भारत में वित्तीय बाजारों का विकास*

राकेश मोहन

मैं बैंक डि फ्रेंस के गवर्नर श्री क्रिश्टियन नोयर के सानिध्य में वित्तीय बाजारों के विकास के मुद्दे पर बोलने का अवसर प्रदान किये जाने पर प्रसन्न हूं। उन्होंने वर्षों से वित्तीय बाजारों के विकास के लिए गहरी वचनबद्धता दर्शायी है और हमने केवल दो दिन पहले ही उनसे रिज़र्व बैंक में एक विचारपूर्ण व्याख्यान सुना है। वित्तीय बाजारों के प्रति उनकी सोच में काफी व्यवहारिकता है। जैसे-जैसे हम वित्तीय बाजारों का विकास करते जाते हैं हमें यह सुनिश्चित करने की जरूरत होती है कि वे हमारी आवश्यकताओं को पूरा करें तथा हमें उतना ही उन जोखिमों के प्रति जागरूक रहना है जिन्हें वे उत्पन्न कर सकते हैं यदि हमने उनका भलीभांति प्रबंधन नहीं किया।

मैं गत डेढ़ दशक में भारत में वित्तीय बाजारों के विकास का उल्लेख करने के लिए इस अवसर का लाभ उठाना चाहूंगा। देश में वार्षिक वृद्धि के तेज होने, बचतों और निवेशों में वृद्धि तथा बाजार सहभागियों का व्यापक हुआ क्षितिज, साथ ही और भी अधिक पूंजी खाते की परिवर्तनीयता के साथ वित्तीय बाजारों के विकास पर चर्चा करना एक नयी आवश्यकता हो गयी है।

वित्तीय बाजार के विकास के क्या उद्देश्य हैं? हमारी दृष्टि से, वित्तीय बाजार के विकास का मूल उद्देश्य आर्थिक वृद्धि और विकास की सहायता करना होना चाहिए। वित्तीय बाजारों की मुख्य भूमिका मौटे तौर पर देखी जाए तो वह है कि बचतों को बचतकर्ताओं की ओर से निवेशकों की ओर संचरित किया जाए तथा उन्हें अर्थव्यवस्था में प्रतिस्पर्धी उपयोगों के बीच दक्षतापूर्वक आबंटित किया जाए और इस प्रकार संसाधनों के उपयोग में तथा बढ़े हुए निवेश, दक्षता दोनों द्वारा वृद्धि में योगदान करना।

भारतीय रिज़र्व बैंक ने वित्तीय बाजारों के विकास में, विशेषकर, समग्र आर्थिक नीतिगत सुधारों की पिछले पन्द्रह वर्षों के दौरान एक सक्रिय भूमिका निभायी है। इस अवधि

* डॉ. राकेश मोहन, उप गवर्नर, भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा 16 मई 2007 को मुम्बई में आयोजित प्रथम भारत-फ्रेंच वित्तीय मंच पर दिया गया व्याख्यान। इस व्याख्यान को तैयार करने में श्री जनकराज, जयचंदर तथा पार्थ रे द्वारा की गयी सहायता के लिए हार्दिक आभार व्यक्त किया जाता है।

के दौरान मुद्रा बाजार, सरकारी प्रतिभूति बाजार तथा विदेशी मुद्रा बाजार का पूरा कायाकल्प हो गया है। इन बाजारों का विकास वास्तविक अर्थव्यवस्था में अन्य बाजारों में उठाये गये कदमों के अनुरूप एक सुविचारित, क्रमबद्ध तथा सावधानीपूर्वक किया गया है। बाजार की बुनियादी संरचना, प्रौद्योगिकी तथा बाजार के सहभागियों और वित्तीय संस्थाओं को विकसित करने की जरूरत के अनुसार इस क्रमबद्धता को तर्कसम्मत और संगत रूप में किया गया है। हमारी जैसी निम्न आयवाली अर्थव्यवस्था में निम्नमुखी हो जाने का जोखिम बहुत ज्यादा है। अतः जैसे-जैसे हम वित्तीय बाजारों का विकास करते हैं वैसे-वैसे हमें वित्तीय स्थिरता को बनाये रखने के उद्देश्य को हमेशा ध्यान में रखना होता है। मैं आज जो प्रस्तुत करने जा रहा हूं उसमें मैं भारत में वित्तीय बाजारों के विकास के लिए उठाये गये उपायों को संक्षेप में आपके समक्ष रखूंगा तथा उनके परिणामों को दर्शाऊंगा तथा उससे आगे के रास्ते का व्यापक खाका प्रस्तुत करूंगा।

केंद्रीय बैंक की दृष्टि से विकसित वित्तीय बाजार शेष अर्थव्यवस्था के लिए मौद्रिक नीति की भावनाओं को प्रभावी रूप में संचरित करने का महत्वपूर्ण साधन हैं। मौद्रिक नीति संचरण प्रभावी रूप से मूल्य की खोज के बिना नहीं हो सकता, विशेषकर ब्याज दरों और विदेशी मुद्रा विनिमय दरों के संबंध में। गहन और तरल वित्तीय बाजार वित्तीय बाजार के विभिन्न घटकों में दक्षतापूर्वक मूल्य की खोज करने में योगदान करते हैं। भली-भांति समेकित बाजार मुद्रा, ऋण और बांड बाजारों के अल्पावधिक और दीर्घावधिक दोनों दरों को बाजार दरों के संपूर्ण परिवेश के लिए केंद्रीय बैंक की अल्पावधिक नीति में आये परिवर्तनों को त्वरित रूप से संप्रेषित करने में समर्थ बनाते हैं। तथापि वित्तीय बाजारों की कार्य-प्रणाली से निकलने वाले विभिन्न लाभ आघातों को सहन करने के लिए बाजार के विभिन्न घटकों की प्राणवत्ता तथा पहले से स्थापित जोखिम प्रबंध प्रणालियों की ताकत पर उल्लेखनीय रूप से निर्भर हैं। अर्थव्यवस्था के विभिन्न क्षेत्रों की बढ़ती हुई आवश्यकताओं के वित्तपोषण में वित्तीय बाजारों द्वारा अदा की गयी महत्वपूर्ण भूमिका को देखते हुए, यह महत्वपूर्ण है कि वित्तीय बाजारों का और विकास किया जाए और वह भी सुव्यवस्थित और समन्वित रूप में।

वित्तीय बाजारों की महत्वपूर्ण भूमिका को मान्यता देते हुए भारत में 1990 के बाद के प्रारंभिक वर्षों में संरचनागत सुधारों की शुरुआत में भी वित्तीय बाजारों की चरणबद्ध रूप से तथा समन्वित अपविनियमन और उदारीकरण की प्रक्रिया अपनायी गयी। 1990 के प्रारंभिक वर्षों से पहले भारत में वित्तीय बाजार में नियंत्रित ब्याज दरें, प्रमात्रागत सीमाएं, सांविधिक पूर्व-क्रय, सरकारी प्रतिभूतियों के लिए आबद्ध बाजार, केंद्रीय बैंक द्वारा वित्तपोषण पर अत्यधिक निर्भरता, निश्चित विदेशी मुद्रा विनिमय दरें, तथा चालू और पूंजी खातों पर प्रतिबंध लागू थे। विभिन्न सुधारों के फलस्वरूप, वित्तीय बाजारों का एक ऐसी प्रणाली में रूपान्तरण हुआ जिसमें बाजार द्वारा निर्धारित ब्याज और विनिमय दरें, मौद्रिक नीति की मूल्य आधारित लिखतें, चालू खाते की परिवर्तनीयता, चरणबद्ध रूप में पूंजी खाते का उदारीकरण, तथा सरकारी प्रतिभूतियों में नीलामी आधारित प्रणाली शुरू हुई।

वित्तीय बाजारों में अत्यधिक उद्वेगशीलता और उतार-चढ़ाव अन्तर्निहित मूल्य को ढक सकती है तथा भ्रामक संकेतों को बढ़ने का अवसर प्रदान कर सकती है, जिससे दक्ष मूल्य की खोज को बाधित कर सकती है। तदनुसार, नीतिगत प्रयासों का भी यह उद्देश्य रहा है कि वित्तीय बाजारों में व्यवस्थित स्थितियां बनी रहें। इसके अलावा, वित्तीय बाजारों के अपविनियमन, उदारीकरण और वैश्वीकरण ने वित्तीय स्थिरता के लिए अनेक

जोखिम प्रस्तुत किये। वित्तीय बाजार प्रायः झुंड के मनोविज्ञान द्वारा संचालित होते हैं, तथा वित्तीय संस्थाओं के बीच संक्रामक और अत्यधिक प्रतिस्पर्धा, भी उन्हें गिराने की दौड़ की ओर ले जायेगी। 1990 से दशक के पूर्व एशियाई देशों के संकट ने यह सुझाया है कि वैश्विक वित्तीय बाजार घरेलू संवेदनशीलताओं को बढ़ा सकते हैं। इस परम्परागत राय के बावजूद कि वित्तीय बाजार विवेकसम्मत नीतियों से विचलन या विपथन होने पर उन्हें दंडित कर देते हैं, वित्तीय बाजार कभी-कभी काफी लम्बे समय तक के लिए अविवेक-सम्मत व्यवहार को सहन करते रहते हैं, परंतु कभी-कभी वे समय से पहले ही अपनी प्रतिक्रिया व्यक्त कर देते हैं (लेपशिट 2007)। इन संभावित अस्थिरकारक घटकों को मानते हुए, जहां भारत में घरेलू वित्तीय बाजारों को उदार बनाते हुए उपयुक्त विवेकसम्मत सुरक्षोपाय भी स्थापित किये गये हैं। प्रणाली में अस्थिरता को बचाते हुए दक्षता को बढ़ाना भारत में विनियामकों को चुनौतीपूर्ण रहा है (रेड्डी 2004)। विकास के प्रति इस दृष्टिकोण में तथा वित्तीय बाजारों के विनियमन ने वित्तीय बाजारों को प्राणवत्ता प्रदान की है।

संपूर्ण अर्थव्यवस्था की दृष्टि से, वित्तीय बाजारों का विकास करते हुए यह ध्यान में रखना अनिवार्य है कि ऐसा विकास समग्र वृद्धि और विकास की सहायता कैसे करता है। ब्याज दरों और विनिमय दरों के मूल्यों की खोज तथा ऐसे मूल्यों का सभी बाजारों के साथ समन्वय अर्थव्यवस्था के वास्तविक क्षेत्र में संसाधनों के दक्षतापूर्वक आबंटन में सहायता करता है। वित्तीय बाजारों में ब्याज दरों के बेहतर निर्धारण से बैंक जैसे वित्तीय मध्यस्थक भी लाभान्वित होते हैं, ताकि वे अपने खुद के उत्पादों का बेहतर मूल्य निर्धारित कर सकें। इसके अलावा, विभिन्न वित्तीय लिखतों की उपलब्धता के माध्यम से उनका अपना जोखिम प्रबंधन भी बेहतर हो सकता है। वित्त के लिए वास्तविक क्षेत्र की संस्थाओं की पहुंच को वित्तीय बाजार के यथोचित विकास से तथा आधारभूत ब्याज दरों और प्रचलित विनिमय दरों पर पारदर्शी सूचना की उपलब्धता से भी सहायता मिलती है। वास्तविक क्षेत्र की संस्थाओं और व्यक्तियों दोनों के बीच वित्तीय बाजार के सहभागियों के लिए उपयुक्त दक्षताओं और क्षमताओं की उपलब्धता को भी ध्यान में रखते हुए वित्तीय बाजारों के विकास में रिज़र्व बैंक का दृष्टिकोण इन विचारों से प्रेरित हुआ है।

अतः रिज़र्व बैंक का दृष्टिकोण प्रणाली में वित्तीय स्थिरता को बनाये रखने के पक्ष में सर्तकता बरतते हुए बाजारों के संगतपूर्ण विकास का रहा है।

मुद्रा बाजार

रिज़र्व बैंक ने मुद्रा बाजार का विकास करने पर मुख्य ध्यान दिया है क्योंकि यह वित्तीय बाजारों को और अंततः वास्तविक अर्थव्यवस्था को मौद्रिक नीति के सम्प्रेषण प्रक्रिया-तंत्र में मुख्य सम्पर्क है (अनुलग्नक I)। गत अवधि में, मुद्रा बाजार का विकास नियंत्रित ब्याज दरों तथा उचित लेखांकन और जोखिम प्रबंध-प्रणालियों के अभाव के कारण बाधित हुआ था। 1990 के बाद के वर्षों में, सुधारों के शुरू किये जाने तथा मौद्रिक नीति के अप्रत्यक्ष, बाजार-आधारित लिखतों की ओर रूपान्तरण से, रिज़र्व बैंक ने उपयुक्त संस्थागत परिवर्तनों, लिखतों, प्रौद्योगिकियों तथा बाजार संव्यवहारों के माध्यम से एक अनुकूल नीतिगत परिवेश निर्मित करके एक दक्ष, स्थिर और तरल मुद्रा बाजार का विकास करने के लिए सचेत प्रयास किये। तदनुसार, मांग मुद्रा बाजार को प्राथमिक रूप से एक अंतर्बैंक बाजार के रूप में विकसित किया गया, साथ ही अन्य बाजार सहभागियों को बाजार के सम्पार्श्विक घटकों की ओर बढ़ने और इस प्रकार समग्र बाजार की एकनिष्ठता को बढ़ाने की ओर प्रेरित किया गया।

मुद्रा बाजार को व्यापक और गहन बनाने तथा दक्षतापूर्ण मूल्य निर्धारण को सुविधाजनक बनाने के लिए बाजार को महत्तर तरलता प्रदान करने के उद्देश्य के अनुरूप सम्पार्श्विकीकृत उधार देने और उधार लेने के दायित्व (सीबीएलओ) जैसी नयी लिखतें शुरू की गयीं, बाजार रिपो तथा सीबीएलओ जैसे मुद्रा बाजार की लिखतों ने गैर-बैंकों को अपनी अल्पावधिक चलनिधि में असंगतियों का प्रबंधन करने तथा मांग मुद्रा बाजार का एक पूर्ण अन्तर्बैंक बाजार के रूप में रूपान्तरण के लिए अवसर प्रदान किये हैं। इसके अलावा, वाणिज्यिक पत्र (सीपी) और जमा प्रमाणपत्र (सीडी) जैसी मुद्रा बाजार की अन्य लिखतों को जारी करने के मानदंड और परिपक्वता की सरणियों को समय के साथ-साथ संशोधित किया गया है जिससे व्यापक सहभागिता को प्रोत्साहित किया जा सके और साथ ही नीति संबंधी संकेतकों को बाजार के सभी विभिन्न घटकों के लिए संप्रेषण को सशक्त बनाया जा सके। तदर्थ खज़ाना बिलों की समाप्ति तथा खजाना बिलों के नियमित नीलामियों की शुरूआत ने जोखिम-मुक्त दर के उभरने का मार्ग प्रशस्त किया जो मुद्रा बाजार की अन्य लिखतों के लिए मूल्य निर्धारण हेतु बेंचमार्क बन गयी है। साथ ही साथ, घरेलू बाजारों के वैश्विक बाजारों के साथ महत्तर समेकन के साथ मौद्रिक नीति के उत्तरोत्तर रूप में बाजारोन्मुखी होने के कारण रिज़र्व बैंक का जोर मांग मुद्रा बाजार में उधार लेने और उधार देने पर विवेकसम्मत सीमाएं निर्धारित करने और इस प्रकार बाजार-जोखिमों का सुरक्षा कवर प्राप्त करने के लिए व्युत्पन्नी लिखतों को विकसित करने तथा सम्पार्श्विकीकृत घटकों की ओर बढ़ने को प्रेरित करने पर रहा है। भारतीय समाशोधन निगम लि. (सीसीआइएल) को केंद्रीय प्रतिपक्ष के रूप में एक संस्था का रूप देकर इस प्रयास की अनुपूर्ति की गयी है। भुगतान प्रणाली की प्रौद्योगिकियों के उन्नयन ने भी बाजार सहभागियों को अपनी आस्ति-देयताओं के प्रबंधन को सुधारने में समर्थ बनाया है। इन सभी उपायों ने लिखतों और सहभागियों की दृष्टि से मुद्रा बाजार को व्यापक तथा गहन बनाया है, वित्तीय स्थिरता को सुनिश्चित करते हुए मौद्रिक नीति पारदर्शिता को बढ़ाया है तथा उसके संकेतक प्रक्रिया-तंत्र को सुधारा गया है।

नीतिगत इन पहलों ने समय के साथ देश में अपेक्षाकृत एक गहन, तरल और ऊर्जस्वित मुद्रा बाजार का विकास किया। सभी घटकों में गतिविधि उल्लेखनीय रूप से बढ़ी है, विशेषकर गत तीन वर्षों में। बाजार रिपो और सीबीएलओ घटकों के विकास के साथ मांग मुद्रा बाजार अगस्त 2005 से एक पूर्ण अन्तर्बैंक बाजार बन गया है। एक हाल ही की उल्लेखनीय गतिविधि यह रही है कि असंपार्श्विकीकृत मांग मुद्रा घटक से सम्पार्श्विकीकृत बाजार रिपो और सीबीएलओ बाजारों की ओर उल्लेखनीय रूप से अंतरण हुआ है। इस प्रकार वित्तीय स्थिरता के हित में असम्पार्श्विकीकृत रात्रिभर के लिए लेनदेन अब केवल बैंकों और प्राथमिक व्यापारियों के लिए ही सीमित रह गये हैं (सारणी 1)।

मांग दरों में उद्वेगशीलता वर्षों से कम हो गयी है, विशेषकर चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) के शुरू किये जाने के बाद से। एलएएफ के अंतर्गत, रिज़र्व बैंक अपनी नीतिगत दरें अर्थात् रिपो और रिवर्स रिपो दरें निर्धारित करता है तथा रिपो और रिवर्स रिपो परिचालन चलाता है। इस प्रकार रात्रिभर के लिए मुद्रा बाजार की दरों के लिए एक कोरिडोर (गलियारा) उपलब्ध कराता है। यह भारांकित औसत रात्रिभर की दर मौटे तौर पर एलएएफ दरों द्वारा निर्धारित गलियारे के अंदर ही घटती-बढ़ती रही हैं, अपवादस्वरूप विशेषकर हाल के महीनों में हुए कुछ अवसरों को छोड़कर (चार्ट 1)।

सारणी 1 : मुद्रा बाजार घटकों में गतिविधि

(करोड़ रुपए)

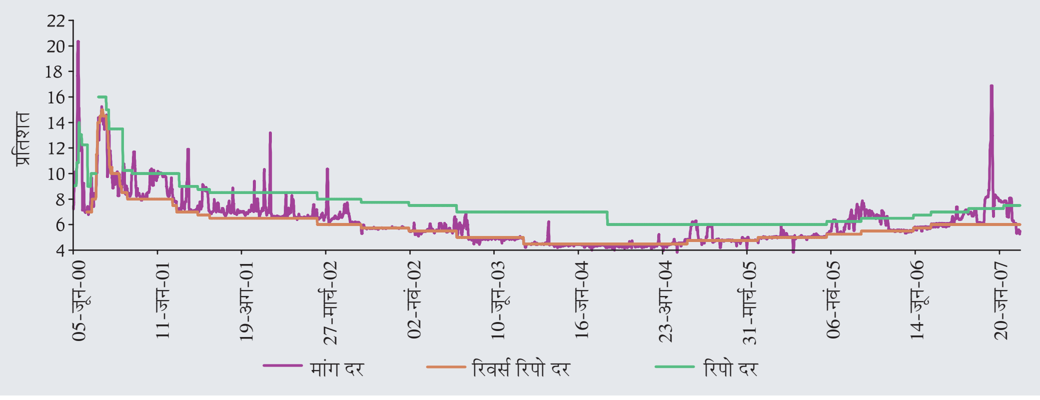
वर्ष	औसत दैनिक कुल कारोबार #					बकाया राशि	
	मांग मुद्रा बाजार	बाजार रिपो (एलएएफ के बाहर)*	संपार्श्विकीकृत उधार लेने और देने के दायित्व (सीबीएलओ)	मीयादी मुद्रा बाजार	मुद्रा बाजार-कुल (2 से 5)	वाणिज्यिक पत्र	जमा प्रमाणपत्र
1	2	3	4	5	6	7	8
1997-98	22,709	–	–	–	22,709	1,500	14,296
1998-99	26,500	–	–	–	26,500	4,770	3,717
1999-00	23,161	6,895	–	–	30,056	7,014	1,908
2000-01	32,157	10,500	–	–	42,657	6,751	1,199
2001-02	35,144	30,161	–	195	65,500	7,927	949
2002-03	29,421	46,960	30	341	76,752	8,268	1,224
2003-04	17,191	10,435	515	519	28,660	7,835	3,212
2004-05	14,170	17,135	6,697	526	38,528	11,723	6,052
2005-06	17,979	21,183	20,039	833	60,034	17,285	27,298
2006-07	21,725	33,676	32,390	1,012	88,803	21,478	64,954

: उधार लेने और उधार देने दोनों को हिसाब में लेने के लिए मांग मुद्रा और सीबीएलओ के मामले में कुल कारोबार इनमें एक कालम की मात्रा का दुगुना होता है तथा किसी रिपो के लिए दो चरणों में उधार लेने और देने के हिसाब में लेने के लिए बाजार रिपो के मामले में (एलएएफ से बाहर) चार गुना।

* : चलनिधि समायोजन सुविधा।

मौद्रिक नीति का परिचालनगत ढांचा रात्रिभर के लिए बाजार दरों को रिवर्स रिपो (खपत) दर की न्यूनतम दर तथा रिपो (पूंजी निवेश) दर की उच्चतम दर द्वारा पारिभाषित ब्याज दर गलियारे में रखने का रहा है। संपूर्ण प्रणाली में अत्यधिक चलनिधि की अवधि के दौरान रात्रिभर की दरों की प्रवृत्ति इस गलियारे की निम्नततम दर की होती है, जबकि चलनिधि की कमी की अन्य अवधियों के दौरान ये उच्चतम दरों को छूती हैं। जैसा कि अपेक्षा की जा सकती है पूंजी प्रवाहों में बढ़ी हुई उद्वेगशीलता की प्रवृत्ति प्रणाली में अत्यधिक चलनिधि को बढ़ाने की रहती है तथा सरकारी नकद शेष राशियों में जो एक साथ भारी मात्रा में करों के भुगतान के परिणामस्वरूप होते हैं, इस चलनिधि को प्रणाली से बाहर करके सोख लेती है जिसने गत वर्ष से चलनिधि प्रबंधन

चार्ट 1 : एलएएफ गलियारा तथा मांग दर



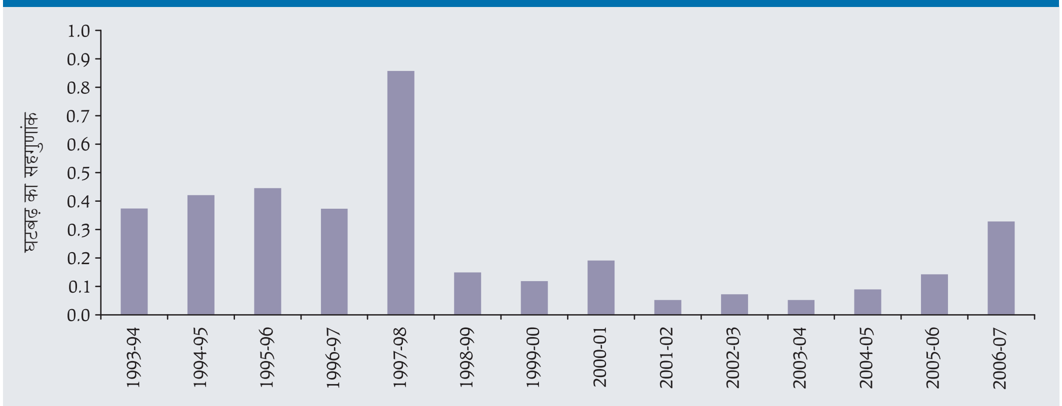
के कार्य को कुछ अधिक ही कठिन बना दिया है। इसके फलस्वरूप, रात्रिभर के लिए दरों में उद्वेगशीलता पिछले वर्ष की तुलना में हाल के महीनों में बढ़ी है जिनसे रात्रिभर की दरें गलियारे की दोनों सीमाओं को तोड़ती देखी गयी हैं।

जून 2000 में पूर्ण एलएएफ को अपनाये जाने के बाद, आम तौर पर, मांग दरों ने 2004-05 तक गिरने की प्रवृत्ति देखी। एलएएफ के गठन ने रिज़र्व बैंक को चलनिधि का अधिक दक्षतापूर्वक प्रबंधन करने तथा मांग दरों में उद्वेगशीलता को कम करने में समर्थ बनाया। मांग दरों की घट-बढ़ के सह-गुणांक (सीवी) से मापी गयी, उद्वेगशीलता, 1990 के बाद के दशक की तुलना में वर्तमान दशक में उल्लेखनीय रूप से घटी है (चार्ट 2) जिसमें 2006-07 में कुछ वृद्धि भी देखी गयी जैसा कि पहले उल्लेख किया गया है।

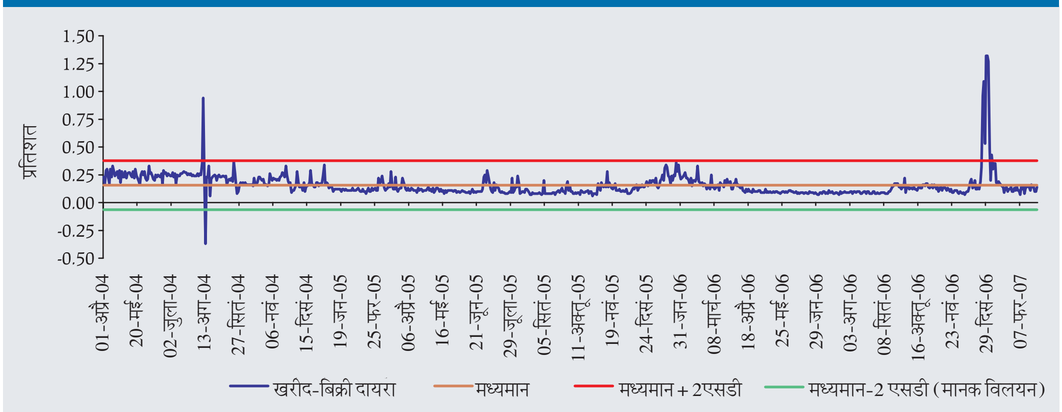
रात्रिभर की दरों में खरीद और बिक्री के दायरे में कटौती यह संकेत करती है कि भारतीय मुद्रा बाजार यथोचित रूप से गहन, ऊर्जस्वित और तरल हो गया है। अप्रैल 2004 से फरवरी 2007 के दौरान खरीद और बिक्री का दायरा -0.37 से +1.32 मूल बिन्दु प्रतिशत के दायरे में घटता-बढ़ता रहा है जिसमें औसत 16 आधार बिंदुओं का और मानक विचलन 11 मूल बिंदुओं का रहा। इस विचलन का सह- गुणांक 68.8 रहा तथापि इस विवरण की मात्रा उच्च रहने के बावजूद खरीद-बिक्री की दरों का दायरा इस अधिकांश अवधि के दौरान औसतन 2- एसडी (2 मानक विचलन) के दायरे में रहा (चार्ट 3)।

सुधार के विभिन्न उपायों के फलस्वरूप भारत में मुद्रा बाजार में मात्रा, लिखतों की संख्या, सहभागियों की संख्या तथा जोखिम प्रबंध प्रणालियों के विकास की दृष्टि से उल्लेखनीय रूपान्तरण हुआ है। नीतिगत जोरों में बदलाव के अनुरूप मुद्रा बाजार के विभिन्न घटकों ने महत्तर गहनता और तरलता प्राप्त कर ली है। मूल्य की खोज की प्रक्रिया में भी सुधार हुआ है। मांग मुद्रा बाजार को एक पूर्ण अन्तर्बैंक बाजार के रूप में रूपान्तरित कर दिया गया है, जबकि अन्य मुद्रा बाजार की लिखतों जैसे बाजार रिपो तथा सीबीएलओ को विकसित किया गया है ताकि वे गैर-बैंक संस्थाओं को अपने अल्पावधिक चलनिधि की विसंगतियों का प्रबंधन कर सकें। जैसा कि रात्रिभर की दरों में खरीद-बिक्री के दायरे में कमी से झलकता है, मुद्रा बाजार भी अधिक दक्ष हो गया है। तदर्थ खजाना बिलों की समाप्ति तथा खजाना बिलों की

चार्ट 2 : मांग मुद्रा दरों में घटबढ़



चार्ट 3: मांग मुद्रा बाजार में खरीद-बिक्री का दायरा



नीलामी ने जोखिम-मुक्त दर को उभारने में सहायता की है जो मुद्रा बाजार की अन्य लिखतों का मूल्य निर्धारण करने में बेंचमार्क का कार्य करती है।

सरकारी प्रतिभूति बाजार

रिज़र्व बैंक ने अनेक कारणों से 1990 के बाद के दशक के प्रारंभ से ही सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास के लिए सक्रिय प्रयास किये हैं (अनुलग्न II) । पहला, रिज़र्व बैंक के सरकार के ऋण प्रबंधक के रूप में कार्य करने से, सरकार के घाटे का वित्तपोषण करने के लिए सरकार की बाजार उधारियों का सुचारू रूप से पूरा हो जाना सुनिश्चित करने की दृष्टि से एक सुविकसित तथा तरल सरकारी प्रतिभूति बाजार अनिवार्य है। दूसरा, अन्य ऋण लिखतों के मूल्य निर्धारण के लिए बेंचमार्क के रूप में कार्य करने के लिए जोखिम-मुक्त आय-वक्र के उभरने को सुविधाजनक बनाने के लिए भी सरकारी प्रतिभूति बाजार का विकास आवश्यक है। अंतिम रूप से, सरकारी प्रतिभूति बाजार अपविनियमित परिवेश में मौद्रिक नीति की भावनाओं को प्रभावी रूप से संप्रेषित करने के लिए मुख्य भूमिका अदा करता है।

सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास को तेज करने की दृष्टि से यह आवश्यक था कि नियंत्रित ब्याज दरों की व्यवस्था से बाजारोन्मुखी प्रणाली की ओर बढ़ा जाए। तदनुसार, 1990 के बाद के प्रारंभिक वर्षों में रिज़र्व बैंक ने अनेक पहलें कीं । पहली, इसने सरकारी प्रतिभूतियों को जारी करने के लिए नीलामी प्रणाली शुरू की। जहां शुरू-शुरू में केवल आय-आधारित अलग-अलग मूल्य की नीलामियां आयोजित की गयीं, वहीं अनिश्चित बाजारी स्थितियों के दौरान और नयी लिखतों को जारी करते समय एक समान मूल्य आधारित नीलामियां भी की गयीं। दूसरी, चूंकि आबद्ध निवेशक आधार को बाजार के विकास के लिए बाधक माना गया, अतः सरकारी और अन्य अनुमोदित प्रतिभूतियों में बैंकों के निवेशों के लिए सांविधिक निर्धारण जो फरवरी 1992 में उच्चतम स्तर पर था उसे अप्रैल 1997 का 25 प्रतिशत के सांविधिक न्यूनतम स्तर तक ले आया गया। इसके परिणामस्वरूप इसका बल निवेशक आधार को व्यापक बनाने की ओर लगाया गया। इस उद्देश्य के लिए प्राथमिक व्यापारियों के रूप में मध्यस्थकों का नेटवर्क विकसित किया गया। प्राथमिक बाजार में (नीलामियों में गैर-प्रतिस्पर्धी बोली लगाने की प्रणाली के रूप में) तथा

द्वितीयक बाजार में, (स्टॉक एक्सचेंजों में खुदरा लेनदेन की अनुमति देकर) खुदरा सहभागिता को संवर्धित किया गया है। साथ ही साथ, बाजार की विविध वरीयताओं को पूरा करने के लिए नवोन्मेषी विशेषताओं वाली नयी लिखतें शुरू की गयीं, हालांकि इस बारे में अनुभव उत्साहजनक नहीं रहे हैं।

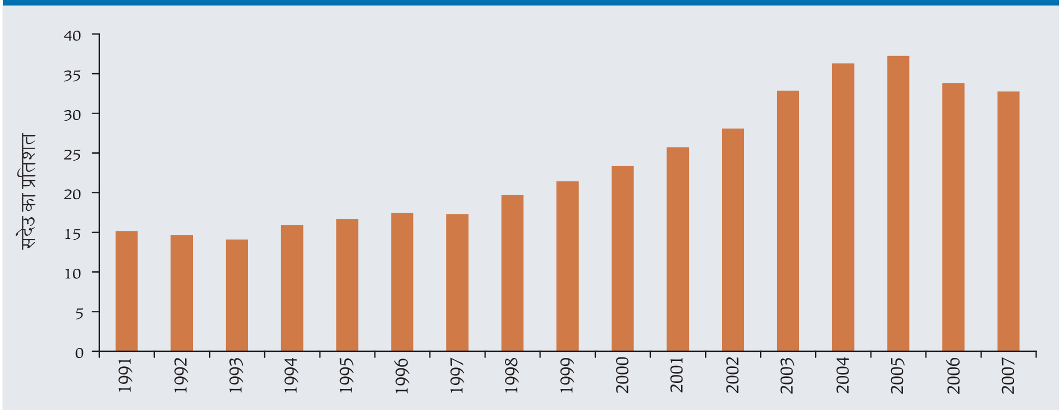
तीसरी, घाटे के स्वतः मौद्रीकरण के माध्यम से सरकार द्वारा रिज़र्व बैंक से निर्बाध संसाधन जुटाने की प्रक्रिया की समाप्ति तथा गैर-विपणनीय प्रतिभूतियों की विपणनीय प्रतिभूतियों में बदलने से रिज़र्व बैंक ने और अधिक परिचालनगत आजादी प्राप्त की। चौथी, चलनिधि बढ़ाने के प्रयास में, रिज़र्व बैंक ने 1990 के उत्तरार्ध के वर्षों से पुर्ननिर्गमों द्वारा बाजार उधारियों को क्रमिक रूप से बढ़ाते हुए ऋण के अहम समेकन की रणनीति अपनायी । इसका परिणाम यह हुआ कि प्रमुख मीयादों के लिए काफी संख्या में प्रतिभूतियां एकत्रित हो गयीं और ये बाजार के बेंचमार्कों के उभरने को सुविधाजनक बना रही हैं। पांचवां, समग्र व्यापक आर्थिक और मौद्रिक प्रबंधन में आये सुधार का परिणाम हुआ-निम्न मुद्रास्फीति और निम्न मुद्रास्फीतिगत प्रत्याशाएं तथा मूल्य स्थिरता जिसने आय वक्र को 30 वर्षों तक की मीयाद बढ़ाने में समर्थ बनाया। और अंतिम, रिज़र्व बैंक ने लेनदेन और निपटान के लिए प्रौद्योगिकीगत बुनियादी संरचना को सुदृढ़ करने के उपाय किये हैं। एक स्क्रीन आधारित बेनामी लेनदेन तथा रिपोर्टिंग प्लेटफार्म एनडीएस-ओएम के रूप में शुरू किया गया है, जो प्राथमिक नीलामियों में इलेक्ट्रोनिक रूप से बोली लगाने में समर्थ बनाती है तथा न्यूनतम समय अंतराल में ही लेनदेन की सूचना प्रसारित कर देता है। इसके अलावा, भारतीय समाशोधन निगम लि. की स्थापना के साथ, एक दक्ष निपटान प्रक्रिया-तंत्र को भी गठित कर लिया गया है जिसने सरकारी प्रतिभूति बाजार को पर्याप्त स्थिरता प्रदान की है।

राजकोषीय उत्तरदायित्व तथा बजट प्रबंध अधिनियम (एफआरबीएम) की शर्तों के अनुरूप 1 अप्रैल 2006 से प्राथमिक बाजार से हटाने के साथ रिज़र्व बैंक ने उभरती हुई चुनौतियों से निपटने के लिए प्राथमिक व्यापारियों की प्रणाली की व्याप्ति को बढ़ाने तथा उसमें सुधार लाने के रूप में अनेक संस्थागत परिवर्तन किये हैं। इस बाजार को गहन बनाने तथा इसकी तरलता को प्रोन्नत करने के लिए किये गये अन्य उपायों में शामिल है - 'ह्वेन इश्यूड' की ट्रेडिंग, सरकारी प्रतिभूतियों की 'शॉर्ट सेलिंग' तथा बाई बैक (वापसी खरीदी) द्वारा सरकारी ऋण का सक्रियतापूर्वक समेकन। लिखतों और सहभागियों की दृष्टि से सरकारी प्रतिभूति बाजार को व्यापक और गहन बनाने के लिए वर्षों से रिज़र्व बैंक द्वारा की गयी विभिन्न नीतिगत पहलों ने विभिन्न परिस्थितियों में भी सरकार के बाजार उधार कार्यक्रमों को सफलतापूर्वक पूरा करने में समर्थ बनाया है। विशेषकर एफआरबीएम के बाद के चरण में एक सुचारु लेनदेन सुनिश्चित किया गया है।

तदर्थ खजाना बिलों के माध्यम से स्वतः मौद्रीकरण की प्रणाली का स्थान 1997 में अर्थोपाय अग्रिमों ने ले लिया जिसके कारण सरकार को अपने घाटे के वित्तपोषण के लिए वर्धित बाजार उधारियों का सहारा लेना पड़ा। तदनुसार सरकारी प्रतिभूति बाजार का आकार इन वर्षों में काफी बढ़ गया है (चार्ट 4)।

सरकारी प्रतिभूतियों के लिए निवेशक आधार को, जो सुधारों से पहले जो मुख्यतः निर्दिष्ट निवेशगत अपेक्षाओं द्वारा निर्धारित की जाती थी, अब बढ़ाकर स्वैच्छिक रूप से सरकारी प्रतिभूतियों की धारिता तक कर दिया है। तदनुसार वाणिज्यिक बैंकों का अंश 2004-05 से घट गया है (चार्ट 5)।

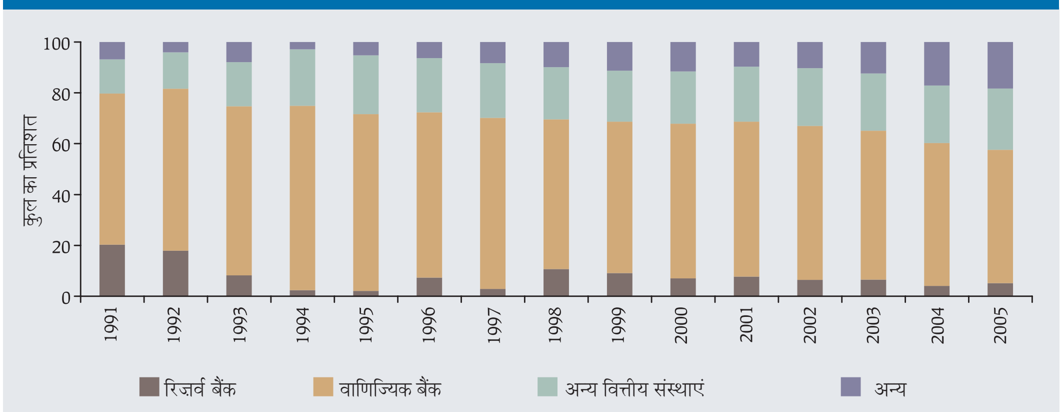
चार्ट 4 : केंद्र और राज्य सरकारों की प्रतिभूतियों के बकाया स्टॉक (मार्च के अंत में)



प्राथमिक व्यापारी (पीडी) प्रणाली अनिवार्यतः संस्थाओं के लिए बनायी गयी थी जिसका मूल उद्देश्य प्रतिभूतियों को धारण करना नहीं, बल्कि द्वितीयक बाजार में बाजार निर्माताओं के रूप में कार्य करने के आशय से प्राथमिक नीलामियों में भाग लेना है। प्राथमिक व्यापारी प्राथमिक नीलामियों की सफलता को सुनिश्चित करने के लिए उत्तरदायी हैं।

सरकारी प्रतिभूति बाजार में प्राथमिक व्यापारियों की उपस्थिति ने प्राथमिक और द्वितीयक दोनों घटकों में गतिशीलता के तत्व को बढ़ाया है। पीडी सरकारी प्रतिभूतियों की नीलामियों में सक्रिय रूप से भाग लेते रहे हैं। निरंतर रूप से दुतरफा भाव उद्धृत करके पीडी द्वितीयक बाजार में बाजार निर्माता के रूप में कार्य करते हैं। इसके बदले में, द्वितीय बाजार में चलनिधि प्राथमिक बाजार के परिचालनों की सफलता में समर्थन प्रदान करती है। पीडी प्रणाली ने प्राथमिक नीलामीकृत स्टॉक के बेहतर वितरण को सुविधाजनक बनाया है, साथ ही ये द्वितीयक बाजार में बेहतर चलनिधि उपलब्ध कराते हैं (सारणी 2)। हाल की अवधि में प्राथमिक निर्गमों में प्राथमिक व्यापारियों के अंश में गिरावट को बीमा कंपनियों द्वारा विशेषकर लम्बी दिनांकित प्रतिभूतियों में, बोली लगाने में बढ़ी हुई रुचि के संदर्भ में देखे जाने की जरूरत है।

चार्ट 5 : सरकारी प्रतिभूतियों के स्वामित्व का स्वरूप (मार्चांत)



सारणी 2 : सरकारी प्रतिभूति बाजार में प्राथमिक व्यापारियों की भूमिका

(प्रतिशत)

वर्ष	प्राथमिक अभिदान का अंश	कुल कारोबार (सीधी खरीद) में अंश	प्राथमिक व्यापारियों* की कुल आस्तियों में सरकारी प्रतिभूतियों का अंश
1	2	3	4
2001-02	65.0	27.7	79.8
2002-03	58.5	27.0	83.9
2003-04	51.5	23.9	82.2
2004-05	52.9	28.2	71.5
2005-06	40.4	31.1	60.9
2006-07 (अ)	40.0	26.4	61.0

* : मार्च के अंत में। अ : अनंतिम

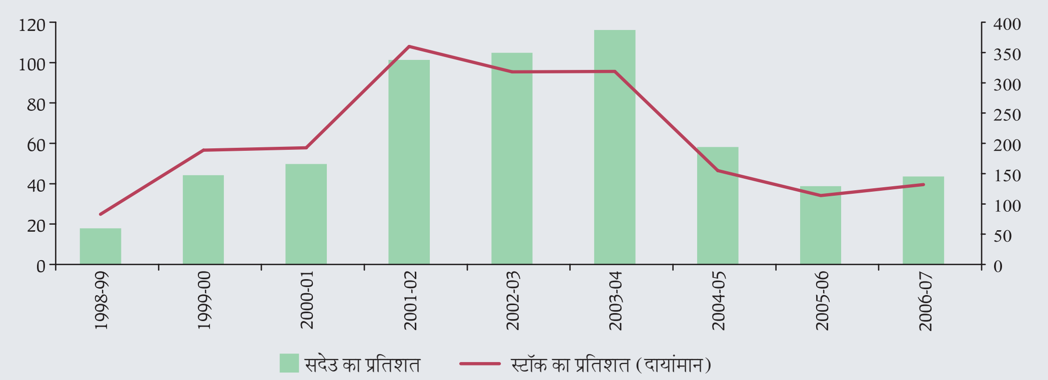
टिप्पणी : इस आंकड़े में विकास को शामिल नहीं किया गया है, परंतु इसमें एमएसएस तथा गैर-प्रतिस्पर्धी बोलियां शामिल हैं।

बेहतर मूल्य की खोज के लिए बाजार के विकास में एक मुख्य मुद्दा है - प्रतिभूतियों की तरलता। यह देखा गया कि भारी मात्रा में बकाया प्रतिभूतियों के अम्बार में केवल कुछ प्रतिभूतियां ही द्वितीयक बाजार में सक्रिय रूप से खरीदी-बेची जाती हैं। रिज़र्व बैंक सरकारी प्रतिभूति बाजार के द्वितीय बाजार के घटक में चलनिधि को बढ़ाने की दृष्टि से विद्यमान प्रतिभूतियों को पुनः जारी करके सहज समेकन की नीति अपना रहा है। कुल जारी प्रतिभूतियों में पुनः जारी की गयी प्रतिभूतियों का अंश 2005-06 के दौरान 97.7 प्रतिशत था। जुलाई 2003 में शुरू की गयी ऋण की वापस खरीद योजना के अंतर्गत सरकारी प्रतिभूतियों के सक्रिय समेकन के प्रयास भी किये गये थे जिसको अब अधिक सक्रियतापूर्वक अपनाये जाने की आशा है।

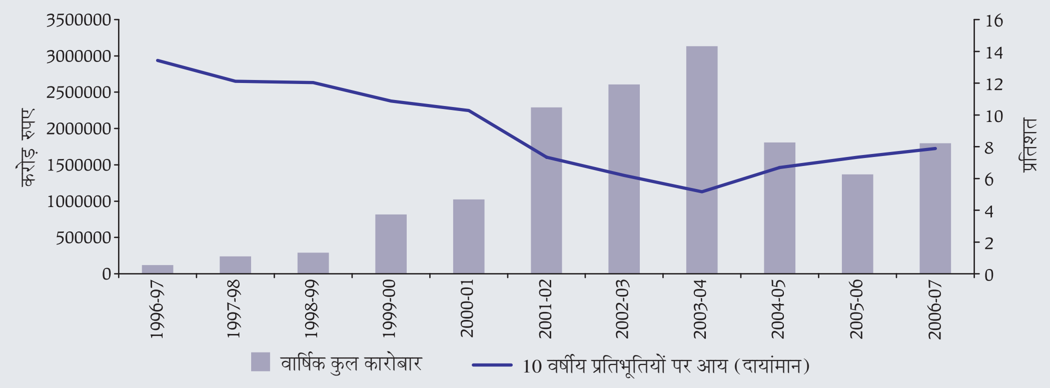
शुरू किये गये विकासात्मक उपायों के फलस्वरूप इन लेनदेनों की मात्रा पिछले दशक के दौरान कई गुना बढ़ गयी हैं (चार्ट 6) ।

2004-05 और 2005-06 में कुल कारोबार में आयी उल्लेखनीय गिरावट वाणिज्यिक बैंकों से इतर सहभागियों, विशेषकर बीमा कंपनियों द्वारा, 'खरीदों और रखो' की नीति अपनाये जाने के कारण हो सकती है, जो अब सरकारी प्रतिभूतियों, विशेषकर, लम्बी अवधि की प्रतिभूतियों के भारी अंश को धारण किये हुए हैं। यह गिरावट ब्याज दर चक्र के प्रति निवेशकों के असमान प्रतिसाद के कारण भी हो सकती है। सरकारी प्रतिभूतियों में, 'शॉर्ट सेलिंग' की सुविधा न होने की स्थिति में सहभागी आम तौर पर इनकी खरीद करने से दूर रहते हैं, जिसका परिणाम यह होता है कि गिरते हुए बाजार में इन प्रतिभूतियों की मात्रा खत्म हो जाती है (चार्ट 7)।

चार्ट 6: सरकारी प्रतिभूतियों में कुल कारोबार



चार्ट 7 : आय तथा वार्षिक कुल कारोबार (बाजार मूल्य)

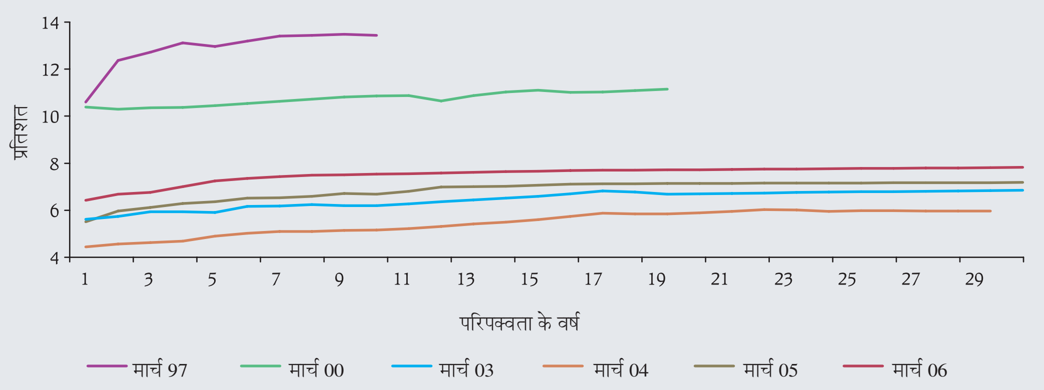


मंदी के समय में भी बाजारों को तरल और सक्रिय बनाये रखने के लिए तथा और भी खास रूप से , सहभागियों को अपने ब्याज दर जोखिम का बेहतर प्रबंधन करने के लिए एक साधन देने के लिए सरकारी प्रतिभूतियों में पात्र सहभागियों अर्थात् अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों और प्राथमिक व्यापारियों के बीच फरवरी 2006 में (दिन के अंदर) इन्ट्रा डे शॉर्ट सेलिंग की अनुमति दी गयी थी। बाद में इन्ट्रा दिन (दिन के अंदर) से बढ़ाकर उसे 31 जनवरी 2007 से पांच ट्रेडिंग दिनों की अवधि के लिए कर दिया गया। सरकारी प्रतिभूति बाजार में और सुधार लाने की दृष्टि से, 'ह्वेन इश्यूड' बाजार के लिए मार्गदर्शी निदेश रिज़र्व बैंक द्वारा मई 2006 में जारी किये गये । 'ह्वेन इश्यूड' घटक में लेनदेन जो अगस्त 2006 में शुरू हुई, प्रारंभ में उसकी अनुमति पुनः जारी प्रतिभूतियों में दी गयी। यह नीलामी की तारीख की घोषणा करने की तारीख से नीलामित प्रतिभूतियों के आबंटन से एक दिन पहले तक होता है। 'ह्वेन इश्यूड' में लेनदेन को केंद्र सरकार की नयी प्रतिभूतियों के निर्गमों पर भी चुनिंदा आधार पर लागू करने के लिए संशोधित मार्गदर्शी दिशानिर्देशों को नवम्बर 2006 में जारी किया गया।

निर्गमकर्ता और निवेशकों दोनों की वरीयता को उपयुक्त लगने के लिए अल्पावधिक प्रतिभूतियों के साथ-साथ दीर्घावधिक प्रतिभूतियों को भी बेहतर रूप में जारी करके रिज़र्व बैंक ने एक दीर्घावधि आय-वक्र की रणनीति का अनुसरण किया। अधिक दीर्घावधि की प्रतिभूतियों के जारी किये जाने के साथ सरकारी प्रतिभूतियों पर आय -वक्र 30 वर्षों से अधिक अवधि के लिए उभर कर आया है, हालांकि परिपक्वता की लम्बी अवधि की समाप्ति पर आय वक्र तरल नहीं है (चार्ट 8)।

इस प्रकार उठाये गये विभिन्न कदमों से सरकारी प्रतिभूति बाजार की कार्यप्रणाली में उल्लेखनीय सुधार हुआ। प्राथमिक बाजार ने बेहतर प्राणवत्ता प्राप्त कर ली है, और इसे संस्थाओं तथा लिखतों के विकास के लिए किये गये उपायों का लाभ मिला। 1990 के दशक के मध्य से सरकारी प्रतिभूति बाजार की कार्य-प्रणाली इसके आकार में लगातार वृद्धि का संकेत करती है जो केंद्र और राज्य सरकारों दोनों द्वारा बाजार में उधारियों में हुई वृद्धि के अनुरूप है। नीलामी आधारित प्रणाली की शुरूआत ने मूल्य खोज की प्रक्रिया में सुधार किया है। बाजार के विकास के लिए किये गये विभिन्न उपायों की प्रभावशीलता को दर्शाते हुए, द्वितीयक बाजार का कुल कारोबार इन वर्षों के दौरान कई

चार्ट 8 : आय वक्र की गतिविधि : एसजीएल लेनदेन



गुना बढ़ गया है। निपटान और लेनदेनगत बुनियादी संरचना को स्थापित किये जाने से भी द्वितीयक बाजार की गतिविधि बढ़ी है। सरकारी ऋण की धारिता का स्वरूप इसमें बैंकों से गैर-बैंकों की ओर कुछ बदलाव को दर्शाता है जो निवेशक आधार के क्रमिक विशाखीकरण को दर्शाता है। सरकारी प्रतिभूतियों पर आय वक्र उभर कर आया है हालांकि दीर्घावधि परिपक्वता पर अभी इनका तरल होना बाकी है। इस प्रकार भारत में सरकारी प्रतिभूति बाजार ने उत्तरोत्तर रूप में व्यापक आधारवाले बाजार के रूप में बदलते हुए देखा है जिसकी विशेषताएं हैं - एक दक्ष नीलामी प्रक्रिया, एक सक्रिय द्वितीयक बाजार तथा एक तरल आय वक्र। इन गतिविधियों ने केंद्र और राज्य सरकारों दोनों के सरकारी ऋणों के सुचारू वित्तपोषण में सहायता की है। ऐसी घड़ी में भी जब उनके राजकोषीय घाटे उच्च और बढ़ रहे थे। इस अनुभव ने राज्य सरकारों को महत्तर रूप में बाजार उधारियों का सहारा लेने में समर्थ बनाया जैसा कि 12 वें वित्त आयोग ने आदेश दिया था।

विदेशी मुद्रा बाजार

1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों से निर्धारित विनिमय दर प्रणाली से चरणबद्ध रूप में 1993 में बाजार निर्धारित विनिमय दर प्रणाली में अंतरण और उसके बाद 1994 में चालू खाते में परिवर्तनीयता को अपनाने तथा पूंजी खाते के लेनदेनों में काफी उदारीकरण लाने से भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार ने दूरगामी परिवर्तन देखे हैं (अनुलग्नक III)। बाजार के सहभागियों को भी विदेशी मुद्रा परिचालन करने तथा अपने जोखिमों का प्रबंध करने के लिए महत्तर नमनीयता प्रदान की गयी। प्रक्रियाओं को सरल बनाकर तथा अनेक नयी लिखतें उपलब्ध कराकर इस कार्य को सुविधाजनक बनाया गया। लेनदेन के प्लेटफार्म तथा निपटान की प्रक्रिया-तंत्र की दृष्टि से बाजार की संरचना में भी उल्लेखनीय सुधार हुआ है। सुधार के विभिन्न उपायों के फलस्वरूप,विदेशी मुद्रा बाजार में चलनिधि 1997-98 और 2006-07 की अवधि के बीच पांच गुना से भी अधिक बढ़ गयी (सारणी 3)।

तुलनात्मक दृष्टि से देखें तो, विदेशी मुद्रा बाजार में कुल कारोबार भारत के वर्ष 2000-01 के भुगतान संतुलन के आकार का 5.4 गुना तथा 2005-06 में 6.6 गुना था (सारणी 4)। विदेशी मुद्रा बाजार के गहन होते जाने तथा बढ़े हुए कुल कारोबार के कारण इस प्रकार के लेनदेनों के माध्यम से वाणिज्यिक बैंकों की आय काफी बढ़ गयी। गत दो वर्षों में विदेशी मुद्रा लेनदेनों

सारणी 3 : विदेशी मुद्रा बाजार का कुल कारोबार

वर्ष	बिलि. अम.डा. में कारोबार			हाजिर कुल कारोबार का अंश प्रतिशत में		
	वणिक	अन्तबैंक	कुल	वणिक	अन्तबैंक	कुल
1	2	3	4	5	6	7
1997-98	210	1,096	1,305	57.6	50.3	51.5
1998-99	246	1,057	1,303	52.9	49.4	50.0
1999-00	244	898	1,142	62.3	50.8	53.3
2000-01	269	1,118	1,387	65.2	45.2	49.1
2001-02	257	1,165	1,422	64.0	39.8	44.1
2002-03	325	1,236	1,560	57.9	42.7	45.9
2003-04	491	1,628	2,118	53.1	48.7	49.7
2004-05	705	2,188	2,892	48.2	50.5	50.0
2005-06	1,220	3,192	4,413	45.0	52.7	50.6
2006-07(अ)	1,787	4,727	6,514	46.2	54.2	52.0

अ : अनंतिम

से वाणिज्यिक बैंकों के कुल लाभ में 20 प्रतिशत से ज्यादा का लाभ विदेशी मुद्रा लेनदेनों से हुआ।

विदेशी मुद्रा बाजार में दक्षता में भी सुधार हुआ है जैसाकि खरीद-बिक्री के दायरे में आयी गिरावट से झलकता है। रुपया/अम.डालर बाजार का खरीद-बिक्री का दायरा अंतर्राष्ट्रीय बाजार में अन्य प्रमुख मुद्राओं (करेंसियों) के खरीद-बिक्री दायरे के अनुरूप हो गया है। वास्तव में, कुछ अवसरों पर रुपया/अमरीकी डालर की खरीद-बिक्री का दायरा अन्य प्रमुख करेंसियों से भी कम था (चार्ट 9)।

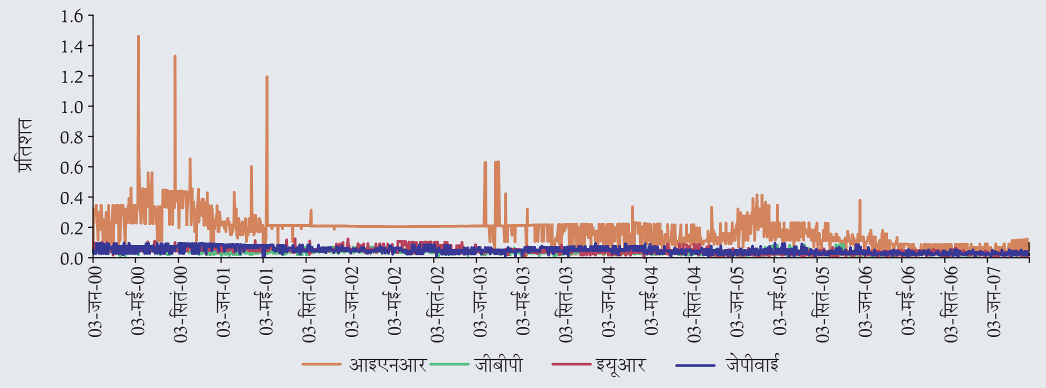
सारणी 4 : विदेशी मुद्रा बाजार का आकार

(प्रतिशत)

वर्ष	विदेशी मुद्रा बाजार का वार्षिक कुल कारोबार (बिलि.अम. डालरों में)	भुगतान संतुलन का आकार (बिलि.अम. डालरों में)	कालम-3 की तुलना में कालम -2
1	2	3	4
2000-01	1,387	258	5.4
2001-02	1,422	237	6.0
2002-03	1,560	267	5.8
2003-04	2,118	362	5.9
2004-05	2,892	481	6.0
2005-06	4,413	664	6.6
2006-07	6,514	उ.न.	उ.न.

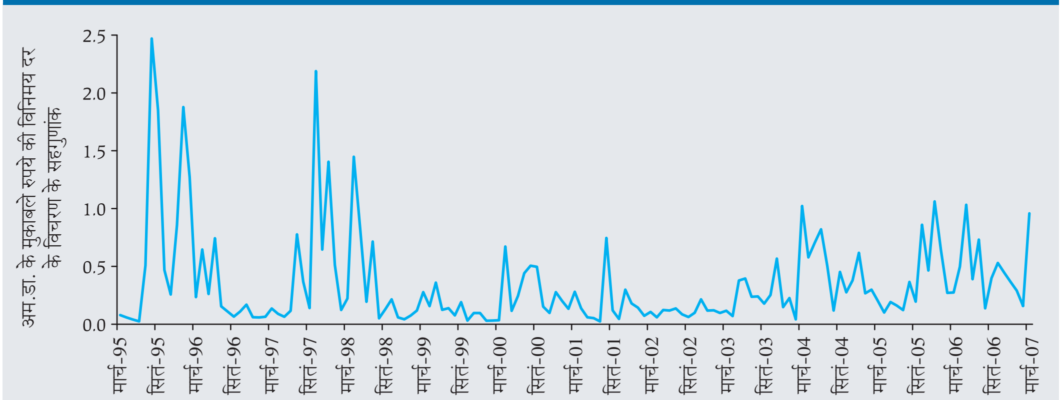
आम तौर पर उदीयमान बाजारी अर्थव्यवस्थाओं के अनुभव ने 1990 के दशक में विदेशी मुद्रा दर की घटबढ़ों के निर्धारण में पूंजी प्रवाहों की बढ़ती हुई महत्ता को रेखांकित किया है, जबकि 1980 के दशक में और उससे पहले व्यापारगत आगमों तथा आर्थिक वृद्धि का महत्व होता था। अधिकांश विकासशील देशों के मामले में जो श्रमिकों की सघनता और निम्न और मध्यम प्रौद्योगिकी उत्पाद में विशेषज्ञता प्राप्त है, उनके अति उच्च प्रतिस्पर्धी बाजारों में लाभ मार्जिन बहुत कम होते हैं और वे बड़ी-बड़ी खुदरा व्यापार की श्रृंखलाओं वाली बड़ी-बड़ी कंपनियों के मूल्य निर्धारण की शक्ति के प्रति संवेदनशील होते हैं। इसके फलस्वरूप विदेशी मुद्रा की विनिमय दर की उद्वेगशीलता के रोजगार, उत्पाद और वितरण पर भारी प्रभाव पड़ते हैं। विदेशी मुद्रा बाजार की स्थितियां 1993 के बाद की अवधि में व्यवस्थित रही हैं, यदि कहीं-कहीं अपवादात्मक रूप में आयी अत्यधिक उद्वेगशीलता को छोड़ दिया जाए। (चार्ट 10)। विदेशी मुद्रा विनिमय दर के प्रबंधन के लिए भारत की सोच अत्यधिक उद्वेगशीलता से बचने की रही है, तथापि रिज़र्व बैंक द्वारा विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप बाजार में कुल कारोबार की तुलना में छोटे-छोटे रहे हैं।

चार्ट 9 : अमरीकी डालरों के मुकाबले चुनिंदा करेंसियों की खरीद-बिक्री का दायरा



हाल के वर्षों में विदेशी मुद्रा नीति मुख्यतः विदेशी मुद्रा विनिमय दर की नमनीयता के साथ-साथ सावधानीपूर्वक निगरानी और प्रबंधन करने के सिद्धांतों से प्रेरित रही है जिसके लिए कोई निश्चित दर का लक्ष्य निर्धारित नहीं किया गया है, और न ही पहले से घोषित कोई लक्ष्य या बैंड रखा गया है ताकि उसमें यदि और जब भी जरूरी हो हस्तक्षेप किया जा सके। भारत की विदेशी मुद्रा के भंडार के समग्र दृष्टिकोण में भुगतान संतुलन की बदलती संघटना को ध्यान में रखा जाता है, तथा अन्य अपेक्षाओं को दर्शाने का प्रयास किया जाता है। उदाहरण के लिए 2006-07 के दौरान भारतीय रुपये ने दुतरफा गति दर्शायी और वह प्रति अमरीकी डालर के मुकाबले 43.14 से 46.97 रु. के दायरे में रहा। इस वर्ष के दौरान रुपया में प्रारंभ में डालर के मुकाबले मूल्य-ह्रास हुआ तथा 19 जुलाई 2006 को वह प्रति डालर रु. 46.97 तक गिर गया जो कच्चे तेल के उच्चतर मूल्यों, विदेशी संस्थागत निवेशकों के बर्हिगमों तथा मध्य पूर्व क्षेत्र में भौगोलिक राजनैतिक संकट को प्रदर्शित करता है। तथापि कुछ कमी का आना, विदेशी संस्थागत निवेशों का पुनः बड़ी मात्रा में आना तथा अंतर्राष्ट्रीय

चार्ट 10 : विदेशी मुद्रा बाजार में उद्वेगशीलता



बाजार में अमरीकी डालर की कमजोरी। बाजार में डालर की बढ़ी हुई आपूर्ति के कारण 7 मई 2007 को प्रति अमरीकी डालर रु. और बढ़कर 40.59 पर पहुंच गया। तथापि, उसके बाद, रुपये के मूल्य में ह्रास हुआ और वह 16 मई 2007 को प्रति अमरीकी डालर के मुकाबले 40.85 के स्तर पर आ गया। इस स्तर पर रुपये में मार्च 2007 के अंत की तुलना में 6.7 प्रतिशत और मार्च 2006 के अंत की तुलना में 9.2 प्रतिशत की वृद्धि हुई। यूरो के मुकाबले रुपये में मार्च 2007 के अंत में 4.7 प्रतिशत की मूल्यवृद्धि हुई, परंतु मार्च 2006 के अंत की तुलना में 2.4 प्रतिशत का मूल्यह्रास हुआ। भारतीय रुपये की वास्तविक प्रभावी विनिमय दर (आरईईआर) (छह करेंसियों का लेनदेन आधारित भारांक) 18 अप्रैल 2007 को 112.2 पर था जो 1993-94 के आधार के ऊपर से 12.2 प्रतिशत बढ़ा : 2000-01 की तुलना में इसमें 9.6 प्रतिशत की मूल्य वृद्धि हुई (चार्ट 11)।

हाजिर घटक के अलावा, भारत में विदेशी मुद्रा बाजार फार्वर्ड (वायदा) स्वैप और आप्शंस जैसी व्युत्पन्नी लिखतों में भी लेनदेन करता है। खास प्रकार की फार्वर्ड संविदा एक माह, तीन माह या छह माह के लिए होती है, इनमें तीन माह की संविदा ज्यादा आम है।

सारणी 5 : भारत में व्युत्पन्नी कुल कारोबार सांकेतिक/काल्पित राशि में

(बिलि.अम.डा)

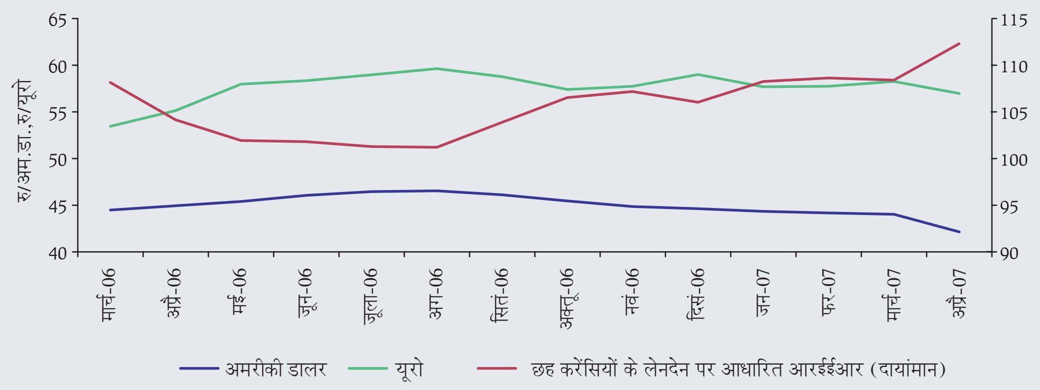
उत्पाद	2000-01	2005-06	2006-07 (नवंबर 2006 तक)
1	2	3	4
फारवर्ड	163	839	734
स्वैप	565	1,344	1,187
आप्शंस	0	11 *	38

* : सितम्बर 05 से अगस्त 2006 तक के वर्ष से संबंधित क्योंकि आप्शंस के आंकड़ों की रिपोर्ट करने की प्रक्रिया सितम्बर 2005 में शुरू हुई थी।

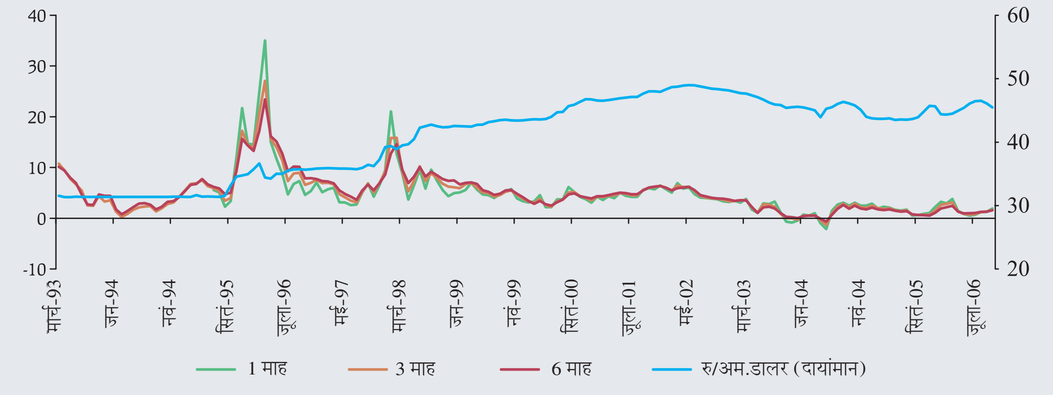
टिप्पणी : यहां आप्शंस से तात्पर्य है विदेशी मुद्रा - भारतीय रुपया आप्शंस/ कुल कारोबार की गणना पिछले वर्ष की तुलना में सांकेतिक बकाया के अंतर को हिसाब में लेकर की जाती है।

लम्बी अवधि की फार्वर्ड संविदाएं इतनी आम नहीं हैं क्योंकि इनमें भारी अनिश्चितताएं विद्यमान होती हैं। विदेशी मुद्रा बाजार में किसी स्वैप लेनदेन में हाजिर और विपरीत दिशा में वायदा दोनों का सम्मिश्रण होता है। विदेशी मुद्रा स्वैप्स का भाग भारत में व्युत्पन्नी लिखतों में हुए कुल कारोबार का सबसे बड़ा होता है, इसके बाद फारवर्ड और आप्शंस का स्थान आता है (सारणी 5)। तीन साल से विद्यमान रहने के बावजूद आप्शंस कोई महत्वपूर्ण स्थान प्राप्त नहीं कर पाये। भारत में कंपनियों द्वारा विदेशी मुद्रा के स्वैप्स और आप्शंस

चार्ट 11 : भारतीय रुपये में घटबढ़



चार्ट 12 : फारवर्ड प्रीमियम और अमरीकी डालर में घटबढ़



जारी करने पर प्रतिबंध होने के कारण, इन घटकों (स्वैप्स और आप्शंस) में कुल कारोबार अनिवार्यतः अन्तबैंक लेनदेनों को ही दर्शाता है।

पूंजी खाते के और ज्यादा खोले जाने के साथ वायदा प्रीमियम क्रमशः ब्याज दर अंतराल के अनुरूप होता जा रहा है जो बाजार की बढ़ती दक्षता को दर्शाता है। उदारीकरण के बाद के चरण में, डालर की तुलना में भारतीय रुपये का वायदा प्रीमियम आम तौर पर उच्च बना रहा जो यह दर्शाता है कि अमरीकी डालर की तुलना में रुपया बट्टे पर चल रहा है। तथापि हाल की अवधि में विदेशी मुद्रा के बड़े भंडार, सशक्त पूंजी आगम तथा भारतीय अर्थव्यवस्था में बढ़ते हुए विश्वास को दर्शाते हुए फार्वर्ड प्रीमियम तेजी से नीचे आ गया है, जोकि 1995-96 में सर्वोच्च स्तर पर पहुंच गया था (चार्ट 12)।

विभिन्न उपायों के फलस्वरूप,भारत का विदेशी मुद्रा बाजार समय के साथ-साथ अपनी बढ़ी हुई गहनता तथा तरीलता के साथ अपेक्षाकृत परिपक्व बाजार हो गया है। बाजार में कुल कारोबार वर्षों की अवधि में बढ़ा है। पूंजी खाते के क्रमिक रूप से खोले जाने के साथ-साथ वायदा प्रीमियम उत्तरोत्तर रूप में ब्याज दर अंतरालों से समायोजित होते जा रहे हैं। विदेशी मुद्रा बाजार में बढ़ी हुई दक्षता के भी प्रमाण मिलते हैं जो कि उसमें बोली-स्वीकृति के दायरों के कम होते जाने में झलकती है।

विदेशी मुद्रा बाजार के क्रमिक विकास ने चालू खाते की परिवर्तनीयता को लागू करने में तथा चरणबद्ध रूप में क्रमिक रूप से पूंजी खाते को खोलने में मदद की है। व्युत्पन्नी लिखतों की उपलब्धता ने भी देशी और विदेशी निवेशकों को अपने जोखिम के प्रबंधन में मदद की है। इस दृष्टिकोण ने भारत की बड़ी मदद की है और वह भी विशेषकर 1990 के दशक में, जब अंतरराष्ट्रीय बाजारों में उद्वेगशीलता की भारी मात्रा मौजूद थी , यह आर्थिक सुधारों तथा उदारीकरण की अवधि के दौरान भी अपनी अर्थव्यवस्था को निरंतर रूप से खुला बनाने की ओर ले जाते हुए वित्तीय स्थिरता को बनाये रख सका।

वित्तीय बाजार का समेकन

मौद्रिक नीति के संप्रेषण ढांचे की सफलता, जो मौद्रिक प्रबंधन की अप्रत्यक्ष लिखतों जैसे ब्याज दरों पर निर्भर करती है, उस मात्रा और गति पर भी निर्भर करती है जिससे केंद्रीय बैंक की नीतिगत दर में हुए परिवर्तनों को अर्थव्यवस्था में तथा उससे आगे बढ़कर

वास्तविक क्षेत्र में बाजार की ब्याज दरों और विनिमय दर के क्षेत्र में संप्रेषित किया जाता है। केंद्रीय बैंक की नीतिगत दरों में परिवर्तन घरेलू मुद्रा बाजार की ब्याज दरों में भिन्नताओं के जरिये विनिमय दरों को प्रभावित कर सकते हैं जो इसके परिणामस्वरूप वास्तविक अर्थव्यवस्था को प्रभावित करती है। इसी प्रकार नीतिगत ब्याज दरों में घटबढ़ अन्य आस्ति बाजारों को जैसे इक्विटी और संपत्ति की कीमतों को प्रभावित कर सकती है, जो मौद्रिक संप्रेषण को और भी सुदृढ़ कर देती है। यदि बाजार कमजोरी के साथ समेकित होंगे तो केंद्रीय बैंक के ब्याज दर के संकेतक अन्य अल्पावधिक तथा दीर्घावधिक ब्याज दरों, विनिमय दरों और अन्य आस्ति मूल्यों पर अपेक्षित प्रभाव नहीं रखेंगे । ऐसी स्थिति में, केंद्रीय बैंक को अपेक्षित परिणाम प्राप्त करने के लिए बाजार के विभिन्न घटकों में काम करना होगा। संक्षेप में, बाजार के विभिन्न घटकों के बीच जितना ही अधिक समेकन होगा उतना ही अधिक मौद्रिक नीति के संप्रेषण का वित्तीय बाजारों के परिदृश्य पर सुदृढ़ प्रभाव पड़ेगा और आगे वास्तविक अर्थव्यवस्था पर भी। भलीभांति समन्वित बाजार सभी बाजारों के विशेष घटक को

सारणी 6: प्रमुख वित्तीय बाजारों के बीच सह-सम्बंध

	आररिपो	कॉल	ट्रेजबि91	ट्रेजबि364	आय10	सीडी	सीपी	एफआर1	एफआर3	एफआर6	विनिमय	एलबीएस ईएस
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
(अप्रैल 1993 से मार्च 2000 तक)												
आररिपो	1.00											
कॉल	0.35	1.00										
ट्रेज बि 91	0.44	0.61	1.00									
ट्रेजबि 364	0.32	0.40	0.90	1.00								
आय 10	0.04	0.46	0.57	0.49	1.00							
सीडी	0.30	0.32	0.45	0.41	0.38	1.00						
सीपी	0.39	0.54	0.81	0.75	0.57	0.71	1.00					
एफआर1	0.27	0.80	0.45	0.33	0.46	0.47	0.63	1.00				
एफआर3	0.28	0.68	0.47	0.32	0.56	0.58	0.65	0.97	1.00			
एफआर6	0.30	0.61	0.48	0.36	0.60	0.62	0.68	0.91	0.98	1.00		
विनिमय	0.03	-0.04	-0.23	-0.38	-0.06	-0.19	-0.31	-0.25	0.12	0.13	1.00	
एलबीएसईएस	-0.37	-0.10	-0.24	-0.34	-0.05	-0.40	-0.28	-0.32	-0.28	-0.30	0.35	1.00
(अप्रैल 2000 से दिसंबर 2006 तक)												
आररिपो	1.00											
कॉल	0.86	1.00										
ट्रेज बि 91	0.86	0.95	1.00									
ट्रेजबि 364	0.84	0.92	0.99	1.00								
आय 10	0.78	0.88	0.96	0.98	1.00							
सीडी	0.78	0.90	0.94	0.93	0.93	1.00						
सीपी	0.81	0.90	0.96	0.94	0.92	0.95	1.00					
एफआर1	0.58	0.62	0.57	0.52	0.50	0.60	0.67	1.00				
एफआर3	0.60	0.61	0.60	0.54	0.52	0.63	0.71	0.98	1.00			
एफआर6	0.61	0.62	0.61	0.55	0.54	0.66	0.74	0.95	0.99	1.00		
विनिमय	0.29	0.20	0.14	0.08	0.04	0.24	0.28	0.60	0.66	0.70	1.00	
एलबीएसईएस	-0.26	-0.23	-0.20	-0.15	-0.11	-0.27	-0.31	-0.57	-0.64	-0.68	-0.69	1.00

ट्रेज बि 91 : 91 दिवसीय खजाना बिल।
आय10 : 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूतियों पर आय।
कॉल : अंतर्बैंक मांग मुद्रा दर (भारांकित औसत)।
एफआर1 : एक माह की वायदा विदेशी मुद्रा प्रीमियम।
एफआर6 : छह माह की वायदा विदेशी मुद्रा प्रीमियम।
एसबीएसइएस : बीएसई सेन्सेक्स का स्वाभाविक लघुगणक।
आरआरइपीओ : रिवर्स रिपो दर।
सीपी : वाणिज्यिक पत्र दर।
टीबी 364 : 364 दिवसीय खजाना बिल।
सीडी : जमा प्रमाणपत्र।
एफआर3 : 3 माह की वायदा प्रीमियम।
एक्सचेंज : भारतीय रुपये की प्रति अमरीकी डालर विनिमय दर।

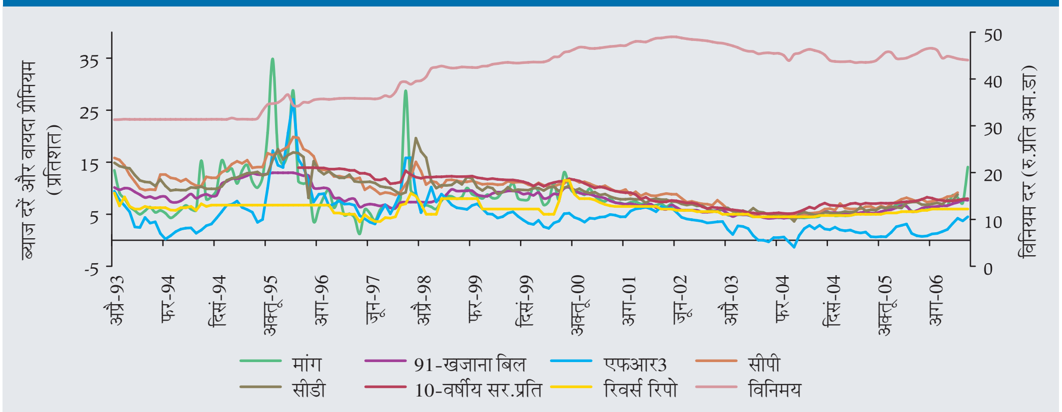
टिप्पणी : ये सह सम्बंध मासिक आंकड़ों पर आधारित हैं।

आघातों और जोखिमों का वितरण करने में समर्थ बनाकर भी वित्तीय स्थिरता में योगदान करते हैं।

भारत में वित्तीय बाजारों के सुधारों ने वित्तीय बाजार के विभिन्न घटकों के बीच बेहतर समेकन लाने, यादृच्छिकता के अवसरों को कम करने, मध्यस्थकों के बाजार परिचालनों में दक्षता के उच्चतर स्तरों को प्राप्त करने तथा अर्थव्यवस्था में मौद्रिक नीति की दक्षता बढ़ाने में समर्थ बनाया है। 2000 के प्रारंभ से वित्तीय बाजारों के बढ़ते हुए समेकन को विभिन्न बाजार ब्याज दरों के बीच बढ़ते परस्पर सह-संबंध के रूप में देखा जा सकता था। ब्याज दरों के सह-संबंध की संरचना विशिष्ट बाजार घटकों के समेकन की अनेक उल्लेखनीय विशेषताओं को प्रकट करती है (सारणी 6)।

पहला, मुद्रा बाजार के घटक में 1993-2000 की पहली अवधि की तुलना में हाल की 2000-06 की अवधि के दौरान ब्याज दरों के बीच ज्यादा सुदृढ़ सह-संबंध होने के प्रमाण हैं जो वित्तीय गहनता लाने के लिए की गयी नीतिगत पहलों को सुझाती हैं। ब्याज दरों के बीच बढ़ी हुई सह-सम्बद्धता भी विभिन्न लिखतों में लेनदेन करने वाली वित्तीय मध्यस्थन संस्थाओं के परिचालनों में दक्षता में आये सुधार को दर्शाती है। दूसरे, खजाना बिलों जैसे जोखिमयुक्त तथा तरल लिखतों के बीच उच्च सह-संबंध जो बैंचमार्क लिखत के रूप में कार्य करता है तथा दूसरी बाजार लिखतें जैसे जमा प्रमाणपत्र और वाणिज्यिक पत्र और वायदा विदेशी मुद्रा विनिमय दर प्रीमियम मूल्य निर्धारण की प्रक्रिया की दक्षता को रेखांकित करती हैं। तीसरे, रिवर्स रिपो रेट और मुद्रा बाजार की दरों के बीच सह-संबंध में हाल की अवधि में आया तेज सुधार मौद्रिक नीति के संप्रेषण की बढ़ी हुई प्रभावशीलता को दर्शाता है। चौथे, दीर्घावधिक सरकारी बांडों की आय और अल्पावधिक खजाना बिलों की दरों के बीच उच्च स्तर का सह-संबंध वित्तीय बाजारों में ब्याज दरों की मीयादी संरचना की महत्ता का संकेत करता है। पांचवें, मुद्रा बाजारों में और तिमाही वायदा प्रीमियम में ब्याज दरों के बीच सह-संबंध पर्याप्त उच्च था जो अपेक्षाकृत उच्च लम्बायमान समेकन का संकेत करता है। विदेशी मुद्रा बाजार के मुद्रा बाजार तथा सरकारी प्रतिभूति बाजार के साथ समेकन ने मौद्रिक और बाह्य क्षेत्र के प्रबंधन के घनिष्ठ सहयोग को सुविधाजनक बनाया है। विदेशी मुद्रा बाजार से हस्तक्षेप के प्रभाव को सावधानीपूर्वक मौद्रिक प्रबंध के साथ समन्वित किया

चार्ट 13 : भारत में ब्याज दरें तथा विनिमय दर

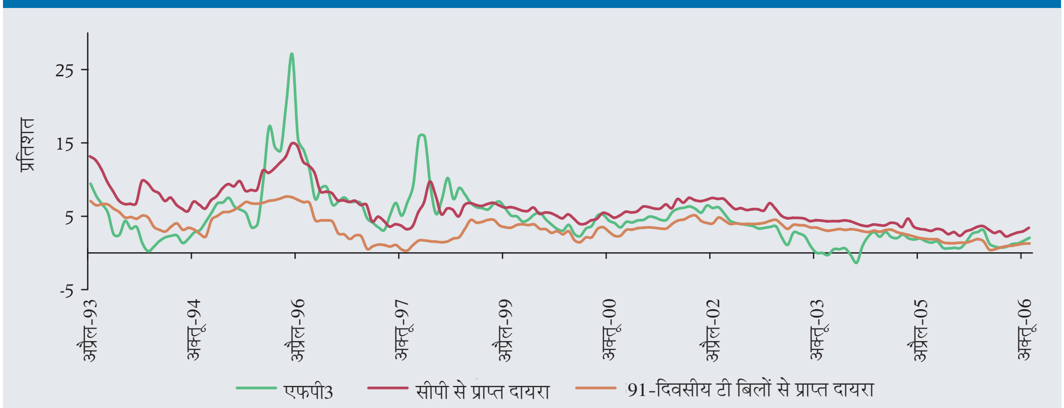


जा सकता है जिसमें बैंकिंग प्रणाली की चलनिधि की आपूर्ति की लगातार निगरानी तथा चलनिधि की स्थितियों को समायोजित करने के लिए खुले बाजार के परिचालनों का सक्रिय उपयोग भी शामिल हो। छठे, इक्विटी बाजार मुद्रा बाजार के घटकों के साथ अपेक्षाकृत निम्न और ऋणात्मक सह-संबंध का घटक बन गया प्रतीत होता है।

मुद्रा, गिल्ट और विदेशी मुद्रा बाजार के घटकों के बीच बढ़ता हुआ समेकन विभिन्न घटकों के बीच और उनके अपने अंदर वित्तीय मूल्यों की समरूपता (एकाभिमुखता) तथा ब्याज दरों में साथ-साथ घटने-बढ़ने की प्रवृत्ति में भी देखी जा सकती है (चार्ट 13)।

अन्य बाजारों के साथ विदेशी मुद्रा बाजार के समेकन की मात्रा का अधिकांशतः निर्धारण खुलेपन की मात्रा से होता है। विदेशी मुद्रा बाजार के समेकन के संकेतकों में एक संकेतक है सुरक्षित ब्याज दरों में विभेदक। भारतीय संदर्भ में, रुपया की वायदा कीमत अनिवार्यतः ब्याज दर विभेदकों द्वारा निर्धारित नहीं की गयी हो सकती है, परंतु यह उल्लेखनीय रूप से निम्नलिखित द्वारा भी प्रभावित होती है - (क) वायदा अमरीकी डालरों की आपूर्ति और मांग; (ख) ब्याज दरों में विभेदक और भावी ब्याज दरों की प्रत्याशाएं, तथा (ग) भावी अम.डालर रुपया विनिमय दर की प्रत्याशाएं। अनुभवजन्य साक्ष्य इस दृष्टिकोण का समर्थन करते हैं क्योंकि तिमाही वायदा प्रीमियम (एफपी3) ब्याज दर विभेदक (91 दिवसीय खजाना बिल दर तथा तिमाही लिबोर के बीच) के साथ पूर्ण से कुछ कम सह-घटबढ़ है जोकि जोखिम प्रीमियम के अलग-अलग समयों पर अलग-अलग होने का संकेत करती है। यह परस्पर सम्बद्धता उस समय अधिक मजबूत हो जाती है, जब ब्याज दर विभेदक मासिक औसत मांग मुद्रा दर तथा

चार्ट 14 : सुरक्षित की गयी ब्याज की समानता



1. सुरक्षित ब्याज समानता (सीआईपी) से तात्पर्य है कि एक समान वित्तीय लिखतों, जो कि उसी मुद्रा में मूल्यवर्गित हैं, पर जिसका लेनदेन घरेलू तथा विदेशी आधार पर होता है, प्रतिलाभ की दरें दक्ष बाजार की स्थितियों में समान होनी चाहिए, बशर्ते विदेशी मुद्रा नियंत्रण विद्यमान न हों, तथा इन दोनों बाजारों ने देशगत जोखिम प्रीमियम एक समान हो। सीआईपी से तात्पर्य है कि विदेशी निवेश पर आय जोकि वायदा बाजारों में कवर (सुरक्षा) प्राप्त है, घरेलू निवेश पर आय के समकक्ष है। ब्याज दर सविभेदक को प्रीमियम द्वारा या वायदा दर पर बट्टे द्वारा समायोजित किया जाता है। सुरक्षित ब्याज विभेदकों की अनुपस्थिति यह संकेत करती है कि वित्तीय समेकन में कुछ अवरोध हैं जो बाजार अंतरण लागतों, बाजार की चलनिधि की स्थितियों, मार्जिन संबंधी अपेक्षाओं, कराधान, तथा बाजार में प्रविष्टि या उससे बाहर निकलाने संबंधी शर्तों के कुछ घटकों की अपूर्णताओं के कारण हैं।

सारणी 7 : रिवर्स रिपो दर की तुलना में ब्याज दरों का दायरा

(प्रतिशत)

मद	अप्रैल 1993-सितंबर 2006	अप्रैल 1993 - मार्च 2000	अप्रैल 2000-सितंबर 2006
1	2	3	4
मांग मुद्रा दर	1.75	2.98	0.43
जमा प्रमाणपत्र दर	3.33	5.43	1.07
वाणिज्यिक पत्र दर	4.01	6.09	1.78
91 दिवसीय खजाना बिल दर	1.71	2.90	0.42
364 दिवसीय खजाना बिल दर	2.13	4.18	0.75
सरकारी प्रतिभूतियों पर 10-वर्षीय आय	3.50	6.21	1.84

एक माह की लिबोर दर पर आधारित होती है (चार्ट 14)। यह संबंध तब और भी बढ़ जाता है जब भारत में सीपी की दर और 3 माह की अमरीकी डालर लिबोर दर के बीच अंतराल पर ब्याज की समानता के आकलनों के लिए विचार किया जाता है। ब्याज की समतुल्यता की स्थिति से वायदा प्रीमियम का विचलन विदेशी मुद्रा बाजार के हाजिर घटक में तीव्र उतार-चढ़ाव वाली स्थितियों के दौरान बढ़ती प्रतीत होती है।

मौद्रिक नीति की संभावनाओं की दृष्टि से बाजार के घटकों में एकाभिमुखता आयी है जिसमें रिवर्स रिपो दर की तुलना में बाजार की ब्याज दरों के दायरे में भारी गिरावट आयी है (सारणी 7)। अन्तर्बैंक मांग मुद्रा दर के लिए यह दायरा न्यूनतम था, इसके बाद खजाना बिलों, जमा प्रमाणपत्रों, वाणिज्यिक पत्रों और 10-वर्षीय सरकारी बांडों पर आय का दायरा रहा। वित्तीय बाजार के विकास का लाभ वास्तविक क्षेत्र में भी पहुंच रहा है जो इस बात का प्रमाण है कि वाणिज्यिक पत्र के दायरे में नीतिगत दर की तुलना में कमी आयी है। नीतिगत दर और अन्य बाजार दरों के बीच दायरे का संकीर्ण होना मौद्रिक नीति की प्रक्रिया के संप्रेषण की बढ़ती हुई दक्षता को दर्शाता है।

इस प्रकार, विभिन्न बाजार घटकों के बीच समेकन बढ़ चुका है, विशेषकर हाल की अवधि में । यह बाजारों की गहनता में वृद्धि तथा विभिन्न बाजार घटकों ब्याज दरों के बीच उच्चतर सह-संबंध में झलकती है। विभिन्न वित्तीय बाजार के विभिन्न घटकों के बीच बढ़ते हुए समेकन के साथ ब्याज दरों की निम्न उद्वेगशीलता भी

सारणी 8 : भारत में वित्तीय बाजारों की गहनता - औसत दैनिक कुल कारोबार

(करोड़ रु.)

वर्ष	मुद्रा बाजार*	सरकारी प्रतिभूति बाजार	विदेशी मुद्रा बाजार #	इक्विटी बाजार ** (नकदी घटक)	एनएसई पर इक्विटी डेरिवेटिव
1	2	3	4	5	6
1991-92@	6,579	391	–	469	–
2000-01	42,657	2,802	21,198	9,308	11
2001-02	65,500	6,252	23,173	3,310	410
2002-03	76,752	7,067	24,207	3,711	1,752
2003-04	28,660	8,445	30,714	6,309	8,388
2004-05	38,528	4,826	39,952	6,556	10,107
2005-06	60,034	3,643	56,391	9,504	19,220
2006-07	88,803	4,863	83,984	11,760	29,803

* : इसमें मांग मुद्रा, नोटिस मुद्रा, मीयादी मुद्रा, सीबीएलओ तथा रिपो मार्केट शामिल हैं।
** : इसमें बीएसई तथा एनएसई का कुल कारोबार शामिल है। # : अन्तर्बैंक कुल कारोबार मात्र
@ : सरकारी प्रतिभूतियों और इक्विटी बाजार के लिए आंकड़े 1995-96 से संबंधित हैं।
– : उपलब्ध नहीं

स्रोत : भारतीय रिज़र्व बैंक, बम्बई स्टॉक इक्सचेंज, मुंबई और भारतीय राष्ट्रीय स्टॉक एक्सचेंज (एनएसई) लि.

रही। रिवर्स रिपो रेट की तुलना में ब्याज दर का संकीर्ण होता दायरा मौद्रिक नीति के संप्रेषण सरणि में सुधार तथा महत्तर वित्तीय बाजार के समेकन को दर्शाती है।

हम भारत में इक्विटी बाजार सहित वित्तीय बाजारों के सभी घटकों की गहनता में क्रमिक वृद्धि को भी देख सकते हैं, हालांकि औसत दैनिक लेनदेन की मात्राएं विदेशी मुद्रा बाजार और मुद्रा बाजारों में उच्चतम हैं (सारणी 8)।

सारांश

अर्थव्यवस्था की समग्र वृद्धि और विकास में और विशेषकर मौद्रिक नीति की सम्प्रेषण प्रक्रिया-तंत्र में उनकी महत्त्वपूर्ण भूमिका को देखते हुए भारतीय रिज़र्व बैंक ने मुद्रा, सरकारी प्रतिभूति और विदेशी मुद्रा बाजारों के विकास में गहरी रुचि ली है। इसके लिए दृष्टिकोण अनेक मोर्चों पर समानान्तर रूप से, वह भी क्रमबद्ध रूप से, भली-भांति सोच-विचार कर बढ़ने का रहा है जिसका संस्थागत और बुनियादी संरचना के विकास पर तथा बाजार की व्यष्टिगत संरचना में सुधार पर विशेष बल दिया गया। सुधारों की गति उपयुक्त प्रणालियों और प्रक्रिया-तंत्र की स्थापना पर निर्भर रही है। रिज़र्व बैंक द्वारा उठायी गयी पहलों द्वारा वित्तीय बाजारों के विभिन्न घटकों में उल्लेखनीय रूपान्तरण लाया गया है। देशी वित्तीय बाजारों में गहनता और तरलता में सुधार लाकर इन गतिविधियों ने ब्याज दरों और विनिमय दरों के बेहतर मूल्य की खोज करने में योगदान किया है; जिसके परिणाम-स्वरूप अर्थव्यवस्था में संसाधनों के आबंटन में महत्तर दक्षता आयी है। वित्तीय बाजारों के आकार और उनकी गहनता में वृद्धि ने अप्रत्यक्ष लिखतों के नमनीय रूप में उपयोग करने का मार्ग प्रशस्त किया है। महत्तर गहनता और तरलता तथा बाजार प्रतिभागियों के लिए आजादी ने वित्तीय बाजारों के विभिन्न घटकों को समेकित करने में भी मदद की है। बढ़ा हुआ समेकन न केवल सभी घटकों में जोखिमों के दक्षतापूर्ण संवितरण की ओर ले जाता है, बल्कि मौद्रिक नीति की संवेदनाओं (धड़कनों) को भी बढ़ाता है। साक्ष्य यह सुझाते हैं कि भारत में वित्तीय बाजार के विभिन्न घटकों के बीच बढ़ते हुए समेकन के साथ-साथ ब्याज दरों में निम्न स्तर की उद्वेगशीलता रही है।

जहाँ वित्तीय बाजार निश्चित रूप से गत वर्षों में अधिक विकसित हो गये हैं, वहीं हम इस तथ्य के प्रति अत्यधिक जागरूक हैं कि वित्तीय बाजारों का विकास एक सतत चलने वाली प्रक्रिया है और बाजारों के पूर्णतः विकसित और समन्वित होने तक अभी भी कुछ रास्ता पार करना बाकी है। अतः वित्तीय बाजार के विभिन्न घटकों को गहन और व्यापक बनाने के लिए आगे आने वाले महीनों और वर्षों में पहलें की जानी हैं। वित्तीय बाजारों को वर्तमान में भारतीय अर्थव्यवस्था में अनुभव की जा रही वृद्धि की गति को बनाये रखने के लिए भविष्य में और भी महत्त्वपूर्ण भूमिका निभानी होगी, परन्तु उनके विकास को वास्तविक क्षेत्र की गतिविधियों के अनुरूप बने रहने के लिए इन प्रयासों को जारी रखना होगा। विभिन्न घटकों का और आगे विकास और उनका समेकन पूंजी खाते की और अधिक पूर्ण परिवर्तनीयता की ओर बढ़ने के सन्दर्भ में भी जरूरी होगी। तदनुसार वर्ष 2007-08 के लिए 24 अप्रैल 2007 को जारी किये गये वार्षिक नीतिगत वक्तव्य में वित्तीय बाजारों के और आगे विकास के लिए अनेक पहलें की जा रही हैं।

सरकारी प्रतिभूति बाजार के और आगे विकास के लिए अनेक पहलों की घोषणा की गयी है। निवेशक अपने निवेशों की पहले से ही योजना बना सकें तथा इसके परिणामस्वरूप प्रणाली में अनावश्यक चलनिधि दबाव को बचाया जा सके, इसमें सहायता करने के लिए राज्य

सरकारों के लिए उधार लिये जाने हेतु एक संकेतक कैलेंडर शुरू करने को अन्तिम रूप दिया जा रहा है। राज्य विकास ऋणों की नीलामियों में एक ''ग़ैर-प्रतिस्पर्धी बोली लगाने की योजना'' को वित्त वर्ष 2007-08 में शुरू किया जायेगा। इस योजना को क्रियान्वित करने की प्रक्रियाओं को अन्तिम रूप दिया जा रहा है। राज्य विकास ऋणों के पुनर्निर्गम का पक्ष इसलिए लिया गया है क्योंकि इससे महत्त्वपूर्ण आधार बनाया जा सकेगा और इसके द्वारा ऐसी प्रतिभूतियों के लिए द्वितीयक बाजार की - तरलता को सुधारा जा सकेगा। रिज़र्व बैंक पुनर्निर्गम की प्रणाली शुरू करने के लिए राज्य सरकारों के साथ परामर्श कर रहा है।

द्वितीयक बाजार में सचल दर बांड के मूल्य निर्धारण के लिए प्रक्रिया को सरल बनाने की दृष्टि से यह प्रस्ताव किया गया है कि भविष्य में सचल दर बांड जारी किये जाने के लिए बैंच मार्क दर के रूप में 364 दिवसीय खजाना बिलों पर आय की बजाए 182 दिवसीय खज़ाना बिलों की औसत कट ऑफ आय का उपयोग किया जाए। केन्द्रीय सरकार की प्रतिभूतियों का सक्रिय रूप से समेकन करने के लिए प्रक्रियाओं को भारत सरकार के साथ परामर्श करके पहले ही अन्तिम रूप दिया जा चुका है।

जैसे-जैसे अर्थव्यवस्था विकसित होती है और वित्तीय बाजार और अधिक उन्नत होते जाते हैं - वैसे-वैसे बाजार सहभागियों को जोखिम प्रबंध प्रक्रिया-तंत्र तक पहुँचने की बेहतर सुविधा की जरूरत होगी। इस प्रकार ब्याज दर व्युत्पन्नी लिखत को और भी विकसित करने की जरूरत होगी। तदनुसार, रिज़र्व बैंक ने हाल ही में ब्याज दर व्युत्पन्नी लिखतों के सम्बंध में व्यापक मार्गदर्शी दिशा निदेश जारी किये हैं जिनमें व्युत्पन्नी लेनदेन करने के लिए व्यापक विनियामक ढांचे को शामिल किया गया है। ओटीसी व्युत्पन्नी लिखत के लेनदेनों के सम्बंध में यह आवश्यक हो गया है कि पारदर्शी सूचना प्राप्त करने और लेनलेन सूचना के प्रसारण के लिए एक प्रक्रियातंत्र तथा कुछ सम्बद्ध जोखिमों से निपटने के लिए लेनदेनोपरांत एक दक्ष प्रक्रिया संबंधी संरचना हो। शुरुआत के लिए सीसीआइएल को सूचित किया जा रहा है कि वह रुपया ब्याज दर स्वैप (आई आर एस) के लिए लनेदेन की रिपोर्ट करने वाला प्लेटफार्म शुरू करे। यह रिपोर्टिंग मॉड्यूल 31 अगस्त 2007 तक काम करना शुरू कर देगा और उसके बाद सभी बाजार सहभागियों के लिए उपलब्ध होगा।

2003 में विनियमों पर ब्याज दर डेरिवेटिव्स में लेनदेन के लिए एक बेनामी आदेश प्रेरित प्रणाली शुरू की गयी थी जिसमें बैंकों को अपने अन्तवर्ती निवेश संविभाग में जोखिम को सुरक्षित करने की अनुमति दी गयी थी, जबकि प्राथमिक व्यापारियों को बाजार-निर्मात बनने की अनुमति दी गयी थी। तब से लेकर सरकारी प्रतिभूति बाजार अनेक विकासात्मक परिवर्तनों से गुजरा है जिसमें 'शार्ट सेलिंग' तथा 'ह्वेन इश्यूड' बाजार भी शामिल हैं। ब्याज दर जोखिम के प्रबन्धन के लिए एक प्रभावी साधन (लिखत) के रूप में एक सशक्त ब्याज दर फ्यूचर्स की जरूरत को पहचानते हुए, एक कार्य दल गठित किया जा रहा है जो इन सभी संबंधित मुद्दों की जांच करेगा और ब्याज दर फ्यूचर्स बाजार के विकास को सुविधाजनक बनाने के लिए सुझाव देगा।

चूंकि पूंजी खाता को क्रमिक रूप से और आगे खोला गया है, विदेशी मुद्रा कारोबार के संचालन के लिए एक और अधिक अनुकूल परिवेश उपलब्ध कराने के लिए रिज़र्व बैंक ने अनेक पहलें की हैं। प्राथमिक चिंता यह रही है कि विदेशी मुद्रा से जुड़े लेनदेनों को क्रमिक रूप से उदार बनाकर प्रतिबंधों को हटाकर तथा प्रक्रियाओं को सरल बनाकर एक त्वरित और दक्ष ग्राहक सेवा

उपलब्ध करायी जाये, साथ ही साथ आम आदमी के लिए लेनदेनों में सरलता को बढ़ाने के लिए प्राधिकृत व्यापारियों को शक्तियां प्रदान की जाएं। और अधिक पूर्ण पूंजी खाते की परिवर्तनीयता संबंधी समिति (सीएफसीएसी) की सिफारिशों को ध्यान में रखते हुए विदेशी मुद्रा की सुविधाओं को और उदार बनाने की दृष्टि से वार्षिक नीति सम्बंधी वक्तव्य में अनेक उपायों का प्रस्ताव किया गया है।

विदेशों में निवेशों के लिए भारतीय कम्पनियों को और अधिक नमनीयता प्रदान करने तथा विद्यमान सुविधाओं को तर्कसम्मत बनाने की दृष्टि से यह प्रस्ताव किया गया है कि (क) भारतीय कम्पनियों के लिए विदेशों में निवेश की वर्तमान सीमा को अन्तिम लेखा परीक्षित तुलना के अनुसार उनकी अपनी निवल मालियत के 200 प्रतिशत से बढ़ाकर 300 प्रतिशत कर दिया जाए; तथा (ख) कुल वित्तीय वचनबद्धता का निर्धारण करने के लिए गारंटी की राशि को वर्तमान में 50 प्रतिशत के परिवर्तन कारक को बढ़ाकर 100 प्रतिशत कर दिया जाएं।

वर्तमान में, सूचीबद्ध भारतीय कम्पनियों के लिए विदेशों में सूचीबद्ध कम्पनियों में विदेशी संविभागीय निवेश के लिए कम्पनियों की अपनी निवल मालियत के 25 प्रतिशत की पृथक् से सीमा है। यह निर्णय लिया गया है कि अब इस सीमा को बढ़ाकर निवल मालियत के 35 प्रतिशत तक कर दिया जाए। वर्तमान में, पारस्परिक निधियों द्वारा विदेशों में कुल निवेश पर 3 बिलियन अमरीकी डालर तक की सीमा है। पारस्परिक निधियों को विदेशों में निवेश के और अधिक अवसर प्रदान करने की दृष्टि से यह प्रस्ताव किया गया है कि इस सीमा को बढ़ाकर अब 4 बिलियन अमरीकी डालर कर दिया जाए।

अलग-अलग व्यक्तियों के लिए विप्रेषण योजना को और अधिक उदार बनाने की दृष्टि से 50,000 अमरीकी डालर की वर्तमान सीमा को बढ़ाकर प्रति वित्त वर्ष 1,00,000 अमेरिकी डालर तक किया जा रहा है जो किसी भी अनुमत चालू या पूंजी खातागत लेनदेन या मिलीजुली दोनों के लिए होगी।

घरेलू विदेशी मुद्रा बाजारों में पहुँच के लिए बुनियादी सिद्धान्त अन्तर्निहित विदेशी मुद्रा जोखिमों सुरक्षित होने का है। विदेशी मुद्रा बाजार के विकास तथा उसकी गहनता तथा परिमाण को ध्यान में रखते हुए विदेशी मुद्रा बाजार के सहभागियों के लिए विदेशी मुद्रा फार्वर्ड, स्वैप तथा आप्शंस सहित सभी लिखतों के लिए सुरक्षा संबंधी लिखतों के दायरों को अनुमति दी गयी है। परन्तु यह मुख्यतः निपटाये गये विदेशी मुद्रा जोखिमों पर ही होगी। तथापि, अब यह निर्णय लिया गया है कि बाजार सहभागियों को प्राप्त तथा अन्य आर्थिक जोखिमों के सम्बंध में निवासियों द्वारा गतिशील हैजिंग को सुविधाजनक बनाने के लिए इन जोखिम हैजिंग के साधनों के दायरे को बढ़ा दिया जाए। इसमें गैर-अयस्क धातुओं के देशी उत्पादकों, वायुयानों के टर्बाइन ईंधन के उपयोग कर्ताओं तथा अन्यों द्वारा झेली जा रही इसी प्रकार की व्यवस्थागत अन्तरराष्ट्रीय मूल्य जोखिम की सुरक्षा भी शामिल होगी। माल और सेवाओं के निर्यातकों और आयातकों के विदेशी मुद्रा जोखिमों के हैजिंग को गत्यात्मक बनाने के लिए यह प्रस्ताव किया गया है कि इस सीमा को वर्तमान के 50 प्रतिशत से बढ़ाकर 75 प्रतिशत कर दिया जाए।

इसी प्रकार छोटे और मध्यम आकार के उद्यमियों को यह अनुमति दी जा रही है कि वे अपने विदेशी मुद्रा जोखिम का हैजिंग (सुरक्षा कवर प्राप्त) करें। उन्हें यह अनुमति दी जायेगी कि वे अपने निर्यातों-आयातों के पिछले रिकार्डों के बिना भी या अन्तर्निहित जोखिमों के बिना भी वायदा संविदाएं दर्ज करा सकते हैं। इसके

अलावा, निवासी व्यक्तियों को इसके लिए समर्थ बनाया जा रहा है कि वे 1,00,000 अमरीकी डालर की वार्षिक सीमा तक प्रत्याशित जोखिमों सहित अपने विदेशी मुद्रा जोखिमों का प्रबन्धन / उनको सुरक्षित कर सकते हैं, जो मुक्तरूप से निरस्त या पुनः दर्ज करायी जा सकती है।

विदेशी करेंसी जोखिम के संदर्भ में, भारतीय संस्थाओं की बढ़ती हुई जोखिमों को देखते हुए यह भी निर्णय लिया गया है कि करेंसी फ्यूचर्स पर एक कार्य दल गठित किया जाये जो अंतरराष्ट्रीय अनुभवों का अध्ययन करके वर्तमान कानूनी और विनियामक ढांचे के अन्तर्गत एक उपयुक्त ढांचे को लागू करने के बारे में सुझाव देगा।

इन पहलों को देश में वित्तीय क्षेत्र विशेषकर मुद्रा बाजार, सरकारी प्रतिभूति बाजार तथा विदेशी मुद्रा बाजार के विकास के समग्र संदर्भ में, देखा जा सकता है, इन पहलों को लागू करते हुए हमें जैसे-जैसे अनुभव प्राप्त होता जायेगा हम एक ऐसे वित्तीय बाजार के विकास की निरन्तर प्रक्रिया की आशा कर सकते हैं जो विकास की समग्र प्रक्रिया की सहायता करेगी। कम्पनी ऋण बाजार को सक्रिय करने के लिए इसी प्रकार के प्रयास सरकार तथा रिजर्व बैंक के साथ-साथ प्रतिभूतियों के विनियामक सेबी द्वारा किये जा रहे हैं जैसा कि अन्यत्र भी अनुभव किया गया है। विभिन्न वित्तीय बाजारों के बीच कम्पनी ऋण बाजार को विकसित करना अनेक कारणों से अत्यन्त कठिन है। सरकारी प्रतिभूति बाजार की विकसित करने का हमारा अनुभव यह सुझाता है कि एक यथोचित बाजार व्यष्टिगत बुनियादी संरचना, ट्रेडिंग प्लेटफार्म, प्रौद्योगिकी तथा समाशोधन और निपटान प्रणालियों की स्थापना में लम्बे समय तक काफी विस्तृत कार्य करना होगा। साथ ही निर्गमकर्ता और क्रेताओं दोनों का विकास भी करना होगा। पेंशन निधियों तथा बीमा उद्योगों का विस्तार जो वित्तीय बाजारों के समग्र और विशेषकर कम्पनी ऋण बाजार के विस्तार में सहायता करेगा।

संदर्भ :

लिपचिज, लेसली 2007, ''विशिंग अप एबाउट फाइनेंस'' एण्ड डवलपमेंट 44(1) मार्च

मोहन राकेश 2004 ''भारत में वित्तीय क्षेत्र के सुधार : नीतियों और निष्पादन का विश्लेषण'' - भा. रि. बैंक बुलेटिन, अक्तूबर.

——. 2005, ''ग्लोबलाइजेशन, फाइनेंसियल मार्केट्स एण्ड दि आपरेशन ऑफ मोनेटरी पालिसी इन इंडिया'' - बी आइ एस पेपर्स - सं.23

——. 2006 ''मौद्रिक नीति तथा विनिमय दर ढांचे : भारतीय अनुभव'' भा. रि. बैंक बुलेटिन, जून

——. 2007, ''भारत में मौद्रिक नीति का सम्प्रेषण'' - भा.रि. बैंक बुलेटिन, अप्रैल

रेड्डी, वाई.वी.2004, ''वित्तीय स्थिरता, भारतीय अनुभव'' - भा.रि.बैंक बुलेटिन, जुलाई

अनुलग्नक I :
चलनिधि प्रबन्धन के लिए मुद्रा बाजार की लिखत

रिज़र्व बैंक बैंकों और बैंकेतर सहभागियों के लिए चलनिधि समायोजन सुविधा (एल ए एफ) के बाहर रिपो बाजार के विकास के लिए प्रयास करता रहा है, ताकि माँग / नोटिस मुद्रा बाजार का एक पूर्ण अन्तः बैंक बाजार के रूप में सहज रूपान्तरण करने तथा अन्तर्निहित सरकारी प्रतिभूति बाजार को गहन बनाने की दृष्टि से एक स्थिर सम्पार्श्विकीकृत निधियन का विकल्प प्रदान किया जा सके। इस प्रकार निम्नलिखित नयी लिखतें शुरू की गयी हैं।

संपार्श्विकीकृत उधार लेने और उधार देने का दायित्व (सी बी एल ओ)

- भारतीय समाशोधन निगम लि. द्वारा विकसित तथा 20 जनवरी 2003 को शुरू की गयी यह एक बट्टाकृत लिखत इलैक्ट्रानिक बही प्रविष्टि व्याप्ति में एक दिन से 90 दिन के दायरे वाली परिपक्वता अवधि के लिए उपलब्ध है (भा.रि. बैंक मार्गदर्शी दिशानिदेशों के अनुसार इसे एक वर्ष तक के लिए उपलब्ध कराया जा सकता है)।
- बाजार सहभागियों को निधियां उधार लेने और देने में समर्थ बनाने के लिए सी सी आइ एल भारतीय वित्तीय नेटवर्क (इनफिनेट) के माध्यम से एक आबद्ध उपभोक्ता समूह वार्तातय लेनदेन प्रणाली के उन सदस्यों को एक लेनदेन प्रणाली उपलब्ध कराती है जो रिज़र्व बैंक के पास चालू खाता रखते हैं तथा इन्टरनेट के माध्यम से अन्य प्रविष्टिकर्त्ताओं को जो रिज़र्व बैंक के पास चालू खाता नहीं रखते हैं।
- सीबीएलओ सदस्यता (इसमें सहायक सदस्य भी शामिल हैं) बैंकों, वित्तीय संस्थाओं, बीमा कम्पनियों, पारस्परिक निधियों, प्राथमिक व्यापारियों, एन बी एफ सी कम्पनियों, गैर सरकारी भविष्य निधियों, कम्पनियों आदि को उपलब्ध करायी जाती है।
- इसकी पात्र प्रतिभूतियां हैं, खजाना बिलों सहित केन्द्र सरकार की प्रतिभूतियां
- सदस्यों के लिए उधार लेने की सीमाएं सी सी आइ एल के साथ अपने सी एस जी एल खाते में उधारकर्ताओं द्वारा जमा करायी गयी प्रतिभूतियों को ध्यान में रखते हुए दिन के शुरू में सी सी आइ एल द्वारा निर्धारित की जाती है। इन प्रतिभूतियों पर इन्हें बाजार के प्रति निर्धारित करके आवश्यक मार्जिन (हेअरकट) लगाया जाता है।
- नीलामी बाजार केवल रात्रिभर के उधार लेने वाले एन डी एस सदस्यों को उपलब्ध है और इसका निपटान टी + 0 के आधार होता है। नीलामी बाजार सत्र की समाप्ति पर सी सी आइ एल नीलामी प्रारम्भ करता है जिसमें मैचिंग प्रक्रिया एक समान आय सिद्धान्त पर आधारित होती है।
- सीसीआइएल नवाचार प्रक्रिया के माध्यम से केन्द्रीय प्रतिपक्षी पार्टी की भूमिका सम्भालता है तथा सी बी एल ओ में लेनदेनों के निपटान की गारंटी देता है।
- बाजार सहभागियों और सीसीआइएल के बीच प्रतिभूतियों का स्व-चालित मूल्य-मुक्त अन्तरण 2004-05 के दौरान शुरू किया गया।
- सदस्य भार-रहित प्रतिभूतियों की गणना एसएलआर के लिए भी कर सकते हैं।
- सीबीएलओ में परिचालन नकदी प्रारक्षित अपेक्षाओं से मुक्त होते हैं।

अनुलग्नक - I :
चलनिधि के प्रबन्धन के लिए मुद्रा बाजार के लिखत *(समाप्त)*

बाजार रिपो

- रिपो बाजार को व्यापक बनाने के लिए रिज़र्व बैंक ने एस जी एल खाते नहीं रखने वाली ग़ैर-बैंकिंग वित्तीय कम्पनियों, पारस्परिक निधियों, आवास वित्त कम्पनियों, तथा बीमा कम्पनियों को 3 मार्च 2003 से रिपो लेनदेन करने में समर्थ बनाया। इन संस्थाओं को कस्टोडियनों के साथ रखे गये अपने 'गिल्ट खातों' के माध्यम से रिपो बाजार में पैठ करने की अनुमति दी गयी।

- बाद में, गैर-अनसूचित शहरी सहकारी बैंक और सूचीबद्ध कंपनियों को, जिनके अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों के साथ गिल्ट खाते थे, इसमें भागीदार बनने की अनुमति दी गयी।

- रिपो प्रणाली को केवल सरकारी प्रतिभूतियों तक ही सीमित रखते हुए, 'सुपुर्दगी बनाम भुगतान प्रणाली' तथा पारदर्शिता को सुनिश्चित करने के लिए इस प्रणाली में आवश्यक सावधानियां भी जोड़ी गयीं।

- सरकारी प्रतिभूतियों में रिपो लेनदेनों के रोल ओवर को सरकारी प्रतिभूतियों में भुगतान प्रणाली के सुपुर्दगी बनाम भुगतान III माडल को लागू करके सुविधाजनक बनाया गया जिसमें 2 अप्रैल 2004 से प्रभावी निवल आधार पर निधियों और प्रतिभूतियों का निपटान शामिल है। इसने बाजार सहभागियों को अपनी संपार्श्विक प्रतिभूतियों के प्रबन्धन में उल्लेखनीय नमनीयता प्रदान की।

कुछ आकलन

- सीबीएलओ और बाजार रिपो ने अल्पावधिक मुद्रा बाजार की दरों को एल ए एफ के दायरे से अनुकूल बनाने में सहायता की।

- पारस्परिक निधियां और बीमा कम्पनियां आम तौर पर निधियों की प्रमुख आपूर्तिकर्ता होती हैं, जबकि बैंक, प्राथमिक व्यापारी तथा कम्पनियां एल ए एफ से बाहर रिपो बाजार में मुख्य उधारकर्ता होती हैं।

स्रोत : मोहन (2007)

अनुलग्नक II :
सरकारी प्रतिभूति बाजार में सुधार - संस्थागत उपाय

- सरकारी प्रतिभूतियों पर नियंत्रित ब्याज दरों के स्थान पर मूल्य की खोज के लिए नीलामी प्रणाली अपनायी गयी।
- तदर्थ खजाना बिलों के निर्गम के माध्यम से राजकोषीय घाटे के स्वतः मुद्रीकरण को चरणबद्ध रूप में समाप्त कर दिया गया।
- सरकारी प्रतिभूति बाजार में बाजार निर्माताओं के रूप में प्राथमिक व्यापारी प्रणाली शुरू की गयी।
- सरकारी प्रतिभूतियों के लेनदेन में पारदर्शिता सुनिश्चित करने के लिए सुपुर्दगी बनाम भुगतान प्रणाली शुरू की गयी।
- अल्पावधिक चलनिधि प्रबन्धन के एक साधन के रूप में पुनःखरीद करार (रिपो) शुरू किये गये, उसके बाद एलएएफ शुरू किया गया।
- एलएएफ रिपो और रिवर्स रिपो के माध्यम से परिचालित होता है तथा अल्पावधिक ब्याज दर के लिए एक मार्जिन (गलियारा) प्रदान करता है। एल ए एफ चलनिधि प्रबन्धन तथा रात्रिभर के बाजार के लिए ब्याज दरों की संकेतक प्रणाली भी इन दोनों के लिए एक साधन के रूप में उभरी है। दूसरी एल ए एफ नवम्बर 2005 में शुरू की गयी।
- बाजार स्थिरीकरण योजना शुरू की गयी है जिसमें प्रणाली में विद्यमान दीर्घकालीन अधिशेष चलनिधि का प्रबन्धन करने में रिज़र्व बैंक को उपलब्ध लिखतों का विस्तार किया है।
- 1 अप्रैल 2006 से प्रभावी, भारतीय रिज़र्व बैंक ने सरकारी प्रतिभूतियों की प्राथमिक नीलामियों में भाग लेना बंद कर दिया है।
- बैंकों को प्राथमिक व्यापारी के कारोबार करने की अनुमति दी गयी है, जबकि प्राथमिक व्यापारियों को अपने कारोबार को विशाखीकृत करने की अनुमति दी जा रही है।
- सरकारी प्रतिभूतियों में शार्ट सेलिंग की अनुमति सोच समझकर दी जा रही हैं जबकि 'ह्वेन इश्यूड' बाजार के लिए मार्गदर्शी दिशा निदेश हाल ही में जारी किये गये हैं।
- बैंककारी विनियमन अधिनियम, 1949 को हाल ही में संशोधित किया गया है : जिसमें एस एल आर के लिए 25 प्रतिशत का निम्नतम आधार समाप्त कर दिया गया है।

सरकारी प्रतिभूति बाजार में लिखतों में वृद्धि

- चलनिधि का प्रबन्धन करने के लिए तथा बैंच मार्किंग के लिए 91 दिवसीय खजाना बिल शुरू किया गया। जीरो कूपन बांड, सचल दर बांड, कैपिटल इंडैक्स बांड जारी किये गये तथा एक्सचेंज में लेनदेन किये जाने वाले ब्याज दर फ्यूचर्स शुरू किये गये। ओटीसी ब्याज दर व्युत्पन्नी लिखत जैसे आइआरएस/एफआरए शुरू किये गये।
- केन्द्र सरकार की ऐसी दिनांकित प्रतिभूतियों की, जो स्वाधिकृत नहीं हैं, सीधी बिक्री की जाने की अनुमति दी गयी, बशर्ते उसी प्रतिभूति या कुछ शर्तों के अधीन उसी ट्रेडिंग के दिन के अन्दर द्वितीयक

अनुलग्नक II :
सरकारी प्रतिभूति बाजार में सुधार - संस्थागत उपाय *(समाप्त)*

बाजार से सीधी खरीदी द्वारा सुरक्षा कवर प्राप्त किया जाना हो।

- द्वितीयक बाजार की चलनिधि में सुधार लाने के लिए राज्य सरकारों की प्रतिभूतियों को रिपो की हैसियत प्रदान की गयी है।

समर्थनकारी उपाय

- विदेशी संस्थागत निवेशकों को कुछ सीमाओं के अधीन सरकारी प्रतिभूतियों में निवेश करने की अनुमति दी गयी।
- वार्तातय लेनदेन प्रणाली के माध्यम से सरकारी प्रतिभूतियों में स्क्रीन आधारित स्वचालित लेनदेन की शुरूआत की गयी।
- भारतीय समाशोधन निगम लि. के माध्यम से सरकारी प्रतिभूतियों में जोखिम-मुक्त भुगतान-निपटान प्रणाली स्थापित की गयी।
- तत्काल सकल निपटान प्रणाली चरणबद्ध रूप में शुरू की गयी।
- रिपो बाजार में भाग लेने के लिए गैर-बैंकों को अनुमति दी गयी, सरकारी प्रतिभूतियों में खुदरा लेनदेन को प्रोन्नत करने के लिए स्टाक एक्सचेजों में सरकारी प्रतिभूतियों में लेनदेन की शुरूआत की गयी।
- हाल की अवधि में शुरू किये गये उपायों में शामिल हैं - एनडीएस - ओएम तथा टी + 1 निपटान सम्बंधी मानदण्ड।

स्रोत : मोहन (2007)

अनुलग्नक III
विदेशी मुद्रा बाजार में सुधार - विनिमय दर व्यवस्था

- एकल मुद्रा निश्चित विनिमय दर प्रणाली से एक ऐसी विनिमय दर प्रणाली का विकास जिसमें रुपये के मूल्य का निर्धारण मुद्रा-समूह की तुलना में किया जाता है, और बाद में बाजार - द्वारा निर्धारित सचल विनिमय दर प्रणाली की ओर बढ़ना।

- आइएमएफ के करार के अनुच्छेद VIII को स्वीकार करते हुए चालू खाते लेनदेनों के लिए रुपये की परिवर्तनीयता को अपनाना, वस्तुतः अनिवासियों के लिए रुपये की पूर्ण परिवर्तनीयता, तथा निवासियों के मामले में पूंजी खाते के प्रयोजन के लिए लेनदेनों के लिए सोची समझी प्रक्रिया के अन्तर्गत चरणबद्ध उदारीकरण को अपनाया गया।

संस्थागत ढांचा

- पूर्ववर्ती विदेशी मुद्रा विनिमयन अधिनियम (फेरा), 1973 के स्थान पर बाजार के अनुकूल विदेशी मुद्रा प्रबंध अधिनियम, 1999 लागू किया गया। विभिन्न प्रयोजनों के लिए विदेशी मुद्रा जारी करने हेतु रिज़र्व बैंक द्वारा प्राधिकृत व्यापारियों को पर्याप्त शक्तियां प्रदान की गयीं।

विदेशी मुद्रा बाजार में लिखतों में वृद्धि

- रुपया-विदेशी मुद्रा स्वैप बाजार का विकास

- विदेशी मुद्रा-रुपया आप्शंस जैसे अतिरिक्त हेजिंग लिखतों को लागू कर ले। क्रास करेंसी आप्शंस, ब्याज दर स्वैप, तथा करेंसी स्वैप, केप्स एण्ड कॉलर्स, तथा वायदा दर करार जैसी नवोन्मेषी लिखतों का अन्तरराष्ट्रीय विदेशी मुद्रा बाजार में उपयोग करने की अनुमति प्राधिकृत व्यापारियों को दी गयी।

उदारीकरण के उपाय

- प्राधिकृत व्यापारियों को यह अनुमति दी गयी कि वे ट्रेडिंग पोजिशन खड़ी कर सकते हैं। तथा कुछ निर्दिष्ट दिशा निदेशों के अनुरूप तथा अपने-अपने बैंकों के बोर्डों द्वारा पुष्टि किये जाने पर विदेशी मुद्रा बाजारों में उधार ले और निवेश कर सकते हैं। बैंकों को यह भी अनुमति दी गयी है कि वे कुछ विशिष्ट निर्देशों के अधीन अनिवासी जमाराशियों पर ब्याज दरें निर्धारित कर सकते हैं तथा आस्ति देयता प्रबंध के लिए व्युत्पन्नी उत्पादों का उपयोग कर सकते हैं तथा रिज़र्व बैंक द्वारा पुष्टि किये जाने के अधीन विदेशी मुद्रा बाजार में रात्रिभर के लिए खुली सीमाएं तथा अन्तराल की सीमाएं निर्धारित कर सकते हैं।

- उपयुक्त अन्तर्निहित एक्सपोज़र के अधीन बिना किसी सीमा के वायदा कवर प्राप्त करने तथा स्वैप लेनदेन करने के लिए विदेशी मुद्रा बाजार के विभिन्न सहभागियों के लिए, जिनमें निर्यातक, विदेशों में भारतीय निवेशक, विदेशी संस्थागत निवेशक भी शामिल हैं, को अनुमति देना।

- विदेशी संस्थागत निदेशकों तथा अनिवासी भारतीयों को कुछ शर्तों के अधीन (स्टाक) एक्सचेंजों में लेनदेन किये जाने वाले व्युत्पन्न संविदाओं में लेनदेन करने की अनुमति देना।

- विदेशी मुद्रा अर्जकों को यह अनुमति दी गयी कि वे अपने विदेशी मुद्रा अर्जकों के विदेशी मुद्रा खातों में अपनी विदेशी मुद्रा अर्जन का 100 प्रतिशत तक रख सकते हैं। निवासियों को अनुमति दी गयी कि वे प्रति वित्त वर्ष में 1,00,000 अमेरिकी डालर तक विप्रेषण कर सकते हैं।

अनुलग्नक III
विदेशी मुद्रा बाजार में सुधार - विनिमय दर व्यवस्था *(समाप्त)*

- बाह्य वाणिज्यिक उधार तक पहुँचने के लिए पात्र उधारकर्ता अनुमोदन मार्ग के जरिये 10 वर्षों से अधिक की औसत परिपक्वता के साथ अतिरिक्त 250 मिलियन अमरीकी डालर का उधार ला सकते हैं। रिज़र्व बैंक की पूर्व अनुमति के बिना 300 मिलि. अम. डा. तक के बाह्य वाणिज्यिक उधार का समय पूर्व भुगतान कर सकते हैं।
- विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा सरकारी प्रतिभूतियों में विवेश पर 2 बिलियन अमरीकी डालर की विद्यमान सीमा को चरणबद्ध रूप में बढ़ाकर 31 मार्च 2007 तक 3.2 बिलियन अमरीकी डालर तक कर दिया गया है।
- पारस्परिक निधियों द्वारा विदेशों में निवेश की 2 बिलियन अमरीकी डालर की विद्यमान सीमा को बढ़ाकर 3 बिलि. अमरीकी डालर तक कर दिया गया है।
- आयातकों को अपने आयातों के सीमा शुल्क घटक के लिए वायदा संविदा बुक करने के लिए अनुमति दी गयी।
- विदेशी संस्थागत निवेशकों को अपनी निरस्त वायदा संविदाओं के एक भाग के रूप में पुनः बुक करने की अनुमति दी जानी है।
- निर्यातकों और आयातकों द्वारा बुक की गयी पात्र सीमा के 50 प्रतिशत से अधिक की वायदा संविदाएं व्युत्पन्नी आधार पर होंगी और उन्हें निरस्त नहीं किया जा सकता।
- प्राधिकृत व्यापारी बैंकों को निवासी और अनिवासी के बीच हुई संविदा से उभरने वाली प्रत्यक्ष संविदागत देयता को प्राप्त करने के लिए 100,000 अमरीकी डालर तक का सेवाओं के आयात के लिए गारंटी / सारणी पत्र जारी करने की अनुमति दी जानी है।
- एनआरओ खाते में क्रेडिट करके अचल आस्ति की बिक्री आय के लिए अवरुद्ध अवधि को समाप्त किया जाना है, बशर्ते कि किसी भी एक वित्त वर्ष में विप्रेषित की जाने वाली राशि की सीमा एक मिलियन अमरीकी डालर से अधिक नहीं हो।

स्रोत : मोहन (2007)