

Comentarios al trabajo “Financiamiento del gasto fiscal, dinámica monetaria e inflación en Venezuela”

Irene Layrisse de Niculescu

La tesis central sostiene que desde 1983 el proceso inflacionario en Venezuela ha estado regido por el financiamiento monetario del gasto fiscal, fundamentalmente a través de la devaluación. En particular, se atribuye un rol determinante en ese proceso a la manipulación del tipo de cambio para la obtención de las divisas (superávit de la balanza comercial) y de los ingresos fiscales requeridos por el servicio de la deuda externa.

El trabajo se inicia con un capítulo que precisa las variables y relaciones contables relevantes para medir el impacto monetario de la gestión fiscal en el caso específico de Venezuela, y suministra la información histórica respectiva, en gran parte elaborada por los propios autores. Seguidamente, con el fin de sustentar la tesis central, se desarrolla un modelo teórico que explica las relaciones estáticas y dinámicas entre el financiamiento monetario del gasto fiscal y la inflación, enfatizando en el rol clave del señoreaje en la dinámica de la inflación. Por último, se procede a la contrastación empírica a través de un modelo econométrico uniecuacional y de un modelo de vectores autorregresivos, cuyos resultados permiten concluir sobre el papel determinante de la devaluación en la inflación, al mismo tiempo que descartar la presencia de efectos directos significativos de las variaciones y shocks de la base monetaria sobre el proceso en cuestión.

Los distintos aspectos tratados en el trabajo sugieren una amplia gama de comentarios, cuya exposición voy a tratar de ordenar de la siguiente manera. Empezaré retomando y extendiendo algunas relaciones contables del primer capítulo con el fin de identificar el efecto monetario de la devaluación dentro del conjunto de efectos monetarios de la gestión fiscal¹. Luego destacaré los principales aportes del análisis teórico e introduciré algunos comentarios y observaciones al mismo. Por último me

1 Esta precisión es necesaria para sustentar algunos comentarios que se presentan más adelante.

permitiré introducir un rápido análisis de los resultados de una investigación realizado sobre la misma temática², con el fin de complementar las conclusiones empíricas del trabajo de Zambrano, Riutort y Páez.

Efectos monetarios de la gestión fiscal en Venezuela.

Efectivamente, debido a la importancia de los ingresos fiscales de origen petrolero, en Venezuela las relaciones básicas entre devaluación, gasto fiscal, creación monetaria e inflación presentan cierta especificidad.

En particular, una parte significativa del gasto fiscal es financiada con recursos externos e implica una creación primaria de dinero. A pesar del elevado servicio de la deuda externa, la devaluación genera ingresos fiscales externos netos positivos y por tanto, tiende a expandir la base monetaria y al mismo tiempo a disminuir el déficit fiscal aparente. Por consiguiente, es inadecuado reducir el impacto monetario de la gestión del gobierno central al financiamiento del déficit fiscal por parte del BCV.

A continuación voy a puntualizar algunos aspectos tratados con gran rigor en el primer capítulo, los cuales considero relevantes para el resto de la exposición. Adoptando la nomenclatura establecida en el trabajo, puede definirse la restricción presupuestaria del gobierno central como:

$$\underbrace{Gf_t + SDp_t \cdot Tc_t}_{\text{gastos}} = \underbrace{If_t + \lambda Xp_t \cdot Tc_t}_{\text{ingresos ordinarios}} + \underbrace{\Delta Dp_t \cdot Tc_t + \Delta Dpi_t + \Delta Gc_t}_{\text{ingresos extraordinarios}} \quad (1)$$

donde:

Gf : gasto fiscal interno³

SDp : servicio de la deuda pública externa en dólares

If : ingresos fiscales no petroleros

λ : coeficiente de la participación fiscal en los ingresos por exportación de PDVSA

Xp : exportaciones petroleras en dólares

Tc : tipo de cambio nominal

2 NICULESCU, Irene y PUENTE, Alejandro (1994): "Interpretación de la dinámica inflacionaria en Venezuela a partir de un modelo VAR de corrección de errores". Instituto de Urbanismo. Mimeo.

3 Se desprecia el gasto fiscal efectuado en el exterior y distinto al servicio de la deuda externa.

ΔDp : nuevo endeudamiento externo neto en dólares

ΔDpi : nuevo endeudamiento interno neto

ΔGc : cuentas del gobierno en el BCV⁴

A partir de la relación se deduce el déficit fiscal como el exceso de gasto sobre los ingresos tributarios ordinarios:

$$DF_t = (Gf_t + SDp_t \cdot Tc_t) - (If_t + \lambda Xp_t \cdot Tc_t) \quad (2)$$

Es decir:

$$DF_t = \underbrace{(Gf_t - If_t)}_{\text{déficit interno}} - \underbrace{(\lambda Xp_t - SDp_t)}_{\text{superávit externo}} \cdot Tc_t = \underbrace{\Delta DP_t \cdot Tc_t + \Delta Dpi_t + \Delta Gc_t}_{\text{fuentes de financiamiento}} \quad (3)$$

Esta relación sólo evidencia la posibilidad de creación monetaria a través del financiamiento del BCV (ΔGc_t). No obstante, como fue destacado en el trabajo, el efecto de la gestión fiscal (Ef) en la creación de base monetaria comprende también la creación de dinero de origen externo⁵:

$$Ef_t = (\lambda Xp_t + \Delta Dp_t - SDp_t) Tc_t + \Delta Gc_t \quad (4)$$

Reemplazando las variables de la relación (3) en (4) se obtiene:

$$Ef_t = (Gf_t - If_t) - \Delta Dpi_t \quad (5)$$

Es decir que la variable relevante para medir el impacto monetario de la actuación del gobierno central es el *déficit interno*⁶ que no es financiado con endeudamiento interno.

La relación (5) y el concepto de déficit interno no fueron explicitados en el primer capítulo del trabajo, pero están comprendidos en el análisis que allí se efectúa. Como bien se señala, los ingresos fiscales externos netos pueden ser temporalmente acumulados en la cuenta de la Tesorería en el Banco Central sin afectar la base monetaria. Esta sólo se expande en la medida que se ejecuta gasto fiscal sobre la economía interna financiado con esos recursos externos⁷.

Según los cálculos de los propios autores del trabajo, la incidencia fiscal en la creación de base monetaria fue en promedio 64% del gasto fiscal y 11% del PIB durante el período 1983-1993.

4 No sólo incluye los títulos de la Deuda Pública en poder del BCV sino también de la cuenta de la Tesorería en esa institución.

5 De hecho éste ha sido el componente fundamental de la creación monetaria de origen fiscal.

6 Exceso de gasto fiscal sobre la economía interna con respecto a los ingresos tributarios no petroleros, recabados internamente.

7 Un fondo de estabilización fiscal en el BCV permitiría en consecuencia atenuar el impacto de shocks en el sector externo sobre el área fiscal-monetaria y la economía interna.

No obstante, el trabajo coloca el énfasis en los efectos de la devaluación en la gestión fiscal y destaca el carácter “inorgánico” de la expansión monetaria resultante, al no ser ésta respaldada con un incremento de las reservas internacionales netas. En ese sentido, se le atribuye un mayor poder inflacionario y sus efectos se asocian a los del financiamiento del gasto fiscal por parte del BCV.

En consecuencia, deben diferenciarse en la relación (4) los componentes “orgánicos” e “inorgánicos” de la creación monetaria de origen fiscal:

$$E_f_t = \underbrace{(\lambda X_{p_t} + \Delta D_{p_t} - SD_{p_t}) T_{c_{t-1}}}_{\text{creación monetaria "orgánica"}} + \underbrace{(\lambda X_{p_t} + \Delta D_{p_t} - SD_{p_t}) DEV_t + \Delta G_{c_t}}_{\text{creación monetaria "inorgánica"}} \quad (6)$$

donde DEV es la devaluación.

Este efecto monetario “inorgánico” de la devaluación está encubierto en las cuentas del gobierno central y no aparece en la medición estándar del déficit fiscal, pero sí se encuentra implícito en la medición del déficit interno, aún cuando no diferenciado del efecto “orgánico” del sector fiscal “externo”.

Según se muestra en el trabajo, en el período 1983-1993, la participación de la creación monetaria “inorgánica” de origen fiscal fue en promedio 15% del gasto del gobierno central. Sin embargo, en los años de fuertes shocks cambiarios, esa participación se elevó a 28% en 1984, 33% en 1987 y 26% en 1989, ocasionando un aumento en su poder inflacionario.

En consecuencia es importante identificar, con fines explicativos, los efectos monetarios del déficit interno y de la devaluación derivados de la gestión fiscal y particulares a la economía venezolana. No obstante, es necesario señalar que estos efectos monetarios pueden ser parcial o totalmente neutralizados por las transacciones en el mercado cambiario y por las operaciones de esterilización del BCV. La materialización de su potencial efecto inflacionario dependerá así mismo de la asignación del gasto, de la situación general de la economía, del sector externo y de las expectativas.

Financiamiento monetario del gasto fiscal e inflación

El análisis teórico del trabajo tiene como objetivo determinar las “causas últimas” del proceso inflacionario en Venezuela, bajo el supuesto de que los efectos de los shocks de oferta, externos e internos, son de carácter transitorio. El modelo desarrollado se basa en la formulación efectuada por Cardoso⁸ para la explicación del proceso inflacionario en Brasil y México, a raíz de la crisis de la deuda externa en los años ochenta. La

8 CARDOSO, E. (1991): “Deficit Finance and Monetary Dynamics in Brazil and Mexico”. *Journal of Development Economics*, Vol. 37, N° 12.

integración de los enfoques fiscal y de balanza de pagos de la inflación en el modelo de Cardoso, hacen ciertamente atractiva su extensión y adaptación al caso venezolano, debido a las importantes interrelaciones existentes entre las áreas fiscal, monetaria y externa.

La formulación del modelo a nivel agregado se basa en la consolidación de la actuación de los distintos agentes y en la adopción de los siguientes supuestos: a) expansión monetaria exclusivamente de origen fiscal, b) ausencia de endeudamiento interno, c) deuda pública externa constante: existen severas restricciones de financiamiento externo, d) equilibrio de la balanza de pagos, de la cuenta de capital y de la cuenta corriente: el saldo de la balanza comercial es igual al pago de intereses de la deuda pública externa y las reservas internacionales netas permanecen constantes, e) tipo de cambio fijo con reajustes en el tiempo.

Como consecuencia de la consolidación y de los supuestos, en el modelo la variable relevante para medir el efecto fiscal en la creación de base monetaria es el déficit fiscal. En particular, el supuesto d) implica que la creación monetaria de origen fiscal "externo", explicitada en la relación (4) del aparte anterior, es totalmente neutralizada por el mercado cambiario.

El desarrollo del modelo teórico permite derivar, a partir de la restricción presupuestaria de largo plazo y de la demanda de saldos reales, las condiciones que aseguran un equilibrio estable en el largo plazo. En particular, se muestra que una economía puede mantener un déficit fiscal financiado monetariamente en la medida que la inflación y el crecimiento sean consistentes con una demanda de saldos reales que asegure los ingresos por señoreaje requeridos para cubrir el déficit fiscal. Con base en estas conclusiones del modelo teórico, se muestra el rol clave del señoreaje en la explicación de la aceleración de la inflación: un aumento del gasto fiscal financiado monetariamente acelera la inflación y en consecuencia reduce la demanda de saldos reales, en la medida que el crecimiento del producto no compensa el efecto negativo de la inflación. Si el aumento del déficit fiscal es permanente puede generarse un proceso explosivo, en el cual la inflación se acelera, la demanda de saldos reales disminuye sostenidamente y los ingresos por señoreaje dejan de cubrir la brecha fiscal, desencadenando una hiperinflación. En este caso, sólo un drástico ajuste fiscal (incremento de los ingresos ordinarios y reducción de los gastos) pueda revertir el proceso.

Este análisis es particularmente importante ya que muestra las restricciones que impone el señoreaje como fuente de financiamiento del gasto del gobierno y por tanto, las consecuencias de posponer indefinidamente el ajuste de las cuentas fiscales.

Si bien durante el período contemplado en el trabajo, el recurso al financiamiento, directo o indirecto, del gasto fiscal por parte del BCV no fue una práctica usual, se acudió a la devaluación en forma recurrente como mecanismo de ajuste de los desequilibrios fiscales. Con base en la similitud de los efectos monetarios de la devaluación y del crédito del BCV, y el énfasis en el canal de transmisión fiscal, los autores sustentan la validez

general de las conclusiones del modelo teórico para la economía venezolana. Estas adquieren mayor relevancia en la actualidad, cuando parece perder poder explicativo el enfoque de balanza de pagos y de la devaluación. No sólo se ha reducido la "productividad fiscal" de la devaluación, debido en parte al incremento del servicio de la deuda externa pública y de PDVSA, sino que adicionalmente, desde 1994 parece existir una mayor propensión a la monetización y al endeudamiento interno por parte de las autoridades gubernamentales. En presencia de restricciones de financiamiento externo, un excesivo y recurrente endeudamiento interno, como el previsto este año y el efectuado en 1994, puede convertir el servicio de esa deuda en otra fuente de desequilibrios fiscales.

Para terminar los comentarios referidos al análisis teórico, creo conveniente hacer las siguientes observaciones.

En primer lugar quiero referirme al rol atribuido al servicio de la deuda externa en el deterioro de las cuentas fiscales, la devaluación y la inflación. Si bien en el trabajo se particulariza el caso venezolano, señalando que la devaluación genera una expansión de los ingresos fiscales netos y por tanto menores requerimientos de crédito del BCV, y se destaca la ausencia de un proceso de realimentación creación monetaria-devaluación, como el referido por Cardoso para las economías brasileña y mexicana, se le otorga igualmente un rol primordial al servicio de la deuda externa en la motorización del proceso inflacionario.

En el caso venezolano fue determinante el shock de los términos de intercambio a mediados de los ochenta, a consecuencia del deterioro del mercado petrolero internacional, y sus efectos permanentes sobre las cuentas fiscales, el sector externo y el tipo de cambio real.

En cuanto a la asociación de los efectos monetarios de la devaluación y del crédito del BCV, ésta es procedente cuando se efectúa un análisis parcial de la gestión fiscal, como se muestra en la relación (6). Sin embargo a nivel agregado, la materialización del efecto monetario de la devaluación requiere además que haya habido un incremento de las reservas internacionales netas. En caso contrario ese potencial efecto desaparece y el aumento de los ingresos fiscales se extrae del resto de la economía, que adquiere divisas más caras en el mercado cambiario. La precisión de los efectos monetarios de la devaluación en el modelo requeriría en consecuencia liberar el supuesto de equilibrio de la balanza de pagos.

Si bien trasciende los objetivos del modelo teórico y su naturaleza estilizada, es importante señalar que aún cuando los efectos monetarios sean similares, no ocurre lo mismo por el lado de la oferta. La devaluación es susceptible de tener un mayor impacto inflacionario que el crédito del BCV al gobierno, debido a su incidencia en los costos y expectativas.

Por último, es necesario destacar la relevancia del régimen cambiario en la determinación de los efectos de la creación monetaria y de las variaciones del tipo de cambio en la inflación. En un régimen de flexibilidad cambiaria la expansión monetaria tiende a

ser más inflacionaria que un régimen de cambio fijo, en el cual tienden a ajustarse las reservas internacionales. En virtud de la paridad de poder de compra, la flexibilidad cambiaria tiende a generar procesos de realimentación devaluación-inflación, en presencia de desequilibrios fiscales y/o monetarios. Este aspecto, en particular, será tratado en el aparte siguiente.

Dinámica de la inflación en un contexto de flexibilidad cambiaria

A continuación se resumen los resultados de una investigación⁹ sobre la dinámica inflacionaria en el período 1989-1993, con el fin de complementar los aportes del análisis empírico y en general las conclusiones del trabajo de Zambrano, Riutort y Páez.

Si bien existen diferencias en cuanto al enfoque metodológico, la especificación de las ecuaciones, la periodización de las series de tiempo y el lapso de análisis, la coincidencia en algunas conclusiones le proporciona cierta robustez a los resultados de ambos estudios, mientras que otras permiten establecer ciertas especificidades del período de flexibilidad cambiaria.

En la investigación, la explicación de la inflación fue abordada desde un enfoque inductivo, a través de un modelo de vectores autorregresivos (VAR), en el cual los canales de transmisión no son explicitados y las relaciones de causalidad, la exogeneidad y exclusión de variables y los lapsos de ajuste, no son establecidos a priori sino determinados empíricamente, a través de distintos procedimientos estadísticos. Sin embargo, los resultados obtenidos permiten ponderar y matizar la pertinencia de distintas hipótesis teóricas explicativas de la inflación en el caso estudiado.

Las pruebas Dickey-Fuller de integración de las variables del modelo¹⁰ mostraron que se trataba de series raíz unitaria, cuyas combinaciones lineales producirían regresiones espúreas. Al efectuar la prueba Phillips-Perron de cointegración, se pudo rechazar la hipótesis nula de no cointegración con un nivel de 2.5% de significación. En consecuencia, existe una relación de equilibrio de largo plazo entre las variables¹¹, cuya representación adecuada es un modelo VAR en diferencias con corrección de errores. El término de corrección de errores es indispensable en este caso, ya que el mismo constituye una guía de la dinámica de corto plazo de las variables hacia su trayectoria de largo plazo. Su exclusión en el modelo no sólo significa una pérdida de información valiosa para el ajuste sino que es impropio.

9 NICULESCU, y PUENTE, op. cit.

10 Las variables consideradas fueron el IPC, el tipo de cambio (E), la base monetaria (H), la tasa de interés nominal (TIN) y las reservas internacionales netas (RI).

11 En términos econométricos: existe al menos una combinación lineal de las series, cuyos errores son ruido blanco o estacionarios.

El modelo utilizado sigue en consecuencia la siguiente especificación¹²:

$$\Delta y_t = \Phi_1 \Delta y_{t-1} + \Phi_2 \Delta y_{t-2} + \dots + \Phi_5 \Delta y_{t-5} + \Psi Z_{t-1} + \varepsilon_t \quad (7)$$

donde:

$$y_t = \begin{bmatrix} \text{LIPC}_t \\ \text{LE}_t \\ \text{LH}_t \\ \text{LTIN}_t \\ \text{LRI}_t \end{bmatrix} \quad y \quad z_t = (y_t - \hat{y}_t)$$

La tabla 1 muestra los resultados de las regresiones de cointegración y permite derivar conclusiones sobre las relaciones de largo plazo¹³. Se destaca la elevada y muy significativa asociación entre los precios y el tipo de cambio en el largo plazo. Si bien estos resultados no permiten inferir la dirección de la causalidad, que se determina en el modelo dinámico de corrección de errores, sugiere la presencia de una relación de paridad de poder de compra en el largo plazo.

Tabla 1
Coefficientes y estadísticos de las regresiones de cointegración⁽¹⁾
Período julio 1989-diciembre 1993

Variables Endógenas	Exógenas			Estadísticos	
	LIPC	LE	LH	R2	F
LIPC		0.977 (15.81)	0.143 (3.45)	0.9948	2340.8
LE	0.856 (15.81)		-0.110 (-2.72)	0.9915	1429.8
LH	1.370 (3.45)	-1.200 (-2.72)		0.9745	467.9

(1) El estadístico t se muestra entre paréntesis bajo el coeficiente correspondiente.

12 El orden del proceso autorregresivo fue establecido a partir de los criterios de Akaike y de Schwartz.

13 Con fines de aligerar la exposición sólo se comentan los resultados referidos al IPC, al tipo de cambio y a la base monetaria.

Así mismo se observa una significativa asociación positiva entre precios y base monetaria. La asociación negativa entre tipo de cambio y base monetaria resulta en primera instancia inesperada, sin embargo, puede interpretarse como resultante de las políticas de esterilización del BCV.

Las pruebas de estabilidad de Cusum y de estimación recursiva de los coeficientes y la prueba de Chow, sugieren la presencia de un cambio estructural desde octubre de 1992. En consecuencia, se introdujo una variable dummy para el subperíodo final de la serie, atribuido a la modificación de la regla cambiaria por un régimen de minidevaluaciones.

La prueba de causalidad de Granger se efectúa sobre el modelo VAR en diferencias con corrección de errores y sus resultados miden la significación de la contribución de las variables potencialmente causales en la dinámica de cada variable. En este caso, la variable λ es una prueba F de significación del conjunto de coeficientes de los rezagos de cada variable y de su contribución al término de corrección de errores, en la regresión respectiva.

Tabla 2
Prueba de causalidad de Granger⁽¹⁾

λ	Variables Causales			Estadísticos (2)			
	IPC	E	H	R	F	LM	
						nR ²	Prob.
DLIPC	1.38	2.53	1.21	0.72	1.94	26.0	0.011
DLE	4.20	2.53	1.58	0.73	2.11	47.8	0.000
DLH	0.46	0.56	1.23	0.57	1.02	29.1	0.004

(1) Los valores críticos del estadístico F para 54 observaciones y 32 parámetros son 1.70, 1.97 y 2.66, con niveles de significación de 10%, 5% y 1% respectivamente.

(2) Estos resultados corresponden a la regresión sin restricción.

En el caso de la regresión de la inflación, la variable que más significativamente contribuye a su explicación en el corto plazo es el tipo de cambio, siendo particularmente importante en este caso su contribución a través del término de corrección de errores. Si bien los precios no ajustan inmediatamente ante una depreciación cambiaria, la dinámica de la inflación se encuentra inducida, en parte importante, por el requerimiento de ir reduciendo la brecha entre los precios corrientes y los precios de equilibrio, que incorporan el ajuste total a la depreciación cambiaria.

Destaca adicionalmente, la baja significación de la contribución de la propia variable y de la base monetaria en el corto plazo.

A pesar de las diferencias señaladas entre ambos análisis empíricos, estos resultados tienden a coincidir con los del trabajo de Zambrano, Riutort y Páez, en cuanto al cuestionamiento al enfoque monetario¹⁴ y a la tesis inercial y en particular, con respecto a la validez del enfoque de balanza de pagos de la inflación en el caso venezolano.

En cuanto a la exogeneidad de la base monetaria, en ambos estudios las relaciones de causalidad apuntan hacia esa conclusión y sugieren cierta eficacia de las políticas de esterilización. Sin embargo, esta característica es más bien atribuible a los regímenes de flexibilidad cambiaria, ya que bajo tipo de cambio fijo la cantidad de dinero es una variable endógena.

Con base en el supuesto de predominancia del régimen de cambio fijo, en el trabajo comentado se asume la exogeneidad de tipo de cambio durante el período 1983-1993. Al contrario, las pruebas de causalidad de Granger sobre el modelo VAR con corrección de errores mostraron que el tipo de cambio fue la más endógena de las variables consideradas. Ello indica que, de acuerdo a la evolución de las series mensuales durante el período 1989-1993, el régimen cambiario funcionó esencialmente bajo un esquema de flexibilidad.

Le endogenización del tipo de cambio permitió en consecuencia identificar sus relaciones de causalidad. La tabla 2 muestra una significativa causalidad de los precios a la depreciación cambiaria, también superior al del componente inercial de la propia variable.

La cointegración entre las variables y su representación dinámica permite, en consecuencia, evidenciar una **causalidad bidireccional** entre precios y tipo de cambio, lo cual es necesario tener presente en la formulación de políticas macroeconómicas, particularmente en materia cambiaria. Si bien el destacado rol del tipo de cambio en la inflación puede sugerir su utilización como ancla nominal, la causación bidireccional y sus implicaciones en cuanto a la validación de la paridad del poder de compra en el largo plazo, permite concluir que, si persisten los desequilibrios monetarios y/o fiscales, su anclaje conduce a una apreciación del tipo de cambio real y a presiones en la balanza de pagos que son insostenibles en el tiempo.

Ahora bien, es necesario destacar que, un shock en los precios, en el tipo de cambio o en la base monetaria, puede tener efectos transitorios sobre la aceleración de la inflación, pero la persistencia observada del proceso acumulativo devaluación-inflación

14 La significativa y positiva asociación entre precios y base monetaria en las regresiones de cointegración no explicita la relación de causalidad y puede ser compatible tanto con el enfoque monetario como el keynesiano, el cual plantea una validación de los incrementos de precios a través de la expansión monetaria.

sólo es posible en presencia de políticas acomodativas. Durante el período analizado, la indisciplina fiscal actuó efectivamente en forma acomodativa, ya que la política monetaria fue esencialmente restrictiva, particularmente en la segunda mitad del período. Los procesos de inflación y de devaluación fueron ambos resultantes del desequilibrio fiscal.

Por consiguiente, las conclusiones de la investigación apoyan la validez general de la tesis del trabajo de Zambrano, Riutort y Páez, en cuanto a la identificación de la "causa última" del proceso inflacionario en Venezuela en el área fiscal. Efectivamente, la ausencia de un profundo ajuste fiscal, fundamentalmente por el lado de la tributación interna para sustituir el cambio estructural ocurrido en los ingresos fiscales de origen petrolero, es el elemento explicativo fundamental de la persistencia de elevados niveles de inflación en la última década.

Un programa de estabilización en Venezuela requiere por consiguiente, no sólo un conjunto de políticas coherentes, sino atacar en primera instancia el origen fundamental de los desequilibrios macroeconómicos a través de un ajuste fiscal estructural.