

## विदेशी मुद्रा बाजार का विकास-मुद्दे और चुनौतियाँ- विदेशी मुद्रा बाजार के एक विनियामक की वापसी पर उसके विचार\*

जी. पद्मनाभन

एक दशक की लंबी अवधि के बाद मैं स्वयं को आपके बीच पाकर आनंदित हो रहा हूँ। यह अवसर मुझे 1990 के दशक के अंतिम दिनों और इस सदी के आरंभिक दिनों की याद दिलाता है, जब भारत में विदेशी मुद्रा बाजार आज की तुलना में एकदम अलग था। उस समय यह एक उदीयमान बाजार था और इसे रिजर्व बैंक के सहारे की जरूरत होती थी। रुपया उस समय एक ही दिशा में नीचे की तरफ जाता था और उसमें अस्थिरता का प्रत्येक दौर - जो उस समय बहुत बार होता था - उदाहरण के लिए दक्षिण एशिया संकट, परमाणु प्रतिबंध, कारगिल युद्ध, 9/11 आक्रमण, आदि के कारण समाचारपत्र की सुर्खियों में बना रहता था। अस्थिरता मूल्यहास का पर्याय बन गयी थी और इसकी उपजाति 'रुपया मूल्यवृद्धि' का उस समय जन्म भी नहीं हुआ था या उन दिनों यह अकल्पनीय था। रिजर्व बैंक का एक ही कार्य था कि वह अपनी अत्यल्प आरक्षित निधियों के सहारे मूल्यहास रूपी खलनायक से लोहा लेता रहे। यह संघर्ष प्रेक्षकों के लिए अधिक दिलचस्पी का विषय होता था और अस्थिरता की प्रत्येक घटना से उतना ही रोमांच होता था जितना कि एक 20-20 मैच में होता है।

2. वर्ष 2002 के अंत तक भारत की वृद्धि-गाथा जड़ें जमा चुकी थीं और पूँजी अंतर्वाह फिर से होने लगा था जैसाकि वस्तुतः अन्य उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में भी हुआ था। विश्व भी प्रचुर डॉलर नकदी के युग में प्रवेश कर रहा था, जिसमें फेड फंड टारगेट दर, जो जनवरी 2001 में 6.5 प्रतिशत थी गिर कर जनवरी 2002 में 1.75 प्रतिशत, उसके बाद जनवरी 2003 में 1.25 प्रतिशत और अंततः जुलाई 2003 तक 1 प्रतिशत हो गयी थी। यह एक अलग बात है कि संकट के बीज जिन्होंने वैश्विक वित्तीय प्रणाली को पाँच वर्ष बाद पकड़ा, अधिकथित रूप से सस्ती वैश्विक चलनिध के ओवरहैंग द्वारा बोये गये और परिपुष्ट किये गये थे। लेकिन, बाजार और बाजार के प्रतिभागियों में कोई तनाव नहीं था और रिजर्व बैंक में हम पूँजी-प्रवाह के उत्तर

प्रभाव पर कार्रवाई करने की चिंता में घुले जा रहे थे। पिछले दशक ने वित्तीय बाजारों ने अभूतपूर्व विस्तार देखा जो नवोन्मेषी नये उत्पादों और कार्यकलाप के मान, दोनों संदर्भों में दिखाई पड़ा था। भारतीय बाजारों में बड़ा पूँजी अंतर्वाह हुआ जिसने रुपये पर तेजी से उर्ध्वमुखी दबाव बनाया। इसके कारण प्रत्याशाओं में वृद्धि हुई और उसने रिजर्व बैंक के लिए इसमें हस्तक्षेप करना आवश्यक बना दिया। लेकिन यह ज्वार जल्दी ही उतर गया। लेहमैन-पश्चात् वैश्विक वित्तीय संकट आरंभ होने के बाद पूँजी का बड़ा बहिर्वाह होने लगा जिसके चलते भारतीय रुपया (आइएनआर) सबसे न्यून स्तर पर पहुँच गया। पिछले दो वर्षों का अनुभव हमारे मन में अभी भी ताजा है और उसे दोहराना अनावश्यक होगा। यहाँ मैं यह उल्लेख करना चाहूँगा कि जिस समय मैं ये सारी बातें कर रहा हूँ उस समय भी विश्व के वित्तीय बाजार अस्तव्यस्त हालत में हैं जिनमें जोखिम विमुखता और अनिश्चितताएँ पूरी दुनिया में फिर से सतह पर आ रही हैं जिसकी पृष्ठभूमि में है अमेरिका की लड़खड़ाती पुनःप्राप्ति, ईयू क्षेत्र में हठी सरकारी ऋण समस्या और अमरीकी सरकार का कोटि अवनयन तीन बड़ी श्रेणी-निर्धारण एजेंसियों द्वारा किया जाना। इस संदर्भ में मैं दो अन्य महत्वपूर्ण गतिविधियों का उल्लेख करना चाहता हूँ। पहली, पूँजी नियंत्रण के बारे में परंपरागत सोच में बदलाव आया है जिसमें यह स्वीकार किया गया है कि पूँजी नियंत्रण कुछ परिस्थितियों में सार्वजनिक प्रयोजनों के लिए लाभदायक हो सकते हैं। दूसरी, दुनिया भर में विनियामकों ने बाजार आधारिकी को, विशेष रूप से ओवर-द-काउंटर डेरिवेटिवों को जिनकी अपारदर्शिता को अक्सर संकट के लिए उत्तरदायी ठहराया जाता है, नवीकृत करने की ओर कदम उठाये हैं।

3. इस समय यह स्पष्ट नहीं है कि वैश्विक वित्तीय बाजारों से अनिश्चितता कब कम होगी और विनियामक ढाँचे और बाजार आधारिकी का अंतिम आकार क्या होगा। फिर भी, भारतीय वित्तीय प्रणाली या वस्तुतः किसी भी प्रणाली की सुभेद्यता प्रचक्र्रीय और अनिश्चित पूँजी प्रवाह के संबंध में बनी रहेगी। इसलिए, हमारे पूँजी लेखा के व्यक्तियों

\* 13 अगस्त 2011 को सिंगापुर में आयोजित फोरेक्स एसोसिएशन ऑफ इंडिया (एफएआइ) के सेमिनार में श्री जी. पद्मनाभन, कार्यपालक निदेशक, भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा दिया गया प्रमुख भाषण।

और वित्तेतर संस्थाओं के लिए वस्तुतः खुला होने पर भी विशेष रूप से वित्तीय फर्मों के लिए पूँजी लेखा को आगे खोले जाने के संबंध में कोई कार्रवाई सतर्क हो कर और नपे-तुले ढंग से करने की आवश्यकता होगी। हमारे विचारों को निदेशित करने का एक शिक्षाप्रद तरीका होगा पूँजी प्रवाह पर रणनीतिक नियंत्रण और कुशल नियंत्रण रखना। रणनीतिक नियंत्रण, जहाँ तक उनका संबंध पूँजी अंतर्वाह से होता है, में प्रवाह के पदानुक्रम को परिभाषित करना शामिल होगा (उदाहरणार्थ, भारतीय संदर्भ में, संविभाग निवेश और ऋण) और इसके लिए नियमों का विश्वसनीय ढाँचा प्रदान करना होगा, जिनका उपयोग विदेशी निवेशकों द्वारा अपनी निवेश रणनीति का निश्चय करने में किया जायेगा। दूसरी ओर कुशल नियंत्रण स्थिति-विशिष्ट होंगे - उन्हें उस समय अधिरोपित किया जायेगा जब विशेष परिस्थितियाँ उत्पन्न हों और उन्हें उस समय वापस ले लिया जायेगा, जब इसमें कमी आती है। तथापि, नियंत्रण का सही संयोजन और विस्तार गत्यात्मक होता है और इसका निर्धारण देश के संदर्भ में और अंतरराष्ट्रीय वातावरण के संदर्भ में किया जायेगा।

4. इसी पृष्ठभूमि में मैं आपके साथ कुछ प्रमुख विषय-वस्तु पर अपने विचारों को बाँटना चाहता हूँ जो अगले कुछ वर्षों में बाजार के विकास के लिए किये जाने वाले हमारे प्रयासों को निदेशित करेंगे।

5. पिछले कुछ वर्षों के दौरान अमरीकी डॉलर-आइएनआर विनिमय दर गतिसिद्धांत मुख्यतः पूँजी-प्रवाह से प्रेरित हुआ है। एक ओर बचत-निवेश अंतराल को और दूसरी ओर अटल चालू खाता घाटे को देखते हुए, पूँजी अंतर्वाह वृद्धि की गति को बनाये रखने के लिए आवश्यक होते हैं। भारतीय अर्थव्यवस्था के वृद्धि संबंधी बोध के अतिरिक्त वैश्विक निवेशकों की जोखिम वहन क्षमता और विद्यमान वैश्विक चलनिधि स्थिति ने पूँजी प्रवाह के परिमाण और दिशा को प्रेरित किया है। जबकि भारतीय अर्थव्यवस्था का वृद्धि प्रक्षेप-पथ युक्तिसंगत रूप से स्थिर रहा है, ऊपर उल्लिखित अन्य कारक पिछले कुछ वर्षों से कभी इधर और कभी उधर डोलते रहे हैं जिसका परिणाम रुपये में तेज मूल्यवृद्धि, मूल्यहास और अस्थिरता के रूप में सामने आया है। यह उल्लेख करना अनावश्यक होगा कि एक प्रमुख मैक्रो-वैरिएबल यथा विनिमय दर में अस्थिरता संपदा क्षेत्र के आर्थिक एजेंटों के अनुकूल निर्णयन को प्रभावित करती है। विदेशी मुद्रा प्रबंध अधिनियम, 1999 की प्रस्तावना में कहा गया है कि रिजर्व बैंक विदेशी मुद्रा बाजार में व्यवस्था बनाये रखने के लिए प्रतिबद्ध है और इस उत्तरदायित्व को पूरा करने के लिए रिजर्व बैंक ने जब भी आवश्यक हुआ है विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप किया है ताकि अत्यधिक अस्थिरता पर नियंत्रण रखा जा सके और बाजार में व्यवस्था को बहाल रखा जा सके।

6. वर्षों से, रिजर्व बैंक ने बचाव-साधनों (हेजिंग टूल्स) की व्यापक शृंखला उपलब्ध करायी है ताकि फर्म अपनी विदेशी मुद्रा जोखिम का प्रबंध करने में समर्थ हो सकें। यह नोट करते हुए प्रसन्नता होती है कि विविध बाजार प्रतिभागी, फर्म और व्यक्ति अपनी विदेशी मुद्रा जोखिम का सक्रियतापूर्वक प्रबंध कर रहे हैं और विनिमय-दर अस्थिरता पर कारगर कार्रवाई करने के अभ्यस्त हो गये हैं। हाल के वर्षों में एक प्रमुख गतिविधि एक्सचेंज ट्रेडेड करेंसी फ्यूचर्स और ऑप्शन्स को आरंभ किये जाने से संबंध रखती है। इनके आरंभ किये जाने के समय से ले कर अब तक इनके परिमाण में काफी वृद्धि दर्ज की गयी है। एक अर्थ में, करेंसी फ्यूचर्स के परिमाण में वृद्धि की उम्मीद नकद-निपटान, अंतर्निहित एक्सपोजर अपेक्षित नहीं होना और निरसन एवं रि-बुकिंग पर किसी प्रतिबंध की अनुपस्थिति की दृष्टि से की जाती है। तथापि, फ्यूचर्स में खुला हित जिसका ग्रहण इसके उपयोग की सीमा तक अंतिम उपयोगकर्ताओं द्वारा बचाव-व्यवस्था के लिए किया जाता है, बकाया वायदा संविदाओं के परिमाण की तुलना में काफी कम है। क्या यह इस बात का संकेतक है कि एक्सचेंज ट्रेडेड उत्पादों द्वारा प्रस्तावित अनेक फायदों के होते हुए भी ओटीसी बाजार अंतिम उपयोगकर्ताओं द्वारा विदेशी मुद्रा डेरिवेटिवों के संदर्भ में परिचालन किये जाने का तरजीही क्षेत्र बनने वाला है जहाँ लेन देन संबंधपरक बैंकिंग स्वरूप के होते हैं ?

7. जहाँ तक ओटीसी बाजारों का संबंध है जिस पहली विषय-वस्तु पर मैं चर्चा करना चाहता हूँ, वह बैंकों और उनके ग्राहकों के बीच लेन देनों की उपयुक्तता से संबंध रखती है। जैसाकि मैंने इसके पूर्व उल्लेख किया है, बैंकों और ग्राहकों के बीच विदेशी मुद्रा का लेन देन संबंधपरक बैंकिंग का एक भाग होता है। दूसरी बात यह कि अक्सरहाँ कारपोरेट को अपनी विदेशी मुद्रा क्रय-विक्रय स्थिति से लाभ उठाने के लिए डेरिवेटिव उत्पादों की आवश्यकता नहीं होती है, लेकिन उनके भावी नकदी प्रवाहों के कारण होने वाली अनिश्चितता को कम करने या उसे दूर करने के लिए इसकी आवश्यकता होती है। इस प्रकार, किसी कारपोरेट द्वारा किसी डेरिवेटिव उत्पाद का उपयोग किया जाना इसके एक्सपोजर के लक्षण, अनिश्चितताओं के स्वरूप और जोखिम वहन क्षमता या विमुखता जो इसके जोखिम प्रबंधन ढाँचे में प्रस्तुत की गयी होती है, द्वारा आदिष्ट होता है। अक्सर हम यह देखते हैं कि अस्थिर विदेशी मुद्रा बाजार या वस्तुतः कोई अन्य बाजार, साधारण लोगों को लुभाते हैं कि वे प्रतिद्वंद्विता में आगे आयें और फायदा उठायें जिसके लिए उन्हें इसके ठीक पूर्व का यंत्रवत् अनुमान लगाना होगा। बैंक यह सुनिश्चित करने के लिए अपने ग्राहकों के प्रति ऋणी होते हैं कि वे इस प्रकार के लालच का शिकार नहीं बनते हैं

और जिस डेरिवेटिव की खरीद-बिक्री की संविदा वे करते हैं, वे 'युक्तियुक्त' होते हैं। जबकि हमने इस विषय पर व्यापक दिशा-निर्देश जारी कर दिये हैं, मैं आपको ओटीसी बाजार की विश्वसनीयता, वित्तीय स्थिरता और, सर्वोपरि, स्थिर संबंधपरक बैंकिंग के परिप्रेक्ष्य में इस पहलू की अनिर्वायता से अवगत कराना चाहता हूँ। इसी प्रकार मैं कारपोरेटों (जो एफएआइ के भी सदस्य हैं) से अनुरोध करूँगा कि वे एक तगड़ी नियंत्रण ढाँचा स्थापित करें जो संविदागत उत्पाद की व्यापक समझदारी, उन वित्तीय उत्पादों का समुचित निरीक्षण, जो उनके सौदा कक्षों द्वारा खरीदे जा रहे हैं, इन उत्पादों के अंतर्हित जोखिम लक्षणों का मूल्यांकन सुनिश्चित करेगा और जिसमें परीक्षण और नियंत्रण की एक तगड़ी प्रणाली होगी, जो किसी सौदा कक्ष को पथ-भ्रष्ट होने से रोकेगी।

8. यह मुझे अगली विषय-वस्तु की ओर ले आता है, अर्थात्, ओटीसी बाजार आधारिकी। जैसाकि आप जानते हैं, जी-20 की पिट्सबर्ग घोषणा यह अधिदेश देती है कि सभी मानकीकृत डेरिवेटिव संविदाओं को एक्सचेंजों में या इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लैटफॉर्म पर जहाँ भी उपयुक्त हो, व्यापारित किया जाना चाहिए और वर्ष 2012 के अंत तक सेंट्रल काउंटरपार्टियों (सीसीपी) के माध्यम से समाशोधित किया जाना चाहिए। पुनः, ओटीसी डेरिवेटिव संविदाओं की रिपोर्ट भी ट्रेड रिपोजट्रियों को किया जाना चाहिए। वित्तीय स्थिरता बोर्ड की रिपोर्ट 'ओटीसी डेरिवेटिव बाजार सुधार' (अक्टूबर 2010) मानकीकरण, केंद्रीय समाशोधन, एक्सचेंज या इलेक्ट्रॉनिक प्लैटफॉर्म ट्रेडिंग, और ओटीसी डेरिवेटिव लेन देनों की रिपोर्ट ट्रेड रिपोजट्रियों को किये जाने से संबंधित मुद्दों पर ध्यान देती है, जिनका सामना अधिकारियों को कार्यान्वयन के समय करना पड़ सकता है। तथापि, ओटीसी उत्पादों के पक्ष में तगड़े विचार प्रस्तुत किये गये हैं। उनका विशिष्ट स्वरूप किसी बाजार प्रतिभागी की विनिर्दिष्ट अपेक्षाओं का प्रबंध करने के लिए नमनीयता प्रदान करता है। पुनः, ओटीसी बाजार नये उत्पादों के लिए नर्सरी के रूप में कार्य करता है और यह उत्पाद नवोन्मेष का प्रमुख स्रोत बना रहा है। पुनः, एक ऐसे बाजार में, जो अनिर्वायतः थोक बाजार के स्वरूप का है और कुछ बड़े प्रतिभागियों के लिए सीमित है, एक ओटीसी व्यापार इसके एक्सचेंज व्यापारित विकल्प की तुलना में लागत/कीमत फायदा दे सकता है। जैसाकि हम जानते हैं, उत्पादों को मानकीकृत करना उन्हें एक्सचेंज तक ले जाने की पूर्व-अपेक्षा होती है और यह चुनौती खड़ी कर सकता है। यदि सतर्कतापूर्वक निदेशित नहीं किया जाये, तो एक्सचेंज स्वयं सुभेद्यता और प्रणालीगत चुनौतियाँ खड़ी कर सकते हैं। अंत में, ऐसे एक्सचेंजों का निरीक्षण तगड़ा और कारगर होना है।

9. अब मैं हमारे अपने विदेशी मुद्रा बाजार की गतिविधियों पर कुछ कहना चाहता हूँ जहाँ तक केंद्रीकृत समाशोधन और ओटीसी लेन देनों की रिपोर्टिंग का संबंध है। संकट के आरंभ होने और नयी विचारधारा के पनपने के पहले से ही रिजर्व बैंक एक तगड़ी व्यापारिक एवं निपटान आधारिकी की आवश्यकता से अवगत रहा है और इसने इस दिशा में अनेक उपक्रमण किये हैं, जो विविध बाजार खंडों तक विस्तारित होते हैं। जैसाकि आप जानते हैं, भारतीय समाशोधन निगम लि. (सीसीआईएल) सभी अमरीकी डॉलर-भारतीय रुपया, अंतर-बैंक नकदी, टॉम, हाजिर और वायदा लेन देनों के लिए गारंटीकृत निपटान सुविधा प्रदान करता रहा है, जिसके लिए वह निपटान के लिए स्वीकृत सभी लेन देन के लिए दायित्व नवीकरण के माध्यम से केंद्रीय काउंटरपार्टी बनता है। इस गारंटीकृत निपटान के लिए जोखिम शमन उपाय करने के बारे में व्यापक रूप से चर्चा फेड रिजर्व के साथ सहकारी निरीक्षण की भावना से की गयी जैसाकि लैम्फ्लुसी रिपोर्ट में प्रकाशित किया गया है।

10. इस तंत्र से जो लाभ प्राप्त हुआ है, उसे जुलाई 2011 के लिए प्रस्तुत आँकड़ों से देखा जा सकता है। इस महीने के दौरान सीसीआईएल के माध्यम से निपटाये गये कुल अमरीकी डॉलर-आइएनआर सौदे (वायदा सौदों सहित) 95 प्रतिशत नेटिंग लाभ सहित 3.4 ट्रिलियन अमरीकी डॉलर मूल्य के थे। आपको स्मरण होगा कि ये नेटिंग लाभ विशेष रूप से वैश्विक वित्तीय संकट के दौरान लाभप्रद थे जिसमें चलनिधि की धारा वस्तुतः शुष्क हो चुकी थी। इस व्यवस्था के चलते, भारत में बैंकों को वित्तीय संकट के दौरान चलनिधि और निधीयन की कमी का अधिक सामना नहीं करना पड़ा।

11. हमने अब सीसीआईएल को अनुमति दी है कि वह विदेशी मुद्रा वायदा सौदों के केंद्रीकृत समाशोधन की शुरुआत करे। मैं समझता हूँ कि ऐसे 27 सदस्य बैंक हैं जो अमरीकी डॉलर-आइएनआर के हाजिर खंड के सदस्य हैं, लेकिन उनमें से 35 ही विदेशी मुद्रा वायदा खंड के सदस्य हैं। गारंटीकृत निपटान में सम्मिलित होने के लिए बैंकों की अनिच्छा के कारणों के बारे में जो प्रतिसूचना हमें प्रप्त हुई है वह मार्जिनिंग अपेक्षाओं से और बैंकों द्वारा सीसीआईएल के विरुद्ध तय की गयी न्यून एक्सपोजर सीमाओं से जुड़ी हुई है। इससे अधिक कुछ कहना आश्चर्यजनक होगा। शायद बैंक लाभ को घटे हुए जोखिम-भार और मार्जिन लागत की तुलना में केंद्रीकृत समाशोधन से उन्मुक्त एक्सपोजर सीमा के संदर्भ में देखते हैं जो उन्हें आकर्षक नहीं लगता है। वर्तमान चिंतन में इस दृष्टिकोण को स्वीकार करने में दिक्कत होती है, क्योंकि बैंकों की इस सीमित सहभागिता से केंद्रीकृत समाशोधन का नेटिंग लाभ

कम हो जाता है। सीसीपी व्यवस्था की सफलता के हमारे अनुभव को और ओटीसी डेरिवेटिवों के केंद्रीकृत समाशोधन के लिए जी-20 के उपक्रमों को देखते हुए रिजर्व बैंक यह अधिदेश देने पर विचार कर सकता है कि सभी विदेशी मुद्रा वायदा और अमरीकी डॉलर-आइएनआर व्यापारों का निपटान आवश्यक रूप से गारंटीकृत केंद्रीय समाशोधन तंत्र के माध्यम से किया जाये।

12. यदि रिजर्व बैंक को ऐसा निर्णय लेना हो तो यह आवश्यक होगा कि मीर्जिंग प्रक्रिया को संकट में डाले जाने के विरुद्ध रक्षात्मक उपाय किये जायें क्योंकि मार्जिंग प्रणाली के माध्यम से जोखिम प्रबंध सीसीपी के लिए महत्वपूर्ण हो जाता है। वाणिज्यिक/लाभप्रदता विचारों के चलते मार्जिन अपेक्षाओं की कठोरता से समझौता करने और मार्जिंग के प्रत 'रेस टू बॉटम' दृष्टिकोण का प्रणालीगत निहितार्थ होता है। इसलिए सीसीआईएल की मार्जिंग प्रक्रियाओं की समीक्षा की गयी है और उन्हें सरल और कारगर बनाया गया है। सीसीआईएल अब सदस्यों का मार्केट टू मार्केट (एमटीएम) लाभ का उपयोग एमटीएम जमा के रूप में करने की अनुमति देगा। आरंभिक मार्जिन और स्प्रेड मार्जिन का परिकलन तिथिवार निवल अमरीकी डॉलर क्रय-विक्रय स्थिति के समस्त निपटान के लिए वीएआर का उपयोग करते हुए किया जायेगा और सभी निपटान तिथि स्थितियों को एकल संविभाग के रूप में माना जायेगा। अंतरराष्ट्रीय स्तर पर भी प्रयास चल रहे हैं कि ओटीसी लेन देनों की रिपोर्ट ट्रेड रिपोजिटरी को करना अनिवार्य बना दिया जाये जहाँ कहीं सीसीपी की व्यवस्था कर पाना संभव नहीं हो। ट्रेड रिपोजिटरी (टीआर) वित्तीय बाजार आधारिकी होते हैं, जो ओटीसी डेरिवेटिव लेन देन के आँकड़ों का एक केंद्रीकृत डाटाबेस रखते हैं। इसलिए, टीआर इस स्थिति में होते हैं कि वे सूचना मुहैया करा सकें - विनियामकों और बाजार, दोनों को। टीआर ओटीसी बाजार में पारदर्शिता बढ़ाते हैं और वित्तीय स्थिरता का संवर्धन करते हैं। वैश्विक वित्तीय संकट के आरंभ होने और वैश्विक उपक्रमों के पहले से ही रिजर्व बैंक ने विनियामक अधिदेश के माध्यम से सीसीआईएल को यह काम सौंपा था कि वह ब्याज दर स्वैप्स के लिए लेन देन स्तरीय आँकड़े एकत्र करे और उनका मिलान करे। हालाँकि सीसीआईएल अभी कोई व्यापार-पश्चात् जीवन-चक्र प्रबंध सेवा प्रदान नहीं करता है, फिर भी इसके पास वे सभी सूचनाएँ होती हैं, जो किसी ट्रेड रिपोजिटरी के पास विशिष्ट रूप से होती हैं और इस अर्थ में यह ब्याज दर स्वैप्स के लिए दुनिया का पहला ट्रेड रिपोजिटरी है। रिजर्व बैंक ने सभी प्रकार के ओटीसी ब्याज दर और विदेशी मुद्रा डेरिवेटिव लेन देनों के लिए एक दक्ष, एकल विंदु रिपोर्टिंग तंत्र की रूपरेखा तैयार करने के लिए एक कार्यदल का भी गठन किया था जिसमें सीसीआईएल और बाजार प्रतिभागियों सहित

विविध पणधारी सम्मिलित किय गये थे। जन-परामर्श की अवधि समाप्त हो चुकी है और सिफारिशों की जाँच की जा रही है।

13. हाल के वर्षों में, गैर-सुपुर्दगी वाले वायदा (एनडीएफ) बाजार मानो चर्चा का विषय बन गये हैं। मुझे संदेह है कि इस सभा को आयोजित करने के स्थान का चयन कहीं इस तथ्य से प्रभावित हो कर तो नहीं किया गया है। बीआइएस का त्रैवार्षिक केंद्रीय बैंक सर्वेक्षण 2010 यह अनुमान लगाता है कि सकल दैनिक आइएनआर बाजार, जिसमें तटीय और अपतटीय बाजार शामिल हैं, लगभग 36 बिलियन अमरीकी डॉलर का होगा। तटीय आइएनआर बाजार के आकार को देखते हुए तब हम विशुद्ध निगमन तर्कशास्त्र के आधार पर यह अंदाजा लगाते हैं कि एनडीएफ बाजार ने वर्षों से द्रुत वृद्धि देखी है, जिसका औसत दैनिक पण्यवर्त सर्वेक्षण-अवधि के दौरान लगभग 16 बिलियन अमरीकी डॉलर का रहा है।

14. विभिन्न मुद्राओं में एनडीएफ बाजार बढ़ते वैश्वीकरण के साथ अस्तित्व में आया, जिसने इस तथ्य को उजागर किया कि किसी मुद्रा में प्रत्यक्ष या अप्रत्यक्ष एक्सपोजर वाले आर्थिक एजेंट होते थे, लेकिन उनके पास जोखिम से बचाव का अवसर या तो विनियामक प्रतिबंध के कारण नहीं होता था या बचाव-व्यवस्था वाले उत्पाद या बाजार उपलब्ध नहीं थे या इसलिए क्योंकि किसी अपरिचित देश में हेजिंग संविदा करने का स्वरूप बहुत बोझिल होता था। साक्ष्य से पता चलता है कि कुछ अधिकार क्षेत्र में विनियामक प्रणाली के शिथिल रहने और अनिवासियों को घरेलू बाजार में पूर्ण पहुँच होने पर भी एनडीएफ बाजार महत्वपूर्ण बना रहा, अनुमानतः इस तथ्य के कारण कि यह हितबद्ध अनिवासियों को लेन देन की सहजता और एक परिचित बाजार देता था। तब यह प्रश्न उठता है कि क्या एनडीएफ बाजार और तटीय बाजार के साथ कोई सहबद्धता है और एनडीएफ बाजार किस प्रकार घरेलू बाजार को प्रभावित करता है। प्रारंभ में, हमें यह समझना होगा कि तटीय दरें देश और विदेश में आर्थिक और भू-राजनीतिक गतिविधियों के एकरूप सेट द्वारा प्रभावित होती हैं और यह मानने का प्रकल्पित रूप से कोई कारण नहीं है कि दो दरें एक ही तरह की घटनाओं के होने पर अलग-अलग प्रतिक्रिया करेंगी, सिवाय समय-सीमा में अंतर के, जिसमें कीमतें बाजार की कार्रवाई का प्रग्रहण करती हैं।

15. इतना कहने के बाद यह सच है कि राष्ट्रीय सीमा के बाहर स्थित प्रतिष्ठान जिनकी उपस्थिति भारत में और विदेश में है, दोनों बाजारों में संबंध स्थापित कर सकते हैं और दोनों बाजारों के बीच उभरते अंतर को अंतरपणन द्वारा दूर करने में सहायक हो सकते हैं। जहाँ तक एनडीएफ बाजार के घरेलू बाजार को प्रभावित करने के प्रश्न का संबंध

है जब तक घरेलू दरों में उतार-चढ़ाव आर्थिक और भू-राजनीतिक कारकों द्वारा पर्याप्त रूप से स्पष्ट नहीं किये जाते जिनमें सर्वाधिक महत्वपूर्ण रहे हैं पूँजी प्रवाह और प्रमुख मुद्राओं में उतार-चढ़ाव तब तक इस मुद्दे पर आगे वाद-विवाद करने का कोई कारण नहीं है ।

16. एक संबंधित मुद्दा, जो हाल में उठाया गया है वह है आइएनआर का अंतरराष्ट्रीयकरण। विश्व-अर्थव्यवस्था के साथ हमारे क्रमिक एकीकरण ने जो व्यापार और पूँजीगत लेखा, दोनों में हुआ है, और स्थायी वृद्धि की संभावना ने दुनिया भर में दिलचस्पी जगायी है। यह स्वाभाविक ही है कि दुनिया भर में निवेशक समुदाय भारत की वृद्धि में हिस्सा बँटाना चाहेगा चाहे वह उद्योग में या इक्विटी बाजार में या ऋण बाजार में प्रत्यक्ष निवेश द्वारा हो। क्या यह एक उपसिद्धांत का अनुगमन नहीं करता है कि आइएनआर भी उनके लिए ध्यान देने की वस्तु बन जाये ? तथापि, जैसे-जैसे कोई अर्थव्यवस्था उदारीकरण और वैश्वीकरण के पथ पर आगे बढ़ती है, आदर्शतः प्रयास यह होना चाहिए कि अनिवासी प्रतिष्ठानों की सभी बचाव-व्यवस्था संबंधी अपेक्षाओं को तटीय किया जाये। एक संबद्ध मुद्दा है आइएनआर में इनवाइस बनाना। हम यह भली-भाँति जानते हैं कि अभी भी इसे बाजार प्रतिभागियों को सतत आधार पर आकर्षित करना बाकी है। आइएनआर का एकपक्षीय उतार-चढ़ाव निश्चित रूप से इसके इनवाइसिंग सुवास को संभावित हिताधिकारियों के बाच बढ़ाता है। लेकिन किसी इनवाइस करेंसी का सही परीक्षण देश का समष्टिआर्थिक बल होता है। जिस सहजता से करेंसी और संबंधित जोखिमों से बचाव की व्यवस्था की जा सकती है, वह उत्पाद तक पहुँचने का प्रमुख निर्धारक तत्व होगा। जिस बात पर मैं अधिक जोर देना चाहता हूँ वह यह है कि रिजर्व बैंक एक समर्थकारी वातावरण का सृजन करने का प्रयास करेगा। हम हाल ही में अनिवासियों को बचाव-व्यवस्था करने की अनुमति दे कर एक कदम आगे बढ़ा चुके हैं। इससे जो अनुभव हमें प्राप्त होगा वह निश्चय ही मूल्यांकन में और आगे बढ़ने में सुविधा प्रदान करेगा।

17. मेरा मानना है कि इस प्रकार की सभा को आसन्न चिंताओं के मुद्दों पर विचार-विमर्श करने के आगे जाना चाहिए। एक रणनीतिक तत्व /सुवास विचार-विमर्श को मूल्यवान बनायेगा और विनियमों के

भावी प्रक्षेप-पथ की रूपरेखा प्रदान करने में सहायता करेगा। इस विजन की ओर अग्रसर होने के लिए मैं इस अवसर पर भविष्य के लिए उपयुक्त एक प्रश्न बाजार प्रतिभागियों के सामने प्रस्तुत करता हूँ - एक बौद्धिक वाद-विवाद। किसी आरक्षित मुद्रा के क्या गुण होते हैं ? क्या मुद्रा की पूर्ण पूँजी लेखा परिवर्तनीयता पूर्व-अपेक्षा होती है ? इस संबंध में आइएनआर कहाँ ठहरता है ? मैं चाहूँगा कि वार्षिक सम्मेलन में इस पर तगड़ी चर्चा हो, हो सकता है कि वह संतुलित मनःस्थिति में हो।

18. अब मैं अपनी बातों का उपसंहार करता हूँ। मैंने निम्नलिखित मुद्दों को आलोकित किया है, जो भविष्य में विदेशी मुद्रा बाजार के विकास और विनियमन के हमारे प्रयासों को निदेशित करेंगे।

क. विदेशी मुद्रा बाजार के भावी विकास को पूँजी लेखा के उदारीकरण के साथ देखा जाना होगा, जो बदले में व्यापक समष्टिआर्थिक चिंताओं और उद्दामी अंतरराष्ट्रीय वातावरण द्वारा आदिष्ट होगा।

ख. रिजर्व बैंक ओटीसी बाजार आधारिकी में सुधार का प्रयास सक्रियतापूर्वक करता रहा है और इस दिशा में अपना प्रयास जारी रखने के लिए प्रतिबद्ध है, ताकि इसमें वैश्विक सर्वोत्तम व्यवहारों का अनुपालन सुनिश्चित हो सके।

ग. भारत में ओटीसी विदेशी मुद्रा बाजार संबंधपरक बैंकिंग का भाग है और इस प्रकार, बैंकों का दायित्व ग्राहक की दृष्टि से लेन देनों की उपयुक्तता और इष्टतमता को सुनिश्चित करना है।

घ. आइएनआर और उभरते अपतटीय बाजारों में अंतरराष्ट्रीय अभिरुचि भारतीय अर्थव्यवस्था के क्रमिक उदारीकरण से संगति रखती है और सभी वास्तविक उपयोगकर्ताओं को, जो अंतर्निहित एक्सपोजर से बचाव चाहते हों, देश में लाने का प्रयास किया जाना चाहिए।

19. मैं एक बार फिर से आपको धन्यवाद देता हूँ कि आपने मुझे इस सम्मेलन में आमंत्रित किया और धैर्यपूर्वक मेरी बातें सुनीं।