

¿Es inflacionario el crédito al consumo?: Una evaluación empírica para 30 países

Ricardo Bebczuk
BCRA

Septiembre, 2009



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Banco Central de la República Argentina
ie | Investigaciones Económicas

Septiembre, 2009
ISSN 1850-3977
Edición Electrónica

Reconquista 266, C1003ABF
C.A. de Buenos Aires, Argentina
Tel: (5411) 4348-3582
Fax: (5411) 4348-3794
Email: investig@bcra.gov.ar
Web: www.bcra.gov.ar

Las opiniones vertidas en este trabajo son exclusiva responsabilidad de los autores y no reflejan necesariamente la posición del Banco Central de la República Argentina. La serie Documentos de Trabajo del BCRA está compuesta por material preliminar que se hace circular con el propósito de estimular el debate académico y recibir comentarios. Toda referencia que desee efectuarse a estos Documentos deberá contar con la autorización del o los autores.

Banco Central de la República Argentina
Subgerencia General de Investigaciones Económicas

**¿Es inflacionario el crédito al consumo?:
Una evaluación empírica para 30 países (*)**

Ricardo Bebczuk (BCRA)

Junio 2009

Resumen

Hasta la irrupción de la crisis internacional en 2007-2008, la presente década se ha caracterizado por un alto crecimiento del crédito -especialmente al consumo- y del producto en gran parte del mundo desarrollado y en desarrollo. Hacia la última parte del período, el proceso ha coincidido con un recrudecimiento de las presiones inflacionarias en diversos países, sugiriendo una posible conexión entre el crédito al consumo y la inflación. A fin de ofrecer una respuesta a este interrogante, llevaremos a cabo un análisis econométrico usando información para 30 países, tanto desarrollados como en desarrollo, en el período 1995-2007. Nuestras estimaciones rechazan terminantemente esta hipótesis al brindar evidencia de una asociación nula entre ambas variables. Nuestra lectura de esta primera evidencia sobre el tema es que la ausencia del efecto previsto puede provenir del escaso peso del crédito sobre el gasto del sector privado.

Introducción

Hasta la irrupción de la crisis internacional en 2007-2008, la presente década se ha caracterizado por un alto crecimiento del crédito -especialmente al consumo- y del producto en gran parte del mundo desarrollado y en desarrollo. Hacia la última parte del período, el proceso ha coincidido con un recrudecimiento de las presiones inflacionarias en diversos países, sugiriendo una posible conexión entre el crédito al consumo y la inflación. A fin de ofrecer una respuesta a este interrogante, llevaremos a cabo un análisis econométrico usando información para 30 países, tanto desarrollados como en desarrollo, en el período 1995-2007.

Aunque el tema no es nuevo en el campo de la macroeconomía, no hemos hallado estudios concentrados específicamente en el vínculo crédito-inflación. Por un lado, diversos investigadores han examinado el impacto del crecimiento monetario, pero no del crédito en particular, sobre la inflación (ver por ejemplo Basco, D'Amato y Garegnani (2006)). A su vez, la literatura sobre los canales de transmisión de la política monetaria ha lidiado con el efecto de la política monetaria sobre el gasto agregado y la inflación, pero sin determinar el impacto cuantitativo específico del crédito sobre los precios (ver por ejemplo Gertler y Gilchrist (1993) y Vargas (1995)). La otra contribución que juzgamos valiosa es la discriminación entre el crédito al consumo y el crédito comercial a partir de una base de datos que hemos construido a partir de información oficial de cada país (ver Bebczuk y Sangiácomo (2008)). Nuestra presunción, que justificaremos más adelante, es que el crédito al consumo debería tener un impacto inflacionario mayor o igual al del crédito comercial. También merece resaltarse que, por motivos que también quedarán claros en breve, distinguiremos el componente de bienes y de servicios dentro de la inflación minorista general en base a información de los respectivos organismos nacionales de estadísticas. En cuanto a la utilidad del trabajo para el diseño de políticas, es cierto que la desaceleración económica a partir de 2008 ha relegado a un segundo plano el problema de la inflación, pero es indudable que la inflación es un elemento siempre presente en la agenda de discusión, y lo será en particular una vez que se supere la actual crisis y la economía mundial retome la senda creciente del ciclo económico.

El resto del trabajo se organiza del siguiente modo: la Sección 1 esboza la teoría básica detrás de la relación entre crédito e inflación, la Sección 2 describe los datos y el resultado de las regresiones y, por último, se presentan las conclusiones del estudio.

Sección 1: Teoría

La relación entre crédito e inflación puede plantearse a partir de un simple modelo de oferta y demanda agregada. En ausencia de crédito bancario, el gasto de las familias y las empresas se financia enteramente con los ingresos del sector respectivo.¹ Cuando algunas de estas unidades económicas enfrentan una restricción financiera que les impide alcanzar el nivel de gasto que maximiza su utilidad intertemporal, una mayor disponibilidad de crédito dará lugar a un mayor nivel de consumo y/o inversión. A su vez, para una dada oferta de bienes y servicios, este impulso a la demanda agregada se traducirá en un incremento de precios.

A pesar del convincente argumento previo, esta asociación entre crédito e inflación puede romperse o debilitarse bajo diversas circunstancias que deberían contemplarse en el análisis.

Primero, el incremento del gasto financiado por el mayor crédito se trasladará a los precios sólo en la medida que la economía atravesase por un período de alto desempleo y capacidad instalada ociosa. En otras palabras, el efecto inflacionario del crédito debería ser proporcional a la brecha del producto.

Segundo, el acceso al crédito promueve una expansión del gasto agregado que puede afectar en algunos casos a la oferta agregada. En particular, un mayor gasto en bienes de capital eleva la capacidad productiva de la economía, moderando en principio las presiones

¹ Se supone aquí que el crédito bancario no tiene un sustituto perfecto, como podrían serlo los bonos corporativos. El supuesto de que el acceso al mercado de bonos está alta o totalmente restringido para el sector empresarial está avalado por la información disponible sobre fuentes de financiamiento de las empresas (ver por ejemplo Bebczuk y Garegnani (2007))

inflacionarias. De allí la hipótesis expuesta en la introducción, donde notábamos que el crédito al consumo tendría a priori un efecto inflacionario mayor o igual al del crédito comercial: a diferencia del crédito productivo, el financiamiento al consumo fogonea el gasto sin promover un aumento de la oferta de bienes y servicios.

Tercero, el efecto será distinto según cómo se financie el crédito adicional. Si la mayor capacidad prestable del sistema bancario proviene de depósitos u otras líneas de crédito del exterior, el efecto sobre el gasto y eventualmente sobre los precios será mayor que en el caso en que aquella se explique por mayores depósitos de residentes. Ello se debe a que estos últimos depósitos implican un acto de ahorro y por tanto una contracción del consumo de una parte de la población. Aunque el efecto neto sobre el volumen del crédito del sistema será positivo por vía del multiplicador bancario, no será tan alto como cuando el ahorro sea de origen externo. Por otra parte, si el ahorro que financia estos depósitos procede de saldos de efectivo atesorados previamente por residentes (por ejemplo, ahorro en moneda extranjera por fuera del sistema financiero), el resultado final será equivalente al de una entrada de capitales extranjeros.

Finalmente, el crédito sólo tendrá impacto inflacionario cuando el gasto se canalice hacia bienes no comerciables internacionalmente. De lo contrario, en la medida que no se produzcan modificaciones en el tipo de cambio nominal y que el país en cuestión sea tomador de precios, el precio local quedará determinado por el precio internacional, con independencia de los cambios que experimente la demanda interna.

Sección 2: Datos y regresiones

El análisis econométrico se basará en una regresión de la tasa de inflación contra la variación del crédito en términos reales con datos de panel para 30 países con datos anuales que, como máximo, cubren el período 1995-2007 y como mínimo el período 2003-2007, conformando una muestra total de 242 observaciones.

Las Tablas 1 y 2 ilustran las propiedades de mayor interés de nuestra base de datos.² La Tabla 1 reproduce la media, mediana y desvío estándar de la inflación y el crecimiento del crédito al sector privado. Del cuadro se desprende que habremos de emplear distintas desagregaciones de las variables intervinientes en las regresiones. Por un lado, además de la inflación minorista general, haremos uso de la inflación en el rubro de bienes y en el rubro de servicios, una apertura que hemos generado

De especial interés para nuestro ejercicio empírico es la Tabla 2, que revela una mayor inflación y crecimiento real del crédito (tanto de consumo como comercial) en los países en desarrollo en comparación con los desarrollados; sin embargo, cuando se considera el cambio absoluto en el cociente de crédito sobre PBI como medida de expansión crediticia, se verifica que este crecimiento ha sido mayor en los países desarrollados. El cotejo entre el período 2003-2007, en el que el crédito experimenta el cambio más pronunciado, con los años previos disponibles en la muestra tampoco permite vislumbrar un nexo firme entre inflación y crédito, toda vez que el mayor crecimiento del crédito en el último quinquenio no parece acompañado por una mayor inflación promedio, sino más bien lo contrario.³

A continuación pasaremos revista a las estimaciones efectuadas, con distintas medidas de la tasa de inflación como variable dependiente y del crecimiento del crédito como variable explicativa de interés. Los regresores son valores contemporáneos a la inflación, aunque en regresiones no reportadas se probaron con iguales resultados distintos rezagos de las variables explicativas.

La Tabla 3 en su primera columna muestra un coeficiente positivo y estadísticamente significativo en una regresión univariada de la inflación contra el crecimiento real del crédito privado, pero este efecto se disipa una vez que se introducen, en la regresión 3,

² Para la construcción de la base de datos eliminamos observaciones extremas (más de 3 desvíos estándar respecto a la media de la variable correspondiente para el conjunto de la muestra) que distorsionaban notoriamente los resultados. Esta depuración de la base causó una pérdida ínfima de datos (menos del 2% de las observaciones).

³ La correlación simple de a pares entre las distintas de inflación y de cambio en el crédito son invariablemente cercanas a cero y en muchos casos negativas.

efectos fijos por país y una dummy de tiempo (anual), necesarios para tomar en cuenta la heterogeneidad no pasible de ser medida a través de variables convencionales.

La regresión 4 en la misma Tabla 3 agrega dos controles adicionales para minimizar el sesgo por variables omitidas. Por un lado, se incorpora la tasa de devaluación del tipo de cambio nominal, bajo la premisa de que esta variable afecta directamente la trayectoria inflacionaria en el rubro de bienes comerciables. Por el otro, la tasa de crecimiento real del PBI intenta capturar en forma muy rústica la influencia de la brecha del producto. Los coeficientes estimados reflejan el efecto positivo esperado de la tasa de devaluación nominal pero ningún efecto significativo de la tasa de crecimiento de la economía. En lo que concierne al crecimiento del crédito, la inclusión de estos controles no parece alterar el valor ni la significatividad del coeficiente.

En la Tabla 4 practicamos las mismas regresiones de panel, pero reemplazando el crecimiento del crédito privado total por sus componentes, esto es, el crecimiento del crédito comercial y al consumo. La hipótesis, esbozada más arriba, es que el crédito al consumo debería ser más inflacionario porque, a diferencia del crédito para fines productivos, incide exclusivamente en la demanda agregada sin propiciar un aumento de la oferta de bienes y servicios. Tampoco en este caso encontramos resultados confirmatorios. En las regresiones 5 y 6 el crecimiento del crédito comercial arroja un coeficiente positivo y significativo, pero que se torna negativo y pierde toda significatividad al incluir los efectos por país y año. Algo similar ocurre con el crecimiento del crédito al consumo, que sólo resulta significativo (con signo negativo, el contrario al esperado) en la regresión 7, pero retoma su falta de significatividad en la especificación más amplia (efectos fijos y de tiempo, más la tasa de devaluación y el crecimiento del producto).

En las Tablas 5 y 6, que contienen las regresiones 9 a 16, experimentamos con una medida alternativa de cambio en el crédito, específicamente, el cambio absoluto (no el porcentual) del cociente de crédito sobre PBI. El motivo para introducir esta variable es que la variación porcentual del crédito podría eventualmente subestimar el impacto del crédito en el caso de países con baja profundidad financiera inicial. Sin embargo, las estimaciones no

revierten las conclusiones obtenidas en las corridas anteriores en cuanto a la no significatividad del crédito total, comercial y de consumo.

Para evaluar si la respuesta de la inflación al crédito difiere entre países desarrollados y en desarrollo, interactuamos cada una de las variables de crédito presentadas hasta aquí con una dummy que toma el valor 1 si se trata de un país en desarrollo. Los resultados se vuelcan en la Tabla 7, pero nuevamente no se producen cambios dignos de mención respecto a las estimaciones previas.

Por último, en las Tablas 8 y 9 discriminamos la inflación en bienes y en servicios con la intención de explorar la hipótesis de que el crédito debería influir mayormente sobre éstos últimos, debido a su naturaleza de productos no comerciables internacionalmente. En cambio, al estar integrada por mayor cantidad de productos comerciables, el valor de la canasta de bienes debería estar más regido por la evolución del tipo de cambio (un factor controlado mediante la inclusión de la tasa de devaluación) y de los precios internacionales (un factor común a todos los países controlado indirectamente a través de las *dummies* anuales). Las regresiones 21 a 24 reproducen las especificaciones con el conjunto completo de variables explicativas y las distintas medidas de variación del crédito, pero sustituyendo en el lado izquierdo la inflación minorista general por la inflación en el rubro bienes, en tanto las regresiones 25 a 28 hacen lo mismo para la inflación en servicios. De acuerdo a los resultados, el crédito tiene una incidencia nula sobre la inflación en ambos grupos.⁴ Resulta de todos modos auspicioso que el modelo confirma la dualidad transable/no transable al arrojar para la devaluación un valor altamente significativo en el caso de los bienes y no así para los servicios.

⁴ En la regresión 25 el crecimiento real del crédito privado muestra un coeficiente negativo y significativo al 10%. No obstante, el resultado es muy dudoso como para reevaluar nuestra conclusión general por tres razones: (i) su significatividad es fronteriza, (ii) el signo negativo no está avalado por la teoría, y (iii) el resultado no es robusto a la luz de las regresiones previas ni las presentadas en las regresiones 26-28, donde la significatividad se disipa cuando se considera el cambio en el cociente de crédito sobre PBI o cuando se desagrega el crédito al consumo del comercial.

Conclusiones

El objetivo del trabajo fue poner a prueba la extendida conjetura de que el crecimiento del crédito es un factor explicativo de las tendencias inflacionarias observadas a lo largo de la actual década. Para ello hicimos uso de una base de datos especialmente construida a tal efecto para 30 países. Nuestras numerosas estimaciones rechazan terminantemente esta hipótesis al brindar evidencia de una asociación nula entre ambas variables.

Habida cuenta de que se trata, para nuestro conocimiento, del primer análisis del tema, serán bienvenidos futuros estudios que amplíen el tamaño de la muestra en la dimensión temporal y de cobertura de países, utilicen datos con distinta frecuencia, modelen en distinta forma la inflación y apliquen otras técnicas de estimación. Mientras tanto, nuestra lectura de los resultados es que la ausencia de un efecto claro del crédito puede tener relación con el escaso peso del crédito sobre el gasto del sector privado. Para demostrar el punto, tengamos en cuenta que el consumo y la inversión privada representan, a grosso modo, el 70% y 20% del PBI en promedio. Según la Tabla 2, el valor máximo del cambio en el crédito sobre PBI (registrado en el quinquenio 2003-2007) fue de 2.1 puntos porcentuales para el crédito al consumo y de 0.9 puntos porcentuales para el crédito comercial. El cociente de estos últimos valores sobre el total de consumo e inversión sobre PBI nos ofrece una buena aproximación al peso del crédito como fuente de financiamiento del gasto. Tal cociente resulta ser, para este valor máximo de la serie, 3% para el consumo y 4.5% para la inversión. A la luz de estos exiguos números, no parece tan extraño que el cambio en el crédito no tenga la influencia esperada sobre la inflación. Otro elemento a contemplar en futuras investigaciones es el hecho de que el crédito puede tener impacto sobre ciertos precios internacionales pero no directamente sobre la inflación de los demás bienes producidos y consumidos domésticamente. Si este fuera el caso, una vez controlado este efecto, como hemos hecho en nuestras regresiones al incluir las dummies anuales, el crédito carecería de poder explicativo sobre la inflación. A fin de comprobar esta especulación deberían adoptarse un enfoque de series de tiempo para explicar la inflación internacional en función del crecimiento ponderado del crédito mundial.

Tabla 1
Estadísticas descriptivas

<i>Variable</i>	<i>Media</i>	<i>Mediana</i>	<i>Desvío Estándar</i>
Inflación minorista general	0.050	0.034	0.047
Inflación minorista en bienes	0.040	0.029	0.051
Inflación minorista en servicios	0.050	0.038	0.052
Crédito al sector privado / Activo	0.49	0.49	0.15
Crédito al consumo / Activo	0.20	0.18	0.11
Crédito comercial / Activo	0.29	0.29	0.10
Crecimiento real del crédito privado	0.084	0.073	0.111
Crecimiento real del crédito al consumo	0.122	0.092	0.167
Crecimiento real del crédito comercial	0.067	0.066	0.114
Cambio absoluto del cociente Crédito al sector privado / PIB	1.82	1.63	4.41
Cambio absoluto del cociente Crédito al consumo / PIB	1.47	0.98	2.57
Cambio absoluto del cociente Crédito comercial / PIB	0.36	0.50	3.18

(*) Todas las variables expresadas en porcentaje, excepto las tres últimas filas, que representan puntos porcentuales.

Tabla 2
Estadísticas descriptivas por grupo de países y período

<i>Variable</i>	<i>Países desarrollados</i>	<i>Países en desarrollo</i>	<i>1990's - 2002</i>	<i>2003-2007</i>
Inflación minorista general	0.022	0.067	0.055	0.047
Inflación minorista en bienes	0.017	0.053	0.041	0.039
Inflación minorista en servicios	0.019	0.067	0.056	0.044
Crecimiento real del crédito privado	0.060	0.099	0.039	0.118
Crecimiento real del crédito al consumo	0.075	0.151	0.072	0.161
Crecimiento real del crédito comercial	0.048	0.078	0.024	0.099
Cambio absoluto del cociente Crédito al sector privado / PIB	3.468	0.942	0.871	2.943
Cambio absoluto del cociente Crédito al consumo / PIB	2.456	0.946	0.942	2.086
Cambio absoluto del cociente Crédito comercial / PIB	1.043	-0.003	-0.065	0.857

(*) Todas las variables expresadas en porcentaje, excepto las tres últimas filas, que representan puntos porcentuales.

En todos los casos las diferencias de medias entre grupos (países en desarrollo vs. desarrollados y pre- y post-2003) son estadísticamente significativas al 5% o menos.

Tabla 3
Regresiones básicas

Variable dependiente:	[1]	[2]	[3]	[4]
Inflación minorista general				
Crecimiento real	0.065***	0.061**	-0.035	-0.035
del crédito privado (en %)	[0.025]	[0.027]	[0.022]	[0.024]
Tasa de devaluación nominal (en %)				0.051***
				[0.016]
Crecimiento real del PBI (en %)				0.126
				[0.115]
Constante	0.042***	0.053***	0.065***	0.062***
	[0.003]	[0.008]	[0.006]	[0.007]
Observaciones	242	242	242	242
R cuadrado	0.028	0.121	0.205	0.246
Países	30	30	30	30
Efectos fijos	No	No	Sí	Sí
Efectos anuales	No	Sí	Sí	Sí

Errores estándar entre corchetes

* significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo al 1%

Tabla 4
Regresiones adicionales I

Variable dependiente:	[5]	[6]	[7]	[8]
Inflación minorista general				
Crecimiento real	-0.009	0.002	-0.025*	-0.017
del crédito al consumo (en %)	[0.017]	[0.017]	[0.013]	[0.014]
Crecimiento real	0.084***	0.068**	-0.005	-0.015
del crédito comercial (en %)	[0.025]	[0.028]	[0.021]	[0.022]
Tasa de devaluación nominal (en %)				0.049***
				[0.016]
Crecimiento real del PBI (en %)				0.128
				[0.116]
Constante	0.043***	0.051***	0.064***	0.061***
	[0.003]	[0.008]	[0.006]	[0.007]
Observaciones	242	242	242	242
R cuadrado	0.046	0.129	0.212	0.25
Países	30	30	30	30
Efectos fijos	No	No	Sí	Sí
Efectos anuales	No	Sí	Sí	Sí

Errores estándar entre corchetes

* significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo al 1%

Tabla 5
Regresiones adicionales II

Variable dependiente:	[9]	[10]	[11]	[12]
Inflación minorista general				
Cambio absoluto del cociente	0	0	0	0
(Crédito al sector privado / PBI)	[0.001]	[0.001]	[0.001]	[0.001]
Tasa de devaluación nominal (en %)				0.053***
				[0.016]
Crecimiento real del PBI (en %)				0.057
				[0.105]
Constante	0.047***	0.062***	0.061***	0.061***
	[0.003]	[0.008]	[0.006]	[0.007]
Observaciones	243	243	243	243
R cuadrado	0	0.1	0.195	0.238
Países	30	30	30	30
Efectos fijos	Sí	Sí	Sí	Sí
Efectos anuales	Sí	Sí	Sí	Sí

Errores estándar entre corchetes

* significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo al 1%

Tabla 6
Regresiones adicionales III

Variable dependiente:	[13]	[14]	[15]	[16]
Inflación minorista general				
Cambio absoluto del cociente (Crédito al consumo / PBI)	-0.002** [0.001]	-0.002* [0.001]	0 [0.001]	0 [0.001]
Cambio absoluto del cociente (Crédito comercial / PBI)	0.002** [0.001]	0.001 [0.001]	0 [0.001]	0 [0.001]
Tasa de devaluación nominal (en %)				0.055*** [0.016]
Crecimiento real del PBI (en %)				0.06 [0.105]
Constante	0.050*** [0.003]	0.062*** [0.008]	0.061*** [0.006]	0.061*** [0.007]
Observaciones	242	242	242	242
R cuadrado	0.031	0.122	0.197	0.244
Países	30	30	30	30
Efectos fijos	Sí	Sí	Sí	Sí
Efectos anuales	Sí	Sí	Sí	Sí

Errores estándar entre corchetes

* significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo al 1%

Tabla 7
Regresiones adicionales IV

Variable dependiente:	[17]	[18]	[19]	[20]
Inflación minorista general				
Crecimiento real crédito privado * (País en desarrollo = 1) (en %)	-0.033 [0.024]			
Tasa de devaluación nominal (en %)	0.050*** [0.016]	0.049*** [0.016]	0.053*** [0.016]	0.054*** [0.016]
Crecimiento real del PBI (en %)	0.121 [0.115]	0.112 [0.116]	0.057 [0.105]	0.061 [0.106]
Crecimiento real crédito al consumo * (País en desarrollo = 1) (en %)		-0.021 [0.014]		
Crecimiento real crédito comercial * (País en desarrollo = 1) (en %)		-0.003 [0.022]		
Cambio absoluto Crédito Privado/PBI * (País en desarrollo = 1) (en %)			0 [0.001]	
Cambio absoluto Crédito Consumo/PBI * (País en desarrollo = 1) (en %)				0 [0.001]
Cambio absoluto Crédito Comercial/PBI * (País en desarrollo = 1) (en %)				0 [0.001]
Constante	0.061*** [0.007]	0.060*** [0.007]	0.061*** [0.007]	0.061*** [0.007]
Observaciones	242	242	243	242
R cuadrado	0.245	0.25	0.238	0.241
Países	30	30	30	30
Efectos fijos	Sí	Sí	Sí	Sí
Efectos anuales	Sí	Sí	Sí	Sí

Errores estándar entre corchetes

* significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo al 1%

Tabla 8
Regresiones adicionales V

Variable dependiente:	[21]	[22]	[23]	[24]
Inflación minorista en bienes				
Crecimiento real	0.001			
del crédito privado (en %)	[0.025]			
Tasa de devaluación nominal (en %)	0.051***	0.047***	0.051***	0.051***
	[0.017]	[0.017]	[0.017]	[0.017]
Crecimiento real del PBI (en %)	0.173	0.175	0.175	0.178
	[0.120]	[0.121]	[0.109]	[0.110]
Crecimiento real		-0.014		
del crédito al consumo (en %)		[0.014]		
Crecimiento real		0.018		
del crédito comercial (en %)		[0.023]		
Cambio absoluto del cociente (Crédito al sector privado / PBI)			0 [0.001]	
Cambio absoluto del cociente (Crédito al consumo / PBI)				0 [0.001]
Cambio absoluto del cociente (Crédito comercial / PBI)				0 [0.001]
Constante	0.043***	0.042***	0.044***	0.044***
	[0.007]	[0.007]	[0.008]	[0.008]
Observaciones	238	238	239	238
R cuadrado	0.223	0.231	0.223	0.226
Países	29	29	29	29
Efectos fijos	Sí	Sí	Sí	Sí
Efectos anuales	Sí	Sí	Sí	Sí

Errores estándar entre corchetes

* significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo al 1%

Tabla 9
Regresiones adicionales VI

Variable dependiente:	[25]	[26]	[27]	[28]
Inflación minorista en servicios				
Crecimiento real	-0.056*			
del crédito privado (en %)	[0.030]			
Tasa de devaluación nominal (en %)	0.001	0	0.003	0.005
	[0.020]	[0.021]	[0.020]	[0.020]
Crecimiento real del PBI (en %)	0.026	0.038	-0.086	-0.083
	[0.145]	[0.146]	[0.132]	[0.133]
Crecimiento real		-0.024		
del crédito al consumo (en %)		[0.017]		
Crecimiento real		-0.034		
del crédito comercial (en %)		[0.028]		
Cambio absoluto del cociente			-0.001	
(Crédito al sector privado / PBI)			[0.001]	
Cambio absoluto del cociente				-0.001
(Crédito al consumo / PBI)				[0.001]
Cambio absoluto del cociente				-0.001
(Crédito comercial / PBI)				[0.001]
Constante	0.048***	0.048***	0.051***	0.051***
	[0.009]	[0.009]	[0.009]	[0.009]
Observaciones	238	238	239	238
R cuadrado	0.205	0.21	0.2	0.203
Países	29	29	29	29
Efectos fijos	Sí	Sí	Sí	Sí
Efectos anuales	Sí	Sí	Sí	Sí

Errores estándar entre corchetes

* significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo al 1%

Referencias

Basco E., L. D'Amato y L. Garegnani (2006), "Crecimiento monetario e inflación: Argentina 1970-2005", Documento de Trabajo No. 13, Subgerencia de Investigaciones Económicas, BCRA.

Bebczuk R. y M. Sangiácomo (2008), "Estructura de balance del sistema bancario: Un análisis descriptivo para 22 países", mimeo, BCRA.

Bebczuk R. y L. Garegnani (2007), "Autofinanciamiento empresario y crecimiento económico", Ensayos Económicos No. 47, BCRA.

Gertler M. y S. Gilchrist (1993), "The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence", *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 95, No. 1, páginas 43-64.

Vargas H. (1995), "La relación entre el crédito y la inflación", Borradores de Economía No. 37, Banco de la República, Colombia.