

एशियाई पूँजी बाजारों का अंतरराष्ट्रीयकरण और एकीकरण : रेन्मिन्बी सहित एशियाई मुद्राओं के लिए विस्तारित भूमिका*

जी.पद्मनाभन

मैं वस्तुतः आयोजकों, ली कुआन स्कूल ऑफ पब्लिक पॉलिसी, नैशनल युनिवर्सिटी ऑफ सिंगापुर, का ऋणी हूँ कि उन्होंने मुझे एक ऐसे मुद्दे पर अपने विचार साझा करने का अवसर दिया है, जो आने वाले वर्षों में वैश्विक वित्तीय परिदृश्य को बदल देने की संभावना रखता है।

2. वैश्विक वित्तीय संकट और उसके परिणाम ने अंतरराष्ट्रीय मौद्रिक प्रणाली (आइएमएस) की कार्यपद्धति और बहुविध मुद्रा प्रणाली की आवश्यकता के संबंध में वाद-विवाद को नवीकृत कर दिया है। क्या शक्तिशाली अमरीकी डालर का कोई व्यवहार्य विकल्प है? ये वाद-विवाद उसी समय हुए, जब चीनी अधिकारियों ने रेन्मिन्बी (आरएमबी) के वृहत्तर अंतरराष्ट्रीयकरण के लिए अनेक कदम उठाये। वर्तमान संधि-काल में, वैश्विक वित्तीय प्रणाली में अभी भी अमरीकी डालर का प्रभुत्व है, जिसके बाद कुछ अन्य उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की मुद्राओं का स्थान आता है, जो हाशिये पर हैं। इसके ठीक विपरीत स्थिति यह है कि उभरते बाजार (ईएम) की मुद्राएँ कदाचित ही अंतरराष्ट्रीय लेन देनों में प्रयुक्त होती हैं, यह इस तथ्य के बावजूद है कि ये अर्थव्यवस्थाएँ विश्व अर्थव्यवस्था के साथ अधिकाधिक एकीकृत हो रही हैं और वैश्विक वृद्धि, व्यापार और वित्तीय प्रवाहों में उनका योगदान बढ़ रहा है।

3. चूँकि चर्चा का विषय अंतरराष्ट्रीयकरण और एशियाई पूँजी बाजारों के एकीकरण के बीच सहबद्धता पर ध्यान केंद्रित करता है, अतः मैं अपने प्रेक्षकों को एशियाई पूँजी बाजारों

* 12 जुलाई 2013 को ओएमएफआईएफ-एलकेवाइ एशियाज रोल इन ग्लोबल इकोनॉमी में परिचालित श्री जी.पद्मनाभन, कार्यपालक निदेशक, भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा प्रस्तुत की गयी टिप्पणी। श्री जी.महालिंगम और श्री आनंद प्रकाश द्वारा दी गयी सहायता को कृतज्ञतापूर्वक स्वीकार किया जाता है।

के विकास और एकीकरण के मुद्दों से संबंधित मुद्दों तक और उस भूमिका तक सीमित रखूँगा, जो यह एशियाई मुद्राओं के संभावित अंतरराष्ट्रीयकरण, विशेष रूप से रेन्मिन्बी के, में निभा सकती है। सफल अंतरराष्ट्रीयकरण सामान्यतः वित्तीय खुलापन, पूँजी के मुक्त प्रवाह की अनुमति देने और घरेलू वित्तीय बाजारों के विकास से जुड़ा होता है, क्योंकि पूँजीगत लेखा लेन देनों के लिए किसी मुद्रा की परिवर्तनीयता को प्रतिबंधित करना उस मुद्रा में मूल्यवर्गित लेन देनों की लागत बढ़ा सकता है और महत्वपूर्ण घरेलू भंडार में बाह्य पहुँच को सीमित कर सकता है। पुनः, वित्तीय बाजार की सुदृढ़ता और चलनिधि एक बहुत महत्वपूर्ण तत्व होता है, क्योंकि यह उधारकर्ताओं और निवेशकों को सुदृढ़ एवं अर्थसुलभ तटवर्ती बाजारों तक पहुँच प्रदान करता है और मुद्रा एवं ऋण जोखिमों से बचाव करने में भी समर्थ बनाता है। इसके अतिरिक्त, अपतटीय बाजार भी मुद्रा के अंतरराष्ट्रीयकरण के प्रयासों में एक महत्वपूर्ण भूमिका अदा करते हैं और उनका विकास तटवर्ती वित्तीय बाजार के सुदृढ़ीकरण के आगे-पीछे के क्रम में होना चाहिए।

4. बीआइएस के हाल के एक पत्र के अनुसार(2012), एशियाई इक्विटी और बांड बाजारों में वृहत्तर क्षेत्रीय वित्तीय एकीकरण में वर्षों से काफी प्रगति होती रही है। तथापि, एकीकरण की सीमा अभी भी समित दिखाई देती है। हाल के वर्षों में यह प्रक्रिया रुक गयी प्रतीत होती है और दो प्रमुख क्षेत्रीय ब्लॉक - परिपक्व और उभरते बाजार - में भिन्न-भिन्न अंश का एकीकरण देखने में आ रहा है। एक अन्य बीआइएस अध्ययन के अनुसार, एशिया में वास्तविक एकीकरण हुआ है, लेकिन यह चीन-केंद्रिक है, न कि उतना अधिक बहुपक्षीय, जिसमें द्विपक्षीय व्यापार चीन और अन्य एशियाई देशों के बीच होता है। युरोपीय प्रकार का संपूर्ण एकीकरण एशिया में नहीं हुआ है, जिसके लिए विभिन्न कारण जिम्मेदार हैं।

5. आज के प्रबुद्ध श्रोतागणों के लिए मैं एक प्रस्ताव प्रस्तुत करना चाहूँगा कि अंतरराष्ट्रीयकरण को एक सातत्यक के रूप में देखे जाने की आवश्यकता है, न कि दो छोर के रूप में, क्योंकि भिन्न-भिन्न मुद्राओं में अंतरराष्ट्रीयकरण के विभिन्न स्तर हो सकते हैं। अंतरराष्ट्रीयकरण से केवल यह संकेत मिलता है कि उस मुद्रा का अधिक अंतरराष्ट्रीय प्रयोग किया जा रहा है और इसे अंतरराष्ट्रीय रिजर्व मुद्रा, यथा, अमरीकी डालर नहीं समझना चाहिए, जो उनके अपने ही संघ में होती है।

भारतीय वित्तीय बाजारों का एकीकरण

6. अब मैं उस मुद्दे पर आता हूँ, जिसका संबंध भारतीय वित्तीय बाजारों के वैश्विक वित्तीय बाजारों के साथ एकीकरण से है। भारतीय वित्तीय बाजार अब वैश्विक वित्तीय बाजारों के साथ अधिकाधिक एकीकृत हो रहे हैं, जिसकी झलक भारतीय वित्तीय बाजारों में बढ़ती अस्थिरता में दिखाई पड़ती है, जो अंतरराष्ट्रीय बाजारों से उत्पन्न हलचल के फैलने का परिणाम होता है। जैसाकि हाल के सप्ताहों में देखा गया है, भारतीय रुपया मुख्यतः बाह्य गतिविधियों के कारण दबाव में आया और इक्विटी तथा बांड, दोनों की कीमतों में अस्थिरता देखी गयी, जिसका कारण युएस फेड द्वारा परिमाणात्मक सौकर्य को रोकने के आसन्न भय के चलते एफआईआई द्वारा डिलिवरेजिंग जैसे वैश्विक कारक थे।

7. मोटे तौर पर कहा जाये, तो भारतीय संदर्भ में वित्तीय बाजारों के एकीकरण को सुविधाजनक बनाने में विभिन्न प्रकार के उपायों का योगदान रहा है, (i) मुक्त कीमत-निर्धारण, (ii) बाजारों में सहभागिता-आधार को विस्तारित करना, (iii) नयी लिखतें आरंभ करना और (iv) भुगतान और निपटान संबंधी आधारभूत संरचना में सुधार। बाजार निर्धारित विनिमय दर के रूप में मुक्त कीमत-निर्धारण, ब्याज दर को मुक्त किया जाना, पूँजीगत लेखा का क्रमशः उदारीकरण, आदि, ने भारतीय वित्तीय बाजारों के वृहत्तर एकीकरण में मदद की। एफआईआई, जिनकी पहुँच घरेलू और अंतरराष्ट्रीय बाजारों, दोनों तक होती है, के आगमन से घरेलू वित्तीय बाजारों पर गहरा प्रभाव पड़ा है। घरेलू विदेशी मुद्रा बाजार और समुद्रपार बाजार के बीच सहबद्धता (विषमस्तरीय एकीकरण) को सुविधाजनक बनाने के लिए बैंकों/प्राधिकृत व्यापारियों (एडी) को अनुमति दी गयी कि वे निधियाँ उधार लें और विदेश में निवेश करें (कुछ सीमा तक) और भारत में कंपनियों को विदेशी मुद्रा में उधार दें तथा कंपनियों को अनुमति दी गयी कि वे विदेशों से अमरीकी/वैश्विक निक्षेपागार रसीदों, विदेशी मुद्रा परिवर्तनीय बांडों (एफसीसीबी) और बाह्य वाणिज्यिक उधार (ईसीबी) के माध्यम से संसाधन जुटायें। अनेक नयी लिखतें आरंभ की गयीं, जिन्होंने बाजारों की गहनता को सुविधाजनक बनाया और सहभागियों को मुद्रा एवं ब्याज दर जोखिमों से बचाव करने में समर्थ बनाया। अनेक संस्थागत उपाय और प्रौद्योगिकी तथा भुगतान एवं निपटान संबंधी आधारभूत संरचना में महत्वपूर्ण सुधार, यथा, डीवीपी, सरकारी प्रतिभूतियों के

ऑर्डर मैचिंग प्लैटफार्म, जिसे एनडीएस-ओएम नाम दिया गया, आरटीजीएस, एक्सचेंजों में इलेक्ट्रॉनिक लेन देन प्रणाली, आदि ने महत्वपूर्ण रूप से वित्तीय क्षेत्र बाजार आधारभूत संरचना को सुदृढ़ किया है।

एशियाई मुद्राओं, विशेष रूप से रेन्मिन्बी और रुपया के अंतरराष्ट्रीयकरण के संबंध में प्रगति

8. चीन की तेज आर्थिक वृद्धि और विश्व के साथ इसके बढ़ते एकीकरण ने चीनी मुद्रा के अंतरराष्ट्रीयकरण की प्रगति को तेज कर दिया है। इस समय, आरएमबी अभी तक केवल ऐसी मुद्रा नहीं है, जोकि महत्वपूर्ण भंडार के रूप में, न कि स्थिरक के रूप में अपनी भूमिका निभा रही है। तथापि, एक सीमित स्तर पर आरएमबी को अंतरराष्ट्रीयकृत करने का चीन का प्रयास आरंभ हो गया है, क्योंकि इसके व्यापारिक भागीदारों के साथ किये गये लेन देनों में कुछ प्रगति पहले से ही दिखाई दे रही है। वियतनाम, लाओस, म्याँमार, दि सेंट्रल एशियन स्टेट्स, आदि के साथ व्यापार में और अन्य चालू खाता लेन देनों में आरएमबी का व्यापक प्रयोग किया जा रहा है। इसके अतिरिक्त, पूँजीगत लेन देनों के संदर्भ में चीन ने कुछ अनंतिम नियमों की घोषणा की है, जो अंतरराष्ट्रीय विकास संस्थाओं द्वारा आरएमबी में मूल्यवर्गित बांडों के निर्गम को नियंत्रित करते हैं। चीन ने मुख्यभूमि चीन के साथ किसी व्यापार में आरएमबी में इनवाइस बनाये जाने की अनुमति दी है। वैश्विक वित्तीय संकट के उत्पन्न होने के समय से ही अपने विदेशी मुद्रा रिजर्व के प्रबंध के संबंध में पीपुल्स बैंक ऑफ चाइना (पीबीओसी) ने अनेक द्विपक्षीय करेंसी स्वैप करार किये हैं, जिसमें पीबीओसी और अन्य केंद्रीय बैंकों (संख्या में 20 से अधिक) ने सहमति जतायी है कि वे अपनी-अपनी काउंटरपार्टी मुद्रा के साथ आरएमबी में विनिमय करेंगे (न कि अमरीकी डालर में)। चीनी अधिकारी आरएमबी के लिए एक अपतटीय बाजार विकसित किये जाने की दिशा में भी अनेक सक्रिय कदम उठाते रहे हैं।

9. अंतरराष्ट्रीयकरण के मुद्दे पर रेन्मिन्बी और भारतीय रुपया के बीच तुलना अवश्य की जानी है। इस समय भारतीय रुपया पूर्ण परिवर्तनीय नहीं है। जबकि चालू खाता को पूर्ण परिवर्तनीय बना दिया गया है, हमने पूँजीगत लेखा की परिवर्तनीयता की दिशा में नपा-तुला दृष्टिकोण अपनाया है। यह समझा जाना भी महत्वपूर्ण है कि चीन के विपरीत, जिसके पास काफी चालू खाता अधिशेष है, भारत एक चालू खाता घाटा वाला देश रहा है। बड़े चालू खाता घाटा की दृष्टि से, रुपये

की विनिमय दर बड़े पूँजी उतार-चढ़ाव के प्रति संवेदनशील होती है, विशेष रूप से संकट-अवधि के दौरान। इसका अर्थ यह नहीं है कि देश की अभिलाषा स्या को अंतरराष्ट्रीय मुद्रा के रूप में देखने की नहीं है, विशेष रूप से जब हम व्यापार और निवेश के माध्यम से वैश्विक एकीकरण बढ़ा रहे हैं। व्यापार से संबंधित लेन देनों के लिए रुपया इनवाइसिंग का संवर्धन करने के लिए, रिजर्व बैंक ने हाल में अनक कदम उठाये हैं।

एशियाई मुद्राओं के अंतरराष्ट्रीयकरण में बाध्यताएँ और भावी पथ

10. मैं पाँच मुद्दों की ओर संकेत करते हुए अपनी बात समाप्त करूँगा। पहला, जैसाकि मैंने ऊपर बताया है, एशियाई वित्तीय बाजार के एकीकरण के संबंध में हाल में किये गये अनेक अध्ययनों में, अनुभवमूलक विश्लेषण के आधार पर यह निष्कर्ष निकाला गया है कि एशियाई वित्तीय बाजारों के क्षेत्रीय एकीकरण, इक्विटी और ऋण बाजार, दोनों में वर्षों से प्रगति हुई है, लेकिन यह अभी भी अपूर्ण है और एकीकरण के स्तर में काफी अपसरण है। चीन निश्चित चालें चलता रहा है, लेकिन शेष एशिया में कदाचित ही कोई एकीकरण हुआ है, यद्यपि अंतरराष्ट्रीय बाजारों का असर भारत सहित अन्य एशियाई बाजारों पर अधिकाधिक होता दिखाई दे रहा है, जो वैश्विक बाजारों के साथ एशियाई बाजारों के बढ़ते एकीकरण का संकेत है। स्थानीय कारकों, यथा, कुछ एशियाई अर्थव्यवस्थाओं में ऋण या चलनिधि जोखिमों के अतिरिक्त, वित्तीय बाजारों में अपसरण और एकीकरण में प्रगति कम होने का कारण अनेक अन्य कारकों को माना जा सकता है, विशेष रूप से क्षेत्र के पूँजी बाजारों में मानकों में सामंजस्य रखने में विफलता।

11. दूसरा, मुद्रा का अंतरराष्ट्रीयकरण, जिसके लिए बाजार उदारीकरण आवश्यक होता है, के लिए क्षेत्रीय वित्तीय बाजार आधारभूत संरचना की व्यवस्था अपेक्षित होती है, जिसमें समाशोधन और निपटान की क्षेत्रीय प्रणाली, क्षेत्रीय गारंटी संस्थाएँ, हेजिंग सुविधाएँ, और सीमापार निवेशों को प्रोत्साहित करने के लिए साख-श्रेणी-निर्धारण एजेंसियाँ शामिल हैं। इसके साथ इस बात की भी आवश्यकता होगी कि विधिक और विनियामक प्रणालियों, बाजार प्रथाओं, श्रेणी-निर्धारण मानदंडों, लेखांकन और लेखापरीक्षा प्रथाओं में क्षेत्र के सभी देशों में बांड और कूपन भुगतानों पर विद्होल्टिंग टैक्स में सामंजस्य हो। इसके अतिरिक्त, एशियाई मुद्राओं के वृहत्तर अंतरराष्ट्रीयकरण के लिए सुविकसित एवं सुदृढ़ विदेशी मुद्रा

बाजार अपेक्षित होगा, जिसमें विविधीकृत विदेशी मुद्रा बचाव लिखतें हों, जिससे घरेलू बाजारों में विदेशी मुद्रा बांडों का निर्गम और विदेशी संस्थाओं द्वारा स्थानीय मुद्रा के बांडों का निर्गम सुविधाजनक बने। वर्तमान संधि-काल में, क्षेत्र में ऐसी पूर्वशर्तों का पूरी तरह पालन नहीं किया जा रहा है। हम किस प्रकार आगे बढ़ें?

12. तीसरा, आसियान देश कहीं से भी एकल बाजार बनाने के आसपास नहीं दिखाई पड़ते, जैसाकि इयु में है। एशियाई मौद्रिक संघ बनाने और एकल क्षेत्रीय मुद्रा बनाने के संबंध में प्रस्ताव दिये गये हैं, लेकिन इन प्रस्तावों पर अमल नहीं हुआ है। क्षेत्र में पूर्ण एकीकरण के लिए यह अपेक्षित होगा कि इयु की तर्ज पर एक अधिराष्ट्रीय संस्था बनायी जाये, लेकिन यह इस संधिकाल में कष्टकल्पित बात लगती है। मौद्रिक संघ तंत्र के माध्यम से युरोपीय एकीकरण का उतना सुखद अनुभव नहीं होने से प्राप्त सबक भी एशियाई नीति-निर्माताओं को परेशान करता रहेगा। किसी भी स्थिति में, एशियाई मुद्राओं का वृहत्तर एकीकरण और अंतरराष्ट्रीयकरण करने के लिए यह अपेक्षित होगा कि प्रतिभागी देशों के बीच एक करार किया जाये, जिसमें उन्हें द्विपक्षीय निर्णयों की बनिस्बत सामूहिक निर्णयों से आबद्ध बनाया जाये। इसे हम किस प्रकार प्राप्त करेंगे?

13. चौथा, ऊपर उल्लिखित क्षेत्रीय एकीकरण में बाधाओं की दृष्टि से अधिकांश एशियाई देश क्षेत्रीय अर्थव्यवस्था की तुलना में वैश्विक अर्थव्यवस्था से अलग-अलग जुड़े हैं। तथापि, वित्तीय बाजार एकीकरण क्षेत्र के आर्थिक विकास के लिए महत्वपूर्ण है। क्षेत्र में एकीकरण की धीमी गति और उसके परिवर्ती अंश के चलते यह अपेक्षित होगा कि इन बाध्यताओं पर विजय प्राप्त करने के लिए एकजुट होकर नीतिगत कार्रवाई की जाये। एशियाई देशों ने वृहत्तर वित्तीय सहयोग और एकीकरण के लिए अपना राजनीतिक समर्थन दर्शाया है। क्षेत्र में क्षेत्रीय बचत को सरणीबद्ध करने की निश्चित रूप से बहुत गुंजाइश है, विशेष रूप से आधारभूत संरचना विकास के लिए निवेश करने में। आर्थिक संरचना और विकास में अंतर, अलग-अलग बाजारों की परिपक्वता और आधारभूत संरचना जैसे क्षेत्रों में बाधाओं पर ध्यान दिये जाने की आवश्यकता है। क्या हम एशियाई वित्तीय बाजारों के एकीकरण का संवर्धन करने के लिए एक ऐसी समन्वित नीति की आशा कर सकते हैं, जो भविष्य में एशियाई मुद्राओं के अंतरराष्ट्रीयकरण को सुविधाजनक बनाने में सफल होगी?

14. पाँचवाँ, एक अंतिम विचार। जिस प्रकार हम अंतरराष्ट्रीयकरण के मुद्दे पर चर्चा करते हैं, उसी प्रकार हमें वैश्विक बाजार के साथ उन्मुक्त एकीकरण की समस्याओं के बारे में सजग रहना होगा, जहाँ स्थानीय मूलभूत कारक नेपथ्य में चले जाते हैं और वैश्विक कारक बाजार में अवांछित अस्थिरता उत्पन्न करने में बड़ी भूमिका अदा करने लगते हैं, जैसाकि हाल की गतिविधियों ने प्रचुरता से प्रदर्शित किया है। इस मुद्दे पर हम किस प्रकार ध्यान देंगे? भारत ने इस मुद्दे के संबंध में

वैसा ही दृष्टिकोण अपनाया है, जैसाकि इसने पूँजीगत लेखा की परिवर्तनीयता के संबंध में दृष्टिकोण अपनाया था, जिसे उसने घटना के रूप में नहीं, प्रक्रिया के रूप में अपनाया था और इसे धीरे-धीरे, न कि एकाएक खोला था। प्रत्येक देश के लिए यह आवश्यक होगा कि वह अपने दृष्टिकोण के लिए अपनी नीति बनाये।

धन्यवाद !