

## विदेशी मुद्रा बाजार एवं विदेशी लेनदेन : कुछ यादृच्छिक चिंतन\*

एच.आर. खान

श्री सी. वेंकट नागेश्वर, अध्यक्ष, भारतीय विदेशी मुद्रा व्यापारी संघ, श्री रवि सिन्हा, हांगकांग में भारत के कार्यकारी महावाणिज्यदूत, श्री डी.जी. पटवर्धन, भारतीय विदेशी मुद्रा व्यापारी संघ से सेवामुक्त हो रहे मुख्य कार्यपालक अधिकारी (सीईओ), भारतीय विदेशी मुद्रा व्यापारी संघ के मुख्य कार्यपालन अधिकारी का दायित्व संभालने जा रहे श्री अश्विनी सिंधवानी, गणमान्य वक्तागण, चर्चा के प्रतिभागीगण एवं सम्मेलन में पधारे प्रतिनिधिगण। आज हांगकांग के इस आधुनिक शहर में होना मेरे लिए हर्ष का विषय है। विकिपीडिया में हांगकांग का वर्णन *विश्व की सबसे प्रतिस्पर्धी अर्थव्यवस्था, दुनिया में सर्वाधिक यात्रा किए जाने वाले शहर और उच्च स्तरीय वित्तीय विकास सूचकांक वाले विश्व के सबसे महत्वपूर्ण वित्तीय केंद्रों में से एक* के रूप में किया गया है। 11वें वार्षिक सम्मेलन उद्घाटन के अवसर पर मुझे आमंत्रित किए जाने के लिए मैं फेडराल को हार्दिक धन्यवाद ज्ञापित करता हूँ। फेडराल के ये वार्षिक कार्यक्रम हाल के समय में विदेशी मुद्रा बाजार के प्रतिभागियों की व्यापक सहभागिता, विचार-विमर्शों की गंभीरता और उनके विवरणों तथा निःसंदेह इनके आयोजन के लिए मनोहर स्थलों के चयन के लिए काफी चर्चा में रहे हैं। मुझे यकीन है कि यह सम्मेलन भी सभी पहलुओं में अपने पूर्ववर्ती सम्मेलनों से बेहतर साबित होगी।

2. फेडराल का गठन 1958 में किया गया। उस समय विदेशी मुद्रा विनियमन अधिनियम, 1947 लागू था और उस समय जीवन अपेक्षाकृत सहज था। ब्रेटन-वुड्स व्यवस्था लागू थी, स्थायी विनियम दर का दौर था जिसके अंतर्गत रुपया पाउंड स्टर्लिंग से संबद्ध था और बाजारों में शांति कायम हुआ करती थी। फेडराल के अधिदेश भी सहज होते थे जो दरों की गणना किए जाने और

\* यह सामग्री 11 जून 2016 को हांगकांग में आयोजित भारतीय विदेशी मुद्रा व्यापारी संघ (फेडराल) के 11वें वार्षिक सम्मेलन में श्री एच.आर. खान, उप गवर्नर, भारतीय रिज़र्व बैंक के उद्घाटन भाषण पर आधारित है। भारतीय रिज़र्व बैंक के श्री हिमांशु मोहंती के प्रति वक्ता का आभार।

निपटान किए जाने से संबंधित अंतर-बैंक तथा ग्राहकों से होने वाले लेनदेन के लिए मूलभूत नियमों का निर्धारण करते थे। वित्तीय बाजारों में सामान्य रूप से और विशेषरूप से विदेशी मुद्रा बाजार में होने वाले वैश्विक परिवर्तनों के साथ ही साथ भारत में होने वाले बहुत महत्वपूर्ण परिवर्तनों के अनुरूप विदेशी मुद्रा बाजार और फेडराल ने तब से अब तक लंबा रास्ता तय कर लिया है। स्व-नियामी संगठन (एसआरओ) के रूप में आधिकारिक रूप से मान्य नहीं होने के बावजूद, फेडराल ने यह भूमिका प्रभावी ढंग से निभाई है और वर्षों के दौरान भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार में हुए सुगम परिवर्तनों और रूपांतरण का श्रेय फेडराल को दिया जा सकता है, जो किसी भी मायने में कम नहीं कहा जा सकता। मुझे यकीन है कि फेडराल भविष्य में यह भूमिका और अधिक उत्साहपूर्वक जारी रखेगा।

3. आधुनिक समय में आर्थिक परिस्थितियां और बाजार की परिस्थितियां तेजी से विकसित होती हैं तथा जब भी हम खुद को परिवर्तनकारी घटनाओं अंतराल में पाते हैं तो उसमें वैश्विक आयाम जुड़ जाता है। आज की स्थिति में, भारतीय अर्थव्यवस्था को शेष विश्व से अमेरिका और चीन की तुलना में अधिक समन्वित अर्थव्यवस्था माना जाता है क्योंकि भारत का व्यापार-जीडीपी अनुपात (49.6 प्रतिशत) चीन (41.2 प्रतिशत) एवं अमेरिका (30 प्रतिशत) की तुलना में अधिक है। पंकज घेमावत एवं स्टीवन ए. अल्टमैन द्वारा विकसित वैश्विक संबद्धता सूचकांक के व्यापक मानक पर गौर किया जाए तो भी भारत के अंक और स्थान काफी ऊंचे हैं, उदाहरण के लिए 2013 में 140 देशों के बीच हमारा स्थान 71 वां था जो चीन के 84वें स्थान से ऊपर था। भारत की निवेश संबंधी विशाल जरूरतों के लिए संसाधन जुटाने के प्रयासों में बाहरी संसाधनों से परहेज करने का निर्णय भी शामिल है। शेष विश्व से हम जैसे-जैसे जुड़ते हैं विदेशों से होने वाले लेनदेन की न सिर्फ मात्रा बढ़ती है इसमें अधिक जटिलताएं भी उत्पन्न हो जाती हैं। जब हम, विदेशी निवेश को आकर्षित करने के लिए कारोबार किए जाने को सहज बनाने में सुधार करने और बढ़ी हुई विदेशी गतिविधियों के बीच संभाव्य अस्थिरता को नियंत्रण में रखने जैसे मामलों से जूझ रहे होते हैं तब भी विदेशी मुद्रा बाजार की परिस्थितियां हमारी सोच और नीति निर्धारण को प्रभावित करने वाले महत्वपूर्ण कारक होती हैं। मैं आज, इस पृष्ठभूमि के मद्देनजर 'विदेशी मुद्रा बाजार

और विदेशी लेनदेन' से संबंधित कुछ चुनिंदा मुख्य बातों पर चर्चा करूंगा, जिसमें इस सम्मेलन के व्यापक विषयों, विदेशी मुद्रा बाजार को स्वतंत्रता प्रदान करने और भारतीय रुपया के अंतरराष्ट्रीयकरण को ध्यान में रखा जाएगा।

### विदेशी मुद्रा बाजार : स्थिरता सहित स्वतंत्रता

4. आधुनिक विदेशी मुद्रा बाजार को हम जिस रूप में जानते हैं उसका विकास 1970 के दशक के प्रारंभ में ब्रेटन वुड्स प्रणाली के ध्वस्त होने के बाद हुआ और इसके बाद वैश्विक मुद्राएं स्वतंत्रता पूर्वक प्रचलन में आईं। यह स्मरण किया जा सकता है कि ब्रेटन वुड्स के दौर में अमेरिकी डॉलर की तुलना में सभी मुद्राएं लगभग नीयत थीं और विदेशी मुद्रा दर एक संकीर्ण दायरे के अंतर्गत होती थीं। बदले में अमेरिकी डॉलर को स्वर्ण से संबद्ध किया जाता था जिसको अमेरिकी मौद्रिक प्राधिकारियों द्वारा प्रतिभूति प्रदान की जाती थी। 15 अगस्त 1971 को जब अमेरिका की सरकार ने यह प्रतिभूति वापस ले ली, तब मुद्रा बाजार में हलचल मच गई और अस्थायी दर का दौर प्रारंभ हुआ। पहले भी 30 के दशक में अस्थायी दर का दौर चला था, जबकि बाजार अस्थिर थे और अत्यधिक बेतरतीबी फैली हुई थी तथा लंबे समय तक बाजार बंद रहे। यह नोट किया जाना क्षणिक रोचकता की बात हो सकती है कि इसी अवधि में भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम, 1934 तैयार किया गया और इसकी प्रस्तावना में कहा गया है कि '.... और जबकि विश्व की मौद्रिक प्रणालियों के की वर्तमान बेतरतीबी के चलते यह निर्धारित करना संभव नहीं है कि भारतीय मौद्रिक प्रणाली के लिए स्थायी तौर पर क्या उपयुक्त होगा ....'।

5. 70 के दशक में अस्तित्व में आया अस्थायी विदेशी मुद्रा दर वाला दौर साढ़े चार दशकों तक प्रभावी रहा। ऐसा नहीं है कि तब बाजार में बेतरतीबी और हलचल नहीं हुई, किंतु वह दौर समाप्त नहीं हुआ।

6. विदेशी मुद्रा बाजार के विकास में, जिस रूप में उसे आज हम देखते हैं, तीन अंतरसंबद्ध कारकों का योगदान रहा है। प्रथम, वैश्विक संचार की आधारभूत संरचना में बहुत अधिक सुधार हुआ है। टेलीग्राफिक प्रणालियों (केबल-दर शब्द यहीं से आया) पर आधारित व्यापार और निपटान किया जाना गुजरे जमाने की बातें हो गई हैं। आधुनिक संचार नेटवर्क समय और अंतरिक्ष के अंतराल

तक पहुंच चुका है और पृथ्वी की दैनिक गति की बराबरी करने की ही कसर बाकी रह गई है। दूसरा, इस अवधि में गणना करने की क्षमता का भी बहुत अधिक विकास हुआ है। इससे संचार के नेटवर्क को मजबूत बनाने में मदद मिली। इससे महत्वपूर्ण बात यह रही है कि इसके कारण व्यापार करना और उसका निपटान बहुत सहज हो गया है। व्यापारी के साथ ही साथ उसके सहयोगी कार्यालय (बैंक ऑफिस) को भी व्यापार के पड़ने वाले प्रभाव को तुरंत समझना संभव हो गया है। निःसंदेह, इसका अंतिम परिणाम 'एल्गोरिथम ट्रेडिंग' के रूप में सामने आया। तीसरा, गणना पद्धति का विकास होने के साथ ही साथ परिष्कृत गणितीय मॉडल विकसित होने से जटिल एवं जरूरत के अनुसार वित्तीय उत्पाद तैयार करने में सहायता मिली है। इन तीनों कारकों के संयोग से विदेशी मुद्रा बाजार सच्चे अर्थों में वैश्विक, चलनिधि-युक्त एवं विशाल रूप में परिवर्तित हो गया है।

7. विदेशी मुद्रा बाजार की जटिलता एवं परिष्करण के बावजूद मूलभूत सिद्धांत गहन होते हुए भी सहज बने हुए हैं। विदेशी मुद्रा बाजार में मुद्राओं का लेनदेन होता है और देशी मुद्रा की तुलना में विदेशी मुद्रा एक पण्य के समान है। मूल्य ही विदेशी मुद्रा दर होता है। किसी भी मूल्य के दो निर्धारक होते हैं - आपूर्ति पक्ष एवं मांग पक्ष के कारक। पहला कारक उत्पादन लागत से निर्धारित होता है और दूसरा कारक मांग को प्रभावित करने वाले कारकों, यथा उपयोगिता से निर्धारित होता है। विदेशी मुद्रा बाजार में प्रथम कारक क्रय शक्ति समता या स्फीति का अंतर होता है, जो दीर्घावधि में अंतिम रूप से विदेशी मुद्रा दर निर्धारित करता है। दूसरा कारक विदेशी मुद्रा दर के घटने-बढ़ने से संभावित आय होती है जो अल्पावधि में विदेशी मुद्रा दर में घटबढ़ को निर्धारित करता है। सबसे साधारण मामलों में इसका निर्धारण ब्याज दरों में अंतर से होता है किंतु वास्तविक संसार में विदेशी मुद्रा दर यादृच्छिक परिवर्तनों को दर्शाता है और किसी भी अन्य वित्तीय आस्ति की तरह बर्ताव करता है। यहां यह याद रखना महत्वपूर्ण होगा कि मूल्य निर्धारण में दोनों ही कारक समान रूप से महत्वपूर्ण भूमिका अदा करते हैं। अल्फ्रेड मार्शल का उद्धरण है - 'हम इस बात पर काफी बहस कर सकते हैं कि कागज के तुकड़े को कैंची की ऊपर वाली या नीचे वाली धार काटती है, जैसे कि मूल्य निर्धारण उपयोगिता पर आधारित होता है या उत्पादन की लागत पर। यह सत्य है कि जब कैंची की एक धार स्थिर रखा जाए

और दूसरी धार को चलाते हुए कागज काटने का काम किया जाए तो हम असावधानीपूर्वक संक्षेप में कह सकते हैं कि दूसरी धार से कागज कटा। हालांकि यह कथन एकदम सत्य नहीं है और तभी तक माना जा सकता है जब तक लोकप्रिय हो, किंतु वैज्ञानिक दृष्टि से जो हुआ उसके आधार पर इसे नहीं माना जा सकता (मार्शल, 1890, 1997, 290)।

8. विदेशी मुद्रा दर मुख्य समष्टि-आर्थिक चर है। इससे देश के भुगतान संतुलन और शेष संसार से देश के संबंधों की तस्वीर निर्मित होती है। इससे देश की निर्यात की प्रतिस्पर्धात्मक क्षमता, निःसंदेह इसमें अन्य कारकों का योगदान होता है, प्रभावित होती है। निर्यात क्षेत्र अर्थव्यवस्था के लिए जितना महत्वपूर्ण होता है उतना ही देश की आय और रोजगार भी इससे प्रभावित होते हैं। यह आयात की लागत निर्धारित करता है और उस हद तक मंदी कारक भी हो सकता है जितना कि निवेश एवं वृद्धि हेतु यह अनिवार्य वस्तुओं को समाहित करता हो। व्यापार-योग्य वस्तुओं के क्षेत्र द्वारा उपलब्ध कराए जाने वाले संबंधों के माध्यम से यह मूल्य स्तर को प्रभावित करता है।

9. जैसा कि हमने पहले देखा, विदेशी मुद्रा का बर्ताव वित्तीय आस्ति की भांति होता है। सभी वित्तीय आस्तियों के मूल्य आशावादी होते हैं और ये भविष्य में विश्व की दशा से संबंधित संभावनाओं पर आधारित होते हैं। इस तरह से, किसी देश के भविष्य की संभावनाएं आशाजनक या हतोत्साहित करने वाली होने के आधार पर उसे विशाल पूंजी अंतर्वाह या बहिर्वाह का सामना करना पड़ सकता है। इसके कारण विदेशी मुद्रा दर प्रभावित हो सकती है जो वास्तविक अर्थव्यवस्था की मूलभूत बातों के अनुरूप नहीं भी हो सकती है। उदाहरण के लिए, 2007-08 में रुपया के मूल्य में उछाल का कारण विशाल पूंजीगत अंतर्वाह था जो उछालपूर्ण एवं आशाजनक अर्थव्यवस्था होने के कारण हुआ था किंतु इसने निर्यात क्षेत्र पर विपरीत असर डाला। पूर्वी एशियाई संकट के मामले में संभवतः इसके विपरीत असर देखा गया था। पूंजी प्रवाह होने से मौद्रिक नीति निर्धारण के लिए भी चुनौतियां उत्पन्न हो जाती हैं। मैं, प्रसंगवश बहुचर्चित मंडेल-फ्लेमिंग दुविधा, अर्थात् खुला पूंजी खाता, स्वतंत्र मौद्रिक नीति और स्थायी विदेशी मुद्रा दर का होना असंभव है, का उल्लेख कर रहा हूँ। पूंजी खाते में खुलापन और

स्वतंत्र मौद्रिक नीतिगत ढांचा होने से विदेशी मुद्रा दर अस्थिर हो सकती है जो अनियमित और घटबढ़ पूर्ण हो सकती है।

10. मेरा इन मुद्दों पर थोड़े विस्तार से चर्चा करने करने का कारण विदेशी मुद्रा दर के महत्व पर जोर देना है। विकासशील देशों के लिए विदेशी मुद्रा दर के महत्व को बहुत अधिक जोर नहीं दिया जा सकता। उदाहरण के लिए, भारत के लिए इसका विशेष महत्व है जैसा कि अमेरिकी लोगों के लिए रोजगार का और जर्मनी के लोगों के लिए मुद्रास्फीति का महत्व है। 60 और 70 के दशक की स्मृतियों में, जबकि विदेशी मुद्रा आरक्षित निधि की अत्यधिक कमी के कारण हमें पीएल 480 का सहारा लेना पड़ा क्योंकि देश की खाद्य आवश्यकताओं को पूरा करना बहुत जरूरी था। विदेशी मुद्रा दर में कमी या वृद्धि -दोनों हम पर विपरीत असर डाल सकती हैं। विदेशी मुद्रा दर में वृद्धि होने से हमारे निर्यात को नुकसान हो सकता है और कम होने से आयात महंगे हो जाएंगे। इस बात को देखते हुए कि हमारे आयातों का बड़ा हिस्सा कच्चे तेल, खाद, पूंजीगत वस्तुओं एवं मध्यवर्ती सामान होते हैं; मुद्रा का मूल्यहास होने के कारण आयातों की लागत से हमारी वृद्धि एवं रोजगार पर नुकसान पड़ सकता है और राजकोषीय संतुलन गड़बड़ा सकता है।

11. इस पृष्ठभूमि के साथ, दो प्रश्न खड़े होते हैं जिन पर विचार किया जाने की आवश्यकता है। प्रथम, यह कैसे सुनिश्चित करें कि विदेशी मुद्रा दर स्थिर रहे और विदेशी मुद्रा बाजार में व्यवस्था बरकरार कैसे रखी जाए, जैसा कि फेमा की प्रस्तावना में कहा गया है ? दूसरा, विदेशी मुद्रा दर स्थिर रहेगी किंतु स्थायी नहीं, और इसलिए विदेशी मुद्रा बाजार में थोड़ी उतार-चढ़ाव रहेगा। इसलिए, विदेशी मुद्रा दर से प्रभावित होने वाली मदों को किस प्रकार समर्थ बनाया जाना सुनिश्चित करना होगा ताकि उतार-चढ़ाव भरे बाजार में सन्निहित जोखिमों से निपटा जा सके ?

12. मैं, पहले दूसरी समस्या का जिक्र करूंगा। जब तक भारत और दूसरे देशों के बीच मुद्रास्फीति का अंतर धनात्मक बना रहता है, तब तक दीर्घावधि में भारतीय मुद्रा का मूल्यहास होगा। हालांकि, पूंजी प्रवाह के प्रभुत्व वाले संसार में दीर्घावधि मार्ग में बहुत से महत्वपूर्ण भटकाव संभव हैं, जिनको वास्तविक प्रभावी विदेशी मुद्रा दर (आरईईआर) में सूचित किया जाता है। यह नोट किया जाना चाहिए कि वास्तविक प्रभावी विदेशी मुद्रा दर स्वयं बहुत से परिवर्तनशील कारकों और चर राशियों का फलन है और इसलिए

यह बहुत परिशुद्ध सहारा नहीं हो सकता है क्योंकि अधिक हाल की गतिविधियों को देखते हुए आधार अवधि अपना महत्व खो देती है। अमेरिकी डॉलर के मामले में भी, वास्तविक प्रभावी विदेशी मुद्रा दर द्वारा निरूपित दीर्घावधि दर में परिवर्तन 80 प्रतिशत के करीब के रहे हैं। इस तरह के उतार-चढ़ाव से उन सभी फर्मों की आय और तुलन पत्रों पर प्रभाव पड़ता है जिनके कारोबार में कमी आई है या उनके आर्थिक एक्सपोजर हों। इस समस्या के समाधान का उपागम यह है कि गहन और चलनिधि युक्त विदेशी मुद्रा व्युत्पन्नी बाजार उपलब्ध कराया जाए ताकि बाजार के प्रतिभागी उनके विदेशी मुद्रा संबंधी जोखिम को हैज (सुरक्षित) कर सकें। मैं व्युत्पन्नी बाजार के बारे में विस्तृत चर्चा अन्यत्र कर चुका हूँ और यहाँ<sup>1</sup> पर इसका विस्तृत जिक्र नहीं करना चाहता। सबसे अधिक सीधे-सादे व्युत्पन्नी वायदा संविदाएं या उनके प्रतिपक्षी, करेंसी फ्यूचर्स होते हैं जिनका शेयर बाजार में कारोबार होता है और जिनकी अदायगी सहज और सीधी होती है। इन व्युत्पन्नियों का मूल्यन काफी सहज होता है जो ब्याज दर अंतर पर आधारित होता है। बाजार के प्रतिभागी इनका प्रयोग मुख्यरूप से भविष्य की हाजिर दर (स्पॉट रेट) की संभावनाओं के आधार पर करते हैं। साधारणरूप से, यदि आपके पास प्राप्य या देय विदेशी मुद्रा हो और आप आपने विक्रय या क्रय की वायदा संविदा की हो तो आपका एक्सपोजर स्थिर होता है और आपको विदेशी मुद्रा दर की चिंता नहीं करना चाहिए। हालांकि, बाजार दर पर आधारित होने की धारणा सिर्फ लेखा बहियों तक ही सीमित नहीं है बल्कि लोगों के दिमाग पर भी धारणा काबिज है। यह अप्रत्याशित नहीं है कि कोई कपड़ा निर्माता एवं निर्यातक अपनी हैजिंग रणनीति को भविष्य की संभावनाओं के बारे में अपने स्वयं की धारणाओं पर आधारित भावी हाजिर दर के अनुसार निर्धारित करे जो फॉरवर्ड मूल्यों से अलग हो और निःसंदेह यह अक्सर किसी 'विशेषज्ञ' की राय के अनुसार होती है। जैसा कि मैंने पहले ही जिक्र किया है, अल्पावधि में विदेशी मुद्रा दर यादृच्छिक चाल का प्रदर्शन करती हैं और कल की दर का सबसे अच्छा पूर्वानुमान आज की दर होती है। मैं, 'विशेषज्ञ' की राय के बारे में सिर्फ सैम्युअलसन के इन प्रसिद्ध शब्दों का वर्णन कर सकता हूँ, 'यह साबित करने के लिए कि वालस्ट्रीट गतिविधियों का प्रारंभिक लक्षण है जो जीएनपी में अभी आने वाला है, टीकाकार यह आरोप

<sup>1</sup> 17 जनवरी 2015 को एस. पी. जैन प्रबंध एवं अनुसंधान संस्थान, मुंबई द्वारा आयोजित फाइनेंस कान्फ्लेव 2015 में श्री हारुन आर. खान, उप गवर्नर, भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा 'भारतीय व्युत्पन्नी बाजार - जोखिम संरक्षण एवं चलनिधि के बीच संतुलन कायम रखना' विषय पर दिया गया व्याख्यान।

लगाते हुए आर्थिक अध्ययनों का उद्धरण देते हैं कि बाजार की मंदी ने पिछली पांच में से चार का पूर्वानुमान व्यक्त कर दिया था। यह कम आकलन को दर्शाने वाला बयान है। वालस्ट्रीट सूचकांक ने पिछली पांच में से नौ मंदियों का पूर्वानुमान व्यक्त किया ! और इससे होने वाली गलतियां बेहत खूबसूरत थीं।'<sup>2</sup> अब, वायदा संविदा करने के पश्चात, कोई हाजिर दर के मार्ग का अन्वेषण करता है और कल्पित लाभ या हानि के बारे में जानकारी उजागर करना या पश्चाताप करना प्रारंभ करता है !

13. जोखिम से बचने (हैजिंग) का दूसरा उपाय विषम प्रकार के व्युत्पन्नी ऑप्शनों का प्रयोग करना है। हैजिंग की कार्यनीति में एक बार विषमता लाने के बाद संसार वस्तुतः असीमित हो जाता है। एक जैसे व्युत्पन्नियों के किसी भी संयोग से इस स्थिति में भी समान भुगतान करना होगा। किंतु विषम व्युत्पन्नियों के स्वयं से अथवा समान व्युत्पन्नियों से संयोग भिन्न प्रकार के जटिल भुगतानों के रूप में परिणत हो सकता है। इस तरह के जटिल उत्पाद और साथ में अनभिज्ञता को समाहित किए भविष्य के परिणाम बहुत अरुचिकर हो सकते हैं और कभी-कभी इनके कारण बाजार की स्थिरता को खतरा उत्पन्न हो सकता है।

14. इस पृष्ठभूमि के साथ, विदेशी मुद्रा व्युत्पन्नियों के विनियमन एवं विस्तार के संबंध में हम ने क्रमिक पद्धति को अपनाया है, जिसमें वैश्विक और स्थानीय समष्टि-आर्थिक वातावरण में देखी गई विशिष्ट अनिश्चितताओं को ध्यान में रखा गया है। एक तरफ, हम किसी भी संस्था को, चाहे वह निवासी हो या अनिवासी, रुपया की विदेशी मुद्रा दर में निवेश करने और तटवर्ती व्युत्पन्नियों का प्रयोग करते हुए इसकी हैजिंग करते हुए समर्थ बनाने के लिए प्रतिबद्ध हैं तो दूसरी तरफ, हम तथा कथित असाधारण सहित जटिल ऑप्शनों जैसे नए उत्पादों का प्रारंभ करने के बारे में सतर्कता बरत रहे हैं। इसका कारण उत्पादों के दुरुपयोग को रोकना है, जो या तो स्वयं के जोखिम से मेल न खाता हो या फिर सट्टे के इरादे से की जाने वाली जोखिम खरीद किए जाने का मामला हो। जैसा कि मैं इसे देखता हूँ, अनुमत व्युत्पन्नियों का संसार विस्तृत होगा और किसी व्युत्पन्नी का लेनदेन करना भी अधिक सहज होने वाला है। हालांकि, यह सब इस बात पर निर्भर करता है कि मुद्रा बाजार कितना स्थिर रहता है और इस बात पर भी दारोमदार होगा कि बाजार के प्रतिभागी कितनी

<sup>2</sup> साहन्स एंड स्टाक्स, न्यूजवीक, सितंबर 1966।

जिम्मेदारी पूर्वक बताव करते हैं। मुझे इस बात पर जोर देने की कोई आवश्यकता नहीं कि सामान्य रूप से सभी वित्तीय लेनदेन और विशेष रूप से व्युत्पन्नियों के लेनदेन में *विक्रेता सावधान* का सिद्धांत उतना ही लागू होता है जितना कि *क्रेता सावधान* का सिद्धांत लागू होता है।

### विदेशी लेनदेन का विनियमन करना : जिम्मेदारी एवं प्रतिक्रियाशीलता

15. मैं, अब पूर्व में उठाए गए प्रथम प्रश्न की चर्चा करता हूँ जो यह है कि विदेशी मुद्रा दर में स्थिरता कैसे सुनिश्चित करें। दिमाग में आने वाली स्वाभाविक प्रतिक्रिया केंद्रीय बैंक के हस्तक्षेप करने के संबंध में होती है। हालांकि, हस्तक्षेप विशेष परिस्थितियों में ही प्रयोग किया जाना चाहिए और यह नीतिगत ढांचे का हिस्सा नहीं हो सकता है। ऐसे हस्तक्षेप में लागत और विदेशी मुद्रा आरक्षित निधि में कमी आने, मौद्रिक नीतिगत ढांचे में हस्तक्षेप होने, हस्तक्षेप के परिचालनों को सुरक्षित बनाने की कीमत जैसे अन्य प्रभाव सन्निहित होते हैं जो इस बात पर निर्भर होते हैं कि हस्तक्षेप के अंतर्गत विदेशी मुद्रा की खरीद की जा रही है या उसका विक्रय किया जा रहा है। इसलिए ऐसा प्रतीत होता है कि इस संबंध में कार्यनीति कतिपय पूंजीगत नियंत्रणों और अस्थायी विदेशी मुद्रा दर के संयोग से होनी चाहिए। इस वर्ष कुछ समय पहले यह खबर आई थी कि बैंक ऑफ जापान के गवर्नर श्री कुरोडा ने चीन को 'युवान को सुरक्षित रखने के लिए मुद्रा की आरक्षित निधि बनाए रखते हुए परेशान होने के स्थान पर पूंजीगत नियंत्रण करने'<sup>3</sup> की सलाह दी थी। वैश्विक वित्तीय संकट के बाद बाहरी क्षेत्र एवं विदेशी मुद्रा बाजार की स्थिरता बनाए रखने में पूंजीगत नियंत्रण, बल्कि कहा जाए कि सक्रिय पूंजीगत खाता प्रबंध की भूमिका को सभी ने स्वीकार किया है। कतिपय अध्ययनों से पता चला है कि विशिष्ट परिस्थितियों में, विदेशी मुद्रा दर अस्थायी हो तब भी, पूंजीगत खाता प्रबंध के लिए पूंजीगत नियंत्रण के उपायों की आवश्यकता होती है। मैं, यहां पर इस उदाहरण का उल्लेख कर सकता हूँ कि उदारीकृत विप्रेषण योजना (एलआरएस) के अनुमत्य बहिर्वाहों को तथा बाह्य वाणिज्यिक उधार (ईसीबी) ढांचे

के अंतर्गत अंतर्वाह को भारतीय संदर्भ में हमने किस प्रकार से सुविचारित ढंग से निर्धारण करते आए हैं।

16. फेरा के दौर में विदेशी मुद्रा पर पूर्ण नियंत्रण होता था। न सिर्फ पूंजीगत खाते बल्कि चालू खाते से होने वाले लेनदेन भी नियंत्रण उपायों के अधीन हुआ करते थे। विदेशी मुद्रा के अत्यधिक संकट के दौरान प्रोत्साहनयुक्त खातों, इक्विटी *इत्यादि* के लिए द्वितीयक बाजार की उपलब्धता के माध्यम से विदेशों में नौकरी करने वाले अनिवासी भारतीयों के लिए पूंजीगत खातों को थोड़ा थोड़ा खोला गया। 1990 के दशक में उदारीकरण की प्रक्रिया के प्रारंभ होने के समय से पूंजीगत खाते का उत्तरोत्तर उदारीकरण हुआ है। पूंजीगत खाते की पूर्ण परिवर्तनीयता के बारे में हम लोगों ने दो अवसरों - 1997 एवं 2007 में साहसपूर्वक विचार किया। दुर्भाग्यवश, तब उत्पन्न हुई वैश्विक समष्टिगत-आर्थिक गतिविधियों के कारण पूंजीगत खाते की पूर्णपरिवर्तनीयता को लागू किए जाने की राह शुरूआती अवस्था में ही बनी रही। पूंजीगत खाते का उत्तरोत्तर उदारीकरण करने का हमारा संकल्प, पोखरण-II के बाद वैश्विक प्रतिक्रियाओं से लेकर हाल के वैश्विक वित्तीय संकट के दौर तक बेशक मजबूत बना रहा है।

17. पूंजीगत खाता के प्रबंध के प्रति हमारा दृष्टिकोण कैसा रहा है? इस मामले में एक नजरिया यह देखना है कि इससे अर्थव्यवस्था के तीन भिन्न-भिन्न हिस्से - गैर वित्तीय फर्मों एवं कारोबार, व्यक्तिगत एवं वित्तीय फर्मों इससे किस प्रकार से प्रभावित होती हैं। जहां तक पहले हिस्से का प्रश्न है, पूंजीगत खाते के अधिक खुले (उदार) होने से संसाधनों की उपलब्धता बेहतर होती है और निवेश-योग्य निधियां बेहतर प्राद्योगिकी, प्रबंधकीय प्रथाओं को लेकर आती हैं तथा उनके मूल्यांकन में सुधार होता है। पूंजीगत खाते को उदार बनाए जाने के प्रथम दिन से ही यह सुनिश्चित करने पर जोर रहा है कि किसी उदार पूंजीगत खाते के लाभों से वास्तविक क्षेत्र को वंचित न रहना पड़े। हम यह कह सकते हैं कि इसके प्रभाव से पूंजीगत खाता अधिकांश वास्तविक कारोबारी क्षेत्रों के लिए पूर्णतः खुला हुआ है। इस संबंध में पाबंदियां व्यक्तिगत एवं वित्तीय क्षेत्र पर हैं। संसाधनों की कमी वाले देश में व्यक्तियों को, विशेषरूप से अधिक निवल

<sup>3</sup> ब्लूमबर्ग - 23 जनवरी 2016

मालियत वाले व्यक्तियों को उनकी संपत्ति विदेशों में भेजना सक्षम बनाना निश्चितरूप से नीतियों के अंतर्गत कम प्राथमिकता वाला लक्ष्य है। जहां तक वित्तीय क्षेत्र का संबंध है, पाबंदियां इस आधार से उत्पन्न होती हैं कि खुली अर्थव्यवस्था में प्रणालीगत कमजोरियां इसी हिस्से से पनपती हैं।

18. पूंजीगत प्रवाह को वर्गीकरण करने के अन्य तरीके हैं जैसे कि आस्ति श्रेणी द्वारा - इक्विटी, कर्ज और अचल संपत्ति। इक्विटी और कर्ज के बीच के अंतर भी जगजाहिर है। दो वित्तीय संविदाओं का स्वरूप और निहितार्थ भिन्न-भिन्न होता है। बाह्य क्षेत्र की स्थिरता के सीमित परिप्रेक्ष्य से यह कहना पर्याप्त है कि जहां इक्विटी के रूप में पूंजीगत प्रवाह स्थिरता (सामाजिक और आर्थिक रूप से संवेदनशील क्षेत्र जहां विदेशी स्वामित्व उपयुक्त न माना जाता हो, को छोड़कर) के लिए कम चिंताजनक है, वहीं कर्ज संविदाएं फर्म और विशेष रूप से प्रणालीगत स्तर पर कहीं अधिक जोखिम पैदा कर सकती हैं। इतिहास भी इस बात का साक्षी रहा है। चाहे वह लैटिन अमेरिका अथवा पूर्व एशियाई देशों या हाल में ग्रीस रहा हो, इन देशों की वित्तीय और आर्थिक स्थिरता विदेशी मुद्रा में उधार लेने अथवा एक ऐसी मुद्रा जिस पर एक देश का नियंत्रण न होता है, पर आश्रित थीं।

19. विदेशी कर्ज संबंधी व्यवस्था विदेशी मुद्रा, जो अस्थिरता की वजह बन सकती है, में अधिक कर्ज लेने के लिए उकसाती है। ईसीबी को एक उदाहरण के लिए लेते हैं जो कि इस समय लागू है। मौजूदा ईसीबी ढांचे का विवेकसम्मत जोर रोलओवर जोखिम को कम करने और/अथवा रुपये में उधार लेने हेतु दीर्घावधि उधार का उपयोग करने पर है ताकि मुद्रा संबंधी जोखिम उधारकर्ताओं को न उठाना पड़े, जो कि विदेशी मुद्रा ऋण के जोखिम का मूल्यांकन करने की दृष्टि से खराब गुणवत्ता वाले उधारकर्ताओं को रोकने के लिए विनिमय दर, सभी प्रकार की लागत सीमा से संबद्ध आय अथवा विदेशी मुद्रा से प्राप्त आय के जरिए नैसर्गिक बचाव न रखने वाले उधारकर्ता इस प्रकार के ऋण को हतोत्साहित करते हैं, और सरकारी धन निधियां, बीमा कंपनियां और पेंशन कंपनियों जैसे दीर्घावधि ऋणदाताओं/निवेशकों से उधार लेने को प्रोत्साहित करते हैं।

20. यहां, मैं दो अंतर-संबंधित विषयों का उल्लेख करना चाहूंगा। प्रायः हम सुनते हैं कि विदेशी मुद्रा उधारियों को सस्ते वित्त-स्रोत के रूप में उल्लेख किया जाता है। क्या यह वास्तव में सस्ता होता है? एक उपयुक्त बाजार, जहां पूंजीगत खाते पर कोई प्रतिबंध नहीं है, में एक ओर पूर्ण रूप से प्रतिरक्षित विदेशी मुद्रा उधार और रुपया उधार तथा जहां उधार दीर्घकालिक है जिसमें कूपन और चुकौती उधार की समय-सीमा तक है, के बीच और दूसरी ओर, जब उधारी दीर्घावधि समय के लिए होती है जिसकी कूपन दर और चुकौती की समय-सीमा उधारी की समय-सीमा के समान होती है तथा प्रतिरक्षा की लागत और मूल्यहास की दीर्घावधि औसत दर के बीच अंतर-प्रणन (आर्बिट्रिज) का कोई अवसर नहीं होना चाहिए। इसप्रकार, जहां तक नकदी प्रवाह का संबंध है, यह बात कोई मायने नहीं रखती है कि क्या कोई भारतीय कंपनी विदेशी मुद्रा उधार अथवा रुपया उधार का उपयोग करती है। अंतर-प्रणन के अवसर जो होते हैं उनका कारण बाजार का उपयुक्त न होना और अंतर-प्रणन की अनिवार्यता का होना है। किंतु क्या विदेशी मुद्रा उधार वास्तव में सस्ती है, इस पर दीर्घावधि आंकड़ों के साथ गहन अध्ययन करने की जरूरत है। दूसरा विषय यह है कि क्या विदेशी मुद्रा उधार की प्रतिरक्षा होनी चाहिए? यह अपेक्षा की जाती है कि जिनकी आय न तो विदेशी मुद्रा में है और न ही मुद्रा दर के अनुरूप बढ़ती है, उन्हें मुद्रा मिसमैच को अनहेज्ड नहीं छोड़ना चाहिए। यद्यपि, इस बात पर बहस की जा सकती है कि हेजिंग की लागत अक्सर रुपये के दीर्घावधि मूल्यहास की दर से अधिक होती है, यह प्रश्न पूछना भी महत्वपूर्ण है कि कोई व्यक्ति अनहेज्ड बने रहने के लिए अपने ज्ञान पर विश्वास कर सकता है, आशा और विचार करते हुए कि वह मुद्रा दर चक्र के श्रेष्ठ भाग को अपनाने में सक्षम होगा अथवा विवेकसम्मत जोखिम प्रबंधन ढांचे के अनुरूप संभावित कठिनाइयों के प्रति अपने आप को सुरक्षित कर पाएगा। इस विकल्प पर बहुत ही सावधानी पूर्वक विचार किया जाना चाहिए।

21. इक्विटी के अन्य आस्ति वर्ग के मुद्दे पर मैं वापस लौटता हूँ, यह नोट करना आवश्यक है कि इक्विटी में विदेशी निवेश की प्रणाली बहुत ही अनुज्ञाप्रद है, चाहे वह विदेशी प्रत्यक्ष निवेश हो अथवा विदेशी पोर्टफोलियो निवेश। जहां तक मैं देख सकता हूँ

कि वे उच्च स्तर के दो ही प्रतिबंध हैं - (i) कई क्षेत्र जहां विदेशी निवेश की सीमा उनकी संवेदनशील प्रकृति के चलते सीमित है और (ii) पूर्वापेक्षा में, कि निर्गम अथवा प्रतिभूतियों का अंतरण उचित मूल्य पर होना चाहिए। किंतु हमेशा की तरह, बुरी बातें अक्सर विस्तार में होती हैं। स्पष्टतः निवेश इक्विटी प्रतिभूतियों में होना चाहिए। कुछ गुजांइश संकर प्रतिभूतियों - पूर्ण अथवा अनिवार्यतः परिवर्तनीय अधिमानी शेयर और डिबेंचर के जरिए प्रदान की जाती हैं। आंशिक रूप से परिवर्तनीय डिबेंचर, विकल्पतः परिवर्तनीय डिबेंचर अथवा विकल्प युक्त इक्विटी जैसी अन्य संकर प्रतिभूतियों को इक्विटी के समान नहीं माना जाता है और इसलिए विदेशी प्रत्यक्ष निवेश करने के लिए लिखत के रूप में अनुमति नहीं है।

22. विदेशी प्रत्यक्ष निवेश व्यवस्था में संरचनाओं का अधिकांश विवरण मूल्य वृद्धि कम करने के लिए इस चिंता से आता है कि एफडीआई को कर्ज के लिए छद्मावरण के रूप में प्रयोग नहीं किया जाना चाहिए। किंतु यह संरचना कितनी जटिल है! कहने का आशय यह है कि प्रत्येक निवेश अनुमान/चिंतन का कार्य है। प्रत्येक निवेश को भावी स्थितियों और नकदी प्रवाह अथवा प्रतिलाभ जो उसे प्राप्त होगा, के बारे में एक प्रत्याशा जरूर रखनी चाहिए। निवेश का प्रत्येक कार्य सामान्य जानकारी/सूचना असममित के अधीन है। इसलिए, प्रत्येक निवेश करार में संभावित स्थितियों और निवेशक अपने आप को अनिश्चितताओं और जानकारीगत समस्याओं से कैसे बचाएगा के बारे में जानकारी होनी चाहिए। इस प्रकार, सख्त शर्तों वाले (स्ट्रेटजैकेटिंग) निवेश करार अक्सर विवादयुक्त परिणाम देते हैं अथवा बड़े खराब परिणाम देते हैं, निवेश की अधिक जरूरत सामाजिक रूप से उपयोग क्षेत्र से नहीं आ पाती है। यहां, मैं कुछ ऐसे मामलों का संदर्भ लेता हूँ जहां संकर लिखतों (उदाहरण के लिए विकल्पतः परिवर्तनीय अधिमानी शेयर) को इस विकल्प के साथ जारी किया गया है कि पूर्व निर्धारित प्राप्त-लक्ष्य उन पर लागू नहीं है। यह जरूरी बन गया है क्योंकि अनेक निवेशकों की निवेश रणनीति (उदाहरण के लिए निजी इक्विटी) अक्सर भिन्न-भिन्न होती है और निश्चित प्रतिलाभ के बिना कतिपय परिस्थितियों के तहत संगत निर्गम विकल्प की आवश्यकता है।

23. फेमा को जिस तरह से संरचित किया गया है उससे यह समस्या और बढ़ गई है। मौजूदा चालू खाता लेनदेनों के मामले के विपरीत, जहां नियम यह है कि प्रत्येक चीज, जो विशेष रूप से निषिद्ध न हो, के लिए अनुमति है, पूंजीगत खाते के लेनदेनों के मामले में, नियम यह है कि केवल उसी की अनुमति नहीं है, जो निषिद्ध है। इस वजह से नियम बनाने की बहुत आवश्यकता है, कदाचित निवेश और कारोबार उनके अनुभव की सीमाओं तक सीमित है। जिस तरह से कारोबार किया जाता है कि हमेशा उद्विकासी रहा है और इसके साथ चलने के लिए विनियामकों के लिए कठिन कार्य है। इस नियम पर पुनः विचार करने और चालू और पूंजी खातों के लेनदेनों के लिए विनियामकीय दृष्टिकोण को समरूप बनाने के लिए एक बहुत अच्छा मामला है। भले ही, हम पूंजी खाते को और अधिक उदार बना दें, किंतु प्रतिबंध इसे संकुचित कर देते हैं और विनियामक संरचना तभी आसान होगी जब यह उल्लेख होगा कि क्या निषिद्ध है न कि किस बात की अनुमति है।

24. जैसे-जैसे विनियमों को कहीं अधिक उदार और युक्तिसंगत बना रहे हैं, वैसे-वैसे बीते समय में कई बेचैन करने वाली गतिविधियां हुई हैं - भारत को तदनुसूची आयात के बिना आयात के लिए अग्रिम विप्रेषण, लंबे समय से निर्यात कार्यान्वित हुए बिना निर्यात के लिए अग्रिम की प्राप्ति और हाल ही में तथाकथित 'पनामा पेपर्स' का खुलासा। पनामा पेपर्स के मामले में, रिपोर्ट के आधार पर यह शंका व्यक्त की गई कि कई भारतीय व्यक्ति गैर कानूनी रूप से विदेश में राशि रखने के कारोबार में संलिप्त पाए गए हैं। इस बात की जांच की जा रही है और स्थिति का मूल्यांकन तभी किया जा सकता है जब इसके बारे में सारी जानकारी उपलब्ध हो। वह प्रश्न जो हमें परेशान करता है वह यह है कि क्या इन गतिविधियों के प्रकट न होने से सीमा-पार लेनदेनों को नियंत्रित करने वाले हमारा दृष्टिकोण प्रभावित होना चाहिए।

25. इस विषय पर मैं वित्त मंत्री यशवंत सिन्हा द्वारा विदेशी मुद्रा प्रबंध विधेयक पर चर्चा के दौरान जवाब देते हुए 19 नवंबर 1999 को लोक सभा में कही हुई बात का उल्लेख करना चाहूंगा -

‘इस कानून के जरिए हम जो करने की कोशिश कर रहे हैं, वह यह कि बदलावों जो चालू खाते के संबंध में उदारीकरण के परिणाम के रूप में हुए हैं, के समरूप विदेशी मुद्रा के समस्त प्रबंध को लाना है। मैं इस बात को पूरी तरह से खंडन करता हूँ कि यह कानून कालाबाजारी करने वालों, काला धन परिचालकों अथवा हवाला परिचालकों की मदद करने जा रहा है। यह इस सदन के सदस्यों के एक भाग की कल्पना की मंनगदंत कहानी है और जैसा कि मैंने कहा है कि मैं इसका पूरी तरह से खंडन करता हूँ। ऐसा एक नई स्थिति होने के संबंध है जो विदेशी मुद्रा प्रबंधन के उदारीकरण का परिणाम के रूप में आयी है और यह अधिनियम मात्र उस प्रबंधन को सूकर बनाएगा। यही कारण है कि हम इन कानून को लागू कर रहे हैं। हमने धन-शोधन निवारण विधेयक को पहले ही लागू कर चुके हैं। मैं सुझाव देना चाहूंगा कि दोनों को साथ में ही विचार किया जाना चाहिए क्योंकि ये उन सभी प्रकार की समस्याओं को कवर करता है जो कानून के इन दो भागों में शामिल हैं।’

26. अक्सर फेमा के उल्लंघन की बात आती है जो कि कर चोरी अथवा धन-शोधन से संबंधित मामलों से जुड़े होते हैं। मैं कर ढांचे और धन-शोधन कानूनों तहत इन त्रुटियों पर प्रकाश डालना चाहूंगा। यह किसी का मामला नहीं है कि गलती करने वाले लोगों को दंड न दिया जाए; बल्कि दंड शीघ्र और ऐसा दिया जाए कि एक उदाहरण हो। मैं यहां इस बात पर जोर देने का प्रयास कर रहा हूँ कि यह सीमापार लेनदेनों के संबंध में हमारी जानकारी को प्रभावित न सके और फेरा के पूर्वग्रह छोड़कर हमारा विनियामक दृष्टिकोण बन सके। आखिरकार, ऐसे देश जहां, विदेशी मुद्रा संबंधी कानूनों में इस प्रकार त्रुटियां नहीं हैं और वे इनसे प्रभावशाली तरीके से निपटते हैं। फेरा प्रणाली पर वापसी हेतु संभावित प्रयासों को नकारने का एक मामला है। वास्तव में, विदेशी मुद्रा का संग्रह करने, सूचनाओं को एकत्र करने और साक्षात् करने में प्राधिकृत व्यापारियों को इसमें मदद मिलेगी ताकि यह सुनिश्चित किया जा सके कि विनियामक उद्देश्य पर किसी भी स्थिति में समझौता नहीं किया गया है।

27. रुपये के अंतरराष्ट्रीयकरण पर आगे बढ़ते हुए इस तथ्य की पहचान करना है जो कि आज के इस सम्मेलन के विषयों में एक विषय है। हाल के समय में, अकादमिक जगत और बाजार सहभागियों के बीच चर्चा में यह विषय बहुत ही रोमांचक विषय रहा है। वर्ष 2012<sup>4</sup> में जुरिच में आयोजित एफईडीएआई के वार्षिक सम्मेलन में, पीटर केनन द्वारा किए गए उल्लेख के अनुसार किसी मुद्रा का अंतरराष्ट्रीयकरण करने के लिए सात पूर्वआवश्यकताओं को ध्यान में रखते हुए मैंने इस संबंध में विस्तार से उल्लेख किया था। वास्तव में अंतरराष्ट्रीयकरण की गति और तारतम्य से संबंधित मुद्दे, यहां की इसकी परिभाषा और वांछनीयता पर खूब सवाल खड़े किए गए। मैं यह जरूर उल्लेख करना चाहूंगा कि रुपया एक मायने में 60 के दशक तक अंतरराष्ट्रीय मुद्रा थी और यहां तक की अफ्रीका और खाड़ी में एक वैध मुद्रा थी। ये नियत विनियम दर के ब्रेटन वूड्स के दिनों की बात है और रुपया स्टर्लिंग से जुड़ा था। मुद्रा में 25 वर्षों की निरंकुशता के बाद 90 के दशक में एक रियायती विनियम दर प्रणाली, चालू खाते पर पूर्ण परिवर्तनीयता और पूंजी खाते के लिए धीरे-धीरे इनकी अनुमति देना, देखी गई। आज, वैश्विक आस्तियों की धारिता जिसमें आधिकारिक भंडार शामिल हैं और भारतीय आस्तियों की वैश्विक धारिता बहुत अधिक है। भारत में विकास की बहुत अधिक संभावना है और यहां तक संपूर्ण संसार में धीमी वृद्धि में भारत में अधिक तेजी से वृद्धि जारी है। निश्चित रूप से संसार इस अस्तव्यवस्तता का हिस्सा रखना चाहता है और भारतीय आस्तियां मूल्यवान और आकर्षक बनी रहना जारी है। किंतु इससे भारतीय रुपये की अस्थिरता का जोखिम होगा और इस जोखिम के लिए हेजिंग की आवश्यकता होगी। इस आवश्यकता का समाधान करने के लिए एनडीएफ बाजार अस्तित्व में आए थे और इसके लिए लगातार प्रयास किए जा रहे हैं। इस समस्या का

<sup>4</sup> भारतीय विदेशी मुद्रा व्यापारी संघ (फेडाई) के 7वें वार्षिक सम्मेलन, जुरिच में 5 अप्रैल 2012 को भारतीय रिजर्व बैंक के उपगवर्नर श्री हारुन आर. खान द्वारा ‘फेडाई पर विचार विदेशी बाजार और भारतीय रुपए’ विषय पर दिया गया भाषण।



समाधान करने का सही दृष्टिकोण एनडीएफ बाजार और इसकी सहभागिता के प्रति संबंधित आक्षेपों में शामिल होना नहीं है बल्कि उन्हें, जिन्हें जायज रुपया एक्सपोजर है, के लिए घरेलू तटवर्ती बाजार की पहुंच बढ़ाकर वास्तविक आवश्यकता का समाधान किया जाए। इस दिशा में अनेक उपाय किए गए हैं और उनके निकट भविष्य में किए जाएंगे।

28. एक मायने में, रुपया का अंतरराष्ट्रीयकरण एक गतिविधि न होकर एक प्रक्रिया है। इस प्रक्रिया की गति इस बात पर निर्भर करती है कि कितनी तेजी से पूंजी खाते खोले जाते हैं जो परिणामस्वरूप मौजूदा समष्टिआर्थिक स्थितियों और वित्तीय स्थिरता की चिंताओं पर निर्भर करते हैं। एक आदेश जारी करने के साथ रुपया एक अंतरराष्ट्रीय मुद्रा नहीं बन सकती है। अपने समय में पाउंड स्टर्लिंग अथवा आज अमरीकी डॉलर ने आज की प्रधान/अग्रेणी अंतरराष्ट्रीय मुद्रा का स्तर प्राप्त किया है क्योंकि इसका कारण उनकी अर्थव्यवस्था और उनकी वित्तीय बाजार की अंतर्निहित शक्ति है और न कि कोई प्रशासनिक दावा है। रिजर्व मुद्रा और पूंजीगत खाते की परिवर्तनीयता का उच्च स्तर प्राप्त करने के रूप में व्यापार और अन्य सीमापार लेनदेनों में उनकी स्वीकार्यता के संबंध में भारतीय रुपये का अधिक अंतरराष्ट्रीयकरण के लिए आवश्यक स्थितियां समष्टि-आर्थिक स्थिरता और एक सघन और तरल वित्तीय बाजार रखने को सुनिश्चित करेंगी। इस बीच में, व्यापार मूल्यवर्ग और निपटान, विशेष रूप से हमारे पड़ोसी देशों के साथ जहां अंतर-क्षेत्रीय व्यापार बहुत कम है, में भारतीय रुपया का प्रयोग करने के लिए किए गए उपाय और योजित उपायों को आगे किया जाना चाहिए और उनके बढ़ते पूंजीगत खाते एक्सपोजर, जिसमें बहु-पक्षीय संस्थाओं और भारतीय कंपनियों द्वारा जारी अपतटीय रुपया बांड शामिल हैं, के लिए सभी अनिवासी संस्थाओं के तटवर्ती हेजिंग के लिए सभी सुविधाओं को भी आगे सरल बनाना चाहिए।

## समापन विचार

29. अब जब मैं एक लंबे अभियान के बाद इसे छोड़ने को तैयार हूँ, तो भावना और मनोभाव के अनेक रूप मेरे समक्ष मौजूद हैं। मैं देश के केंद्रीय बैंक और इसकी वित्तीय प्रणाली से लगभग चार दशकों से जुड़ा रहा हूँ। इस आधुनिक समय में यह बहुत ही लंबा समय है। जब मैंने रिजर्व बैंक से जुड़ा था जब संपूर्ण विश्व में महत्वपूर्ण घटनाएं घट रही थीं। ब्रेटन वूड्स प्रणाली विफल हो गई थी, यही दशा स्मिथसोनियन करार की भी हुई थी। जनवरी 1976 के जमैका करार का अनुसरण करते हुए लचीली विनियम दर प्रणाली आधिकारिक रूप से पृष्ठांकित की गई थी। यूरोपीय विनियम दर प्रणाली को स्वीकार किया जा रहा था और दो दशक बाद एकल मुद्रा समाप्त करने के लिए 1979 में प्रारंभ की गई होगी।

30. 1973 में अधिनियमित 'सख्त' कानून फेरा और 1974 में सीओएफईपीओएसए उनके निवारक उच्च स्तर थे, हम प्रतिकूल समय से उभरे थे। हरित क्रांति की शुरुआत हो गई थी जिससे खाद्यान्नों के आयात के लिए हमारे बीओपी पर दबाव कम हुआ था और प्रवासियों से विप्रेषण में काफी बढ़ोतरी हुई थी, इन दोनों वजहों से हमारे बाह्य क्षेत्र का प्रबंध आसान हो गया था। तब से उतार-चढ़ाव के बावजूद हमारा बाह्य क्षेत्र से संबंधित प्रबंधन मजबूत हुआ है जिससे वृद्धि और विकास की हमारे इच्छा को बढ़ा दिया है। यद्यपि बहुत किया जाना है, किंतु, उपलब्धियों का मजाक उठाना नहीं है। एक आंकड़े का उल्लेख करना चाहूंगा, जन्म से समय जीवल प्रत्याशा 1960 में 41 वर्ष थी, 1978 में 54 वर्ष और नवीनतम आंकड़ों के अनुसार अब लगभग 70 वर्ष हो गई है।

31. एक व्यावसायिक वित्तीय क्षेत्र किसी विकसित आधुनिक समाज का एक अपरिहार्य अंग है। वित्तीय क्षेत्र के विकास की उचित प्रक्रिया में, यह शेष संसार के साथ सतत एकीकरण को

चोटी पर पहुंचाता है। इस बीच, यह जिम्मेदारी विनियामक की है कि वह इस प्रक्रिया को बिना अवरोध और सुलभ तरीके से आगे बढ़ाए। मुझे आशा है कि हमने काफी हद तक इसे प्राप्त कर लिया है और उस प्रक्रिया में थोड़ी भूमिका निभाने का अवसर पाकर मैं व्यक्तिगत रूप से खुश हूँ और हमें गर्व है। अब हम कहीं अधिक विकसित अर्थव्यवस्था और उन्नत समाज से गुजर रहे हैं। जैसा कि प्रधानमंत्री ने अमरीकी संसद को संबोधित करते हुए वाल्ट विटमैन की पंक्तियों को उद्धृत किया गया था- ऑकैस्ट्रा ने अपने

उपकरणों को अच्छी तरह से प्रशिक्षित किया है, बैटन/छड़ी से संकेत दे दिया है, और एक नया प्रकार का संगीत आ गया है, मैं जिम्मेदारियों के बोझ से मुक्त होने पर बाहर बैठ कर आराम से संगीत का मजा ले सकता हूँ।

32. मैं इस सम्मेलन की सफलता की कामना करता हूँ और सभी सहभागियों को शुभकामनाएं देता हूँ।

धन्यवाद।