

भारतीय वित्तीय बाजार - लचीलापन और पुनरुत्थान*

श्री संजय मल्होत्रा

सम्मानित प्रतिभागियों, मुझे 25वें एफआईएमएमडीए¹ पीडीएआई² वार्षिक सम्मेलन को संबोधित करते हुए बहुत खुशी हो रही है। भारत के निश्चित आय और डेरिवेटिव बाजारों के विकास का श्रेय ऐसे सम्मेलनों को जाता है, जो सभी हितधारकों को एक साथ आने और न केवल अब तक की यात्रा पर विचार-विमर्श करने का अवसर प्रदान करते हैं, बल्कि इससे भी महत्वपूर्ण बात यह है कि आगे की राह पर विचार-विमर्श करने का मौका देते हैं। मुझे विश्वास है कि यह सम्मेलन हमें बाजारों के और विकास के लिए कई नवीन विचार और सुझाव देगा।

आज मार्केट में मौजूद चुनौतियों और मौकों पर चर्चा करने के लिए इस सम्मेलन के लिए इससे बेहतर शहर कोई और नहीं हो सकता था। एम्स्टर्डम ही वह जगह थी जहाँ व्यापारियों ने चार शताब्दियों से भी पहले डच ईस्ट इंडिया कंपनी के शेयरों और बांड का व्यापार शुरू किया था। 17वीं शताब्दी में जो सामने आया, वह आधुनिक वित्तीय बाजार के शुरुआती उदाहरणों में से एक था: एक संगठित प्रणाली जहां निवेशक पूंजी जमा कर सकते थे, जोखिम स्थानांतरित कर सकते थे और महाद्वीपों में महत्वाकांक्षी वाणिज्यिक उद्यमों को वित्तपोषित कर सकते थे। व्यापार योग्य प्रतिभूतियां, द्वितीयक बाजार और वित्तीय मध्यस्थता जैसे नवाचारों ने जड़ें जमा लीं, उन्होंने कई मायनों में आधुनिक वैश्विक वित्त की नींव रखी, जैसा कि हम आज जानते हैं।

I. वैश्विक अर्थव्यवस्था और वित्तीय प्रणाली के लिए चुनौतियां

यह सम्मेलन इससे अधिक उपयुक्त समय पर नहीं हो सकता था, जब वैश्विक वित्तीय प्रणाली बढ़ी हुई अनिश्चितता

और चुनौतियों के दौर से गुजर रही है। इनका असर न केवल वास्तविक क्षेत्र पर बल्कि वित्तीय बाजारों पर भी प्रभाव पड़ता है।

टैरिफ, व्यापार प्रतिबंधों और औद्योगिक नीतियों के कारण भू-आर्थिक विखंडन न केवल वैश्विक आपूर्ति श्रृंखलाओं को नया आकार दे रहा है, बल्कि वे पूंजी की मुक्त आवाजाही को भी प्रभावित कर रहे हैं और वित्तीय प्रवाह के विखंडन का कारण बन रहे हैं।

कई प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं में सार्वजनिक ऋण का उच्च स्तर भी एक और चिंता का विषय है। निरंतर राजकोषीय विस्तार ने उनके लिए राजकोषीय सुदृढ़ीकरण के रास्ते पर लौटना मुश्किल बना दिया है, जिसकी महामारी से संबंधित प्रोत्साहन के बाद उम्मीद की जा रही थी। दूसरी ओर, भू-राजनीतिक दबाव रक्षा खर्च काफी बढ़ रहा है, यह एक ऐसा बदलाव है जो राजकोषीय स्थिरता के लिए बड़ी चुनौतियां पैदा कर सकता है।

कुछ आस्ति वर्गों, विशेष रूप से कुछ तकनीकी शेयरों सहित इक्विटी में बढ़े हुए मूल्यांकन का असर बाजारों और भौगोलिक क्षेत्रों में भी प्रभाव डाल सकता है।

वैश्विक स्तर पर निजी ऋण बाजारों के तेजी से विस्तार ने विनियमित क्षेत्रों के साथ बढ़ते अंतर्संबंध के माध्यम से अपारदर्शिता और संभावित प्रणालीगत जोखिम के नए क्षेत्रों को पेश किया है।

एआई अनिश्चितता का एक और स्रोत है। जबकि एआई में उत्पादकता बढ़ाने की क्षमता है, फिर भी कुछ व्यावसायिक प्रस्तावों की व्यवहार्यता, दक्षता लाभ के स्तर, परिवर्तन की गति और नौकरियों पर इसके प्रभाव के बारे में चिंताएं बनी हुई हैं।

इन चुनौतियों के साथ-साथ पश्चिम एशिया में भू-राजनीतिक तनाव भी हाल ही में बढ़ा है। ऊर्जा के बुनियादी ढांचे को नुकसान और आपूर्ति श्रृंखलाओं में व्यवधान के कारण ऊर्जा की कीमतों में तेजी से वृद्धि हुई है। इससे आर्थिक गतिविधियां पहले ही प्रभावित हो चुकी हैं। यदि संकट लंबे समय तक बना रहता है, तो यह दूसरे क्रम के मुद्रास्फीति के दबाव में भी बदल सकता है।

* 1 मई, 2026 को एम्स्टर्डम में आयोजित 25वें एफआईएमएमडीए-पीडीएआई वार्षिक सम्मेलन में भारतीय रिजर्व बैंक के गवर्नर श्री संजय मल्होत्रा का मुख्य भाषण।

¹ एफआईएमएमडीए - फिक्स्ड इनकम मनी मार्केट एंड डेरिवेटिव्स एसोसिएशन।

² पीडीएआई - प्राइमरी डीलर्स एसोसिएशन ऑफ इंडिया।

II. वैश्विक उथल-पुथल के बीच भारत का आर्थिक लचीलापन

इस चुनौतीपूर्ण वैश्विक पृष्ठभूमि के बावजूद, भारतीय अर्थव्यवस्था ने उल्लेखनीय लचीलापन दिखाया है। इसे देखते हुए, इस सम्मेलन का विषय, “भारतीय वित्तीय बाजार-लचीलापन और पुनरुत्थान” सबसे उपयुक्त और सामयिक है।

महामारी के बाद से, भारत लगातार दुनिया की सबसे तेजी से बढ़ती प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं में से एक रहा है। यह प्रदर्शन मजबूत व्यापक आर्थिक बुनियादी सिद्धांतों, संरचनात्मक सुधारों और विवेकपूर्ण व्यापक आर्थिक प्रबंधन के संयोजन को दर्शाता है।

अर्थव्यवस्था में विकास की मजबूती बनी हुई है। घरेलू मांग को मजबूत खपत और सरकारी निवेश द्वारा समर्थन दिया जा रहा है। पूंजीगत व्यय पर सरकार के जोर ने निजी निवेश को बढ़ावा देने और उत्पादक क्षमता में सुधार करने में मदद की है। परिणामस्वरूप, हमने 2021-25 के दौरान 8.2 प्रतिशत की औसत वृद्धि दर्ज की है। 2025-26 में अर्थव्यवस्था के 7.6 प्रतिशत की दर से बढ़ने का अनुमान है। 2026-27 में संवृद्धि दर 6.9 प्रतिशत रहने का अनुमान है।

मुद्रास्फीति, हालांकि आवधिक आपूर्ति के झटकों के प्रति संवेदनशील है, मोटे तौर पर मौद्रिक नीति ढांचे के सहिष्णुता बैंड के भीतर बनी हुई है। लचीली मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण (एफआईटी) व्यवस्था ने मुद्रास्फीति की अपेक्षाओं को प्रबंधित करने और इसे अपनाने के बाद औसत मुद्रास्फीति और अस्थिरता को कम करने के लिए एक विश्वसनीय आधार प्रदान किया है। हाल की अवधि में, हेडलाइन मुद्रास्फीति 4 प्रतिशत के मुद्रास्फीति लक्ष्य से नीचे बनी हुई है। हमने वित्त वर्ष 2027 के लिए औसत सीपीआई मुद्रास्फीति 4.6 प्रतिशत रहने का अनुमान लगाया है।

भारत राजकोषीय सुदृढ़ीकरण के रास्ते पर मजबूती से आगे बढ़ रहा है। राजस्व के मामले में, जीएसटी और अन्य व्यापक कर सुधारों को अपनाने से कर संग्रहण की क्षमता बेहतर हुई

है। व्यय पक्ष पर, लक्षित सरकारी खर्च ने व्यय की गुणवत्ता में सुधार किया है, जबकि सकल घरेलू उत्पाद के प्रतिशत के रूप में राजस्व व्यय को कम किया है।

भारत के बैंकिंग और एनबीएफसी क्षेत्रों में हाल के वर्षों में उल्लेखनीय परिवर्तन आया है। पूंजी पर्याप्तता, आस्ति गुणवत्ता और लाभप्रदता में सुधार के साथ उनके तुलन पत्र को काफी सक्षम किया गया है।

मजबूत कमाई के कारण, कॉर्पोरेट तुलन पत्र में भी सुधार हुआ है। पिछले दो वित्तीय वर्षों में, सार्वजनिक बाजारों, विशेष रूप से कॉर्पोरेट बॉन्ड बाजारों के माध्यम से भारतीय कॉर्पोरेट्स द्वारा फंड जुटाना समर्थ बना हुआ है, जो पारंपरिक बैंक ऋण से परे वित्तपोषण माध्यमों के लगातार विस्तार की ओर इशारा करता है।

बाहरी मोर्चे पर,

- i. 11 महीने के आयात कवर के साथ हमारा विदेशी मुद्रा भंडार संतोषजनक बना हुआ है।
- ii. चालू खाता घाटा (सीएडी) धारणीय है; जबकि बढ़ी हुई ऊर्जा की कीमतें घाटे पर ऊपर की ओर दबाव डालेंगी, हाल ही में संपन्न व्यापार समझौतों को कुछ प्रभाव की भरपाई करनी चाहिए।
- iii. पूंजी खाते पर, सकल एफडीआई उत्साहजनक रहा है³। यह विशेष रूप से वित्त और तकनीकी क्षेत्रों में ग्रीनफील्ड एफडीआई घोषणाओं की हालिया होड़ के साथ मजबूत बना रहेगा।
- iv. वित्तीय आस्ति मूल्यांकन में हालिया सुधार के साथ, हम पूंजी की वापसी को कम करने की उम्मीद करते हैं, जिससे आगे चलकर निवल पूंजी खाते की स्थिति में सुधार होगा।

³ 2024-25 के दौरान सकल एफडीआई लगभग 71 बिलियन अमेरिकी डॉलर से बढ़कर 80 बिलियन अमेरिकी डॉलर से अधिक हो गया और 2025-26 में इसके और बढ़कर लगभग 90 बिलियन अमेरिकी डॉलर होने की उम्मीद है।

संक्षेप में, भारत की मजबूत व्यापक आर्थिक और व्यापक वित्तीय बुनियादी आधार मजबूत बने हुए हैं, जो नीतिगत निश्चितता, मूल्य स्थिरता, वित्तीय स्थिरता और सुधारों पर जोर, व्यापार करने में आसानी और समावेशी विकास पर निरंतर ध्यान केंद्रित करने से समर्थित है।

III. भारतीय वित्तीय बाजार - विकास के लिए किए गए उपाय

व्यापक अर्थव्यवस्था से वित्तीय बाजारों की ओर बढ़ते हुए, मुझे यह स्वीकार करना होगा कि पिछले कुछ वर्षों में हमारे वित्तीय बाजार काफी परिपक्व हुए हैं। यह वर्षों से सोच-समझकर लिए गए निर्णयों का परिणाम है।

मुद्रा बाजार

मुद्रा बाजारों से शुरू करते हुए, जो मौद्रिक नीति संचरण के लिए प्राथमिक माध्यम के रूप में कार्य करते हैं, हम वित्तीय प्रणाली में पर्याप्त चलनिधि सुनिश्चित करने के लिए एक ज्यादा बेहतर चलनिधि प्रबंधन प्रणाली की ओर बढ़ गए हैं।

सरकारी प्रतिभूति बाजार

सरकारी प्रतिभूति बाजार गहरे और तरल बने हुए हैं, लेकिन हमारे प्रयास, विशेष रूप से खुदरा और अनिवासी भागीदारी को प्रोत्साहित करके निवेशक आधार को व्यापक बनाने के लिए हैं। बेंचमार्क जारी करने की रणनीति, जिसने एक विश्वसनीय सॉवरेन यील्ड कर्व बनाने और नियत-आय बाजारों में मूल्य खोज में सुधार करने में मदद की है, उसे अब वित्त वर्ष 27 से राज्य विकास ऋण तक बढ़ाया जा रहा है।

डेरिवेटिव बाजार

डेरिवेटिव बाजारों के लिए विनियामक प्रणाली भी व्यापार करने में आसानी, व्यापक भागीदारी और नवोन्मेष को बढ़ावा देने के लिए विकसित हुई है।

हम कॉरपोरेट बॉन्ड पर कुल रिटर्न स्वैप और कॉरपोरेट बॉन्ड सूचकांकों पर डेरिवेटिव की शुरुआत के माध्यम से अधिक उत्पाद विविधता की सुविधा प्रदान कर रहे हैं। इनका उद्देश्य

ऋण जोखिम के प्रबंधन द्वारा एक अच्छी तरह से विकसित कॉरपोरेट बॉन्ड बाजार का समर्थन करना है।

हमने सरकारी प्रतिभूतियों पर वायदा संविदा भी पेश किए हैं। यह देखकर अच्छा लगा कि दीर्घकालिक निवेशक, विशेष रूप से बीमा कंपनियां अपने दीर्घकालिक ब्याज दर जोखिमों का प्रबंधन करने के लिए सिंथेटिक वित्तीय तरीकों पर निर्भर रहने के बजाय इस उत्पाद का उपयोग कर रही हैं।

कुशल वित्तीय बाजार पारितंत्र

विभिन्न बाजार क्षेत्रों के विकास के लिए उपाय करते समय, हमने बाजार के बुनियादी ढांचे को मजबूत करने और सभी बाजार क्षेत्रों में विदेशी निवेशकों के लिए पारदर्शिता और निवेश में आसानी बढ़ाने पर ध्यान केंद्रित किया है;

बाजार के बुनियादी ढांचे को मजबूत करना

मैं बाजार के बुनियादी ढांचे को मजबूत करने के लिए हाल ही में शुरू की गई तीन पहलों पर प्रकाश डालना चाहूंगा।

- सबसे पहले, दक्षता और पारदर्शिता बढ़ाने के लिए विदेशी मुद्रा विकल्प और संशोधित एमआईएफओआर आधारित डेरिवेटिव जैसे नए उत्पादों के लिए इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म पेश किए गए हैं। इन उत्पादों के लिए केंद्रीय समाशोधन और निपटान का भी विस्तार किया गया है।
- दूसरा, 36 महीने की अवधि तक के एफएक्स फॉरवर्ड को अब केंद्रीय रूप से मंजूरी दी जा रही है; इससे पहले, केवल 13 महीने की अवधि तक के फारवर्ड को केंद्रीय रूप से मंजूरी दी जाती थी।
- तीसरा, गैर-केंद्रीय रूप से स्वीकृत डेरिवेटिव के लिए प्रारंभिक मार्जिन के लिए नियम लागू हो गए हैं। सीसीआईएल ने प्रारंभिक मार्जिन के आदान-प्रदान के लिए आवश्यक बुनियादी ढांचा तैयार किया है। मैंने पाया है कि बाजार प्रतिभागी सीसीआईएल द्वारा इस प्रणाली का उपयोग कर रहे हैं।

पारदर्शिता बढ़ाना

पारदर्शिता बढ़ाने के लिए, अब हमारे पास इसकी रिपोर्टिंग की व्यवस्था है:

- बाजार निर्माताओं के संबंधित पक्षों द्वारा किए गए ओटीसी रुपया विदेशी मुद्रा और ब्याज दर डेरिवेटिव अनुबंध; तथा
- विदेशी मुद्रा बाजार में नकद, टॉम और स्पॉट ट्रेड तथा बैंकों और निवासियों द्वारा किए गए ओटीसी गोल्ड डेरिवेटिव लेनदेन।

विदेशी निवेशकों के लिए निवेश में आसानी

आखिर में, लेकिन जो किसी भी तरह कम महत्वपूर्ण नहीं, वह है, हमने विदेशी निवेशकों के लिए निवेश को आसान बनाने का प्रयास किया है:

- हमने कॉरपोरेट बॉन्ड में एफपीआई निवेश के लिए लागू मैक्रोप्रूडेंशियल मानदंडों को आसान बना दिया है।
- हमने स्वैच्छिक प्रतिधारण मार्ग के तहत निवेश का दायरा बढ़ाया है और अधिक परिचालनगत लचीलापन प्रदान किया है;
- विशेष रुपया वोस्ट्रो खातों में शेष राशि को कॉर्पोरेट ऋण प्रतिभूतियों और सरकारी प्रतिभूतियों में निवेश करने की अनुमति दी गई है;
- अनिवासियों को अपने भौगोलिक क्षेत्र में और प्राधिकृत डीलरों की विदेशी शाखाओं में रुपया खाते खोलने की अनुमति दी गई है;
- एक अन्य महत्वपूर्ण उपाय एनडीएस-ओएम को जी-सेक में द्वितीयक बाजार को मजबूत करने के लिए वैश्विक बॉन्ड ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म से जोड़ना है।

IV. सुधार के क्षेत्र

हालांकि हमने अपने वित्तीय बाजारों को गहरा और मजबूत करने में काफी प्रगति की है, लेकिन अभी और अधिक कार्य करने की आवश्यकता है। मैं आपके विचार-विमर्श के लिए सुधार के पांच क्षेत्रों का उल्लेख कर रहा हूँ:

- i. यद्यपि हमारा केंद्र सरकार का प्रतिभूति बाजार अधिकांश मानकों से तरल है, लेकिन सभी अवधि और प्रतिभूतियों में तरलता में सुधार की गुंजाइश है।

- ii. ओटीसी डेरिवेटिव बाजार, विशेष रूप से ब्याज दर डेरिवेटिव, केवल एक या दो कुछ उत्पादों में केंद्रित रहते हैं। हितधारकों को कुशल ब्याज दर हेजिंग विकल्प उपलब्ध कराने के लिए इसमें सुधार करने की आवश्यकता है।
- iii. भारतीय बैंक अंतिम उपयोगकर्ताओं के बजाय केवल अपतटीय बाजार निर्माताओं के साथ काम कर रहे हैं। यदि वैश्विक रुपया बाजार को ऑन-शोर्ड करना है, तो भारतीय बैंकों को वैश्विक स्तर पर बाजार निर्माता के रूप में विकसित करने की आवश्यकता होगी।
- iv. एफएक्स रिटेल प्लेटफॉर्म का उपयोग अभी भी सीमित रहता है। सभी बैंकों को इसे प्राथमिकता के तौर पर बढ़ावा देना चाहिए, ताकि खुदरा उपयोगकर्ताओं को उचित सौदा मिल सके।
- v. क्रेडिट डेरिवेटिव का विकास अभी तक किसी भी सार्थक तरीके से शुरू नहीं हो पाया है। यह काफी हद तक एक कम उपयोग वाला क्षेत्र है।

साथ ही, बाजार सहभागियों को यह समझना चाहिए कि जहां एक विशेषाधिकार कुछ लाभ प्रदान करता है, इसमें जिम्मेदारियां भी शामिल हैं। उदाहरण के लिए, जी-सेक बाजार में बैंकों और प्राथमिक डीलरों के पास हमारी चलनिधि सुविधाओं और अल्पकालिक मुद्रा बाजारों तक विशेष पहुंच है। वे ओटीसी डेरिवेटिव बाजारों में बाजार निर्माता हैं, जिसका अर्थ है कि प्रत्येक इकाई केवल हेजिंग के लिए आपके साथ लेनदेन कर सकती है। इसी तरह, उपयोगकर्ताओं को अपनी बाजार संबंधी जरूरतों को पूरा करने के लिए उनसे संपर्क करना होता है। ये विशेषाधिकार प्राथमिक डीलर्स और बैंकों को अपार बाजार शक्ति प्रदान करते हैं, जो उनके विकास के लिए फायदेमंद है।

लेकिन इसके साथ कुछ जिम्मेदारियां भी जुड़ी हैं-

- i. यह सुनिश्चित करने की जिम्मेदारियां कि प्रत्येक उपयोगकर्ता के पास वित्तीय बाजारों तक आसान पहुंच हो;
- ii. यह सुनिश्चित करने की जिम्मेदारियां कि प्रत्येक उपयोगकर्ता आकार और परिष्कार के बावजूद निष्पक्ष और पारदर्शी शर्तों पर लेनदेन कर सके;

- iii. यह सुनिश्चित करने की जिम्मेदारियां कि संगठनात्मक हितों को साध्य करते हुए भी व्यापक विनियामक उद्देश्यों को अक्षरशः और भावना के अनुरूप पूरा किया जा सके।
- iv. और बाजार की अखंडता की रक्षा, उसे बढ़ावा देने और उसे बनाए रखने की जिम्मेदारियां।

मुझे विश्वास है, आप अपनी क्षमताओं के अनुसार अपनी जिम्मेदारियों का निर्वहन करेंगे।

निष्कर्ष

इसी के साथ मैं अपनी बात समाप्त करना चाहूंगा।

इस वर्ष एडम स्मिथ की महान कृति - द वेल्थ ऑफ नेशंस की 250 वीं वर्षगांठ है। स्मिथ की अंतर्दृष्टि और ज्ञान, विशेष रूप से बाजारों के महत्व के बारे में, वर्तमान उथल-पुथल भरे दौर में भी बहुत प्रासंगिक बने हुए हैं।

इसलिए, आरबीआई में हमारी प्राथमिकताएं स्पष्ट हैं। हम वित्तीय बाजारों को और गहरा करना, भागीदारी को व्यापक बनाना और संस्थागत ढांचे को और मजबूत करने का कार्य जारी रखेंगे। हम दक्षता, उपभोक्ता संरक्षण, निष्पक्षता, पारदर्शिता और नैतिक आचरण के लिए प्रयास करना जारी रखेंगे। इस दिशा में,

हम उभरते बाजार की जरूरतों का आकलन करना और उन्हें पूरा करने का प्रयास जारी रखेंगे। हम प्रभाव-विस्तार को कम करने और सुव्यवस्थित बाजार स्थितियों को सुनिश्चित करने के लिए यथासमय उचित नीतिगत उपायों को लागू करने के लिए भी तैयार रहेंगे।

लेकिन हम इसे अकेले नहीं कर सकते। वित्तीय लचीलेपन को मजबूत करना एक सामूहिक और साझा जिम्मेदारी है। ट्रेड रिपोजिटरी जैसे संस्थानों को जोखिम मूल्यांकन और प्रभावी नीति निर्माण का समर्थन करने के लिए डेटा गुणवत्ता और उपलब्धता में सुधार करना होगा। एफआईएमएमडीए और पीडीएआई को बाजार प्रथाओं, मानकीकरण और अनुशासन को मजबूत करने में महत्वपूर्ण भूमिका निभानी होगी।

मुझे विश्वास है कि हम सभी के निरंतर सहयोग से भारतीय वित्तीय बाजार और परिपक्व होंगे। मैं आशावादी हूँ कि वे आने वाले वर्षों में गहरे, अधिक कुशल और अधिक गतिशील हो जाएंगे।

इन्हीं शब्दों के साथ, मैं आप सभी को आपके धैर्य के लिए धन्यवाद देता हूँ और इस सम्मेलन की बड़ी सफलता की कामना करता हूँ। मैं आपके बहुमूल्य सुझावों और नीतिगत इनपुट की प्रतीक्षा कर रहा हूँ।

धन्यवाद।