



BANCO DE GUATEMALA

Documentos de Trabajo

CENTRAL BANK OF GUATEMALA

Working Papers

No. 13

**UN INTENTO METODOLÓGICO PARA ESTIMAR
FUGA DE CAPITALS***

Año 1992

Autor:

Carlos Silva Revetria**

*Ponencia presentada al IV Seminario Latinoamericano de Balanza de Pagos.
Ciudad de Guatemala, 2-8 diciembre de 1991.

**Economista uruguayo.





BANCO DE GUATEMALA

La serie de Documentos de Trabajo del Banco de Guatemala es una publicación que divulga los trabajos de investigación económica realizados por el personal del Banco Central o por personas ajenas a la institución, bajo encargo de la misma. El propósito de esta serie de documentos es aportar investigación técnica sobre temas relevantes, tratando de presentar nuevos puntos de vista que sirvan de análisis y discusión. Los Documentos de Trabajo contienen conclusiones de carácter preliminar, las cuales están sujetas a modificación, de conformidad con el intercambio de ideas y de la retroalimentación que reciban los autores.

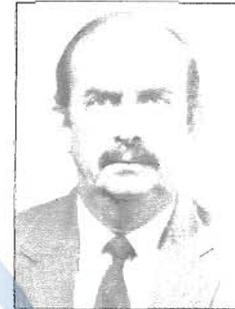
La publicación de Documentos de Trabajo no está sujeta a la aprobación previa de los miembros de la Junta Monetaria del Banco de Guatemala. Por lo tanto, la metodología, el análisis y las conclusiones que dichos documentos contengan son de exclusiva responsabilidad de sus autores y no necesariamente representan la opinión del Banco de Guatemala o de las autoridades de la institución.

*****©*****

The Central Bank of Guatemala Working Papers Series is a publication that contains economic research documents produced by the Central Bank staff or by external researchers, upon the Bank's request. The publication's purpose is to provide technical economic research about relevant topics, trying to present new points of view that can be used for analysis and discussion. Such working papers contain preliminary conclusions, which are subject to being modified according to the exchange of ideas, and to feedback provided to the authors.

The Central Bank of Guatemala Working Papers Series is not subject to previous approval by the Central Bank Board. Therefore, their methodologies, analysis and conclusions are of exclusive responsibility of their authors, and do not necessarily represent the opinion of either the Central Bank or its authorities.

UN INTENTO METODOLOGICO PARA ESTIMAR FUGA DE CAPITALES**



Por Carlos Silva Revetria*

I. INTRODUCCION

La necesidad de inversión, asociada a la reconversión productiva prevista para el MERCOSUR (Mercado del Cono Sur), pauta la importancia del análisis de las posibles fuentes de financiamiento de la misma. Dado que aún persisten las secuelas de la crisis de la deuda externa latinoamericana (que se refleja en la escasez de recursos externos a los cuales recurrir para financiar los procesos de desarrollo), es importante centrar la atención en fuentes alternativas de recursos y, en particular, en las propias posibilidades del sector privado residente. En este marco, la cuantificación del fenómeno conocido como "fuga de capitales" adquiere particular relevancia.

Según datos del FMI (IFS), en diciembre de 1990 los depósitos de residentes en Uruguay colocados en el

exterior alcanzaban los 4.200 millones de dólares. La relación de los mismos con el PBI para nuestro país es la más alta de América Latina (con excepción de los centros financieros del Caribe). Si la totalidad de los intereses de tales depósitos se hubiera repatriado e invertido productivamente, en 1990 la inversión bruta fija del sector privado hubiera sido, aproximadamente, un 50% mayor. Estas cifras son representativas de las proporciones que han adquirido las salidas de capital en los últimos años.

El presente trabajo pone énfasis en intentar una medición apropiada de la fuga de capitales para el caso uruguayo. Para ello se considera un periodo de 30 años, de forma de analizar su evolución en el largo plazo. Dado que los movimientos de capital del sector privado residente no son directamente observables, se hace necesario estimarlos utilizando una metodología que permita contemplar las características específicas del país.

En el capítulo II se realiza, por tanto, una revisión de la literatura referida al tema, donde se discuten aspectos vinculados al concepto y la medición de la fuga de capitales. Sobre la base de que dicho concepto

** Ponencia presentada al IV Seminario Latinoamericano de Balanza de Pagos. Ciudad de Guatemala, 2-8 diciembre 1991.

* Economista Uruguayo. Subgerente del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco Central del Uruguay. Autor de diversos estudios sobre deuda externa y sobre balanza de pagos.

implica invariablemente un juicio de valor, se intenta, en el capítulo III, una definición operativa de la fuga de capitales para el caso uruguayo. Asimismo, se presentan los resultados obtenidos en la medición para el periodo 1960 - 1990. En el capítulo IV se analiza la evolución de la fuga de capitales en el periodo considerado. Por último, en el capítulo V se exponen las principales conclusiones.

Importa destacar que el presente trabajo se encuentra enmarcado en un proyecto de mayor alcance que intenta una interpretación global del fenómeno, sus causas, sus consecuencias, así como la discusión acerca de las políticas necesarias para enfrentar esta problemática.

II. LA FUGA DE CAPITALES: UNA REVISION TEORICA

A. Concepto

Si bien la fuga de capitales ha sido un fenómeno identificado ya en el siglo XVII, aún no existe una definición única generalmente aceptada del término. Una primera dificultad en la formulación de este concepto surge del hecho de que los flujos de capitales entre residentes y no residentes de una economía, son motivados por variadas consideraciones que no resulta fácil distinguir tanto conceptual como empíricamente.

Por ejemplo, una definición particular de fuga de capitales como la adquisición y tenencia de ciertos activos sobre no residentes, incurre inevitablemente en una gran variedad de elementos subjetivos: ¿por qué clasificar como “inversión extranjera” los activos colocados por estadounidenses o japoneses en el exterior y usar el término “fugas de capital” para describir similar actividad realizada por latinoamericanos?

En segundo lugar, otro problema a resolver se presenta al analizar los distintos tipos de transacciones que conducen a los residentes domésticos a adquirir activos sobre no residentes. ¿Cuáles de estas transacciones deberían ser clasificadas como fugas de capital? La lista podría contemplar la adquisición de todos los activos extranjeros tanto reportados como no reportados (entre ellos activos financieros, inversión extranjera directa, compra de inmuebles, etc.)

adquiridos por el sector bancario o no bancario así como por el sector público, o podría ser un subconjunto de esta lista.

Por último, la significación del concepto adquiere relevancia en función del objetivo que se persiga. Así, por ejemplo, en el marco de aplicación de una política económica de corte nacionalista que suponga que las fugas de capital reducen el bienestar nacional, las definiciones políticas deberían ser auxiliadas por una conceptualización del fenómeno que represente una buena aproximación para medir la pérdida de bienestar nacional.

Las diferentes definiciones operacionales de fuga de capital pueden agruparse en dos grandes categorías: las que no distinguen entre flujos “normales” y fuga de capital y tratan de medir la adquisición neta de activos externos o un subconjunto de dichos activos; y las que centran la atención en las motivaciones o causas que originan el fenómeno, procurando hacer una distinción entre los diferentes movimientos de capitales.

1. Definición amplia, según los efectos provocados por las salidas

Entre las primeras es común encontrar la argumentación de que las salidas de capital doméstico pueden reducir el bienestar general del país en cuestión, aun cuando ellas incrementen el bienestar privado tanto de algunos residentes como de no residentes que participan en la transferencia de capital.

La fuga, desde este punto de vista, podría definirse como una salida de capital que es vista como desventajosa para el país. Llevando ese argumento al extremo, toda salida de capital privado de los países en desarrollo puede ser denominada fuga de capital. Bajo la suposición de que los fondos comprendidos en la fuga podrían haber sido usados para la inversión doméstica, algunos autores ven el total de activos extranjeros como la magnitud de la desutilidad nacional originada en la fuga.

Tal concepto origina una medida amplia de fuga de capital, definida como la adquisición de activos externos, excepto reservas oficiales, más el rubro errores y omisiones registrados en la balanza de

pagos. Esta forma de medición es utilizada por Erbe (1985), Banco Mundial (1985), Rodríguez (1986) y Félix Sánchez (1987), y corresponde a la visión más tradicional del tema, que supone que la inversión solo se efectúa en moneda local.

Estas definiciones, por tanto capturan un conjunto más amplio de flujos que el derivado de fórmulas que se enfocan en las exportaciones de capitales ilegales o motivadas por una crisis.

Cuddington (1986) considera una aproximación algo diferente para medir la fuga de capital. Se focaliza en los flujos de capital de corto plazo, los cuales considera como típicamente representantes de fugas de capital, en lugar del conjunto total de activos extranjeros. ¿Por qué focalizar la atención en estos movimientos? El autor busca analizar los flujos de capital que responden rápidamente a cambios en las expectativas de retornos y riesgos. Presumiblemente, también estos serán los fondos que regresarán más rápidamente al país cuando las condiciones cambien. De esta forma, obtiene una medida que implícitamente concibe a la fuga como semejante a los flujos de capital especulativo, esto es, flujos que responden rápidamente a cambios en los retornos esperados o a cambios en los riesgos.

2. Definición restringida, según las motivaciones del inversor

Varios autores, entre quienes destacan Dooley (1986), Ingo Walter (1987), Lessard y Williamson (1987) y Deppler y Williamson (1987), consideran como determinante del concepto de fuga las motivaciones por las cuales los agentes adquieren activos externos, y no las consecuencias que traen aparejadas sobre el bienestar nacional.

Estos autores sostienen que, aun cuando todos los flujos de capital están guiados por el deseo de maximizar los retornos del capital para un nivel dado de riesgo, la motivación específica para la fuga de capital es el temor a posibles pérdidas de capital en función de diversos riesgos, como la expropiación, el no reconocimiento de deudas o la introducción de nuevas distorsiones en el mercado, tales como controles de cambios, mayores impuestos o represión financiera.

Dooley (1986) fue el primero en hacer explícito el intento por distinguir entre salidas de capital “motivadas por normales elecciones de portafolio” y aquellas “basadas en la decisión de adquirir activos que escapen del control de las autoridades domésticas”.

Dicho autor propone que la tenencia de activos sobre no residentes que no generen ingresos reportados en el balance de pagos, debe ser tomada como medida de la fuga de capital. La presunción, en este caso, es que los intereses ganados en salidas de capitales normales y legales deberían ser reportados en el balance de pagos.

Una definición representativa de esta visión es presentada por Deppler y Williamson (1987):

La fuga de capital puede ser definida como la adquisición o retención de un derecho sobre no residentes que es motivado por la preocupación de los poseedores de capital con relación a posibles pérdidas de valor de sus activos, si estos derechos continuaran siendo mantenidos sobre residentes.

Para ser clasificada como “fuga”, la salida de capital debe ser en respuesta a pérdidas y riesgos que son vistos por el inversor como muy elevados en relación con el capital comprometido. Los relativamente menores diferenciales de tasas de interés en los países desarrollados no serían, por tanto, suficientes para justificar que los movimientos internacionales de capitales en esos países sean tratados como fuga de capital.

B. Medidas

1. Las medidas amplias

Una metodología tradicional para medir la fuga de capitales, que consiste en una aproximación mediante las propias cuentas de balanza de pagos, fue empleada inicialmente por Cuddington (1987). Este método permite calcular la fuga de capitales, definida como la adquisición de activos externos de corto plazo por el sector privado no bancario a través del rubro “errores y omisiones”, al que se suma, en los casos cuando se dispone de información, el rubro de capital de corto plazo del sector privado no bancario.

Otras mediciones más amplias de fugas de capital han sido utilizadas por el Banco Mundial (1985), por Erbe (1985) y por Félix y Sánchez (1987). Las mismas consideran la diferencia entre las entradas de capital en forma de incrementos de la deuda externa y de inversión extranjera directa neta y los déficit de cuenta corriente y la variación de reservas de la autoridad monetaria. Este esquema metodológico, también conocido como de fuentes y usos de los recursos, supone que dicha diferencia refleja el incremento neto en los activos sobre el exterior, por lo que es tomado como medida de la fuga de capitales.

Morgan Guaranty (1986) también mide la fuga de capitales en forma residual. De la variación de reservas oficiales y el saldo en cuenta corriente, el Morgan también sustrae el incremento de los activos de reserva del sistema bancario. Es decir que, en esta última medición, no se considera la adquisición de activos externos de los bancos como fuga de capital, cuando la adquisición de activos externos por otros agentes sí es considerada.

Resulta interesante destacar que, si en lugar de considerar los incrementos de la deuda externa, se tomaran los flujos efectivamente desembolsados y contabilizados en la cuenta capital, esta última metodología sería equivalente a identificar la fuga de capital según el método Cuddington, dados los esquemas contables de la balanza de pagos.

Por las limitaciones que presenta este tipo de metodología, muchos autores discuten ciertos ajustes que juzgan necesario introducir a dichas mediciones. Las más importantes son las que se detallan a continuación.

Cline (1986) argumenta que en países con mercados paralelos, los ingresos por turismo y las transacciones de frontera tendrían que ser excluidos de los ingresos en cuenta corriente, dado que esos ingresos están fuera de control de la autoridad monetaria y no deberían, por tanto, ser considerados para el cálculo de la fuga. Asimismo, sostiene que los intereses por activos en el exterior no deberían considerarse como fuga adicional de capitales, ya que también están fuera del control de las autoridades.

Gulati (1987) advierte que la medición de la fuga de capital puede ser considerablemente afectada por el fenómeno de la sobresubfacturación de las operaciones de comercio exterior.

Gasser y Remolona (1986) aceptan que parte de las salidas de capital de empresas públicas y privadas, puede explicarse por las necesidades de los exportadores para fortalecer su infraestructura comercial en el extranjero y mantener saldos en el exterior para créditos a compradores, pago a proveedores, publicidad y otros gastos.

2. Las medidas derivadas

La medición más operativa que responde a las definiciones basadas en la motivación del inversor discutidas anteriormente es la de Dooley (1986).

Este autor considera como fuga de capital solo la parte de los activos externos que no produce rendimientos al país que supuestamente los posee. Por tanto, para determinar el monto de las fugas de capital, parte de la estimación de los activos totales en el extranjero. Considera el saldo de los activos en el exterior (tanto de empresas públicas y privadas como de bancos comerciales y del banco central) como los flujos de capital reportados en la balanza de pagos, y hace dos ajustes para capturar los flujos de capital no reportados.

El primero de esos ajustes consiste en sumar el renglón de errores y omisiones. El segundo surge de una comparación entre las variaciones del endeudamiento externo y los flujos acumulados de endeudamiento externo que nacen de la cuenta capital del balance de pagos. En la mayoría de los países estudiados, los cambios anuales en el *stock* de deuda son significativamente mayores que los flujos reportados en el balance de pagos. Esto sugiere que parte del incremento de deuda no fue registrado en las cuentas nacionales. Dooley da por sentado que la diferencia entre ambas medidas responde a la adquisición de activos externos del sector privado.

Posteriormente calcula el saldo de los activos en el exterior que surge en forma implícita de los ingresos

recogidos en el balance de pagos, suponiendo que las tasas de interés son las del mercado. Ese saldo sería el monto de activos externos que no representa fugas de capital, sino inversión de cartera. La diferencia entre la cifra obtenida por ese medio y el saldo total de activos externos, lo considera como fuga de capital.

3. Otras formas de medición

Otra aproximación diferente es la de Conesa (1986), que considera los incrementos registrados en los depósitos bancarios en el exterior pertenecientes a los residentes de determinado país, como medida de la fuga de capitales. Esta metodología generalmente tiende a subvaluar la fuga, dado que las cifras disponibles se refieren exclusivamente a depósitos bancarios. El cálculo de la magnitud de las fugas de capital por ese medio requeriría que se añadiese a la cifra anterior otro tipo de activos, como bienes raíces, valores, depósitos de empresas del país que aparentemente pertenecen a terceros, etc. Desafortunadamente, por esos métodos no es factible estimar con precisión las fugas de capital.

III. UNA DEFINICION OPERATIVA PARA EL CASO URUGUAYO

La sistematización realizada en el capítulo anterior ha permitido comprobar la existencia de variadas concepciones del fenómeno de la fuga de capital, si bien en algunos casos las definiciones seleccionadas parecen obedecer más a la disponibilidad estadística que a consideraciones teóricas. No existen, por tanto, principios económicos que proporcionen una única y natural definición del término. Para clasificar algunas de las transacciones de capital como fuga se hará necesario realizar ciertas distinciones arbitrarias.

En primer lugar, resulta indiscutible que las motivaciones para la adquisición de activos externos por parte del sector privado son de diversa índole. La diferenciación entre “fugas de capital” y “flujos normales” es útil en ese sentido, dado que permite concentrar la atención en un tipo particular de movimientos, con un alto componente especulativo, que ocurren en momentos determinados y están guiados por una lógica que va más allá de la “normal” diversificación de portafolio.

Así pues, resulta teóricamente aceptable una definición de fuga de capital como un subconjunto de todas las posibles transacciones financieras internacionales. Sin embargo, aparece extremadamente difícil, en la práctica, la separación de los distintos motivos para las salidas, dadas las limitaciones de carácter estadístico.

Por otra parte, también es cierto que la pérdida de ahorros domésticos trae los mismos efectos, sean o no flujos normales de capital. La escasez de divisas, el crecimiento del endeudamiento y la necesidad de recurrir al impuesto inflacionario como fuente de financiamiento, son independientes de las motivaciones concretas de las salidas de capital.

En consecuencia, la significación del concepto está en función de las circunstancias específicas en las que se realizan las transacciones en cuestión. En un escenario pautado por la restricción de ahorro externo, el concepto de fuga de capital readquiere validez, no visto ya desde el punto de vista de la legalidad o ilegalidad de las salidas, sino como contrapuesto al objetivo de desarrollo económico.

Lo anterior conduce a considerar como objeto de análisis el **TOTAL DE SALIDAS DE CAPITAL DEL SECTOR PRIVADO RESIDENTE NO FINANCIERO**, como indicador más apropiado de la magnitud de la desutilidad nacional provocada por estas salidas. Este concepto excluye la adquisición de activos externos de los bancos comerciales, dado que el funcionamiento *off-shore* de la plaza financiera uruguaya hace que dichos activos no sean más que la contracara de los pasivos adquiridos con no residentes (no sería el caso cuando las instituciones financieras estuvieran colocando en el exterior capitales captados internamente, lo cual se constata en muy pocos años). Asimismo, deberían excluirse las variaciones en los fondos de trabajo de las empresas radicados en el exterior, pero se carece de información al respecto.

La categoría adoptada surge del entendido de que no existe contradicción entre las definiciones vistas en la literatura revisada. Tanto los planteos que consideran las salidas de capital como un síntoma de una sociedad enferma y una causa del estancamiento económico, como los que las consideran como una respuesta económicamente racional de elección de

portafolio, son esencialmente correctos. La diferencia radica en la óptica desde donde se enfoca el problema: sus motivaciones o sus consecuencias. Es decir, que se atacan aspectos diferentes de una misma problemática. La perspectiva aquí escogida toma en cuenta ambas visiones, e intenta medir transacciones financieras más amplias que las fugas de capital, estrictamente hablado.

En este sentido importa destacar que la fuga entendida como el total de salidas de capital del sector privado residente no financiero, incluye tanto los movimientos especulativos propios de situaciones especiales caracterizadas por una alta incertidumbre, como los movimientos de carácter más “normal” y continuos en el tiempo, que responden a una lógica de acumulación del capital que supera las fronteras nacionales.

A. La medida propuesta

Las metodologías empleadas para estimar las fugas de capital en los países en desarrollo se pueden agrupar, básicamente, en tres categorías:

- (1) las que intentan medirla en función de los datos proporcionados por la propia balanza de pagos del país en cuestión (en esta categoría estarían comprendidas tanto las mediciones del tipo *Cuddington* como las que utilizan la metodología de fuentes y usos de recursos);
- (2) las “medidas derivadas”, que parten de estimar un total de activos financieros en el exterior, al que luego le sustraen los activos cuyos rendimientos aparecen registrados en la cuenta corriente;
- (3) las que consideran la evolución de los depósitos de los residentes de un país en los principales centros financieros internacionales como indicador apropiado. La variación de *stocks* (descontando un cierto porcentaje de capitalización de intereses) sería, en este caso, la estimación concreta de la fuga para un año determinado.

Ya se ha mencionado que cualquiera de estos métodos presenta reparos que cuestionan, en parte, la validez de los resultados obtenidos. De todas formas, constituyen una aproximación a la cuantificación del fenómeno y, como tales, pueden dar una idea de cuán extendido está.

Para encarar el estudio del caso uruguayo, se requiere en primer lugar seleccionar un método entre las opciones propuestas y, en segundo lugar, realizar los ajustes necesarios para lograr una mayor exactitud en la medición.

Con respecto al primer aspecto, se considera la estimación mediante la opción (1) como la forma más apropiada para estimar la fuga de capital en Uruguay, dadas las especificidades que el país presenta. Las otras dos posibilidades se han descartado con base en las siguientes consideraciones:

-Los depósitos de residentes en el exterior son relevados por dos fuentes alternativas -FMI y BPI -, las cuales difieren entre sí (ver cuadro No. 4). Por otra parte, quedan dudas acerca de la verdadera residencia del depositante (el sistema financiero uruguayo posibilita que no residentes utilicen la plaza como plataforma de operaciones con el exterior, figurando en algunos casos esas operaciones como realizadas por uruguayos). Adicionalmente, el supuesto que se haga sobre la capitalización de intereses no deja de ser extremadamente arbitrario e incide en forma determinante en la estimación.

-En cuanto a la “medida derivada”, se entiende inapropiada para nuestro estudio, dadas las definiciones adoptadas en la sección anterior. Al intentar medir el total de salidas de capital del sector privado residente, no interesa diferenciar las fugas de capital de los flujos “normales”. Además, parece incorrecto asimilar la diferencia entre el crecimiento de la deuda externa y la variación de pasivos con el exterior registrados en la cuenta capital, a la adquisición de activos externos por el sector privado residente. La misma es explicada en Uruguay, fundamentalmente, por diferentes criterios de contabilización y por problemas de arbitrajes de monedas.

Seleccionar la metodología que utiliza los propios datos de las cuentas de balanza de pagos no significa desconocer las limitaciones que tal metodología supone. Las deficiencias conceptuales implícitas en este tipo de estimaciones son evidentes. Entre las mismas importa destacar el hecho que, el rubro errores y omisiones no solo incluye el movimiento de capitales de corto plazo no reportados. También contiene importantes movimientos no registrados por contrabando, sub y sobre facturación en transacciones de bienes, repatriación de intereses por activos en el exterior y errores en la medición de las restantes cuentas de la balanza de pagos. Por otra parte, y como ya se mencionó, los movimientos de capitales del sector privado residente también incluyen las variaciones de los fondos de trabajo de algunas empresas públicas y privadas que requieren saldos en el exterior para sus operaciones comerciales.

Se entiende que, a pesar de las limitaciones arriba señaladas, el conocimiento de la forma de registro de las cuentas del sector externo del país y las posibilidades de realizar los ajustes que este método permite, hacen del mismo el más apto para cumplir con los objetivos propuestos.

La forma adoptada para estimar las salidas de capital del sector privado no bancario parte de considerar la evolución del rubro errores y omisiones como un indicador primario de los movimientos de capital de dicho sector (contrariamente a otros países, el Uruguay no registra en ninguna otra cuenta las operaciones del sector privado no bancario con el exterior, con la excepción de los diferidos de importación y exportación). Como ya se mencionó, esto equivale a calcular la fuga mediante el método de fuentes y usos de recursos, sustituyendo la variación de deuda externa por el incremento de pasivos registrados en balanza de pagos.

Es conocido que errores y omisiones surge por diferencia y es el cierre de la balanza de pagos, por lo que puede ser visto como una “bolsa” que contiene todas las operaciones entre residentes y no residentes que no son relevadas por la autoridad monetaria. Es decir que, estrictamente hablando, se incluyen operaciones que nada tienen que ver con los movimientos de capital de las familias y empresas.

Por un lado, hay omisiones de registro que en algunos casos son importantes, dada la magnitud de los montos involucrados. Por el otro, y como su nombre lo indica, el rubro analizado también puede admitir errores. Estos últimos provienen principalmente de la estimación del turismo (aun cuando la misma se efectúa sobre la base de encuestas realizadas por el Ministerio de Turismo y el Banco Central) y las transferencias y, en menor medida, por los desfases en las contabilizaciones de las contrapartidas de transacciones, ya sean estas de recursos reales o financieros.

Considerando lo anteriormente expuesto, se hace inevitable suponer que los errores se cancelan y que el rubro contiene solamente omisiones. Se debe, por tanto, realizar los ajustes necesarios de modo que errores y omisiones refleje, del modo más fiel posible, únicamente los movimientos de capital de residentes. En otras palabras, se trata de “limpiar” esta cuenta de otros elementos que puedan afectar la medición de la fuga de capital.

Importa destacar, asimismo, la existencia de ciertas operaciones no registradas que, pese a estar detectadas, son imposibles de cuantificar (sobre y subfacturación de transacciones con el exterior), por lo que quedan fuera del alcance del presente trabajo.

Por último, resta hacer la siguiente consideración: una de las principales limitantes de las tradicionales estimaciones de Cuddington (que, como se vio, también se basaban en el rubro errores y omisiones) era el hecho de que el autor desconocía la forma específica de registro de cada país, lo que hacía que, en muchos casos, no realizara los ajustes necesarios, de modo que el indicador reflejara más exactamente lo que quería medir. Esta limitación se intenta salvar con los ajustes propuestos, al depurar los principales elementos distorsionantes que afectan la estimación.

B. Ajustes al rubro errores y omisiones

Los ajustes al rubro errores y omisiones varían en cada país, en función de las omisiones cometidas en el registro de los movimientos de balanza de pagos. Para el caso uruguayo, las correcciones propuestas se detallan a continuación.

1. Compra de inmuebles de extranjeros en Punta del Este

Tradicionalmente, en el Uruguay una de las principales omisiones en materia de registro de balanza de pagos fue la inversión directa de los no residentes. Esta carencia, originada en la falta de información oficial al respecto, se comienza a subsanar a partir de 1986, con la realización de la encuesta anual para empresas extranjeras. La misma permite detectar tanto la nueva inversión directa como la remisión de utilidades, dividendos, regalías, etc. Los datos requeridos inicialmente fueron relevados por la autoridad monetaria y, a partir de 1991, se canalizan a través de la Dirección General de Estadística y Censos, organismo dependiente del gobierno central.

Más importante aún que la inversión extranjera en el aparato productivo resulta ser para el Uruguay la inversión inmobiliaria (se trata sin duda de un fenómeno específico de nuestro país, que lo diferencia de los restantes estados latinoamericanos). En particular, la compra de inmuebles por parte de residentes de naciones pertenecientes a la región (principalmente de países limítrofes) en Punta del Este ha adquirido dimensiones muy considerables, fundamentalmente a partir de mediados de la década de los 70.

En efecto, considerando los *stocks* acumulados a la fecha, los capitales de origen externo ingresados al país y canalizados hacia este tipo de inversión son altamente significativos: de acuerdo con una estimación realizada por fuente no oficial y difundida recientemente, el valor inmobiliario total de Punta del Este se ubicaría en torno a los 2000 millones de dólares, y aproximadamente un 55% de dicho valor se encontraría actualmente en manos de no residentes. Esta cifra equivale a, más o menos, una tercera parte de la deuda externa total del país.

Dado que en ningún rubro de la balanza de pagos aparecen registradas explícitamente estas operaciones, las mismas quedan comprendidas en errores y omisiones. La significación de los montos involucrados vuelve relevante, en primer lugar, la cuantificación del fenómeno y, en segundo lugar, la modificación de errores y omisiones, “limpiándolo” de las transacciones mencionadas.

Las salidas de capital del sector privado residente están siendo subvaluadas, al no tomar en cuenta estas entradas no informadas de capital. La corrección implica un aumento de la estimación de la fuga de capital, debido al hecho de que la constatación de una entrada de divisas no registrada, conduce a suponer la existencia de mayores salidas de capital por parte del sector privado residente para compensar dichas entradas.

A nivel estadístico, el único antecedente con que se cuenta es la estimación hecha por el BCU para el periodo 1978-81. En este lapso se produce el mayor ingreso de divisas por compra de inmuebles en Punta del Este, por lo que, en su momento, la autoridad monetaria entendió adecuado efectuar una estimación para esos años, a fin de evitar el importante sesgo de errores y omisiones. Esta información ya se encuentra incluida en la balanza de pagos de esos años.

En el presente trabajo se formulan estimaciones, para la totalidad del periodo bajo estudio, utilizando una metodología similar a la aplicada el periodo 1978-81. Para esos años, en particular, se corrige errores y omisiones únicamente por la diferencia entre ambas estimaciones, en tanto que, para el resto, se modifican los valores iniciales del rubro, en función de los resultados obtenidos en la estimación.

Los pasos seguidos para realizar el ajuste son los siguientes:

- Se consideran los permisos de construcción en la zona de Punta del Este (definida en forma amplia, es decir comprendiendo también otros balnearios cercanos como Portezuelo, Barra de Maldonado, Manantiales, José Ignacio, etc.) autorizados por la Intendencia Municipal de Maldonado.
- Se hace un “desfasaje” de los mismos, de forma de reflejar lo efectivamente construido en cada año. Esto se hace necesario por el hecho de que, generalmente, los metros cuadrados autorizados en un determinado año se construyen efectivamente en el transcurso de los siguientes años.

- Se construye una serie de precios de venta promedios del metro cuadrado de vivienda lujosa, con base en información recabada en las principales inmobiliarias del balneario.
- Se hace el supuesto de que lo construido en un año se vende financiado en 36 meses. Se calcula que un edificio tipo requiere de dos años para su construcción.
- Se asigna un porcentaje del total de ventas a no residentes. Para definir esa participación, se trabajó con dos hipótesis: un 55% fijo para todos los años y una proporción variable en función de ciertos periodos. El primer porcentaje se eligió con base en los datos proporcionados por la encuesta anteriormente mencionada, y el segundo con base en información de campo.

Los resultados obtenidos muestran, en el cuadro No. 1, la significación de los ingresos de capital de no residentes en el periodo del *boom* de la construcción, y la posterior caída en los años siguientes. Un análisis más en detalle de este fenómeno escapa a los límites fijados para el trabajo.

La importancia de los resultados obtenidos conduce a pensar hacia el futuro, en la necesidad de relevar en forma sistemática los ingresos de capitales de no residentes que se producirán por esta vía. Esto último se ve fortalecido por el hecho de que Punta del Este (así como otras zonas costeras con alta potencialidad) presenta perspectivas de incrementar su importancia como uno de los principales centros turísticos del continente.

Resta mencionar las principales limitaciones del ajuste propuesto. En primer lugar, el supuesto adoptado respecto a la forma de venta, si bien necesario, resulta demasiado rígido. La forma de financiación varía según los periodos (en algunos años los edificios se vendían “en el pozo”, en tanto que, en otros, la venta se hacía cuando la construcción estaba a punto de finalizarse). Dado que el grueso de las ventas se concentra en el periodo 78-82, el supuesto finalmente adoptado intentó captar la realidad de ese lapso en particular.

Otro punto débil de la estimación es la forma de cálculo de los precios medios de venta de los inmuebles. La construcción de esta serie se vio dificultada por el hecho de no contar con cifras reconocidas oficialmente por el sector inmobiliario de Punta de Este. Los datos surgen a partir de las principales tendencias del mercado y las comparaciones entre los años, según información brindada por la mencionada fuente.

Por último, las hipótesis adoptadas respecto a la participación de los no residentes en las compras totales no dejan de ser un intento de aproximación a la realidad, y son difíciles de evaluar. El supuesto que se haga sobre este tema incide en forma determinante en la medida de los volúmenes de inversión extranjera que ingresan al país en cada año por este canal.

2. Contrabando

El comercio ilegal de mercancías (contrabando), visto desde las cuentas de la balanza de pagos, se refleja en que el importe verdadero de las importaciones y/o exportaciones efectuadas en un año es diferente que el registrado por las estadísticas. Es decir, existe una disparidad entre las cifras “oficiales” y cifras “reales”, la que aparece reflejada en errores y omisiones.

El contrabando resulta particularmente importante en Uruguay, dada la inexistencia de barreras naturales insalvables y la presencia de ciudades cercanas, tanto del lado argentino como del brasileño.

A los efectos de la estimación, se consideran únicamente como contrabando las operaciones comerciales no registradas por los empleados aduaneros. Se dejan de lado aquellas que, si bien son registradas, no se declaran de acuerdo con su valor real. Asimismo, tampoco se considera el posible contrabando de insumos industriales u otros bienes comercializables que pudieran realizar las empresas. Básicamente, se intenta medir el contrabando que efectúan las familias.

Son pocos los trabajos que han intentado medir el contrabando en Uruguay. Los métodos utilizados en los mismos se basan en la comparación de las cifras de importación y exportación con los países vecinos, o en

mediciones para productos específicos (mediante estimaciones de oferta y demanda totales). Se considera que estos métodos presentan importantes limitaciones que los inhabilitan para los fines propuestos en el presente trabajo.

En efecto, la comparación de estadísticas solo refleja las ventas (o compras) oficiales del socio comercial a nuestro país, y no las que salieron o entraron ilegalmente y figuran como ventas en el mercado interno. Por otra parte, la medición del contrabando para productos específicos no es útil para los fines de este trabajo, dado que se requieren estimaciones globales.

Por las limitaciones de estos métodos, se intentó una estimación diferente del contrabando, la cual se explica a continuación:

- Se hace la abstracción de que el contrabando de las familias depende únicamente del nivel de competitividad del país respecto a los países vecinos. Los tipos de cambio utilizados para construir este indicador son los paralelos de cada país.
- Se calcula un “máximo potencialmente contrabandeable” para un año determinado (1989), a partir del análisis de la canasta de gastos de una familia tipo, según datos proporcionados por la encuesta de hogares de la Dirección General de Estadística y Censos. En particular, se asignó un porcentaje determinado a cada rubro de dicha canasta, que reflejaría el máximo que se podría comerciar informalmente, en función de las características de cada uno. Para ello se dividió el país en tres zonas geográficas: departamentos limítrofes con Argentina, con Brasil y los departamentos centrales (que incluyen a Montevideo). Se considera una proporción mayor del gasto en bienes contrabandeables para las familias ubicadas en las zonas fronterizas. Cabe aclarar que se supuso el mismo monto de máximo contrabandeable “hacia afuera” en el caso argentino, pero se entendió que era excesivo para el caso brasileño, para el cual se estimó en el 50% del mismo.

- Se asigna dicho “máximo contrabandeable” al año en donde el índice de competitividad (que relaciona los tipos de cambio de los mercados paralelos con los respectivos índices de precios al consumo) es más desfavorable. Por otra parte, se selecciona un año en que se entiende que las transacciones ilegales de mercancías se cancelaban, dada una cierta paridad de los niveles de precios. Luego de efectuar consultas a técnicos especializados en la situación regional, se concluyó que era razonable asignar contrabando nulo en el año 1985 para Brasil y en 1986 para Argentina. A partir de estos supuestos, la serie de contrabando se construye en función de la evolución del índice de competitividad.

- Se realizan dos cálculos separados para Argentina y Brasil. La serie finalmente utilizada surge como la suma algebraica de ambas estimaciones. Por último, se convierte a dólares corrientes, utilizando el IPC de EEUU, a fin de hacerla consistente con el resto de la estimación.

Los resultados a los que se arriba con esta metodología se muestran en el cuadro No.2. Se constata que los años de mayor contrabando fueron 1982, 1983 y 1989; en tanto que, en el último año, se verificó la mayor demanda interna de bienes por parte de no residentes y que no está registrada en las estadísticas oficiales.

La estimación propuesta no deja de tener importantes limitaciones. Entre las mismas, se destaca que hacer depender el contrabando únicamente de la evolución del índice de competitividad con los países vecinos, implica desconocer otros factores que también inciden en la determinación del mismo: los controles en frontera, el nivel tarifario, la existencia de artículos más sensibles que otros, la disminución de los costos de transporte, etc. Por otra parte, el cálculo del “máximo contrabandeable” es sensible al supuesto que se haga sobre las pautas de consumo de las familias.

3. Letras y bonos en poder de residentes

De acuerdo con el criterio utilizado oficialmente en el Uruguay respecto a los valores públicos (que son emitidos por el Gobierno Central y constituyen una fuente de financiamiento para el mismo), la totalidad de las letras y bonos que no son comprados por el sistema financiero local o por el sector público se consideran en poder de no residentes. Este supuesto, utilizado para el registro de la deuda, se hace necesario en la medida que no se conoce el nombre y, por lo tanto, tampoco la residencia del poseedor del título.

Es generalmente reconocido que una parte importante de estos pasivos del Estado uruguayo están en manos de agentes económicos residentes. Invertir en papeles públicos es semejante a depositar en moneda extranjera en los bancos de plaza, por lo que muchos agentes residentes optan por mantener parte de su riqueza financiera en activos contra el Estado, como forma de mejorar los rendimientos y/o diversificar el riesgo. Existen, además, operaciones bancarias que promueven la tenencia de títulos por parte de uruguayos, como la flotación de valores (la que le permite a las instituciones financieras disminuir los costos operativos.)

Al considerar toda la emisión neta de letras y bonos en moneda extranjera en la balanza de pagos (con la excepción anteriormente mencionada de la mantenida por los bancos y el sector público), se están incluyendo algunas transacciones financieras que son realizadas entre residentes. Es preciso, por tanto, hacer otra corrección a la cuenta errores y omisiones, eliminando esta distorsión.

El ajuste implica modificar tanto el saldo de la cuenta capital (por las variaciones en la emisión neta de títulos adquiridos por los residentes) como el de cuenta corriente (por los intereses de las letras y bonos pagados). En otras palabras, errores y omisiones debe modificarse por la porción de la diferencia entre los desembolsos netos y los intereses pagados de los títulos que se estime pertenezcan a residentes.

Se han formulado dos hipótesis más “realistas” acerca de la participación de los residentes en la adquisición de títulos públicos. Una primera hipótesis considera que la mitad de la emisión neta no mantenida

por el sistema financiero es adquirida por uruguayos. La segunda supone que, a partir de 1974, la relación de residentes a no residentes en el flujo de letras y bonos es la misma que la relación en los cambios en los depósitos en el sistema bancario.

De acuerdo con el cuadro No.3, el rango de variación de los resultados obtenidos utilizando estas hipótesis no parece ser significativo.

4. Repatriación de intereses por depósitos de uruguayos en el exterior

Un cuarto ajuste se refiere al problema del ingreso no registrado de divisas por renta de la inversión de los uruguayos en el exterior, en particular, por los depósitos colocados en los centros financieros internacionales.

Uruguay, a diferencia de otros países latino-americanos, no contabiliza ningún tipo de ingreso virtual en cuenta corriente por este concepto. La total libertad para movilizar capitales dificulta sensiblemente la posibilidad de detectar estas transferencias.

Considerar las entradas de divisas que se producen como consecuencia de la repatriación de renta de las inversiones de uruguayos en el exterior (fundamentalmente de cartera), implica, en primer lugar, hacer una estimación de dichas entradas y, en segundo lugar, incluirlas como un crédito en el rubro correspondiente de la balanza de pagos. Esta operación conduciría a reducir el déficit en cuenta corriente (o a incrementar el superávit), y por tanto a incrementar errores y omisiones.

Se debe ser cuidadoso con el ajuste que se haga, ya que considerar ingresos virtuales sin que efectivamente se hubieran verificado, implicaría aumentar injustificadamente la estimación de la fuga.

Por lo anteriormente expuesto, se optó por plantear dos hipótesis “pesimistas” sobre la importancia de este fenómeno, considerando que no se repatrian intereses de los depósitos en el exterior (hipótesis 1) o que apenas retorna al país un 25% de los mismos (hipótesis 2). El resto de los intereses generados se consumen en el exterior o se capitalizan en las mismas cuentas.

El cálculo de los intereses se realizó considerando el *stock* promedio en un año de los depósitos pertenecientes a uruguayos (utilizando como fuente las estadísticas proporcionadas por el FMI), a los que aplicó la tasa de interés LIBOR. El cuadro No. 4 muestra que la importancia de los intereses generados ha venido lógicamente creciendo a medida que aumentan los depósitos en el exterior.

Las hipótesis adoptadas, si bien son rígidas porque no permiten diferenciar diferentes decisiones del inversionista de acuerdo con la coyuntura nacional e internacional, posibilitan formarse una idea de las variaciones que se producen en la estimación de la fuga de capital como consecuencia del ajuste, así como del importante monto de recursos que potencialmente podrían estar disponibles para el país y canalizarse hacia la inversión productiva.

5. Compra de tierras por no residentes en Uruguay

Un fenómeno que en años recientes ha adquirido estado público y al cual se le ha dado importancia, fundamentalmente a nivel político, es la compra masiva de tierras en frontera por parte de extranjeros.

Por tratarse de operaciones entre residentes y no residentes no registradas en balanza de pagos, se intentó cuantificar la magnitud de los montos involucrados en tales operaciones y, para los años en que fuera posible, realizar los ajustes requeridos.

El cuadro No. 5 muestra la información que pudo ser obtenida sobre el tema, la cual se refiere a las operaciones de traspaso de propiedad de tierras desde 1985 a la fecha. Asimismo, se presenta una serie de precios promedios del valor de la hectárea de tierra.

Suponiendo que un 20% del total de las operaciones corresponde a compras de residentes en países limítrofes (supuesto discutido con especialistas en el tema), es posible afirmar que los montos involucrados no son significativos en relación con los volúmenes de fuga de capital con que se está trabajando. De todas formas, se consideró interesante también ajustar errores y omisiones por este concepto, para los años en los que se tiene información.

C. Resultados

A los efectos de flexibilizar la estimación, se consideró necesario trabajar con distintos escenarios que contemplaran las hipótesis manejadas respecto a la tenencia de valores públicos, la adquisición de inmuebles por no residentes en Punta del Este y la repatriación de intereses de los depósitos de uruguayos en el exterior. De esta forma, se puede captar los rangos de variación entre los que se podría ubicar la fuga de capital.

Se manejaron ocho escenarios, a saber:

	BON. Y LET. RESIDENTES	COMPRA INM. DE EXT. EN P. del E.	REPATRIAC. INTERESES
ESCE 1	50%	variable	0%
ESCE 2	variable	variable	0%
ESCE 3	50%	55%	0%
ESCE 4	variable	55%	0%
ESCE 5	50%	variable	25%
ESCE 6	variable	variable	25%
ESCE 7	50%	55%	25%
ESCE 8	variable	55%	25%

De acuerdo con lo que se desprende del cuadro No. 6, no es posible constatar una variación significativa en la evolución de la fuga de capitales por año, según los distintos escenarios. De todas formas, es notorio que desde mediados de la década del 70 las estimaciones difieren en mayor magnitud.

Sí se puede apreciar diferencias considerables en el total estimado de la salida de recursos en el periodo bajo estudio. Las mediciones varían entre 4634 millones de dólares en 1989 (escenario 4) y 6001 millones (escenario 5). Importa asimismo resaltar que la fuga podría incluso ser mayor, si se hubieran verificado mayores ingresos por concepto de intereses repatriados que los estimados en este trabajo.

Para lo que resta del trabajo se requiere utilizar una serie única de fuga de capital, por lo que se hace necesario seleccionar aquel escenario que se considere más cercano a la "verdadera" fuga.

Atales efectos, se eligió el escenario 2. Las hipótesis variables se entiende que permiten contemplar en forma más acabada los fenómenos en estudio que las hipótesis de participación fija. Con respecto a la repatriación de intereses, se optó por la hipótesis más "pesimista", es decir que no ingresan capitales al país por este concepto. Para el escenario seleccionado, se presentan en el cuadro No. 7 los distintos ajustes realizados.

En el cuadro No.8 se puede observar la importancia de las fugas en relación con las importaciones y la formación bruta de capital en el país en el periodo analizado.

Por último, para estudiar la evolución de la fuga en las tres últimas décadas resulta necesario trabajar la serie obtenida a precios constantes, a fin de evitar el sesgo derivado de la comparación intertemporal en un periodo tan largo. Pueden apreciarse en la grafica No. 1 las diferencias entre la serie original de errores y omisiones y la estimación de fuga que surge a partir de la corrección de la misma. La gráfica No. 2 permite comprobar que la fuga en el periodo previo a la liberalización (1960-73) adquiere mucha mayor relevancia si se la considera deflactada.

IV. EVOLUCION EN LAS TRES ULTIMAS DECADAS

A. Fugas en economía semicerrada

Desde la aprobación de la Ley de Reforma Monetaria y Cambiaria, en diciembre de 1959, hasta la derogación del control de cambios, en 1974, la fuga de capitales fue un fenómeno permanente (ver gráfica No. 3).

En el marco de una elevada inflación y de un estancamiento productivo notorio, la evolución de las salidas de capital de los uruguayos tiene una vinculación evidente con las características del mercado cambiario en el país y con las limitaciones que había en materia de tasas de interés.

En general, entre 1963 y 1968 prevaleció un mercado doble, en el que el tipo de cambio oficial era aplicado a casi la totalidad de las operaciones comerciales y del Estado, mientras que para el resto

regía el no oficial, determinado por el libre juego de la oferta y la demanda. En este periodo, los montos más significativos de fuga de capitales corresponden a 1965-1966, cuando se desata la crisis bancaria y cambiaria. La proliferación de las entidades parabancarias, que facilitaban la movilización de la moneda extranjera, y las expectativas de devaluación generaban un marco propicio para tal salida de recursos (las tasas de interés internas generalmente nunca alcanzaban los guarismos necesarios para cubrir el riesgo cambiario).

Entre mediados de 1968 y fines de 1971 rige un tipo de cambio fijo y único, a la vez que hace más férreo el control de cambios. Esta situación sucede en el marco de la bancarrota de reconocidos bancos privados y de un difícil clima político ubicado en 1971. El resultado es una fuga de capitales muy considerable entre 1971 y 1972.

Desde marzo de 1972 se vuelve al doble mercado, existiendo un tipo de cambio comercial sujeto a minidevaluaciones y otro financiero, que fue el resultado de una flotación dirigida. En los hechos, el doble mercado recién desaparece en 1978.

B. Fugas con apertura financiera

En 1974 se inicia el proceso de liberalización, luego del quiebre institucional de mediados de 1973. A partir de 1975, se observa un retorno de capitales de residentes, en el periodo en que comienza a vislumbrarse una recuperación del crecimiento económico. Los objetivos explícitos de la política instrumentada (liberalización financiera y reestructuración de las exportaciones) junto con la reducción del salario real, parecen haber generado perspectivas de fuerte rentabilidad por parte de los inversores.

En 1978 se produce un cambio en la orientación de la política económica. Con el objetivo declarado de contener la inflación, el gobierno instrumenta una política de minidevaluaciones preanunciadas y declinantes (formalizada en la "tablita"). El creciente atraso cambiario, junto con importantes déficit comerciales, desencadenó expectativas de quiebre de la política vigente (con el consiguiente riesgo "Político") hacia fines de 1982. Un año atrás, similar orientación

había “quebrado” en Argentina. La notoria caída de reservas de la autoridad monetaria consolidaba las creencias de los agentes.

La fuga de capitales ocurrida en estos años es la más relevante de todo el periodo, en el marco de una crisis productiva de considerables dimensiones. El arrastre de la crisis, la falta de credibilidad y el ocaso político del gobierno militar hacen que las salidas de capital continúen hasta 1984, inclusive.

La recuperación de la institucionalidad democrática regeneró las condiciones de confianza y crecimiento económico, viéndose “ recompensada ” con una importante repatriación de recursos en 1985 y 1986. A esta situación también confluó la escasez de crédito bancario, que obligó a las empresas a recurrir a sus activos en el exterior, como fuente alternativa de financiamiento. El sentido del movimiento de capitales se revierte en 1987, cuando comienzan a notarse síntomas de estancamiento. La fuga se acentúa incluso en 1988. Finalmente, luego de un ingreso de capitales en 1989, la salida de recursos reaparece en 1990, asumiendo indudablemente, dimensiones de consideración.

La evolución de las fugas de capital en el Uruguay desde 1960 puede sintetizarse de la siguiente forma. Se verificaron salidas de recursos hasta 1974, ingresando capitales en los primeros años siguientes a la liberalización financiera. Por su parte, la mayor fuga se aprecia en el último periodo en que se aplicó la política de tipo de cambio con minidevaluaciones preanunciadas declinantes, a la vez que la evolución se torna oscilante desde la recuperación democrática.

V. CONCLUSIONES

La revisión bibliográfica permite concluir que el término “fuga de capitales” está lejos de expresar un concepto definido. Incluso cabe cuestionarse la validez del término, en el sentido de si corresponde la diferenciación entre los movimientos “normales” de capital y los capitales “fugados”.

Por lo tanto, dado que el concepto involucra invariablemente un juicio de valor, se intentó una definición operativa del mismo, en el entendido de que

el objetivo es analizar los movimientos netos de capitales de los uruguayos en las últimas tres décadas.

Sobre esta base, se propone una medición de las salidas netas de capital del sector privado residente no bancario, que consiste en ajustar el rubro errores y omisiones de la balanza de pagos de acuerdo con las especificidades del caso uruguayo.

Más allá de las dificultades de disponibilidad de información y de las limitaciones que inevitablemente tienen los resultados alcanzados, se puede concluir que el Uruguay asistió a importantes fugas de capital desde la década del sesenta, proceso que continuó a partir de la liberalización financiera de mediados de los setenta.

La principal idea que surge del estudio consiste en que resulta cuestionable interpretar el rubro errores y omisiones de la balanza de pagos como indicador de las salidas netas de capital de los residentes, sin considerar los necesarios ajustes que permitan una aproximación más afinada a las mismas.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Alvarez, J. y Guzmán, J. (1987) “ Las fugas de capital en México: un análisis crítico de los planteamientos recientes ”. XXIV Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano. Brasilia 1987.

BANCO MUNDIAL (1985) *World development report - 1985*.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS - *International banking and financial market developments*. Agosto 1990.

Bergara, M., Masoller, A. y Romiti, G. (1990) “ El Estado uruguayo y sus acreedores: una estrategia eficiente ? ” Quintas Jornadas Anuales de Economía del Banco Central del Uruguay.

Bergara, M. y Masoller, A. (1991) “La fuga de capitales en el Uruguay”, Sextas Jornadas Anuales de Economía del Banco Central del Uruguay y XXVIII Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano. Asunción. 1991.

contrabando en Uruguay". Terceras Jornadas Anuales de Economía del Banco Central del Uruguay.

Conesa, E. (1987) *The causes of capital flight from Latin America*. BID.

Cumby, R. y Levich, R. (1987) " *On the definition and magnitude of recent capital flight* ", en *Capital flight and third world debt* ", Lessard-Williamson eds. Pág. 27-78.

Deppler. M. y Williamson, M. (1987) " Capital flight: concepts, measurements and issues ", en *Staff Studies for the World economic outlook* , FMI, Pág. 39-58. .

Erbe, S. (1985) " The flight of capital from developing countries ", *Intereconomics* Vol. 20. Pág. 268-275.

Félix, D. y Sánchez, J. (1987) " Capital flight aspect of the Latin America debt crisis ". Working paper Washington University.

FMI *International Financial Statistics* (Varios números)

Gasser, W. y Remolona. E. (1986) " Capital flight from twelve major debtor less developed countries " Mimeo.

Gulati. S. (1987) " A note on trade misinvoicing " en

Capital flight and third world debt, Lessard-Williamson eds. Pág. 68-78.

Gurria, J. Fadl. S. (1991) " Estimación de la fuga de capitales de México 1970-1990 ", Mimeo.

Lessard. D. y Williamson, J. (1987) " The problem and the policy responses " en *Capital flight and third world debt* ", Lessard-Williamson eds. Pág. 201-254.

Morgan Guaranty (1986) " LDC capital flight ", en *World financial markets* (Marzo).

Patron, M. Del R. (1987) " Políticas de vivienda, política macroeconómica y reactivación ". Segundas Jornadas Anuales de Economía del Banco Central del Uruguay.

Vaz, D. (1983) " La evolución del tipo de cambio real en el Uruguay: una primera aproximación ". XX Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, La Paz 1983.

CUADRO 1

ESTIMACION DE LA INVERSION
INMOBILIARIA EXTRANJERA EN PUNTA DEL ESTE

AÑOS	m ² const. en c/año desfasados	m ² vend. en c/año estimados	precio estim. US\$/m ²	COMPRAS TOTALES (US\$)	COMPRAS DE INM POR EXTR EN P. DEL E.		AJUSTE ERRORES Y OMISIONES	
					Hip: 55	HIP: var	Hip: 55%	HIP: var
1960	84852	66296	525	35	19	17	19	17
1961	57018	66296	525	35	19	17	19	17
1962	43337	52536	525	28	15	14	15	14
1963	33683	39181	525	21	11	10	11	10
1964	45100	42903	525	23	12	11	12	11
1965	41074	40513	525	21	12	11	12	11
1966	51984	49018	525	26	14	13	14	13
1967	69446	61807	525	32	18	16	18	16
1968	63934	62861	525	33	18	17	18	17
1969	50498	55895	525	29	16	15	16	15
1970	44555	48775	638	31	17	16	17	16
1971	37434	40798	638	26	14	13	14	13
1972	30011	33672	638	21	12	11	12	11
1973	26100	28641	638	18	10	9	10	9
1974	20461	22993	638	15	8	7	8	7
1975	70688	54885	675	37	20	19	20	19
1976	123615	97601	750	73	40	37	40	37
1977	131765	120227	825	99	55	69	55	69
1978	351559	276936	975	270	149	189	20	60
1979	430483	367543	1050	386	212	289	-3	74
1980	531274	484523	1125	545	300	409	10	119
1981	281054	347662	1200	417	229	209	181	160
1982	79749	188554	563	106	58	53	58	53
1983	18523	72482	600	43	24	30	24	30
1984	18451	28679	638	18	10	13	10	13
1985	23196	21626	675	15	8	10	8	10
1986	30294	27137	713	19	11	14	11	14
1987	48996	41579	750	31	17	22	17	22
1988	45915	43825	788	35	19	24	19	24
1989	53447	51450	825	42	23	30	23	30
1990	67857	61805	900	56	31	39	31	39

NOTA: El escenario variable supone asignar la siguiente proporción a las compras de no residentes: 50% hasta 1976, 70% en 1977 y 78, 75% en 1979 y 1980, 50% en 1981 y 82 y 70% de 1983 en adelante

CUADRO 2

ESTIMACION DEL CONTRABANDO DE FRONTERA

AÑOS	ARGENTINA		BRASIL		TOTAL		TOTAL
	INDICE DE COMPETIT (BASE 198=100)	CONTRAB ESTIMAD (en mill.USS de 1989)	INDICE DE COMPETIT (BASE 198=100)	CONTRAB ESTIMAD (en mill.USS de 1989)	CONTRAB ESTIMAD (en mill.USS de 1989)	UPC EEUU (base 86=100)	CONTRAB ESTIMAD (en mill. USS Corriente)
1960	1,231	-73	1,310	-74	-147	23,84	-35
1961	1,100	-35	1,034	-8	-43	24,11	-10
1962	1,018	-6	0,771	213	207	24,37	51
1963	1,069	-22	1,152	-36	-58	24,66	-14
1964	1,156	-49	0,658	318	269	24,98	67
1965	1,451	-142	1,080	-19	-161	25,38	-41
1966	1,497	-156	1,124	-30	-186	26,17	-49
1967	1,196	-62	1,095	-23	-84	26,90	-23
1968	1,573	-180	1,114	-27	-207	28,03	-58
1969	1,287	-90	1,043	-10	-100	29,55	-30
1970	1,101	-32	0,676	301	270	31,29	84
1971	1,342	-107	1,159	-38	-146	32,64	-48
1972	1,235	-74	1,320	-77	-151	33,71	-51
1973	1,106	-33	0,940	56	22	35,80	8
1974	0,941	23	1,093	-22	1	39,74	0
1975	0,563	171	1,054	-13	158	43,36	69
1976	0,697	119	0,970	28	146	45,87	67
1977	0,942	23	1,027	-7	16	48,86	8
1978	1,234	-74	1,215	-52	-125	52,57	-66
1979	1,513	-161	1,428	-103	-264	58,51	-154
1980	1,566	-178	0,996	3	-174	66,41	-116
1981	1,110	-35	1,177	-42	-77	73,31	-56
1982	0,540	180	0,823	165	345	77,86	268
1983	0,760	94	0,775	210	303	80,35	244
1984	0,917	32	1,065	-16	17	83,81	14
1985	1,000	0	1,292	-70	-70	86,82	-61
1986	1,058	-18	1,000	0	-18	88,47	-16
1987	0,875	49	1,218	-52	-3	91,75	-3
1988	0,892	42	1,019	-5	38	95,42	36
1989	0,673	128	0,884	107	235	100,00	235
1990	1,297	-93	1,668	-160	-253	105,40	-267

NOTA 1: Para Argentina, se supone que la población fronteriza con posibilidad de consumir en Uruguay es aproximadamente igual a la uruguaya, Para Brasil se supone que dicha población es la mitad.

NOTA 2: Los años en que se asignó el máximo valor contrabandeable son: con Argentina 1982.

CUADRO 3

**ESTIMACION DE LETRAS
Y BONOS EN PODER DE RESIDENTES**

AÑOS	CIRCULANTES AL 31.12 (Mill US\$)	EMISION NETA ANUAL (Mill US\$)	PAGO DE INTERESES (Mill US\$)	EMIS. NETA MENOS INT. (Mill US\$)	AJUSTE AL RUBRO ERRORES U OMISIONES	
					HIP: 50	HIP: var
1960	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
1961	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
1962	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
1963	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
1964	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
1965	6,9	6,9	0,2	6,7	3,3	3,3
1966	7,5	0,6	0,2	0,4	0,2	0,2
1967	9,0	1,5	0,3	1,2	0,6	0,6
1968	18,8	9,8	0,6	9,2	4,6	4,6
1969	44,3	25,5	1,3	24,2	12,1	12,1
1970	52,8	8,5	1,6	6,9	3,5	3,5
1971	72,5	19,7	2,2	17,5	8,8	8,8
1972	60,1	-12,4	1,5	-13,9	-7,0	-7,0
1973	78,6	18,5	1,9	16,6	8,3	8,3
1974	125,3	46,7	1,2	45,5	22,8	36,5
1975	232,5	107,2	2,4	104,8	52,4	79,6
1976	287,0	54,5	29,4	25,1	12,6	20,7
1977	246,0	-41,0	32,0	-73,0	-36,5	-66,4
1978	244,7	-1,3	32,7	-34,0	-17,0	-13,5
1979	210,9	-33,8	28,3	-62,1	-31,0	-32,8
1980	212,7	1,8	27,1	-25,3	-12,7	-5,4
1981	212,1	-0,6	29,2	-29,8	-14,9	-14,6
1982	293,2	81,1	30,7	50,4	25,2	28,6
1983	322,1	28,9	44,9	-16,0	-8,0	-8,5
1984	383,1	61,0	41,9	19,1	9,6	-2,6
1985	610,2	227,1	54,8	172,3	86,2	123,4
1986	702,1	91,9	58,5	33,4	16,7	23,4
1987	885,1	183,0	74,7	108,3	54,2	61,7
1988	1106,5	221,4	90,9	130,5	65,2	46,4
1989	1235,2	128,7	128,7	0,0	0,0	0,0
1990	1341,1	105,9	121,2	-15,3	-7,7	-5,9

NOTA: Las Letras y Bonos corresponden al total emitido excepto lo mantenido en poder del sistema bancario.

CUADRO 4

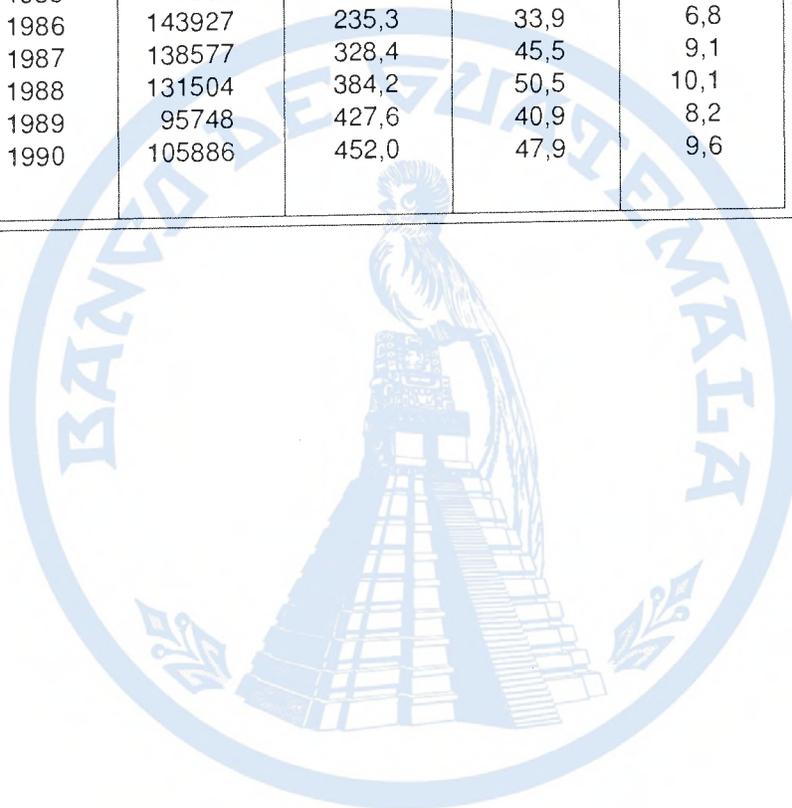
ESTIMACION DE LA REPATRIACION DE INTERESES
POR LOS DEPOSITOS DE URUGUAYOS EN EL EXTERIOR

AÑOS	DEPOSITOS EN CF. Int. (fuente BPI)	DEPOSITOS EN CF. Int. (fuente FMI)	DEPOSITOS EN EEUU (fuente Tesoro EEUU)	DEPOSITOS EN CF. Int. (Est. propia)	LIBOR (3 meses)	INTERESES TOTALES ESTIMADOS	HIPOTESIS 25%
1960				210	4,18	8,8	2,2
1961				210	3,58	7,5	1,9
1962				210	3,77	7,9	2,0
1963				210	3,95	8,3	2,1
1964				210	4,32	9,1	2,3
1965				210	4,81	10,1	2,5
1966				250	6,12	14,1	3,5
1967				270	5,46	14,2	3,5
1968				290	6,36	17,8	4,5
1969			120	320	9,76	29,8	7,4
1970			130	347	8,52	28,4	7,1
1971			140	374	6,58	23,7	5,9
1972			150	401	5,37	20,8	5,2
1973			165	441	9,42	39,6	9,9
1974			160	427	10,9	47,3	11,8
1975			172	459	6,95	30,8	7,7
1976			245	654	5,57	31,0	7,8
1977			243	649	6,05	39,4	9,9
1978			233	622	8,85	56,2	14,1
1979			202	539	12,09	70,2	17,6
1980			254	678	14,09	85,8	21,4
1981		980	367	980	16,87	139,9	35,0
1982		1310	759	1310	13,29	152,2	38,0
1983		1790	1244	1790	9,72	150,7	37,7
1984		1920	1394	1920	10,94	202,9	50,7
1985		2200	1552	2200	8,4	173,0	43,3
1986	2035	2510	1537	2510	6,86	161,6	40,4
1987	2202	2610	1579	2610	7,18	183,8	46,0
1988	2342	3030	1898	3030	7,98	225,0	56,3
1989	2869	3710	2284	3710	9,28	312,7	78,2
1990	3800	4200	2560	4200	8,31	328,7	82,2

CUADRO 5

ESTIMACION DE COMPRA DE
TIERRA POR NO RESIDENTES

AÑOS	TOTAL TRANSF. PROPIEDAD (HAS)	PRECIO DE LA TIERRA (US\$/HAS)	TOTAL TRASFER. PROPIEDAD (MILL US\$)	AJUSTE ERR. Y OM. HIP.20% EXT (Mill US\$)
1985	79801	217,7	17,4	3,5
1986	143927	235,3	33,9	6,8
1987	138577	328,4	45,5	9,1
1988	131504	384,2	50,5	10,1
1989	95748	427,6	40,9	8,2
1990	105886	452,0	47,9	9,6



CUADRO 6

CUADRO COMPARATIVO FUGA DE CAPITALES
(En millones de dólares corrientes)

AÑOS	ESCENARIOS							
	1	2	3	4	5	6	7	8
1960	-41	-41	-43	-43	-43	-43	-45	-45
1961	-18	-18	-20	-20	-20	-20	-22	-22
1962	-18	-18	-19	-19	-20	-20	-21	-21
1963	-25	-25	-26	-26	-27	-27	-28	-28
1964	-5	-5	-6	-6	-7	-7	-8	-8
1965	-138	-138	-139	-139	-140	-140	-142	-142
1966	-102	-102	-103	-103	-105	-105	-107	-107
1967	-34	-34	-36	-36	-38	-38	-40	-40
1968	-95	-95	-97	-97	-99	-99	-101	-101
1969	-23	-23	-24	-24	-30	-30	-32	-32
1970	46	46	45	45	39	39	38	38
1971	-97	-97	-98	-98	-102	-102	-104	-104
1972	-127	-127	-129	-129	-133	-133	-134	-134
1973	-23	-23	-24	-24	-33	-33	-34	-34
1974	-52	-39	-53	-39	-64	-50	-65	-51
1975	59	87	58	85	52	79	50	77
1976	33	41	29	37	25	33	22	30
1977	-55	-85	-40	-70	-65	-95	-50	-80
1978	16	20	57	60	2	6	43	46
1979	-283	-284	-205	-207	-300	-302	-223	-225
1980	-153	-146	-44	-37	-175	-167	-66	-58
1981	-373	-373	-394	-393	-408	-408	-429	-428
1982	-1021	-1018	-1026	-1023	-1059	-1056	-1064	-1061
1983	-43	-44	-37	-37	-81	-82	-74	-75
1984	-102	-115	-100	-122	-153	-165	-150	-163
1985	251	288	253	290	208	245	210	247
1986	181	187	184	190	140	147	143	150
1987	-102	-94	-97	-90	-148	-140	-143	-135
1988	-160	-179	-155	-174	-217	-236	-211	-230
1989	139	139	145	145	61	61	67	67
1990	-199	-197	-191	-189	-281	-279	-273	-271

CUADRO 7

ESCENARIO 2
FUGA DE CAPITALES ESTIMADA
(En millones de dólares corrientes)

AÑOS	ERRORES OMISIONES SIN AJUST. (A)	LET. Y BON. EN PODER RESIDENT. (B)	COMP. INM. por EXTR. En P.del E. (C)	CONTRABANDO TOTAL (D)	COMP. TIERRA por EXTRANJ. en FRONTERA (E)	INTERESES POR DEP. EN EL EXTERIOR (F)	ERRORES Y OMISIONES AJUSTADOS (A+B-C+D-E-F)
1960	11,4	0,0	17	-35		0,0	-41,0
1961	9,7	0,0	17	-10		0,0	-18,0
1962	-54,6	0,0	14	51		0,0	-17,8
1963	-0,6	0,0	10	-14		0,0	-25,2
1964	-61,0	0,0	11	67		0,0	-5,1
1965	-89,8	3,3	11	-41		0,0	-137,9
1966	-40,4	0,2	13	-49		0,0	-101,7
1967	3,9	0,6	16	-23		0,0	-34,4
1968	-25,0	4,6	17	-58		0,0	-95,0
1969	9,3	12,1	15	-30		0,0	-23,0
1970	-26,0	3,5	16	84		0,0	46,3
1971	-44,8	8,8	13	-48		0,0	-96,6
1972	-59,0	-7,0	11	-51		0,0	-127,4
1973	-30,4	8,3	9	8		0,0	-23,2
1974	-68,0	36,5	7	0		0,0	-38,6
1975	-43,0	79,6	19	69		0,0	86,6
1976	-10,0	20,7	37	67		0,0	41,1
1977	43,2	-66,4	69	8		0,0	-84,8
1978	159,3	-13,5	60	-66		0,0	19,8
1979	-23,3	-32,8	74	-154		0,0	-284,4
1980	94,5	-5,4	119	-116		0,0	-146,0
1981	-141,6	-14,6	160	-56		0,0	-372,6
1982	-1261,5	28,6	53	268		0,0	-1017,7
1983	-248,7	-8,5	30	244		0,0	-43,9
1984	-113,4	-2,6	13	14		0,0	-114,6
1985	239,2	123,4	10	-61	3,5	0,0	288,1
1986	200,4	23,4	14	-16	6,8	0,0	187,4
1987	-121,9	61,7	22	-3	9,1	0,0	-94,2
1988	-227,3	46,4	24	36	10,1	0,0	-179,2
1989	-58,4	0,0	30	235	8,2	0,0	139,0
1990	124,3	-5,9	39	-267	9,6	0,0	-197,1

CUADRO 8

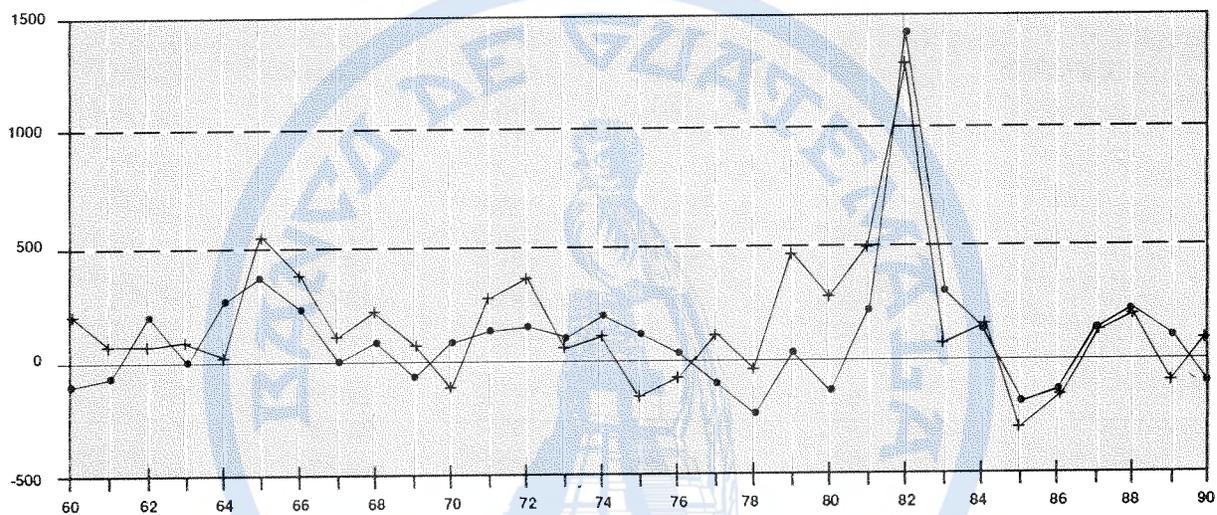
**EVOLUCION COMPARADA FUGA DE CAPITALES
INVERSION E IMPORTACIONES
(En mill. de dólares corrientes)**

AÑOS	FUGA DE CAPITALES (Escen. 2)	INVERSION BRUTA FIJA	IMPORTACIONES (CIF)
1960	41,0	181,0	217,5
1961	18,0	250,3	210,9
1962	17,8	262,6	230,5
1963	25,2	193,2	176,9
1964	5,1	163,0	198,4
1965	137,9	113,1	150,8
1966	101,7	158,8	164,2
1967	34,4	206,5	171,4
1968	95,0	163,6	157,4
1969	23,0	221,0	197,3
1970	-46,3	264,1	230,9
1971	96,6	181,2	228,9
1972	127,4	140,0	211,6
1973	23,2	255,5	284,8
1974	38,6	286,7	486,7
1975	-86,6	409,4	556,5
1976	-41,1	529,5	587,2
1977	84,8	641,2	729,9
1978	-19,8	812,1	757,3
1979	284,4	1186,1	1206,3
1980	146,0	1695,2	1680,3
1981	372,6	1777,0	1641,1
1982	1017,7	1391,4	1110
1983	43,9	588,4	787,5
1984	114,6	487,1	775,7
1985	-288,1	386,4	707,8
1986	-187,4	512,8	870
1987	94,2	705,1	1141,9
1988	179,2	758,4	1176,9
1989	-139,0	789,8	1202,8
1990	197,1	(*) 800,0	1342,9

(*) Dato Estimado

Grafica No.1

**URUGUAY: FUGA DE CAPITAL ESTIMADA 1960-90
Y ERRORES Y OMISIONES - BALANZA DE PAGOS**
(En millones de dólares de 1989)

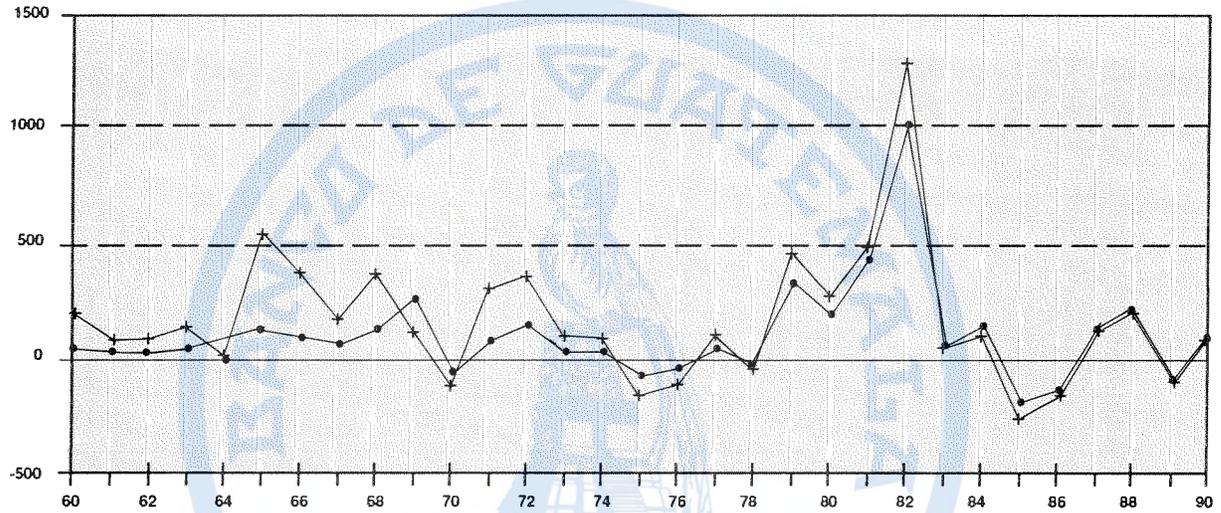


• ERRORES Y OMISIONES + FUGA (ES.2) (1)

(1) SUPUESTOS ESCENARIO 2:
Letr. y Bonos variable; repatriacion de
Inter. 0%; compra inm. extranj. variable

Grafica No.2

**URUGUAY: FUGA DE CAPITAL 1960-90
EN MILLONES DE DOLARES CORRIENTES Y CONSTANTE**

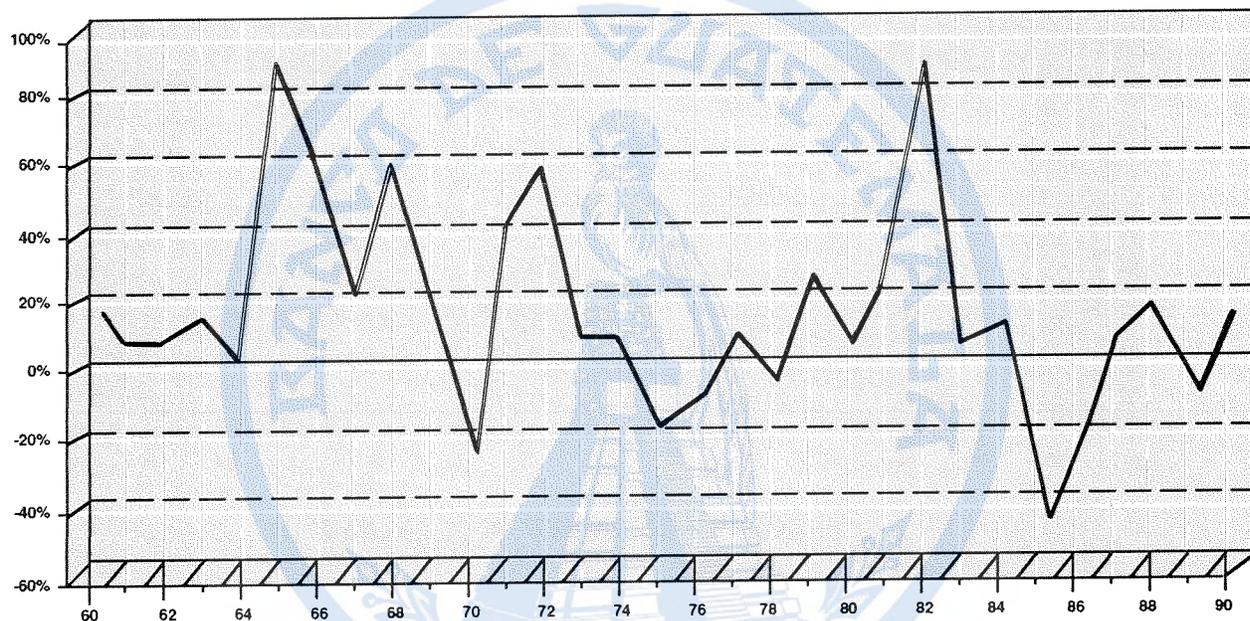


• ERRORES Y OMISIONES + FUGA (ES.2) (1)

(1) SUPUESTOS ESCENARIO 2:
Letr. y Bonos variable; repatriacion de
Inter. 0%; compra inm. extranj. variable

Grafica No.3

**URUGUAY: FUGA DE CAPITAL
EN PORCENTAJE DE IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS**



NOTA: FUGA DE CAPITALES MEDIDA
DE ACUERDO AL ESCENARIO 2.