

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA
UNIVERSIDAD NACIONAL DE CORDOBA

1980

Guido Di Tella

Teoría de la Firma y
Restricción Financiera

6

Documentos de Trabajo

Instituto Torcuato Di Tella
Centro de Investigaciones
Económicas.

1980

I

El proceso de desarrollo ha sido en general analizado al nivel macroeconómico, y, si bien, creemos que algunas discusiones han llegado al punto de rendimientos decrecientes, no es menos cierto que han arrojado mucha luz sobre el proceso de crecimiento.

Quizás no sea incorrecto pensar que el análisis de ciertos problemas, al nivel microeconómico, puede también arrojar cierta luz sobre el análisis del desarrollo.^{1/}

Nos preocupa en este trabajo, la conducta de la firma, en casos en los que no tiene acceso al mercado financiero, o bien porque no existe, o bien porque por razones institucionales no atiende al sector en el que

El autor quiere agradecer la asistencia proporcionada por Héctor Dieguez que ha permitido dar su forma presente a este trabajo, y en particular por sus sugerencias al tratamiento dado a los intereses, en la sección III d. Asimismo quiero agradecer los comentarios de E. Shaw, que han permitido entroncar este trabajo con algunos aspectos de la teoría del desarrollo de los intermediarios financieros.

^{1/} En particular tenemos presente los trabajos de W. Baumol, American Economic Review, Dec. 1962, R. Marris, Quaterly Journal of Economics, May 1963, y G. B. Richardson, Oxford Economic Papers, March 1964, así como el importante libro de Edith Penrose, The Theory of the Growth of the Firm, Oxford, Blackwell, 1959.

Es menester destacar la creciente importancia que la relativamente nueva teoría dinámica de la empresa, ha estado dando al problema de la expansión de la firma, que a nuestro juicio permitirá un análisis más fructífero en el nivel microeconómico, sea su natural consecuencia en el nivel macroeconómico.

se encuentra la firma considerada. Al mismo tiempo veremos que el consumidor tampoco tiene acceso al mercado financiero. Es este problema una hipótesis extrema, pero, quizás más relevante para ciertos países en desarrollo que la hipótesis alternativa de suponer infinita oferta de financiación, a una tasa dada.

A diferencia de la hipótesis tradicional, de suponer dos mercados separados, el de bienes y el de dinero, en los que trata de maximizar por separado, nos encontramos frente a una firma que ahora "produce" y "vende" dos productos, tratando por consiguiente de maximizar determinando la regla más adecuada.

Nuestro trabajo ha sido inspirado en la observación de ciertas situaciones y conductas del mundo real, lo que, desgraciadamente nos ha impedido alcanzar el grado de sofisticación y abstracción tan en boga en nuestra profesión. Pedimos por consiguiente dispensa por haber mantenido ciertas expresiones del mundo real, tales como "venta a plazos", "contado", ya que no creemos que se gane mucho usando expresiones más refinadas, pero menos claras para el sector no especializado.

Nuestro trabajo trata de analizar la manera como la firma con limitados recursos financieros maximiza su ganancia a través de la asignación de sus recursos escasos para el desplazamiento de la demanda (a través del otorgamiento de financiación en sus ventas) para la financiación de su volumen de producción, y para la expansión del nivel de planta.

NOTA:

No tomamos en cuenta otros tipos de restricciones para la expansión de la firma, como la restricción organizativa que considera Richardson, ni ciertas discrepancias entre los que toman las decisiones (ejecutivos) y los propietarios (accionistas) de la firma, como hace Harris.

En realidad la firma, tiene que determinar la rentabilidad derivada de cada tipo de inversión, sea esta en dinero en efectivo (que aquí no analizamos), en cuentas a cobrar, en Inventario y obra en curso, o en bienes de uso (planta fija), e igualar la rentabilidad marginal de cada una de ellas. En realidad, desde el punto de vista de la firma, no hay diferencia entre un tipo de inversión u otro, todas están destinadas a contribuir a la ganancia de la empresa, y el problema que se presenta es la combinación óptima de las inversiones.

Cada una de estas inversiones requiere un insumo distinto de financiación; y la suma de estos insumos no debe exceder un cierto monto, (que constituye nuestra disponibilidad inicial) y se los debe asignar de manera de maximizar la suma de las ganancias. Obviamente nos encontramos frente al problema que se podría prestar para las técnicas del análisis operativo, sin embargo este trabajo, se propone más bien analizar la manera en la cual se presenta el problema, más que la manera particular de resolverlo.

II

Presentaremos primero un modelo simplificado de la firma analizando su comportamiento a lo largo de un período, utilizando el enfoque de la estática comparativa. Más adelante trataremos de ver cómo se modifica su comportamiento a medida que se eliminan algunas hipótesis restrictivas.

Nuestros supuestos iniciales son los siguientes:

1. La firma actúa en el corto plazo, considerando sólo variaciones de producción, pero manteniendo fija la capacidad de planta.

2. El capital fijo no se desgasta durante el período, o lo que es lo mismo, el costo calculado incluye la amortización de activo fijo suficiente para efectuar reparaciones y renovaciones adecuadas, y éstas se hacen efectivamente.
3. Se produce exactamente lo que se vende, no habiendo problemas de variación de stocks.
4. No existen utilidades provenientes de la financiación de ventas a plazos.
5. Existe una única modalidad de plazo: tasa de interés fija, pago de una parte al contado y el saldo al final del período de análisis: la financiación puede variar entonces sólo según el porcentaje que se exija como pago al contado y, consiguientemente, el porcentaje que quede como pago diferido.
6. La empresa actúa en una situación oligopólica.
7. La demanda es función de los precios de venta y de las condiciones de financiación, o sea que se desplaza hacia la derecha a medida que la firma otorga mejor financiación a los compradores.
8. Los incrementos de la producción, con el nivel de planta dado, no exigen un mayor requerimiento financiero.^{1/}
9. No existen recursos financieros exteriores a la firma.
10. La firma se halla en una situación inicial, con ventas exclusivamente al contado, y produce al nivel óptimo, maximizando beneficios; en tal situación, además, dispone de recursos financieros en la cantidad exacta para atender los requerimientos de su nivel de actividad, encontrándose por consiguiente en una situación inicial de equilibrio financiero, (que variaría, hacia el final del período, en función de los beneficios obtenidos, que permitirían variar las condiciones de producción y ventas, alcanzando un nuevo equilibrio financiero a más alto nivel).

Nuestra idea central consiste en analizar la conducta maximizadora de la firma sometida a la restricción financiera proveniente de la inexistencia de recursos financieros externos a la firma.

Ateniéndonos a los supuestos simplificadorios enunciados comenzamos

^{1/} Se puede suponer que disminuye el período de gestación de manera compensatoria.

por establecer una situación inicial, con operaciones totalmente al contado. De conformidad con el supuesto 10, los recursos de que dispone alcanzan exactamente para financiar su volumen de producción y ventas. Consideremos ahora qué ocurre si podemos cambiar la modalidad de venta, mediante financiación a plazo de parte del valor. De acuerdo al supuesto 5 tomamos en cuenta sólo cambios en el porcentaje a pagar al contado, dejando fijo el plazo de pago diferido (que es coincidente con el período de análisis) y la tasa de interés. Supongamos que a la financiación F1 (por ejemplo, 50% al contado y 50% a plazo) la curva de demanda del mercado se desplaza hacia la derecha, como en general ocurrirá al ofrecer mejor financiación a los compradores; obtendremos un nuevo óptimo económico, correspondiente a un nuevo nivel de producción que maximizará nuestra ganancia. Al mismo tiempo, queda determinado el monto de ingresos que obtendremos por la parte al contado. Si cada condición financiera de venta da lugar a una función de demanda diferente, debemos entonces determinar para cada una de estas funciones, el nivel óptimo de producción, y, por último, calcular en cada caso el importe que ingresará al contado. Con tales elementos, estamos en condiciones de determinar una relación funcional (fig. 1) entre los distintos planes de venta o condiciones de financiación, y los distintos ingresos al contado. En abscisas (C) medimos ingresos financieros al contado. En ordenadas (F) medimos la forma de financiación, expresada, en porcentaje de percepción diferido. El punto 1 representa la situación inicial, con ventas totalmente al contado; la función tomará una forma que estará determinada por el grado de influencia que la forma de financiación tenga sobre la demanda.

Esta curva permite definir un concepto nuevo, que podemos denominar "elasticidad de financiación", relacionando variaciones relativas del modo de financiación con variaciones relativas del ingreso total perci

bido al contado. La expresión analítica de tal elasticidad se puede deducir de la siguiente manera:

$$C = pq - Fpq$$

$$C = (1 - F) pq$$

C = Ingreso Contado

F = % del Ingreso Difer.

p = precio : q = contado

y además

$$q = Q(p, F)$$

Resultará

$$C = (1 - F) p \cdot Q(p, F)$$

Luego la elasticidad será:

$$E_F = \frac{F}{C} \frac{C}{F} = \frac{F}{(1 - F) p Q(p, F)} \cdot \left[(1 - F) p Q'_F(p, F) - p Q(p, F) \right] =$$

$$= \frac{F \left[(1 - F) p Q'_F(p, F) - p Q(p, F) \right]}{(1 - F) p Q(p, F)} = \frac{(F - F^2) Q'_F(p, F) - F Q(p, F)}{Q(p, F) F Q(p, F)}$$

$$= \frac{(F - F^2) \frac{Q'_F(p, F)}{Q(p, F)} - F}{(1 - F)} = E_F = \frac{F Q'_F(p, F)}{Q(p, F)} - \frac{F}{1 - F}$$

Debe observarse que la curva está definida para la capacidad dada de planta, pues si ésta varía, cambia la curva de costo marginal y el equilibrio económico de la nueva planta ante cada curva de demanda se dará a distinto nivel de producción y distinto precio, siendo en gene

ral diferente el monto de ventas, y, por consiguiente, el ingreso contado.

Si la elasticidad de financiación de la curva de ingresos contado de la firma es la expuesta en la fig. 1, la situación inicial, en la que se opera exclusivamente al contado, puede no ser la mejor, por cuanto la restricción financiera no impide a la firma moverse desde el punto 1 hasta el 2 (obtenido trazando una vertical que pasa por 1). Ello es debido a que, si bien en la situación inicial no hay excedente financiero que permita financiar ventas a plazo, una curva como la del diagrama implicaría que el ofrecimiento de financiación amplía la demanda lo suficiente como para aumentar el ingreso al contado y financiar el proceso. En tal caso, la conducta maximizadora elegirá de todas las situaciones posibles entre 1 y 2, aquella en que la ganancia sea mayor, que no tiene porque coincidir con el nivel máximo de ventas. Aunque económicamente fuese preferible algún punto superior a 2, no se tendrá posibilidad de acceso a una situación de tal tipo, pues la restricción financiera impide conceder esa forma de financiación.^{1/}

^{1/} La forma de la función definida en la fig. 1 es - evidentemente - sólo una de entre las muchas posibles, y no nos parece por cierto la más interesante ni la más realista. Es posible que el caso más importante corresponda a una situación similar a la ley de las proporciones variables, de modo que en un primer tramo la concesión de facilidades de pago quizás expanda poco la demanda, disminuyendo la percepción de ingresos al contado, luego, en una segunda etapa, quizá crezca mucho la demanda, para más adelante volver a crecer poco. En tal caso, resultaría una curva de financiación como la que presentamos en la fig. 4. La maximización de ganancias deberá hacerse entonces comparando las situaciones del punto 1 y las comprendidas entre los puntos 2 y 3. La restricción financiera, en cambio, impide, no sólo los puntos superiores al 3, sino también los comprendidos entre 1 y 2. Y es precisamente por estas características que pensamos que se trata de un tipo de función no sólo más interesante analíticamente, sino incluso más realista.

III

Es ahora conveniente volver atrás y proceder a un examen de varios de los supuestos restrictivos utilizados, con el objeto de comprobar en qué medida es posible alcanzar, mediante su eliminación, un mayor grado de generalización.

a) Financiación del mayor volumen de producción: supusimos (supuesto que al aumentar la producción no se incrementaba la necesidad financiera, o sea que el mayor volumen de producción se atendía con el mismo monto de recursos financieros. En cambio, si suponemos que es necesario disponer de mayores recursos en proporción al incremento de producción, tendremos que establecer alguna relación funcional, por ejemplo la que indicamos en la fig. 2, que supone una variación lineal. El diagrama relaciona el total de contado que debe emplear la firma para la atención de distintos niveles de producción, midiendo C (disponibilidades) en ordenadas y Q (producción) en abscisas.

La fig. 1 anterior necesita entonces ser corregida según este nuevo elemento, por cuanto a cada forma de financiación adicional para atender el proceso, corresponderá un óptimo de producción, y a cada nivel de producción, en la medida en que exceda el nivel de producción 1 (de contado), requerirá determinada financiación adicional para atender el proceso.

La curva de posibilidades financieras es ahora la línea de puntos, y los límites posibles son 1 y 3, cayendo ahora en cambio bajo la restricción financiera toda política de ventas que exceda el nivel 3^o de financiación. Al ampliarse la restricción, se contrae el campo dentro del cual podemos maximizar ganancias.

b) Disponibilidad financiera inicial: podemos suponer ahora que en la situación inicial de nuestro análisis, con ventas totalmente al contado, los requerimientos financieros permitían atender al volumen de producción óptimo y dejaban un excedente.

En tal caso es obvio, que se reduce en la misma medida la restricción financiera, quedando un campo de elección más dilatado dentro del cual podemos maximizar la ganancia. Puede en tal caso adquirir relevancia aún una situación como la expuesta en la fig. 5. Si la distancia 2-1 equivale a la disponibilidad financiera inicial, entonces la aplicación de tal excedente a la financiación de ventas a plazo permite realizar la optimización económica, entre las distintas posibilidades comprendidas desde 1 a 3, o sea entre ventas al contado y una forma de financiación dada por 3.

c) Más de un período: en un modelo simplificado como el que aquí se presenta, el análisis no queda afectado si se considera más de un período. Al término del primer período nos encontramos con una mayor disponibilidad financiera pues se percibirá el importe del pago diferido, además de la utilidad económica del período, realizada por la empresa, más los recursos iniciales que se hayan dedicado a la financiación a plazos, lo que permitirá en el segundo período ampliar el campo de posibilidades.

d) Utilidad financiera: hasta aquí no hemos tomado en consideración la utilidad financiera que la firma obtiene al percibir diferido, parte del precio. Es necesario tomar en cuenta este aspecto, por cuanto al no existir - por hipótesis - un mercado financiero organizado, los recursos financieros que pueden aplicarse al otorgamiento de financiación en las ventas no tienen como uso alternativo, uno que permita, mediante su préstamo, la obtención de intereses. Además, parte de la ganancia por intereses se obtiene, como en la fig. 1, no sobre disponibilidades iniciales

propias sino como consecuencia del mismo proceso de expansión de las ventas.

Un modo sencillo de tratar la utilidad proveniente de la actividad financiera de la firma consiste en incorporar la ganancia de intereses al precio, con lo que obtenemos una nueva curva de demanda, a la cual debemos maximizar. En el diagrama 6 tenemos una curva de demanda dada (DD) que corresponde a una cierta forma de financiación. Pero para cada punto de la curva conocemos precio y cantidad y, por consiguiente, monto global. Como la forma de financiación define el porcentaje de pago diferido y la tasa de interés es un dato, puede determinarse de inmediato la ganancia total por intereses. Luego es posible obtener una curva como la D'D', cada uno de cuyos puntos, tal como el punto l', se halla a una distancia media verticalmente de la curva original (ll') que es la resultante de dividir la ganancia financiera calculada por el nivel de producción correspondiente. Esta distancia será igual al cociente :

$$\frac{q \cdot p \cdot (1 - F) \cdot i}{q}$$

donde q es la cantidad, p el precio, (1 - F) el porcentaje del precio percibido al contado, i la tasa de interés. Este valor será, por consiguiente proporcional al precio para valores dados de las constantes. La curva de demanda del mercado es pues DD, pero el empresario maximiza respecto a D'D', o sea, con respecto a la suma de ganancias originadas por su actividad de ventas y de financiación.

IV

Por todo lo que hemos expuesto surge la posibilidad de eliminar varios de los supuestos restrictivos originales, pudiendo entonces tomar en cuenta una cierta disponibilidad financiera inicial, la ganancia por intereses, el requerimiento financiero para aumentar el nivel de producción y el análisis de más de un período. Pero, para obtener un modelo suficientemente general, es necesario modificar también el supuesto 1, o sea, incluir la posibilidad de variar el nivel de planta. Sólo entonces enfrentaremos las tres alternativas principales que tiene toda firma sometida a una restricción financiera: inversión, financiación de ventas a plazo, financiación de la producción. En este punto es posible considerar distintas situaciones según sea la divisibilidad o indivisibilidad del capital y según sea la situación de los rendimientos a escala.

A título ilustrativo presentamos seguidamente un caso en el cual suponemos dos posibilidades de planta (la dimensión actual y una posible adición, indivisible), combinadas con tres posibilidades de financiación que darán lugar, respectivamente, a tres demandas diferentes. Los rendimientos a escala son decrecientes, de modo que la planta ampliada tiene un costo medio mínimo menor, pero un nivel de producción mayor.

Suponiendo que las curvas de demanda D_1 , D_2 y D_3 del diagrama n° 7 ya incluyen los beneficios originados en la financiación que en cada caso se otorga, los puntos en los que los costos marginales igualan a los ingresos marginales, serán, con la planta 1, A, B, y C, en tanto que los correspondientes con la planta 2 serán los puntos D, E y F. En corres-

pondencia con cada uno de ellos tenemos fijada una cantidad, un precio y un monto total.

Por ejemplo, la combinación de la planta 1 con la demanda D1, que proviene de la forma F1 de financiación, da lugar a la producción O1, el precio OI, (que incluye los intereses por financiación) estando el total de ingresos, por ventas y por utilidades financieras, representado por el área OI JL, la ganancia por HIJK y existiendo un cierto ingreso al contado que resultará de multiplicar el total de ventas computadas al precio OI por el porcentaje de contado que corresponda a F1.

En consecuencia, pueden construirse de esta forma curvas similares a la del gráfico 1, efectuándose luego la corrección indicada en la fig. 2 y 3. Si, además, determinamos ahora la inversión adicional que nos permitiría pasar del nivel de planta 1 al 2, podemos determinar la situación de mayor ganancia, sujeto a la restricción financiera de nuestra disponibilidad inicial, y que resultará de asignar óptimamente los recursos escasos a la aplicación de la planta, y/o a la financiación de la producción, y/o a la financiación de las ventas. Según la forma particular que en cada caso tomen las funciones la elección será diferente.

A título de ejemplo damos el siguiente cuadro que podría corresponder al gráfico 7:

Nivel de Planta	Demanda	Beneficio
1	1	7
1	2	12
1	3	18
2	1	9
2	2	16
2	3	24

En caso de no existir restricción financiera maximizaríamos beneficios invirtiendo en la ampliación de la planta y otorgando la forma de pago que produce la D3. Pero en condiciones de restricción financiera debemos hacer intervenir: a) nuestra disponibilidad inicial excedente con respecto a los requerimientos normales cuando realizamos solamente operaciones al contado; b) el costo de la inversión y la variación de las curvas de costos; y c) la elasticidad financiera (correspondiente a cada uno de los niveles de planta y formas posibles de ventas a plazo).

Es evidente que, en el ejemplo anterior, si al invertir se creara una situación financiera que no permita alcanzar la demanda D3 y, sin invertir es posible alcanzarla, será entonces preferible no realizar la inversión y utilizar los recursos en financiaciones a plazo que permiten el acceso a D3, maximizando así los beneficios (18 en lugar de 16).

La maximización a lo largo de varios períodos está asegurada dada la maximización en cada uno de ellos, ya que estamos sujetos a una restricción financiera que, a su vez, depende de la ganancia económica.

De esta manera no puede darse el caso de que convengam menores ganancias en períodos inmediatos en aras de ganancias mayores en períodos futuros, ya que siempre existiría un itinerario alternativo en el cual maximizaríamos las ganancias presentes las que, a su vez, nos dan la máxima financiación presente, y esta a su vez nos posibilita obtener ganancias máximas en el futuro. De esta manera la firma soluciona su evolución en el tiempo al determinar un itinerario único de expansión, al no existir un mercado financiero externo en el cual colocar los fondos disponibles excedentes. Hasta ahora no hemos considerado a los

accionistas de la firma. Apenas lo hacemos introducimos un elemento que restringirá en cierto modo la expansión de la firma, ya que los accionistas tendrán una preferencia por percibir una cierta proporción de las disponibilidades financieras como dividendo, aún a expensas de restringir la expansión, y por consiguiente, las ganancias y las disponibilidades y los dividendos futuros. Su elección entre dividendos presentes y futuros dependerá naturalmente de su preferencia en el tiempo.

V

Es indudable que la consideración de la demanda como función de la financiación de la venta (además del precio), corresponde a un enfoque similar al de la competencia imperfecta ya que, en última instancia, no constituye sino una forma de diferenciación del producto, al modo de Chamberlin. El modelo, pues, no tiene otra virtud que la de combinar en una sola maximización la ganancia obtenida por una triple actividad, de productor, de financiador y de inversor, sujeto a una restricción de índole financiera. Sería tal vez posible presentar un tratamiento con funciones continuas (para variaciones de planta y para la forma de financiación de las ventas), pero parece más realista un tratamiento en la forma expuesta en base a discontinuidades, ya que lo más probable es que las decisiones empresarias deban hacerse en base a un número limitado de posibilidades alternativas.

Se ha introducido el concepto de "elasticidad financiera" porque, en las condiciones en que opera la firma, es posible que determinadas circunstancias de mercado, en la medida en que obtengamos curvas del

tipo contenido en las fig. 1 ó 4, suministren posibilidades financieras originadas en la misma expansión de la demanda.

En nuestro modelo la **inversión** ya no es función sólo de utilidades a obtener sino que está sujeta a restricciones financieras. No siempre entonces, nos ubicaremos a largo plazo en la curva de costos medios mínimos, ya que la limitación financiera puede hacer más conveniente mantenerse en una curva de costos mayor y destinar fondos a expandir la de manda mediante mejores condiciones de venta.

La hipótesis que ha originado este modelo es la no existencia de un mercado financiero. Esto puede parecer extremo y no realista. Obsérvese sin embargo, que aún cuando exista un mercado financiero, si éste no está muy desarrollado, surgirán problemas similares a los aquí expuestos. Inclusive, en los mercados financieros más desarrollados, las firmas no tienen acceso a cualquier volumen de financiación, ya que **depende en buena medida de su propia estructura financiera**. Pasado un cierto volumen de préstamos, sus coeficientes financieros empeorarán de tal manera de, primero encarecer, y luego hacer imposible financiasiones ulteriores.

En estos casos se plantea, como un objetivo de la empresa, el mejo ramiento dentro de ciertos límites, de sus ratios financieros, aún a expensas de sus ganancias.

A diferencia del problema que hemos tratado, se trataría aquí de una maximización de la ganancia en el largo plazo, que requiere tomar en cuenta los ratios, versus la maximización de la ganancia a corto pla zo que no requiere la consideración de los ratios financieros.

Naturalmente, seguimos sin tomar en cuenta la existencia del mercado de capitales, que solucione el problema de los ratios, pero es precisamente el mercado de capitales, o más exactamente, su inexistencia, uno de los puntos más débiles de mercados financieros poco desarrollados.

Para dar más relevancia al modelo deberíamos suponer diversos grados de existencia de intermediarios financieros, ya que, probablemente, lo más relevante no sea suponer mercados financieros ilimitados (perfectos) ni tampoco suponerlos inexistentes.

Es cierto que un análisis más general debería incluir la posibilidad de variar ventas a plazos en el sentido de diferir pagos a más de un período, así como considerar otros aspectos financieros (por ejemplo la forma de pago de las inversiones, la forma de pago de los insumos, etc.) que hemos dejado de lado pues introducen complicaciones analíticas considerables, sin que aparentemente modifiquen las líneas generales del modelo comentado.

Debemos tener cuidado al generalizar nuestras conclusiones, pues es evidente que deberíamos tomar en consideración la sección de los otros oligopolistas y la posibilidad de que tomen "represalias", tanto con respecto a la política de precios, como con respecto a la política de condiciones de financiación de las ventas.

Lo que resulta interesante a nuestro juicio, es la conclusión, bastante obvia por cierto, de que la ausencia de un mercado financiero induce una conducta subóptima, por parte de las empresas.

A su vez, esta restricción financiera induce una reacción por parte de las firmas que comienzan a operar en el mercado financiero, convirtiéndose así en una empresa que "produce" más de un producto y estan

do sujeta a los problemas inherentes a esta situación.

Uno de ellos, la falta de especialización, puede en una etapa posterior, que no hemos analizado, favorecer el surgimiento de especialistas en el nuevo producto, fondos financieros, que al llenar una necesidad que estaba impidiendo la optimización económica, y operar más eficientemente, permitirá (y obligará) a las firmas, a volver a su posición inicial como productoras únicas de bienes.

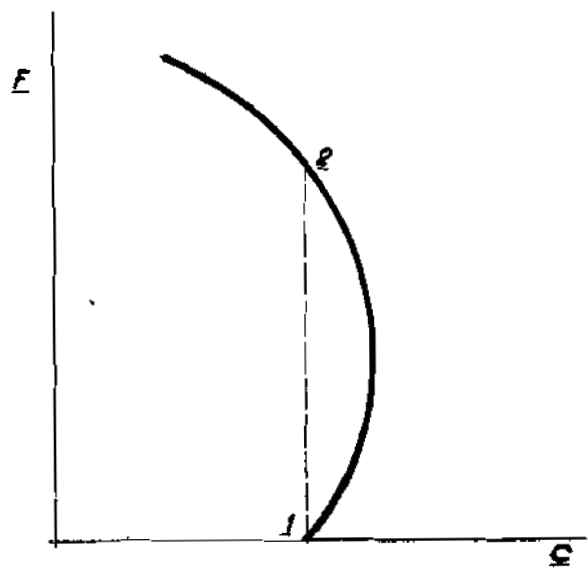


FIGURA 1

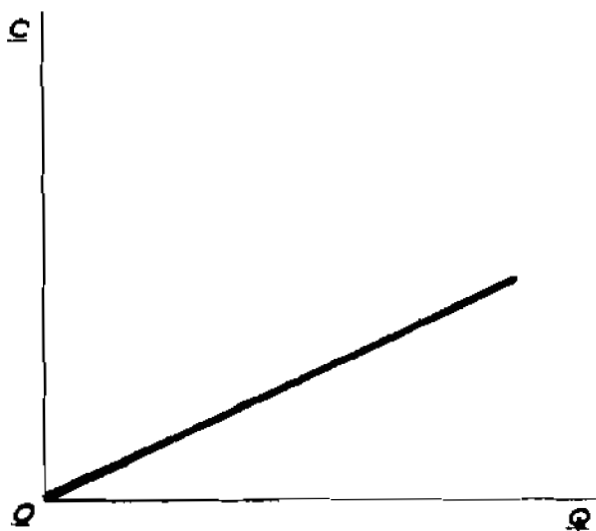


FIGURA 2

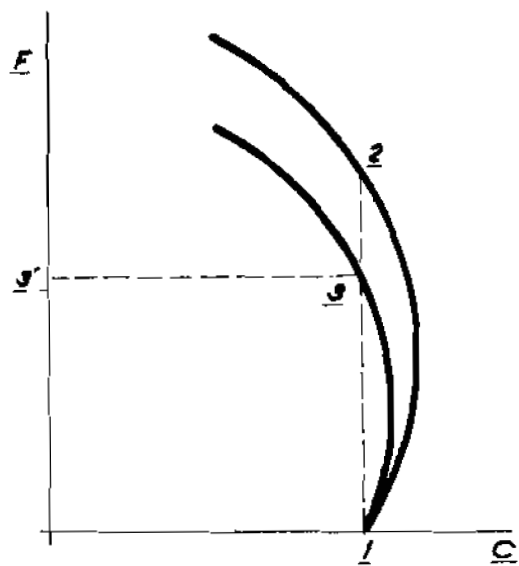


FIGURA 3

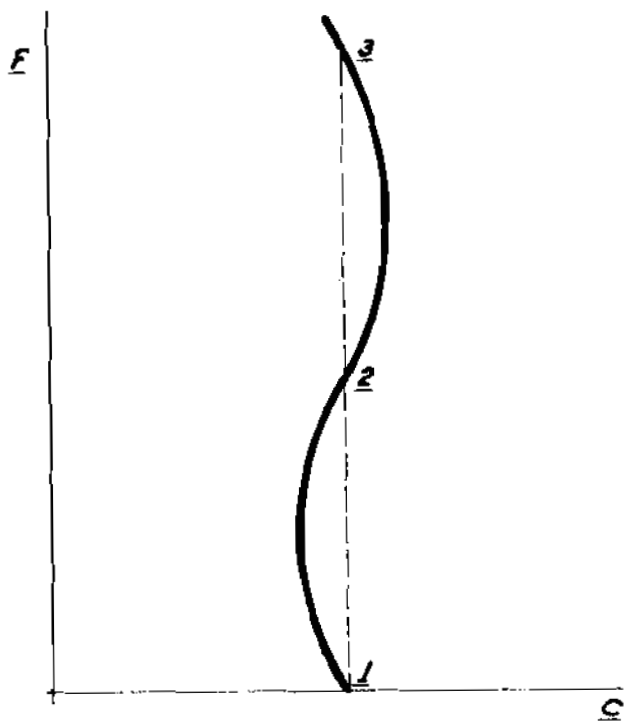


FIGURA 4

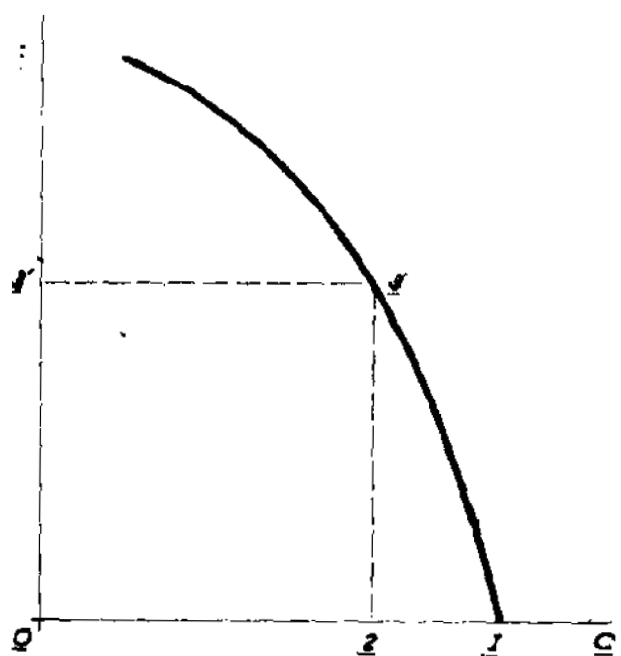


FIGURA 5

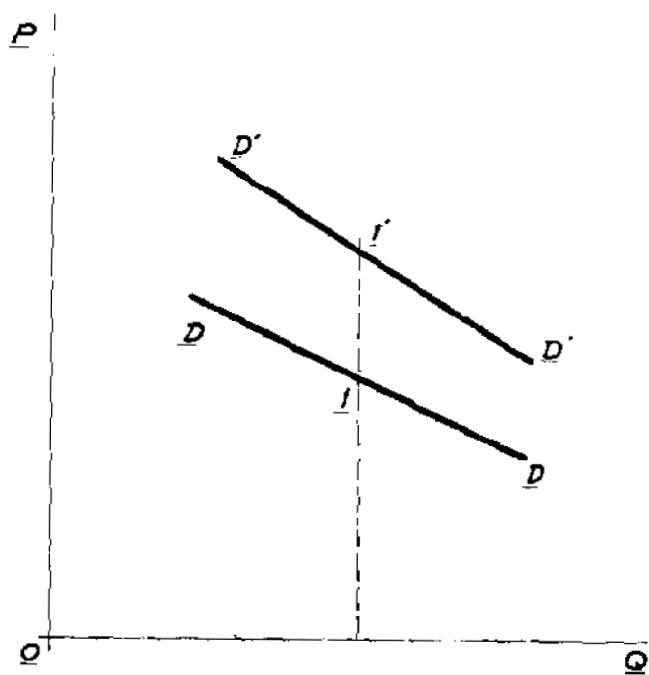


FIGURA 6

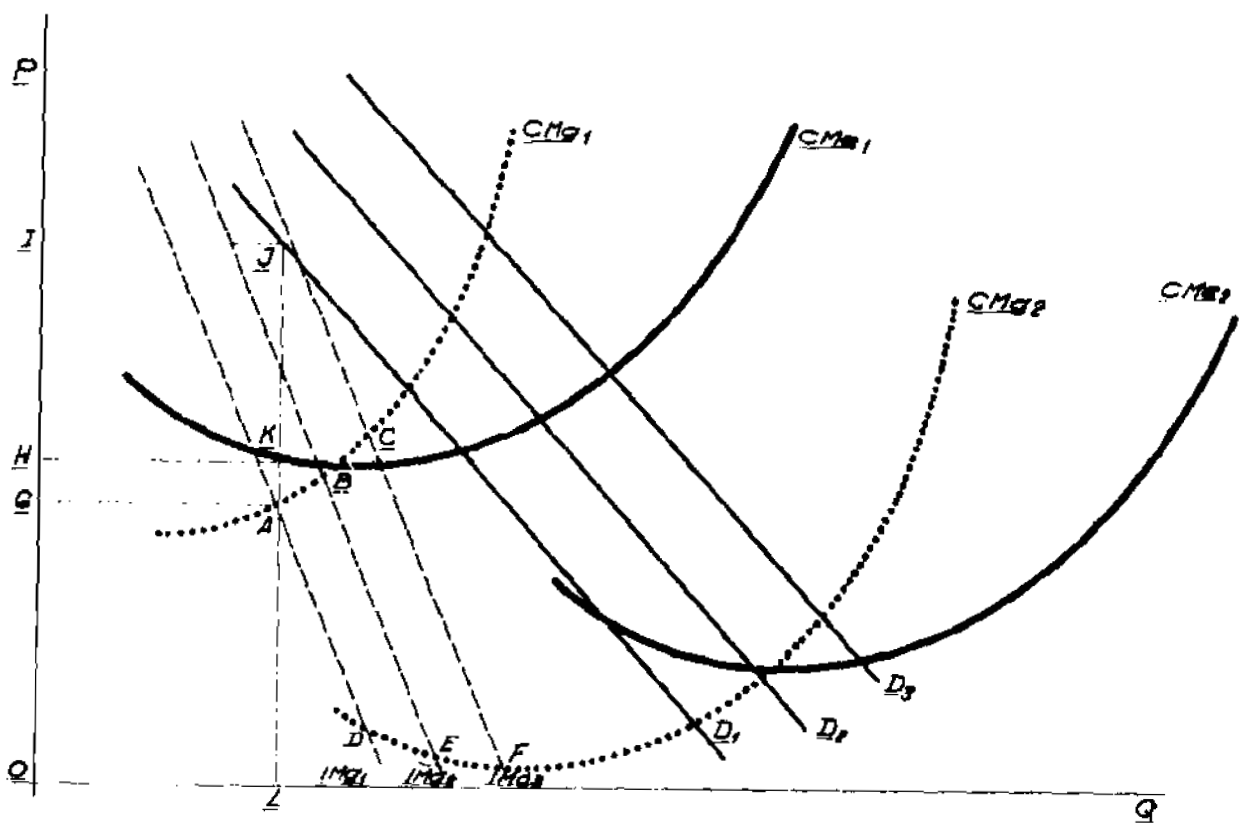


FIGURA 7