Как иностранные портфельные инвесторы зарабатывают на долговом рынке Индии?

Максим ЗЕНКОВ,
менеджер по долговому рынку Индии, Cbonds

Вопрос возможностей, которые предоставляет инвесторам индийский рынок, а также некоторых особенностей его регулирования уже затрагивался на страницах издания[1]. Теперь мы сосредоточимся на анализе стратегий иностранных портфельных инвесторов, которые ведут деятельность в его долговом сегменте, и более подробно рассмотрим существующие на нем правила и механизмы инвестирования.

Избыток индийских рупий на счете можно использовать для инвестирования в государственные облигации, в том числе краткосрочные

ФОРМЫ ИНОСТРАННОГО УЧАСТИЯ В ДОЛГОВОМ СЕГМЕНТЕ

Участие на долговом рынке для иностранных компаний возможно путем получения статуса иностранного портфельного инвестора (FPI), который присваивается государственным регулятором рынка ценных бумаг — SEBI. На сегодняшний день такой статус имеют более 11 000 банков, фондов, иных юридических и физических лиц. Среди российских компаний в списке представлен только «Альфа-Капитал». Банки, являющиеся обладателями статуса, могут проводить операции от имени своих клиентов — физических лиц.

Как в отношении покупки акций, так и в отношении инвестирования в долговые инструменты действуют ограничения, касающиеся объема и характера бумаг: в частности, портфельный инвестор не может владеть 50% или большей долей от объема эмиссии, а приобретаемые им корпоративные или государственные бумаги со сроком погашения менее года не должны составлять более 30% от объема портфеля облигаций.

Для каждой категории долговых бумаг действуют ограничения на совокупную долю их объема, находящуюся в руках иностранных инвесторов. Квота время от времени пересматривается в сторону повышения, но на данный момент используется менее четверти лимита владения облигациями центрального правительства и около 15% лимита по корпоративным долговым инструментам.

Другим способом получения доступа к рынку являются счета «востро», открываемые в индийских банках от имени зарубежного финансового института для осуществления расчетов в национальных валютах.

[1] Корбут Е. Инвестиции в Индию: ограничения и перспективы // Cbonds Review. 2021. №4. С. 68–73.

Разрешение на открытие таких счетов было выдано Резервным банком Индии (RBI) в июле 2022 года в рамках поиска альтернативных механизмов расчетов с российскими контрагентами. На февраль 2023 года счета «востро» в Индии имели уже 20 российских банков, соответствующие разрешения также выданы банкам из 17 других стран.

Избыток индийских рупий на счете можно использовать для инвестирования в государственные облигации, в том числе краткосрочные (T-bills). Получение статуса иностранного портфельного инвестора при этом не требуется. Учитывая, что интернационализация торговли в рупиях впервые стала одним из акцентов «Внешнеторговой политики Индии» — документа, опубликованного Правительством Индии в апреле 2023 года, можно ожидать расширения спектра бумаг, доступных для приобретения с избытка на счетах «востро».

Соответствующим актом предполагается возможность согласования расширенного перечня доступных для инвестирования бумаг на правительственном уровне.

Что касается российских игроков, то, кроме «Альфа-Капитал», который предоставил квалифицированным инвесторам доступ к крупнейшим индийским биржам, NSE и BSE, с порогом входа в 1 млн рублей, возможность получения прямого доступа к данным площадкам также рассматривает «Финам». Реализация запланирована на первое полугодие 2023 года с опорой на партнерство с индийской инвестиционной компанией Ashika Group.

ОБЪЕМ И СТРУКТУРА УЧАСТИЯ

На Рисунке 1 можно увидеть, что иностранные инвестиции в облигации характеризуются меньшим динамизмом и меньшей волатильностью по сравнению с портфельными инвестициями в акции. При этом устойчивого роста чистого объема вложений не наблюдается.

Одной из причин служит неустойчивость курса индийской рупии, находящейся под давлением структурного дефицита текущих счетов. Среди других можно назвать особенности налогового регулирования иностранных портфельных инвестиций и нахождение Индии за пределами глобальных облигационных индексов, о чем пойдет речь в следующих разделах.

В структуре инвестиций преобладают корпоративные облигации (Рисунок 3). Секторальное распределение инвестиций в корпоративные бумаги высоко диверсифицировано, что объясняется широким кругом эмитентов на индийском долговом рынке. Наибольшая доля приходится на сектора финансовых услуг и недвижимости: 9 % и 7 % соответственно.

Иностранные инвесторы приобретают облигации преимущественно на вторичном рынке, на первичные размещения приходится приблизительно 10 % сделок. Они в меньшей степени, чем индийские участники рынка, склонны удерживать бумаги до погашения.

Среди государственных облигаций иностранные инвесторы отдают предпочтение бумагам центрального правительства, хотя муниципальные также доступны

Страна	Число FPI
США	3475
Люксембург	1350
Канада	824
Великобритания	624
Маврикий	587
Сингапур	587
Япония	441
Каймановы острова	396
Австралия	381
ОАЭ	170

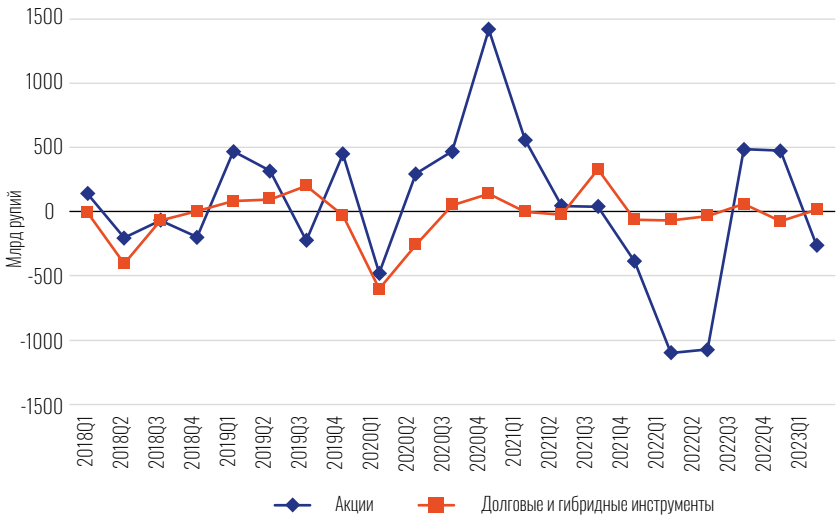
Таблица 1
Число FPI по странам регистрации

Источник: NSDL

Секторальное распределение инвестиций в корпоративные бумаги высоко диверсифицировано, что объясняется широким кругом эмитентов на индийском долговом рынке

Рисунок 1
Чистые иностранные портфельные инвестиции в акции и долговые инструменты на индийском рынке

Источник: CDSL



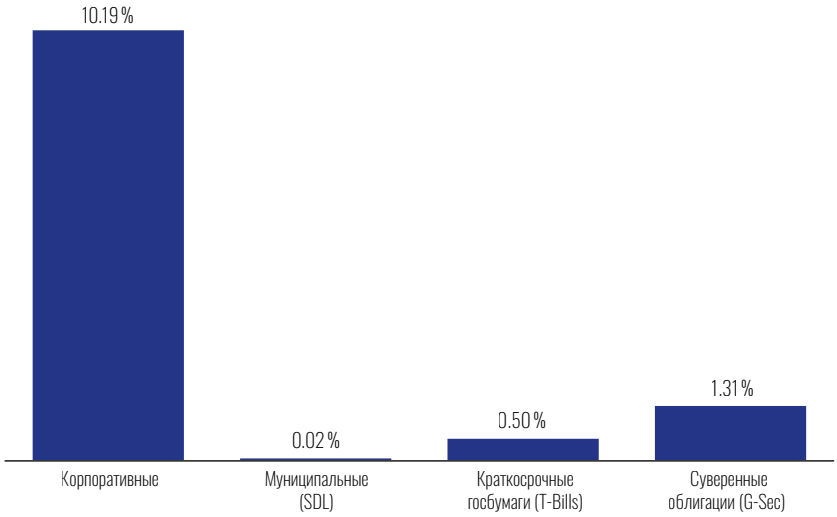


Рисунок 2
Доля иностранных держателей в объеме облигаций в обращении (31.12.2022)

Источник: SEBI, RBI

для приобретения. Одна из наибольших долей в объеме выпуска, 9.54 %, принадлежит иностранным инвесторам в пятилетней эмиссии со ставкой купона 7.32 % (IN0020180488).

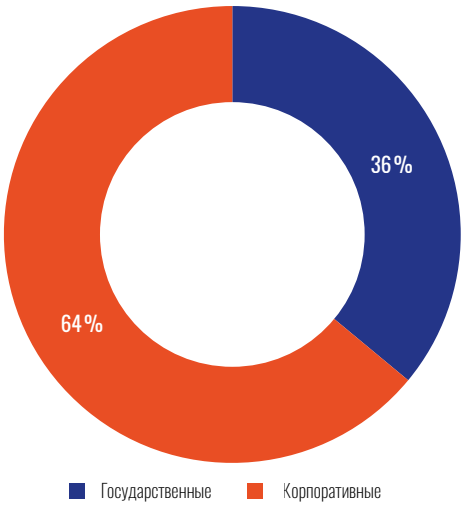
РЕГУЛИРОВАНИЕ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

Эволюция регулирования иностранных портфельных инвестиций в Индии сочетает противоречивые тенденции: с одной стороны, вырабатываются механизмы поощрения иностранных инвестиций, с другой — многие из существующих ограничений остаются в силе без перспективы близкого пересмотра, а отдельные аспекты регулирования ужесточаются.

В феврале 2023 года было объявлено, что действие сниженной налоговой ставки на купонный доход (5 %), подходящее к концу 1 июля текущего года, не будет продлено. Впервые с 2013 года иностранные инвесторы должны будут вновь уплачивать данный налог по ставке 20 %. В качестве причины названо стремление к восполнению упускаемых бюджетом доходов.

Рисунок 3
Распределение иностранных портфельных инвестиций в долговые бумаги по эмитенту (31.03.2023)

Источник: CSDL



Второй налог, который уплачивается в связи с инвестициями в долговой рынок, — налог на прибыль от продажи капитальных активов (capital gains tax). Его ставка для иностранных портфельных инвесторов составляет 30 %, если срок владения облигацией составляет менее года, и 10 %, если срок составляет более года для облигации с листингом на бирже и 36 месяцев без него. Отметим, что до 2018–2019-го финансового года иностранные инвесторы были освобождены от налога в случае долгосрочного владения долговой бумагой.

В зависимости от объема облагаемых данными налогами доходов их величина может быть дополнительно увеличена на 15–37 % от базовой суммы.

Среди мер стимулирования инвестиций в долговые инструменты следует отметить два механизма: «Fully Accessible Route» (FAR) для государственных бумаг и «Voluntary Retention Route» (VRR), распространяющийся и на корпоративные облигации.

Механизм FAR был создан в 2020 году в качестве канала инвестирования в определенные категории суверенных облигаций без каких-либо ограничений по объему доли иностранных инвесторов. Действие распространяется на все 5-, 10- и 30-летние бумаги центрального правительства, выпущенные начиная с 2020–2021-го финансового года, и другие специально обозначенные инструменты. Данная мера может рассматриваться как важное предварительное условие потенциального включения Индии в глобальные индексы государственных облигаций.

VRR — механизм, позволяющий иностранным инвесторам избежать количественных ограничений при покупке государственных и корпоративных долговых инструментов при условии сохранения не менее 75 % осуществленных инвестиций в течение трех лет. Для хеджирования валютных рисков, связанных с волатильностью рупии,

инвесторы могут использовать деривативы, предлагаемые получившими соответствующие разрешения индийскими организациями. По состоянию на март 2023 года, около 34% иностранных инвестиций в долговой рынок производится в рамках данной схемы, введенной в действие в 2020 году.

В 2022 году потолок объема инвестиций в рамках VRR был увеличен в 2.5 раза. Среди игроков, проявляющих интерес к механизму, представлены крупные банки с международным присутствием (Deutsche Bank, Bank of America) и институциональные инвесторы. Отмечается, что большая часть сделок в рамках VRR заключается между инвесторами и эмитентами на основе предварительной двухсторонней договоренности.

ПЕРСПЕКТИВЫ ВКЛЮЧЕНИЯ ДОЛГОВОГО РЫНКА ИНДИИ В ГЛОБАЛЬНЫЕ ИНДЕКСЫ

Индия остается крупнейшим развивающимся долговым рынком, который находится за пределами глобальных облигационных индексов. Включение позволило бы рассчитывать на приток инвестиций со стороны иностранных ETF и общий рост ликвидности торгуемых на рынке долговых инструментов.

Консультации по данному вопросу ведутся с 2013 года, но пик обсуждений пришелся на осень 2022 года, когда после исключения России из соответствующих индексов во многих индийских и международных СМИ решение о включении Индии в такие индексы, как J.P.Morgan Government Bond Index-Emerging Markets (GBI-EM), Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index, рассматривалось как вопрос нескольких месяцев.

Тем не менее разногласия по ряду вопросов либерализации регулирования долгового рынка, в том числе нежелания Индии санкционировать осуществление расчетов по ценным бумагам за пределами страны, преодолеть не удалось. В феврале 2023 года чиновники Министерства финансов страны выступили с заявлениями о том, что такой шаг является несвоевременным и Индия не планирует идти на значимые уступки для получения места в данных индексах.

Ключевым фактором обеспокоенности индийских властей является уязвимость экономики страны по отношению к волатильным потокам иностранных портфельных инвестиций в жестких макроэкономических условиях. Подверженная большим колебаниям валюта, структурный дефицит текущих счетов, опыт масштабного оттока иностранного капитала с долгового рынка в первом полугодии 2020 года определяют приверженность сохранению разнообразных инструментов контроля над трансграничными финансовыми потоками и желание избегать форсирования дальнейшего открытия рынка.

ISIN	Доля иностранных инвесторов, %
IN0020180488	9.54
IN0020220151	5.6
IN0020220060	5.47
IN0020180454	5.19
IN0020220037	4.9
IN0020220011	4.56
IN0020220136	4.36
IN0020200112	4.34

Таблица 2
Доли иностранных инвесторов в суверенных облигациях в рамках механизма «fully accessible route» (19.04.2023)

Источник: CCIL

Заинтересованность иностранных инвесторов и самих провайдеров во включении Индии в мировые индексы позволяет ожидать, что переговоры возобновятся по мере смягчения макроэкономического цикла, и по части выдвигаемых условий Индия может рассчитывать на уступки.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Индийский рынок, несмотря на его относительную закрытость, валютные и иные риски, является объектом повышенного интереса иностранных портфельных инвесторов, в том числе институциональных. Подтверждением может служить тот факт, что скандал вокруг одной из крупнейших индийских компаний, Adani Group, не вызвал систематического оттока иностранного капитала с долгового рынка: в январе и феврале, на его пике, сальдо оставалось положительным. Также на рынке существует большое пространство для экспансии международных игроков, поскольку на данный момент объем иностранного участия не соответствует его масштабу.

При условии окончания мирового цикла ужесточения монетарной политики и успешности усилий по сдерживанию инфляции и стабилизации курса рупии в Индии можно ожидать включения Индии в мировые облигационные индексы в горизонте нескольких лет. Это способно стать важным фактором расширения притока иностранного капитала. Опубликованная в апреле новая редакция «Внешнеторговой политики Индии» выражает приверженность постепенной интернационализации валюты и, следовательно, уверенность в возможности управления связанными рисками.

Российские игроки получают возможность участвовать в долговом рынке Индии как посредством прямого доступа к крупнейшим торговым площадкам, так и, в случае банков, путем использования излишков на своих рупиевых счетах. В условиях санкций вероятен рост интереса инвесторов из России к этому рынку, предлагающему широкий спектр инвестиционных возможностей.

Большая часть сделок в рамках VRR заключается между инвесторами и эмитентами на основе предварительной двухсторонней договоренности