

9.1 गहन और तरल वित्तीय बाजार किसी अर्थव्यवस्था में प्रतिस्पर्धी उपयोगों के बीच संसाधनों का दक्षतापूर्वक आबंटन करने में महत्वपूर्ण भूमिका अदा करते हैं, और इस प्रकार वे उत्पादकताजन्य लाभों और उच्चतर आर्थिक वृद्धि में योगदान करते हैं। सुविकसित घरेलू वित्तीय बाजारों की अनुपस्थिति जोखिमों के गलत आकलन, संसाधनों के गलत आबंटन और उच्चतर मध्यस्थन लागत की ओर ले जा सकती है। इसके कारण यह वित्तीय आस्तियों की तुलना में भौतिक आस्तियों को वरीयता, देशी मुद्राओं में मूल्यवर्गित आस्तियों की तुलना में विदेशी मुद्रा में मूल्यवर्गित आस्तियों को वरीयता, ऋण और निवेशों की मीयादों की विसंगतियों, अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय बाजारों पर अतिनिर्भरता, मुद्रागत विसंगतियों, तथा आवधिक संकटों में बाह्य ऋणों के अत्यधिक संचयीकरण की ओर ले जायेगी। अर्थव्यवस्था के विभिन्न क्षेत्रों में बढ़ती हुई आवश्यकताओं के वित्तपोषण में वित्तीय बाजारों द्वारा अदा की जानेवाली महत्वपूर्ण भूमिका को देखते हुए यह महत्वपूर्ण है कि वित्तीय बाजार पूर्णतः विकसित और परस्पर भलीभांति समन्वित हों।

9.2 गहन और तरल वित्तीय बाजार वित्तीय बाजारों के विभिन्न घटकों के बीच दक्ष मूल्य की खोज करने में योगदान करते हैं। भली-भांति समन्वित बाजार केंद्रीय बैंक की अल्पावधिक नीतिगत दर में होनेवाले परिवर्तनों को त्वरित रूप से बाजार दरों के संपूर्ण परिदृश्य में, अल्पावधिक और दीर्घावधिक दोनों में, मुद्रा, ऋण और बांड बाजारों में संप्रेषित करने में समर्थ बनाकर नीतिगत भावनाओं (धड़कनों) की दक्षता को सुधारते हैं। बाजार एकीकरण ब्याज दर समता की स्थितियों के माध्यम से विदेशी मुद्रा बाजार को बाजार के अन्य घटकों के साथ भी जोड़ता है। इस प्रकार, केंद्रीय बैंकों की नीतिगत दरों में परिवर्तन, घरेलू मुद्रा बाजार की दरों में अंतरों के माध्यम से विनिमय दरों को प्रभावित कर सकता है जो इसके फलस्वरूप वास्तविक अर्थव्यवस्था को प्रभावित करेगा। इसी प्रकार नीतिगत दरों में घटबढ़ अन्य आस्ति बाजारों जैसे इक्विटी, संपदा मूल्यों को भी प्रभावित कर सकती है, जो पुनः मौद्रिक संप्रेषण को ही मजबूत करेगी। यदि बाजार सही ढंग से समन्वित नहीं हैं, तो केंद्रीय बैंक के ब्याज दर संकेतक अन्य अल्पावधिक और दीर्घावधिक ब्याज दरों, विनिमय दर तथा अन्य आस्ति मूल्यों पर कोई अपेक्षित प्रभाव नहीं डालेंगे। ऐसी स्थिति में केंद्रीय बैंक को ये अपेक्षित उद्देश्य प्राप्त करने के लिए बाजार के विभिन्न घटकों में कार्य करने की जरूरत होगी। संक्षेप में, बाजार के सभी घटकों

के बीच जितना ही अधिक एकीकरण होगा, वित्तीय बाजारों के समस्त परिदृश्य तथा वास्तविक अर्थव्यवस्था को मौद्रिक नीति का उतना ही अधिक सशक्त संप्रेषण होगा। किसी एक घटक के आघातों और जोखिमों को सभी बाजारों में संवितरण में समर्थ बनाकर भलीभांति समन्वित बाजार वित्तीय स्थिरता में भी योगदान कर सकते हैं। प्रत्याशाओं की महत्वपूर्ण भूमिका को देखते हुए, वित्तीय बाजार व्युत्पन्नी बाजारों के माध्यम से जोखिमों को घटकों के बीच आपस में बांटने में सहायता करते हैं। तथापि, वित्तीय बाजारों की कार्य प्रणाली से उभरने वाले विभिन्न लाभ बहुत कुछ इस पर निर्भर करते हैं कि बाजार के विभिन्न घटकों में आघातों को झेलने की कितनी शक्ति है और वे स्थापित जोखिम प्रबंध प्रणाली को कितना मजबूत बनाते हैं।

9.3 वित्तीय बाजारों की महत्वपूर्ण भूमिका को मान्यता देते हुए, भारत में 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों में शुरू किये गये संरचनागत सुधारों के अभियान ने उनके चरणबद्ध और समन्वित रूप में अविनियमन और उदारीकरण की प्रक्रिया को भी आत्मसात कर लिया। भारत में वित्तीय बाजार में 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों में नियंत्रित ब्याज दरें, मात्रात्मक सीमाएं, सांविधिक पूर्व-क्रय, सरकारी प्रतिभूतियों के लिए आबद्ध बाजार, केंद्रीय बैंक से वित्तपोषण पर अत्यधिक निर्भरता, निर्धारित विनिमय दर तथा चालू और पूंजी खाते पर प्रतिबंध लागू थे। इन सुधारों ने इस व्यवस्था से एक नयी व्यवस्था की ओर संचरण संभव बनाया जिसकी विशेषताएं थीं - बाजार आधारित ब्याज दरें तथा विनिमय दरें, मौद्रिक नीति की मूल्य आधारित लिखतें, चालू खाते की परिवर्तनीयता, पर्याप्त रूप से पूंजी खाते का उदारीकरण तथा ऊर्जस्वित सरकारी प्रतिभूति और पूंजी बाजार। सुधार के विभिन्न उपायों ने कई घटकों की गहनता और तरलता को सुधारा है, और साथ ही वे उनके बढ़े हुए एकीकरण की ओर भी ले गये हैं। वित्तीय बाजारों का बढ़ा हुआ एकीकरण, जोखिमों को अधिक व्यापक रूप से बांटने की अनुमति देता है और पूंजी के प्रवाह को उत्पादक क्षेत्रों की ओर मोड़ना संभव बनाता है। इसके फलस्वरूप, इन गतिविधियों ने अर्थव्यवस्था के विभिन्न क्षेत्रों की वित्तीयन आवश्यकताओं को पूरा करते हुए तथा विदेशी मुद्रा लेनदेनों के लिए एक अनुकूल परिवेश सुलभ कराते हुए मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन को सुविधाजनक बनाया।

9.4 वित्तीय बाजारों के अविनियमन, उदारीकरण तथा वैश्वीकरण वित्तीय स्थिरता के लिए अनेक चुनौतियां खड़ी कर देते हैं। 1990 के

दशक में पूर्व-एशियाई संकट तथा 2006 में तुर्की और आइसलैंड की गतिविधियां यह संकेत करती हैं कि वैश्विक वित्तीय बाजार घरेलू संवेदनशीलता को तेज कर देते हैं। सीमा पार से आनेवाले इन संभावित अस्थिरकारी कारकों को देखते हुए भारत में घरेलू वित्तीय बाजारों के उदारीकरण के साथ-साथ विवेकसम्मत सुरक्षोपाय भी रखे गये। वित्तीय बाजारों के विकास और विनियमन के इस दृष्टिकोण ने वित्तीय बाजारों को ऊर्जस्विता प्रदान की है, जो एशिया, ब्राजील और रूस के आर्थिक संकट, 9/11 को अमरीका में आतंकवादी आक्रमण, सीमा पार तनाव, परमाणु परीक्षण के बाद भारत पर थोपी गयी पाबंदियों, राजनैतिक अनिश्चितताओं और वर्तमान तेल आघात जैसे बाह्य आघातों से निपटने में उनकी योग्यता में स्पष्ट रूप से झलकती है।

9.5 इस रिपोर्ट के प्रारम्भिक अध्यायों में वित्तीय बाजार के विभिन्न घटकों के रूपान्तरण की चरणबद्ध प्रक्रिया, इसके परिमाणों का आकलन और भावी पथ को विस्तारपूर्वक दर्शाया गया है। जैसाकि पूर्ववर्ती अध्यायों में उल्लेख किया गया है, 1990 के दशक के प्रारम्भिक वर्षों से सुधारों की चरणबद्ध और क्रमिक प्रक्रिया के दृष्टिकोण ने वित्तीय बाजार के विभिन्न घटकों की गहनता, तरलता और समेकन में पर्याप्त सुधार किया है। इन गतिविधियों ने (i) सही मूल्य की खोज को सुधारा है, और प्रत्यक्ष, मात्रात्मक लिखतों की ओर से मौद्रिक नीति की अधिक दक्ष मूल्य आधारित अप्रत्यक्ष लिखतों की ओर बढ़ने को सुलभ बनाया, (ii) मौद्रिक संप्रेषण को सशक्त बनाया; और (iii) घरेलू वित्तीय बाजारों के घटकों की बाह्य आघातों से निपटने की क्षमता को बढ़ाया। तथापि, यह मान लिया गया है कि घरेलू वित्तीय बाजार को, विशेषकर भारतीय अर्थव्यवस्था की वृद्धि की गति में आयी वर्तमान तेजी को देखते हुए, और विकसित करने की जरूरत है। वित्तीय बाजारों को पूंजी खाते की ओर अधिक पूर्ण परिवर्तनीयता की ओर बढ़ने, विशाखीकृत वित्तीय प्रणाली को विकसित करने, तथा वित्तीय एकीकरण की लागत को न्यूनतम और लाभों को अधिकतम करने के लिए और विकसित एवं समन्वित करने की जरूरत है। इस निष्कर्षात्मक अध्याय में पूर्ववर्ती अध्यायों में किये गये विश्लेषणों के मुख्य-मुख्य निष्कर्षों को सारांश में रखने का प्रयास किया गया है जिसमें अब तक की गयी प्रगति और भावी पथ दोनों को ध्यान में रखा गया है।

### मुद्रा बाजार

9.6 रिजर्व बैंक ने मुद्रा बाजार के विकास की ओर मुख्य ध्यान दिया है क्योंकि यह मौद्रिक नीति को वित्तीय बाजारों और अंततः वास्तविक अर्थव्यवस्था की ओर संप्रेषण प्रक्रिया-तंत्र में मुख्य सम्पर्क सूत्र है। गत वर्षों में मौद्रिक नीति के विकास में नियंत्रित ब्याज दरों, निर्देशित ऋण, उपयुक्त लेखांकन तथा जोखिम प्रबंध प्रणालियों की कमी से बाधा पहुंची

थी। 1990 के दशक में सुधारों के शुरू किये जाने तथा मौद्रिक नीति के अप्रत्यक्ष बाजार आधारित लिखतों की ओर बढ़कर रिजर्व बैंक ने उपयुक्त संस्थागत परिवर्तनों, लिखतों, प्रौद्योगिकियों और बाजार संव्यवहारों के माध्यम से एक अनुकूल नीतिगत परिवेश निर्मित करके एक दक्ष, स्थिर तथा तरल मुद्रा बाजार विकसित करने का सचेत प्रयास किया है। समय के साथ-साथ इन नीतिगत पहलों ने देश में अपेक्षाकृत एक गहन, तरल और ऊर्जस्वित मुद्रा बाजार विकसित करने की ओर प्रेरित किया।

9.7 मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रियाओं में रूपान्तरण के अनुरूप रिजर्व बैंक के चलनिधि प्रबंधन के परिचालनों को उन्नत बनाया गया है ताकि वे उनमें महत्तर नमनीयता लायें और मौद्रिक नीतिगत जोर के संकेतकों को दशानि में प्रभावशीलता को बढ़ायें। 1980 के दशक के मध्य और 1990 के दशक के उत्तरार्ध के बीच अपनाए गए मौद्रिक लक्ष्यों को प्राप्त करने की व्यवस्था के अंतर्गत, मौद्रिक नीति के संचालन में बैंक प्रारक्षित निधियां परिचालनगत लक्ष्य बन गयीं। इस प्रणाली-तंत्र में रिजर्व बैंक के चलनिधि प्रबंध परिचालनों में प्रारक्षित अपेक्षाओं ने प्रधान भूमिका अदा की। बाद में, 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों में वित्तीय क्षेत्र के सुधारों की शुरुआत ने बाजार के प्रणाली-तंत्र पर अधिक बल दिया। इसने नियंत्रित ब्याज दर संरचना को समाप्त करने तथा मौद्रिक नीति के अप्रत्यक्ष लिखतों को पुनः सक्रिय करने की मांग की, जिसने मौद्रिक बाजार के सक्रिय विकास को जरूरी बना दिया। साथ ही साथ, अर्थव्यवस्था की महत्तर खुलेपन की पहल में, बढ़ते हुए वित्तीय नवोन्मेषों ने 1998 में मौद्रिक लक्ष्यों के निर्धारण की जगह बहुल संकेतक दृष्टिकोण अपनाते की जरूरत पैदा कर दी, जिसमें मौद्रिक नीति निर्माण के लिए दर सरणियों पर अधिक निर्भरता पैदा कर दी गई। तदनुसार, अल्पावधिक ब्याज दरें मौद्रिक नीति की प्रमुख लिखत के रूप में उभरीं।

9.8 जून 2000 की शुरुआत में, रिपो और रिवर्स रिपो परिचालनों के साथ चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) चलनिधि प्रबंधन के प्रमुख साधन के रूप में उभरी। तथापि, निरंतर और भारी पूंजी आगमों को देखते हुए, जो चालू खाता घाटे से भी काफी ज्यादा हैं, मुद्रा बाजारों में अधिकांशतः अधिशेष चलनिधि की स्थितियां बनी रहीं। घरेलू मौद्रिक स्थितियों को भारी पूंजी आगमों के प्रभाव से बचाने के लिए एलएएफ खिड़की को बढ़ाया गया जिसमें नकदी प्रारक्षित अनुपात का लचीले रूप में प्रयोग करते हुए अप्रैल 2004 में अपेक्षाकृत लम्बी अवधि के स्वरूप वाली चलनिधि को खपाने के लिए बाजार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) के अंतर्गत नये निर्गम जारी किये गये। हाल की अवधि में चलनिधि का प्रबंधन अधिक जटिल हो गया है ऐसा बाजार की तरलता में अधिक उद्वेगशीलता के कारण हुआ है। यह उद्वेगशीलता भारी बाह्य पूंजी के आगमों के कारण उभरने वाले खातों से ही नहीं है, वरन् सरकार की नकदी

शेष राशियों में होनेवाली भारी घटबढ़ के कारण भी है। चलनिधि की स्थितियों में हुई इन गतिविधियों ने रिजर्व बैंक द्वारा विभिन्न लिखतों का न्यायोचित रूप से उपयोग करने की जरूरत पैदा कर दी।

9.9 मुद्रा बाजार को व्यापक और गहन बनाने, तथा मूल्य की सही खोज को दक्षतापूर्ण बनाने के लिए बाजार को ज्यादा चलनिधि उपलब्ध कराने के उद्देश्यों के अनुरूप, संपार्श्वकीकृत उधार देने और उधार लेने के दायित्व (सीबीएलओ) जैसी नयी लिखत शुरू की गयी है। मार्केट रिपो तथा सीबीएलओ जैसी मुद्रा बाजार की लिखतों ने गैर-बैंकों को अपनी अल्पावधिक चलनिधि की विसंगतियों का प्रबंधन करने के अवसर प्रदान किये तथा मांग मुद्रा बाजार के पूर्णतः अन्तर्बैंक बाजार के रूप में रूपान्तरण को सुविधाजनक बनाया। इसके अलावा, वाणिज्यिक पत्र (सीपी) तथा जमा प्रमाणपत्र (सीडी) जैसी अन्य मुद्रा बाजार लिखतों को जारी करने के मानकों तथा मीयादी की रूपरेखा को समय के साथ-साथ संशोधित किया गया ताकि सभी विभिन्न बाजार घटकों को नीतिगत संकेत भेजने को सुदृढ़ करते हुए व्यापक सहभागिता को प्रोत्साहित किया जा सके। तदर्थ खजाना बिलों की समाप्ति तथा नीलामी द्वारा खजाना बिलों की शुरुआत ने जोखिम मुक्त दर के उभरने का मार्ग प्रशस्त किया जो मुद्रा बाजार की अन्य लिखतों के लिए बेंचमार्क बन चुका है। साथ ही साथ, घरेलू बाजारों के वैश्विक बाजारों के साथ बेहतर समेकन के साथ-साथ, मौद्रिक नीति के बढ़े हुए बाजारोन्मुखीकरण के चलते, रिजर्व बैंक का जोर मांग मुद्रा बाजार में उधार लेने और उधार देने के लिए विवेकसम्मत सीमाओं के निर्धारण पर रहा है जिसमें संपार्श्वकीकृत घटकों की ओर बढ़ने तथा बाजार जोखिमों से सुरक्षा के लिए व्युत्पन्नी लिखतों का विकास करने को प्रोत्साहित किया गया है। इस प्रयास के अनुपूरक के रूप में केंद्रीय प्रतिपक्षी पार्टी के रूप में भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड की संस्था के रूप में स्थापना की गयी है। भुगतान प्रणालियों की प्रौद्योगिकी के उन्नयन ने भी बाजार सहभागियों को अपने आस्ति-देयता प्रबंध को सुधारने में समर्थ बनाया। संचयी रूप से इन उपायों ने मुद्रा बाजार को लिखतों और सहभागियों की दृष्टि से गहन और व्यापक बनाया है, उसकी पारदर्शिता में वृद्धि की है और वित्तीय स्थिरता को सुनिश्चित करते हुए मौद्रिक नीति के संकेतक प्रक्रिया-तंत्र को बेहतर बनाया है।

9.10 घरेलू और अंतर्राष्ट्रीय बाजारों के बढ़ते हुए एकीकरण के उभरते परिदृश्य में, अनेक मुद्दे उभरकर सामने आये हैं। पहला, घरेलू वित्तीय बाजारों के विकास में मीयादी मुद्रा बाजार के विकास का अभाव एक महत्वपूर्ण अंतराल है। यह मुद्रा बाजार के आय वक्र के विकास को प्रभावित कर रहा है और इसके परिणामस्वरूप व्युत्पन्नी बाजार के विकास तथा विदेशी मुद्रा बाजार और घरेलू मुद्रा बाजार के एकीकरण को भी

प्रभावित कर रहा है। तदनुसार, अन्य घटकों के विकास में इसकी महत्वपूर्ण भूमिका को देखते हुए, देश में मीयादी मुद्रा बाजार के विकास को तेज करने के लिए और ज्यादा प्रयास करने होंगे। भलीभांति विकसित मीयादी मुद्रा बाजार अन्य बातों के साथ-साथ ब्याज दर व्युत्पन्नी लिखतों के लिए गहन तथा ऊर्जस्वित बाजारों को उभारने में योगदान करेगा, मौद्रिक नीति के संचालन के लिए बाजार प्रत्याशाओं को उपयोगी निविष्टियां प्रदान करेगा।

9.11 दूसरा, मांग मुद्रा बाजार के एक पूर्णतः अन्तर्बैंक बाजार के रूप में हुए रूपान्तरण को देखते हुए इस बाजार को उधार देने/से उधार लेने के लिए बैंकों तथा प्राथमिक व्यापारियों को बेहतर नमनीयता प्रदान किये जाने की जरूरत होगी जो उनके द्वारा अपनाये जा रहे जोखिम प्रबंध के संव्यवहारों की सुदृढ़ता पर निर्भर करेगी। अन्तर्बैंक बाजार में उधार लेने और देने पर विवेक-सम्मत सीमाओं को एक ऐसी प्रणाली के द्वारा बदला जा सकता है जहां ऐसी सीमाओं की चिंता बैंकों के अपने आंतरिक एएलएम ढांचे द्वारा की जायेगी। तीसरा, हाल के वर्षों में बढ़ी हुई ऋण की मांग को देखते हुए अन्तर्बैंक सहभागिता प्रमाणपत्र (आइबीपीसीज) में रुचि में कुछ बहाली हुई है। बैंकों को अपनी अल्पावधिक चलनिधि की विसंगतियों को दूर करने के लिए समर्थ बनाकर आइबीपीसीज बैंकों के ऋण संविभाग में बेहतर नमनीयता की स्थिति प्रदान करते हैं। तदनुसार, आस्ति देयता प्रबंध तथा चलनिधि प्रबंध में सुधार लाने के लिए आइबीपीसी योजना की पूरी तरह समीक्षा किये जाने की जरूरत है। यह ऋण जोखिम अंतरण लिखतों के लिए बाजार का विकास करने में भी सहायता करेगा।

9.12 चौथा, पूंजी के बढ़े हुए आवागमन को देखते हुए, अंतर्राष्ट्रीय ब्याज दरों को अब तक दी जा रही महत्ता की तुलना में रिजर्व बैंक को अपने परिचालनों को क्रमिक रूप से अब अधिक महत्ता देनी होगी। पांचवां, संभावित रूप से अस्थिरकारी भारी और अचानक होनेवाले पूंजी प्रवाहों को देखते हुए ये अधिक नमनीय और त्वरित मौद्रिक नीतिगत प्रतिसादों की मांग करते हैं। छठा, खुले बाजार के परिचालनों का प्रयोग चलनिधि की स्थितियों को संतुलित करने के लिए किये जाने के अलावा, आय वक्र में आनेवाली कुछ गंभीर विकृतियों को ठीक करने के लिए भी किया जा सकता है। सातवां, हालांकि रिजर्व बैंक ने मौद्रिक नीति के एक लिखत के रूप में प्रारक्षित अपेक्षाओं पर बल देना क्रमिक रूप से कम कर दिया है, फिर भी बाजार के विकास की वर्तमान स्थिति को देखते हुए यह आवश्यक होगा कि प्रारक्षित अपेक्षाओं के लचीले उपयोग के विकल्प को खुला रखा जाए। अंतिम, चूंकि बैंकिंग प्रणाली एसएलआर प्रतिभूतियों को निर्धारित न्यूनतम स्तरों पर रखने की ओर बढ़ रही है, अतः चलनिधि का प्रावधान और अधिक कठिन हो जायेगा, यदि बाजार सहभागियों को चलनिधि की विसंगतियों को दूर

करने के लिए सुविधा प्रदान करने हेतु प्रयुक्त की जाने वाली लिखतों को व्यापक नहीं बनाया गया (मोहन, 2006क)।

### क्रेडिट बाजार

9.13 भारत में, ऐतिहासिक रूप से ऋण बाजारों ने बचतों को उत्पादक प्रयोजनों की ओर आर्बटित करने में मुख्य भूमिका अदा की है। 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों से ऋण बाजार का भारी रूपान्तरण हुआ है। वित्तीय क्षेत्र के सुधारों की शुरुआत से पूर्व, ऋण संस्थाएं विनियामक ढांचे में काम करती थीं जैसे प्रवेश में बाधाएं, नियंत्रित ब्याज दरें, उच्च एसएलआर और सीआरआर के जरिये संसाधनों का पूर्व-क्रय, तथा संसाधनों का आबंटन अधिकतम अनुमतयोग्य बैंक वित्त (एमपीबीएफ) तथा चुनिंदा ऋण नियंत्रण जैसे प्रक्रिया-तंत्र द्वारा किया जाना। ऋण संस्थाएं कई खामियों से ग्रस्त थीं जैसे - उच्च मध्यस्थन लागत, निम्न लाभप्रदता और उच्च गैर-निष्पादक आस्तियां (एनपीए)। इस पृष्ठभूमि में, वित्तीय क्षेत्र के सुधार 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों में शुरू किये गये वह भी चरणबद्ध रूप में, ताकि वित्तीय रूप से नियंत्रित (शमित) व्यवस्था से एक उदारकृत व्यवस्था की ओर बढ़ा जा सके। उसके लिए जो उपाय अपनाये गये थे - वे थे - ब्याज दरों का अविनियमन, निजी क्षेत्र में नये बैंकों का प्रवेश, विदेशी बैंकों की बढ़ी हुई उपस्थिति, सांविधिक पूर्व-क्रयों में कटौती, विवेक-सम्मत उपायों की शुरुआत, लेखांकन तथा प्रकटीकरण मानदंडों का सुदृढीकरण तथा बैंकों को बाजार से पूंजी जुटाने की अनुमति। इन उपायों ने वित्तीय संस्थाओं पर बाजार का अनुशासन, बढ़ी हुई प्रतिस्पर्धा को लागू कर दिया तथा उन्हें उत्पादकता तथा दक्षतागत लाभ उपलब्ध कराये। इन सुधारों ने बैंकों के जोखिम आकलन की तकनीकों को भी सुदृढ किया और इसके द्वारा मौद्रिक नीति की धड़कनों को संप्रेषण को समानान्तर रूप से बढ़ाते हुए संसाधनों के आबंटन में ब्याज दरों की भूमिका को बढ़ा दिया।

9.14 हालांकि बहुत प्रकार के ऋण संस्थान देश में कार्यरत हैं, फिर भी अपेक्षाकृत बैंकों का महत्व जो ऋण बाजार में प्रमुख खिलाड़ी हैं, दो प्रमुख विकास वित्त संस्थाओं (डीएफआई) के बैंकों के रूप में रूपान्तरित हो जाने के कारण और बढ़ गया है। इस संदर्भ में, यह उल्लेखनीय है कि 1990 के दशक के बाद के वर्षों में कुछ मंदी देखने के बाद, बैंकों द्वारा दिया गया ऋण 2002-03 की शुरुआत से तेजी से बढ़ा है। सुदृढ व्यापक आर्थिक कार्य-निष्पादन, निवेश मांग की पुनर्बहाली, ब्याज दरों में संशोधन तथा एनपीए में गिरावट ने त्वरित ऋण विस्तार में योगदान किया लगता है। एक स्वागतयोग्य गतिविधि गत कुछ वर्षों में कृषि क्षेत्र के लिए ऋण का भारी विस्तार है जो विभिन्न नीतिगत उपायों को दर्शाता है। इस प्रकार 1990 के दशक में कृषि के लिए ऋण में आयी गिरावट की प्रवृत्ति पलट

गयी है। इसके परिणामस्वरूप, कृषि क्षेत्र की ऋण-सघनता (सदेउ के विभिन्न क्षेत्रों में प्रतिशत की दृष्टि से कृषि क्षेत्र को ऋण) हाल के वर्षों में बढ़ी है। दूसरी ओर, 1990 के दशक में तथा चालू दशक में उद्योग को ऋण की वृद्धि 1980 के दशक की तुलना में कुछ निम्न रही है। इसका आंशिक कारण शायद उद्योग को वित्तपोषण के वैकल्पिक अवसरों की उपलब्धता हो सकती है जैसे बाह्य वाणिज्यिक उधार तथा घरेलू और अंतर्राष्ट्रीय पूंजी बाजार। कुछ कंपनियों की सुदृढ लाभप्रदता से निधियों के आंतरिक रूप से सृजन में भी हाल के वर्षों में काफी सुधार आया है। साथ ही, उद्योग को मध्यावधिक और दीर्घावधिक बैंक ऋण में भी तेज वृद्धि हुई है जोकि अधिकांशतः परियोजना से जुड़ी गतिविधि के लिए है। यह सुझाता है कि बैंक दो विकास वित्त संस्थाओं को बैंकों के रूप में परिवर्तित हो जाने से हुए अंतराल को भरने में लगे हैं। लघु क्षेत्र को ऋण में वृद्धि ने भी, जो 1999-2004 के दौरान तेजी से गिर गयी थी, 2004-05 से बढ़ना शुरू कर दिया है। कुल मिलाकर, औद्योगिक क्षेत्र की ऋण-सघनता चालू दशक में अब तक (2005-06 तक) बढ़ी है। 2002-03 से ऋण में तीव्र विस्तार में अंतर्निहित मुख्य कारण आवास और व्यक्तिगत ऋणों के लिए मांग का उभरना रहा है, जिसे नरम ब्याज दरों के परिवेश, राजकोषीय लाभ, आय के स्तरों में वृद्धि तथा बैंकिंग क्षेत्र में बढ़ती प्रतिस्पर्धा ने सुविधाजनक बनाया है। परिवारों को कुल ऋण कुल बैंक ऋण का लगभग एक चौथाई बैठता है। खुदरा ऋण की बढ़ती हुई मात्रा को देखते हुए मौद्रिक नीति की ब्याज दर सरणी का देश में निजी खपत और आर्थिक गतिविधि पर भारी प्रभाव डालने की संभावना है।

9.15 विभिन्न देशों का अनुभव यह दर्शाता है कि त्वरित ऋण विस्तार की अवधियां भावी वित्तीय कमजोरियों की ओर ले जाती हैं, हालांकि उच्च स्तर की पूंजी-पर्याप्तता तथा निम्न स्तर के एनपीए को देखते हुए भारतीय बैंकिंग क्षेत्र मजबूत है। रिजर्व बैंक ने त्वरित ऋण विस्तार के चलते ऋण संस्थाओं के ऋण संविभागों के स्वास्थ्य की निष्ठापूर्वक निगरानी करने पर लगातार जोर दिया है। इसने सक्रिय रूप से जोखिम भारांकों को तथा प्रावधानीकरण की अपेक्षाओं को सख्त बनाये रखा है, विशेषकर उन क्षेत्र के मामले में जिन्होंने उच्च वृद्धि दर को झेला है। उच्च ऋण वृद्धि के वर्तमान चरण के बने रहते हुए भी, भारत में ऋण का प्रसार अन्य अनेक उभरती हुई बाजारी अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में भी निम्न रहा है। संपूर्णता के दृष्टिकोण से देखें तो इस निष्कर्ष पर स्पष्टतः पहुंचना कठिन है कि संभावित वृद्धि के संबंध में ऋण वृद्धि की कौन-सी दर बहुत ऊंची मानी जाये (मोहन, 2007क)। अतः रिजर्व बैंक ने व्यापक आर्थिक सुरक्षा के लिए, और विशेषकर वित्तीय स्थिरता के लिए, ऋण की गुणवत्ता पर पुनः बल दिया है - हालांकि साथ ही साथ वह महत्तर ऋण के प्रसार और वित्तीय समेकन का भी आग्रह करता रहा है।





9.16 हाल के वर्षों में कृषि क्षेत्र को ऋण की वृद्धि में आयी कुछ तेजी के बावजूद, ग्रामीण क्षेत्रों में ऋण तक अपर्याप्त पहुंच चिंता का विषय रहा है। इस संदर्भ में, ऋण की लागत की तुलना में उचित दरों पर ऋण तक विश्वसनीय पहुंच ज्यादा महत्वपूर्ण है। कानूनी और संस्थागत सुधारों के माध्यम से ग्रामीण सहकारी ऋण संस्थाओं की पुनर्बहाली ग्रामीण क्षेत्र को ऋण के प्रवाह को सुधारने में तथा ऋण के बढ़ते हुए प्रसार के लिए सहायक होगा। बैंक रहित क्षेत्रों में व्यक्ति वित्त का प्रसार बड़े स्तर पर करने, व्यवसाय को सुविधाजनक बनाने वाले, प्रतिनिधियों की सेवाओं का उपयोग करने तथा वित्तीय शिक्षा प्रदान करने से भी ग्रामीण जनसंख्या को औपचारिक ऋण संस्थाओं के अधिकार क्षेत्र में लाने में सहायता करेगा।

9.17 वित्तीय प्रणाली के निरंतर चल रहे उदारीकरण तथा अविनियमन के चलते, बड़ी-बड़ी कंपनियां अपनी कारोबारी आवश्यकताओं की पूर्ति के लिए बैंक ऋण के अलावा, निधियों के अनेक स्रोतों जैसे बाह्य वाणिज्यिक उधार, एडीआर/जीडीआर तथा घरेलू पूंजी बाजार से निधियां जुटा सकती हैं। इसके विपरीत छोटे और मझोले उद्यमी (एसएमईज) अपनी वित्तपोषण की आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए बैंकिंग क्षेत्र पर बहुत कुछ निर्भर करते हैं। तथापि, अर्थव्यवस्था में उत्पाद और रोजगार सृजन के लिए एसएमई द्वारा अदा की गयी भूमिका को देखते हुए बैंकों को एसएमई की बढ़ती हुई आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए अपनी जोखिम आकलन तकनीकों को उन्नत बनाने की जरूरत है। अब तक के ऋण के इतिहास के अभाव में एक प्रमुख कारक छोटे और मझोले उद्यमियों को ऋण के प्रवाह को रोकने का रहा है। ऋण सूचना अधिनियम, 2005 पारित किया गया और उसके अंतर्गत नियम और विनियम भी अधिसूचित किये गये। यह भारत में ऋण सूचना कंपनियों के निर्माण को सुविधाजनक बनायेगा। इसके फलस्वरूप, यह ऋण की गुणवत्ता को सुधारेगा, लेनदेन की लागत को कम करेगा, तथा एसएमई क्षेत्र के लिए ऋण के प्रवाह में सुधार लायेगा। उधारकर्ताओं की स्वतंत्र साख दर भी सूचना की असमानता को न्यूनतम करेगी जो एसएमई क्षेत्र को उधार देने को सीमित करती है।

9.18 हालांकि बैंकों को यह छूट दी गयी है कि वे अपनी उधार की दरों का स्वयं निर्धारण करें। फिर भी बैंकों द्वारा अपने बेंचमार्क प्राइम लेडिंग रेट (बीपीएलआर) के निर्धारण में अपनाये जानेवाले सिद्धांतों की समीक्षा अपारदर्शी रूप में की जाती है। मुख्य रूप से तथा इसका बढ़ता हुआ अंश वाणिज्यिक बैंकों के ऋण संविभाग का अस्सी प्रतिशत से अधिक अंश बीपीएलआर से नीचे की दरों पर है। प्रतिस्पर्धा ने ऋणों के काफी बड़े भाग के मूल्य निर्धारण को बीपीएलआर की दरों से काफी दूर कर दिया है और वह भी अपारदर्शी स्वरूप से (मोहन, 2007ख)। बीपीएलआर अब संदर्भ दर नहीं रह गयी है और इस प्रकार मौद्रिक संप्रेषण की दक्षता के आकलन

में अवरोध पैदा कर रही है। जनता की ऐसी धारणा है कि बैंकों की जोखिम आकलन की प्रक्रिया उपयुक्त स्तर से कम है और यह कि कंपनियों के लिए ऋण का मूल्य कम निर्धारित किया गया है, जबकि कृषि तथा लघु उद्योग क्षेत्र को उधार का मूल्य अधिक निर्धारित किया गया है। बीपीएलआर से निम्न दर पर उधार देने के अनेक निहितार्थ हैं, विशेषकर, बीपीएलआर का निर्धारण यादृच्छिक अधिक हो गया है नियम आधारित कम। अतः बीपीएलआर पर पहुंचने की मांग को इसे अधिक पारदर्शी बनाने की दृष्टि से देखा जाना चाहिए।

9.19 उच्च ऋण विस्तार की वर्तमान स्थिति में बैंक एसएलआर प्रतिभूतियों में जमा अपनी अधिशेष निधियों को जो न्यूनतम निर्धारित सीमा से ऊपर हैं, निकालते रहे हैं। अब इस निकासी के साथ उनकी एसएलआर सीमा 25% के आसपास पहुंच रही है। इस प्रकार जुटायी गयी यह जमाराशि महत्वपूर्ण होगी, विशेषकर बढ़ती हुई ऋण की मांग को देखते हुए, जो कि बढ़ती हुई वित्तीय गहनता से उभरनेवाली है। अतः बैंकों को ये सतत रूप से प्रयास करने होंगे कि बैंकिंग सुविधाओं को बढ़ाकर और अपने जमा आधारों को व्यापक बनाकर स्थिर खुदरा जमाराशियां जुटाये और ऋण की मांग को निरंतर आधार पर पूरा करें।

### सरकारी प्रतिभूति बाजार

9.20 रिजर्व बैंक अनेक कारणों से 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों से ही सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास के लिए सक्रिय रूप से कार्य करता रहा है। पहला, रिजर्व बैंक के सरकार के प्रबंध के रूप में कार्य करने के लिए एक सुविकसित तथा तरल सरकारी प्रतिभूति बाजार का होना अनिवार्य है, ताकि यह सुनिश्चित किया जा सके कि इसके घाटे के वित्तपोषण के लिए सरकार का बाजार उधार कार्यक्रम सुचारु रूप से पूरा हो जाए। दूसरे, सरकारी प्रतिभूति बाजार का विकास इसलिए भी आवश्यक है कि अन्य ऋण लिखतों के मूल्य निर्धारण हेतु बेंचमार्क के रूप में कार्य करने के लिए एक जोखिममुक्त रुपया आय वक्र से उभरने को सुविधाजनक बनाया जा सके। अंतिम, सरकारी प्रतिभूति बाजार अविनियमित परिवेश में मौद्रिक नीति की धड़कनों के प्रभावी संप्रेषण के लिए मुख्य भूमिका अदा करता है।

9.21 सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास को प्रोत्साहित करने के लिए नियंत्रित ब्याज दरों की व्यवस्था से बाजारोन्मुखी प्रणाली की ओर बढ़ने को प्राथमिकता दी गयी। तदनुसार, 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों में, रिजर्व बैंक ने अनेक उपाय शुरू किये। पहला, इसने सरकारी प्रतिभूतियों के निर्गम के लिए नीलामी प्रणाली शुरू की। जहां प्रारंभ में आय आधारित विविध मूल्यों की नीलामियां की गयीं, वहीं बाजार की

अनिश्चित स्थितियों के दौरान और नयी लिखतें जारी करते समय भी एक समान मूल्य पर आधारित नीलामियां भी की गयीं। दूसरे, चूंकि आबद्ध पूंजी बाजार का आधार सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास के लिए अड़चन माना गया, अतः सरकारी तथा अन्य अनुमोदित प्रतिभूतियों में बैंकों के निवेश के लिए सांविधिक निर्धारण को फरवरी 1992 के सर्वोच्च स्तर से कम करके उसे अप्रैल 1997 तक 25 प्रतिशत के न्यूनतम सांविधिक स्तर तक लाया गया। इसके परिणामस्वरूप निवेशकों के आधार को व्यापक बनाने की ओर ध्यान केन्द्रित हो गया। इस प्रयोजन के लिए प्राथमिक व्यापारियों के रूप में मध्यस्थकों का नेटवर्क विकसित किया गया। प्राथमिक बाजार में (नीलामियों में गैर-प्रतिस्पर्धी बोलियों की प्रणाली) तथा द्वितीयक बाजार में (स्टॉक एक्सचेंजों में खुदरा लेनदेन की अनुमति देकर) खुदरा सहभागिता को प्रोत्साहित किया गया। इसके साथ-साथ रिजर्व बैंक ने बाजार की अलग-अलग वरीयताओं की आवश्यकता पूर्ति के लिए नवोन्मेषी विशेषताओं वाली नयी लिखतें भी शुरू कीं, हालांकि इस संबंध में सफलता सीमित ही रही है।

9.22 तीसरे, घाटे के स्वतः मौद्रीकरण के माध्यम से रिजर्व बैंक से सरकार द्वारा निर्बाध रूप से वित्तीयन का आश्रय लेना बंद हो जाने तथा गैर-विपणनीय प्रतिभूतियों का विपणन योग्य प्रतिभूतियों में परिवर्तन हो जाने के कारण रिजर्व बैंक ने अधिक परिचालनगत आजादी प्राप्त की। चौथे, चलनिधि बढ़ाने के प्रयास में, रिजर्व बैंक ने 1990 के दशक के बाद के वर्षों से सरकारी प्रतिभूतियों का पुनर्निर्गम करके, बाजार उधारियों में उनके अंश में क्रमिक रूप से वृद्धि करते हुए ऋण के उदासीन भाव से समेकन की रणनीति अपनायी; इसका परिणाम हुआ कि प्रमुख मीयादों में काफी सकेन्द्रण हो गया और यह बाजार के बेंचमार्कों के उभरने में मदद कर रहा है। अंतिम, रिजर्व बैंक लेनदेन और निपटान के लिए प्रौद्योगिकीगत बुनियादी संरचना को सुदृढ़ करने के लिए भी उपाय कर रहा है। एक स्क्रीन आधारित बेनामी ट्रेडिंग और रिपोर्टिंग प्लेटफार्म एनडीएस-ओएम फार्म में शुरू किया गया है जो प्राथमिक नीलामियों में इलेक्ट्रॉनिक रूप से बोली लगाने में समर्थ बनाता है तथा ट्रेडिंग की सूचना न्यूनतम समय अंतराल के साथ प्रसारित कर देता है। इसके अलावा, सीसीआईएल की स्थापना के चलते, एक दक्ष निपटान प्रणाली-तंत्र भी संस्था के रूप में शुरू किया गया है जिसने सरकारी प्रतिभूति बाजार को काफी स्थिरता प्रदान कर दी है।

9.23 एफआरबीएम अधिनियम के अंतर्गत निहित शर्तों के अनुसार अप्रैल 2006 से प्राथमिक बाजार से हट जाने के साथ ही रिजर्व बैंक ने उभरती हुई चुनौतियों से निपटने के लिए प्राथमिक व्यापारियों की प्रणाली की व्याप्ति को बढ़ाने के लिए तथा उसे नया रूप देने के लिए आवश्यक संस्थागत परिवर्तन किये। बाजार को गहन बनाने तथा चलनिधि के संवर्धन के लिए उठाये गये अन्य उपायों में शामिल हैं - “ ह्वेन इश्यूड ” का

लेनदेन, सरकारी प्रतिभूतियों की ‘शार्ट सेलिंग’ तथा वापस खरीद के माध्यम से सरकारी ऋण का सक्रिय रूप से समेकन।

9.24 लिखतों तथा सहभागियों की दृष्टि से सरकारी प्रतिभूति बाजार को व्यापक और गहन बनाने के लिए वर्षों से रिजर्व बैंक द्वारा की गयी विभिन्न नीतिगत पहलों ने विभिन्न परिस्थितियों में सरकार के बाजार उधार कार्यक्रमों को सफलतापूर्वक पूरा करने में समर्थ बनाया। विशेषकर, एफआरबीएम के बाद के चरण में, सुचारु रूपान्तरण को सुनिश्चित किया गया है। सरकारी प्रतिभूतियों के लिए द्वितीयक बाजार में कुल कारोबार काफी बढ़ा है जो मुख्य मीयादों में तरलता को सुधारने के लिए किये गये विभिन्न उपायों की प्रभावपूर्णता को दर्शाते हैं। दीर्घावधिक प्रतिभूतियों के निर्गम ने 30 वर्षों की मीयादवाले आय वक्र को विकसित करने में समर्थ बनाया है, हालांकि यह लम्बी मीयाद की समाप्ति पर तरल तथा सक्रिय नहीं है। निवेशक आधार के व्यापक होने के साथ, सरकारी ऋण की धारिता का स्वरूप विशाखीकृत हो गया है। सरकारी प्रतिभूति बाजार घरेलू मुद्रा बाजार तथा अंतर्राष्ट्रीय ब्याज दरों के साथ उत्तरोत्तर रूप में समेकित होता जा रहा है।

9.25 तथापि, विकसित होती हुई आर्थिक परिस्थितियों तथा और अधिक पूर्ण पूंजी खाते की परिवर्तनीयता की ओर बढ़ने ने परिचालनगत ढांचे को और चुस्त-दुरुस्त बनाना आवश्यक बना दिया है ताकि ऋण प्रबंधन के सुचारु परिचालनों को सुनिश्चित किया जा सके। कुछ ऐसे मुद्दे हैं जिनसे निपटना सरकारी प्रतिभूति बाजार को अधिक ऊर्जस्वित बनाने तथा ऋण प्रबंध के उद्देश्यों को और अधिक दक्ष रूप में पूरा करने के लिए जरूरी है। ऐसी लिखतों के अभाव में जो बाजार सहभागियों को ब्याज दरों पर अग्रगामी दृष्टिकोण अपनाने में समर्थ बना सकें, द्वितीयक बाजार में कुल कारोबार के गिरते ब्याज दर चक्र के दौरान बढ़ता हुआ, परंतु बढ़ते हुए ब्याज दर के चक्र के दौरान गिरता हुआ देखा गया है। इस संदर्भ में, दिन के अंदर ‘शार्ट सेलिंग’ की शुरुआत, उसके बाद पांच ट्रेडिंग तक के ‘शार्ट सेलिंग’ की अनुमति देना सही दिशा में उठाये गये कदम हैं। विद्यमान प्रतिभूतियों में समेकन, बैंकों के बाजार के प्रति बाजार संविभाग में चरणबद्ध रूप में वृद्धि, तथा स्ट्रिप्स की शीघ्र शुरुआत के माध्यम से चलनिधि में और सुधार किया जा सकता है। एफआरबीएम अधिनियम के अंतर्गत, प्राथमिक बाजार में, केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों में रिजर्व बैंक के अभिदान पर प्रतिबंध के चलते, निदेशक आधार को और आगे विशाखीकृत करना महत्वपूर्ण है। एसएलआर के वर्तमान स्तर से कम करने की स्थिति में आबद्ध निवेशक आधार में संभावित कटौती को देखते हुए निवेशक आधार को भी बढ़ाने की जरूरत है। एसएलआर में न्यूनतम सीमा को बैंककारी विनियमन (संशोधन) अधिनियम 2007 के द्वारा, जो

23 जनवरी 2007 से लागू माना गया है, हटा दिया गया है। इस संबंध में कोई भी निर्णय, वास्तव में, समग्र व्यापक आर्थिक और मौद्रिक स्थितियों पर निर्भर करेगा। राज्य सरकारों की प्रतिभूतियां अपेक्षाकृत अतरल हैं जो राज्य सरकारों की उधार लेने की लागत को प्रभावित करती हैं। केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों की तरलता को सुधारने के लिए उठाये गये कुछ उपायों पर राज्य सरकारों की प्रतिभूतियों के बारे में भी विचार किये जाने की जरूरत है।

### विदेशी मुद्रा बाजार

9.26 1993 में निर्धारित विनिमय दर व्यवस्था से बाजार द्वारा निर्धारित विनिमय दर व्यवस्था में चरणबद्ध रूप में संचरण तथा उसके बाद 1994 में चालू खाते की परिवर्तनीयता को अपनाये जाने के बाद से भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार ने 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों से दूरगामी परिवर्तन देखे हैं। बाजार सहभागियों को विदेशी मुद्रा विनिमय संबंधी परिचालन करने तथा अपने जोखिमों का प्रबंध करने के लिए और अधिक नमनीयता प्रदान की गयी है। प्रक्रियाओं का सरलीकरण करके तथा कई नयी लिखतों की उपलब्धता से इसे सुविधाजनक बनाया गया है। ट्रेडिंग प्लेटफार्म तथा निपटान प्रक्रिया-तंत्रों की दृष्टि से बाजार की बुनियादी संरचना में उल्लेखनीय सुधार हुए हैं। इसके परिणामस्वरूप, वर्षों से बाजार की गहनता और तरलता में काफी सुधार हुआ है। विदेशी मुद्रा बाजार में दक्षता में भी सुधार हुआ है जैसाकि यह निम्न बोली-आफर दायरों में झलकता है। पूंजी खाते को क्रमिक रूप से खोले जाने के साथ ही, वायदा प्रीमियम उत्तरोत्तर रूप में ब्याज दर विभेदकों के साथ समरूप होता जा रहा है।

9.27 विदेशी मुद्रा बाजार की स्थितियां, कुछ उद्वेगशीलता की अवधि को छोड़कर, 1993 की अवधि के बाद व्यवस्थित रही हैं। विनिमय दर प्रबंधन के प्रति भारत का दृष्टिकोण अत्यधिक उद्वेगशीलता को बचाने का रहा है। इसने बाजार की स्थिरता में योगदान किया है। विदेशी मुद्रा बाजार में रिजर्व बैंक द्वारा हस्तक्षेप, हालांकि वह प्रभावी रहा है, कुल कारोबार की तुलना में अपेक्षाकृत कम ही रहा है। आम तौर पर, ईएमई के अनुभव ने, 1990 के दशक में, 1980 के दशक और उससे पहले के व्यापार प्रवाह और आर्थिक वृद्धि के प्रति विनिमय दर में घटबढ़ का निर्धारण करने में पूंजी प्रवाहों की महत्ता को रेखांकित किया है। अधिकांश विकासशील देशों के मामले में, जो श्रमिक सघन तथा निम्न और मध्यवर्ती प्रौद्योगिकीगत उत्पादों में विशेषज्ञ हैं, तथा अत्यधिक प्रतिस्पर्धी बाजारों में लाभ मार्जिन बहुत कम है तथा बड़ी रिटेल चैन की मूल्य निर्धारण शक्ति के प्रति संवेदनशील हैं, विनिमय दर उद्वेगशीलता के रोजगार, उत्पाद और संवितरण के मामले में महत्वपूर्ण परिणाम होते हैं (मोहन, 2004)। इस प्रकार विनिमय दर उद्वेगशीलता के प्रबंधन पर भारत जैसी उदीयमान बाजारी अर्थव्यवस्थाओं में ध्यान देते रहने की जरूरत होगी।

9.28 1993-94 से भारत द्वारा प्राप्त पूंजी प्रवाह आम तौर पर चालू खाता घाटे से काफी ऊपर रहे हैं। अतः विदेशी मुद्रा बाजार सुधारोत्तर अवधि के अधिकांश भाग में अतिरिक्त आपूर्ति की स्थिति वाले रहे हैं। विदेशी मुद्रा विनिमय दर प्रबंधन तथा विदेशी मुद्रा भंडार के संबंध में नीतिगत ढांचे के अनुरूप, रिजर्व बैंक ने बाजार से इस अतिरिक्त आपूर्ति को खरीद लिया है। मौद्रिक समुच्चय तथा घरेलू अर्थव्यवस्था पर ऐसी खरीदों के स्फीतिकारी प्रभाव को अन्य बातों के साथ-साथ निम्नलिखित के जरिए निष्प्रभावी कर दिया गया है - बढ़ी हुई विनिमय दर की नमनीयता, चालू खाते और पूंजी खाते के संबंध में नीतिगत ढांचे का चरणबद्ध रूप में उदारिकरण, कंपनियों को अपनी बाह्य वाणिज्यिक उधारियों को समय से पहले चुकाने के लिए नमनीयता, निवासियों को विदेशी मुद्रा खातों की सुविधा का विस्तार, बैंकों को विदेशों में अन्यत्र उच्च गुणवत्तापूर्ण लिखतों में उदारतापूर्वक निवेश करने की अनुमति देना, तथा निर्यातकों के लिए विदेशी मुद्रा की सुपुर्दगी संबंधी अपेक्षा को उदार बनाना (रेड्डी 2007 क)। इन उपायों की अनुपूर्ति खुले बाजार के परिचालन, एलएएफ के अंतर्गत रिपो परिचालनों, नकदी प्रारक्षित अनुपात को संतुलित करके, तथा बाजार स्थिरीकरण योजना जैसे नवोन्मेषों के रूप में निष्प्रभावीकरण के परिचालनों से की गयी। घरेलू अर्थव्यवस्था पर पूंजी प्रवाहों और विनिमय दर में उद्वेगशीलता के प्रभाव को न्यूनतम रखने के साथ-साथ व्यापक आर्थिक तथा वित्तीय स्थिरता को बनाये रखने में पूंजी प्रवाहों के प्रबंधन का यह दृष्टिकोण अब तक सफल रहा है। पूंजी खाते के उदारिकरण की निरंतर चलती प्रक्रिया तथा भारतीय अर्थव्यवस्था के वैश्विक अर्थव्यवस्था के साथ और एकीकरण के चलते आगे आने वाले वर्षों में मौद्रिक और चलनिधि प्रबंधन की चुनौतियां और भी सघन हो जाने की संभावना है। मौद्रिक और विनिमय दर नीतियों के संचालन का निर्धारण करने में वैश्विक गतिविधियों के उत्तरोत्तर महत्वपूर्ण भूमिका अदा किये जाने की संभावना है जो लक्ष्यों और लिखतों की दृष्टि से कठोर विकल्प चुनने की मांग करती हैं।

9.29 और आगे बढ़ने के लिए भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार को बाह्य क्षेत्र के सुधारों के अनुरूप बनाये जाने की जरूरत है, विशेषकर, पूंजी नियंत्रणों को और उदार बनाने की ओर बढ़ने के लिए, जिसके लिए पूंजी खाते की और अधिक पूर्ण परिवर्तनीयता समिति (एफसीएससी) ने एक नया मार्ग उपलब्ध कराया है। अतः भविष्य की कार्य-सूची में विशेषकर, व्युत्पन्नी उत्पादों के लिए, सहभागिता आधार को व्यापक बनाने, आधुनिक जोखिम प्रबंध प्रणालियों की मोर्चाबंदी के अनुरूप विनियमों के लिए तथा बेहतर ग्राहक सेवा के लिए नयी लिखतों की शुरुआत करने को शामिल किया जाना चाहिए। विदेशी मुद्रा बाजार के सुधारों को भी विकसित होते हुए व्यापक आर्थिक परिवेश तथा वित्तीय बाजार के अन्य घटकों, विशेषकर

मुद्रा, इक्विटी और सरकारी प्रतिभूति बाजारों में होनेवाली गतिविधियों के साथ समरस बनाना होगा। उन्हें वास्तविक अर्थव्यवस्था की उभरती आवश्यकताओं के साथ भी सामन्जस्य बैठाना होगा।

### इक्विटी तथा कंपनी ऋण बाजार

9.30 सुधारों की प्रक्रिया 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों से शुरू होने के बाद से भारतीय इक्विटी बाजार ने उल्लेखनीय सुधार देखे हैं और अब यह सर्वोत्तम अंतर्राष्ट्रीय बाजारों से तुलनीय है। लेनदेन (ट्रेडिंग) और निपटान की बुनियादी संरचना में, जोखिम प्रबंध प्रणालियों में तथा इक्विटी बाजार में दक्षताओं और पारदर्शिता के स्तरों में दर्शनीय सुधार हुआ है। लेनदेन की लागत में गिरावट आयी है, और उद्वेगशीलता को भी सीमित रखा गया है। फिर भी, देशी आर्थिक गतिविधि में, भारतीय पूंजी बाजार, इक्विटी तथा ऋण बाजार की भूमिका अपेक्षाकृत कम महत्वपूर्ण बनी हुई है। शेयरों, डिबेंचरों तथा पारस्परिक निधियों की यूनितों के रूप में परिवारों की बचतें तुलनात्मक रूप से निम्न स्तरों पर रहीं, जो पूंजी बाजार आधारित लिखतों के विपरीत सुरक्षित तथा संविदागत लिखतों के प्रति परिवारों की वरीयता को दर्शाती हैं। सार्वजनिक निर्गमों के घटक का आकार छोटा बना रहा, क्योंकि कंपनियों ने संसाधन जुटाने के लिए आंतरिक स्रोतों और बैंक ऋणों पर निर्भर रहने के अलावा अंतर्राष्ट्रीय पूंजी बाजार तथा निजी स्थान बाजार को प्राथमिकता देना जारी रखी। विशेषकर कंपनी बांड बाजार अल्प विकसित बना रहा जो अनेक कारणों को दर्शाता है, जैसे - एक विश्वसनीय तथा तरल आय वक्र की अनुपस्थिति, निर्गमों की उच्च लागत तथा द्वितीयक बाजार में तरलता की कमी।

9.31 भारत जैसी वृद्धिशील अर्थव्यवस्था के लिए जोखिम पूंजी तथा दीर्घावधि संसाधनों की जरूरत है ताकि कंपनियों को ऋण और इक्विटी का एक उचित मिश्रण चुनने में समर्थ बनाया जा सके। आर्थिक वृद्धि में आयी तेजी ने कंपनी क्षेत्र द्वारा निधियों की भारी मांग का सृजन किया है। प्रोत्साहनपरक कारोबारी दृष्टिकोण तथा अनुकूल निवेश परिवेश ने कंपनियों को अपनी क्षमता का विस्तार करने के लिए प्रोत्साहित किया है। बुनियादी संरचना संबंधी परियोजनाओं के वित्तपोषण के लिए दीर्घावधि संसाधन विशेष महत्व के हैं। एक भली भांति कार्य करनेवाला घरेलू पूंजी बाजार भी जरूरी है, ताकि बैंकिंग क्षेत्र अपने बढ़ते हुए परिचालनों को बनाये रखने के लिए बाजार से आवश्यक पूंजी जुटाने में समर्थ हो सके। इसके अलावा, भलीभांति काम करने वाला बांड मार्केट मौद्रिक संप्रेषण की प्रभावी सरणी बन सकता है, यदि बैंकिंग क्षेत्र क्षतिग्रस्त हो जाता है या ऐसी स्थितियों में जब बैंक कोई एकाधिकारवादी मूल्य निर्धारण व्यवहार अपनाते हों। आपूर्ति की दृष्टि से भी देखें तो, बढ़ती आय तथा बचतों के स्तरों के लिए वैकल्पिक निवेश के विकल्पों की जरूरत होगी, जिनमें इक्विटी और

कंपनी ऋण भी शामिल हैं। अतः भारत की उच्च वृद्धि दर बनाये रखने के लिए पूंजी बाजार को महत्वपूर्ण भूमिका निभानी होगी।

9.32 इक्विटी बाजार में संभावित सुधारों को सुदृढ़ घरेलू संस्थागत निवेशकों का विकास करने, कंपनी संचालन में अंतर्राष्ट्रीय सर्वोत्तम संव्यवहारों का अनुपालन करने तथा सार्वजनिक निर्गमों को जारी करने में समय और लागत में कटौती करने पर ध्यान केंद्रित करना होगा। प्रोन्नतकर्ता कंपनियों में अभी भी इक्विटी का बहुत बड़ा भाग धारण किये हुए हैं। संकेंद्रित स्वामित्व इक्विटी बाजार के विकास से होनेवाले लाभों के संवितरण में बाधा डालता है जिसका कंपनी संचालन के ढांचे की कार्यप्रणाली पर तथा छोटे शेयरधारकों के अधिकारों की रक्षा करने पर प्रभाव पड़ता है।

9.33 निजी कंपनी ऋण बाजार के सार्वजनिक निर्गम के घटक में बहुत कम गतिविधि है। केंद्रीय बजट, 2006-07 में किये गये प्रस्तावों तथा कंपनी बांडों और प्रतिभूतिकरण पर उच्चस्तरीय विशेषज्ञ समिति द्वारा की गयी सिफारिशों को देखते हुए, सेबी ने हाल ही में बीएसई तथा एनएसई में ट्रेड रिपोर्टिंग प्लेटफार्म की स्थापना करके कंपनी बांडों में लेनदेनों से संबंधित सूचना के समय पर एकत्र करने के लिए कदम उठाये हैं। इसके विकास का अगला चरण कंपनी ऋण ट्रेडिंग प्लेटफार्म की स्थापना का होगा, जिससे दक्ष मूल्य की खोज तथा विश्वसनीय समाशोधन तथा निपटान प्रक्रिया-तंत्र में योगदान करने की अपेक्षा है। भारत में बांडों के लिए बाजार के विकास की प्रक्रिया, एक क्रमिक प्रक्रिया होने वाली है, जैसा कि अन्य देशों में अनुभव किया गया है। इस संदर्भ में, सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास से प्राप्त किये गये अनुभव उपयोगी सिद्ध होने चाहिए। कंपनी ऋण बाजार के लिए भारी संख्या में निवेशकों, तथा बड़े आकार के निर्गमों की जरूरत होगी ताकि वे प्रभावी रूप से कार्य कर सकें। सरकारी प्रतिभूति बाजार की तरह छोटे आकार के निर्गमों की समस्या से निपटने के लिए निर्गमों में अनुशासन तथा पुनर्निर्गमों के माध्यम से समेकन लाना होगा। बाजार के खिलाड़ियों जैसे सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास के लिए प्राथमिक व्यापारियों द्वारा अदा की गयी भूमिका को कंपनी बांड बाजार में उपयुक्त संस्थागत ढांचे के माध्यम से सुदृढ़ बनाने की जरूरत होगी। प्रतिपक्षी पार्टी और निपटान के जोखिमों को कम करने के लिए लेनदेनों के निपटान के लिए प्रतिपक्षी पार्टी की गारंटी कंपनी बांडों में द्वितीयक बाजार की गतिविधि को प्रोन्नत करेगी। व्यापक आर्थिक स्थिरता भी बाजार के विकास की प्रक्रिया में सहायता करेगी। ढांचागत वित्तीय उत्पादों की बढ़ी हुई उपलब्धता, जैसे दृष्टिबंधन तथा आस्तिसमर्थित प्रतिभूतियां भी कंपनी बांड बाजार के विकास को प्रोत्साहित कर सकती हैं, जिसके लिए उन्हें इसकी बुनियादी सीमाओं जैसे बांडों, जिन्हें निवेशक रखना चाहेंगे, की ऋण की गुणवत्ता तथा संभावित उधारकर्ता की वास्तविक साख की गुणवत्ता के बीच के अंतराल से निपटना होगा।





9.34 अल्प विकसित कंपनी बांड मार्केट के फलस्वरूप कंपनी क्षेत्र बैंक ऋण पर अत्यधिक निर्भर हो जाता है जो छोटे और उद्यमों को निधियों की आपूर्ति को घटा देता है तथा दीर्घवधिक वित्तपोषण की अपेक्षाओं के लिए संस्थागत वित्त में अंतराल भी खड़ा कर देता है। 2003-04 से देखी गयी निवेश और वृद्धि को बनाये रखने के लिए सुदृढ़ और गहन घरेलू पूंजी बाजार अनिवार्य होगा।

### सारांश

9.35 अन्य केंद्रीय बैंकों की भांति रिजर्व बैंक ने मौद्रिक नीति के संप्रेषण प्रक्रिया-तंत्र में उनकी महत्वपूर्ण भूमिका को देखते हुए मुद्रा, ऋण, सरकारी प्रतिभूति और विदेशी मुद्रा बाजार के विकास में गहन रुचि ली है। इसमें दृष्टिकोण अनेक मोर्चों पर समानान्तर रूप से, वह भी क्रमबद्ध और चरणबद्ध रूप में काफी सोच विचार करते हुए, जिसमें संस्थागत और बुनियादी सुविधा के विकास तथा बाजार व्यष्टि संरचना पर बल देते हुए आगे बढ़ने का रहा है। सुधारों की गति उपयुक्त प्रणालियों और प्रक्रियाओं, प्रौद्योगिकियों और बाजार संव्यवहारों को सुस्थापित करने पर निर्भर रही है। इसके लिए रिजर्व बैंक तथा सरकार और साथ ही अन्य विनियामकों के बीच घनिष्ठ समन्वय बनाये रखा गया है जिसने भारत में वित्तीय बाजार के विभिन्न घटकों के बीच व्यवस्थित और सुचारु विकास में सहायता की है। रिजर्व बैंक भारतीय वित्तीय बाजारों के वैश्विक बाजारों के साथ निर्बाध समेकन के लिए परिचालन प्रक्रियाओं और लिखतों को बेहतर बनाने तथा जोखिम प्रबंधन प्रणालियों, आय की पहचान, प्रावधानीकरण तथा प्रकटीकरण और लेखांकन मानदंडों को अंतर्राष्ट्रीय सर्वोत्तम संव्यवहारों के अनुरूप बनाने में लगा रहा है (मोहन, 2007ख)।

9.36 रिजर्व बैंक तथा अन्य विनियामक प्राधिकारियों द्वारा उठायी गयी पहलों ने वित्तीय बाजार के विभिन्न घटकों की कार्य प्रणाली में उल्लेखनीय सुधार किया है। घरेलू वित्तीय बाजार अत्यधिक नियंत्रित प्रणाली - जैसे नियंत्रित ब्याज दरें, ऋण नियंत्रण और विदेशी मुद्रा नियंत्रण - से एक ऐसी प्रणाली की ओर बढ़ा है, जिसमें बाजार द्वारा निर्धारित ब्याज दरों, विनिमय दर और मौद्रिक नीति की मूल्य आधारित लिखतें प्रधान रही हैं। उन गतिविधियों ने, देशी वित्तीय बाजारों की गहनता तथा तरलता में सुधार लाकर, ब्याज दरों और विनिमय दरों की बेहतर मूल्य की खोज करने के रूप में योगदान किया है जिसने अर्थव्यवस्था में संसाधनों के आबंटन में बेहतर दक्षता प्रदान की है। वित्तीय बाजारों के आकार और उनकी गहनता में वृद्धि ने अप्रत्यक्ष लिखतों के लचीले प्रयोग का मार्ग प्रशस्त किया है। महत्तर गहनता और चलनिधि तथा बाजार सहभागियों के लिए आजादी ने भी वित्तीय बाजार के विभिन्न घटकों के बीच एकीकरण को बढ़ाया है। यह बढ़ा हुआ एकीकरण न केवल संपूर्ण परिदृश्य के विभिन्न

घटकों के बीच जोखिम के संवितरण को अधिक दक्षतापूर्वक करने में समर्थ बनाता है, बल्कि मौद्रिक नीति संबंधी धड़कनों की दक्षता को भी बढ़ाता है। समन्वित वित्तीय बाजारों की दुनिया में मौद्रिक नीति न केवल परम्परागत ब्याज दर सरणी के माध्यम से बल्कि, विनिमय दर तथा अन्य आस्ति मूल्यों की सरणियों के माध्यम से भी परिचालन करती है, जिससे वह वास्तविक अर्थव्यवस्था और मुद्रास्फीति पर मौद्रिक नीति के प्रभाव को सुदृढ़ करती है। साक्ष्य यह सुझाते हैं कि भारत में वित्तीय बाजार के विभिन्न घटकों में बढ़ते एकीकरण के साथ ब्याज दरों में निम्न उद्वेगशीलता रही है।

9.37 वित्तीय बाजारों का विकास एक निरंतर प्रक्रिया है। अतः वित्तीय बाजारों के विभिन्न घटकों को और गहन और व्यापक बनाने के कार्य को भी आगे आनेवाले वर्षों में आगे बढ़ाना होगा। वित्तीय बाजारों को भारतीय अर्थव्यवस्था द्वारा अनुभव की जा रही वर्तमान वृद्धि की गति को बनाये रखने के लिए भविष्य में और भी महत्वपूर्ण भूमिका निभानी होगी। बढ़ती हुई अर्थव्यवस्था की भारी निवेशगत आवश्यकता एवं वित्तीय बाजारों की इस योग्यता पर बहुत कुछ निर्भर करेगी कि वह बचतकर्ताओं से संसाधनों को जुटाये और उन्हें अत्यंत दक्षतापूर्वक अधिकांश उत्पादक उपयोगों के लिए आबंटित करे। इसके अलावा और अधिक पूर्ण पूंजी खाते की परिवर्तनीयता की ओर बढ़ने के परिकल्पित अभियान के संदर्भ में, विभिन्न घटकों के बीच एकीकरण और विकास भी महत्वपूर्ण हैं। जैसाकि और अधिक पूर्ण पूंजी खाते की परिवर्तनीयता संबंधी समिति (2006) ने पाया है, कोई भी देश जो और अधिक पूर्ण पूंजी खाते की परिवर्तनीयता को लागू करना चाहता है उसे यह सुनिश्चित करने की जरूरत होगी कि बाजार के विभिन्न घटक न केवल भलीभांति विकसित हों, बल्कि भलीभांति समन्वित भी हों। तदनुसार, मीयादी मुद्रा बाजार का विकास, विदेशी मुद्रा बाजार में व्युत्पन्नी लिखतों के उपयोग में बेहतर नमनीयता, कंपनी बांड बाजार का विकास और जमा प्रमाणपत्र पत्र, वाणिज्यिक पत्र जैसी अनेक लिखतों में द्वितीयक बाजार का निर्माण बाजार विकास के कुछ पहलू हैं, जिन पर घरेलू वित्तीय बाजारों में और अधिक गहनता तथा तरलता लाने के लिए यथोचित ध्यान दिये जाने की जरूरत है।

9.38 विभिन्न नीतिगत पहलों के परिणामस्वरूप भारत में वित्तीय क्षेत्र वृद्धि के लिए अब और बाधक नहीं रहा है, हालांकि इसमें और भी सुधार होने बाकी हैं। तथापि, वास्तविक क्षेत्र में भौतिक बुनियादी संरचना की दृष्टि से विकास तथा आपूर्ति के लोच में सुधार के बिना, वित्तीय क्षेत्र भी संसाधनों का गलत आबंटन कर सकता है, काफी मात्रा में बुलबुले निर्मित कर सकता है, और संभवतः जोखिमों को कई गुना बढ़ा सकता है। अतः वित्तीय क्षेत्र के सुधारों के साथ-साथ भारत में वास्तविक क्षेत्र में सुधारों की गति और प्रक्रिया को भी साथ-साथ चलाने की अनुपूरकता अनिवार्य है (रेड्डी, 2007ख)।

9.39 समानान्तर रूप से बढ़ते हुए उदारीकरण, अविनियमन तथा वैश्विक वित्तीय बाजारों के साथ एकीकरण के साथ ही नीतिगत पहलों ने यह सुनिश्चित किया है कि घरेलू वित्तीय बाजार और बाजार सहभागी इस स्थिति में हैं कि वे ऐसे अप्रत्याशित तथा भारी आघातों को झेल सकते हैं जो वैश्विक गतिविधियों से उभर सकते हैं, ताकि वृद्धि को समर्थन देते हुए देश में वित्तीय स्थिरता बनायी रखी जा सके। भारतीय अनुभव यह दर्शाता है कि बाजारों का विकास कठिन तथा समय-साध्य कार्य है जिसके लिए सचेत नीतिगत कार्रवाई तथा प्रभावी कार्यान्वयन की जरूरत है। वित्तीय बाजारों को निरंतर आधार पर निर्मित, पोषित और निगरानी किये जाने की जरूरत है जब तक कि वे स्वायत्त रूप से कार्य करना शुरू न कर दें (मोहन, 2006ग)। 2003-04 से देखी गयी वृद्धि की गति को बनाये रखने के लिए, यह आवश्यक है कि घरेलू बचतें और बढ़ें जो अर्थव्यवस्था की बढ़ती निवेशगत आवश्यकताओं को पूरा कर सकें। लम्बी अवधि की निधियों सहित, निधियों के लिए मांग उच्च बनी रहने की संभावना है, विशेषकर, अर्थव्यवस्था में अपेक्षाकृत निम्न ऋण विस्तार के कारण। इस पृष्ठभूमि में, वित्तीय बाजारों के विभिन्न घटकों को गहन और व्यापक बनाने के लिए सोची समझी नीतिगत पहलों का निरंतर आधार पर अनुसरण करने की जरूरत है, ताकि घरेलू वित्तीय बाजार प्रभावी रूप से घरेलू बचतों का संग्रहण कर सकें तथा उन्हें उत्पादक प्रयोजनों के लिए आबंटित कर सकें और साथ ही, मौद्रिक नीतिगत धड़कनों के शेष अर्थव्यवस्था की ओर संप्रेषण को बढ़ा सकें।

9.40 सारे विश्व में अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय बाजारों के साथ देशी वित्तीय बाजारों का बढ़ता हुआ एकीकरण संक्रामक प्रभाव की चुनौती भी खड़ी करता है। हाल की गत अवधि में, वित्तीय बाजार, वैश्विक रूप से, प्रचुर चलनिधि की स्थितियों से संपन्न हैं, उनमें आस्तियों के मूल्य उच्च हैं, तथा दीर्घावधिक ब्याज की दरें निम्न हैं। आय की खोज ने भारी बाह्य निधियों को गत कुछ वर्षों से उदीयमान बाजारी अर्थव्यवस्थाओं की ओर मोड़ दिया है जिससे अन्य बातों के साथ-साथ, मौद्रिक प्रबंध की समस्या भी खड़ी हो गयी है। जोखिमों के दायरे और उद्वेगशीलता के उपाय, काफी निम्न स्तरों तक गिर गये हैं। वित्तीय बाजारों में इन गतिविधियों के आंशिक कारण महत्तर व्यापक आर्थिक स्थिरता - स्थिर उत्पाद वृद्धि तथा निम्न और स्थिर मुद्रास्फीति - को माना जा सकता है, जो 1970 और 1980 के

दशकों की तुलना में 1990 के दशक में देखी गयीं। तथापि हाल की अवधि में, अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय बाजारों में उद्वेगशीलता में आयी गिरावट, अनिवार्यतः यह नहीं सुझाती है कि जोखिम खत्म हो गये हैं। जहां वित्तीय प्रणाली जोखिम के वहन में अधिक दक्ष हो गयी है, वहीं यह पहले की अपेक्षा अधिक जोखिम उठा रही है जिसमें प्रणाली को भारी सर्वांगी आघातों को उभारने की सक्षमता है (राजन 2005)। तदनुसार, भारी वैश्विक चलनिधि के परिवेश में, वित्तीय बाजार की शांति की वर्तमान परिस्थितियों ने, तथा भारी और बढ़ते हुए वैश्विक व्यापक आर्थिक असंतुलनों ने ये चिंताएं पैदा कर दी हैं कि क्या वित्तीय बाजार जोखिमों को यथोचित रूप में मूल्यों में निहित कर रहे हैं।

9.41 जोखिमों का पुनर्मूल्यन वैश्विक निवेशकों की संविभागीय धारिताओं में व्यापक समायोजनों को प्रेरित करेगा और यह उदीयमान अर्थव्यवस्थाओं में जोखिमपूर्ण आस्तियों से पूंजी के बहिर्गम में तेज गति लायेगा जिसका प्रभाव विदेशी मुद्रा बाजारों तथा अन्य घरेलू वित्तीय घटकों पर होगा जैसा कि मई-जून 2006 के दौरान और पुनः फरवरी/मार्च 2007 में वैश्विक इक्विटी बाजारों में आयी हाल की वैश्विक घटना का स्पष्ट प्रमाण देखा जा सकता है। इस प्रकार नीति निर्माता तथा वित्तीय क्षेत्र के सहभागियों को अब की अपेक्षा कहीं अधिक पैमाने पर भविष्य में वित्तीय बाजारों में होने वाले परिवर्तनों से संघर्ष करना होगा। इस पृष्ठभूमि में आघातों को झेलने के लिए वित्तीय प्रणाली की क्षमता में सुधार लाने पर ध्यान केंद्रित करते हुए केंद्रीय बैंकों को इसके लिए तैयार रहने की जरूरत होगी कि यदि वित्तीय स्थितियों में आने वाले परिवर्तन मूल्य स्थिरता तथा संवहनीय आर्थिक वृद्धि को बनाये रखने के लक्ष्यों की प्राप्ति में चुनौतियां खड़ी करें तो वे उपयुक्त रूप से मौद्रिक नीति में समायोजन करेंगे (गीथनर, 2007)।

9.42 इस प्रकार वित्तीय स्थिरता के मुद्दे भविष्य में और भी महत्वपूर्ण हो सकते हैं, विशेषकर उदीयमान अर्थव्यवस्थाओं के लिए। भारत में, आर्थिक एजेंटों के बड़े-बड़े घटकों में वित्तीय बाजारों में होने वाली उद्वेगशीलता से निपटने के लिए पर्याप्त ऊर्जस्विता नहीं हो सकती है। अतः रिजर्व बैंक की नीतियां करेंसी और मुद्रा बाजारों में उद्वेगशीलता के संकेतकों के प्रति सजग हैं (भारिबैंक 2007)। दक्षतागत लाभों को लेने के लिए वित्तीय बाजारों को और गहन तथा व्यापक बनाने की नीतिगत पहलों को अपनाने की जरूरत है, साथ ही अर्थव्यवस्था में व्यापक आर्थिक तथा वित्तीय स्थिरता को भी सुनिश्चित करना होगा।