

गोवा से गोवा तक - भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार का परिवर्तित ढांचा - नई वास्तविकताएं और प्राथमिकताएं*

जी. पद्मनाभन

भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार के शीर्ष स्तर के पेशेवर लोगों को एक बार फिर से संबोधित करना मेरे लिए सचमुच गौरव की बात है। आज से ठीक 15 वर्ष पहले डॉ. वाई.बी. रेड्डी, भारतीय रिजर्व बैंक के तत्कालीन उप गवर्नर ने अग्रदूत के रूप में भारत में सच्चे अर्थों में विदेशी मुद्रा बाजार की शुरुआत अपने व्याख्यान से इस शहर से की थी, जिसे बाद में 'गोवा व्याख्यान' के रूप में प्रसिद्धि प्राप्त हुई। उस व्याख्यान में, जिसे मुझे अग्र पंक्ति में बैठकर सुनने का अवसर मिला था, डॉ. रेड्डी ने स्पष्ट रूप से यह प्रयास किया था कि प्रतिभागी श्रोताओं में विवेक और समझदारी का भाव जगाया जाए। इसके बाद बाजार से जो संकेत मिले और अन्य गतिविधियां हुईं वे ऐतिहासिक महत्त्व की बन गईं। आज फिर हम उसी मोड़ पर खड़े हुए हैं किंतु परिस्थितियां विपरीत दिशा का इशारा कर रही हैं। आज भी बाजार को नियंत्रित करने के लिए उन्हीं उपायों की आवश्यकता है और हो सकता है कि आज की परिस्थिति में और अधिक समझदारी और विवेक की आवश्यकता पड़े। अपने इस प्रयास में मैं कुछ मुद्दों और प्राथमिकताओं का जिक्र करूंगा।

2. सदियों पुरानी एक कहावत और शाप है जिसका चलन शायद चीन से प्रारंभ हुआ है और जिसे वैश्विक वित्तीय संकट के बाद के विमर्श में अक्सर सुना जाता है वह है 'भगवान करे आप दिलचस्प समय में जीवन यापन करें। इसे शाप के रूप में मानना थोड़ा विरोधाभासी प्रतीत होता है क्योंकि लोग तो दिलचस्प समय की कामना करते हैं। फिर भी इसमें निहित चीनी साधुओं के भावों को आसानी से समझा जा सकता है। अनिश्चितता सबसे दिलचस्प बात होती है और इसलिए स्थिर रहने वाले लोगों के लिए तो अनिश्चितता आनंद का विषय हो सकती है किंतु जो लोग अनिश्चितता के शिकार होते हैं, जिन्हें विभिन्न निष्कर्ष निकालने होते हैं और जिनकी आजीविका इसी पर निर्भर होती है उनके लिए यह निश्चित रूप से बहुत बड़ी चुनौती कही जा सकती है। वैसे, जिस प्रश्न की चर्चा मैं आज करने जा रहा हूँ वह इससे भिन्न है। क्या अर्थव्यवस्था से जुड़े वे लोग, जिनके तुलन पत्र पर विदेशी मुद्रा जोखिमों का बहुत असर होता है, इस अनिश्चितता

और उतार-चढ़ाव के दौर को चुनौती के रूप में देखते हैं या वे इसे अप्रत्याशित लाभ (बूम) प्राप्त करने के माध्यम के रूप में देखते हैं? मैं इन प्रश्नों के कुछ जवाब ढूंढने की कोशिश करूंगा साथ ही यह भी सचेत कर देना चाहूंगा कि उच्चारण और वास्तविक -दोनों मामलों में 'बूम' और 'डूम' शब्दों में अधिक अंतर नहीं है। इसी तारतम्य में एक और प्रश्न है कि व्यक्तित्व (पर्सनालिटी) और चरित्र (कैरेक्टर) में क्या अंतर होता है? सरल शब्दों में कहा जाए तो व्यक्तित्व बाहरी गुणों को दर्शाता है जिनका प्रदर्शन संभव है जबकि चरित्र किसी व्यक्ति की आंतरिक शक्तियों को दर्शाता है। चारित्रिक प्रवृत्तियां वस्तुनिष्ठ होती हैं जबकि व्यक्तित्व की प्रवृत्तियां व्यक्तिपरक होती हैं। जैसी कठिन परिस्थितियां आज बाजार में विद्यमान में हैं उनसे बाहर निकलने के लिए हमें आज बाजार से जुड़े व्यक्तित्ववान व्यक्तियों की अपेक्षा चरित्रवान व्यक्तियों की अधिक आवश्यकता है।

3. वैश्विक वित्तीय संकट के कारण सारे संसार की अर्थव्यवस्थाओं में बहुत सी दूरियां उत्पन्न हो गई हैं। लगभग प्रत्येक अर्थव्यवस्था को अलग-अलग परिमाण की आर्थिक मंदी, बेरोजगारी में वृद्धि, राजकोषीय घाटे में वृद्धि, मुद्रा के मूल्य में अधिक उतार-चढ़ाव आदि परिस्थितियों का सामना करना पड़ रहा है। वास्तविक जगत की गतिविधियां बहुत चिंताजनक और चुनौतीपूर्ण हैं किंतु इस अवधि में विश्व भर के वित्तीय बाजारों में मूल्य प्रक्रिया का उद्भव होना सचमुच एक दिलचस्प बात है। वित्तीय संकट के उत्पन्न होने के समय को याद करें, जिसमें सभी ओर आशावाद दिखाई दे रहा था, जोखिमों को कम आंका जा रहा था और सभी आस्तियों के मूल्य तेजी से बढ़ रहे थे। जैसे ही संकट का आगाज हुआ बाजार धराशायी हो गए और कीमतें निचले स्तर पर पहुंच गईं। संसार भर की मौद्रिक और राजकोषीय प्राधिकारी वर्ग की प्रतिक्रिया तीव्र और जबरदस्त थी। परिणामस्वरूप बाजार में अपेक्षित समय से पहले सुधार हो गया। हालांकि यूरो समस्या के कारण यह स्थिति अल्पकालिक ही रही। यूरो समस्या का मूल कारण अंशतः यूरो संघ में विद्यमान ढांचागत समस्याएं थीं किंतु संकट के बाद की राजकोषीय नीतियां भी कुछ हद तक इसका कारण थीं जिनके कारण बाजार में नई खलबली मच गई जिसका समाधान अभी भी किया जाना बाकी है।

4. विगत कुछ वर्षों से वित्तीय बाजारों में आस्तियों के मूल्य में अप्रत्याशित उतार-चढ़ाव देखा गया है। मैं यहां कुछ ऐसी घटनाओं

* भारतीय विदेशी मुद्रा संघ की 18 अगस्त 2012 को गोवा में आयोजित 23वीं वार्षिक विदेशी मुद्रा सभा में श्री जी. पद्मनाभन, कार्यपालक निदेशक, भारतीय रिजर्व बैंक का स्वागत भाषण। सर्वश्री जी. महालिंगम और एच. मोहंती से साभार सहयोग प्राप्त हुआ।

का जिक्र करूंगा। संकट से पहले डाउ जॉस औद्योगिक औसत का शीर्ष स्तर 14164 (अक्टू.07) था जिसमें संकट के बाद इस प्रकार परिवर्तन आए - 6547 (मार्च 09), 11204 (अप्रैल 10), 9686 (जुलाई 10), 12811 (अप्रैल 11), 10655 (अक्टू.11) और 13279 (मई 12)। 10 वर्षों के दौरान अमरीकी लाभ जून 2008 के 4.27 प्रतिशत से परिवर्तित होकर दिसंबर 2008 में 2.05 प्रतिशत और अप्रैल 2010 में 4 प्रतिशत हो गया तथा इस वर्ष जुलाई में 1.3910 प्रतिशत का ऐतिहासिक निम्न स्तर देखा गया। अमरीकी डॉलर/यूरो के संबंध में डाउ जॉस औद्योगिक औसत का वर्तमान स्तर अप्रैल 2008 में 1.60 के स्तर पर रहा। तब से, नवंबर 2008 में यह 1.24, नवंबर 2009 में 1.51, जून 2010 में 1.19, मई 2011 में 1.48 तथा हाल ही में इस वर्ष जुलाई में 1.2036 के निम्न स्तर पर रहा। जिन अंकों का मैंने उल्लेख किया है वे सिर्फ कुछ ही शीर्ष और सबसे निम्न स्थितियों को दर्शाते हैं, किंतु इसी बात को बताने के लिए चार्ट में बहुत से विवरण उपलब्ध हैं : बाजारों में बहुत अधिक उतार-चढ़ाव की स्थिति रही।

रुपये की कहानी

5. अब हम रुपये की बात करेंगे। संकट की शुरुआत होने के आस-पास के समय में हमारे देश में पूंजीगत आवक बहुत अधिक थी और रुपये की मूल्य-वृद्धि हो रही थी। नवंबर 2007 में रुपये का मूल्य 39.27 के उच्च स्तर को प्राप्त कर चुका था। संकट के फैलाव के साथ यह प्रवृत्ति विपरीत हो गई। रुपये का मूल्य-हास होने लगा और मार्च 2009 में यह 52.06 के स्तर पर पहुंच गया। शीघ्र ही रुपये के मूल्य में सुधार होने लगा और नवंबर 2009 से अगस्त 2011 की लगभग दो वर्षों की अवधि में रुपये का मूल्य 44 से 47 के बीच के स्तर पर बना रहा। पिछले वर्ष सितंबर से इसमें तेजी से कमी देखी गई (जनवरी, 2012 में महत्वपूर्ण सुधार भी हुआ) है और हाल ही की घटना होने के कारण इसका वर्णन किए जाने की जरूरत नहीं है।

6. यहां पर दो मामले हैं - मूल्य-हास और उतार-चढ़ाव। जहां तक मूल्य-हास का संबंध है, तथ्य सुपरिचित हैं। भारत में हमेशा चालू खाता घाटा रहा है, जिसमें पेट्रोलियम के उच्च मूल्यों, स्वर्ण के उच्च मूल्यों और स्वर्ण के आयात में वृद्धि होने तथा अधिकांश विकासशील/विकसित देशों, जो व्यापार के प्रमुख सहभागी थे, की वृद्धि के लड़खड़ाने और कम होने के कारण निर्यात वृद्धि के मंद हो जाने के कारण पिछले कुछ वर्षों के दौरान इसमें काफी वृद्धि हुई है। दूसरी तरफ, ऐसा प्रतीत होता है कि स्वायत्त पूंजीगत आवक में भी मंदी हुई है जिसके बहुत से कारक हो सकते हैं जैसे - वैश्विक जोखिम से प्रतिकूलता, भारतीय अर्थव्यवस्था में निवेश में कमी और अपर्याप्त आधारभूत संरचना सहित बहुत से संरचनागत मुद्दे। इन परिस्थितियों में रुपये में मूल्य-हास की प्रवृत्ति कोई आश्चर्य का विषय नहीं है। मुद्रा के मूल्य-हास को अक्सर भुगतान संतुलन के असंतुलन को ठीक

करने के उपाय के रूप में देखा जाता है। हालांकि अल्पावधि में बहुत अधिक मूल्य-हास होने से अस्थिरता उत्पन्न होती है क्योंकि इससे बाजार के प्रतिभागियों से परेशानी उत्पन्न करने वाली प्रतिक्रियाएं होने लगती हैं और सर्वोत्तम आर्थिक निर्णय लेने में बाधा उत्पन्न होती है जिससे मूल्य निर्धारण की प्रक्रिया पर और अधिक जोर पड़ता है। पूंजीगत आवक और जावक में अंतर उत्पन्न करने वाले संरचनागत और बाहरी कारकों और परिणाम स्वरूप होने वाले मूल्य-हास (अथवा मूल्य-वृद्धि) के संबंध में नीतिगत निर्णयों के प्रभावी होने में समय लगता है। इसलिए भारतीय रिजर्व बैंक ने विदेशी मुद्रा बाजार में अनुशासन बनाए रखना अनिवार्य किया है।

7. अब हम उतार-चढ़ाव पर वापस आते हैं। उतार-चढ़ाव का अर्थ होता है अस्थिरता। अस्थिरता जो न सिर्फ किसी दिए गए समय में परिवर्तन के परिमाण को दर्शाए बल्कि परिवर्तन की दिशा की ओर भी संकेत करे। इससे हम सभी प्रभावित होते हैं क्योंकि आज हमें ऐसे निर्णय लेने होते हैं जो भविष्य में कभी फलीभूत होंगे। सभी वित्तीय मूल्य आशावादी प्रकृति के होते हैं क्योंकि वे सहभागी की भविष्य की सोच को शामिल करते हैं और इसलिय यह बिल्कुल भी आश्चर्य का विषय नहीं है कि उतार-चढ़ाव उनकी सबसे प्रमुख विशेषता है। इसमें और अधिक जटिलता इस कारक से उत्पन्न हो जाती है कि हमें भविष्य के विचारों की जानकारी अपने अपने अतीत से ही होती है। इस बात को याद करना रोचक हो सकता है कि 2007-08 में जब रुपये की मूल्य-वृद्धि 39 के स्तर तक हुई तब जानकार प्रतिभागियों ने 2008 के अंत तक 35-36 के स्तर की भविष्यवाणी की थी और हाल ही में इस वर्ष जून के अंत के दौरान जब रुपया 57 के स्तर तक पहुंचा तब बाजार में यह उम्मीद जताई जा रही थी कि यह स्तर 58-60 अथवा 60-65 तक अवश्य जाएगा। यहां पर मैं जिस बात पर जोर देना चाहता हूं वह यह है कि जब अर्थजगत के लोग भविष्य के बारे में इस तरह बात करते हैं तब निश्चितरूप से न तो उनके लिए न ही समग्र रूप से अर्थव्यवस्था के लिए अच्छा संकेत नहीं होता है। ऐसा होने से संबद्ध मामले भी प्रकट होते हैं। अगर हम यह स्वीकार करें कि बाजार के निर्माता/विश्लेषक, जो बाजार का रुख प्रभावित करने की क्षमता रखते हों, की प्रवृत्ति अक्सर उल्लासपूर्ण अथवा निराशापूर्ण होती है और यदि उनकी भविष्यवाणी व्यापक तौर पर गलत साबित हो जाए तथा इसी दौरान बाजार के कुछ प्रतिभागी इन भविष्यवाणियों से प्रभावित होकर ऐसे निर्णय ले लेते हैं जो अल्प-कारगर अथवा अनुपयुक्त हो तो ऐसे भविष्यवक्ताओं की क्या जवाबदेही होगी ?

8. इस प्रकार से वित्तीय बाजार के बढ़े हुए उतार-चढ़ावों को जीवन के उतार-चढ़ावों के तरह ही मान्यता प्रदान करने और उन्हें उसी रूप में स्वीकार करने की आवश्यकता है। पिछले कुछ दशकों के दौरान पूंजीगत खाते के उदारीकरण होने तथा सीमा-पार से होने वाले वित्तीय लेनदेनों के परिमाण और विविधता में हो रही वृद्धि के कारण विनिमय

दर के घटबढ़ की मात्रा में वृद्धि हो गई है, विशेषरूप से उदीयमान बाजार वाली अर्थव्यवस्थाओं में यह प्रभाव अधिक देखा गया है। बेशक, कुछ समय के लिए उतार-चढ़ाव में कमी हो सकती है - याद आता है कि 2006 में लोग विदेशी मुद्रा बाजार¹ में उतार-चढ़ाव के निम्न होने पर स्पष्टीकरण मांग रहे थे और आज की उच्च उतार-चढ़ाव की परिस्थितियों में भी लोग ऐसा ही कर रहे हैं। मैं अब जिस सवाल का समाधान ढूँढने की कोशिश करूंगा वह यह है कि बाजार में उतार-चढ़ाव होने की स्थिति में हमारी क्या प्रतिक्रिया होनी चाहिए ? इसकी व्याख्या को आसान बनाने के लिए मैं मुख्य रूप से दो प्रकार के बाजार प्रतिभागियों के संदर्भ में इस मामले पर चर्चा करूंगा, जो इस प्रकार हैं : वास्तविक क्षेत्र से संबद्ध लोग - निर्यातक, आयातक, विदेशी मुद्रा उधार लेने वाले आदि तथा बैंक अथवा प्राधिकृत डीलर।

वास्तविक क्षेत्र अथवा वास्तविक दोषी?

9. पहले मैं वास्तविक क्षेत्र की बात करूंगा। जहां तक पूंजीगत खातों पर पाबंदियों का संबंध है, विदेशी मुद्रा में (विदेशी प्रत्यक्ष निवेश को छोड़कर) मूल्यवर्गित आस्तियों में निवासियों का एक्सपोजर बहुत कम है इसलिए मैं चर्चा में इसको शामिल नहीं करूंगा। जब भी किसी संविदा को विदेशी मुद्रा में मूल्यवर्गित किया जाता है तब करार करने वाली पार्टियों को इसके मूल्य अथवा राजस्व की अनिश्चितता का सामना करना पड़ता है जिससे अंतिमरूप से उनका लाभ विनिमय दर के उतार-चढ़ाव पर निर्भर करता है। मैं विशेषरूप से निर्यातकों के मामले की चर्चा करना चाहूंगा जिनको वैश्विक प्रतिस्पर्धा और किसी महत्त्वपूर्ण मूल्यांकन प्रणाली के अभाव के चलते कम मार्जिन पर समझौता करना पड़ता है क्योंकि भुगतान प्राप्त होने से पहले विदेशी मुद्रा का मूल्य-हास हो जाने पर मार्जिन स्वयं ही घट जाता है। यही बात आयातकों पर भी तब लागू होती है जब वे अपनी अपूर्ण निविष्टि लागतों के बढ़ जाने से परेशानी में पड़ जाते हैं। विदेशी मुद्रा उधार लेने वाले को, जिसे निर्यातकों अथवा आयातकों की तुलना में अधिक समय के लिए जोखिम उठाना पड़ता है, स्वदेशी मुद्रा के मूल्य-हास हो जाने से नगदी की आवक और मुद्रा के निम्न मूल्य के कारण अधिक नुकसान हो सकता है। आपको ज्ञात होगा कि महारत्न कंपनियों में से एक कंपनी ने पहली तिमाही के अपने लाभ में 18 प्रतिशत की कमी होने की घोषण की थी जिससे 250 करोड़ रुपये से अधिक का नुकसान हुआ था और इसका कारण विदेशी मुद्रा कर्ज था²।

10. कंपनियां इन जोखिमों का प्रबंध कैसे करती हैं ? मूलरूप से इसके दो उपलब्ध मार्ग होते हैं : गैर-प्रतिरक्षा तकनीक और प्रतिरक्षा तकनीक। गैर-प्रतिरक्षा तकनीकें निम्न प्रकार की होती हैं -

¹ डिने कूज, विदेशी मुद्रा बाजार में उतार-चढ़ाव की हाल की प्रवृत्तियां, एफआरबीएनवाई, 2006.

² http://www.thehindubusinessline.com/companies/articles3734210.ece?homepage=true&ref=wl_home

क. अग्रिम भुगतान के माध्यम से लेनदेन करना। यद्यपि यह प्रणाली निर्यातक के लिए लाभप्रद है किंतु इसमें आयातक को इसका मूल्य चुकाना पड़ता है और उधार लेने वाले के लिए तो यह संभव ही नहीं है। निर्यातकों के लिए भी इसके लाभप्रद होने पर संदेह है क्योंकि आर्डर के हाथ से निकल जाने की आशंका से वह कितनी बार अग्रिम की मांग कर उसे प्राप्त करने में सफल हो सकता है ?

ख. घरेलू मुद्रा की इन्वाइसिंग करने की चर्चा हाल के वर्षों में बहुत हुई है। हालांकि इसे प्रभावी ढंग से लागू करने में अभी कुछ समय लगने वाला है। वैश्विक मंदी की वर्तमान अवस्था में जब निर्यात घट रहा है, हमारे निर्यातक शर्तें तय करने की स्थिति में नहीं हैं।

11. अब प्रतिरक्षा की बात करें। क्या इस संबंध में कंपनियां सुविचारित और नपेतुले कदम उठाती हैं ? इसका उत्तर 'नहीं' हो तो अधिकांश मामलों में उनका जवाब दिया जाना होगा जिसका कारण स्पष्ट है। 2009 से 2011 के दौरान दो वर्षों में रुपया 44 से 46 के सुदृढ़ स्तर पर था। इससे कंपनियों में आत्मसंतोष की यह भावना आ गई कि कोई गड़बड़ी नहीं हो सकती है। वे यह मानने लगे कि रुपया हमेशा इसी स्तर पर बना रहेगा। विभिन्न विश्लेषकों से (कुछ बैंकों से भी) प्राप्त बिब्री की सलाह ने उन्हें इस बात के लिए आश्वस्त कर दिया कि जब रुपये का मूल्य इतना स्थिर हो तब, प्रतिरक्षा की लागत व्यापार पर अनावश्यक रूप से थोपी जाने वाली लागत थी। यह कुछ ऐसी ही बात है जैसे यह कहा जाए कि आपके जीवित होते हुए बीमा का कोई महत्त्व नहीं है !! मेरे पिछले प्रश्न का उत्तर यहां से आता है। यदि अमरीका की तुलना में भारत अधिक मुद्रास्फीति वाला देश हो तो विदेशी मुद्रा के शास्त्रीय सिद्धांतों के अनुसार डॉलर के सापेक्ष अंतर को समाप्त करने के लिए रुपये का मूल्य-हास किया जाना चाहिए। किंतु कंपनियों के बीच एक आशावाद दिखाई दे रहा है जो जिसकी मान्यता यह है कि भारत के अधिक मुद्रास्फीति वाले देश होने के बावजूद रुपये का मूल्य स्थिर बना रहेगा और चालू खाता घाटे का वित्तीयन में कभी कोई समस्या नहीं होगी क्योंकि भारत में पूंजीगत आवक जारी रहेगी।

12. वर्षों के दौरान हमने डेरिवेटिव उत्पादों की विस्तृत श्रृंखला उपलब्ध कराया है ताकि विदेशी मुद्रा एक्सपोजर से जुड़े लोग उसके जोखिम से प्रभावी ढंग से निपट सकें। इन उत्पादों में वायदा, विकल्प और भविष्य समाहित हैं। मैं इस बात का उल्लेख करना चाहता हूँ कि विदेशी मुद्रा के माध्यम से विदेशी वायदा कारोबार, विकल्प को लाने के पीछे यह प्रेरणा थी कि छोटे और मध्यम उद्यम की पहुंच डेरिवेटिव बाजार तक प्रतियोगी लागत के साथ संभव हो सके। किंतु इन उत्पादों का प्रयोग स्वयं अभिकर्ताओं पर निर्भर करता है।

13. दुर्भाग्यवश, प्रतिरक्षा के ये उपाय भी कंपनियों के लिए बाजार में अस्थिरता उत्पन्न करने के साधन बन गए हैं। चाहे अतीत के निष्पादन आधारित बुकिंग हो या निरस्तीकरण और रिबुकिंग या ईईएफसी खाते हो, कंपनियां इन उपायों को वास्तविक जीवन की कारोबारी घटनाओं का प्रबंध करने के लचीले उपाय के रूप में न मानते हुए लाभ के निश्चित मार्ग के रूप में मानती हैं। इन उपायों में बाजार के उतार-चढ़ाव को और अधिक तीव्र करने की प्रवृत्ति होती है जिससे निरंतर अस्थिरता उत्पन्न होती है। इसलिए उतार-चढ़ाव को नियंत्रित करने और रुपये के कम होते मूल्य को सहारा देने के लिए रिजर्व बैंक को कदम उठाने पड़े।

जोखिम प्रबंध ढांचा

14. अभिकर्ताओं द्वारा प्रयोग किए जा रहे उत्पादों का निर्धारण कौन करे ? किसी भी प्रकार के जोखिम की ही तरह मुद्रा जोखिम की भी पहचान करने, माप किए जाने और प्रबंध किए जाने की आवश्यकता होती है। इसलिए यह आवश्यक हो जाता है कि किसी फर्म में जोखिम प्रबंध और प्रतिरक्षा के उपाय करने या नहीं करने के संबंध में निर्णय लेने के लिए एक व्यापक ढांचा होना चाहिए जिसके तहत जोखिम और लागत का उचित आकलन करते हुए इस प्रकार से निर्णय लिए जा सकें कि अंतिम जोखिम कम से कम हो। प्रतिरक्षा की किसी भी योजना के नकारात्मक सामर्थ्य को भी महत्व दिया जाना चाहिए। सबसे प्रत्यक्ष रूप में अक्सर प्रयोग किए जाने वाले प्रतिरक्षा उपाय, पूर्वकालिक करार का उदाहरण लीजिए। एक निर्यातक जिसने अपनी प्राप्य वस्तुओं को किसी विशिष्ट स्तर पर बेच दिया हो, उसको प्रतिरक्षा नहीं की गई उस स्थिति की तुलना में कम हानि होगी जिसमें विदेशी मुद्रा के मूल्य में करार के समय के स्तर से अधिक वृद्धि हो जाती है। इसी प्रकार से जब कोई निर्यातक विदेशी मुद्रा के मूल्य में गिरावट का अनुमान करके अपनी प्राप्य वस्तुओं को सिर्फ प्रवृत्ति को बदलने के लिए बेच देता है तब भी उसे कम हानि होगी, जैसा कि 2007-08 में हुआ। रुपये का मूल्य-हास होने पर निर्यातकों का वायदा करारों को रद्द करना और आयातकों का अपने एक्सपोजर को कम करने में जुट जाना एक सामान्य बात है।

15. यहां पर संरचना की कुछ भ्रांतियां दिखाई देती हैं। सभी एक जैसी रणनीति पर पर काम करें और कोई भी उनका अनुसरण नहीं कर पाए तो फिर अच्छी रणनीति किसे कहा जाए ? आखिर वायदा करार का मूल यह है कि मांग को एक समय से बदलकर दूसरे समय के किसी बिंदु पर अंतरित कर दिया जाता है। भविष्य में किसी समय रुपये के मूल्य-हास का अनुमान लगाकर अगर सभी प्रतिरक्षा की रणनीति को अपना लें तो रुपये का मूल्य-हास जब-तब होने लगेगा। मैं जो बात कहना चाहता हूं वह यह है कि प्रतिरक्षा की रणनीति को एक सुविचारित जोखिम प्रबंध ढांचे का हिस्सा होना चाहिए जो जोखिम के आकलन

और जोखिम की जरूरत पर आधारित हो। प्रतिरक्षा के माध्यम से निश्चितता को प्राप्त करने पर अभिकर्ता को मुद्रा के उतार-चढ़ाव के कारण होने वाले संभावित लाभ और हानि पर ध्यान दिए बिना अपनी निर्धारित गतिविधि में ध्यान केंद्रित करने की स्वतंत्रता होनी चाहिए। कार बीमा करा लेने के बाद किसी को इस बात पर खेद नहीं होना चाहिए कि कार से कोई दुर्घटना नहीं हुई।

16. मुझे ज्ञात हुआ कि मार्क-टू-मार्केट घाटे के डर के कारण बहुत सी फर्म प्रतिरक्षा गतिविधियों से बचती हैं जिसके कारण जोखिम के आकलन और उसकी जरूरत बढ़ जाएगी। मैं लेखा परीक्षण का विशेषज्ञ नहीं हूं, फिर भी मैं इस बात को अच्छी तरह से जानता हूं कि लेखा परीक्षण का उद्देश्य कारोबारी गतिविधियों के आर्थिक पक्ष को निष्ठापूर्वक प्रदर्शित करना होता है। इसके विपरीत यदि किसी समय में उपलब्ध जानकारी के आधार पर लेखा परीक्षण के नियम सर्वोपयुक्त विवेकपूर्ण आर्थिक निर्णय लेने में अभिकर्ताओं के प्रतिरक्षा उपाय करने के मार्ग में बाधा बन जाएं तो क्या होगा ? यह बात मुझे पूर्व के 2020 के दृष्टिकोण से नहीं देखना चाहिए बल्कि स्पष्ट होना चाहिए और शायद तब इस असंगति पर पुनर्विचार की आवश्यकता होगी।

बैंकों की भूमिका

17. अब मैं उतार-चढ़ाव वाले बाजार में बैंकों और प्राधिकृत डीलरों की भूमिका और उनकी प्रतिक्रिया की चर्चा करूंगा। जैसा मैंने पहले भी कहा है हमारे विनिमय प्रबंध ढांचे के अंतर्गत निवासियों द्वारा विदेशी मुद्रा के रूप में आस्तियों, विशेष रूप से वित्तीय आस्तियों के धारण पर पर्याप्त रोक के प्रावधान हैं। अतः विनिमय बाजार के संदर्भ में बैंकों के ग्राहक निर्यातक, आयातक, विदेशी मुद्रा उधार लेने वाले और विदेशी निवेशक होते हैं। इस व्यवस्था के अंतर्गत अलग-अलग जोखिमों की श्रेणी के लिए विभिन्न प्रकार के प्रतिरक्षा विकल्प भी उपलब्ध हैं। विस्तार से इस व्यवस्था में निहित विवेक की बात न करते हुए हमें यह देखने की कोशिश करनी चाहिए कि उतार-चढ़ाव की स्थिति में बैंकों की सर्वाधिक उपयुक्त भूमिका किस प्रकार की होनी चाहिए।

18. विदेशी मुद्रा के मामले में बैंक बाजार का निर्माण करते हैं। ऐसा सिर्फ अंतरबैंक बाजार के संबंध में नहीं है बल्कि यह उनके ग्राहकों के संबंध में भी है। स्पष्ट है कि ऐसा करने के लिए बैंकों को एक पोजिशन धारण करनी पड़ती है। 'पोजिशन' से मेरा तात्पर्य व्यापारिक पोजिशन से है जिसके अंतर्गत रुपया विभिन्न मुद्राओं में से एक मुद्रा होती है। इस पोजिशन की जरूरत इस तथ्य से प्रकट होती है कि माल सूची के बिना बैंक दक्षता पूर्वक अपने ग्राहकों की जरूरतों को पूरा नहीं कर पाएंगे। इस पोजिशन का परिमाण कितना होना चाहिए? स्वभाविक रूप से यह उनके ग्राहकों की प्रकृति, उनकी जरूरतों और कारोबार के विस्तार पर निर्भर करेगा। यह स्वभाविक है कि सभी

व्यापारियों की ही तरह विदेशी मुद्रा का डीलर भी गुप्त रूप से विदेशी मुद्रा कोश जमा करके उसकी कमी दर्शाते हुए लाभ कमाने को लालायित होगा। इसलिए व्यापक जन-हित के साथ में विदेशी मुद्रा डीलरों के प्रलोभनों का भी ध्यान रखते हुए हमें पोजिशन पर बंदिशें लागू करना पड़ता है क्योंकि हमें यह भली भांति ज्ञात है कि इस प्रकार की बंदिशों से बाजार में चलनिधि की स्थित खराब हो सकती है। मैं इसके साथ ही एक अन्य पहलू की भी बात करना चाहूंगा कि व्यापारिक पोजिशन बाजार में एक जोखिमपूर्ण निवेश (एक्सपोजर) होता है, अतः स्पष्ट रूप से इसमें नियंत्रण करने के लिए समान परिमाण में पूंजी उपलब्ध कराना अनिवार्य करना होगा। किंतु इसका अर्थ यह नहीं है कि पूंजी उपलब्ध होने पर आप अपनी जरूरतों से अधिक, जिनका जिक्र मैंने पहले किया है, बहुत बड़ी पोजिशन अपनी मर्जी से धारण कर सकेंगे। वर्तमान व्यवस्था के अंतर्गत ऐसा नहीं किया जा सकता, उतार-चढ़ाव के समय ऐसा नहीं किया जा सकता।

19. डेरिवेटिव लेन-देन के उत्पादों और साथ ही इससे संबंधित पार्टियों के संबंध में हम अक्सर औचित्य और 'उचित तथा उपयुक्त जांच' की बात करते हैं। हमने इस बात पर भी जोर दिया है कि बैंक यह सुनिश्चित करें कि अपने ग्राहकों द्वारा प्रयुक्त प्रतिरक्षा उत्पाद उनके निवेश (एक्सपोजर) के साथ ही उनके जोखिम प्रबंध रणनीति के अर्थशास्त्र के अनुरूप हों जिसे व्यापक कंपनी गवर्नेंस ढांचे में शामिल किया गया हो। मैं इस बात पर फिर से जोर देना चाहता हूँ कि ग्राहक के लिए उत्पाद के औचित्य को सुनिश्चित करने में बैंक की जिम्मेदारी सिर्फ विनियामकीय अनिवार्यताओं को पूरा कर देना नहीं है और न ही यह पर्यायवाद से प्रेरित है। भारत में विदेशी मुद्रा का कारोबार आपसी संबंधों पर आधारित बैंकिंग का हिस्सा है और यह बैंक के हित में है कि उसके ग्राहक गलत तरीके से समझकर अनुपयुक्त प्रतिरक्षा उत्पादों में अनावश्यक जोखिम लेना बंद नहीं करें। मैं इस संदर्भ में एक अन्य महत्वपूर्ण बात कहना चाहता हूँ, जिसे मैं विदेशी मुद्रा लेनदेन का समावेशन सुनिश्चित करना कहता हूँ। आज की स्थिति में, बड़ी संख्या में लघु और मध्यम उद्यमों के ग्राहकों को उनके प्रतिरक्षा लेनदेन का समुचित मूल्य प्राप्त नहीं हो रहा है। मेरी समझ से इस महत्वपूर्ण अवसर को हमने खो दिया है। लघु और मध्यम उद्यमों के ग्राहकों में 'ठगे जाने' की जो भावना आ गई है उसे दूर करने हेतु लघु और मध्यम उद्यमों और बढ़िया दरों पर विदेशी मुद्रा उपलब्ध कराने के लिए बैंकों को गंभीरता पूर्वक सहकारी प्रयास करने होंगे। आप यह तर्क दे सकते हैं कि यह सदियों पुरानी परंपरा है कि छोटे लेनदेन के लिए दरें सामान्य वितरण से अक्सर भिन्न होती हैं। किंतु स्थापित विचारों और परंपराओं को बदलने का प्रयत्न तो कभी भी किया जा सकता है। मैं आग्रह करता हूँ कि आप में से कुछ प्रतिभागी इस विचार को आगे बढ़ाने के लिए साथ आएं।

काउंटर पर (ओटीसी) बनाम वायदा

20. समाप्त करने से पहले मैं दिमागी कसरत के लिए एक मुद्दे पर चर्चा करूंगा। काउंटर पर लेनदेन वाले विदेशी मुद्रा बाजार और मुद्रा का वायदा -दोनों एक ही उत्पाद के लिए बाजार के दो भिन्न-भिन्न हिस्से हैं। मूलभूत जरूरतों, वितरण और प्रतिभागियों द्वारा स्थिति लेने की हद के संबंध में दोनों का नियंत्रण दो भिन्न विनियामकीय ढांचे के माध्यम से होता है। निश्चित रूप से प्रतिस्पर्धी बाजार खंड हो सकते हैं क्योंकि प्रतिस्पर्धा से और अधिक दक्षता आएगी। किंतु प्रतिस्पर्धा क्षेत्र के पूर्णतः असमान होने पर स्वस्थ प्रतियोगिता कैसे हो सकती है ? मेरी समझ से यह एक महत्वपूर्ण मुद्दा है जिस पर सार्वजनिक बहस की आवश्यकता है। किंतु हमें इस तथ्य को महत्व देने की आवश्यकता है कि विनिमय दर महत्वपूर्ण समष्टि आर्थिक चर है, विशेषरूप से उन देशों के लिए जिनमें पूंजी नियंत्रण किया जाता है। शायद इसकी अटलता नीतिगत ब्याज दरों से बिल्कुल भी कम नहीं है जिनका निर्धारण विश्व भर में केंद्रीय बैंकों के माध्यम से किया जाता है। हमें यह भी ध्यान में रखने की आवश्यकता है कि इस प्रकार के महत्वपूर्ण चरों में अत्यधिक वृद्धि और उतार-चढ़ाव होने से वित्तीय स्थिरता पर विपरीत प्रभाव पड़ सकता है। इस बात के साथ कि बाजार के इन खंडों को एक दिशा में करने की अत्यधिक आवश्यकता है और शायद इसे स्वीकार्य समय सीमा के अंदर योजना बनाकर किया जाना होगा, मैं आपसे विदा लूंगा।

समापक टिप्पणी

21. अब मैं अभी तक की गई चर्चा का संक्षिप्त रूप प्रस्तुत करने की कोशिश करूंगा। उतार-चढ़ाव सभी वित्तीय बाजारों का अभिन्न गुण है और विदेशी मुद्रा बाजार में जो उतार-चढ़ाव हम आज देख रहे हैं, वह न ही अभूतपूर्व है और न ही अप्रत्याशित। मुद्रा जोखिम वाले सभी आर्थिक अभिकर्ताओं को बाजार के उतार-चढ़ावों से निपटने के लिए अपनी लागत, राजस्व और लाभ के अनुसार जोखिम प्रबंध नीति बनानी होगी। भारतीय रिजर्व बैंक विदेशी मुद्रा बाजार में व्यवस्थित स्थिति को बनाए रखने का यत्न कर रहा है, किंतु उतार-चढ़ाव को बढ़ाने वाले कुछ व्यवहारपरक मामलों का सभी प्रतिभागियों द्वारा समझे जाने और उनकी प्रतिक्रिया तथा जोखिम प्रबंध रणनीति में शामिल किए जाने की आवश्यकता है। मैंने लघु और मध्यम उद्यम क्षेत्र के विदेशी मुद्रा समावेशन के मामले तथा काउंटर पर और विनिमय व्यापार बाजार के संबंध में विनियमों के तालमेल की भी बात की है।

22. एडम स्मिथ की प्रसिद्ध उक्ति है 'एक समान व्यापार करने वाले लोग यदाकदा ही साथ मिलते हैं। उत्सव मनाना हो और मनोरंजन

भाषण

गोवा से गोवा तक - भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार का परिवर्तित ढांचा - नई वास्तविकताएं और प्राथमिकताएं

करना हो तब भी उनकी बातचीत जनता के विरुद्ध षड़यंत्र करने या मूल्य बढ़ाने की कोई तरकीब करते हुए समाप्त होती है।³ मुझे पूरा यकीन है कि विदेशी मुद्रा संघों की बैठकों में ऐसा नहीं होता है और मुझे यह भी भरोसा है कि इस आयोजन में आपके विचार-विमर्श से विदेशी

मुद्रा बाजार को एक ऐसा स्थल बनाने में मदद मिलेगी जहां पर उतार-चढ़ाव के बावजूद लोग व्यापार कर सकेंगे।

23. आगामी दो दिनों में होने वाले आपके विचार-विमर्शों की सफलता के लिए शुभकामनाएं।

³ थ्योरी ऑफ मोरल सेंटिमेंट्स