Escenario económico-financiero y opciones de inversión para el año 2015

Economic and Financial scene and investment options for 2015

Esteban Javier Ferrarotti[1] y Juan Nahuel Fresca[2]

Resumen

El presente artículo intenta analizar el escenario económico y financiero de Argentina para el año 2015 en base a la lectura del Presupuesto de la Administración Pública Nacional presentado en el mes de octubre de 2014. Nuestro trabajo pretende abordar la realidad desde una perspectiva comparativa entre: la información obtenida de entes nacionales y la de organismos internacionales. El principal objetivo es poder realizar proyecciones económicas y financieras certeras, las cuales puedan ser utilizadas por los empresarios y los inversores como referentes para tomar decisiones futuras.

Palabras clave: *Presupuesto Nacional; Situación económica; Situación financiera; Argentina*

Abstract

This paper attempts to analyze the economic and financial situation of Argentina for 2015 based on the reading of the Budget of the National Public Administration presented in October 2014. Our work deals with the situation from a comparative perspective between: the information obtained from national authorities and international organizations. The main goal is to make accurate economic and financial projections. These projections can be used by entrepreneurs and investors as references for future decisions.

Keywords: *National Budget; Economic situation; Financial situation; Argentina*

Recibido: 25 Noviembre 2014; **Aceptado:** 10 Diciembre 2014

1 Licenciado en Administración UBA y cursó la Maestría en Finanzas de la UNR. Profesor Adjunto Administración Financiera IUEAN. E-mail: EstebanJavier.Ferrarotti@IUEAN.edu.ar

2 Licenciado en Economía UBA y Posgrado en Finanzas UCA. Profesor Titular Economía General IUEAN. E-mail: JuanNahuel.Fresca@IUEAN.edu.ar

ESCENARIO ECONÓMICO 2015

Lectura del Presupuesto de la Administración Pública Nacional del 2014 e información de los organismos internacionales

La Ley 24.156, promulgada en el año 1992, establece y regula los sistemas del control del sector público nacional. En el artículo 4 se presentan los objetivos de la ley. Cabe destacar los siguientes incisos:

> c) Desarrollar sistemas que proporcionen información oportuna y confiable sobre el comportamiento financiero del sector público nacional útil para la dirección de las jurisdicciones y entidades y para evaluar la gestión de los responsables de cada una de las áreas administrativas:
>
> d) Establecer como responsabilidad propia de la administración superior de cada jurisdicción o entidad del sector público nacional, la implantación y mantenimiento de:
>
> > i) Un sistema contable adecuado a las necesidades del registro e información y acorde con su naturaleza jurídica y características operativas.
> >
> > ii) Un eficiente y eficaz sistema de control interno normativo, financiero, económico y de gestión sobre sus propias operaciones, comprendiendo la práctica de control previo y posterior de la auditoría interna.
> >
> > iii) Procedimientos adecuados que aseguran la conducción económica y eficiente de las actividades institucionales y la evaluación de los resultados de los programas, proyectos y operaciones de los que es responsable la jurisdicción o entidad.

De ello podemos inferir que el presupuesto público es de vital importancia para lograr una asignación eficiente de los recursos en la sociedad. El cumplimiento de las metas presupuestarias da lugar a una gestión pública eficiente. Es decir, el presupuesto público nacional no es una formalidad que debe cumplir el estado, sino una herramienta de gran valor para comprender la realidad, proyectar el futuro inmediato – tanto económico como social - y determinar de qué forma estamos preparados para enfrentar ese futuro. Como una proyección privada, el presupuesto intenta reducir la improvisación.

Con la presentación del Presupuesto de la Administración Pública Nacional 2015, el gobierno continúa con los lineamientos principales que guiaron su accionar en los últimos años. Del comunicado de prensa del proyecto enviado al Congreso de la Nación se extrae cierto optimismo sobre la performance económica 2014 – 2015. Sin embargo, dicha proyección no concuerda con las estimaciones privadas ni con la de los organismos internacionales, prácticamente, en ninguna de las variables analizadas. Como si esto fuese poco, las estimaciones públicas no concuerdan con sí mismas ni con la realidad.

Debido a ello realizar una tarea predictiva sobre el curso de la economía Argentina, aún en el corto plazo, no es una tarea sencilla dada la gran cantidad de imprecisiones e incertidumbre que rodean este tipo de análisis. El escenario es altamente complejo y no se espera que esta situación pueda modificarse en el futuro inmediato. Sin embargo, podemos comparar las estimaciones realizadas por el gobierno y por organismos privados (nacionales e internacionales) para analizar qué escenarios son improbables y sobre cuáles podemos prestar especial atención a la hora de realizar nuestras proyecciones y analizar nuestras oportunidades de inversión.

Si bien el presente análisis fue elaborado como respuesta a una situación puntual, trataremos de contribuir a la discusión ubicando el tema en un contexto general y de largo plazo. Debido a la importancia y vigencia de la temática en cuestión.

EL OCASO DE LOS DIOSES: EL FINAL DEL 2014

En el tercer acto de la opera “El Ocaso de los Dioses”, Brunilda mientras contempla el cadáver de Sigfrido dice:

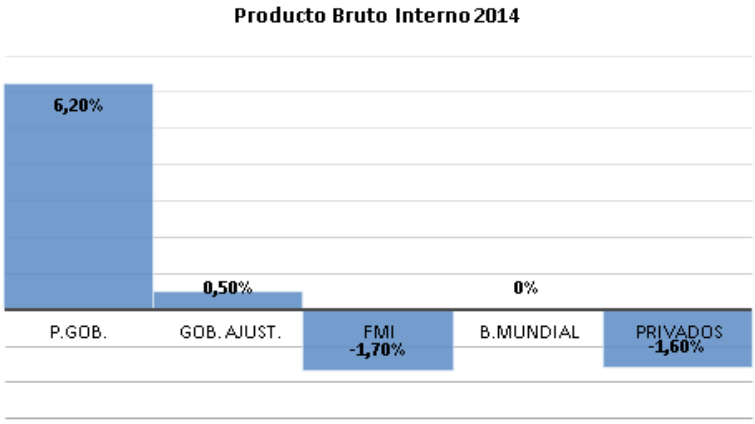
"…Jamás juró un hombre
más sincero que él.
Jamás un hombre
más leal que él hizo un trato.
Jamás un hombre
más honesto que él
llegó a enamorarse.
Y sin embargo, traicionó
todos sus juramentos y tratos,
y traicionó a su más sincero amor:
como nadie jamás ha traicionado.
¿Sabéis como ocurrió?..."

Richard Wagner

Dentro de los supuestos macroeconómicos planteados por el Presupuesto de la Administración Pública Nacional, se espera que el año 2014 finalice con un crecimiento del Producto Bruto Interno (PBI) del 0,5% y una inflación del 21,3% anual. Sin embargo, hace doce meses las proyecciones habían tenido un optimismo excesivo y ubicaron al PBI con un crecimiento del 6.2%, mayor incluso que cualquier otro país del hemisferio occidental. Pero, como siempre, la realidad se impuso y obligó a modificar las pretensiones ambiciosas, por demás carentes de todo fundamento racional.

Con respecto a la inflación y su medición, nada puede sorprendernos a esta altura. Si retrocedemos en el tiempo, el presupuesto nacional para el año 2014 (presentado en octubre de 2013) proyectó un incremento del índice del 9,9%. El ajuste planteado del año 2014, presentado en el presupuesto para 2015, es mayor al doble presupuestado. Aun así, resulta poco creíble. Hasta el mes de agosto de 2014, el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) acumulaba un 18,2% de inflación. Si el 2014 finalizara con una inflación del 21,3% como está proyectado, implicaría que la inflación mensual debería ser ligeramente inferior al 1% para el último trimestre del año. Esta situación es poco probable ya que la medición oficial estimó incrementos del 1,3% para los meses de julio y agosto y no hay razones para esperar que los últimos meses ese número sea inferior. De todas formas, nadie razonable espera que el INDEC publique algo diferente a lo que el presupuesto indicó.

Como es de público conocimiento, las mediciones privadas y de organismos internacionales difieren en ambas proyecciones.



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía, FMI, Banco Mundial y mediciones privadas varias

Para el Fondo Monetario Internacional (FMI), la economía argentina tendrá una caída del producto que ronda el 1,7%. Respecto de la inflación, el organismo no presenta una estimación para 2014-2015 por la imposibilidad de comparación directa entre el viejo Índice de Precios al Consumidor (IPC) y el nuevo Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNu). Por su parte, el Banco Mundial prevé un crecimiento nulo para el año en curso. En cuanto a las proyecciones privadas, se espera una caída del PBI del orden del 1,6% para el 2014 con una inflación que ronda el 40%.

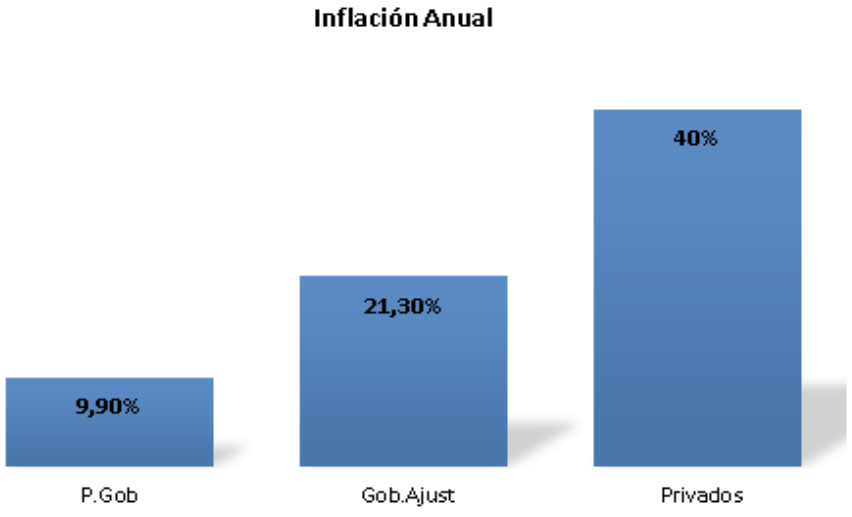
Las disparidades en las proyecciones, sumada a la desconfianza de las mediciones oficiales, no hacen más que incrementar la incertidumbre en la que se encuentra el país. Como sabemos, la incertidumbre no es favorable para los negocios ni para la inversión. Es necesario lograr la confianza de los inversores pero, lamentablemente, parecería que estamos muy lejos de esta realidad.

EL HOLANDÉS ERRANTE: PRONÓSTICOS 2015

Promediando el segundo acto de la ópera "El Holandés Errante", El holandés ruega a Daland:

"…Empujado por la tempestad
y los malos vientos,
he errado hasta aquí
por las aguas...
¿cuánto tiempo?
apenas podría decirlo:
ya no me paro a contar los años.
Imposible me parece nombrar
todas las tierras
que he encontrado,
¡pero la única por la que ardo,
mi patria, esa no la encuentro!
Consiente que me aloje
por corto tiempo en tu casa,
y no te arrepentirás
de tu hospitalidad.
Con tesoros de todas las tierras
y continentes está cargado mi barco;
si quieres tratar conmigo,
puedes estar seguro
de que obtendrás provecho…"

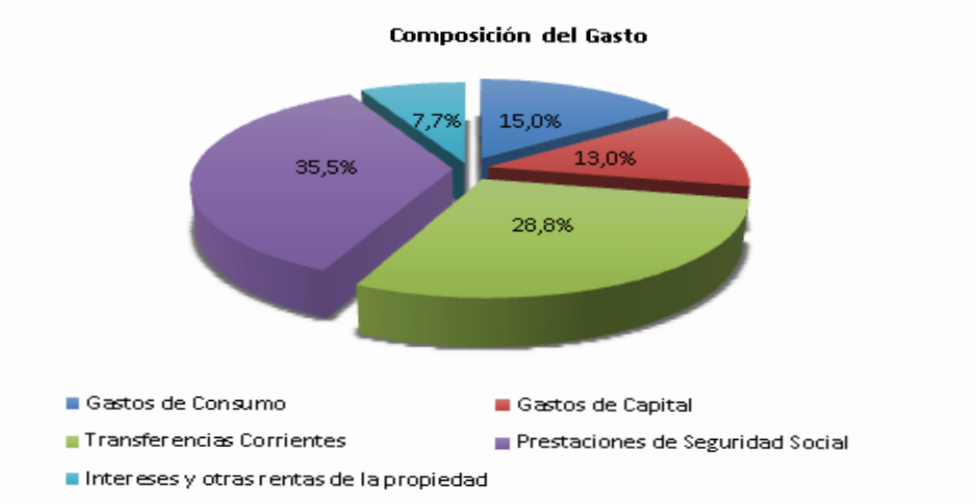
Richard Wagner



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía, FMI, Banco Mundial y mediciones privadas varias

Para el ejercicio económico 2015, nuevamente, las proyecciones oficiales de las principales variables no concuerdan con las privadas ni con las realizadas por los organismos internacionales. El gobierno estima un crecimiento de la economía del 2,8% y una inflación anual que ronda el 15,6%. A su vez, se prevé que el valor del dólar estadounidense será $9,45. Por su parte, el Fondo Monetario Internacional ofrece datos bastante menos alentadores. Estima una nueva caída del PBI del orden del 1,5%, valor que concuerda con las estimaciones de consultoras privadas. Nuevamente, no realizan proyecciones sobre la inflación. El Banco Mundial es más optimista en sus proyecciones, pero no tanto como el gobierno. Proyecta un crecimiento del PBI del orden 1,5%. Respecto de la inflación, las consultoras privadas estiman un indicador levemente superior a la del 2014, que rondará entre el 40% y el 45%. Lejos, demasiado lejos, del proyectado por el gobierno.

Un tema al que aún no hemos hecho referencia, pero no por eso menos importante, es el gasto público. De acuerdo al presupuesto nacional, la asignación del mismo está orientada a la seguridad social, la educación, la ciencia y tecnología, la inversión en infraestructura económica y social, la salud, la promoción y asistencia social, la seguridad interior y el sistema penal. El principal objetivo se vincula a procurar la continuidad del proceso de "crecimiento con inclusión". A continuación, se presenta la composición del gasto:



Como era de esperar, las políticas económicas estarán orientadas a sostener el alicaído consumo interno. La lógica detrás del razonamiento tiene que ver con incrementar la demanda de bienes y servicios en el mercado interno, para lograr así un aumento de la inversión y tener un impacto en el crecimiento económico. Es por ello que no llama la atención el incremento que se prevé del gasto público con mayor incidencia en "promoción y asistencia social", un incremento del 29% respecto del presupuestado para 2014. Dentro del optimismo volcado en el presupuesto, mientras que en el 2014 se espera un resultado fiscal del -4,02% del PBI para el año 2015 se estima una reducción del déficit ubicándolo en -1% del PBI. En otras palabras, la reducción del déficit fiscal parecería ser una buena noticia. Sin embargo, no existen motivos para creer que se revierta la tendencia de los últimos años.

La mayoría de los economistas sostiene que una economía puede convivir con déficit fiscal durante varios años, siempre y cuando no haya

un incremento considerable y, en promedio, los déficits fiscales en momentos de escasez sean compensados con los superávit fiscales que se aconsejan en períodos de abundancia.

Este argumento es válido porque los gobiernos, a diferencia de las persona, tienen otras fuentes de financiamiento para variar su nivel de activos netos. Un gobierno, para financiar un déficit fiscal, puede endeudarse, emitir dinero, vender reservas y/o vender activos reales. Descartaremos, para el escenario argentino actual, las últimas dos posibilidades. La primera por la evidente imposibilidad (el nivel de reservas no es el adecuado y continúa en tendencia bajista) y la segundo por una cuestión de credo político. De esta forma, sólo quedan dos alternativas. Sin posibilidad de aumentar los impuestos y con escasa posibilidad de obtener financiamiento externo, el gobierno no tiene otra alternativa que financiarse con la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES) y con el Banco Central de la República Argentina (BCRA). Y así lo hizo en los últimos años. De esta forma, gran parte de la emisión monetaria del BCRA tiene como destino el déficit fiscal. Por supuesto, esta forma de financiar al fisco no es gratuita y tiene su correlato en el incremento sostenido de la inflación. Aunque el gobierno no reconozca la relación entre emisión monetaria e inflación, la realidad indica que los niveles actuales de precios tienen como principal factor causal el exceso de pesos que circula en el mercado.

De esta forma, la sensación que deja el presupuesto 2015 es que el gobierno, nuevamente, optó por realizar una subestimación sistemática de gastos e ingresos con proyecciones macroeconómicas desvirtuadas.

En conclusión, podemos debatir la eficiencia y eficacia de una proyección cuando sus datos no se ajustan con la realidad y sistemáticamente se realizan ajustes de las variables y se dictan decretos con el objetivo de ajustar el presupuesto. En el decreto de necesidad y urgencia (DNU) N° 2129/14, el gobierno nacional dispuso un incremento del gasto por casi $40.000 millones, ajustando el presupuesto del 2014. En tales circunstancias, resulta imposible plantear estrategias de inversión de mediano y largo plazo ya que los ajustes son moneda corriente y el presupuesto no parece ser un plan de acción de la economía sino una formalidad que no reviste esfuerzo y obligatoriedad de cumplimiento.

ESCENARIO FINANCIERO 2015

Un puente colgante hacia el 2016

Teniendo en cuenta lo expuesto anteriormente es evidente que el riesgo va a ser el factor más importante durante el 2015. El 2014 fue un año que, como fue explicado, termina con un escenario mucho peor del que el gobierno había planificado en su presupuesto y eso genera una gran incertidumbre respecto de lo que pueda pasar de cara al futuro. El hecho de ser un año electoral, por lo general, es motivo suficiente para un escenario incierto, pero la Argentina presenta además otras variables que hacen a un año complicado para empresarios e inversores.

UN 2015 CON EL RIESGO COMO PRINCIPAL FIGURA

> *"Nada es tan permanente como un programa temporal del gobierno"*
>
> *Milton Friedman*

Para empezar el año, el verano suele ser un periodo con una gran demanda de dólares, por lo que se puede prever un aumento tanto en el dólar oficial, como en el blue (obviamente eso dependerá de la capacidad del gobierno para controlar dicha moneda). El presupuesto nacional aprobado para 2015 plantea un dólar promedio a $9,45 pero si se analizan ciertas variables, la incertidumbre sobre el valor del dólar podría impulsar el blue hacia una brecha muy amplia con el oficial. Para empezar la fuerte caída del precio de la soja (de 530 dólares a 350 dólares) generaría una caída en las exportaciones de unos 8.000 millones de dólares, lo que se suma a la caída que, en menor medida, sufrieron el precio del trigo y el maíz. Si analizamos la otra cara de la balanza,

el panorama tampoco es muy alentador respecto de la demanda de dólares. A la fuerte demanda de dólares por parte de la economía interna, se suman los 17.000 millones de dólares en concepto de vencimientos de deuda externa. El resultado de esta ecuación planteará entonces una baja en las reservas del BCRA y, por consiguiente, un crecimiento en el valor del dólar.

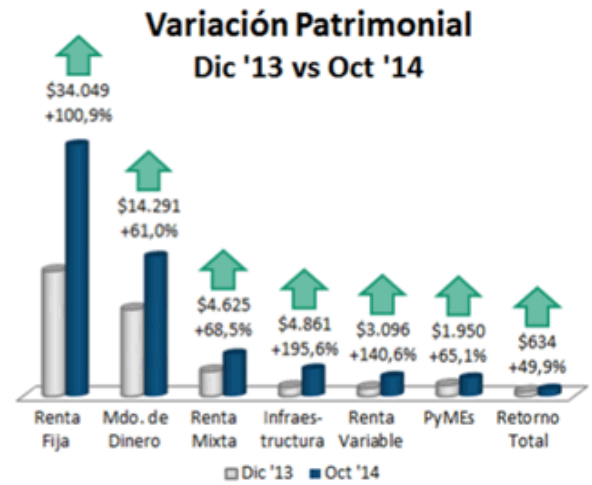
Por otro lado, el nivel de actividad no parece ser una variable que mejore de cara al 2015. El presupuesto nacional plantea un crecimiento del 2.8%, sin embargo como fue planteado en la sección anterior, eso es demasiado optimista. Mientras algunos plantean que no habrá crecimiento ni recesión, los más pesimistas plantean una recesión del 5%. Las razones para creer que la economía entrará en una recesión se basan en el hecho de que el atraso cambiario generaría una pérdida de competitividad que se suma a la falta de confianza del consumidor quien, en momentos de crisis, se enfoca en reducir su gasto, la caída del salario real, y el crecimiento de la desocupación y las suspensiones.

Finalmente, la incertidumbre que genera el conflicto con los holdouts y las variables nombradas anteriormente no ayudan a traer inversiones al país. En un contexto de estanflación, que se podría vivir si se confirman los valores de inflación y recesión, la inversión podría servir como antídoto, sin embargo ese no parece ser el caso para este año de transición.

RECOMENDACIONES PARA 2015

Si el diagnóstico es riesgo, la liquidez es el antídoto

La flexibilidad para adaptar los flujos de fondos al contexto que viene será de vital importancia. Es por eso que mantener el dinero sobrante del saldo de caja en inversiones a corto plazo representará una alternativa para tener ese dinero disponible en caso de necesitarlo para afrontar meses de recesión. Durante el 2014 muchas empresas orientaron sus saldos de caja a inversiones de corto plazo como los fondos comunes de inversión de renta fija, ya que pagan una tasa cercana al 25% y en su mayoría otorgan liquidez en 24hs. De hecho, el crecimiento patrimonial de estos fondos fue del 100% entre Diciembre 2013 y Octubre 2014 a causa del aumento en las suscripciones y el crecimiento del mismo a través de las tasas.



Fuente: Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión

Otra anterior podrían ser los plazos fijos que, debido a la reglamentación del banco central, están obligados a pagar una tasa cercana al 24% para plazos de 30 días. Si bien estas alternativas otorgan tasas negativas por el efecto de la inflación resulta imposible pretender inversiones que ofrezcan tasas superiores al 40% sin correr riesgos.

Inventarios vs Inversiones

Durante el 2014 muchas empresas destinaron sus saldos de caja a comprar inventarios, ya que los mismos garantizan la no pérdida del valor del dinero y representan una inversión relativamente segura siendo que en algún momento van a ser vendidos y se podrá obtener una "ganancia" a través del costo de reposición.

Obviamente que para el 2014 eso fue una alternativa muy buena ya que los niveles de ventas se mantuvieron buenos, sin embargo puede no serla para el 2015. Dicho año aparenta ser uno de estancamiento, o incluso recesión por lo que las ventas pueden verse perjudicadas. Dicha desaceleración, sumada a sus consecuencias como desempleo y pérdida de confianza del consumidor, podrían generar una baja muy importante en las ventas. Eso impactaría negativamente en los costos de mantenimiento de inventarios, y en sobrantes de mercaderías sin mercados donde colocarlos (sobre todo en aquellos casos donde se habla de productos perecederos, tecnológicos o relacionados con las modas).

Es por eso que el 2015 plantea como una alternativa un poco más interesante la inversión en activos de corto plazo y bajo riesgo como los anteriormente mencionados, que en inventarios. Si bien dichos activos no logran alcanzar la inflación, debido a sus tasas "negativas" con respecto a la inflación, definitivamente contribuyen a 2 objetivos muy importantes para poder enfrentar el año:

Lograr mantener la mayor liquidez posible minimizando el riesgo: tener dinero disponible puede representar una ventaja muy importante en años de incertidumbre, sobre todo para afrontar obligaciones en meses que sean más difíciles desde el punto de vista comercial.

Obtener un plus de efectivo a través de las tasas de interés, compensando con dichas ganancias al menos una parte de la reducción en el ingreso de efectivo por la baja en las ventas.

Menos costos fijos, más flexibilidad

Siguiendo con el concepto de flexibilidad, la reducción de los costos fijos es un punto clave para adaptar el negocio al nivel de actividad. Los costos fijos suelen tener 2 efectos negativos para cualquier compañía.

Genera erogaciones constantes de dinero que no acompañan al nivel de actividad, por lo que en momentos donde las ventas son bajas la compañía se ve forzada a refinanciarse o hacer erogaciones excesivamente onerosas para afrontar los costos fijos.

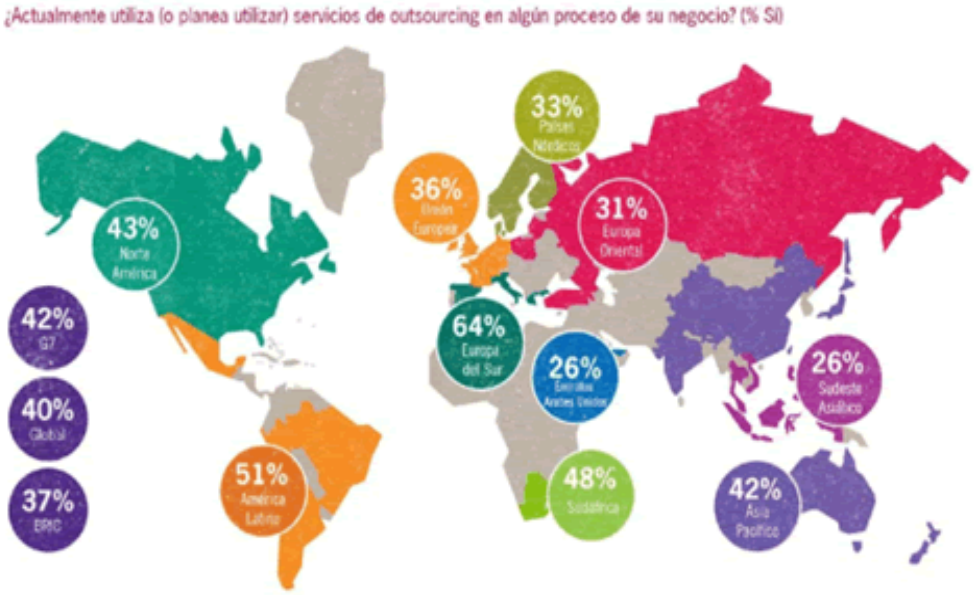
Obliga a la compañía a mantener un nivel de actividad mínimo, aumentando el riesgo a considerar a la hora de realizar inversiones o nuevos desarrollos. Una estructura fija más baja permite una flexibilidad mayor.

Reducir los costos fijos implica adaptar las erogaciones de dinero al nivel de actividad de la compañía. De esa forma, frente a un año recesivo desde el punto de vista del nivel de actividad, mantener un nivel bajo de costos fijos permitirá a la empresa adaptarse a un nivel menor de ventas sin sufrir o recurrir a estrategias cara de financiación.

La opción elegida hace varios años por la mayoría de las grandes empresas es el outsourcing (terciarización). El outsourcing consiste en contratar un servicio con un tercero para realizar una actividad que hoy hace la empresa por sí misma. Este tipo de contratos permite adaptar la estructura de la empresa al nivel de producción y ventas ya que basta con modificar los términos de un contrato de servicio, mientras que hace unos años la reducción de la estructura implicaba incurrir en altos costos

(por ej: indemnizaciones). Actualmente, una investigación del International Business Report de Grant Thorton reveló que el 64% de las empresas en Argentina actualmente realiza prácticas de ourtsourcing o piensa hacerlo en el corto plazo, y esa es una tendencia que se expande a todo Latinoamérica que alcanza el 51%.

Desde ya que comenzar un proceso de outsourcing es muy costoso, pero es un costo a pagar por la flexibilización que dicha práctica brinda, sobre todo en un país como Argentina que suele tener una economía muy cambiante en el mediano plazo.



UN PUENTE HACIA EL 2016…

En la primera escena del Acto III de "Tristán e Isolda", Bragane reclama:

> *"…¡Isolda! ¡Dueña mía!*
> *¡Salud y felicidad!*
> *¿Pero qué es lo que veo? ¡Ah!*
> *¿Vives aún? ¡Isolda!..."*
>
> *Richard Wagner*

Se dice habitualmente que lo más importante a la hora de proyectar inversiones productivas es comenzar con la generación de la ola, para estar en la cresta de la misma antes que el resto. Muchos analistas piensan que el 2016, año post electoral, será un año de crecimiento e inversiones, y para estar listo de cara al 2016, hay que trabajar durante el 2015.

Por eso, más allá de las medidas precautorias que se puedan tomar, el 2015 será un año de oportunidades también, ya que el mismo se plantea como el puente hacia el 2016 que presentará una nueva administración a nivel nacional. Por eso, el 2015 será un año ideal para desarrollar nuevos productos, adquirir compañías afines integrándose horizontal o verticalmente, renovar tecnologías, etc.

Las posibilidades para realizar algunos de esos proyectos están latentes. El Ministerio de Ciencia y Tecnología sigue entregando ANR para innovación, así como los bancos siguen dando créditos para inversión productiva a

tasas que si bien no son bajas (es una tasa subsidiada cercana al 25%), son negativas con respecto a la inflación y ofrecen un interesante periodo de gracia. Por supuesto que obtener estos beneficios es algo trabajoso y toma tiempo, por lo que el comienzo del año 2015 es el momento ideal para hacerlo con el objetivo de llegar listo al 2016.

El 2015 va a ser un año lleno de incertidumbre y riesgo, pero también de oportunidades. La performance del país dependerá de cómo evolucionen ciertas variables y de qué tan capaces sean los empresarios para poder afrontar un año difícil pero sin perder de vista el año 2016, que asoma como un año de oportunidades.

BIBLIOGRAFÍA

Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional. (1992). *Ley 24.156. Art. 4.* Disponible en web: http://infoleg.mecon.gov.ar/infolegInternet/anexos/0-4999/554/norma.htm

Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión. (2014). *Informe Mensual sobre la Industria de Fondos Comunes de Inversión*. Disponible en web: http://www.fondosargentina.org.ar/Publica/Estadistica/ResumenMensual/ResumenMensual_201410.PDF

Congreso Nacional Cámara de Senadores. (2014). *Dictamen de Comisión Bicameral Permanente: Valido decreto N°2129*. Disponible en web: http://www.senado.gov.ar

Ratto, D. (2012). Milton Friedman Frases. *Finanzas y Economía. Financialred*. Disponible en web: http://www.finanzzas.com/milton-friedman-frases

Ratto, D. (2014). *Proyección mundial del PBI 2014-2015. Finanzas y Economía. Financialred*. Disponible en web: http://www.finanzzas.com.

Grant Thornton Argentina (2014). *Comunicado de Prensa.* Disponible en web: http://www.gtar.com.ar/ibr/comunicados2014/IBR2014_Outsourcing_ARG_FINAL.pdf

INDEC. (2014). *Informe del PBI y de la Inflación 2014.* Disponible en web: http://www.indec.mecon.ar

Millington, B. (1992). *The Wagner Compendium: A Guide to Wagner's Life and Music*. Londres: Thames and Hudson.

Ministerio de Ciencia y Tecnología. *Aporte no reembolsable (ANR).* Disponible en web: http://www.mincyt.gob.ar/financiamiento

Ministerio de Economía de la Nación. (2014). *Presupuesto General de la Administración Nacional. Ejercicio Fiscal 2015. Presupuesto plurianual 2015-2017.* Lineamientos de política presupuestaria e instrucciones generales.