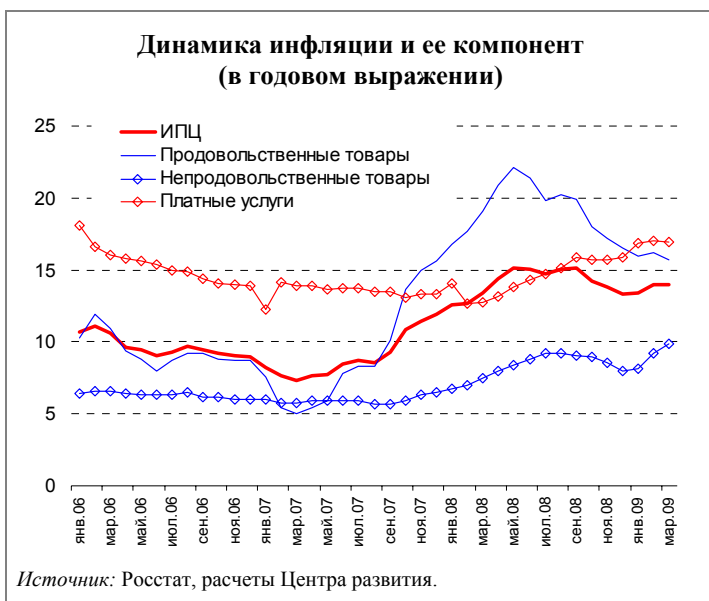


## Комментарий

### Снижение инфляции – надолго ли?

На прошлой неделе премьер В. Путин заявил о начавшемся снижении инфляции. По нашим оценкам, прирост цен к апрелю прошлого года действительно может снизиться приблизительно до 13,5%, что на 0,4 п.п. меньше мартовского показателя. Темпы роста цен на продовольствие снижаются, на услуги – стабилизировались, и, кажется, должны пойти на убыль, а на непродовольственные товары достигли 10%, но похожий всплеск был летом прошлого года, после чего они благополучно замедлились. В целом получается довольно позитивная картина...



Однако если разложить инфляцию на немного другие составляющие, с выделением базовой и небазовой инфляции<sup>4</sup>, то картина получится более настораживающая.

Так, начиная с ноября прошлого года темпы роста БИПЦ устойчиво превышают темпы инфляции, и уже практически достигли отметки в 15%. Учитывая существенный вес базовой инфляции (в шесть раз выше ее небазовой части), торможение ИПЦ до уровня 13% возможно только при сокращении темпов роста небазовой составляющей до уровня 10% г/г, что само по себе интересно, поскольку будет являться рекордно

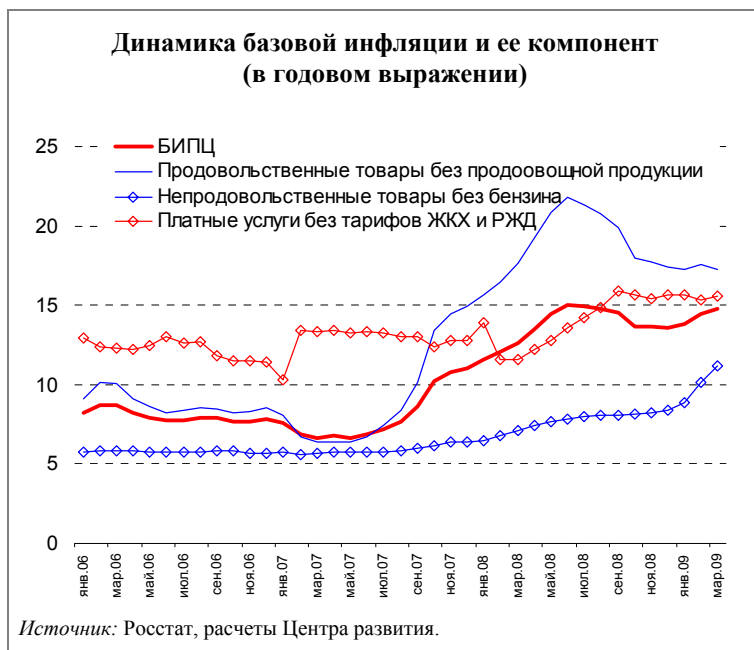
низким показателем (такого не было с 2004 г.).

За счет чего же достигнуто снижение инфляции по итогам апреля? Во-первых, циклическая динамика плодоовощных цен в годовом выражении составила всего 2,6% и отражает эффект базы (до мая 2008 года вся продовольственная продукция дорожала под влиянием роста мировых цен). Вероятно, после исчерпания эффекта базы рост этого индекса возобновится. Во-вторых, цены на бензин упали на 8% с начала года. Учитывая, что спрос на бензин малоэластичен, наблюдавшееся снижение цен (-23% с августовского пика) можно объяснить исключительно правительственным давлением и сокращением экспортных возможностей у нефтяников.

Что касается регулируемых тарифов, то Правительство оказывается в сложной ситуации – с одной стороны необходимо их повышать для выполнения инвестиционных программ естественных монополий, с другой – удерживать цены от роста. С каждой отраслью здесь все решается в индивидуальном порядке. Так, в электроэнергетике тарифы выросли на 25% с начала года в связи с необходимостью выполнения инвестиционной программы. Но это, похоже, исключение. Динамика тарифов в других отраслях с начала года находится ниже среднего уровня – тарифы на газ увеличились всего на 9%, на услуги РЖД всего на 2%. Недавнее заявление РЖД, что летом планируется отменить сезонный коэффициент 1,2 (впервые), лишь подтверждает

<sup>4</sup> Динамика роста цен складывается из т.н. базовой и небазовой инфляции. Базовая инфляция (или монетарная), доля которой составляет порядка 83%, показывает естественный рост цен, связанный с динамикой доходов, денежной массы, динамики курса, издержек. Небазовая часть (17%) состоит из: регулируемых цен – преимущественно регулируемые тарифы ЖКХ и транспорта, циклических – роста цен на плодоовощную продукцию, который сильно зависит от времени года и урожая, и динамики цен на бензин, на производителей которого Правительство имеет существенные неформальные рычаги воздействия.

гипотезу, что в случае с РЖД Правительство делает выбор в пользу сдерживания инфляции. В случае с Газпромом, также вероятно решение вопроса подобным образом, так как у Газпрома все эти годы был существенный «жирок» в виде огромных коммерческих затрат, а мировые цены на газ снизятся только ближе к лету.



Что же касается динамики базовой инфляции и ее компонент, то здесь ситуация выглядит довольно пессимистично и можно говорить о том, что рост цен в экономике ускоряется, несмотря на административные усилия Правительства<sup>5</sup>. Темп роста цен на услуги стабилизировался на очень высоком уровне (более 15%), рост цен продовольственных товаров замедляется, но преимущественно под влиянием эффекта базы (смотри выше), и также остается существенно выше отметки в 15%. Единственной компонентой, которая растет медленнее 15% в годовом выражении, являются

цены на непродовольственные товары. Но с января они начали ощущать влияние девальвации, за 3 месяца продемонстрировали существенное ускорение с 8% до 12% - и, судя по инерционности этой компоненты, стабилизируются еще не скоро.

**М. Петров**

<sup>5</sup> Несмотря на очевидное ужесточение политики предоставления ликвидности банковской системе сегодня нельзя говорить об общей жесткости денежной политики, которая могла бы оказать давление на темпы инфляции: рост показателей денежной массы M2X (с учетом валютных депозитов) и M2X\* (с учетом покупки наличной валюты) в годовом выражении остается очень высоким – более 20% г/г.