

भारत में वित्तीय बाजार : स्थिरता और विकास की यात्रा*

शक्तिकान्त दास

आज वार्षिक एफआईएमएमडीए¹-पीडीएआई² सम्मेलन का हिस्सा बनकर मुझे खुशी हो रही है। रिज़र्व बैंक इस बात की सराहना करता है कि पिछले कुछ वर्षों में भारत में वित्तीय बाजारों के विकास में एफआईएमएमडीए और पीडीएआई ने महत्वपूर्ण भूमिका निभाई है और हाल ही में, कोविड-19 के उथल-पुथल भरे समय, यूक्रेन में युद्ध और वित्तीय बाजारों में अस्थिरता के बीच, आरबीआई के साथ साझेदारी करते हुए, बाजारों और अर्थव्यवस्था का मार्गदर्शन किया है।

चूंकि आज मैं बाजार के दक्ष खिलाड़ियों, दिग्गजों और विशेषज्ञों के सामने बोल रहा हूँ, इसलिए मैंने सोचा कि यह हमारे वित्तीय बाजारों की पिछले एक दशक की यात्रा को फिर से देखने और इस बात पर विचार करने का सही समय होगा कि हम कहाँ तक पहुंचे हैं और हम इसके आगे के सफर के बारे में क्या सोचते हैं। हम कह सकते हैं कि यह अतीत से सीखते हुए आगे बढ़ने का प्रयास होगा।

वैश्विक वित्तीय संकट से लेकर यूरोजोन राष्ट्रिक ऋण संकट तक; टेपर टैंट्रम से लेकर ब्रेक्सिट तक; अभूतपूर्व मात्रात्मक शिथिलता से लेकर हालिया स्मृति में सबसे त्वरित मौद्रिक सख्ती तक; संपूर्ण मानव जाति को गतिशून्य कर देने वाली महामारी से लेकर पूरी वैश्विक व्यवस्था के लिए खतरा बन जाने वाले भू-राजनीतिक संकट तक- यह कहना अतिशयोक्ति नहीं होगी कि वैश्विक वित्तीय संकट के बाद के वर्षों में दुनिया एक तूफान से दूसरे तूफान में फँसती चली गई है।

इस पृष्ठभूमि में, भारतीय वित्तीय बाजारों की यात्रा दो प्रमुख उद्देश्यों - स्थिरता और विकास से प्रेरित रही है। संकट प्रबंधन इस

यात्रा का एक प्रमुख घटक रहा है। बहरहाल, वित्तीय बाजारों को विस्तृत करने और गहन बनाने के मुख्य उद्देश्य के साथ विकासात्मक सुधारों का सफर भीषण तूफानों के बीच भी जारी रहा।

अब तक का सफर

पिछले कुछ दशकों में भारतीय वित्तीय बाजारों की यात्रा पर मैं थोड़ी चर्चा करता हूँ। 1980 के दशक के अंत तक, भारतीय अर्थव्यवस्था को एक प्रशासित ब्याज दर व्यवस्था, निश्चित विनिमय दर, एक आबद्ध (कैपिटव) सरकारी प्रतिभूति बाजार और चालू एवं पूंजी खाता प्रतिबंधों से जाना जाता था। 1990 के दशक के दौरान नीतिगत उपायों के जरिये बाजार-निर्धारित ब्याज दर एवं विनिमय दर, बहुसंकेतक दृष्टिकोण और अंततः मौद्रिक नीति के संचालन में लचीला मुद्रास्फीति लक्ष्यीकरण, चालू खाते में परिवर्तनीयता और पूंजी खाते के क्रमशः उदारीकरण की ओर बढ़ने की दिशा में कदम उठाए गए। कई प्रमुख विधायी परिवर्तनों से नीतिगत उपायों को बल मिला: विदेशी मुद्रा प्रबंध अधिनियम (फेमा), 1999; सरकारी प्रतिभूति अधिनियम, 2006; सरकारी प्रतिभूतियों, डेरिवेटिवों और मुद्रा बाजार के लिखतों पर रिज़र्व बैंक को स्पष्ट विनियामक शक्तियां प्रदान करने के लिए 2006 में आरबीआई अधिनियम में संशोधन; और भुगतान और निपटान प्रणाली अधिनियम, 2007। मुद्रा बाजार, सरकारी प्रतिभूति बाजार, विदेशी मुद्रा बाजार और डेरिवेटिव बाजारों को समाशोधन और गारंटीकृत निपटान प्रदान करने के लिए 2001 में क्लियरिंग कॉरपोरेशन ऑफ इंडिया लिमिटेड की स्थापना की गई थी। तत्काल सकल निपटान प्रणाली (आरटीजीएस) और एनडीएस-ओएम प्लेटफॉर्म का संचालन आरंभ किया गया था। डेरिवेटिवों के लिए एक ट्रेड रिपॉजिटरी स्थापित की गई थी। 2009 के पिट्सबर्ग शिखर सम्मेलन में जी-20 द्वारा अपने सुधार एजेंडे को लागू करने के बाद ही इनमें से कुछ पहलें वैश्विक स्तर पर महत्वपूर्ण हो गई थीं।

वैश्विक वित्तीय संकट (2008) के बाद, भारतीय वित्तीय बाजार नवजात अवस्था में थे लेकिन बढ़ रहे थे। अधिकांश बाजार क्षेत्रों में विदेशी भागीदारी के प्रति दृष्टिकोण संभल-संभल कर आगे बढ़ने वाला था। डेरिवेटिव बाजार, जो जोखिमों की हेजिंग के लिए बाजार थे, प्रतिभागियों और उत्पादों की संख्या के लिहाज से

* दुबई में 27 जनवरी 2023 को आयोजित 22वें एफआईएमएमडीए-पीडीएआई वार्षिक सम्मेलन में श्री शक्तिकान्त दास, गवर्नर, भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा प्रस्तुत मुख्य उद्घोषना

¹ फिक्सड इनकम मनी मार्केट एंड डेरिवेटिव्स एसोसिएशन ऑफ इंडिया (एफआईएमएमडीए)

² प्राइमरी डीलर्स एसोसिएशन ऑफ इंडिया (पीडीएआई)

सीमित थे। इस बीच, 2013 में प्रकाशित बीआईएस त्रैवार्षिक सर्वेक्षण से पता चला कि विदेशों में भारतीय रुपये में रुचि बढ़ रही थी। हालांकि, तटीय और अपतटीय विदेशी मुद्रा एवं ब्याज दरों में अंतर ज्यादा के कारण, रुपये के लिए तटीय और अपतटीय बाजार संवर्गीकृत (सेगमेंटेड) रहे।

प्रतिकूलताएँ और अनुकूलताएँ

कुछ अधिक हाल का समय देखें तो पिछले दशक में हमारी कई नीतियां संकट प्रबंधन से मिली सीखों के साथ-साथ, उन विकासात्मक उद्देश्यों से निर्देशित रही हैं, जिन्हें हमारा देश हासिल करना चाहता है। जैसे-जैसे दुनिया एक के बाद एक तूफानों को पार करते हुए आगे बढ़ती गई, जैसे-जैसे हम प्रमुख वैश्विक प्रतिकूलताओं के प्रभाव-प्रसार से बचने की भरसक कोशिश करते गए।

अर्थव्यवस्था की आवश्यकताएँ भी हमारी नीति को निर्देशित करने में समान रूप से बाध्यकारी थीं। पिछले दशक में जैसे-जैसे वास्तविक/वस्तु क्षेत्र का विकास हुआ, वित्तीय बाजारों से अपेक्षाएँ भी बढ़ीं। अर्थव्यवस्था की जरूरतें इन प्रगतियों को दर्शाती हैं। इस बात के परिप्रेक्ष्य में, आइए कुछ आंकड़ों पर गौर करें। नॉमिनल जीडीपी वित्त वर्ष 2010 के ₹64 लाख करोड़ से चार गुना बढ़कर वित्त वर्ष 2023 में ₹273 लाख करोड़ हो गया।³ इसी अवधि के दौरान बाहरी व्यापार भी ₹29 लाख करोड़ से चार गुना बढ़कर ₹137 लाख करोड़ हो गया।⁴ जीडीपी में व्यापार का अनुपात 2000 में रहे 25% से बढ़कर 2021 में 45% हो गया है।⁵ देश में प्रत्यक्ष विदेशी निवेश (एफडीआई)⁶ 2010 के बाद तेजी से बढ़कर ढाई गुना हो गया है। भारत में वाणिज्यिक क्षेत्र में संसाधनों का प्रवाह वित्त वर्ष 2012 में रहे ₹12 लाख करोड़ से लगभग दुगुना बढ़कर वित्त वर्ष 2022 में ₹22 लाख करोड़ हो गया।⁷ यद्यपि बैंक वित्तपोषण का एक प्रमुख स्रोत बने हुए हैं, वाणिज्यिक क्षेत्र की

³ स्रोत: सांख्यिकी और कार्यक्रम कार्यान्वयन मंत्रालय

⁴ स्रोत: सांख्यिकी और कार्यक्रम कार्यान्वयन मंत्रालय, आरबीआई भुगतान संतुलन सांख्यिकी

⁵ स्रोत: विश्व बैंक

⁶ स्रोत: भारतीय रिज़र्व बैंक

⁷ स्रोत: भारतीय रिज़र्व बैंक सांख्यिकी पुस्तिका

⁸ बाजार उधारी में गैर-वित्तीय संस्थाओं द्वारा सार्वजनिक और अधिकार मुद्दे, गैर-वित्तीय संस्थाओं द्वारा सकल निजी स्थानन और गैर-बैंकों द्वारा अभिदत्त वाणिज्यिक पत्रों का निवल निर्गम शामिल है।

बाजार उधारी⁸ वित्तीय वर्ष 2012 में रहे ₹74,000 करोड़ से बढ़कर वित्त वर्ष 2022 में ₹3,16,000 करोड़ हो गई। जैसे-जैसे हमारी अर्थव्यवस्था और वित्तीय बाजारों का विकास हुआ, जैसे-जैसे विश्व अर्थव्यवस्था और वैश्विक वित्तीय बाजारों के साथ इसका एकीकरण भी बढ़ा है। बढ़ती अर्थव्यवस्था और सबसे तेजी से बढ़ती अर्थव्यवस्थाओं में बने रहने की हमारी आकांक्षाओं ने हमारी फंडिंग जरूरतों का विस्तार किया है। इन सभी के लिए बड़े और सघन वित्तीय बाजारों की आवश्यकता है।

प्रतिकूल परिस्थितियों के प्रति नीतिगत प्रतिक्रिया

हाल ही में हमारी कुछ नीतिगत प्रतिक्रियाओं को देखना प्रासंगिक होगा, विशेष रूप से प्रमुख वैश्विक विपरीत परिस्थितियों के संदर्भ में। पिछले दशक में उथल-पुथल के एक के बाद एक एपिसोड ने अर्थव्यवस्था के लिए चुनौतियों के ढेर खड़े कर दिए थे। इन चुनौतियों के लिए अलग-अलग जवाबी कार्रवाई किए जाने की जरूरत थी।

2008 में नीतिगत कार्रवाईयों का उद्देश्य प्रणाली में चलनिधि की सहज स्थिति, विदेशी मुद्रा भंडार को बढ़ाना सुनिश्चित करना और एक संकट प्रबंधन ढांचा बनाए रखना था जो विश्व स्तर पर होने वाले वित्तीय संकट के प्रति अर्थव्यवस्था को संभाले रख सके। इसके लिए पारंपरिक उपकरण जैसे कि नीतिगत ब्याज दरें और प्रारक्षित नकदी निधि अनुपात(सीआरआर) का इस्तेमाल किया गया। विदेशी मुद्रा प्रबंधन के उपाय के रूप में अन्य बातों के साथ-साथ अनिवासी भारतीयों द्वारा कार्पोरेट्स के लिए बाह्य वाणिज्यिक उधार (ईसीबी) हेतु विदेशी मुद्रा जमा राशियों पर ब्याज दर की सीमा में छूट दिया जाना रहा है। अपरंपरागत उपायों में ये उपाय शामिल थे – भारतीय बैंकों के लिए रुपया-डालर स्वैप सुविधा, म्युचुअल फंडों के लिए एक पुनर्वित्त विंडो और गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों को सहायता प्रदान करने के लिए एक विशेष प्रयोजन साधन (एसपीवी) की व्यवस्था की गई।

2013 में फेडरल रिज़र्व द्वारा मात्रात्मक सहजता के प्रारंभिक टैपर की घोषणा के बाद बाजार सहभागियों के विश्वास को बहाल रखने तथा रुपए पर दबाव को नियंत्रित करने के प्रयोजनों ने रिज़र्व बैंक की नीतिगत जवाबी कार्रवाईयों का मार्दर्शन किया। मौद्रिक स्थितियों को अपरंपरागत साधनों के माध्यम से कठोर बनाया गया। पूंजी प्रवाह का प्रबंधन करने के लिए विदेशी मुद्रा बाजार के लिए किए गए उपायों में प्रत्यक्ष हस्तक्षेप और प्रशासनिक

उपाय दोनों शामिल हैं। इन उपायों में गैर-आवश्यक वस्तुओं के आयात पर प्रतिबंध, पीएसयू कंपनियों के तेल के लिए एक विशेष डालर स्वैप विंडो खोलना, विदेशी मुद्रा अनिवासी-बैंक (एफसीएनआर-बी) जमाराशियों के लिए एक रियायती स्वैप विंडो, बैंकों की विदेशी उधार सीमा में वृद्धि, सरकारी ऋण में विदेशी निवेश की सीमा में वृद्धि और बाहरी निवेश प्रवाह पर प्रतिबंध, उदारीकृत विप्रेषण योजना (एलआरएस) पात्रता के साथ-साथ एक्सचेंज ट्रेडेड डेरिवेटिव्स शामिल हैं।

मार्च, 2020 में कोविड-महामारी के प्रकोप ने जरूरी कर दिया था कि उभरते या संभाव्य बाजार में अत्यधिक अव्यवस्था उत्पन्न होने की स्थिति के पहले समाधान के लिए तेज और केंद्रित नीतिगत जवाबी कार्रवाई की जाए। पहले की तरह नीतिगत दरें कम की गईं और प्रणालीगत चलनिधि का विस्तार किया गया। लेकिन, इस बार नीतिगत गलियारे को असमान रूप से बढ़ाया गया था और निश्चित रिजर्व रेपो दर अल्प एवं दीर्घकालिक ब्याज दरों के उभार को नियंत्रित करने का प्रभावी उपकरण बन गई। नीतिगत दरों के प्रसारण को बेहतर बनाने तथा प्रभावित क्षेत्रों को क्रेडिट के प्रवाह के बने रहने को सुनिश्चित करने के लिए अपरंपरागत उपायों का इस्तेमाल किया गया जैसे-दीर्घकालिक रेपो परिचालन (एलटीआरओ), लक्ष्यित एलटीआरओ तथा अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाओं के लिए विशेष पुनर्वित्त सुविधाएं। म्यूचुअल फंड के लिए एक विशेष चलनिधि सुविधा लागू की गई ताकि मोचन संबंधी दबाव को कम किया जा सके। पहली बार ऐसा हुआ कि रिजर्व बैंक ने सरकारी प्रतिभूति अधिग्रहण कार्यक्रम (जी-सैप) के माध्यम से अर्थव्यवस्था में बहाली लाने के लिए अपने तुलन पत्र को गिरवी रख दिया जिसमें क्रय की जाने वाली राशि के लिए सर्वाधिक अग्रिम वचनबद्धता प्रदान की गई थी। विशेष खुले बाजार परिचालन किए गए जिसमें प्रतिभूतियों की एक साथ खरीद और फरोख्त की गई ताकि प्रतिफल वक्र की स्थिति को सही दिशा में बनाए रखा जा सके तथा चलनिधि का प्रबंधन हो सके। उभरते समय के साथ-साथ आगे के लिए तथा स्थिति-प्रज्ञ मार्गदर्शन को प्रमुखता प्राप्त हुई जिसमें रिजर्व बैंक की वचनबद्धता का आश्वासन था कि वित्तीय स्थिति को सौहार्दपूर्ण बनाए रखा जाएगा। यह संप्रेषण हमारे मौद्रिक नीति टूल- किट का महत्वपूर्ण हिस्सा साबित हुआ।

यूक्रेन में दुबारा युद्ध छिड़ जाने से जोखिम- भावना और भी क्षीण हो गई है जिसमें वस्तुओं की कीमतें और मुद्रास्फीति कई

दशकों के सबसे उच्च स्तर पर पहुंच गईं। ज्यों ही प्रमुख केंद्रीय बैंकों में मुद्रास्फीति संबंधी दबावों को दूर करने के लिए नीतिगत दरों को बढ़ाना शुरू किया और चलनिधि की स्थिति को कड़ा कर दिया, वित्तीय बाजार में अस्थिरता का एक दुष्चक्र पैदा हो गया और इसके कारण रुपये पर काफी दबाव बना गया। इस बार नीतिगत जवाबी कार्रवाई ने बाहरी प्रवाहों को नियंत्रित करने के लिए प्रशासनिक उपायों का सहारा नहीं लिया बल्कि आनेवाली जमाराशियों, ऋण-लिखतों तथा ईसीबी में विदेशी निवेश को प्रोत्साहित करके आवक प्रवाह को बढ़ाने के उपायों पर ध्यान केंद्रित किया। निर्यात को बढ़ाने तथा रुपए में विश्व की बढ़ती हुई रुचि को सहारा देने के लिए रुपए में किए गए निर्यात/ आयात की इनवाइसिंग, भुगतान तथा निपटान के संबंध में अतिरिक्त व्यवस्था लागू की गई।

मैं यहां जिस बात पर जोर देना चाहता हूँ वह यह है कि उथल-पुथल के विभिन्न प्रकरणों के प्रति रिजर्व बैंक की जवाबी कार्रवाई स्पष्ट, सामान्य स्वरूप की थी जिसमें जवाबी कार्रवाई प्रत्येक प्रकरण के अनुरूप की गई थी, चाहे वह नीतिगत प्रयोजन तथा विकल्प को लेकर हो और चाहे टूल-किट के उपयोग के संबंध में हो। प्रत्येक जवाबी कार्रवाई अंतर्निहित व्यापक आर्थिक स्थितियों का प्रकार्य थी जिससे पिछले संकटों से ली गई सीख परिलक्षित होती थी। इस संदर्भ में, मैं हमारी नीतिगत प्रतिक्रियाओं की तीन प्रमुख विशेषताओं का उल्लेख करना चाहूँगा। पहली, रिजर्व बैंक द्वारा किए गए सभी चलनिधि संबंधी प्रबंध परिचालन जिसमें म्यूचुअल फंडों तथा एनबीएफसी भी शामिल हैं, हमेशा बैंकों के माध्यम से किए गए जो रिजर्व बैंक के लिए चलनिधिक प्रवाह माने जाते हैं, यहां तक कि शांति काल में थी। दूसरी, ऐसे उपाय जिसमें संपार्श्विक मानकों में कोई कमी नहीं की गई तथा यह सुनिश्चित किया गया कि केंद्रीय बैंक, प्रतिपक्षी जोखिमों से सुरक्षित बने रहें। तीसरी, इस बार जितने उपाय किए गए वे सभी समयबद्ध थे और वे उसी समय समाप्त हुए जो मूल रूप से परिपक्व होने के लिए परिभाषित किए गए थे। उदाहरण के तौर पर, जी-सैप को बंद कर दिया गया था, सीआरआर के संबंध में छूट उसे सामान्य बनाए रखने के लिए दी गई तथा चलनिधि प्रबंध ढांचे में अप्रैल 2022 में बदलाव किए गए ताकि स्थायी जमा सुविधा (एसडीएफ) को क्रियान्वित रखा जा सके। इन उपायों ने हमें संभावित चलनिधि शिकंजे, जिसे चक्रव्यूह कहते हैं, से बाहर निकालने में सक्षम बनाया है।

यह दिलचस्प और संभवतः विरोधाभासी बात है कि एक दशक की अभूतपूर्व चुनौतियों के दौरान वित्तीय बाजारों में सुधार

और विकास के उपाय अप्रत्याशित गति से हुए हैं। सुधारों का उद्देश्य तटीय वित्तीय बाजारों को बढ़ाना और कीमत उपाय की दक्षता में वृद्धि करना था। हाल के सुधार संबंधित हैं (i) घरेलू बाजारों में अनिवासियों की पहुंच को आसान बनाने और निवासियों को अपतटीय बाजारों तक पहुंचने की अनुमति देकर समानांतर बाजार विभाजन को दूर करना; (ii) आसान पहुंच के प्रावधान के माध्यम से वित्तीय बाजारों और खुदरा भागीदारी में अनिवासी भागीदारी को प्रोत्साहित करके सहभागिता आधार का विस्तार करना, उदाहरण के लिए रिटेल डायरेक्ट और एफएक्स रिटेल प्लेटफॉर्म के माध्यम से; (iii) अधिक प्रबुद्ध उपयोगकर्ताओं को उनकी हेजिंग जरूरतों के लिए बाजारों तक पहुंचने और बाजार के उतार-चढ़ाव पर अपने विचार व्यक्त करने की सुविधा प्रदान करना; (iv) उत्पादों के एक बड़े सूट(समूह) की शुरुआत के माध्यम से नवोन्मेष को बढ़ावा देना जिसे वैयक्तिक बाजार सहभागियों की जरूरतों के अनुरूप बनाया जा सकता है;⁹ और (v) खुदरा उपयोगकर्ता की सुरक्षा और एक ठोस, स्वीकार्य और ग्राहक उपयुक्तता फ्रेमवर्क के माध्यम से उचित उपयोगकर्ता आचरण को सुनिश्चित करते हैं। प्रभावी समाशोधन और निपटान व्यवस्था, बेंचमार्क सुधार, पारदर्शी आवश्यकताओं और बाजार दुरुपयोग पर नियम, अन्य के अतिरिक्त से एक मजबूत बुनियादी फ्रेमवर्क और प्रवर्तन फ्रेमवर्क स्थापित किया गया है।

भारत पूंजी खाता संपरिवर्तनीयता के उच्च स्तर को प्राप्त करने की दिशा में भी एक लंबा सफर तय कर चुका है। कुछ संवेदनशील/रणनीतिक क्षेत्रों के अतिरिक्त एफडीआई अप्रतिबंधित होने के साथ प्रत्यक्ष विदेशी निवेश (एफडीआई) प्रवाह का उदारीकरण पिछले दशक में जारी रहा। घरेलू बाजार बाजारों में अनिवासी निवेश की सीमाओं को उदार बनाया गया। सरकारी और कॉर्पोरेट बांड में अनिवासी निवेश की सुविधा के लिए स्वैच्छिक प्रतिधारण मार्ग (वीआरआर) की शुरुआत की गई। एक संपूर्ण सुलभ मार्ग (एफएआर) को पोर्टफोलियो ऋण प्रवाह के उपरांत उदारीकरण के हिस्से के रूप में पेश किया गया था, जो

⁹ जनवरी 2022 से लागू हुए ओटीसी डेरिवेटिव्स में मार्केट मेकिंग के दिशा-निर्देशों ने मार्केट मेकर्स को रोजिडेंट्स को विभिन्न प्रकार के डेरिवेटिव उत्पादों की पेशकश करने की अनुमति दी ताकि वे अपने जोखिमों को कम करने के लिए कुशलतापूर्वक रणनीति तैयार कर सकें। इसके बाद, कई नए उत्पाद, जैसे, एफएक्स बैरियर ऑप्शन, बाइनरी ऑप्शन, फॉरेक्स मार्केट में लक्षित रेंज फॉरवर्ड और ब्याज दर बाजार में स्वैपशन और कुल रिटर्न स्वैप पेश किए गए हैं।

निर्दिष्ट बेंचमार्क सरकारी प्रतिभूतियों में अनिवासी निवेश पर कोई सीमा नहीं रखता है। इसीबी फ्रेमवर्क को व्यापक रूप से उदारीकृत किया गया था और अब यह केवल एक समग्र सुलभ सीमा और कुछ “अंतिम उपयोग” प्रतिबंधों के अधीन है। विदेशी प्रत्यक्ष निवेश (ओडीआई) के लिए विनियमों को भी युक्तिसंगत और उदार बनाया गया है। वर्तमान में एलआरएस चालू और पूंजी खाता लेनदेन दोनों के लिए उपलब्ध है।

आज हम कहां हैं?

कई आघातों के उपरांत, वर्ष 2023 में वैश्विक अर्थव्यवस्था के अत्यधिक संकुचित रहने का अनुमान है। वैश्विक अर्थव्यवस्था के लिए संवृद्धि और मुद्रास्फीति दोनों ही मामलों में सबसे खराब समय पीछे रह गया है ऐसा प्रतीत होता है। हाल में, विभिन्न देशों में कोविड संबंधी प्रतिबंधों और मुद्रास्फीति में कमी के साथ, हालांकि जो अभी भी अधिक है, केंद्रीय बैंकों ने कम दर वृद्धि अथवा विराम की शुरुआत की है। साथ ही, उन्होंने मुद्रास्फीति को लक्ष्य के करीब लाने के अपने संकल्प को जोरदार ढंग से दोहराया। भविष्य में, लंबी अवधि के लिए उच्च नीतिगत दरों की संभावना स्पष्ट दिखती है। संवृद्धि के मोर्चे पर, कुछ महीने पहले तक अनुमानित एक गंभीर और अधिक व्यापक मंदी की तुलना में वर्तमान में यह एक नरम मंदी के आसपास घूम रही है।

इस प्रतिकूल और अनिश्चित अंतरराष्ट्रीय माहौल में, भारतीय अर्थव्यवस्था आघात-सह बनी हुई है, जो अपने समष्टि आर्थिक आधार से मजबूती हासिल कर रही है। हमारी वित्तीय प्रणाली सुदृढ़ और स्थिर बनी हुई है। बैंक और कॉर्पोरेट संकट से पहले की तुलना में अधिक मजबूत हैं। बैंक क्रेडिट में द्विअंकीय वृद्धि देखी गई है। भारत को व्यापक रूप से धुंधली दुनिया में एक उज्ज्वल सितारे के रूप में देखा जा रहा है। हमारी मुद्रास्फीति उच्च बनी हुई है, लेकिन नवंबर और दिसंबर 2022 के दौरान इसमें स्वागत योग्य नरमी देखी गई है। हालांकि, मूल मुद्रास्फीति जड़ और उच्च बनी हुई है।

बाहरी मोर्चे पर, प्रतिवैश्वीकरण और संरक्षणवाद जोर पकड़ रहे हैं जैसा कि हाल में वैश्विक आपूर्ति-शृंखला के आघात के दौरान देखा गया है। इस प्रकार ऐसी चुनौतियों से निपटने के लिए द्विपक्षीय व्यापार संबंधों का होना और सुदृढ़ीकरण आवश्यक है। हाल ही में, भारत ने संयुक्त अरब अमीरात और ऑस्ट्रेलिया के

साथ द्विपक्षीय व्यापार समझौतों पर हस्ताक्षर किए हैं और इस तरह के और समझौतों की बात प्रगति पर हैं। वर्ष 2022-23 की पहली छमाही के दौरान सकल घरेलू उत्पाद के अनुपात में औसत चालू खाता घाटा 3.3 प्रतिशत रहा। माल निर्यात पर धीमी वैश्विक मांग की मार पड़ रही है; परंतु हमारी सेवाओं का निर्यात और विप्रेषण मजबूत बना हुआ है। सेवाओं और विप्रेषण के तहत निवल शेष में बड़ा अधिशेष बना रहा है, जो आंशिक रूप से व्यापार घाटा का समायोजन करता है। परिणामतः, चालू खाता घाटा प्रमुख रूप से प्रबंधनीय है और व्यवहार्यता के मापदंडों के अंतर्गत है।

वित्तपोषण पक्ष की ओर देखा जाए तो निवल एफडीआई प्रवाह मजबूत बने रहे तथा विदेशी पोर्टफोलियो प्रवाह जुलाई 2022 से फिर से शुरू हो गया है, जिसमें समय समय पर बीच में कुछ बहिर्वाह भी हुए हैं। विदेशी मुद्रा भंडार का आकार सहज बना हुआ है तथा 21 अक्टूबर 2022 के 524 बिलियन अमरीकी डालर की तुलना में 13 जनवरी 2023 को बढ़कर 572 बिलियन अमरीकी डालर हो गया था। इतना ही नहीं, अंतरराष्ट्रीय मानकों के हिसाब से भारत का बाह्य ऋण अनुपात भी कम ही है। इस स्थिति में रिज़र्व बैंक को, पूंजी का प्रवाह नियंत्रित करने तथा अत्यधिक पूंजी बहिर्वाह के प्रकरणों के समय में भी घरेलू मुद्रा को और अधिक अंतरराष्ट्रीयकृत बनाने के लिए कदम उठाने पड़े।

विश्व के प्रत्येक जोखिम-रहित प्रकरण के दौरान अमरीकी डालर मजबूत हुआ है जिससे अधिकांश करेंसियों के मूल्य गिरने का दबाव बढ़ता रहा है। संकट के क्रमिक प्रकरणों के दौरान रुपये का तुलनात्मक प्रदर्शन¹⁰ अपनी अलग कहानी बयान करता है। वैश्विक वित्तीय संकट के दौरान रुपए में बदतरनीय मूल्यहास हुआ था— 1 अप्रैल 2008 और 3 मार्च 2009 के बीच रुपए ने अमरीकी डालर की तुलना में अपना 23% मूल्य खो दिया था। इसी प्रकार से 01मई 2013 और 28 अगस्त 2013 के मध्य टेपर टैंट्रम के दौरान रुपए में 22% मूल्यहास हुआ था। लेकिन, बाद के उथल-पुथल के प्रत्येक प्रकरण में रुपये में मूल्यहास अपेक्षाकृत कम था। महामारी के प्रारंभिक दिनों में अर्थात् 17 फरवरी 2020 और 21 अप्रैल 2020 के बीच रुपये में केवल 7% का मूल्यहास हुआ था। यहां तक कि वर्ष 2022 में यूक्रेन से उत्पन्न भू-राजनैतिक तनावों

के दौरान भी जहां 24 फरवरी 2022 और 19 अक्टूबर 2022 के बीच अमरीकी डालर की तुलना में रुपए में 9% का मूल्यहास हुआ था, इस प्रकार रुपए का प्रदर्शन अधिकांश उन्नत एवं उसके उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की करेंसियों की तुलना में कहीं बेहतर था।

महत्वपूर्ण रूप से, अस्थिरता के समय में रुपये का प्रदर्शन प्रभावशाली रहा। उदाहरण के लिए 1- महीने की अंतर्निहित अस्थिरता सहित वैश्विक वित्तीय संकट के दौरान रुपए ने 10 अक्टूबर 2008 को 25% के उच्च स्तर को छू लिया था तथा टेपर टैंट्रम अवधि के दौरान 29 अगस्त 2013 को 20% के स्तर पर पहुंच गया था। हालांकि, कोविड-19 महामारी के दौरान अंतर्निहित अस्थिरता 24 मार्च 2020 को 10% के सर्वाधिक उच्च स्तर पर थी तथा उसके बाद युद्ध से जुड़ी अनिश्चितताओं एवं प्रमुख केंद्रीय बैंकों द्वारा मौद्रिक सख्ती किए जाने के बावजूद सुनियंत्रित स्थिति में बनी रही।¹¹ सरकारी बांड-बाजार समुत्थानशील बने रहे, जिसमें समान समूह के राष्ट्रों के औसत बिड-आस्क स्प्रेड न्यूनतम बने रहे। प्रतिफल वक्र भी अत्यधिक उच्च सरकारी उधारी के बावजूद बिना किसी अनावश्यक अस्थिरता के सही क्रम में बनी रही।

आगे की राह

आज, जब हम आगे की ओर निगाह डालते हैं तो अभी भी हमें चुनौतियां नज़र आती हैं, किंतु उनके प्रति हम पूरी उम्मीद और विश्वास के साथ तैयारी कर सकते हैं। भारतीय वित्तीय बाजार पिछले वर्षों में काफी हद तक विकसित हुआ है। सरकारी प्रतिभूति बाजार और रात्रिपर्यन्त (ओवरनाइट) मुद्रा बाजार में चलनिधि का स्तर बढ़ा हुआ है। बिड-आस्क स्प्रेड संकीर्ण बना रहा है जो मूल्य-निर्धारण की क्षमता को प्रदर्शित करता है। विदेशी मुद्रा बाजार में समग्र व्यापारित मात्रा बढ़ी है और हेजिंग उत्पादों का एक सुइड उत्पन्न हो गया है। ब्याज दर स्वैप बाजारों में भी व्यापारित मात्रा लगातार बढ़ी है और इन बाजारों में नए उत्पाद भी विकसित हो रहे हैं। सभी बाजारों में विदेशी मुद्रा बाजार और ब्याज दरों में फासला घटने के साथ तटवर्ती और अपतटीय बाजार ज्यादा से

¹⁰ स्रोत: ब्लूमबर्ग के डेटा का इस्तेमाल रुपए के प्रदर्शन का मूल्यांकन करने के लिए किया गया है।

¹¹ 01 जनवरी 2022 और 20 जनवरी 2023 के बीच रुपये की दैनिक औसत 1-महीने की अंतर्निहित अस्थिरता 5% थी और 7 मार्च, 2022 को यह 8% के उच्च स्तर पर पहुंच गई।

स्रोत: ब्लूमबर्ग

ज्यादा जुड़ते जा रहे हैं। इन बाजारों में अनिवासी की सहभागिता यद्यपि धीरे-धीरे ही सही, बढ़ रही है।

वैश्विक अर्थव्यवस्था अभी भी झटकों और अनिश्चितताओं से ग्रस्त है। वित्तीय बाजार अस्थिर बने हुए हैं और भू-राजनैतिक तनावपूर्ण बनी रहने वाली है। अंतर्राष्ट्रीय स्तर पर खाद्य, ऊर्जा और वस्तुओं की कीमतें कम हुई हैं लेकिन इसमें भी अनिश्चितता बनी हुई है। मुद्रास्फीति उच्च बनी हुई है और सभी देशों में व्यापक आधार पर फैली हुई है। आईएमएफ ने विश्व अर्थव्यवस्था के एक-तिहाई हिस्से में इसमें कमी आने का अनुमान लगाया है।

भारत में, हम वित्तीय बाजार के विकास में एक लंबा सफर तय कर चुके हैं लेकिन अभी भी यह कार्य प्रगति पर है। रिजर्व बैंक और फिमड़ा (एफआईएमएमडीए) तथा पीडीएआई जैसे हितधारकों को मिलकर काम करने और कतिपय विशेष क्षेत्रों में ध्यान केंद्रित करने की जरूरत है। सरकारी-प्रतिभूतियों में द्वितीयक बाजार की चलनिधि कुछ ही प्रतिभूतियों और अवधियों तक ही केंद्रित है। ब्याज दर डेरेवेटिव बाजार में मिबोर-आधारित ओआईएस ही एक मात्र प्रमुख चलनिधीय उत्पाद बना हुआ है। अनेक सुविधाजनक नीतिगत उपायों के होते हुए भी मीयादी मुद्रा बाजार अनुपस्थित रहता है। बाजारों में खुदरा खंड की पहुंच, खासकर डेरेवेटिव बाजारों में और ज्यादा सुधार की जरूरत है। विदेशी मुद्रा बाजार में, जहां कार्पोरेट्स सख्त बिड-आस्क स्प्रेड से

लाभान्वित होते हैं, वहीं छोटे उपयोगकर्ताओं को निष्पक्ष एवं पारदर्शी मूल्य-निर्धारण हेतु विनियामकीय अपेक्षाओं के बावजूद मूल्य-निर्धारण संबंधी नुकसान का सामना करना पड़ता है। इसी प्रकार, सरकारी प्रतिभूति बाजारों में खुदरा निवेशकों के लिए चलनिधि सुनिश्चित करने हेतु सुधार की आवश्यकता बनी हुई है।

निष्कर्ष

पिछले दशक में भारतीय वित्तीय बाजारों की यात्रा स्थिरता के साथ निरंतर प्रगति की कहानी कह रही है। हमने इस जहाज को स्थिर रखकर आगे बढ़ाने के अपने दृष्टिकोण के प्रति दृढ़ता और प्रतिबद्धता बनाए रखी है। आगे देखें तो हम यह पाएंगे कि ज्यों ज्यों भारतीय बैंकों की उपस्थिति अपतटीय बाजारों में बढ़ेगी, उत्पादों की संख्या बढ़ेगी, घरेलू बाजारों में अनिवासी सहभागिता में वृद्धि होगी और पूंजी खाता परिवर्तनीयता बढ़ेगी, वैसे-वैसे और अधिक चुनौतियाँ पैदा होती जाएंगी। बाजार सहभागियों को विश्व स्तर पर एकीकृत बाजारों में होने वाले परिवर्तनों और जोखिमों के प्रति स्वयं को तैयार रखना होगा। मनोवांछित परिणाम प्राप्त करना वित्तीय संस्थाओं और बाजार सहभागियों यह निर्भर करेगा कि वे सुधार के इस एजेंडे को आगे ले जाएं ताकि हमारे पास अधिक गतिमान और समुत्थानशील वित्तीय बाजार उपलब्ध हो।

धन्यवाद !