

भारत में विदेशी मुद्रा बाजारों का इलेक्ट्रॉनिकीकरण-भारत में रुझान*

बहु-बैंक प्लेटफार्मों के उद्भव के साथ वैश्विक विदेशी मुद्रा (एफएक्स) व्यापार के इलेक्ट्रॉनिकीकरण ने व्यापार और कीमत की खोज के निष्पादन को बदल दिया है। इलेक्ट्रॉनिकीकरण में हाल के परिवर्तनों, विशेष रूप से एकल-बैंक प्लेटफार्मों के उद्भव ने, बाजार संरचना को और बदल दिया है, जिसके परिणामस्वरूप बाजार विखंडन और व्यापार का आंतरिककरण हुआ है। इनमें से कुछ परिवर्तन अपने ही देश के भारतीय रुपया (आईएनआर) बाजार में भी देखे जा सकते हैं, भले ही सीमित रूप में। इन संरचनात्मक बदलावों में एफएक्स बाजारों की पारदर्शिता, कीमत निर्धारण और केंद्रीय बैंक निरीक्षण के निहितार्थ हैं।

भूमिका

वैश्विक विदेशी मुद्रा (एफएक्स) बाजार दुनिया का सबसे बड़ा वित्तीय बाजार है, जिसका औसत दैनिक कारोबार 6.6 ट्रिलियन अमेरिकी डॉलर¹ है। बाजार की मुख्य रूप से काउंटर पर (ओटीसी) या केंद्रीकृत एक्सचेंजों के बाहर चौबीसों घंटे ट्रेडिंग विशेषता है; वैश्विक एफएक्स व्यापार का केवल 3 प्रतिशत वायदा और विकल्प के रूप में विनिमय के माध्यम से आयोजित किया जाता है। व्यापारिक गतिविधि का एक बड़ा हिस्सा संस्थागत व्यापारियों, जैसे डीलरों (ज्यादातर बैंक), वित्तीय मध्यस्थों, निगमों और केंद्रीय बैंकों के बीच होता है।

परंपरागत रूप से, एफएक्स बाजार में प्रतिपक्ष फोन कॉल ("वॉयस") या एफएक्स दलालों के माध्यम से एक दूसरे के साथ व्यापार करते थे। हालांकि, पिछले कुछ दशकों में, बैंकों और गैर-बैंकों दोनों द्वारा परिचालित इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग स्थानों का उदय हुआ है। तेजी से, इन स्थानों पर ओटीसी एफएक्स ट्रेडों को निष्पादित किया जा रहा है, जिससे एफएक्स व्यापार के इलेक्ट्रॉनिकीकरण में वृद्धि हो रही है।

* यह आलेख भारतीय रिज़र्व बैंक के वित्तीय बाजार विनियमन विभाग (एफएमआरडी) के अभिषेक कुमार और नितिन डौकिया द्वारा तैयार किया गया है। एफएमआरडी के अक्षय झा और कैवल्य सकलगांवकर द्वारा प्रदान की गई सहायता सराहनीय है। इस आलेख में व्यक्त विचार लेखकों के हैं और भारतीय रिज़र्व बैंक के विचारों को नहीं दर्शाते हैं।

¹ बीआईएस त्रैवार्षिक केंद्रीय बैंक सर्वेक्षण 2019 के अनुसार, आंकड़े अप्रैल 2019 से संबंधित हैं।

1990 के दशक से वैश्विक एफएक्स बाजारों के इलेक्ट्रॉनिकीकरण के पहले चरण का पता लगाया जा सकता है जब बहु-बैंक प्लेटफॉर्म (एमबीपी) पारदर्शी केंद्रीय सीमा ऑर्डर बुक (सीएलओबी)² के साथ, जैसे कि रिफिनिटिव (पूर्व में रॉयटर्स) और इलेक्ट्रॉनिक दलाली सेवाएँ (ईबीएस) उभरे। इस चरण की एमबीपी पर व्यापार में वृद्धि विशेषता थी, जो उसके बाद, प्राथमिक स्थानों के रूप में उभर कर आया, अर्थात्, पर्याप्त व्यापारिक मात्रा वाले स्थान और जहां प्रमुख मुद्रा जोड़े के लिए कीमतों की खोज की जाती है। पिछले दशक के दौरान, एफएक्स इलेक्ट्रॉनिकीकरण की प्रकृति में भी व्यापार के नए रूपों के उभरने के साथ बदलाव आया है, जैसे एकल-बैंक प्लेटफॉर्म (एसबीपी), और बाजार-निर्माता, जिनमें प्रमुख व्यापारिक फर्म (पीटीएफ) शामिल हैं।

इन विकासों ने बढ़ते बाजार विखंडन के साथ वैश्विक एफएक्स बाजार संरचना को बदल दिया है अर्थात् व्यापारिक स्थानों की एक विस्तृत श्रृंखला में एफएक्स व्यापार का फैलाव, और आंतरिककरण अर्थात्, डीलरों ने इंटरडीलर बाजार में जोखिम को कवर करने के बजाय एक दूसरे के साथ ग्राहक व्यापार की बराबरी की है। (स्क्रिम्फ और सुशको, 2019ए, मूर एवं अन्य, 2016)। इलेक्ट्रॉनिकीकरण ने एफएक्स लेनदेन लागत को कम कर दिया है (वूलरिज, 2019)। साथ ही, इसने बोली-लगाने के स्प्रेड जैसे पारंपरिक संकेतकों के सूचनात्मक मूल्य को कम करके बाजार की चलनिधि की समझ को जटिल बना दिया है। इसके अलावा, इन विकासों ने संरचनात्मक परिवर्तनों की निगरानी करना और पहले और बाद घटना विश्लेषण करना और अधिक चुनौतीपूर्ण बना दिया है (रहमौनी-रुसो और चुरम, 2018)।

वित्तीय बाजारों के बढ़ते एकीकरण के साथ-साथ इनमें से कुछ रुझान भारत में भारतीय रुपया (आईएनआर) बाजार में भी स्पष्ट हो रहे हैं। हालांकि, जिस तरह से उन्होंने अन्य देशों के एफएक्स बाजारों को प्रभावित किया है, आंशिक रूप से ऑनशोर बाजार की विशेष विशेषताओं के कारण उसकी तुलना में ऑनशोर आईएनआर बाजार पर इन प्रवृत्तियों के प्रभाव सीमित हैं, । (ए) भारतीय ओटीसी एफएक्स बाजार (लगभग 40 अरब अमेरिकी

² सेंट्रल लिमिट ऑर्डर बुक एक विनिमय-शैली निष्पादन पद्धति है जो कीमत और समय की प्राथमिकता के अनुसार सभी बोलियों और प्रस्तावों से मेल खाती है। उपयोगकर्ता वास्तविक समय में ऑर्डर बुक की पहुँच भी देख सकते हैं।

डॉलर³ के दैनिक कारोबार के साथ) और (बी) इस बाजार पर खुदरा से लेकर संस्थागत ग्राहकों की अपनी बचाव आवश्यकताओं के लिए निर्भरता के महत्व को ध्यान में रखते हुए, उन विकासों को समझना महत्वपूर्ण हो जाता है जो इस बाजार की संरचना और उनके प्रभाव को आकार देते हैं। ये बदलाव रिजर्व बैंक की बाजार की समझ, बाजार परिचालन और बाजार विनियमन के लिए भी अहम हो सकते हैं।

इस पृष्ठभूमि में, यह आलेख एफएक्स इलेक्ट्रॉनिकीकरण से संबंधित प्रमुख प्रवृत्तियों और आईएनआर के ऑनशोर व्यापार के लिए उनके प्रभावों का विश्लेषण करता है और कुछ नीतिगत कार्यों का सुझाव देता है। आलेख इस प्रकार संरचित है। खंड II में वैश्विक एफएक्स बाजारों में देखे गए बदलावों का सारांश प्रदान किया गया है। खंड III भारतीय बाजारों के लिए इन प्रवृत्तियों के निहितार्थ पर ध्यान केंद्रित करता है, जबकि खंड IV में समापन है।

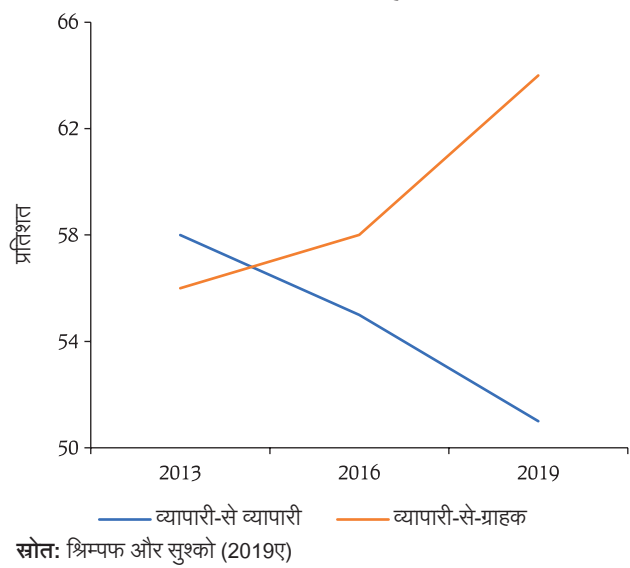
II. इलेक्ट्रॉनिकीकरण, बाजार विखंडन और आंतरिककरण: वैश्विक परिदृश्य

1990 के दशक में एमबीपी के आगमन के साथ एफएक्स बाजारों का इलेक्ट्रॉनिकीकरण शुरू हुआ, मुख्य रूप से एफएक्स बाजार⁴ के इंटर-डीलर (या व्यापारी-से-व्यापारी) वाले भाग में। एफएक्स एमबीपी व्यापारिक स्थल हैं, जो आम तौर पर गैर-बैंक संस्थानों द्वारा परिचालित होते हैं, जो कई बैंकों और गैर-बैंक डीलरों से कीमतों और चलनिधि तक पहुंच प्रदान करते हैं। कई एमबीपी में एक पारदर्शी सीएलओबी के माध्यम से व्यापार करना शामिल है और जो कीमतों, मात्रा और पहुँच के संबंध में पूर्व और बाद की व्यापार पारदर्शिता प्रदान करता है। विश्व स्तर पर, इन प्लेटफॉर्मों को “लिट” पूल / बाजार के रूप में वर्गीकृत किया गया है (“डार्क पूल” की जगह जहां ऐसी जानकारी प्रसारित नहीं की जाती है)। रिफाइनिटिव और ईबीएस द्वारा परिचालित स्थान पारदर्शी सीएलओबी के साथ एफएक्स एमबीपी के उदाहरण हैं।

जैसे-जैसे तकनीक विकसित हुई है, एफएक्स बाजार में नवाचारों की वजह से विभिन्न प्रकार के व्यापारिक स्थानों का उदय हुआ है, जिसमें निष्पादन प्रोटोकॉल के विविध सेट शामिल हैं, जैसे कि उद्धरण के लिए अनुरोध (आरएफक्यू)/वर्ग के लिए अनुरोध (आरएफएस), पारंपरिक सीएलओबी⁵ से परे। इसने एफएक्स वायदा और स्वैप जैसे व्युत्पन्नी को शामिल करने के लिए इलेक्ट्रॉनिक रूप में कारोबार किए गए एफएक्स उपकरणों के दायरे का विस्तार किया है।

बीआईएस त्रैवार्षिक केंद्रीय बैंक सर्वेक्षण 2019 के आंकड़ों के अनुसार, वैश्विक स्पॉट व्यापार का लगभग 70 प्रतिशत इलेक्ट्रॉनिक रूप से निष्पादित किया जाता है, जबकि वायदा और स्वैप का क्रमशः 57 प्रतिशत और 52 प्रतिशत इलेक्ट्रॉनिक मोड के माध्यम से कारोबार किया जाता है। इसके साथ ही, एफएक्स इलेक्ट्रॉनिक डीलिंग ने व्यापारी-से-ग्राहक वाले भाग में भी कर्षण प्राप्त किया है, जहां इलेक्ट्रॉनिक डीलिंग में वृद्धि ने इंटर-डीलर सेगमेंट के इलेक्ट्रॉनिकीकरण को पीछे छोड़ दिया है (चार्ट 1)। जैसा कि एफएक्स की मात्रा एमबीपी से इन स्थानों पर तेजी से

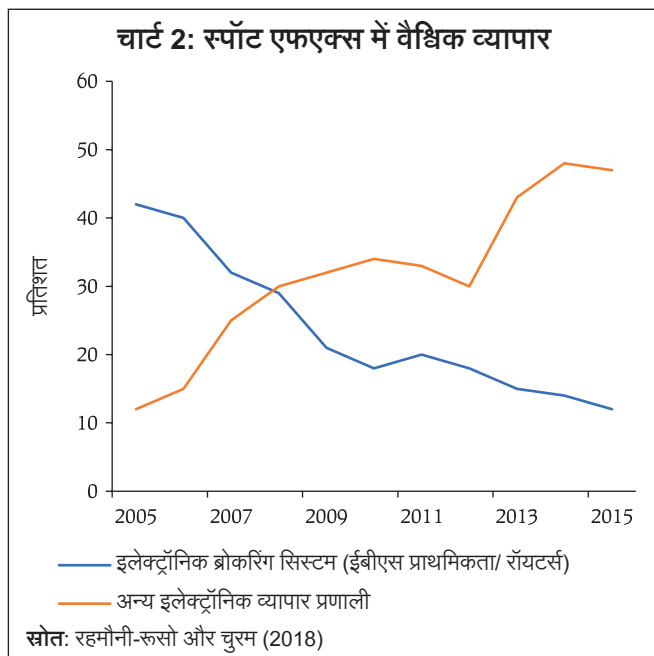
चार्ट 1: कुल कारोबार में इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग का खंड-वार वैश्विक हिस्सा



³ स्पॉट और व्युत्पन्नी संयुक्त।

⁴ स्पॉट संविदा की मानकीकृत प्रकृति इलेक्ट्रॉनिक रूप से लेनदेन करना आसान बनाती है।

⁵ उद्धरण के लिए अनुरोध (आरएफक्यू) एक ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म सदस्य द्वारा किसी अन्य सदस्य को कीमत उद्धरण के लिए अनुरोध करने के लिए जारी किया गया प्रश्न है। रिक्वेस्ट फॉर स्ट्रीम (आरएफएस) एक प्रश्नोत्तरी है जिसमें बाजार-निर्माता उद्धरण की निरंतर स्ट्रीम प्रदान करते हैं, जिस पर उद्धरण प्राप्त करने वाला ग्राहक तुरंत व्यापार कर सकता है।



स्थानांतरित हो रही है, बाजार विखंडन या ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म की एक विस्तृत श्रृंखला में वैश्विक एफएक्स चलनिधि का फैलाव स्पष्ट हो रहा है (चार्ट 2)।

नए प्रकार के व्यापारिक स्थानों में से जो हाल के वर्षों में उभरे हैं, सबसे प्रमुख में से एक एसबीपी हैं। ये बैंकों द्वारा अपने ग्राहकों के लिए परिचालित इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग सिस्टम हैं। वे सामने आए हैं क्योंकि बैंकों ने उस आसानी को बढ़ाने के लिए प्रौद्योगिकी का लाभ उठाने की मांग की है जिसके साथ उनके ग्राहक उनके साथ द्विपक्षीय रूप से लेनदेन करते हैं। एसबीपी बैंकों को विभिन्न क्लाइंट प्रकारों के लिए अनुकूलित कीमत निर्धारण और निष्पादन प्रदान करने के लिए स्वचालित कीमत निर्धारण और जोखिम प्रबंधन तकनीक को नियोजित करने की अनुमति देते हैं (रहमौनी-रूसो और चुरम, 2018)।

एसबीपी मौलिक रूप से एमबीपी से अलग हैं। एमबीपी के विपरीत जहां परिचालक आम तौर पर एक गैर-बैंक होता है और लेन-देन करने वाली पार्टियों को चलनिधि प्रदान नहीं कर सकता है, पेशकश करने वाला बैंक अपने एसबीपी⁶ पर एकमात्र चलनिधि प्रदाता है। जबकि एक मौजूदा 'संबंध' एसबीपी पर लेनदेन का एक महत्वपूर्ण निर्धारक है, यह अज्ञात सीएलओबी डीलिंग मोड वाले

⁶ प्लेटफॉर्म पर अनुबंधित सभी सौदों के लिए स्थान प्रस्तावित करने वाला बैंक प्रतिपक्ष है।

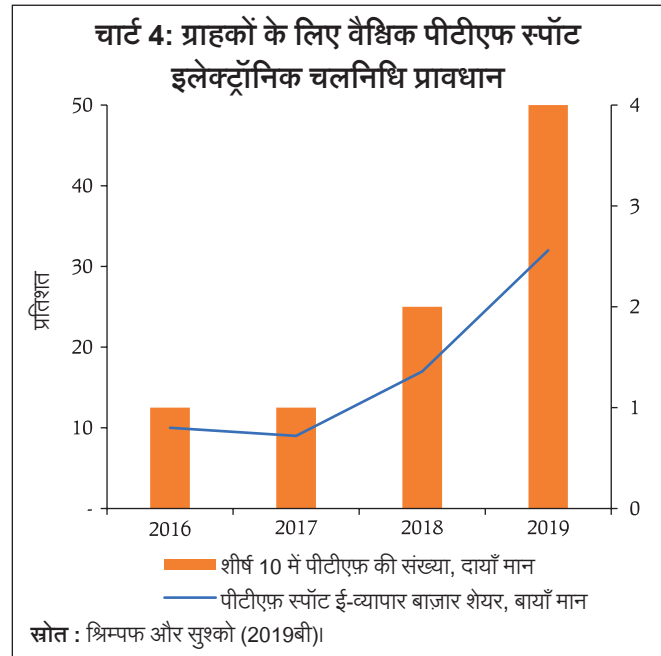
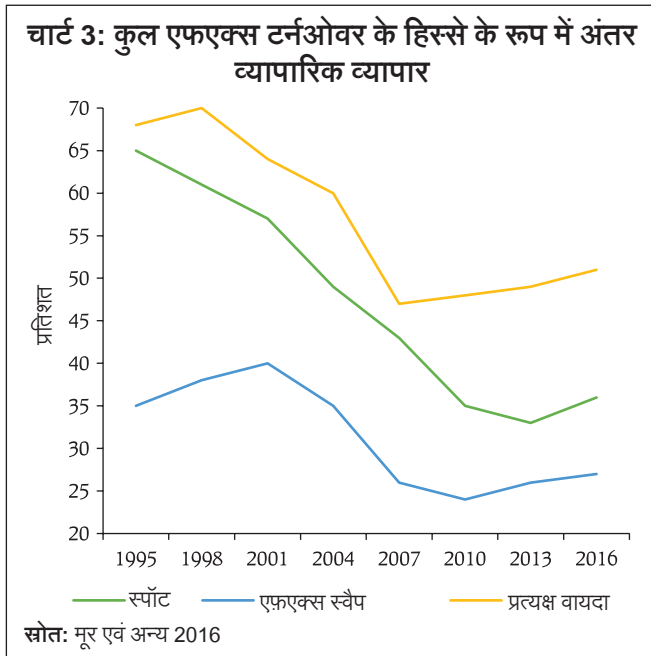
एमबीपी में प्रासंगिक नहीं है। इसके अलावा, एसबीपी को अक्सर "डार्क पूल" के रूप में संदर्भित किया जाता है क्योंकि एमबीपी के मामले में कीमत और व्यापार की जानकारी ऐसे प्लेटफॉर्म पर प्रसारित नहीं की जाती है।

चलनिधि की पेशकश करके, एसबीपी परिचालक प्रतिकूल इन्वेंट्री स्थिति के संपर्क में आ जाता है जिससे भारी मात्रा में बिक्री की स्थिति के समय नुकसान हो सकता है। इसके बावजूद, एसबीपी के परिचालन से जुड़े कई लाभों के कारण एसबीपी की संख्या में वृद्धि हुई है। एसबीपी परिचालक बैंक एमबीपीएस⁷ के साथ के लेनदेन के शुल्क से बचने में सक्षम हैं, उनके प्रवाह से संबंधित जानकारी के रिसाव को सीमित करते हैं, व्यापारिक प्रतिपक्षों की पसंद पर बेहतर नियंत्रण रखते हैं और प्रवाह को आंतरिक बनाने के अवसर प्राप्त करते हैं। इसके अलावा, एसबीपी अपने परिचालकों को इंटरबैंक बाजार के एक हिस्से पर दृश्यता प्रदान करते हैं, जिससे मूल्यवान बाजार अंतर्दृष्टि तक पहुंच प्रदान की जा सकती है, जिससे ट्रेडमार्क युक्त व्यापार करने, ग्राहकों को सख्त कीमतों का उद्धरण देने, एसबीपी के एल्गोरिदम को ठीक करने और अन्य मूल्य वर्धित सेवाएं प्रदान करने में लाभ प्राप्त होता है।

जैसा कि एसबीपी परिचालक भी एकमात्र चलनिधि प्रदाता है, ऐसे स्थानों के उद्भव ने एफएक्स बाजार में ग्राहकों को चलनिधि प्रदान करने के तरीके को प्रभावित किया है। ओटीसी वित्तीय बाजारों में डीलर ग्राहकों को चलनिधि प्रदान करते हैं और इस गतिविधि से उत्पन्न होने वाली जोखिम की स्थिति का प्रबंधन या तो इंटरबैंक बाजार में हेजिंग के माध्यम से व्यापार को मूर्त रूप देकर या भविष्य में उसी के बराबर ग्राहक प्रवाह की प्रत्याशा में जोखिम को जमा करके इसे आंतरिक रूप से करते हैं। आंतरिककरण के माध्यम से, डीलरों को केवल लेनदेन शुल्क (प्रभावी रूप से बिड-टू-बिड स्प्रेड)⁸ अर्जित करने के बजाय बिड-आस्क स्प्रेड (बुट्ज़ और ओमेन, 2019) से लाभ होने की उम्मीद है।

⁷ <https://www.risk.net/derivatives/7521416/fee-fight-dealers-take-aim-at-brokerage-costs> पर उपलब्ध "फी फाइट: डीलर्स टेक एआईएम एट ब्रोकरेज कॉस्ट", risk.net, 7 अप्रैल, 2020 देखें।

⁸ यदि इंटरबैंक बाजार में सर्वोत्तम बोली और उद्धरण क्रमशः $x-a$ और $x+a$ हैं, तो एक डीलर द्वारा उद्धृत मूल्य, जो ग्राहक से s की लेनदेन लागत लेने को तैयार है, वह $(x-a-s, x+a+s)$ होगा। इस प्रकार, यदि कोई ग्राहक डीलर से $x+a+s$ कीमत पर एक आस्ति खरीदता है, जबकि दूसरा ग्राहक उसे $x-a-s$ पर बेचता है, तो बाहरीकरण और आंतरिककरण के मामले में डीलर के लिए लाभ क्रमशः $2s$ और $2(s+a)$ होगा। इसलिए, प्रवाह को आंतरिक करते हुए, डीलर $2s$ का अतिरिक्त लाभ कमा सकता है, अंतरबैंक वांछित-बोली स्प्रेड।



बढ़ते इलेक्ट्रॉनिक ग्राहक आधार और एसबीपी सहित व्यापार प्रणाली के बढ़ते परिष्कार ने डीलरों की आंतरिककरण की क्षमता में वृद्धि की है। चूंकि ये बड़े आंतरिककर्ता प्रभावी रूप से गहरे चलनिधि पूल बन जाते हैं, इसलिए “हॉट पोटैटो ट्रेडिंग”⁹ के माध्यम से इन्वेंट्री का प्रबंधन करने की उनकी आवश्यकता कम हो गई है, जिससे इंटरबैंक बाजार में कारोबार में गिरावट आई है (मूर एवं अन्य, 2016) (चार्ट 3)। इन विकासों ने एक महत्वपूर्ण बहस छेड़ दी है कि क्या बढ़ते एफएक्स विखंडन और आंतरिककरण से प्रेरित अंतरबैंक चलनिधि में गिरावट के बीच, अंतरबैंक एमबीपी कीमत की खोज के लिए प्राथमिक उपाय के रूप में काम करना जारी रखता है।

अंत में, बीआईएस त्रैवार्षिक केंद्रीय बैंक सर्वेक्षण 2019 “गैर-बैंक इलेक्ट्रॉनिक बाजार-निर्माता” समुदाय के बढ़ते महत्व की ओर इशारा करता है, जो प्रमुख व्यापारिक फर्मों (पीटीएफ) के व्यापक समूह का हिस्सा है। पीटीएफ सामान्य रूप से बड़ी मात्रा में व्यापार करने के लिए तुलन पत्र की बजाय गति पर भरोसा करते हैं। यूरोमनी सर्वेक्षण 2019 इंगित करता है कि स्पॉट ई-व्यापार में पीटीएफ की हिस्सेदारी तेजी से बढ़कर 32 प्रतिशत

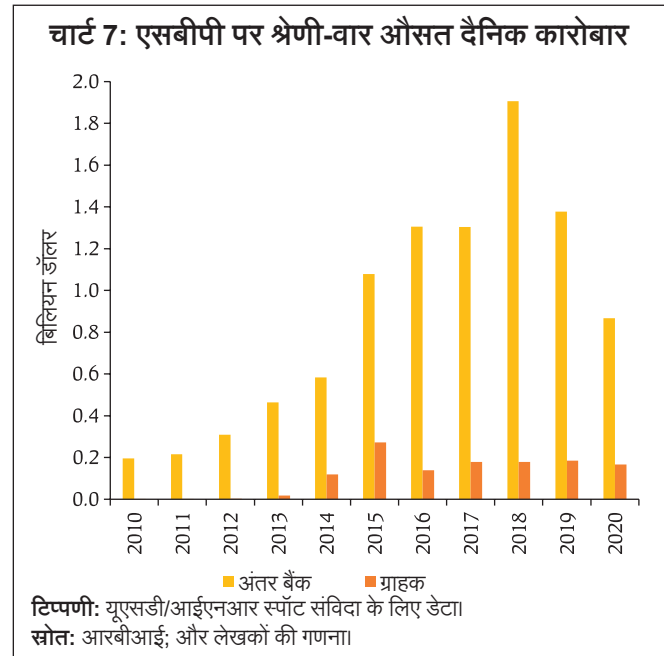
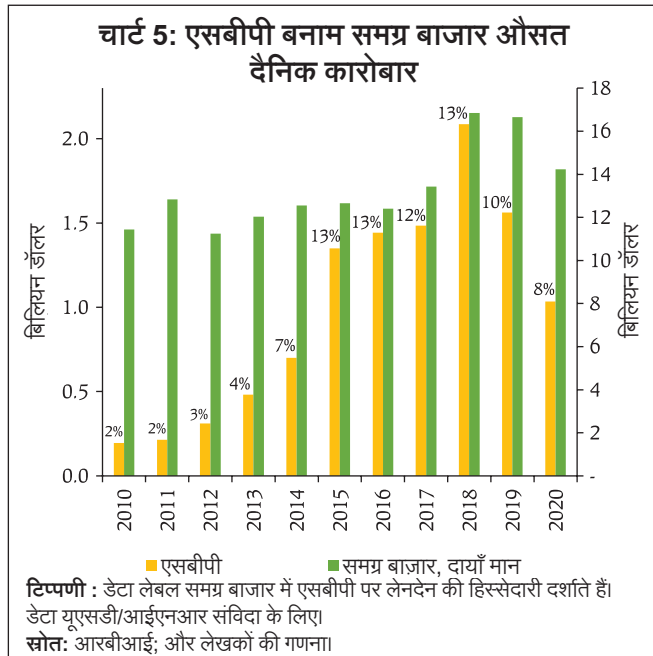
हो गई, जो तीन साल पहले 10 प्रतिशत थी (चार्ट 4)। जैसा कि मुख्य एफएक्स डीलिंग बैंकों के साथ, पीटीएफ बाजार-निर्माताओं में रूपांतरित हो गए हैं, वे एफएक्स मध्यस्थता का एक अभिन्न हिस्सा बन गए हैं और विशेष रूप से स्पॉट बाजार में चलनिधि की स्थिति का एक प्रमुख निर्धारक बन गए हैं (श्रिम्पफ और सुशको, 2019बी)।

III. इलेक्ट्रॉनिकीकरण और भारतीय एफएक्स बाजार

भारत में लगभग 40 बिलियन अमेरिकी डॉलर के औसत दैनिक कारोबार के साथ एक जीवंत स्वदेशी ओटीसी एफएक्स बाजार है। स्पॉट, वैल्यू कैश और वैल्यू टॉम सहित, बाकी का व्युत्पन्नी मुख्य रूप से वायदा और स्वैप, के योगदान के साथ कुल ओटीसी के कारोबार का लगभग बड़ा आधा वाला भाग है। आईएनआर स्पॉट मार्केट के एक महत्वपूर्ण हिस्से का एमबीपी पर इलेक्ट्रॉनिक रूप से कारोबार किया जाता है, जबकि व्युत्पन्नी लेनदेन के बड़े हिस्से को अन्य तरीकों (वॉयस/ दलाल) के माध्यम से निष्पादित किया जाता है। रिफ़ाईनिटिव, विलयरकॉप, 360टी और ब्लूमबर्ग द्वारा परिचालित एमबीपी इंटरडीलर सेगमेंट में सबसे लोकप्रिय हैं। इनमें से अधिकतर परिचालकों के पास व्यापारी-से-ग्राहक वाले भाग के लिए अलग स्थान भी हैं।

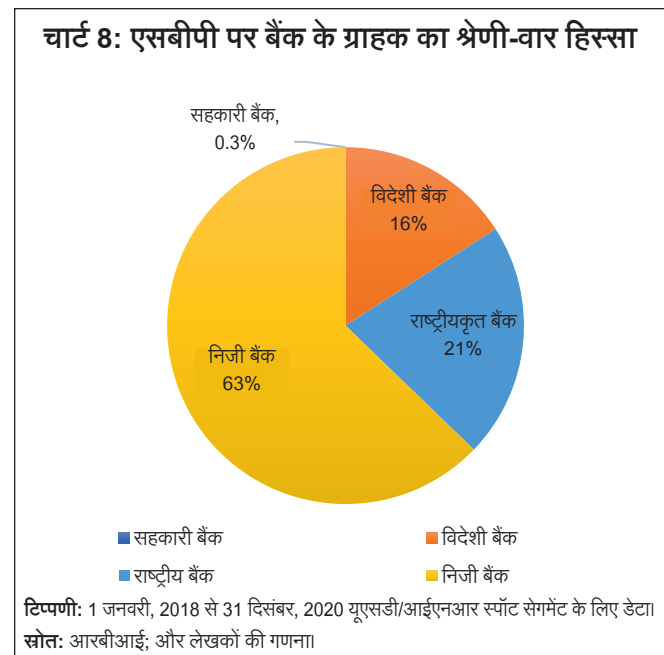
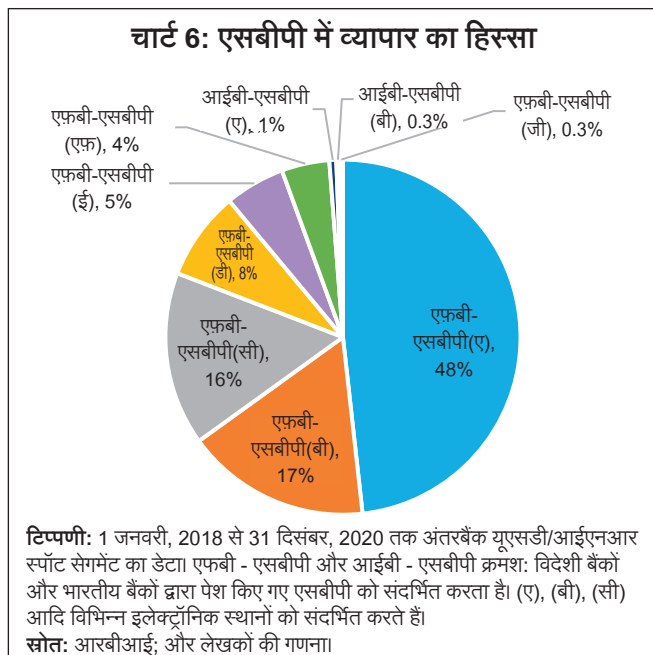
हाल के वर्षों में, भारतीय एफएक्स बाजार में एसबीपी भी काफी बढ़ रही है, ऐसे स्थानों पर व्यापार की मात्रा बढ़ रही है

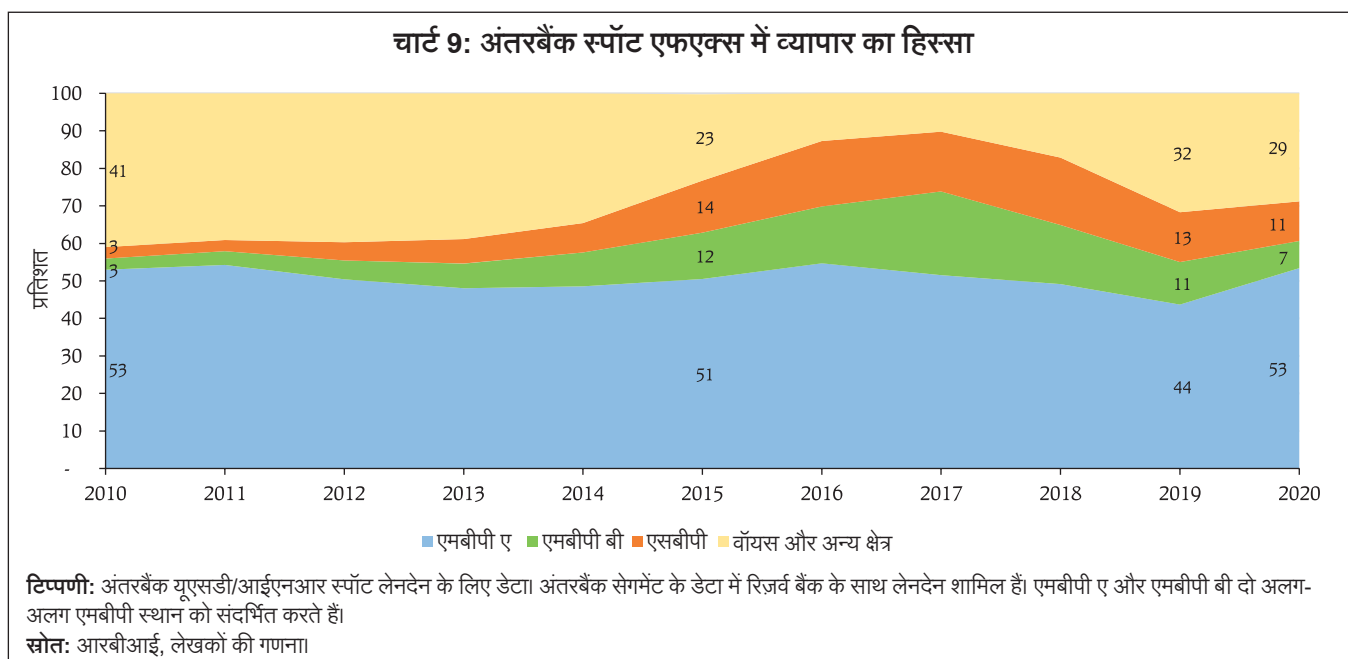
⁹ व्यापार में विवाद तब होता है जब एक डीलर इंटरडीलर बाजार में व्यापार के माध्यम से अवांछित स्थिति (जैसे, ग्राहक व्यापार के माध्यम से स्थापित) से छुटकारा पाना चाहता है।



(चार्ट 5)। विदेशी बैंकों द्वारा परिचालित एसबीपी देश में ऐसे प्लेटफार्मों पर किए गए एफएक्स व्यापारों की लगभग पूरी (99 प्रतिशत) मात्रा हैं। ये बैंक इस सेगमेंट पर हावी होने के लिए परिशोधित मूल्य इंजनों के साथ परिष्कृत एसबीपी की पेशकश करने के लिए अपनी वैश्विक विशेषज्ञता का लाभ उठाने में सक्षम हैं। कुछ भारतीय बैंक भी एसबीपी की पेशकश कर रहे हैं लेकिन इन प्लेटफार्मों पर मात्रा नगण्य है (चार्ट 6)।

भारत में एसबीपी पर बढ़ती मात्रा का एक प्राथमिक कारण विदेशी बैंकों द्वारा संचालित एसबीपी पर ग्राहकों के रूप में घरेलू बैंकों की भागीदारी रही है (चार्ट 7 और 8)। इसका एक कारण संभवतः इन स्थानों पर दी जाने वाली प्रतिस्पर्धी कीमतें हैं। साथ ही, ये स्थान विभिन्न एसबीपी या एसबीपी और एमबीपी के बीच लेनदेन को विभाजित करने के लिए बैंकों को सक्षम करके बेहतर व्यापार निष्पादन की संभावना प्रदान करते हैं। एमबीपी पर व्यापार





के सापेक्ष, व्यापारों का ऐसा विभाजन बड़े व्यापारों के कीमत प्रभाव को कम करता है और सूचना रिसाव को सीमित करता है। हालांकि, इन स्थानों पर ग्राहक व्यापार सीमित रहते हैं।

भारत में बाजार विखंडन

जैसा कि वैश्विक स्तर पर है, एसबीपी के उद्भव ने भारतीय एफएक्स बाजार में अंतरबैंक चलनिधि को विखंडित कर दिया है (चार्ट 9)। स्पॉट एफएक्स व्यापार में एसबीपी की हिस्सेदारी 2011 में 3 प्रतिशत से बढ़कर 2019 में 13 प्रतिशत हो गई है। प्रमुख एमबीपी का हिस्सा, जिसे “एमबीपी ए” कहा जाता है, 2010 में 53 प्रतिशत से घटकर 2019 में 44 प्रतिशत हो गया था। एक अन्य एमबीपी, “एमबीपी बी”, जिसने 2017 में अपनी बाजार हिस्सेदारी को लगातार बढ़ाकर 22 प्रतिशत कर लिया था, बाद में इसकी व्यापारिक गतिविधियों में गिरावट देखी गई, और यह 2019 में लेनदेन का 11 प्रतिशत हिस्सा रहा।

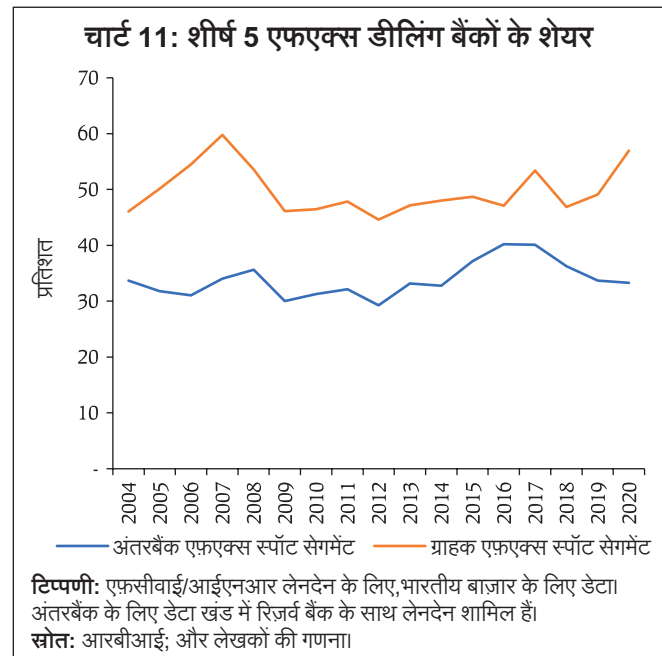
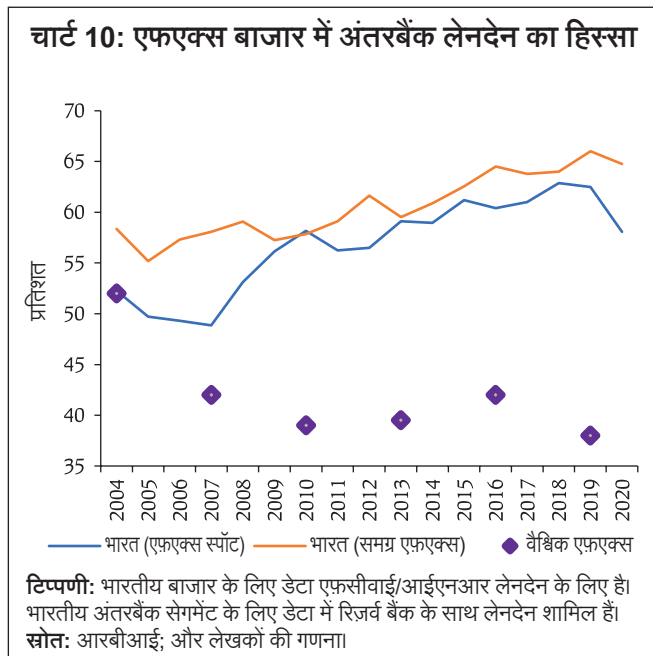
बहरहाल, वैश्विक रुझानों के सापेक्ष, जहां लगभग 50 प्रतिशत स्पॉट व्यापार गैर-प्राथमिक स्थानों पर होता है, भारत में बाजार के विखंडन की डिग्री सीमित रहती है। इसका एक कारण यह हो सकता है कि एसबीपी का उभरना भारतीय एफएक्स बाजार के लिए तुलनात्मक रूप से हालिया घटना है।

2020 में, कोविड-19 से संबंधित व्यवधानों के बीच, प्रमुख एमबीपी पर व्यापार एक साल पहले के 44 प्रतिशत से बढ़कर 53 प्रतिशत हो गया। यह प्रवृत्ति वैश्विक रुझानों के अनुरूप है, जिसमें एफएक्स व्यापारिक गतिविधि बाजार के दबाव की अवधि के दौरान प्राथमिक स्थानों पर वापस लौटने की प्रवृत्ति रखती है क्योंकि ये प्लेटफॉर्म चलनिधि और पूर्वदत्त गुमनामी की उच्चतम सकेन्द्रण प्रदान करते हैं, जैसा कि रहमौनी-रूसो और चुर्म, 2018 द्वारा देखा गया है। जबकि डीलर बड़े एफएक्स प्रवाहों को समावेशित कर सकते हैं और सामान्य समय में अपने ग्राहकों के लिए संकीर्ण स्प्रेड उद्धृत कर सकते हैं, इंटर-डीलर बाजार में इन्वेंट्री जोखिम से बचाव करने की उनकी आवश्यकता तेजी से बढ़ जाती है जब अस्थिरता बढ़ जाती है, और ग्राहक प्रवाह एक ही दिशा में हो जाता है।

भारतीय एफएक्स बाजार: बाहरी या आंतरिक?

कारोबारी बैंकों का जोखिम प्रबंधन दृष्टिकोण बाजार-निर्माण के संदर्भ में एक महत्वपूर्ण पहलू है। एफएक्स सहित ओटीसी बाजारों में कारोबारी, ग्राहक प्रवाह¹⁰ को बाहरी या आंतरिक बनाने

¹⁰ बैंकों के पास कुछ आंतरिक और विनियामक सीमाएं होती हैं, जो उनके द्वारा चलाए जा सकने वाले स्वामित्व पदों के लिए होती हैं। इसके अलावा, इन्वेंट्री की स्थिति खुली रखने के लिए पूंजीगत शुल्क हैं।



के माध्यम से जोखिम की स्थिति का प्रबंधन करते हैं। उपयोग की गई तकनीक की मात्रा, अनुमत विवेकाधिकार आदि के आधार पर बैंकों में जोखिम प्रबंधन दृष्टिकोण भी भिन्न हो सकते हैं। वैश्विक स्तर पर, बढ़ते इलेक्ट्रॉनिकीकरण के साथ ग्राहक प्रवाह के आंतरिककरण में वृद्धि की प्रवृत्ति रही है। इसने वैश्विक अंतरबैंक एफएक्स बाजार में कारोबार में गिरावट में योगदान दिया है।

इसी तरह, भारतीय एफएक्स बाजार में आंतरिककरण/बाह्यकरण की डिग्री को समझने के लिए, अंतरबैंक एफएक्स मात्रा में प्रवृत्ति को एक आंशिक संकेतक के रूप में लिया जा सकता है, चार्ट 10 अंतरबैंक एफएक्स लेनदेन में भारतीय बाजार में कुल एफएक्स लेनदेन के हिस्से को दर्शाता है। 2020 को छोड़कर, भारत में दीर्घकालिक रुझान स्पष्ट रूप से वैश्विक रुझानों से अलग हो गए हैं, वैश्विक एफएक्स बाजारों में गिरावट के मुकाबले भारत में वर्षों से इंटरबैंक लेनदेन की हिस्सेदारी बढ़ रही है। ऐसा लगता है कि आईएनआर व्यापार काफी हद तक बाहरी बना हुआ है जैसे डीलर खुले बाजार में / अन्य बैंकों के साथ ग्राहक व्यापार का बचाव करते हैं।

यह भी तर्क दिया गया है कि बढ़ते आंतरिककरण से बाजार की संरचना में योगदान मिलेगा जिससे बाजार सकेन्द्रण में वृद्धि हो सकती है जिसमें सकेन्द्रण अधिक सकेन्द्रित हो जाता है। ऐसा इसलिए है क्योंकि ग्राहकों के एक विविध समूह से अधिक प्रवाह

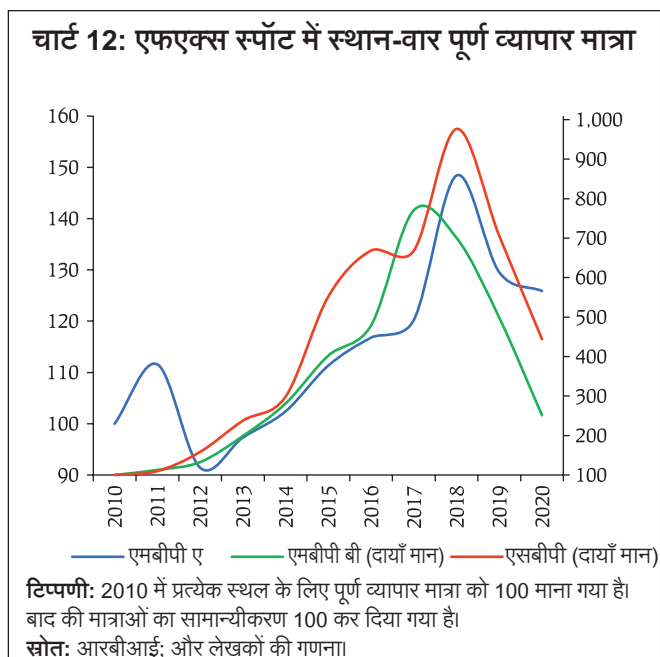
वाले व्यापारियों के लिए आंतरिककरण करना आसान होता है और वे अधिक प्रतिस्पर्धात्मक रूप से कीमत लगा सकते हैं, जिससे उन्हें अधिक से अधिक ग्राहक प्रवाह आकर्षित करने में मदद मिलती है (स्क्रिम्फ और सुशको, 2019बी)। इसलिए, एफएक्स आंतरिककरण की जांच के लिए एक वैकल्पिक उपाय बाजार सकेन्द्रण से संबंधित प्रवृत्तियों के माध्यम से हो सकता है, अर्थात्, यदि एफएक्स गतिविधि कुछ शीर्ष बैंकों के डेस्क से गुजरती है। चार्ट 11, जो कुल एफएक्स व्यापार में शीर्ष कारोबारी बैंकों के शेयर को दर्शाता है, यह इंगित नहीं करता है कि भारतीय बाजारों में बाजार सकेन्द्रण में वृद्धि हुई है, यह पुष्टि करते हुए कि आईएनआर व्यापार मोटे तौर पर बाह्य बना हुआ है।

भारतीय एफएक्स व्यापार की अपेक्षाकृत बाह्य प्रकृति इंगित करती है कि एफएक्स कारोबारी बैंकों का जोखिम प्रबंधन वैश्विक बाजारों की तुलना में कम स्वचालित रहता है। इसके अलावा, आंतरिककरण तब महत्वपूर्ण होता है जब कोई कारोबारी बैंक पर्याप्त द्वि-दिशात्मक प्रवाह प्राप्त करता है जो सार्थक रूप से एक दूसरे की बराबरी कर सकता है। इसलिए, भारतीय एफएक्स व्यापार के बाह्य बने रहने का एक प्राथमिक कारण भारतीय बाजार के कुछ विशिष्ट स्वभावगत संरचनात्मक कारकों के कारण हो सकता है। एफएक्स ग्राहक आधार काफी हद तक भारतीय बैंकों के पास रहता है, व्यापार-से-ग्राहक वाले भाग में कम

प्रश्नोत्तरी के बीच बड़ी संख्या में शाखाओं के कारण संभव है, जबकि एसबीपी विदेशी बैंकों द्वारा प्रदान किए जा रहे हैं। इन टिप्पणियों के बावजूद, चार्ट 10 और 11 अभी भी 2020 में दीर्घकालिक रुझानों से विचलन का संकेत देते हैं, जो कि कोविड-19, या हाल ही में बैंक विलय या प्रवृत्ति में बदलाव से संबंधित व्यवधानों के कारण हो सकता है, जो संभवतः आंतरिककरण की ओर इशारा करता है।

क्या प्राथमिक स्थान अभी भी प्रासंगिक हैं?

यहां तक कि कुल एफएक्स लेनदेन में प्राथमिक स्थानों की हिस्सेदारी कम होने के बावजूद, ऐसे प्लेटफॉर्म पर पूर्ण रूप से मात्रा स्वदेशी और वैश्विक एफएक्स दोनों बाजारों में महत्वपूर्ण बनी हुई है (चार्ट 12)। रहमौनी-रुसो और चुरम (2018) ने भी तर्क दिया है कि कई कारणों से प्राथमिक स्थान कीमत खोज के एक महत्वपूर्ण बिंदु के रूप में काम करना जारी रखते हैं: (ए) अधिक व्यापार आंतरिककरण की प्रवृत्ति के कारण सूचना सामग्री में वृद्धि हो सकती है और उस प्रवाह में जो प्राथमिक स्थानों की ओर निर्देशित है; (बी) पारदर्शी ऑर्डर बुक वाले प्राथमिक स्थानों में व्यापारी की स्थिति अन्य स्थानों पर लगभग तुरंत दिखाई देगी है जो व्यापारी परिचालित करता है; और (सी) प्राथमिक स्थान बाजार के दबाव की अवधि के दौरान एक महत्वपूर्ण बैकस्टॉप प्रदान करते हैं, उच्च अस्थिरता की अवधि



के दौरान ऐसे स्थानों पर मात्रा बढ़ जाती है (कोविड-19 से संबंधित व्यवधानों के बीच 2020 में आईएनआर व्यापार में भी एक प्रवृत्ति देखी गई)। वैश्विक एफएक्स बाजारों में बढ़ते आंतरिककरण के संबंध में, स्वदेशी आईएनआर व्यापार काफी हद तक बाहरी प्रतीत होता है, जो आगे इस बात की पुष्टि करता है कि कीमत की खोज और जोखिम प्रबंधन के लिए अंतरबैंक बाजार महत्वपूर्ण बना हुआ है।

IV. निष्कर्ष और नीतिगत सुझाव

पिछले खंड में चर्चा की गई कि स्वदेशी ओटीसी एफएक्स बाजार में इलेक्ट्रॉनिकीकरण और संबद्ध विकास वैश्विक एफएक्स बाजार के रुझान से कैसे भिन्न हैं। एसबीपी के उद्भव के संबंध में भारत के लिए विकसित रुझान विखंडन और बाजारों में कम पारदर्शिता की ओर इशारा करते हैं, जैसा कि वैश्विक स्तर पर है। एफएक्स बाजारों में संरचनात्मक बदलावों का नीति निर्माण, विशेष रूप से ग्राहकों के लिए पारदर्शिता और कीमत निर्धारण के साथ-साथ एफएक्स बाजारों पर केंद्रीय बैंक की निगरानी दोनों के लिए प्रभाव पड़ता है। इस संबंध में, कुछ नीतिगत सुझावों पर नीचे चर्चा की गई है:

पारदर्शिता बढ़ाना

पारदर्शिता बाजार विनियमन और डिजाइन का एक मूलभूत पहलू है। पारदर्शिता के दो पहलू हैं - पूर्व-व्यापार पारदर्शिता, जो बोली, प्रस्ताव और पहुँच के बारे में जानकारी की उपलब्धता को संदर्भित करती है, और व्यापार-पश्चात पारदर्शिता, जो सार्वजनिक और पिछले व्यापारों (कीमत, मात्रा, निष्पादन समय आदि) पर सूचना के समय पर प्रसारण को संदर्भित करती है। अधिक पारदर्शिता बैंकों और ग्राहकों के बीच सूचना विषमता को कम करती है, जो ग्राहकों को बातचीत करने और व्यापार की बेहतर शर्तों को प्राप्त करने में सक्षम बनाती है।

पारदर्शिता केंद्रीकृत और खंडित बाजारों को अलग करने वाले प्रमुख कारकों में से एक है (यामागुची, 2001)। इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म (ईटीपी), पूर्व और पश्चात व्यापार की जानकारी से संबंधित पहलुओं का पता लगाकर, पारंपरिक ओटीसी ट्रेडिंग की तुलना में आम तौर पर बेहतर पारदर्शिता प्रदान करते हैं। इसके बावजूद, बहु ईटीपी की उपस्थिति ने यह सुनिश्चित किया है कि ईटीपी के रूप में यह जानकारी आसानी से उपलब्ध नहीं है,

आमतौर पर, केवल अपने ग्राहकों/सदस्यों को प्लेटफॉर्म पर निष्पादित ट्रेडों के बारे में जानकारी का खुलासा करते हैं।

एफएक्स बाजारों का इलेक्ट्रॉनिकीकरण बाजार के आगे के विकास के लिए पारदर्शिता बढ़ाने का एक अनूठा अवसर प्रदान करता है। विभिन्न स्थानों से बाजार की जानकारी एकत्र करने के लिए प्रौद्योगिकी में प्रगति का लाभ उठाया जा सकता है और इसे सभी बाजार सहभागियों के लिए उपलब्ध कराया जा सकता है। संभावित तरीकों में से एक ट्रेड रिपोर्टिंग द्वारा वास्तविक समय के आधार पर सभी स्थानों (इलेक्ट्रॉनिक के साथ-साथ वॉयस) से सीधे व्यापार कीमत डेटा का संग्रह हो सकता है और सार्वजनिक रूप से समेकित परिणामों का खुलासा करना हो सकता है। यह सभी बाजार सहभागियों को निकट वास्तविक-समय के आधार पर कीमत की जानकारी तक आसान पहुंच प्रदान करेगा।

निष्पादन के सर्वोत्तम तरीके

एफएक्स बाजारों में ग्राहकों के लिए उचित, पारदर्शी और कुशल कीमत निर्धारण आरबीआई के लिए एक प्रमुख लक्ष्य है। इस दिशा में हाल की पहलों में एफएक्स-खुदरा प्लेटफॉर्म की शुरुआत और खुदरा ग्राहकों के लिए एफएक्स व्युत्पन्नी के लिए मध्य-बाजार मार्क का अनिवार्य खुलासा शामिल है। वैश्विक स्तर पर, सर्वोत्तम निष्पादन आवश्यकताओं के लिए विनियामक शर्तों ने बैंकों को ग्राहक लेनदेन के इलेक्ट्रॉनिक निष्पादन के लिए प्रेरित किया, साथ ही ग्राहकों को प्रतिस्पर्धी मूल्य निर्धारण की मांग करने के लिए प्रोत्साहित किया। उदाहरण के लिए, वित्तीय लिखत दिशानिर्देश में बाजार (एमआईएफआईडी) ॥ के लिए आवश्यक है कि "सर्वश्रेष्ठ निष्पादन के लिए सभी पर्याप्त कदम उठाए जाएं और निष्पादन नीति को स्पष्ट रूप से स्पष्ट करना चाहिए कि वे कदम क्या हैं"। आगे बढ़ते हुए, भारतीय बाजारों के लिए भी सर्वोत्तम निष्पादन आवश्यकताओं पर विचार किया जा सकता है।

बाजार की निगरानी में सुधार

एसबीपी और ओटीसी ट्रेडिंग के कुछ अन्य स्थानों को अक्सर "डार्क पूल" के रूप में संदर्भित किया जाता है क्योंकि कीमत और व्यापार की जानकारी ऐसे प्लेटफॉर्म पर प्रसारित नहीं की जाती है। सीमित साहित्य उपलब्ध है जो इन डार्क पूल की गतिविधियों पर प्रकाश डालता है। एसबीपी पर व्यापारिक

गतिविधि की बाजार निगरानी इन स्थानों के बढ़ते महत्व के अनुपात में बढ़नी चाहिए। इस दिशा में एक दृष्टिकोण, यह देखते हुए कि एफएक्स व्युत्पन्नी पर लेन-देन स्तर के डेटा पहले से ही सीसीआईएल ट्रेड रिपोर्टिंग (टीआर) को रिपोर्ट किए जा रहे हैं, निष्पादन के स्थान का खुलासा करने के लिए एक जमीन के साथ टीआर रिपोर्टिंग आवश्यकताओं को स्पॉट लेनदेन (ग्राहक और इंटरबैंक दोनों) के साथ विस्तारित किया जा सकता है। यह एफएक्स बाजार के सूक्ष्म संरचना का समग्र दृष्टिकोण प्रदान करेगा।

नए बिकौलियों का परिचय

नई तकनीक का उपयोग करते हुए, गैर-बैंक इलेक्ट्रॉनिक मध्यस्थों का एक नया सेट, विशेष रूप से पीटीएफ, ने वैश्विक एफएक्स बाजारों में एक मजबूत आधार प्राप्त किया है। पीटीएफ में वृद्धि कम सीमांत लागत पर चलनिधि प्रदान करने के लिए प्रौद्योगिकी को लागू करने की उनकी क्षमता से प्रेरित है। जैसा कि वे बाजार-निर्माताओं में बदल गए हैं, मुख्य एफएक्स डीलिंग बैंकों के साथ, वे एफएक्स मध्यस्थता का एक अभिन्न हिस्सा बन गए हैं और विशेष रूप से स्पॉट बाजार में चलनिधि की स्थिति का एक प्रमुख निर्धारक बन गए हैं। चलनिधि बढ़ाने के अलावा, गैर-बैंक बाजार-निर्माता भी अन्यथा बैंक डीलर के नेतृत्व वाले बाजार में विभिन्न रुचि को लाते हैं, जिससे इसकी दक्षता और जीवंतता बढ़ती है। वैश्विक एफएक्स बाजारों में गैर-बैंक इलेक्ट्रॉनिक बाजार-निर्माताओं द्वारा निभाई जा रही प्रमुख भूमिका को देखते हुए, भारतीय एफएक्स बाजार में उनके आने के लाभ और जोखिम, एक बैंक डीलर के नेतृत्व वाले बाजार पर भी बहस हो सकती है।

संक्षेप में, इलेक्ट्रॉनिकीकरण ने मूल रूप से कीमतों की खोज के तरीके को बदल दिया है और वित्तीय बाजारों में उपयोगकर्ताओं के लिए चलनिधि का प्रावधान किया गया है। इन प्रवृत्तियों के कारण संरचनात्मक बदलावों पर प्रभावी ढंग से नज़र रखने के लिए बाजार की निगरानी को समान रूप से और लगातार विकसित होना चाहिए। साथ ही, इलेक्ट्रॉनिकीकरण से उभरने वाली संभावनाओं को बाजार की पारदर्शिता बढ़ाने, सूचना विषमता को कम करने और उपयोगकर्ताओं के लिए कीमत निर्धारण में सुधार करने के लिए लाभ उठाना चाहिए।

संदर्भ

- BIS (2016). Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity.
- Butz, M and R Oomen (2019). Internalisation by electronic FX spot dealers. *Quantitative Finance*, 19 (1), 35–56.
- Rahmouni-Rousseau, I., & Churm, R. (2018). Monitoring of fast-paced electronic markets. BIS Markets Committee Report.
- Moore, M, A Schrimpf and V Sushko (2016). Downsized FX markets: causes and implications. *BIS Quarterly Review*, December, 35–51.
- Schrimpf, A and V Sushko (2019a). FX trade execution: highly complex and fragmented". *BIS Quarterly Review*, December, 39–51.
- Schrimpf, A and V Sushko (2019b). Sizing up global foreign exchange markets. *BIS Quarterly Review*, December, 21–38.
- Woolridge, P. 2019. FX and OTC derivatives markets through the lens of the Triennial Survey. *BIS Quarterly Review*, December, 15-19.
- Yamaguchi, Y. 2001. The implications of electronic trading in financial markets. *Committee on the Global Financial System*, 1-37.