

RENTABILIDAD DEL CAPITAL EN EL CENTRO Y LA PERIFERIA DE LA
EUROZONA. UN ANÁLISIS COMPARATIVO

*CAPITAL PROFITABILITY IN THE CENTER AND THE PERIPHERY OF THE
EUROZONE. A COMPARATIVE ANALYSIS*

Juan Pablo Mateo Tomé

Universidad Complutense de Madrid
e Instituto Universitario Euro-Mediterranean University Institute (EMUI)
jpmateo@ucm.es

Fahd Boundi Chraki

Universidad Nacional Autónoma de México, UNAM
fboundi@ucm.es

Recibido: agosto 2020; aceptado: febrero 2021

RESUMEN

Esta investigación aborda una temática apenas estudiada en la literatura sobre la eurozona: un estudio comparativo de la rentabilidad del capital en una muestra representativa de las economías más avanzadas y de la periferia. A partir de un enfoque de economía política, se muestran cálculos de la tasa de beneficio y el volumen de excedente, así como de la productividad (laboral) de excedente, el empleo y el proceso de acumulación de capital. El estudio revela una asimetría entre el centro y la periferia en cuanto a la rentabilidad, junto a un problema subyacente de rentabilidad. Además, se constata un profundo cambio a partir de la Gran Recesión, aunque por el momento no se materializa en ninguna tendencia hacia la convergencia productiva entre el centro y la periferia.

Palabras clave: tasa de beneficio, excedente, eurozona, centro-periferia.

ABSTRACT

This research addresses a topic barely studied in the literature of the Eurozone, namely a comparative study of the profitability of capital in a representative sample of the most advanced economies and the periphery. Based on a political economy approach, calculations of the profit rate and the volume of surplus are shown, as well as the (labor) productivity of surplus, employment, and the process of capital accumulation. The study reveals an asymmetry between the center and the periphery in terms of profitability, and a related underlying problem. Moreover, it identifies a profound change since the Great Recession, though so far this does not materialize in any trends towards a productive convergence between core and peripheral economies.

Keywords: Profit rate, surplus, Euro area, center-periphery.

JEL classification / Clasificación JEL: E11, E22, E32, O52.

1. INTRODUCCIÓN

En este artículo se lleva a cabo un estudio de diferentes dimensiones de la rentabilidad del capital en varias economías de la eurozona, que serán clasificadas en un centro y una periferia. Se ha considerado que los países del centro son Austria (Aut), Bélgica (Bel), Alemania (Ale), Finlandia (Fin), Luxemburgo (Lux) y Holanda (Hol), mientras que la periferia estaría conformada por Portugal (Por), España (Esp), Italia (Ita), Grecia (Gre) e Irlanda (Irl).

Esta decisión, no exenta de controversias y subjetividad, exige una serie de aclaraciones: i) Francia es una economía que, en función del criterio, podría formar parte del centro o la (semi)periferia, por lo que se ha decidido incluirla en las ilustraciones con datos nacionales, no agregados. ii) Los casos de Italia e Irlanda también poseen ciertas particularidades, a pesar de las cuales el comportamiento de los diferentes indicadores de rentabilidad justifica su inclusión en esta área, aunque en ocasiones se ha excluido a Irlanda de la periferia con un propósito comparativo.

La perspectiva teórica enlaza con la tradición de la economía política. Siguiendo a Shaikh (2016), se otorga una relevancia central a la rentabilidad del capital, que se aborda como un proceso productivo de generación de excedente que regula la oferta y la demanda, y por extensión incide sobre la inversión y el producto. Siendo la producción un proceso social destinado a la maximización de la ganancia, la rentabilidad del capital se erige en un concepto central del análisis económico para explicar los ciclos de crecimiento y crisis.

En coherencia con este enfoque histórico estructural, el análisis plantea la dicotomía centro y periferia,¹ pero aplicada a un marco geográfico desarrollado, la eurozona, lo cual entronca con diversos análisis que destacan diversos elementos estructurales que conforman esta dualidad (véanse Gambarotto y Solari 2015, Cafruny y Ryner 2016, Celi *et al* 2016, Pascariu y Pedrosa 2017, Del Río 2018, Parker y Tsarouhas 2018, Weissenbacher 2020). En este sentido, el análisis justifica su pertinencia por cuanto un estudio comparado de la rentabilidad puede contribuir al análisis de la heterogeneidad estructural, los

¹ Aunque esta terminología tradicionalmente se aplica a la economía mundial a partir de las propuestas de Prebisch (1949), en sus orígenes -a principios del siglo XX- también se hacía referencia a la dualidad campo ciudad (Del Río 2018). No obstante, desde 1970s se ha desarrollado incluso una rama europea de la escuela de la dependencia, si bien posiblemente más próxima al estructuralismo de la CEPAL (véase Weissenbacher 2018).

niveles de desarrollo productivo y la evolución macroeconómica en el tiempo de estos países de la eurozona.

El lapso a *enfatar* será el posterior a 2000, para así captar la dinámica de las diferentes economías bajo la moneda común, y finalizando en 2017. No obstante, se muestran series desde 1996 en función de la disponibilidad de datos, ya que la información del stock de capital suele comenzar en 1995. Este periodo está signado por una fase de crecimiento posterior a la crisis de 1992-93, que entre 1996 y 2000 superó ligeramente el 3% anual en la eurozona. En 2008 el producto interno bruto (PIB) crece apenas un 0,41%. En 2009 se convierte en una caída del -4,5%, y todavía en 2012-13 el PIB desciende. Por tanto, cabe considerar que la etapa recesiva se prolonga desde 2007 a 2013, lapso en el que el PIB cae en promedio un -0,26% anual, por lo que la periodización establecida en este artículo será en general 2000-07, la crisis de 2007-13 y la recuperación de 2013-17. Entre 2000 y 2017, el crecimiento promedio del PIB de la Eurozona-19 ha sido del 1,19% anual, inferior todavía a la UE-28, que en cualquier caso apenas logró el 1,43% (OCDE 2020). Como resultado de esta falta de dinamismo, la participación de la eurozona en el PIB mundial ha caído sustancialmente: representaba la cuarta parte del PIB mundial a tipo de cambio de mercado a mitad de 1990s, todavía entre 2003 y 2008 suponía el 22-23%, pero a partir de 2010 no llega a la quinta parte, y desde 2015, apenas el 15-16% (FMI 2020). Por tanto, ¿cabe considerar que exista un problema subyacente de rentabilidad? Esta investigación muestra la caída de la tasa de beneficio en las economías periféricas, pero también la debilidad del volumen de excedente en el centro y la periferia, lo que permite entender los magros resultados en cuanto al crecimiento económico de la eurozona.

El artículo se estructura de la siguiente forma. En primer lugar, se exponen los aspectos teóricos y metodológicos del concepto de rentabilidad (aunque se incluye un anexo al final), y se mencionan los estudios sobre esta temática. Posteriormente, se exponen los resultados de investigación: la tasa de beneficio y el volumen de excedente, seguido de los factores subyacentes, como la productividad laboral de excedente y el empleo, junto a los índices de precios. En tercer lugar, y de manera complementaria a lo anterior, se muestra la dinámica de inversión y del stock de capital, junto al crecimiento económico.

2. ASPECTOS TEÓRICOS

2.1. LAS CATEGORÍAS DE ANÁLISIS

Este enfoque parte de una causalidad fundamental, a saber: $r \rightarrow I \rightarrow Y$. La rentabilidad (r) constituye el factor fundamental detrás de la inversión (I , o formación bruta/neta de capital fijo, FBCF/FNCF), que a su vez es la categoría esencial por el lado de la demanda para explicar el producto (Y , sea el PIB o el Valor Agregado, VA) y los ciclos económicos. La tasa general de beneficio

es un concepto genérico que alude al beneficio obtenido por las empresas respecto del desembolso realizado en capital, asociado conceptualmente con la capacidad productiva de excedente (Mateo 2019, 2020).

$$r = \frac{B}{K} \quad (1)$$

En cuanto al numerador, hay que señalar que existen diversas expresiones del beneficio o excedente (B), que no necesariamente coinciden con el obtenido en última instancia por la empresa.² El volumen de excedente (B*), a precios constantes, hace referencia a su poder adquisitivo, por lo que es absolutamente relevante para el análisis de la rentabilidad. Esta expresión se calcula utilizando como deflactor el índice de precios del stock de capital (P_k), pues a partir de la primacía explicativa de la inversión sobre el consumo, se sigue que el poder adquisitivo pertinente para el análisis es aquel que indica la capacidad de adquirir tales activos (Shaikh 2016).³

$$B^* = \frac{B}{P_k} \quad (2)$$

El excedente se puede relacionar no sólo con el stock de capital, sino con el factor trabajo, lo que daría lugar a (lo que denominamos como) la productividad laboral de excedente (σ).

$$\sigma = \frac{B^*}{L} \quad (3)$$

Esta variante de la productividad laboral -que no incorpora el salario- indica la capacidad de generar excedente por unidad de trabajo (L). En otros términos, relaciona una parte del producto, soslayando la remuneración del trabajador, y que resulta esencial para la competitividad y la inversión. Desde una perspectiva de economía política, la fuente de una mayor cantidad de excedente puede ser una acrecentada productividad laboral del mismo, o bien un aumento del empleo. Es decir, un crecimiento de tipo intensivo (σ) o extensivo (L), ya que $ENE = \sigma L$, siendo ENE el excedente neto de explotación.

Por otra parte, el denominador (K) alude al valor del conjunto de activos que forman parte del ciclo económico para la producción y distribución de bienes y servicios destinados al mercado. Aunque hay propuestas, y argumentos, en favor de la utilización del coste histórico (de adquisición),⁴ utilizamos el coste de reemplazo. Y como sucede con el excedente, existen ciertos problemas metodológicos, lo cual se aborda a continuación.

² Lo cual se aclara en el epígrafe siguiente.

³ A partir de lo expuesto, se puede verificar que la categoría tasa de beneficio es una ratio también en términos reales, porque numerador y denominador tienen el mismo índice de precios.

⁴ Por parte de los autores de la conocida en inglés como la "temporal single-system interpretation (TSSI)", uno de cuyos exponentes sería Kliman (2011).

2.2. ASPECTOS METODOLÓGICOS

El análisis comparativo de la rentabilidad se basa en la base estadística de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE, 2020), que proporciona datos de la contabilidad nacional para el ingreso y del stock de capital, además con una adecuada desagregación, con el propósito de disponer de una base homogénea para el conjunto de países. En el caso de España, ante la inexistencia de series del stock de capital, se ha utilizado la información proporcionada por la Fundación Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (FBBVA, 2019), que igualmente ofrece una adecuada desagregación por activos y actividades.⁵

Como indicador de 'B' se toma el ENE, mientras que 'K' se basa en el stock de capital neto no residencial, a coste de reemplazo, correspondiente al final del año anterior (t-1), como es usual en la literatura:

$$r_t = \frac{ENE_t}{K_{t-1}} \quad (4)$$

Al utilizar el ENE se incorpora una heterogénea serie de ingresos, como es el caso de las denominadas rentas mixtas. Por razones de disponibilidad, fiabilidad y comparabilidad, este flujo no será excluido.⁶ Igualmente, incorpora intereses, dividendos e impuestos, pero estos flujos son porciones del excedente, por lo que su inclusión es consistente con el marco teórico. La causalidad subyacente implica la prioridad conceptual del todo sobre las partes, es decir, se asume la mayor relevancia del total de excedente respecto de sus partes constitutivas mencionadas.⁷

Esta expresión de la tasa de ganancia es una medida *general* o *bruta*, por lo que no expresa el beneficio último obtenido que puede fundamentar los movimientos de capitales. Por tanto, en ningún caso se deriva que las tasas de beneficio deban ser relativamente similares, sea entre actividades o, lo que es más pertinente en esta investigación, entre países. Es más, cabría esperar -como mera hipótesis- que estas tasas de ganancia sean más elevadas conforme el nivel de desarrollo del país sea menor (véase Mateo 2020). Y considerando que estas tasas incorporan el excedente total, es normal la existencia de una heterogeneidad de niveles y dinámicas de tasas generales de ganancia entre diferentes países de la eurozona.

Un ajuste importante que se ha realizado en los cálculos es la consideración del debate en torno al trabajo productivo e improductivo. Esta controversia ha sido objeto de ingentes debates en la heterodoxia económica, en cuya literatura se pueden identificar cuatro planteamientos fundamentales

⁵ En el caso de Portugal, sólo hay datos del stock de capital desde 2000, por lo que varias series de la periferia no incorporan este país, o bien sólo a partir de 2001.

⁶ Además, ello requeriría, por coherencia, delimitar la parte del stock de capital correspondiente a la producción mercantil simple, que no utiliza trabajo asalariado, lo que no es posible.

⁷ Aclaremos que en absoluto se niega pertinencia a un análisis de expresiones más concretas de la rentabilidad que cuantifiquen el beneficio neto de las empresas.

(Mateo 2007, Cámara 2008): i) la identificación de actividad productiva con la producción de bienes materiales o tangibles, por lo que se excluirían los servicios -concepción *fiscalista*; ii) en función de la utilidad social que se atribuya, es decir, sería una aproximación evaluativa (subjetiva); iii) una primera consideración ahistórica del concepto de producción, sobre el cual limitarse a las actividades productivas para el capital; iv) el rechazo de la distinción, bien porque en la práctica se caiga implícitamente en una concepción fiscalista o evaluativa -ambas criticables-, o porque carezca de relevancia empírica.

Entre los autores que realizan esta distinción, predomina el tercer enfoque, propio de Shaikh y Tonak (1994) y Savran y Tonak (1999), lo que implica excluir un elevado número de actividades. Frente a estas propuestas, en esta investigación se procede a deducir las actividades fundamentalmente no mercantiles, y aquellas que contienen una significativa cantidad de actividad de circulación: sectores financieros (sector VK en la OCDE), actividades inmobiliarias (VL) y de las Administraciones Públicas (AAPP), Defensa y Seguridad Social (VO), tanto para el cálculo del beneficio como del stock de capital. No obstante, en ciertos casos se harán comparaciones entre el total de la economía (incluyendo todos los sectores, y que será debidamente explicitado), y lo que se considera productivo, que resulta de deducir tales actividades (si no se especifica).

2.3. LITERATURA SOBRE LA RENTABILIDAD DEL CAPITAL EN EUROPA

Los estudios comparativos de las economías de la eurozona han otorgado prioridad a los niveles de competitividad, deuda, estructura sectorial o tipo de inserción externa a la hora de caracterizar las diferencias entre las economías centrales y periféricas (véase Álvarez *et al* 2013). Estos elementos han gozado de una mayor popularidad, incluso en la heterodoxia, a la hora de analizar las fases de crecimiento o la caracterización de la Gran Recesión (Nölke 2016, Stockhammer *et al* 2020).

Los análisis de la rentabilidad del capital, sin embargo, no sólo son minoritarios, sino que suelen limitarse a un país, pues el propósito suele ser explicar la acumulación de capital y el crecimiento económico, pero en absoluto abundan los análisis comparativos. En efecto, en el caso de Europa hay estudios recientes de caso, entre los que se pueden citar aquellos que abordan el caso de Alemania (Frohlich 2013, Weiß 2015), Francia (Clévenot *et al* 2010), Grecia (Maniatis y Passas 2018) o España (Mateo 2018, 2019). Por otra parte, Maito (2018) lleva a cabo una comparación mundial de tasas de ganancia, entre las que se encuentran Alemania y Holanda, pero desde mitad del siglo XIX hasta 2009, Li *et al.* (2007) comparan las rentabilidades de los Estados Unidos, Reino Unido, Japón y la eurozona desde la segunda mitad del s. XIX hasta 2005, y Trofimov (2017) hace una comparativa de las tasas de ganancia de los países de la OCDE entre 1964 y 2009.

Sin embargo, tanto por el lapso, las economías implicadas, propósitos de investigación y variables utilizadas, estos trabajos se distancian ampliamente del presente estudio,⁸ por lo que sólo cabe considerar parcialmente el análisis de Roberts (2016). Para este autor (Roberts 2016, cap. 9), el estancamiento de las economías europeas es el resultado de un bajo nivel de la tasa de ganancia, lo que lleva a las políticas de austeridad. En cualquier caso, Roberts se limita a ofrecer datos de la tasa general de beneficio para Alemania, España, Italia y Grecia, y aunque sus series revelan la asimetría entre Alemania y los países periféricos en cuanto a la evolución de la tasa de ganancia, la dinámica de las series es sustancialmente diferente, mostrando una mayor alza, o una menor caída, en los casos reseñados. Detrás de esta disparidad se encuentra la utilización de la base de datos AMECO y su referencia al total de la economía, además de no incorporar otras dimensiones de la rentabilidad, por lo que no es estrictamente comparable. Así, se justifica plenamente la originalidad de esta investigación.

3. RENTABILIDAD EN EL CENTRO Y LA PERIFERIA DE LA EUROZONA

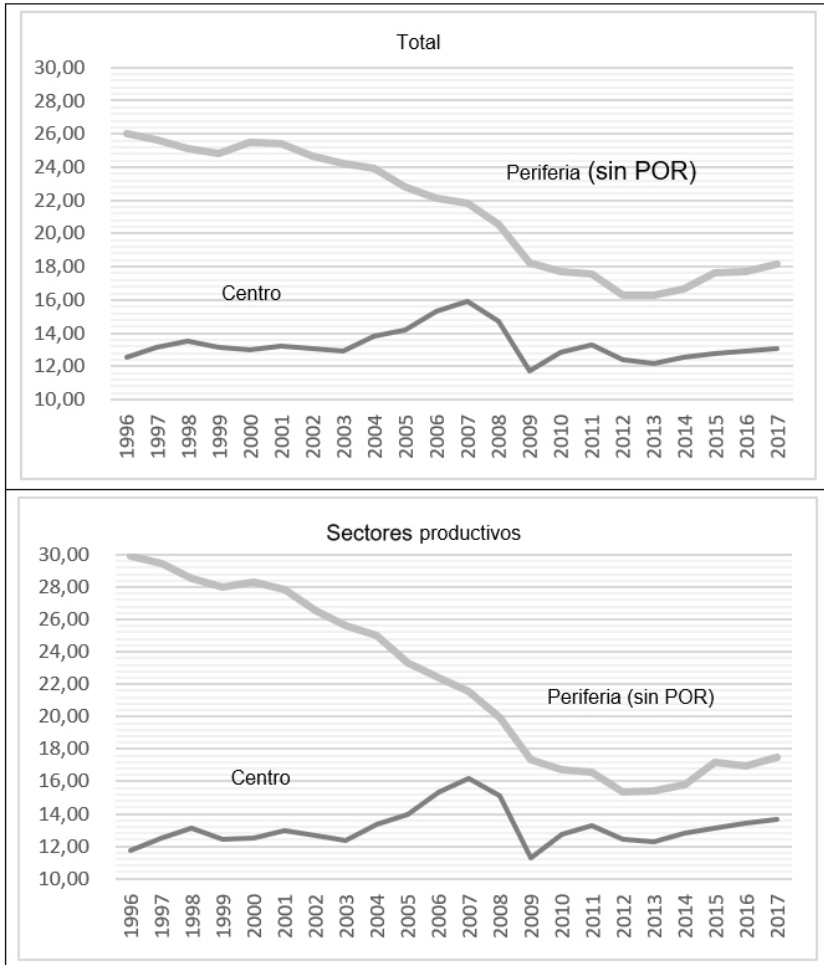
3.1. LA TASA DE GANANCIA

Las tasas de beneficio del centro y la periferia de la eurozona experimentan dinámicas contrapuestas que resultan en una cierta tendencia hacia la convergencia (gráfica 1). Se ha de resaltar que en las economías avanzadas la tasa de beneficio se incrementa durante la etapa previa a la crisis: entre 1996 y 2003, la rentabilidad promedio del total de la economía en el centro se mantiene relativamente constante, entre un máximo del 13,1% y un mínimo de 12,3% en 2003. Sin embargo, a partir de este momento se produce un alza hasta 2007, cuando se alcanza el 16,2%. En cambio, en la periferia la tasa de beneficio desciende hasta 2013, desde el 26% a mitad de los noventa al 16% en 2013, para llegar al 18% en 2017.

En cuanto a la tasa de ganancia del ámbito productivo, se aprecia que reproduce la evolución comparada del conjunto de la economía, pero este indicador amplía las divergencias centro periferia, como se muestra en la figura 1 inferior y la gráfica 2. Es decir, en esta esfera, la rentabilidad crece más en las economías más avanzadas, pero también desciende más en las periféricas. Entre 1996 y 2013, esta tasa crece un 4,29% en el centro, mientras que en el total de la economía desciende un 3,28%. Y en el caso de la periferia, esta expresión de la rentabilidad incrementa la caída en 11 puntos porcentuales, pues llega al -48,5%, en lugar de -37,5% del total de la economía, como se aprecia también en la gráfica 2, que utiliza la misma escala en las dos figuras.

⁸ Nótese que en Mateo (2017, 2019) se hace una comparativa de la tasa de ganancia en España respecto de algunas economías de la eurozona, si bien limitándose a la tasa de ganancia, no considerando otras variables aquí incorporadas, y sin calcular los promedios del centro y la periferia europeas.

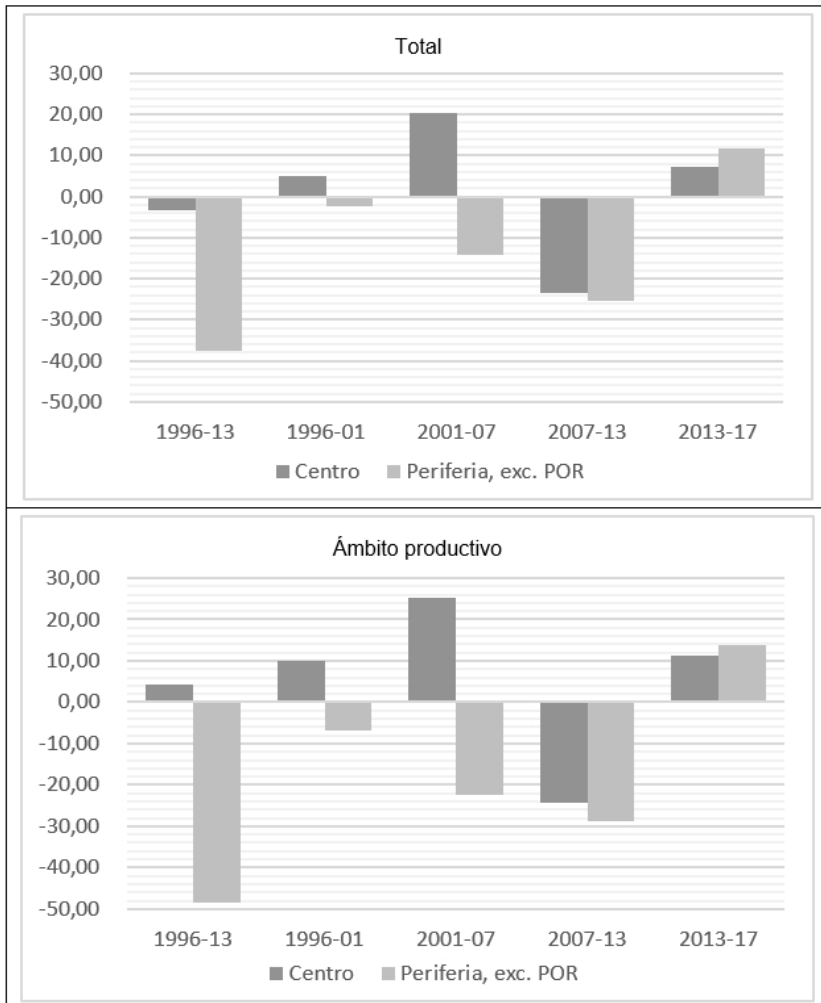
GRÁFICA 1. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE BENEFICIO



Fuente: FBBVA (2019), OCDE (2020).

Si nos limitamos al periodo de los 2000s en la esfera productiva, incluyendo así a Portugal, la figura 3 muestra la dicotomía centro periferia, y a efectos meramente comparativos, el lugar semiperiférico que ocupa Francia. Destaca la asimetría durante el auge de 2003-07, en el que la tasa de ganancia del centro aumenta un 31%, frente a la caída del 15% en la periferia.

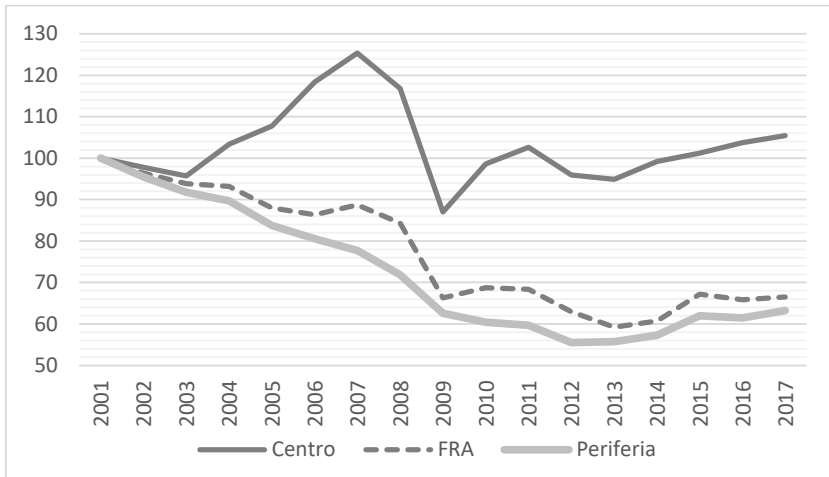
GRÁFICA 2. TASAS DE CRECIMIENTO ACUMULADO DE LA RENTABILIDAD DEL CAPITAL



Fuente: FBBVA (2019), OCDE (2020).

Globalmente, entre 2001 y 2017 la rentabilidad (esfera productiva) en las áreas centrales crece un 5,4% en total, en abierta discrepancia con la caída del 38,8% en las periféricas. Por su parte, la tasa de ganancia en Francia recoge las oscilaciones propias del centro, pero con una dinámica subyacente propia

GRÁFICA 3. EVOLUCIÓN COMPARADA DE LA TASA DE BENEFICIO EN EL CENTRO, LA PERIFERIA Y FRANCIA (2001 = 100)



Fuente: FBBVA (2019), OCDE (2020).

de la periferia, pues cae casi un 40% hasta 2013, y en 2017 todavía era un 33,5% inferior a 2001.

Esta dinámica asimétrica se cumple para el conjunto de países de ambos grupos (tabla 1), con escasas excepciones: el descenso de la rentabilidad en Luxemburgo antes y después de la Gran Recesión, junto al que experimenta Irlanda después de la misma. Entre 2000 y 2007, destaca el incremento de la rentabilidad en Alemania, superior al 4% anual, y el menor descenso relativo en Grecia, cuyo desplome ocurre durante la crisis. En estos fatídicos años, la tasa de beneficio en el país heleno cae a más del 10% anual, lo que se traduce en un descenso acumulado del 52%.

Por otra parte, se advierte cierta correlación entre los niveles absolutos de la tasa de beneficio: son mayores en las economías periféricas, a excepción de Portugal (y de España a consecuencia del propio descenso desde el estallido de la crisis), y menores en las economías centrales, en este caso con la excepción de Holanda, donde llega a oscilar entre un cuarto y un tercio por encima de la media. Dado el proceso de convergencia de las tasas generales de ganancia -mayores tasas de crecimiento en 2013-17 en la rentabilidad de la periferia-, en esta tabla se sugiere que los niveles de España, Portugal y Finlandia son muy parecidos.

TABLA 1. RENTABILIDAD DEL CAPITAL POR PAÍSES DE LA EUROZONA

	Crecimiento anual			Nivel medio respecto tasa promedio				
	2000-07	2007-13	2013-17	2001-03	2004-07	2008-10	2011-13	2014-17
BÉL	2,28	-4,20	6,07	62,17	72,24	75,94	78,50	85,12
ALE	4,24	-4,30	2,48	64,92	76,12	79,08	86,45	86,69
AUT	2,76	-5,44	0,83	64,93	71,54	76,67	76,13	67,99
LUX	-1,57	-3,00	-1,55	77,70	73,15	72,68	90,90	81,41
FIN	1,76	-8,05	7,32	97,34	99,35	95,69	91,37	92,87
HOL	3,68	-4,15	1,74	105,11	116,69	132,88	131,99	127,42
FRA	-1,77	-6,51	2,93	118,91	108,03	105,82	99,82	96,85
IRL	-4,82	-1,93	-11,23	245,95	205,18	168,83	211,42	187,14
GRE	-1,47	-11,56	6,31	236,21	229,01	202,75	143,22	153,52
ITA	-3,90	-5,25	4,29	149,52	126,95	120,82	116,17	116,84
ESP	-3,89	-5,02	4,07	124,27	104,97	98,94	94,11	96,22
POR	-3,63	-3,38	2,05	108,21	92,35	94,65	93,12	96,84

Nota. Portugal, desde 2001.

Fuente: FBBVA (2019), OCDE (2020).

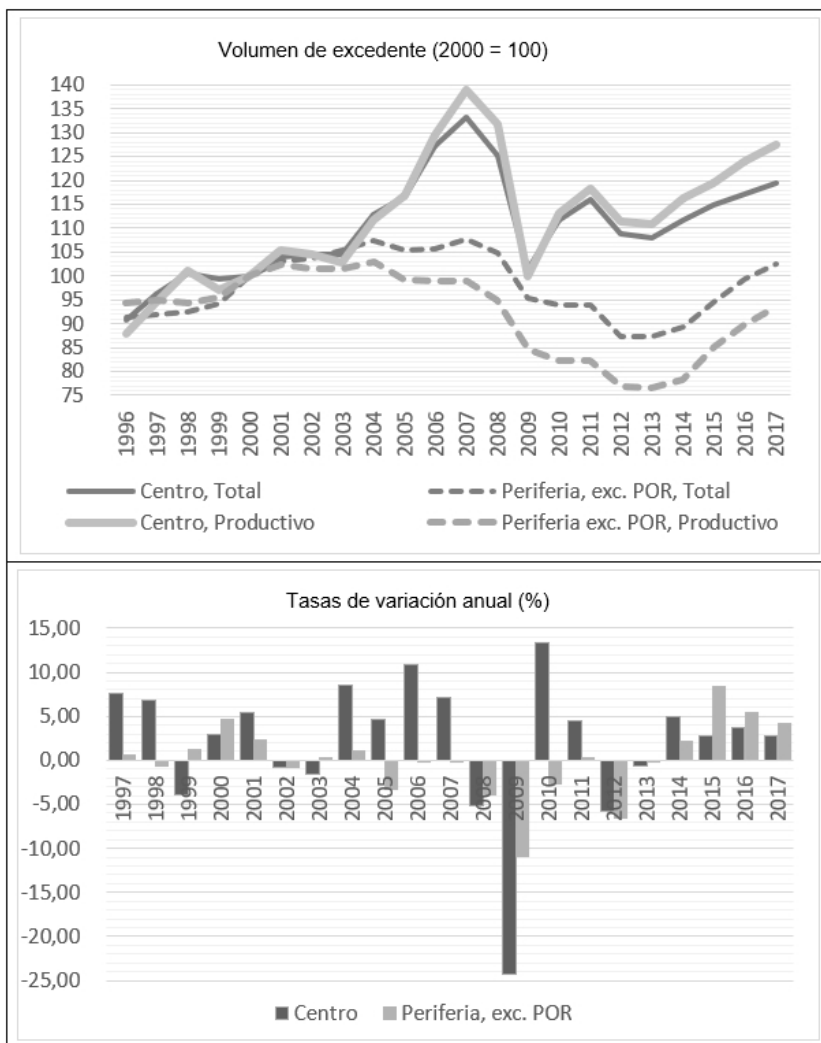
3.2. EL VOLUMEN DE EXCEDENTE

Como sucede con las tasas de ganancia, se aprecia una clara dicotomía entre el centro y la periferia de la unión monetaria respecto de la evolución del volumen de excedente (B^*), y, además, justificando la relevancia de la comparación con la esfera productiva de la economía.

Excepto en los años recientes de la recuperación económica poscrisis, la generación de excedente por parte de las economías centrales ha crecido a un ritmo sustancialmente superior entre mediados de los noventa y 2007. Igualmente, los costes de la crisis fueron relativamente menores en estas áreas. Hay que destacar la extraordinaria divergencia antes de 2007, ya que el ritmo de aumento de B^* fue del 3,26% y 4,80% promedio anual en 1996-00 y 2000-07, respectivamente, mientras que en las economías periféricas (excluyendo Portugal) ni siquiera crecía al 1,50% por año primero, para caer al -0,17% después. Lo cual, además, no fue obstáculo para que la crisis llevara a una caída del -4,15% en 2007-13, superior al descenso de -3,70% en las áreas centrales. Desde 2013 este monto crece al 5,10%, punto y medio más que en el Centro.

En esta divergencia norte sur, hay diversos elementos a señalar. En primer lugar, si bien ya entre 1996 y 1999 el excedente del Centro crecía más de 8 veces a un ritmo superior a la periferia (excepto Portugal), la ralentización económica de principios de los 2000 afecta en mayor medida a aquellas economías. Por ello, el punto de inflexión se produce en 2003 -como se aprecia en la gráfica 4-, cuando se inicia una fase expansiva de generación de excedente en los países más avanzados, creciendo más del 7% anual, mientras en la periferia ya desde 2002 el beneficio tenía dificultades para crecer, y en 2005 comienza una caída que sólo terminará en 2013. En 2004-13, el

GRÁFICA 4. COMPARATIVA DEL VOLUMEN DE EXCEDENTE

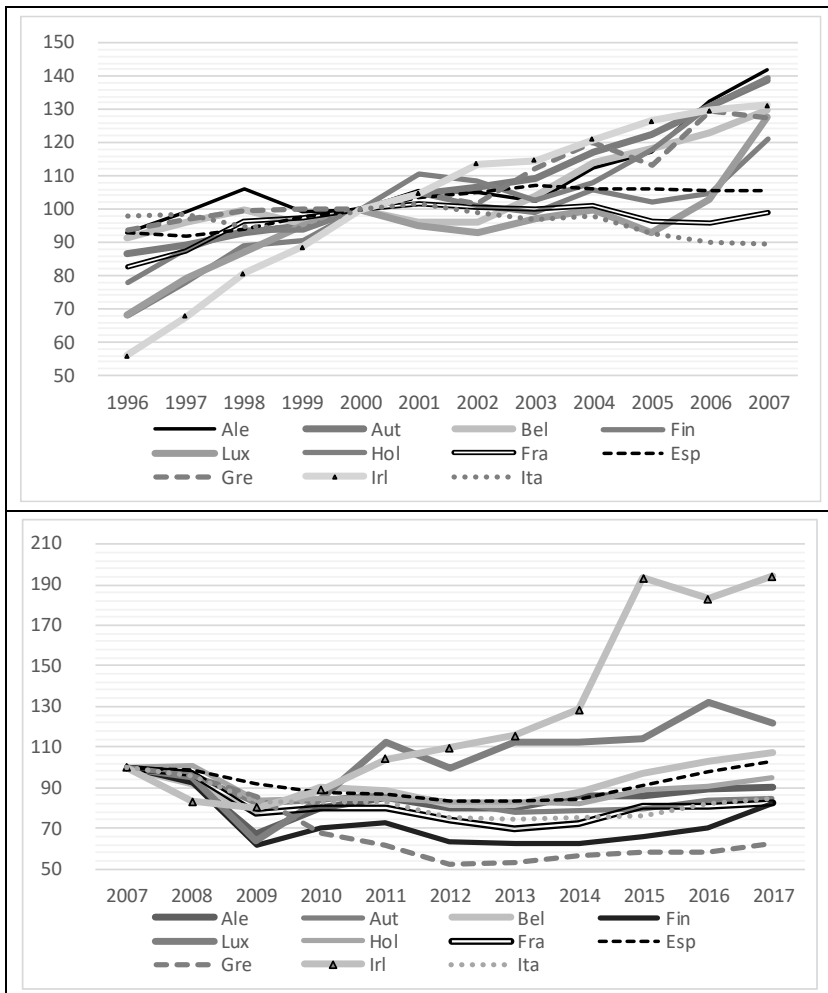


Fuente: FBBVA (2019), OCDE (2020).

excedente desciende una cuarta parte en estos países. Por tanto, tres años antes de la caída del PIB en la periferia, el excedente empieza a descender. Mientras, en las economías centrales sólo cae en 2007, dos años antes de que el PIB se contraiga, lo que refleja su papel en el ciclo económico.

Segundo, existe una discrepancia entre las medidas del excedente del conjunto de la economía y del ámbito productivo. Como se aprecia en las figuras 4 y 5, y respecto de 2000, las series para el total de la economía revelan que el excedente crece 17 puntos más en el centro, mientras que la esfera productiva amplía este diferencial hasta los 34 puntos porcentuales.

GRÁFICA 5. EL VOLUMEN DE EXCEDENTE POR PAÍSES DE LA EUROZONA, 1996-07 (SUPERIOR, 2000 = 100) Y 2007-17 (INFERIOR, 2007 = 100)



Fuente: FBBVA (2019), OCDE (2020).



Más aún, muestran que en la periferia este volumen desciende, en lugar de un pequeño incremento, lo que nos lleva al tercer factor a reseñar.

Así, en tercer lugar, es preciso señalar que, en términos generales, la última fase de crecimiento económico no ha logrado restablecer los niveles previos de la masa de beneficios. En el centro, era todavía un 8,25% inferior en 2017 respecto del máximo de 2007, y en la periferia, un 9% más bajo respecto de 2004, pero si además de Portugal, excluimos Irlanda de los cálculos, en 2017 el excedente era un 16% inferior respecto del generado 16 años antes, en 2001.

Sin embargo, un análisis pormenorizado por países revela que esta dinámica en la generación de excedente es más compleja (figura 5). Hasta 2007, las economías con peor evolución son Francia, España e Italia, con tasas de crecimiento inferiores al 2% anual en los dos primeros casos y un descenso del 0,8% anual promedio.

Entre las economías periféricas, Irlanda constituye un caso atípico, dado que el volumen de excedente generado hasta 2007 crece al 8% anual. No obstante, los países centrales logran que el volumen de ganancia aumente entre el 3,2% anual (Bel) y el 5,8% (Lux), superiores a Grecia (2,8%). Durante los años de la crisis y la recuperación, la diversidad de casos es palpable: destaca negativamente la economía griega, cuyo volumen de excedente cae en estos años casi un 40%, y positivamente Irlanda (94%) y Luxemburgo (22%).

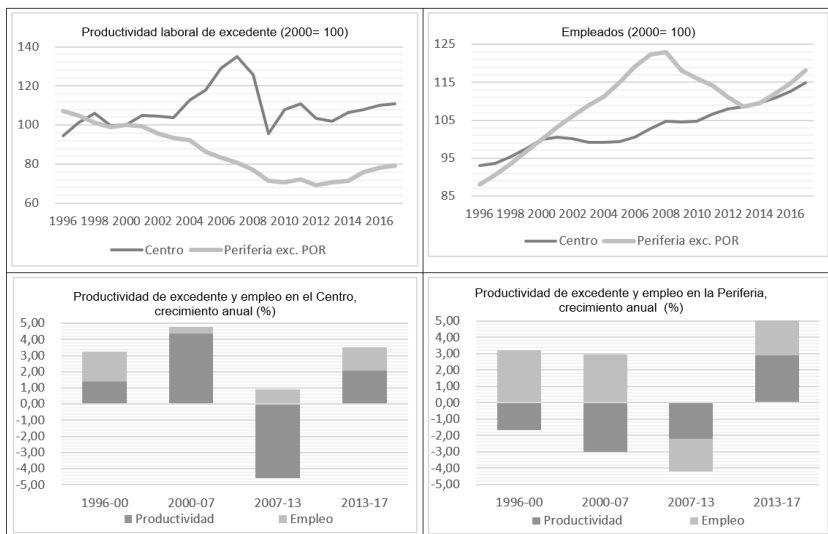
3.3. FACTORES SUBYACENTES DE LA RENTABILIDAD

La capacidad productiva de excedente por empleado muestra un perfil alarmantemente preocupante en el conjunto de la eurozona. En el centro, en 2017 apenas era un 17% superior al nivel de 1996, y un 10% mayor que en 2000. Es más, respecto del máximo de 2007, la caída alcanza un 18%. Pero en la periferia (sin Portugal) la situación todavía es peor: en el último año el nivel era una cuarta parte inferior a 1996, cuando además se alcanza el máximo. Es decir, la productividad laboral de excedente tiene en la periferia una tendencia descendente durante las dos últimas décadas, con un ritmo de caída del -1,43% anual, y con un débil crecimiento en el Centro del 0,7% promedio por año.

Con todo, en los países centrales el proceso de generación de excedente tiene un carácter intensivo antes de la Gran Recesión, y fundamentalmente entre 2003 y 2007. Se trata del único lapso en el que estas economías logran un avance destacado de la productividad, pues si se soslaya el crecimiento de 2003-07 y la abrupta caída posterior hasta 2009, tenemos una tendencia hacia el estancamiento productivo. Por su parte, en las economías periféricas esta productividad desciende sostenidamente hasta 2009, para iniciar una sensible recuperación desde 2012, cuando crece cerca del 3% anual.

La creación de empleo ha sido muy superior en la periferia hasta el estallido de la Gran Recesión, pero también el ritmo de destrucción de empleo

GRÁFICA 6. PRODUCTIVIDAD DE EXCEDENTE Y EMPLEO



Fuente: FBBVA (2019), OCDE (2020).

durante la fase recesiva. En la segunda mitad de los noventa, el empleo crece de manera significativa en el centro y la periferia (sobre todo), 1,84% y 3,15% respectivamente (3,21% si se exceptúa Portugal). Pero entre 2000 y 2007, en los países centrales el empleo apenas crece al 0,39% anual, por 2,69% en los periféricos, donde casi se llega al 3% si se excluye Portugal. Como contrapartida, estas economías destruyen empleo casi al -2% anual durante la fase recesiva, mientras que el centro lo crea al 0,90% promedio, y aunque disminuyen las diferencias, durante la recuperación posterior (2013-17) el empleo sigue creciendo casi 0,7 puntos más por año en las economías periféricas, 1,45% frente al 2,22% anual.

Se constata así una cierta divergencia: en las áreas centrales, más de tres cuartas partes del incremento del excedente generado entre 1996 y 2007 se deriva de la mayor intensidad en la productividad laboral, que llega a ser superior al 90% a partir de 2000. No obstante, esta participación no llegará al 60% en 2013-17. En cualquier caso, en las economías periféricas la productividad tiene una contribución negativa, y en este último periodo, cuando de manera novedosa pase a hacerlo positivamente, será en un porcentaje similar al mencionado para las economías más avanzadas, un 56%.

En cuanto a los deflatores de precios, destaca el hecho de que tanto en el centro como en la periferia el stock de capital se encarece relativamente (aumento de P_{ky}), si bien de manera sensible, como se aprecia en la gráfica 7.

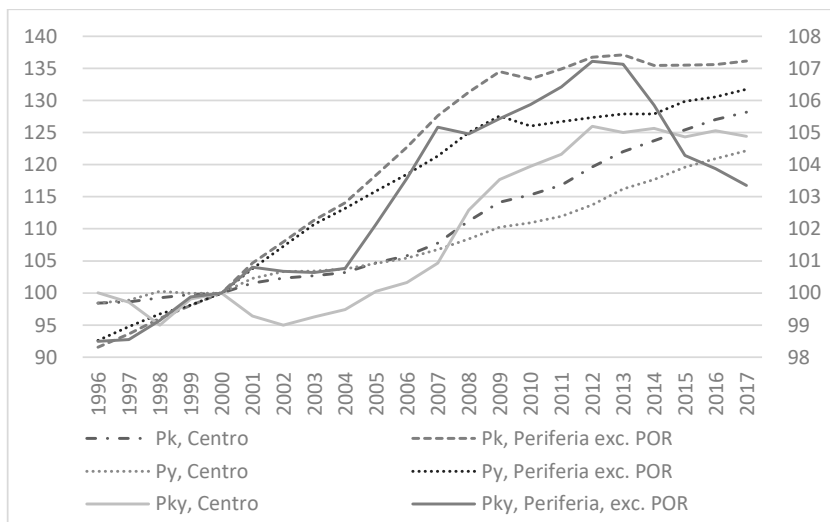


No obstante, hay que diferenciar dos subperíodos con dinámicas diferenciadas. Antes de 2007, la periferia europea sufre un encarecimiento relativo del stock de capital, así como respecto del centro.

Entre 2003 y 2007, el coeficiente P_{ky} crece un 5% en aquella, mientras se mantiene prácticamente constante en las áreas más avanzadas. Esta tendencia cambia con la crisis económica, pues entre 2007 y 2013 es el centro el que soporta un encarecimiento relativo del capital superior a la periferia. El P_{ky} crece al 0,66% anual, por 0,31% de las áreas periféricas (excepto Portugal), y durante la recuperación posterior estas últimas observan una caída de P_{ky} del 0,89% anual, muy lejos del -0,03% de las centrales. Por tanto, la divergencia a favor de las economías más avanzadas sólo ocurre hasta la Gran Recesión. La razón última radica precisamente en el mayor impacto de la crisis en las economías periféricas, y la consiguiente deflación o estancamiento de los precios sufrida.

Por tanto, existe un diferente comportamiento de P_{ky} hasta 2007, pero la diferencia fundamental se encuentra en el ritmo de expansión de los diferentes deflatores de precios. El incremento de P_y en el centro es inferior al 1% antes de 2007, mientras que en la periferia el crecimiento es del 1,94% y 2,80% en 1996-00 y 2000-07 respectivamente, es decir, 4,8 y casi 3 veces superior en promedio que el Centro. En el caso del capital, el diferencial alcanza niveles

GRÁFICA 7. CRECIMIENTO COMPARADO DE LOS ÍNDICES DE PRECIOS DEL PRODUCTO Y EL STOCK DE CAPITAL (2000 = 100), Y EL RATIO P_{ky} (EJE DCHA)



Fuente: FBBVA (2019), OCDE (2020).

de 5,6 y 3,3 veces antes de 2007. Sin embargo, en los dos subperíodos posteriores, tanto P_y como P_k crecen menos en la periferia que en el centro, es más, incluso P_k desciende en aquella entre 2013 y 2017.

TABLA 2. DEFLACTORES DE PRECIOS DEL PRODUCTO Y EL CAPITAL. TASAS DE VARIACIÓN ANUAL PROMEDIO (%)

Áreas	1996-07	1996-00	2000-07	2007-13	2013-17
Valor agregado					
Centro	0,75	0,40	0,94	1,42	1,26
Periferia	2,49	1,94	2,80	0,88	0,75
exc POR	2,45	1,85	2,80	0,89	0,72
Stock de capital					
Centro	0,83	0,40	1,08	2,09	1,23
Periferia exc. POR	3,07	2,24	3,54	1,21	-0,18

Fuente: OCDE (2020), FBBVA (2019).

En vista de lo expuesto, se infiere que la dinámica de generación de excedente tiene ciertas asimetrías -y ello, aunque el comportamiento no ha sido satisfactorio en el conjunto de la eurozona-, pues al menos hasta la Gran Recesión las economías centrales han tenido un cierto componente intensivo en cuanto a productividad y uso del factor trabajo, así como menor inflación. Ello se puede observar con más detalle en la siguiente tabla, con el conjunto de países del estudio.

TABLA 3. FACTORES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD POR PAÍSES (TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL PROMEDIO, %)

	Productividad excedente			Empleo			Pk		
	2000-07	2007-13	2013-17	2000-07	2007-13	2013-17	2000-07	2007-13	2013-17
BÉL	2,61	-3,95	5,75	1,17	0,63	1,20	1,73	1,81	0,32
ALE	5,07	-4,76	1,55	0,06	1,16	1,52	0,60	2,10	1,51
AUT	3,72	-5,22	0,71	1,04	1,15	1,50	1,70	2,73	1,54
LUX	0,09	-0,57	-0,85	3,49	2,56	2,97	1,39	1,54	1,27
FIN	1,23	-7,67	6,57	1,52	0,08	0,52	2,34	2,33	0,64
Hol	3,84	-2,84	1,95	0,97	-0,20	1,39	2,24	1,69	0,48
FRA	-1,04	-5,75	3,42	0,89	-0,03	0,73	2,99	2,61	-0,01
IRL	0,26	4,99	9,55	3,68	-2,44	3,94	2,19	-1,85	0,74
GRE	1,14	-7,36	2,67	2,35	-2,88	1,54	2,24	0,15	-1,13
ITA	-3,35	-4,38	1,64	1,87	-0,42	1,63	2,77	2,26	0,12
ESP	-3,24	0,56	2,63	4,13	-3,53	2,69	4,86	0,30	-0,48
POR				0,49	-1,95	2,91			

Nota. Productividad de excedente es el excedente neto de explotación respecto del stock de capital, a precios constantes; Pk es el índice de precios del stock de capital.

Fuente: FBBVA (2019), OCDE (2020).

4. ACUMULACIÓN DE CAPITAL Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

En términos del volumen de FBCF (a precios constantes),⁹ la dinámica seguida por las economías centrales y periféricas ha sido desigual, si bien considerando las dos décadas del periodo 1996-16, la inversión bruta en las segundas (Periferia) ha crecido 5 puntos más, 58% frente a 53% en total. Ahora bien, si se excluye Irlanda, la FBCF* en la periferia se hubiera incrementado 26 puntos menos, es decir, únicamente un 32%, por tanto, sustancialmente menos que en el centro.¹⁰

La evolución comparada en general se caracteriza por una mayor tasa de crecimiento del volumen de inversión bruta en la periferia, pero también con mayores caídas en las etapas recesivas (fig. 8), a excepción de 2003-07. En la Gran Recesión (2007-13), la inversión en el centro apenas desciende un 0,4% anual, frente a un -5,2% en la Periferia, lo cual se invierte en 2013-16, con aumentos del 3,8% y 9,1% anual respectivamente.

Esta dinámica de la inversión se ha materializado sin embargo en un crecimiento del stock de capital más intenso en las economías periféricas (excepto Portugal), con un crecimiento acumulado de casi el 70% en 1996-17, frente al 25% de las centrales. Si se toma el periodo 2000-17, el stock de capital de aquellas aumenta un 44%, 30 puntos más que en las últimas. Así, salvo en 2012-15, el stock de capital crece en mayor medida en las economías periféricas.

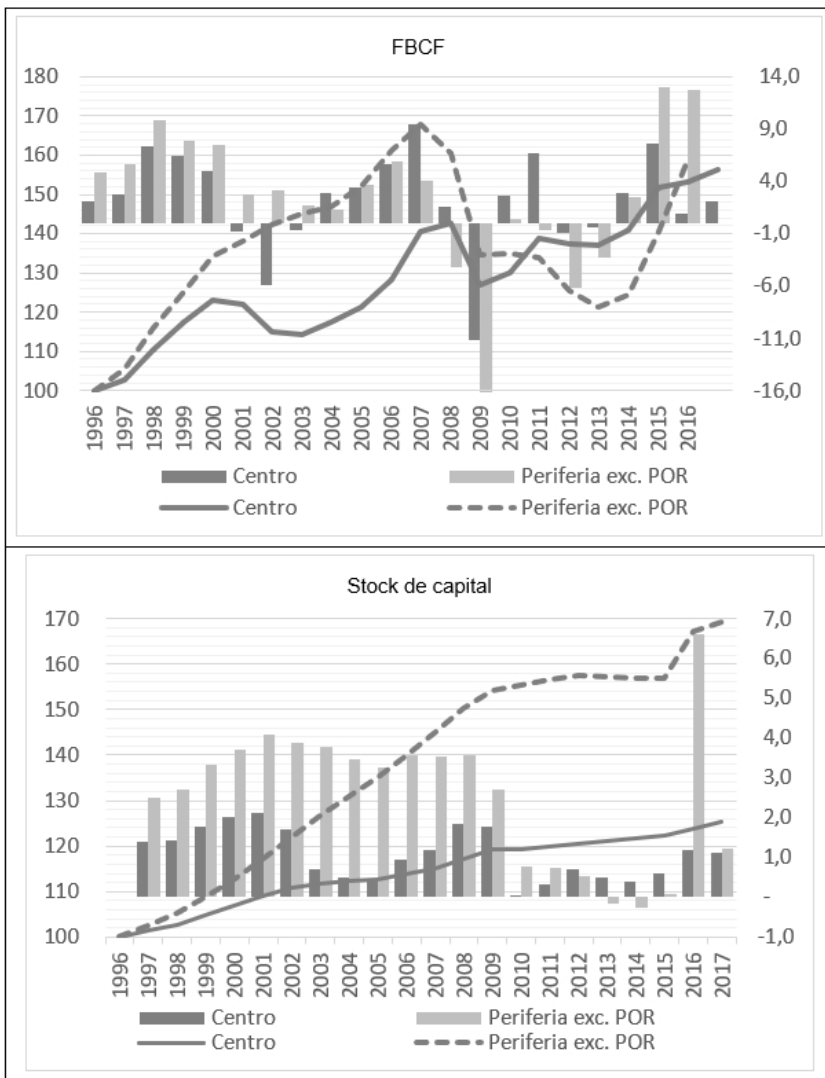
En consecuencia, existe un contraste entre la dinámica comparada de la FBCF y el stock de capital a precios constantes.¹¹ Es decir, se puede verificar que la dinámica de acumulación no genera las mismas presiones en las economías más avanzadas sobre el incremento del stock de capital, lo que implica una menor presión a la baja sobre la rentabilidad. Un mismo flujo de FBCF se ha materializado en un mayor incremento de 'K' en las economías

⁹ Es preciso aclarar que la utilización de la FBCF en lugar de la FNCF -preferible debido a que se toma el stock de capital neto- se justifica por la disponibilidad de datos en la OCDE. El problema es que la depreciación puede incidir en la relación entre la variable flujo y el acervo en el cual se materializa. Al respecto, nótese que el monto de la depreciación respecto del producto (ámbito productivo) se ha incrementado relativamente más en los países periféricos que en los centrales: suponía el 16% en el centro frente a 12% en la periferia en la segunda mitad de los noventa, pero desde 2012 la ratio pasa a ser superior en los países periféricos. Así, desde 2015 el nivel se estabiliza en torno al 16% en el centro y 17% en la periferia, y ello tras haber aumentado en 5 puntos en esta última.

¹⁰ Es más, si se contabiliza desde 2000, la inversión crece un 24% en el centro, 8 puntos más que en la periferia, y 26 si se excluye Irlanda -en este caso, el volumen de FBCF sería en 2016 casi dos puntos inferiores al vigente en 2000.

¹¹ Aunque no es el propósito de este artículo, hay que señalar que la depreciación respecto del producto ha crecido en mayor medida en las economías periféricas, como se señaló anteriormente. Además, tampoco existen diferencias significativas en cuanto a la participación de la inversión en el producto: en 1996, las economías centrales invertían 2 puntos y medio más que las periféricas, pero este diferencial se va reduciendo, llegando a igualarse en 2001. En los años siguientes, estas últimas invierten un punto y medio más, con oscilaciones. Sin embargo, desde 2008, las economías centrales vuelven a tener una ratio superior, si bien en torno a un punto más únicamente. Por ello que en estas líneas se enfatice la disparidad en cuanto al deflactor de precios, en el marco de la concepción clásica de la competencia, y considerando la unión monetaria.

GRÁFICA 8. DINÁMICA COMPARADA DEL VOLUMEN DE FBCF Y EL STOCK DE CAPITAL (1996 = 100 Y TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL, %)



Fuente: FBBVA (2019), OCDE (2020).

periféricas, o lo que es lo mismo, las economías centrales han mostrado una capacidad superior para “controlar” el coste del stock de capital. Partiendo del



año 2000, el stock de capital neto productivo a precios corrientes crece en torno al 50% en el centro, pero se multiplica por 2 en la periferia (sin Portugal).

¿Cómo ha afectado esta dinámica al producto? En el periodo de referencia, y considerando el PIB (por tanto, el total de la economía), las economías periféricas han crecido más intensamente en las fases expansivas: 3,39% y 2,22% en 1996-00 y 2000-07, respectivamente, lo que supone en torno a medio punto más que las economías centrales (2,83% y 1,70%), pero entre 2013 y 2017 la diferencia se estrecha (2,25% la periferia europea frente a 2,06% el Centro).¹² La contrapartida es la mayor incidencia de la Gran Recesión, ya que las economías periféricas sufrieron una caída del PIB del -1,61% anual promedio en 2007-13, mientras que los países centrales crecieron moderadamente al 0,48% anual.

Pero si en lugar del PIB nos fijamos en el VA de la esfera productiva, el balance del crecimiento económico entre el centro y la periferia se altera sustancialmente. Aunque persiste una mayor intensidad en el crecimiento de esta última en 1996-07, aun con un diferencial de apenas 0,08 puntos porcentuales, durante el auge de la década de los 2000 previo a la Gran Recesión las economías centrales mostraron ya un dinamismo superior, creciendo 0,1 puntos más. No obstante, entre 2013 y 2017 la periferia retomó el liderazgo en la recuperación. Hay que señalar asimismo que esta medida del VA revela una asimetría más amplia durante los años de crisis, ya que la crisis incide con una intensidad 5 veces superior en las economías periféricas. Entre 2000 y 2017, el VA productivo creció en las economías centrales un 31% acumulado, frente a un 14% las periféricas, el cual no llegaría siquiera al 10% si no se incluye Irlanda.¹³

Recapitulando: las economías centrales crecieron 9 puntos más que las periféricas entre 2000 y 2017 (15 si se excluye Irlanda) en cuanto al PIB total, pero en términos del VA productivo, las diferencias llegan a los 17 puntos (22 sin Irlanda). En este sentido, el crecimiento promedio del VA total es del 1,42% en el centro y 0,91% en la periferia, diferencia que se amplía hasta el 1,61% y el 0,82% anual promedio respectivamente para la esfera productiva.

En consecuencia, entre 2000 y 2017 no se ha producido ninguna tendencia hacia la convergencia en términos del PIB a precios constantes (pc) de 2015. Si tomamos como referencia el nivel del promedio de la UE-28, los países centrales mantienen sus porcentajes, en general entre un 20% (Alemania) y un 40-45% (Austria, Holanda) superiores al promedio -en ocasiones perdiendo unos cinco puntos porcentuales, al margen del caso atípico de Luxemburgo. Mientras que, en la periferia, Italia pierde más de 20 puntos (116 a 92%), Grecia cae 12 puntos (67 a 55%), 7 en el caso de Portugal (67 a 60%) y 5 puntos pierde España (86 a 81%), igualmente excluyendo Irlanda. Asimismo,

¹² Nótese que, si se excluye Irlanda, el crecimiento de la periferia habría sido apenas del 1,6%, ya que este país ha logrado crecer a más del 10% anual.

¹³ Ya que este país ha logrado tasas de crecimiento muy superiores al promedio, 6,39% en 1996-07, y un sorprendente registro del 10,9% en 2013-17.

TABLA 4. TASAS DE CRECIMIENTO DEL VALOR AGREGADO POR ÁREAS DE LA EUROZONA Y PAÍSES

Áreas	1996-07	2000-07	2007-13	2013-17	2000-17
Total economía					
Centro	2,23	1,85	0,51	2,03	1,42
Periferia	2,60	2,23	-1,44	2,19	0,91
exc. IRL	2,40	2,07	-1,46	1,53	0,68
Esfera productiva					
Centro	2,54	2,18	0,38	2,47	1,61
Luxemburgo	4,48	3,14	1,13	3,94	2,61
Bélgica	2,72	2,50	0,60	2,16	1,75
Alemania	2,24	2,03	0,52	2,66	1,64
Austria	2,85	2,54	0,35	1,73	1,57
Holanda	2,99	2,02	0,12	2,38	1,43
Finlandia	4,58	3,46	-1,28	1,48	1,30
Francia	2,65	2,02	0,22	1,56	1,27
Periferia	2,62	2,08	-1,94	2,84	0,82
Irlanda	6,71	5,01	-0,41	12,74	4,80
España	3,36	2,74	-1,73	3,21	1,25
Portugal	2,02	0,92	-1,01	2,39	0,58
Italia	1,68	1,22	-1,77	1,37	0,19
Grecia	4,24	4,15	-7,03	0,00	-0,89
exc. IRL	2,41	1,91	-2,04	2,02	0,52

Nota. Ordenados de mayor a menor crecimiento en 2000-17.

Fuente: OCDE (2020).

Francia tiene un nivel de PIB pc propio de una economía central (120% del PIB promedio en 2000), pero con una dinámica algo periférica (9 puntos menos en 2017 respecto de la UE-28) (OCDE 2020). Por tanto, la evolución de la rentabilidad puede ofrecer elementos que ayuden a entender esta estratificación y la ausencia de una tendencia hacia la convergencia.

5. CONCLUSIONES

En primer lugar, la tasa de beneficio tiene una tendencia descendente en las economías periféricas, con una recuperación meramente parcial desde 2013, mientras que se ha mantenido relativamente constante en las centrales. La exclusión de las actividades consideradas improductivas (finanzas, inmobiliario y AAPP) profundiza las asimetrías centro periferia, ya que la rentabilidad crece más en las economías más avanzadas, y desciende en mayor medida en las periféricas. En estas últimas, la caída de la tasa de beneficio es del -48,5%, en

lugar de -37,5% de la ratio correspondiente al total de la economía. A partir de la introducción de la moneda única, o el establecimiento de las paridades fijas, se producen importantes asimetrías. La tasa de ganancia en 2001-07 crece un 25% en el centro, pero cae casi un 23% en la Periferia, y desde 2003, la divergencia sería de un aumento del 31% frente a una caída del 15%, respectivamente.

Por países, las mayores caídas se producen en la periferia mediterránea (Portugal, España e Italia) antes de la crisis, mientras que en Grecia el deterioro ocurre más bien como consecuencia de la misma; y en el centro, destaca el aumento de la tasa de beneficio en Alemania. Se constata asimismo -como era de esperar- que, en general, esta tasa (bruta) de beneficio es superior en las economías periféricas, si bien se produce una tendencia hacia la convergencia de los niveles absolutos.

En segundo lugar, la evolución del volumen de excedente reproduce las asimetrías centro periferia, superiores también en la esfera productiva. Tanto en 1996-99 como, y, sobre todo, en 2003-07, las economías más avanzadas incrementan el volumen de excedente a un ritmo muy superior a las periféricas (7,7% anual frente a una caída del 0,7% de la periferia excepto Portugal), y en 2000-17, mientras las primeras generan un 27% más, las segundas un 7% menos. Esta dinámica del excedente depende principalmente en las economías periféricas del crecimiento del empleo, ante una alarmante caída de la productividad laboral de excedente entre 1996 y 2017, sobre todo hasta 2012. En el centro, el crecimiento del volumen de excedente se apoya en la productividad hasta la Gran Recesión (intensivo), pero desde 2007 desciende un 18% en total.

Otro de los hallazgos de la investigación es que las economías centrales han tenido la capacidad de crecer económicamente más que las periféricas sin necesidad de incrementar en la misma medida el stock de capital a partir de los flujos de inversión, lo que ha evitado una presión ulterior sobre la rentabilidad del capital, de ahí una tendencia hacia la convergencia en las tasas de beneficio que no se ha constatado en la evolución del PIB o el nivel del PIB pc. Es más, la consideración del VA en la esfera productiva revela una mayor disparidad de las tasas de crecimiento en favor de las áreas centrales respecto de las periféricas.

Por otra parte, esta investigación no es sino un punto de partida a completar en el futuro, pues abre diversas líneas de investigación: i) el análisis de la dinámica de rentabilidad en relación con la deuda: una tasa de ganancia reducida en términos absolutos, o con una caída sustancial, puede relacionarse con el recurso al endeudamiento, que permite desplazar en el tiempo posibles ajustes económicos.

Al mismo tiempo, puede ocurrir que el mayor endeudamiento sea posible para las economías con mayores posibilidades de rentabilidad, reforzando así las tendencias hacia la divergencia; ii) la relación de la productividad de excedente con las remuneraciones salariales y los costes laborales unitarios reales; iii) estudiar los determinantes comparados de la rentabilidad, y en

concreto las ratios capital trabajo y productividad del capital, para indagar en posibles relaciones, así como comparar las divergencias de estas ratios y los niveles de productividad laboral que posibilitan; y finalmente iv) explicar las divergencias entre los índices de precios de la FBCF y el stock de capital, así como los niveles de utilización de la capacidad instalada en los diferentes países. Finalmente, una pregunta para el debate: ¿cabría considerar que la capacidad de mantener los niveles de rentabilidad en las economías centrales se haya producido en detrimento de las periféricas, para lo cual la integración monetaria haya sido funcional?

6. REFERENCIAS

- Álvarez, N., Luengo, F., y Uxó, J. (2013). *Fracturas y crisis en Europa*. Madrid: Clave Intelectual.
- Cafruny, A. y Ryner, M. (2016). *The European Union and Global Capitalism: Origins, Development, Crisis*. Londres: Palgrave.
- Cámara, S. (2008). Bienestar, actividad económica y cuentas nacionales: Reflexiones en torno al concepto de trabajo productivo. *Política y Sociedad*, 45(2), 151-167.
- Celi, G., Ginzburg, A., Guarascio, D. y Simonazzi, A. (2016). *Crisis in the European Monetary Union: A core-periphery perspective*. Londres: Routledge.
- Clévenot, M., Guy, Y., y Mazier, J. (2010). Investment and the Rate of Profit in a Financial Context: The French Case. *International Review of Applied Economics*, 24(6), 693-714.
- Del Río, Alfredo (2018). *Análisis centro-periferia en la UE-20 (1995-2014)*. Tesis Doctoral, Universidad Complutense de Madrid.
- FBBVA (2019). *El Stock y los servicios del capital en España y su distribución territorial y sectorial (1964-2016)*. Madrid: Fundación BBVA.
- FMI (2020). *World Economic Outlook Database*. Washington DC: Fondo Monetario Internacional.
- Frohlich, N. (2013). Labour Values, Prices of Production and the Missing Equalisation Tendency of Profit Rates: Evidence from the German Economy. *Cambridge Journal of Economics*, 37(5), 1107-1126.
- Gambarotto, F. y Solari, S. (2015). The Peripheralization of Southern European Capitalism within the EMU. *Review of International Political Economy*, 22(4), 788-812.
- Kliman, A. (2011). *The Failure of Capitalist Production*. Londres: Pluto Press.
- Li, M., Xiao, F. y Zhu, A. (2007). Long Waves, Institutional Changes, and Historical Trends: a Study of the Long-Term Movement of the Profit Rate in the Capitalist World-Economy. *Journal of World-Systems Research*, 13(1), 33-54.
- Maito, E.E. (2018). "The Tendency of the Rate of Profit to Fall Since the Nineteenth Century and a World Rate of Profit", en G. Carchedi y M. Roberts (eds) *World in crisis*, (pp. 129-156). Chicago: Haymarket.

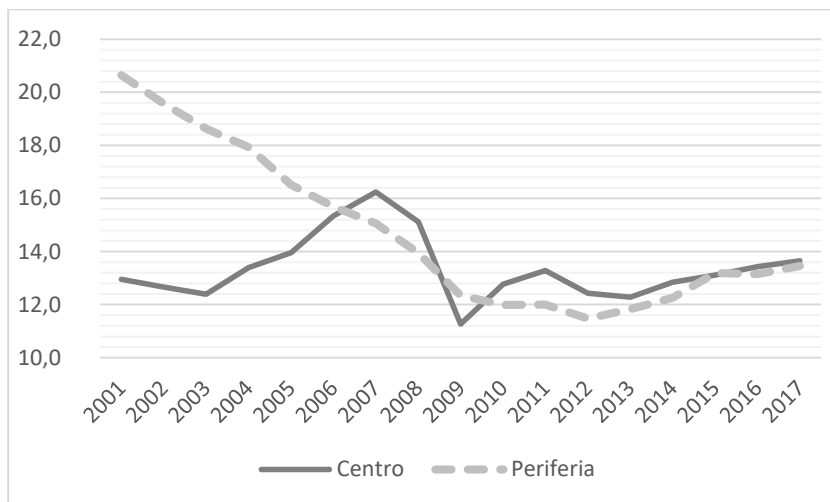
- Maniatis, T., y Passas, C. (2018). "Surplus Value, Profit, and Unproductive Labor in the Greek Economy, 1958-2013", en G. Carchedi y M. Roberts (eds) *World in Crisis* (pp. 228-252). Chicago: Haymarket.
- Mateo, J.P. (2007). *La Tasa de ganancia en México, 1970-2003*. Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid.
- Mateo, J.P. (2017). The Profit Rate and Asset-Price Inflation in the Spanish Economy. Working Paper 1721, Department of Economics, The New School for Social Research.
- Mateo, J.P. (2018). "The Long Depression in the Spanish Economy: Bubble, Profits and Debt", en G. Carchedi y M. Roberts (eds) *The World in Crisis* (pp. 201-227). Chicago: Haymarket.
- Mateo, J.P. (2019). *The Theory of Crisis and the Great Recession in Spain*. Londres: Palgrave Macmillan.
- Mateo, J.P. (2020). La acumulación de capital en la periferia. Una propuesta analítica desde la economía política. *Cuadernos de Economía* 42(122), 119-130.
- Nölke, A. (2016). Economic Causes of the Eurozone crisis: the Analytical Contribution of Comparative Capitalism. *Socio-Economic Review*, 14(1), 141-161.
- OCDE (2020). *Statistical Indicators*. París: Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo.
- Parker, O. y Tsarouhas, D. (eds.) (2018). *Crisis in the Eurozone Periphery: The Political Economies of Greece, Spain, Ireland and Portugal*. Londres: Palgrave.
- Pascariu, G.C. y Tiganasu, R. (2017). "Integration, Growth and Core-Periphery Pattern in EU's Economy: Theoretical Framework and Empirical Evidences, en G.C. Pascariu y M.A. Pedrosa (eds) *Core-Periphery Patterns across the European Union. Case Studies and Lessons from Eastern and Southern Europe* (pp. 23-88). Londres: Emerald Publishing.
- Prebisch, R. (1949). *El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas*. Santiago de Chile: CEPAL. Recuperado de <https://www.cepal.org/es/publicaciones/40010-desarrollo-economico-la-america-latina-algunos-sus-principales-problemas>.
- Roberts, M. (2016). *The Long Depression*. Chicago: Haymarket.
- Savran, S. y Tonak, A. (1999). Productive and Unproductive Labour: An Attempt at Clarification and Classification. *Capital & Class*, 23(2), 113-152.
- Shaikh, A. (2016). *Capitalism: Competition, Conflict, Crises*. Nueva York: Oxford University Press.
- Shaikh, A. y Tonak, A. (1994). *Measuring the Wealth of Nations: the Political Economy of National Accounts*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Stockhammer, E., Constantine, C. y Reissl, S. (2020). Explaining the Euro Crisis: Current Account Imbalances, Credit Booms and Economic Policy in Different Economic Paradigms. *Journal of Post Keynesian Economics*, 43(2), 231-266.
- Trofimov, I. (2017). Profit Rates in Developed Capitalist Economies: a Time Series Investigation. *PSL Quarterly Review*, 70(280), 85-128.

- Weiß, T. (2015). The Rate of Return on Capital in Germany - an Empirical Study. 19th FMM Conference *the Spectre of Stagnation? Europe in the World Economy*, Berlin Steglitz, 22-24 octubre.
- Weissenbacher, R. (2018). Peripheral Integration and Disintegration in Europe: The 'European Dependency School' Revisited. *Journal of Contemporary European Studies*, 26(1), 81-98.
- Weissenbacher, R. (2020). *The Core-Periphery Divide in the European Union. A Dependency Perspective*. Londres: Palgrave.

ANEXO

Hay dos cuestiones metodológicas respecto de la medida del stock de capital: i) existe una limitada y heterogénea disponibilidad de datos de activos residenciales para los países europeos, lo que dificulta llevar a cabo la medida más apropiada del capital no residencial de la esfera productiva. Si se calcula el stock total productivo, y luego se deduce el activo residencial de las actividades no productivas, la serie de las economías centrales no se vería casi afectada, pero no sucede lo mismo para los países periféricos. Además de disponer sólo de datos desde 2001, este stock se elevaría de manera sustancial, reduciendo entonces los niveles absolutos de la tasa de beneficio, si bien la tendencia, perfil y magnitud del descenso no se alteran de manera relevante, como se observa a continuación.

GRÁFICA 9. TASAS DE BENEFICIO CON MEDIDA DEL STOCK DE CAPITAL NO RESIDENCIAL DEL ÁMBITO PRODUCTIVO



Fuente: FBBVA (2019), OCDE (2020).