे गए स्तर से पांच गुना अधिक था। इस विदेशी मुद्रा भंडार के संचयन का अधिकांश भाग एशिया में केंद्रित रहा जिसमें चीन, कोरिया, भारत, मलेशिया, तथा ताईवान (चीन) देशों ने

भारी वृद्धि दर्शाई, जबकि लेटिन अमरीकी देशों और केंद्रीय योरोप में इस अवधि के दौरान उनके विदेशी मुद्रा भंडार में मामूली-सी वृद्धि देखी गई। बाद में, अनेक तेल निर्यातक देशों ने भी अपने विदेशी मुद्रा भंडारों में भारी वृद्धि देखी।

यह मानना उपयोगी होगा कि कुछ अर्थों में विदेशी मुद्रा भंडार का संचयन बचत-निवेश शेष राशियों को दर्शाता है, तथा यह घरेलू और वैश्विक दोनों कारकों का लक्षण है जिनमें स्व-बीमा भी शामिल है, यह एक ऐसी धारणा है जिसकी परिभाषा करना कठिन है।

#### (II) विदेशी मुद्रा भंडारों में वृद्धि : अधिकांशतः पूंजी खाता अधिशेष से प्रेरित

इस अंतिम कहानी में मुद्रा भंडार के अर्जन में स्रोतों को पहचानना महत्वपूर्ण है। रूस जैसे देशों में मुद्रा भंडार चालू खाता अधिशेषों से बनाए जाते हैं। चीन, कोरिया और ताईवान जैसे देशों में चालू और पूंजी खाता दोनों में अधिशेष हैं और मुद्रा भंडार के संचयन का निर्माण करते हैं। दूसरी ओर, भारत जैसे देशों में मुद्रा भंडार का यह अर्जन पूंजीखाते के अधिशेष से अधिक प्रेरित होता है, न कि चालू खाता अधिशेषों से, जिसका मोटे रूप में यह निहितार्थ है कि पूंजी का आगम उससे अधिक था जितना कि सामान्यतया घरेलू अर्थव्यवस्था में खपाया जा सकता था। निवल पूंजी प्रवाह (आगम) भारत तथा अधिकांश लैटिन अमरीकी देशों, तथा केंद्रीय और पूर्वी योरोप के देशों में चालू खाता घाटे से काफी अधिक रहा। यदि मुद्रा भंडार का अर्जन भारी पूंजी आगम के कारण रहा है तो ऋण और ऋणोत्तर आगमों में तथा विदेशी प्रत्यक्ष निवेश और आम तौर पर कम स्थायी संविभागीय निवेशों में विभेद करना उपयोगी होगा। वस्तुतः ‘स्टॉक’ तथा ‘फ्लो’ प्रत्येक श्रेणी में मुद्रा भंडार के प्रबंधन में प्रासंगिक होंगे। जहाँ आस्तियों और देयताओं को बाजार के लिए निर्धारित करना कठिन हो सकता है, वहाँ यह अप्रासंगिक नहीं होगा।

इस प्रकार मुद्रा भंडार की पर्याप्तता के परंपरागत संकेतक व्यापार, ऋण और मौद्रिक संकेतकों पर निर्भर हैं और यहाँ तक कि एलान ग्रीनस्पन

\* डॉ. या.वे.रेड्डी, गवर्नर, भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा “एशिया में विश्व, विश्व में एशिया” विषय पर 16 सितंबर से 18 सितंबर 2006 के दौरान सिंगापुर में “2006 प्रोग्राम ऑफ सेमिनार” में दिया गया व्याख्यान। यह व्याख्यान “प्रचुरता की समस्याएं? भारी विदेशी मुद्रा भंडार के संचयन तथा राजस्व में गिरावट से उत्पन्न चुनौतियां तथा अवसर” नामक सत्र में दिया गया था।

द्वारा सुझाया गया “गोड्टी-नियम” या “जोखिम पर चलनिधि” नियम मुद्रा भंडार की पर्याप्तता की व्याख्या करने में सहायता कर सकता है, उनके अनुपूरक के रूप में किसी स्थिति विशेष में या किसी खास अवसर पर किसी देश को मुद्रा भंडार की पर्याप्तता का आकलन करने के लिए विविध संकेतकों का होना भी जरूरी है।

### (III) मुद्रा-भंडारों की अर्ध राजकोषीय लागतों की गणना करने में कठिनाइयां

केंद्रीय बैंक पर उसके द्वारा मुद्रा भंडार को बनाए रखने पर आनेवाली निवल लागत की गणना करने का आसान तरीका है- घरेलू प्रतिभूतियों पर ब्याज की दर तथा किसी विदेशी मुद्रा विनिमय दर के प्रति समायोजित विदेशी मुद्रा भंडार पर अर्जित प्रतिलाभ की दर के बीच का अंतर। लागत की मात्रा जो कि अक्सर आकलित करना कठिन होती है, निष्प्रभावीकरण की मात्रा तथा अर्जन के बीच के अंतरालों के अनुसार भिन्न-भिन्न होती है। साहित्य में उसे “अर्ध राजकोषीय” लागत कहा जाता है, क्योंकि लाभों का न्यून अंतरण करके केंद्रीय बैंक द्वारा इस लागत को सरकार को अंतरित कर दिया जाता है। उन देशों में जहाँ स्थानीय ब्याज दरें, अंतरराष्ट्रीय ब्याज दरों से काफी ऊँची हैं, तो इस प्रकार की वहनीय लागत सकारात्मक हो सकती है, जबकि यदि तथ्य इसके विपरीत हो तो इस प्रकार की वहनीय लागत नकारात्मक या ऋणात्मक होगी। अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक के हाल ही के एक अध्ययन ने यह दर्शाया है कि वर्तमान ब्याज दरों पर अनेक देशों में वहनीय लागत ऋणात्मक है। यह अध्ययन यह बताता है कि उदाहरण के लिए चीन में, एक वर्ष की ब्याज दर जून 2006 में उसी अवधि के लिए अमरीकी ट्रेजरी बांड की दर से आधी से भी कम थी। अतः केंद्रीय बैंक की वहनीय लागत सकारात्मक है। तथापि यह तर्क दिया जा सकता है कि ब्याज दरों की अंतर्निहित चक्रीय प्रकृति को देखते हुए ऐसी ऋणात्मक वहनीय लागत कुछ समय बाद पलट सकती है। साथ ही, यह भी ध्यान में रखना होगा कि इन काल्पनिक लागत गणनाओं से कोई पूंजीगत लाभ या हानियां नहीं होती हैं। हार्वर्ड विश्वविद्यालय के दानी रोड्रिग ने राष्ट्रीय हैसियत की दृष्टि से मुद्रा भंडार की सामाजिक लागत को मापने का भी प्रस्ताव किया है जो कि विदेशों से अल्पाधिक उधार लेने की निजी क्षेत्र की लागत तथा उस आय, जो केंद्रीय बैंक अपनी तरल विदेशी आस्तियों पर अर्जित करता है, के बीच के अंतराल के बराबर है। उन्होंने इस लागत को 2004 में विकासशील देशों की सघट के अमूमन एक प्रतिशत के समकक्ष होने का अनुमान लगाया है। संक्षेप में, कहा जाए तो इस मद में अर्ध राजकोषीय लागतों या अन्य लागतों की सही-सही गणना करने में कठिनाईयां हैं।

विदेशी मुद्रा भंडार को रखने की राजकोषीय लागत का आकलन करते समय, यह उपयुक्त होगा कि उन लाभों का भी संमजन किया जाए जो कोई देश इस मुद्रा भंडार को बनाए रखने से प्राप्त कर सकता है। किसी भी देश में रेटिंग एजेंसियों तथा अन्य संस्थाओं द्वारा जोखिम विश्लेषण

में मुद्रा भंडार के स्तर को आम तौर पर उच्च भारांक दिए जाते हैं। इसके अलावा कुछ अंतर्निहित लाभों को भी ध्यान में रखना भी अनिवार्य है जो विदेशी मुद्रा भंडार रखने वाले देश को प्राप्त होते हैं जिनमें अन्य बातों के साथ-साथ निम्नलिखित भी शामिल हैं, मौद्रिक और विनिमय दर नीतियों में विश्वास को बनाए रखना, विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप करने की क्षमता को बढ़ाना, संकट के समय आघातों को झेलकर बाह्य संवेदनशीलता को सीमित रखना, बाजारों को इस बात का विश्वास दिलाना कि बाह्य दायित्वों को हमेशा पूरा किया जाएगा तथा विदेशी मुद्रा बाजारों में उद्वेगशीलता को कम करना। यह सच है कि एक बिंदु से आगे, जब क्रेडिट रेटिंग उपयुक्त निवेश ग्रेड तक पहुँच जाती है तो विदेशी मुद्रा भंडार में और संचयन से क्रेडिट रेटिंग में और सुधार नहीं हो सकेगा। अतः यह मानना आवश्यक है कि जैसा कि लागत के मामले में होता है, लाभों की गणना करने में भी कठिनाईयां हैं।

### (IV) विदेशी मुद्रा भंडार की संघटना में परिवर्तन

आधिकारिक विदेशी मुद्रा भंडार की संघटना पर उपलब्ध आंकड़े यह संकेत करते हैं कि मुद्रा भंडार के विशाखीकरण की दिशा में प्रगति बड़ी सावधानीपूर्वक की गई है जो “आइएमएफ द्वारा दी गई परिभाषा के अनुसार सुलभता से उपलब्ध बाह्य आस्तियों” की दृष्टि से विदेशी मुद्रा भंडार को दी गई निश्चित परिभाषा को देखते हुए आश्चर्यजनक नहीं है। विदेशी मुद्रा भंडार को रखने का एक महत्वपूर्ण उद्देश्य है - आकस्मिकताओं के लिए तैयार रहना, परंतु इस आवश्यकता को पूरा करने के लिए उपलब्ध लिखतों का दायरा सीमित है। तथापि, मुद्रा भंडार का प्रबंधन बदलता रहा है और इन परंपरागत उद्देश्यों के बीच उच्चतर प्रतिलाभों की तलाश की जाती रही है। बीआइएस की तिमाही समीक्षा के सितंबर 2006 के अंक में “आधिकारिक विदेशी मुद्रा भंडार की बदलती संघटना” पर अपने नवीनतम लेख में बीआइएस के श्री फिलिप डी. वूल्डरिज के शब्दों में कहे तो : “1970 के बाद के दशक में शुरू हुई प्रवृत्ति को जारी रखते हुए, जब विदेशी मुद्रा भंडार को सर्वप्रथम अमरीकी ट्रेजरी बिलों से हटाकर बैंक जमाराशियों को आबंटित किया गया था, मुद्रा भंडार के प्रबंधक क्रमिक रूप से उसे उच्चतर आय वाली, उच्चतर जोखिम वाली लिखतों की ओर बदलते रहे हैं। वे बाजार जोखिम का प्रबंधन करने में अत्यधिक सहज लग रहे हैं, परंतु वे अधिक ऋण और चलनिधि जोखिम को लेना भी शुरू कर रहे हैं। उनके संविभागों की करेंसी संघटना उद्वेगशील होते हुए भी इतनी अधिक नहीं बदली है, जितनी कि लिखतों की संघटना।”

यह मानना अनिवार्य है कि मुद्रा भंडार के प्रबंधक पहले से ही उच्च आयवाली लिखतों की ओर बढ़ रहे हैं, जिसमें उच्चतर जोखिम - प्रतिलाभ का समीकरण है। यह शायद विदेशी मुद्रा भंडार के उत्तरोत्तर बढ़ते हुए स्तरों के कारण है। फलस्वरूप, मार्जिन पर मुक्त विदेशी मुद्रा भंडार पर वित्तीय प्रतिलाभ औसत प्रतिलाभों की तुलना में काफी उच्चतर हो सकते

हैं। मेरे विचार से, मार्जिनल प्रतिलाभ विदेशी मुद्रा भंडारों के निवेश के वैकल्पिक रूपों के संदर्भ में अधिक प्रासंगिक संकल्पना प्रतीत होते हैं।

### (V) अर्ध-विदेशी मुद्रा भंडार

सकारात्मक आघातों के साथ जो भारी पूंजी आगमों के कारण आते हैं तथा जिनके परिणामस्वरूप अनेक उभरती हुई बाजारी अर्थव्यवस्थाओं में उल्लेखनीय रूप से विदेशी मुद्रा भंडार का संचयन हुआ, विदेशी मुद्रा भंडार के प्रबंधन के क्षेत्र में एक नई गतिविधि यह रही कि विदेशी मुद्रा भंडार के एक भाग को इस प्रकार रखना है कि जिसे किसी देश के सार्वजनिक क्षेत्र द्वारा मौद्रिक प्राधिकारियों द्वारा बाह्य आस्तियों को रखने के लिए कठोरतापूर्वक परिभाषित स्वरूप से भिन्न स्वरूप में प्रयोग किया जा सके। इस प्रकार के विदेशी मुद्रा भंडारों को अर्ध विदेशी मुद्रा भंडार कहा जा सकता है। इसकी धारिता की दृष्टि से इस प्रकार के अर्ध विदेशी मुद्रा भंडारों की, जब भी स्थिति की मांग हो, आसानी से पुनः प्राप्ति की जा सकती है। सिंगापुर में, मोनिटरी अथोरिटी ऑफ सिंगापुर (एमएएस) तथा सिंगापुर सरकार का निवेश निगम (जीआईसी) मुख्य रूप से विदेशी मुद्रा भंडार का प्रबंधन करते हैं। जीआईसी सरकार का प्रमुख निवेशक एजेंट है जो राष्ट्र के भारी निवेश को देखता है, जबकि एमएएस सिंगापुर डालर की स्थिरता को बनाए रखने के लिए विदेशी मुद्रा भंडार को रखता है। इसी प्रकार टेमासेक होल्डिंग्स सिंगापुर में निवेश करता है, साथ ही विशाखीकृत वैश्विक संविभाग का प्रबंधन शेयर धारकों के लिए वहनीय मूल्य को बनाए रखने तथा उसे अधिकतम करने तथा पेंशन के वित्त पोषण तथा अन्य लाभों के लिए संसाधन उपलब्ध करने के उद्देश्य से करता है।

सिंगापुर के जीआईसी की पद्धति पर दक्षिण कोरिया ने हाल ही में कोरियन निवेश निगम (केआईसी) की स्थापना की है। दूसरा रोचक उदाहरण है - चीन, जहाँ विदेशी मुद्रा भंडार का उपयोग बैंकिंग प्रणाली को, बिना विदेशी प्रतिभूतियां बेचे, सुदृढ़ करने के लिए किया गया है। चीन में पीपुल्स बैंक ऑफ चाइना (पीबीसी) में रखी अपनी अंतरराष्ट्रीय विदेशी मुद्रा भंडार से निधियां एक नई कंपनी सेंट्रल हुई जिन इन्वेस्टमेंट कंपनी (सीएचआईसी) जिसकी स्थापना 2003 में की गई थी, और जो सरकार, पीबीसी और विदेशी मुद्रा के सरकारी प्रशासन द्वारा संयुक्त रूप से प्रबंधित की जाती है, को अंतरित कर दी हैं। पीबीसी के तुलन-पत्र में, विदेशी मुद्राओं की उस राशि के स्थान पर सीएचआईसी पर दावे खड़े किए गए। सीएचआईसी ने इन आस्तियों का प्रयोग बैंकों में शेयरों की खरीद करने के लिए किया, जिन्हें पुनः पूंजीकृत किया जाना था।

### (VI) स्थिरीकरण निधियां

निवेश निधियां कभी-कभी सार्वजनिक क्षेत्र द्वारा “आकस्मिक रूप से मिले राजस्व”, जो किसी देश को तेल या अन्य कियी पण्य के निर्यात

मूल्यों में वृद्धि के कारण प्राप्त हो जाता है, में से निर्मित की जाती हैं। ऐसी प्रारक्षित निधियां अनुकूल बाहरी आघातों के कारण बनती हैं, जो सरकार के राजस्व में भारी वृद्धि का कारण बन सकती हैं, और कभी-कभी चुनौतीपूर्ण हो जाती हैं क्योंकि कुछ सरकारों को बढ़ती हुई विदेशी मुद्रा विनिमय दर से निपटना होता है जिसके लिए उसे ‘डच डीजीज’ के लक्षणों वाली निर्यात प्रतिस्पर्धात्मकता को कम आंकना पड़ता है। अनेक देश जैसे चिली, कुवैत, नोर्वे, रूस और यूनाइटेड अरब अमीरात ने पण्यों तथा तेल मूल्यों के सकारात्मक (अनुकूल) आघातों से उत्पन्न अधिशेषों को उन्नत निवेश एजेंसियां या पण्य/तेल स्थिरीकरण निधियां बनाकर इन अधिशेष राशियों का प्रबंधन करने के लिए उन्हें संस्थागत रूप दे दिया है, क्योंकि आज उनके पास 1970 या 1980 के बाद के दशकों की तुलना में अपनी बचतों के लिए निवेश के व्यापक अवसर उपलब्ध हैं। इस प्रकार की निधियों का प्रबंधन कुछ मामलों में, उपयुक्त अधिदेश के साथ केंद्रीय बैंक को सौंपा जा सकता है।

सामान्यतया ये स्थिरीकरण निधियां निम्नलिखित में से किसी एक या अधिक उद्देश्य से निर्मित की जाती हैं। राजस्व में आई अत्यधिक उद्वेगशीलता से बजट तथा अर्थव्यवस्था को बचाने के लिए, मौद्रिक अधिकारियों को अवांछित चलनिधि को निष्प्रभावी करने में सहायता करने के लिए, भावी पीढ़ियों के लिए बचतों को जोड़ने, या उस धन को अर्थव्यवस्था तथा समाजिक विकास के लिए उपयोग करने के लिए। तेल निधियों के संबंध में पारदर्शिता तथा प्रकटीकरण आधिकारिक विदेशी मुद्रा भंडार के लिए निश्चित पारदर्शिता और प्रकटीकरण से कम स्तर के प्रतीत होते हैं, परंतु इनमें कुछ जबाबदेही है।

इस संबंध में एक महत्वपूर्ण प्रश्न उस सीमा या मात्रा के बारे में है जिस तक ये “आकस्मिक राजस्व” में गिरावट को भारी पूंजी आगमों से समतुल्य बनाया जा सकता है। जहाँ गिरते हुए राजस्व में गति धीमी पड़ सकती है, वहीं भारी पूंजी आगमों के कारण संचित हुए विदेशी मुद्रा भंडार की गणना में सम्भावित भावी प्रत्यावर्तन या पूंजी खाते के संबंध में बहिर्निर्गम की संभावना को भी शामिल करना चाहिए।

## II. नवोन्मेषी विचार

इस विदेशी मुद्रा भंडार के उपयोग के लिए हाल की अवधि में प्रस्तुत किए गए कुछ नवोन्मेषी विचारों की समीक्षा करना उपयोगी होगा।

पहला, मार्च 2006 में, प्रो. लोरेन्स समर्स ने मुंबई में एल.के.झा स्मारक व्याख्यान देते हुए यह तर्क दिया था कि कई देशों में विदेशी मुद्रा भंडार का स्तर विदेशी मुद्रा संकट से रक्षा करने के लिए अपेक्षित स्तर के लिए मापे गए परंपरागत उपायों से काफी ज्यादा है। आस्तियों की जोखिम संरचना, जिसमें ये विदेशी मुद्रा भंडार की आरक्षित निधियां निवेशित की गई हैं, उनके बारे में चिंता व्यक्त करते हुए प्रो. समर्स ने यह सुझाव दिया

था कि यह अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष (आइएमएफ) और विश्व बैंक के लिए उचित समय है कि जब वे यह सोचें कि ये प्रारक्षित निधियां, जो कुछ प्रमुख उभरती बाजारी अर्थव्यवस्थाओं द्वारा रखी जा रही हैं, विकास में कैसे योगदान कर सकती हैं। प्रो. समर्स ने इन दोनों संस्थाओं द्वारा एक अंतरराष्ट्रीय सुविधा के निर्माण का सुझाव दिया था जिसके अंतर्गत ये देश अपनी अधिशेष विदेशी मुद्रा भंडार का निवेश कर सकते हैं, जिसमें निवेश गत निर्णय की प्रक्रिया और उससे अंततः परिणाम के लिए घरेलू रणनीति का दायित्व नहीं होगा। इन दोनों संस्थाओं द्वारा मामूली-सी फीस का प्रभार लगाकर ये दोनों संस्थाएं वैश्विक विकास के लिए रियायती सहायता तथा अनुदान दे सकती हैं।

यह प्रस्ताव आरक्षित मुद्राएं रखने वाले देश को यह विकल्प प्रदान करता है कि वह अपनी आरक्षित मुद्राओं का एक भाग आइएमएफ / विश्व बैंक जैसी संस्थाओं के पास रख सकता है, जो वस्तुतः बाह्य आस्ति प्रबंधकों के रूप में इनका परिचालन करेंगी। इस विकल्प का प्रयोग किया जा सकता है, यह मानते हुए यह अनुमति योग्य होगा, परंतु आदेशात्मक नहीं, कि कोई देश अपनी बाह्य आस्तियों का एक भाग इनके पास रखे या नहीं। यदि परिकल्पित संस्था यह आश्वासन दे कि उसके पास बाह्य आस्ति प्रबंधक के रूप में कार्य करने की विशेषज्ञता प्राप्त है तथा वह घरेलू आरक्षित निधियों के प्रबंधकों की तुलना में उच्चतर जोखिम भारांक प्रतिलाभ प्रदान करेगी। इसके अलावा, चूंकि बाजार में आरक्षित निधियों के प्रबंधन के लिए बाह्य आस्तिप्रबंधक आम तौर पर आधिकारिक प्रारक्षित निधियों के प्रबंध-प्राधिकारियों द्वारा निर्धारित मापदंडों से मार्गदर्शित होते हैं, जो अलग-अलग देशों में भिन्न-भिन्न हो सकते हैं, अतः प्रस्तावित संस्था को कई खिड़कियां भी रखनी होंगी जो सुरक्षा, तरलता और प्रतिलाभ की भिन्न-भिन्न मिश्रित आवश्यकताओं, जो अलग-अलग ग्राहक देशों द्वारा भिन्न-भिन्न वरीयता वाली हो सकती हैं, की पूर्ति कर सके। इस प्रकार, महत्वपूर्ण मुद्दा होगा - स्वीकार्य जोखिम पुरस्कार समीकरण को सुनिश्चित करने की दृष्टि से प्रस्तावित संस्था की व्यावसायिक विशेषज्ञता।

दूसरे, 2005 में आइएमएफ के ईश्वर प्रसाद और रघुराम राजन द्वारा एक प्रस्ताव दिया गया था जिसमें भारी पूंजी आगमों का अनुभव कर रही अर्थव्यवस्थाओं के लिए पूंजी खाते के उदारीकरण के प्रति एक नियंत्रित दृष्टिकोण हो। यह प्रस्ताव अनिवार्यतः एक निश्चित अवधि वाली (क्लोड एंडिड) पारस्परिक निधियों में जो देशी मुद्रा में शेयर जारी करेगी, उससे प्राप्त आय का उपयोग केंद्रीय बैंक से विदेशी मुद्राओं की खरीद के लिए करेगी और फिर इन विदेशी मुद्राओं का यथा अपेक्षित विदेशों में निवेश करेगी। यह तर्क दिया गया है कि ऐसी व्यवस्था इन आगमों को निष्प्रभावी करने में आनेवाली राजकोषीय लागतों को समाप्त कर देगी, घरेलू निवेशकों को ऐसे अवसर प्रदान करेगी कि वे अपने अंतरराष्ट्रीय संविभाग का विशाखीकरण कर सकें तथा घरेलू वित्तीय बाजारों के विकास को प्रेरित करे। इससे भी ज्यादा महत्वपूर्ण यह होगा कि यह केंद्रीय बैंकों को यह

अनुमति देगा कि वह पूंजी के बर्हिवाह के समय और मात्रा दोनों को नियंत्रित कर सके। यह दलील दी गई कि यह प्रस्ताव उस समय जब बाह्य परिस्थितियां अनुकूल हों, पूंजी खाते को सावधानीपूर्वक उदार बनाने के उपायों के व्यापक टूल किट का एक भाग हो सकता है।

इस प्रस्ताव की विशेषता तीन तत्वों को संयुक्त करने में है - पूंजी खाता का प्रबंधन, वित्तीय क्षेत्र का विकास तथा विदेशी मुद्रा भंडार का उपयोग। इस प्रस्ताव में निश्चित अवधि (क्लोड एंडिड) से अधिक की निजी क्षेत्र में विदेशी मुद्रा आस्ति निधियों की स्थापना के लिए केंद्रीय बैंक द्वारा लाईसेंस दिया जाना होगा, कुछ परिस्थितियों में प्रासंगिक लगता है। मुख्यतः तब जबकि ऐसी निधियों के लिए निवेशकों की काफी रुचि होने की संभावना हो। परंतु यह साकार होता हुआ नहीं लगता यदि ऐसी निधियों पर नकारात्मक प्रतिलाभ हो। इसके अलावा यह भी निश्चित नहीं है कि विशेषकर इस प्रयोजन के लिए केंद्रीय बैंक द्वारा दिए गए लाईसेंस वाली निजी संस्था क्या नैतिक संकट को पूर्णतः समाप्त कर पाएगी, उस स्थिति में भी जब कार्य-निष्पादन के संबंध में कोई मूर्त या अमूर्त गारंटी नहीं हो।

भारत में घरेलू पारस्परिक निधियों को भारतीय कंपनियों के एडीआर/जीडीआर के अलावा दो बिलियन अमरीकी डॉलर की कुल सीमा तक विदेशी प्रतिभूतियों में निवेश की अनुमति दी गई है। इसके अलावा सीमित संख्या में पात्र पारस्परिक निधियों को विदेशी स्टॉक एक्सचेंज में व्यापारगत निधियां (इटीएफ) में आवर्ती रूप में एक बिलियन अमरीकी डॉलर तक निवेश करने की भी अनुमति है। इससे भी ज्यादा आम तौर पर, पूंजी खाते के उदारीकरण के अनेक उपायों की गति तथा उनके क्रम में भी एक प्रासंगिक कारक के रूप में सुभीता की मात्रा को भी ध्यान में रखा गया है।

तीसरा विचार है - जिसने मार्च 2002 में मोनेटरी, मेक्सिको में 'विकास के लिए वित्त' विषय पर हुए सेमिनार में कुछ ध्यान आकृष्ट किया था, यह है कि विदेशी मुद्रा भंडार को अमरीकी डॉलर में रखने की बजाए वैश्विक मुद्रा का एक नया रूप जो आइएमएफ के विशेष आहरण अधिकार जैसा हो, जिसे 'ग्लोबल ग्रीन बैक्स' कहा जा सकता है, जारी किया जा सकता है जिसे देश अपने विदेशी मुद्रा भंडार में रख सकते हैं। इसकी मूल पूंजी निधि (कोरपस) का गठन देशों द्वारा अपनी आरक्षित मुद्रा के एक भाग को आकस्मिकता के प्रति बीमा के रूप में प्रति वर्ष एक ओर रखकर किया जा सकता है। 'ग्लोबल ग्रीन बैक्स' में इन देशों द्वारा रखा गया धन विकासशील देशों को दिया जा सकता है ताकि वे अपने विकास कार्यक्रमों तथा ग्लोबल जन कल्याण जैसे पर्यावरण परियोजनाओं, स्वास्थ्यगत पहलों, मानवीय सहायता आदि कार्यों को वित्तपोषण कर सकें। उन देशों के लिए जो उतनी राशि से कम पाते हैं जितना कि उन्हें अपनी आरक्षित निधियों में रखना अपेक्षित है, यह नई 'ग्लोबल मनी' आरक्षित निधियों में चली जाएगी और डालरों को वहाँ से मुक्त कर देगी जिन्हें कि इस देशों का अन्यथा एक ओर सुरक्षित रखना होता। वे देश जो उससे ज्यादा प्राप्त करते हैं जितना कि उन्हें अपनी आरक्षित निधियों में रखना चाहिए, अपनी परंपरागत

मुद्राओं के प्रति नई मुद्रा प्राप्त कर सकते हैं। अंततः सारी नई मुद्रा आरक्षित निधि में चली जाएगी, जो वस्तुतः देशों द्वारा कष्ट के समय एक दूसरे की सहायता करने की अपनी वचनबद्धता को दर्शाती है।

यह तर्क दिया गया है कि ‘ग्लोबल ग्रीन बैक्स’ प्रस्ताव में निधियों का प्रवाह निर्धन देशों की ओर उनकी आवश्यकता के अनुसार होगा, साथ ही यह वैश्विक आर्थिक वृद्धि स्थिरता और समता के प्रति योगदान करेगा। इस प्रयास के विरोधी यह तर्क देते हैं कि कुछ देश ‘ग्रीन बैक्स’ के आदी हो जाएंगे और जब हस्तगत नकदी समाप्त हो जाएगी तो आर्थिक आहरण के लक्षण गंभीर हो जाएंगे।

चौथे, एशियाई वित्तीय संकट के बाद, दो परस्पर संबंधित गतिविधियां हुईं। वर्ष 2000 में एशियान +3 देशों ने परस्पर यह सहमति बनाई जिसे चियांग गाई इनिशियेटिव (सीएमआई) कहा गया। जिसके अनुसार ये देश वित्तीय आपात कालों से परस्पर सुरक्षा प्रदान करने के लिए द्विपक्षीय स्वैप करारों का एक नेटवर्क बनाएंगे। इस प्रकार की पहल की सफलता हाल ही में सीएमआई के अंतर्गत एशियाई सेंट्रल बैंक स्वैप का आकार दोगुना करने के लिए एशियाई वित्त मंत्रियों के प्रस्ताव से झलकती है।

एशियाई बांड फंड (एबीएफ) की पहल भी 2003 में की गई, जो एशियाई अर्थव्यवस्थाओं की मध्यावधिक और दीर्घावधिक आवश्यकताओं की पूर्ति के लिए एक क्षेत्रीय बांड बाजार का विकास करने के प्रयासों को दर्शाता है। एशियाई बांड फंड कुछ पूर्व-एशियाई और प्रशांत देशों के विदेशी मुद्रा भंडार के एक भाग को ‘पूल’ बनाने की व्यवस्था करता है तथा इस निधि का संविभाग प्रमुख एशियाई अर्थव्यवस्थाओं द्वारा जारी एक तरल अमरीकी डालर प्रधान बांडों में निवेश किया जाएगा। दूसरा एबीएफ जून 2005 में जारी किया गया उसका उद्देश्य एक पैन-एशिया बांड सूचकांक निधि (पीएआईएफ) का गठन करके एक स्थानीय मुद्रा बांड बाजार, प्रौन्नत करना तथा आठ एकल बाजार निधियां (एसएमएफ) गठित करना है।

### III. सुभीता का स्तर

आरक्षित मुद्रा की पर्याप्तता की संकल्पना लोकप्रिय है, परंतु यह भी संभव है कि यदि व्यावसायिकता के व्यवहारिक दृष्टिकोण से देखा जाए तो इन मुद्रा भंडारों द्वारा विभिन्न स्तरों पर उपलब्ध कराए जाने वाले सुभीता के स्तर की दृष्टि से भी देखा जाना चाहिए। इस प्रकार की भावी संभावना अधिक गतिवान और प्रासंगिक है। निश्चित रूप से 1990 के बाद के प्रारंभिक वर्षों में जब हम आरक्षित विदेशी मुद्रा भंडार का बहुत ही कम का स्तर रखते थे, सुभीता की स्तर भी बहुत कम था तथा आरक्षित निधियों के बढ़ते हुए स्तर के साथ-साथ सुभीता का स्तर भी बढ़ता है। सुभीता तथा असुविधा के स्तर को प्रचुरता और कमी के समस्या से जोड़ा जा सकता है - जिसमें आरक्षित निधियों के अलग-

अलग स्तर के साथ सुभीता के भी भिन्न-भिन्न स्तर रहते हैं। किसी देश के साथ ऐसा हो सकता है कि कुछ समय के लिए आरक्षित निधियों के स्तर के साथ-साथ सुभीता का स्तर भी कम रहा हो और आरक्षित निधियों के बढ़ते हुए स्तर के साथ-साथ सुभीता का स्तर भी बढ़ा हो और देश ‘सुभीता क्षेत्र’ में पहुंच गया हो और जब आरक्षित निधियां इससे भी उच्चस्तर की ओर बढ़ना जारी रखती हैं, तो एक बिंदु ऐसा आता है जब आरक्षित निधियों का एक अंश पूर्णतः ‘विदेशी मुद्रा भंडार का अंश बनना बंद कर देता है तथा उसे आधारभूत पूंजी निधि कोर्पस निधि’ कहा जाता है जो उच्चतर जोखिम प्रतिलाभ वाले संविभाग में नियोजन के लिए उपलब्ध होता है।

विदेशी मुद्रा विनिमय दर व्यवस्था के अलावा अन्य कई कारक आरक्षित निधियों के संबंध में ‘सुभीता-स्तर’ को प्रभावित करते हैं। उदाहरण के लिए, उनमें वास्तविक क्षेत्र के आघातों के प्रति उनकी संवेदनशीलता, राजकोषीय और वित्तीय क्षेत्रों की शक्ति, चालू खाता शेष, पूंजी आगमों की बदलती संघटना, वृद्धि की संभावनाओं का मध्यावधिक परिदृश्य तथा कारोबारी चक्र आदि शामिल होते हैं। एक अर्थ में, आधिकारिक आरक्षित निधियों को तर्क-सम्मत तुलन-पत्र के दृष्टिकोण के संदर्भ में बाह्य आस्तियों और देयताओं से संबंधित संतुलनकारी और सुभीताकारी कारकों को दर्शाना होता है।

### IV. सुभीता से जुड़े विकल्प

अब मैं विकल्पों की उपलब्धता को सुभीता की मात्रा से जोड़कर देखना चाहूंगा।

पहला, व्यावहारिक प्रयोजनों के लिए यह उपयोगी होगा, कि विदेशी मुद्रा भंडार की पर्याप्तता को एक निश्चित समय पर उनके द्वारा दी जाने वाली सुभीता के स्तर की दृष्टि से देखा जाए।

दूसरा, विदेशी मुद्रा भंडार के स्तर और उनसे मिलने वाली सुभीता पर विचार करते हुए यह आवश्यक होगा कि निवेश और स्थिरीकरण निधियों, यदि वे लागू हों, को, भी हिसाब में लिया जाए। इसके अलावा, आधिकारिक विदेशी मुद्रा भंडार निधियों से ऐसी निधियों में और ऐसी निधियों से आधिकारिक निधियों में अंतरणीयता तथा चलनिधि की अपेक्षित मात्रा को भी सुभीता स्तर का आकलन करने के लिए विचार किए जाने की जरूरत है।

तीसरा, विदेशी मुद्रा भंडार निधियों के स्तर को देखते हुए सुभीता के स्तर के साथ सुरक्षा, तरलता और प्रतिलाभ पर तुलनात्मक जोर दिया जाए।

चौथा, यह नोट किया जाए कि राष्ट्रीय तुलन-पत्र की दृष्टि से, आधिकारिक विदेशी मुद्रा भंडार निधियों को निजी क्षेत्र में संभावित बाजार की अनिश्चितताओं को भी दर्शाना होता है। अतः यदि बाह्य आस्त प्रबंधकों

के भारी जोखिम को खपाने की क्षमता के कारण उच्च जोखिम से उच्च प्रतिलाभ प्राप्त होने की आशा की जाती है तो आधिकारिक विदेशी मुद्रा भंडार निधियों को भी उच्च जोखिम वाली आस्तियों में नियोजित करने से इन जोखिमों को बढ़ा देगा। जब बाजार अचानक जोखिम पूर्ण हो जाए तो आधिकारिक विदेशी मुद्रा भंडार निधियों को कुशन के रूप में जरूरत होती है अतः सुरक्षा और तरलता को सामान्यतया विदेशी मुद्रा भंडार की आरक्षित निधियों के प्रबंधन में उच्च प्राथमिकता देनी चाहिए।

पांचवां, केंद्रीय बैंक के लिए यह संभव है कि वह अलग-अलग श्रृंखलाएं रखे और प्रत्येक श्रृंखला में सुरक्षा, तरलता और प्रतिलाभ का अलग-अलग मिश्रण हो। प्रत्येक श्रृंखला का प्रबंधन केंद्रीय बैंक द्वारा या किसी बाह्य आर्क्षित प्रबंधक द्वारा या दोनों द्वारा समानांतर रूप से किया जा सकता है जिनमें वे अपना तुलनात्मक कार्य-निष्पादन को आधार चिह्न बनाएं।

अंतिम और सबसे बढ़कर विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों के उपयोग में जबाबदेही की महत्ता को स्वीकार किया जाना चाहिए। यह ध्यान देना उपयोगी होगा आरक्षित विदेशी मुद्रा भंडार के प्रबंधन की नीतियों में सामान्यतया सरकार और केंद्रीय बैंक दोनों की संयुक्त जिम्मेदारी होती है: बिना इसके महत्व के कि वे किसके तुलन-पत्र में दर्शाई जाती हैं।

## V. निष्कर्षात्मक टिप्पणियां

मैं यहाँ उसे दोहराना चाहूंगा जो कुछ मैंने इस संबंध में दुबई में अंतरराष्ट्रीय मुद्राकोष तथा विश्व बैंक की वार्षिक बैठक में 2003 में कहा था।

“आरक्षित निधियों (विदेशी मुद्रा भंडार) के संचयन को औद्योगिक देशों में मौद्रिक नीति को नरम बनाए जाने के बाद प्रचुर अंतरराष्ट्रीय चलनिधि की उपलब्धता के संदर्भ में भी देखा जाना चाहिए। जिसके फलस्वरूप अधिशेष चलनिधि उभरते बाजारों में चली आई। औद्योगिक देशों में उच्च होती हुई ब्याज दरों की स्थिति में यह चलनिधि तेजी से सूख भी सकती है, उस स्थिति में उदीयमान बाजारों को पर्याप्त कुशन मुद्रा रखनी चाहिए ताकि वे पूंजी के इस प्रत्यागमन को झेल सकें।”

अब, जबकि विश्व भर में ब्याज दरें बढ़ रही हैं तो उभरती बाजारी अर्थव्यवस्थाओं में हमेशा एक भय बना रहता है कि पूंजी आगमों का स्तर बनाए नहीं रखा जा सकेगा। इस प्रकार विदेशी मुद्रा भंडार के ‘सुभीता स्तर’ को केवल चालू स्थिति के संदर्भ में ही नहीं देखा जाना चाहिए, वरन् उभरते जोखिमों के आकलन को भी हिसाब में लिया जाना चाहिए। इसके अलावा इस अवसर पर वैश्विक अर्थव्यवस्था चालू वैश्विक असंतुलनों के इतने व्यवस्थित सुधार न होने की स्थिति में परीक्षित नहीं की गई है। इस स्थिति में जैसा कि विशेषज्ञ सावधान करते हैं, वित्तीय बाजारों में प्रति-मुद्रा में भारी उद्वेगशीलता तथा ब्याज दरों में भारी तेजी के रूप में हुए व्यवधानों के वैश्विक अर्थव्यवस्था में होने की संभावना नहीं है।

सारांश में, विदेशी मुद्रा भंडार के सुभीता स्तर पर कई कारकों का तथा सुरक्षा, चलनिधि और प्रतिलाभ को दिए गए तुलनात्मक भारांकों का प्रभाव पड़ता है। जहाँ कब, कैसे और किसके माध्यम से उच्चतर प्रतिलाभ प्राप्त करने की खोज का अनुसरण किया जाना चाहिए, वहीं सुभीता के स्तर के आधार पर यह सुविधा और संदर्भ और उपयुक्त विकल्पों का मामला है जिसे हमेशा खुला रखा जाना चाहिए।