

भारतीय गिल्ट बाजार पर विचार*

श्री शक्तिकांत दास

एआई सम्मेलन में शामिल होना मेरे लिए प्रसन्नता का विषय है। मैं इस अवसर पर यह दर्ज कराना चाहता हूँ कि रिजर्व बैंक की दृष्टि में भारत में वित्तीय बाजारों के विकास में एफआईएमएडीए (फिन्डा) और पीडीएआई द्वारा निभाई गई महत्वपूर्ण भूमिका अत्यंत सराहनीय है। दोनों संगठनों ने ब्याज दर बाजारों की गहराई और तरलता (लिक्विडिटी/चलनिधि) में सुधार करने तथा सरकार द्वारा प्राथमिक निर्गमों (प्राइमरी इश्यूएंस) को अवलंब देने में महत्वपूर्ण भूमिका निभाई है।

भूमिका

पिछले साल मई के दौरान, अपने एक वक्तव्य में मैंने कहा था कि कोविड-19 ने वैश्विक अर्थव्यवस्था को पंगु बना दिया है, और एक बार फिर, केंद्रीय बैंकों को अर्थव्यवस्था की रक्षा के दायित्व में अग्रिम पंक्ति में खड़ा होना है। तब से एक साल से अधिक हो चुका है। यद्यपि उबरने के संकेत तो मिल रहे हैं, पर अभी भी इस भंवर से हम बाहर नहीं निकल पाए हैं।

महामारी के अचानक आघात के प्रत्युत्तर में त्वरित और निर्णायक नीतिगत कार्रवाइयों की आवश्यकता थी। इस पर कार्रवाई करते हुए दुनिया भर के केंद्रीय बैंकों ने ब्याज दरों को कम किया, सरकारी प्रतिभूतियों (जी-सेक) और अन्य आस्तियों की बड़े पैमाने पर खरीद के माध्यम से अपनी बैलेंस शीटों का विस्तार किया और वित्तीय प्रणाली में बड़ी मात्रा में तरलता (चलनिधि) डाली। कई केंद्रीय बैंकों ने उन विशिष्ट बाजार क्षेत्रों को ध्यान में रखते हुए उपायों को भी लागू किया जो अत्यधिक दबाव का सामना कर रहे थे। कई मामलों में, इन उपायों के साथ-साथ बैंकों और अन्य वित्तीय मध्यस्थों से ऋण प्रवाह को सपोर्ट करने तथा वित्तीय प्रणाली को स्थिर करने और वित्तीय बाजारों में विश्वास

बहाल करने के उद्देश्य से विनियामकीय छूट (कम पूंजी और चलनिधि आवश्यकताएं) प्रदान किए गए।

रिजर्व बैंक ने भी तेजी से कदम उठाए और मौद्रिक नीति, चलनिधि समर्थन और विनियमन के क्षेत्र में कई पारंपरिक, अपारंपरिक और अभिनव उपाय किए। दुनिया भर के अधिकांश ऋण प्रबंधकों की तरह रिजर्व बैंक को सरकार के अत्यधिक वर्धित ऋण कार्यक्रम का सामना करना पड़ा। विभिन्न उपायों के माध्यम से, रिजर्व बैंक ने उधार कार्यक्रम को बिना उथल-पुथल के पूरा किया और वित्तीय बाजार के अन्य क्षेत्रों, जैसे कॉर्पोरेट बॉन्ड बाजार के लिए अनुकूल परिस्थितियों का निर्माण किया। पूरे रेटिंग लैंडर पर क्रेडिट स्प्रेड्स के स्थिर होने से 2020-21 में ₹7.72 लाख करोड़ के कॉर्पोरेट बॉन्ड जारी किए जा सके। आज अपने संबोधन में मैं सरकारी प्रतिभूति (जी-सेक) बाजार पर ध्यान केंद्रित करना चाहूँगा जो किसी भी अर्थव्यवस्था में सबसे महत्वपूर्ण वित्तीय बाजार है। यह कहने की आवश्यकता नहीं है कि यह फिन्डा और पीडीएआई दोनों के लिए अत्यंत रुचि का विषय है।

सरकारी प्रतिभूति बाजार की विशिष्टताएं

जी-सेक बाजार मूलतः अन्य वित्तीय बाजारों से अलग है - यह वह बाजार है जिसमें जोखिम मुक्त ब्याज दर, जो एक प्रमुख समष्टि-आर्थिक चर है, निर्धारित किया जाता है। जी-सेक प्रतिफल अधिकांश वित्तीय परिसंपत्तियों के मूल्य निर्धारण के लिए मानक का में कार्य करते हैं। एक सुचारु सरकारी प्रतिभूति बाजार के बिना, वित्तीय प्रणाली कुशलता से कार्य नहीं कर सकती है।

जी-सेक बाजार की अन्य विशिष्टताएं हैं। पहला, विश्व स्तर पर जी-सेक बाजार मुख्य रूप से एक संस्थागत बाजार है, जिसमें प्रमुख प्रतिभागी बैंक और लंबी अवधि के निवेशक हैं, जिनमें निवेश फंड, बीमा फंड, सेवानिवृत्ति फंड शामिल हैं। दूसरा, विभिन्न जी-सेक लिखत अत्यधिक प्रतिस्थापन योग्य (सबस्टीट्यूटेबल) हैं तथा विभेद का एकमात्र कारक लिखतों की अवधि है। यह जी-सेक प्रतिफल कर्व को सार्वजनिक हित की वस्तु के रूप देखे जा सकने के कारणों में एक है, जैसा कि मैं जोर देता रहा हूँ। तीसरा, सरकारी प्रतिभूतियां भुगतान और निपटान प्रणाली, चलनिधि परिचालन और वित्तीय क्षेत्र के अन्य लेनदेन के

* 21वें फिन्डा - पीडीएआई वार्षिक सम्मेलन में 31 अगस्त, 2021 को श्री शक्तिकांत दास, गवर्नर, भारतीय रिजर्व बैंक का मुख्य भाषण

लिए सबसे व्यापक रूप से उपयोग की जाने वाली उच्च गुणवत्ता वाली संपार्श्विक प्रदान करती हैं। चौथा, और एक केंद्रीय बैंक के लिए यह विशेष रूप से प्रासंगिक है, कि वस्तुतः सभी मौद्रिक परिचालन सरकारी प्रतिभूति बाजार में कार्यान्वित किए जाते हैं। किसी भी बाजार अर्थव्यवस्था में मौद्रिक संचरण मूलतः एक कुशल जी-सेक बाजार से जुड़ा हुआ है।

अब मैं इस पर प्रकाश डालूंगा कि जी-सेक बाजार को विकसित करने के लिए कुछ महत्वपूर्ण कदम क्या थे तथा सामान्य एवं दबाव वाली अवधियों में भी रिज़र्व बैंक के लिए अपने कई दायित्वों को संतुलित करने में यह भूमिका कैसे सहायक है।

भारत में सरकारी प्रतिभूति बाजार का विकास

भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम, 1934, सरकारी प्रतिभूति अधिनियम, 2006 और भुगतान और निपटान प्रणाली अधिनियम, 2007 की व्यापक सांविधिक संरचना के अंतर्गत, रिज़र्व बैंक ने सरकारी प्रतिभूतियों में व्हेन इश्यूड (डबल्यू आई) ट्रेडिंग, शॉर्ट सेलिंग, रिपो लेनदेन, ब्याज दर डेरिवेटिव्स और ऐसे ही अन्य चीजों के विकास में सहायता की है। इसके अलावा, बाजारों में सत्यनिष्ठा, पारदर्शिता और निष्पक्ष अभिगम को बढ़ावा देने के लिए, रिज़र्व बैंक ने 2018 में इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म (ईटीपी) (रिज़र्व बैंक) निदेश, 2019 में बाजार दुरुपयोग निवारण निदेश और 2019 में वित्तीय बेंचमार्क प्रशासक (रिज़र्व बैंक) निदेशों को जारी कर वैश्विक सर्वोत्तम प्रथाओं की शुरुआत की है। इन प्रयासों के परिणामस्वरूप, पिछले कुछ वर्षों में सार्वजनिक ऋण के कुशल प्रबंधन और द्वितीयक बाजारों के विकास के लिए जी-सेक बाजारों हेतु कानूनी व विनियामकीय संरचना विकसित हुई है।

आपूर्ति पक्ष - ऋण के मुद्रीकरण से लेकर बाजार आधारित ऋण प्रबंधन तक

सरकारी ऋण के स्वतः मुद्रीकरण की समाप्ति, निर्गमन हेतु नीलामी प्रक्रिया की शुरुआत और एफआरबीएम अधिनियम, 2003 के अधिनियमन से जी-सेक बाजार के विकास में काफी सहायता मिली। सुधारों का अगला चरण संस्थागत विकास की दिशा में था जिसमें प्राथमिक डीलरों (पीडी) का संस्थापन; भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड (सीसीआईएल) -गारंटीकृत निपटान के लिए एक केंद्रीय प्रतिपक्ष - की स्थापना और फिम्डा

(एफआईएमएमडीए) और पीडीआई जैसे बाजार निकायों का गठन शामिल था। दिसंबर 2015 से, एक मध्यावधि ऋण प्रबंधन रणनीति (एमटीडीएस) तैयार की गई है जो तीन व्यापक स्तंभों, यथा, मध्यम अवधि में कम लागत पर उधार लेना, जोखिम शमन और बाजार विकास के इर्द-गिर्द घूमती है।

सरकारी प्रतिभूतियों का निर्गमन विभिन्न परिपक्वता वर्गों में किया जाता है, जिससे प्रतिफल वक्र (यील्ड कर्व) 40 वर्षों तक का बनता है। पुनर्निर्गम द्वारा निर्गम आकार बनाने के माध्यम से द्वितीयक बाजार चलनिधि को सहायता मिलती है। परिणामी रोलओवर जोखिम प्रबंधन बायबैक/स्विच का उपयोग करके सक्रिय समेकन के माध्यम से किया जाता है।

अप्रैल, 2002 से सरकारी प्रतिभूतियों में नीलामियों के लिए कैलेंडर जारी करने की शुरुआत से आपूर्ति में पारदर्शिता बढ़ाई गई। नीलामी इलेक्ट्रॉनिक रूप से आयोजित की जाती है, जो पारदर्शिता के साथ-साथ कुशलता सुनिश्चित करती है। मुद्रास्फीति से जुड़े बॉन्ड और फ्लोटिंग-रेट बॉन्ड सहित विभिन्न लिखतों के माध्यम से उत्पाद विविधता सुनिश्चित की जाती है। सरकारी नकदी प्रवाह को सुगम बनाने के लिए ट्रेजरी बिल और कैश मैनेजमेंट बिल जारी किए जाते हैं। जीरो-कूपन यील्ड कर्व के विकास को सुगम बनाने और खुदरा निवेशकों को सरकारी प्रतिभूतियों के बाजार की ओर आकर्षित करने के लिए प्रतिभूतियों के पंजीकृत ब्याज और मूलधन की अलग ट्रेडिंग (स्ट्रिप्स) जारी करने के विनियामकीय प्रावधान भी किए गए हैं। आगे चलकर, यह वांछनीय होगा कि रिज़र्व बैंक और फिम्डा और पीडीआई जैसे बाजार निकाय स्ट्रिप्स लिखत को और अधिक लोकप्रिय बनाने के लिए मिलकर काम करें। खुदरा निवेशकों पर लक्ष्यित विशिष्ट उत्पादों में सरकारी (सॉवरिन) गोल्ड बॉन्ड (स्वर्ण में मूल्यवर्गित सरकारी प्रतिभूति) और बचत बॉन्ड भी शामिल हैं।

मांग पक्ष - विविधता के बीच सुदृढ़ता

जी-सेक बाजार में सुदृढ़ता और विविधता लाने के लिए प्रत्यक्ष खुदरा भागीदारी को प्रोत्साहित करने के लिए कई कदम उठाए गए हैं। इन कदमों में एनडीएस-ओएम पर ऑड-लॉट खंड और प्राथमिक नीलामियों में गैर-प्रतिस्पर्धी बोली लगाने का प्रावधान; बैंकों/प्राथमिक डीलरों/स्टॉक एक्सचेंजों को खुदरा निवेशकों के लिए एग्रीगेटर/सुविधाकर्ता के रूप में कार्य करने की अनुमति देना; खुदरा निवेशकों के लिए उत्पादों (प्रोडक्ट्स) की

शुरूआत आदि शामिल हैं। बाजार की आधार-संरचना - एक्सचेंज ट्रेडिंग सिस्टम और एनडीएस-ओएम को जोड़कर; और आरबीआई की सब्सिडियरी जनरल लेजर सिस्टम और डिपॉजिटरी की कड़ी जोड़कर अंतरपरिचालनीयता (इंटरऑपरेबिलिटी) बढ़ाने का प्रयास किया गया है।

विदेशी निवेशकों को विवेकपूर्ण सीमाओं के अधीन सरकारी प्रतिभूतियों में निवेश करने की अनुमति दी गई है। स्वैच्छिक प्रतिधारण मार्ग (वीआरआर) और पूर्णतः सुलभ मार्ग (एफएआर) की शुरूआत जैसे हाल के प्रयासों ने मांग पक्ष को सुदृढ़ करने में योगदान दिया है। हेजिंग के साथ-साथ ट्रेडिंग के लिए ब्याज दर डेरिवेटिव बाजारों में अनिवासी भागीदारी की अनुमति दी गई है। विदेशी मुद्रा जोखिम की हेजिंग के विनियामक ढांचे को उदार बनाया गया है ताकि निवेशकों को अपने मुद्रा जोखिम को ऑनशोर हेज करने के लिए प्रोत्साहित किया जा सके। विदेशी निवेशकों द्वारा 'कारोबार करने में आसानी' को बढ़ावा देने के लिए कई अन्य उपाय भी किए गए हैं, जैसे व्यापार (ट्रेड्स) का टी+2 निपटान, लेन-देन की रिपोर्टिंग के लिए विस्तारित समय और बैंकों को जी-सेक व्यापारों के लिए मार्जिन को फंड करने की अनुमति देना।

बाजार आधार-संरचना - अत्याधुनिक ट्रेड और पोस्ट-ट्रेड सेवाएं

एक स्वस्थ, मजबूत और सुरक्षित बाजार आधार-संरचना बाहरी आघातों के विरुद्ध सरकारी प्रतिभूति बाजार की प्रत्यास्थता (रेज़िलिएंस) को बढ़ाती है और मूल्य निर्धारण में योगदान करती है। रिज़र्व बैंक ट्रेडिंग और पोस्ट ट्रेड सेवाओं से संबंधित अत्याधुनिक बुनियादी ढांचे को लगातार विकसित करने में लगा हुआ है, जिसमें एकमुश्त (आउटराइट) और रिपो दोनों बाजारों में निपटान, रिपोर्टिंग और व्यापारिक सूचनाओं का समय पर प्रसार शामिल है। मैं पूरी विनम्रता के साथ कह सकता हूँ कि भारत में सरकारी प्रतिभूति बाजार की आधार-संरचना को परिष्कार के मामले में अत्याधुनिक माना जा सकता है। रिज़र्व बैंक की एनडीएस-ओएम प्रणाली- जो एक अनाम ऑर्डर मिलान प्लेटफॉर्म है- कई प्रकार की कार्यात्मकताएं प्रदान करती है, जिसमें मानक और विषम मात्रा आकारों (ऑड लॉट साइज) में ट्रेडिंग और "व्हेन-इश्यूड" बाजार में ट्रेडिंग शामिल है। यह उन्नत अर्थव्यवस्थाओं सहित अधिकांश क्षेत्राधिकारों के विपरीत है- जहाँ सरकारी बॉन्ड में ट्रेडिंग प्रधानतः बोलकर मोलभाव (वॉयस नेगोशिएटेड) के

जरिए होती है या कई इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म (ईटीपी) पर खंडित रूप में। एनडीएस-ओएम शायद अपनी तरह का एकमात्र है क्योंकि (i) इसकी प्री और पोस्ट ट्रेड पारदर्शिता अद्वितीय है; (ii) यह एक ही ऑर्डर बुक उपलब्ध कराकर, समस्त बाजार तरलता (मार्केट लिक्विडिटी) को एकत्र करता है; और (iii) यह ट्रेडिंग में अनामिता (एनॉनिमिटी) की सुविधा प्रदान करता है और इस प्रकार छोटे निवेशकों के लिए भी उचित और भेदभाव- रहित कीमत निर्धारण (प्राइस डिस्कवरी) सुनिश्चित करता है।

ट्रेडिंग की आधार-संरचना के पूरक के रूप में सुपुर्दगी-बनाम-भुगतान-आधारित गारंटीकृत निपटान तंत्र है जो निपटान जोखिमों को दूर करता है, बहुपक्षीय निवलीकरण (नेटिंग) के माध्यम से, चलनिधि आवश्यकताओं को कम करता है। यह भारत में सरकारी प्रतिभूति बाजार की महत्वपूर्ण विशेषताओं में से एक है क्योंकि बहुत से क्षेत्राधिकारों (देशों) में सरकारी प्रतिभूतियों में एक ही स्थान पर सभी नकद और रिपो लेनदेन के लिए केंद्रीय समाशोधन की बात तो जाने दें, सरकारी प्रतिभूतियों का केंद्रीय समाशोधन (क्लीयरिंग) भी नहीं है। वास्तव में, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में बाजार में गड़बड़ी के हालिया प्रकरणों के बाद, केंद्रीय समाशोधन (क्लीयरिंग) को व्यापक रूप से अपनाने की आवश्यकता को लेकर चर्चा जोर पकड़ रही है।

लाइव ऑर्डर का सार्वजनिक प्रसार कर और सभी ट्रेड एनडीएस-ओएम पर निष्पादित कर प्री-ट्रेड और पोस्ट ट्रेड पारदर्शिता के उच्च स्तर सुनिश्चित किए जाते हैं। व्यापार (ट्रेड)-वार ऐतिहासिक डेटा सभी के लिए उपलब्ध है। दिन के अंत में एक स्वतंत्र बेंचमार्क प्रशासक (एफबीआईएल) द्वारा सरकारी प्रतिभूतियों के मूल्यांकन के प्रकाशन से मूल्य पारदर्शिता सुधरती है।

पूरक बाजार

सरकारी प्रतिभूतियों के बाजारों को वित्तपोषण बाजारों और जोखिम बाजारों के रूप में सहायक बाजारों की जरूरत है। रिपो बाजार एक फंडिंग बाजार का कार्य करता है। इसी तरह, ब्याज दर डेरिवेटिव बाजार जोखिम के प्रबंधन को सक्षम बनाता है। 2019 में ओटीसी और एक्सचेंज-ट्रेडेड डेरिवेटिव दोनों को कवर करते हुए व्यापक निदेश जारी किए गए, जो पात्र संस्थानों, अनुमेय लिखतों, एक्सपोजर सीमा और रिपोर्टिंग के लिए नियमों का औचित्य बताते हैं। वायदा (फ्यूचर्स) और विकल्प (ऑप्शन्स) की

शुरुआत की गई है। बाजारों को गहरा और तरल (लिक्विड) बनाने के प्रयास जारी हैं।

आरबीआई और सरकारी प्रतिभूति बाजार

अब मैं रिजर्व बैंक के कार्यों के प्रभावी निर्वाह के लिए सरकारी प्रतिभूति बाजार की महत्ता की ओर मुड़ता हूँ। मौद्रिक नीति प्राधिकारी, प्रणालीगत तरलता के प्रबंधक, सरकारी ऋण प्रबंधक, ब्याज दर और विदेशी मुद्रा बाजारों के विनियामक, भुगतान और निपटान प्रणाली के विनियामक और वित्तीय स्थिरता के पर्यवेक्षक के रूप में रिजर्व बैंक की बहुआयामी भूमिका सरकारी प्रतिभूति (जी-सेक) बाजार को इन दायित्वों के प्रभावी निर्वाह की दृष्टि से महत्वपूर्ण बनाती है।

घरेलू वित्तीय बाजारों के विकास और ब्याज दरों के अविनियमन के साथ, मौद्रिक नीति प्रयोजनों का प्रभावी संचरण जी-सेक बाजार के गहरे और तरल (लिक्विड) होने पर निर्भर करता है ताकि भविष्य की अल्पकालिक दरों की अपेक्षाओं को वर्तमान दीर्घकालिक दरों से जोड़कर ब्याज दरों पर इच्छित प्रभाव पैदा किया जा सके।

इसी तरह, एक सुचारु सरकारी प्रतिभूति बाजार लोक ऋण प्रबंधन कुशलतापूर्वक सुनिश्चित करता है। लोक ऋण संरचना अर्थात् मात्रा, गठन और ऋण का स्वामित्व भी मौद्रिक स्थितियों को प्रभावित करती है। महामारी के मद्देनजर की गई राजकोषीय कार्यवाहियों के परिणामस्वरूप जब सरकारी उधार में तेज वृद्धि हुई, रिजर्व बैंक द्वारा किए गए बाजार संचालन ने न केवल उधार कार्यक्रम के गैर-विघटनकारी कार्यान्वयन को सुनिश्चित किया, बल्कि प्रतिफल वक्र के स्थिर और व्यवस्थित विकास को भी सुगम बनाया। इसलिए, मौद्रिक नीति, सरकारी प्रतिभूति बाजार विनियमन और लोक ऋण प्रबंधन को घनिष्ठ समन्वय में संचालित करने की आवश्यकता है, और इस तरह के समन्वय में मुख्यतः सरकारी प्रतिभूति (जी-सेक) बाजार पर ध्यान दिया जाता है।

रिजर्व बैंक के पास रहने वाले सरकारी प्रतिभूति भंडार (जी-सेक रिपॉजिटरी) की वर्तमान व्यवस्थाएं निर्बाध चलनिधि परिचालन और सरकारी प्रतिभूति व्यापार के साथ-साथ निपटान की सुविधा प्रदान करती है। यह निवेशकों को विश्वास प्रदान करता है, अभिरक्षा जोखिम को दूर करता है और लेनदेन की लागत को कम करता है। बाजार की आधार-संरचना के स्वामित्व/निगरानी से हासिल होने वाली तत्काल बाजार आसूचना (रीयल-टाइम

मार्केट इंटेलिजेंस) नीति प्रतिक्रियाओं में समय पर अपेक्षित समायोजन के लिए महत्वपूर्ण है।

रिजर्व बैंक द्वारा जी-सेक बाजार के विनियमन का बैंकिंग विनियामक के रूप में अपनी भूमिका के साथ एक मजबूत तालमेल भी है - क्योंकि बैंक इन बाजारों में प्रतिभागियों की सबसे बड़े वर्ग हैं। इस पक्ष के महत्व पर हाल की जी30 रिपोर्ट में भी प्रकाश डाला गया है, जिसमें अमेरिकी ट्रेजरी बाजारों के खंडित विनियमन की पहचान की गई है, जहाँ बैंकिंग विनियमों का बाजार-निर्माण (मार्केट मेकिंग) पर प्रतिकूल प्रभाव पड़ा प्रतीत होता है।

सरकारी प्रतिभूतियों के लिए वर्तमान विनियामक व्यवस्था से निम्नलिखित सहक्रियाजन्य लाभ मिलते हैं: सरकारी प्रतिभूतियों के लिए एकीकृत बाजार, सरकारी प्रतिभूतियों में रिपो, चलनिधि और अन्य मौद्रिक परिचालन, विनियम दर प्रबंधन, प्रमुख डेरिवेटिव बाजारों का विनियमन, लोक ऋण प्रबंधन और बाजार सहभागियों में सबसे बड़े वर्ग बैंकों का विवेकसम्मत विनियमन। प्रमुख समष्टि बाजार चरों (मैक्रो मार्केट वेरिएबल्स) - समग्र वित्तीय बाजार सक्षमता सुनिश्चित करने वाले ब्याज दरों और विनियम दरों - के संबंध में रिजर्व बैंक के दायित्व और वृद्धि के लक्ष्य को ध्यान में रखते हुए स्थिरता सुनिश्चित करने की अपनी जवाबदेही के बीच सहक्रियाजन्य लाभ को अच्छी स्वीकृति प्राप्त है। दरअसल, विदेशी मुद्रा और ब्याज दर बाजारों में दबाव का प्रभावी प्रबंधन जी-सेक बाजार में सीधी पहुँच और निगरानी से संभव हो पाता है।

भविष्य की कार्यसूची

सकल घरेलू उत्पाद (जीडीपी) के प्रतिशत के रूप में बकाया स्टॉक के संदर्भ में देखें तो, भारतीय सरकारी प्रतिभूति (जी-सेक) बाजार का आकार अधिकांश एशियाई समकक्षों की तुलना में बड़ा है। 2019 बीआईएस के एक अध्ययन¹ के अनुसार, भारतीय सरकारी प्रतिभूतियों के लिए औसत बोली-प्रस्तावित दर (बिड-आस्क स्प्रेड) के माध्यम से मापी गई तरलता (लिक्विडिटी) सर्वश्रेष्ठ में से एक है। सरकारी प्रतिभूति बाजार ने कॉरपोरेट बॉन्ड बाजार के विकास के लिए एक मजबूत रीढ़ भी प्रदान की है।

भारत में जी-सेक बाजार के अच्छे विकास के बावजूद, उभरती आवश्यकताओं के साथ तालमेल बनाए रखने के लिए

¹ <https://www.bis.org/publ/cgfs62.pdf>

और विकास की गुंजाइश है। सबसे पहले, टर्नओवर अनुपात द्वारा मापी जाने वाली द्वितीयक बाजार तरलता, (सेकेंडरी मार्केट लिक्विडिटी) कई अवसरों पर अपेक्षाकृत कम पाई जाती है और कुछ प्रतिभूतियों और अवधियों में केंद्रित रहती है। प्रतिफल वक्र (यील्ड कर्व) तदनुसार व्याकुंचन (किंक) दर्शाता है, जो चुनिंदा प्रतिभूतियों/अवधियों को मिलने वाले चलनिधि प्रीमियम का सूचक है। कुछ हद तक, यह भारत में बाजार व्यष्टि-संरचना का परिणाम है, जिस पर 'खरीद और धारण' (बाइ एंड होल्ड) और 'केवल अधिग्रहण' ('लॉन्ग ओनली') निवेशकों का वर्चस्व है। हमें एक ऐसा प्रतिफल वक्र (यील्ड कर्व) विकसित करने की जरूरत है जो सभी अवधियों में तरल हो।

दूसरा, निवेशक आधार का विस्तार बाजार के आगे के विकास की कुंजी है। सरकार के साथ मिलकर आरबीआई यह प्रयास कर रहा है कि अंतरराष्ट्रीय केंद्रीय प्रतिभूति भंडार [इंटरनेशनल सेंट्रल सिक्क्योरिटीज़ डिपॉजिटरीज़ (आईसीएसडी)] के माध्यम से सरकारी प्रतिभूतियों में लेनदेन का अंतरराष्ट्रीय निपटान हो सके। यह प्रारंभ हो जाए तो, इससे गैर-निवासियों की सरकारी प्रतिभूति बाजार में पहुँच बढ़ेगी, जैसा कि वैश्विक बॉन्ड सूचकांकों में भारतीय सरकारी प्रतिभूतियों (इंडियन जी-सेक) के शामिल होने से होगा, जिसके लिए प्रयास जारी हैं। सरकारी प्रतिभूतियों में प्रत्यक्ष खुदरा भागीदारी को प्रोत्साहित करने के लिए, आरबीआई ने 'रिटेल डायरेक्ट' योजना की घोषणा की है, जो व्यक्तिगत निवेशकों द्वारा सरकारी प्रतिभूतियों में निवेश की सुविधा के लिए एक-ठौरी (वन-स्टॉप) समाधान है।

तीसरा, बढ़ती ब्याज दरों की अवधि के दौरान या अनिश्चितता के समय में सरकारी प्रतिभूतियों के बाजार में तरलता (लिक्विडिटी) सूखने लगती है। 'विशेष रिपो' के लिए बाजार यद्यपि प्रतिभूतियों के उधार की सुविधा प्रदान करता है, उचित होगा कि अन्य विकल्पों को भी देखा जाए जो विभिन्न परिपक्वताओं में बाजार में प्रतिभूतियों की पर्याप्त आपूर्ति सुनिश्चित करते हैं। स्मरण हो कि 'खरीद और धारण' ('बाइ एंड होल्ड') प्रकार (जैसे, बीमा कंपनियों, पेंशन फंड) के निवेशकों को अन्य बाजार सहभागियों को अपनी प्रतिभूतियां उपलब्ध कराने हेतु प्रोत्साहित कराकर द्वितीयक बाजार चलनिधि (सेकेंडरी मार्केट लिक्विडिटी) बढ़ाने के लिए प्रतिभूति उधार लेने-देने की व्यवस्था [सिक्क्योरिटीज़ लेंडिंग एंड बॉरोइंग मैकेनिज्म (एसएलबीएम)] शुरू करने पर चर्चाएं हुई थीं। इस विषय पर फिमडा और पीडीएआई से उपयोगी राय मिली थी।

मैं आग्रह करूँगा कि इन चर्चाओं को ऐसी बाजार आधारित व्यवस्थाओं को विकसित करने की दृष्टि से आगे बढ़ाया जाए जो बाजार के समग्र विकास के अंग के रूप में प्रतिभूतियों को उधार देने और उधार लेने में सहायक हों।

चौथा, ब्याज दर डेरिवेटिव (आईआरडी) बाजार ने विगत वर्षों में अपने विकास क्रम में उत्पादों की एक विस्तृत श्रृंखला उपलब्ध कराई है। हालांकि, मुंबई इंटरबैंक ऑफर रेट (मिबॉर) आधारित ओवरनाइट इंडेक्स्ड स्वैप (ओआईएस) बाजार एकमात्र प्रमुख तरल/चलनिधि उत्पाद बना हुआ है। आईआरडी बाजारों में भागीदारी भी काफी हद तक विदेशी बैंकों, निजी क्षेत्र के बैंकों और प्राथमिक डीलरों तक ही सीमित है। मुझे यह जानकर खुशी हुई कि भारतीय रिजर्व बैंक के निर्देशों के आधार पर, एफआईएमएमडीए (फिमडा) ने बाजार सहभागियों के परामर्श से ट्रेड-इन स्वैपशन्स के लिए परिचालन दिशानिर्देश तैयार किए और स्वैपशन्स में ट्रेडिंग शुरू हो गई है। बीमा कंपनियों, भविष्य निधि और पेंशन फंड और कॉरपोरेट्स जैसे बाजार सहभागियों द्वारा दीर्घकालिक ब्याज दर और पुनर्निवेश जोखिम की बचाव व्यवस्था (हेजिंग) में सहायक नए उपकरणों पर विचार करने का भी यह एक उपयुक्त समय है। अपनी ओर से, रिजर्व बैंक प्रणाली में सुविधाजनक चलनिधि स्थिति बनाए रखने के अपने प्रयास के एक अभिन्न अंग के रूप में सरकारी प्रतिभूति (जी-सेक) बाजार में पर्याप्त चलनिधि सुनिश्चित करने का प्रयास करेगा। 6 अगस्त, 2021 के अपने मौद्रिक नीति वक्तव्य में, मैंने 6 फरवरी, 2020 को घोषित संशोधित चलनीधि प्रबंधन ढाँचे के तहत मुख्य संचालन के रूप में परिवर्तनीय दर रिवर्स रिपो (वीआरआरआर) नीलामी की क्रमिक बहाली के लिए एक रूपरेखा बताई थी। जैसे-जैसे बाजार नियमित समय पर व्यवस्थित हो जाते हैं तथा कामकाज और चलनिधि संचालन सामान्य हो जाता है, इस प्रक्रिया को सुविधाजनक बनाने के उद्देश्य से अप्रत्याशित और एकमुश्त चलनिधि प्रवाह को प्रबंधित करने के लिए रिजर्व बैंक समय-समय पर समायोजन वाले कार्य (फाइन-ट्यूनिंग ऑपरेशन्स) भी करेगा ताकि प्रणाली में चलनिधि स्थितियां संतुलित और समानतः वितरित रूप में विकसित हों।

निष्कर्ष

सरकारी प्रतिभूतियां एक पृथक प्रकार का आस्तित्व वर्ग हैं। अर्थव्यवस्था के समग्र समष्टि ब्याज दर परिवेश में सरकारी प्रतिभूति बाजार की भूमिका को समझना महत्वपूर्ण है। इधर कुछ वर्षों में, सरकारी प्रतिभूतियों का बाजार और संबद्ध बाजार

आधार-संरचना दुनिया में सर्वश्रेष्ठ में से एक माने जा सकने वाले चरण में पहुँच गए हैं। ये घटनाक्रम अन्य प्रमुख वित्तीय बाजारों जैसे कि ब्याज दर डेरिवेटिव व विदेशी मुद्रा बाजारों को विकसित व उदार करने के प्रयासों के तथा विभिन्न बाजारों एवं बाजार

आधार - संरचना में संबंध बनाने के प्रयासों के साथ हुए हैं। देश में वित्तीय बाजारों के विकास में हमने अच्छी प्रगति की है, लेकिन यह एक अनवरत चलने वाली यात्रा है और हम साथ मिलकर इसे और भी मजबूत और जीवंत बना सकते हैं।

धन्यवाद।