

# स्टेबलक्वाइन - क्या वित्तीय प्रणाली में इनकी कोई भूमिका है\*

श्री टी. रबी शंकर

## I. प्रस्तावना

उद्योग जगत के प्रतिष्ठित लीडर्स, मेरे सहकर्मी और अतिथिगण।

यहां खड़े होकर विद्वानों की ऐसी सभा से बात करना सौभाग्य की बात है और इसमें मुझे आमंत्रित करने के लिए मैं मिंट का आभारी हूँ।

मुद्रा, जैसा कि हम जानते हैं, सदियों से मानव समाज का एक केंद्रीय स्तंभ रहा है, जो व्यापार को सक्षम बनाता है, आर्थिक गतिविधि को सुविधाजनक बनाता है, और सामाजिक तथा वित्तीय संबंधों में विश्वास की धारणा को रेखांकित करता है। समय के साथ, मुद्रा का रूप प्रौद्योगिकी के साथ विकसित हुआ है - वस्तुओं से धातु से कागज से जमा खातों में जमाशेष राशि से लेकर अब डिजिटल टोकन तक। यद्यपि, पैसे के रूप प्रौद्योगिकी के अनुरूप परिवर्तित हुए हैं, पैसे का मूल गुण - जिसका प्रतिनिधित्व यह करता है, या जो इसे विश्वसनीयता देता है - हमेशा यह रहा है कि यह उस मूल्य का प्रतिनिधित्व करता है जिसमें उपयोगकर्ताओं का विश्वास है। यह मूल्य या तो आंतरिक (धातु का मुद्रा) है या किसी विश्वसनीय व्यक्ति द्वारा भुगतान (कागजी मुद्रा या जमा मुद्रा) के वादे से प्राप्त होता है। सैद्धांतिक रूप से, मुद्रा कोई भी व्यक्ति तब तक जारी कर सकता है जब तक उसे उपयोगकर्ताओं का विश्वास प्राप्त हो। हालांकि, इतिहास में मुद्रा के अधिक स्थिर रूप हमेशा शासकों द्वारा जारी किए गए हैं, निजी जारीकर्ताओं द्वारा नहीं। निजी मुद्रा (गैर-सरकारी संस्था द्वारा जारी मुद्रा) के उदाहरण इतिहास में पाए जा सकते हैं, लेकिन वे स्थिर व्यवस्था नहीं रहे हैं। इसलिए, प्रचलन में सरकार द्वारा वचनांकृत मुद्रा की विश्वसनीयता है।

मुद्रा के इस मौलिक चरित्र को क्रिप्टोकॉरेंसी से चुनौती दी जा रही है। यह प्रौद्योगिकी के दृष्टिकोण से नहीं है, क्योंकि डिजिटल टोकन के रूप में मुद्रा, इसकी प्रकृति को बदले बिना उपलब्ध हो सकता है। लेकिन क्रिप्टोकॉरेंसी की मूलभूत चुनौती यह है

\* 12 दिसंबर, 2025 को मुंबई में मिंट एनुअल बीएफएसआई कॉन्क्लेव 2025 में उप गवर्नर श्री टी. रबी शंकर द्वारा दिया गया मुख्य भाषण।

कि वे मुद्रा की प्रकृति को बदलने का दावा करते हैं - क्योंकि क्रिप्टोकॉरेंसी आंतरिक मूल्य के संदर्भ में या भुगतान करने के वादे के संदर्भ में मूल्य का प्रतिनिधित्व नहीं करती है। आज अपने संबोधन में, मैं यह पता लगाने का प्रस्ताव करता हूँ कि इस तरह की चुनौती की प्रकृति क्या है, और हम जिस वित्तीय प्रणाली से अवगत हैं उसके लिए क्रिप्टोकॉरेंसी के निहितार्थ क्या हैं।

मुद्रा की प्रकृति या चरित्र को समझने में सक्षम होने के लिए, हमें थोड़ा गहराई से देखने की जरूरत है।

## II. मुद्रा के गुण

एक आधुनिक अर्थव्यवस्था में, मुद्रा के दो रूप हैं- कागजी मुद्रा और बैंक जमा- मुद्रा (भौतिक) सीधे देश द्वारा (अपने केंद्रीय बैंक के माध्यम से) जारी की जाती है जबकि जमा (डिजिटल) वाणिज्यिक बैंकों द्वारा लाइसेंस के तहत जारी किए जाते हैं। सभी मुद्रा या तो सीधे केंद्रीय बैंक द्वारा या अप्रत्यक्ष रूप से इसके द्वारा अधिकृत बैंकों के माध्यम से जारी किया जाता है। इस प्रकार, आधुनिक अर्थव्यवस्थाओं में सभी मुद्रा प्रकृति में प्रभावी रूप से वैध (एफआईएटी) है। आधुनिक मुद्रा का यह वही वैधता या संप्रभु पहलू है जो मुद्रा में 'विश्वास' पैदा करता है और इसे स्थिरता प्रदान करता है।

आधुनिक मुद्रा की एक दूसरी परिभाषित विशेषता "एकनिष्ठता" है, ऐसी विशेषता जो किसी अर्थव्यवस्था में मुद्रा के विभिन्न रूपों जैसे नकदी, जमा, एक ही इकाई में अंकित होते हैं और समान मूल्य पर विनिमेय होते हैं। यह 'एकनिष्ठता' इस तथ्य से भी उत्पन्न होता है कि सभी लेनदेन का निपटान केंद्रीय बैंक की मुद्रा में होता है। मुद्रा की 'एकनिष्ठता' यह सुनिश्चित करता है कि विभिन्न प्रकार के मुद्रा के मूल्य की चिंता किए बिना व्यापार और वाणिज्य सुचारू रहें। अंततः, आधुनिक अर्थव्यवस्थाओं में, यह तथ्य कि सभी "मुद्रा" वैध है, यह भी सुनिश्चित करता है कि मुद्रा एकनिष्ठ है।

आइए अब हम अपनी समझ को संक्षेप में बताएं कि मुद्रा किस रूप में विकसित हुआ है - वह मुद्रा उपयोगकर्ताओं द्वारा विश्वसनीय मूल्य का प्रतिनिधित्व करता है, वह मुद्रा वैध है और, वह मुद्रा एकनिष्ठ है।

आइए अब देखें कि एक क्रिप्टोकॉरेंसी मुद्रा की इन विशेषताओं को कैसे मापती है।

### III. क्रिप्टोकॉरेसी की विशेषताएँ

क्रिप्टोकॉरेसी का ऐतिहासिक विकास देश के नियंत्रण के बाहर लेनदेन की पूर्ण गोपनीयता हेतु साइबर समाधान के लिए दशकों की खोज का परिणाम है। 2008 में बिटकॉइन का निर्माण उस खोज का परिणाम था। बिटकॉइन, या बलिक, ब्लॉकचेन, बिटकॉइन को रेखांकित करने वाली तकनीक, ने प्रदर्शित किया कि एक डिजिटल टोकन को मध्यस्थ की आवश्यकता के बिना अज्ञात समकक्षों के बीच स्थानांतरित किया जा सकता है। तकनीक क्रांतिकारी थी। लेकिन बिटकॉइन अपने आप में प्रौद्योगिकी को प्रदर्शित करने का एक उपकरण था, इसका आंतरिक अथवा भुगतान के लिए वचन दिये जाने हेतु कोई मूल्य नहीं था। यह मुद्रा नहीं थी। बिटकॉइन की कीमत आज इस अर्थ में मूल्य का प्रतिनिधित्व नहीं करती है जैसा कि मुद्रा का मूल्य है। यह मूल्य सत्रहवीं शताब्दी के ट्यूलिप उन्माद के दौरान ट्यूलिप की कीमत की तरह विशुद्ध रूप से सड़ा है।

संक्षेप में, क्रिप्टोकॉरेसी का कोई आंतरिक मूल्य नहीं है। वे भुगतान करने के वचन द्वारा समर्थित नहीं हैं, अर्थात् उनके पास कोई जारीकर्ता नहीं है। चूंकि वे मुद्रा की बुनियादी विशेषताओं को पूरा नहीं करते हैं, इसलिए वे मुद्रा नहीं हैं। वास्तव में, चूंकि उनके पास कोई अंतर्निहित नकदी प्रवाह नहीं है, इसलिए वे इस मामले में वित्तीय आस्ति भी नहीं हैं, या, किसी भी रूप में आस्ति नहीं है।

जहां तक स्टेबलक्वाइन की बात है, तो ये ऐसी क्रिप्टोकॉरेसी हैं जिनके बदले में “जारीकर्ता” द्वारा एक स्थिर मूल्य बनाए रखने के लिए आरक्षित निधि रखता है। चूंकि वे एक वैध मुद्रा से जुड़े होते हैं, इसलिए वे मुद्रा के कार्य कर सकते हैं। इसके अलावा, जैसा कि वे वित्तीय या अन्य आस्तियों द्वारा समर्थित हैं, वे मूल्य का प्रतिनिधित्व करते हैं। इसलिए, उनके पास मुद्रा की कुछ बुनियादी विशेषताएं हैं। हालाँकि, हमें दो कारकों को ध्यान में रखना होगा।

- ए. क्या भुगतान करने का कोई वचन है? स्टेबलक्वाइन को मुद्रा होने के लिए, जारीकर्ता को धारक को समतुल्य मूल्य का भुगतान करने का वचन देना होगा। यह स्पष्ट नहीं है कि स्टेबलक्वाइन उनके जारीकर्ताओं की देयता हैं या नहीं। ऐसा प्रतीत होता है कि आज उपयोग में आने वाली दो प्रमुख क्रिप्टोकॉरेसी में से कोई भी ऐसा बिना शर्त वचन नहीं देती है।

- बी. यह मानते हुए कि ऐसी देयता कानूनी रूप से स्थापित है, ध्यान में रखने वाली अगली बात यह है कि स्टेबलक्वाइन निजी मुद्रा है। इस प्रकार, स्टेबलक्वाइन आधुनिक मुद्रा की दो परिभाषित विशेषताओं को पूरा करने में विफल रहते हैं, अर्थात्, (i) वैध मुद्रा और (ii) मुद्रा की एकनिष्ठता। यह संभव है कि एक स्टेबलक्वाइन प्रणाली में, किसी अर्थव्यवस्था में सैकड़ों या अधिक मुद्राएं होंगी जो ऐसी किसी भी प्रणाली को स्वाभाविक रूप से अस्थिर बना देती हैं।

चूंकि हम यथोचित रूप से स्थापित कर सकते हैं कि असमर्थित क्रिप्टोकॉरेसी आस्ति नहीं हैं और यह केवल सड़ा दांव हैं, जो एक जुआ पर दांव लगाने के समान हैं, अतः हम अपनी चर्चा के बाकी हिस्सों में, स्टेबलक्वाइन पर ध्यान केंद्रित करेंगे, जो वित्तीय प्रणाली के लिए एक महत्वपूर्ण चुनौती पेश करने के लिए मुद्रा के काफी करीब हैं। सबसे पहले, आइए हम स्टेबलक्वाइन के उन लाभों पर नज़र डालें जो उनके समर्थकों का दावा है कि उनके पास हैं।

### IV. स्टेबलक्वाइन के लाभ

स्टेबलक्वाइन के समर्थक दावों की एक शृंखला प्रस्तुत करते हैं, जिनमें से अधिक महत्वपूर्ण हैं, सीमा पारीय भुगतान दक्षता में सुधार, अधिक वित्तीय समावेशन और डिजिटल वित्तीय नवाचार को चलाने की क्षमता।

प्रभावशाली सीमा पारीय भुगतान

एक अक्सर उद्धृत लाभ यह है कि स्टेबलक्वाइन सीमा पारीय भुगतान को विशेष रूप से त्वरित, सस्ता और अधिक प्रभावशाली भुगतान कर सकते हैं। घरेलू क्षेत्र में, यूपीआई जैसी तत्काल त्वरित भुगतान प्रणालियां पहले से ही तेज़, कम लागत और विश्वसनीय भुगतान को सक्षम करती हैं, और यह मानने का कोई कारण नहीं है कि स्टेबलक्वाइन लागत या गति या विश्वसनीयता के दृष्टिकोण से बेहतर होंगे। सीमा पारीय क्षेत्र में, स्टेबलक्वाइन वृहद रूप से वर्तमान संबंधित बैंकिंग प्रणाली की तुलना में तेजी से और शायद सस्ते भुगतान को सक्षम कर सकते हैं, क्योंकि स्टेबलक्वाइन को मुख्यतः निपटान जोखिमों का सामना नहीं करना पड़ता है। दूसरी ओर, यह निश्चित नहीं है कि स्टेबलक्वाइन जारीकर्ताओं की स्वीकार्यता अंतरराष्ट्रीय बैंकों के समान होगी जो केंद्रीय बैंकों द्वारा बारीकी से विनियमित और

बैंकस्टॉप किए जाते हैं। इसके अलावा, कथित दक्षता संदिग्ध है जब पारिस्थितिकी तंत्र में बड़ी संख्या में स्टेबलक्वाइन मौजूद होते हैं।

वित्तीय समावेशन में सुधार

एक और दावा अक्सर किया जाता है कि स्टेबलक्वाइन पारंपरिक बैंकिंग प्रणालियों से बाहर रह गए लोगों के लिए डिजिटल मुद्रा तक पहुंच प्रदान करके वित्तीय समावेशन को आगे बढ़ाते हैं। वित्तीय समावेशन के लिए ऐसे समाधानों की आवश्यकता होती है जो सुलभ, किफायती और सुरक्षित हों। कई देशों ने डिजिटल सार्वजनिक बुनियादी ढांचे के माध्यम से वित्तीय समावेशन में पर्याप्त प्रगति की है और मुद्रा के समानांतर निजी रूपों को बनाने की आवश्यकता के बिना खाता खोलने की रूपरेखा को सरल बनाया है। स्टेबलक्वाइन की अंतर्निहित अस्थिरता का अर्थ है कि वे वित्तीय समावेशन के साधन के रूप में वैध मुद्रा के लिए स्पष्ट रूप से गौण विकल्प हैं। चूंकि स्टेबलक्वाइन स्मार्टफोन और डिजिटल वॉलेट, इंटरनेट कनेक्टिविटी और तकनीकी जानकारी पर निर्भर रहते हैं, इसलिए वे आबादी के उन वर्गों के लिए उपलब्ध नहीं हो सकते हैं जिन्हें वित्तीय सेवाओं की सबसे अधिक आवश्यकता होती है।

वास्तविक अर्थव्यवस्था के लिए पुल

अंत में, स्टेबलक्वाइन के समर्थक अक्सर तर्क देते हैं कि वे क्रिप्टो पारिस्थितिकी तंत्र के लिए वास्तविक अर्थव्यवस्था में एक पुल के रूप में कार्य कर सकते हैं। फिर भी आज के सबूत बताते हैं कि स्टेबलक्वाइन मुख्य रूप से क्रिप्टो बाजार के भीतर व्यापार और लीवरेज को सुविधाजनक बनाने के लिए साधन के रूप में उपयोग किए जाते हैं। रोजमर्रा की आर्थिक गतिविधियों में सार्थक लेन-देन मुद्रा के रूप में उनकी भूमिका सीमित रहती है।

संक्षेप में, इनमें से कई लाभ न तो स्टेबलक्वाइन के लिए अद्वितीय हैं और न ही स्टेबलक्वाइन ने अभी तक उनके समर्थकों के दावे वाले किसी भी लाभ को स्थापित किया है। अपने स्वभाव से, वे उन लाभों को प्राप्त करने में मुद्रा के उपलब्ध रूपों से कई मायनों में गौण हैं। दूसरी ओर, वे वित्तीय स्थिरता और व्यापक समष्टि-वित्तीय स्थिरता के लिए जो जोखिम उत्पन्न करते हैं, वे बेहद गंभीर हैं। इससे पहले कि भारत को स्टेबलक्वाइन को कैसे लेना चाहिए, हम इन जोखिमों पर विस्तार से चर्चा करेंगे।

## V. स्टेबलक्वाइन के जोखिम

अवैध भुगतान की सुविधा और नियंत्रण उपायों को दरकिनार करने के अलावा, स्टेबलक्वाइन मौद्रिक स्थिरता, राजकोषीय नीति, बैंकिंग मध्यस्थता और प्रणालीगत सुदृढ़ता के लिए बड़ी चिंताएँ उत्पन्न करते हैं।

मुद्रा प्रतिस्थापन का जोखिम

स्टेबलक्वाइन का एक मुख्य जोखिम मुद्रा प्रतिस्थापन है। मुद्रा जैसे साधनों के रूप में उनका डिजाइन मुद्रा प्रतिस्थापन की क्षमता का परिचय देता है, विशेष रूप से उभरते बाजारों में, जहां वे घरेलू वैध मुद्रा के साथ प्रतिस्पर्धा कर सकते हैं। स्टेबलक्वाइन, चाहे घरेलू मुद्रा या विदेशी मुद्रा में अंकित हों, स्थानीय मुद्रा की मांग को कम करेंगे और डॉलरीकरण का जोखिम बढ़ाएंगे।

मौद्रिक नीति के लिए जोखिम

स्टेबलक्वाइन को व्यापक रूप से अपनाने से केंद्रीय बैंकों की मुद्रा आपूर्ति और ब्याज दरों को नियंत्रित करने की क्षमता कमजोर हो जाएगी। 'यदि वस्तुओं और सेवाओं के मूल्य निर्धारण के लिए एक आधिकारिक मुद्रा और एक क्रिप्टो आस्ति दोनों का उपयोग किया जाता है, तो क्रिप्टो आस्ति की अंतर्निहित अस्थिरता के कारण घरेलू कीमतें अत्यधिक अस्थिर हो सकती हैं' (आईएमएफ-एफएसबी 2023)। यदि निवासी भारतीय तेजी से स्टेबलक्वाइन को धारण करते हैं या लेनदेन करते हैं, तो घरेलू नीति दरों में बदलाव का आर्थिक निर्णयों पर सीमित प्रभाव पड़ सकता है, जिससे मौद्रिक नीति की प्रभावशीलता कमजोर हो सकती है।

कमजोर पूंजीगत खाता प्रबंधन

स्टेबलक्वाइन पूंजी प्रवाह प्रबंधन (सीएफएम) के लिए चुनौतियां पैदा करते हैं क्योंकि घरेलू परिवार विदेशी मुद्रा मूल्यवर्ग के स्टेबलक्वाइन को शामिल करके अपने तुलन पत्र में विविधता लाते हैं। इस प्रवृत्ति से अधिकारियों के लिए पूंजी नियंत्रण को लागू करना मुश्किल हो जाएगा, जो भारत सहित कई उभरते बाजारों में वित्तीय स्थिरता के लिए एक महत्वपूर्ण साधन है। ब्लॉकचेन लेनदेन की छद्म नाम की प्रकृति इन जोखिमों को बढ़ाती है क्योंकि यह अनियंत्रित प्रवाह और बहिर्वाह के लिए चैनल बनाती है, सीएफएम की प्रभावशीलता को कम करती है

और व्यापक आर्थिक प्रबंधन और बाह्य क्षेत्र की निगरानी दोनों को जटिल बनाती है।

बैंक और ऋण मध्यस्थता

बैंक प्राथमिक संस्थाएं हैं जो अर्थव्यवस्था में बचतकर्ताओं और निवेशकों के बीच मध्यवर्ती हैं। यह क्षमता ऋण सृजन में बैंकों की भूमिका से प्राप्त होती है। जिस हद तक स्टेबलक्वाइन बैंक जमा की जगह लेते हैं, बैंक वित्तीय मध्यस्थता में अपनी भूमिका खो देंगे। इसके परिणामस्वरूप या तो ऋण की लागत में वृद्धि होगी क्योंकि बैंक कम लागत वाली जमाओं तक पहुंच खो देते हैं, या बैंकों को ऋण निधि के लिए आवश्यक चलनिधि प्रदान करने के लिए केंद्रीय बैंक पर निर्भर रहना पड़ता है। एक वित्तीय प्रणाली जिसे वाणिज्यिक ऋण के वित्तपोषण के लिए केंद्रीय बैंक की चलनिधि पर तेजी से निर्भर रहना पड़ता है, वह कायम नहीं रहेगी।

प्रणालीगत जोखिम

कमजोर बैंक, हासित मौद्रिक नीति प्रभावशीलता और सीमित पूंजीगत खाता प्रबंधन का संयोजन प्रणालीगत कमजोरियों को बढ़ाता है। बड़े पैमाने पर स्टेबलक्वाइन अपनाते से घरेलू अर्थव्यवस्थाओं को बाह्य आघातों और सीमा पारीय अस्थिरता का सामना करना पड़ सकता है, जिससे पारंपरिक नीतिगत उपाय वित्तीय दबाव के प्रबंधन में कम प्रभावी हो सकते हैं।

सिग्निओरेज का नुकसान

जब कोई केंद्रीय बैंक मुद्रा जारी करता है, तो उसे समान मूल्य प्राप्त होता है जो सरकारी प्रतिभूतियों जैसी आस्तियों में निवेश किया जाता है जिसका उपयोग जारी की गई मुद्रा का समर्थन करने के लिए किया जाता है। ये आस्तियां प्रतिफल अर्जित करती हैं, जो मुद्रण और मुद्रा जारी करने की लागत से काफी अधिक है। यह अंतर - निर्गम की कम लागत के मुकाबले उच्च आय - सिग्निओरेज आय है, जिसे सरकार को हस्तांतरित किया जाता है। चूंकि मुद्रा निर्गम एक सामाजिक कार्य है, इसलिए लोगों के प्रतिनिधि के रूप में आय का अधिकार सरकार का है। निजी लाभ कमाने वाली संस्थाओं द्वारा अर्जित सिग्निओरेज का कोई मामला नहीं है। फिर भी, यह वही है जो स्टेबलक्वाइन जारीकर्ता आय के रूप में कमाते हैं। यदि स्टेबलक्वाइन पर विदेशी मुद्रा का प्रभुत्व होता है, तो सिग्निओरेज, जो स्वाभाविक

रूप से केंद्रीय बैंक द्वारा वैध मुद्रा जारी करने से उत्पन्न होने वाला एक संप्रभु राजस्व है, इस प्रकार निजी ऑपरेटरों को भेज दिया जाता है, जो अक्सर घरेलू अधिकार क्षेत्र के बाहर स्थित होते हैं। यह संभावना है कि अधिकांश देशों में डॉलर से जुड़े स्टेबलक्वाइन के निजी जारीकर्ताओं को सीग्निओरेज आय का रिसाव दिखाई देगा। सरकारी राजस्व के इस नुकसान पर उस तरह का गंभीर ध्यान नहीं दिया जाता है, जिसकी उसे जरूरत है, यहां तक कि केंद्रीय बैंकों से भी नहीं।

घरेलू-मुद्रा स्टेबलक्वाइन जोखिम-मुक्त नहीं हैं

कुछ लोगों का तर्क है कि घरेलू मुद्रा मूल्यवर्ग के स्टेबलक्वाइन की अनुमति देने में ये जोखिम शामिल नहीं होंगे। हालांकि इस तरह के साधन पूंजीगत खाते की चिंताओं के जोखिम को कम कर सकते हैं, लेकिन मुद्रा प्रतिस्थापन, बैंक मध्यस्थता, कम मौद्रिक-नीति नियंत्रण, एकनिष्ठता और सीग्निओरेज की हानि जैसी मूलभूत कमजोरियां बनी हुई हैं। यही कारण है कि उन्नत अर्थव्यवस्थाएं स्टेबलक्वाइन से उत्पन्न जोखिमों से प्रतिरक्षित नहीं हैं।

स्टेबलक्वाइन मौद्रिक और राजकोषीय व्यवधान से लेकर बैंकिंग विघटन से लेकर प्रणालीगत अस्थिरता तक वास्तविक और गंभीर जोखिम प्रस्तुत करते हैं। ईएमडीई के लिए जोखिम काफी अधिक हैं, लेकिन वे एई के लिए भी प्रमुख जोखिम हैं। नियामकीय ढांचे या नीति अपनाते पर विचार करने से पहले इन जोखिमों को समझना महत्वपूर्ण है। यह आश्चर्य की बात नहीं है कि वैश्विक नीति निकाय और मानक-निर्धारण संगठन स्टेबलक्वाइन के जोखिमों को उजागर करना जारी रखते हैं।

## VI. वैश्विक नीतिगत प्रतिक्रियाएं

वित्तीय स्थिरता बोर्ड (एफएसबी) ने 2023 में जारी अपनी उच्च-स्तरीय सिफारिशों<sup>1</sup> के माध्यम से वैश्विक स्टेबलक्वाइन व्यवस्थाओं के विनियमन के लिए एक आधार तैयार करने का प्रयास किया। लेकिन यहां तक कि ये सिफारिशें भी स्पष्ट रूप से स्वीकार करती हैं कि वे स्टेबलक्वाइन से जुड़े प्रायः किसी भी प्रमुख कमियों का समाधान नहीं बताती हैं - वे जोखिम जो विशेष रूप से हमारे जैसे क्षेत्राधिकारियों के लिए सबसे अधिक मायने

<sup>1</sup> वैश्विक स्टेबलक्वाइन व्यवस्थाओं के विनियमन, पर्यवेक्षण और निरीक्षण के लिए उच्च-स्तरीय सिफारिशें, 17 जुलाई, 2023 <https://www.fsb.org/uploads/P170723-3.pdf>

<sup>2</sup> <https://www.fsb.org/2023/09/imf-fsb-synthesis-paper-policies-for-crypto-assets/>

रखते हैं। 2023<sup>2</sup> के आईएमएफ और एफएसबी संयुक्त संश्लेषण शोध पत्र में यह भी माना गया है कि ईएमडीई को कमजोरियों के एक अलग और प्रवर्धित समुच्चय का सामना करना पड़ता है। अपनी 2025 की वार्षिक आर्थिक रिपोर्ट में, बीआईएस बताता है कि स्टेबलक्वाइन एकनिष्ठता, लोच और अखंडता के बुनियादी परीक्षणों में विफल पाये गए हैं जिन्हें किसी भी प्रकार के मुद्रा को पूरा करना चाहिए और इसलिए मौद्रिक प्रणाली को सशक्त बनाने के लिए संरचनात्मक रूप से अनुपयुक्त हैं।

ईएमडीई के लिए विषम जोखिमों को अक्सर वह महत्व नहीं मिलता है जिसके वह हकदार हैं। स्टेबलक्वाइन सीमाओं की दुनिया में काम करने वाले सीमाहीन साधन हैं। यदि एक उदार पूंजी खाते के साथ एक क्षेत्राधिकार स्टेबलक्वाइन के अप्रतिबंधित उपयोग की अनुमति देता है, और वे पूंजी नियंत्रण वाले पड़ोसी देश में व्यापक रूप से प्रसारित होते हैं, तो बाद की वित्तीय स्थिरता को मौलिक रूप से कम किया जा सकता है। ईएमडीई की स्थिरता के लिए महत्वपूर्ण चिंताओं को अक्सर स्वीकार किया जाता है लेकिन प्राथमिकता नहीं दी जाती है।

इसलिए, भारत जैसे देश के लिए इन सबका क्या मतलब है? हमें स्टेबलक्वाइन से कैसे निपटना चाहिए और वित्तीय स्थिरता और मौद्रिक संप्रभुता की रक्षा करनी चाहिए? ये प्रश्न स्वाभाविक रूप से हमें घरेलू नीति की अनिवार्यताओं पर विचार करने के लिए प्रेरित करते हैं जो इस विकसित वैश्विक वातावरण में भारत के दृष्टिकोण का मार्गदर्शन करना चाहिए।

## VII. भारत के लिए नीतिगत दृष्टिकोण - सीबीडीसी को बढ़ावा देना - नवाचार का उपयोग करना और स्थिरता की रक्षा करना

भारत के लिए, स्टेबलक्वाइन के प्रति दृष्टिकोण को सावधानी और घरेलू अनिवार्यताओं की सराहना द्वारा निर्देशित किया जाना चाहिए। स्टेबलक्वाइन मुद्रा और वित्त प्रणाली में विश्वास को कमजोर कर सकते हैं। भारत पहले से ही एक ऐसे भुगतान परिदृश्य से लाभान्वित हो रहा है जो अत्यधिक कुशल, विश्वसनीय और मजबूत है। यूपीआई, आरटीजीएस और एनईएफटी जैसे सिस्टम लाखों उपयोगकर्ताओं को तेज़, कम लागत और सुरक्षित भुगतान क्षमताएं प्रदान करते हैं। यह वित्तीय प्रणाली में उनके एकीकरण के लिए बहुत कम औचित्य छोड़ता है, यहां तक कि उनके द्वारा उत्पन्न व्यापक जोखिमों पर विचार करने से पहले भी। स्टेबलक्वाइन पर भारत की नीति घरेलू प्राथमिकताओं से प्रेरित होनी चाहिए।

साथ ही, भारत को नवाचार के वादे को स्वीकार करना चाहिए जो ब्लॉकचेन और टोकनाइजेशन जैसी प्रौद्योगिकियां लाती हैं। इस रणनीति का एक केंद्रीय बिन्दु केंद्रीय बैंक डिजिटल मुद्राओं (सीबीडीसी) को अपनाना और सीमा पारीय तत्परता है। सीबीडीसी स्टेबलक्वाइन की तरह डिजिटल टोकन हैं, फिर भी वे स्वाभाविक रूप से बेहतर हैं क्योंकि वे उन सभी विशेषताओं को पूरा करते हैं जो पैसे में होनी चाहिए - वैध, एकल, विश्वसनीय और मूल्य का प्रतिनिधित्व करते हैं - और स्टेबलक्वाइन से जुड़े कई जोखिम पैदा नहीं करते हैं। वे उन सभी कार्यों को कर सकते हैं जो स्टेबलक्वाइन प्रस्तुत करने का दावा करते हैं जैसे कि प्रोग्रामेबिलिटी, समकालिक निपटान (अटॉमिक सेटलमेंट), मौजूदा वित्तीय प्रणाली के भीतर पूरी तरह से नियंत्रण स्थापित करते हुए हासिल सीमा पारीय बाधाएं। घरेलू स्तर पर सीबीडीसी के उपयोग को प्रोत्साहित करना आवश्यक है और विशेष रूप से टियरवार गुमनामी को ध्यान में रखते हुए, इसे सीबीडीसी को कार्यात्मक रूप से भौतिक नकदी के समान बनाकर किया जा सकता है। उदाहरण के लिए, छोटे मूल्य वाले सीबीडीसी लेनदेन के लिए गुमनामी सुनिश्चित करना, नकदी की तरह, उपयोगकर्ताओं को उच्च-मूल्य वाले प्रवाह के लिए सुरक्षा उपायों को संरक्षित करते हुए आराम और विश्वास प्रदान करेगा। इस तरह के दृष्टिकोण से बैंकिंग प्रणाली के लिए मध्यस्थता के जोखिम से भी बचा जा सकता है।

सीमा पारीय आयाम और भी महत्वपूर्ण है। स्टेबलक्वाइन का सर्वाधिक आकर्षण सस्ते, तेज़ अंतरराष्ट्रीय हस्तांतरण के उनके वादे में निहित है। लेकिन द्विपक्षीय या बहुपक्षीय सीबीडीसी गलियारों के माध्यम से समान दक्षता प्राप्त की जा सकती है। यह एक ऐसा क्षेत्र है जहां भारत उभरते बाजारों और उससे आगे के बीच इंटरऑपरेबल सीबीडीसी व्यवस्था के लिए स्थिति निर्माण में मदद करके एक आकार देने वाली भूमिका निभा सकता है।

भारत के दृष्टिकोण का तीसरा स्तंभ त्वरित भुगतान प्रणाली (एफपीएस) को आपस में जोड़ना होना चाहिए। घरेलू एफपीएस को आपस में जोड़ने से तेज़, सस्ते, अधिक सुलभ एवं पारदर्शी सीमा पारीय भुगतान के जी-20 उद्देश्यों में सीधे योगदान मिलता है। यूपीआई और कई भागीदार क्षेत्राधिकारों के बीच हालिया संबंध महत्वपूर्ण कदम हैं, जो प्रेषण के लिए किसी भी निजी डिजिटल विकल्प की आवश्यकता को कम कर रहे हैं।

अंत में, नीतिगत विकल्पों का आकलन करते समय हमें एक प्रमुख तर्क को भी देखना चाहिए जो अक्सर स्टेबलक्वाइन के समर्थकों द्वारा किया जाता है; जो दावा करते हैं कि इससे संबंधित जोखिमों को विनियमन के माध्यम से प्रबंधित किया जा सकता है। विनियमन वास्तव में कुछ जोखिमों को कम कर सकता है, लेकिन बड़ा सवाल यह है: क्या हम वैश्विक मौद्रिक और वित्तीय स्थिरता की नींव के साथ प्रयोग कर सकते हैं जो वर्षों से उन साधनों के लिए सावधानीपूर्वक बनाए गए हैं जिनमें मुद्रा की सुरक्षा सुविधाओं की कमी है, जो स्वाभाविक रूप से जोखिम भरे हैं और जो बड़े पैमाने पर अपरीक्षित हैं? जैसा कि बीआईएस वार्षिक आर्थिक रिपोर्ट 2025<sup>3</sup> में बताया गया है, समाज के सामने एक स्पष्ट विकल्प है जो या तो विश्वास और उन्नत, प्रोग्राम करने योग्य प्रौद्योगिकियों की सिद्ध नींव का उपयोग करके मौद्रिक प्रणाली को मजबूत करना है, या वास्तविक सामाजिक लागतों के साथ अस्वस्थ निजी डिजिटल मुद्राओं पर भरोसा करके इतिहास के कठिन सबक को दोहराने का जोखिम उठाना है।

### VIII. निष्कर्ष

हमने देखा है कि स्टेबलक्वाइन में मुद्रा की बुनियादी विशेषताओं का अभाव होता है, उनके फायदे न तो अद्वितीय होते हैं और न ही स्पष्ट होते हैं एवं उनके जोखिम बहुत वास्तविक होते हैं। यह ध्यान दिया जा सकता है कि हमने उन आस्तियों से जुड़े जोखिमों का उल्लेख नहीं किया है जो एक स्टेबलक्वाइन का समर्थन करते हैं। ऐसा इसलिए है क्योंकि स्टेबलक्वाइन के अमल में आने के लिए इसके लाभ या जोखिम से कोई फर्क नहीं पड़ता।

वास्तव में, बड़ा खतरा ऐसा स्टेबलक्वाइन है जो अच्छी तरह से काम करती है। भारत एक निर्णायक नीतिगत चौराहे पर खड़ा है। भारत में अच्छी व्यापक आर्थिक स्थिति और मजबूत नीतियों के बावजूद, स्टेबलक्वाइन के लिए नीतिगत विकल्पों का मूल्यांकन करते समय घरेलू कारकों और मजबूरियों पर विचार किया जाना चाहिए। आज किए गए विकल्प हमारी मौद्रिक प्रणाली और वित्तीय क्षेत्र की अखंडता के भविष्य को प्रभावित करेंगे। भारत की रणनीति स्पष्ट और सुसंगत होनी चाहिए, जो चार प्रमुख सिद्धांतों पर आधारित हो:

- ए. राष्ट्रीय मुद्रा, मौद्रिक और भुगतान प्रणाली में विश्वास बनाए रखें
- बी. मौद्रिक संप्रभुता और समष्टि-वित्तीय स्थिरता की रक्षा करें
- सी. सीबीडीसी और इंटरऑपरेबल भुगतान प्रणालियों के माध्यम से जिम्मेदार नवाचार को प्रोत्साहित करना, और
- डी. यह सुनिश्चित करें कि नवाचार विनियमित वित्तीय प्रणाली को दरकिनार करने के बजाय मजबूत करता है।

मैं इस भाषण के शीर्षक में पूछे गए प्रश्न के उत्तर के साथ अपनी बात समाप्त करूंगा। क्या स्टेबलक्वाइन एक उद्देश्य की पूर्ति करते हैं? मुझे ऐसा लगता है कि वे नहीं करते हैं; किसी भी दर पर, वे एक ऐसे उद्देश्य की पूर्ति नहीं करते हैं जिसे वैध मुद्रा से बेहतर तरीके से पूरा नहीं किया जा सकता है।

धन्यवाद।

<sup>3</sup> (बीआईएस 2025) | <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2025e3.htm>