

UNA COMPARACIÓN DE LA RESPUESTA DEL SECTOR EXTERIOR EN LAS DOS ÚLTIMAS RECESIONES

Este artículo ha sido elaborado por Ana Gómez Loscos y César Martín Machuca, de la Dirección General del Servicio de Estudios¹.

Introducción

El sector exterior constituyó una palanca de primer orden de la recuperación en el episodio de crisis al que se enfrentó la economía española en la primera mitad de la década de los noventa, y en estos momentos está suponiendo, igualmente, un soporte primordial en el afianzamiento de una senda de crecimiento sólida, una vez que se ha empezado a superar el episodio de doble recesión que se inició en el segundo trimestre de 2008. Los mecanismos que han inducido el ajuste del sector exterior en ambas fases contractivas han sido, sin embargo, muy diferentes, como resultado lógico de la introducción de la moneda única en 1999, aunque también, en alguna medida, como consecuencia de las características específicas de cada una de estas crisis. Mientras que las mejoras de competitividad propiciadas por las devaluaciones del tipo de cambio resultaron ser transitorias, las que se derivan del ajuste interno de costes y precios relativos tienen, en principio, un carácter más persistente. Desde esta perspectiva, resulta de interés valorar el alcance del ajuste del sector exterior y de las ganancias de competitividad generadas en los últimos años en comparación con lo ocurrido a principios de los noventa.

El artículo se organiza del siguiente modo. En primer lugar, se describen los principales rasgos de cada una de estas fases recesivas, prestando particular atención al comportamiento del sector exterior. A continuación se analiza la evolución de los flujos comerciales reales con el resto del mundo y de sus principales determinantes. En la tercera sección se realiza una valoración del impacto de algunos de los cambios estructurales en el patrón del comercio exterior acaecidos en cada una de las etapas contractivas. La sección final del artículo recoge las principales conclusiones.

La evolución macroeconómica en las dos últimas crisis: aspectos básicos

La última crisis económica ha sido la más severa de la historia reciente de la economía española, al encadenar dos recesiones sucesivas (véanse gráficos 1 y 2)². En los cinco años que siguieron al segundo trimestre de 2008, el PIB cayó 7,7 puntos porcentuales (pp) en términos acumulados, lo que representa un retroceso más duradero e intenso que el que se registró a lo largo de la crisis de los noventa. Esta última se inició en el segundo trimestre de 1992, se extendió hasta el período abril-junio de 1993 y generó un descenso del PIB de 1,9 pp en términos acumulados.

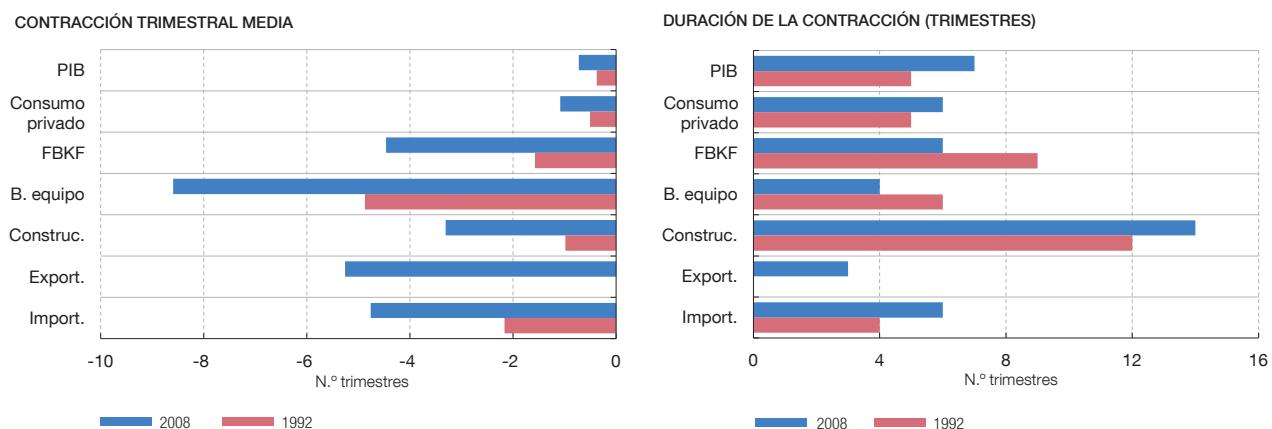
En ambos casos, el ajuste de la actividad se concentró en la demanda nacional, si bien su intensidad fue sustancialmente superior en el episodio iniciado en 2008, durante el cual este componente de la demanda agregada retrocedió en términos acumulados 17,8 pp (frente a 5,4 pp en la crisis iniciada en 1992). Esta contracción fue particularmente intensa en el caso de la formación bruta de capital fijo, arrastrada por el desplome de la inversión en construcción, aunque otros componentes, como el consumo de los hogares, experimentaron asimismo un acusado retroceso. No obstante, en el ciclo contractivo anterior el ajuste de la inversión en bienes de equipo fue más pronunciado.

1 Agradecemos la colaboración técnica de Coral García y de Isabel Sánchez.

2 Para un análisis más detallado de las diversas fases de la crisis, véase Ortega y Peñalosa (2013). Una cronología histórica de los puntos de giro del ciclo económico puede verse en Berge y Jordà (2013).

INTENSIDAD Y DURACIÓN DE LA CRISIS (a)

GRÁFICO 1



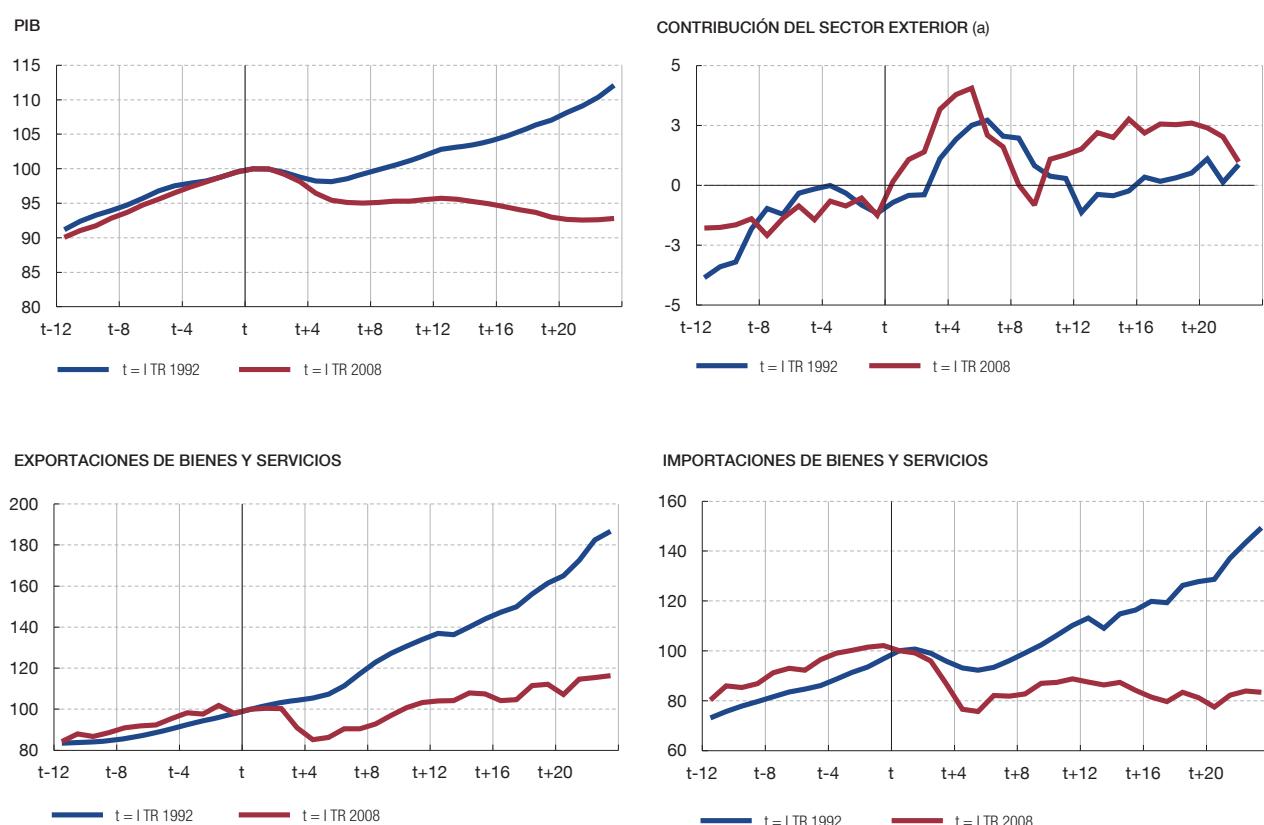
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Número de trimestres desde el inicio de cada recesión (II TR 1992 y II TR 2008) hasta alcanzar la primera tasa intertrimestral positiva en cada variable.

EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES MACROMAGNITUDES EN LOS ÚLTIMOS CICLOS EN ESPAÑA

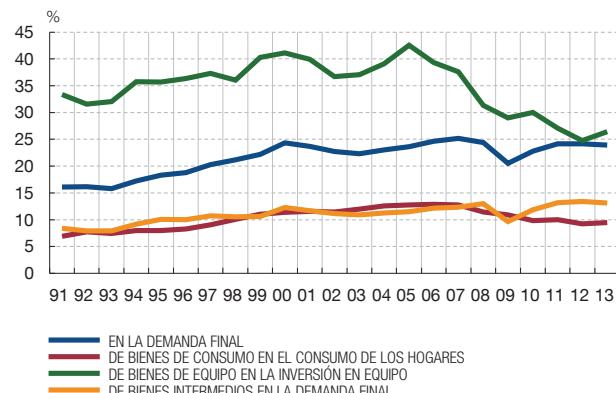
Índice = 100 en el trimestre anterior al inicio de la recesión

GRÁFICO 2



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a La contribución del sector exterior está expresada en puntos porcentuales.

PENETRACIÓN DE IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS,
EN TÉRMINOS NOMINALES

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Competitividad, y Banco de España.

El sector exterior amortiguó sustancialmente el impacto negativo de la caída de la demanda nacional sobre la actividad en ambos episodios, si bien este efecto cobró mayor fuerza en la última recesión, en la que la contribución de la demanda externa al crecimiento interanual del PIB fue apreciablemente más elevada³ (2 pp en promedio anual, frente a 0,7 pp en la recesión de 1992). Cuando se comparan ambos episodios en su conjunto, esta brecha resultó principalmente del mayor retroceso de las importaciones durante el último ciclo contractivo (-3,6 pp en promedio anual, frente a 0,1 pp en 1992), aunque a lo largo de este período el papel relativo que desempeñaron exportaciones e importaciones en la configuración de la demanda exterior neta se fue modificando.

En efecto, los intercambios comerciales con el resto del mundo presentaron una trayectoria heterogénea durante estos últimos cinco años. Las exportaciones acusaron la abrupta contracción del comercio mundial entre finales de 2008 y principios de 2009, pero mostraron un elevado dinamismo a partir de entonces, de manera que entre el segundo trimestre de 2008 y el mismo período de 2013 acumularon un incremento en términos reales de 14,2 pp (frente a 3,9 pp en la recesión iniciada en 1992). Por su parte, las importaciones se ajustaron notablemente en los dos episodios contractivos, lastreadas por la debilidad de la demanda nacional, tendencia que se interrumpió transitoriamente durante la etapa de frágil estabilización de la actividad que tuvo lugar entre 2010 y el primer trimestre de 2011. En conjunto, las importaciones cayeron 17,1 pp durante este período de cinco años (frente a 8,9 pp en la recesión anterior).

En ambos casos se observó un descenso del grado de penetración de las importaciones en términos reales, de mayor duración e intensidad en el período más reciente (situándose en 2013 en el 22,8 % del PIB, 1,5 pp por debajo de su valor en 2008) (véase gráfico 3)⁴. En términos nominales, la disminución del grado de penetración de las importaciones fue inferior, debido al menor crecimiento de los precios de los productos nacionales frente a los importados, así como a una evolución alcista de los precios del petróleo (que, valorados en euros, aumentaron un 23,4 % entre 2008 y 2013). La magnitud del retroceso en la penetración de las importaciones fue desigual entre los distintos componentes de la demanda final, siendo superior en el caso de los bienes de equipo.

3 Dada la elevada volatilidad de las series del sector exterior, las siguientes cifras se comentan en términos interanuales.

4 El retroceso acumulado en esta etapa es de una magnitud similar cuando se excluyen los productos energéticos.

Los flujos comerciales con el exterior: el papel de la demanda y la competitividad-precio

A continuación se analizan los principales determinantes de las exportaciones e importaciones de bienes, que constituyen la parte más relevante de los intercambios con el resto del mundo (alrededor del 70 % y del 80 % del total, respectivamente)⁵, prestando especial atención a su comportamiento durante la última crisis, período para el que se dispone de información más detallada.

El marco analítico utilizado tradicionalmente en las estimaciones de los flujos de comercio exterior considera como variables determinantes de primer orden la renta de los consumidores —extranjeros en las exportaciones y nacionales en las importaciones— y sus precios relativos frente a los bienes sustitutivos con los que compiten —los del resto del mundo en las exportaciones y los relativos a la producción interna en el caso de las importaciones—. Concretamente, en el Modelo Satélite del Sector Exterior (MSE) del Servicio de Estudios del Banco de España [véase García *et al.* (2009)] las variables explicativas de las exportaciones de bienes son la demanda externa, aproximada a partir del volumen de las importaciones de bienes y servicios de nuestros compradores, y la competitividad-precio de los productos de exportación españoles, definida como la ratio entre sus precios y los de los competidores a escala mundial, teniendo en cuenta el tipo de cambio. Por lo que se refiere a las importaciones de bienes, los determinantes considerados en el MSE son la demanda final de la economía española y los precios relativos de las importaciones.

Comenzando por las variables de demanda, se pueden distinguir dos etapas claramente diferenciadas en cuanto a la contribución de los mercados de exportación a las ventas de bienes al exterior, de acuerdo con las estimaciones del MSE (véase gráfico 4). En la primera, que comprende los primeros trimestres de la crisis económica y financiera internacional (durante 2008 y 2009), esta contribución fue negativa, como resultado de la fuerte moderación del comercio mundial a raíz de las graves turbulencias financieras que se materializaron en la última parte de 2008⁶. Posteriormente, la aportación de la demanda externa fue positiva, si bien se moderó en 2012, tras el inicio de la segunda recesión en la UEM. La profundidad y el carácter global de la crisis más reciente y el hecho de que esta afectó con especial intensidad al conjunto de las economías avanzadas, en particular a la UEM —que continúa siendo el principal mercado al que se dirigen las exportaciones españolas—, explican, en buena medida, que la contribución de la demanda procedente del resto del mundo haya sido menos pronunciada que en la crisis de los noventa (véase gráfico 5).

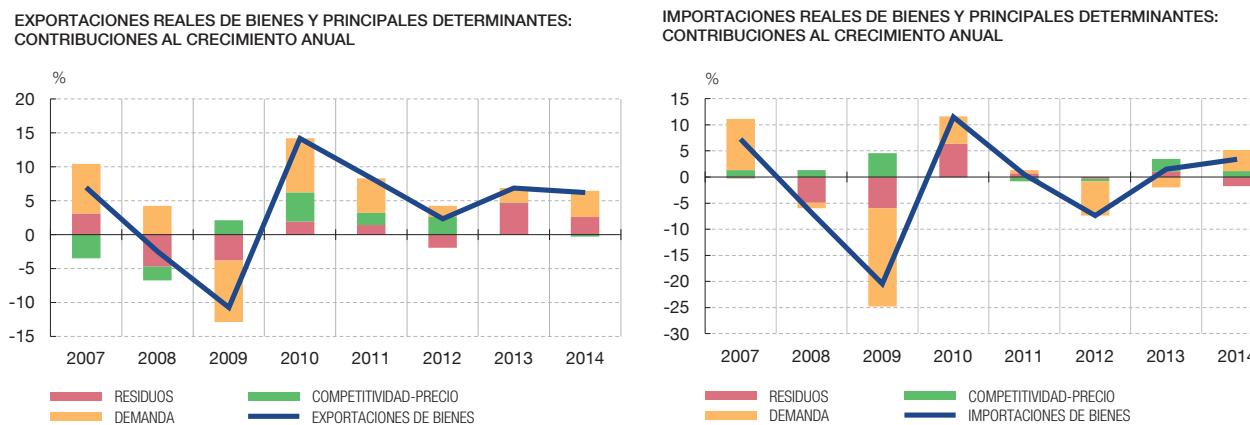
El retroceso acumulado por las importaciones durante el período 2008-2013 se debe, básicamente, a la fuerte contracción de la demanda final, que afectó, en particular, a los componentes con un contenido importador más elevado (como es el caso de la formación

5 El crecimiento de las transacciones con el exterior de servicios no turísticos se encuadra en un proceso de internacionalización de las empresas españolas a través de la inversión exterior directa (IED) y de cambio estructural que ha ampliado a escala mundial el carácter comercializable de estas actividades. Durante los últimos años también se ha asistido a una expansión de las exportaciones de servicios de ramas cuya demanda nacional se ha ajustado fuertemente, como ocurre con la construcción. En cuanto a los servicios turísticos, su trayectoria de recuperación actual se apoya, fundamentalmente, en la mejoría de los mercados emisores tradicionales (Reino Unido, Alemania y Francia) y, parcialmente, en una reorientación de los flujos de turistas hacia España motivada por la inestabilidad geopolítica en los países árabes. Para un análisis más detallado de los condicionantes del turismo y de los servicios no turísticos, véanse Gómez Loscos y González (2014) y Macías y Martín Machuca (2010), respectivamente.

6 La demanda mundial de importaciones retrocedió con bastante más intensidad que la renta, debido, principalmente, a que la crisis internacional repercutió con mayor severidad en los componentes de la demanda más comercializables (bienes de capital y de consumo duradero) y al efecto multiplicador sobre la demanda de importaciones que supone la fragmentación internacional de las cadenas de valor experimentada durante las últimas décadas, que eleva el contenido importador por unidad de producto.

ECUACIONES DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES

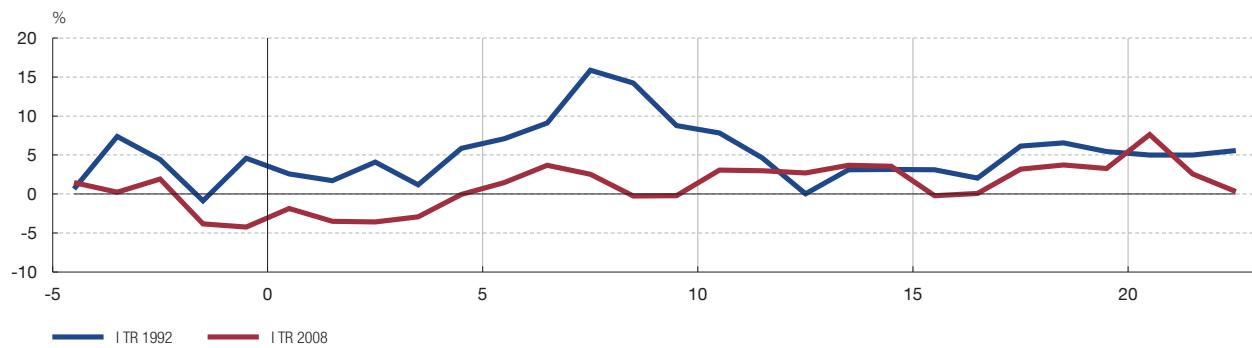
GRÁFICO 4



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE EXPORTACIÓN (a) (b)

GRÁFICO 5



FUENTE: Elaboración propia, a partir de los datos del Instituto Nacional de Estadística y del Banco de España.

- a) Cociente entre las tasas de crecimiento de las exportaciones y los mercados de exportación de España.
b) El cero indica el trimestre anterior a la recesión (I TR 1992 y I TR 2008)

bruta de capital fijo) y al consumo privado de bienes duraderos. Estos descensos se amortiguaron por el dinamismo de las exportaciones, que tienen igualmente un alto contenido importador, relacionado, en parte, con el proceso de globalización de la producción y la consiguiente fragmentación de las cadenas de valor. A efectos ilustrativos, se pueden identificar tres fases en el ritmo de ajuste de las compras al exterior, como reflejo del comportamiento diferenciado de la demanda final durante este período de referencia. En la primera, que abarcaría el período 2008-2009, la caída de la demanda nacional fue muy pronunciada y generalizada entre todos sus componentes, lo que provocó un fuerte ajuste de las importaciones, según recogen las ecuaciones del modelo. La subsiguiente fase de estabilización de la actividad (entre 2010 y 2011) permitió una recuperación parcial de las importaciones, que, sin embargo, volvieron a retroceder en 2012, lastreadas por una segunda recesión. En la crisis de los noventa, la disminución de la demanda nacional fue menos severa, lo que se tradujo en una contracción de las importaciones de un orden de magnitud significativamente inferior.

Las estimaciones del MSE identifican, asimismo, una aportación positiva de la competitividad-precio al crecimiento de las ventas al exterior a lo largo de la última crisis, más elevada en el caso de las exportaciones a los países extracomunitarios. Hay que subrayar

EVOLUCIÓN DE LA COMPETITIVIDAD-PRECIO
Índice = 100 en I TR 1992 y en I TR 2008

GRÁFICO 6

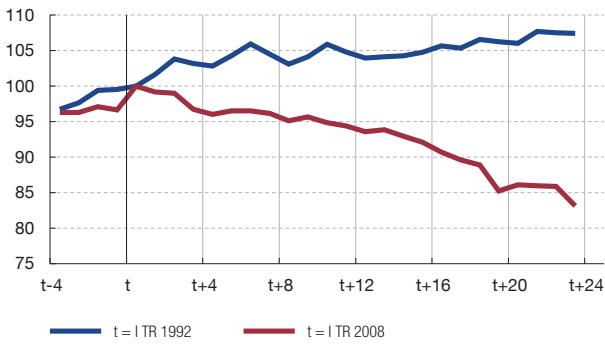
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



REMUNERACIÓN POR ASALARIADO



COSTES LABORALES UNITARIOS RELATIVOS



DEFLACTOR DEL PIB



TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



IPC



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

que el ajuste en términos de tipo de cambio efectivo real al cabo de cinco años habría sido muy similar al que se produjo tras la crisis del 1992, a pesar de que entonces el ajuste se hizo a través de la devaluación del tipo de cambio. No obstante, para alcanzar este resultado los factores que han activado el ajuste de la competitividad y los canales por los que ha transcurrido han diferido sustancialmente (véase gráfico 6).

En la crisis de los noventa, la depreciación del tipo de cambio efectivo real se produjo como consecuencia de la instrumentación de cuatro devaluaciones consecutivas del tipo de cambio de la peseta entre 1992 y 1995, que situaron su cotización en este último año en un nivel un 30 % inferior al que tenía al inicio de la crisis del Sistema Monetario Europeo (SME).

Esta actuación generó rápidas e intensas ganancias de competitividad-precio, que resultarían, sin embargo, de carácter transitorio. En cambio, la depreciación del tipo de cambio efectivo real en el transcurso de la última crisis ha sido el resultado de un proceso interno de mejora de la competitividad a través del ajuste gradual de costes y precios relativos. Desde 2008, el descenso de los costes laborales unitarios (CLU) frente a los países desarrollados ha sido de 15 pp, revirtiendo la práctica totalidad de la pérdida de competitividad acumulada desde la incorporación al euro (el 95 % del máximo de dicho deterioro, y el 80 % si se consideran solo los CLU de las manufacturas). No obstante, el ajuste de los precios relativos ha sido menos acusado. En términos del IPC, solo se ha corregido parcialmente el elevado diferencial acumulado frente a la UEM en el período 1999-2007⁷. La traslación incompleta del descenso de los costes a los precios podría limitar la expansión de las exportaciones, si bien el elevado grado de competencia que, en general, existe en los mercados internacionales en los que compiten los exportadores españoles permite que ajustes relativamente moderados de los precios relativos puedan generar ganancias notables en la cuota del mercado correspondiente.

En la vertiente de las importaciones, la incidencia de la competitividad-precio apenas fue significativa, salvo en 2009 y 2013, años en los que se produjeron fuertes caídas en los precios de importación, lo que limitó el retroceso de las compras al exterior.

La comparación a lo largo de las dimensiones anteriores con la recesión de 1992-1993 subraya el carácter gradual del proceso de recuperación de la competitividad en el que todavía se halla inmersa la economía, basado en el ajuste de costes y precios relativos, frente al que dieron lugar las sucesivas depreciaciones del tipo de cambio adoptadas en la primera mitad de los noventa. Sin embargo, las mejoras de competitividad que produjeron las devaluaciones del tipo de cambio de la peseta en la década de los noventa fueron experimentando un progresivo agotamiento conforme los costes y precios acumulaban un crecimiento diferencial positivo frente a las principales economías de nuestro entorno⁸. En cambio, las mejoras de competitividad conseguidas a través de un ajuste interno de costes y precios relativos tienen, en principio, un carácter más persistente, especialmente cuando aquellas son el reflejo de reformas que aumentan de manera permanente la eficiencia de los mercados de factores y de productos. El impacto positivo de este mecanismo de generación de ganancias de competitividad puede verse reforzado en la medida en que se materialice la reasignación de recursos hacia las actividades exportables, lo que permitiría, eventualmente, una reducción de la dependencia importadora. Este proceso de reasignación, aún incipiente, se está viendo favorecido en el período más reciente por el patrón del ajuste interno de costes y precios relativos que está teniendo lugar —más intenso en el sector no comercializable que en el comercializable—, así como por la ampliación de los márgenes de las empresas exportadoras, al elevar su rentabilidad relativa y proporcionar una vía de financiación para que estas empresas acometan proyectos de inversión [véanse Comisión Europea (2013) y Montero y Urtasun (2014)]. Otro canal que apoyaría la reorientación de la actividad hacia el sector comercializable es la inversión directa procedente del exterior, cuyas perspectivas son favorables gracias al aumento de su grado de competitividad a escala internacional.

Finalmente, conviene señalar que las estimaciones del MSE muestran que la recuperación de las exportaciones tras el colapso del comercio internacional a finales de 2008 ha sido

⁷ Este proceso de corrección se ha visto limitado en cierta medida por el encarecimiento de los precios de la energía y por el aumento de los impuestos indirectos y de los precios administrados, que ha sido un componente de la estrategia de consolidación fiscal en España.

⁸ De hecho, la respuesta de la inflación en la recesión iniciada en 1992 ocurrió con más retardo y menor intensidad que en el último ciclo contractivo, de tal modo que se mantuvo en tasas apreciablemente superiores.

más intensa de lo que se derivaría del comportamiento de los mercados de exportación y de la competitividad-precio, lo que apunta a la relevancia de otros factores relacionados con cambios de carácter estructural que se analizan la siguiente sección.

Cambios en los patrones geográfico y sectorial del comercio exterior

Durante los últimos años se han producido diversas transformaciones que han elevado la capacidad de crecimiento potencial de las exportaciones, entre las que sobresalen la creciente internacionalización del tejido productivo, reflejado en la ampliación del número de empresas que exportan (base exportadora)⁹ —con un aumento del 7 % de las que exportan de forma regular en 2013— y el incremento del grado de su diversificación geográfica.

Las exportaciones de bienes se han reorientado, en gran medida, hacia los mercados extracomunitarios, y en particular hacia áreas emergentes, cuya demanda de importaciones mostró durante la última fase recesiva mayor pujanza que la de las economías avanzadas, en especial de la UEM (véase gráfico 7). Este aumento en la diversificación resulta beneficioso para las perspectivas de las exportaciones, a tenor del crecimiento potencial más elevado de las economías emergentes. El peso relativo en términos nominales de la UEM en las ventas de bienes al exterior ha disminuido alrededor de 8 pp desde el comienzo de esta última crisis, hasta situarse por debajo del 50 %, a favor, básicamente, de las economías emergentes, cuya participación en las exportaciones asciende, aproximadamente, al 30 % del total. En particular, se han incrementado las exportaciones al Magreb, Latinoamérica y China. A principios de los noventa, también tuvo lugar una expansión de las exportaciones hacia los mercados extracomunitarios, pero, en términos generales, menos pronunciada. En concreto, el peso de las ventas destinadas a los países que posteriormente integraron la UEM descendió entonces cerca de 4 pp. La reorientación de las exportaciones hacia los mercados emergentes, junto con la fragmentación de las cadenas de valor globales, ha contribuido a elevar durante los últimos años el peso relativo de las ventas al exterior de bienes intermedios, tanto energéticos como no energéticos, en particular de productos químicos (en cerca de 3 pp).

En paralelo, se han producido cambios en la composición de las importaciones, al incrementarse el peso relativo de las compras al exterior de bienes intermedios industriales, en particular de los correspondientes a la industria química, vehículos y equipo de transporte, y equipo eléctrico y de precisión. Por el contrario, ha descendido la importancia relativa de las exportaciones de productos de capital y, sobre todo, de consumo duradero, que se han visto lastradas por la caída a escala internacional de la demanda de estos tipos de bienes. Por lo que se refiere a las perspectivas a medio plazo de las compras al exterior, todavía resulta prematuro estimar en qué medida su ajuste responde a factores cíclicos o de carácter más permanente. De hecho, las estimaciones con datos agregados no identifican todavía cambios significativos en las elasticidades de las importaciones a la demanda final¹⁰, que, por tanto, continúan mostrando una elevada sensibilidad a la posición cíclica de la economía. No obstante, en puntos de inflexión del ciclo o de fuerte ajuste de la demanda interna, resulta adecuado hacer una aproximación desagregada para analizar la relación entre las importaciones y la demanda final¹¹.

9 De acuerdo con los datos del ICEX, desde 2007 el número de empresas exportadoras ha aumentado un 40 %, y el de exportadores estables (definidos como los que han exportado los cuatro últimos años), un 5 %.

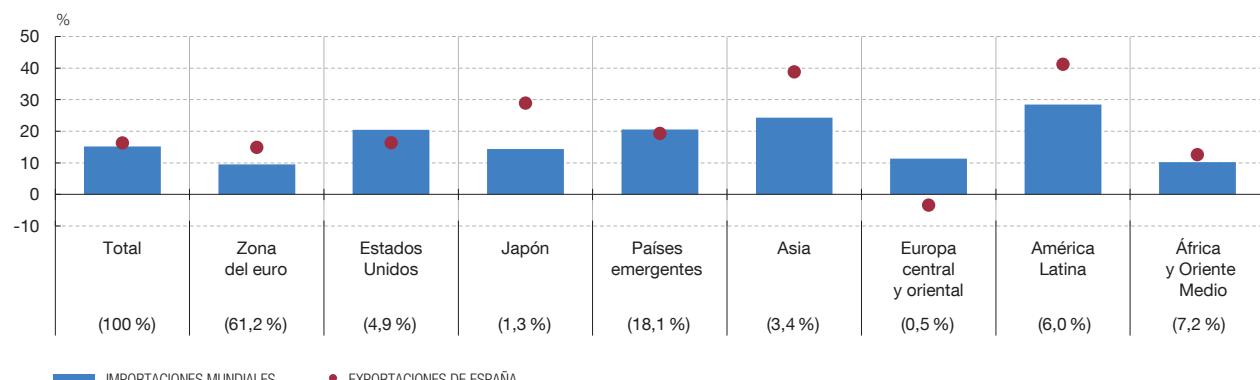
10 Las elasticidades de las importaciones del Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE) para el período 1995-2012 muestran una elevada sensibilidad a la posición cíclica de la economía española, con una elasticidad-renta que continúa siendo muy elevada tanto en el largo plazo como, sobre todo, en el corto [véase Hurtado *et al.* (2014)]. En cambio, se ha reducido la elasticidad-precio en el largo y, ligeramente, en el corto plazo, lo que podría explicarse por la fragmentación internacional de los procesos productivos y por la elevada dependencia de bienes y servicios de alto valor añadido y de tecnología importada, como principal vía de incorporación de los últimos avances técnicos, y de *inputs* intermedios energéticos.

11 Véase Banco de España (2014) para un análisis de los determinantes de la evolución reciente de las importaciones por tipos de bienes.

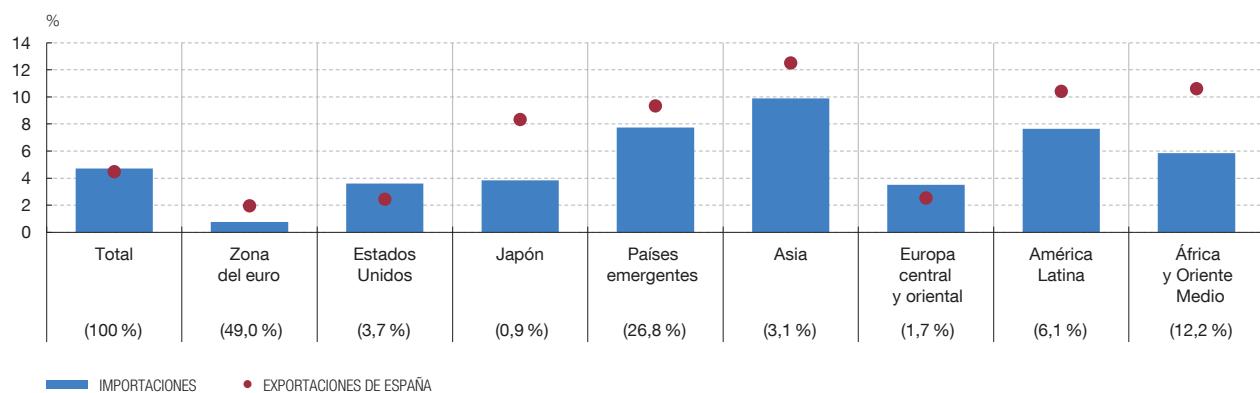
DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES
Crecimiento medio anual, en términos nominales

GRÁFICO 7

PERÍODO 1991-1994 (a)



PERÍODO 2008-2013 (b)



FUENTES: Ministerio de Economía y Competitividad y Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB).

- a Ponderaciones en 1994, entre paréntesis.
b Ponderaciones en 2013, entre paréntesis.

Consideraciones finales

El sector exterior está desempeñando un papel clave en la incipiente recuperación de la economía española. La magnitud del ajuste de los flujos comerciales con el exterior ha propiciado una notable corrección del desequilibrio externo en los últimos años, hasta el punto de que en 2013 se registró un superávit por cuenta corriente por primera vez desde 1986. En la recesión que se inició en 1992, el sector exterior también fue el principal motor de la recuperación, si bien su respuesta en cada una de estas crisis estuvo condicionada por factores claramente diferenciados. La intensidad de la fase contractiva que se inició en 2008 reflejó el carácter global de esta última crisis, que fue particularmente intensa y duradera en el seno de la UEM, nuestro principal mercado de exportación. A su vez, la incorporación a la moneda única supuso la imposibilidad de recurrir a las devaluaciones nominales que sustentaron las rápidas, pero transitorias, ganancias de competitividad generadas a principios de los noventa.

Los factores anteriores han condicionado en gran medida el proceso, actualmente en marcha, de recuperación de la competitividad perdida durante el anterior ciclo expansivo, y han propiciado una mayor aportación de la demanda externa en la crisis reciente que la registrada en la última década del siglo pasado, sobre todo por una caída más pronunciada

de las importaciones. La recuperación de la competitividad externa a través del ajuste de los costes y precios relativos ha operado en el contexto de la crisis actual de manera más paulatina, pero, previsiblemente, más duradera que la resultante de las devaluaciones nominales acometidas en los años noventa, según sugiere la evidencia histórica descrita en este artículo. No obstante, la magnitud de los desequilibrios pendientes, como el elevado endeudamiento exterior, pone en evidencia la necesidad de perseverar en el ajuste de la competitividad a la vista de los retos a los que todavía se enfrenta la economía española para afianzar su recuperación.

14.5.2014.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2014). «Informe trimestral de la economía española», recuadro 5 («La evolución reciente de las importaciones y sus determinantes»), *Boletín Económico*, abril, pp. 39-41.
- BERGE, T. J., y Ó. JORDÀ (2013). «A chronology of turning points in economic activity: Spain, 1850–2011», *SERIES*, marzo, vol. 4, n.º 1, pp. 1-34.
- COMISIÓN EUROPEA (2013). *Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 12, n.º 3.
- GARCÍA, C., E. GORDO, J. MARTÍNEZ-MARTÍN Y P. TELLO (2009). *Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 0905, Banco de España.
- GÓMEZ LOSCOS, A., y M. J. GONZÁLEZ (2014). «La evolución reciente del turismo no residente en España», *Boletín Económico*, abril, pp. 67-74, Banco de España.
- HURTADO, S., P. MANZANO, E. ORTEGA y A. URTASUN (2014). *Update and re-estimation of the Quarterly Model of the Banco de España*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.
- MACÍAS, A. P., y C. MARTÍN MACHUCA (2010). «El comercio exterior de servicios no turísticos en España», *Boletín Económico*, abril, pp. 105-113, Banco de España.
- MONTERO, J. M., y A. URTASUN (2014). *Price-cost mark-ups in the Spanish economy: a microeconomic perspective*, Documentos de Trabajo, n.º 1407, Banco de España.
- ORTEGA, E., y J. PEÑALOSA (2013). *Algunas reflexiones sobre la economía española tras cinco años de crisis*, Documentos Ocasionales, n.º 1304, Banco de España.