

6.1 वर्ष 1971 में ब्रेटेनवुड प्रणाली असफल हो जाने के बाद पूरे विश्व में विदेशी मुद्रा बाज़ार का परिचालन बड़े पैमाने पर शुरू हुआ और अनेक देशों में इसी समय से अस्थिर विनिमय दर के दौर की शुरुआत हुई। पिछले कई वर्षों में विदेशी मुद्रा बाज़ार विश्व के सबसे बड़े बाज़ार के रूप में उभरा है। 1990 के दशक में अनेक उभरते बाज़ारों की नीतियों में प्रत्यक्ष परिवर्तन हुए हैं, जिसमें उन्होंने नए उत्पादों और नए लिखतों के मद्देनज़र अपने वित्तीय बाज़ारों को नई दिशा की ओर मोड़ दिया, संस्थागत एवं बाज़ार की बुनियादी सुविधाओं का विकास किया तथा उदार परिचालन ढांचे के अनुसार विनियामक ढांचे को समरूप बनाया। इस बदलती हुई रूपरेखा से जो तसवीर उभरी वह थी विदेशी मुद्रा बाज़ार का तेजी से विस्तार जिसमें सहभागियों की संख्या तथा लेनदेन की मात्रा बढ़ी, लेनदेन की लागत में कमी आई तथा जोखिम अंतरण के तरीके और भी कुशल हुए।

6.2 भारत में विदेशी मुद्रा बाज़ार का प्रारंभ वर्ष 1978 से हुआ जब बैंकों को विदेशी मुद्रा में आंतर-दिवसीय कारोबार करने की अनुमति दी गई। किंतु, 1990 के दशक में भारतीय विदेशी मुद्रा बाज़ार में युगांतरकारी परिवर्तन हुआ और साथ ही भारत में मुद्रा के दौर में भी तब्दीली आई। भुगतान संतुलन से संबंधित उच्च स्तरीय समिति (अध्यक्ष : डॉ. सी. रंगराजन) की सिफारिशों के अनुपालन रूपया विनिमय दर, जो पूर्व में नियंत्रित हुआ करती थी, को मार्च 1992 में आंशिक रूप से और मार्च 1993 में पूर्ण रूप से अस्थिर बनाया गया। विनिमय दर के एकीकरण की प्रक्रिया, रुपये की बाज़ार द्वारा निर्धारित विनिमय दर को विकसित करने में सहायक रही और यह चालू खाता परिवर्तनीयता, जिसे अगस्त 1994 में प्राप्त किया गया, की दिशा में हुई प्रगति का एक महत्वपूर्ण कदम था।

6.3 विदेशी मुद्रा बाज़ार से संबंधित विशेषज्ञ दल (अध्यक्ष : श्री ओ.पी. सोढानी) के गठन से भारत में विदेशी मुद्रा बाज़ार के विकास को और भी प्रोत्साहन मिला। दल ने अपनी रिपोर्ट जून 1995 में प्रस्तुत की। इस दल ने भारतीय विदेशी मुद्रा बाज़ार को और भी गहन एवं विस्तृत बनाने के लिए अनेक सिफारिशें कीं। फलस्वरूप, जनवरी 1996 से भारतीय विदेशी मुद्रा बाज़ार में बड़े पैमाने पर सुधार किए गए। लगभग एक दशक के बाद, विदेशी मुद्रा बाज़ार से संबंधित एक आंतरिक तकनीकी दल (2005) का गठन किया गया जिसका कार्य रिजर्व बैंक द्वारा किए गए उपायों की व्यापक समीक्षा करना तथा मध्यकालिक ढांचे में प्रतिबंधों के उन क्षेत्रों का पता लगाना

था जिन्हें और उदार बनाया जा सके अथवा उनमें और अधिक छूट दी जा सके।

6.4 पिछले कुछ वर्षों में विकास की जो गति रही है उससे यह दिखाई देता है कि बैंकों की जोखिम-वहन करने की क्षमता बढ़ी है तथा विदेशी मुद्रा व्यापार की मात्रा बढ़ी है एवं मार्जिन में कमी हुई है। विदेशी मुद्रा बाज़ार में गहनता आ गई है (रेड्डी, 2005)। विदेशी मुद्रा बाज़ार की परिस्थितियां भी सामान्य रूप से नियंत्रित रहीं (रेड्डी, 2006 सी)। जहां किसी भी देश के लिए यह संभव नहीं था कि वह अंतरराष्ट्रीय बाज़ार की गतिविधियों से प्रभावित न हो, वहीं भारत निरंतर निगरानी रखते हुए और समय पर कार्रवाई करते हुए एशियाई संकट के पसरते प्रभाव को न्यूनतम बनाए रखने में सक्षम रहा, साथ ही व्यापक स्तर पर सट्टेबाजी की स्थिति को रोकने के लिए आवश्यकतानुसार सुदृढ़ मौद्रिक उपायों का भी सहारा लिया गया (मोहन, 2006 ए)।

6.5 उपर्युक्त परिदृश्य में यह अध्याय विदेशी मुद्रा बाज़ार के विकास में केंद्रीय बैंक की भूमिका का विश्लेषण प्रस्तुत करता है। भाग I में उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं में अपनायी जा रही विभिन्न विनिमय दर व्यवस्था की संक्षिप्त समीक्षा प्रस्तुत की गई है। भाग II इस बात की खोज प्रस्तुत करता है कि आजादी के बाद की अवधि में नियंत्रित से हटकर बाज़ार द्वारा निर्धारित दर की ओर भारत की विनिमय दर में जो परिवर्तन हुआ, उसके अनुरूप भारत के विदेशी मुद्रा विनिमय बाज़ार का विकास-क्रम कैसा रहा है। विदेशी मुद्रा बाज़ार को बाज़ार द्वारा निर्धारित ढांचे के अंतर्गत विकसित करने के लिए रिजर्व बैंक और भारत सरकार द्वारा की गई विभिन्न विनियामक एवं नीतिगत पहल पर भी प्रकाश डाला गया है। भाग III में भारत में वर्तमान विदेशी मुद्रा बाज़ार के ढांचे का विस्तृत परिदृश्य प्रस्तुत किया गया है। इसमें बाज़ार की उपलब्ध मूलभूत सुविधाओं जैसे बाज़ार के खिलाड़ी, कारोबारी प्लेटफार्म, लिखत और निपटान प्रणाली का भी विश्लेषण किया गया है। भाग IV में भारतीय विदेशी मुद्रा बाज़ार की चलनिधि और कार्य-क्षमता के निष्पादन का मूल्यांकन किया गया है। इस भाग में देशी और विदेशी दोनों बाज़ारों के टर्नओवर में वृद्धि को दिखाया गया है। वायदा प्रीमिया का व्यवहार, बोली-मांग का स्प्रेड तथा बाज़ार टर्नओवर का मूल्यांकन करने के लिए अनुभवजन्य अभ्यास भी किए गए हैं। बाज़ार स्वरूप की रूपरेखा प्रस्तुत करने के बाद, भाग V में 1990 के दशक के प्रारंभ से भारतीय विदेशी मुद्रा बाज़ार की यात्रा, विशेष रूप से अधिक उछाल वाली अवधि तथा प्राधिकारियों द्वारा उसके प्रबंधन पर चर्चा की गई है। विदेशी मुद्रा बाज़ार में उतार-चढ़ाव को नियंत्रित करने

के लिए केंद्रीय बैंक का हस्तक्षेप महत्वपूर्ण तत्व है, अतः बाजार द्वारा निर्धारित विनिमय दर और खुली पूंजीगत व्यवस्था में इसकी आवश्यकता और प्रभावीपन की व्याख्या भाग VI में की गई है। भाग VII में विदेशी मुद्रा बाजार में और अधिक गहनता लाने की दृष्टि से कतिपय सुझाव दिए गए हैं ताकि वह एकीकृत विश्व की चुनौतियों का सामना कर सके। भाग VIII में चर्चाओं का समापन प्रस्तुत किया गया।

I. उभरते बाजारों में विनिमय दर व्यवस्था

6.6 विदेशी मुद्रा बाजार को नियंत्रित करने वाला विनियामक ढांचा तथा बाजार सहभागियों को प्राप्त परिचालनगत आजादी, काफी हद तक अर्थव्यवस्था द्वारा अपनाई जाने वाली विनिमय दर व्यवस्था से प्रभावित होते हैं। अतः, इस भाग में हम विनिमय दर की उस व्यवस्था की चर्चा करेंगे जिसे उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने 1990 के दशक में अपनाया था।

6.7 1990 के दशक में पूंजी प्रवाह का जो अनुभव रहा है उसका उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं द्वारा हाल के वर्षों में अपनाई गई विनिमय दर व्यवस्था पर महत्वपूर्ण प्रभाव रहा है। जोर आधारगत समाधान पर था - निश्चित मात्रा का पक्षक करेंसी बोर्ड जिसमें मौद्रिक नीति की स्वतंत्रता न हो अथवा मुक्त अस्थिर विनिमय दर जिसमें मौद्रिक नीति का विवेकपूर्ण परिचालन हो - का खास तौर से समापन होता गया। जो रुझान था वह स्पष्ट रूप से मध्यवर्ती व्यवस्था के पक्ष में था जिसमें देश-विशेष की विशेषताओं और विनिमय दर के स्तर के लिए कोई निश्चित लक्ष्य नहीं था।

6.8 हाल के वर्षों में मौद्रिक नीति के प्रचालन की महत्वपूर्ण विशेषता यह थी कि विदेशी मुद्रा बाजार में केंद्रीय बैंक का स्वतः अथवा सरकारी क्षेत्र की संस्थाओं की ओर से हस्तक्षेप होता रहा ताकि बाजार की स्थिति को नियंत्रित रखा जा सके और बाजार की अत्यधिक अस्थिरता को रोका जा सके (बॉक्स VI.1)। इसके अलावा, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने सामान्य रूप से विदेशी मुद्रा का भंडार इसलिए बढ़ाया ताकि वे उसका इस्तेमाल आघातों की स्थिति में बीमा के रूप में कर सकें। यह ऐसी ही रणनीतियों का समूहन है जो नियत विनिमय दर, खुला पूंजीगत खाता और स्वतंत्र मौद्रिक नीति जैसे असंभव त्रयक के माध्यम से मौद्रिक प्राधिकारियों का मार्गदर्शन कर सके (मोहन, 2003)। विदेशी मुद्रा बाजार से संबंधित उपयुक्त नीतियों पर बहस अब सामान्यतया इन स्वीकार्य मतों पर होती रही है : (i) विनिमय दर लचीली होनी चाहिए न कि नियत अथवा नियंत्रित; (ii) अनेक उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लिए यह आवश्यक बन गया है कि वे यदि दरों में अल्पकाल में घट-बढ़ असंतुलित तरीके से होती है, तो वे उसमें हस्तक्षेप कर सकें अथवा विनिमय दर को नियंत्रित कर सकें; तथा (iii) विदेशी मुद्रा भंडार इतना होना चाहिए कि वह पूंजी प्रवाह में उतार-चढ़ाव और चलनिधि संबंधी जोखिम के लिए पर्याप्त हो सके (जालान, 2003)।

6.9 मोटे तौर पर, पूरे विश्व में मुख्य श्रेणियों में विदेशी मुद्रा दर व्यवस्था का समग्र वितरण वर्ष 2001-06 के बीच कमोबेश स्थिर रहा है, हालांकि कुछ देशों में यह प्रवृत्ति रही है कि उन्होंने एक से दूसरी दर अथवा विनिमय व्यवस्था के भीतर रहकर परिवर्तन किए हैं (सारणी 6.1)। अप्रैल 2006 के अंत तक विदेशी मुद्रा दर के सहज नियंत्रण (60 देश) अथवा कठोर नियंत्रण (48 देश) की तुलना में अस्थिर विनिमय दरों का दौर रहा है (कुल 79 देश जिसमें से 53 में नियंत्रित अस्थिर दरें तथा 26 में स्वतंत्र अस्थिर दरें) (प्रदर्श VI.1)। विश्व के सभी भागों में नियंत्रित अस्थिर दरें पाई गई हैं, जबकि मध्यपूर्व, उत्तरी अफ्रीका और एशिया के कुछ भागों में परंपरागत नियत नियंत्रित दर रही है। दूसरी ओर, यूरोप, उप-सहारा अफ्रीका (सीएफए क्षेत्र) और छोटे द्वीप वाली अर्थव्यवस्थाओं (उदाहरणार्थ - पूर्वी कैरिबियन में) में प्रमुख रूप से दरें कठोर नियंत्रित रही हैं। जहां पिछले चार वर्षों में 20 देश सहज दर से अस्थिर दर व्यवस्था की ओर मुड़ गए हैं वहीं इसके विपरीत इतनी ही संख्या में अन्य देशों ने सहज नियंत्रित विनिमय दर का पक्ष लेते हुए अस्थिर दर व्यवस्था को त्याग दिया है।

6.10 सहज दर और अस्थिर दर व्यवस्था के बीच हुए पर्याप्त उतार-चढ़ाव से ज्ञात होता है कि यह आवश्यक नहीं है कि अस्थिर दर व्यवस्था ही टिकाऊ स्थिति हो, खासकर न्यूनतम और मध्य-आय वर्ग के देशों में, जबकि उच्च-आय वाली अर्थव्यवस्थाओं में नियंत्रित अस्थिर एवं नियंत्रित व्यवस्था के बीच काफी परिवर्तन होता रहा है। थोड़े से समय के लिए अस्थिर दर व्यवस्था में रहने के बाद देशों ने जिस तेजी से नियंत्रित दर को अपनाया है, उससे पता चलता है कि बहुत से देशों को अस्थिर दर के कारण संस्थागत और परिचालनगत बाध्यताओं का सामना करना पड़ रहा है। इधर हाल की अवधि में कठोर दर व्यवस्था के प्रति रुझान काफी तीव्र हुआ है क्योंकि इससे अनेक देशों में बाहरी मांग एवं पूंजी का प्रवाह काफी रहा है। अन्य उल्लेखनीय प्रवृत्ति यह रही कि करेंसी बास्केट व्यवस्था से देश हटे हैं, और कठोर नियंत्रित एवं सहज नियंत्रित दर व्यवस्था वाले देशों के पास डालर ही वैकल्पिक करेंसी रहा है। डालर दर का एक-तिहाई कठोर और शेष सहज नियंत्रित दर कहलाता है। सहज दर वाले देशों में अमरीकी डालर का विकल्प लेना यह दर्शाता है कि इनवाइस करेंसी के रूप में उसका महत्व बना हुआ है तथा अमरीका एवं अन्य ऐसे देशों के साथ भारी मात्रा में कारोबार हो रहा है जो अमरीकी डालर को नियंत्रित कर रहे हैं। यूरो दूसरे नंबर की अत्यधिक महत्वपूर्ण करेंसी है और यूरोप के राष्ट्रों एवं अफ्रीका के सीएफए फ्रैंक क्षेत्र में विनिमय दर की स्थिरक करेंसी के रूप में प्रयुक्त होगी।

6.11 पिछले 15 वर्षों में उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में आमतौर पर लचीली विनिमय दर व्यवस्था अपनाने की प्रवृत्ति रही है (सारणी 6.2)। उभरते हुए एशिया में, इस बात पर काफी हद तक सहमति है कि कई एशियाई देशों द्वारा परिचालित सहज अमरीकी डालर दर का

बॉक्स VI.1

विनिमय दर प्रणाली तथा उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति

आर्थिक साहित्य से यह ज्ञात होता है कि समेकित स्तर पर, उभरते बाजार वाले राष्ट्रों में अधिक लचीली विनिमय दर प्रणाली अपनाए जाने के साथ साथ वहां मौद्रिक नीति की स्वतंत्रता भी अधिक रही है। उभरते बाजार वाले राष्ट्र जिसमें विनिमय दर को स्थिर रखा गया वे सामान्यतया नियंत्रित (पेगड) प्रणाली से जुड़े रहे हैं। यहां पर, विनिमय दर मौद्रिक नीति की एक सांकेतिक स्थिरक अथवा मध्यावर्ती लक्ष्य के रूप में कार्य करती है। लगभग 27 प्रतिशत उभरते बाजार वाले राष्ट्रों ने विनिमय दर स्थिरक का उपयोग अप्रैल 2006 के अंत में किया था (सारणी)। जब कीमत की स्थिरता प्राप्त करने के लिए विनिमय दर को सीधे लक्ष्य किया जाता है, तो अंतर-बैंक ब्याज दरों को पूरी तरह से समायोजित करते हुए हस्तक्षेप की क्रिया को सफल बनाया जाता है। सिंगापुर में, जहां विनिमय दर के लिए लक्ष्य-बैंड अपनाया जाता है जो प्रमुख मौद्रिक नीति उपकरण है, वहीं केंद्रीय बैंक द्वारा हस्तक्षेप प्रक्रिया को निष्क्रिय बनाने का निर्णय घरेलू बाजार¹ की स्थितियों को ध्यान में रखकर लिया जाता है।

अन्य प्रणालियों में, जिनमें विनिमय दर मौद्रिक नीति की स्थिरक (ऍंकर) नहीं है, उनमें हस्तक्षेप के ऐसे चलनिधीय प्रभाव से सामान्यतया परहेज किया जाता है जो मौद्रिक स्थितियों को परिवर्तित कर देते हैं। विदेशी मुद्रा संबंधी अधिकांश कार्य स्टेरिलाइज्ड होते हैं। हस्तक्षेप प्रक्रिया का इस्तेमाल मौद्रिक नीति में परिवर्तन करते हुए उसके समन्वय से भी किया जा सकता है, जिसमें युक्ति प्रयोजन से मौद्रिक नीति को अधिक स्थान दिया जाए। उदाहरण के लिए जहां मौद्रिक नीति में परिवर्तन अप्रत्याशित हो, वहीं अचानक परिवर्तन से बाजार का विश्वास समाप्त हो सकता है अथवा बाजार को अस्थिर बना सकता है। हस्तक्षेप प्रक्रिया, बाजार के अचानक परिवर्तन से होने वाली लागत को न्यूनतम कर सकती है, जो मौद्रिक नीति को और अधिक क्षमता के साथ बाजार की प्रत्याशाओं से भी आगे रखती है।

लगभग 17 प्रतिशत उभरते बाजार वाले राष्ट्रों ने मौद्रिक समुच्चय लक्ष्य को अपनाया है, जिनमें से अधिकांश नियंत्रित अस्थिर विनिमय दर प्रणाली से जुड़े रहे हैं। मौद्रिक समुच्चय लक्ष्य के अंतर्गत, मौद्रिक प्राधिकारी मौद्रिक समुच्चय (आरक्षित मुद्रा, एम₁, एम₂ आदि) हेतु लक्ष्य की गई वृद्धि दर को प्राप्त करने के लिए अपने उपकरणों का प्रयोग करता है, तथा लक्ष्य किया गया समुच्चय मौद्रिक नीति का सांकेतिक ऍंकर अथवा तात्कालिक लक्ष्य बन जाता है।

लगभग 43 प्रतिशत उभरते बाजार वाले राष्ट्रों ने मुद्रास्फीतिगत लक्ष्य को अपनी मौद्रिक नीति प्रणाली के रूप अपनाया है, जिसमें ब्याज दरों में परिवर्तन करना मौद्रिक नीति का प्रमुख उपकरण है। मुद्रास्फीति के लिए लक्ष्य निर्धारण में मुद्रास्फीति की अंकों में लक्ष्य की मध्यावधि सार्वजनिक घोषणा की जाती है

¹ विनिमय दर प्रणाली से संबंधित ईएमईएपी अध्ययन, जून 2001।

सारणी : मौद्रिक नीतिगत ढांचा - अप्रैल 2006

विनिमय दर स्थिरक (ऍंकर)	मौद्रिक समुच्चय लक्ष्य	मुद्रास्फीति लक्ष्य
बुल्गारिया	अर्जेंटीना	ब्राजील
इक्वेडोर	चीन	चिले
मिस्र	इंडोनेशिया	कोलंबिया
हांगकांग	ट्यूनीशिया	चेक रिपब्लिक
मलेशिया	उरुगुवे	हंगरी
वेनेजुएला		कोरिया
मोरोक्को		मेक्सिको
हंगरी		पेरु
		फिलीपीन्स
		पोलैंड
		दक्षिण अफ्रीका
		थाइलैंड
		टर्की

स्रोत : विनिमय व्यवस्था और विनिमय प्रतिबंध से संबंधित वार्षिक रिपोर्ट, 2006, अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष

जिसमें मौद्रिक प्राधिकारी द्वारा इन लक्ष्यों को प्राप्त करने की संस्थागत वचनबद्धता होती है। यहां, हस्तक्षेप करना तब महत्वपूर्ण हो जाता है जब विनिमय दर में उतार-चढ़ाव आर्थिक आधारभूत ढांचे के अनुरूप न हो और मुद्रास्फीति को लक्ष्य-सीमा के बाहर धकेल देने का संकट खड़ा कर दे। तथापि, यदि विनिमय दर की प्रतिक्रिया “वास्तविक” आघात के प्रति उपयुक्त रहती है, तो यह आवश्यक है कि या तो मुद्रास्फीति के लक्ष्य से आगे बढ़ जाने की स्थिति को कुछ समय के लिए स्वीकार कर लिया जाए या मौद्रिक नीति में परिवर्तन करते हुए आघात के प्रभाव को संतुलित कर दिया जाए। जिन अधिकांश देशों ने मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारण को मौद्रिक नीतिगत व्यवस्था में शामिल किया है, उन्होंने स्वतंत्र अस्थिर दर को विनिमय दर नीति के रूप में स्वीकार किया है। अनुभवजन्य प्रमाण यह दर्शाते हैं कि उभरती अर्थव्यवस्थाएं जो मुक्त अस्थिर विनिमय दर की ओर उन्मुख हुई हैं, उन्होंने पूरी तरह से मुद्रास्फीति के लक्ष्य-निर्धारण की प्रक्रिया संक्रमणकाल के बाद ही प्रारंभ की है। अन्य उभरते बाजार वाले राष्ट्र भी हैं जैसे - अल्जीरिया, भारत, रोमानिया और रूस जिनमें विशिष्ट रूप से उल्लिखित सांकेतिक स्थिरक (ऍंकर) नहीं है, बल्कि इसके विपरीत मौद्रिक नीति के संचालन में विभिन्न संकेतकों पर निगरानी रखी जाती है। कुछ उभरते बाजार वाले राष्ट्रों में इन नीतियों में समन्वय रख पाना और भी कठिन है क्योंकि विदेशी मुद्रा परिचालनों की जिम्मेदारी मौद्रिक प्राधिकारी पर नहीं होती है। ऐसे मामलों में, संबंधित प्राधिकारियों के बीच निकटतम संवाद रखना महत्वपूर्ण होता है ताकि मौद्रिक और विनिमय दर नीतियों के बीच पैदा होने वाले किसी भी विरोध से बचा जा सके।

वर्ष 1997-98 के क्षेत्रीय वित्तीय संकट में योगदान था। एशियाई वित्तीय संकट के बाद से, अनेक एशियाई अर्थव्यवस्थाओं ने अधिक लचीली विनिमय दर व्यवस्था को अपना लिया, केवल हांगकांग ने अपनी करंसी

बोर्ड व्यवस्था को जारी रखा, और चीन ने कतिपय समायोजनों के बावजूद, वस्तुतः अपनी विनिमय दर को अमरीकी डालर के अनुसार बनाए रखा। कुछ समय तक संक्रमण की स्थिति से गुजरने के बाद,

**सारणी 6.1 : 1996-अप्रैल 2006 के दौरान विनिमय दर प्रणाली का विकास क्रम
(राष्ट्रों की संख्या;दिसंबर को समाप्त अवधि के आंकड़े)**

प्रणाली	1996	2001	2002	2003	2004	2005	2006 अप्रैल
1	2	3	4	5	6	7	8
I. कठोर दर	30	47	48	48	48	48	48
कोई पृथक वैध मुद्रा नहीं	24	40	41	41	41	41	41
करेंसी बोर्ड व्यवस्था	6	7	7	7	7	7	7
II. सहज दर	94	58	59	59	59	61	60
क. परंपरागत नियंत्रित व्यवस्था	50	42	46	46	48	49	49
एकल करेंसी के प्रति नियंत्रण (पेग)	36	32	36	38	40	44	44
कंपोजिट के प्रति नियंत्रण (पेग)	14	10	10	8	8	5	5
ख. मध्यवर्ती नियंत्रण	44	16	13	13	11	12	11
समांतर बैंड के भीतर नियंत्रण	18	5	5	4	5	6	6
धीमा नियंत्रण	14	6	5	6	6	6	5
धीमी गति बैंड	12	5	3	3	0	0	0
III. अस्थिर प्रणाली	60	81	80	80	80	78	79
नियंत्रित अस्थिर दर	37	43	45	46	49	52	53
स्वतंत्र अस्थिर दर	23	38	35	34	31	26	26

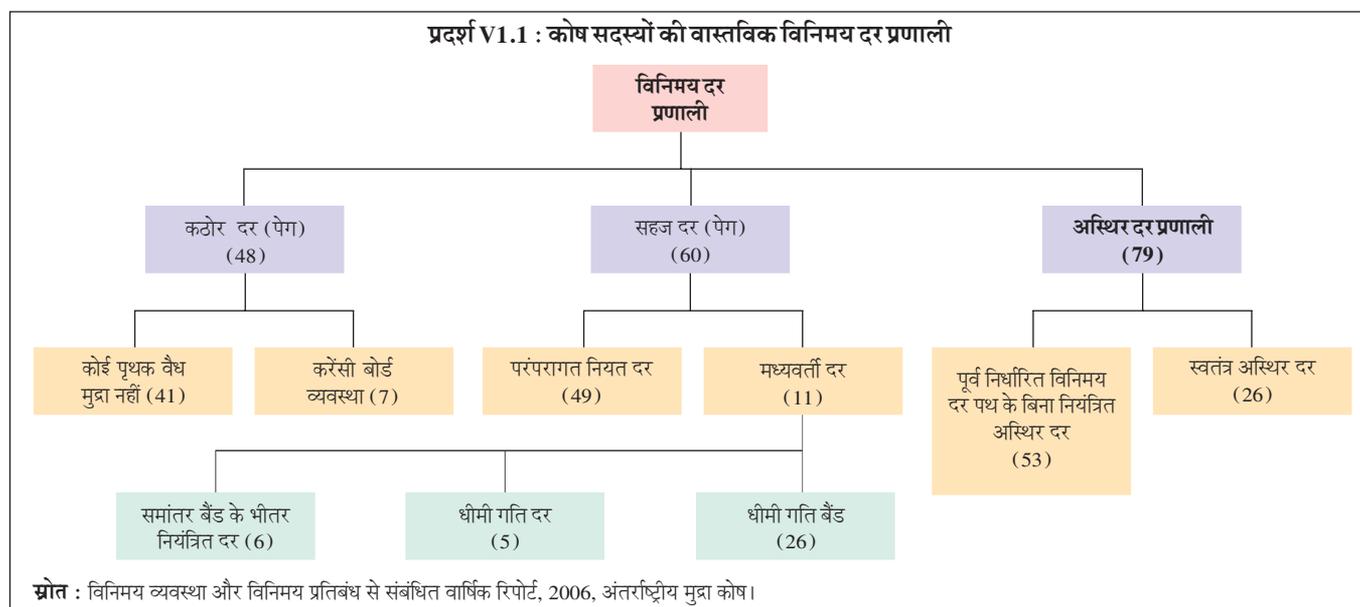
टिप्पणी : तुलनात्मकता सुनिश्चित करने के लिए, समग्र आंकड़े वर्तमान वास्तविक पद्धति पर आधारित हैं, जिन्हें अन्यथा निर्दिष्ट न किए जाने पर पूर्वव्यापी प्रभाग से लागू किया गया है।

स्रोत : विनिमय व्यवस्था और विनिमय प्रतिबंध से संबंधित वार्षिक रिपोर्ट, 2006 अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष एवं अन्य स्रोत।

मलेशिया ने 1 सितंबर 1998 से विनिमय दर का नियंत्रण अमरीकी डालर के अनुसार करना प्रारंभ कर दिया, किंतु हाल में ही (जुलाई 2005) नियंत्रित अस्थिर दर व्यवस्था को अपना लिया है। इसके विपरीत, थाइलैंड, इंडोनेशिया, कोरिया, फिलीपीन्स और ताइवान ने लक्ष्यित मुद्रास्फीति दर पर आधारित मौद्रिक नीति की रणनीति अपनाते हुए अपने करेंसियों को संकट के बाद से अस्थिर बना लिया है। सिंगापुर

मौद्रिक प्राधिकरण सिंगापुर के प्रमुख व्यापार सहभागियों और स्पर्धियों के अप्रकट करेंसी बास्केट की तुलना में सिंगापुर डालर पर निगरानी बनाए हुए है। ताइवान सरकार ने उसके व्यापार सरप्लस तथा फलस्वरूप विदेशी मुद्रा भंडार में वृद्धि को देखते हुए अपनी पूर्व की नियंत्रित विदेशी मुद्रा दर को वर्ष 1989 से अस्थिर दर में परिवर्तित कर लिया है।

प्रदर्श V1.1 : कोष सदस्यों की वास्तविक विनिमय दर प्रणाली



सारणी 6.2 : उभरते बाजार वाले देश : अधिक लचीली विनिमय दर प्रणाली की ओर संक्रमण : 1990 -अप्रैल 2006

संक्रमण का प्रकार	देश	
1	2	
अधिक लचीली विनिमय दर प्रणाली की ओर रुख	अल्जीरिया अर्जेंटीना ब्राजील चिली कोलंबिया चेक रिपब्लिक मिश्र भारत इंडोनेशिया	कोरिया मेक्सिको पेरू पोलैंड रोमानिया रूस स्लोवाकिया थाइलैंड टर्की
कम लचीली विनिमय दर प्रणाली की ओर रुख	चीन मलेशिया हांगकांग इक्वाडोर वेनेजुएला बुलगारिया	उरुगुवे
टिप्पणी :	उक्त देशों की विनिमय दर प्रणाली का वर्गीकरण अं.मु.को. के वास्तविक वर्गीकरण पर आधारित है और आवश्यक नहीं कि ये विचार प्राधिकरण के हों।	
स्रोत :	विनिमय व्यवस्था और विनिमय प्रतिबंध पर वार्षिक रिपोर्ट, अं.मु.को, विभिन्न अंक।	

6.12 लैटिन अमरीका की अधिकांश अर्थव्यवस्थाओं में अत्यधिक ऊंची मुद्रास्फीति दर का इतिहास रहा है। अतः, इन देशों में हाल के वर्षों में विनिमय दर नीतियों का प्रमुख उद्देश्य मुद्रास्फीति का नियंत्रण रहा है। वर्ष 1994 की समाप्ति से मेक्सिको में अस्थिर दर की नीति बनाई रखी गई है, जिसके अंतर्गत बैंक ऑफ मेक्सिको अत्यधिक अपरिहार्य परिस्थितियों में अस्थिरता को न्यूनतम बनाने तथा नियंत्रित बाजार स्थिति सुनिश्चित करने के लिए विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप करता रहा है। चिली ने 1982 से लेकर पिछले 17 वर्षों तक विनिमय दर बैंड में रहने के बाद 1999 से लचीली विनिमय दर को अपना लिया है। चार दशकों से अधिक समय तक विनिमय की विभिन्न दर अपनाने के बाद, जिसमें समय-समय पर मूल्यहास तथा करेंसी में परिवर्तन किया जाना शामिल है, अर्जेंटीना को अंत में अमरीकी डालर से संबद्ध करेंसी बोर्ड व्यवस्था को जनवरी 2002 से छोड़ देना पड़ा। ब्राजील ने, 1990 के दशक में छोटे-मोटे हस्तक्षेप के साथ अस्थिर विनिमय दर को अपनाने के बाद, 1999² में करेंसी संकट के उपरांत स्वतंत्र रूप से अस्थिर विनिमय दर को अपना लिया है।

6.13 उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने विनिमय दर नीति के परिचालन और विदेशी मुद्रा बाजार के उतार-चढ़ाव को नियंत्रित करने में जिन जटिलताओं, चुनौतियों और नाजुक स्थितियों का सामना किया है, उनके विश्लेषण से यह पता चलता है कि विनिमय दर प्रणाली का कोई एक विकल्प सभी अपेक्षाओं को पूरा नहीं कर सकता। आम सहमति यह बन रही है कि विनिमय दर नीति के सफल परिचालन के लिए, राष्ट्रों के लिए यह जरूरी है कि वे सुदृढ़ और विश्वसनीय समष्टि आर्थिक नीतियों का पालन करें ताकि अर्थव्यवस्था में बड़े स्तर के समष्टि असंतुलन पैदा न हो पाएं। दूसरे, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लिए यह आवश्यक है कि वे अपने उत्पाद और बाजार कारकों को और लचीला बनाएं ताकि करेंसी बाजार के उतार-चढ़ाव से पैदा होने वाले आघातों तथा विश्व उत्पाद बाजार के व्यापार शर्तों में बदलाव का सामना कर सकें और उनके अनुरूप स्वयं को समायोजित कर सकें। तीसरे, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लिए यह महत्वपूर्ण है कि वे अपनी वित्तीय प्रणाली को विकसित करें एवं सुदृढ़ बनाएं ताकि आघातों को सहने की उनकी क्षमता में वृद्धि हो। इसके अलावा, एक सुदृढ़ एवं कुशल बैंकिंग प्रणाली तथा सघन एवं अर्थसुलभ पूंजी बाजार, वित्तीय प्रवाहों की कुशल मध्यस्थता में योगदान देते हैं। इससे गलत उधार परंपराओं को न्यूनतम रखते हुए वित्तीय प्रणाली में असुरक्षा बढ़ने की संभावना को कम किया जा सकता है, क्योंकि गलत उधार परंपरा से कंपनी क्षेत्र में आवश्यकता से अधिक लीवरेजिंग पैदा होती है और विदेशी मुद्रा में उधार के प्रति एक्सपोजर भी बढ़ जाता है। चौथे, राष्ट्रों के लिए आवश्यक है कि वे विनियामक एवं पर्यवेक्षी क्षमताओं को बढ़ाएं ताकि वे वित्तीय नवोन्मेष तथा नई वित्तीय संस्थागत गतिविधियों और नए उत्पाद एवं सेवाओं के साथ-साथ चल सकें जिसने विनिमय दर नीति के परिचालन को मुश्किल बना दिया है। पांचवें, नीति-निर्धारक प्रकटीकरण एवं पारदर्शिता को और अधिक प्रोत्साहन दें।

6.14 इसके अतिरिक्त, विनिमय दर में उतार-चढ़ाव और लचीलेपन का दृष्टिकोण प्रासंगिक होता है। कुछ अर्थव्यवस्थाओं के लिए जो स्थिति लचीली हो सकती है, वही अन्य अर्थव्यवस्था के लिए उछाल वाली हो सकती है। इस संदर्भ में उनके विकास का स्तर और वित्तीय बाजारों की तैयारी एवं जोखिम उठाने की क्षमता महत्वपूर्ण हो जाती है (रेड्डी, 2007)। यदि विकास का स्तर और वित्तीय बाजार की तैयारी कम है, तो विनिमय दर में थोड़ा सा भी परिवर्तन उछाल वाला हो सकता है, जबकि विकसित विदेशी मुद्रा बाजारों में विनिमय दर में भारी उतार-चढ़ाव को भी उछाल की स्थिति नहीं माना जा सकता। अतः, उभरती अर्थव्यवस्था में जैसे-जैसे वित्तीय बाजार विकसित होते जाते हैं, उतार-चढ़ावों को सहने की क्षमता बढ़ती जाती है और जो स्थिति पहले अस्थिर

² ब्राजील में मुद्रा सृजन पर नियंत्रण के प्रयोजन से 1995 से 1999 के दौरान एक समायोजन बैंड (विस्तार सीमा) था।

थी, वही स्थिति बाद में लचीली बन जाती है। अतः प्राधिकारियों के लिए सबसे प्रमुख मुद्दा यह है कि नीतिगत समायोजन, साथ ही आधिकारिक हस्तक्षेप कहां और कब किया जाए ताकि अत्यधिक उतार-चढ़ाव तथा गंभीर असंतुलन से बचाव किया जा सके।

6.15 धीरे-धीरे उदारीकरण की ओर बढ़ने तथा पूंजी खाते के खुलेपन से पूंजी का प्रवाह 1990 के दशक में उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में, विशेष रूप से एशियाई अर्थव्यवस्थाओं में, काफी बढ़ गया जिसने केंद्रीय बैंकों के सामने नई चुनौतियां पैदा कर दीं। पूंजी प्रवाह में वृद्धि तथा उससे संबंधित उतार-चढ़ाव, केंद्रीय बैंक द्वारा मौद्रिक नीति के संचालन पर प्रभाव डालता है। केंद्रीय बैंक जिन चुनौतियां का सामना कर रहे हैं वे हैं चलनिधि प्रबंधन, विनिमय दर तथा विदेशी मुद्रा भंडार का प्रबंधन। अतः, इन अर्थव्यवस्थाओं के केंद्रीय बैंकों के लिए आवश्यक है कि वे भारी मात्रा में पूंजी प्रवाह को नियंत्रित करने के लिए लैस रहें। चूंकि हाल के वर्षों में कुछ देशों में पूंजी प्रवाह का संबंध विभिन्न प्रकार के संकटों से रहा है, इसलिए इस बात पर पुनर्विचार किया जा रहा है कि पूंजी खाते का उदारीकरण मुक्त रूप से किया जाए।

6.16 एशिया के अधिकांश केंद्रीय बैंकों द्वारा समय-समय पर विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप करना आवश्यक रहा है क्योंकि प्रमुख रूप से इन अर्थव्यवस्थाओं में विनिमय दर के उतार-चढ़ाव के निर्धारण में पूंजी प्रवाह का महत्व बढ़ रहा है, हालांकि इसकी तुलना में व्यापार घाटा तथा आर्थिक विकास को पिछले वर्षों में महत्वपूर्ण समझा जाता था। व्यापार घाटा तथा आर्थिक विकास का महत्व अवश्य है, किंतु एक निर्धारित अवधि में (जालान, 2003)। दैनंदिन आधार पर, यह पूंजी प्रवाह ही है, जो विनिमय दर और वित्तीय बाजार के ब्याज दर गणित को प्रभावित करता है। पूंजी प्रवाह में उतार-चढ़ाव ने विनिमय दर को पहले से अधिक संवेदनशील बना दिया है (मोहन, 2003)। अपेक्षाकृत खुली अर्थव्यवस्था में, इससे विनिमय दर में तीव्र उतार-चढ़ाव के प्रति मौद्रिक नीति की उपयुक्त जवाबी कार्रवाई का मुद्दा पैदा होता है क्योंकि विनिमय दर में उतार-चढ़ाव का वस्तुतः रोजगार एवं उत्पादन में घट-बढ़ तथा कारोबार-योग्य एवं गैर-कारोबारी गतिविधियों के वितरण, विशेष रूप से विकासशील देशों में महत्वपूर्ण प्रभाव पड़ता है, जो निर्यात संबंधी निष्पादन पर निर्भर करता है और जिस पर उनके भुगतान संतुलन की सुदृढ़ता का दारोमदार होता है। अत्यधिक तीव्र स्पर्धा वाले कारोबारी माहौल में देश अपने लाभ का अंश कम करते हुए बाजार में अपना हिस्सा आक्रामक रूप से बढ़ा रहे हैं। ऐसे मामले में, विनिमय दर में मामूली परिवर्तन भी महत्वपूर्ण एवं स्थायी रूप से वास्तविक प्रभाव का स्वरूप ले सकता है। अतः, अंतर्राष्ट्रीय पूंजी अंतर्वाहों (इनफ्लोज) से फायदा उठाने के लिए, संबंधित देशों के लिए जरूरी है कि वे सुदृढ़ समष्टि आर्थिक नीतियों का पालन करें,

शक्तिशाली संस्थाओं का विकास करें, और वित्तीय प्रणाली के स्थायित्व एवं नियंत्रित आर्थिक विकास के लिए उपयुक्त विनियामक ढांचे को अपनाएं।

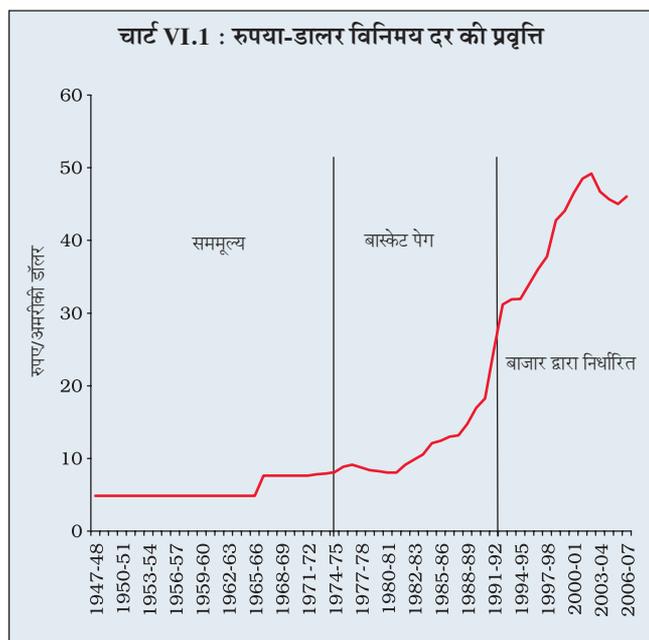
6.17 संक्षेप में, जहां विदेशी मुद्रा बाजार और विनिमय दर निर्धारण में कुछ हद तक लचीलापन आवश्यक है, वहीं आवश्यकता से अधिक उछाल मूल्य-प्रकटन पर, निर्यात कारोबार, चालू खाता शेष बनाए रखने तथा डालरीकरण के कारण तुलन-पत्र पर विपरीत प्रभाव डाल सकता है। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के अनुभव ने विकासशील देशों के लिए इस आवश्यकता को उजागर किया है कि उन्हें विनिमय दर में अधिक लचीलापन रखने की जरूरत है। तथापि, प्राधिकारियों में भी बाजार के झुंड व्यवहार को ध्यान में रखते हुए विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप करने की क्षमता होनी चाहिए। उभरते बाजारों को वित्तीय प्रवाहों के लिए क्रमिक रूप से खोल दिए जाने से, पूंजी प्रवाह विनिमय दर निर्धारण में महत्वपूर्ण भूमिका अदा कर रहा है और उसका प्रभाव प्रायः उच्च विनिमय दर उछाल में दिखाई देता है। इस परिदृश्य में, यह उपयुक्त होगा कि भारत में अपनाई जा रही विनिमय दर प्रणाली और आज्ञादी के बाद की अवधि में विदेशी मुद्रा बाजार के विकास-क्रम पर एक नजर दौड़ा जाए।

II. भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार: ऐतिहासिक परिदृश्य

प्रारंभिक चरण : 1947 - 1977

6.18 भारत के विदेशी मुद्रा बाजार के विकास-क्रम को भारत की पिछले कुछ दशकों की विनिमय दर नीति में सममूल्य प्रणाली से बास्केट-पेग प्रणाली तथा उसके बाद नियंत्रित अस्थिर विनिमय दर प्रणाली जैसे परिवर्तन को ध्यान में रखकर देखना होगा। 1947 से 1971 की अवधि में भारत ने विनिमय दर की सममूल्य प्रणाली अपनाई थी। प्रारंभ में रुपए का बाह्य सममूल्य शुद्ध स्वर्ण के 4.15 ग्रेन पर निर्धारित किया गया था। रिजर्व बैंक ने पाउंड स्टर्लिंग को हस्तक्षेप करेंसी के रूप में उपयोग करते हुए रुपए के सममूल्य को ± 1 प्रतिशत की अनुमत मार्जिन के साथ बनाए रखा। चूंकि अमरीकी मौद्रिक प्राधिकारी द्वारा स्टर्लिंग डालर विनिमय दर को स्थिर रखा गया था, इसलिए स्वर्ण तथा डालर एवं अन्य करेंसियों के लिए रुपए की विनिमय दर अप्रत्यक्ष रूप से स्थिर रखी गई। स्वर्ण की तुलना में रुपए के मूल्य में सितंबर 1949 तथा जून 1966 में हास किए जाने से स्वर्ण की तुलना में रुपए का सममूल्य क्रमशः घटकर 2.88 और 1.83 ग्रेन शुद्ध स्वर्ण हो गया। रुपए की विनिमय दर में वर्ष 1966 और 1971 के बीच कोई परिवर्तन नहीं हुआ (चार्ट VI.1)।

6.19 इस अवधि में, स्थिर विनिमय प्रणाली के होते हुए विदेशी मुद्रा बाजार हर तरह से निष्क्रिय बना रहा। बैंकों से यह अपेक्षित था कि वे केवल कवर-आपरेशंस का ही कार्य करें तथा हर समय 'स्क्वेयर' अथवा 'निकट स्क्वेयर' की स्थिति बनाए रखें। विनिमय नियंत्रण का प्राथमिक उद्देश्य यह था कि विभिन्न प्रयोजनों के लिए विदेशी मुद्रा की



मांग को उपलब्ध आपूर्ति द्वारा निर्धारित सीमा के भीतर विनियमित किया जाए। प्रारंभ में 1947 में पारित विदेशी मुद्रा विनियमन अधिनियम को 1957 से स्थायी आधार पर लागू किया गया। अधिनियम के प्रावधानों के अनुसार, रिजर्व बैंक ने तथा कुछ मामलों में केंद्र सरकार ने भारत के बाहर विदेशी मुद्रा में भुगतान संबंधी लेनदेन, करेंसी नोट तथा बुलियन के निर्यात एवं आयात, निवासी और अनिवासी के बीच प्रतिभूतियों के अंतरण, विदेशी प्रतिभूतियां प्राप्त करने, आदि³ को नियंत्रित एवं विनियमित किया।

6.20 1971 में ब्रेटन वुड प्रणाली के असफल होने तथा प्रमुख करेंसियों के अस्थिर हो जाने से, पूरे विश्व में सभी केंद्रीय बैंकों के लिए विनिमय दर नीति का परिचालन अत्यधिक चुनौती पूर्ण हो गया क्योंकि करेंसी के उतार-चढ़ाव ने बाजार के खिलाड़ियों के लिए सीमा रहित बाजार में करेंसियों में व्यापार करने की असीमित संभावनाएं खोल दीं। दिसंबर 1971 में रुपया को पाउंड-स्टर्लिंग से जोड़ा गया। स्मिथसोनियन करार, 1971 के अंतर्गत चूंकि स्टर्लिंग को डालर की तुलना में स्थिर रखा गया था, इसलिए रुपया भी डालर की तुलना में स्थिर बना रहा। एकल करेंसी पेग की कमजोरियों को दूर करने तथा विनिमय दर की स्थिरता सुनिश्चित करने के लिए रुपए को सितंबर 1975 से करेंसी बास्केट के साथ जोड़ दिया गया। करेंसी का चयन और उस पर दिए जाने वाले भार का निर्णय रिजर्व बैंक के विवेक पर छोड़ दिया गया। बास्केट में शामिल करेंसियों तथा उनके भार को गोपनीय रखा जाता था ताकि सट्टेबाजी को प्रोत्साहन न मिले। यही वह

समय था जब भारतीय बैंकों ने विदेशी मुद्रा में कारोबार करने की दिलचस्पी दिखाई।

विकास-काल : 1978-1992

6.21 भारत में विदेशी मुद्रा बाजार के कारोबार में 1978 में तेजी आई जब भारत के बैंकों को रिजर्व बैंक ने विदेशी मुद्रा में अंतर-दिवसीय कारोबार करने की अनुमति दे दी और बैंकों से यह अपेक्षित था कि वे 'स्क्वयेर' अथवा 'निकट स्क्वयेर' पोजीशन बनाए रखने की शर्त का पालन प्रत्येक दिन कारोबार समाप्ति पर करें। यह निर्णय बैंक के प्रबंध-तंत्र को करना था कि किस सीमा तक पोजीशन को ओवरनाइट अनकवर्ड छोड़ा जाए (ओपन पोजीशन) तथा किस सीमा तक डीलर दिन के दौरान कारोबार करेंगे। इस अवधि के दौरान रुपए की विनिमय दर आधिकारिक तौर पर रिजर्व बैंक निर्धारित करता था जो भारत के प्रमुख व्यापार भागीदारों की भारत बास्केट करेंसियों के अनुसार होती थी और विनिमय दर प्रणाली की यह विशेषता थी कि रिजर्व बैंक प्राधिकृत व्यापारियों को प्रतिदिन अपनी क्रय और विक्रय दर की घोषणा करता था ताकि वे व्यापारिक लेनदेन कर सकें। क्रय और विक्रय दोनों दरों के बीच का अंतर 0.5 प्रतिशत होता था और बाजार इस अंतर में सक्रिय रूप से कारोबार करने लगे। प्राधिकृत व्यापारियों को परस्पर करेंसियों (एक परिवर्तनीय विदेशी करेंसी की तुलना में दूसरी करेंसी) में भी कारोबार करने की अनुमति प्रदान की गई। हालांकि, विदेशी बाजारों में इस संबंध में कोई 'पोजीशन' पैदा नहीं की जा सकती थी।

6.22 जैसे-जैसे लाभ कमाने के अवसर बढ़ते गए, भारत के प्रमुख बैंक रुपए की तुलना में तथा परस्पर करेंसियों में दुतरफा मूल्य उद्धृत करने लगे, और कारोबार की मात्रा बढ़ने लगी। इससे बड़े पैमाने पर विभिन्न प्रकार की प्रथाएं अपनाई जाने लगी (उनमें से कुछ प्रथाएं तो अनियमित थीं) और विदेशी मुद्रा कारोबार में लगे बैंकों के परिचालन के लिए एक व्यापक दिशानिर्देश की आवश्यकता महसूस की गई। तदनुसार, वर्ष 1981 में बैंकों द्वारा अपनाए जाने के लिए 'विदेशी मुद्रा कारोबार पर आंतरिक नियंत्रण हेतु दिशानिर्देश' बनाए गए। हालांकि भारत में विदेशी मुद्रा बाजार 1990 के दशक के प्रारंभ तक अत्यधिक नियंत्रित रखा गया जिसमें बाह्य लेनदेन संबंधी प्रतिबंध, प्रवेश पर रोक, चलनिधि न्यून थी तथा लेनदेन की लागत उच्च थी। इस अवधि में विनिमय दर इसलिए नियंत्रित रखी गई क्योंकि भारत के आयात को मुख्य रूप से सहजता प्रदान करनी थी। विदेशी मुद्रा विनियमन अधिनियम (फेरा) के माध्यम से विदेशी मुद्रा कारोबार पर कठोर नियंत्रण का परिणाम यह हुआ कि विश्व में विदेशी मुद्रा का एक विशाल एवं अत्यधिक कुशल समानांतर बाजार अर्थात् हवाला (अनधिकृत) बाजार पैदा हो गया।

³ अधिनियम को अधिक व्यापक कानून अर्थात् विदेशी मुद्रा विनियम अधिनियम, 1973 में बदल दिया गया।

6.23 1980 दशक के अंत में और 1990 दशक के प्रारंभ में यह मान्यता थी कि समष्टि आर्थिक नीति और संरचनागत कारक दोनों ने भुगतान संतुलन की कठिनाइयों को बढ़ाया है। भारत के प्रतिस्पर्धियों द्वारा मूल्यहास किए जाने से स्थिति और भी विकट हो गई। यद्यपि, निर्यात में 1980 के दशक के उत्तरार्ध में उच्च वृद्धि दर्ज की गई (1987-88 में यह जीडीपी के 4.3 प्रतिशत से बढ़कर 1990-91 में जीडीपी का लगभग 5.8 प्रतिशत हो गया), फिर भी कारोबार का असंतुलन जीडीपी के लगभग 3 प्रतिशत तक बना रहा। इसके साथ ही वर्ष 1990-91 में अदृश्य प्राप्तियों जैसे निजी धन प्रेषण में तीव्र गिरावट सहित यात्रा और पर्यटन से होने वाली आय में भी गिरावट आई जिसने चालू खाता घाटे को और बढ़ा दिया। बाह्य क्षेत्र की कमजोरियां वर्ष 1990-91 के खाड़ी संकट की वजह से और भी प्रबल हो गईं। फलस्वरूप, चालू खाता घाटा वर्ष 1990-91 में बढ़कर जीडीपी का 3.2 प्रतिशत हो गया और पूंजी प्रवाह में भी सूखा पड़ गया जिसके कारण विशिष्ट सुधारात्मक उपाय किए जाने की जरूरत पड़ी। इस परिदृश्य में भारत ने 1990 के दशक के प्रारंभ में स्थायित्व और संरचनात्मक सुधार के प्रयास किए।

सुधारोत्तर काल : 1992 से आगे

6.24 इस चरण में व्यापक सुधारात्मक उपाय किए गए जिसका मकसद विदेशी मुद्रा बाजार को व्यापक और गहन बनाना तथा विनिमय नियंत्रण प्रणाली को उदार बनाना था। एक महत्वपूर्ण समष्टि आर्थिक, संरचनात्मक एवं स्थिरतापूर्ण कार्यक्रम लागू किया गया जिसमें व्यापार, उद्योग, विदेशी निवेश, विनिमय दर, लोक वित्त तथा वित्तीय क्षेत्र शामिल थे और जिसने एक ऐसे वातावरण का निर्माण किया जो व्यापार और निवेश में विस्तार के लिए सहायक था। यह मान्यता रही कि व्यापार नीति, विनिमय दर नीति तथा औद्योगिक नीति मिलकर एकीकृत नीति ढांचे का हिस्सा बनें जिससे सामान्य रूप से आर्थिक प्रणाली की और मुख्य रूप से बाह्य क्षेत्र की समग्र उत्पादकता, प्रतिस्पर्धा तथा कुशलता में सुधार आए।

6.25 स्थिरता उपाय के रूप में 1 तथा 3 जुलाई 1991 के बीच विनिमय दर में दो चरण में 9 प्रतिशत और 11 प्रतिशत की कमी करते हुए समायोजन किया गया ताकि विदेशी मुद्रा भंडार से भारी मात्रा में निकाली गई राशि के प्रभाव को कम किया जा सके, निवेशकों में विश्वास कायम रखा जा सके तथा घरेलू स्तर पर प्रतिस्पर्धा बढ़ाई जा सके। जुलाई 1991 में कारगर तरीके से विनिमय दर में दो चरणों के समायोजन ने नियंत्रित (पेगड) विनिमय दर प्रणाली को समाप्त करने का संकेत दे दिया। वर्ष 1990-91 के खाड़ी संकट के बाद, बाह्य क्षेत्र में सुधार लाने का एक व्यापक खाका भुगतान संतुलन से संबंधित उच्च स्तरीय समिति (अध्यक्ष : डॉ. सी. रंगराजन) की रिपोर्ट में प्रस्तुत किया गया। समिति

की इस सिफारिश को अपनाते हुए कि बाजार द्वारा निर्धारित विनिमय दर की ओर बढ़ा जाए, मार्च 1992 में उदारीकृत विनिमय दर प्रबंधन प्रणाली (लमर्स) लागू की गई जिसमें प्रारंभ में दोहरी विनिमय दर प्रणाली अपनाई गई। लमर्स के अंतर्गत यह अपेक्षित था कि चालू खाता लेनदेन (निर्यात, धनप्रेषण आदि) से प्राप्त समस्त विदेशी मुद्रा प्राप्तियों को प्राधिकृत व्यापारियों को अभ्यर्पित किया जाए। इन लेनदेनों से प्राप्त आगमों के 60 प्रतिशत के कन्वर्शन की विनिमय दर प्राधिकृत व्यापारियों द्वारा दी गई बाजार दर होती थी, जबकि आगमों के शेष 40 प्रतिशत का कन्वर्शन रिजर्व बैंक की आधिकारिक दर पर किया जाता था। इसके बदले में प्राधिकृत व्यापारियों से यह अपेक्षित था कि वे विदेशी मुद्रा की उनकी खरीद का 40 प्रतिशत रिजर्व बैंक को अभ्यर्पित करें। शेष 60 प्रतिशत विदेशी मुद्रा को उन्हें मुक्त बाजार में अनुमत लेनदेन के प्रयोजन से बेचने हेतु अपने पास रखने की छूट थी। लमर्स एक संक्रमणकालीन तरीका था और दिसंबर 1992 के प्रारंभ में आधिकारिक विनिमय दर को समायोजित करके कम किया जाना तथा अंततः 1 मार्च 1993 से दोहरी दर समाप्त किया जाना एक प्रकार से बाजार द्वारा निर्धारित विनिमय दर प्रणाली की शुरुआत करने की ओर ले गया।

6.26 मार्च 1993 में दोहरी दर विनिमय प्रणाली की जगह एकल विनिमय दर प्रणाली ले ली, जिसके अंतर्गत सभी विदेशी मुद्रा प्राप्तियों को बाजार द्वारा निर्धारित दर पर परिवर्तित किया जा सकता है। विनिमय दरों को एक समान बना देने से रुपए की नामित विनिमय दर अमरीकी डालर और करेंसी बास्केट दोनों की तुलना में समायोजित होकर कम ही रही, जिसने पिछली मुद्रास्फीति के अंतर के प्रभाव को लगभग समाप्त कर दिया। कई चालू खाता लेनदेनों पर लगे प्रतिबंधों में भी छूट दी गई। भारतीय रुपए की विनिमय दर का एकीकरण, चालू खाता परिवर्तनीयता की दिशा में एक महत्वपूर्ण कदम था, जो अंततः अगस्त 1994 में तब प्राप्त किया जा सका, जब भारत ने अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष के करार के अनुच्छेदों के अनुच्छेद VIII के अंतर्गत दायित्वों को स्वीकार कर लिया।

6.27 सभी चालू खाता लेनदेन में रुपए के पूरी तरह से परिवर्तनीय हो जाने पर, बैंकों की जोखिम उठाने की क्षमता बढ़ गई और विदेशी मुद्रा व्यापार की मात्रा बढ़ने लगी। इसे रिजर्व बैंक और सरकार द्वारा मिलकर बाजार के विकार को दूर करने तथा विदेशी मुद्रा बाजार को गहन बनाने के लिए बड़े पैमाने पर किए गए सुधार से और भी समर्थन प्राप्त हुआ। इस प्रक्रिया को 'क्रमिकवाद' की संज्ञा दी गई, जिसमें विशेषज्ञों और बाजार सहभागियों से गहन परामर्श के बाद उपाय किए जाने की व्यवस्था है। सुधार का यह चरण सोदानी समिति (1994) से प्रारंभ होता है, जिसने अपनी रिपोर्ट 1995 में प्रस्तुत की और विदेशी मुद्रा बाजार में सजीवता लाने की दृष्टि से विनियमों को और आसान बनाने की सिफारिश की (बॉक्स VI.2)। विदेशी मुद्रा बाजार के विकास से

बॉक्स VI.2

भारत में विदेशी मुद्रा बाजार से संबंधित विशेषज्ञ दल की सिफारिशें

भारत में विदेशी मुद्रा बाजार से संबंधित विशेषज्ञ दल (अध्यक्ष: श्री ओ.पी.सोदानी) ने अपनी रिपोर्ट 1995 में प्रस्तुत की, जिसमें विभिन्न विनियमों को निर्दिष्ट किया गया है जो बाजार के विकास में बाधक हैं। दल ने सिफारिश की है कि कार्पोरेट जो एक्सपोजर के होने की घोषणा करते हैं उन्हें हेज (बचाव) की अनुमति दी जाए। दल ने यह सिफारिश की है कि बैंकों को अपनी स्वयं की विनिमय पोजीशन सीमा निर्धारित करने की अनुमति दी जाए, जैसे आंतर-दिवसीय और ओवरनाइट सीमा, जो इस शर्त के अधीन हो कि इस सीमा के 5 प्रतिशत तक की पूंजी उपलब्ध कराई/ रखी जाए और जो अंतर्राष्ट्रीय स्तर पर स्वीकार्य दिशानिर्देशों पर आधारित हो। दल ने बैंक के प्रबंधन द्वारा सकल अंतर सीमा (एग्रीगेट गैप लिमिट), जिसमें रुपए में लेनदेन भी शामिल होगा, के निर्धारण के पक्ष में भी सिफारिश की है जो उनकी पूंजी, जोखिम उठाने की क्षमता आदि पर आधारित होगा। इसने सिफारिश की है कि बैंकों को यह अनुमति दी जाए कि वे विदेश में क्रॉस-करेंसी पोजीशन ले सकें और एक सीमा के अंदर अल्प अवधि अर्थात् छह महीने तक निधि उधार दे अथवा ले सकें। अन्य महत्वपूर्ण सुझाव यह है कि निर्यातकों को अपनी निर्यात आय का 100 प्रतिशत भारत के प्राधिकृत व्यापारी के पास किसी भी विदेशी मुद्रा में रखने की अनुमति दी जाए, बशर्ते वह निर्यात बिलों के एवज में दिए गए बकाया अग्रियों को समाप्त कर दे। दल इस बात के भी पक्ष में था कि प्राधिकृत व्यापारियों को एफसीएनआर (बैंक) जमाराशियों पर ब्याज दर और परिपक्वता अवधि निर्धारित करने की अनुमति दी जाए। इसने यह सिफारिश की है कि रिजर्व बैंक बाजार में चुनिंदा अवसरों पर हस्तक्षेप करे ताकि बाजार को और अधिक संतुलित बनाया जा सके।

इसके अतिरिक्त, दल ने बाजार की कार्यप्रणाली तथा एक गतिमान व्युत्पन्नी (डेरिवेटिव) बाजार के संवर्धन एवं विकास के लिए कई अन्य अल्पकालिक एवं दीर्घकालिक उपायों की सिफारिश की है। अल्पकालिक उपायों की सिफारिश में

शामिल हैं - मीयादी मुद्रा बाजार के विकास को सहज बनाने के लिए घरेलू स्तर पर अंतर-बैंक उधार लेने की प्रक्रिया को एसएलआर/सीआरआर की अपेक्षाओं से छूट दी जाए, करेंसी ऑप्शंस को निरस्त करने एवं बुक करने की छूट, न्यूनतम लागत ऑप्शंस रणनीतियों जैसे - 'रेंज फारवर्ड' तथा 'रेशियो रेंज फारवर्ड' के पेशकश की अनुमति तथा प्राधिकृत व्यापारियों को पूरी तरह से सुरक्षित (कवर्ड) आधार पर किसी भी प्रकार के डेरिवेटिव उत्पाद के प्रस्ताव देने की अनुमति देना जिसका इस्तेमाल वे अपनी आस्ति-देयता प्रबंधन के लिए मुक्त रूप से कर सकें।

दीर्घकालिक उपायों के रूप में, दल ने सुझाव दिया है कि रिजर्व बैंक, रुपया-आधारित डेरिवेटिव के संबंध में विस्तृत प्रस्ताव बैंकों से मंगवाए, विनिमय नियंत्रण विनियमों एवं दिशानिर्देशों में उत्पादों के बजाय जोखिमों पर अधिक ध्यान दिया जाए तथा विदेशी मुद्रा एवं डेरिवेटिव जोखिम प्रबंधन के संबंध में अलग से नए दिशानिर्देश बनाए जाएं।

जहां तक लेखांकन और प्रकटीकरण मानकों का संबंध है, इस संबंध में की गई मुख्य सिफारिशों में शामिल हैं - नीतिगत प्रक्रियाओं एवं लेनदेन की सतत आधार पर समीक्षा एक ऐसे जोखिम नियंत्रण दल द्वारा की जाए जो निपटान संबंधी कार्य न करता हो, भारतीय विदेशी मुद्रा व्यापारी संगठन (फेदाई) अथवा किसी अन्य निकाय द्वारा समान प्रलेखन एवं समान बाजार प्रथाओं का सुनिश्चयन तथा लेखांकन प्रकटीकरण मानकों का विकास।

संदर्भ:

भारतीय रिजर्व बैंक (1995), भारत में विदेशी मुद्रा बाजार से संबंधित रिपोर्ट (अध्यक्ष : श्री ओ.पी.सोदानी), जून।

संबंधित सोदानी समिति की अधिकांश सिफारिशों को 1990 के दशक के उत्तरार्ध में लागू किया।

6.28 इसके अतिरिक्त, 1990 के दशक के मध्य से अनेक पहलें की गई हैं जिनका उद्देश्य नियंत्रणों को समाप्त करना और विदेशी मुद्रा लेनदेन का कार्य कर रही सभी संस्थाओं को सहज वातावरण प्रदान करना था। अधिक ध्यान संस्थागत ढांचे के विकास, प्रभावी रूप से कार्य करने हेतु लिखतों की संख्या बढ़ाने और अधिक पारदर्शिता लाने तथा विदेशी मुद्रा कारोबार के संचालन को उदार बनाने पर दिया गया ताकि विदेशी मुद्रा लेनदेन के छोटे स्तर के प्रबंधन से विदेशी मुद्रा प्रवाह प्रबंधन के बड़े स्तर की ओर जाया जा सके (बॉक्स VI.3)।

6.29 रिजर्व बैंक द्वारा गठित विदेशी मुद्रा बाजार से संबंधित आंतरिक तकनीकी दल (2005) ने वर्तमान विनियमों को और अधिक उदार बनाने के लिए अनेक सिफारिशें की हैं। कुछ सिफारिशें जैसे -

किसी भी अवधि की वायदा संविदा (फारवर्ड कांट्रैक्ट) को निरस्त करना तथा पुनः बुक करना, प्राधिकृत व्यापारियों को यह शक्ति देना कि वे कार्पोरेट्स को अंतर्राष्ट्रीय पण्य एक्सचेंजों/बाजारों में पण्य मूल्य जोखिम के प्रति अपने एक्सपोजर का हेज (बचाव) करने की अनुमति दे सकें तथा अंतर बैंक विदेशी मुद्रा बाजार के कारोबार समय को बढ़ाना, अब लागू कर दी गई हैं।

6.30 इन विशिष्ट उपायों के साथ-साथ, जिनका मकसद विदेशी मुद्रा बाजार को विकसित करना था, अंतिम दशक में पूंजी खाता को उदार बनाने के उपाय भी लागू किए गए जो 1997 से काफी हद तक पूंजी खाता परिवर्तनीयता (अध्यक्ष: श्री एस.एस.तारापोर) से संबंधित समिति की रिपोर्ट द्वारा निर्देशित थे। 1990 के दशक के प्रारंभ से लेकर किए गए विभिन्न सुधारों से भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार की संरचना, गहनता, चलनिधि स्थिति तथा कार्यकुशलता पर गंभीर प्रभाव पड़ा है जिनका उल्लेख अगले भागों में किया गया है।

बॉक्स VI.3

भारत में विदेशी मुद्रा बाजार के विकास के लिए किए गए उपाय

संस्थागत ढांचा

- विदेशी मुद्रा विनियमन अधिनियम (फेरा), 1973 के स्थान पर बाजार मित्र विदेशी मुद्रा प्रबंधन अधिनियम (फेमा), 1999 लाया गया। रिजर्व बैंक ने प्राधिकृत व्यापारियों को विभिन्न प्रयोजनों के लिए विदेशी मुद्रा प्रदान करने की शक्ति प्रदान की।
- सोदानी समिति की सिफारिशों के अनुसरण में वर्ष 2001 में भारतीय समाशोधन निगम (सीसीआईएल) की स्थापना की गई।
- वित्तीय बाजार के सभी खंडों को ध्यान में रखते हुए सहभागिता प्रक्रिया को और भी ईमानदारी से बढ़ाने के लिए रिजर्व बैंक द्वारा 1999 में गठित मुद्रा और प्रतिभूति बाजार से संबंधित तकनीकी परामर्शदात्री समिति (टीएसी) की परिधि को विदेशी मुद्रा बाजार को शामिल करने के लिए 2004 में बढ़ाया गया और समिति का पुनः नामकरण मुद्रा, सरकारी प्रतिभूति और विदेशी मुद्रा बाजार से संबंधित तकनीकी परामर्शदात्री समिति के रूप में किया गया।

विदेशी मुद्रा बाजार में लिखतों में वृद्धि

- रुपया-विदेशी मुद्रा स्वैप बाजार की अनुमति दी गई।
- अतिरिक्त हेजिंग (बचाव) लिखत प्रारंभ किए गए जैसे - विदेशी मुद्रा-रुपया ऑप्शंस, क्रॉस-करेंसी ऑप्शंस, ब्याज दर स्वैप (आइआरएस) तथा करेंसी स्वैप्स, कैप्स/कॉलर्स तथा वायदा दर करार (फारवर्ड रेट एग्रीमेंट)।

उदारीकरण उपाय

- प्राधिकृत व्यापारियों को कतिपय शर्तों के अधीन तथा संबंधित बैंकों के बोर्डों के अनुमोदन से विदेशी बाजार में कारोबार पोजीशन देने, उधार लेने और निवेश करने की कार्रवाई शुरू करने की अनुमति दी गई। बैंकों को यह भी अनुमति दी गई कि वे (i) निवल ओवरनाइट पोजीशन सीमा तथा अंतर (गैप)सीमा का निर्धारण करें (रिजर्व बैंक के औपचारिक अनुमोदन से) (ii) एफसीएनआर (बैंक) जमाराशियों की ब्याज दरों (उच्चतम सीमा के अधीन) और परिपक्वता अवधि का निर्धारण करें जिसमें अंतर-

बैंक उधार लेने को सांविधिक अपेक्षाओं से छूट होगी, तथा (iii) डेरिवेटिव उत्पादों का इस्तेमाल आस्ति-देयता प्रबंधन के लिए करें।

- निर्यातकों सहित विदेशी मुद्रा बाजार के सहभागियों, विदेश में निवेश करने वाले भारतीयों, तथा विदेशी संस्थागत निवेशकों को फारवर्ड कवर लेने तथा बिना किसी सीमा के स्वैप लेनदेन करने की अनुमति दी गई, बशर्ते इनके तहत किए गए एक्सपोजर वास्तविक हों।
- विदेशी संस्थागत निवेशकों तथा अनिवासी भारतीयों को कतिपय शर्तों के अधीन एक्सचेंजों में डेरिवेटिव संविदाओं के कारोबार में कारोबार करने की अनुमति दी गई।
- विदेशी मुद्रा कमाने वालों को विदेशी मुद्रा खाता रखने की अनुमति दी गई। निवासियों को इस प्रकार का खाता खोलने की अनुमति दी गई, जिसकी सामान्य सीमा प्रतिवर्ष 25,000 अमरीकी डालर थी तथा इस सीमा को वर्ष 2006 में बढ़ाकर 50,000 अमरीकी डालर प्रतिवर्ष तथा और भी बढ़ाकर अप्रैल 2007 से 1,00,000 अमरीकी डालर प्रतिवर्ष कर दिया गया।

प्रकटीकरण तथा पारदर्शिता उपाय

- रिजर्व बैंक यह पहल करता रहा है कि विदेशी मुद्रा बाजार के लेनदेन परिचालनों से संबंधित सभी आंकड़े सार्वजनिक साइट पर रखे जाएं। रिजर्व बैंक प्रसारित करता है - (क) अपनी साइट पर दैनिक संदर्भ दर जो बाजार पर्यवेक्षकों के लिए सांकेतिक दर होती है (ख) कुछ प्रमुख मुद्रा की तुलना में रुपया की विनिमय दर संबंधी आंकड़े और साप्ताहिक सांख्यिकीय अनुपूरक पत्रिका में साप्ताहिक आधार पर विदेशी मुद्रा भंडार की जानकारी, तथा (ग) मासिक बुलेटिन में रिजर्व बैंक द्वारा विदेशी मुद्रा की खरीद और बिक्री से संबंधित आंकड़े। रिजर्व बैंक ने अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष के विशेष आंकड़ा प्रसार मानकों (एसडीडीएस) के अंतर्गत अंतर्राष्ट्रीय भंडार तथा विदेशी मुद्रा चलनिधि की स्थिति से संबंधित जानकारी को पूरी तरह से प्रकट करने की स्थिति प्राप्त कर ली है।

संदर्भ:

मोहन राकेश, 2006 'वित्तीय क्षेत्र सुधार और मौद्रिक नीति : भारतीय अनुभव' भा.रि.बैं.बुलेटिन, जुलाई

III. विदेशी मुद्रा बाजार का ढांचा

बाजार खंड

6.31 अधिकांश उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में विदेशी मुद्रा बाजार की गतिविधियां देश के भीतर ही की जाती हैं जबकि बहुत से देश उनकी करेंसी में तटीय संस्थाओं को अपतटीय बाजार में परिचालन करने से रोकते हैं। विकासशील और उभरते बाजार राष्ट्रों में हाजिर बाजार, विदेशी मुद्रा बाजार खंड का सर्वाधिक प्रमुख बाजार है। एक आम बात यह पाई जाती है कि आयातकों/निर्यातकों तथा अंतिम उपभोक्ताओं की यह आदत

होती है कि वे उचित जोखिम प्रबंधन प्रथाओं को अपनाए बिना विनिमय दर में उतार-चढ़ाव को आमदनी का माध्यम समझते हैं। इससे, कई बार आपूर्ति और मांग की असमान स्थिति पैदा हो जाती है जो प्रायः 'तरह-तरह की खबरों और अफवाहों' पर आधारित होती है। हालांकि, अधिकांश उभरते बाजार राष्ट्र बाजार के वायदा खंड में परिचालन की अनुमति देते हैं किंतु ये परिचालन अभी भी इन अर्थव्यवस्थाओं में अविकसित अवस्था में हैं। वायदा बाजार के विकास का अभाव कई बातों को दर्शाता है, जिनमें शामिल हैं - विनिमय दर में सीमित लोच, केंद्रीय बैंक द्वारा हस्तक्षेप के माध्यम से वस्तुतः विनिमय दर बीमा उपलब्ध कराना, आय वक्र का न होना जिस पर वायदा

कीमतों को और उथले मुद्रा बाजार को आधार मिलता है जिसमें बाजार का निर्धारण करने वाले बैंक विशेष रूप से वायदा पोजीशंस में परिपक्वता जोखिमों को हेज (बचाव) कर सकते हैं (कैनेल्स -क्रीलजेनको, 2004)।

6.32 विकासशील देशों में अधिकांश विदेशी मुद्रा बाजार या तो पूरी तरह डीलर बाजार हैं या फिर डीलर एवं नीलामी बाजार दोनों का संयुक्त बाजार। डीलर बाजार में, कुछ डीलर बाजार के निर्धारक बन जाते हैं और वे लचीली विनिमय दर प्रणाली में विनिमय दरों के निर्धारण में केंद्रीय भूमिका निभाते हैं। बाजार निर्धारक दोतरफा विनिमय दर निर्धारित करते हैं जिस पर वे अन्य डीलरों से कारोबार करने के इच्छुक होते हैं। बोली-प्रस्ताव स्प्रेड, बाजार निर्धारकों के बीच स्पर्धा के साथ-साथ कई अन्य कारकों को दर्शाता है। उभरती हुई अधिकांश बाजार अर्थव्यवस्थाओं में आचार संहिता सिद्धांतों को स्थापित करती है जो विदेशी मुद्रा बाजार में डीलर के परिचालनों को दिशानिर्देश देते हैं। केंद्रीय बैंक, अथवा व्यावसायिक व्यापारी संघ सामान्यतया आचार संहिता जारी करते हैं (कैनेल्स किलजेनको, 2004)। नीलामी बाजार में, नीलामीकर्ता अथवा नीलामी प्रणाली ही आपूर्ति एवं मांग आदेशों का मिलान करते हुए विदेशी मुद्रा का आबंटन करती है। पूर्ण नीलामी बाजार में, आदेशों के असंतुलन को केवल विनिमय दर समायोजन के द्वारा ही पूरा किया जाता है। पूर्ण नीलामी बाजार का ढांचा अब कदाचित ही पाया जाता है और यह सामान्य डीलर बाजार के साथ ही पाया जाता है।

6.33 भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार एक विकेंद्रीकृत बहुडीलरशिप बाजार है जिसमें दो खंड हैं - हाजिर और व्युत्पन्नी बाजार। हाजिर बाजार में, मुद्राओं का कारोबार प्रचलित दर पर होता है और उनका निपटान अथवा राशि उपलब्धता दिनांक दो कारोबार दिवस के बाद होता है। ये दो दिन पार्टियों को अपने देश एवं विदेश में उपयुक्त बैंक खातों में नामे और जमा अनुदेश भेजने के लिए पर्याप्त समय होता है। व्युत्पन्नी (डेरिवेटिव) बाजार में वायदा, परस्पर अदला-बदली (स्वैप्स) तथा ऑप्शंस शामिल होते हैं। यद्यपि वायदा संविदाओं की परिपक्वता एक वर्ष तक होती है, किंतु अधिकांश वायदा संविदाएं एक महीना, तीन महीने अथवा छह महीने के लिए होती हैं। लंबे समय की वायदा संविदाएं अधिक आम नहीं हैं क्योंकि उनमें अनिश्चितताएं तथा उसके मूल्य-निर्धारण का मामला निहित होता है। विदेशी मुद्रा बाजार में स्वैप लेनदेन में हाजिर और वायदा दोनों को उलट दिशा में मिलाया जाता है। अन्य उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की तरह हाजिर बाजार भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार का प्रमुख खंड है। विदेशी मुद्रा बाजार के व्युत्पन्नी खंड को महत्व प्राप्त हो रहा है और इस खंड की गतिविधियां धीरे-धीरे बढ़ रही हैं।

बाजार के खिलाड़ी

6.34 भारतीय बाजार के खिलाड़ी इस प्रकार हैं - (क) प्राधिकृत व्यापारी, अधिकांशतः बैंक जो विदेशी मुद्रा में कारोबार करने के लिए

प्राधिकृत हैं, (ख) विदेशी मुद्रा दलाल जो बिचौलिए के रूप में कार्य करते हैं, तथा (ग) ग्राहक - व्यक्ति, कार्पोरेट जिन्हें उनके लेनदेन के लिए विदेशी मुद्रा की आवश्यकता होती है। यद्यपि ग्राहक ही विदेशी मुद्रा बाजार के प्रमुख खिलाड़ी होते हैं किंतु व्यावहारिक रूप में वे प्राधिकृत व्यापारियों और दलालों पर निर्भर होते हैं। पहले हाजिर विदेशी मुद्रा बाजार में विदेशी मुद्रा लेनदेन में दलालों का वर्चस्व होता था। जो भी हो, उभरती बाजार परिस्थितियों के कारण स्थिति में बदलाव आया है और अब प्राधिकृत व्यापारियों का इस कारोबार में वर्चस्व है। दलालों का व्युत्पन्नी बाजार में वर्चस्व अभी भी बना हुआ है।

6.35 रिजर्व बैंक बाजार में खास तौर से बाजार की स्थितियों को संतुलित बनाए रखने के लिए हस्तक्षेप करता है। रिजर्व बैंक विदेशी मुद्रा की बिक्री/खरीद का कार्य बाजार में उसकी मांग/आपूर्ति के आधिक्य के समय करता है। भारतीय विदेशी मुद्रा व्यापार संघ (फेडाई) विदेशी मुद्रा बाजार के समग्र रूप से सहज एवं तीव्र विकास को सुनिश्चित करने में विशेष भूमिका निभाता है। सभी प्राधिकृत व्यापारियों से अपेक्षित है कि वे फेडाई के सदस्य बनें और विदेशी मुद्रा कारोबार करने हेतु फेडाई द्वारा निर्धारित शर्तों का पालन करें। फेडाई, अंतर-बैंक विदेशी मुद्रा बाजार में विदेशी मुद्रा दलालों के लिए भी प्रामाणिक अधिकारी है।

6.36 बैंकों तथा अन्य संस्थाओं को उनके अनुरोध पर विदेशी मुद्रा प्रबंधन अधिनियम, 1999 की धारा 10(1) के अंतर्गत प्राधिकृत व्यापारियों के लिए लाइसेंस जारी किए जाते हैं। प्राधिकृत व्यापारियों को विभिन्न श्रेणी में विभाजित किया गया है। सभी अनुसूचित वाणिज्य बैंक जिसमें सरकारी क्षेत्र के बैंक, निजी क्षेत्र के बैंक भारत में कार्यरत विदेशी बैंक शामिल हैं, को प्राधिकृत व्यापारियों की श्रेणी I में रखा गया है। सभी पूर्ण मुद्रा परिवर्तन जिनके ग्रेड बढ़ाए गए हैं तथा चुनिंदा क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों एवं सहकारी बैंकों को प्राधिकृत व्यापारियों की श्रेणी II में शामिल किया गया है। चुनिंदा वित्तीय संस्थाएं तथा एक्जिम बैंक प्राधिकृत व्यापारियों की श्रेणी III में हैं। वर्तमान में, भारत में 86 प्राधिकृत व्यापारी (श्रेणी I) कार्य कर रहे हैं जिनमें से 5 सहकारी बैंक हैं (सारणी 6.3)। विदेशी मुद्रा बाजार के समस्त व्यापारिक कारोबार अनिवार्य रूप से सीधे प्राधिकृत व्यापारियों के माध्यम से किए जाने हैं। तथापि, अंतर-बैंक बाजार खंड को और गहन बनाने तथा चलनिधि उपलब्ध कराने की दृष्टि से प्राधिकृत व्यापारियों को यह अनुमति दी गई है कि वे दलालों की सेवाओं का उपयोग करें ताकि अंतर-बैंक लेनदेन में अच्छी कीमत प्राप्त की जा सके। विदेशी मुद्रा बाजार के आकार को और बढ़ाने और उसे भारी मात्रा में प्रवाहों को संभालने में सक्षम बनाने के लिए, सामान्य रूप से यह महसूस किया गया कि बाजार निर्माण प्रक्रिया में भाग लेने हेतु और अधिक प्राधिकृत व्यापारियों को प्रोत्साहित किया जाए। ऐसे सहभागियों की भी संख्या बढ़ाने की आवश्यकता है जो दुतरफा दरें दे सकते हैं।

सारणी 6.3 : विदेशी मुद्रा बाजार में प्राधिकृत व्यापारी (श्रेणी I)
(31 मार्च 2007 की स्थिति)

श्रेणी	संख्या
1	2
सरकारी क्षेत्र के बैंक	27
निजी क्षेत्र के बैंक	31
जिनमें से :	
सहकारी बैंक	28
विदेशी बैंक	5
कुल	86
स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक	

6.37 विदेशी मुद्रा बाजार के ग्राहक खंड में शामिल हैं प्रमुख सरकारी क्षेत्र की इकाइयां, कार्पोरेट और ऐसी व्यावसायिक संस्थाएं जिनके विदेशी मुद्रा में एक्सपोजर हैं। इसमें आमतौर पर चुनिंदा बड़ी सरकारी क्षेत्र की इकाइयों जैसे इंडियन आयल कार्पोरेशन, ओएनजीसी, भेल (बीएचइएल), सेल (एसएआइएल), मारुति उद्योग और भारत सरकार (रक्षा और असैनिक ऋण सेवा हेतु) तथा अन्य में बड़े निजी क्षेत्र के कार्पोरेट जैसे रिलायन्स ग्रुप, टाटा ग्रुप तथा लार्सन एंड टुब्रो की प्रधानता है। हाल के वर्षों में विदेशी संस्थागत निवेशक, विदेशी मुद्रा बाजार के प्रमुख खिलाड़ियों के रूप में उभरे हैं।

विदेशी मुद्रा बाजार में आपूर्ति और मांग के स्रोत

6.38 भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार में विदेशी मुद्रा की आपूर्ति के प्रमुख स्रोत हैं- निर्यात से प्राप्त राशि और चालू खाते में प्राप्त अदृश्य तथा पूंजी खाता में आने वाली राशि जैसे विदेशी प्रत्यक्ष निवेश (एफडीआई), संविभाग निवेश, बाह्य वाणिज्यिक उधार (ईसीबी) तथा अनिवासी जमाराशियां। दूसरी ओर, विदेशी मुद्रा की मांग उत्पन्न होने के कारण हैं - आयात और चालू खाते में अदृश्य भुगतान, ईसीबी का परिशोधन (अल्पावधि व्यापार क्रेडिट सहित) और बाह्य सहायता, अनिवासी जमाराशियों का भुगतान तथा प्रत्यक्ष और संविभाग निवेश के फलस्वरूप बहिर्वाह (आउटफ्लो)। भारत में, सरकार के पास कोई विदेशी मुद्रा खाता नहीं है, और सरकार को बाहर से मिलने वाली सहायता सीधे विदेशी मुद्रा भंडार में आती है और रिजर्व बैंक आवश्यक रकम रूप में जारी करता है। इस प्रकार, विदेशी मुद्रा की आपूर्ति का यह विशेष स्रोत बाजार के माध्यम से नहीं आता है, इसलिए विनिमय दर पर इसका प्रभाव नहीं पड़ता है।

6.39 पिछले पांच वर्षों में, पूंजी खाते में बड़े पैमाने पर होने वाले लेनदेन से आपूर्ति और मांग के स्रोतों में महत्वपूर्ण परिवर्तन हुआ है, जबकि 1980 दशक तथा 1990 दशक में विदेशी मुद्रा बाजार में चालू खाते के लेनदेन की प्रमुखता थी। चालू खाते के लिए बाजार का इस्तेमाल करने वाले सहभागियों का व्यवहार एवं प्रोत्साहन ढांचा, पूंजी खाता लेनदेन करने के

लिए विदेशी मुद्रा बाजार का इस्तेमाल करने वाले सहभागियों से काफी भिन्न होता है। इसके अतिरिक्त, इन परंपरागत निर्धारकों में हुआ परिवर्तन भी यह दर्शाता है कि मुद्रा बाजार में उतार-चढ़ाव में वृद्धि हुई है। अब ऐसा प्रतीत होता है कि प्रत्याशाएं और यहां तक कि समाचार के प्रति क्षणिक प्रतिक्रियाएं प्रायः पूंजी प्रवाह के उतार-चढ़ाव के निर्धारण में अधिक महत्वपूर्ण हो गई हैं और इस प्रकार ये विनिमय दर के उतार-चढ़ाव को तीव्र बनाती है (मोहन 2006 ए)। कई बार, विनिमय दर पर दबाव “कतिपय समाचारों पर आधारित प्रत्याशाओं” से पैदा होने वाली मांग में वृद्धि से उत्पन्न होता है। कभी-कभी ये प्रत्याशाएं असंतुलन पैदा करने वाली होती हैं और प्रायः स्वतः पूर्ण सट्टेबाजी की गतिविधियों को बढ़ावा देती हैं। इसे ध्यान में रखते हुए, विदेशी प्रत्यक्ष निवेश के प्रबंधन, संविभाग निवेश, बाह्य वाणिज्यिक उधार, अनिवासी जमाराशियों तथा पूंजी आंतरिक प्रवाह (इन्फ्लोज) के माध्यम से पूंजी खाता के प्रबंधन पर अधिक जोर दिया जा रहा है। किंतु, ऐसे भी अवसर आए हैं जब पूंजी खाता प्रबंधन की सभी विधियों का पालन करने के बावजूद भारी मात्रा में पूंजी का प्रवाह आया है और मांग की मात्रा में अत्यधिक वृद्धि हुई है। ऐसे ही समय में रिजर्व बैंक की भूमिका बढ़ जाती है क्योंकि उसे असंतुलित प्रत्याशाओं को पैदा होने से रोकना है। इन मामलों में कार्रवाई इस प्रकार की जाती है - विदेशी मुद्रा की सीधी खरीद और बिक्री, खुले बाजार परिचालन के माध्यम से असंतुलन के प्रभाव को विफल करना, चलनिधि समायोजन सुविधा के अंतर्गत चलनिधि का प्रबंधन, आरक्षित निधि की अपेक्षाओं में परिवर्तन तथा ब्याज दर में परिवर्तन करके संकेत देना। पिछले कुछ वर्षों में भारी मात्रा में पूंजी का प्रवाह आने के बावजूद रूप में दुतरफा उतार-चढ़ाव हुए हैं। इसके अलावा, बाजार सहभागियों के पास उपलब्ध उनके जोखिम के बचाव के लिए विभिन्न लिखतों के माध्यम से की गई हेजिंग (बचाव) गतिविधियों से भी मांग/आपूर्ति की स्थिति प्रभावित हुई है।

व्युत्पन्नी (डेरिवेटिव) बाजार लिखत

6.40 मुद्रा बाजार को विकसित करने में व्युत्पन्नी की महत्वपूर्ण भूमिका है, क्योंकि वे बाजार के खिलाड़ियों को निहित एक्सपोजर के प्रति हेज (बचाव) की सुविधा उपलब्ध कराते हैं और बाजार में सहभागियों की समग्र जोखिम स्थिति को एक आकार प्रदान करते हैं। भारत में बैंक अपने जोखिमों को नियंत्रित करने के लिए बढ़-चढ़कर व्युत्पन्नी का उपयोग कर रहे हैं और वे इन उत्पादों को कार्पोरेट्स को भी पेश कर रहे हैं। भारत में, व्युत्पन्नी संविदाओं के अनेक अनौपचारिक स्वरूप लंबे समय से विद्यमान रहे हैं, किंतु विदेशी मुद्रा व्युत्पन्नी बाजार में विभिन्न लिखतों की औपचारिक शुरुआत सुधारकाल के बाद, विशेष रूप से 1990 दशक के मध्य से हुई है। क्रास-करेंसी व्युत्पन्नी रूप के साथ पहले चरण के रूप में कतिपय प्रतिबंधों सहित अप्रैल 1997 में प्रारंभ की गई। रुपया-विदेशी मुद्रा ऑप्शंस की अनुमति जुलाई 2003 से दी गई। भारतीय वित्तीय



विदेशी मुद्रा बाजार

बाजार में इस समय उपलब्ध विदेशी मुद्रा व्युत्पन्नी उत्पादों को मोटे तौर पर तीन खंडों में बांटा जा सकता है अर्थात् वायदा, ऑप्शंस (विदेशी मुद्रा रुपया ऑप्शंस और क्रास-करेंसी ऑप्शंस), तथा करेंसी स्वैप्स (विदेशी मुद्रा रुपया स्वैप्स तथा क्रास-करेंसी स्वैप्स) (बॉक्स VI.4)।

6.41 उपलब्ध आंकड़े दर्शाते हैं कि बड़े पैमाने पर जिन व्युत्पन्नी लिखतों का इस्तेमाल होता है वे हैं - वायदा और विदेशी मुद्रा स्वैप्स (रुपया-डालर)। ऑप्शंस का भी प्रयोग बाजार में पिछले चार वर्षों से किया जा रहा है। किंतु, उनकी मात्रा बहुत अधिक नहीं है और बोली-प्रस्ताव का अंतर (स्प्रेड) बहुत ज्यादा है, जो यह दर्शाता है कि इसके बाजार में चलनिधि अपेक्षाकृत कम है। एक अन्य कारक जो ऑप्शंस बाजार के विकास में बाधक है वह है कार्पोरेट्स को ऑप्शंस के लेखन/बिक्री की अनुमति न होना। यदि ऐसे कार्पोरेट्स को जिनके निहित एक्सपोजर हैं, कवर्ड ऑप्शंस के लेखन/बिक्री की अनुमति दी जाए तो इससे बाजार में की मात्रा और चलनिधि में वृद्धि होगी। इसके अलावा, बहुत कम बैंक इस उत्पाद के बाजार-निर्धारक हैं जबकि कई इसमें कारोबार बैंक-टू-बैंक आधार पर करते हैं। इस उत्पाद को कार्पोरेट्स के अन्य खंड जैसे लघु एवं मध्यम उद्यमों (एसएमई) क्षेत्र तक पहुंचाना है तो यह जरूरी है कि सरकारी क्षेत्र के बैंक आवश्यक बुनियादी सुविधाएं

जुटाएं और ऑप्शंस में लेनदेन करने के लिए विशेषज्ञता विकसित करें। बैंक द्वारा इस्तेमाल की जा रही व्युत्पन्नी की बढ़ती जटिलता, विविधता तथा मात्रा को ध्यान में रखते हुए रिजर्व बैंक द्वारा व्युत्पन्नी से संबंधित वर्तमान दिशानिर्देशों की समीक्षा करने और बैंकों के लिए व्युत्पन्नी से संबंधित व्यापक दिशानिर्देश तैयार करने हेतु एक आंतरिक दल का गठन किया गया है (बॉक्स VI.5)।

6.42 जहां तक वायदा संविदाओं और स्वैप्स का संबंध है, ये अपेक्षाकृत भारतीय व्युत्पन्नी बाजार में लोकप्रिय लिखत हैं और भारत में वायदा संविदा तथा स्वैप्स के निरस्त करने तथा पुनः बुकिंग करने की प्रक्रिया को विनियमित किया गया है। हालांकि, रिजर्व बैंक धीरे-धीरे इन विनियमों को हटाने के उपाय करता रहा है। इसका उद्देश्य यह सुनिश्चित करना है कि अधिक निरस्त किए जाने या अत्यधिक मात्रा में पुनः बुकिंग करने से रूपए के मूल्य में अत्यधिक उतार-चढ़ाव न आने पाए। वर्तमान में, स्वैप्स के कारण जो एक्सपोजर हो रहे हैं, वे कार्पोरेट्स को रूपए से विदेशी मुद्रा देयता (व्युत्पन्न एक्सपोजर) की ओर ले जाने में सहायक हैं, किंतु उनके हेज (बचाव) की अनुमति नहीं है। जहां बाजार सहभागियों को इस प्रकार की हेजिंग पसंद है, वहीं यह आम मान्यता है कि विदेशी मुद्रा में व्युत्पन्न एक्सपोजर को विदेशी मुद्रा की वास्तविक उधार ली गई राशि से समानता

बॉक्स VI.4

भारत में विदेशी मुद्रा व्युत्पन्नी लिखत

विदेशी मुद्रा वायदा

प्राधिकृत व्यापारियों को यह अनुमति दी गई है कि वे रिजर्व बैंक द्वारा यथा अनुमत भारत के ऐसे निवासी व्यक्तियों को उनके पिछले निष्पादन/वास्तविक आयात-निर्यात टर्नओवर के आधार पर वायदा संविदाएं जारी कर सकते हैं, जिन्हें क्रिस्टलाइज्ड विदेशी मुद्रा/विदेशी ब्याज दर एक्सपोजर हो, तथा रिजर्व बैंक द्वारा यथा अनुमत भारत के बाहर के ऐसे निवासी व्यक्ति को जारी कर सकते हैं जिन्हें रूपए के प्रति वास्तविक एक्सपोजर हो। भारत के निवासी आमतौर पर क्रिस्टलाइज्ड विदेशी मुद्रा / विदेशी ब्याज दर एक्सपोजर को हेज (बचाव) करते हैं अथवा एक्सपोजर को एक करेंसी से दूसरी अनुमत करेंसी में परिवर्तित करते हैं। भारत के बाहर निवासी रिजर्व बैंक की अनुमति से रुपया के प्रति अनुमत विदेशी मुद्रा एक्सपोजर को हेज अथवा परिवर्तित करने के लिए इस प्रकार की संविदाएं करते हैं।

विदेशी मुद्रा रुपया स्वैप

भारत का निवासी कोई व्यक्ति जिसके पास दीर्घकालिक विदेशी मुद्रा अथवा रुपया देयता है, उसे विदेशी मुद्रा/विदेशी ब्याज दर एक्सपोजर को हेज करने अथवा रुपया/रुपया ब्याज दर में परिवर्तित करने के लिए प्राधिकृत व्यापारियों (श्रेणी-1) के साथ इस प्रकार के स्वैप करने की अनुमति दी गई है।

विदेशी मुद्रा रुपया ऑप्शन

रिजर्व बैंक द्वारा अनुमोदित प्राधिकृत व्यापारी (श्रेणी-1) तथा प्राधिकृत व्यापारी (श्रेणी-1), जो बाजार निर्धारक नहीं हैं, को अपने ग्राहकों को विदेशी मुद्रा रुपया

ऑप्शन बैंक-टू-बैंक आधार पर बेचने की अनुमति दी गई है, बशर्ते उनका पूंजी के प्रति जोखिम भारित आस्तियों का अनुपात 9 प्रतिशत या उससे अधिक हो। इन ऑप्शंस का उपयोग उन ग्राहकों द्वारा किया जाता है जिनका वास्तव में विदेशी मुद्रा एक्सपोजर है और जिन्हें रिजर्व बैंक द्वारा तथा प्राधिकृत व्यापारियों (श्रेणी-1) द्वारा व्यापार बहियों तथा तुलन-पत्र एक्सपोजर की हेजिंग की अनुमति दी गई है।

क्रास-करेंसी ऑप्शंस

रिजर्व बैंक द्वारा यथा अनुमत, प्राधिकृत व्यापारियों (श्रेणी-1) को यह अनुमति दी गई है कि वे भारत के ऐसे निवासी व्यक्तियों को क्रास-करेंसी ऑप्शंस जारी कर सकते हैं जिनके क्रिस्टलाइज्ड विदेशी मुद्रा एक्सपोजर हैं। ग्राहक इस लिखत का उपयोग चालू खाता लेनदेन से उत्पन्न होने वाले विदेशी मुद्रा एक्सपोजर को हेज करने अथवा परिवर्तित करने के लिए करते हैं। प्राधिकृत व्यापारी, रिजर्व बैंक द्वारा यथा अनुमत, इस लिखत का उपयोग विदेशी मुद्रा रुपया ऑप्शंस तथा क्रास-करेंसी ऑप्शंस में बाजार का निर्धारण करते समय होने वाले जोखिम को पूरा करने के लिए करते हैं।

क्रास-करेंसी स्वैप

जिन संस्थाओं ने बाह्य वाणिज्यिक उधार व्यवस्था के अंतर्गत विदेशी मुद्रा में उधार लिया है, उन्हें यह अनुमति दी गई है कि वे विदेशी मुद्रा और ब्याज दर जोखिम को परिवर्तित करने तथा/अथवा हेजिंग (बचाव) के लिए क्रास-करेंसी स्वैप का उपयोग कर सकते हैं। इस उत्पाद के उपयोग की अनुमति ऐसे स्ट्रक्चर्ड उत्पाद के लिए नहीं है जो विशिष्ट प्रयोजनों को पूरा नहीं करते हैं।

बॉक्स VI.5

व्युत्पन्नी (डेरिवेटिव) बाजार : व्यापक दिशानिर्देश

11 दिसंबर 2006 को जारी व्यापक दिशानिर्देश के प्रारूप में ये शामिल हैं - व्युत्पन्नी लेनदेन करने के लिए व्यापक सिद्धांत, व्युत्पन्नी लिखतों की अनुमत श्रेणी, बाजार निर्धारकों और उपयोग करने वालों की भूमिका, नीतियों की उपयुक्तता और औचित्य, जोखिम-प्रबंधन और कार्पोरेट गवर्नेंस से संबंधित पहलू, तथा आंतरिक नियंत्रण एवं लेखा-परीक्षा। उसके बाद, रिजर्व बैंक ने 20 अप्रैल 2007 को इन दिशानिर्देशों का संशोधित रूप जारी किया जिसमें बड़े पैमाने पर बैंकों और बाजार सहभागियों के अभिमत शामिल किए गए। यह उम्मीद की जाती है कि पूर्व में परिचालित व्युत्पन्नी कारोबार के लेखांकन एवं मूल्यांकन से संबंधित इन दिशानिर्देशों से बैंकों को भविष्य में व्युत्पन्नी कारोबार के विनियमन के लिए बृहत ढांचा उपलब्ध हो सकेगा। व्यापक दिशानिर्देश में चार मुख्य संशोधन हैं जो वर्तमान दिशानिर्देशों में किए गए हैं और जो विदेशी मुद्रा व्युत्पन्नी लिखतों से संबंधित हैं। पहला, उपयोक्ता जैसे आयातक और निर्यातक जिसके चालू खाता लेनदेन में क्रिस्टलाइज्ड हेज रहित एक्सपोजर हैं, वे विदेशी मुद्रा/रुपया तथा क्रॉस करेंसी दोनों के लिए कवर्ड काल और पुट ऑप्शंस लिख सकते हैं और प्रीमियम प्राप्त कर सकते हैं। दूसरा, बाजार निर्धारक क्रॉस-करेंसी ऑप्शंस लिख सकते हैं। तीसरा, बाजार निर्धारक बिल्कुल सादा अमरीकी विदेशी मुद्रा रुपया ऑप्शंस का प्रस्ताव दे सकते हैं। चौथा, भारत में निवासी व्यक्ति जिसके पास विदेशी मुद्रा अथवा रुपया की देयता हो, उसे दीर्घकालीन एक्सपोजर, अर्थात् ऐसे एक्सपोजर जिनकी परिपक्वता अवधि तीन वर्ष या उससे अधिक हो, की हेजिंग के लिए विदेशी मुद्रा रुपया स्वैप करने की अनुमति है।

व्युत्पन्नी बाजार में बैंकों के एक्सपोजर से संबंधित जोखिम प्रबंधन तथा कार्पोरेट गवर्नेंस के लिए व्यापक दिशानिर्देश में विवेकपूर्ण प्रणाली के मूलभूत सिद्धांत

दिए गए हैं। ये मूलभूत सिद्धांत मुख्य रूप से इन कार्यों को अनिवार्य बनाते हैं (i) विदेशक मंडल और वरिष्ठ प्रबंध तंत्र द्वारा उचित निगरानी (ii) पर्याप्त जोखिम प्रबंधन प्रक्रिया का होना जिसमें विवेकपूर्ण जोखिम सीमा मापने की सुदृढ़ क्रियाविधि तथा सूचना प्रणाली, जोखिम पर लगातार निगरानी, तथा प्रबंध-तंत्र को निरंतर सूचित किया जाना शामिल हो, तथा (iii) व्यापक आंतरिक नियंत्रण और लेखा-परीक्षा प्रक्रिया।

जहां तक जोखिम प्रबंधन का संबंध है, इस दिशानिर्देश में यह बताया गया है कि व्युत्पन्नी गतिविधियों में लगे हुए बाजार-निर्धारक, विभिन्न प्रकार के जोखिमों की पहचान और उनका सही-सही आकलन किस प्रकार करें। व्युत्पन्नी संबंधी जोखिमों का सही आकलन उचित निगरानी और नियंत्रण के लिए जरूरी है, इसलिए सभी महत्वपूर्ण जोखिमों का आकलन किया जाए और उन्हें संस्थावार जोखिम प्रबंधन प्रणाली के साथ जोड़ा जाए। इस दिशानिर्देश में विभिन्न जोखिम सीमाओं का भी उल्लेख किया गया है जैसे-बाजार जोखिम सीमा, ऋण सीमा तथा चलनिधि सीमा जो व्युत्पन्नी गतिविधियों से जुड़े विभिन्न जोखिमों के प्रति एक्सपोजर को नियंत्रित करने के उपाय के रूप में कार्य करती हैं। उपर्युक्त उल्लिखित सिद्धांतों के अलावा, दिशानिर्देश में यह अपेक्षा भी शामिल है कि प्रत्येक संस्था की स्वतंत्र निगरानी और व्युत्पन्नी के विभिन्न जोखिमों के लिए एक प्रणाली हो। इसके अतिरिक्त, दिशानिर्देश में आंतरिक लेखा-परीक्षा से संबंधित जानकारी, व्युत्पन्नी से संबंधित विवेकपूर्ण मानदंड, व्युत्पन्नी से संबंधित विवेकपूर्ण सीमा, तथा विनियामक रिपोर्टिंग एवं तुलनपत्र प्रकटीकरण शामिल हैं।

संदर्भ:

भारतीय रिजर्व बैंक, 2006। *व्युत्पन्नी बाजार से संबंधित व्यापक दिशानिर्देश।*

करना भारत में वायदा विदेशी मुद्रा बाजार में पहुंच बनाने के लिए अर्थात् विदेशी मुद्रा में निहित एक्सपोजर रखने के बुनियादी आधारों के प्रति किए गए उल्लंघन के समान होगा।

6.43 यह विशेषता (अर्थात् वायदा संविदा की बुकिंग में अंतर्निहित लेनदेन की भूमिका) भारतीय व्युत्पन्नी बाजार के लिए खास थी। अंतर्निहित एक्सपोजर की इस अपेक्षा के प्रति आग्रह को उस समय की परिस्थितियों के परिदृश्य में देखा जाना चाहिए जब उसे लागू किया गया था। भारत में कार्पोरेट्स को सन् 1992 से विदेशी मुद्रा के उत्तरोत्तर उपयोग की अनुमति दे दी गई थी। उन्हें सक्रिय हेजिंग करने की भी अत्यधिक स्वतंत्रता प्रदान की गई। तथापि, यह विदेशी मुद्रा बाजार का उभरता हुआ काल था और प्रारंभ में उसमें सट्टेबाजी की बहुत अधिक गतिविधियों को संभालने की क्षमता नहीं थी, इसलिए 'अंतर्निहित एक्सपोजर' मानदंड को पूर्व अपेक्षा के रूप में लागू किया गया। निर्यातकों और आयातकों को अनुमति थी कि वे एक्सपोजर की घोषणा तथा पिछले निष्पादन के आधार पर वायदा संविदाएं बुक करें। पात्र सीमाओं को धीरे-धीरे बढ़ाया गया ताकि कार्पोरेट्स अधिक लचीले तरीके से कार्य कर सकें। निर्यात और आयात संविदाओं के लिए

सीमाओं की गणना अलग-अलग की जाती है। पात्र सीमा से 25 प्रतिशत अधिक तक बुक की गई संविदाएं सुपुर्दगी के आधार होंगी और उन्हें निरस्त नहीं किया जा सकता है। इस प्रकार की रियायत से साफ्टवेयर निर्यातकों और अन्य सेवाओं को बहुत फायदा हुआ, क्योंकि उनकी परियोजनाओं का निष्पादन विदेशी क्रेता के साथ किए गए मुख्य करार (मास्टर एग्रीमेंट) के आधार पर किया जाता है, जिसमें सामान्यतया निर्यात की मात्रा तथा अवधि का उल्लेख नहीं होता है (विदेशी मुद्रा बाजार से संबंधित आंतरिक दल की रिपोर्ट, 2005)। निर्यातकों तथा आयातकों के लिए और अधिक सुविधाजनक बनाने की दृष्टि से, वार्षिक नीति 2006-07 की मध्यावधि समीक्षा में की गई घोषणा के अनुसार उपर्युक्त सीमा बढ़ाकर 50 प्रतिशत कर दी गई है।

6.44 कार्पोरेट्स के लिए इसे और अधिक लचीला बनाने हेतु किए गए उपायों के बावजूद, यह महसूस किया गया कि वायदा संविदा बुक करने से संबंधित अंतर्निहित एक्सपोजर मानदंड की समीक्षा की जाए। अंतर्निहित एक्सपोजर मानदंड से कार्पोरेट्स अपने एक्सपोजर के केवल उसी भाग को ही हेज कर सकते हैं जितना उन्हें प्रत्यक्ष माल की मात्रा (निर्यात/आयात) के

रूप में सुपुर्द करना है।⁴ भारतीय अर्थव्यवस्था तेजी से विश्वव्यापी हो रही है, इसलिए कार्पोरेट्स का भी विभिन्न प्रकार के 'आर्थिक एक्सपोजर' से वास्ता पड़ा है, जिनसे विभिन्न विदेशी विनिमय पण्य जोखिम/एक्सपोजर जुड़े हुए हैं और जो विनिमय दर में उतार-चढ़ाव से पैदा होते हैं। वर्तमान में, लौह तथा गैर-लौह धातुओं, मूल रसायन, पेट्रो-रसायन आदि की जो घरेलू कीमतें हैं वे विश्व की आयात कीमतों के बराबर हो रही हैं। हाल के वर्षों में अमरीकी डालर और अन्य मुद्राओं की तुलना में रुपए में होने वाले दुतरफा उतार-चढ़ाव को देखते हुए ऐसे उत्पादों के उत्पादकों/उपभोक्ताओं के लिए आवश्यक है कि वे अपने आर्थिक एक्सपोजर को विनिमय दर में होनेवाले उतार-चढ़ाव के प्रति हेज (बचाव) करें। इसके अतिरिक्त, विश्व में व्यापारियों के लिए मूल्य-नियत हेजेस भी उपलब्ध हैं। इससे आयातकों/निर्यातकों को उस पण्य के लिए भावी कीमत पहले से तय कर देना सहज हो जाता है जिसे वे आयात/निर्यात करना चाहते हैं और उस पण्य के प्रति उन्हें वास्तव में क्रिस्टलाइज्ड प्रत्यक्ष एक्सपोजर की कोई आवश्यकता नहीं होती है। व्यापारी केवल रुपया-डालर विनिमय दर में परिवर्तन से ही नहीं, बल्कि क्रॉस-करेंसी विनिमय दरों में परिवर्तन से भी प्रभावित होते हैं। 'अंतर्निहित मानदंड' का रखा जाना प्रायः इस बात का एक कारण माना जाता है कि भारत में कुछ व्युत्पन्नी उत्पादों के लिए चलनिधि का अभाव है। अतः भारत जैसे-जैसे भूमंडलीकरण की ओर बढ़ रहा है, 'अंतर्निहित मानदंड' का निर्धारण करना वायदा बाजार के पूर्ण विकास में बाधक होगा। पूर्व निष्पादन/अंतर्निहित एक्सपोजर को चरणबद्ध रूप से समाप्त करना होगा। यह पूंजी खाता परिवर्तनीयता से संबंधित दोनों समितियों की भी सिफारिश रही है। यह उल्लेख किया जाता रहा है कि यह पूर्व-अपेक्षा ही एक ऐसा कारक रही है जिसका बीते समय में ऐसे एक्सपोजरों को हेज करने के लिए अपतटीय स्थानों पर गैर-सुपुर्दगीय वायदा (एनडीएफ) बाजार की ओर बढ़ाने में योगदान रहा है क्योंकि एनडीएफ संविदा की बुकिंग के समय ऐसी शर्तें नहीं लगाई जातीं। हाल ही में आयातकों को उनके सीमा-शुल्क घटक के लिए वायदा संविदा बुक करने की अनुमति देते हुए उनके आर्थिक एक्सपोजर को आंशिक रूप से हेज करने की सुविधा मुहैया कराने का प्रयास किया गया है।

6.45 24 अप्रैल 2007 को जारी वार्षिक नीतिगत वक्तव्य 2007-08 में बाजार सहभागियों के लिए उपलब्ध विभिन्न हेजिंग टूल्स को विस्तार देने तथा निवासियों द्वारा सक्रिय रूप से हेजिंग को सुविधाजनक बनाने के लिए अनेक उपाय किए गए हैं। आर्थिक एक्सपोजर को हेज करने के लिए यह प्रस्ताव किया गया है कि प्राधिकृत व्यापारी (श्रेणी-I) इस प्रकार की अनुमति दे सकते हैं - (क) घरेलू उत्पादकों/उपभोक्ताओं को अंतर्राष्ट्रीय पण्य एक्सचेंजों में, उनके अंतर्निहित आर्थिक एक्सपोजर के आधार पर अल्यूमिनियम, तांबा, सीसा, निकल तथा जस्ता के मूल्य जोखिमों को हेज

करने की, तथा (ख) विमान टर्बाइन ईंधन (एटीएफ) के वास्तविक उपयोक्ताओं को अंतर्राष्ट्रीय पण्य एक्सचेंजों में उनके घरेलू क्रय के आधार पर उनके आर्थिक एक्सपोजर को हेज करने की। प्राधिकृत व्यापारी बैंक अपने उन ग्राहकों की ओर से रिजर्व बैंक की अनुमति लेने के लिए संपर्क कर सकते हैं जिन्हें प्रणालीगत अंतर्राष्ट्रीय मूल्य जोखिमों का अंदेशा है, और जो अन्यथा कवर नहीं किए गए हैं। निर्यातकों और आयातकों के माल और सेवाओं के विदेशी मुद्रा एक्सपोजर की सक्रिय हेजिंग को सुविधाजनक बनाने के लिए यह प्रस्ताव किया गया है कि पात्र सीमा के 75 प्रतिशत से अधिक के लिए बुक की गई वायदा संविदा सुपुर्दगी आधार पर ही होगी और वर्तमान 50 प्रतिशत की सीमा की तरह निरस्त नहीं की जाएगी। विदेशों में प्रत्यक्ष निवेश करनेवाले कार्पोरेट्स को और अधिक सहूलियत देने की दृष्टि से, विदेशी प्रत्यक्ष निवेश की हेजिंग के लिए की गई वायदा संविदाओं को निरस्त करने और पुनः बुक करने की अनुमति दी गई है। इस दृष्टि से कि छोटे और मध्यम आकार के उद्यम (एसएमई) भी अपने विदेशी मुद्रा एक्सपोजर को हेज कर सकें, यह प्रस्ताव किया गया है कि उन्हें अंतर्निहित एक्सपोजर अथवा निर्यात एवं आयात के पूर्व-रिकॉर्ड के बिना वायदा संविदाएं बुक करने की अनुमति दी जाए। ऐसी संविदाओं की बुकिंग उन प्राधिकृत व्यापारियों के माध्यम से की जाएगी जिनसे एसएमई को ऋण सुविधा प्राप्त है। वे इन संविदाओं को कभी भी निरस्त कर पुनः बुक कर सकते हैं। निवासी व्यक्तियों द्वारा उनके विदेशी मुद्रा एक्सपोजर को नियंत्रित/हेज करना सहज बनाने के लिए, यह अनुमति देने का प्रस्ताव किया गया है कि वे अंतर्निहित दस्तावेज प्रस्तुत किए बिना एक वर्ष में 1,00,000 अमरीकी डालर तक की वायदा संविदा बुक कर सकते हैं जिन्हें कभी भी निरस्त और पुनः बुक किया जा सकता है।

विदेशी मुद्रा बाजार कारोबारी प्लेटफार्म

6.46 उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं में व्यापारी द्विपक्षीय आधार पर एक-दूसरे से संपर्क एवं कारोबार करने के लिए अनेक प्रकार के कारोबारी प्लेटफार्म का उपयोग करते हैं। वे द्विपक्षीय कारोबार फोन पर करते हैं और बाद में उसकी पुष्टि फैंक्स अथवा टेलेक्स से की जाती है। कुछ व्यापारी इलेक्ट्रॉनिक कारोबारी प्लेटफार्म का इस्तेमाल करते हैं जिससे वे द्विपक्षीय बातचीत एवं सौदे जैसे रियूटर डीलिंग 2000-01 तथा डीलिंग 3000 हाजिर प्रणाली का कार्य करते हैं। द्विपक्षीय बातचीत केंद्रीय बैंक द्वारा उपलब्ध कराए गए नेटवर्क तथा निजी क्षेत्र नेटवर्क के माध्यम से भी की जाती है (ब्राजील, चिले, कोलंबिया, कोरिया और फिलीपीन्स)। उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं में रियूटर डीलिंग सिस्टम सबसे अधिक लोकप्रिय कारोबारी प्लेटफार्म है।

⁴ इन्हें सामान्यतया 'लेनदेन एक्सपोजर' के रूप में वर्गीकृत किया जाता है और यह वह सीमा होती है जिसके मूल्य के बराबर लेनदेन कर लिया गया होता है तथा जो विनिमय दर जोखिम से प्रभावित होता है और 'ठेकागत एक्सपोजर' का अर्थ है एक्सपोजर की वह सीमा जो ठेके के करार से जुड़ी होती है।

6.47 भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार में, हाजिर कारोबार चार प्लेटफार्म से किए जाते हैं अर्थात् अगस्त 2003 में स्थापित सीसीआइएल का एफएक्स क्लियर, एफएक्स डायरेक्ट जो एक विदेशी मुद्रा कारोबारी प्लेटफार्म है और जिसकी शुरुआत फायनेंशियल टेक्नालाजीज (भारत) लिमि. के सहयोग से आइबीएस फोरेक्स (प्रा.) लिमि. द्वारा 2002 में की गई थी, तथा रियूटर द्वारा स्थापित दो अन्य प्लेटफार्म-डी 2 प्लेटफार्म तथा रियूटर मार्केट डाटा सिस्टम कारोबारी प्लेटफार्म जिन पर न्यूनतम कारोबार की राशि 1 मिलियन अमरीकी डालर है। एफएक्स क्लियर तथा एफएक्स डायरेक्ट दोनों कारोबार के लिए वास्तविक समय ऑर्डर मैचिंग तथा सौदेबाजी का साधन उपलब्ध कराते हैं। वास्तविक समय मैचिंग प्रणाली, हाजिर और वायदा दोनों बाजार खंडों में दो करेंसियों की वास्तविक समय मैचिंग तत्काल तथा उनके स्वतः निष्पादन की सुविधा उपलब्ध कराती है। दूसरी ओर, तयशुदा लेनदेन प्रणाली में सहभागी को लेनदेन के सभी पहलुओं में से किसी का भी चयन करने तथा प्रतिपक्ष से सौदेबाजी करने की छूट होती है, अर्थात् उसे अंतर्निहित करेंसी तथा लेनदेन की शर्त का चयन करने की रियायत प्रदान की जाती है। इन कारोबारी प्लेटफार्म पर अमरीकी डालर - भारतीय (यूरो/अमरीकी डालर, अमरीकी डालर/जापानी येन, ग्रेट ब्रिटेन पाउंड/अमरीकी डालर आदि) लेनदेन होते हैं, जिनमें मूल्य के हिसाब से अमरीकी डालर - भारतीय रुपया में अधिकांश विदेशी मुद्रा लेनदेन होता है। भारत में सीसीआइएल का एफएक्स क्लियर सबसे अधिक इस्तेमाल किया जानेवाला कारोबारी प्लेटफार्म है। यह प्लेटफार्म सदस्यों को निःशुल्क उपलब्ध कराया गया है। इस प्लेटफार्म का मुख्य फायदा यह है कि वह सीधे-सीधे प्रोसेसिंग क्षमता प्रदान करता है क्योंकि यह सीसीआइएल निपटान प्लेटफार्म से जुड़ा हुआ है।

6.48 भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार के वायदा खंड में लेनदेन काउंटर पर होता है तथा दलालों के साथ एक्सचेंज कारोबार बाजार में होता है, जो महत्वपूर्ण भूमिका अदा कर रहे हैं। इसमें कारोबारी प्लेटफार्म के रूप में सीसीआइएल का एफएक्स क्लियर, रियूटर्स से रियूटर्स डाटा बाजार प्रणाली (आरएमडीएस) तथा आइबीएस की एफएक्स डायरेक्ट प्रणाली उपलब्ध है।

6.49 विदेशी मुद्रा बाजार की कार्यकुशलता एवं पारदर्शिता बढ़ाने तथा अन्य उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं के समतुल्य बनाने की दृष्टि से पूर्णतर पूंजी खाता परिवर्तनीयता समिति (एफसीएसी, 2006) ने विदेशी मुद्रा के समस्त लेनदेन इलेक्ट्रॉनिक कारोबार प्लेटफार्म से प्रारंभ करने का प्रस्ताव किया था। इस व्यवस्था के अंतर्गत, प्राधिकृत व्यापारी अपने ग्राहक के लिए, उसके ऋण मूल्यांकन अथवा जमा निधि अथवा संपाश्विक जमानत के रूप में निर्दिष्ट प्रतिभूतियों के आधार पर, विदेशी मुद्रा में कारोबार करने के लिए कतिपय सीमा निर्धारित करेगा। प्राधिकृत व्यापारियों द्वारा विदेशी मुद्रा कारोबार स्क्रीन से विदेशी मुद्रा के कारोबार वाले अनेक छोटे दलालों को भी कारोबार करने की सुविधा प्रदान की जा सकेगी। इलेक्ट्रॉनिक लेनदेन के मामले में, प्राधिकृत व्यापारी के ग्राहक का

विदेशी मुद्रा की खरीद/बिक्री का आदेश सबसे पहले ग्राहक के टर्मिनल से प्राधिकृत व्यापारी के डीलिंग सिस्टम से होकर गुजरता है। यदि ग्राहक का आदेश, एक्सपोजर सीमा के भीतर है तो, डीलिंग सिस्टम स्वतः ही उस आदेश को केंद्रीय मैचिंग प्रणाली से गुजरने देगा। आदेश की मैचिंग हो जाने के बाद, उस आदेश को प्राधिकृत व्यापारी के ट्रेडिंग सिस्टम के माध्यम से ग्राहक के टर्मिनल तक पहुंचाया जाता है। इस प्रणाली का यह भी फायदा है कि ग्राहक को यह विकल्प होता है कि वह उस बैंक से कारोबार करे जो कीमत की सबसे अच्छी दर लगाता है तथा विदेशी मुद्रा बाजार में रिजर्व बैंक का गुमनाम तरीके से हस्तक्षेप कायम रहता है। पूर्णतर पूंजी खाता परिवर्तनीयता समिति ने बहुत बड़े कारोबार के लिए स्क्रीन पर सौदेबाजी की प्रणाली का प्रस्ताव किया है।

जोखिम प्रबंधन एवं विदेशी मुद्रा बाजार में लेनदेनों का निपटान

6.50 लगातार परिवर्तन एवं कारोबार के तरीकों तथा उत्पादों में अनवरत नवोन्मेषी तरीके विदेशी मुद्रा बाजार की पहचान बन चुके हैं। नवोन्मेषी उत्पाद और कारोबार के तरीके जहां एक ओर लाभार्जन की नई संभावनाएं उत्पन्न करते हैं वहीं दूसरी ओर ये बाजार के लिए कई खतरे भी पैदा कर देते हैं। इसी वजह से पूरे विश्व के केंद्रीय बैंक विदेशी मुद्रा के निपटानों के जोखिम की मात्रा और जोखिम कम करने के उपायों के बारे में अधिक सजग होते जा रहे हैं। इस बढ़ती जागरूकता के पीछे ऐसी कई घटनाएं हैं जिनके चलते पहले विदेशी मुद्रा निपटान जोखिम के कारण वैश्विक वित्तीय बाजारों में प्रणालीगत जोखिम उत्पन्न हो गए थे। इन घटनाओं में 1974 में बैंकहॉस हरस्टेट का फेल होना तथा 1991 में बीसीसीआई एसए का बंद होना शामिल है।

6.51 विदेशी मुद्रा निपटान में चूंकि दो मुद्राओं की सुपुर्दगी शामिल होती है और कारोबार साधारणतः दो अलग-अलग देशों में होता है और इन देशों के समय में अंतर होने की वजह से इसमें जोखिम पैदा होता है। विदेशी मुद्रा लेनदेनों के निपटान में बड़ी राशि के शामिल होने और इसमें प्रणाली के लिए जोखिम पैदा करने की संभावना होने के कारण केंद्रीय बैंक इस जोखिम के बारे में अधिक सजग है। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के अधिकांश बैंक विदेशी मुद्रा निपटान के जोखिम का आकलन करने के लिए कोई-न-कोई तरीका अपनाते हैं। अधिकतर बैंक एकल दिवसीय (सिंगल डे) तरीका अपनाते हैं जिसमें जोखिम का आकलन उस दिन विशेष को होने वाली सभी विदेशी मुद्रा प्राप्तियों के बराबर जोखिम मान कर किया जाता है। कुछ संस्थान जोखिम आकलन के लिए बहुदिवसीय दृष्टिकोण भी अपनाते हैं। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में अधिकांश बैंक अपनी जोखिम सीमा के प्रबंधन के लिए अलग-अलग प्रतिपक्षीय सीमा के किसी रूप का प्रयोग करते हैं। अक्सर ये सीमाएं इस संस्थान के वैश्विक परिचालनों पर भी लागू की जाती हैं। कभी-कभी बैंक नियमित आधार पर इन सीमाओं की निगरानी भी करते हैं। कुछ मामलों में विदेशी

मुद्रा निपटान जोखिम के लिए अलग से सीमाएं निर्धारित हैं जबकि अन्य मामलों में लिखतों की श्रृंखला के माध्यम से सकल निपटान जोखिम की सीमाएं सृजित की जाती हैं। जहां पर वैधानिक रूप से क्षेत्राधिकार निश्चित हो वहां पर विदेशी मुद्रा विनिमय निपटान जोखिम को कम करने के लिए व्यापारिक प्रतिपक्षों में द्विपक्षीय बाध्यता का समायोजन करना महत्वपूर्ण तरीका है। इस प्रक्रिया से इन्हें एक दूसरे की सकल देयताओं का निपटान करने में मदद मिलती है और इनकी मुद्रा में एकल निवल राशि के भुगतान द्वारा इन बाध्यताओं का निपटान किया जा सकता है।

6.52 हाल के वर्षों में कई उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने बड़ी राशि के विदेशी मुद्रा लेनदेनों के समायोजनों एवं घरेलू खंड के समय के हिसाब से महत्वपूर्ण भुगतान का समायोजन करने के लिए तत्काल सकल निपटान प्रणाली (आरटीजीएस) को कार्यान्वित किया है। जोखिम कम करने के अलावा इन पहलों से सहभागियों को सक्रिय रूप से समय प्रबंधन में भी सहायता मिलती है जिससे वे घरेलू मुद्रा का विक्रय करते समय अविकल्पी भुगतान भी कर सकते हैं और घरेलू मुद्रा का क्रय करते समय अंतिम प्राप्तियों का मिलान भी कर सकते हैं। इस तरह सहभागी विदेशी मुद्रा विनिमय निपटान जोखिम की अवधि भी कम कर सकते हैं।

6.53 विदेशी मुद्रा निपटान जोखिम के प्रणालीगत असर को ध्यान में रखते हुए, भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार के प्रभावी ढंग से कार्य करने के लिए समाशोधन एवं अंतर बैंक अमरीकी डालर तथा भारतीय रुपया के लेनदेन के लिए बुनियादी सुविधाएं महत्वपूर्ण कारक के रूप में उभर कर सामने आई हैं। सोदानी समिति की सिफारिशों के अनुसरण में, भारतीय वित्तीय बाजार में जोखिम को कम करने के लिए 2001 में रिजर्व बैंक ने भारतीय समाशोधन निगम लि. (सीसीआईएल) की स्थापना की। सीसीआईएल ने विदेशी मुद्रा परिचालनों के निपटान के लिए 8 नवंबर 2002 से अंतर बैंक अमरीकी डालर - भारतीय रुपया हाजिर और वायदा व्यापार तथा 5 फरवरी 2004 से अंतर बैंक अमरीकी डॉलर - भारतीय रुपया के लिए नकदी और अगले दिन (टॉम) व्यापार के निपटान शुरू किए। सीसीआईएल दायित्व नवीकरण की प्रक्रिया के माध्यम से बहुपक्षीय निवल आधार पर विदेशी मुद्रा व्यापार का निपटान करता है और सभी वायदा, नकदी तथा अगले दिन (टॉम) के व्यापार के निपटान व्यापार की तारीख से प्रत्याभूत होते हैं। सदस्यों के बीच होने वाली प्रत्येक पात्र विदेशी मुद्रा विनिमय संविदाएं क्रमशः सीसीआईएल और प्रत्येक दोनों पक्षों के बीच दायित्व नवीकृत होती है या इसे प्रतिस्थापित किया जाता है। बहुपक्षीय निवल प्रक्रिया का पालन करते हुए सीसीआईएल को देय अथवा उसे प्राप्य निवल राशि का निर्धारण प्रत्येक मुद्रा में सदस्य-वार रूप में किया जाता है। रुपया खंड का निपटान सदस्य के भारतीय रिजर्व बैंक में रखे खाते के माध्यम से किया जाता है जबकि अमरीकी डालर खंड का निपटान न्यूयार्क स्थित निपटान बैंक में रखे सीसीआईएल के खाते के माध्यम से किया जाता है। सदस्य के साख की रेटिंग, निवल मालियत,

परिसंपत्ति मूल्य और प्रबंधन गुणवत्ता जैसे कुछ मानकों के आधार पर सीसीआईएल प्रत्येक सदस्य बैंक हेतु सीमा निर्धारित करता है। 2005-06 में सीसीआईएल ने 1,180 बिलियन अमरीकी डॉलर के कुल मूल्य के 900,000 डील के निपटान किए। सीसीआईएल ने अपनी सेवाओं को बेहतर बनाने के प्रयास निरंतर रूप से जारी रखे और धीरे-धीरे विदेशी मुद्रा लेनदेनों के सारे कार्य अपने नियंत्रण में ले लिए। इस तरह अपनी मध्यस्तथा से सीसीआईएल ने अपने सभी सदस्यों को जोखिम कम करने, दक्षता में सुधार लाने, परिचालनगत व्यय में कमी लाने और संवाददाताओं के साथ लेखा मिलान में सुविधा प्रदान की है।

6.54 इसी सुविधा के विस्तार के रूप में सीसीआईएल ने सभी वायदा कारोबार के लिए लेनदेनों का प्रत्याभूत निपटान भी शुरू किया है। इस समय सदस्य बैंक अपनी बहियों में विदेशी मुद्रा जोखिमों की विशाल बकाया राशि की समस्या का सामना कर रहे हैं और बाजार में और कारोबार करने की राह में यह आड़े आ रही है। इतनी अधिक मात्रा में बकाया कारोबार के कारण जोखिम भी बहुत बढ़ जाता है और ऐसे कारोबार को समर्थन प्रदान करने के लिए भी बड़ी मात्रा में पूंजी की आवश्यकता होती है। इसी वजह से कई सदस्य बैंकों ने कई फोरमों पर सीसीआईएल से अनुरोध किया है कि वह कारोबार की तारीख से ही इन वायदा कारोबारों के लिए गारंटी प्रदान करें जिससे वायदा बाजार में चलनिधि और गहनता में पर्याप्त वृद्धि हो सके। बैंक अपनी बहियों में आज जो बड़ी मात्रा में बकाया वायदा स्थिति दर्शा रहे हैं, इससे उसमें भी कमी आएगी (गोपीनाथ 2005)। पूर्ण पूंजी खाता परिवर्तनीयता पर गठित समिति की एक सिफारिश यह भी थी।

6.55 विदेशी मुद्रा निपटान जोखिमों से निपटने के अलावा भविष्य में नुकसान से बचने के लिए सहभागियों को बाजार जोखिम, चलनिधि जोखिम, ऋण जोखिम और परिचालनात्मक जोखिमों का भी दक्षता के साथ प्रबंधन करने की आवश्यकता है। अंतर-बैंक विदेशी मुद्रा लेनदेन के जोखिम एवं बाजार निर्माता के रूप में व्युत्पन्न बाजार में जोखिम प्रबंधन के लिए रिजर्व बैंक ने बैंकों के लिए जो दिशानिर्देश बनाए हैं उनके अनुसार प्राधिकृत व्यापारियों (श्रेणी-I) के निदेशक मंडल से यह अपेक्षित है कि वह समुचित नीति बनाए और विदेशी मुद्रा बाजार के परिचालनों के लिए समुचित सीमा निर्धारित करे। एक दिन की निवल खुली स्थिति और सकल अंतराल सीमा के लिए रिजर्व बैंक की अनुमति आवश्यक है। इस खुली स्थिति की माप सामान्यतः प्रत्येक मुद्रा के लिए की जाती है जिसमें निवल हाजिर स्थिति, निवल वायदा स्थिति और निवल आप्सांस स्थिति शामिल होती है। बैंकों द्वारा विदेशी मुद्रा लेनदेनों के लिए जोखिम की विभिन्न सीमाएं जैसे - एक दिनभर के लिए जोखिम, दैनिक, हानि रोध, गैप सीमा, ऋण सीमा, जोखिम मूल्य (वीएआर) सरीखी विभिन्न जोखिम सीमाएं निश्चित की जाती हैं। इन सीमाओं में रहते हुए प्राधिकृत व्यापारियों की ट्रेजरी के फ्रंट ऑफिस ग्राहकों और अपनी स्वयं की संपदागत आवश्यकताओं की पूर्ति हेतु लेनदेन करते हैं। बैंक आफिस इन जोखिमों का लेखांकन, पुष्टिकरण एवं समायोजन

करता है जबकि मिड-ऑफिस निरंतर आधार पर लाभ की समीक्षा करता है तथा जोखिम सीमाओं के अनुपालन पर निगरानी रखता है। बाजार जोखिम के मामले में अधिकांश बैंक जोखिम मूल्य (वीएआर) मॉडल सहित मापक तकनीकों के अन्य विकल्पों का भी उपयोग करते हैं। ऋण जोखिम का मापन और प्रबंधन अधिकांश बैंक सकल प्रतिपक्ष के आधार पर करते हैं ताकि हाजिर एवं व्युत्पन्न बाजार में निहित समस्त जोखिमों को शामिल किया जा सके। कुछ बैंक विभिन्न देशों की जोखिम सीमाओं के माध्यम से देश-वार जोखिम की निगरानी करते हैं। चलनिधि जोखिम का अनुमान सामान्यतः विभिन्न खंडों में विभिन्न मुद्राओं के आस्ति-देयता संविभाग की निगरानी एवं विभिन्न खंडों में मुद्रा-वार अंतरालों की निगरानी द्वारा की जाती है। चलनिधि जोखिम की निगरानी करते समय बैंक नॉस्ट्रो खातों में दैनिक आधार पर रखी शेष राशि, विप्रेषण और प्रतिबद्ध विदेशी मुद्रा मीयादी ऋण के शेष पर भी निगरानी रखते हैं।

6.56 अंत में, 1990 के दशक के शुरुआती दौर से अब तक भारत में विदेशी मुद्रा बाजार के ढांचे में पर्याप्त बदलाव आया है। बाजार सहभागियों में अब विविधता आई है और उनके पास जोखिम प्रबंधन हेतु अब कई लिखतें हैं। भुगतान संतुलन में चालू खाते की तुलना में पूंजी खाते को अधिक महत्व दिए जाने के अनुरूप विदेशी मुद्रा बाजार में आपूर्ति और मांग के झटकों में भी परिवर्तन आ रहा है। कारोबारी प्लेटफार्म और निपटान प्रणाली की दृष्टि से भी बाजार के संरचनागत ढांचे में पर्याप्त सुधार हुआ है। भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार में अधिकांश कारोबार हाजिर खंड में ही हो रहा है, हालांकि व्युत्पन्न खंड में भी कारोबार की मात्रा बढ़ रही है। व्युत्पन्न खंड में कारोबार बढ़ाने के लिए कुछ बातों पर ध्यान दिए जाने की आवश्यकता है। इन बातों में शामिल हैं : विभिन्न लिखतों के प्रयोग में लचीलापन, डेरिवेटिव उत्पादों के लेनदेनों में निहित जोखिम की प्रकृति के बारे में ज्ञान और समझ को बढ़ाना, वायदा के प्रत्याभूत निपटानों और वायदा संविदाओं की बुकिंग में निहित आस्तियों की भूमिका की समीक्षा आदि। इसके अलावा, इस बात की आवश्यकता है कि बाजार के खिलाडी को विभिन्न लिखतों के प्रयोग तथा इनमें शामिल जोखिम के बारे में आवश्यक दक्षता हो।

IV. विदेशी मुद्रा बाजार : एक मूल्यांकन

6.57 बाजार के संरचनागत ढांचे में आ रहे अनवरत सुधार से विदेशी मुद्रा बाजार की गहनता, चलनिधि एवं दक्षता पर प्रभाव पड़ा है। विगत कुछ समय से हाजिर और व्युत्पन्न दोनों की खंडों में भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार के टर्नओवर में पर्याप्त वृद्धि हुई है। तटीय टर्नओवर की वृद्धि के साथ-साथ अपतटीय बाजार की गतिविधियों ने भी महत्वपूर्ण स्थान हासिल किया है। पूंजीगत खाते में आ रहे क्रमिक खुलेपन से भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार में मूल्य आकलन की प्रक्रिया में सुधार आया है और यह बोली-प्रस्ताव अंतर एवं वायदा प्रीमियम के व्यवहार में परिलक्षित भी होता है।

विदेशी मुद्रा बाजार में कुल कारोबार (टर्नओवर)

6.58 'फारेन एक्सचेंज एंड डेरिवेटिव्स मार्केट एक्टिविटी' पर बैंक फॉर इंटरनेशनल सेटलमेंट्स (बीआइएस) द्वारा करवाए गए त्रैवार्षिक सेंट्रल बैंक सर्वे के मुताबिक 2001 से 2004 के बीच वैश्विक विदेशी मुद्रा बाजार की गतिविधियों में उल्लेखनीय इजाफा हुआ है (सारणी 6.4)। कुल कारोबार में हुई यह सुदृढ़ बढ़त दो संबद्ध कारकों के कारण है। पहली बात तो यह कि 2001 से 2004 के बीच विदेशी मुद्रा बाजार में स्पष्ट प्रवृत्तियां परिलक्षित हुईं और काफी उतार-चढ़ाव आए जिससे कारोबार में तेजी आई। इसी वजह से निवेशकों ने मुद्राओं की भारी खरीदारी कर ली जिसके परिणामस्वरूप अनवरत तेजी की प्रवृत्ति बनी रही। दूसरी बात यह है कि सकारात्मक विभेदक ब्याज दर ने तथाकथित 'कैरी ट्रेडिंग' प्रक्रिया को बढ़ावा दिया। इस प्रक्रिया में कम ब्याज दर वाली मुद्राओं को लेकर उच्च ब्याज दर वाली मुद्राओं में निवेश किया जाता है। 2001 से 2004 के बीच तात्कालिक वायदा के क्षेत्र में आई बढ़त बचाव (हेजिंग) में आई अत्यधिक रुचि का परिणाम रही। 2001 से 2004 के बीच उभरती बाजार अर्थव्यवस्था वाले देशों में पारंपरिक विदेशी मुद्रा कारोबार में कुल वैश्विक मुद्रा कारोबार की तुलना में एशियाई मुद्राओं के कारोबार में ज्यादा तेजी दर्ज की गई। अप्रैल 2001 से अप्रैल 2004 के बीच चीनी रेन्मिन्बि, भारतीय रुपया, इंडोनेशियन रुपया, कोरियन वान और नए ताइवानी डालर ने 100 प्रतिशत से अधिक की सीमा पार की (सारणी 6.5)। विदेशी मुद्रा कारोबार के टर्नओवर में पर्याप्त वृद्धि के बावजूद कुल वैश्विक टर्नओवर में उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं का अंश कम ही बना रहा।

6.59 पिछले कई वर्षों में भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार के आकार में कई गुना बढ़त हुई है। दैनिक औसत टर्नओवर 1997-98 के 5 बिलियन अमरीकी डालर से बढ़कर 2005-06 में 18 बिलियन अमरीकी डालर हो गया। 2006-07 (फरवरी 2007 तक) में टर्नओवर में पर्याप्त वृद्धि हुई और यह 23 बिलियन अमरीकी डालर तक पहुंच गया। इस दौरान अक्टूबर एवं नवंबर 2006 में कुछ दिनों में तो इसने 35 बिलियन अमरीकी डालर की दैनिक

सारणी 6.4: वैश्विक विदेशी मुद्रा बाजार टर्नओवर (अप्रैल में दैनिक औसत, बिलियन अमेरिकी डॉलर में)

मद	1989	1998	2001	2004
1	2	3	4	5
हाजिर लेनदेन	317	568	387	621
एक दिन (ओवरनाइट) का वायदा	27	128	131	208
विदेशी मुद्रा स्वैप	190	734	656	944
रिपोर्टिंग में आनुमानिक अंतराल	56	60	26	107
कुल 'पारंपरिक' टर्नओवर	590	1,490	1,200	1,880
मेमो :				
अप्रैल 2004 की विनिमय दर पर टर्नओवर	650	1,590	1,380	1,880
स्रोत : बैंक फॉर इंटरनेशनल सेटलमेंट का 'फारेन एक्सचेंज एंड डेरिवेटिव्स मार्केट एक्टिविटी' पर त्रैवार्षिक सेंट्रल बैंक सर्वे, 2005।				

विदेशी मुद्रा बाज़ार

सारणी 6.5 : उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्था वाली मुद्राओं में पारंपरिक विदेशी मुद्रा बाज़ार के टर्नओवर - अप्रैल 2004 (दैनिक औसत, मिलियन अमरीकी डालर में)

	हाज़िर	वायदा	स्वैप	कुल	2001 से वृद्धि (%)
1	2	3	4	5	6
चीनी रेन्मिन्बी	992	811	9	1,812	530
हॉंगकांग डालर	6,827	2,221	24,133	33,181	21
भारतीय रुपया	2,877	1,531	1,658	6,066	114
इंडोनेशियन रुपया	760	267	1,025	2,051	283
कोरियन वान	10,510	6,048	4,592	21,151	117
मलेशियन रिंगिट	351	237	399	987	7
फिलिपीनी पेसो	345	232	188	765	52
सिंगापुर डालर	5,177	1,242	10,591	17,010	32
नया ताइवानी डालर	3,607	2,798	856	7,261	129
थाई भाट	1,333	490	1,669	3,492	88
मेमो :					
अमरीकी डालर	528,639	170,357	874,083	1,573,080	48
यूरो	272,887	88,243	298,231	659,361	49
पाउंड स्टर्लिंग	82,839	31,338	185,241	299,417	93
जापानी येन	130,382	47,135	181,715	359,231	35

स्रोत : बीआइएस, क्वार्टर्ली रिव्यू, मार्च 2005।

औसत टर्नओवर की सीमा भी पार कर ली। व्यापारिक टर्नओवर के प्रति अंतर-बैंक टर्नओवर अनुपात 1997-98 के 5.2 से आधा होकर 2005-06 में 2.6 रह गया। इससे व्यापारिक वर्ग की विदेशी मुद्रा बाज़ार में बढ़ती सहभागिता परिलक्षित होती है (सारणी 6.6 तथा चार्ट VI.2)। विदेशी मुद्रा टर्नओवर में अकेले मुंबई की हिस्सेदारी 80 प्रतिशत के आसपास है।

6.60 विदेशी मुद्रा बाज़ार का टर्नओवर भारतीय भुगतान संतुलन की तुलना में 2005-06 में 6.6 गुना रहा जबकि 2000-01 में यह 5.4 गुना था (सारणी 6.7)। विदेशी मुद्रा बाज़ार की गहनता बढ़ने एवं टर्नओवर में वृद्धि होने से वाणिज्य बैंकों की राजकोषीय परिचालनों से होनेवाली आय में भी वृद्धि हुई है। 2004-05 एवं 2005-06 में अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के कुल लाभ का 20 प्रतिशत से भी अधिक हिस्सा विदेशी मुद्रा लेनदेनों से प्राप्त हुआ (चार्ट VI.3)।

सारणी 6.6: भारतीय विदेशी मुद्रा बाज़ार गतिविधियों के संकेतक

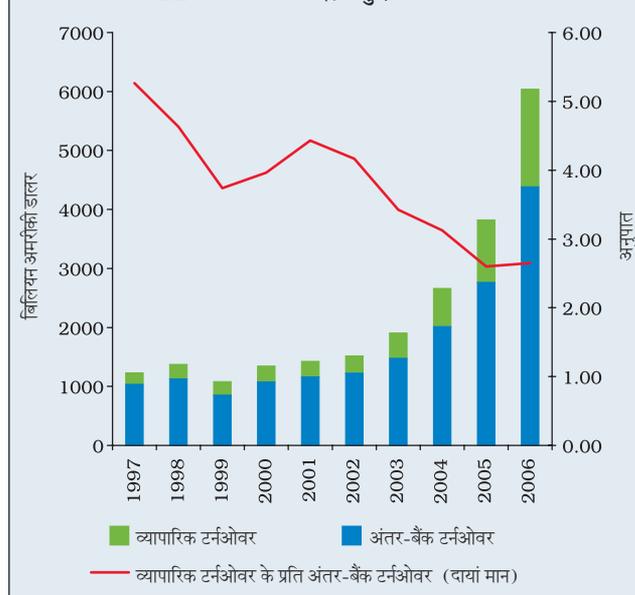
(बिलियन अमरीकी डालर में)

मद	1997-1998	2005-2006	2006-2007@
1	2	3	4
कुल वार्षिक टर्नओवर	1,306	4,413	5,734
औसत दैनिक टर्नओवर	5	18	23
औसत दैनिक व्यापारिक टर्नओवर	1	5	7
औसत दैनिक अंतर-बैंक टर्नओवर	4	13	18
व्यापारिक के प्रति अंतर-बैंक अनुपात	5.2	2.6	2.6
हाज़िर/कुल टर्नओवर (%)	51.6	50.5	52.4
वायदा/कुल टर्नओवर (%)	12.0	19.0	18.0
स्वैप/ कुल टर्नओवर (%)	36.4	30.5	29.6

@ : अप्रैल-फरवरी।

स्रोत : भारतीय रिज़र्व बैंक

चार्ट VI.2 : भारतीय विदेशी मुद्रा बाज़ार में टर्नओवर



6.61 टर्नओवर के बैंक समूह-वार वितरण (संबंधित वर्ष के कुल टर्नओवर के अनुपात के रूप में) से यह ज्ञात होता है कि कुल टर्नओवर में सबसे बड़ा हिस्सा विदेशी बैंकों का रहा है, हालांकि इनके कुल टर्नओवर के हिस्से में 1996-97 के 59 प्रतिशत की तुलना में गिरावट आई है और 2005-06 में यह 42 प्रतिशत रह गया है (सारणी 6.8)। सार्वजनिक और निजी क्षेत्र के बैंकों की हिस्सेदारी इसी के अनुरूप बढ़ी है। विशेष रूप से इस अवधि में निजी क्षेत्र के नए बैंकों की हिस्सेदारी में जबरदस्त इजाफा हुआ है।

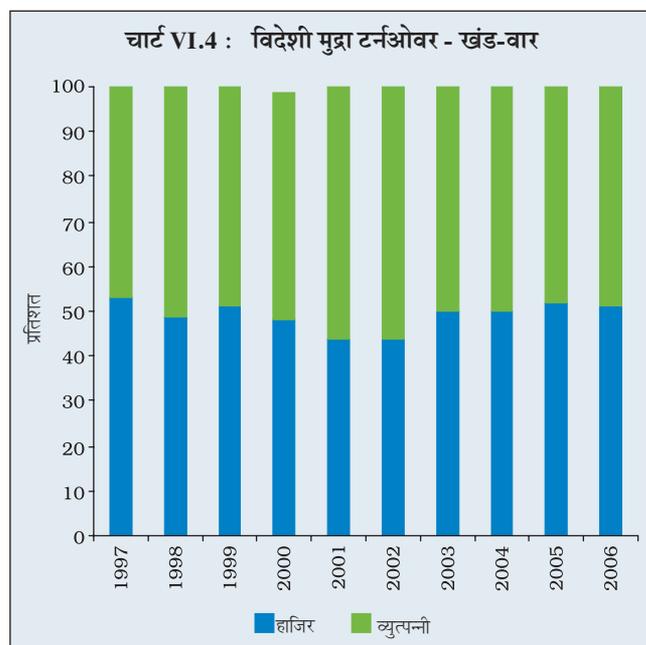
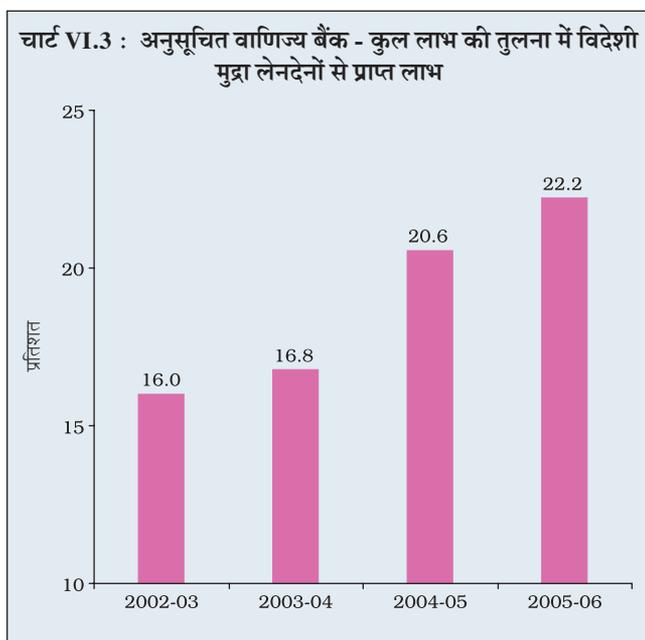
6.62 कुल टर्नओवर में 51 प्रतिशत हिस्से पर कब्जे के साथ हाज़िर बाज़ार विदेशी मुद्रा बाज़ार का सबसे अहम हिस्सा बना रहा। हालांकि व्युत्पन्न खंड में तेजी आने से इसके हिस्से में हाल के वर्षों में थोड़ी गिरावट आई है (चार्ट VI.4)।

सारणी 6.7: भारत में विदेशी मुद्रा बाज़ार का सापेक्ष आकार

वर्ष	विदेशी मुद्रा बाज़ार - वार्षिक टर्नओवर (बिलियन अमरीकी डालर)	भुगतान शेष का आकार (बिलियन अमरीकी डालर)	आरबीआई की विदेशी मुद्रा आस्तियां (बिलियन अमरीकी डालर)	कालम 3 के प्रति कालम 2	कालम 4 के प्रति कालम 2
1	2	3	4	5	6
2000-01	1,387	258	40	5.4	35
2001-02	1,421	237	51	6.0	28
2002-03	1,560	267	72	5.8	22
2003-04	2,118	362	107	5.9	20
2004-05	2,892	481	136	6.0	21
2005-06	4,413	664	145	6.6	30

* मार्च के अंत के अनुसार।

स्रोत : भारतीय रिज़र्व बैंक।



6.63 जैसा कि पहले बताया गया है कि हाजिर बाजार में अंतर-बैंक और खुदरा/व्यापारिक खंड शामिल होते हैं। हाजिर खंड में अंतर-बैंक लेनदेन का प्रभुत्व रहता है। हाजिर बाजार के व्यापारिक खंड में सामान्यतः भारत सरकार, इंडियन आयल कार्पोरेशन सरीखे सार्वजनिक क्षेत्र की बड़ी इकाइयों तथा विदेशी संस्थागत निवेशकों का प्रभुत्व रहता है। सार्वजनिक क्षेत्र की इकाइयों एवं सरकार की विदेशी मुद्रा संबंधी मांग भारी मात्रा में होती है और उसमें उतार-चढ़ाव आता रहता है जिसकी वजह से विदेशी मुद्रा बाजार में कभी-कभी मांग-आपूर्ति में अंतर आ जाता है, फिर ऐसी स्थिति में भारतीय रिजर्व बैंक को बाजार में हस्तक्षेप करना पड़ता है। हालांकि, हाल के वर्षों में विनिमय दर में उतार-चढ़ाव देखने में आया है और ऐसा अंशतः विदेशी संस्थागत निवेशकों के प्रवाह के कारण हुआ है। इसके कारण प्राधिकृत व्यापारियों के परिचालनों में सुगमता आई है और इससे बाजार में गहनता तथा चलनिधि में वृद्धि का संकेत मिलता है।

6.64 व्युत्पन्नी बाजार में, भारत में व्युत्पन्न टर्नओवर में सबसे बड़ा हिस्सा विदेशी मुद्रा स्वैप का था। इसके बाद वायदा और ऑप्शन का

स्थान आता है (सारणी 6.9)। चार वर्षों तक अस्तित्व में रहने के बावजूद ऑप्शन का स्थान नगण्य ही बना रहा। चूंकि भारत में कारपोरेट द्वारा विदेशी मुद्रा स्वैप एवं ऑप्शन जारी करने पर प्रतिबंध है अतः इस खंड (स्वैप एवं ऑप्शन) में अनिवार्यतः अंतर-बैंक लेनदेन ही परिलक्षित होते हैं।

6.65 व्युत्पन्नी बाजार के वायदा खंड में व्यापारिक एवं अंतर-बैंक दोनों ही सहभागी दिखाई पड़ते हैं। हालांकि, हाजिर खंड के विपरीत इसमें व्यापारिक खंड की हिस्सेदारी अधिक है (चार्ट VI.5)। 2000 तक व्यापारिक टर्नओवर के प्रति अंतर-बैंक टर्नओवर अनुपात एक के काफी करीब था मगर इसके बाद व्यापारिक टर्नओवर में तीव्र वृद्धि के कारण अनुपात में गिरावट आई और इससे बढ़ती कारोबारी गतिविधियों, सुदृढ़ कारपोरेट निष्पादन एवं बढ़ते उदारीकरण का पता चलता है।

6.66 भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार में टर्नओवर में हो रही पर्याप्त वृद्धि की पृष्ठभूमि में यह महत्वपूर्ण हो जाता है कि उन कारकों का पता लगाया जाए जो कारोबारी मात्रा का निर्धारण करते हैं। विषय से संबंधित

सारणी 6.8: विदेशी मुद्रा टर्नओवर - बैंक समूह-वार हिस्सा

(प्रतिशत में)

बैंकों की श्रेणी	1996-97			2005-06		
	व्यापारिक	अंतर-बैंक	कुल	व्यापारिक	अंतर-बैंक	कुल
1	2	3	4	5	6	7
सार्वजनिक क्षेत्र	8	21	29	6	26	32
निजी क्षेत्र	2	10	12	9	17	26
विदेशी	7	52	59	12	30	42
कुल	17	83	100	27	73	100

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक।

सारणी 6.9: भारत में व्युत्पन्नी टर्नओवर

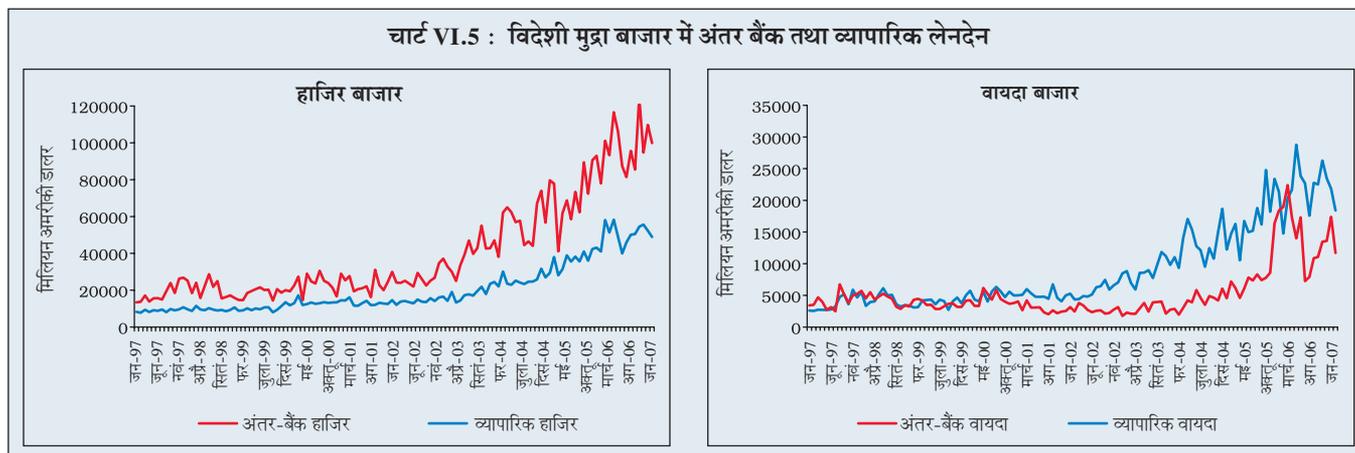
(बिलियन अमरीकी डालर)

मद	2000-01	2005-06	2006-07 (फरवरी 2007 तक)
1	2	3	4
वायदा	163	839	1,035
स्वैप	565	1,344	1,695
ऑप्शन@	0	11	38

@ : मोटे तौर पर अनुमान।
स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक।

विदेशी मुद्रा बाजार

चार्ट VI.5 : विदेशी मुद्रा बाजार में अंतर बैंक तथा व्यापारिक लेनदेन



उपलब्ध सीमित साहित्य से यह पता चलता है कि सक्रिय कारोबारियों की बढ़ती संख्या, सूचना प्रवाह एवं बाजार में सहमति न बन पाने से संभावित टर्नओवर में वृद्धि होती है और समय के साथ-साथ इसमें परिवर्तन भी आ सकता है (टाउचेन एवं पिट्स, 1983)। भारतीय संदर्भ में साक्ष्य यह दर्शाते हैं कि प्रत्याशा के अनुरूप विदेशी मुद्रा बाजार में कारोबारी मात्रा बढ़ने के साथ-साथ लेन-देनों की संख्या भी बढ़ती है।⁵ हालांकि गुणांक का कम रहना तुलनामूलक रूप में बाजार के स्वामित्व को दर्शाता है, जिसका आशय है कि कुछ डील में आप भारी उतार-चढ़ाव से बाजार के टर्नओवर पर बहुत अधिक असर नहीं पड़ता। बाजार में होने वाले कारोबार के अलावा कारोबार की मात्रा अन्य कई कारकों पर भी निर्भर करती है। इन कारणों में शामिल हैं - बाजार के सहभागियों को उपलब्ध लिखतों की

संख्या, बाजार की गहनता और अर्थव्यवस्था में आ रहा खुलापन जिन्हें विश्लेषण में शामिल नहीं किया गया है।

6.67 विनिमय दर के प्रसार का निर्धारण करने के लिए भविष्य में होने वाली कारोबारी मात्रा की सूचना महत्वपूर्ण है क्योंकि इससे बेहतर मूल्य खोज में सहायता मिलेगी तथा लेनदेन की कीमत में कमी आएगी। दक्ष मूल्य खोज प्रणाली के लिए मूल्य उतार-चढ़ाव तथा कारोबारी मात्रा के संबंध के अध्ययन की आवश्यकता होती है। व्यापार की मात्रा एवं विनिमय दर प्रतिलाभ के बीच के परिवर्तन के संबंध का अनुभवजन्य विश्लेषण⁶ यह दर्शाता है कि व्यापार की मात्रा में परिवर्तन आने से विनिमय दर के उतार-चढ़ाव की लोच बढ़ सकती है और यह बात

5 चूंकि विदेशी मुद्रा विनिमय की मात्रा अस्थिर (1) पाई गई जबकि निपटान परिवर्तकों की संख्या स्तर रूप में स्थिर 1(0) पाई गई इसलिए 12 नवंबर 2002 से 5 दिसंबर 2006 की अवधि के भारतीय समाशोधन निगम (सीसीआइएल) से प्राप्त डाटा पर सहसमुच्चय (कोइंटीग्रेसन) विश्लेषण के प्रति एआरडीएल दृष्टिकोण लागू किया गया। इनके बीच दीर्घावधि संबंध पाए गए हैं और इसके आधार पर श्वार्ज बेसिएन मापदंड द्वारा चयनित खंड अंतराल से एआरडीएल (4,4) के निम्नलिखित त्रुटि सुधार रूप का अनुमान लगाया गया है।

$$\begin{aligned} \Delta VOL = & -0.14C - 0.45\Delta VOL_{t-1} - 0.24\Delta VOL_{t-2} - 0.13\Delta VOL_{t-3} \\ & (-3.37) \quad (-13.02)^* \quad (-6.58)^* \quad (-4.17)^* \\ & + 0.19\Delta ND_{t-1} + 0.10\Delta ND_{t-2} + 0.06\Delta ND_{t-3} + 0.44\Delta ND - 0.11\varepsilon_{t-1} \\ & (11.24)^* \quad (6.08)^* \quad (3.97)^* \quad (136.49)^* \quad (-5.40)^* \\ \bar{R}^2 = & 0.97 \quad DW = 2.03 \end{aligned}$$

कोष्ठक में दिए गए आंकड़े t-मान हैं। * 1 प्रतिशत के स्तर का महत्व दर्शाता है। Δ संबंधित चर का पहला अंतर दर्शाता है। C अवरोधक है। VOL और ND क्रमशः विदेशी मुद्रा बाजार में करोड़ रूप में लेनदेन एवं प्रतिदिन होने वाले सौदों के log को दर्शाते हैं। व्यापारिक मात्रा में नकदी, कल होने वाले सौदे, हाजिर तथा वायदा खंड में होने वाले लेनदेनों की मात्रा दर्शाई जाती है।

6 वित्तीय बाजारों में उतार-चढ़ाव समय के अनुसार होते हैं। इसलिए आंकड़ों के व्यवहार का प्रबंध करने के लिए यह ज्यादा उचित होगा कि किसी स्थिर प्रसरण दृष्टिकोण को अपनाने के बजाए एआरसीएच तरह के मॉडल को अपनाया जाए। इस संबंध के अध्ययन के लिए जीएआरसीएच (1,1) फेमवर्क का उपयोग किया गया था।

7 जीएआरसीएच (1,1) मॉडल का विचार करने से पूर्व विनिमय दर प्रतिलाभ श्रृंखला में एआरसीएच प्रभाव की उपस्थिति की जांच की गई। जीएआरसीएच (1,1) का माध्य समीकरण एआरएमए (2,2) मॉडल है जिसमें ओएलएस के माध्यम से अनुमान लगाते समय गुणांक महत्वपूर्ण पाए गए। 12 नवंबर 2002 से 5 दिसंबर 2006 की अवधि तक के लिए जीएआरसीएच (1,1) अनुमान लगाए गए हैं और रुपया/डालर प्रतिलाभ तथा नकदी, अगले दिन का कारोबार, हाजिर तथा वायदा खंड में कुल कारोबार की मात्रा चर राशियां हैं। आनुमानिक समीकरण इस प्रकार हैं :

$$\begin{aligned} h_t = & 0.01 + 0.01\Delta VOL + 0.54h_{t-1} + 0.38\varepsilon_{t-1} \\ & (5.07)^* \quad (10.29)^* \quad (6.65)^* \quad (4.81)^* \\ \bar{R}^2 = & 0.004; DW=1.93; LM(8) = 6.28(0.62)^{\#}; Wald Stat = 2.23(0.14)^{\#}; Log likelihood = 159.15; AIC = -0.32. \end{aligned}$$

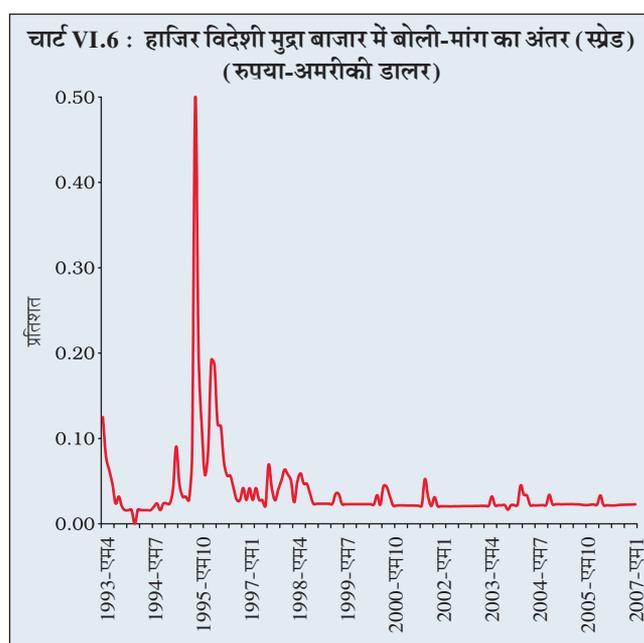
h_t : विनिमय दर प्रतिलाभ का समय आधारित परिवर्तनशील उतार-चढ़ाव, ε शर्शर्त त्रुटि को दर्शाता है और ΔVOL लॉग कारोबारी मात्रा का पहला अंतर दर्शाता है। कोष्ठक में दिए गए आंकड़े t-मान हैं; * 1 प्रतिशत के स्तर पर महत्व दर्शाता है; $\#$: संबंधित कोष्ठक के आंकड़े पी-मान हैं।

पिछले कुछ वर्षों से यह देखने में भी आई है। इस तरह, व्यापारिक मात्रा में वृद्धि और उसी के अनुरूप लोच में वृद्धि होना बाजार के स्वस्थ विकास का परिचायक है।

बाजार दक्षता

6.68 विनिमय दर मुख्यतः मांग और आपूर्ति से निर्धारित होने के कारण भारत में हाल के वर्षों में विदेशी मुद्रा बाजार की दक्षता का मसला महत्व हासिल करता जा रहा है। बाजार को दक्ष तभी माना जाता है जब बाजार की दरें उपलब्ध समस्त सूचनाओं को प्रतिबिंबित करती हों ताकि किसी भी व्यापारी के लिए यह संभव न हो सके कि वह सुनियोजित तरीके से अधिक लाभ अर्जित कर सके। विदेशी मुद्रा बाजार की दक्षता/चलनिधि का आकलन अक्सर बोली-मांग अंतर पर आधारित होती है। बोली-मांग अंतर मुद्रा के लेनदेन में शामिल लेनदेन तथा परिचालन लागत को प्रदर्शित करता है। इस लागत में अन्य लागतों के साथ-साथ फोन बिल, केबिल प्रभार, बही-खाता रखने संबंधी व्यय और व्यापारियों का वेतन शामिल होता है। हाजिर खंड में इसमें विदेशी मुद्रा को रखने से संबंधित जोखिम भी शामिल होता है। मुद्रा में कारोबार की मात्रा बढ़ने से इस कीमत/बोली-मांग अंतर में कमी आने संभावना होती है। वित्तीय सिद्धांत में बोली-मांग अंतर के तीन आधारभूत सिद्धांत हैं : (क) आदेश संसाधन कीमत, (ख) इन्वेंटरी धारिता कीमत, और (ग) बाजार निर्माण की सूचना कीमत, और इनमें से प्रत्येक कारोबारी मात्रा से विशेष तरीके से प्रभावित होती है (हार्टमान, 1999)। अतः, विदेशी मुद्रा बाजार में कम और स्थायित्वपूर्ण बोली-मांग अंतर यह दर्शाता है कि अंतर्निहित कम उतार-चढ़ाव, उच्च चलनिधि एवं सूचना में कम विषमता के साथ बाजार दक्षता की स्थिति में है।

6.69 भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार के मांग-बोली अंतर में समय के साथ कमी आई है और इस समय यह काफी कम है। भारत में, सामान्यतः हाजिर बाजार भाव 1 पैसे के 0.25 से 1 पैसे के बीच है जबकि स्वैप का भाव 1 से 2 पैसे के अंतर पर उपलब्ध है। रुपया-अमरिकी डॉलर में बोली-मांग अंतर पर पता चलता है कि बाजार विकास (अर्थात् 1990 के दशक के मध्य तक) के शुरुआती चरण में बाजार सहभागियों के एक जैसे व्यवहार सहित क्षीण बाजार के कारण इसमें अंतर अधिक था तथा यह उतार-चढ़ाव से भरा था (चार्ट VI.6)। समय के साथ-साथ तुलनात्मक रूप में बाजारों की गहनता बढ़ती गई



और ये अर्थसुलभ हो गए। इससे बोली-मांग अंतर में तेजी से गिरावट आई और इसमें कमी आने के साथ-साथ स्थायित्व आया। यह इसकी दक्षता बढ़ने का परिचायक है।

6.70 अनुभव से यह देखा गया है कि रुपया-डालर विनिमय दर में संभाव्य उतार-चढ़ाव से अंतर पर भी असर पड़ता है और उतार-चढ़ाव बढ़ने के साथ-साथ ही इसमें वृद्धि होती है⁸। हालांकि विनिमय दर अंतर पर कारोबारी मात्रा का प्रभाव नगण्य होगा। अनुमानित समीकरण के कटाव बहुत महत्वपूर्ण हैं और ये भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार में अंतर की एकरूपता दर्शाते हैं। एकसमान और कम अंतर मुख्यतः विदेशी मुद्रा बाजार में कम उतार-चढ़ाव के कारण हैं।

वायदा प्रीमियम का रुख

6.71 विदेशी मुद्रा बाजार के वायदा प्रीमियम के रुख का महत्वपूर्ण पहलू यह है कि ब्याज दर एवं फ्यूचर हाजिर दर संबंधी अनुमान लगाने सरीखे आर्थिक मूलभूत कारकों के साथ इसका संयोजन कैसा है। वायदा प्रीमियम के विश्लेषण से अनिवार्य रूप से यह पता चलता है कि अन्य रिजर्व मुद्राओं की तुलना में मुद्रा प्रीमियम/बट्टे पर उपलब्ध है। विदेशी मुद्रा के प्रति अपने जोखिमों को प्रतिरक्षा प्रदान करने के लिए आयातकों

⁸ रुपया-डालर बोली-मांग निरपेक्ष अंतर (SPD) का प्रयोग करते हुए, विदेशी मुद्रा बाजार (हाजिर, वायदा और स्वैप में टर्नओवर) में प्रत्याशित उतार-चढ़ाव और दैनिक टर्नओवर (VOL) के परोक्षी के रूप में एक महीने के एटीएम रुपया डॉलर आप्शन मूल्य उतार-चढ़ाव (IV) हेतु ओपलएस समीकरण का अनुमान 7 जुलाई 2003 से 31 अगस्त 2006 तक के लिए है। प्रसार एवं टर्नओवर/कारोबारी मात्रा लॉग रूप में दिए गए हैं।

$$\log SPD = -4.56 - 0.01 \log VOL + 3.29 IV$$

$$(-31.63)^* \quad (-0.94) \quad (5.18)^*$$

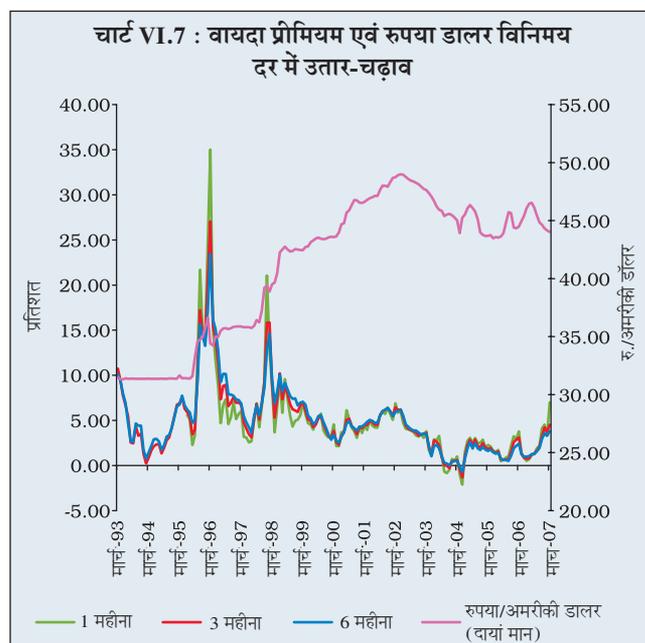
$$R^2 = 0.15; DW = 2.10$$

कोष्ठक में दिए गए आंकड़े t-मान से संबंधित हैं और 1 प्रतिशत के स्तर पर इसका महत्व प्रदर्शित करते हैं।

एवं निर्यातकों के लिए इसका विशेष महत्व है। भारत में वायदा बाजार छह महीने तक सक्रिय रहता है जब द्विपक्षीय भावों की उपलब्धता रहती है। हाल के वर्षों में एक वर्षीय परिपक्वता अवधि वाले खंड ने भी जोर पकड़ा है। वायदा प्रिमियम एवं ब्याज दर विभेदकों के बीच मुख्यतः लीड एंड लैग के माध्यम से संबंध स्थापित होता है। घरेलू बाजारों एवं समुद्रपारीय बाजारों के बीच हो रहा समेकन अक्सर वायदा बाजार के जरिए होता है। प्राधिकृत व्यापारी को अपने समुद्रपारीय कार्यालय या संवाददाता से उधार लेने तथा समुद्रपारीय मुद्रा बाजार में निधि निवेश करने की अनुमति देकर इस समेकन को और आसान बनाया गया है। वायदा खंड कई अन्य कारकों से भी प्रभावित होता है यथा : (i) समुद्रपारीय पक्षों से आयातकों द्वारा ऋण लेना अथवा निर्यातकों द्वारा ऋण प्रदान करना (वैश्विक ब्याज दर, घरेलू ब्याज दर और भविष्य की हाजिर दर की प्रत्याशाओं के आधार पर आयातक दर्शनी भुगतान एवं हुंडी की प्रचलित 180 दिन की मियाद के बीच रह सकता है); (ii) आयातक रुपया ऋण एवं विदेशी मुद्रा ऋण के बीच खेलता रहे; (iii) जोखिम की प्रतिरक्षा करने या न करने का निर्णय प्रत्याशाओं एवं वायदा प्रिमियम पर निर्भर करता है; (iv) प्रत्यावर्तन या अभ्यर्षण की शर्तों के अधीन निर्यातक भुगतान या प्राप्य अग्रिमों के भुगतान में देरी करते हैं और यह रुपया ऋण, प्रिमियम एवं समुद्रपारीय ब्याज दर पर निर्भर करता है, और (v) लदान पूर्व/पश्चात ऋण विदेशी मुद्रा में प्राप्त करना और रुपया तथा विदेशी मुद्रा ऋण के बीच खेलना।

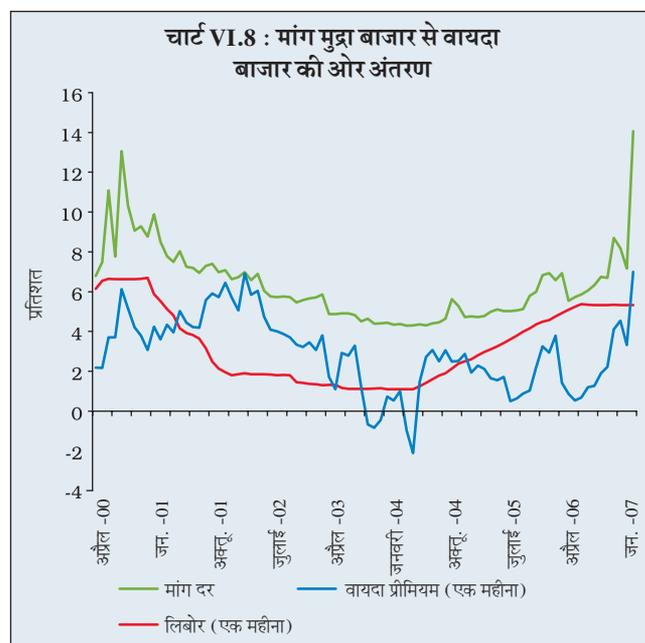
6.72 पूंजी खाता के मुक्त होने के चलते वायदा प्रिमियम क्रमिक रूप से ब्याज दर विभेदक की ओर उन्मुख हो रहे हैं और उससे बाजार की बढ़ती दक्षता परिलक्षित होती है। चूंकि वायदा एवं अन्य विदेशी मुद्रा व्युत्पन्न बाजार के पूर्ण विकास के लिए पूंजी खाता में मुक्त लेनदेन एक महत्वपूर्ण शर्त है और इसके लिए सुपरिभाषित आय वक्र सहित गहन एवं चल मुद्रा बाजार के रूप में उचित स्थिति उपलब्ध करा दी गई है।

6.73 उदारिकरण के बाद के दौर में, भारतीय रुपए की तुलना में अमरीकी डालर का वायदा प्रिमियम सामान्यतः उच्च स्तर पर रहा है और यह दर्शाता है कि अमरीकी डालर के प्रति रुपया बट्टे पर था। हाल के वर्षों में सुदृढ़ पूंजी प्रवाह एवं भारतीय अर्थव्यवस्था के प्रति दर्शाए गए विश्वास के चलते विदेशी मुद्रा रिजर्व में वृद्धि हुई है जिससे 1995-96 में काफी ऊंचाई पर पहुंचे वायदा प्रिमियम में जबरदस्त गिरावट आई। 2003-04 में अल्प समय के लिए वायदा प्रिमियम नकारात्मक भी हो गया। इसने उस पारंपरिक सिद्धांत को झुठला दिया कि जिस देश की मुद्रा स्फीति दर/ ब्याज दर ऊंची हो उसे अन्य देशों की तुलना में बट्टे पर होना चाहिए। यही वह समय था जब अन्य अधिकांश मुद्राओं की तुलना में घट रहे अमरीकी डालर के प्रति भारतीय रुपया मजबूत हुआ था। वास्तव में 2002 से वायदा प्रिमियम और विनिमय दर में



संयुक्त तेजी आई और इसमें जब-जब रुपया मजबूत हुआ है तब-तब प्रिमियम में गिरावट देखी गई है (चार्ट VI.7)।

6.74 वायदा प्रिमियम मांग दर के उतार-चढ़ाव से भी प्रभावित होता है, इससे ब्याज दर समता का सिद्धांत प्रदर्शित होता है। घरेलू बाजार में चलनिधि की स्थिति तंग होने से मांग दर तुरंत बढ़ जाती है, जिससे वायदा प्रिमियम भी बढ़ जाता है। घरेलू बाजार में चलनिधि की स्थिति जब भी तंग होती है तब बैंक तथा बाजार के अन्य सहभागी नकदी या हाजिर बाजार में अमरीकी डालर बेचते हैं और वायदा बाजार में खरीदते हैं जिससे वायदा प्रिमियम महंगा हो जाता है (चार्ट VI.8)।



6.75 वायदा प्रीमियम का विश्लेषण कई अध्ययनों में किया गया है और भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार में इसके निर्धारण के लिए जिम्मेदार कारकों की पहचान करने की कोशिश की गई है। भारतीय रुपए के वायदा प्रीमियम का निर्धारण काफी हद तक दो अर्थव्यवस्थाओं के अंतर-बैंक बाजार में होने वाले ब्याज दर विभेदक, विदेशी संस्थागत निवेश के प्रवाह, चालू खाता शेष के साथ-साथ भारतीय रुपया की तुलना में अमरीकी डालर की विनिमय दर के परिवर्तन पर निर्भर करता है (शर्मा एवं मित्रा, 2006)। एक अन्य अध्ययन में यह पाया गया कि 1997 से 2002 की अवधि में वायदा प्रीमियम सुव्यवस्थित रूप से रुपए के हासमान से अधिक रहा, जिसका निहितार्थ यह है कि डालर वायदा के विक्रताओं को विषमता पूर्ण लाभ मिलेगा (रानडे एवं कपूर, 2003)।

6.76 बाजार दक्षता के मूल्यांकन का एक तरीका यह भी है कि वायदा दर का अवलोकन किया जाए ताकि यह ज्ञात हो सके कि क्या वायदा दर भविष्य की हाजिर दर की तटस्थ जानकारी दे पाती है। अप्रैल 1993 से जनवरी 1998 की अवधि में यह देखा गया कि वायदा दर भविष्य की हाजिर दर की प्रभावी जानकारी नहीं दे पाई और वायदा दर तथा भविष्य की हाजिर दर में कोई सह-समन्वय नहीं है (जोशी एवं सागर, 1998)। जनवरी 1995 से दिसंबर 2006 के हाल के डाटा का विश्लेषण करने पर यह पता चला है कि समय के साथ भविष्य की हाजिर दर के बारे में सटीक जानकारी देने की वायदा दर की क्षमता बढ़ी है और वायदा दर तथा भविष्य की हाजिर दर में सह-समन्वयन भी कुछ हद तक बढ़ा है।⁹ इसका श्रेय कुछ हद तक क्रमिक रूप से खुल रही अर्थव्यवस्था, विशेष रूप से पूंजी खाते के साथ वायदा बाजार विकसित करने के लिए किए जा रहे सुधार प्रयासों को दिया जा सकता है। इन प्रयासों में नए लिखत शुरू करना, कारोबारी प्लेटफार्म देना तथा अधिक सहभागियों की अनुमति देना शामिल है।

बेसुपर्दगी वायदा (एनडीएफ) बाजार

6.77 तटीय हाजिर एवं व्युत्पन्न बाजार के अलावा एक और खंड जोर पकड़ रहा है और वह है बेसुपर्दगी वायदा (एनडीएफ) बाजार।

एनडीएफ अपरिवर्तनीय या सीमित मुद्राओं में किए जाने वाले ऐसी कृत्रिम विदेशी मुद्रा वायदा संविदाएँ हैं जिनका कारोबार 'ओवर दि काउंटर' किया जाता है और ये प्रतिबंधित मुद्रा के संबंधित राष्ट्रीय प्राधिकरण के प्रत्यक्ष क्षेत्राधिकार से बाहर होती है। एनडीएफ की मांग मुख्यतः आधारभूत मुद्राओं के वितनयामक एवं चलनिधि संबंधी मसलों के चलते उत्पन्न होती है। इन व्युत्पन्नियों से बहुराष्ट्रीय कॉर्पोरेशनों, पोर्टफोलियो निवेशकों, प्रतिरक्षा निधियों एवं वाणिज्य एवं निवेश बैंकों के स्वत्वाधिकारी विदेशी मुद्रा खातों को स्थानीय मुद्रा में प्रतिरक्षात्मक या सट्टा रुख अपनाने में मदद मिलती है। बहुराष्ट्रीय कंपनियों की दीर्घावधि एवं अल्पावधि दोनों ही प्रकार के बाजारों में लेनदेन करती हैं पर अल्पावधि बाजार में प्रतिरक्षा निधियों का प्रभुत्व रहता है। इनका मूल्य निर्धारण कई कारकों द्वारा समन्वित रूप से प्रभावित होता है। इन कारकों में दो मुद्राओं के बीच के ब्याज दर विभेदक, आपूर्ति एवं मांग, भविष्य की हाजिर संबंधी प्रत्याशा, विदेशी मुद्रा की स्थिति तथा केंद्रीय बैंक की नीतियाँ शामिल हैं। इन लेनदेनों का निपटान आधारभूत मुद्राओं के लेनदेन से ही पूरा नहीं होता है बल्कि वायदा बाजार की जिस विनिमय दर पर सहमति बनी थी उसके और अनुवर्ती हाजिर दर के अंतर के बराबर परिवर्तनीय मुद्राओं में किए जाने वाले निवल भुगतान से पूरा होता है। सामान्यतः इनका निपटान अमरीकी डालर में होता है। एशियाई एनडीएफ बाजार में जिन मुद्राओं का कारोबार होता है वे हैं चीनी युआन, कोरियाई वान, ताइवानी डालर, फिलिपीनी पीसो, इंडोनेशियाई रुपिया, मलेशियाई रिंगगिट, थाई भाट, पाकिस्तानी रुपया एवं भारतीय रुपया। कोरियाई वान, चीनी युआन तथा ताइवानी डालर के लिए बाजार बहुत अर्थसुलभ है और भारतीय रुपया भी अनुसरण कर रहा है (मा और अन्य 2004)।

6.78 भारतीय रुपया (आइएनआर एनडीएफ) में बेसुपर्दगी वायदा बाजार का अस्तित्व 10 वर्ष से भी अधिक समय से है। इससे तटीय विनिमय नियंत्रण एवं विनियम प्रदर्शित होते हैं। जिन विदेशी निवासियों का भारतीय रुपया में वास्तविक जोखिम था और तत्कालीन नियंत्रणों के

⁹ फ्यूचर की हाजिर दर एवं वायदा दर के संबंध के अध्ययन के लिए निम्नलिखित समीकरण पर विचार किया गया :

$$S_{t+1} = \alpha + \beta f_t^{im} + \varepsilon_t$$

जहाँ पर S_{t+1} टी समय में एक महीने (लॉग) आगे की रुपया-डालर फ्यूचर की हाजिर दर है, f_t^{im} एक महीने (लॉग) की वायदा दर है और ε_t अवशिष्ट अवधि है।

फ्यूचर की हाजिर दर के निरपेक्ष अनुमानक बनने के लिए वायदा दर हेतु परिकल्पना (हाइपोथीसिस) परीक्षण $\alpha = 0$ और $\beta = 1$ तथा एक व्हाइट न्वाइज एरर टर्म होगा। उनके बीच दीर्घावधि संबंधों का अध्ययन फ्यूचर हाजिर दर एवं वायदा दर के बीच सह-समाकलन का प्रयोग कर किया जाता है और यह बताता है कि इससे कोई भी व्यक्ति किसी भी एक के बारे में उपलब्ध सूचना के आधार पर दूसरे के बारे में अनुमान लगा सकता है।

$$S_{t+1} = 0.04 + 0.99 f_t^{im} \\ (1.25) (107.41)^*$$

$$\bar{R}^2 = 0.99; DW = 1.45;$$

$$F \text{ stat (for } \alpha = 0 \text{ and } \beta = 1) = 1.83 (0.16)^{\#}$$

$$ADF = -8.94 (0.00)^{\#}$$

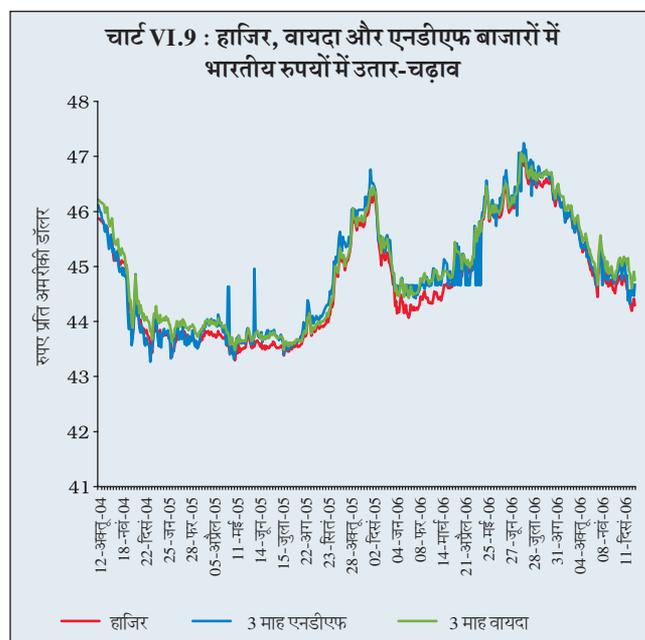
कोष्ठक में दिए गए आंकड़े t-मान हैं, * 1 प्रतिशत के स्तर पर महत्व दर्शाता है, #: संबंधित कोष्ठक में दिए गए आंकड़े p-मान हैं।

यह परिणाम दर्शाते हैं कि एक महीने आगे की फ्यूचर की हाजिर दर की एक महीने की वायदा दर निरपेक्ष अनुमानक है क्योंकि $\alpha = 0$ एवं $\beta = 1$ की संयुक्त परिकल्पना खारिज नहीं की गई तथा चूक अवधि पहले दर्जे के स्वसहसंबंध के बाद रहती है। इसके अलावा दोनों दरें सह-समाकलित रहती हैं जैसा कि चूक अवधि की एडीएफ सांख्यिकी में परिलक्षित है।

चलते जो घरेलू बाजार में अपने जोखिम के प्रति पर्याप्त प्रतिरक्षा लेने में सक्षम नहीं थे उन्होंने एनडीएफ बाजार में सहभागिता की, जिससे 1990 के दशक के अंतिम चरण में बाजार में अर्थसुलभता बढ़ गई। तथापि, विनिमय नियंत्रणों में क्रमिक छूट के परिणामस्वरूप अपतटीय अनिवासियों को भारतीय रुपया में जोखिम के प्रति पर्याप्त प्रतिरक्षा सुविधाएं उपलब्ध हुईं। ये सुविधाएं प्रतिस्पर्धी एशियाई देशों द्वारा प्रदान सुविधाओं से कहीं अधिक आकर्षक थीं। इसके अलावा, आईएनआर एनडीएफ बाजार इनसे भी चलनिधि प्राप्त करता है - (i) ऐसे अनिवासी जो देश में किसी तरह का जोखिम उठाए बिना भारतीय रुपया में भावी क्रय-विक्रय करना चाहते हैं; और (ii) ऐसे मध्यस्थ जो दो बाजारों के मूल्य अंतरों का लाभ उठाना चाहते हैं¹⁰।

6.79 आईएनआर एनडीएफ की मात्रा और गहनता में हाल के वर्षों में वृद्धि हुई है। मुख्य रूप से ये सिंगापुर में मौजूद है पर इनका अस्तित्व लंदन और न्यूयार्क में भी है। एशियाई संकट के मद्देनजर अपतटीय ब्याज दर तटीय ब्याज दर से अधिक थी। इससे इस अवधि में अपतटीय कारोबार पर पड़ने वाले हासमान दबाव परिलक्षित होते हैं। तथापि, 2003 से रुपए की और वृद्धि की अपतटीय प्रत्याशाओं ने तटीय दरों को अंतर्निहित अपतटीय दरों से नीचे ला दिया। यद्यपि मात्रा का सटीक अनुमान लगा सकना मुश्किल है पर 2003/2004 (मा और अन्य, 2004) में आईएनआर एनडीएफ की दैनिक मात्रा 100 मिलियन अमरीकी डालर के आसपास रही, भले ही हाल की अवधि में एनडीएफ की मात्रा काफी बढ़ गई है। एनडीएफ बाजार में कारोबार करने वाली कोरियाई वान, चीनी युआन और ताइवानी डालर सरीखी एशियाई मुद्राओं की तुलना में आईएनआर एनडीएफ का टर्नओवर काफी कम है। हालांकि यह मात्रा नियमित बाजार स्थिति के अंतर्गत घरेलू तटीय बाजार पर असर डालने के लिए पर्याप्त नहीं है मगर बाजार की उतार-चढ़ाव वाली स्थिति में इनसे घरेलू हाजिर बाजार पर असर पड़ सकता है। वास्तव में, जो डाटा उपलब्ध है वह रुपया-डालर हाजिर, वायदा एवं एनडीएफ दरों में दृढ़ संयोजन प्रदर्शित करता है (चार्ट VI.9)। विनिमय दर पर संभाव्य दबावों की प्रत्याशाओं के मद्देनजर बाजार को खंगालने के लिए प्राधिकारियों एवं निवेशकों के लिए एनडीएफ बाजार के मूल्य महत्वपूर्ण सूचना का कार्य कर सकते हैं, अतः नीतिगत रूप से यह उपयोगी होगा कि एनडीएफ बाजार की गतिविधियों पर नजर रखी जाए।

6.80 जहां तक एनडीएफ बाजार में विनियामक पहलू का सवाल है तो आईएनआर एनडीएफ बाजार में अपतटीय सहभागिता पर कोई नियंत्रण नहीं है। घरेलू बैंकिंग संस्थाओं ने अपने विदेशी विनिमय जोखिम



में जोखिम की स्थिति तथा अंतराल सीमाएं बना रखी हैं और ये घरेलू संस्थाएं किसी भी अंतरपणन की स्थिति का लाभ एनडीएफ बाजार में सहभागिता करके उठा सकती हैं।

6.81 अब कुछ एशियाई प्राधिकारी अपने मुद्रा बाजार को उदारीकरण के अनुरूप बनाना चाहते हैं। उनके सम्मुख मुख्य मुद्दा यह है कि अपतटीय एनडीएफ बाजार से नियमित तटीय या सुपुर्दगीय वायदा बाजार में अंतरण को सुगम कैसे बनाया जाए। एशिया में प्रतिरक्षा हेतु एनडीएफ बाजार के फायदे के बावजूद, विशेषतः पर्याप्त मात्रा में विदेशी मुद्रा आकर्षित करने वाले देशों की मुद्राएं, बाजार सहभागी काफी प्रतिबंधों का जिक्र करते हैं और ये अंतरण की अवधि में सामयिक बने रहेंगे। एशिया में पहला और सबसे महत्वपूर्ण प्रतिबंध यह है कि इन लिखतों का उपयोग केवल वैश्विक संस्थान एवं सीमित संख्या में कुछ घरेलू संस्थान ही कर पा रहे हैं। इसके अतिरिक्त, कई बाजारों में एक वर्ष से अधिक अवधि वाली संविदाओं के लिए चलनिधि की कमी है। अंततः इसकी भी कोई गारंटी नहीं है कि संविदाधारक नियत दर पर वास्तव में विदेशी मुद्रा में कारोबार कर ही पाएगा। इसका एक असर यह भी होता है कि जब विनिमय दर में परिवर्तन की संभावना होती है तब कारोबार कर सकने की दर के संकेतक के कारण नियत दर की वैधता काफी कम हो जाती है।

6.82 अंत में, गहनता और चलनिधि बढ़ने से भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार समय के साथ-साथ परिपक्व बाजार के रूप में उभर रहा है।

¹⁰ भारतीय रुपए के बारे में यह माना जाता है कि वायदा कीमतों में जब लगभग 10 पैसे का अंतर आता है तब अंतरपणन लाभकारी होता है। ऐसे अवसर सामान्यतः नहीं मिलते हैं मगर जब सट्टा संबंधी गतिविधियां बढ़ती हैं तब ऐसा होता है।

पिछले वर्षों में कुल कारोबार भी बढ़ा है। पूंजी खाते के क्रमिक रूप से खुलने से ब्याज दर विभेदक के अनुरूप वायदा प्रीमियम भी बढ़ रहा है। विदेशी मुद्रा बाजार में बढ़ी हुई दक्षता के संकेत भी मिल रहे हैं और कम बोली-मांग अंतर में यह दिख भी रहा है। बाजार ढांचे के विकास के अध्ययन एवं चलनिधि तथा दक्षता मानकों पर इसके प्रभाव के मूल्यांकन के पश्चात अगले खंड में उदारीकरण के पश्चात की अवधि में विदेशी मुद्रा बाजार की गतिविधियों पर प्रकाश डाला जाएगा। इसमें ध्यान इस बात पर रहेगा कि रिजर्व बैंक ने किस तरह नीतिगत मिश्रण से भारतीय अर्थव्यवस्था को एशियाई संकट के संक्रमित प्रभाव के साथ-साथ घरेलू एवं बाह्य संकटों को झेलने में समर्थ बनाया।

V. एकीकरण के बाद की अवधि में विदेशी मुद्रा बाजार का बरताव

6.83 अन्य उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की भांति 1993 से बाद की अवधि में भारतीय मुद्रा बाजार में बीच-बीच में उतार-चढ़ाव की स्थिति दिखाई दी। तथापि, जहां अन्य उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में उतार-चढ़ाव की स्थिति काफी लंबी अवधि तक बनी रही और इसके फलस्वरूप गंभीर असंतुलन एवं संकट उत्पन्न हुआ वहीं इनके विपरीत भारत में विदेशी मुद्रा बाजार के उतार-चढ़ाव का प्रभावी एवं समय पर उचित प्रबंधन किया गया। विनिमय दर नीति अधिक उतार-चढ़ाव को कम करने, अस्थिरता उत्पन्न करने वाली सट्टा गतिविधियों को उभरने से रोकने, पर्याप्त आरक्षित स्तर बनाने में सहायता करने और विदेशी मुद्रा बाजार के सुव्यवस्थित विकास की आवश्यकता से निर्देशित होती है। मांग और आपूर्ति में अनियमितता के साथ-साथ व्यापारिक लेनदेन के खंड से विदेशी मुद्रा बाजार में उत्पन्न होने वाले अधिक उतार-चढ़ाव को कम करने के उद्देश्य से भारतीय रिजर्व बैंक ने विदेशी मुद्रा बाजार में क्रय-विक्रय का काम शुरू किया। तथापि, ऐसे हस्तक्षेप किसी पूर्व-निर्धारित लक्ष्य या विनिमय दर के आस-पास के किसी नियंत्रण से निर्देशित नहीं थे। 1993 से बाजार नियंत्रित विनिमय दर का अनुभव सामान्यतः संतोषजनक ही रहा है क्योंकि इस अवधि में भारतीय बाजार साधारणतः सुव्यवस्थित बने रहे। बीच-बीच में उतार-चढ़ाव की कुछ घटनाएं देखी गईं मगर समय पर प्रभावी ढंग से किए गए मौद्रिक एवं प्रशासनिक उपायों से इन्हें अल्पावधि में ही नियंत्रित कर लिया गया और बाजार फिर से व्यवस्थित हो गए।

स्थायित्व का पहला चरण : मार्च 1993 से जुलाई 1995

6.84 मार्च 1993 में वर्तमान पूंजी खाता परिवर्तनीयता के पूर्वगामी प्रयास के रूप में भारत दोहरे विनिमय दर प्रणाली से बाजार निर्धारित एकीकृत विनिमय दर प्रणाली की ओर अग्रसर हुआ। इस व्यवस्था में विनिमय दर आपूर्ति एवं मांग से निर्धारित होती है। विनिमय दर के एकीकृत होने से अमरीकी डालर सहित कई अन्य मुद्राओं के प्रति भी रुपए की सांकेतिक विनिमय दर नीचे आकर समायोजित हो गई। एकीकरण के

बाद के महीनों में रुपए की वास्तविक प्रभावी विनिमय दर (आरईआर) ने लगभग साम्यावस्था स्थिति को दर्शाया। चालू खाता में भी इसका असर दिखा जो 1993-94 में लगभग संतुलन की स्थिति में ही बना रहा। एकीकरण की बाद की अवधि में विनिमय दर का उद्देश्य ढांचागत एवं स्थायित्व कार्यक्रमों के अनुरूप निर्यात एवं विदेशी निवेश को बढ़ावा देकर स्थायित्वपूर्ण माहौल उपलब्ध कराना था।

6.85 विदेशी प्रत्यक्ष निवेश एवं पोर्टफोलियो निवेश के क्षेत्र में पूंजी खाता के उदारीकरण से 1993-94 और 1994-95 में पूंजी अंतर्वाह बढ़ा था। इस अधिक अंतर्वाह से रुपए पर अधिमूल्यन का दबाव बढ़ा। रुपए में किसी तरह के मामूली अधिमूल्यन से भी निर्यात प्रतिस्पर्धा पर असर पड़ सकता था इसलिए इस आशंका को खत्म करने के लिए रिजर्व बैंक ने ऐसे अंतर्वाह के कुछ हिस्से को खरीदकर अपने विदेशी मुद्रा भंडार को बढ़ाया। रिजर्व बैंक की विदेशी मुद्रा आस्तियां मार्च 1993 के 6.4 बिलियन अमरीकी डालर से बढ़कर मार्च 1995 में 20.8 बिलियन अमरीकी डालर हो गईं जो सात महीने से अधिक के आयात के लिए पर्याप्त थीं। परिणामस्वरूप, रुपए की विनिमय दर में एक लंबे समय तक स्थिरता देखने को मिली और यह मार्च 1993 से जुलाई 1995 की अवधि में लगभग 31.37 रुपए प्रति अमरीकी डालर के स्तर पर बना रहा। इस अवधि में निष्प्रभावीकरण परिचालन काफी कम स्तर पर किए गए जिसके कारण मौद्रिक समुच्चयों में काफी वृद्धि हुई। इसलिए, इस अवधि में विनिमय दर नीति बाह्य प्रतिस्पर्धा बनाए रखने पर केंद्रित रही क्योंकि अर्थव्यवस्था में संरचनागत परिवर्तन का दौर चल रहा था। इस दौरान विदेशी मुद्रा भंडार को बढ़ाना भी इसका एक उद्देश्य था।

उतार-चढ़ाव का पहला दौर : अगस्त 1995 से मार्च 1996

6.86 1993-95 के स्थायित्व के एक लंबे दौर के पश्चात बाजार सहभागियों के विचार एवं अपेक्षाओं में एकायक और तीव्र गति से परिवर्तन आने के फलस्वरूप 1995 की तीसरी तिमाही से रुपया दबाव में आ गया। मैक्सकन संकट के कारण पूंजी अंतर्वाह मंद पड़ गया। इस प्रवृत्ति में योगदान देने वाले मुख्य कारक थे : वास्तविक क्षेत्र में गतिविधियों के पुनरुत्थान के कारण पूंजी खाता घाटे में मामूली वृद्धि एवं मंदी के दौर के बाद अन्य प्रमुख मुद्राओं के प्रति डालर में मजबूती आना। इस अवधि में विनिमय दर में तीव्र उतार-चढ़ाव रहा, जिससे बीच-बीच में अप्रत्याशित घट-बढ़ होती रही। अधिकांश अवधि में विदेशी मुद्रा बाजार की शुरुआती दरें भारतीय रिजर्व बैंक के क्रय-विक्रय दायरे से बाहर रहीं और इनमें अधोगामी प्रवृत्ति देखी गई। भारतीय अंतर बैंक बाजार की कुछ ढांचागत कमियां जैसे, बाजार सहभागियों के विचारों में विषमता के अभाव सरीखी ढांचागत कमियां उजागर हुईं। बोली-प्रस्ताव स्प्रेड लगभग 20 पैसे तक बढ़ गया; किसी-किसी दिन यह स्प्रेड 85 पैसे तक हो गया जिसके चलते अल्प



विदेशी मुद्रा बाजार

आपूर्ति के मद्देनजर खरीदारी का जबरदस्त दबाव बन गया। अपनी क्रय दर में असंगति खत्म करने के लिए रिजर्व बैंक ने 4 अक्टूबर 1995 से रायटर स्क्रीन पर अपने भाव देने बंद कर दिए, केवल बैंकों के विशिष्ट अनुरोध पर ही ये भाव बताए जाते थे।

6.87 सक्रिय बाजार हस्तक्षेप की नीति लागू करने के उद्देश्य से यह निर्णय लिया गया कि आयात भुगतान के 50 प्रतिशत से अधिक का लेनदेन करने वाले कुछ बड़े बैंकों की दैनिक व्यापारिक मांगों पर नजर रखी जाए। चूंकि इन बैंकों की खरीदारी आवश्यकताएं मुख्यतः सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रमों से संबंधित थीं, अतः इनकी दैनिक आवश्यकताओं के लिए सूचना पाने की एक प्रणाली बनाई गई। बाजार आसूचना एवं जानकारी एकत्र करने की प्रणाली को मजबूती प्रदान की गई और भारतीय रिजर्व बैंक ने प्रमुख विदेशी मुद्रा विनिमय दलाली फर्मों से सीधे से मूल्य भाव मंगाने शुरू कर दिए। हस्तक्षेप के लिए दो बुनियादी दृष्टिकोण अपनाए गए। जिन दिनों में चहुंतरफा अधिक मांग की सूचना होती उन दिनों में तब तक बड़ी मात्रा में सघन बिक्री का आक्रामक दृष्टिकोण अपनाया जाता है जब तक कि निर्णायक रूप से दर नीचे न आ जाए। अन्य अवसरों पर कम/अल्प राशि की अनवरत बिक्री की जाती थी ताकि बड़े पैमाने पर आंतर-दिवस उतार-चढ़ाव को कम किया जा सके। जहां पहले दृष्टिकोण का उद्देश्य अधिक बाजार मांग को अवशोषित करना है वहीं दूसरे का उद्देश्य 'अनिवर्ती (रैचट) प्रभाव'¹¹ का रुख मोड़ना है। ऐसे प्रत्येक हस्तक्षेप का दायरा सामान्यतः 1-2 मिलियन अमरीकी डालर का होता था मगर कभी-कभी 5 मिलियन अमरीकी डालर तक का लेनदेन भी देखने में आया।

6.88 आयात वित्तपोषण पर ब्याज अधिभार लगाने एवं लंबी अवधि के लिए निर्यात ऋण की छूटों को कठोर बनाने जैसे प्रशासनिक उपायों द्वारा प्रत्यक्ष हस्तक्षेप को मजबूती प्रदान की गई। हस्तक्षेप के चलते मांग मुद्रा दर में तेजी आने के कारण चलनिधि स्थिति में आई कठोरता के परिणामस्वरूप घरेलू सहित अनिवासी जमा पर नवंबर 1995 में सीआरआर अपेक्षाएं 15.0 प्रतिशत से 14.5 प्रतिशत तक कम करके मुद्रा बाजार सहायता को फिर से चालू किया गया। विदेशी मुद्रा हेतु मांग के वित्तपोषण के लिए बैंक ऋण के अत्यधिक प्रयोग को हतोत्साहित करने के उद्देश्य से आयात वित्त पर ब्याज अधिभार 15 प्रतिशत से बढ़ाकर 25 प्रतिशत कर दिया गया। अमरीकी डालर में मूल्यवर्गित पोतलदानोत्तर निर्यात ऋण (पीएससीएफसी) प्रदान करने की योजना 8 फरवरी 1996 से समाप्त कर दी गई क्योंकि निर्यातक ऋण आहरित कर उसे वायदा में विक्रय करके निधियों की कीमत के सकारात्मक अंतर राशि प्रीमियम के रूप में अर्जन कर सकते थे। इसके अलावा,

वायदा बाजार में अत्यधिक सट्टेबाजी को रोकने के लिए यह अनिवार्य बना दिया गया कि प्राधिकृत व्यापारी द्वारा बुक की गई 1,00,000 अमरीकी डालर या इससे अधिक की वायदा संविदाएं निरस्त करने की सूचना साप्ताहिक आधार पर रिजर्व बैंक को दी जाए। निर्णयात्मक एवं समय पर की गई नीतिगत कार्रवाइयों से बाजार में स्थिरता आई एवं अक्टूबर 1995 से मार्च 1996 की अवधि में हाजिर खंड में अमरीकी डालर का भाव 34.00 से 35.00 रुपए के बीच रहा।

स्थायित्व का दूसरा चरण : अप्रैल 1996 से मध्य अगस्त 1997 तक

6.89 विदेशी मुद्रा बाजार में अप्रैल 1996 से मध्य अगस्त 1997 की अवधि के दौरान उल्लेखनीय स्थिरता दिखाई दी। इस अवधि के दौरान हाजिर विनिमय दर 35.50 - 36.00 रुपए प्रति अमरीकी डालर की सीमा में बनी रही। हाजिर दर की यह स्थिरता वायदा प्रीमियम में भी दिखलाई दी। यह प्रीमियम जोकि वित्तीय वर्ष 1996-97 के दौरान 6 से 9 प्रतिशत (6 महीने) के भीतर बना रहा 1997-98 के पहले पांच महीनों के दौरान सुगम चलनिधि स्थितियों के अनुसरण में और भी गिरकर 3 से 6 प्रतिशत की सीमा आ गया। कैलेंडर वर्ष 1996 की दूसरी तिमाही से पूंजी प्रवाह पुनः अपनी स्थिति पर आ गया और अल्पावधि में ही इसने फिर से अपना नुकसान पूरा कर लिया।

उतार-चढ़ाव का दूसरा चरण : अगस्त 1997 के मध्य से अगस्त 1998 तक

6.90 वर्ष 1997-98 और 1998-99 की पहली तिमाही में दक्षिण-पूर्वी एशियाई मुद्रा संकट के संक्रामक प्रभाव एवं कुछ घरेलू कारणों के चलते विनिमय दर प्रबंधन के लिए गंभीर समस्याएं उत्पन्न हो गईं। भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार में उतार-चढ़ाव की दो अवधियां महत्वपूर्ण हैं : (i) अगस्त 1997 के मध्य से जनवरी 1998 तक एवं (ii) मई 1998 से अगस्त 1998 तक। इस घटनाक्रम से निपटने के लिए किए गए उपायों में विदेशी मुद्रा बाजार के हाजिर एवं वायदा दोनों ही खंडों में हस्तक्षेप और कठोर मौद्रिक एवं प्रशासनिक उपाय शामिल हैं। सुव्यवस्थित स्थिति बनने के बाद इन्हें तुरंत वापस ले लिया गया।

6.91 कैलेंडर वर्ष 1996 के उत्तरार्ध एवं कैलेंडर वर्ष 1997 के शुरूआती महीनों में स्थायित्व की सामान्य एवं यहां तक कि कुछ तिमाहियों में रुपये के चढ़ने की प्रत्याशाओं ने बाजार के कई प्रतिभागियों को अपनी क्षमता से अधिक बेची गई स्थितियों को अरक्षित रखने और विदेशी मुद्रा में ऋण लेकर ब्याज अंतरपणन का फायदा उठाने को प्रेरित किया। एफसीएनआर(बी) निधियों में से ऋण लेने की बढ़ती

¹¹ 'रैचट प्रभाव' का अर्थ है कि मंदड़िया बाजार स्थिति में यदि दर स्थितिगत कारकों के कारण गिरती है तो इन कारकों की स्थिति विपरीत होने पर भी स्थिति में सुधार नहीं आता है।

सारणी 6.10: चुनिंदा एशियाई देशों की आरईआई एवं एनईआई
(आधार : 2000=100)

देश	1995	1997	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1	2	3	4	5	6	7	8	9
वास्तविक प्रभावी विनिमय दर (आरईआई)								
चीन	84.7	100.4	100.0	104.3	101.9	95.2	92.7	92.5
भारत	101.7	103.0	100.0	100.9	96.9	96.6	98.4	103.7
जापान	108.2	85.3	100.0	89.0	83.0	83.6	84.5	79.4
मलेशिया	122.7	122.6	100.0	104.9	105.0	99.2	94.9	95.2
फिलिपीन्स	120.4	128.7	100.0	95.6	96.2	89.1	86.2	92.3
सिंगापुर	106.2	110.2	100.0	100.5	97.9	94.3	93.3	92.1
नाममात्र प्रभावी विनिमय दर (एनईआई)								
चीन	82.2	92.5	100.0	105.5	105.1	98.6	94.2	94.3
भारत	117.0	114.3	100.0	97.9	93.3	90.1	88.6	91.3
जापान	99.4	81.3	100.0	90.5	85.7	85.4	87.1	85.3
मलेशिया	127.6	126.8	100.0	105.4	104.8	99.6	95.9	95.5
फिलिपीन्स	145.8	142.5	100.0	90.9	89.7	81.3	75.7	76.9
सिंगापुर	97.1	105.6	100.0	101.6	100.8	98.4	97.9	98.7
नोट	: सूचकांक में बढ़त का आशय मूल्यवृद्धि है। भारतीय डाटा 6 मुद्रा कारोबार -आधारित सूचकांक से संबंधित है।							
स्रोत	: अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय सांख्यिकी, अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष, 2006 और भारतीय रिजर्व बैंक।							

मांग में यह परिलक्षित भी हुआ। इस अवधि से पहले एशियाई मुद्राओं के मूल्य की सापेक्षतः स्थिर विनिमय दर ने वास्तव में इनकी मूल्यवृद्धि में योगदान दिया (सारणी 6.10)। दक्षिण पूर्व एशिया की गतिविधियों एवं विनिमय दर प्रत्याशा के बारे में बाजार की सोच के आलोक में बाजार सहभागी अरक्षित स्थितियों को कवर प्रदान करने में जुट गए। रिजर्व बैंक ने भी अगस्त 1997 में बुद्धिमतापूर्वक तरीके से रुपए को नीचे लाने में सफलता पाई।

6.92 विदेशी मुद्रा बाजार में हो रही गतिविधियों के प्रतिसाद में रिजर्व बैंक ने हाजिर एवं वायदा दोनों ही खंडों में हस्तक्षेप किया ताकि रुपए की तीव्र मूल्यवृद्धि तथा उतार-चढ़ाव को रोका जा सके, विशेषतः वायदा खंड में क्योंकि इसमें सितंबर 1997 में 904 मिलियन अमरीकी डालर की वायदा देयताएं शेष थीं। अक्टूबर 1997 में रिजर्व बैंक ने बैंकों को उनकी अक्षत टियर I पूंजी का 15 प्रतिशत तक निवेश करने व उधार लेने की अनुमति दी। इससे पूंजी प्रवाह फिर से शुरू हुआ और विदेशी मुद्रा बाजार की मात्रा बढ़ गई, विशेषतः पूर्णतः वायदा एवं स्वैप खंड में। बाजार की ऐसी स्थिति में रिजर्व बैंक ने हाजिर एवं वायदा दोनों ही खंडों में हस्तक्षेप किया और इसकी वायदा देयताओं का परिसमापन किया (सारणी 6.11)।

6.93 हालांकि, इसके बाद विदेशी मुद्रा बाजार में पर्याप्त उतार-चढ़ाव के साथ अनवरत अत्यधिक मांग बनी रही। घरेलू शेयर बाजार में मंदी और दक्षिण पूर्व एशिया के संकट के बढ़ने से नवंबर 1997 से बाजार की स्थिति में तेज गिरावट आई। नवंबर 1997 से जनवरी 1998 के बीच भारतीय रुपए की विनिमय दर में लगभग 9 प्रतिशत

की गिरावट आई। बाजार सहभागियों की सट्टेबाजी की प्रवृत्तियों को रोकने एवं विदेशी मुद्रा बाजार में सुव्यवस्थित माहौल पैदा करने के उद्देश्य से रिजर्व बैंक 16 जनवरी 1998 को व्यापक रूप में एवं कठोर मौद्रिक एवं प्रशासनिक उपाय किए (बाक्स VI.6)। 16 जनवरी 1998 को किए गए मौद्रिक उपायों के परिणामस्वरूप, विदेशी मुद्रा बाजार में स्थायित्व आया एवं सबसे महत्वपूर्ण बात यह रही कि बाजार प्रतिभागियों की आशंका पर विराम लग सका कि रुपया और नीचे जाएगा। मासिक विचरण गुणांक से मापा जाने वाला बाजार का उतार-चढ़ाव जनवरी 1998 के 1.26 प्रतिशत से घटकर फरवरी 1998 में 0.49 प्रतिशत रह गया और मार्च 1998 में यह और घटकर 0.08 प्रतिशत ही रह

सारणी 6.11 : विदेशी मुद्रा बाजार में रिजर्व बैंक का हस्तक्षेप

(बिलियन अमरीकी डालर)

वर्ष	क्रय	विक्रय	निवल	बकाया निवल वायदा क्रय / विक्रय
1	2	3	4	5
1995-96	3.6	3.9	-0.3	-
1996-97	11.2	3.4	7.8	-
1997-98	15.1	11.2	3.9	-1.8
1998-99	28.7	26.9	1.8	-0.8
1999-00	24.1	20.8	3.3	-0.7
2000-01	28.2	25.8	2.4	-1.3
2001-02	22.8	15.8	7.0	-0.4
2002-03	30.6	14.9	15.7	2.4
2003-04	55.4	24.9	30.5	1.4
2004-05	31.4	10.6	20.8	0
2005-06	15.2	7.1	8.1	0
2006-07@	24.5	0	24.5	0

@ : अप्रैल - फरवरी

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक।

बॉक्स VI.6

एशियन संकट के परिणामस्वरूप प्रारंभ किए गए नीतिगत उपाय

नवम्बर 26, 1997	
(i) निर्यात ऋण	: पोतलदान की तारीख से 90 दिन से अधिक और छह महीने तक की अवधि (निर्यात बिलों की पारगमन अवधि की मीयाद जैसी कि फेडरल ने निर्दिष्ट की है और जहां लागू हो वहां रियायती अवधि शामिल है) के लिए मीयादी बिलों पर पोतलदानोत्तर रुपया निर्यात ऋण पर ब्याज दर 13 प्रतिशत से बढ़ाकर 15 प्रतिशत वार्षिक कर दी गई।
नवम्बर 28, 1997	
(i) सीआरआर	: आरक्षित नकदी निधि अनुपात (सीआरआर) में कमी करने के भावी कार्यक्रम का आस्थगन।
(ii) रिपो	: अतिरिक्त चलनिधि को सोखने के लिए 4.5 प्रतिशत पर स्थायी रिपो दर प्रारंभ करना।
(iii) निर्यात ऋण	: 15 दिसंबर 1997 से पोतलदानोत्तर रुपया निर्यात ऋण की 15 प्रतिशत की ब्याज दर को अग्रिम प्रदान करने की तारीख से लागू होना माना गया। निर्यातकों से आशा की गई कि वे अपनी निर्यात आय वसूलने में शीघ्रता लाने के लिए 15 दिसंबर 1997 तक उपलब्ध इस समयांतर का लाभ उठावेंगे।
दिसंबर 1, 1997	
(i) वायदा संविदाएं	: उसी अंतर्निहित एक्सपोजर के लिए व्यापारेतर लेनदेनों संबंधी रद्द की गई वायदा संविदाओं की फिर से बुकिंग करने पर प्रतिबंध, केवल आवर्ती वायदा अनुमत।
दिसंबर 2, 1997	
(i) सीआरआर	: 6 दिसंबर 1997 से प्रारंभ होनेवाले पखवाड़े से सीआरआर में 0.5 प्रतिशत अंक से 10 प्रतिशत की वृद्धि।
(iii) वायदा संविदाएं	: विगत कार्य-निष्पादन और एक्सपोजर की घोषणा के आधार पर वायदा संविदाएं प्रस्तावित करने के लिए अप्रैल 1997 में प्राधिकृत व्यापारियों को दी गई सुविधा रोक दी गई और एक्सपोजर का प्रमाण दर्शाने वाले दस्तावेजों के आधार पर वायदा संविदाएं करने की अनुमति दी गई।
(iii) अनिवासी भारतीय जमाराशियां	: 6 दिसंबर 1997 से एनआरई (आर) ए और एनआर(एनआर)आरडी योजनाओं पर 10 प्रतिशत वृद्धिशील सीआरआर का समाप्त करना।
दिसंबर 3, 1997	
(i) वायदा संविदाएं	: 5,00,000 अमरीकी डालर से अधिक की वायदा संविदाएं और 2 मिलियन अमरीकी डालर और उससे अधिक की व्यापारिक बिक्री रद्द होने की सूचना देना।
(ii) रिपो	: 3 दिसंबर 1997 से स्थायी दर वाले रिपो पर ब्याज दर बढ़ाकर 5 प्रतिशत कर दी गई।
दिसंबर 4, 1997	
(i) रिपो	: स्थायी रिपो दर पर ब्याज दर बढ़ाकर 6.5 प्रतिशत कर दी गई।
दिसंबर 11, 1997	
(i) रिपो	: स्थायी रिपो दर पर ब्याज दर बढ़ाकर 7.0 प्रतिशत कर दी गई।
दिसंबर 17, 1997	
(i) निर्यात ऋण	: अग्रिम की तारीख से बकाया निर्यात बिलों पर 20 प्रतिशत वार्षिक (न्यूनतम) की ब्याज दर लगाना। मांग बिलों और अल्पावधि मीयादी बिलों के मामले में ऊंची दर पर ब्याज लागू नहीं था जहां अतिदेय अवधि सहित ऋण की कुल अवधि बिल/सौदे की तारीख से एक महीने से कम थी।
(ii) आयात वित्त पर अधिभार	: आयात वित्त पर उधार दर (ब्याज कर छोड़कर) के 15 प्रतिशत का ब्याज दर अधिभार लगाना।
दिसंबर 19, 1997	
(i) विदेशी निवेश	: प्राधिकृत व्यापारियों द्वारा विदेश में निवेश के लिए नॉस्ट्रो खातों से रातभर के निवेश टियर-1 अक्षत पूंजी सीमा का 15 प्रतिशत शामिल था।
दिसंबर 31, 1997	
(i) निर्यात ऋण	: पोतलदानोत्तर रुपया निर्यात ऋण पर ब्याज दर में की गई वृद्धि (ये उपाय 26 और 28 नवंबर 1997 को प्रारंभ किए गए थे) वापस ले ली गई थी। अन्य शब्दों में 90 दिन से अधिक और 6 महीने तक की अवधि के लिए पोतलदानोत्तर रुपया निर्यात ऋण (अतिदेय निर्यात बिलों की बीमा पर लिए जाने वाले ऋणों के अलावा) पर ब्याज दर 1 जनवरी 1998 से 13 प्रतिशत वार्षिक होनी थी। अतः 26 नवंबर 1997 के पहले मौजूद स्थिति फिर से वापस आ गई।
(ii) निर्यात ऋण	: अतिदेय निर्यात बिलों पर लगाई जाने वाली 20 प्रतिशत की वार्षिक ब्याज दर अतिदेय अवधि के लिए लागू की गई थी न कि अग्रिम की तारीख से और यह दर कतिपय पुराने मामलों के संबंध में (जहां 6 महीने पहले भी बिल अतिदेय हो गये थे) लागू थी।
जनवरी 6, 1998	
(i) ओवरनाइट पोजीशन लिमिट	: बैंकों को अपनी विदेशी मुद्रा की स्थिति दैनिक आधार पर बराबर रखनी होगी।
जनवरी 16, 1998	
(i) सीआरआर	: 17 जनवरी 1997 से प्रारंभ पखवाड़े से सीआरआर 0.5 प्रतिशत अंक बढ़ाकर 10.5 प्रतिशत कर दिया गया।
(ii) रिपो	: स्थायी रिपो पर ब्याज दर 7.0 प्रतिशत से बढ़ाकर 9.0 प्रतिशत कर दी गई।
(iii) रिपो	: सरकारी प्रतिभूति बाजार में प्राथमिक व्यापारियों को रिवर्स रिपो सुविधा बैंक दर पर विवेकाधीन आधार पर तथा मांग मुद्रा बाजार में उनके परिचालनों से संबंधित निर्दिष्ट शर्तों के अधीन उपलब्ध कराया गई।
(iv) आयात वित्त पर अधिभार	: आयात वित्त पर ब्याज दर अधिभार 15 प्रतिशत से बढ़ाकर 30 प्रतिशत किया गया।
(v) ओवरनाइट पोजीशन लिमिट	: यह निर्णय लिया गया था कि बराबर/बराबर के आसपास स्थितियों के संबंध में सभी स्तरों की औपचारिक शर्तें वापस ले ली जाएं और अनुमोदित सीमा के भीतर एक्सपोजर चलाने के लिए बैंकों को स्वतंत्रता दी जाए। तथापि बैंकों को यह सूचित किया गया था कि वे वास्तविक लेनदेनों के लिए अपनी ओवरनाइट पोजीशन सीमाओं का प्रयोग करें।
(vi) विदेशी निवेश	: विदेशी मुद्रा लेनदेनों में वास्तविक परिचालनीय आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए नोस्ट्रो खाता शेषों की सीमाओं के संबंध में प्रत्येक बैंक के अलग-अलग अनुरोधों पर विचार किया जाएगा।
(vii) बैंक दर	: निर्यात ऋण पुनर्वित्त तथा सामान्य पुनर्वित्त पर ब्याज दर में तत्संबंधी वृद्धि के साथ बैंक दर 9 प्रतिशत से बढ़ाकर 11 प्रतिशत की गई।
(viii) पुनर्वित्त	: 16 फरवरी 1996 को ऐसे ऋण के स्तर से ऊपर पुनर्वित्त के लिए पात्र बकाया निर्यात ऋण में बढ़ाई गई निर्यात पुनर्वित्त सीमा घटाकर 100 से 50 प्रतिशत कर दी गई।
(ix) पुनर्वित्त	: सामान्य पुनर्वित्त सीमा 1996-97 में पार्श्विक रूप से औसत बकाया सकल जमाराशियों के 1 प्रतिशत से घटाकर 0.25 प्रतिशत कर दी गई।
टिप्पणी	: 29 अक्टूबर 2004 से भारत ने 'रिपो' और 'रिवर्स रिपो' पारिभाषिक शब्द के अंतरराष्ट्रीय अर्थ का उपयोग करना प्रारंभ कर दिया। इस प्रकार यहाँ उल्लिखित 'रिपो' का वही अर्थ है, जो वर्तमान में प्रयुक्त 'रिवर्स रिपो' का था।

गया। रुपए की विनिमय दर 16 जनवरी 1998 को घटकर 40.36 रुपए प्रति अमरीकी डालर रह गई थी पर 31 मार्च 1998 को यह बढ़कर 39.50 रुपए हो गई। 6 महीने का वायदा प्रीमियम जनवरी 1998 में अपने सर्वोच्च स्तर अर्थात् 20 प्रतिशत तक हो गया था पर मार्च 1998 के अंत तक यह 7.0 प्रतिशत पर आ गया।

6.94 विदेशी मुद्रा बाजार में सामान्य स्थिति लौट आने पर मौद्रिक उपायों में छूट दी गई। रिपो (अब 'रिवर्स रिपो') पर ब्याज दर घटाकर 2 अप्रैल 1998 को 7 प्रतिशत के स्तर पर लाया गया। इसे 29 अप्रैल 1998 को और कम कर के 6 प्रतिशत पर लाया गया। निर्यात की पुनर्वित्त सीमा 29 अप्रैल 1998 को पुनर्वित्त के लिए पात्र वृद्धिशील निर्यात ऋण के 50 प्रतिशत से बढ़ाकर 100 प्रतिशत कर दिया गया। सीआरआर और बैंक रेट को भी पहले के स्तर से कम किया गया। रिजर्व बैंक द्वारा शुरू किए गए सक्रिय नीतिगत उपायों के चलते भारत 1997 के संकट से तुलनात्मक रूप में कम प्रभावित हुआ। इसने सट्टाबाजी की गतिविधियों का रुख मोड़ने और बाजार प्रत्याशाओं को बदलने में तेजी दिखाई। प्रारंभ में सीधे हस्तक्षेप किए गए और उसके बाद प्रशासनिक उपाय किए गए। तथापि, जब अस्थिरता जारी रही और भावों में कोई परिवर्तन नहीं हुआ तो एकदिशीय प्रत्याशाओं को पलटने के लिए मौद्रिक उपाय किए गए।

6.95 एशियाई संकट की अवधि में भी बाह्य क्षेत्र का प्रबंधन एक प्रमुख चुनौती बना रहा विशेषकर, देशी शेयर बाजारों में तेजी के परिणामस्वरूप मई-अगस्त 1998 के दौरान, अंतर्राष्ट्रीय गतिविधियों द्वारा पैदा हुई अनिश्चितताओं और प्रमुख करेंसियों, विशेषरूप से येन की तुलना में अमरीकी डालर के मजबूत होने के कारण। इसके अलावा, इस चरण के दौरान भारत को अन्य गतिविधियों का सामना करना पड़ा जैसे अनेक औद्योगिक देशों द्वारा लगाए गए आर्थिक प्रतिबंध, नए बहु-पक्षीय उधारों का रोका जाना (कतिपय विनिर्दिष्ट क्षेत्रों को छोड़कर), अंतर्राष्ट्रीय रेटिंग एजेंसियों द्वारा देश की रेटिंग को घटाना और विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा निवेश में कमी करना। जहां मूडी ने भारत की सार्वभौमिक रेटिंग निवेश ग्रेड से घटाकर गैर-निवेश कर दी वहीं स्टैण्डर्ड एंड पूअर ने भारत के लिए गैर-निवेश ग्रेड परिदृश्य को स्थिर से बदलकर नकारात्मक कर दिया (सारणी 6.12)। इन गतिविधियों के परिणामस्वरूप, मई से अगस्त 1998 के दौरान विनिमय दर में फिर से दबाव बढ़ता हुआ दिखाई देने लगा। रुपए की विनिमय दर जो अप्रैल 1998 के अंत में 39.73 रुपए प्रति अमरीकी डालर थी, लगातार घटकर जून 1998 के अंत तक 42.50 रुपए प्रति अमरीकी डालर की आसपास रह गई। इस चरण के दौरान भी सीधे हस्तक्षेप के अलावा रिजर्व बैंक ने विदेशी विनिमय बाजार में सुव्यवस्था लाने के उद्देश्य से समय-समय पर मौद्रिक एवं अन्य उपायों का मार्ग अपनाया।

6.96 मौद्रिक उपायों के अलावा, महत्वपूर्ण उपाय जो 11 जून और 20 अगस्त 1998 को रिजर्व बैंक द्वारा घोषित किए गए थे उनमें व्यापार संबद्ध लेनदेनों के लिए आयात (पहले केवल व्यापारेतर कार्यों से संबद्ध लेनदेनों पर प्रतिबंध था) सहित रद्द की गई वायदा संविदाएं फिर से बुक करने की सुविधा समाप्त करना, पहले वायदा दर तय करने (लॉक-इन) और उसके बाद हाजिर जोखिम को कवर करके वचनबद्धताओं को कवर करने की कुछ कंपनियों की प्रथा बंद करना शामिल था। प्राधिकृत व्यापारियों को सूचित किया गया कि वे अपनी खुली स्थिति के साथ-साथ आंतर-दिवसीय शिखर स्थितियों की रिपोर्ट रिजर्व बैंक को दें। कतिपय उदारीकरण के उपाय किए गए जिनमें विदेशी संस्थागत निवेशकों को उनके ईक्विटी एक्सपोजर पर वायदा कवर लेने की अनुमति देकर वायदा बाजार में सहभागियों की संख्या बढ़ाना तथा निर्यातकों को उनके (ईईएफसी) खातों में रखी शेष राशि का उपयोग भारत और विदेश में कारोबार से संबद्ध सभी भुगतानों के लिए करने हेतु उनके विवेक पर छोड़ देना शामिल है।

6.97 1997-98 के अस्थिरता प्रकरण के दौरान विदेशी मुद्रा बाजार हस्तक्षेपों का एक खास पहलू यह था कि प्राधिकृत व्यापारियों के साथ सीधे लेनदेन करने के बजाए इस प्रयोजन हेतु कुछ चुनिंदा सरकारी क्षेत्र के बैंकों को मध्यस्थकों के रूप में चुना गया था। इस व्यवस्था के अंतर्गत सरकारी क्षेत्र के बैंकों ने रिजर्व बैंक के निर्देश पर अंतर-बैंक बाजार में सौदे किए जिसके लिए प्रति दिन कारोबारी समय के अंत में कवर दिया गया। यह सुनिश्चित करने के लिए भी सावधानी बरती गई कि रिजर्व बैंक की ओर से किए गए लेनदेनों को सरकारी क्षेत्र के बैंकों के अपने अंतर-बैंक परिचालनों से अलग रखा जाए। इस संबंध में किसी भी गलत प्रथा अथवा कमी की रोकथाम के लिए रिजर्व बैंक द्वारा रिकार्डों की आवधिक ऑन-साइट संवीक्षा और इन बैंकों द्वारा की गई व्यवस्था की जांच प्रारंभ की गई। हस्तक्षेप की जगह अप्रत्यक्ष हस्तक्षेप की रणनीति अपनाने का प्रमुख कारण यह सुविचारित दृष्टिकोण था कि इस व्यवस्था से रिजर्व बैंक के परिचालनों को कवर मिलेगा और इसकी पारदर्शिता कम होगी और इस प्रकार ये ज्यादा कारगर होंगे। यह दृष्टिकोण इस अनुमान पर आधारित था कि बाजार निर्माता द्वारा खरीदने/बेचने का बाजार के भावों पर एक गहरा प्रभाव पड़ेगा बजाए इसके यदि यह सीधे किया जाता। रिजर्व बैंक द्वारा कुछ अन्य सरकारी क्षेत्र के बैंकों के माध्यम से बाजार में हस्तक्षेप करने की बात नहीं बताई गई थी, हालांकि आगे चलकर बाजार को यह बात पता चल गई। इसके अलावा, ढेर सारी सावधानियां बरतने और अर्थव्यवस्था की आंतरिक शक्ति के संबंध में अंतर्राष्ट्रीय रूप से संकेत भेजने के बाद भारत ने अगस्त 1998 में रिसर्जेंट इंडिया बांड (आरआइबी) जारी किए जिसका अनिवासी भारतीयों (एनआरआइ)/ भारतीय मूल के व्यक्तियों (पीआइओ) ने खुलकर स्वागत किया।

विदेशी मुद्रा बाजार

सारणी 6.12 : एसएण्डपी, मूडीज़ और फिच रेटिंग्स द्वारा भारत की सावरिन क्रेडिट रेटिंग

वर्ष	एसएण्डपी, रेटिंग्स	ग्रेड और संभावनाएं	मूडीज़ रेटिंग्स	ग्रेड और संभावनाएं	फिच रेटिंग्स	ग्रेड और संभावनाएं
1990	बीबीबी (सितंबर)	स्थायी	बीअअ1 (अक्टूबर)	वॉच लिस्ट (1-8-1990)		
1991	बीबीबी (मार्च)	क्रेडिट वाच क्रेडिट वाच हटाया गया (सितंबर)	बीअअ3 (मार्च) बीअअ2 (जून)			
1992	बीबी+ (जून)	निवेशेतर ग्रेड स्थिर				
1994	बीबी+	निवेशेतर ग्रेड	बीअअ3 (दिसंबर)	निवेशेतर ग्रेड		
1995	बीबी+	निवेशेतर ग्रेड स्थिर	बीअअ3 (अक्टूबर)	निवेशेतर ग्रेड		
1996	बीबी+ (अक्टूबर)	निवेशेतर ग्रेड सकारात्मक		निवेशेतर ग्रेड		
1997	बीबी+ (अक्टूबर)	निवेशेतर ग्रेड स्थिर	बीअअ3 (फरवरी)	निवेशेतर ग्रेड नकारात्मक		
1998	बीबी (मई) बीबी+ (अक्टूबर)	निवेशेतर ग्रेड नकारात्मक निवेशेतर ग्रेड स्थिर	बीअ 2 (जून)	निवेशेतर ग्रेड स्थिर		
2000					बीबी+ (मार्च) बीबी+ (सितंबर)	स्थिर
2001	बीबी (अगस्त)	निवेशेतर ग्रेड नकारात्मक	बीअ 2 (अगस्त)	निवेशेतर ग्रेड नकारात्मक	बीबी+ (मई) बीबी (नवंबर)	नकारात्मक स्थिर
2002	बीबी (सितंबर)	निवेशेतर ग्रेड नकारात्मक	बीअ 2	निवेशेतर ग्रेड		
2003	बीबी (दिसंबर)	निवेशेतर ग्रेड स्थिर	बीअ 1 (फरवरी)	निवेशेतर ग्रेड		
2004	बीबी (अगस्त)	निवेशेतर ग्रेड सकारात्मक	बीअअ 3 (जनवरी)	निवेशेतर ग्रेड	बीबी+ (जनवरी)	स्थिर
2005	बीबी+ (फरवरी) बीबी+ (दिसंबर)	निवेशेतर ग्रेड स्थिर स्थिर	बीअअ 3 (अप्रैल)			
2006	बीबी+ (अप्रैल)	निवेशेतर ग्रेड सकारात्मक	बीअअ 2 (मई)	निवेशेतर ग्रेड स्थिर	बीबीबी - (अगस्त)	निवेशेतर ग्रेड स्थिर
2007	बीबीबी - (जनवरी)	निवेशेतर ग्रेड स्थिर	बीअअ 2	निवेशेतर ग्रेड स्थिर	बीबीबी -	निवेशेतर ग्रेड स्थिर
स्टैंडर्ड एण्ड पूअरस्		मूडीज़		फिच रेटिंग्स		
निवेशे ग्रेड	: एएएए, एए+ एए, ए+ ए, बीबीबी+, बीबीबी, बीबीबी-	निवेशे ग्रेड	: एअअ, एअ1, एअ2, एअ3, ए1, ए2, ए3, बीअअ1, बीअअ2, बीअअ3	निवेशे ग्रेड	: एएए, एए+, एए, ए+, ए, बीबीबी+, बीबीबी, बीबीबी-	
निवेशेतर ग्रेड	: बीबी+, बीबी, बीबी-, बी+, बी, बी-	निवेशेतर ग्रेड	: बीअ1, बीअ2, बीअ3, बी1, बी2, बी3	निवेशेतर ग्रेड	: बीबी+, बीबी, बीबी-, बी+, बी, बी-	
डिफाल्ट ग्रेड	: सीसीसी+, सीसीसी, सीसीसी-, सीसी, सी	डिफाल्ट ग्रेड	: सीअअ, सीअ, सी	डिफाल्ट ग्रेड	: सीसीसी+, सीसीसी, सीसीसी-, सीसी, सी	

6.98 पुनर्विलोकन में, संकट के प्रबंधन के लिए त्वरित नीतिगत उपाय करने तथा अनुकूल समष्टि आर्थिक स्थिति के कारण एशियाई संकट के संक्रामक प्रभाव को सीमित करने में भारत सफल रहा। संकट की अवधि में भारत का चालू खाता घाटा कम रहा, सात महीनों से अधिक के आयात के लिए पर्याप्त विदेशी मुद्रा भंडार था, बाजार संचालित विनिमय दर प्रचलित थी, अल्पावधि ऋण का स्तर कम था और आस्ति-मूल्य स्फीति अथवा क्रेडिट बूम की स्थिति थी। ये सकारात्मक पहलू वर्षों के दौरान अनुसरण की गई विवेकसम्मत नीतियों का परिणाम थे, जैसे कि अंतिम उपयोग पर प्रतिबंधों के साथ बाह्य वाणिज्यिक उधारों की उच्चतम सीमा का निर्धारण, स्थावर संपदा तथा शेयर बाजार में बैंकों का कम एक्सपोजर, बैंकिंग क्षेत्र द्वारा विदेशी पूंजी के भारी मध्यस्थन से बचाव, तुलनपत्र से इतर मदों की बारीकी से निगरानी और बैंकेतर संस्थाओं पर कड़े कानूनी, विनियामक और विवेकसम्मत नियंत्रण। कुछ पूंजी नियंत्रण संबंधी उपायों ने भी पूर्व एशियाई संकट के संसर्गजन्य प्रभाव से अर्थव्यवस्था को बचाने में सहायता की। नब्बे के दशक के उत्तरार्ध में भारतीय रुपए की विनिमय दर में कम अस्थिरता के अर्थ में इसके अंतिम परिणाम देखे जा सकते हैं जब अधिकांश एशियाई करेंसियों में अत्यधिक अस्थिरता थी (सारणी 6.13)।

बीच-बीच में तमाम घटनाओं के कारण अस्थिरता के साथ-साथ सापेक्ष स्थिरता का दौर - सितंबर 1998 - मार्च 2003

6.99 रिजर्व बैंक द्वारा पहले घोषित किए गए उपायों और फिर आरआईबी निर्गम की सफलता का प्रभाव विदेशी मुद्रा बाजार को स्थिर बनाने पर पड़ा, जिसमें 4.2 बिलियन अमरीकी डॉलर का अभिदान किया गया। इससे विदेशी मुद्रा बाजार के तेवर में उल्लेखनीय सुधार दर्ज किया गया। सीमा पर तनाव बढ़ने से बाजार का उत्साह ठंडा पड़ने के कारण जून-अक्टूबर 1999 के दौरान दबाव में आने से पहले सितंबर 1998 से मई 1999 के बीच रुपया स्थिर बना रहा। मांग-पूर्ति में अस्थायी असंतुलन

को कम करने के लिए हस्तक्षेप के अलावा कच्चे तेल के आयात तथा सरकार द्वारा ऋण के भुगतान के कारण विदेशी मुद्रा संबंधी आवश्यकताओं को संपूर्ण/आंशिक रूप से पूरा करने के प्रति भी रिजर्व बैंक ने 23 अगस्त 1999 को अपनी तत्परता जाहिर की।

6.100 वर्ष 1999-2000 में अंतर्राष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों में तीव्र वृद्धि, औद्योगिक देशों में ब्याज दर में हुई क्रमिक वृद्धि, अन्य प्रमुख अंतर्राष्ट्रीय मुद्राओं की तुलना में अमरीकी डॉलर के मूल्य में उतार-चढ़ाव तथा वर्ष 2000 के दौरान संविभाग प्रवाह में तीव्र कमी से जुड़ी बीच-बीच में अस्थिरता के दौर के साथ अप्रैल 2000 तथा मार्च 2003 के बीच की अवधि सामान्यतः स्थिर बनी रही। अस्थिरता की इन अवधियों के दौरान अस्थिरता पैदा करने वाली गतिविधियों पर अंकुश लगाने के लिए रिजर्व बैंक ने बैंक दर, रिपो दर, नगदी आरक्षित निधि संबंधी अपेक्षाओं में परिवर्तन, बैंकों को पुनर्वित्त, आयात वित्त पर अधिभार तथा अतिदेय निर्यात बिलों पर न्यूनतम ब्याज दरों जैसे मौद्रिक तथा अन्य उपायों के माध्यम से तत्काल कारवाई की, साथ-ही रुपए की विनिमय दर में व्यवस्थित करेक्शनों को जारी रहने दिया गया। विश्व स्तर पर पेट्रोलियम की कीमतों में तेजी और उसके परिणामस्वरूप भारत के विदेशी मुद्रा भण्डार में कमी की संभावना के मद्देनजर एहतियाती उपाय के रूप में इंडिया मिलेनियम डिपाजिट (आइएमडी) के माध्यम से वित्तपोषण की शुरुआत की गयी। अक्टूबर-नवम्बर 2000 के दौरान आई.एम.डी. के अंतर्गत 5.5 बिलियन अमरीकी डॉलर के अंतर्वाह से बाजार के दबाव को हल्का करने में सहायता मिली।

6.101 अमेरिका में 11 सितंबर 2001 की घटना के कारण पैदा हुए विनियम दर के दबाव का समाधान रिजर्व बैंक ने कई उपायों और चलनिधि परिचालनों के रूप में त्वरित कारवाई के जरिये किया। इन उपायों के अंतर्गत (i) पर्याप्त चलनिधि के साथ ब्याज दरों को स्थिर बनाये रखने के प्रति रिजर्व बैंक की प्रतिबद्धता; (ii) मांग-पूर्ति के बीच किसी भी प्रकार के असामान्य अंतर को पूरा करने के लिए विदेशी मुद्रा बेचने का

सारणी 6.13 : चुनिंदा उभरती अर्थव्यवस्थाओं में दैनिक विनिमय दरों में उतार-चढ़ाव

(वार्षिकीकृत; प्रतिशत में)

मुद्रा	1993-1995	1996-2000	2001	2003	2004	2005	2006
1	2	3	4	5	6	7	8
भारतीय रुपया	7.5	4.3	1.6	2.1	4.7	3.5	4.0
साउथ कोरियन वान	2.6	22.2	8.1	8.3	6.5	6.8	6.9
साउथ अफ्रीकन रैंड	5.3	11.4	20.2	20.9	21.4	15.4	16.0
तुर्कीश न्यू लिरा	29.3	5.4	63.1	16.2	12.2	10.4	16.6
इंडोनेशियन रुपया	2.1	43.4	21.7	6.8	7.7	9.1	8.9
थाई बाथ	1.7	18.3	4.9	4.4	4.3	4.7	6.2
न्यू ताइवान डॉलर	3.7	5.3	3.6	2.7	4.9	4.9	4.9
सिंगापुर डॉलर	3.7	7.4	4.5	4.5	4.6	4.4	3.9
फिलीपाइन पेसो	6.8	12.9	17.6	4.1	3.1	4.1	4.6

टिप्पणी : उतार-चढ़ाव का परिकलन दैनिक विनिमय दरों में प्रतिशत परिवर्तन के मानक विचलन द्वारा किया गया है।

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक और अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष।

आश्वासन; (iii) नीलामी आधार पर चुनिंदा सरकारी प्रतिभूतियों की खरीद के लिए एक माध्यम खोलना; (iv) विदेशी संस्थागत निवेश की सीमा में रियायत देते हुए उसे सेक्टरल कैप / सांविधिक उच्चतम सीमा तक किया जाना; (v) छः चुनिंदा उत्पादों के अधिक मूल्य के आयातों के लिए एक विशेष वित्तीय पैकेज तथा (vi) निर्यात ऋण पर ब्याज दरों में 1% अंक की कमी शामिल थे।

पूँजी प्रवाह में उछाल का दौर : 2003-04 और उससे आगे

6.102 पूँजी प्रवाह में उफान के कारण वर्ष 2003-04 से ही अतिरिक्त आपूर्ति की परिस्थितियों के कारण विदेशी मुद्रा बाजार प्रभावित रहा। विदेशी मुद्रा बाजार में अतिरिक्त आपूर्ति को खपाने के लिए रिजर्व बैंक द्वारा विदेशी मुद्रा की बड़े पैमाने पर खरीद के कारण, विनिमय दर पर वृद्धि के भारी दबाव में कमी आयी। इस प्रकार के मुद्राप्रवाह को नियंत्रित करने के लिए रिजर्व बैंक ने निष्प्रभावीकरण उपायों का प्रयोग किया। रिजर्व बैंक ने भारत सरकार प्रतिभूतियों के सीमित स्टॉक की समस्या से निपटने के लिए अप्रैल 2004 में बाजार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) की शुरुआत की जिसके अंतर्गत चलनिधि को अवशोषित करने के लिए भारत सरकार दिनांकित प्रतिभूतियाँ/खजाना बिल जारी किये गये। इसके परिणामस्वरूप भारत का विदेशी मुद्रा भण्डार मार्च 2002 के अंत में 54.1 बिलियन अमरीकी डॉलर से तीन गुना बढ़कर मार्च 2007 के अंत में 199.2 बिलियन अमरीकी डॉलर हो गया था - जो प्रतिवर्ष 29.0 बिलियन अमरीकी डॉलर की औसत वृद्धि दर्शाता है। भारत का विदेशी मुद्रा भण्डार 13 अप्रैल 2007 को 203.1 बिलियन अमरीकी डॉलर था।

6.103 इस अवधि के दौरान एक मौका ऐसा आया था जब 17 मई 2004 को रुपए पर काफी दबाव पड़ा और वह आम चुनावों के नतीजों से

उपजी राजनीतिक अनिश्चितता तथा विश्व स्तर पर तेल की बढ़ती कीमतों के कारण भारतीय शेयर बाजार में अस्थिरता के परिणामस्वरूप मार्च 2004 के अंत के रुपया 43.45 रुपए प्रति डॉलर से 45.96 रुपए प्रति डॉलर हो गया। उस दिन भारत के शेयर बाजारों में कीमतों में रिकार्ड गिरावट देखी गयी जिसके कारण एक ही दिन में दो बार सूचकांक आधारित सर्किट ब्रेकर लगाया गया। सूचकांक आधारित सर्किट ब्रेकर के कारण शेयर बाजार में लगभग दो घंटे के लिए कारोबार ठप हो गया। मुद्रा, सरकारी प्रतिभूति तथा विदेशी मुद्रा बाजारों में भी इस घटना के असर का पूर्वानुमान करते हुए रिजर्व बैंक ने उसी दिन हस्तक्षेप करते हुए दो अलग-अलग प्रेस विज्ञप्तियाँ जारी कीं जिसमें (क) वित्तीय बाजारों की गतिविधियों की निगरानी करने के लिए वित्तीय बाजार समिति के कार्यपालक निदेशक की अध्यक्षता में एक आंतरिक कार्यबल का गठन तथा (ख) चलनिधि प्रदान करने की रिजर्व बैंक की तत्परता की बात कही गयी थी (मोहन, 2006 डी)। इन घोषणाओं का तात्कालिक प्रभाव पड़ा और जल्दी ही व्यवस्थित परिस्थितियाँ बहाल कर ली गयीं। दरअसल उस दिन रिजर्व बैंक द्वारा घोषित की गयी चलनिधि या विदेशी मुद्रा सुविधाओं का प्रयोग नहीं करना पड़ा था।

6.104 वर्ष 1993 में जब भारत ने बाजार निर्धारित विनिमय दरों की तरफ कदम बढ़ाया तबसे अब तक की सम्पूर्ण अवधि पर नजर डाली जाये तो यह बात सामने आती है कि पिछले चौदह सालों के दौरान रुपए के मूल्य में सामान्यतः हास ही हुआ है, केवल वर्ष 2003 से 2005 तक की अवधि में प्रमुख मुद्राओं की तुलना में सामान्य रूप से डॉलर नरम पड़ने के कारण रुपए के मूल्य में मजबूती आ गई थी। । वर्ष 1993-94 से 2006-07 की कुल अवधि के दौरान भारतीय रुपए के मूल्य में डॉलर की तुलना में वार्षिक औसत आधार पर लगभग 30.9 प्रतिशत का हास हुआ (सारणी 6.14)।

सारणी 6.14 : भारतीय रुपया-अमरीकी डॉलर विनिमय दरों में घट-बढ़ : 1993-94 से 2005-06

वर्ष	दायरा (रुपया प्रति अमरीकी डॉलर)	औसत विनिमय दर (रुपया प्रति अमरीकी डॉलर)	मूल्य वृद्धि / मूल्य हास (%)	अंतर का गुणांक (%)	मानक विचलन
1	2	3	4	5	6
1993-94	31.21-31.49	31.37		0.1	
1994-95	31.37-31.97	31.40	-0.10	0.3	
1995-96	31.37-37.95	33.45	-6.13	5.8	1.93
1996-97	34.14-35.96	35.50	-5.77	1.3	0.48
1997-98	35.70-40.36	37.16	-4.47	4.2	1.57
1998-99	39.48-43.42	42.07	-11.67	2.1	0.90
1999-00	42.44-43.64	43.33	-2.91	0.7	0.29
2000-01	43.61-46.89	45.68	-5.14	2.3	1.07
2001-02	46.56-48.85	47.69	-4.21	1.4	0.67
2002-03	47.51-49.06	48.40	-1.47	0.9	0.45
2003-04	43.45-47.46	45.95	5.40	1.6	0.72
2004-05	43.36-46.46	44.93	2.16	2.3	1.03
2005-06	43.30-46.33	44.28	1.51	1.5	1.79
2006-07	43.14-46.97	45.28	-2.45	2.0	0.89

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक ।

सारणी 6.15 : भारतीय रुपए के बाह्य मूल्य की प्रवृत्ति

1	36-मुद्रा व्यापार आधार				6-मुद्रा व्यापार आधार			
	रीर	% अंतर	नीर	% अंतर	रीर	% अंतर	नीर	% अंतर
	2	3	4	5	6	7	8	9
1993-94	100.00	0.0	100.00	0.0	100.00	0.0	100.00	0.0
1994-95	104.32	4.3	98.91	-1.1	105.71	5.7	96.86	-3.1
1995-96	98.19	-5.9	91.54	-7.5	101.14	-4.3	88.45	-8.7
1996-97	96.83	-1.4	89.27	-2.5	100.97	-0.2	86.73	-1.9
1997-98	100.77	4.1	92.04	3.1	104.24	3.2	87.80	1.2
1998-99	93.04	-7.7	89.05	-3.2	95.99	-7.9	77.37	-11.9
1999-00	95.99	3.2	91.02	2.2	97.52	1.6	77.04	-0.4
2000-01	100.09	4.3	92.12	1.2	102.64	5.3	77.30	0.3
2001-02	100.86	0.8	91.58	-0.6	102.49	-0.1	75.89	-1.8
2002-03	98.18	-2.7	89.12	-2.7	97.43	-4.9	71.09	-6.3
2003-04	99.56	1.4	87.14	-2.2	98.85	1.5	69.75	-1.9
2004-05	100.09	0.5	87.31	0.2	101.36	2.5	69.26	-0.7
2005-06	102.34	2.2	89.84	2.9	106.67	5.2	71.41	3.1
2006-07 अ	98.07	-4.2	85.80	-4.5	104.91	-1.6	68.13	-4.6

रीर : वास्तविक प्रभावी विनिमय दर
(+) मूल्य वृद्धि दर्शाता है और (-) मूल्य हास दर्शाता है।
नीर : नाममात्र प्रभावी विनिमय दर
अ: अनंतिम

टिप्पणी : रीर और नीर दोनों आधार वर्ष 1993-94 के साथ द्विपक्षीय व्यापार भार-आधारित सूचकांक हैं।
स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक।

6.105 वास्तविक प्रभावी विनिमय दरों (आरईईआर) के रूप में 1993-94 से 2005-06 के दौरान जहां आरईईआर (6 मुद्रा व्यापार आधारित सूचकांक) के मूल्य में लगभग सात प्रतिशत की वृद्धि हुई वहीं आरईईआर (36 मुद्रा व्यापार आधारित अंक) में दो प्रतिशत से अधिक की मूल्य वृद्धि दर्ज की गयी (सारणी 6.15)।

6.106 पिछले कुछ वर्षों के दौरान एक महत्वपूर्ण विशेषता यह रही है कि इस दौरान रुपए की विनिमय दर की अस्थिरता में कमी आई है। विश्व स्तर की सभी मुद्राओं के बीच, जो नामिनल पेग व्यवस्था के अंतर्गत नहीं थे और

निश्चित रूप से उभरती हुई सभी बाजार अर्थव्यवस्थाओं में रुपया-डॉलर विनिमय दर सबसे कम अस्थिर रही। भारत का आरईईआर तुलनात्मक रूप से अन्य प्रमुख एशियाई देशों से अधिक स्थिर रहा है। प्रभावी विनिमय दर के माध्यम से मांपी जाने वाली मुद्रा की उतार-चढ़ाव दर अर्थात् 6 मुद्राओं से संबंधित भारत की एनईईआर तथा आरईईआर हाल ही में अमेरिका तथा जापान जैसे अन्य देशों की तुलना में कम थी (सारणी 6.16)।

6.107 उदारीकरण के बाद विनिमय दर के व्यवहार के संदर्भ में उससे जुड़े कुछ पहलुओं, जैसे व्यापार की इनवाइसिंग पद्धति में बदलाव, मुद्राओं

सारणी 6.16 : वैश्विक विदेशी मुद्रा बाजार में विनिमय दरों में उतार-चढ़ाव

(प्रतिशत)

वर्ष	नीर						रीर					
	भारत	यूएस	यूके	जापान	यूरो क्षेत्र	चीन	भारत	यूएस	यूके	जापान	यूरो क्षेत्र	चीन
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1993-94	1.2	1.0	1.0	2.6	1.8	8.2	1.3	0.8	1.1	2.8	1.9	8.2
1994-95	1.3	1.4	0.8	2.2	0.9	1.1	2.5	1.3	0.9	2.2	1.1	1.3
1995-96	2.9	1.5	0.7	3.7	0.7	1.2	2.9	1.5	0.8	3.5	0.9	1.2
1996-97	1.4	1.2	1.4	1.4	1.0	0.7	1.2	0.7	1.4	1.4	1.1	0.7
1997-98	1.7	1.3	1.8	3.0	1.5	1.8	1.8	1.4	1.7	2.8	1.7	1.6
1998-99	1.8	2.0	1.5	4.0	1.6	1.5	1.6	1.4	1.4	4.1	1.7	1.6
1999-00	1.0	1.3	0.7	2.7	1.1	0.8	1.2	0.8	0.8	2.9	1.3	1.0
2000-01	1.4	1.8	1.8	2.8	2.4	0.8	1.4	1.0	1.6	2.2	2.4	0.9
2001-02	1.0	1.1	0.7	2.1	1.2	0.9	1.0	0.7	0.6	2.0	1.6	1.1
2002-03	1.0	1.4	1.1	1.6	0.8	1.1	1.3	1.0	1.1	1.6	1.2	1.0
2003-04	1.5	2.2	1.2	1.4	1.5	1.1	1.3	1.6	1.1	1.4	1.7	1.3
2004-05	1.7	1.7	1.0	1.9	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2	1.9	2.0	1.2
2005-06	1.1	1.4	1.1	1.4	0.9	1.3	1.1	0.9	1.1	1.4	1.0	1.5

टिप्पणी : उतार-चढ़ाव का परिकलन मासिक रीर / नीर सूचकांक के प्रतिशत परिवर्तन के मानक विचलन द्वारा किया गया है।
स्रोत : आइएफएस, आइएमएफ, 2006 और भारतीय रिजर्व बैंक।

के पारस्परिक प्रचलन तथा भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार पर वैश्विक असंतुलनों के प्रभाव जैसे मुद्दे विचारणीय हैं। अंतर्राष्ट्रीय व्यापार में मुद्रा इनवाइसिंग की पद्धति कुछ कारकों पर निर्भर करती है जैसे - व्यापारिक सहभागियों के बीच ऐतिहासिक संबंध, स्थापित परंपराएं, व्यापारिक पक्षकारों की सौदा करने की तुलनात्मक क्षमता तथा विदेशी मुद्रा बाजार के विकास की सीमा। एक लचीली विनिमय दर प्रणाली के अंतर्गत प्रमुख मुद्राओं की विनिमय दर संबंधी घटनाओं की भी एक अहम भूमिका होती है। विशेष

रूप से निर्यात / आयात की इनवाइसिंग में विनिमय दरों में होने वाले भावी परिवर्तनों के बारे में निर्यातक / आयातक की प्रत्याशा एक महत्वपूर्ण विचार बिंदु होती है, क्योंकि इनवाइस की गयी राशि इनवाइसिंग करने के कुछ हफ्तों / महीनों के अंतराल के बाद प्राप्त होती है/ उसका भुगतान किया जाता है। व्यापार की इनवाइसिंग प्रणाली का प्रभाव विनिमय दर पर भी पड़ता है (बॉक्स VI.7)। भारतीय अर्थव्यवस्था के बढ़ते महत्व तथा विश्व व्यापार में उसकी बढ़ती हुई हिस्सेदारी को देखते हुए यह अनुमान लगाया

बॉक्स VI.7

व्यापार का इनवाइसिंग पैटर्न तथा विनिमय दर प्रभाव(पास-थ्रू)

90 के दशक में कतिपय देशों में समष्टि आर्थिक स्तर पर एक समस्या यह देखी गई कि मुद्रा में भारी मूल्यहास की घटनाओं के बावजूद निम्न मुद्रास्फीति हुई थी जिससे विनिमय दर का घरेलू कीमतों पर निम्न प्रभाव का पता चलता है। इस विषय पर भारी मात्रा में जो साहित्य रचा गया उसमें यह टिप्पणी की गई है कि विनिमय दर का प्रभाव अनेक विकसित तथा विकासशील देशों में घट गया है। उस साहित्य में यह बताया गया था कि इस प्रभाव के कुछ अहम निर्धारक तत्व इस प्रकार हैं : निम्न वैश्विक मुद्रास्फीति और उसकी निम्न अस्थिरता (टेलर (2000), चौधुरी एवं हाकुरा (2001) तथा गैंगनॉन एवं आइरिंग (2004)), विनिमय दर की अस्थिरता, घरेलू खपत में आयात का हिस्सा, जीडीपी की तुलना में व्यापार अनुपात, आयातों की संरचना, टैरिफ तथा मात्रात्मक प्रतिबंधों से व्यापारिक अव्यवस्था (गोल्डफज्जन एवं वारलैंग (2000), कैम्पा एण्ड गोल्डबर्ग (2004) एवं फ्रैंकेज और अन्य (2005))।

इस बारे में सामान्य तर्क यह दिया जाता है कि मुद्रास्फीति की कम औसत दर तथा उसकी अस्थिरता में कमी विश्वसनीय मौद्रिक नीति का परिणाम होती है। इस प्रकार के वातावरण में कंपनियों को यह भरोसा रहता है कि मौद्रिक नीति कीमतों को स्थिर रखने में सफल रहेगी और वे अपने उत्पादों की कीमतें बदलने में कम रूचि लेते हैं और इसी के परिणामस्वरूप विनिमय दर का प्रभाव कम पड़ता है। विनिमय दर की अस्थिरता का प्रभाव कम असंदिग्ध होता है। एक धारणा यह है कि ऐसे देशों की मुद्राएं जिनकी विनिमय दर की परिवर्तनशीलता कम है, एक स्थिर मौद्रिक नीति प्रदर्शित करती हैं और इसके फलस्वरूप उन्हें इनवाइस मुद्रा के रूप में चुना जाता है, जिसके चलते विनिमय दर का प्रभाव कम होता है। इसके विपरीत दूसरी धारणा के अनुसार अधिक विनिमय दर अस्थिरता सामान्य एवं अस्थायी उतार-चढ़ाव प्रदर्शित करती है और कंपनियों को कीमतों में परिवर्तन करने से रोकती है क्योंकि उन्हें बाजार की हिस्सेदारी गंवाने का भय होता है। इसलिए कंपनियां लाभ के अंतर को समायोजित करने के प्रति अधिक इच्छुक रहती हैं। खपत में आयातों का हिस्सा बढ़ने के कारण सकल घरेलू उत्पाद में व्यापार के हिस्से में वृद्धि तथा घरेलू अर्थव्यवस्था में विदेशी कंपनियों की हिस्सेदारी से विनिमय दर का प्रभाव अधिक पड़ता है। कम लचीली तथा कम प्रतिस्पर्धी आपूर्तिवाली चीजों जैसे ऊर्जा, कच्चे माल तथा खाद्य वस्तुओं के आयात का विनिमय दर प्रभाव विनिर्मित वस्तुओं से अधिक होता है क्योंकि ऐसी वस्तुओं की आपूर्ति लचीली एवं अधिक प्रतिस्पर्धी होती है। इस प्रकार आयात की संरचना में परिवर्तन से संपूर्ण प्रभाव पर असर पड़ेगा भले ही वैयक्तिक घटकों पर प्रभाव ज्यों का त्यों रहा हो। प्रशुल्क तथा मात्रात्मक प्रतिबंध जैसी व्यापारिक बाधाएं विभिन्न देशों के बीच वस्तुओं के अंतरपणन को रोकती हैं और इसका विनिमय दर पर नकारात्मक असर पड़ता है। इस तरह इन अवरोधों को कम करने पर विनिमय दर का प्रभाव अधिक पड़ता है।

इन कारकों में 90 के दशक में आर्थिक सुधारों के दौर में अच्छा-खासा परिवर्तन हुआ। इस प्रकार भारत में आर्थिक सुधारों के बाद के दौर में घरेलू कीमतों पर विनिमय दर का प्रभाव पड़ा जैसा कि दूसरे देशों में भी पाया गया था। अगस्त 1991 से मार्च 2005 तक की अवधि के एक हालिया अध्ययन, जिसमें प्रभाव के गुणांकों का आकलन किया गया है, में यह पाया गया है कि विनिमय दर में 10 प्रतिशत परिवर्तन से अंतिम कीमतों में अल्प समय के लिए लगभग 0.6 प्रतिशत तथा लंबे समय के लिए 0.9 प्रतिशत का परिवर्तन होता है। परिवर्तनशील समाश्रयण (रिग्रेसन) के जरिए विनिमय दर प्रभाव की कालिक प्रवृत्ति पर किए गए सांख्यिकीय परीक्षणों से पता चलता है कि कई देशों में पाई गई प्रवृत्ति के विपरीत विनिमय दर प्रभाव में कमी का कोई साक्ष्य नहीं प्राप्त हुआ है। यह प्रवृत्ति अल्पकालिक दौर की तुलना में दीर्घकालिक दौर में अधिक स्पष्ट थी और इसका कारण मुद्रास्फीति में वृद्धि का बने रहना था।

इसके अतिरिक्त मूल्यवृद्धि से होने वाला प्रभाव मूल्यहास से होने वाले प्रभाव से अधिक पाया गया था। तेजी से मुक्त हो रही अर्थव्यवस्थाओं में जहाँ विदेशी कंपनियों का उद्देश्य यथापेक्षित रूप से एक बृहत्तर बाजार हिस्से पर कब्जा जमाना होता है वहां वे मूल्य वृद्धि से होने वाली कीमतों में कमी का फायदा ग्राहकों में बांटने को तैयार हो जाते हैं जबकि बाजार के हिस्से में कमी आने के डर से मूल्यहास के कारण कीमतों में होने वाली वृद्धि को स्वयं वहन कर लेते हैं। विनिमय दर में भारी परिवर्तनों की तुलना में छोटे परिवर्तनों का प्रभाव अधिक था। इसको भारत में आयातों की इनवाइसिंग अमेरिकी डॉलर में (80-90 प्रतिशत) किए जाने तथा इनवाइस कीमत के परिवर्तन में मेनु लागत की भूमिका से समझाया जा सकता है। विनिमय दर में छोटे परिवर्तन की स्थिति में मेनु लागत (इनवाइस कीमत में परिवर्तन से जुड़ी स्थिर लागत) के कारण अपनी मुद्रा में आयातों की इनवाइस कीमत में परिवर्तन करना उचित नहीं होता। इस प्रकार, स्थानीय मुद्रा में (घरेलू कीमतों) में आयात कीमत में उस सीमा तक परिवर्तन होगा जिस सीमा तक विनिमय दर में परिवर्तन होता है अर्थात् एक उच्चतर प्रभाव। ठीक इसका उलटा मामला विनिमय दर में भारी परिवर्तन की स्थिति में होता है क्योंकि विदेशी कंपनियों के लिए उचित हाता है कि वे आयात कीमत पर स्थानीय मुद्रा में विनिमय दर में हुए परिवर्तन का एक अंश अवशोषित करने के लिए इनवाइस कीमत को अपनी मुद्रा में परिवर्तित करें। इस प्रकार, व्यापार की इनवाइसिंग पद्धति, विनिमय दर में परिवर्तन तथा घरेलू कीमतों पर विनिमय दर के प्रभाव विनिमय दर प्रबंधन तथा व्यापारिक प्रतिस्पर्धी के लिए प्रासंगिक होते हैं।

संदर्भ

खुद्रकपम, जे.के. 2007। “इकोनॉमिक रिफॉर्म एण्ड एक्सचेंज रेट पास-थ्रू टू डोमेस्टिक प्राइसेज इन इंडिया”। बीआइएस वर्किंग पेपर सं.225, फरवरी।

सारणी 6.17 : भारत के निर्यात तथा आयात की मुद्रा-वार इनवाइसिंग

(प्रतिशत)

मुद्रा	आयात				निर्यात			
	1990-91	1994-95	1999-00	2005-06 अ	1990-91	1994-95	1999-00	2005-06 अ
1	2	3	4	5	6	7	8	9
यूएस डॉलर	59.7	73.5	85.8	88.6	57.2	78.8	87.0	85.8
ड्यूश मार्क	7.0	5.9	1.6	0.0	5.1	6.3	1.6	0.0
यूरो	-	-	3.3	6.5	-	-	3.0	7.6
जापानी येन	4.4	4.4	3.8	2.2	0.1	0.3	0.3	0.5
पाउंड स्टर्लिंग	3.1	2.5	1.7	1.0	4.5	4.8	3.9	2.8
भारतीय रुपया	7.7	0.4	0.0	0.0	27.7	3.3	0.3	1.9
अन्य	18.1	13.3	3.8	1.7	5.4	6.5	3.9	1.4
कुल	100.0							

अ : अर्न्तम
स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक।

जा रहा है कि भविष्य में भारतीय मुद्रा की स्वीकृति में काफी बढ़ोत्तरी होगी। वास्तव में, रुपए में एनडीएफ बाजार में वृद्धि प्रकारांतर से अंतर्राष्ट्रीय लेन-देन में रुपए के प्रयोग को दर्शाती है।

6.108 यद्यपि व्यापार में रुपए में इनवाइस करने की अनुमति दी गयी है फिर भी इसमें कोई उल्लेखनीय प्रगति नहीं हुई है। वर्ष 1990-91 के दौरान द्विपक्षीय खाता देशों को रुपए में किए गए निर्यात इनवाइस को व्यवहार में लाने के कारण रुपए में किए गए निर्यातों के इनवाइस का हिस्सा काफी था (सारणी 6.17)। रुपए के इनवाइस के हिस्से में बाद की गिरावट का कारण भारत सरकार तथा रूसी संघ द्वारा द्विपक्षीय व्यापार को समाप्त करने और उसके बजाय अमरीकी डॉलर में व्यापार का इनवाइस करने के लिए वर्ष 1992 में किये गए समझौते के फलस्वरूप रुपए में व्यापार को बंद करना था। फिर भी, सोवियत संघ के विखंडन के बाद

निर्यात को रुपए में इनवाइस करने की प्रक्रिया अब केवल रूस को सिविलियन तथा गैर सिविलियन ऋण की चुकौती के माध्यम से निर्यातों के वित्तपोषण तक सीमित है। वस्तुओं तथा सेवाओं के क्षेत्र में विश्व व्यापार में भारत की हिस्सेदारी में भावी विस्तार को ध्यान में रखते हुए व्यापारिक उद्देश्यों के लिए रुपए में इनवाइस करने के उपयोग पर निर्यातकों/आयातकों द्वारा समुचित रूप से विचार किए जाने की आवश्यकता है।

6.109 हाल के वर्षों में भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार की एक खास विशेषता भारतीय रुपए की विनिमय दर तथा एशियाई देशों की मुद्राओं की विनिमय दर में परिवर्तन के बीच बढ़ता हुआ सह-संबंध रहा है। पिछले दो-एक सालों के दौरान रुपया-डॉलर विनिमय दर का जुड़ाव कुछ एशियाई मुद्राओं जैसे जापानी येन बनाम अमरीकी डॉलर की विनिमय दर के साथ काफी बढ़ा है (सारणी-6.18)। बाजार की इस विशेषता का श्रेय इस क्षेत्र

सारणी 6.18 : क्रॉस करेंसी सह-संबंध

(3 जनवरी 2005 से 4 दिसंबर 2006)

(प्रतिशत)

करेंसी	यूरो	येन	जीपीबी	एडी	सीएडी	यूआन	आइएनआर	आइआरयू	पीआरयू	रुबल	एसडी	एसएलआर	बाथ
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
यूरो	1.00												
येन	0.54	1.00											
जीपीबी	0.95	0.45	1.00										
एडी	0.68	0.66	0.73	1.00									
सीएडी	0.00	-0.74	0.04	-0.35	1.00								
यूआन	-0.12	-0.82	-0.02	-0.36	0.90	1.00							
आइएनआर	0.01	0.68	-0.06	0.39	-0.81	-0.73	1.00						
आइआरयू	0.37	-0.02	0.31	0.06	0.25	0.20	-0.16	1.00					
पीआरयू	0.04	0.76	-0.09	0.29	-0.83	-0.94	0.71	-0.35	1.00				
रुबल	0.70	-0.20	0.72	0.17	0.65	0.60	-0.55	0.75	-0.67	1.00			
एसडी	0.56	-0.28	0.57	0.08	0.69	0.64	-0.53	0.56	-0.67	0.95	1.00		
एसएलआर	-0.02	0.72	-0.13	0.23	-0.77	-0.90	0.63	-0.23	0.89	-0.66	-0.69	1.00	
बाथ	0.70	-0.12	0.71	0.19	0.55	0.48	-0.42	0.86	-0.50	0.94	0.94	-0.56	1.00

टिप्पणी: जीपीबी : पाउंड स्टर्लिंग; एडी: ऑस्ट्रेलियन डॉलर; सीएडी : कनेडियन डॉलर; यूआन : चायनीज यूआन; आइएनआर: भारतीय रुपए; आइआरयू : इंडोनेशियन रुपीह; येन : जापानी येन; पीआरयू : पाकिस्तान रुपया; रुबल : रूस रुपल; एसडी : सिंगापुर डॉलर; एसएलआर: श्रीलंका रुपी; बाथ : थाई बाथ

में भारी व्यापार तथा पूँजी प्रवाह वाले एशियाई बाजारों के बृहत एकीकरण तथा इस क्षेत्र के वित्तीय बाजारों के बृहत अंतरावलंबन को दिया जा सकता है। एशियाई क्षेत्र से एक प्रकार की आपूर्ति श्रृंखला उभर रही है जिसमें अत्यंत मूल्यवान प्रौद्योगिकीय उत्पादों की आपूर्ति करने वाले देश के रूप में जापान शीर्ष पर है। चीन मध्यवर्ती उत्पादों का एक प्रमुख आपूर्तिकर्ता देश है वहीं भारत बौद्धिक पूँजी का एक आपूर्तिकर्ता होने के अलावा मध्यवर्ती उत्पादों के आपूर्तिकर्ता के रूप में भी उभर कर सामने आ रहा है। विदेशी मुद्रा बाजार सहित सभी वित्तीय बाजारों को भारतीय अर्थव्यवस्था के विश्व के अन्य देशों, विशेष रूप से एशियाई क्षेत्र के साथ बढ़ते हुए एकीकरण का तेजी से भान हो रहा है। यह पाया गया है कि भारतीय रूपए कि विनिमय दर पर अंतर-मुद्रा का प्रभाव विशेष रूप से जापानी येन तथा सिंगापुर डॉलर के लिए स्पष्ट है (रंजन तथा धल, 1999)।

6.110 भारतीय विनिमय दर पर अंतर मुद्राओं के बढ़ते हुए प्रभाव को देखते हुए प्रमुख मुद्राओं की विनिमय दर पर मौजूदा वैश्विक असंतुलनों में भावी अनियमित समायोजनों के प्रभाव तथा भारतीय रूपए पर दूसरे दौर के प्रभाव का मुद्दा प्रासंगिक हो गया है। मौजूदा वैश्विक असंतुलन अमेरिका के भारी और बढ़ते हुए चालू खाता घाटे को प्रदर्शित करते हैं जिसका वित्तपोषण दूसरी जगहों विशेष रूप से उभरते हुए एशिया, तेल निर्यातक देशों तथा जापान के अधिशेषों से किया गया है। सकल घरेलू उत्पाद की प्रतिशतता के रूप में अमरीका का चालू खाता घाटा 90 के दशक के प्रारंभ से हर पाँच वर्ष में लगभग दुगुना हुआ है (सारणी 6.19)। अमरीका के विपरीत, जोकि घरेलू मांग पर निर्भर है, नब्बे दशक से एशिया तथा दूसरी उभरती अर्थव्यवस्थाओं का विकास बाह्य मांग के दम से हुआ है। चीन, अन्य पूर्वी एशियाई उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (इंडोनेशिया, मलेशिया, ताईवान, थाईलैंड) तथा दो द्वीपीय अर्थव्यवस्थाओं

जैसे हांगकांग एवं सिंगापुर के चालू खातों में विशेष रूप से 1999 से भारी मात्रा में अधिशेष दर्ज किए गए हैं। वैश्विक असंतुलनों को पैदा करने वाला एक दूसरा नया स्रोत तेल निर्यातक देशों का भारी मात्रा में चालू खाता अधिशेष रहा है। वर्ष 2006 के दौरान मध्य पूर्व क्षेत्र का चालू खाता अधिशेष सकल घरेलू उत्पाद का 18.1 प्रतिशत दर्ज किया गया जो तेल की ऊँची कीमतों तथा उत्पादन में कुछ विस्तार दोनों के कारण हुए ऊँचे तेल राजस्व से विशेष रूप से जुड़ा है। इन असंतुलनों की मात्रा भारी होने के साथ-साथ इसकी मजबूती और इसके भावी अव्यवस्थित प्रभाव को लेकर चिंता व्यक्त की गयी है। इसके अतिरिक्त भारी एवं सतत असंतुलनों तथा उनके प्रभावों से जुड़े ऐतिहासिक घटनाक्रम से ये पता चलता है कि विभिन्न देशों के बीच मांग के पुनःसंतुलन हेतु बाजार द्वारा प्रभावित विनिमय दर पुनर्निर्धारण बाजार असंतुलनों के दौर से सहजतापूर्वक बाहर निकलने के लिए एक अहम भूमिका अदा कर सकता है (आइएमएफ, 2007)।

6.111 इस संबंध में भारत के लिए एक प्रासंगिक मुद्दा वैश्विक असंतुलन तथा भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार पर उसके प्रभाव के प्रति विभिन्न देशों की संभावित प्रतिक्रिया है। भारत ने भारी चालू खाता घाटे में सकारात्मक या नकारात्मक रूप में कोई भूमिका नहीं अदा की है, भारत का बचत व निवेश कुल मिलाकर संतुलित रहा है (सारणी 6.20); अर्थव्यवस्था घरेलू मांग द्वारा संचालित है और सामान्यतः विनिमय दर सहित भारत की सभी नीतियाँ बाजार-आधारित हैं। इस प्रकार भारत ऐसी नीतियों का पालन कर रहा है जिनसे न केवल उसे लाभ मिला है बल्कि इन नीतियों ने वैश्विक स्थिरता कायम करने में भी अपना योगदान दिया है (रेड्डी, 2006 बी)। प्रमुख मुद्राओं में किये गये किसी भी भारी और त्वरित समायोजन तथा सम्बंधित ब्याज दरों या व्यापारिक सहभागियों के

सारणी : 6.19 यूनाइटेड स्टेट्स के समष्टि आर्थिक मानदंड

(प्रतिशत में, वार्षिक औसत)

अवधि	जीडीपी में वृद्धि	चालू खाता घाटा / जीडीपी	सरकार का सामान्य राजकोषीय शेष / जीडीपी	बचत निवेश अंतर
1	2	3	4	5
1981-1985	3.3	-1.3	-2.9	-1.6
1986-1990	3.3	-2.4	-2.4	-2.2
1991-1995	2.5	-1.1	-3.1	-0.9
1996-2000	4.1	-2.6	-0.2	-2.2
2001-2005	2.4	-5.0	-3.5	-3.9
2006	3.3	-6.5	-2.6	-

स्रोत : आर्थिक विश्लेषण ब्यूरो, यूएस वाणिज्य विभाग, विश्व विकास संकेतक, विश्व बैंक; वर्ल्ड इकॉनॉमिक आउटलुक, आइएमएफ, विभिन्न अंक।

सारणी 6.20 : उभरती अर्थव्यवस्थाओं में बचत-निवेश अंतर

(जीडीपी के प्रतिशत के रूप में, वार्षिक औसत)

देश	1981-85	1986-90	1991-95	1996-2000	2001-05
1	2	3	4	5	6
चीन	-0.1	-0.4	1.5	3.2	2.4 *
हांग कांग	3.9	9.8	3.2	1.1	8.6
भारत	-1.5	-2.5	-1.2	-1.1	0.2
इंडोनेशिया	2.0	1.5	1.5	5.5	6.7
कोरिया	-1.7	4.1	-1.1	3.7	2.6 *
मलेशिया	-2.7	7.6	-1.6	13.9	19.7 *
सिंगापुर	-2.9	4.6	11.8	16.4	23.6
थाईलैंड	-4.4	-1.8	-5.3	6.4	4.5

टिप्पणी : * 2001-04 तक चार वर्ष का औसत भारत से संबंधित आंकड़े वित्तीय वर्ष के हैं।

स्रोत : वर्ल्ड बैंक ऑनलाइन डाटाबेस, केंद्रीय सांख्यिकी संगठन, भारत सरकार।

चालू खातों का भारतीय अर्थव्यवस्था पर प्रभाव पड़ेगा, हालांकि भारत पर उसका प्रभाव दूसरी तमाम उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में कम हो सकता है।

6.112 ऊपर के विश्लेषण से ये बात सामने आती है कि कड़े सैद्धांतिक नियमों का पालन करने से अधिक लोचनीयता और व्यवहारिकता आधारित विकासशील देशों की विनिमय दर नीति समय की मांग है। इससे केंद्रीय बैंकों की यह जरूरत भी रेखांकित होती है कि वे कठिन परिस्थितियों में इस्तेमाल के लिए लिखते / नीतियां बनाकर रखें। कुल मिलाकर विनिमय दर प्रबंधन के प्रति भारत के दृष्टिकोण को एशिया के लिए एक आदर्श दृष्टिकोण के रूप में बताया गया है (जालान, 2003)। भारत अनेक अप्रत्याशित बाहरी तथा घरेलू घटनाक्रमों से जुड़े विदेशी मुद्रा बाजार की अस्थिरता वाले दौर का प्रभावकारी रूप से सामना करने में सफल रहा (मोहन, 2006ए)। अस्थिरता के इन तमाम दौरों में नीतिगत उपायों का एक महत्वपूर्ण पहलू बाजार में हस्तक्षेप रहा है जिसके साथ वित्तीय स्थिरता पर मंडराने वाले खतरों का मुकाबला करने के लिए किए जाने वाले मौद्रिक तथा प्रशासनिक उपाय संयुक्त रूप से जुड़े हैं जबकि संचार के लिए पूरक या समानान्तर उपाय भी अख्तियार किये गये थे (रेड्डी, 2006इ)। गंभीर संवाद के कुछ उदाहरणों में अगस्त 1997 में तत्कालीन उप गवर्नर द्वारा गोवा में ‘‘टॉक डाउन दी रूपी’’ के सम्बन्ध में दिया गया वक्तव्य शामिल है। इसके अलावा वर्ष 1997 तथा 1998 के दो दौर में उपायों के एक पैकेज के साथ एशियाई संकट के संदर्भ में बाजार के घटनाक्रमों पर आश्वासन का वक्तव्य; रूसी संकट के संदर्भ में 1998 के मध्य में उठाये गये अग्रिम कदम; 1999 में कारगिल युद्ध के संदर्भ में जारी किये आश्वासनकारी वक्तव्य; 9/11 के संदर्भ में किये गये उपायों सहित आश्वासनकारी वक्तव्य तथा चलनिधि देने के रूप में संयुक्त उपाय; 17 मई 2004 को जिस दिन केंद्र में सत्ता परिवर्तन हो रहा था, उस दिन भारत के शेयर बाजारों में तेजी से हुई गिरावट के समय संयुक्त रूप से की गयी कार्रवाई तथा उपाय; तथा इंडिया मिलेनियम डिपाजिट के भुगतान के प्रभाव की व्याख्या करना भी शामिल है। इस दिशा में आगे जाने पर प्रभावी मौद्रिक प्रबंधन तथा अल्पकालिक ब्याज दर को स्थिर बनाने के लिए चलनिधि प्रबंधन तथा विनिमय दर प्रबंधन की मिली-जुली रणनीति अपनाए जाने की लगातार जरूरत होगी (मोहन, 2006ए)। पिछले अनेक अवसरों पर विदेशी मुद्रा में हस्तक्षेप द्वारा निभाई गई भूमिका को देखते हुए विदेशी मुद्रा बाजार के क्षेत्र में केंद्रीय बैंक के हस्तक्षेप के प्रभाव की शिनाख्त करना उपयोगी होगा।

VI. विदेशी मुद्रा बाजार में केंद्रीय बैंक के हस्तक्षेप से जुड़े मुद्दे

6.113 आधिकारिक रूप से विनिमय दर में हस्तक्षेप का तात्पर्य विनिमय दरों को प्रभावित करने के लिए प्राधिकृत अधिकारियों द्वारा विदेशी मुद्रा की खरीद एवं बिक्री होता है। विश्व स्तर पर पिछले कुछ वर्षों में विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप के लक्ष्य में परिवर्तन आया है। निर्धारित विनिमय दरों की ब्रेटनवुड्स प्रणाली के अंतर्गत विनिमय दर को निर्धारित मार्जिन

के भीतर बनाए रखने के लिए प्रायः हस्तक्षेप का इस्तेमाल किया जाता था। जब वर्ष 1971 में ब्रेटनवुड्स प्रणाली भंग हो गई तो प्रमुख औद्योगिक देशों ने अमरीकी डॉलर के आधार पर अपनी मुद्राओं को निर्धारित करना बंद कर दिया और इस प्रकार अस्थिर विनिमय दरों के नए युग का श्रीगणेश हुआ। सिद्धांत रूप में मुक्त अस्थिर विनिमय दरों से केंद्रीय बैंकों द्वारा किए जाने वाले हस्तक्षेप का खात्मा हो जाएगा; तथापि, केंद्रीय बैंकों द्वारा निम्नलिखित प्रकार के तमाम कारणों से प्रायः हस्तक्षेप किया है : (i) विनिमय दरों में रुझान की गति को प्रभावित करना क्योंकि उनसे दूरगामी संतुलित मूल्यों के वास्तविक मूल्यों से अलग होने का आभास मिलता है; (ii) निर्यात की प्रतिस्पर्धा को बनाए रखना; (iii) वित्तीय बाजारों में जोखिमों को कम करने के लिए अस्थिरता का प्रबंधन करना; तथा (iv) अनिश्चित हमले तथा संकट से मुद्रा की रक्षा करना।

6.114 व्यापार संतुलन तथा आर्थिक विकास, जो पहले महत्वपूर्ण हुआ करते थे, की तुलना में विनिमय दरों की गति निर्धारित करने में पूँजी प्रवाह के महत्व के कारण विदेशी मुद्रा बाजारों में अधिकांश केंद्रीय बैंकों द्वारा हस्तक्षेप प्रमुख रूप से आवश्यक हो जाता है। हाल के समय में अंतर्राष्ट्रीय पूँजी के आवागमन की गति में भारी वृद्धि हुई है। उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं में विशेष रूप से ये पूँजी प्रवाह बहुत अस्थिर तथा काफी हद तक बाजार के रुझान से संचालित होते हैं जिससे वित्तीय बाजारों को भारी जोखिमों की आशंका रहती है। इन खतरों को कम करने के लिए प्राधिकारी अस्थिरता को नियंत्रित करने के लिए हस्तक्षेप करते हैं। दूसरे, व्यापारिक प्रवाह के विपरीत ‘सकल’ पैमाने पर पूँजी प्रवाह, जिससे विनिमय दर प्रभावित होती है, किसी दिन ‘निवल’ प्रवाह से कई गुना अधिक हो, सकता है। इसलिए हर्डिंग अपरिहार्य हो जाती है (जालान, 2003)।

6.115 वर्ष 1977 में आईएमएफ के एकजीक्यूटिव बोर्ड ने सदस्य देशों के केंद्रीय बैंकों द्वारा हस्तक्षेप नीति के लिए कुछ मार्गदर्शी सिद्धांत निर्धारित किये। सारांशतः इन सिद्धांतों में यह बताया गया था कि सदस्य देश दूसरों से अनुचित प्रतिस्पर्धा से लाभ लेने के लिए या भुगतान संतुलन के समायोजन से बचने के लिए अपनी विनिमय दरों में हेर-फेर न करें, लेकिन वे ‘अव्यवस्थित’ बाजार की स्थितियों का सामना करने के लिए हस्तक्षेप कर सकते हैं। ‘अव्यवस्थित’ बाजार की स्थितियों को परिभाषित करना मुश्किल है लेकिन सामान्य रूप से उनका मतलब विनिमय दर की स्थिरता के प्रबंधन से निकाला जाता है। हालांकि विदेशी मुद्रा बाजार में केंद्रीय बैंकों के हस्तक्षेप को एक पूर्णतः लचीली विनिमय दर प्रणाली के साथ संगतिपूर्ण होना माना जाता है, फिर भी केंद्रीय बैंकों द्वारा हस्तक्षेप की प्रभावकारिता को लेकर अभी भी कोई आम सहमति नहीं बन पायी है।

6.116 सैद्धांतिक रूप से हस्तक्षेप को निष्प्रभावीकृत (स्टेरिलाइज्ड) तथा गैर निष्प्रभावीकृत हस्तक्षेप की दो श्रेणियों में विभाजित किया जाता है। जब घरेलू मुद्रा आपूर्ति के प्रभावों को समाप्त करने के लिए घरेलू सरकारी ऋण के संगत खरीद या बिक्री के द्वारा विदेशी मुद्रा की बिक्री या

खरीद को समंजित किया जाता है तो इसे निष्प्रभावीकृत हस्तक्षेप कहते हैं। गैर निष्प्रभावीकृत हस्तक्षेप तब होता है जब प्राधिकारी इस प्रकार की समंजनकारी कार्रवाइयों के बगैर ही आमतौर पर खुद अपनी मुद्रा में विदेशी मुद्रा को खरीदते या बेचते हैं। निष्प्रभावीकृत तथा गैर निष्प्रभावीकृत हस्तक्षेप का केंद्रीय बैंक की निवल विदेशी आस्तियों (एनएफए) तथा निवल घरेलू आस्तियों (एनडीए) और मुद्रा-आपूर्ति (एम) पर अलग अलग प्रभाव पड़ता है (सारणी 6.21)।

6.117 इस बात पर लगभग सहमति है कि गैर निष्प्रभावीकृत हस्तक्षेप मौद्रिक माध्यम के द्वारा विनिमय दर को सीधे-सीधे प्रभावित करता है। विदेशी मुद्रा को खरीदकर (अर्थात् हस्तक्षेप) यदि उसे गैर निष्प्रभावीकृत छोड़ दिया जाय तो उसका मौद्रिक आधार पर प्रभाव पड़ता है (वृद्धि होती है) जो बाद में व्यापक मौद्रिक समुच्चयों, ब्याज दरों, वस्तुओं तथा आस्तियों के लिए वास्तविक मांग तथा अंततः विनिमय दर में परिवर्तन का कारण बनता है (हास होता है)।

6.118 जहां तक निष्प्रभावीकृत हस्तक्षेप का संबंध है मौद्रिक दृष्टिकोण के समर्थक दावा करते हैं कि यह दृष्टिकोण प्रभावकारी नहीं है। तथापि इस विषय पर उपलब्ध साहित्य में तीन ऐसे संभावित माध्यम बताए गए हैं जिनके द्वारा निष्प्रभावीकृत हस्तक्षेप भी कारगर हो सकते हैं; (क) संविभाग संतुलन माध्यम जिसके अंतर्गत घरेलू तथा विदेशी बांडों को अपूर्ण

प्रतिस्थापन माना जाता है और हस्तक्षेप, यहां तक कि निष्प्रभावीकृत हस्तक्षेप भी बांडों की तुलनात्मक आपूर्ति को परिवर्तित करके विनिमय दर को प्रभावित करता है; (ख) ऐसे माध्यम का संकेत देना जहां विदेशी मुद्रा की निष्प्रभावीकृत खरीद के कारण विनिमय दर में हास होगा यदि विदेशी मुद्रा की खरीद को एक और विस्तारकारी घरेलू मौद्रिक नीति और ठीक इसके उलट प्रक्रिया का संकेत देने वाली माना जाता है²; और (ग) हाल का न्यायज-ट्रेडिंग माध्यम जिसके अनुसार कोई केंद्रीय बैंक द्वारा सुरक्षित हस्तक्षेपों का प्रयोग मुद्रा खरीदने या बेचने के लिए न्यायज ट्रेडरों को उत्प्रेरित करने में कर सकता है (कोर्टियन, 1995)। भले ही किसी हस्तक्षेप का अस्थायी प्रभाव पड़ता हो फिर भी इससे न्यायज ट्रेडर यह मान सकते हैं कि प्रवृत्ति भंग हो गयी है और यह निवेशकों को इस बात के लिए उत्प्रेरित कर सकता है कि वे केंद्रीय बैंक के इरादों के अनुरूप ही अपनी स्थिति बनाए रखें।³

6.119 इस तथ्य को मानते हुए कि गैर निष्प्रभावीकृत हस्तक्षेप का विनिमय दरों पर महत्वपूर्ण प्रभाव पड़ता है, केंद्रीय बैंक के हस्तक्षेप पर किये गये ज्यादातर अध्ययन में इस बात की पड़ताल करने की कोशिश की गयी है कि क्या सुरक्षित निष्प्रभावीकरण का विनिमय दर पर मात्रात्मक रूप से महत्वपूर्ण प्रभाव पड़ा है अर्थात् ऐसा प्रभाव जिसके बारे में पूर्वानुमान लगाया जा सके, जिसकी मात्रा का आकलन किया जा सके और जो अस्थायी हो। यह भी पाया गया है कि जहाँ कुछ विशिष्ट विकसित देशों के मामले में केंद्रीय बैंक के हस्तक्षेप की प्रभावकारिता पर अनुभवात्मक साक्ष्य बड़ी संख्या में उपलब्ध हैं वहीं भारत सहित दूसरे विकासशील देशों के मामले में विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप संबंधी साक्ष्य बहुत क्षीण हैं।⁴ पिछले तमाम अनुभवात्मक अध्ययनों से विभिन्न संचरण प्रणालियों की वैधता के बारे में कोई निष्कर्ष नहीं निकल सका है (एडिसन, 1993 और सार्नो तथा टेलर, 2001)। हालांकि 'संविभाग संतुलन' माध्यम को नाममात्र का अनुभवात्मक समर्थन मिला है जबकि 'संकेतक' माध्यम के पक्ष में साक्ष्य कुछ अधिक समर्थनकारी हैं (सारणी 6.22)।

6.120 भारतीय संदर्भ में संविभाग संतुलन के माध्यम से किये गये निष्प्रभावीकृत हस्तक्षेप की प्रभावकारिता संबंधी अनुभवात्मक साक्ष्य को अप्रैल 1996 से मार्च 1999 तक की अवधि के लिए सीमित पाया गया (भौमिक तथा मुखोपाध्याय, 2000)। जहां तक संकेतक माध्यम का संबंध है अध्ययनों से यह पता चला है कि रिजर्व बैंक ने भावी मौद्रिक नीति की दिशा का संकेत देने के लिए हस्तक्षेप का प्रयोग तो किया है लेकिन बहुत महत्वपूर्ण ढंग से नहीं (सहदेवन, 2002)। भारतीय मामले में हस्तक्षेप

सारणी 6.21: विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप का प्रभाव

हस्तक्षेप	एनएफए पर प्रभाव	एनडीए पर प्रभाव	एम पर प्रभाव
1	2	3	4
गैर निष्प्रभावीकृत विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप (खरीद)	+	0	+
निष्प्रभावीकृत विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप (खरीद)	+	-	0
गैर निष्प्रभावीकृत विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप (बिक्री)	-	0	-
निष्प्रभावीकृत विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप (बिक्री)	-	+	0

+ : सकारात्मक प्रभाव - : ऋणात्मक प्रभाव 0 : कोई प्रभाव नहीं
 एनएफए : निवल विदेशी आस्तियां
 एनडीए : निवल देशी आस्तियां
 एम : मुद्रा आपूर्ति

12 संकेत देने वाले चैनल को कारगर होने के लिए बाजार सहभागियों और केंद्रीय बैंक के बीच विषम सूचना होनी जरूरी है।

13 तथापि, नॉइज ट्रेडिंग के सफलतापूर्वक काम करने के लिए केंद्रीय बैंक को न केवल अद्यतन बाजार आसूचना और नॉइज ट्रेडर्स की प्रतिक्रियाओं से परिचित होना चाहिए बल्कि उसे गुप्त रूप से तथा कुशलतापूर्वक हस्तक्षेप करने में सक्षम होना चाहिए।

14 विकासशील देशों के बारे में अनुभवजन्य साक्ष्य की कमी का प्रमुख कारण यह है कि विकासशील देशों के मामले में हस्तक्षेप संबंधी आंकड़ों की उपलब्धता तथा विनिमय दर प्रत्याशाएं अत्यंत कम हैं (एडीसन, 1993)।

सारणी 6.22: केंद्रीय बैंक हस्तक्षेप के संबंध में हाल ही के अध्ययनों का प्रमुख निष्कर्ष

लेखक	प्रमुख निष्कर्ष
I. संविभाग संतुलन चैनल	
फ्रैन्केल (1982)	मीन-वेरियन्स ऑप्टिमाइजेशन फ्रेमवर्क में संविभाग संतुलन मॉडल के लिए कोई अनुभवजन्य साक्ष्य का समर्थन नहीं।
डैकर और अन्य (1987)	निष्प्रभावी किए गए हस्तक्षेप के संबंध में मिले-जुले साक्ष्य।
लेविस (1988)	संविभाग संतुलन मॉडल के लिए सीमित समर्थन।
डोमिंग्वेज फ्रैन्केल (1993)	रिस्क प्रीमियम के लिए रिगेशन में सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण व्याख्यात्मक शक्ति रखने के लिए हस्तक्षेप चर राशियां देखी गईं। यह अध्ययन पहली बार महत्वपूर्ण संविभाग संतुलन प्रभाव के पक्ष में मजबूत समर्थन देता है। हालांकि इसका प्रभाव काफी कमजोर था।
II. संकेत देने वाले चैनल	
डोमिंग्वेज (1990)	मौद्रिक नीति की प्रत्याशा में हस्तक्षेप की दिशा में साक्ष्य देता है।
लिंगबर्ग (1994)	यह निष्कर्ष निकाला कि संकेत देने वाले चैनल के माध्यम से विनिमय दरों पर निष्प्रभावी किए गए हस्तक्षेपों का असर हो सकता है हालांकि यह चैनल बड़ा ही नाजुक है।
केमिन्स्की और लेविस (1996)	व्यवस्था परिवर्तन मॉडल (रेजीम स्विचिंग मॉडल) का उपयोग करके निष्कर्षात्मक साक्ष्य पाया कि क्या हस्तक्षेप सही तरीके से मौद्रिक नीति में परिवर्तनों का संकेत देते हैं।
लेविस (1995)	हस्तक्षेप, मौद्रिक नीति और विनिमय दरों के बीच संबंधों की जांच -परख की और यह साक्ष्य पाया कि मौद्रिक नीति विनिमय दरों को प्रभावित करती है।
फेटम और हचिंसन (1999)	पाया कि फेडरल फंड फ्यूचर्स रेट के द्वारा प्रॉक्सी की गई भावी मौद्रिक नीति के दृष्टिकोण पर प्रत्याशाओं में डालर समर्थन हस्तक्षेप इन परिवर्तनों से संबंधित नहीं है।
III. नॉइज़ ट्रेडिंग चैनल	
गुडहार्ट और हेस्स (1993)	नॉइज़ ट्रेडिंग चैनल के माध्यम से विनिमय दर के संबंध में हस्तक्षेप के प्रभाव के बारे में कुछ समर्थनकारी साक्ष्य देता है।
IV. हस्तक्षेप और लाभप्रदता	
क्रिस्टोफर जे. नीली (2002)	पाया कि उच्च फ्रिक्वेंसी वाला साक्ष्य इस अवधारणा को अस्वीकार करता है कि हस्तक्षेप से ट्रेडिंग रूल प्रॉफिट पैदा होता है।
V. हस्तक्षेप और अस्थिरता	
बैली और ओस्टरबर्ग (1997)	इस अवधारणा को कुछ समर्थन मिला कि हस्तक्षेप विनिमय दर के स्तर को सतत प्रभावित कर सकता है। कोई महत्वपूर्ण प्रभाव सामान्यतः 'हवा के सामने झुकने' जैसे किस्म का है जिसके साथ डालर की खरीद से डालर का भाव गिरता है। इसके अलावा, हस्तक्षेप से 'शांत अव्यवस्थित बाजार' की तुलना में अस्थिरता बढ़ने की प्रवृत्ति रहती है और इसके साथ करेंसियों के बीच तथा अमरीकी डालर की बिक्री के विरुद्ध अमरीकी डालर खरीदने के बीच होनेवाले प्रभाव में अंतर रहता है।

की सफलता का अंदाजा लगाने के लिए लाभप्रदता विश्लेषण के प्रयोग से भी कोई निष्कर्ष नहीं निकल पाया है (पट्टनायक तथा साहू, 2001)।

6.121 तथापि भारत के मामले में अनुभवात्मक साक्ष्य से यह पता चलता है कि प्रबंधित अस्थायी दर की मौजूदा व्यवस्था में हस्तक्षेप रूप की विनिमय दर अस्थिरता की मात्रा को नियंत्रित करने में एक मजबूत उपकरण के रूप में काम कर सकता है हालांकि इससे होने वाले प्रभाव की मात्रा बहुत सशक्त नहीं हो सकती (पट्टनायक एवं साहू, 2001)। भारतीय संदर्भ में किए गए अध्ययनों में विनिमय दर की अस्थिरता के दौरान प्रत्यक्ष हस्तक्षेप की सकारात्मक प्रतिक्रिया पायी गयी है जबकि हस्तक्षेप की

कार्रवाई एक बार पुनर्व्यवस्था कायम हो जाने के बाद मंद पड़ जाती है (कोहली, 2000)। इसके अलावा बाजार के दबाव पर अस्थिरता की प्रतिक्रिया और रूप पर बढ़ी हुई अस्थिरता के कारण होने वाले कम दबाव के बीच बेमेल संबंध पाया गया है (आरबीआई, 2002-03)। इससे अस्थिरता का प्रबंधन करने में केंद्रीय बैंक के हस्तक्षेप का महत्व रेखांकित होता है।

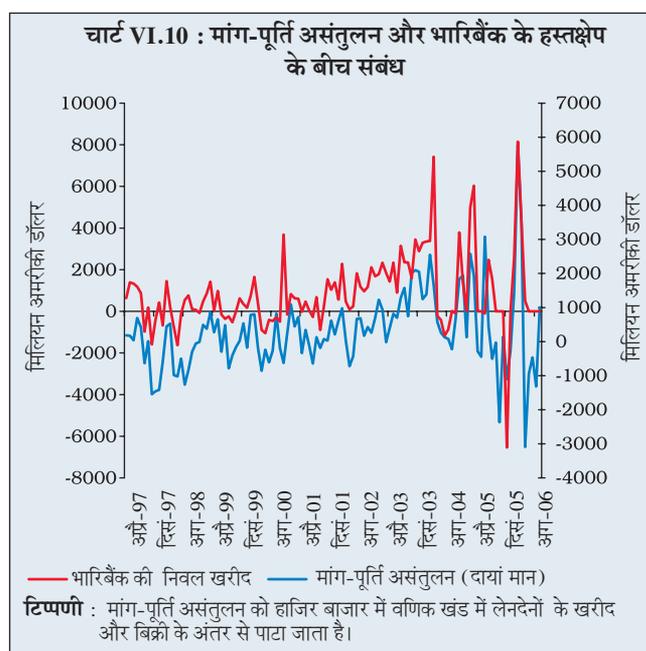
रिज़र्व बैंक का हस्तक्षेप तथा निष्प्रभावीकरण :

6.122 जैसा कि भारत में विनिमय दर अस्थिरता की विभिन्न घटनाओं के दौरान देखा गया है, रिज़र्व बैंक घरेलू विदेशी मुद्रा बाजार में मांग-पूर्ति के

विदेशी मुद्रा बाजार

बीच असंतुलन के कारण पैदा होने वाली अस्थिरता को नियंत्रित करने के लिए विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप करता रहा है। विदेशी मुद्रा बाजार में डॉलरों की बिक्री आम तौर पर अतिरिक्त मांग की स्थितियों से संचालित होती है जो अनेक कारणों से उत्पन्न हो सकती हैं। इसी प्रकार जब बाजार में अतिरिक्त डॉलर की आपूर्ति से दबाव पैदा हो जाता है तो रिजर्व बैंक बाजार से डॉलर खरीदता है। मांग-पूर्ति में असंतुलन की सह-गति के कुछ साक्ष्य हैं जो स्पॉट बाजार के व्यापार खंड में खरीद एवं बिक्री लेनदेन तथा रिजर्व बैंक के हस्तक्षेप के बीच अंतर के रूप में छद्म रूप में प्रकट होता है (चार्ट VI.10)¹⁵। इस प्रकार, रिजर्व बैंक को अस्थिरता पर नियंत्रण रखने, विदेशी मुद्रा बाजार में मांग तथा आपूर्ति की बड़ी मात्राओं को संतुलित करने तथा उसमें झटकेदार गति को सहज बनाने के लिए विदेशी मुद्रा की बिक्री एवं खरीद के लिए तैयार रखा गया है जबकि इसके साथ रुपए को दोनों तरफ गतिशील रहने की अनुमति होगी। तथापि, इस प्रकार का हस्तक्षेप आम तौर पर विनिमय दर के संबंध में किसी पूर्व निर्धारित लक्ष्य या अनुमानित सीमा से संचालित नहीं होता (जालान, 1999)।

6.123 पूंजी के आवागमन के कारण विनिमय दरों में महत्वपूर्ण रूप से पहले के मुकाबले ज्यादा अस्थिरता बढ़ी है। भारी मात्रा में पूंजी के आगमन के चलते केंद्रीय बैंक विदेशी मुद्रा बाजार में ज्यादा सक्रिय हुआ है और इसके दबाव में रिजर्व बैंक को डॉलर खरीदने के लिए रुपया जारी करना पड़ा है। यह उल्लेख करना समीचीन होगा कि हाल के समय में जो पूंजी



अंतर्वाह हुआ है उसमें ऐसी पूंजी प्रधान है जिससे ऋण सृजित नहीं होता और इसके फलस्वरूप गैर-ऋणों के अंतर्वाह की मात्रा में वृद्धि होती है (सारणी 6.23)। विनिमय दर में उतार-चढ़ाव तथा रिजर्व बैंक की निवल खरीद के एक विश्लेषण से यह पता चलता है कि हस्तक्षेप की

सारणी 6.23 : भारत का पूंजी प्रवाह : संयोजन

(कुल का प्रतिशत)

संकेतक / अवधि	वार्षिक औसत					
	1990-91 से 1996-97 तक	1997-98 से 2002-03 तक	2003-04 से 2005-06 तक	2003-04	2004-05	2005-06
1	2	3	4	5	6	7
1. ऋणोत्तर सृजन प्रवाह	41.9	58.3	78.1	93.7	54.6	86.1
क) विदेशी प्रत्यक्ष निवेश	15.9	40.2	26.6	25.8	21.4	32.7
ख) संविभाग निवेश	26.0	18.1	51.5	67.9	33.2	53.7
2. ऋण सृजन प्रवाह	52.4	34.8	22.1	-6.0	35.2	37.0
क) बाह्य सहायता	32.4	2.9	-0.6	-16.5	7.2	7.5
ख) बाह्य वाणिज्यिक उधार	19.1	18.3	4.8	-17.5	19.4	12.7
ग) अल्पकालिक ऋण	-3.1	-0.1	9.8	8.5	13.5	7.3
घ) अनिवासी भारतीय जमाराशियां	21.6	20.6	10.1	21.8	-3.4	11.9
ङ) रुपया ऋण सेवाएं	-17.7	-6.9	-2.1	-2.2	-1.5	-2.4
3. अन्य पूंजी	5.7	6.9	-0.2	12.3	10.2	-23.1*
कुल (1 से 3)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

* : 2005-06 के दौरान 'अन्य पूंजी' का ऋणात्मक हिस्सा विदेशी निवेश के तहत भारत का भुगतान 'गैर अनिवासी भारतीय- बैंकिंग चैनल' और 'अन्य पूंजी' के माध्यम से प्राप्त पूंजी अंतर्वाह से अधिक होना दर्शाता है।

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक।

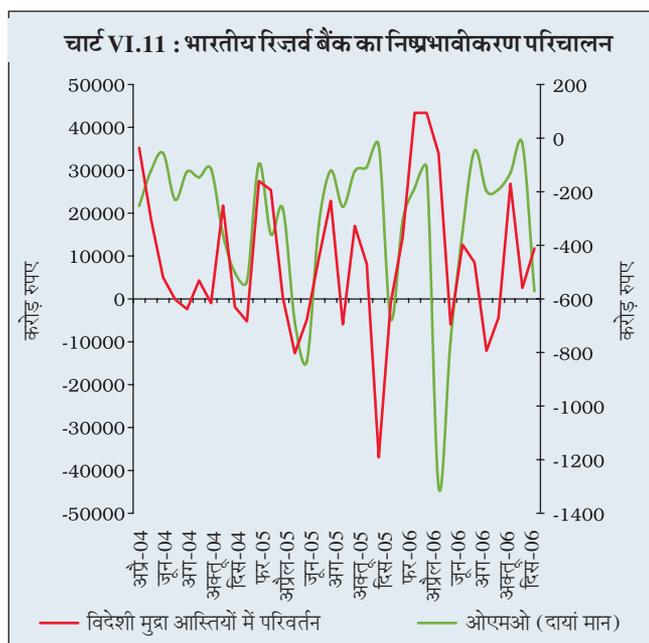
15 मांग आपूर्ति असंतुलनों और निवल भा.रि.बैं. खरीदों के मामले में 0.7 का एक सकारात्मक सहसंबंध भी पाया गया है।

कवायद से यह आवश्यक नहीं कि रुपए के स्तर में काफी कुछ बदलाव हो। तथापि, अनुभवात्मक विश्लेषण से यह बात उजागर होती है कि जहां एफआईआई निवेशों के चलते अस्थिरता में वृद्धि हुई है वहीं रिजर्व बैंक का हस्तक्षेप भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार में अस्थिरता को कम करने में प्रभावकारी रहा है।¹⁶

6.124 अतिरिक्त मात्रा में विदेशी पूंजी के अंतर्प्रवाह के प्रभाव को बे-असर करने के लिए रिजर्व बैंक द्वारा किए गए हस्तक्षेप के परिणामस्वरूप विदेशी मुद्रा आस्तियों में लगातार वृद्धि हुई है। विदेशी मुद्रा आस्तियों के प्रभाव को निष्क्रिय करने के लिए रिजर्व बैंक खुला बाजार परिचालनों के जरिए प्रणाली से अतिरिक्त चलनिधि का सफाया करता रहा है (चार्ट VI.11)।

6.125 अवरुद्धता के प्रभाव का विश्लेषण करते समय इस बात की पड़ताल करना उचित होगा कि कहीं प्रारंभिक पूंजी अंतर्प्रवाह को अवरुद्ध करने के लिए खुला बाजार बिक्री के जरिए निवल घरेलू आस्तियों (एनडीए) को संकुचित करने की कवायद से ब्याज दरों पर दबाव तो पैदा नहीं होगा

जिसके कारण आगे चलकर पूंजी अंतर्प्रवाह में और वृद्धि हो जाए। भारतीय मामले में वर्ष 1995-2004 के बीच की अवधि के अनुभवात्मक साक्ष्य से यह पता चलता है कि एनएफए से एनडीए में परिवर्तनों का एकतरफा प्रभाव ही पड़ा है, विशेषकर एनएफए से केंद्र को निवल रिजर्व बैंक क्रेडिट में, जिसका अवरुद्धता गुणांक 0.63 रहा, अर्थात् प्राधिकृत व्यापारी (एडी) से खरीदी गई 100 रुपए की विदेशी मुद्रा की वृद्धि का असर रिजर्व बैंक से 63 रुपए की सरकारी प्रतिभूतियों की बिक्री के रूप में पड़ता है (आरबीआई, 2003-04)। इस प्रकार, रिजर्व बैंक अपनी अवरुद्धता कवायदों से विदेशी पूंजी अंतर्प्रवाह के प्रभाव को संतुलित करने और घरेलू मौद्रिक समुच्चयों को अधिकांश समय तक वांछित सीमा के आस पास बनाए रखने में सफल रहा है। तथापि, यह उल्लेख करना समीचीन होगा कि वर्ष 2005-06 तथा वर्ष 2006-07 (फरवरी 2007 तक) के दौरान मात्रा के अनुसार विदेशी मुद्रा बाजार में रिजर्व बैंक का हस्तक्षेप अपेक्षाकृत कम (1 प्रतिशत से कम) रहा है। रिजर्व बैंक का भारी पैमाने पर सर्वाधिक हस्तक्षेप वर्ष 2003-04 में था जो विदेशी मुद्रा बाजार के कुल टर्नओवर का लगभग 4 प्रतिशत था (सारणी 6.24)। अन्य उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) की तुलना में देखा जाए तो विदेशी मुद्रा बाजार में रिजर्व बैंक



सारणी 6.24 : विदेशी मुद्रा बाजार में भारतीय रिजर्व बैंक के हस्तक्षेप की सीमा

वर्ष	विदेशी मुद्रा बाजार में भारतीय रिजर्व बैंक का हस्तक्षेप (बिलियन अमरीकी डॉलर)	विदेशी मुद्रा बाजार टर्नओवर (बिलियन अमरीकी डॉलर)	कॉलम 3 की तुलना में कॉलम 2 (प्रतिशत)
1	2	3	4
2002-03	45.6	1560	2.9
2003-04	80.4	2118	3.8
2004-05	41.9	2892	1.4
2005-06	22.3	4413	0.5
2006-07 (फरवरी 2007 तक)	24.5	5734	0.4

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक।

¹⁶ $h_t = 0.76 - 0.00001/Invr_t + 0.00004FII_t - 0.71Dum_t + 0.39\varepsilon_{t-1}^2 + 0.50h_{t-1}$
 (2.46)* (-2.00)* (2.17)* (-2.42)* (2.53)* (4.12)*
 $R^2 = 0.25$; DW = 2.19; Wald Stat = 0.77 (prob.:0.38); Log likelihood = -158.99

टिप्पणी : कोष्ठक में दिए गए आंकड़े t-सांख्यिकी हैं।

* 5 प्रतिशत के स्तर पर महत्व दर्शाता है।

h_t = रुपया-डॉलर विनिमय दर प्रतिलाभ की समयानुसार बदलनेवाली अस्थिरता

ε_t = ARCH पद

Invr = भा.रि.बैं. की निवल खरीद

FII = विदेशी संस्थागत निवेशकों के निवेश

Dum = 1977 संकट को उतारने के लिए नमूना चर राशि तथा भा.रि.बैं. का नीतिगत दृष्टिकोण जुलाई 1988 तक के लिए 0 और अगस्त 1988 से आगे के लिए 1

नमूना : जून 1995 से जून 2006।

के हस्तक्षेप का स्तर भी कम रहा है जिससे रुपए के बाह्य मूल्य के निर्धारण में बाजार की शक्तियों की प्रबल भूमिका का पता चलता है।

6.126 सामान्यतया, विनिमय दर को अधिक लचीला करने के अलावा अतिरिक्त पूंजी प्रवाह का प्रबंधन करने के लिए कई कदम उठाए गए हैं जिनमें चालू तथा पूंजी खातों के संबंध नीतिगत ढांचे का उदारीकरण, बाह्य वाणिज्यिक उधारों (ईसीबी) की चुकौती की शर्तों में कारपोरेटों को रियायत, अन्य निवासियों तक को विदेशी मुद्रा खाता की सुविधाएं प्रदान करना, विदेशों में उच्च स्तरीय लिखतों में स्वतंत्रतापूर्वक निवेश करने के लिए बैंकों को छूट, कारपोरेटों द्वारा विदेशों में निवेश के लिए मानदंडों का उदारीकरण तथा निर्यातकों के लिए सुपर्दगी संबंधी अपेक्षाओं को उदार बनाना शामिल हैं। 24 अप्रैल 2007 को जारी किए गए वर्ष 2007-08 के वार्षिक नीति वक्तव्य में विदेशों में निवेश को उदारीकृत करने के लिए ढेरों उपायों की घोषणा की गई थी जैसे (i) भारतीय कंपनियों के लिए विदेशों में निवेश की सीमा उनके मौजूदा नेटवर्थ के 200 प्रतिशत से बढ़ाकर 300 प्रतिशत करना; (ii) विदेशों में निवेश संबंधी सूचना देने के संशोधित ढांचे की शुरुआत; (iii) सूचीबद्ध भारतीय कंपनियों के लिए सूचीबद्ध विदेशी कंपनियों में संविभाग निवेश की सीमा को उनके नेटवर्थ के मौजूदा 25 प्रतिशत सीमा से बढ़ाकर 35 प्रतिशत करना; (iv) म्युचुअल फंडों द्वारा विदेशों में निवेश की कुल अधिकतम सीमा को 3 बिलियन अमरीकी डॉलर से बढ़ाकर 4 बिलियन अमरीकी डॉलर करना; (v) प्राधिकृत व्यापारियों (एडी) द्वारा रिजर्व बैंक से पूर्वानुमोदन लिए बगैर 300 मिलियन अमरीकी डॉलर की मौजूदा सीमा के विपरीत 400 मिलियन अमरीकी डॉलर तक बाह्य वाणिज्यिक उधारों को चुकता करने की छूट देना; तथा (vi) व्यक्तियों के लिए उदारीकृत विप्रेषण सुविधा के अंतर्गत प्रति वित्त वर्ष किसी अनुमत चालू या पूंजी खाता लेनदेन के लिए सीमा 50,000 अमरीकी डॉलर से बढ़ाकर 100,000 अमरीकी डॉलर करना।

6.127 भारत में पूंजी प्रवाह का प्रबंधन करने वाला एक प्रमुख उपाय निष्प्रभावीकरण रहा है। भारत तथा दूसरे देशों में प्रयोग में लाए गए तमाम उपायों की पड़ताल करने के बाद तथा उभरती हुई परिस्थितियों में ऐसे उपायों के चयन से जुड़े संतुलन का आकलन करने के लिए, जैसा कि पहले हवाला दिया गया है, अप्रैल 2004 में एमएसएस की शुरुआत की गई थी जिसके तहत चलनिधि अवशोषित करने के लिए भारत सरकार दिनांकित प्रतिभूतियां/खजाना बिल जारी किए जाते हैं। एमएसएस से होने वाली आय को रिजर्व बैंक द्वारा बनाए गए और उसके द्वारा परिचालित पहचान योग्य नकदी खाते में रख दिया जाता है जिसका प्रयोग केवल एमएसएस प्रतिभूतियों की चुकौती तथा/अथवा बाइबैंक में किया जाता है। रिजर्व बैंक स्थिति के हिसाब से अपने अधीन बाजार स्थिरीकरण योजना, चलनिधि समायोजन सुविधा तथा नकदी प्रारक्षित निधि अनुपात एवं अन्य नीतिगत उपायों जैसे खुला बाजार परिचालनों के माध्यम से चलनिधि का सक्रिय रूप से प्रबंधन करता है।

VII. भावी पथ

6.128 भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार 1970 तथा 1980 के दशकों के अपने बंद तथा बहुत नियंत्रित ढांचे से 1990 के दशक के मध्य से एक अधिक खुली तथा बाजार आधारित व्यवस्था में तब्दील हो गया है। विदेशी मुद्रा बाजार में चालू खाता परिवर्तनीयता के साथ नियंत्रण हटने और तमाम क्षेत्रों में पूंजी नियंत्रण के उदारीकरण का दौर प्रारंभ होने के बाद बाह्य क्षेत्र में सुधार की प्रक्रिया को काफी सहयोग मिला है। भारत के संदर्भ में एक सुचारु रूप से काम करने वाले बाजार की नए उत्पादों का व्यापार करने तथा लेनदेन करने तथा परिवर्तनशील विनियामक एवं प्रतिस्पर्धी वातावरण के साथ स्वयं फौरन अनुकूल बना लेने की क्षमता पूरी तरह प्रदर्शित हो चुकी है। रुपया/अमरीकी डॉलर दर की बोली-मांग का अंतर अंतर्राष्ट्रीय बाजार की प्रमुख मुद्राओं के साथ लगभग एकाकार हो गया है। दरअसल, कई बार तो रुपया/अमरीकी डॉलर दर की बोली-मांग अंतर कुछ प्रमुख मुद्राओं की दर से कम ही रहा (मोहन, 2007)। इस बारे में तमाम उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं के अनुभव के विपरीत एक कार्यशील बाजार की कमी भारत में सुधारों की राह में कभी बाधा नहीं रही है। मुख्य रूप से रिजर्व बैंक विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप अत्यंत अस्थिरता तथा अव्यवस्था की स्थितियों को टालने के लिए ही करता है। ऐसा हस्तक्षेप किसी पूर्वनिर्धारित विनिमय दर के लक्ष्य अथवा दायरे से प्रेरित नहीं होता है। इसका उद्देश्य बाजार की गतिविधियों को व्यवस्थित रखना तथा यह सुनिश्चित करना होता है कि बाजार में चलनिधि की कोई समस्या न हो या अफवाह/ भयजनित अस्थिरता न फैले। बाजार निर्धारित विनिमय दर तथा यथावश्यक हस्तक्षेप के साथ-साथ लचीलेपन का भारत का दृष्टिकोण अभी तक अपना प्रयोजन सिद्ध करने में बखूबी कारगर रहा है (मोहन, 2006ए)।

6.129 इस दिशा में भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार को विकसित करने के लिए आगे की पहल को बाह्य क्षेत्र के सुधारों के साथ जोड़कर करने की आवश्यकता है जिसमें विशेष रूप से (क) मौजूदा पूंजी नियंत्रण का और उदारीकरण जिसके लिए एफसीएसी संबंधी समिति ने एक नया मार्गदर्शी मानचित्र प्रस्तुत कर दिया है; (ख) वित्तीय बाजार के अन्य क्षेत्रों में सुधार; तथा (ग) बाहरी दुनिया के साथ अपनी अर्थव्यवस्था को और अधिक एकीकृत करने की दिशा में उठाए जाने वाले कदम शामिल हैं। इनसे अन्य बातों के साथ-साथ यह स्पष्ट होता है कि (i) काफी संख्या में भारतीय कंपनियां विश्व स्तरीय कंपनियां बन जाएंगी; तथा (ii) भारत में व्यवसाय करने वाली ज्यादा से ज्यादा अनिवासी संस्थाओं के सामने विनिमय दरों तथा ब्याज दरों में परिवर्तनों से जुड़े जोखिम होंगे।

6.130 आगामी वर्षों में भारतीय अर्थव्यवस्था के पूर्णतर पूंजी खाता परिवर्तनीयता की दिशा में बढ़ते कदम तथा वैश्विक अर्थव्यवस्था के साथ उसके लगातार एकीकरण के चलते इस बात की संभावना है कि स्पाॅट एवं डेरिवेटिव श्रेणियों के अंतर्गत मात्रा एवं चलनिधि में खासी वृद्धि हो। उच्च वृद्धि की संभावना वाली अर्थव्यवस्थाओं में हिस्सेदारी का अवसर

तलाश रही वैश्विक पूंजी भारी मात्रा में उपलब्ध होने के चलते भारत में उसकी स्थिर समष्टि आर्थिक परिस्थितियों तथा वृद्धि की सकारात्मक दृष्टि के मद्देनजर वैश्विक पूंजी के आगमन के जारी रहने की संभावना है। इसलिए, भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार को इतनी भारी मात्रा में पूंजी के अंतर्प्रवाह को संभालने के लिए खुद को तैयार करना होगा। इसके लिए जरूरी होगा कि विदेशी मुद्रा बाजार को आगे और अधिक गहन बनाया जाए। पूंजी खाता का प्रबंध करने से जुड़ा एक प्रमुख मुद्दा समष्टि आर्थिक नीतियों की विश्वसनीयता तथा संगति और क्रमिक रूप से न्यूनकारी तरीके से सुरक्षा जाल का निर्माण करना है ताकि बाजारों को एक उभरते हुए बाजार से एक विकसित बाजार में पदार्पण के दौरान सुविधा प्रदान की जा सके।

बाजार से जुड़े आधारभूत ढांचे में सुधार

6.131 भारत की कंपनियों के वैश्विक बाजार में पदार्पण की पृष्ठभूमि में यह आवश्यक है कि भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार उन्हें उसी प्रकार के उत्पाद एवं सेवाएं प्रदान कर सके जो प्रमुख विदेशी बाजारों में उपलब्ध हैं। इसलिए भविष्य के एजेंडे में और अधिक लिखतों और सहभागियों को शामिल करने के साथ-साथ कारोबार तथा निपटान के क्षेत्र में बाजार संबंधी आधारभूत ढांचे को बेहतर बनाना होगा।

6.132 विदेशी मुद्रा बाजार के विकास के अगले चरण में एजेंडा पर जिन मुद्दों का दबदबा हो सकता है उन्हें इस प्रकार श्रेणीबद्ध किया जा सकता है (i) रुपए से संबद्ध अधिक डेरिवेटिव उत्पादों की शुरुआत और इन उत्पादों को खरीदने एवं बेचने के लिए 'मार्केट मेकरों' तथा 'यूजरों' दोनों को सहूलियतें देना; (ii) रुपए से संबद्ध ऑफशोर डेरिवेटिव बाजारों को संज्ञान में लेना और इस संबंध में सभी विकल्पों को आजमाना (अर्थात् इन उत्पादों की ऑनशोर सुविधा तथा ऑफशोर बाजारों में हिस्सा लेने के लिए ऑनशोर संस्थाओं को अनुमति देना), तथा (iii) घरेलू विदेशी मुद्रा बाजार विशेष रूप से डेरिवेटिव क्षेत्र में अनिवासी संस्थाओं के प्रवेश पर लगे चालू प्रतिबंधों को कम करना। उपर्युक्त के अनुसार आगे और उदारीकरण के लिए मुख्य मार्गदर्शी सिद्धांतों को इस प्रकार समेटा जा सकता है : (i) बैंकों में तथा उनके कारपोरेट ग्राहकों के लिए आधुनिक जोखिम प्रबंधन प्रणालियों, प्रविधियों तथा नियंत्रणों को प्रभावी बनाना; (ii) भिन्न-भिन्न प्रत्याशाओं वाले ग्राहक आधार का बहुमुखीकरण; तथा (iii) बैंकों एवं उनके कारपोरेट ग्राहकों द्वारा डेरिवेटिवों के संबंध में अंतर्राष्ट्रीय सर्वश्रेष्ठ प्रथाओं के आधार पर लेखाकरण एवं प्रकटन संबंधी मानदंडों को ग्रहण करना। इन मामलों में प्रगति, उसका क्रम निर्धारण करने तथा वास्तविक अर्थव्यवस्था और वित्तीय स्थिरता बनाए रखने की आवश्यकता के साथ संगति के लिए इनका सावधानीपूर्वक आकलन करने की जरूरत है।

लेखाकरण के मानक

6.133 डेरिवेटिवों से संबंधित भारतीय लेखाकरण संबंधी मानक अभी विकसित होने की प्रक्रिया में हैं। राजस्व निर्धारण एवं आस्तियों

और देयताओं के मूल्यन के संबंध में कंपनियों एवं बैंकों की बहियों में डेरिवेटिव लेखाकरण के क्षेत्र में अधिक स्पष्टता की आवश्यकता है। इसलिए विदेशी मुद्राओं तथा भारतीय रुपया डेरिवेटिवों दोनों के लिए तथा तुलनपत्र में और तुलन पत्रेतर मर्दों के बीच एक समन्वित लेखाकरण मानकों का होना अभीष्ट है। तुलन-पत्र में तथा तुलन पत्रेतर मर्दों के बीच बाधा उपस्थित करने वाले प्रोत्साहनों को भी समाप्त करने की जरूरत है (गोपीनाथ, 2005)। इसके अलावा आगे के उदारीकरण के लिए यह आवश्यक है कि बैंक विनियमनों का पालन करने के अलावा जिम्मेदारी से काम करें ताकि डेरिवेटिव लेनदेन करने जा रही कंपनी संस्थाओं का उत्साह बढ़ सके। इस संदर्भ में ग्राहक की सुयोग्यता एवं औचित्य से जुड़ा मुद्दा खासा महत्वपूर्ण हो गया है। भारत में डेरिवेटिव लिखतों में लेनदेन पर हाल ही में जारी किए गए दिशानिर्देशों में 'मार्केट मेकरों' द्वारा ग्राहक सुयोग्यता एवं औचित्य के पहलू पर विचार को उच्च वरीयता दी गई है। 'औचित्य के मानक' से यह सुनिश्चित होता है कि बैंक पेचीदा डेरिवेटिव लेनदेन के संबंध में ऋण के बारे में निर्णय लेने के लिए उन्हीं सिद्धांतों का प्रयोग करते हैं जिनका प्रयोग वे गैर-डेरिवेटिव लेनदेनों के लिए करते हैं। बैंकों से यह अपेक्षा रहती है कि वे डेरिवेटिव लेनदेन के प्रयोजन का मूल्यांकन करें और यह आकलन करें कि क्या वे ग्राहक की जरूरतों तथा परिष्कृत लेनदेन के स्तर के लिए उपयुक्त हैं। केवल कुछ बैंकों में औचित्य की नीति मौजूद है। इसलिए यह महत्वपूर्ण है कि सभी बैंक ग्राहक सुयोग्यता तथा औचित्य की नीति शुरू करें।

लेनदेन के लिए अंतर्निहित आस्तियों के मानदंड में रियायत

6.134 वर्ष 2007-08 के लिए अप्रैल 2007 में जारी रिजर्व बैंक के वार्षिक नीति वक्तव्य में बाजार के प्रतिभागियों को उपलब्ध बचाव (हेजिंग) के उपकरणों का दायरा बढ़ाने तथा निवासियों द्वारा गतिशील हेजिंग को सहज बनाने के लिए तमाम उपायों की घोषणा की गई थी। जैसे-जैसे विदेशी मुद्रा बाजार परिपक्व होता जाएगा वैसे-वैसे आर्थिक जोखिमों अर्थात् ऐसे जोखिम जो सीधे-सीधे विदेशी मुद्रा लेनदेन से संबंधित नहीं होते हैं लेकिन वे विनिमय दरों में परिवर्तन से प्रभावित होते हैं, को शामिल करने के लिए आगे की रियायत पर विचार करने के लिए अंतर्निहित आस्तियों के मानदंड को आधार बनाया जा सकता है।

ब्याज दर समानता

6.135 वायदा बाजारों में ब्याज दर समानता को बढ़ावा देने के लिए पूर्णतर पूंजी खाता परिवर्तनीयता संबंधी समिति (2006) ने बैंकों के लिए और लचीलेपन की सिफारिश की है ताकि वे अल्पकालिक एवं दीर्घकालिक दोनों आधारों पर विदेशों से उधार ले और उधार दे सकें तथा इनकी सीमाएं बढ़ा सकें। समिति ने अपनी टिप्पणी में आगे यह भी कहा कि यह सुनिश्चित करने के लिए कि बैंकों को विदेशी बाजारों तक उनकी पहुँच के कारण कोई

अतिरिक्त जोखिम नहीं है, उनके तुलन पत्रों की क्षमता के आधार पर उनकी इस पहुँच को जारी रखा जाना चाहिए। समिति ने विदेशी मुद्रा बाजार के विकास के लिए एजेंडा के रूप में जिन कुछ मुद्दों को प्रमुखता से लिया है उनमें शामिल हैं : (i) रूप से जुड़े जोखिम से बचाव के लिए सभी वायदा संविदाओं तथा किए गए अन्य डेरिवेटिवों को खारिज करने और पुनः दर्ज करने की सुविधा विदेशी संस्थागत निवेशकों (एफआईआई) को देने की अनुमति ताकि विदेशों में एनडीएफ बाजारों के प्रभाव को कम-से-कम किया जा सके; तथा (ii) मुद्रा फ्यूचर्स की शुरुआत बशर्ते जोखिम उचित व्यापार तंत्र, संविदाओं की संरचना तथा विनियामक वातावरण के माध्यम से नियंत्रित हो। वर्ष 2007-08 के लिए रिजर्व बैंक के वार्षिक नीति वक्तव्य में मुद्रा फ्यूचर्स पर कार्य-दल गठित करने का प्रस्ताव किया गया है जो मौजूदा वैधानिक एवं विनियामक ढांचे के अनुरूप उक्त प्रस्ताव को कार्यान्वित करने के लिए एक उपयुक्त संरचना के बारे में सुझाव पेश करेगा।

आरक्षित निधि प्रबंधन

6.136 अप्रत्याशित जोखिम की परिस्थितियों, अस्थिर पूंजी प्रवाह तथा अन्य घटनाओं, जो अपेक्षाओं पर विपरीत प्रभाव डाल सकती हैं, से निपटने के लिए भारत के अनुभव की दृष्टि से विदेशी मुद्रा भंडार का प्रबंधन महत्वपूर्ण है। चूंकि स्वीकार्य शर्तों पर अल्प समय में अतिरिक्त चलनिधि प्रदान करने के लिए कोई अंतर्राष्ट्रीय 'अंतिम विकल्प के रूप में 'उधारदाता' नहीं है इसलिए यदि विनिमय दरों को स्वतंत्र रूप से चलने के लिए छोड़ भी दिया जाय तो भी पर्याप्त विदेशी मुद्रा की आवश्यकता को समाप्त करने या कम किए जाने की संभावना नहीं है (मोहन, 2006ए)। ढेर सारे कारक जैसे वास्तविक क्षेत्र को झटके लगने के खतरों, राजकोषीय एवं वित्तीय क्षेत्रों की क्षमता, चालू खाता शेष, पूंजी प्रवाह के बदलते हुए स्वरूप, व्यापार चक्र एवं विनिमय दर प्रणाली को अपनी परिधि में रखते हुए वृद्धि के प्रति मध्यावधि नजरिए का विदेशी मुद्रा भंडार के सुविधाजनक स्तर पर असर पड़ता है। एक अर्थ में राष्ट्रीय तुलन पत्र दृष्टिकोण के संदर्भ में आधिकारिक विदेशी मुद्रा भंडार से बाह्य आस्तियों एवं देयताओं के संबंध में संतुलनकारी एवं सुविधाकारी कारकों को प्रदर्शित होना चाहिए (रेड्डी, 2006 बी)। इस प्रकार विदेशी मुद्रा भंडार को केवल मौजूदा परिस्थिति के नजरिए से ही नहीं देखा जाना चाहिए बल्कि इस मामले में आगे के संभावित जोखिमों को भी ध्यान में रखना चाहिए।

ग्राहक सेवा

6.137 आम आदमी को पर्याप्त विदेशी मुद्रा प्रदान करने के लिए यह आवश्यक है कि काफी संख्या में गतिविधियां तथा प्राधिकृत व्यापारी उपलब्ध हों। तदनुसार, कुछ संस्थाओं को प्राधिकृत व्यापारी (एडी श्रेणी II) के रूप में लाइसेंस प्रदान किया गया और उन्हें 17 गैर-व्यापार संबंधी चालू खाता लेनदेन के लिए विदेशी मुद्रा जारी करने/

विप्रेषित करने की अनुमति दी गई है। अन्य में मौजूदा पूर्ण मुद्रा परिवर्तक (एफएफएमसी), शहरी सहकारी बैंक, क्षेत्रीय ग्रामीण बैंक इस प्रकार के लाइसेंस के लिए पात्र हैं। व्यक्ति तथा लघु उद्यमों की विदेशी मुद्रा लेनदेन संबंधी प्रतिस्पर्धी तथा सक्षम सेवा तक पर्याप्त पहुँच नहीं होगी। निर्यातकों विशेष रूप से छोटे निर्यातकों के लिए यह जरूरी है कि उन्हें विनिमय दर की दोतरफा गति को ध्यान में रखते हुए उनके विदेशी मुद्रा से जुड़े जोखिमों से बचाव के लिए बेहतर सलाह दी जाए। इसलिए बैंकों को विशेष रूप से लघु एवं मध्यम उद्यमों (एसएमई) के लिए बचावकारी उत्पादों की व्यवस्था करने पर विचार करना होगा।

वैश्विक असंतुलनों का प्रभाव

6.138 भारी एवं बढ़ते हुए वैश्विक वित्तीय असंतुलनों से एक खास प्रकार का जोखिम उत्पन्न होता है। अमेरिका का चालू खाता जिस रफ्तार से अंततः संतुलन की दिशा में बढ़ता है, वे प्रेरक जो इस समायोजन को प्रेरित करते हैं तथा समायोजन का बोझ जिस प्रकार शेष विश्व में वितरित हो जाता है उनका वैश्विक विनिमय दरों पर भारी प्रभाव पड़ता है। प्रमुख मुद्राओं में किसी प्रकार के बेतरतीब समायोजन तथा ब्याज दरों में वृद्धि का भारतीय अर्थव्यवस्था पर प्रभाव पड़ेगा हालांकि तमाम अन्य उभरती हुई अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में इस प्रभाव के महत्वपूर्ण होने की संभावना नहीं है (रेड्डी 2006 बी)। वैश्विक असंतुलनों में किसी प्रकार के अव्यवस्थित समायोजन का भारत की कंपनियों, बैंकों तथा घरेलू क्षेत्र पर कुछ प्रभाव पड़ सकता है हालांकि कुल बाह्य क्षेत्र में उनके एक्सपोजर की बहुत अहमियत नहीं है। इसके बावजूद अभूतपूर्व घरेलू तथा वैश्विक झटकों के प्रति मुस्तैद रहने तथा विदेशी मुद्रा बाजार में उभरने वाले तमाम जोखिमों को सक्रियतापूर्वक प्रबंधित करने की आवश्यकता है।

विनिमय दर की अस्थिरता का प्रबंधन

6.139 जैसे-जैसे भारत में पूर्णतर पूंजी परिवर्तनीयता की दिशा में प्रगति होती जाएगी वैसे-वैसे हमारे देश को स्वतंत्र मौद्रिक नीति, मुक्त पूंजी खाता तथा विनिमय दर प्रणाली की तीन असंभव त्रयी से जूझना होगा। अधिक से अधिक इस त्रयी की केवल दो व्यवस्थाओं का समन्वय ही संभव हो सकता है। अधिक मुक्त पूंजी खाता को 'आधार' मानते हुए यदि मौद्रिक नीति की भूमिका को 'प्रमुख' भूमिका अदा करने वाले कारक के रूप में स्वीकार करते हैं तो वह विनिमय दर के लक्ष्य की कीमत पर होगा। तथापि, यह स्वीकार किया जाना चाहिए कि वास्तविक क्षेत्र पर विनिमय दर में परिवर्तनों का प्रभाव रिजर्व मुद्रा वाले देशों तथा भारत जैसी उभरती हुई बाजार आधारित अर्थव्यवस्थाओं पर अलग-अलग प्रकार से पड़ता है। रिजर्व मुद्रा वाले देशों में जो कि प्रौद्योगिकी केंद्रित उत्पादों में विशेषज्ञता रखते हैं, विनिमय दर की मात्रा का प्रभाव कम होता है जिससे निर्यातक एवं आयातक अस्थायी

झटकों को नजरअंदाज कर पाते हैं और मुद्रा में भारी स्तर पर उतार-चढ़ावों के बावजूद एकाधिकारवादी स्थितियों को बरकरार रखने के लिए उत्पाद की कीमतें सुस्थिर रख सकते हैं। इसके अलावा, इन देशों के परिपक्व एवं सुविकसित बाजारों के पास वास्तविक क्षेत्र को न्यूनतम झटकों के साथ विनिमय दर के उतार-चढ़ाव से जुड़े जोखिम को झेलने के लिए आवश्यक संसाधन हैं। दूसरी तरफ ज्यादातर विकासशील देशों के लिए, जिन्हें श्रम प्रधान तथा निम्न एवं माध्यमिक प्रौद्योगिकी उत्पादों में विशेषज्ञता प्राप्त है, इन उत्पादों के क्षेत्र में अत्यंत प्रतिस्पर्धात्मक बाजारों में लाभ का अंतर बहुत कम रहता है एवं फुटकर श्रृंखलाओं द्वारा मूल्य निर्धारित करने की ताकत का उस पर दबदबा रहता है। परिणामस्वरूप, विनिमय दर में अस्थिरता का प्रभाव नियोजन, उत्पादन एवं वितरण के स्तरों पर काफी पड़ता है। इस संदर्भ में, विनिमय दर की अस्थिरता का प्रबंधन करना बदस्तूर एक मुद्दा बना रहेगा जिस पर ध्यान देना आवश्यक है भले ही विनिमय दर पहले से अधिक लचीली हो जाए।

विदेशी मुद्रा बाजार का अन्य क्षेत्रों के साथ बढ़ता हुआ अंतर्संबंध

6.140 ईक्विटी बाजार, मुद्रा बाजार तथा सरकारी प्रतिभूति बाजार जैसे विभिन्न बाजार खण्डों में होने वाला विदेशी पूंजी प्रवाह विदेशी मुद्रा बाजार के माध्यम से होता है। पूर्णतर पूंजी परिवर्तनीयता के दौर में विदेशों से होने वाले वित्तीय प्रवाह में तेजी से बढ़ोतरी होने की संभावना है। विदेशी पूंजी के अंतर्प्रवाह और निर्गम का प्रभावी प्रबंधन काफी हद तक न केवल विदेशी मुद्रा बाजार के विकास पर बल्कि घरेलू बाजार के अन्य क्षेत्रों की सक्षम कार्यकुशलता पर भी निर्भर करता है। विदेशी मुद्रा बाजार तथा अन्य घरेलू वित्तीय बाजारों के बीच समुचित/सार्थक संबंध विकसित करने की एक पूर्व शर्त मीयादी मुद्रा बाजार तथा एक मुद्रा बाजार प्रतिफल वक्र विकसित करना है। इससे वायदा बाजार में ब्याज समानता की शर्तों को प्रोत्साहित करने के माध्यम से विदेशी मुद्रा बाजार की क्षमता में सुधार होगा। ब्याज दर फ्यूचर्स बाजार के विकास द्वारा कीमतों से जुड़े जोखिम से बचाव के लिए बाजार के सहभागियों को और उपकरणों से लैस करने की आवश्यकता भी बढ़ेगी। इस प्रकार, भारतीय अर्थव्यवस्था में खुलेपन के साथ, विदेशी मुद्रा बाजार के वित्तीय बाजार के अन्य हिस्सों के साथ संबंध को बेहतर सूचना आदान-प्रदान से मजबूत करने की जरूरत है (अध्याय VIII भी देखें)।

VIII. सारांश

6.141 भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार एक दशक से ज्यादा समय से उदारीकृत वातावरण में रहकर काम कर चुका है। विदेशी मुद्रा बाजार को उदारीकृत करते समय एक सचेत एवं सुव्यवस्थित दृष्टिकोण अपनाया गया जिसका जोर अत्यधिक सट्टेबाजी के कारण उत्पन्न होने वाली किसी

संभावित वित्तीय अस्थिरता से सुरक्षा की जरूरत पर रहा। इस दृष्टिकोण का जोर इस बात पर था कि बाहरी लेनदेन में नियंत्रणों को धीरे-धीरे समाप्त किया जाए और इससे जुड़ी सभी संस्थाओं को समर्थनकारी वातावरण प्रदान किया जाए। रिज़र्व बैंक द्वारा इस क्षेत्र में उदारीकरण की दिशा में अपनाए गए दृष्टिकोण की खास बातें हैं : अधिक पारदर्शिता, आंकड़ों की निगरानी तथा सूचनाओं का प्रसार और विदेशी मुद्रा के लेनदेनों में सूक्ष्म प्रबंधन का दायरा छोड़कर विदेशी मुद्रा प्रवाह के व्यापक प्रबंधन के दौर में प्रवेश। जोर इस बात पर रहा है कि यह सुनिश्चित किया जाए कि प्रक्रियागत औपचारिकताएं कम से कम हों ताकि संबंधित व्यक्तियों को चालू खाता लेनदेन को संचालित करने में किसी प्रकार का झंझट न हो और बाजार के निर्यातक एवं अन्य प्रयोक्ता फालतू कागजी काम में फंसने के बजाय अपने मुख्य कामकाज पर ध्यान दे सकें। बाजार की निष्ठा के बरकरार रखने के लिहाज से अपने ग्राहक को जानिए (केवाइसी)/ धन-शोधन निवारण (एएमएल) संबंधी कड़े दिशानिर्देशों को भी लागू किया गया है।

6.142 बैंकों को विदेशी मुद्रा लेनदेन करने के लिए महत्वपूर्ण स्वायत्तता दी गई है। विदेशी मुद्रा बाजार को गहन बनाने के लिए अनेक उत्पाद शुरू किए गए हैं तथा नए खिलाड़ियों को इस बाजार में प्रवेश की अनुमति दी गई है। चालू खाते में पूर्ण परिवर्तनीयता तथा पूंजी खाते के व्यापक उदारीकरण के परिणामस्वरूप विदेशी मुद्रा के लेनदेन में भारी वृद्धि हुई है। इससे कंपनियों को विदेशी मुद्रा लेनदेन से जुड़े विभिन्न प्रकार के जोखिमों से बचाव करने में भी सहायता मिली है। सुधार की दिशा में इन पहलकदमियों का स्पष्ट प्रभाव बाजार की गहनता तथा सक्षमता के रूप में देखा जा सकता है।

6.143 विनिमय दर की व्यवस्थाओं का प्रभाव विनियामक ढांचे पर भी पड़ता है जब वह बाजार के सहभागियों के विदेशी मुद्रा बाजार परिचालनों के संबंध में उन्हें परिचालनात्मक स्वतंत्रता प्रदान करने के मुद्दे से जुड़ जाता है। अधिकतर उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं द्वारा विनिमय दरों को अधिक लचीला बनाने की दिशा में किए जा रहे प्रयास के बावजूद उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लगभग सभी केंद्रीय बैंक व्यवस्थित परिस्थितियां बनाए रखने के लिए अपने विदेशी मुद्रा बाजारों में सक्रिय रूप से हिस्सेदारी करते हैं। हालांकि वास्तविक तथा वित्तीय प्रवाहों से जुड़े वास्तविक जोखिमों से बचाव करने के लिए तमाम उभरते हुए बाजारों द्वारा जोखिम प्रबंधन उपकरणों के प्रयोग पर बल दिया जा रहा है फिर भी जोखिम प्रबंधन के प्रति उनका समग्र दृष्टिकोण सतर्कतापूर्ण रहते हुए विदेशी मुद्रा बाजार में भारी सट्टेबाजी के कारण उत्पन्न संभावित वित्तीय अस्थिरता से सुरक्षा की जरूरत पर जोर देता है।

6.144 आगामी वर्षों में, रिज़र्व बैंक के समक्ष विदेशी मुद्रा बाजार की क्षमता बढ़ाने तथा सुधारों की दिशा में की गई पहल को और आगे



विदेशी मुद्रा बाजार

बढ़ाने की चुनौती तो होगी ही, साथ ही उसे यह भी सुनिश्चित करना होगा कि विदेशी मुद्रा बाजार की परिस्थितियां व्यवस्थित बनी रहें। इसके अतिरिक्त जैसे-जैसे भारतीय अर्थव्यवस्था पूंजी खाता परिवर्तनीयता की तरफ आगे बढ़ रही है वैसे-वैसे एक सुगठित विदेशी मुद्रा बाजार का विकास भी महत्वपूर्ण होता जा रहा है क्योंकि इसी बाजार के जरिए विदेशी वित्तीय अंतर्वाह एवं बहिर्वाह को अन्य बाजारों

में भेजा जाता है। विदेशी मुद्रा बाजार के विकास को पूंजी खाता में उदारीकरण के साथ भी समन्वित किए जाने की जरूरत है। वित्तीय बाजारों में सुधार एक गतिशील प्रक्रिया है और उसे विकसित हो रही समष्टि आर्थिक गतिविधियों में भाग लेने वाली वित्तीय संस्थाओं तथा वित्तीय बाजार के दूसरे हिस्सों की परिपक्वता के स्तर के साथ तादात्म्य बैठाने की आवश्यकता है।