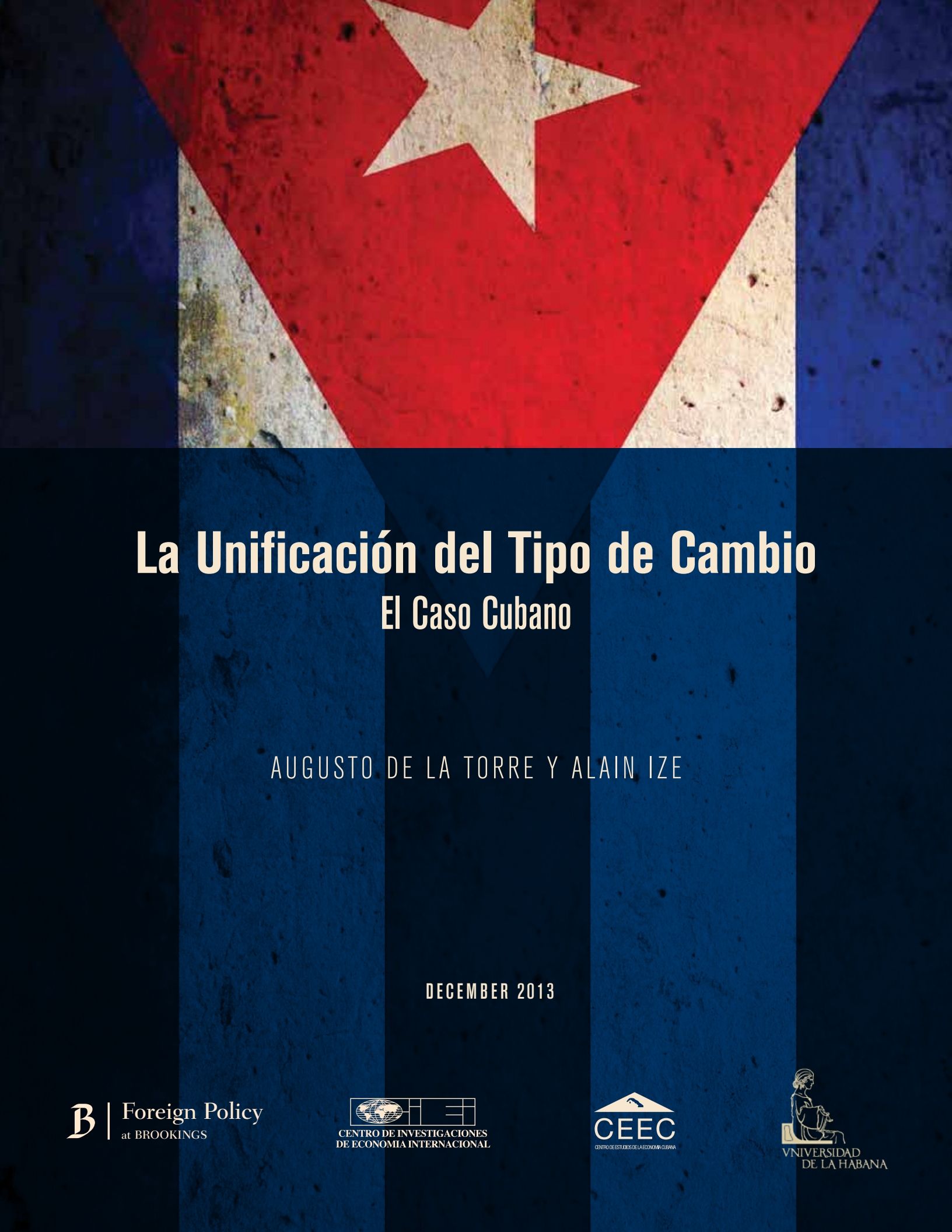




La Unificación del Tipo de Cambio

El Caso Cubano

AUGUSTO DE LA TORRE Y ALAIN IZE

DECEMBER 2013

B | Foreign Policy
at BROOKINGS



La Unificación del Tipo de Cambio: El Caso Cubano

Augusto de la Torre y Alain Ize

Banco Mundial

Este artículo se preparó para una serie de talleres dedicados a analizar el proceso de cambio económico en Cuba desde una perspectiva internacional. Dichos talleres fueron organizados por la Iniciativa de Política Exterior para América Latina del Brookings Institution, el Centro de Estudios de la Economía Cubana y el Centro de Investigaciones de Economía Internacional de la Universidad de La Habana. Brookings recopilará y publicará en un libro los artículos preparados para esta serie en 2014.

Los autores trabajan para el Banco Mundial como Economista Jefe para América Latina y el Caribe (adelatorre@worldbank.org) y Consultor Senior (aize@worldbank.org), respectivamente. El artículo se benefició de los comentarios de Aquiles Almansi, Tito Cordella, Eduardo Fernandez-Arias, Daniel Lederman y Sergio Schmukler, y otros participantes en un taller interno del Banco Mundial (agosto de 2013), así como de los comentarios de Richard Feinberg, Andrea Gallina, Guillermo Perry, José Juan Ruiz, Alejandro Santos, Alberto Trejos, Juan Triana, Pavel Vidal y otros participantes en el taller de Brookings-Universidad de La Habana celebrado en La Habana (septiembre de 2013). Los autores agradecen la excelente asistencia de investigación de Magali Pinat.

Las opiniones aquí expresadas pertenecen únicamente a sus autores y no necesariamente reflejan las del Banco Mundial, de su Directorio o de los países representados por este.

Índice

1. Introducción	2
2. Algunas lecciones aprendidas de las experiencias internacionales	3
3. El caso cubano	8
4. Las opciones para la unificación cambiaria	10
5. El sector turístico de gestión extranjera.....	12
6. El sector de empresas estatales importadoras	14
7. Reformas complementarias y su secuencia.....	16
Bibliografía.....	20

1. Introducción

Desde el año 2011, las autoridades cubanas han declarado que la unificación del tipo de cambio era una de sus mayores prioridades de política. El actual sistema dual, en el que coexiste un tipo de cambio de uno por uno con respecto al dólar estadounidense para el “peso convertible” junto a un tipo de cambio de veinticuatro por uno para el “peso cubano”, introduce distorsiones severas en la asignación de los recursos de la sociedad y merma significativamente el potencial de crecimiento de la economía. Simultáneamente, la magnitud del diferencial entre los dos tipos de cambio (que es muy grande en términos comparativos) exacerba los costos de transición, lo que probablemente constituya una de las razones principales para posponer su unificación.¹

Este artículo resume desde una perspectiva internacional los retos a los que Cuba se enfrenta en la unificación de su tipo de cambio y compara varias alternativas para alcanzar dicho objetivo. El artículo presenta argumentos a favor de una unificación de una sola vez pero amortiguada por un sistema de impuestos y subvenciones de monto prefijado (*lump-sum*) que se eliminarían de manera gradual durante un periodo de transición previamente anunciado. Al permitir que los precios relativos se ajusten desde el principio, la unificación maximizaría los incrementos de eficiencia. Asimismo, al amortiguar el costo inicial para la economía cubana (que podría incluir pérdidas de ingresos, desajustes productivos, explosiones inflacionistas y efectos redistributivos), los impuestos y subsidios *lump-sum* facilitarían la unificación, estimulando así su credibilidad. Estos impuestos y subvenciones se establecerían empresa por empresa para neutralizar de entrada las pérdidas o ganancias extraordinarias que de otro modo experimentarían las empresas al momento de unificarse el tipo de cambio.

Al sustituir los impuestos y subsidios que se encuentran *implícitos* en el diferencial actual del tipo de cambio por impuestos y subsidios *lump-sum explícitos*, los efectos traumáticos iniciales de la unificación se eliminarían. A diferencia de los impuestos proporcionales, los impuestos y subsidios *lump-sum* se fijan en valor absoluto. Una vez fijados, no varían con el nivel de ingresos o ganancias de las empresas y, por ende, no afectan los incentivos marginales de la empresas para invertir y producir. No obstante, para garantizar que la unificación del tipo de cambio conduzca a una materialización temprana de mejoras de eficiencia, sería necesario implementar importantes reformas complementarias, sobre todo en lo que respecta al gobierno corporativo y gerencia de las empresas de propiedad estatal y el rediseño del sistema de impuestos y subsidios.

El resto del artículo está organizado como sigue. El apartado 2 resume brevemente las experiencias internacionales de unificación cambiaria. El apartado 3 enfatiza algunos rasgos propios de Cuba y evalúa sus implicaciones. El apartado 4 compara y contrasta las ventajas e inconvenientes de cuatro alternativas de política. Los apartados 5 y 6 trazan un bosquejo de como la opción propuesta de *big bang con amortiguación fiscal* funcionaría para dos sectores claves de la economía cubana: el

¹ El lector podrá encontrar información sobre la situación económica de Cuba y su sistema cambiario en los siguientes estudios: Orro (2000), Di Bella y Wolfe (2008), Dreher (2009), Vidal (2012a, 2012b), Vidal y Villanueva (2013) y Feinberg (2013).

sector turístico de gestión extranjera y el de los productores locales y empresas importadoras de propiedad estatal. El apartado 7 concluye con un análisis de las principales reformas habilitantes (fiscal, monetaria y del gobierno corporativo de las empresas estatales) y una discusión de algunas opciones relativas al calendario de unificación. Asimismo, aborda brevemente el tema de la unificación monetaria, un asunto que aunque relacionado a la unificación cambiaria, es de naturaleza diferente.

2. Algunas lecciones aprendidas de las experiencias internacionales

El punto de partida ineludible es una buena comprensión de las causas originales de un régimen cambiario múltiple. Normalmente, los sistemas de tipo de cambio múltiple surgen después de que algún tipo de choque adverso presiona el mercado de divisas y requiere de una gran depreciación del tipo de cambio real de equilibrio. El choque puede ser de *oferta*, como un deterioro de los términos de intercambio que debilita duramente el saldo comercial exterior o un incremento de las tasas de interés mundiales que aumente marcadamente el costo del servicio de la deuda externa del país. El choque también puede ser de *demanda*, como una fuga de capitales (residentes demandando activos internacionales) desencadenada por la represión financiera y/o políticas macroeconómicas insostenibles. En el caso de choques de oferta, la depreciación requerida del tipo de cambio real refleja el deterioro del poder adquisitivo del país. En el caso de choques de demanda, la depreciación requerida refleja el ajuste en los precios relativos necesario para reducir la demanda interna de bienes comercializables (especialmente de importaciones) de tal modo que los ciudadanos puedan transferir su capital al extranjero.

Los gobiernos optan por introducir tipos de cambio múltiples con el fin de evitar una caída políticamente explosiva de los salarios reales y un fuerte incremento de la inflación debido al aumento del costo de los insumos importados. Bajo un régimen cambiario dual, típicamente se utiliza el “tipo paralelo” más depreciado (el tipo de cambio determinado por el mercado) para las transacciones de la balanza de capitales y las importaciones “no básicas”, mientras que el uso del “tipo oficial” menos depreciado se restringe para las importaciones “básicas” y se aplica a los ingresos de exportaciones que son “incautados”, esto es, que deben entregarse obligatoriamente al banco central.

En teoría, los regímenes de tipo de cambio múltiple pueden ayudar a controlar la inflación, proteger las actividades económicas socialmente sensibles, canalizar los recursos hacia las prioridades del desarrollo y redistribuir el ingreso de manera progresiva (evitando así que los propietarios de activos denominados en moneda extranjera se beneficien mediante ganancias cambiarias). En la práctica, sin embargo, estos regímenes generan grandes pérdidas de eficiencia. El diferencial cambiario actúa como un impuesto sobre las exportaciones sometidas a requisitos de incautación y como un subsidio a las importaciones básicas. Ambas son perjudiciales para la producción doméstica de bienes de exportación o de bienes que sustituyan a importaciones, obstaculizando de esta forma el crecimiento y la creación de empleo. Además, la distinción entre importaciones básicas y no básicas puede generar

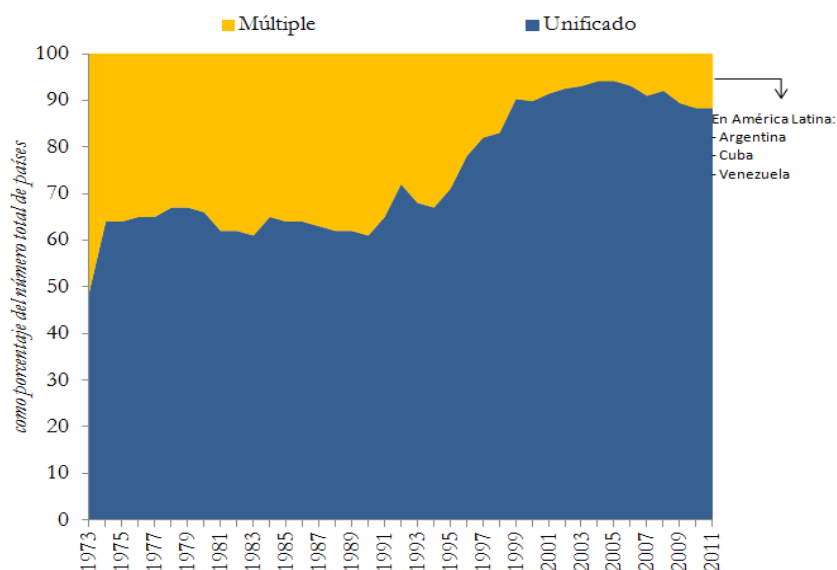
opacidad y severos problemas asociados a la mala asignación de los recursos de la sociedad.

En todos los casos, el diferencial cambiario abre una brecha creciente entre los intereses privados y el interés público, que se traduce en enormes dificultades de control administrativo, así como en actividades de captación de rentas socialmente destructivas. Los costos de estas distorsiones se acumulan y empeoran con el tiempo. Conforme los tipos duales persistan y se fosilicen, terminan por generar segmentaciones muy arraigadas y cada vez más perjudiciales entre los sectores ganadores (esto es, los que acceden a los tipos de cambio preferentes) y los sectores perdedores (los que no).² Por estas razones, la unificación cambiaria tiende a generar aumentos de eficiencia tanto estáticos (a saber, una mejor asignación de los recursos existentes) como dinámicos (esto es, una expansión del ingreso y mejor uso de los recursos a lo largo del tiempo).

El porcentaje en el mundo de países con regímenes de tipo de cambio múltiple se ha reducido notablemente durante los últimos cuarenta años (a pesar de un ligero resurgimiento en el último quinquenio). Esto probablemente refleje un mejor entendimiento de los costos sociales de estos regímenes, así como una mejora en el manejo macro-monetario (Gráfico 1). En América Latina ha habido un resurgimiento reciente, aunque limitado, de sistemas de tipo de cambio dual, con movimientos en ambas direcciones. En algunos países, los tipos de cambio duales han regresado después de períodos relativamente largos con regímenes unificados (por ejemplo, Venezuela y Argentina). Otros países con cambios duales, como la República Dominicana, lograron reunificar con éxito (Gráfico 2). No obstante, puede decirse que los tipos de cambio múltiples son una especie al borde de la extinción.

² Agenor (1992) hace un resumen de la literatura sobre los tipos de cambio paralelos que incluye las causas, impactos sobre el bienestar e implicaciones de política. Frenkel y Razin (1986) analizan las condiciones restrictivas bajo las cuales un sistema de tipo de cambio dual que separa las transacciones de la balanza por cuenta corriente y la balanza de capitales se puede mantener indefinidamente.

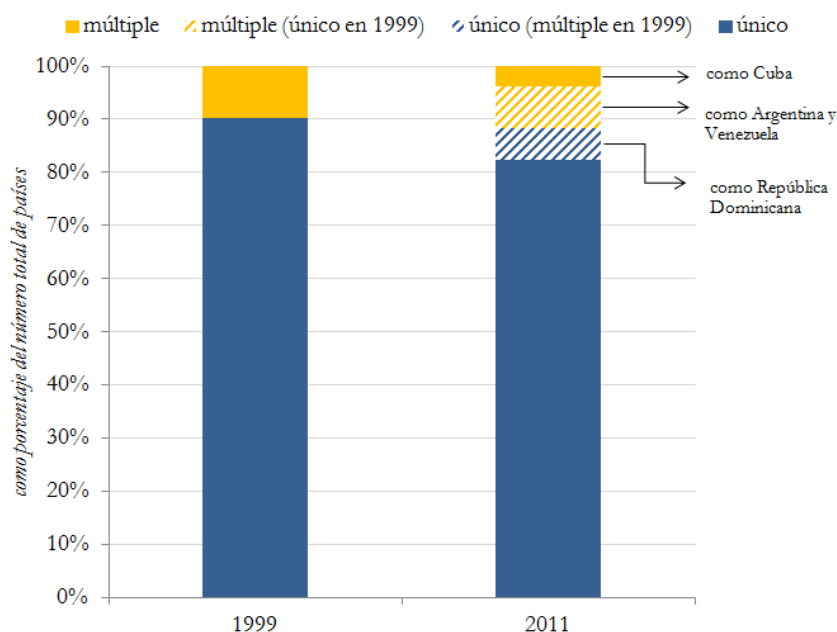
Gráfico 1. Porcentaje de Regímenes Cambiarios Múltiples y Unificados (1973-2011)



Fuente: Rogoff et al. (2003) y base de datos IMF AREAER.

La persistencia de tipos de cambio múltiples en los pocos países que todavía los tienen refleja los retos y costos vinculados con la unificación. Estos costos dependen de las raíces de la dislocación original. Así, en países en los que el choque originador fue de demanda, derivado de la represión financiera o la mala gestión macro-monetaria, es posible que un giro hacia políticas macro-financieras más sensatas sea todo lo que haga falta para desincentivar la fuga de capitales y, así, absorber las presiones que dieron originalmente lugar a un tipo de cambio dual. En cambio, en los países donde el choque vino del lado de la oferta y los factores que lo desencadenaron todavía perduran (por ejemplo, un empeoramiento permanente de los términos de intercambio), los costos de la unificación serían más cuantiosos.

Gráfico 2. Movimientos entre Regímenes Cambiarios Múltiples y Unificados (1999-2011)



Nota: Los países con regímenes cambiarios múltiples en 2011 pero unificados en 1999 son Angola, Argentina, Eritrea, Georgia, Guinea, República Kirguisa, Malaui, Mongolia, Nigeria, Santo Tomé y Príncipe, Sudán, Ucrania, Uzbekistán y Venezuela. Los países con regímenes unificados en 2011 pero múltiples en 1999 son Afganistán, Bielorrusia, Botsuana, Camboya, República Dominicana, Egipto, Irán, Laos, Libia, Rusia y Turkmenistán. Fuente: base de datos IMF AREAER.

Teóricamente, se podría esperar que el tipo de cambio pos-unificación de equilibrio se sitúe en algún lugar entre los dos tipos de cambio pre-unificación. La razón es simple: una depreciación del tipo de cambio más apreciado (el “oficial”) debería reducir la demanda de importaciones básicas y promover las exportaciones, permitiendo así que más divisas fluyan hacia el mercado paralelo y se fortalezca el tipo de cambio en ese mercado. De este modo, según continúe depreciándose el tipo de cambio “oficial,” los dos tipos de cambio deberían acercarse gradualmente el uno al otro y, finalmente, converger en algún punto intermedio dentro del diferencial inicial. No obstante, en la práctica, debido a que la demanda de importaciones básicas suele ser inelástica y la reacción de las exportaciones ante un tipo de cambio más competitivo tarda en materializarse (la demanda de exportaciones es inelástica a corto plazo), es poco probable que la depreciación del cambio oficial libere muchas divisas, al menos en el corto plazo. En tal caso, a no ser que el mercado de divisas tenga una profundidad tal que le permita anticipar flujos futuros de divisas, los dos tipos tenderán a encontrarse en la parte inferior del diferencial, es decir, cerca del tipo paralelo de mercado.³ Además, si las expectativas de inflación pos-unificación (a las que nos referiremos más adelante) generan movimientos *privados* hacia el dólar, o si hay movimientos de la cartera *pública* a favor del dólar (si el banco central comienza a acumular reservas de divisas después de la unificación), el tipo de cambio

³ Esto es lo que Agenor (1992) revela sobre la experiencia de la unificación del tipo de cambio en varios países africanos durante los años ochenta. Su estudio concluye que “el tipo de cambio pos-unificación normalmente está cerca del tipo paralelo pre-unificación, lo que pone en duda el argumento de que el tipo de cambio de equilibrio es un promedio de los tipos oficial y paralelo”.

único pos-unificación bien podría depreciarse con algún grado de amplificación (*overshooting*), alcanzando así niveles aún más depreciados que el tipo paralelo pre-unificación.⁴

En general, a no ser que haya ajustes fiscales compensatorios (sobre los que volveremos más adelante), es de esperar que se produzca una elevación de la inflación pos-unificación debido al aumento de costos resultante de la depreciación (inflación de oferta).⁵ Además, el incremento del *nivel* de precios puede convertirse en un aumento permanente de la *tasa de crecimiento* de los precios si el choque de oferta inicial desencadena una espiral inflacionaria salarios-precios facilitada por una política monetaria débil o no creíble (inflación basada en expectativas); o cuando la unificación genera desequilibrios fiscales prolongados (inflación de demanda) derivados de la pérdida de ingresos parafiscales asociada al régimen de tipo de cambio dual (la reducción abrupta de los impuestos implícitos sobre las exportaciones).

Tabla 1. Inflación Pos-Unificación en Varios Países de América Latina

País	Comienzo del Proceso de Unificación	Diferencial Anterior a la Unificación	Transición	Inflación Anual			
				3 meses antes del comienzo de la unificación	... 3 meses después	... 12 meses después	... 24 meses después
Venezuela	Mar. 1989	202%	Rápida	36%	103%	81%	36%
Argentina	Feb. 1989	53%	Gradual	372%	460%	8163%	232%*
Perú	Jun. 1989	166%	Gradual	3414%	5704%	1968%	207%*
Ecuador	Sept. 1992	27+%	Gradual	50%	64%	46%	27%
República Dominicana	Oct. 2003	10+%	Rápida	26%	40%	52%	0%
Cuba	?	2300%	?	4%	?	?	?

*Nota: El diferencial se define como la diferencia promedio entre los tipos paralelo y oficial como porcentaje del tipo oficial en el último trimestre anterior a la unificación. La transición se caracteriza según la duración de la coexistencia de los tipos oficial y paralelo después de la unificación ("rápida" es menos de 3 meses). *28 meses después, para capturar los efectos de la introducción formal de la convertibilidad en abril de 1991 (Argentina) y la unificación monetaria final en agosto de 1991 (Perú). Fuentes: EIU, World Currency Yearbook (varias publicaciones), ARAER (varias publicaciones), Pick's currency yearbook (varias publicaciones), Kiguel y O'Connell (1995), Marion (1999), Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2008), Kamin (1991), base de datos IFS.*

La Tabla 1 presenta una panorámica general de las experiencias inflacionarias en países de América Latina que han unificado su tipo de cambio en un pasado no demasiado remoto. La inflación pos-unificación tendió a ser mayor en países cuya

⁴ Véanse Lizondo (1987) y Agenor y Flood (1992).

⁵ Sin embargo, estas presiones del lado de la oferta pueden amainar relativamente en países donde los precios internos ya reflejan en gran parte el tipo paralelo (en lugar de reflejar el tipo oficial).

inflación pre-unificación era elevada (Argentina, Perú) o en países con altos diferenciales cambiarios pre-unificación (Venezuela, Perú). En cambio, en los países en donde la inflación pre-unificación era relativamente baja (Ecuador, República Dominicana), la inflación pos-unificación fue relativamente suave. Para Cuba, estas son buenas y malas noticias. Mientras que en Cuba la inflación pre-unificación es baja, el diferencial cambiario está muy por encima del observado en otros países de la región.

3. El caso cubano

El sistema de tipo de cambio dual en Cuba se solapa con un sistema monetario dual, en el cual coexisten el Peso Convertible (CUC), que se intercambia uno a uno con el dólar, con el Peso Cubano (CUP), que se intercambia a 24 por un dólar de Estados Unidos.⁶ Por lo tanto, el sistema monetario de dos monedas (CUPs y CUCs) coexiste con un sistema de dos tipos de cambio (uno a uno y 24 por uno, en relación al dólar). En este artículo nos concentraremos en el tema de la unificación cambiaria y presentamos solo una corta discusión del tema de la unificación monetaria en el apartado final del artículo. Nótese que la terminología utilizada en la sección previa—que distingue entre tipo de cambio “oficial” y tipo de cambio “paralelo”—no se aplica en el caso cubano, en el que los dos tipos de cambio son oficiales.

El sistema de tipo de cambio dual se remonta a principios de los años sesenta, cuando se usó un tipo de cambio diferente para el comercio con los países de la antigua Unión Soviética. La segmentación del mercado de divisas se exacerbó abruptamente durante el periodo 1990-1993, cuando los cambios políticos en la antigua Unión Soviética condujeron a una redefinición de las relaciones comerciales con Cuba que generó un enorme deterioro de los términos de intercambio para Cuba. Posteriormente (en 1994), en el contexto de la alta inflación que siguió al choque negativo de los términos de intercambio, se creó el CUC. El objetivo era limitar la dolarización mediante el suministro de una moneda alternativa al dólar estadounidense que pudiera servir como unidad de cuenta y reserva de valor en un contexto de alta volatilidad. Este solapamiento y origen común de los sistemas de dualidad cambiaria y dualidad monetaria ha hecho que muchos observadores consideren que “van de la mano”, pese a que sus determinantes y objetivos son diferentes. Técnicamente, la unificación del tipo de cambio puede ser desvinculada, tanto conceptualmente como en la práctica, de la unificación monetaria.

¿Qué es lo que hace de Cuba un caso especial cuando se lo compara con otros tipos de cambio duales en América Latina? Cabe destacar al menos cuatro rasgos especiales. En primer lugar, debido a que el origen del tipo de cambio dual cubano es

⁶ De hecho, el CUP se intercambia a 24 CUP por dólar para los hogares y a 1 CUP por dólar para las empresas e instituciones estatales. Los individuos pueden intercambiar CUPs por dólares (a 24 por uno), así como CUPs por CUCs (a 25 por 1) en las casas de cambio (Cadecas). Las empresas e instituciones estatales hacen transacciones de divisas con el Banco Central y tienen prohibido utilizar las casas de cambio para arbitrar entre los tipos de cambio. Sin embargo, al momento no hay evidencia de que exista un diferencial significativo entre el tipo de cambio de 24 por dólar en las Cadecas y el tipo de cambio utilizado en la calle para las transacciones informales. Véase Vidal (2012) para un análisis más detallado.

más real que financiero (está relacionado con un choque a los términos de intercambio), básicamente equivale a un régimen parafiscal de impuestos (que gravan a las exportaciones y a algunos otros tipos de flujos de capital) y subsidios (que benefician a importaciones consideradas como “básicas”). Esta característica del sistema cubano limitaría el riesgo de turbulencias financieras especulativas durante la unificación, especialmente considerando que gran parte de los ahorros de los ciudadanos ya están en forma de dólares en efectivo, por lo que no existe una demanda reprimida por dólares. Además, dado que la mayoría de los depósitos bancarios (denominados en CUPs o en CUCs) pertenece a empresas estatales, es poco probable que se den movimientos especulativos hacia el dólar. Sin embargo, la naturaleza parafiscal del sistema cambiario dual de Cuba también implica que la unificación cambiaria tendría inevitablemente (a no ser que sea neutralizada fiscalmente) grandes implicaciones redistributivas. Los que venían vendiendo CUCs o dólares saldrían ganando mientras que los venían comprando CUCs o dólares (y sus clientes) saldrían perdiendo. Pese a que esta redistribución podría ser compensada mediante medidas fiscales enérgicas (si bien temporales), la sostenibilidad de la unificación en el medio plazo requerirá de reformas fiscales (que analizaremos más adelante).

En segundo lugar, el diferencial entre los dos tipos de cambio cubanos es de 2.300 por ciento, de lejos el más grande de toda la historia de América Latina posterior a la Segunda Guerra Mundial. Ello implica que hay un riesgo significativo de que los efectos de transmisión de la depreciación del CUC puedan desencadenar una espiral inflacionaria. Para evitarla, será necesario mantener un control muy estricto sobre la expansión monetaria durante y después de la unificación.

En tercer lugar, es de esperarse que se tenga en Cuba un mayor control sobre el comportamiento de las empresas, dado que la mayoría son estatales. Esto podría complicar algunas cosas y facilitar otras. La materialización de las mejoras de eficiencia requerirá de una reacción suficientemente elástica de la oferta (en cuanto a decisiones de inversión y producción) ante los cambios en precios relativos que resultarían de la unificación cambiaria. Sin embargo, esta elasticidad de oferta dependerá de la calidad de las señales de precios relativos y del grado de reacción de los actores económicos descentralizados ante dichas señales (y ante otros incentivos de mercado). Es probable que en el sector estatal de la economía estas señales se caractericen por su debilidad y lentitud. No obstante, por el lado positivo, el control gubernamental de las empresas estatales también puede ayudar a limitar los incrementos de precios de los bienes más básicos durante la transición (aspecto que retomaremos más adelante).

En cuarto lugar, el acceso de Cuba al financiamiento internacional es limitado, lo que supone una complicación adicional importante. Está claro que, de ser disponible, el financiamiento externo concesional podría facilitar la unificación al permitir que los gastos superen a los ingresos durante la transición.

4. Las opciones para la unificación cambiaria

En vista de las restricciones mencionadas anteriormente, *el reto clave para Cuba será equilibrar los costos de corto plazo de la unificación cambiaria con las mejoras de eficiencia de mediano y largo plazo*. Con el tiempo, al agrandar el tamaño del pastel, las mejoras de eficiencia deberían compensar ampliamente el costo inicial asociado a los efectos redistributivos y de reasignación de recursos. Por lo tanto, en el mediano y largo plazo, toda la población debería salir ganando. De hecho, la consecución de mejoras de eficiencia es la *raison d'être* de la unificación. El problema es que el tamaño del pastel está dado en el corto plazo, ya que la nueva inversión (incluida la extranjera) y la reasignación del trabajo y de los medios de producción a otras actividades, de manera que se produzcan los incrementos de eficiencia, tardarán en materializarse. Por lo tanto, los costos iniciales de la unificación (pérdidas de ingresos fiscales, dislocaciones productivas, brotes inflacionistas y efectos redistributivos regresivos) podrían ser muy altos si no se suavizan de alguna manera.

Una estrategia exitosa para la transición debería por lo tanto perseguir dos objetivos. En primer lugar, limitar los costos de corto plazo hasta que los aumentos de eficiencia se materialicen. En segundo lugar, adelantar lo más posible la materialización de los incrementos de eficiencia. El grado de consecución de estos dos objetivos debería ser la vara según la cual se midan y comparen las opciones de unificación. A continuación, distinguimos y discutimos cuatro opciones tipológicas.

La Opción Uno podría denominarse *big bang crudo*. Consiste en unificar los tipos de cambio desde el primer día. Para limitar presiones sobre la balanza de pagos y el mercado de divisas, los tipos de cambio se unificarían a 24 (nuevos) pesos por dólar. Todas las transacciones de divisas se realizarían al nuevo tipo de cambio único. Las ventajas principales de esta opción son su sencillez y su credibilidad inicial, pues puede implementarse de un plumazo, haciendo evidente en forma temprana el compromiso de las autoridades con la unificación. No obstante, por el lado negativo, esta opción no aborda en absoluto el objetivo de mitigar los costos de transición hasta que se materialicen los aumentos de eficiencia. La devaluación del CUC, realizada de golpe, tendría importantes impactos inflacionarios, fiscales, redistributivos y de reasignación de recursos. Por lo tanto, las consecuencias económicas y políticas pudieran ser tan traumáticas que podrían acabar inviabilizando el experimento en su conjunto.

La Opción Dos puede denominarse *gradualismo por sector*. Consistiría en depreciar progresivamente el CUC hacia el tipo de cambio de 24 pesos por dólar, a velocidades distintas para cada sector. Por el lado positivo, al distribuir el costo entre sectores (y por lo tanto a lo largo del tiempo), esta opción sería menos traumática que la Opción Uno. Asimismo, podría dar a las autoridades algún espacio para experimentar y mantener mayor control sobre el proceso de unificación. Sin embargo, por el lado negativo, esta opción también distribuiría las mejoras de eficiencia de manera diferenciada por sector y a lo largo del tiempo. Al retrasar los cambios de precios relativos entre sectores (y, por tanto, la respuesta de la oferta), se retrasaría y limitaría también el alcance de los aumentos de eficiencia. Por lo tanto, la Opción Dos cumpliría con el objetivo de amortiguar el costo de ajuste mejor que la Opción Uno, pero avanzaría menos rápido hacia el objetivo de anticipar y maximizar

las ganancias de eficiencia. Además, al dar más control discrecional a las autoridades, esta opción generaría también más incertidumbre respecto al ritmo y credibilidad del proyecto de unificación. Además, al avivar las presiones para posponer la introducción de la unificación en los sectores más distorsionados, esta opción podría poner en duda la conclusión del proceso. Esto a su vez podría promover una estrategia generalizada de espera que retrasaría aún más la respuesta de la oferta. Por último, la multiplicidad de tipos de cambio, que se agravaría durante la transición, podría aumentar la segmentación de los mercados y distorsionar las señales de precios, dificultando así la re-asignación eficiente de recursos entre sectores.

La Opción Tres podría denominarse *gradualismo global*. Consistiría en anunciar anticipadamente una convergencia gradual del CUC hacia el tipo de cambio de 24 pesos por dólar, aplicada de manera uniforme a toda la economía. Al repartir el costo de ajuste a lo largo del tiempo, la Opción Tres sería menos traumática que la Opción Uno. Debido a la uniformidad de su aplicación, sería también menos distorsionante que la Opción Dos. No obstante, como la Opción Dos, la Opción Tres podría inducir a los inversionistas a adoptar una actitud de espera debido al temor de que los costos prolongados del ajuste podrían forzar eventualmente una interrupción del proceso. A su vez, al posponer los aumentos de eficiencia, la inercia en la oferta exacerbaría los costos de transición, lo que podría forzar las autoridades a abandonar la senda anunciada. De ser esto el caso, se acabaría validando el escepticismo inicial, convirtiéndose así el abandono del programa de unificación en una profecía auto cumplida.

La Opción Cuatro podría denominarse *big bang con amortiguación fiscal*. Al igual que en la Opción Uno, los dos tipos de cambio se unificarían desde el primer día al tipo (nuevo) de 24 pesos por dólar. Sin embargo, para mitigar el costo inicial del ajuste, los subsidios e impuestos implícitos en el tipo de cambio dual serían sustituidos por subsidios e impuestos explícitos lump-sum. Estos afectarían a todas las empresas que hubiesen realizado previamente transacciones cambiarias a la tasa de un peso por dólar, y se calcularían de forma que el impacto sobre el ingreso de estas empresas se neutralice por completo.⁷ Considérese el ejemplo de una empresa hotelera que vendió Y dólares a la tasa de uno a uno durante un año completo antes de la unificación (por lo que recibió Y pesos a cambio). Después de la unificación y en ausencia de impuestos compensadores, esta empresa recibiría muchos más pesos al tipo de cambio unificado, a saber, 24xY pesos. Para evitar este salto extraordinario en sus ingresos, en el primer año de la unificación, a esa empresa se le aplicaría un impuesto lump-sum de un monto equivalente a 23xY pesos. De este modo le quedarían a la empresa los mismos Y pesos después de la unificación que tenía antes de la unificación. El impuesto lump-sum se eliminaría progresivamente en línea con un cronograma preanunciado. Por ejemplo, podría reducirse a 15xY pesos en el año dos, 7xY pesos en el año tres y eliminarse por completo en el año cuatro. Análogamente, una empresa estatal que se hubiese beneficiado al comprar Z dólares a la tasa de un peso por dólar durante el año antes de la unificación recibiría un subsidio lump-sum de 23xZ pesos durante un año entero después de la unificación.

⁷ El monto del subsidio o impuesto anual implícito en el diferencial del tipo de cambio que cada empresa recibe (o paga) es conocido por las autoridades del gobierno porque el banco central lleva un registro de las cantidades de CUCs o dólares vendidos a (o comprados de) cada empresa.

Al igual que con los impuestos prefijados, los subsidios lump-sum se eliminarían posteriormente de modo progresivo dentro de un cronograma preanunciado.

La Opción Cuatro maximizaría y adelantaría los aumentos de eficiencia porque permitiría que, desde el principio, todos los actores económicos (tanto las empresas existentes como las nuevas) operasen en un nuevo contexto de precios relativos y, por lo tanto, bajo incentivos que promoverían la eficiencia. De hecho, en la medida en que se implementen reformas complementarias (sobre las que hablaremos más adelante), las decisiones de inversión y producción de las empresas no se verían afectadas por los subsidios e impuestos lump-sum. El monto de estos impuestos y subsidios se fijaría en términos absolutos y no cambiaría con la intensidad del esfuerzo productivo y de búsqueda de ganancias de eficiencia de las empresas. Sin embargo, comparada con las otras opciones, la Opción Cuatro protegería mucho más eficazmente a la economía de los costos del ajuste. Al inicio, los impuestos y subsidios lump-sum neutralizarían totalmente estos costos. De ahí en adelante, al irse reduciendo el nivel de impuestos y subsidios lump-sum, los costos del ajuste se irían compensando a través de los incrementos de eficiencia. Por lo tanto, esta opción claramente ofrecería un mejor equilibrio entre costos y beneficios.⁸ No obstante, esta opción requeriría una preparación adecuada que no sería fácil y que incluiría cambios importantes en varias políticas económicas complementarias, las cuales analizaremos en el apartado 7. Antes de ese análisis, en las dos secciones siguientes, ilustraremos los rasgos básicos de la opción de *big bang con amortiguación fiscal*, esbozando en forma esquemática cómo podría ser implementada en dos sectores clave de la economía cubana: el sector turístico de gestión extranjera y el sector de las empresas importadoras estatales.

5. El sector turístico de gestión extranjera

El sistema bajo el cual operan en la actualidad los servicios turísticos de propiedad o gestión extranjera conlleva pérdidas de eficiencia muy grandes. Debido a que los hoteleros extranjeros tienen que pagar al gobierno el salario de los trabajadores en dólares al tipo de cambio del CUC (uno a uno), pero que los trabajadores reciben su salario en CUPs, el diferencial entre el tipo de cambio de uno a uno y el de 24 a uno implica un enorme impuesto sobre la mano de obra local. Por cada dólar pagado por el operador hotelero, el trabajador recibe 1/24 dólares (alrededor de 4 centavos), mientras que el estado se queda con los 23/24 dólares restantes (en torno a 96 centavos) en forma de impuesto.⁹ Si bien esto permite al gobierno cubano capturar y redistribuir gran parte de las rentas del sector turístico, el impuesto distorsiona la asignación de la fuerza laboral. Los elevados costos laborales a los que se enfrenta el hotelero desincentivan la creación de empleo, reducen la calidad de los servicios hoteleros, ponen trabas a la inversión extranjera directa (IED) y promueven el empleo informal (esto es, la venta directa pero no legal de servicios laborales) en el sector turístico *no estatal*.

⁸ La unificación al tipo del CUC (24 pesos por \$US1) en lugar de a cualquier otro tipo es crucial para neutralizar el efecto inicial sobre el ingreso de la unificación, ya que los impuestos y subsidios lump-sum se calcularían a ese tipo de cambio.

⁹ En Cuba, los pagos a la fuerza laboral no se hacen directamente a los trabajadores, sino a una agencia de empleo de gestión estatal.

Una unificación mediante un *big bang crudo* (la Opción Uno) tendría un impacto traumático debido a sus enormes efectos redistributivos. Si los salarios promedio post-unificación siguiesen en el nivel actual (lo que es probable que ocurra mientras se mantenga el alto grado de subempleo) y los precios hoteleros no se redujesen (lo que es también probable en la medida en que no aumentasen las presiones competitivas), los operadores extranjeros se beneficiarían de ganancias extraordinarias. En cambio, los ingresos fiscales se derrumbarían, lo que socavaría la capacidad del gobierno para compensar las pérdidas y/o generaría (mediante el aumento del déficit fiscal) presiones al alza sobre los precios. Los operadores extranjeros dispondrían de más dólares para repatriar, lo que debilitaría la balanza de pagos (BP) si esta repatriación no se viera compensada por nuevas entradas de IED, las que tardarían en materializarse.

Los beneficios y pérdidas extraordinarias que se generarían en un *big bang crudo* (Opción Uno) se podrían neutralizar por completo en un *big bang con amortiguación fiscal* (Opción Cuatro). Bajo esta última opción, cada hotelero pagaría un impuesto anual lump-sum acorde al monto promedio de las transacciones en divisas realizadas al tipo de cambio del CUC durante los años anteriores. Una vez establecido para el primer año, el impuesto lump-sum se eliminaría gradualmente de acuerdo con un calendario pre-anunciado. Dado que todos los operadores existentes, sin excepciones, tendrían que pagar el impuesto lump-sum, y que el monto de dicho impuesto sería independiente de la actividad realizada (o no realizada) por el operador en Cuba, el impuesto no sería distorsionador (esto es, no tendría un impacto sobre las decisiones de inversión y producción del operador). Para que el sistema funcione, sin embargo, el operador no debería tener la opción de incumplir sus obligaciones fiscales (por ejemplo, vendiendo la empresa y saliendo de Cuba). La manera más sencilla de evitar que el operador incumpla con el pago del impuesto lump-sum sería recurrir a contratos sujetos a jurisdicciones internacionales, lo cual permitiría al gobierno cubano exigir legalmente que los operadores cumplan con sus compromisos ya sea que abandonen Cuba o no.

Siempre que las presiones de la competencia se mantuviesen en un nivel moderado, la unificación del tipo de cambio, al reducir los costos laborales, debería impulsar la *rentabilidad marginal*, tanto de las inversiones existentes (por ejemplo, a través de mayor ocupación de los hoteles que ya operan en Cuba) como de las nuevas (por ejemplo, construcción de nuevos hoteles). Por lo tanto, las empresas existentes deberían utilizar mejor su capacidad instalada y mejorar la calidad de los servicios prestados para garantizar y expandir su cuota de mercado, anticipando un aumento de la competencia. Así, dado el *stock* actual de IED, el empleo y la calidad de los servicios deberían aumentar, lo que a su vez debería incrementar el turismo. Como resultado, las presiones fiscales y sobre la balanza de pagos deberían amainar. Con el tiempo, las nuevas reglas del juego deberían estimular IED nueva y promover mayores inversiones locales, lo que beneficiaría aún más a la balanza de pagos y a las cuentas fiscales. Estas mejoras, a su vez, deberían facilitar la eliminación gradual y pre-anunciada de los impuestos lump-sum. En el largo plazo, la productividad del trabajo debería ir en aumento, permitiendo así que los salarios reales creciesen y el tipo de cambio real se apreciase, tal y como ha sucedido en la transición hacia economías de mercado en Europa del este.

Pese a que los operadores hoteleros existentes no sufrirían desventajas competitivas (tanto los nuevos como los viejos competirían bajo las mismas condiciones), podrían oponerse al plan aduciendo que los impuestos lump-sum podrían reducir sus *beneficios promedio* (aunque no los marginales). Conforme entrasen nuevas empresas y/o los operadores ya establecidos comenzasen a competir más agresivamente, los precios hoteleros podrían reducirse, haciendo así disminuir el margen promedio de los hoteles existentes. Sin embargo, hay al menos tres argumentos para rebatir este razonamiento. En primer lugar, dado que los operadores hoteleros ya establecidos podrían aprovechar al máximo su capacidad instalada y su conocimiento del mercado local, deberían ser los principales beneficiarios del impulso inicial a la rentabilidad. Con la ventaja de que ya conocen bien el mercado local podrían posicionarse para aprovechar al máximo cualquier oportunidad empresarial nueva que pudiera surgir como resultado de la unificación. En segundo lugar, aunque en promedio sus márgenes de rentabilidad se comprimirían debido al incremento de la competencia, este efecto debería ser compensado en buena medida (o incluso totalmente) con aumentos en el volumen de ventas. Finalmente, incluso en el peor escenario posible, en el que la rentabilidad promedio de los hoteles ya establecidos en Cuba se redujese de manera transitoria (debido al pago de impuestos lump-sum en un entorno más competitivo), los propietarios (o gerentes) actuales de estos hoteles que son, en su mayor parte, cadenas internacionales, deberían ser capaces de absorber esta reducción sin que tenga un impacto muy significativo en sus resultados globales.

6. El sector de empresas estatales importadoras

Consideremos ahora el sector de empresas estatales que importan bienes “básicos” (maquinaria y equipo, materia prima y otros insumos, o bienes de consumo que se consideran necesarios para el bienestar de la población). El sistema actual genera pérdidas de eficiencia importantes. ¿Por qué? Porque estas empresas se benefician del tipo de cambio de uno a uno con el dólar para las importaciones y del tipo de cambio de 24 por dólar para pagar salarios, lo cual equivale a un impuesto sobre el trabajo que financia un subsidio a las importaciones básicas. El subsidio, a su vez, penaliza el consumo de importaciones no básicas. Pese a que esto puede contribuir a igualar el bienestar entre los cubanos, la subvención implícita debilita las finanzas del gobierno central, desincentiva la producción de bienes importables, y presiona la balanza de pagos. Por consiguiente, la unificación del tipo de cambio debería generar con el tiempo una gran mejora en la asignación de recursos conforme las empresas aprovechen mejor la fuerza laboral y otras ventajas comparativas del país.

Sin embargo, al igual que en sector turístico, una *unificación de big bang crudo* tendría efectos traumáticos. Si las empresas estatales respondiesen a la unificación como si fuesen empresas privadas, esto es, tratando de minimizar sus pérdidas, incrementarían sus precios, lo que desencadenaría presiones inflacionarias, y reducirían el empleo, lo que empujaría a la economía hacia una contracción. Aunque la balanza de pagos podría mejorar y aunque quizás podrían mejorar también las finanzas del gobierno central, el impacto inicial de una unificación de *big bang crudo* sería el incremento del desempleo y la erosión del

poder adquisitivo de los trabajadores de salarios bajos. Alternativamente (y quizás de manera más realista), si empresas estatales responden pasivamente, una *unificación de big bang crudo* afectaría la contabilidad de estas empresas y nada más. En este escenario, las empresas estatales continuarían importando y produciendo como antes. Simplemente tendrían déficits mayores que reflejarían la terminación del subsidio implícito en el sistema de tipo de cambio dual. El gobierno tendría que cubrir esos déficits algún tipo de subsidio, el cual podría perpetuarse ya que eliminaría los incentivos a que las empresas estatales reaccionen ante las nuevas señales del mercado reduciendo sus costos y mejorando su eficiencia. Esto a su vez impediría el mejoramiento progresivo de las finanzas del gobierno central.

La Opción Cuatro (*big bang con amortiguación fiscal*) evitaría los problemas anteriores al reemplazar el ineficiente subsidio a las importaciones que ahora se canaliza a través del tipo de cambio dual con un subsidio lump-sum que neutralizaría los efectos iniciales fiscales, inflacionarios y sobre la balanza de pagos de la unificación cambiaria. Al igual que en el caso del sector turístico, el subsidio lump-sum se eliminaría gradualmente de acuerdo a un cronograma preanunciado. Este proceso daría tiempo para que las empresas se ajusten y mejoraría de inmediato la transparencia presupuestaria y del sector de empresas estatales. Las empresas que hacen más pérdidas serían conocidas de inmediato por el público en general. De esa forma, los subsidios lump-sum contribuirían a incrementar la rendición de cuentas y a generar incentivos para que las empresas estatales se reestructuren y mejoren su eficiencia ante cambios en las condiciones de mercado. Claro que el gobierno tendría que resistir las presiones a alargar el cronograma de reducción de los subsidios lump-sum. Al aplicarse a todas las transacciones de divisas, el tipo de cambio unificado debería promover la competencia y, por lo tanto, la disciplina y la elasticidad de respuesta de la oferta. De hecho, todas las empresas (tanto las estatales ya existentes como posibles nuevas empresas estatales o no estatales) seguirían desde el principio las nuevas reglas del juego.¹⁰

Dicho esto, para que las empresas estatales modifiquen su comportamiento es crucial que la unificación cambiaria esté acompañada, tan pronto como sea posible, por reformas que modernicen el gobierno corporativo y gerencia de estas empresas, así como por reformas al régimen de subsidios a los bienes básicos. Caso contrario, las empresas estatales podrían seguir funcionando como en el pasado. Ante la amenaza de que la unificación cambiaria engendre agitación social (por la reducción de subsidios implícitos y posibles alzas de precios), las empresas podrían simplemente esperar a que el gobierno les prolongue los subsidios indefinidamente. Para evitar esta situación, se podría exigir a las empresas estatales que, como

¹⁰ La opción de escalar la unificación mediante un *big bang con amortiguación fiscal* a lo largo de un periodo de tiempo y sector por sector pudiera también contemplarse. Así, el sector A (por ejemplo, el sector turístico) podría incorporarse de inmediato al régimen del tipo de cambio único, mientras que el sector B (por ejemplo, el sector importador de propiedad estatal o el sector exportador) podría continuar por un tiempo con el régimen anterior. Ello daría a las autoridades (o a las empresas afectadas en un determinado sector) más tiempo para prepararse. Esta sería una opción preferible a la Opción Tres (*gradualismo global*) en el sentido de que, aunque se aplicase sector por sector, la naturaleza no distorsionadora de los subsidios e impuestos lump-sum estimularía más eficazmente las decisiones de inversión y producción. En la medida en que todas las empresas de un sector determinado se incorporen al régimen unificado (en lugar de incorporar a pocas empresas del sector mientras que otras empresas del mismo sector siguen protegidas de la competencia), es de esperar que las distorsiones resultantes sean limitadas y las complicaciones del mercado manejables.

contrapartida a los subsidios lump-sum que recibirían, no subiesen significativamente los precios de los bienes más básicos (de hecho, por diseño, los subsidios lump-sum lograrían que la estabilidad de precios y la rentabilidad fuesen congruentes). Al mismo tiempo, para que los aumentos de eficiencia se materializaran, las *decisiones de producción* de las empresas deberían encaminarse hacia la minimización de costos y la maximización de ganancias. Por tanto, durante el periodo de transición post-unificación podría haber una combinación útil entre el control gubernamental sobre las empresas estatales, por una parte, y los mecanismos del mercado, por otra. El primer factor se enfocaría en el control (temporal) de los precios y el segundo en la maximización de la rentabilidad.

Sin embargo, pese a los aumentos de la eficiencia que las empresas obtendrían con el tiempo (conforme reorganicen su producción en el contexto de las señales de precio y la fuerza de la competencia en el mercado), algunos incrementos de precios resultarán inevitables en la medida en que los subsidios lump-sum se vayan eliminando. Por lo tanto, a su debido tiempo, sería necesaria una reforma del régimen del sistema de subsidios para proteger a la población más pobre. Estas cuestiones son cruciales y se analizan en el apartado siguiente.

7. Reformas complementarias y su secuencia

Como ya se ha señalado, para que la estrategia de *big bang con amortiguación fiscal* funcione de manera adecuada, es necesario realizar una preparación cuidadosa que incluya la introducción (no necesariamente antes de la unificación, pero si lo antes posible) de varias reformas complementarias. El primer ámbito de reformas es el fiscal. De entrada habría que reemplazar los impuestos y subsidios implícitos (que ahora son parte del sistema de tipo de cambio dual) con impuestos y subsidios lump-sum, calculados para cada empresa afectada por la unificación cambiaria. Sin embargo, subsecuentemente y a su debido tiempo, habría que reemplazar los impuestos y subsidios lump-sum por un sistema moderno de impuestos y subsidios convencionales.

Por el lado de los impuestos, el gobierno tendría que revisar y actualizar el sistema impositivo adoptando una perspectiva de largo plazo y más cercana a la de una economía de mercado. Este proceso podría incluir, en primer lugar, una revisión de los impuestos relacionados a la IED y al comercio internacional (las importaciones y las exportaciones). Asimismo, para estimular la recaudación, se podría introducir un impuesto al valor agregado y modernizar algunos impuestos internos, como el impuesto sobre la renta personal y corporativa.

Por el lado de los subsidios, es probable que el gobierno necesite introducir un sistema de transferencias (en efectivo o mediante cupones) bien *focalizado en los hogares de menores ingresos y centrado en los bienes más básicos*. En caso de que esto no se haga, la necesidad de evitar grandes déficits fiscales podría enfrentar al gobierno a una elección desagradable entre la eliminación rápida pero socialmente traumática de los subsidios lump-sum, por un lado, y, por otro, ajustes *ad hoc* a un régimen de subvenciones difícil de manejar, ineficiente, costoso y, en última instancia, insostenible.

En todo caso, una *situación fiscal saludable* sería necesaria para facilitar la unificación cambiaria. La generación de un superávit fiscal *pre-unificación* permitiría al gobierno acumular reservas de divisas que luego podrían utilizarse para “financiar” déficits pos-unificación en la balanza de pagos. Asimismo, una situación fiscal sólida *pos-unificación* facilitaría el manejo monetario y, por ende, el control de la inflación.

Paralelamente, la *reforma del gobierno corporativo y gerencia de las empresas estatales* también sería esencial para garantizar que éstas reaccionen más y mejor ante las señales del mercado. Las empresas estatales deberían recibir mandatos compatibles con la minimización de costos y maximización de rentabilidad, y su desempeño y el de sus gerentes debería ser evaluado y recompensado en consecuencia. En línea con las nuevas señales de precios que surgirían después de la unificación, sería también necesario revisar las prácticas contables. Ello ayudaría a identificar las empresas estatales inviables y facilitar su cierre o reestructuración. Las cuentas por pagar y por cobrar entre empresas estatales tendrían que actualizarse y reestructurarse.

Idealmente, estas reformas deberían estar acompañadas (o seguidas en cuanto fuese posible) por *reformas orientadas a promover la economía de mercado*. En concreto, sería deseable estimular la entrada de empresas no estatales para así impulsar la oferta, tanto directa como indirectamente (esto es, a través de mayor competencia). Desde el punto de vista de la eficiencia, también sería deseable que las empresas estatales se desvinculasen lo más posible de intermediar entre las actividades de las empresas privadas y los ciudadanos. Por ejemplo, sería deseable permitir que las empresas privadas del sector turístico con participación de capital extranjero seleccionasen y contratasen directamente a sus trabajadores.¹¹

Para mantener la inflación bajo control y permitir que el tipo de cambio juegue un mayor papel amortiguador, se requeriría un *fortalecimiento gradual de los instrumentos monetarios, así como de la capacidad de gestión e independencia del Banco Central*. Para hacer posible este fortalecimiento, es probable que hagan falta reformas destinadas a facilitar el desarrollo gradual de los mercados interbancario y de divisas, así como de una banca comercial moderna, sólida y dinámica.¹²

Un *sistema de tipo de cambio flexible* sería deseable desde el principio, pero solo en caso de ser factible y viable. En el corto plazo, ayudaría a identificar el tipo de cambio de equilibrio pos-unificación, limitando el riesgo de que surgieran desalineaciones mayores en el tipo de cambio. De hecho, es probable que se produjese una cierta apreciación del tipo de cambio conforme las empresas que previamente utilizaban el tipo de cambio de uno a uno con el dólar comenzasen a reaccionar al nuevo tipo de cambio y los nuevos precios de mercado, reduciéndose de este modo la demanda de importaciones y estimulando la creación de nuevas

¹¹ En el contexto de una unificación con amortiguación fiscal, la pérdida fiscal que se produciría al permitir que las empresas del sector turístico contratasen directamente a sus empleados se compensaría totalmente con la ganancia fiscal vinculada al impuesto lump-sum aplicado a estas empresas.

¹² Véase Vidal y Villanueva (2013).

capacidades para exportar. En el largo plazo, es probable el tipo de cambio real se vaya apreciando conforme los incrementos de eficiencia se traduzcan en aumentos en el poder adquisitivo. Un sistema de tipo de cambio flexible tendría la ventaja de permitir que el tipo de cambio real se aprecie a través de una apreciación nominal en lugar de la inflación. Asimismo, un sistema de tipo de cambio flexible ayudaría a absorber mejor los choques externos y limitar la dolarización *de facto*.

Sin embargo, un sistema de tipo de cambio flexible podría no ser viable desde el principio debido a la dificultad de establecer bien y en corto tiempo la infraestructura institucional y de mercado requerida para que coexista la independencia de la política monetaria con la flexibilidad del tipo de cambio. El esperar a que estas condiciones se cumplan prolongaría y retrasaría en exceso el proceso de unificación cambiaria. Por otra parte, un tipo de cambio fijo inmediatamente después de la unificación podría contribuir a estabilizar expectativas en medio de cambios sustanciales. En síntesis, podría ser preferible unificar el sistema cambiario antes de iniciar una transición gradual hacia un régimen de tipo de cambio flexible. El proceso de reforma monetaria pos-unificación podría por lo tanto seguir las siguientes fases:

- *Fase inicial*: tipo de cambio fijo y control por parte del Banco Central de la expansión crediticia y la liquidez del mercado interbancario.
- *Fase intermedia*: tipo de cambio flexible (pero controlado) con metas de política monetaria vinculadas a los agregados monetarios.
- *Fase final*: un sistema de política monetaria basado en metas de inflación y flexibilidad cambiaria.

Finalmente, una cuestión que debe considerarse con cuidado al tiempo que se diseñe la unificación cambiaria es el tema de una posible unificación monetaria, esto es, la elección de una moneda única. Como se ha señalado anteriormente, este es un asunto que se diferencia tanto conceptual como prácticamente del tema de la unificación del tipo de cambio. La cuestión de la unificación monetaria surge porque, en la actualidad, Cuba tiene, además de dos tipos de cambio, dos monedas (CUC y CUP) que funcionan como unidades de cuenta, medios de cambio y depósitos de valor.¹³

Hay tres opciones en lo que respecta a la unificación monetaria: i) adoptar formalmente el dólar como la moneda única; ii) mantener un sistema monetario dual; y iii) adoptar el peso cubano (esto es, el nuevo peso, posterior a la unificación cambiaria) como moneda única. Las ventajas e inconvenientes de estas opciones son las siguientes:

- La *dolarización formal* sería poco aconsejable, ya que incrementaría la vulnerabilidad de Cuba ante la volatilidad de los términos de intercambio u otros choques importantes. En particular, la dolarización magnificaría el efecto contractivo sobre la economía doméstica de choques externos adversos. Bajo un régimen de dolarización formal, el canal principal de ajuste del tipo de cambio real sería la inflación o la deflación. Dado que los choques que afectan

¹³ De hecho, si se tienen en cuenta los dólares y euros que los cubanos guardan en efectivo, puede decirse que Cuba tiene más de dos monedas.

a Cuba y a los Estados Unidos (el país emisor del dólar) no son necesariamente los mismos, el tipo de cambio real de equilibrio de Cuba tendría que ajustarse en direcciones que no serían necesariamente las requeridas por la economía estadounidense. Por lo tanto, con la dolarización formal, Cuba renunciaría a la opción de usar su propia moneda como instrumento de política y mecanismo de absorción de choques.

- Un *sistema monetario dual*, en el que el nuevo peso (pos-unificación cambiaria) coexistiría con el CUC, podría tener algunas ventajas. Si esa fuese la opción a adoptar, sería preferible que los billetes de CUC desapareciesen y que el CUC pasara a ser únicamente una *unidad de cuenta electrónica* en la que se denominarían los préstamos y depósitos bancarios. El CUC seguiría siendo convertible en dólares a una tasa de uno por uno, bajo el respaldo de una caja de convertibilidad. La posibilidad de ahorrar y hacer préstamos bancarios en CUCs apoyaría la remonetización de la economía (incentivando a que los ciudadanos y empresas usen el CUC en vez del dólar desde el comienzo) mientras que el nuevo peso iría ganando credibilidad paulatinamente. Sin embargo, en la medida en que los ciudadanos siguieran prefiriendo tener dólares en efectivo, el traslado de ahorros hacia depósitos bancarios denominados en CUCs sería reducido. Por otra parte, un sistema bi-monetario fragmentaría el crédito y reduciría la profundidad del mercado financiero, obstaculizando y retrasando el fortalecimiento de la política monetaria. Además, en la medida en que las empresas estatales continuasen siendo los principales depositantes en el sistema bancario, el riesgo de que la eliminación del CUC produjese una fuga de depósitos hacia el dólar sería pequeño.
- En conclusión, la mejor opción probablemente sea la de hacer coincidir la unificación cambiaria con la unificación monetaria, esto es, con una *pesoización total*, lo que requeriría convertir todos los CUCs en nuevos pesos al momento de la unificación del tipo de cambio.

Bibliografía

Agenor, P.R. (1992), “Parallel Currency Markets in Developing Countries: Theory, Evidence, and Policy Implications”, *Essays in International Finance* Nro. 188, Princeton University.

Agenor, P.R. y R. P. Flood (1992), “Unification of Foreign Exchange Markets”, IMF WP/92/32.

Di Bella, G. y A. Wolfe (2008), “A Primer on Currency Unification and Exchange Rate Policy in Cuba: Lessons from Exchange Rate Unification in Transition Economies”, *Cuba in Transition—Volume 18*; Washington, Association for the Study of the Cuban Economy.

Dreher, S. (2009), “Monetary Policy in Cuba”, University of Maryland.

Feinberg, R. (2013), “Soft Landing in Cuba: Emerging Entrepreneurs and Middle Classes”, The Brookings Institution.

Frenkel, J.A., y A. Razin (1986), “The Limited Viability of Dual Exchange Rate Regimes”, NBER WP Nro. 1902.

IMF (Fondo Monetario Internacional). Varios años. *Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER). Washington, D.C.

International Currency Analysis, Inc. Varias ediciones. *World Currency Yearbook*. (formerly *Pick's Currency Yearbook*). Brooklyn, N.Y.

Kamin, S. (1991), “Argentina's Experience with Parallel Exchange Markets, 1981-1990” (Nro. 407). Board of Governors of the Federal Reserve System.

Kiguel, M. y S.A O'Connell (1995), “Parallel exchange rates in developing countries”, *The World Bank Research Observer*, 10 (1), 21-52.

Lizondo, S. (1987), “Unification of Dual Exchange Markets”, *Journal of International Economics*, 22, pg. 57-77.

Marion, N. P (1994), “Dual exchange rates in Europe and Latin America”, *The World Bank Economic Review*, 8(2), 213-245.

Orro, R. (2000), “The Cuban Dual Monetary System and Challenges Ahead”, *La Economía Cubana: Reformas Estructurales y Desempeño en los Noventa*, CEPAL.

Rogoff, K., Mody, A., Oomes, N., Brooks, R. y A.M. Husain (2003). “Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes”, International Monetary Fund.

Vidal, P. (2012a), “Monetary Duality in Cuba: Stages and Future Perspectives,” forthcoming in *Cuban Economic and Social Development: Policy Reforms and Challenges in the 21st Century*, David Rockefeller Center for Latin American Studies, Harvard University, Cambridge.

Vidal, P. (2012b), “Monetary and Exchange Rate Reform in Cuba: Lessons from Vietnam”, Institute of Development Economies, Japan External Trade Organization.

Vidal, P. y O. E. Perez Villanueva (2013), “Politica Monetaria y Reforma Bancario-Financiera”, Universidad Javeriana de Cali y Universidad de La Habana.

The background of the entire page is a stylized American flag. It features a dark blue field with a large, white, five-pointed star in the upper left corner. The rest of the background is composed of vertical stripes in alternating shades of blue and white, creating a textured, fabric-like appearance.

Foreign Policy at Brookings
1775 Massachusetts Avenue, N.W.
Washington, D.C. 20036
Brookings.edu/foreignpolicy