EL IMPACTO DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES EN LA DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO Y EL PIB:

AMÉRICA LATINA, 1990-2014

Germán Alarco Tosoni[1]
Pacífico Business School de la Universidad del Pacífico (Perú)
Correo electrónico: g.alarcotosoni@up.edu.pe

Recibido el 25 de mayo de 2018. Aceptado el 2 de octubre de 2018.

RESUMEN

El artículo presenta los factores explicativos de las fusiones y adquisiciones (F&A), mostrando la evolución, importancia relativa y sectores de destino de esas operaciones en 16 economías de América Latina en el periodo 1990-2014. Con base en un modelo integral, se evalúan los impactos de las F&A en el producto interno bruto (PIB), la vinculación entre el valor de las operaciones de F&A y las ganancias y con ello se determinan los impactos en el consumo privado, la inversión privada y las exportaciones. Se concluye que la elasticidad del PIB respecto al valor de las F&A es negativa en los casos de Chile, Perú y México. Más fusiones reconcentran el ingreso a favor de las ganancias e impactan de forma negativa en el producto. En el resto de las economías de la región estos resultados son ligeramente positivos o inciertos.

[1] Se agradece el valioso apoyo de César Castillo García y a Martin Astocondor Vadillo como asistentes de investigación. Asimismo, se reconoce a Nicolás Oberrath de PricewaterhouseCoopers por proveernos el acceso inicial a las fuentes de información estadística sobre F&A y a Patricia del Hierro Carrillo por sus comentarios.

http://dx.doi.org/10.22201/fe.01851667p.2019.307.68449

© 2019 Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Economía. Este es un artículo Open Access bajo la licencia CC BY-NC-ND (http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/).

Palabras clave: fusiones y adquisiciones, América Latina, impactos macroeconómicos.
Clasificación JEL: D33, E12, G34, O54.

THE IMPACT OF MERGERS AND ACQUISITIONS ON INCOME DISTRIBUTION AND GROWTH IN LATIN AMERICA, 1990-2014

ABSTRACT

The paper reviews the factors accounting for Mergers and Acquisitions (M&As). It then discusses the evolution of M&A trades, their relative importance and the economic sectors that have been influenced by M&As in sixteen Latin-American economies during 1990-2014. An integral model is developed with the aim of assessing both the impact of M&As on Gross Domestic Product (GDP) and the link between the value of M&A transactions and profits so as to determine the effects of profit share changes on private consumption, private investment and exports. The conclusion is reached that the elasticity of GDP with respect to the value of M&As is negative in countries such as Chile, Peru and Mexico. A larger value of M&As tend to redistribute income towards profits and impart a negative impact on output. The impact for other Latin American economies in our sample is either slightly positive or uncertain.
Key words: Mergers and acquisitions, Latin America, macroeconomic impacts.
JEL Classification: D33, E12, G34, O54.

1. INTRODUCCIÓN

Las fusiones y adquisiciones empresariales (F&A) son un fenómeno global también presente en América Latina. Entre 1990 y 2014 se concretaron operaciones por un valor de dos billones de dólares con un máximo de 251 mil millones de dólares en 2010. Los cambios en la estructura de propiedad suceden cada día en toda la región. Sin embargo, la importancia relativa de las mismas para las diferentes economías de la región es diferente. Asimismo, comprenden operaciones sectoriales que reproducen las tendencias internacionales; como actividades objetivo se incluyen sectores transables y no transables. También involucran cambios

en la propiedad entre nacionales del mismo país y entre empresas de Latinoamérica. Tradicionalmente el tema se aborda desde la perspectiva financiera, pero pocas veces desde su arista económica.

La lista de factores explicativos de las F&A es amplia. Trebing (1985) plantea varios argumentos relacionados con las nuevas posibilidades por aprovechar que generaría el cambio tecnológico en un sector específico: la disminución de las tasas de crecimiento normales del mercado; la crisis energética que ha generado incentivos para la integración hacia atrás; la diversificación e integración de diversas actividades para enfrentar la regulación; la obtención de sinergias financieras que aumentarían el valor de la empresa; la posibilidad de lograr sinergias operativas que permitirían aprovechar mejor los recursos, y las habilidades para aumentar la productividad y beneficios de la empresa. Desde una perspectiva más empresarial, PricewaterhouseCoopers (2016) plantea como objetivos: obtener activos estratégicos; mayor eficiencia operativa por generación de sinergias; incrementar la participación de mercado; el ingreso a mercados extranjeros; expandir la oferta de productos y servicios y la integración vertical. Todo lo anterior se realiza en última instancia para mejorar el valor para los accionistas, aumentar los beneficios o la cuota de mercado en la actividad donde se participa.

Brock (2011) comenta que las F&A tienen efectos acumulativos concentrando las decisiones en pocas manos. Asimismo, señala que se tienen tres niveles de impactos. El nivel inicial comprende las consecuencias económicas convencionales del aumento de los precios en todos los sectores. El segundo nivel, más profundo, relativo a la capacidad de limitar la competencia, las oportunidades de acceso, frenar la innovación y promover más concentraciones. El tercer nivel con una gran capacidad de presionar a los gobiernos por mayores prerrogativas y de movilizar a numerosas personas y organizaciones a su favor. En la misma dirección, Whinston (2006) plantea que en las operaciones más importantes de éstas hay una mayor propensión a que se eleven los precios, aunque en general hay casos donde éstos aumentan y en otros disminuyen. Con relación a los resultados en términos de eficiencia, afirma que hay una gran heterogeneidad de resultados. Kaplan (2000) presenta estudios sobre industrias en particular, pero no es concluyente.

Más recientemente, Ormosi, Mariuzzo y Hawell (2015) y Kwoka (2015 y 2013) han analizado conjuntos de evaluaciones *ex post* de F&A tanto

en la Unión Europea como en los Estados Unidos (EE.UU.). El promedio del incremento de precios fue de 3.7%, con 14 casos que registraron un aumento del 8.2% y siete donde disminuyeron en 4.2%. En los EE.UU., con base en 119 estudios procesados en 2015, los precios se incrementaron en promedio 4.3%. Asimismo, se observó una disminución del 9.7% en investigación y desarrollo (I+D) y del 4% en calidad. En 2013, el incremento promedio de los precios en los 46 casos analizados fue del 7.3%; con 38 casos que mostraron un aumento promedio del 9.9% y ocho una reducción de precios del 4.8%.

En la teoría económica las F&A fueron analizadas por los economistas clásicos y en particular por Marx. Jacobs y Martínez (1980) afirman que en el Tomo I de *El Capital* se enfatiza el papel de la competencia en el proceso de acumulación-concentración y centralización del capital.[2] En el tomo III de *El Capital* Marx, en la misma línea de Adam Smith, propone que la competencia es un proceso de rivalidad entre capitalistas que plantea la tendencia a lograr la nivelación de la tasa de ganancia.

En la escuela neoclásica la concentración se plantea como un caso anómalo contrario al ideal de la competencia perfecta. En la competencia imperfecta, en especial en el monopolio y en segundo término en el oligopolio, se transfieren recursos del consumidor al productor y se reduce el nivel de bienestar social al disminuir los niveles de empleo, la contratación de insumos y la producción. Esta reducción de la producción, respecto a su nivel ideal, permitiría ejercer una mayor presión sobre la demanda promoviendo el aumento de los precios. La regulación, sobre todo a través de la evaluación *ex ante* de las operaciones de F&A significativas, sería el medio para evitar que la producción en estos mercados se concentre en manos de pocas empresas o personas.

Kalecki (1956), a su vez, establece que la competencia imperfecta es la estructura predominante en la manufactura y en otros sectores modernos de una economía cualquiera. Asimismo, el nivel de producción se explica por los niveles de demanda que se determinan por la estructura de dis-

---

[2] "La competencia entre capitales conduce a una concentración creciente de los medios de producción a través de la diferenciación de los ritmos de acumulación de los capitales a favor de los que más crecen y, a través de las fusiones y adquisiciones de unos capitales por otros, a un verdadero proceso de centralización de capital" (Jacobs y Martínez, 1980, p. 132).

tribución del ingreso y ésta por la modalidad de formación de precios. Los precios se fijan por los costos de producción (costos primos en rigor que incorporan los sueldos y salarios y las materias primas) y el grado de monopolio que posibilita la generación de ganancias y la recuperación de los gastos generales. Las variaciones del grado de monopolio en las economías capitalistas modernas se producen, en primer lugar, por el proceso de concentración de la industria que conduce a la formación de empresas agigantadas que elevarían los precios sobre los costos. En segundo término, este estado de situación puede reforzarse por los acuerdos tácitos entre empresas. La tercera influencia es el desarrollo de la promoción de ventas por medio de la publicidad. Además de los elementos anteriores, deben tenerse en cuenta dos factores adicionales: *a*) la influencia sobre el grado de monopolio que tienen los gastos generales en su relación con los costos primos y *b*) la significación de la fuerza que ejercen los sindicatos de trabajadores.

Si la concentración es el factor clave para determinar la variación del grado de monopolio, los procesos de F&A serían su medio principal. Posteriormente, otros economistas proponen argumentos explicativos adicionales para el margen de ganancia, sustituto del concepto de grado de monopolio. Por ejemplo, Sylos Labini (1966) sostiene que el margen de ganancia se establece para limitar la entrada de nuevas empresas al mercado; Steindl (1988) enfatiza la demanda interna de fondos de inversión; Eichner (1988) detalla este proceso de autofinanciamiento que tiene límites por el efecto sustitución, factor entrada y los peligros de la regulación estatal. Wood (1988) y Harcourt y Kenyon (1988) afirman que la empresa enfrenta dos elementos clave o fronteras en el financiamiento interno de la inversión y en las expectativas del tamaño del mercado. Gordon (1998), a partir del análisis de la evolución histórica del grado de monopolio en los EE.UU., agrega otros elementos explicativos.[3]

Grant (1979) es uno de los pocos autores que vincula las F&A, el grado de monopolio y la participación de los salarios y las ganancias en el producto; se enfoca en el proceso mediante el cual las F&A, que

[3] Gordon enfatiza la existencia de un rango amplio de actividades no productivas que incrementan el grado de monopolio. Éstas incluyen los gastos en investigación y desarrollo, en mercadotecnia y en relaciones laborales, las contribuciones políticas, los pagos de asesoría a los despachos de abogados, contadores y financieros, entre otros.

elevan el grado de monopolio, son funcionales al desarrollo del sistema para evitar su colapso. Se requieren cada vez mayores niveles de F&A como una respuesta a la reducción de la participación de los salarios en el producto, a la elevación de la relación capital-producto y a la caída de la tasa de ganancia; aunque a la larga esto conduciría a un callejón sin salida.

El presente artículo tiene dos objetivos. En primer lugar, presentar la información relativa a las F&A de 16 economías de América Latina entre 1990 y 2014 por país, sector objetivo, principales operaciones y la evaluación de su vinculación con un conjunto de variables macroeconómicas y financieras. En segundo lugar, se desarrolla y aplica un modelo que evalúa los efectos de las F&A en el nivel de producto considerando los impactos parciales sobre el consumo privado, la inversión privada, las exportaciones y el producto interno bruto (PIB) en general.[4]

Nuestro modelo postula que existe una relación directa y positiva entre las F&A y las ganancias de una economía. Luego, si este vínculo existe se podría inferir que las F&A aumenten las ganancias y, por tanto, eleven la participación de las ganancias en el PIB, reduciendo la participación de los sueldos y salarios en el producto, ocasionando una redistribución del ingreso que disminuye la propensión media del consumo de la sociedad.[5] De esta forma, las F&A tendrían en principio un impacto negativo en el consumo privado.[6] Sin embargo, se tendrían efectos inciertos por el lado de la inversión privada y las exportaciones. En ambos casos, las F&A las alientan, pero también pueden generar efectos negativos. El resultado varía de economía en economía. Asimismo, los impactos de estas operaciones sobre el nivel del PIB acusan los efectos parciales sobre el consumo privado, la inversión privada y las exportaciones; a la par se supone que estas fusiones no afectarían al consumo público y a la inversión pública.

---

[4] En el caso de Guatemala sólo se presenta la información estadística sobre las F&A, aunque no es continua en el tiempo, por lo que ese país se excluye de la estimación y evaluación del modelo.

[5] Debido a que la propensión a consumir de los propietarios de los medios de producción es menor a la propensión a consumir de los perceptores de sueldos y salarios.

[6] En Alarco (2018) se analizan los impactos de las fusiones y adquisiciones exclusivamente sobre el consumo privado. En ese caso se utilizó la estructura de un modelo de Kaldor (1955-1956 y 1961) diferente al que aquí se propone.

En este artículo no se analizan los impactos que las F&A pueden generar en una empresa o sector productivo predeterminado. No se evalúan los efectos que pudieran tener en los precios a nivel micro o sectorial. No se examinan los impactos en variables de la oferta tales como la calidad de los productos y servicios, los gastos en investigación y desarrollo, las economías a escala, las condiciones de competencia, impactos en los proveedores de insumos y servicios y la vitalidad de los mercados. Tampoco se consideran los efectos de las F&A en las posibilidades y espacios para las micro y pequeñas empresas, ni cómo estas operaciones podrían ser beneficiosas para un país cuando impiden la eliminación de activos potencialmente rentables en períodos de crisis financieras internas (Mody y Negishi, 2001). No se abordan los problemas relativos a la regulación de F&A.

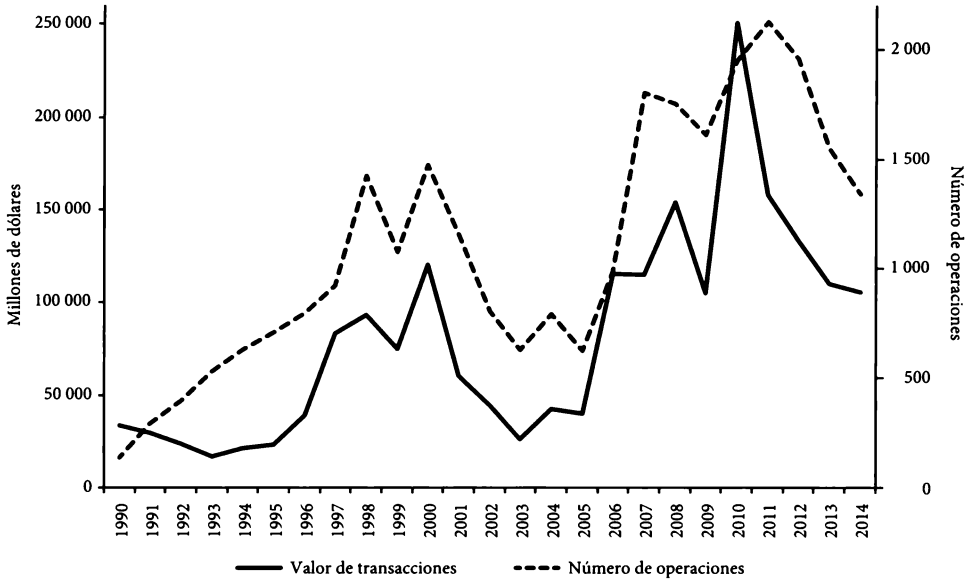
El artículo contiene tres partes, además de la introducción y las conclusiones. En la primera parte se presenta la información general sobre la importancia de las operaciones de F&A en América Latina entre 1990 y 2014, sus principales características por economía, distribución sectorial y las principales operaciones registradas por país. La segunda desarrolla el modelo analítico para evaluar los efectos de las F&A sobre el nivel de producto de cada economía de la región. Se distinguen efectos sobre el consumo privado, la inversión privada, las exportaciones y la elasticidad producto-fusiones. En la tercera parte se aplica el modelo analítico mencionado.

2. PANORAMA GENERAL Y CORRELACIONES BÁSICAS

En la gráfica 1 se muestra la evolución creciente de las F&A en la región entre 1990 y 2014. No existen fuentes oficiales sobre el tema, por lo que debe acudirse a bases de datos de empresas privadas internacionales. Aquí se presenta la proporcionada por Thomson Reuters que, de acuerdo con los expertos, es la fuente de información más completa.[7] Las otras bases de datos corresponden a Bloomberg, Dealogic y Merger Market que

[7] Incluye también la fecha del anuncio de la operación, empresa y lugar de origen de la empresa adquiriente, el porcentaje adquirido de la empresa, método de pago, si la operación fue amistosa u hostil, entre otros datos que no van a ser considerados en este estudio; no se analiza una empresa o sector productivo en particular.

Gráfica 1. Evolución de las fusiones y adquisiciones en América Latina, 1990-2014 (millones de dólares y número de operaciones)

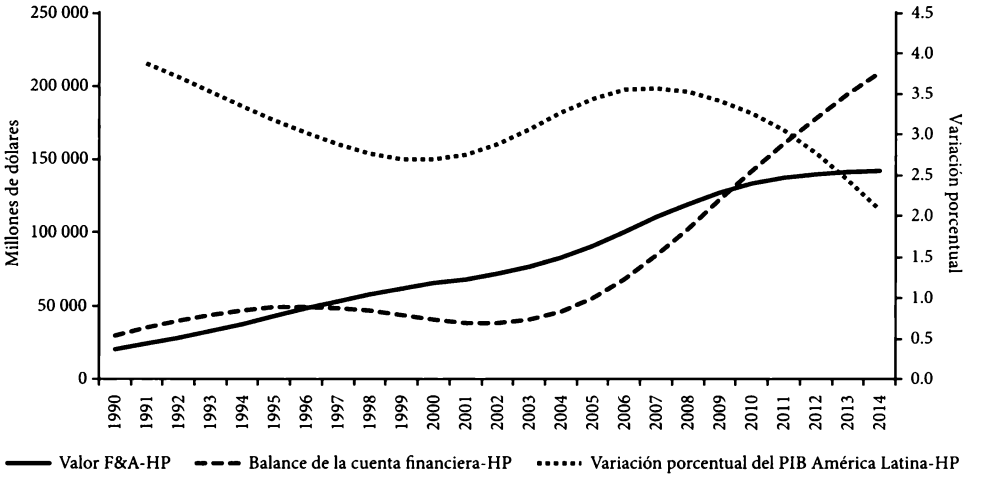


Fuente: elaboración propia con base en Thomson Reuters (2016).

arrojan volúmenes de operaciones más reducidos. Aquí se muestra tanto el valor como el número de operaciones dirigidas hacia empresas de la región que han sido adquiridas, fusionadas o han realizado *joint ventures* con otras compañías. La definición de América Latina comprende a las empresas ubicadas en América Central y Sur más México con lenguaje español o portugués. Al respecto, es clara su tendencia creciente con caídas asociadas a la crisis asiática en 2001, la crisis financiera internacional de 2008-2009 y la desaceleración económica internacional de 2012-2014.

El record de operaciones y el valor máximo se ubica entre los años 2010 y 2011. El mayor valor anual de las operaciones fue en 2010 con 250 762 millones de dólares; mientras que los más bajos fueron al inicio de la serie y en los periodos de crisis antes señalados. El mayor número de transacciones fue 2 127 en 2011. Estos años fueron los de más crecimiento del PIB en esta última década tanto para América Latina como para el mundo. Es probable que exista una alta correlación entre estas operaciones y los flujos de capital y deuda a nivel internacional. Según

Gráfica 2. Valor de fusiones y adquisiciones, cuenta financiera de la balanza de pagos y crecimiento del PIB (tendencias en millones de dólares y variaciones porcentuales con el filtro Hodrick-Prescott)



Fuente: elaboración propia con base en CEPAL (2017) y Thomson Reuters (2016).

Bloomberg, las operaciones de Latinoamérica fueron equivalentes al 8.5% de las mundiales en 2010.

En la gráfica 2 se muestra la evolución del valor de las operaciones de F&A en América Latina vinculadas con otras dos variables: tasa de crecimiento del PIB real con base en 2010 y el resultado de la cuenta de capitales de la balanza de pagos agregados para el mismo periodo de análisis (CEPAL, 2017). En todos los casos se han obtenido las tendencias no lineales para suavizar esas series con el método de Hodrick-Prescott.[8] Al respecto, el valor de las F&A tiene una tendencia similar a la del saldo de la balanza financiera de la balanza de pagos de la región, siendo ambas series pro-cíclicas. La correspondencia del valor de las F&A con la variación porcentual del PIB existe, pero es menor debido a que el pico de crecimiento de la región fue en 2007, mientras que las F&A muestran una tendencia creciente.

[8] Cuyo resultado es equivalente a un promedio móvil de tamaño diez, pero sin perder observaciones.

En el cuadro 1 se presentan algunas características de las F&A de las principales economías y de la región en su conjunto. En las diversas columnas se incorpora el valor acumulado de las operaciones entre 1990-2014 que totaliza más de dos billones de dólares. Se presenta tanto el valor promedio anual que asciende a 80 635 millones de dólares, la desviación estándar y su coeficiente de variabilidad. Asimismo, el valor promedio por operación asciende para toda la región a 166.5 millones de dólares, así como su desviación estándar y coeficiente de variabilidad. La importancia de las F&A se evalúa a través de la proporción que mantienen respecto a la inversión privada en todo el periodo de análisis. También se muestra la participación de las fusiones acumuladas entre 1990-2014 respecto al PIB de 2014. Las dos últimas columnas incluyen el principal sector de destino de esas fusiones y su porcentaje del total.

Las economías donde las operaciones de F&A mostraron un mayor valor acumulado o promedio anual correspondieron a Brasil, México, Argentina, Chile, Colombia, Perú y Venezuela. Por otro lado, han sido más reducidas en Paraguay, Nicaragua, Honduras, Costa Rica, Bolivia, El Salvador, Ecuador, Uruguay, Guatemala y Panamá. A lo largo del tiempo, las F&A de las economías pequeñas son las que han mostrado mayor variabilidad, mientras que las de mayor tamaño muestran montos anuales menos variables. Brasil y México son las economías cuyo monto promedio por transacción es más elevado, mientras que en Paraguay, Nicaragua, Costa Rica, Bolivia y Ecuador son las más pequeñas. En términos relativos a la inversión privada (como promedio anual de todo el periodo), las F&A son más importantes en Chile, Panamá, Bolivia, Argentina, Brasil, Perú y Venezuela. Son menos importantes relativamente en Paraguay, Ecuador, Costa Rica, Nicaragua y Honduras.

De la comparación de las fusiones acumuladas respecto al PIB de 2014 destacan Chile, Panamá, Brasil, Argentina, Perú, México y El Salvador, donde superan el 30% del PIB, situación que refleja tanto un cambio de manos en la propiedad de las empresas como procesos de concentración de la propiedad. Los menores niveles relativos con relación al PIB se observan en Paraguay, Ecuador, Costa Rica, Venezuela y Nicaragua. El principal sector de destino de esas operaciones varía de una economía a otra, así como la importancia del valor de esas transacciones respecto al total realizado en el periodo del análisis. El sector financiero es el principal destino de las fusiones y adquisiciones en Argentina, Brasil,

Cuadro 1. Principales características de las fusiones y adquisiciones en América Latina, 1990-2014

País	Valor acumulado (millones de dólares)	Valor promedio anual (millones de dólares)	Desviación estándar	Coeficiente de variabilidad	Valor operación promedio (millones de dólares)
Argentina	200 817.4	8 032.7	6 966.9	0.87	120.5
Bolivia	5 378.4	233.8	304.6	1.30	47.2
Brasil	940 951.8	37 638.1	37 138.1	0.99	225.5
Chile	166 759.4	6 670.4	5 411.4	0.81	124.8
Colombia	95 285.0	3 811.4	3 620.9	0.95	133.5
Costa Rica	3 661.5	152.6	191.9	1.26	41.6
Ecuador	7 244.9	301.9	346.5	1.15	56.2
El Salvador	7 812.5	390.6	616.3	1.58	144.7
Guatemala	8 255.0	375.2	496.0	1.32	142.3
Honduras	2 372.0	131.8	256.8	1.95	103.1
México	429 496.3	17 179.9	12 277.6	0.71	204.0
Nicaragua	1 235.0	58.8	80.4	1.37	25.7
Panamá	18 156.2	726.2	972.2	1.34	108.7
Paraguay	807.5	42.5	56.8	1.34	23.8
Perú	68 996.5	2 759.9	3 213.5	1.16	77.4
Uruguay	7 875.1	375.0	654.4	1.75	78.0
Venezuela	50 766.7	2 030.7	1 919.5	0.95	155.2
América Latina	2 015 871.1	80 634.8	56 821.1	0.70	167.6

Fuente: elaboración propia con base en Banco Mundial (2017), CEPAL (2017) y Thomson Reuters (2016) .

Desviación estándar operaciones promedio	Coeficiente de variabilidad operaciones promedio	Participación fusiones en inversión privada (%)	Participación fusiones acumuladas entre el PIB (%)	Principal sector productivo	
				Sector	%
622.4	5.16	19.67	36.64	Financiero	42.16
97.6	2.07	20.03	16.30	Energía y electricidad	27.46
929.1	4.12	19.66	38.93	Financiero	37.22
345.0	2.76	26.82	64.45	Financiero	38.27
332.8	2.49	13.24	25.18	Financiero	34.64
79.4	1.91	4.51	7.39	Bienes de consumo básico	31.92
157.8	2.81	4.12	7.18	Energía y electricidad	27.79
258.2	1.78	15.87	31.18	Financiero	59.12
257.3	1.81	10.08	14.06	Financiero	39.57
171.3	1.66	5.02	12.24	Bienes de consumo básico	74.76
1 138.6	5.58	13.98	33.09	Financiero	43.48
36.0	1.40	4.58	10.47	Materias primas	36.39
290.3	2.67	24.42	36.93	Financiero	51.21
38.3	1.61	2.05	2.61	Financiero	48.30
333.0	4.31	18.43	34.01	Financiero	38.11
263.6	3.38	8.80	13.76	Materias primas	33.60
427.2	2.75	16.19	9.08	Financiero	49.53
783.5	4.67	17.38	33.06	Financiero	39.36

Cuadro 2. Sectores objetivo de las fusiones y adquisiciones en América Latina, 1990-2014 (porcentajes)

Sectores objetivo	1990	1995	2000	2005	2010	2014	1990-2014
Materias primas	7.93	15.47	6.90	17.51	14.39	18.41	15.30
Bienes de consumo y servicios	2.91	11.30	4.08	17.97	8.12	5.67	11.21
Industria	2.98	2.30	0.91	6.74	6.80	6.39	6.55
Alta tecnología	0.03	0.22	1.69	0.67	1.12	2.98	1.25
Energía y electricidad	0.04	14.69	19.35	13.62	37.83	17.14	20.41
Telecomunicaciones	86.06	16.23	42.10	14.78	18.18	24.59	19.54
Financiero	0.03	31.89	21.01	16.05	6.96	10.60	15.80
Inmobiliarias	0.00	2.99	0.13	1.71	2.37	4.60	2.20
Cuidado de la salud	0.02	1.01	0.10	0.32	1.43	3.72	1.27
Comercio minorista	0.00	0.58	0.74	9.04	1.15	4.07	4.42
Medios de comunicación y entretenimiento	0.00	3.34	2.93	1.59	1.64	1.84	2.04
Otros	0.00	0.00	0.08	0.00	0.00	0.00	0.01
Total	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

Fuente: elaboración propia con base en Thomson Reuters (2016).

Chile, Colombia, El Salvador, Guatemala, México, Panamá, Paraguay, Perú y Venezuela. El sector energía y electricidad fue el principal destino de estas operaciones en Bolivia y Ecuador. Las actividades de bienes de consumo básico fueron el objeto de atención de esas operaciones en Costa Rica y Honduras. Asimismo, las actividades vinculadas a la explotación y procesamiento de materias primas fueron las más importantes en los casos de Nicaragua y Uruguay.

El destino de las operaciones de las F&A en América Latina ha cambiado a través del tiempo, siguiendo patrones internacionales y algunas particularidades locales. De acuerdo con el cuadro 2, las operaciones durante 1990 fueron básicamente en el sector telecomunicaciones (86% del total). En 1995 fue una estructura más diversificada, donde el mayor

volumen de operaciones se encontraba en el sector financiero (32%), seguido del sector telecomunicaciones, materias primas y el sector de energía y electricidad. En 2000 destacaron los sectores de telecomunicaciones (42%), financiero y energía y electricidad. En 2005 los niveles de operaciones en materias primas, bienes de consumo y servicios, financiero y telecomunicaciones fueron bastante similares; más relegadas estuvieron las operaciones de F&A en el sector de comercio minorista. En 2010 predominaron las operaciones en energía y electricidad (38%), seguidas por el sector telecomunicaciones y las materias primas; mientras que en 2014 tuvieron mayor peso las de telecomunicaciones (25%). Para todo el periodo de análisis, 1990-2014, los sectores donde se produjeron las mayores operaciones fueron energía y electricidad, telecomunicaciones, sector financiero y materias primas.

En el cuadro 3 se anotan las dos principales operaciones de F&A registradas en América Latina durante el periodo de análisis. En el caso de Argentina se trata de la operación de la adquisición de la empresa petrolera estatal por parte de una empresa española; en Brasil, de una institución financiera y otra de comercio minorista, donde los adquirientes son brasileños; en México corresponden a una empresa del sector telecomunicaciones y a la mayor empresa cervecera del país.[9] En el caso de Chile y Perú se trata de operaciones con empresas mineras (materias primas), mientras que la segunda operación más importante es del sector de comercio minorista (en Chile) y del sector hidrocarburos (Perú). En Colombia corresponden a operaciones en el sector cervecero y telecomunicaciones, mientras que en Venezuela se trata de operaciones en el sector energía y electricidad. En el caso de las economías más pequeñas destacan Panamá y El Salvador con operaciones en el sector financiero por parte de empresas colombianas y de los EE.UU.; Uruguay con empresas en el sector materias primas y comercio minorista, mientras que en Bolivia, Ecuador y Nicaragua corresponden a operaciones en los sectores de materias primas, telecomunicaciones y energía y electricidad. En Costa Rica, las operaciones se refieren al sector de comercialización de productos agrícolas y entretenimiento.

---

[9] Formalmente las empresas adquirientes son mexicanas, pero en realidad se trata en última instancia de empresas extranjeras.

Cuadro 3. Mayores operaciones de fusiones y adquisiciones en América Latina, 1990-2014

Economía	Empresa objetivo	Empresa adquiriente	
Argentina	YPF S.A.	Petersen Energía Inversora S.A.	
	YPF S.A.	Repsol S.A.	
Bolivia	ENTEL	EuroTelecom Intl (STET/IRI/IT)	
	Apex Silver Mines Ltd-San	Sumitomo Corp	
Brasil	Cia Brasileira de Distribuição	Gama 2 SPE Empreendimentos	
	Bovespa Holding SA	BM&F	
Chile	Anglo American Sur SA	Mitsubishi Corp	
	Distribución y Servicio S.A.	SACI Falabella	
Colombia	Bavaria S.A.	SABMiller PLC	
	Colombia Telecomunicaciones S.A.	Telefónica S.A.	
Costa Rica	Desarollo Agroindustrial	Fresh Del Monte Produce Inc.	
	Paradise Poker	Sportingbet PLC	
Ecuador	EnCana Corp-Ecuador Assets	Andes Petroleum Ltd.	
	Bellsouth-Ecuador Operations	Telefónica Móviles S.A.	
El Salvador	Grupo Cuscatlan	Citigroup Inc.	
	HSBC-Central America Bkg Op	Banco Davivienda S.A.	
Guatemala	Walmart Centroamérica	Walmart de México S.A.B. de C.V.	
	Telgua (Guatemala)	Luca S.A.	
Honduras	Cervecería Hondureña S.A.	South African Breweries PLC	
	BevCo	South African Breweries PLC	

	País adquiriente	Valor (millones de dólares)	Sector	Año
	España	14 587	Energía y electricidad	2008
	España	13 152	Energía y electricidad	1999
	Holanda	610	Telecomunicaciones	1995
	Japón	527	Materias primas	2006
	Brasil	10 889	Comercio minorista	2011
	Brasil	10 309	Finanzas	2008
	Japón	5 390	Materias primas	2011
	Chile	3 749	Comercio minorista	2007
	Reino Unido	3 502	Bienes de consumo básico	2005
	España	2 627	Telecomunicaciones	2006
	Estados Unidos	403	Comercio minorista	2008
	Reino Unido	314	Medios de comunicación y entretenimiento	2004
	China	1 420	Energía y electricidad	2005
	España	833	Telecomunicaciones	2004
	Estados Unidos	1 510	Finanzas	2006
	Colombia	801	Finanzas	2012
	México	1 347	Comercio minorista	2009
	Guatemala	940	Telecomunicaciones	1998
	Reino Unido	537	Bienes de consumo básico	2001
	Reino Unido	500	Bienes de consumo básico	2001

Cuadro 3. Mayores operaciones de fusiones y adquisiciones en América Latina, 1990-2014 (continuación)

Economía	Empresa objetivo	Empresa adquiriente	
México	América Telecom S.A. de C.V.	América Móvil S.A. de C.V.	
	Grupo Modelo S.A.B. de C.V.	Anheuser-Busch Mexico Holding	
Nicaragua	Bellsouth-Nicaraguan Cellular	Teléfonica Moviles S.A.	
	Dissur	Unión Eléctrica Fenosa S.A.	
Panamá	HSBC Bank (Panamá) S.A.	Bancolombia S.A.	
	BAC Credomatic GECF Inc.	Grupo Aval Acciones y Valores	
Paraguay	Eurosquare	Hines Pan-European Core Fund	
	Cablevision Paraguay	Tigo Paraguay	
Perú	Xstrata Perú S.A.	MMG South America Management	
	Repsol-LNG Bus, Perú	Royal Dutch Shell PLC	
Uruguay	Oy Metsa-Botnia AB-Uruguay	UPM-Kymmene Oyj	
	Undisclosed Airport Retail Ops	Dufry AG	
Venezuela	Republic of Venezuela-Carabobo	Investor Group	
	Carabobo Block 2 Project	NK Rosneft	

Fuente: elaboración propia con base en Thomson Reuters (2016).

3. MODELO ANALÍTICO

El modelo parte de la ecuación básica del PIB a precios constantes (X) con sus componentes tradicionales según el método del gasto: consumo privado (C), inversión privada (I), consumo e inversión públicos (G), exportaciones de bienes y servicios (E) e importaciones (M). La ecuación [2] expresa que las importaciones son una función del PIB. La ecuación [3] supone que la inversión privada es una función de los beneficios (π) y un efecto acelerador del producto. En la ecuación [4] se expresa que

	País adquiriente	Valor (millones de dólares)	Sector	Año
	México	31 757	Telecomunicaciones	2006
	México	17 996	Bienes de consumo básico	2012
	España	150	Telecomunicaciones	2004
	España	115	Energía y electricidad	2000
	Colombia	2 100	Finanzas	2013
	Colombia	1 920	Finanzas	2010
	Luxemburgo	166	Inmobiliarias	2007
	Paraguay	150	Medios de comunicación y entretenimiento	2012
	Hong Kong	7 005	Materias primas	2014
	Holanda	4 585	Energía y electricidad	2013
	Finlandia	2 404	Materias primas	2009
	Suiza	672	Comercio minorista	2011
	India	4 848	Energía y electricidad	2010
	Rusia	2 200	Energía y electricidad	2011

las exportaciones de bienes y servicios son una función de la demanda mundial (Z), de los beneficios y del tipo de cambio real de la moneda extrajera respecto a la nacional (T). Todos los coeficientes α_i son elasticidades de conformidad con su forma exponencial:

$$X = C + I + G + E - M \quad [1]$$
$$M = f(X) = \alpha_0 X \quad [2]$$
$$I = g(\pi, X) = A_1 \pi^{\alpha_1} X^{\alpha_2} \quad [3]$$
$$E = h(Z, \pi, T) = A_2 Z^{\alpha_3} \pi^{\alpha_4} T^{\alpha_5} \quad [4]$$

Sobre la base de estas cuatro ecuaciones se evalúa el impacto de una modificación de las fusiones y adquisiciones (F) en el PIB. La ecuación [5] expresa la elasticidad del PIB ante cambios en las fusiones ($\in_{X,F}$) como el resultado de las respectivas participaciones del consumo privado, la inversión privada y las exportaciones por la elasticidad del consumo privado respecto a las F&A ($\in_{C,F}$), de la elasticidad de la inversión privada respecto a las F&A ($\in_{I,F}$) y de la elasticidad de las exportaciones respecto a las F&A ($\in_{E,F}$). Suponemos que el gasto público corriente y la inversión pública son insensibles a la variación de las fusiones y adquisiciones:

$$\in_{X,F}(1+\alpha_0) = \frac{C}{X}\in_{C,F} + \frac{I}{X}\in_{I,F} + \frac{E}{X}\in_{E,F} \qquad [5]$$

La ecuación [6] explica el consumo privado como una función de la masa salarial (W) y de los beneficios, π, por sus respectivas propensiones a consumir, δ_w y δ_π, donde la masa salarial es igual al PIB real menos las ganancias en la ecuación [7]. Asimismo, suponemos que los beneficios son una función directa de las fusiones y adquisiciones en una relación exponencial simple. La elasticidad de las ganancias respecto a las F&A es α_6. Se espera que ésta tenga una relación positiva, aunque pequeña, ya que es procíclica. Al aumentar las fusiones y adquisiciones se elevan las ganancias:

$$C = i(W,\pi) = \delta_w W + \delta_\pi \pi \qquad [6]$$

$$W = X - \pi \qquad [7]$$

$$\pi = j(F) = F^{\alpha_6} \qquad [8]$$

Las elasticidades del consumo privado, la inversión privada y las exportaciones respecto a las F&A se muestran en las ecuaciones [9], [10] y [11], mismas que se derivan de las ecuaciones [3], [4], [6], [7] y [8]. Se espera que $\in_{C,F} < 0$ cuando las fusiones y adquisiciones sean de mayor magnitud respecto al producto y genere una redistribución del ingreso de los asalariados hacia los perceptores de beneficios, $\frac{F}{X}\alpha_6 > \frac{\delta_w}{1-\delta_\pi}\in_{X,F}$. La elasticidad de la inversión respecto a las F&A será positiva si el efecto de las fusiones sobre las ganancias y la inversión es superior al efecto contractivo de éstas sobre el producto, $\alpha_1\alpha_6 > -\alpha_2\in_{X,F}$. La elasticidad de las exportaciones respecto a las fusiones dependerá del valor de la elasticidad

de las ganancias respecto a las F&A y si la elasticidad de las exportaciones respecto a las fusiones es positiva, $\alpha_4 > 0$:

$$\in_{C,F} = \frac{\delta_w}{\left(\frac{C}{X}\right)} \in_{X,\pi} - \frac{F}{C}(1-\delta_\pi)\alpha_6 \qquad [9]$$

$$\in_{I,F} = \alpha_1\alpha_6 + \alpha_2 \in_{X,F} \qquad [10]$$

$$\in_{E,F} = \alpha_4\alpha_6 \qquad [11]$$

Al sustituir las ecuaciones [9], [10] y [11] en [5] se obtiene la elasticidad del producto real respecto a las F&A. El resultado final, suponiendo que el denominador es positivo, será negativo, $\in_{X,F} < 0$, si el efecto negativo del consumo privado es mayor que los efectos de las fusiones sobre la inversión privada y las exportaciones. Por otra parte, el resultado será positivo, $\in_{X,F} > 0$, si los efectos de las fusiones y adquisiciones sobre la inversión y las exportaciones son superiores a los impactos negativos sobre el consumo privado:

$$\in_{X,F} = \frac{1}{\left(1-\delta_w - \alpha_2\frac{I}{X} + \alpha_0\right)}\left[-(1-\delta_\pi)\alpha_6\frac{F}{X} + \alpha_6\left(\alpha_1\frac{I}{X} + \alpha_4\frac{E}{X}\right)\right] \qquad [12]$$

4. EVALUACIÓN EMPÍRICA

Los resultados de los diferentes conjuntos de regresiones para todas las economías analizadas se presentan en los cuadros A1, A2, A3 y A4 del anexo relativos a la vinculación de la participación de las ganancias con las F&A, la función de consumo privada, la función de la inversión privada y de las exportaciones respectivamente.[10] En todos los casos se utiliza el método de mínimos cuadrados ordinarios (MCO).[11]

---

[10] El coeficiente α_0 se determina directamente como resultado del promedio de las importaciones reales respecto del PIB real de todo el periodo analizado. No se utiliza una regresión específica.

[11] Previo a este análisis se estimaron las correlaciones simples del valor de las F&A en términos reales de cada una de las economías respecto a un conjunto de variables macroeconómicas y financieras reales que incluyen el PIB, el consumo privado, la inversión

La vinculación entre la participación de las ganancias en el PIB y el de las F&A reales se presenta en el cuadro A1 del anexo. Se espera que esta relación sea positiva y significativamente diferente de cero. Esto se logra en los casos de Brasil, Chile, Colombia, México, Panamá, y Perú; mientras que no es significativa en el resto de las economías analizadas. La vinculación entre las dos variables se establece en el mismo periodo de tiempo, con uno o dos desfases en el caso de la variable independiente.[12] En todas las regresiones se incorporaron vectores: AR(1) o en algunos casos AR(2), MA(1) y MA(2) para corregir problemas de autocorrelación de los errores. El mayor valor del parámetro significativamente diferente de cero que vincula las variables seleccionadas se presenta en el caso de Chile, el segundo mayor valor es el de Brasil. No se rechaza en estos casos que el mayor valor real de las F&A contribuiría a elevar la cuota de las ganancias en el producto.[13]

Los parámetros obtenidos y los diversos estadísticos de las funciones de consumo privado real se muestran en el cuadro A2 del anexo. Los parámetros principales son las propensiones a consumir de los asalariados y de los perceptores de los beneficios asociadas a las respectivas participaciones de la masa salarial y del excedente bruto de explotación en el PIB, tanto en el mismo periodo de tiempo como desfasadas uno, dos periodos o de forma excepcional tres periodos de tiempo. Al respecto,

---

privada, las exportaciones, las importaciones, la inversión extranjera directa, los términos de intercambio externos, el tipo de cambio real, la tasa de interés activa real, la demanda mundial, la participación salarial y la participación de las ganancias en el PIB. De éstas, destaca Brasil con las correlaciones más elevadas en su mayor parte positivas. Asimismo, en Nicaragua, Argentina, Honduras y Bolivia la correlación de las F&A reales son negativas respecto al PIB. Se realizaron pruebas de causalidad de Granger entre F&A reales y las variables antes mencionadas, y viceversa. Se determinó que no hay vinculación alguna en el caso de Venezuela y es mínima en Bolivia, Costa Rica, Nicaragua y Uruguay. Los vínculos son más intensos en Panamá y Chile, seguidos de Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, El Salvador, Paraguay y Perú.

[12] En primer lugar, se busca que la relación ocurra en el mismo periodo de tiempo y luego, por razones econométricas, se prueban los desfases.

[13] A nivel macroeconómico no se analizan los impactos sobre los precios. La mayor participación de las ganancias en el PIB podría ocurrir con un aumento de los precios, que se mantengan constantes o que se reduzcan; aunque el incremento de los costos debe ser menor al de los precios o que éstos se reduzcan en mayor medida que los precios constantes o decrecientes.

estos parámetros tienen el signo correcto, valores aceptables que reflejan que la propensión a consumir de los asalariados es superior a la de los perceptores de ganancias y en todos los casos son significativamente diferentes de cero. La bondad de ajuste de las regresiones es aceptable, a excepción de Ecuador, El Salvador y Panamá. Asimismo, se incorporan vectores AR(1), AR(2), MA(1) y MA(2) para corregir los problemas de autocorrelación de los errores. Sólo en algunos casos especiales se utilizaron variables dummy para incorporar aspectos particulares tales como convulsiones internas, hiperinflación, entre otros, que se detallan como notas en el cuadro respectivo.

Los resultados de las ecuaciones seleccionadas de la inversión privada para las distintas economías de la región se presentan en el cuadro A3 del anexo. Aquí se propone que la inversión privada depende principalmente de las ganancias y del PIB (efecto acelerador) y de otras variables de control, como los términos de intercambio y las tasas de interés activas reales. Las variables se vinculan en el mismo periodo de tiempo, con uno y dos desfases; y en todas las ecuaciones se corrige el problema de autocorrelación de los errores. Todas las ecuaciones muestran una bondad de ajuste razonable y parámetros para las ganancias y el producto significativamente diferentes de cero. Sólo en los casos de Brasil y Ecuador los términos de intercambio externos también contribuyen de forma positiva a explicar la inversión privada; mientras que en el caso de Brasil las mayores tasas de interés activas reales contribuyen de forma negativa a la inversión privada.

El cuadro A4 del anexo muestra los resultados de las diferentes ecuaciones para explicar las exportaciones que dependerían principalmente de la demanda mundial y de las ganancias. El tipo de cambio real y los términos de intercambio externo se consideraron como otras variables de control. De igual forma, tanto la variable dependiente como las independientes se evaluaron en el mismo periodo de tiempo, con un desfase o dos desfases para las segundas. En todos los casos los parámetros de la demanda mundial fueron significativamente diferentes de cero, de forma tal que no se rechaza que éstas sean importantes para explicar a las exportaciones reales. Las ganancias reales son también útiles para explicar las exportaciones a excepción de Bolivia, Colombia y Ecuador.

El cuadro 4 muestra los resultados de aprovechar los parámetros seleccionados en las fórmulas del modelo de la tercera parte del artículo.

Cuadro 4. Resultados de la elasticidad producto ante las fusiones y adquisiciones

Países	Componente consumo privado	Componente inversión privada	Componente exportaciones	Elasticidad producto fusiones
Argentina	-0.00029	0.00203	0.00145	-0.01359
Bolivia	0.00000	0.00000	0.00008	0.00042
Brasil	-0.00014	0.00228	0.00077	0.02435
Chile	-0.00080	0.00188	0.00311	-1.24277
Colombia	-0.00007	0.00366	0.00056	0.28726
Costa Rica	-0.00006	0.00047	0.00236	0.03986
Ecuador	-0.00005	0.00000	0.00010	0.00006
El Salvador	-0.00001	0.00031	0.00114	0.00694
Honduras	-0.00001	0.00024	0.00042	0.00268
México	-0.00006	0.00133	0.00112	-0.11052
Nicaragua	0.00000	0.00027	0.00058	0.00657
Panamá	-0.00015	0.00080	0.00532	0.00789
Paraguay	-0.00003	0.00125	0.00532	0.02162
Perú	-0.00007	0.00336	0.00142	-0.59947
Uruguay	-0.00003	0.00128	0.00180	0.03553
Venezuela	-0.00003	0.00084	0.00202	0.00626

Fuente: elaboración propia con base en Banco Mundial (2017), Bureau of Economic Analysis (2017), CEPAL (2017), FMI (2017), OMC (2017) y Thomson Reuters (2016).

Se presentan los resultados para los tres componentes: consumo privado, inversión privada y exportaciones y la elasticidad del PIB real ante el cambio en el valor de las F&A reales de cada economía analizada, sustituyendo los parámetros de las regresiones de los cuadros A1 al A4 del anexo y los parámetros relativos al peso de los diferentes componentes de la demanda e importaciones en el PIB y del valor de las F&A respecto al producto para el periodo 1990-2014. Este cuadro presenta

el valor de los parámetros con independencia de si las variables están vinculadas en el mismo periodo de tiempo, con uno o dos rezagos. Asimismo, se incluyen todos los parámetros que requiere la fórmula reducida del modelo aun cuando no sean significativamente diferentes de cero. Luego, se comentan los resultados excluyendo a los parámetros que son significativamente diferentes de cero.

No se puede rechazar que las F&A empresariales tienen efectos negativos en la distribución del ingreso (reduciendo la cuota de los sueldos y salarios) y en el nivel de producto en Argentina, Chile, México y Perú. En el resto de las economías el impacto de las F&A es positivo de pequeña magnitud. La elasticidad del PIB real respecto a las F&A reales es negativa cuando el peso del componente del consumo privado de signo en general negativo es superior al valor de los componentes de la inversión privada y de las exportaciones que pueden reaccionar de forma positiva ante las mayores F&A. Por otra parte, la elasticidad es positiva cuando los componentes de la inversión privada y/o de las exportaciones son superiores a los impactos negativos sobre el consumo privado. Si se excluyeran los parámetros de las regresiones que no son significativamente diferentes de cero habría que quitar de la lista a Argentina, quedando sólo con resultados negativos Chile, Perú y México, de mayor a menor. Asimismo, no habría resultados concluyentes positivos en los casos de Bolivia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Honduras, Nicaragua, Paraguay, Uruguay y Venezuela. Sólo se obtendrían resultados positivos sobre el PIB de mayores F&A, aunque pequeños, en Brasil, Colombia y Panamá.

5. CONCLUSIONES

A pesar de que el volumen de operaciones y el valor de las F&A en América Latina es importante, los estudios sobre el tema son escasos. El valor máximo anual se ubicó en 2010 con 250 762 millones de dólares. Las economías donde las operaciones de F&A mostraron un mayor monto acumulado o promedio anual correspondieron a Brasil, México, Argentina, Chile, Colombia, Perú y Venezuela. Han sido más reducidas en Paraguay, Nicaragua, Honduras, Costa Rica, Bolivia, El Salvador, Ecuador, Uruguay y Panamá. De la comparación de las fusiones acumuladas respecto al PIB de 2014 destacan Chile, Panamá, Brasil, Argentina, Perú, México y El Salvador, donde superan el 30% del PIB, situación que

refleja tanto un cambio de manos en la propiedad de las empresas como probables procesos de concentración de la propiedad. Los menores niveles relativos con relación al PIB se observan en Paraguay, Ecuador, Costa Rica, Venezuela y Nicaragua. El destino de las operaciones de las F&A en América Latina ha cambiado a través del tiempo, siguiendo patrones internacionales y algunas particularidades locales.

No es posible afirmar *ex ante* que el balance de los beneficios de las F&A sea superior, inferior o neutro respecto a sus posibles perjuicios. Para ello, habría que definir la arista o faceta que debería evaluarse, así como la perspectiva del agente que se privilegia: consumidores, productores (empresarios), trabajadores, proveedores, otros grupos de interés y la "sociedad" en conjunto. En general, las F&A podrían afectar o beneficiar a los consumidores a través de las modificaciones de los precios de los bienes y servicios, impactar de forma positiva o negativa a la calidad de los bienes y servicios, incentivar o desincentivar las actividades de investigación y desarrollo, ampliar o reducir la vitalidad de los mercados, promover o presionar a los proveedores de insumos y servicios y ampliar o frenar las posibilidades de las micro y pequeñas empresas. Asimismo, podrían generarse eficiencias y sinergias positivas o producir externalidades negativas y pérdidas del bienestar económico por la reducción del nivel de actividad económica; mejorar o deteriorar la distribución del ingreso, mejorar o afectar la cohesión social y beneficiar o perjudicar a la democracia. La lista es larga y podría continuar.

En este artículo la perspectiva es macroeconómica, se evalúan los efectos de las F&A en el PIB de las 16 principales economías de América Latina. Se plantea un modelo preliminar *ad hoc* que analiza los efectos de estas operaciones por el lado de la demanda: consumo privado, inversión privada y las exportaciones. Se postula que existe una relación directa y positiva entre las F&A y las ganancias. Luego, si este vínculo existe, las F&A aumentan las ganancias y, por tanto, elevan la participación de las ganancias en el PIB, reduciendo la cuota de los sueldos y salarios en el producto, ocasionando una redistribución del ingreso que disminuye la propensión media a consumir de la sociedad. De esta forma, las F&A tendrían en principio un impacto negativo sobre el consumo privado. Sin embargo, habría efectos inciertos por el lado de la inversión privada y las exportaciones. En ambos casos, las F&A las alientan, pero también pueden generarse efectos negativos. El resultado integrado varía de

economía en economía utilizando información de 1990 a 2014. No se analizaron los efectos de las F&A por el lado de la oferta.

Los resultados de la aplicación del modelo son dispares. La vinculación entre la participación de las ganancias en el PIB y el valor de las F&A reales muestra el signo correcto, siendo significativamente diferente de cero en Brasil, Chile, Colombia, México, Panamá, y Perú, mientras que esta relación no es significativa en el resto de las economías de Latinoamérica. La elasticidad del consumo privado respecto a las F&A es negativa en todos los casos, a excepción de lo que ocurre en Bolivia, Ecuador, El Salvador, Honduras, Nicaragua, Paraguay, Uruguay y Venezuela. Por otra parte, la elasticidad de la inversión privada y de las exportaciones respecto a las F&A es positiva en todos los casos, aunque con valores reducidos. Al integrar estos resultados, la elasticidad del PIB ante cambios en las F&A reales es negativa sólo en Chile, México y Perú. Asimismo, no hay resultados concluyentes negativos en el caso de Argentina ni positivos concluyentes en Bolivia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Honduras, Nicaragua, Paraguay, Uruguay y Venezuela. Sólo se obtienen resultados positivos en el PIB de mayores F&A reales, aunque pequeños, en Brasil, Colombia y Panamá. ◄

REFERENCIAS

Alarco, G. (2017). Ciclos distributivos y crecimiento económico en América Latina. *Cuadernos de Economía*, 36(72), pp. 1-42.

Alarco, G. (2018). Mergers and acquisitions in Latin America 1990-2014: Factorial distribution and contractionary impacts. *Metroeconomica*, 69(3), pp. 681-706.

Banco Mundial (2017). *World Development Indicators*. [en línea]. Disponible en: <https://databank.worldbank.org/data/source/world-development-indicators> [Consultado en agosto de 2017].

Brock, J.W. (2011). Economic concentration and economic power: John Flynn and a quarter-century of mergers. *The Antitrust Bulletin*, 56(4), pp. 681-730.

Bureau of Economic Analysis (2017). *National Income and Product Account*. [en línea]. Disponible en: <https://www.bea.gov/data/income-saving/personal-income> [Consultado en agosto de 2017].

CEPAL (2017) [Comisión Económica para América Latina y el Caribe]. *Estadísticas e indicadores. CEPALSTAT. Base de Datos y Publicaciones Estadísticas*. [en

línea]. Disponible en: <http://estadisticas.cepal.org/cepalstat/web_cepalstat/estadisticasindicadores.asp> [Consultado en marzo de 2017].

Eichner, A.S. (1988). Una teoría de la determinación del margen de ganancia en el oligopolio. En: J. Ocampo (ed.), *Economía Poskeynesiana* (pp. 204-224). México: Fondo de Cultura Económica (FCE).

Gordon, M. (1998). Monopoly power in the United States manufacturing sector, 1899 to 1994. *Journal of Post Keynesian Economics*, 20(3), pp. 323-335.

FMI (2017) [Fondo Monetario Internacional]. *International Financial Statistics*. [en línea]. Disponible en: <http://data.imf.org/?sk=4C514D48-B6BA-49ED-8AB9-52B0C1A0179B> [Consultado en agosto de 2017].

Grant, A. (1979). Mergers, monopoly power, and relative shares. *Journal of Post Keynesian Economics*, 2(1), pp. 120-134.

Harcourt, G.C. y Kenyon, P. (1988). La fijación de precios y la decisión de inversión. En: J. Ocampo (ed.), *Economía Poskeynesiana* (pp. 225-250). México: FCE.

Jacobs, E. y Martínez, J. (1980). Competencia y concertación: el caso del sector manufacturero, 1970-1975. *Economía Mexicana*, 2, pp. 131-162.

Kaldor, N. (1955-1956). Alternative theories of distribution. *The Review of Economic Studies*, 23(2), pp. 83-100.

Kaldor, N. (1961). Capital accumulation and economic growth. En: D.C. Hague (ed.), *The Theory of Capital: Proceedings of a Conference Held by the International Economic Association* (pp. 177-222). Reino Unido: Palgrave Macmillan.

Kalecki, M. (1956). *Teoría de la dinámica económica. Ensayo sobre los movimientos cíclicos y a largo plazo de la economía capitalista*. México: FCE.

Kaplan, S.N. (2000). *Mergers and Productivity*. Chicago, IL: Chicago University Press.

Kwoka, J. (2013). Does merger control work? A retrospective on US enforcement actions and mergers outcomes. *The Antitrust Law Journal*, 78(3), pp. 619-650.

Kwoka, J. (2015). The changing nature of efficiencies in mergers and in merger analysis. *The Antitrust Bulletin*, 60(3), pp. 231-249.

Mody, A. y Negishi, S. (2001). Fusiones y adquisiciones transfronterizas en Asia oriental. *Finanzas & Desarrollo*, 38(1), pp. 6-9. [en línea] Disponible en: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2001/03/pdf/mody.pdf>.

Ormosi, P., Mariuzzo, F. y Richard, H. (2015). *A review of merger decisions in the EU: What can we learn from ex-post evaluations? European Comission Report*. Luxembourg: Publications Office of the European Union.

OMC (2017) [Organización Mundial de Comercio]. *Estadísticas de Comercio Internacional.* [en línea] Disponible en: <https://www.wto.org/spanish/res_s/statis_s/statis_s.htm> [Consultado en julio de 2017].

PricewaterhouseCoopers (2016). *Estudio Fusiones y Adquisiciones 2015.* [en línea] PricewaterhouseCoopers. Disponible en: <https://www.pwc.pe/es/publicaciones/assets/fa2015.pdf>.

Steindl, J. (1988). Precios, costos y márgenes de ganancia. En: J. Ocampo (ed.), *Economía Poskeynesiana* (pp.103-128). México: FCE.

Sylos Labini, P. (1966). *Oligopolio y progreso técnico.* Barcelona: Ediciones OIKOS-TAU.

Trebing, H.M. (1985). The impact of diversification on economic regulation. *Journal of Economic Issues*, 19(2), pp.463-474.

Thomson Reuters (2016). *Mergers and Acquisition LATAM Deals 1990-2015.* [en línea] Disponible en: <https://www.refinitiv.com/en/financial-data/company-data/mergers-and-acquisitions>

Whinston, M. (2006). *Lectures on Antitrust Economics.* Cambridge, MA: Massachusetts Institute of Technology.

Wood, A. (1988). El margen de ganancia a largo plazo. En: J. Ocampo (ed.), *Economía Poskeynesiana* (pp.170-203). México: FCE.

ANEXO

Cuadro A1. Ecuaciones seleccionadas de la participación de ganancias en el PIB (ln π/X)

País	C	Ln F&A	Ln F&A$_{-1}$	Ln F&A$_{-2}$	AR(1)	
Argentina	−0.819415 (−5.2721)*	0.013079 (0.8525)			0.82938 (4.6624)*	
Bolivia	−0.649721 −(33.8671)*	0.000451 (0.1267)			0.356018 (1.6028)	
Brasil	−5.138643 (−0.0713)	0.011225 (3.0267)*			0.997462 (22.8111)*	
Chile	−1.03756 (−5.1893)*		0.026983 (2.1758)*		0.8491 (6.3578)*	
Colombia	−1.03756 (−5.1893)*	0.008955 (7.0746)*			0.22966 (1.2465)	
Costa Rica	−0.92584 (−33.9909)*			0.009202 (1.8242)	0.513099 (1.8216)	
Ecuador	−0.527853 (−6.8109)*	0.000699 (0.5250)			1.606656 (10.1875)*	
El Salvador	−0.491059 (−14.6237)*		0.00413 (0.9419)		0.217399 (0.5763)	
Honduras	−0.782324 (−9.4767)*		0.000977 (1.0721)		1.104791 (14.0337)*	
México	−0.376481 (−3.3959)*	0.005267 (2.2678)*			1.085553 (4.7587)*	
Nicaragua	−0.739835 (−4.2583)*	0.002003 (0.4095)			0.912764 (8.2143)*	
Panamá	−0.334786 (−1.2230)			0.007397 (6.1810)*		
Paraguay	−0.723807 (−5.9815)*		0.010971 (1.6479)		0.873085 (8.5482)*	
Perú	−0.539494 (−27.8730)*			0.006118 (2.5902)*		
Uruguay	−0.78993 (−13.6938)*			0.005772 (0.6747)	0.672876 (4.6460)*	
Venezuela	−0.567569 (−9.7988)*	0.003884 (0.4862)				

Fuente: elaboración propia con base en Alarco (2017), Banco Mundial (2017), Bureau of Economic Analysis (2017), CEPAL (2017), FMI (2017), OMC (2017) y Thomson Reuters (2016).

	AR(2)	MA(1)	MA(2)	R^2	F-estadístico	Durbin-Watson	Periodo
			0.106866 (0.3403)	0.6912	14.9230	1.4731	1991-2014
				0.1288	1.3308	1.9299	1992-2014
			−0.999465 (−6.9403)*	0.8088	28.1975	1.2575	1991-2014
			0.926837 (14.7380)*	0.8925	52.6044	1.9000	1992-2014
			0.973918 (53.0036)*	0.6539	12.5939	1.8859	1991-2014
	−0.117083 (−0.4093)		−0.897368 (−18.2816)*	0.4844	3.2887	1.4019	1996-2014
	−0.798296 (−5.1244)*		−0.940997 (−6.9852)*	0.6517	7.4840	1.7157	1994-2014
				0.5150	2.4777	0.9719	1999-2014
				0.9613	99.3556	2.2610	1996-2014
	−0.141639 (−0.6288)		−0.95459 (−16.4766)*	0.8998	40.4236	2.0207	1992-2014
				0.8671	35.8942	1.6531	1997-2014
	0.899106 (21.4703)*		−2.953604 (−3.8500)*	0.9781	253.5623	0.6829	1994-2014
				0.9265	37.7989	2.2664	1993-2014
		0.946402 (46.3198)*		0.6411	16.9665	1.0721	1993-2014
				0.6450	12.7192	2.1153	1995-2014
	0.002987 (0.0070)		0.072021 (0.1469)	0.0109	0.0699	1.4390	1992-2014

Cuadro A2. Ecuaciones seleccionadas de la función de consumo privado (ln *C/X*)

País	W/X	π/X	W/X_{-1}	π/X_{-1}	π/X_{-2}	W/X_{-3}	π/X_{-3}
Argentina			0.882466 (20.8265)*	0.613503 (21.0855)*			
Bolivia	0.996912 (4.1761)*	0.691897 (26.5410)*					
Brasil[a/]	0.834755 (8.4421)*	0.707265 (5.4617)*					
Chile	1.028081 (12.4072)*	0.503869 (6.9831)*					
Colombia			0.833754 (13.0191)*	0.68604 (17.1909)*			
Costa Rica	1.194847 (2.7008)*	0.307576 (2.7941)*					
Ecuador	0.303637 (2.6943)*	0.166849 (2.1401)*					
El Salvador						1.093003 (8.4426)*	0.914134 (13.6238)*
Honduras[b/]	1.28074 (2.2714)*	0.437208 (3.7752)*					
México	1.113029 (6.9085)*	0.566886 (9.4276)*					
Nicaragua[c/]	1.079649 (31.7347)*	0.89748 (38.5583)*					
Panamá	0.884097 (5.5171)*	0.498177 (5.3959)*					
Paraguay[d/]	0.819439 (5.7744)*			0.592909 (7.3076)*			
Perú	0.795309 (3.0900)*				0.703376 (5.1900)*		
Uruguay[c/]	1.064847 (4.4289)*	0.68912 (10.5547)*					
Venezuela			0.650285 (4.9523)*	0.575931 (4.7829)*			

Notas: * coeficiente significativamente diferente de cero con una probabilidad de 5%.
a/ Incluye una dummy en 2014, cuyo coeficiente estimado es –0.039997 (t-estadístico = –2.3269).
b/ Incluye unadummy en 2014, cuyo coeficiente estimado es 0.371372 (t-estadístico = 20.2750).
c/ Incluye una dummy en 2014, cuyo coeficiente estimado es –0.290106 (t-estadístico = –18.3469).

	AR(1)	AR(2)	MA(1)	MA(2)	R^2	F-estadístico	Durbin-Watson	Periodo
	0.5942 (5.3900)*				0.7059	25.1961	2.1509	1991-2014
	0.740275 (5.5087)*		0.966115 (46.8236)*		0.8056	27.6281	1.8010	1991-2014
	0.89656 (7.8579)*				0.6407	11.8881	1.6706	1991-2014
	0.659558 (3.8911)*				0.8879	83.1856	1.8410	1991-2014
	–0.486257 (–5.9440)*		0.961031 (52.5214)*		0.8461	34.8149	1.3558	1992-2014
			1.310692 (39.0754)*	0.91699 (36.7622)*	0.7096	17.1077	1.1447	1990-2014
		0.988065 (143.4998)*		–0.934968 (–14.3831)*	0.2889	1.8278	2.1150	1992-2014
				0.952180 (35.9063)*	0.2199	2.6780	1.4505	1993-2014
	0.662458 (4.6369)*				0.9606	170.7597	2.2267	1990-2014
	0.902979 (10.4129)*				0.8714	71.1542	2.3052	1991-2014
	0.129309 (2.1123)*				0.9519	131.9277	1.5310	1991-2014
	0.714467 (4.7842)*			–0.857594 (7.0452)*	0.2212	1.8935	2.0602	1991-2014
	0.716123 (4.3191)*				0.4816	5.8847	1.9948	1992-2014
	0.740739 (7.9462)*				0.8118	25.8749	2.0020	1993-2014
					0.6341	19.0592	1.7069	1990-2014
	0.945628 (16.8571)*				0.9251	123.4668	1.6321	1992-2014

d/ Incluye una dummy en 2002-2003, cuyo coeficiente estimado es –0.042117 (t-estadístico = –2.4924).
e/ Incluye una dummy en 2009, cuyo coeficiente estimado es –0.0043 (t-estadístico = –6.7098).
Fuente: elaboración propia con base en Alarco (2017), Banco Mundial (2017), Bureau of Economic Analysis (2017), CEPAL (2017), FMI (2017), OMC (2017) y Thomson Reuters (2016).

Cuadro A3. Ecuaciones seleccionadas de la inversión privada (ln *I*)

País	*c*	Ln π	Ln π_{-1}	Ln π_{-2}	Ln *X*	Ln X_{-1}	Ln X_{-2}	Ln TI_{-1}
Argentina	−109.4258 (−0.0299)	0.850492 (2.3460)*			2.97167 (9.5793)*			
Bolivia	−4.2755471 (−1.6538)		0.089628 (0.0673)		1.201663 (4.1667)*			
Brasil	−8.927271 (−3.3531)*	1.287179 (2.6271)*					1.120493 (7.2563)*	1.120493 (7.2563)*
Chile	−6.57999 (−6.1040)*	0.388435 (3.2583)*			1.447783 (16.8207)*			
Colombia	−12.65332 (−5.2740)*	2.436768 (3.1071)*			2.033553 (11.3310)*			
Costa Rica	−5.187153 (−6.8680)*	0.319491 (2.2778)*			1.370432 (17.6393)*			
Ecuador	−1.088609 (−0.4791)				0.641117 (2.1448)*			0.677504 (2.8854)*
El Salvador	1.412849 (0.9148)	0.591548 (2.1278)*			0.674793 (4.4119)*			
Honduras		1.253556 (2.5426)*		0.944529 (19.2767)*				
México	0.433855 (0.1648)		1.586339 (2.7689)*			0.888692 (5.0310)*		
Nicaragua	−5.065603 (−4.7412)*		0.834348 (2.3017)*			1.447584 (10.5392)*		
Panamá		0.740716 (3.0054)*				0.860598 (43.2267)*		
Paraguay	−11.16327 (−3.6931)*			0.721954 (2.4729)*		2.050021 (6.3226)*		
Perú	−11.77049 (−3.1131)*			2.621471 (2.2647)*		2.033495 (5.7350)*		
Uruguay		1.489095 (3.1852)*				0.932434 (23.7332)*		
Venezuela			2.523968 (6.0492)*				0.90634 (32.9534)*	

Nota:* coeficiente significativamente diferente de cero con una probabilidad de 5%.

Intr$_{-1}$	AR(1)	AR(2)	MA(1)	MA(2)	R^2	F-estadístico	Durbin-Watson	Periodo
	0.999293 (32.6962)*			−0.854552 (−6.9346)*	0.9731	171.59	1.9415	1990-2013
			0.749033 (5.3502)*		0.7743	24.02	1.6355	1990-2014
−0.00144 (−2.2302)*		−0.131441 (−0.6988)*		0.977246 (19.6324)*	0.9605	60.71	1.9779	1993-2014
			0.999977 (7.2760)*		0.9851	461.89	2.5590	1990-2014
			1.466929 (11.5210)*	0.999906 (18.7217)*	0.9674	148.26	1.5601	1990-2014
	0.654869 (3.1767)*			−0.999965 (−17.3240)*	0.9852	315.85	2.3742	1990-2013
	0.374748 (1.6542)				0.9334	88.77	1.9612	1992-2014
	0.556682 (3.9506)*		−0.95407 (−41.6298)*		0.9468	89.04	2.1434	1990-2014
	0.482321 (2.2391)*				0.8774	78.69	1.6424	1990-2014
	−0.755678 (−5.5781)*		1.600513 (10.6086)*	0.999918 (5.9017)*	0.9477	68.87	1.9972	1990-2014
	0.482526 (2.1937)*			−0.999903 (−12.7793)*	0.9620	126.62	2.2924	1990-2014
			0.903653 (10.0243)*		0.9251	123.46	1.8030	1990-2012
		0.747346 (8.0731)*		−0.917145 (−26.1703)*	0.8637	31.67	1.9631	1990-2014
			0.76565 (5.0296)*		0.9647	191.22	1.8684	1990-2014
	0.237267 (1.2532)		1.402373 (12.3600)*	0.999959 (11.9430)*	0.9219	58.99	2.1688	1990-2014
	0.445365 (2.3999)*		0.999798 (7.4088)*		0.8125	27.44	2.1799	1992-2012

Fuente: elaboración propia con base en Alarco (2017), Banco Mundial (2017), Bureau of Economic Analysis (2017), CEPAL (2017), FMI (2017), OMC (2017) y Thomson Reuters (2016).

Cuadro A4. Ecuaciones seleccionadas de las exportaciones (ln *E*)

País	*c*	Ln *WD*	Ln WD_{-1}	Ln π	Ln π_{-1}	Ln π_{-2}	Ln *TCR*	Ln TCR_{-1}	Ln TCR_{-2}	Ln *TI*
Argentina	−17.6536 (−2.8261)*	1.067408 (4.0060)*		0.558097 (2.2804)*						
Bolivia	−40.94641 (−16.5398)*	2.011198 (19.0724)*		0.628314 (1.8363)						
Brasil	−42.26568 (−19.2844)*	2.208539 (23.9336)*				0.591191 (3.5592)*			0.19897 (5.4216)*	
Chile	−35.19566 (−4.2237)*	1.862792 (5.5522)*		0.340249 (4.0651)*					0.074057 (0.4490)	
Colombia	−20.17878 (−8.2935)*	1.180463 (10.6557)*				0.400873 (1.3808)				
Costa Rica	−44.25036 (−11.5133)*	2.079743 (15.7751)*		0.619336 (4.5133)*				0.464769 (2.8204)*		
Ecuador	−21.15958 (−6.9370)*	1.218552 (9.3430)*			0.057069 (0.7475)					0.112703 (2.2832)*
El Salvador	−32.19595 (−5.8714)*	1.468206 (8.1853)*			1.239207 (2.6997)*					
Honduras	−28.75538 (−3.7975)*	1.478745 (5.1598)*		0.770214 (5.2649)*					0.554908 2.2135)*	
México	−23.22082 (−6.4975)*	1.43875 (9.9411)*		0.922706 (2.6679)*					0.240795 (1.7634)	
Nicaragua	−97.25153 (−10.0656)*	4.16521 (11.1219)*		1.280219 (2.2982)*						
Panamá	−88.06454 (−2.4118)*	4.260259 (2.9397)*			0.824503 (2.4401)*					
Paraguay	−29.36504 (−6.7687)*	1.076701 (9.3193)*		0.917668 (2.6234)*						
Perú	−49.3154 (−23.5585)*	2.412026 (28.3433)*			1.15729 (2.8453)*		0.120517 (2.8386)*			
Uruguay	−23.68707 (−4.3480)*	1.221397 (5.8698)*			1.222651 (3.1467)*					
Venezuela	−0.88521 (−0.1440)		0.589478 (2.2058)*			1.317211 (3.1675)*			-	

Nota: * coeficiente significativamente diferente de cero con una probabilidad de 5%.

Ln TL_{-1}	Ln TL_{-2}	AR(1)	AR(2)	MA(1)	MA(2)	R^2	F-estadístico	Durbin-Watson	Periodo
0.531968 (2.2560)*		0.691217 (4.0801)*			–0.914132 (–25.1137)*	0.9882	284.67	1.6249	1992-2014
				0.260547 (2.7885)*	0.999368 (7.1344)*	0.9854	337.57	1.4513	1990-2014
		0.527635 (3.4195)*				0.9962	1 104.05	2.5684	1993-2014
		0.88062 (8.0614)*			2.812098 (2.6859)*	0.9985	2 094.66	1.5358	1993-2014
0.333212 (3.2794)*				0.582001 (2.9788)*		0.9925	629.21	2.2478	1991-2014
		0.490961 (3.0112)*				0.9921	568.10	2.1839	1996-2014
				1.063497 (18.3094)	0.949919 (43.5715)	0.9897	365.30	1.9869	1990-2014
	1.100491 (4.1521)*	0.617037 (4.4307)*		–0.999829 (–7.1976)*		0.9895	303.00	2.3535	1993-2014
				1.457625 (17.9084)*	0.940678 (31.0732)*	0.9619	85.74	2.6856	1992-2014
					0.96285 (67.7175)*	0.9792	211.44	1.0607	1992-2014
	0.658171 (3.3204)*		0.334383 (3.8700)*			0.9942	690.34	1.5942	1994-2014
–1.790218 (–2.7973)*			0.872124 (19.8701)*			0.9359	58.42	1.6198	1994-2014
2.5556 (4.5089)*			–0.2293 (–1.3820)			0.8222	19.65	1.3055	1993-2014
				0.935702 (30.5439)*		0.9939	810.13	1.8648	1990-2014
	0.683998 (2.4245)*				0.999932 (8.5157)*	0.9447	76.83	0.6257	1992-2014
	–0.472095 (–5.9455)*				0.932934 (12.9002)*	0.8699	30.09	1.3422	1992-2014

Fuente: elaboración propia con base en Alarco (2017), Banco Mundial (2017), Bureau of Economic Analysis (2017), CEPAL (2017), FMI (2017), OMC (2017) y Thomson Reuters (2016).