# Breakeven rate на российском рынке облигаций —

## лучший прогноз инфляции или индикатор арбитражных возможностей?

**Алексей ТРЕТЬЯКОВ,**
основатель
УК «Арикапитал»

Для любого долгосрочного инвестора Breakeven rate — важный индикатор, в работе которого нужно уметь разбираться. В этой статье попробуем разобраться в теории, том, как работает Breakeven rate на эффективном рынке государственных облигаций США, и сравним с российской практикой.

Breakeven rate (Ставка безубыточности) — ключевое понятие для понимания инфляционных ожиданий на рынке

### ТЕОРИЯ

**Breakeven rate (Ставка безубыточности)** — ключевое понятие для понимания инфляционных ожиданий на рынке, это разница в доходности между обычной государственной облигацией и индексированной к инфляции облигацией (например, TIPS в США) с одинаковыми сроками погашения.

Если говорить просто, это рыночный прогноз по инфляции на определенный срок.

Как это работает?

1. У нас есть два типа облигаций:

• Обычная облигация с фиксированным купонным доходом; ее доходность (YTM) включает в себя два компонента: реальную доходность и компенсацию за ожидаемую инфляцию.

• Инфляционно-индексированная облигация (Inflation-Linked Bond, например, TIPS): ее основная сумма (номинал) корректируется на уровень инфляции (например, на индекс потребительских цен — CPI). Ее доходность — это реальная доходность.

2. Вычисляем Breakeven rate (BEI):

• Формула: Breakeven Inflation rate = Доходность обычной облигации — Доходность индексированной облигации.

Простой пример.

Допустим, у нас есть:

• 10-летняя обычная гособлигация США с доходностью 4.5 %;

• 10-летняя облигация TIPS с доходностью 2.0 %.

Breakeven rate = 4.5 % — 2.0 % = 2.5 %.

Что это означает на практике?

• Инвестор, покупающий обычную облигацию, ожидает, что инфляция в среднем за 10 лет составит 2.5 %.

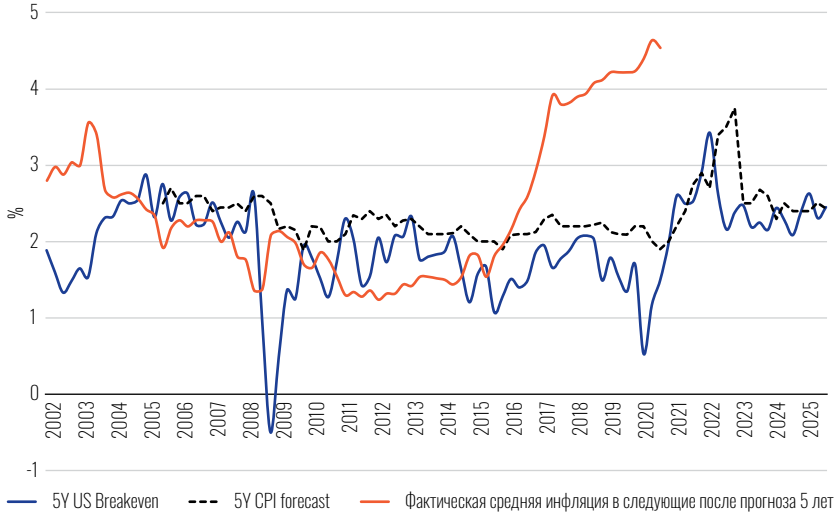


**Рисунок 1**
Сравнение прогнозов аналитиков и фактической 5-летней инфляции

Источник: Philadelphia Federal Reserve Bank

- Если фактическая инфляция за эти 10 лет окажется ровно 2.5%, то доходность обеих облигаций для инвестора будет одинаковой (он «вышел в ноль», отсюда и «безубыточность»).
- Если фактическая инфляция превысит 2.5%, то инвестору будет выгоднее владеть TIPS, так как его номинал и купоны вырастут сильнее.
- Если фактическая инфляция окажется ниже 2.5%, то выгоднее будет обычная облигация.

## ПРАКТИКА ЭФФЕКТИВНОГО РЫНКА

Сравнивая BEI с консенсусным аналитическим прогнозом инфляции, нужно отметить как плюсы, так и минусы каждого подхода.

BEI, как любой индикатор, получаемый из цен на рыночные инструменты, ведет себя более волатильно, иногда его резкие колебания говорят не об изменении инфляционных ожиданий, а об эмоциональных перепадах настроений инвесторов. С другой стороны, эмоциональные колебания, создавая возможности для заработка более хладнокровным участникам, устраняются, после чего рынок приходит к новому состоянию эффективности быстрее, чем меняются прогнозы экспертов и аналитиков.

Сравним точность аналитиков (согласно данным сайта Philadelphia Federal Reserve Bank) и Breakeven rate в прогнозировании средней 5-летней инфляции (Рисунок 1).

На графике видно, что и аналитики, и инвесторы правильно спрогнозировали большие макроэкономические тренды: замедление инфляции в начале 2000-х годов, ускорение инфляции в 2020-х, но кризисы 2008 и 2020 годов, начало войны на Украине — события, сильно повлиявшие на среднюю инфляцию, оказались за пределами прогностических способностей и тех и других. Сильное снижение инфляционных ожиданий в периоды кризисов — явная рыночная неэффективность, вызванная спросом на надежные гос. облигации, привели к тому, что в среднем 5-летний Breakeven rate сильнее отклонялся от последующей фактической инфляции. Если убрать из расчетов эти периоды, то Breakeven rate и консенсусный прогноз аналитиков ошибается примерно одинаково — на 40–50%. Если такая же точность сохранится в будущем, то исходя из текущего 5-летнего US Breakeven rate = 2.45 можно предположить, что фактическая средняя инфляция в США в 2025–2030 годах окажется в диапазоне 1.2–3.6%.

## ПРАКТИКА РОССИЙСКОГО РЫНКА

История обращения инфляционных ОФЗ пока не достигла глубины, позволяющей сравнить эффективность прогнозирования инвесторами долгосрочной инфляции. Также отсутствует и история долгосрочных аналитических прогнозов инфляции. Но имеющиеся данные показывают, что рыночный Breakeven rate с поправкой на эмоциональные скачки в отдельные эпохальные моменты — лучший из доступных индикаторов.

Рассмотрим Breakeven rate до 2030 года — индикатор, получаемый путем вычитания из номинальной доходности к погашению по выпуску ОФЗ 26228 (погашение 10.04.2030) реальной доходности к погашению по выпуску ОФЗ-ИН 52003 (погашение 17.07.2030) (Рисунок 2).

В 2021 году инвесторы разделяли прогноз Банка России, что инфляция останется на уровне 4% в долгосрочном периоде. В момент начала СВО рыночный прогноз долгосрочной инфляции подскочил до 10%, к лету 2022 года упал до 5% и к концу того же года вновь вырос до 7%. В то время как Банк России спрогнозировал возврат к 4-процентной инфляции в течение ближайшего года (и с тех пор постоянно обновляет прогноз достижения таргета за следующие 12 месяцев), рыночной Breakeven rate остался на повышенном уровне 7–8% вплоть до начала 2025 года. Только в последнее время Breakeven rate опустился до 6% (краткосрочное снижение Breakeven rate в августе 2025 года до 4% — рыночная аномалия, которую я отдельно комментировал в Телеграм-канале «War, Wealth & Wisdom» — https://t.me/warwisdom/1114), что опять же сильно контрастирует с официальными прогнозами инфляции.

## ПРАКТИЧЕСКИЕ ВЫВОДЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ

Обобщая общемировой и российский практический опыт, можно отметить, что Breakeven rate — качественная оценка будущей инфляции при условии, что за прогнозируемый период не произойдет события из разряда «черных лебедей». На фоне недостатка в России независимых аналитических центров рыночный Breakeven rate — лучший из доступных прогнозных индикаторов. Его недостатком является низкая ликвидность сегмента инфляционных ОФЗ и малое количество инфляционных выпусков.

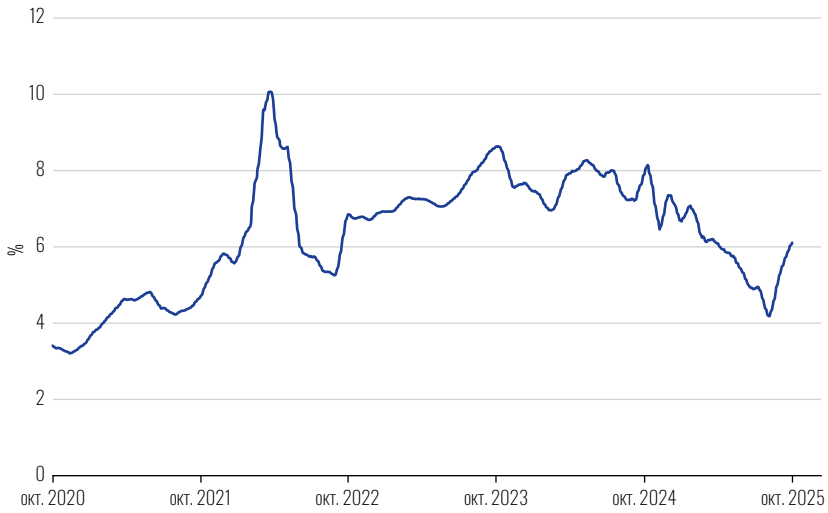


**Рисунок 2**
Breakeven rate до 2030 года

Источник: Bloomberg

На мой взгляд, 6-процентный прогноз будущей инфляции — наиболее релевантен на текущий момент. Любой инвестор, не согласный с рыночным прогнозом инфляции, может отнестись к нему, как к возможности одновременно и для арбитражного заработка, и исправления рыночной неэффективности. Можно перекладываться из обычных ОФЗ в инфляционные выпуски при занижении Breakeven rate (мы реализовали такую возможность в августе 2025 года), и наоборот, в случае завышения Breakeven rate.

Устойчивое превышение Breakeven rate над официальными прогнозами инфляции также указывает на сложности с достижением 4-процентного таргета, что означает сохранение на ближайшую перспективу жесткой монетарной политики Банка России.


Раздел на сайте Cbonds — Сбондс-ТВ

- Еженедельные выпуски Cbonds Weekly News
- Видео с конференций
- Интервью с ведущими экспертами финансовых рынков
- Вебинары с эмитентами и профучастниками рынков капитала
- Аналитические комментарии

Быть в курсе финансовых новостей

и многое другое теперь собрано в единую удобную медиабиблиотеку

Реклама. АО «Сбондс.ру». Подробнее на сайте: https://cbonds.ru