

Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE



Informe económico

Pablo Duarte

noviembre de 2025



Introducción

Las **perspectivas económicas** en **Estados Unidos** siguieron mejorando. Sin embargo, **fuentes de datos privadas** muestran nuevos **signos de debilidad en el mercado laboral**. Aún se desconoce el **calendario** para la publicación de datos oficiales tras el fin del cierre del Gobierno. El ánimo en la zona euro parece estar **mejorando**, pero **no en Francia**. En **China**, el sector manufacturero se estancó y las **exportaciones totales** se situaron por debajo del nivel del año anterior.

La **tasa de inflación** en **Estados Unidos** fue del 3 % en septiembre. Es probable que los datos sean de baja calidad debido al cierre del Gobierno. No está claro si se publicará la tasa de inflación de octubre. La **presión inflacionaria** sigue concentrándose en el **sector servicios** y **está aumentando en el sector alimentario**.

En los **mercados de futuros**, no se prevén **recortes de tipos de interés** en EE. UU. hasta **finales de año** y se han descontado al menos **50 puntos básicos** hasta **julio de 2026**. No se esperan **más** recortes de tipos de interés en la **zona euro**.



Auge de la IA



Fuente: Generado por ChatGPT



Contenido

<u>Economía real</u>	<u>5</u>
<u>Crecimiento económico: EE.UU., eurozona, China</u>	<u>6</u>
<u>Comercio Internacional</u>	<u>12</u>
<u>Condiciones financieras</u>	<u>16</u>
<u>EE.UU.: Mercado laboral y consumo privado</u>	<u>19</u>
<u>China</u>	<u>33</u>
<u>Precios</u>	<u>40</u>
<u>Estados Unidos</u>	<u>30</u>
<u>Eurozona</u>	<u>37</u>
<u>Expectativas de tipos de interés</u>	<u>42</u>

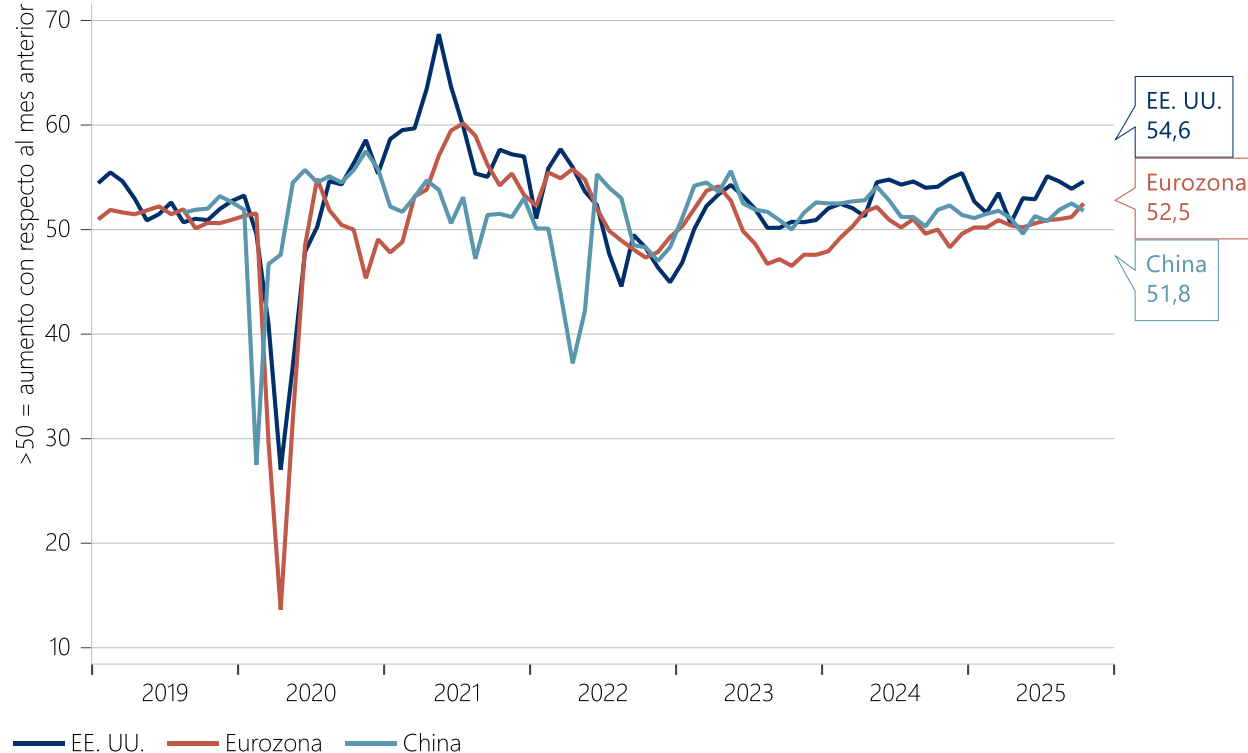


ECONOMÍA REAL



Ligera recuperación de la zona euro

Índices de gestores de compras (PMI): EE.UU. frente a la zona euro frente a China



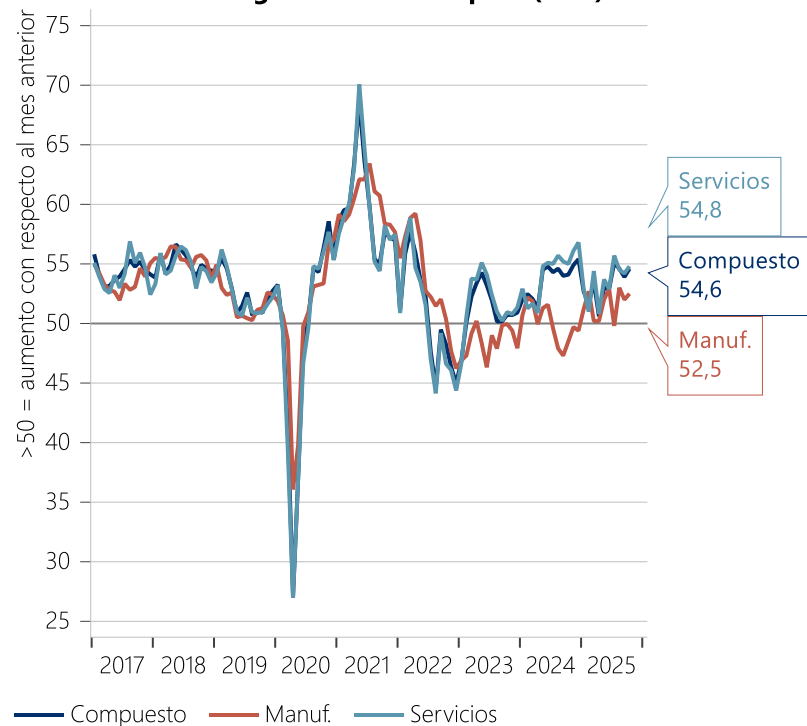
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, . Datos: 10/2025.

En octubre, las **perspectivas empresariales** en la zona euro mejoraron a un ritmo no visto en casi dos años. El índice de gestores de compras (PMI), un indicador adelantado del crecimiento, se sitúa por encima de 50 cuando más empresas anuncian mejores perspectivas comerciales que peores. En la zona euro se situó en 52,5. En Estados Unidos, el PMI siguió siendo el más alto, con **54,6**, muy por encima del PMI de China (51,8).



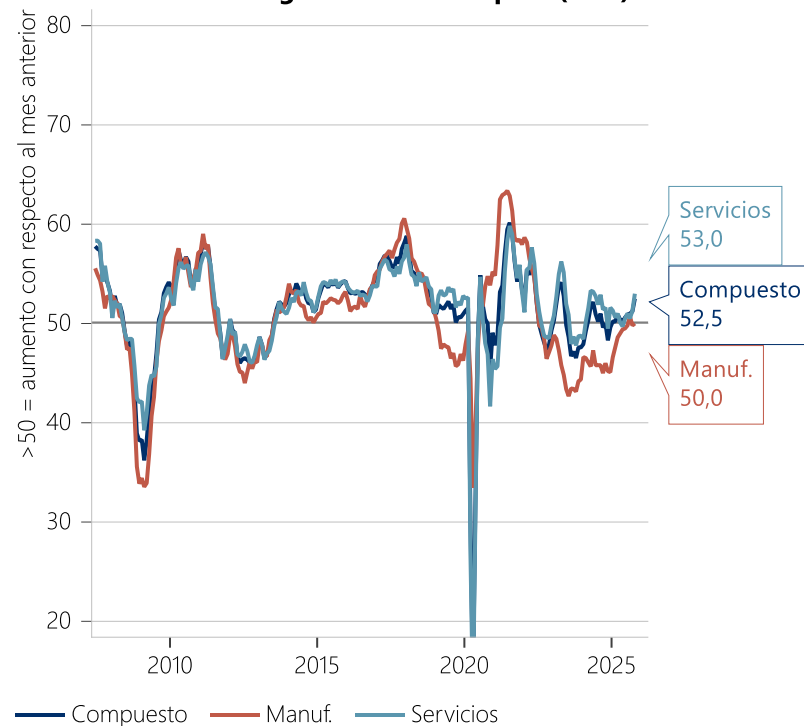
Crecimiento del sector servicios

EE.UU.: Índices de gestores de compras (PMI)



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global. Datos: 10/2025.

Eurozona: Índice de gestores de compras (PMI)



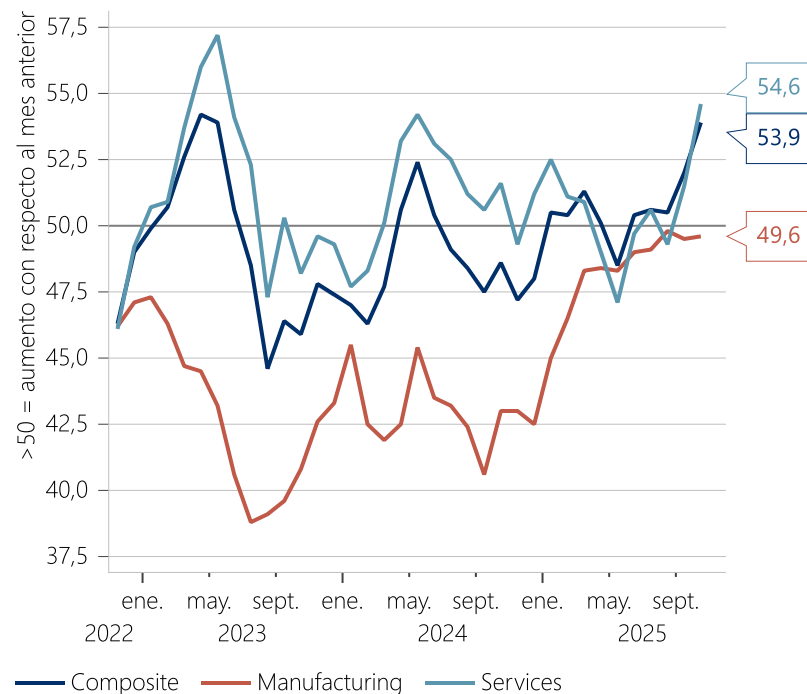
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global. Datos: 10/2025.

El **sector servicios** sigue siendo el principal **motor del crecimiento** tanto en Estados Unidos como en la zona euro. Las perspectivas para el **sector manufacturero** estadounidense han vuelto a mejorar, aunque el índice sigue siendo muy **volátil**. En la **zona euro**, el PMI manufacturero se situó en 50 y el del sector servicios subió hasta 53.



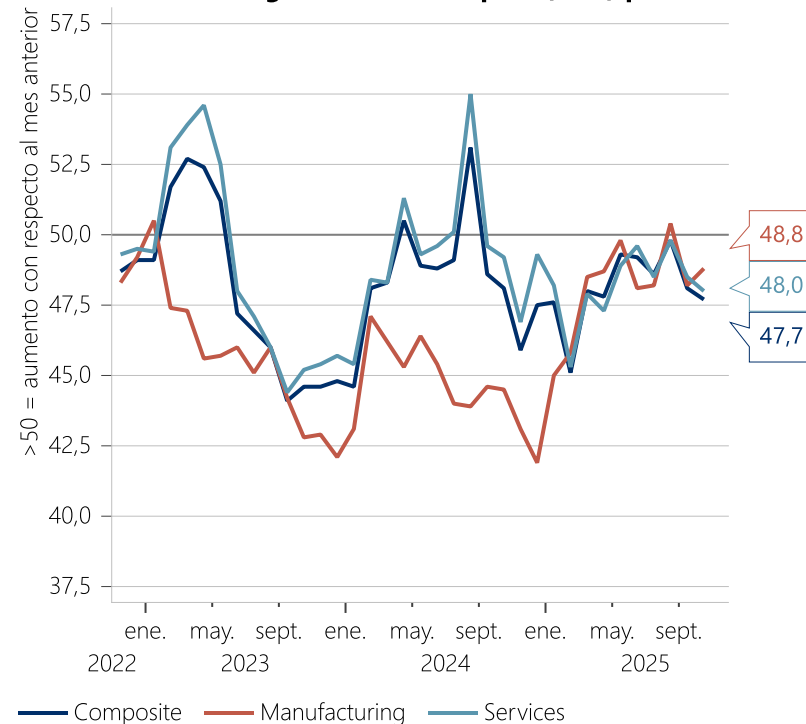
Francia por detrás de Alemania

Alemania: Índices de gestores de compras (PMI) por sectores



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global. Datos: 10/2025.

Francia: Índices de gestores de compras (PMI) por sectores



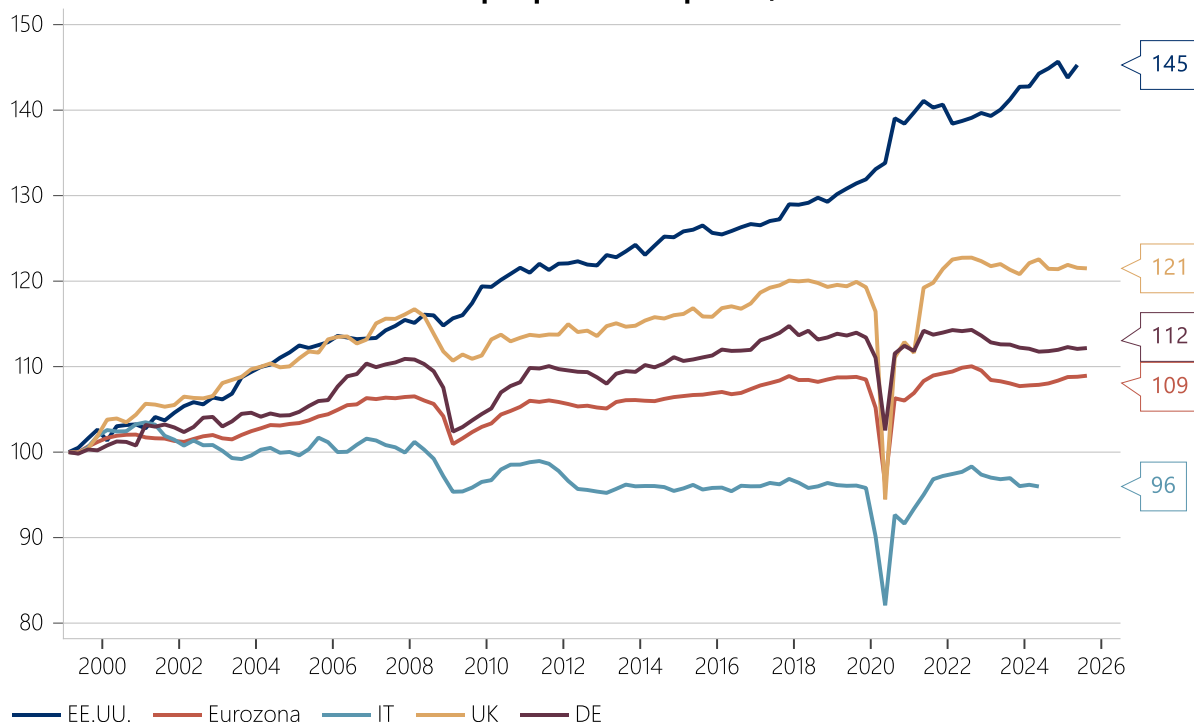
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global. Datos: 10/2025.

Dentro de la zona euro, la situación **de Francia** es especialmente **crítica**. Mientras que en Alemania las perspectivas comerciales del **sector servicios han mejorado** considerablemente en los últimos meses, los PMI franceses, tanto del sector servicios como del sector manufacturero, han caído **aún más** en la zona de contracción, por debajo de 50.



La productividad crece más en Estados Unidos

EE.UU. frente a la Eurozona: PIB real por persona empleada, 2011 = 100

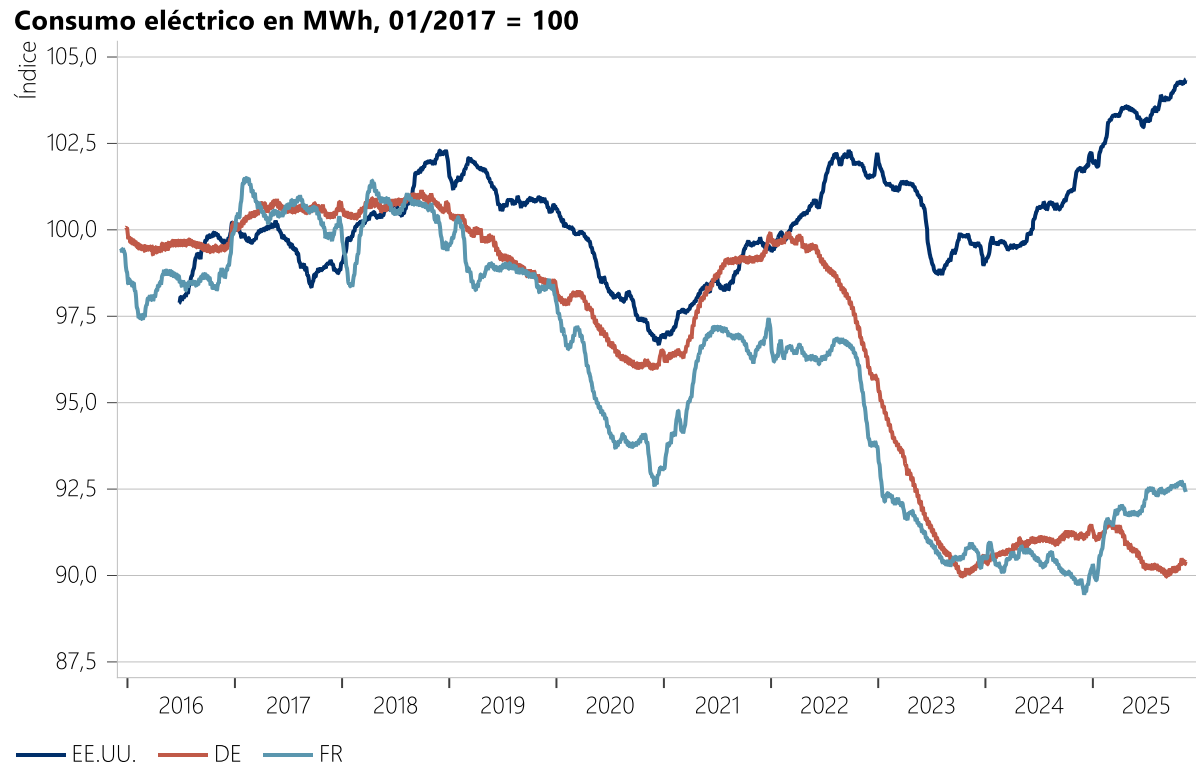


Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS, BEA, Eurostat, DESTATIS, Istat, ONS. Datos: 2025 Q2.

Desde 1999, la **productividad laboral estadounidense** (PIB por persona ocupada) ha aumentado un **45,3 %**. En el mismo periodo, en el **Reino Unido** creció a un ritmo similar hasta la **crisis financiera** de 2007/2008, pero después se ralentizó. En la **zona euro**, el panorama es mixto: la productividad laboral **de Italia** se sitúa por debajo del nivel de 1999, mientras que **Alemania** registró un aumento del **12 %** hasta 2016. Desde entonces, la productividad ha disminuido ligeramente, al igual que en Italia.



Fuerte consumo de electricidad en EE. UU.



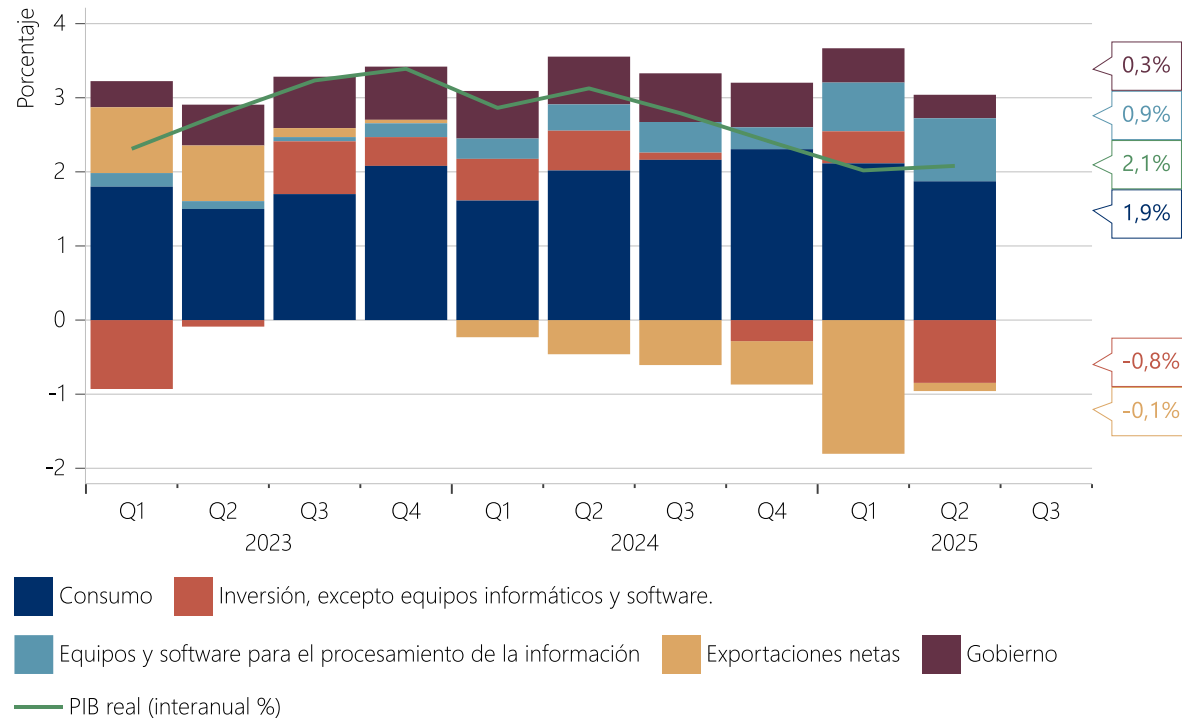
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ENTSO-E (Electricity Data), EIA. Datos: 13/11/2025.

El **consumo de electricidad**, un **indicador temprano de la producción industrial**, sigue aumentando en **EE. UU.** y ha alcanzado su nivel más alto en ocho años. Se prevé que los centros de datos de inteligencia artificial aumenten notablemente la demanda de electricidad. En Alemania y Francia, el consumo se sitúa incluso por debajo del nivel registrado durante el confinamiento por coronavirus de 2020, aunque en Francia aumentó ligeramente en 2025.



Crecimiento en EE. UU.: ¿consumo e inteligencia artificial?

Contribuciones al crecimiento anual del PIB: EE. UU.



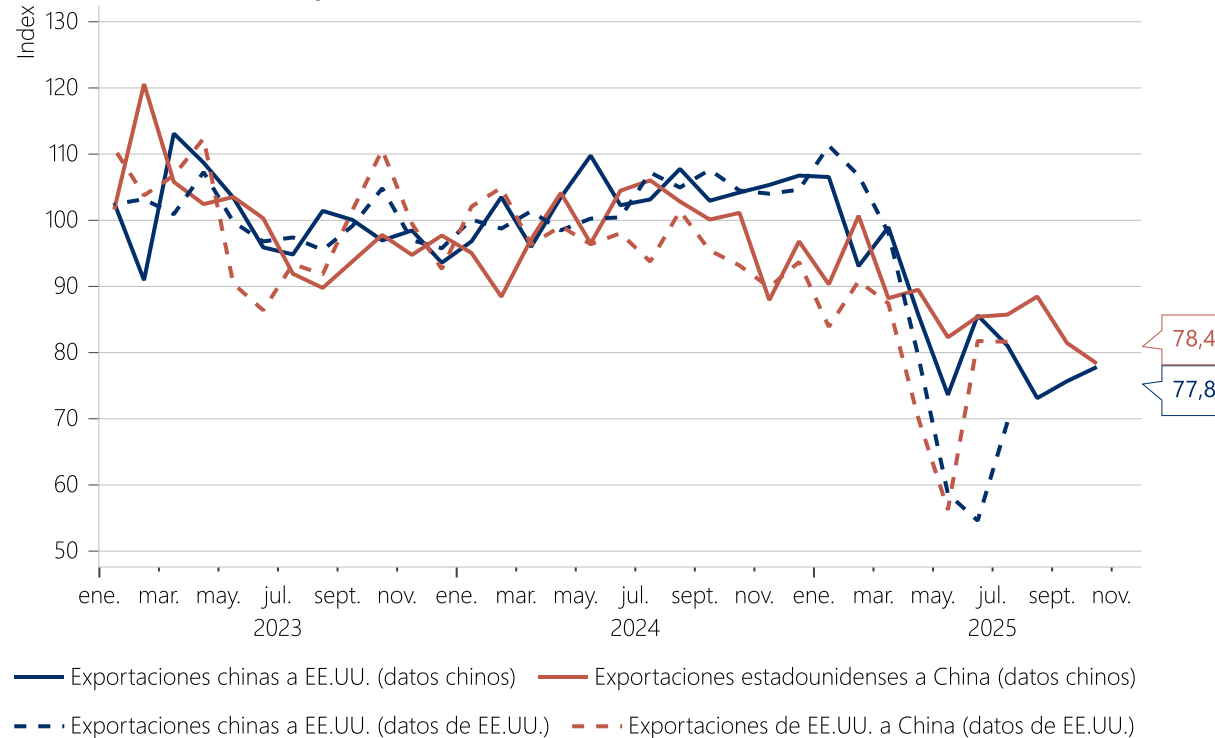
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BEA. Datos: 2025 Q2.

El consumo privado es el principal motor del **crecimiento** del PIB de EE. UU. Su contribución al crecimiento anual en el segundo trimestre fue de 1.9 puntos porcentuales. La contribución al crecimiento de **las inversiones en software e infraestructura de IA** fue de 0.9 puntos porcentuales. Se trata de una proporción considerable del crecimiento total. Esto será especialmente **relevante a largo plazo** si, como consecuencia, la **productividad** en EE. UU. sigue aumentando.



China-EE. UU.: el comercio se ha debilitado

Comercio entre EE.UU. y China: Datos de China frente a EE.UU., 2023 = 100, USD



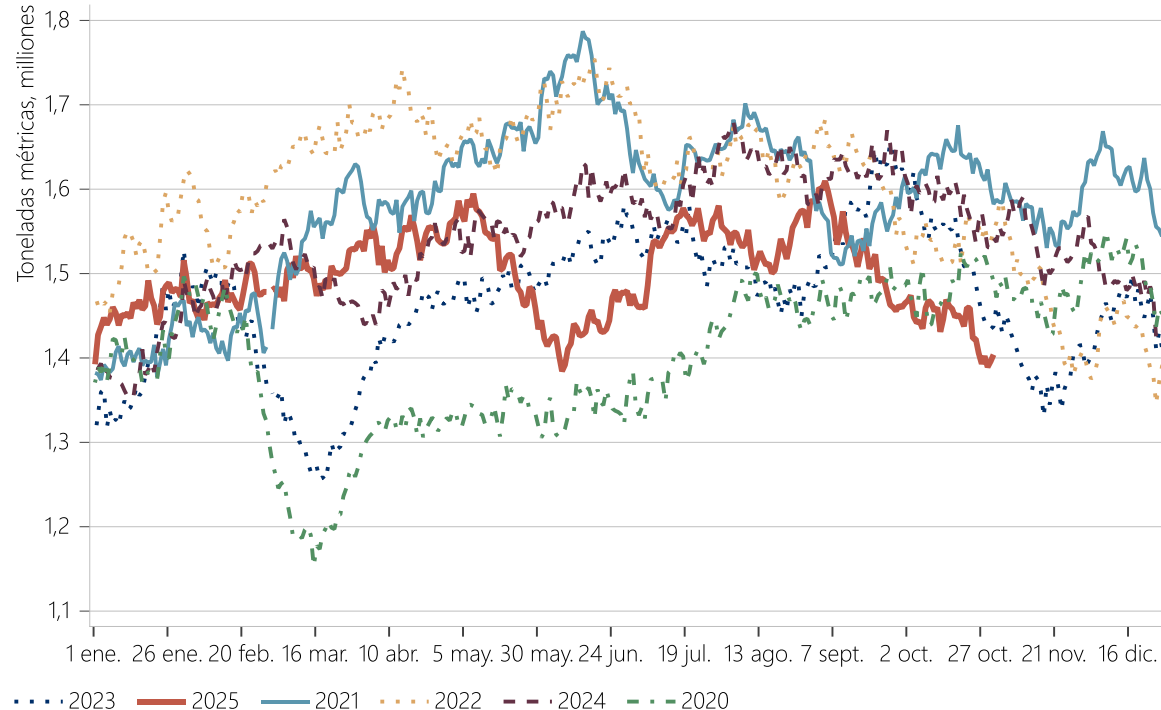
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, USCB, GAC. Datos: 10/2025.

El comercio entre China y EE. UU. se ha debilitado considerablemente desde la presidencia de Donald Trump. Según los **datos oficiales de China**, las **exportaciones a EE. UU.** son casi **un 25 % más bajas** y las **importaciones procedentes de EE. UU.** son aproximadamente **un 18 % más bajas** que la **media del año 2023**. Los datos actuales de EE. UU. no se publicarán hasta que se levante el **cierre del Gobierno**.



Menos importaciones en los puertos de EE.UU.

Importaciones en los 40 puertos estadounidenses más importantes



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Macrobond. Datos: 31/10/2025.

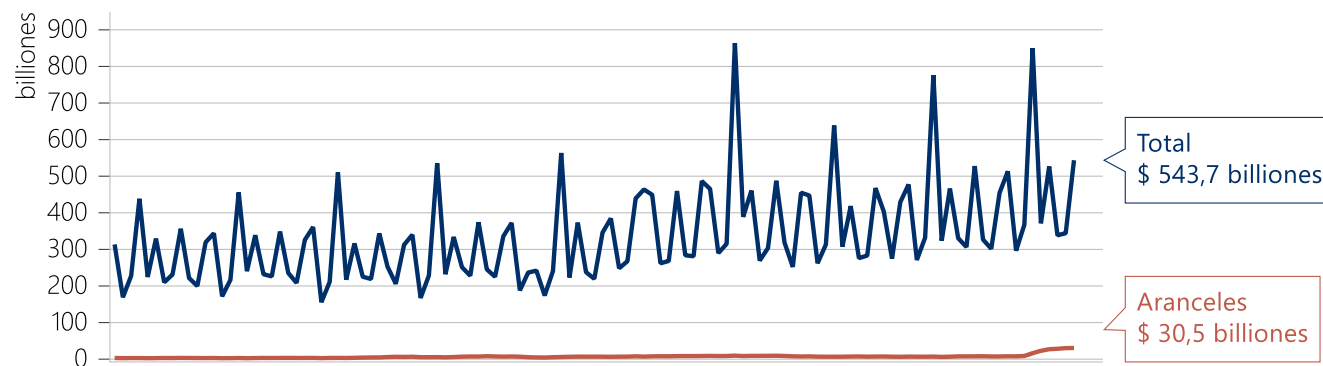
En las últimas semanas, **las importaciones en los puertos estadounidenses** han sido **significativamente menores** que en el mismo periodo de los últimos cinco años. Las **importaciones estadounidenses** aumentaron hasta **principios de abril** a un ritmo similar al de **2021** y disminuyeron hasta **principios de junio**. Tras una **normalización** hasta **mediados de agosto**, las **importaciones** volvieron a descender y, finalmente, fueron **incluso inferiores a las del año pandémico 2020**.



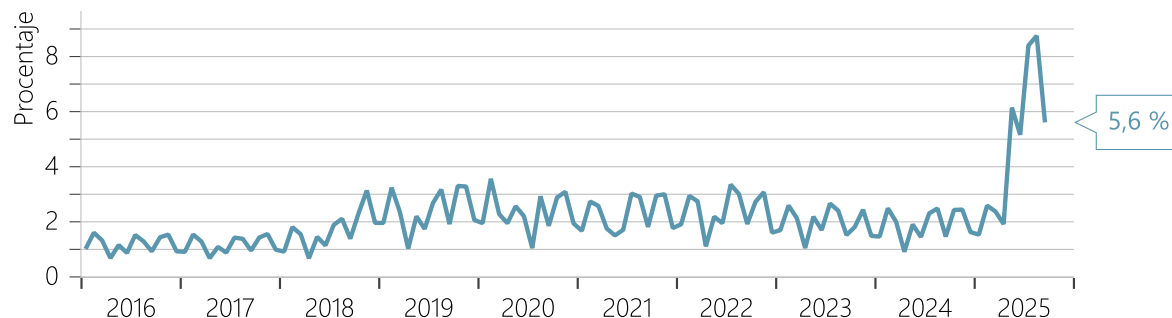
Aranceles: importancia limitada para el presupuesto

Ingresos aduaneros de EE. UU.

Ingresos del Gobierno de EE. UU. en miles de millones de dólares estadounidenses



Ingresos aduaneros como porcentaje de los ingresos totales



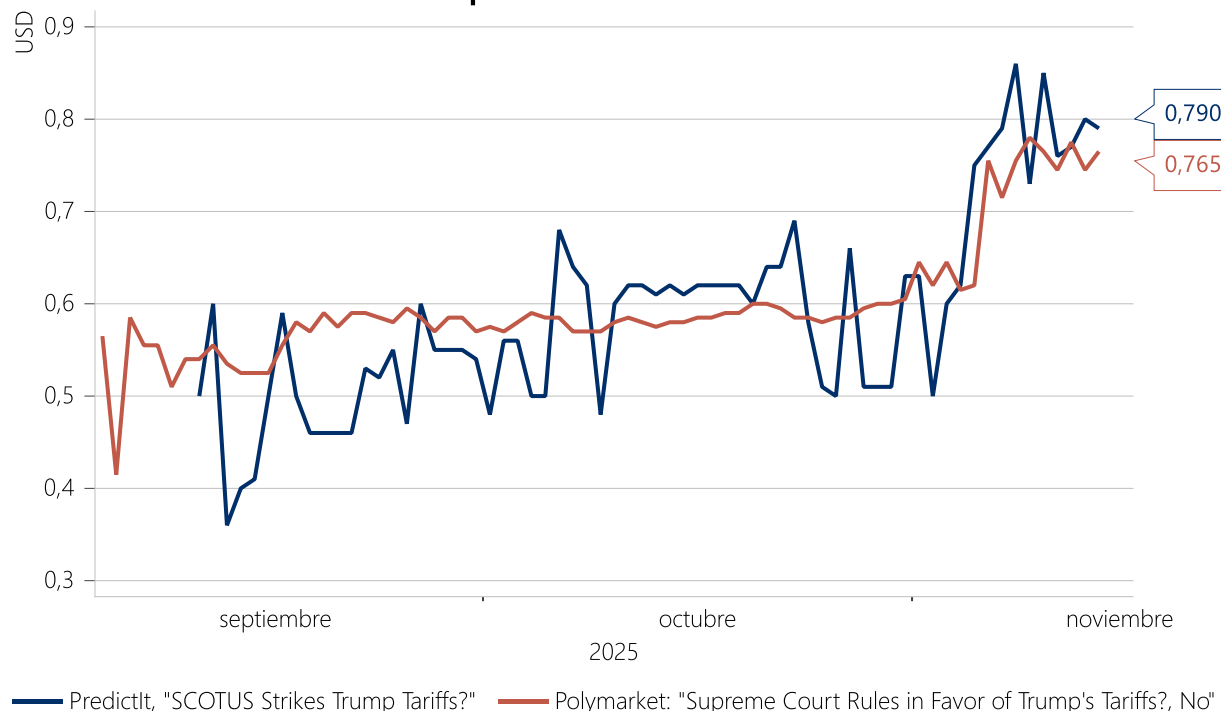
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Treasury. Datos: 09/2025.

A pesar del **aumento récord**, los **ingresos por aranceles de EE. UU.** siguen siendo **marginales**. Si bien es cierto que los ingresos absolutos han **aumentado considerablemente** últimamente, su proporción en los **ingresos públicos totales** es del 5,6 %.



La Corte Suprema decide sobre los aranceles

Precio de mercado de un contrato que paga 1 USD en caso de que la Corte Supremo falle en contra de los aranceles de Trump.



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, PredictIt, Polymarket. Datos: 14/11/2025.

La **Suprema Corte de Justicia de los Estados Unidos (SCOTUS)** decidirá en una **fecha aún por determinar** sobre la legalidad de la **política arancelaria** de Donald Trump. Los **mercados de predicción** estiman actualmente en un **76 %** la probabilidad de que se dicte una sentencia en contra. Tal sentencia generaría **incertidumbre** sobre la futura política arancelaria y conllevaría la **devolución** de los ingresos arancelarios recaudados hasta la fecha.



Condiciones de financiamiento

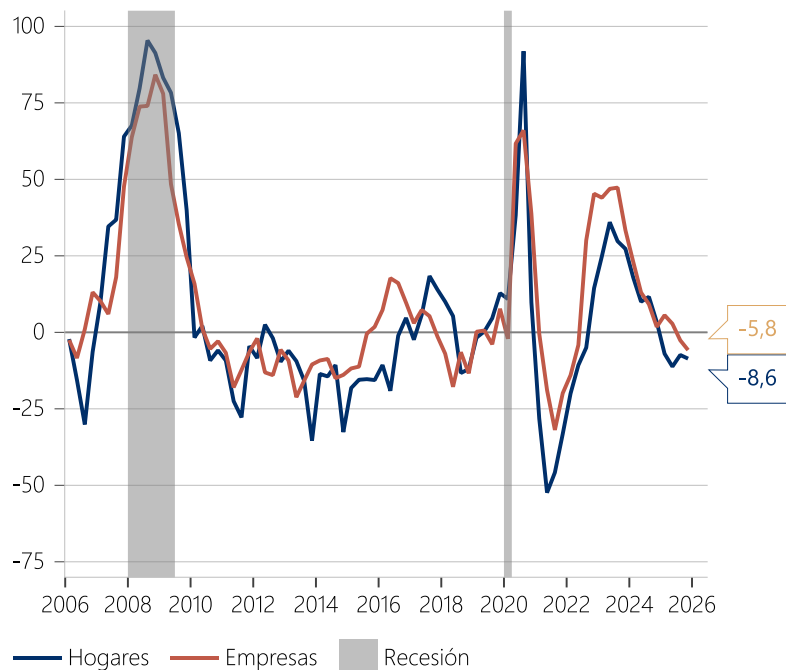


Fuente: Generado por ChatGPT



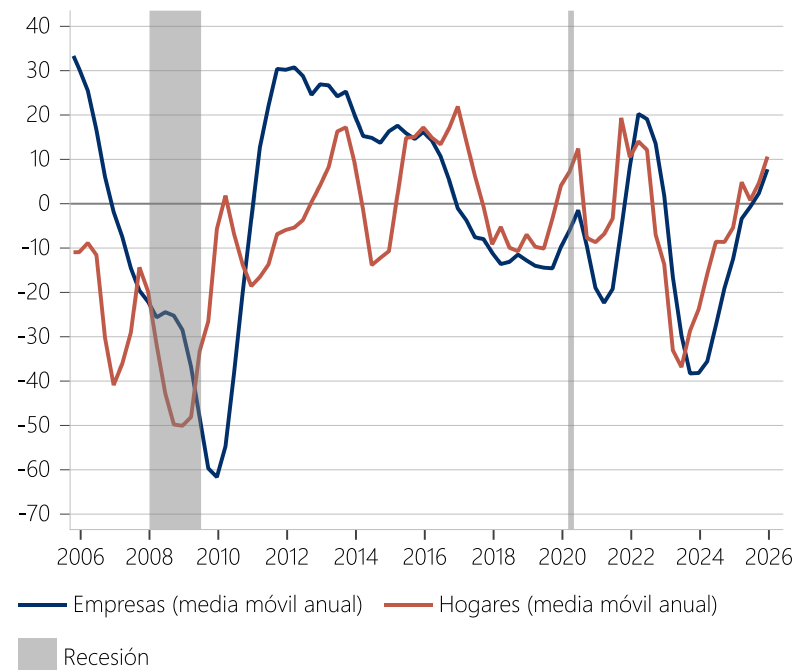
Los bancos estadounidenses conceden más créditos

SLOOS: Bancos con condiciones crediticias más estrictas vs más flexibles



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Fed, NBER. Datos: 2025 Q4.

SLOOS: Bancos con aumento vs reducción de la demanda de crédito



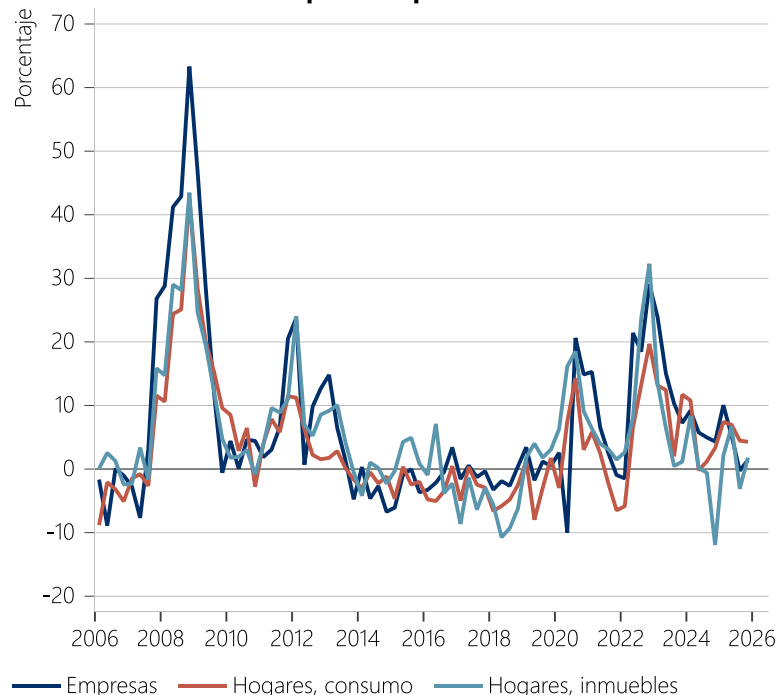
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Fed, NBER. Datos: 12/2025.

La **encuesta SLOOS** de octubre muestra que más bancos han flexibilizado sus **criterios de concesión de créditos** tanto para hogares como para empresas que los han endurecido (valor negativo). La mayoría de los bancos encuestados ha informado de un aumento de la demanda de crédito en los últimos tres meses (valor positivo).



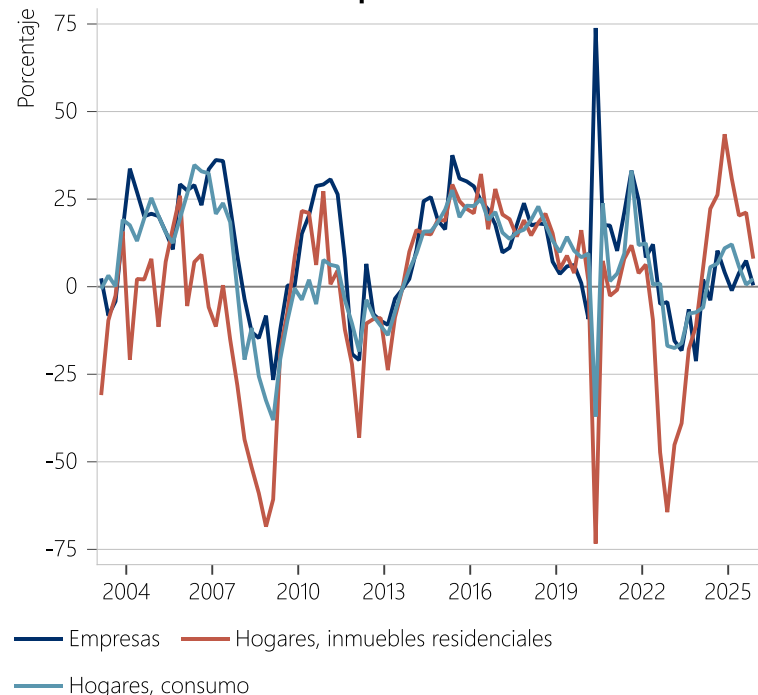
Condiciones crediticias restrictivas en la zona euro

Condiciones crediticias para los próximos 3 meses



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB. Datos: 2025 Q4.

Demanda de crédito en los próximos 3 meses



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB. Datos: 2025 Q4.

Según la encuesta sobre préstamos bancarios (BLS) del BCE para el tercer trimestre, las **condiciones crediticias seguirán siendo restrictivas** en los próximos tres meses. Los bancos no esperan una flexibilización de las condiciones crediticias (valor negativo) ni para **los hogares** ni para **las empresas**. Según los encuestados, la demanda neta de crédito aumentará en **el sector inmobiliario residencial**, pero se mantendrá prácticamente sin cambios para las empresas y el consumo.



EE. UU.: Consumo privado y mercado laboral

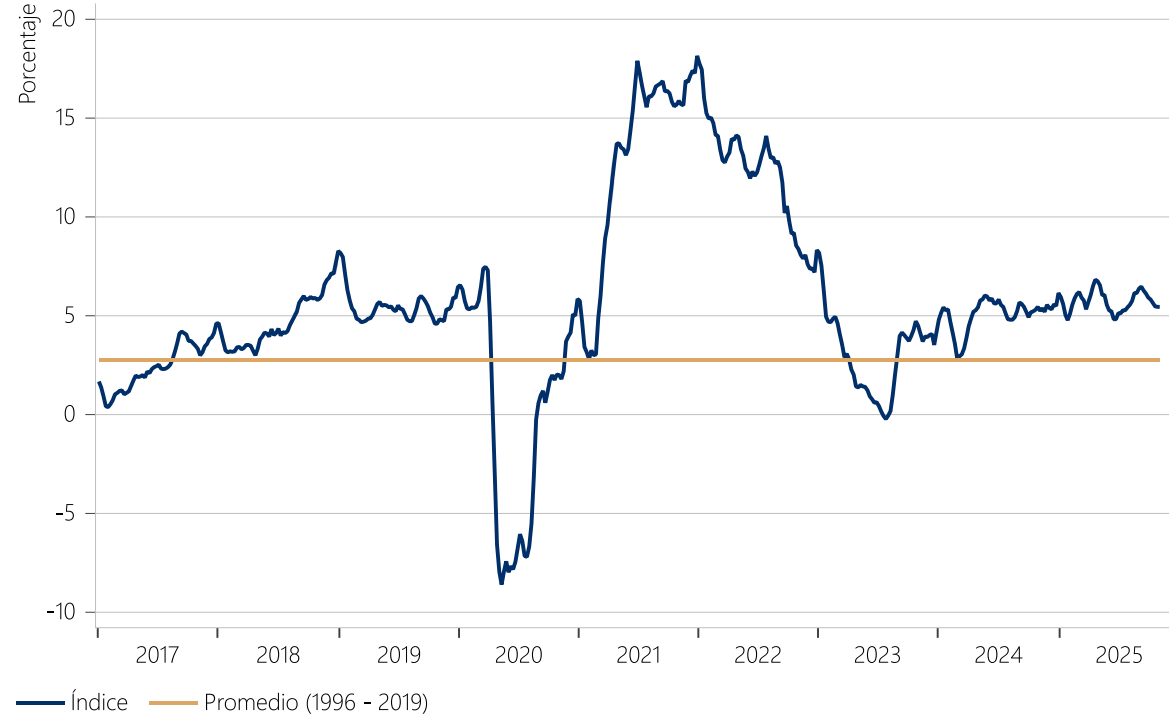


Fuente: Generado por ChatGPT



Las ventas minoristas siguen aumentando

EE.UU.: Índice Johnson Redbook de comercio al por menor (% interanual)



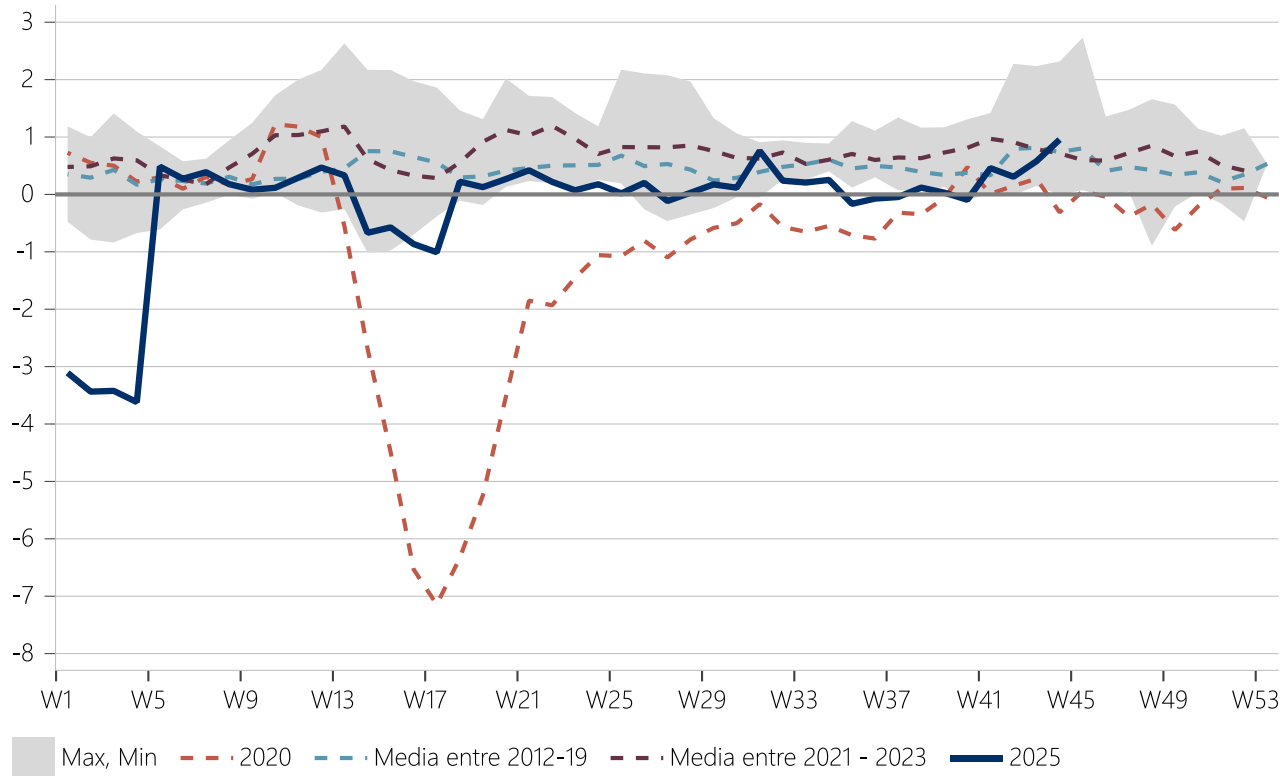
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Redbook Research Inc.. Datos: 2025 W45.

El índice semanal «Johnson Redbook Retail Sales» registra las **ventas de los grandes almacenes y las tiendas minoristas** en EE. UU. La variación sigue estando por encima de la **media** calculada desde **1997** y muestra **unas fuertes ventas minoristas en EE. UU.** hasta el 26 de octubre de 2025.



Los créditos de tarjetas de crédito vuelven a aumentar...

Crédito al consumo: tarjetas de crédito, % intermensual



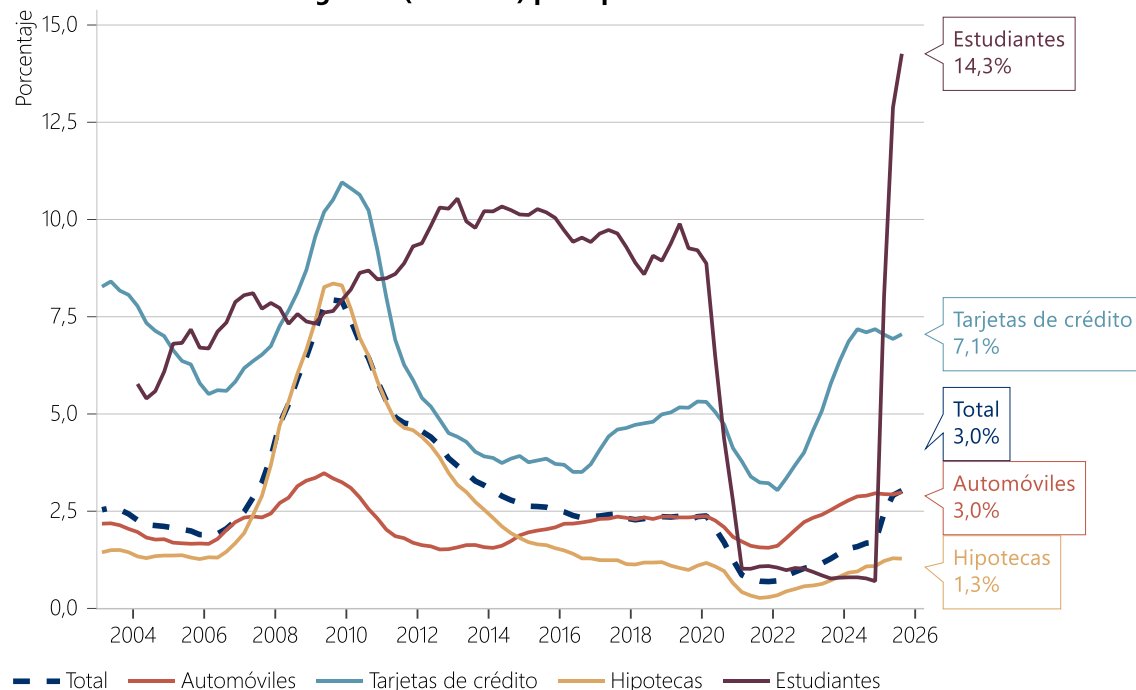
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Fed. Datos: 27/10/2025.

En 2025, la **deuda de las tarjetas de crédito** creció **más lentamente** que en los últimos años. Sin embargo, la **variación mensual** lleva dos semanas **por encima del patrón estacional habitual** de años anteriores y sigue siendo **volátil**. En **septiembre** se revisaron a la baja las cifras desde enero de 2025.



... así como los atrasos en los pagos.

Transición a "morosidad grave" (90+ días) por tipo de crédito



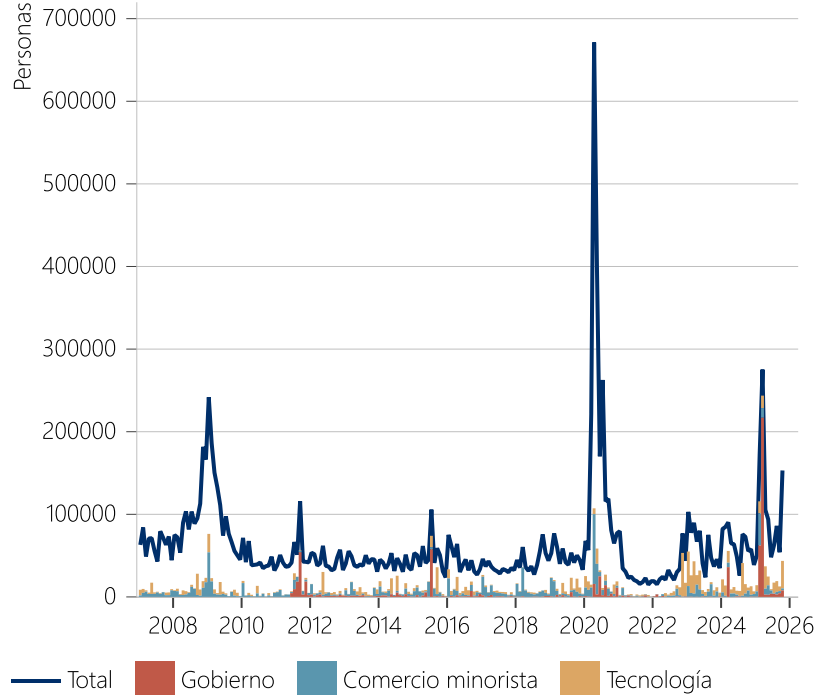
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, New York Fed. Datos: 2025 Q3.

La proporción de **saldos de tarjetas de crédito** con más de 90 días de retraso es actualmente del **7,1 %**. Los atrasos en los **préstamos para estudiantes** aumentaron especialmente hasta el **14.3 %**, tras expirar las moratorias de pago relacionadas con la pandemia. Los atrasos en los **préstamos para automóviles** se situaron en el **3.0 %**, el nivel más alto en casi diez años. Por el contrario, los atrasos en las **hipotecas** se mantienen en un nivel históricamente bajo, con un **1.3 %**. En total, la proporción de atrasos es del **3.0 %**.



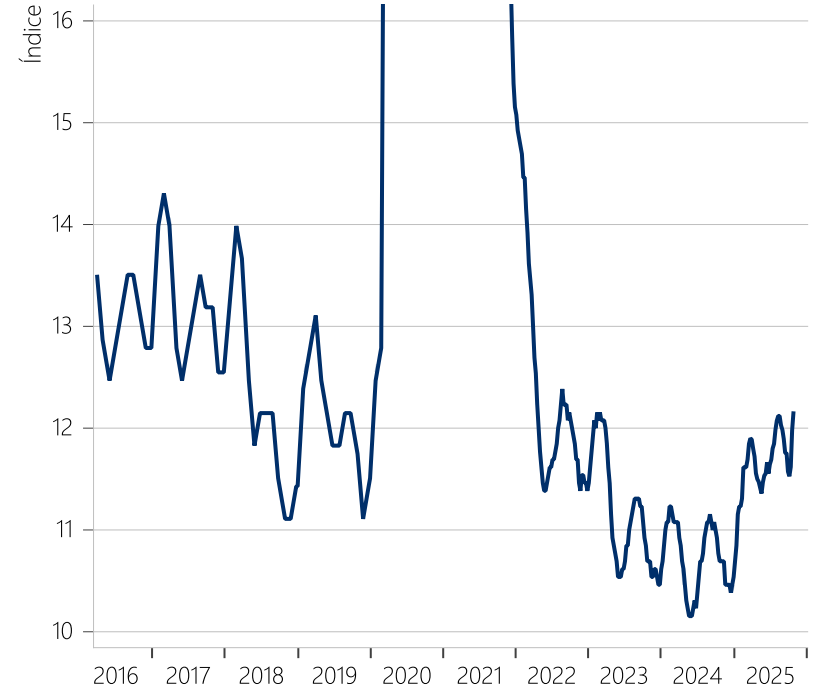
EE. UU.: aumentan los despidos previstos

EE.UU.: despidos previstos



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Challenger, Gray & Christmas, Inc..
Datos: 10/2025.

Búsquedas en Google de términos de la categoría "Ayudas sociales y desempleo"



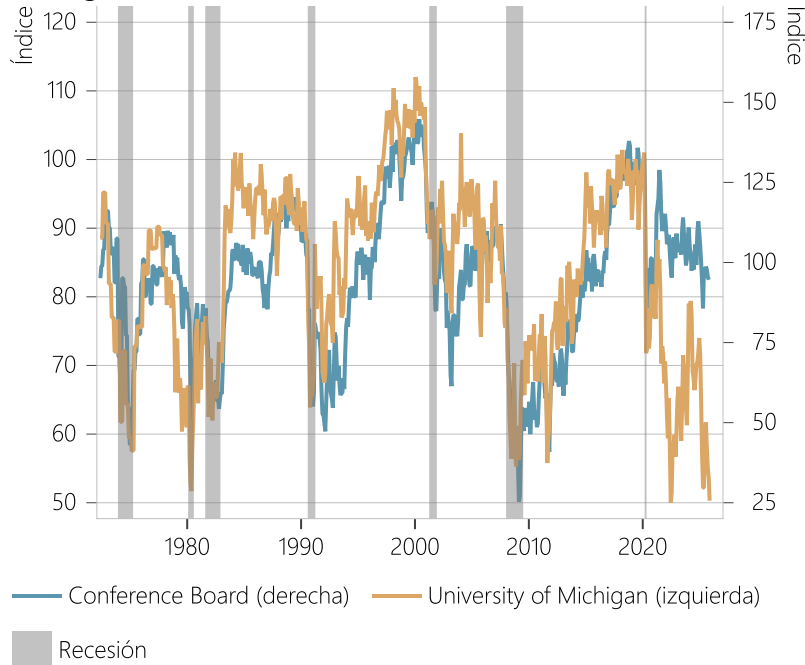
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, . Datos: 2025 W44.

En **octubre**, los despidos previstos ascendieron a **153 000**, una cifra solo superada por los **despidos de DOGE** en marzo desde el inicio de la **crisis del coronavirus**. Los despidos se registraron especialmente en el **sector de las tecnologías de la información y el almacenamiento**. Las **búsquedas** en Google de términos relacionados con el **desempleo** han aumentado desde **enero de 2025**, pero siguen estando **por debajo de la media** de los años anteriores a la crisis del coronavirus.



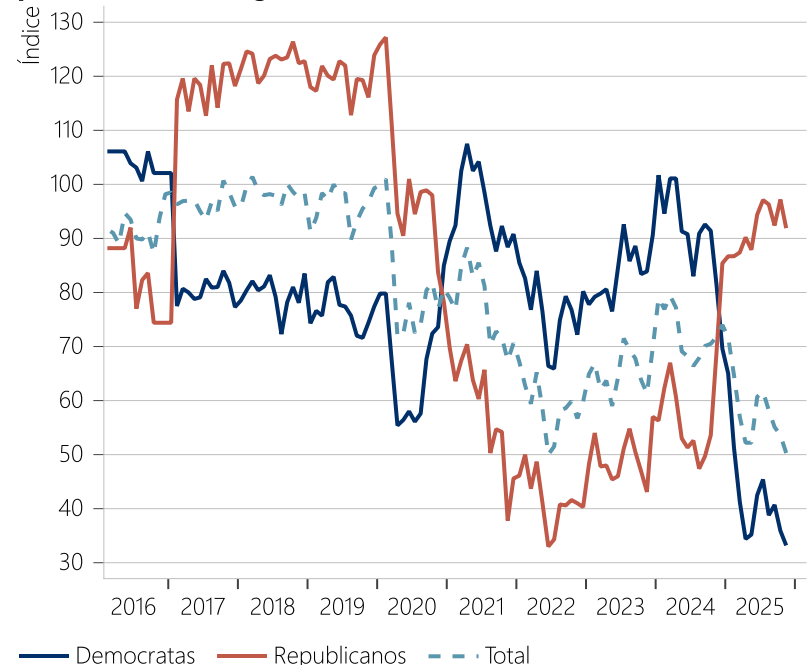
El ánimo vuelve a empeorar

Índice de confianza del consumidor: Conference Board vs. U. Michigan



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, TCB, University of Michigan, NBER.
Datos: 10/2025.

EE.UU.: Índice de confianza del consumidor por partidos políticos, U. Michigan

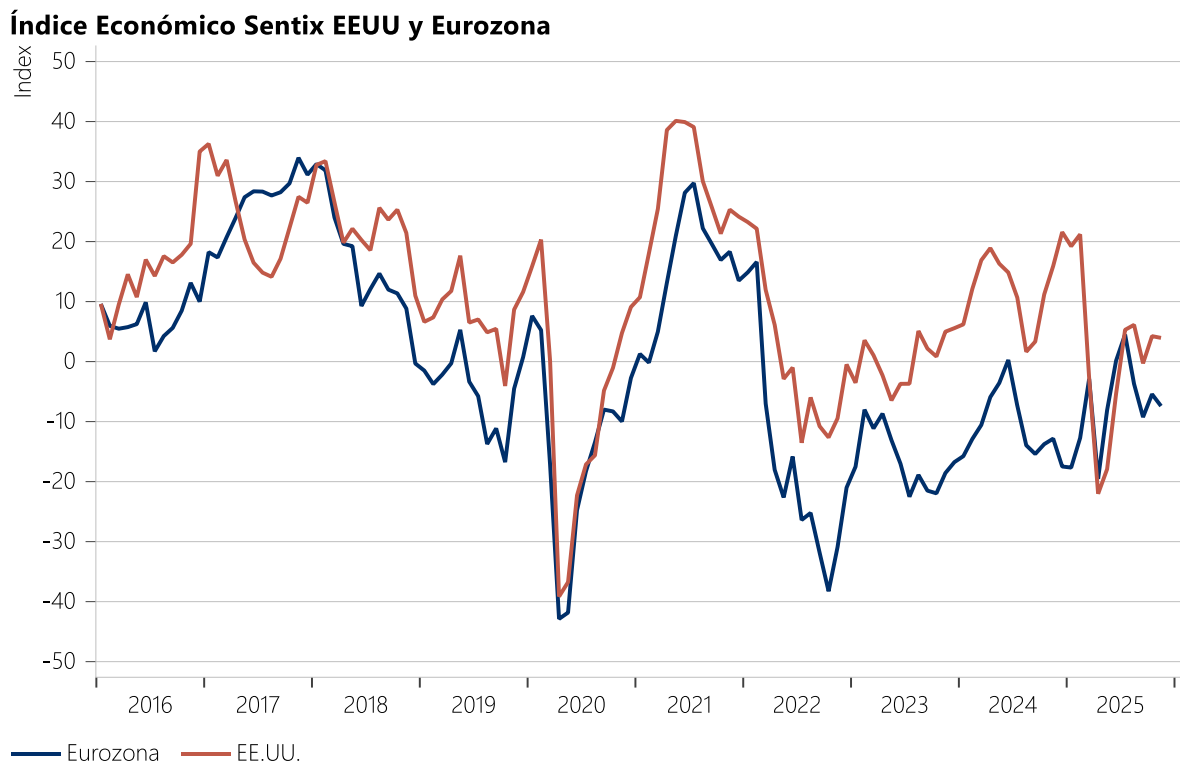


Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, University of Michigan. Datos:
11/2025.

Los primeros anuncios arancelarios de Trump afectaron el ánimo de los consumidores. El índice de confianza del consumidor del Conference Board cayó al nivel del choque del coronavirus. El índice de confianza del consumidor de la Universidad de Michigan alcanzó valores que normalmente solo se dan en épocas de recesión. Como es habitual, los seguidores del partido de la oposición se muestran mucho más pesimistas. Tras una breve recuperación, el ánimo volvió a empeorar últimamente, sobre todo entre los demócratas.



El ánimo de los inversionistas sigue siendo pesimista



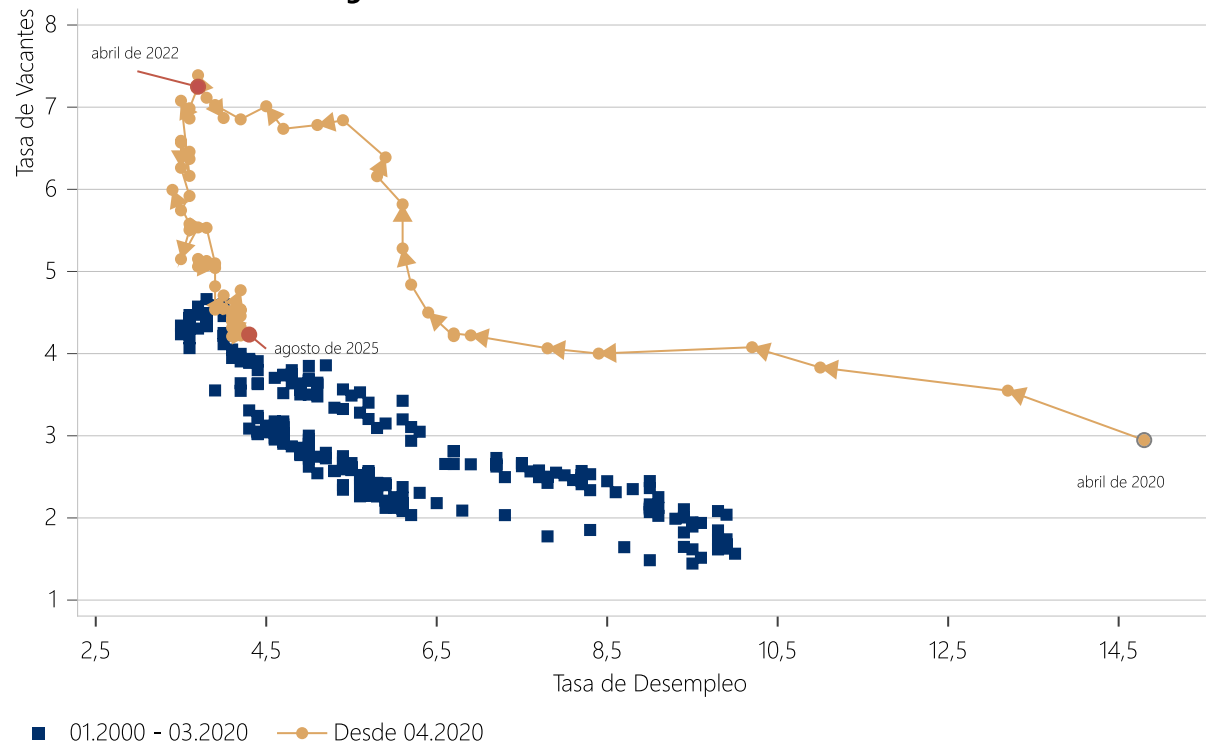
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Sentix. Datos: 11/2025.

El **índice económico Sentix** refleja las expectativas de los inversionistas. En la **zona euro**, tras los anuncios de programas de armamento e infraestructura financiados con deuda en Alemania, subió inicialmente de forma significativa, pero luego volvió a caer y se recuperó ligeramente el mes pasado. En **Estados Unidos**, el índice ha descendido notablemente desde principios de año, se ha recuperado temporalmente y últimamente vuelve a mostrarse **más optimista**.



El mercado laboral estadounidense se normaliza

EE. UU.: Curva de Beveridge



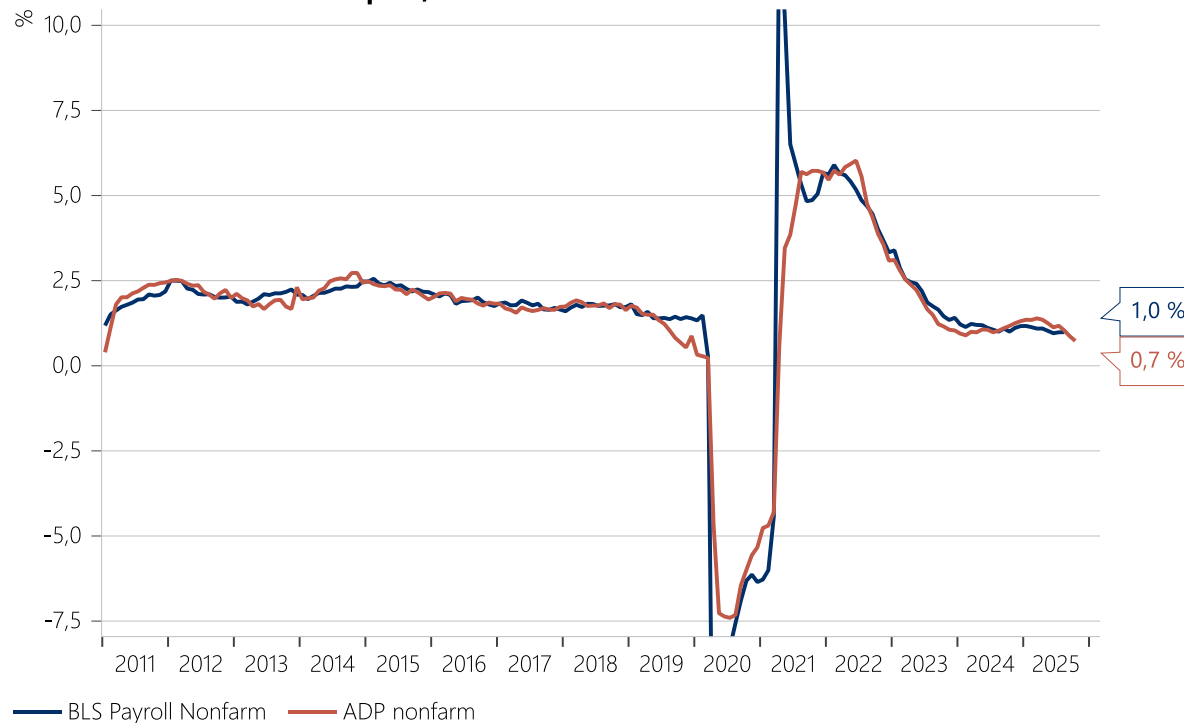
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS. Datos: 02/2020.

La **curva de Beveridge**, que describe la relación entre la **tasa de vacantes** (el número de puestos vacantes como porcentaje del número total de puestos ocupados y vacantes) y la **tasa de desempleo**, está explorando **nuevos territorios**. Actualmente, una **tasa de desempleo del 4.3 %** va acompañada de una **tasa de vacantes del 4.2 %**. En el pasado, una tasa de desempleo tan baja solía ir acompañada de una tasa de vacantes de entre el tres y el cuatro por ciento.



Disminuye el crecimiento del empleo

EE. UU.: Crecimiento del empleo, interanual %



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS, ADP. Datos: 08/2025.

En **septiembre**, el número de empleos en el sector privado (sin incluir la agricultura) aumentó un **0,7 %** con respecto al año anterior, según **el informe de ADP**. Las **cifras oficiales** se publicarán tras el fin del **cierre del Gobierno**. El **mercado laboral estadounidense** se mantiene **estable**, pero el **crecimiento del empleo** es ahora **más lento** que en los años entre la crisis financiera y la crisis del coronavirus.



Descenso en las tasas de respuesta a las encuestas



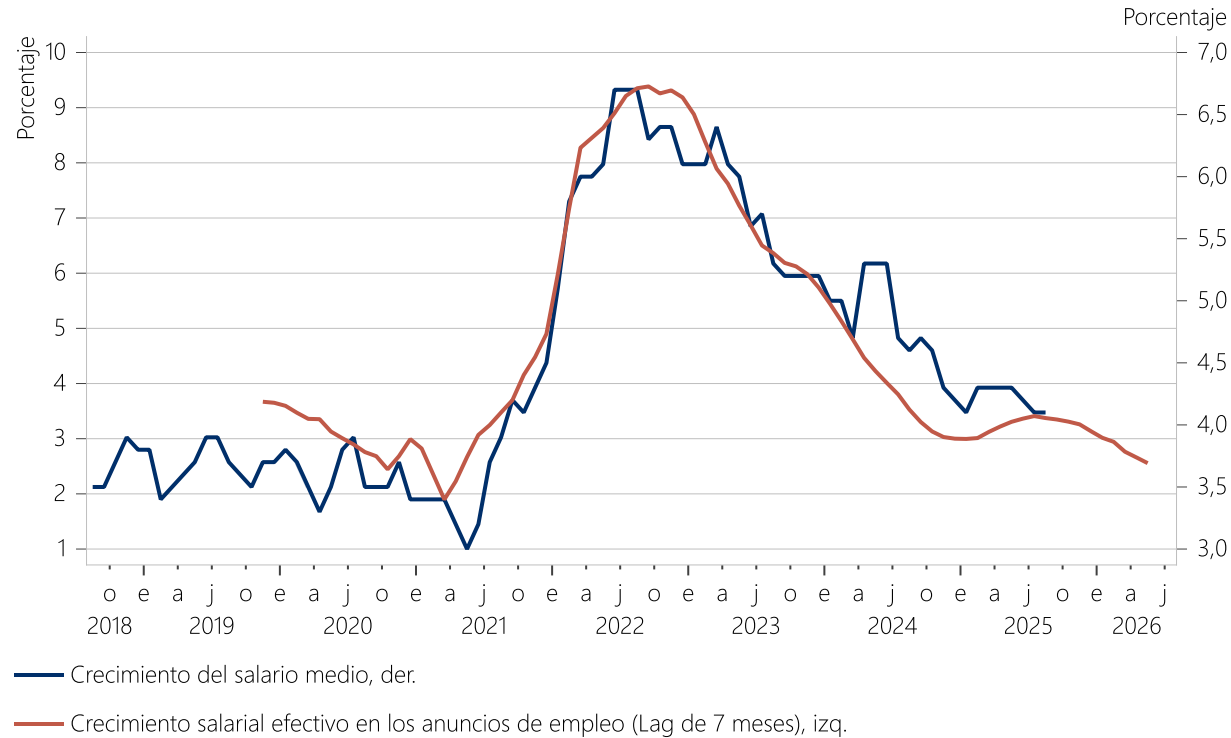
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS. Datos: 03/2025.

Los datos del mercado laboral estadounidense se basan en una encuesta a hogares y otra a empresas, y esta última suele tener una tasa de respuesta más baja. Las tasas de respuesta de ambas encuestas han bajado mucho desde 2020. El cierre del gobierno ha dejado huecos que hay que llenar. Queda por ver si esto afectará aún más a la disposición a responder.



EE. UU.: ¿Normalización del crecimiento salarial?

EE.UU.: El crecimiento salarial podría normalizarse



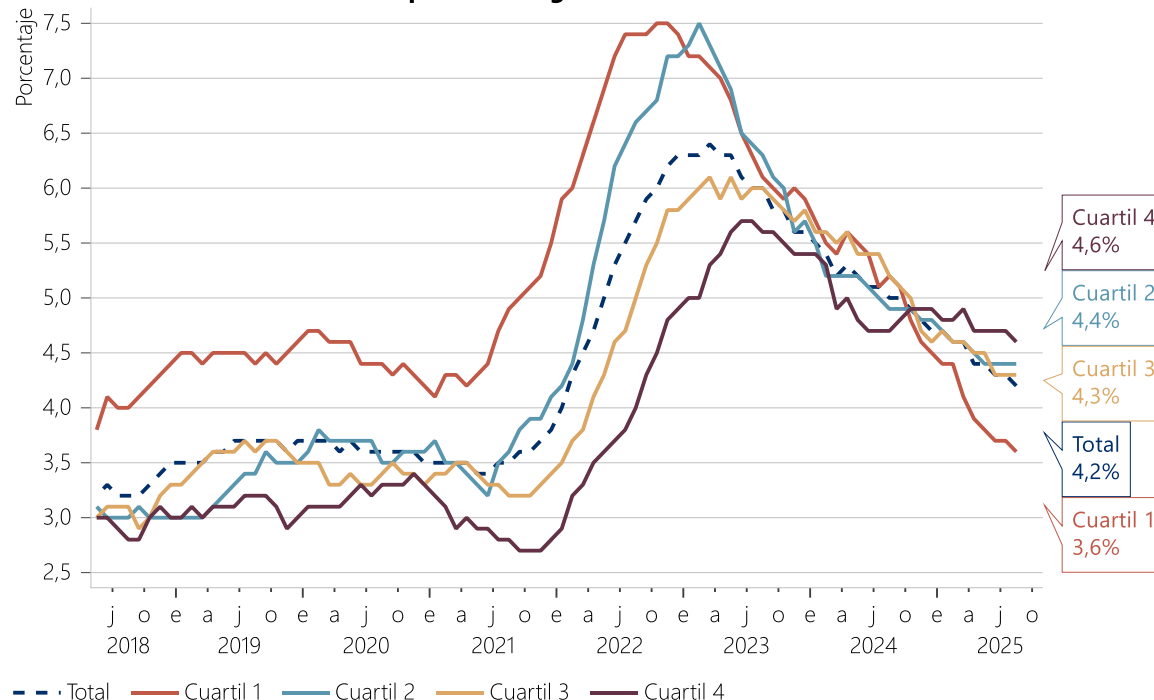
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Atlanta Fed, Indeed Hiring Lab. Datos: 14/11/2025.

El **crecimiento salarial** según el **Wage Tracker** de **Indeed Hiring Lab** parece adelantarse unos siete meses al **crecimiento salarial medio** en EE. UU. Si esto es cierto, el crecimiento salarial podría seguir disminuyendo.



EE. UU.: ¿Normalización del crecimiento salarial?

EE. UU.: Crecimiento del salario por hora según el nivel salarial



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Atlanta Fed. Datos: 08/2025.

En **agosto**, los **salarios por hora** aumentaron una media del **4,2 %**. La distribución de los aumentos salariales entre los diferentes **grupos salariales** muestra una **dispersión** cada vez mayor: en **el cuartil salarial más bajo**, los salarios aumentaron un **3,6 %**, mientras que en **el cuartil más alto** lo hicieron un **4,6 %**. Hasta **2022**, el cuartil más bajo registró los mayores **aumentos salariales**. Desde **enero de 2025**, los **aumentos salariales** en el cuartil más alto son, por primera vez desde **2014**, superiores a los del más bajo.



Los salarios nominales siguen aumentando

Crecimiento de los salarios nominales - Indeed Hiring Lab



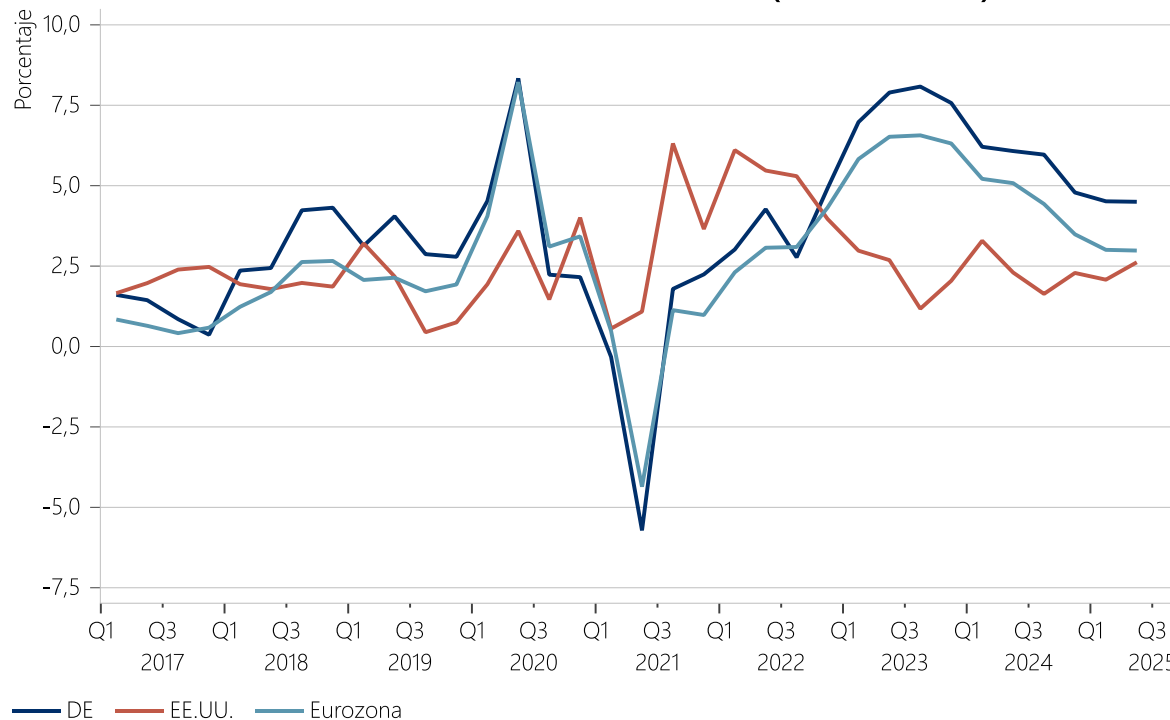
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Indeed Hiring Lab. Datos: 09/2025.

El **Wage Tracker** de **Indeed Hiring Lab** muestra que los salarios nominales siguen aumentando. En **septiembre**, la tasa de variación fue del **2.8 %** en la zona euro, **del 3.4 %** en **Alemania**, del **2 %** en **Francia** y del **2.6 %** en **Estados Unidos**. Solo en Alemania los salarios están aumentando más rápidamente que a principios de año.



Los costos laborales unitarios aumentan menos en EE. UU.

EE. UU. vs eurozona vs Alemania: costes salariales unitarios (interanual en %)



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, DESTATIS, BLS, ECB, ONS. Datos: 2025 Q2.

Con el aumento **de la inflación**, los trabajadores exigen **aumentos** salariales para mantener su **poder adquisitivo**. En **Estados Unidos**, el rápido crecimiento de la **productividad** hace que los **costos unitarios de los salarios** aumenten un **2,6 % con respecto al año anterior**, un ritmo más lento que en la **zona euro (3 %)** y **Alemania (4,5 %)**. Por lo tanto, es probable que la **presión inflacionaria** sea mayor en la **zona euro** que en Estados Unidos.



China

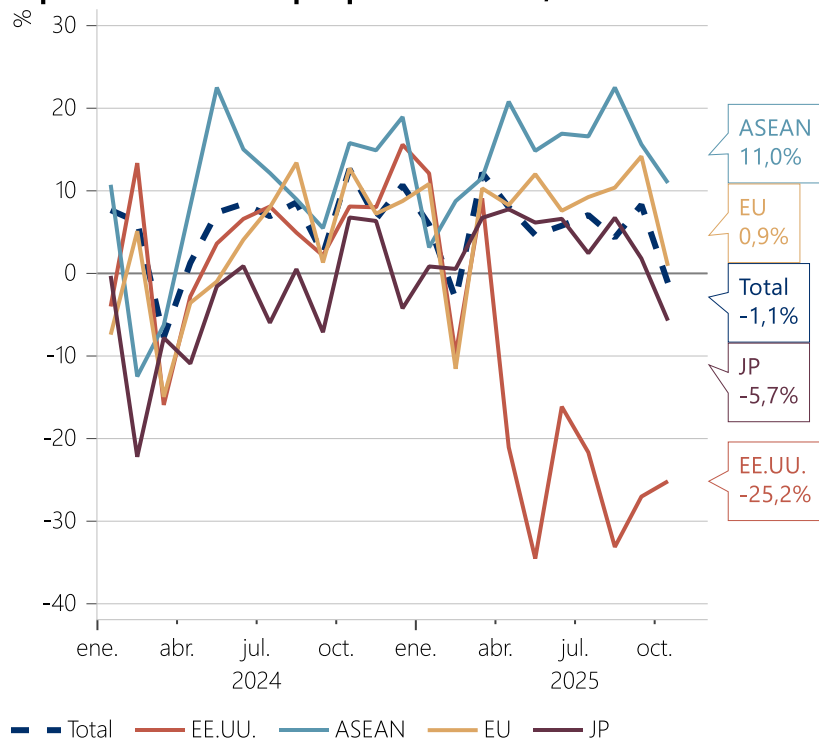


Fuente: Generado por ChatGPT



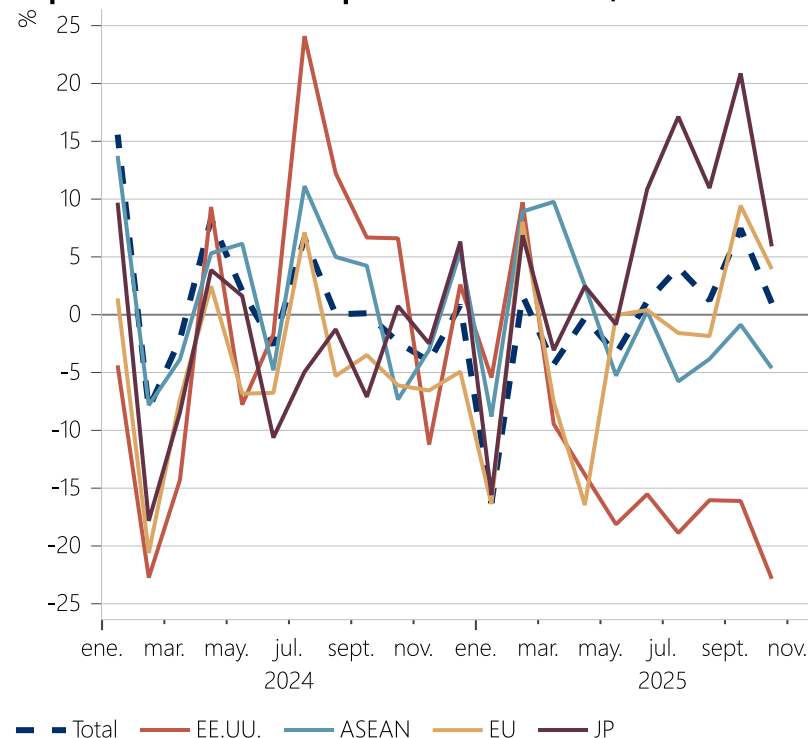
China: las exportaciones disminuyen ligeramente

Exportaciones chinas por país de destino, % interanual



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, GAC. Datos: 10/2025.

Importaciones chinas de países seleccionados, % interanual



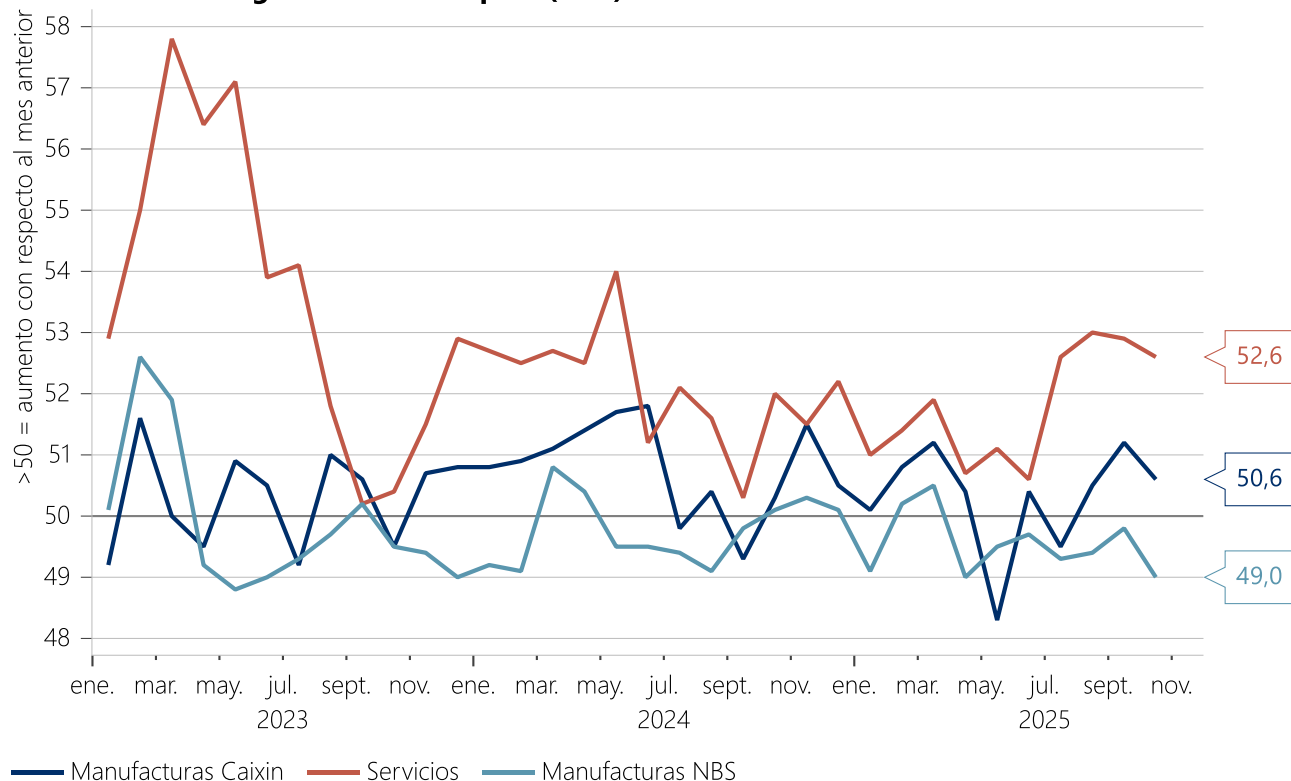
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, GAC. Datos: 10/2025.

El comercio de China con EE. UU. ha disminuido considerablemente. El aumento del 11 % en las exportaciones a los países de la ASEAN indica que parte de **los envíos a EE. UU.** se han **desviado** a través de estos países. En total, las exportaciones de China fueron un 1,1 % inferiores a las del mismo mes del año anterior. Al mismo tiempo, **las importaciones aumentaron un 1 %**, siendo **Japón** el país que registró el **mayor crecimiento**.



China: el sector manufacturero sigue débil

China: Índices de gestores de compras (PMI)



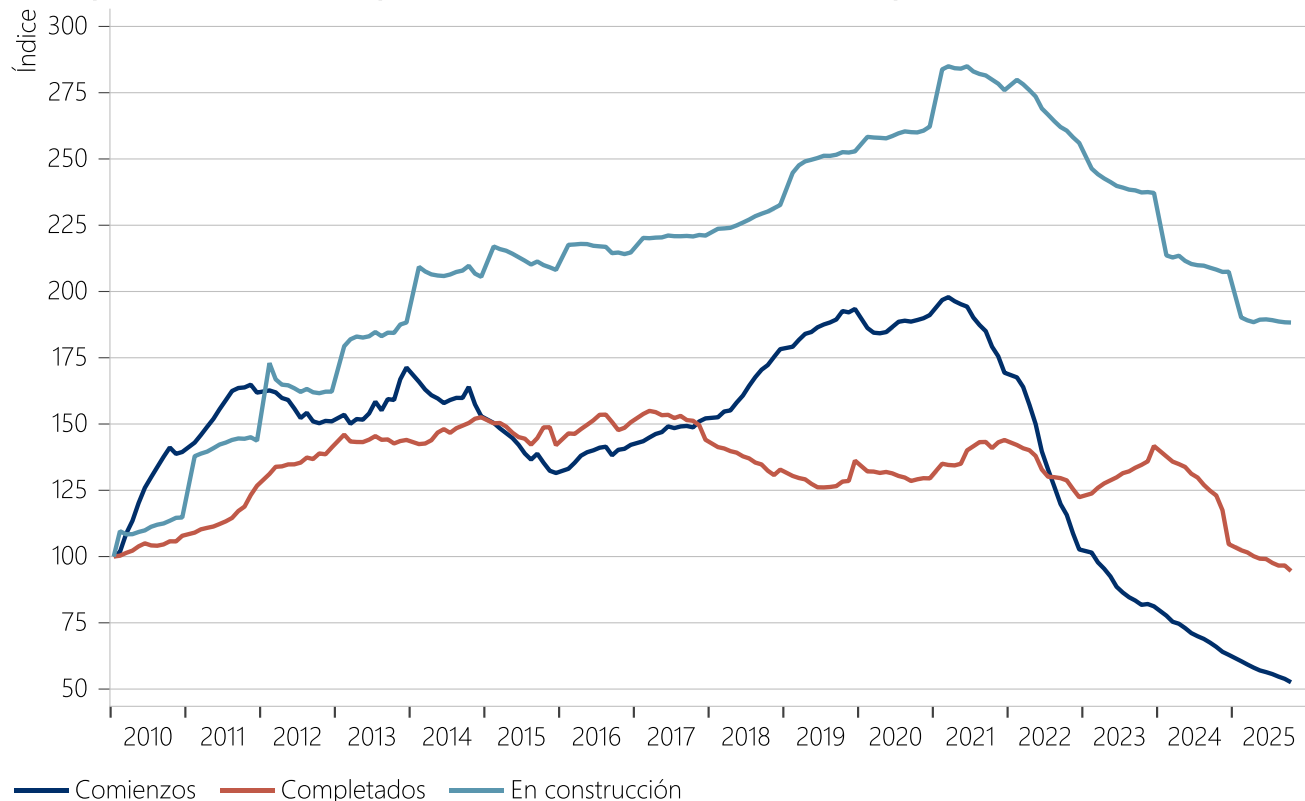
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global, CFLP. Datos: 10/2025.

El **PMI del sector manufacturero** sigue débil. Tanto el **índice privado Caixin** (50,6) como el **índice estatal NBS** (49) se sitúan apenas por encima del **umbral** neutral de 50. Por el contrario, el PMI del **sector servicios** se situó en 52,6.



Las actividades de construcción no se recuperan...

China, sector inmobiliario, estado de la construcción cada año, 01.2010 = 100



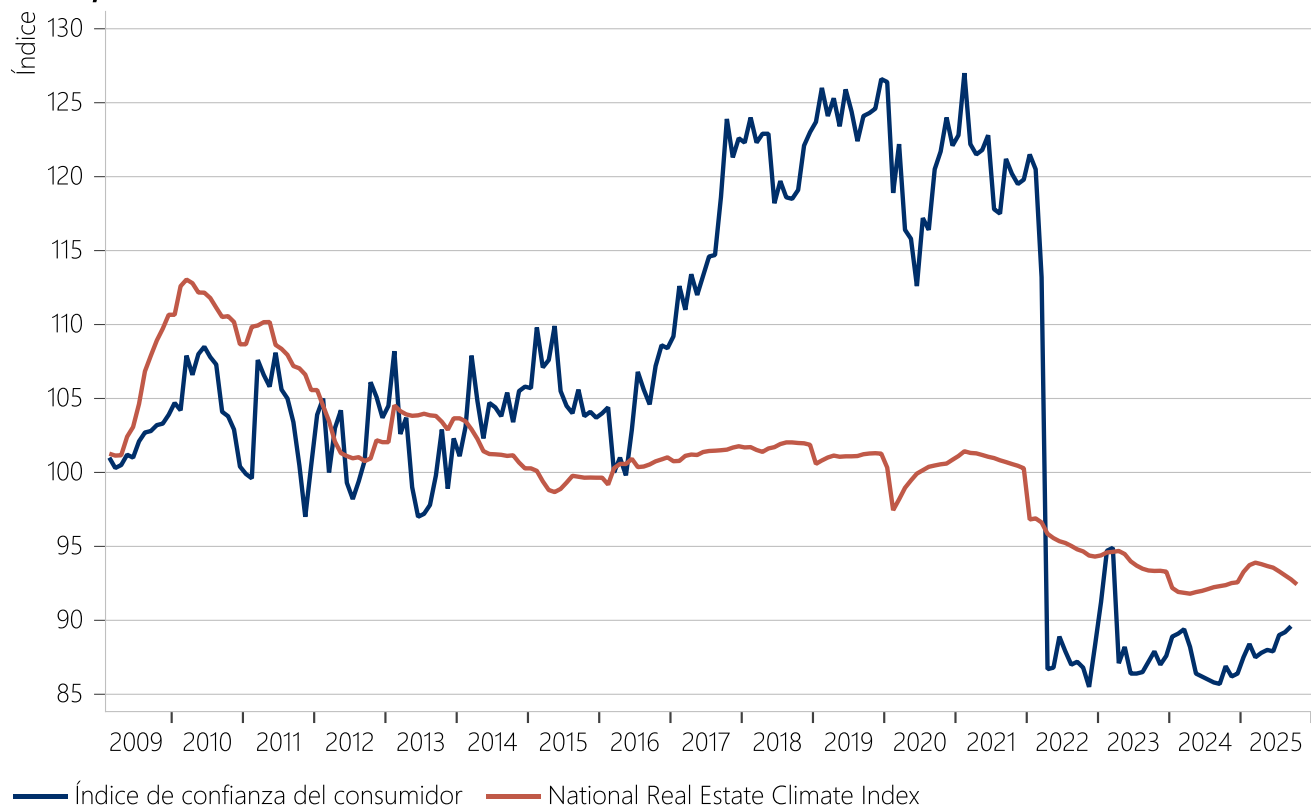
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, NBS. Datos: 10/2025.

El número de **nuevas construcciones iniciadas** siguió disminuyendo en julio y se encuentra desde 2022 por debajo del nivel de 2010. Esto también se **refleja** en el **número de inmuebles sin terminar y terminados**, que también se redujo considerablemente.



... y tampoco el ánimo

China, confianza del consumidor



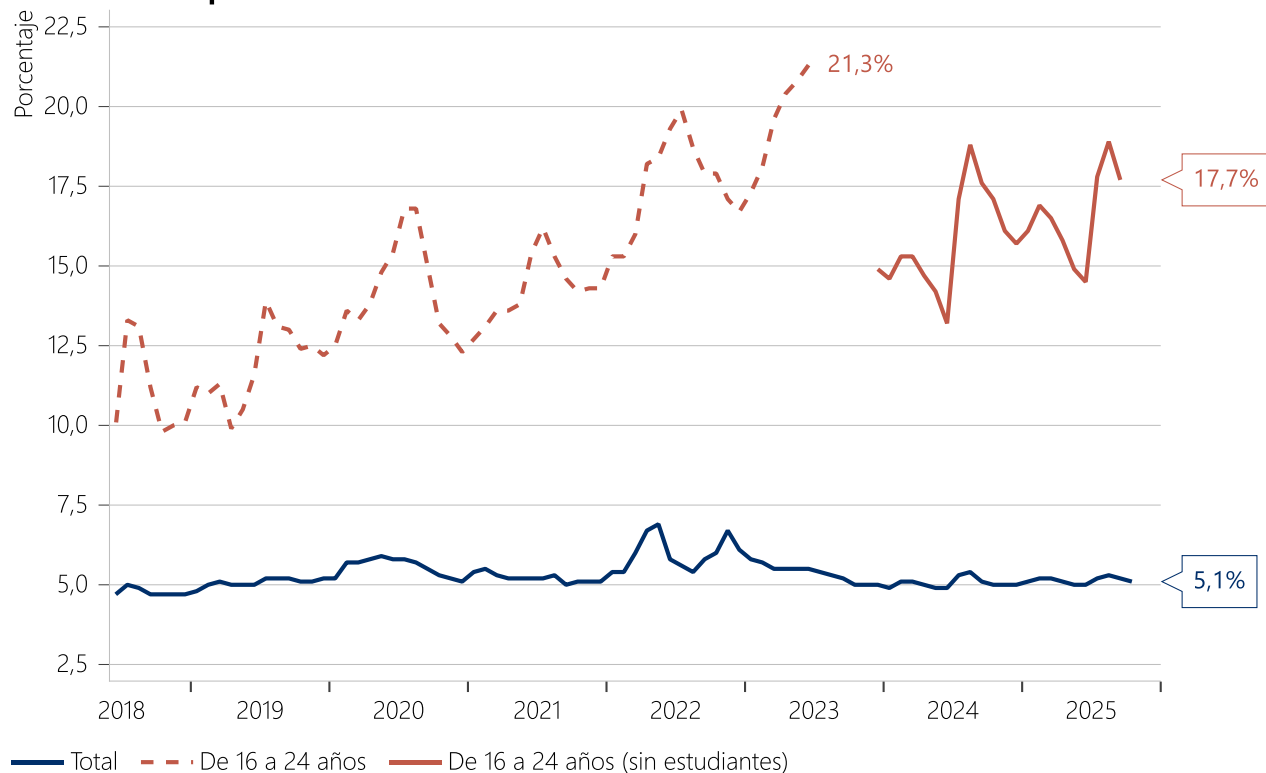
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, CEMAC, NBS, OECD. Datos: 09/2025.

En China, el **clima de consumo** ha mejorado ligeramente desde principios de 2022, pero sigue siendo históricamente bajo. El ánimo en el **sector** inmobiliario también es pesimista. El «Índice Nacional del Clima Inmobiliario» lleva tres años bajando.



Desempleo juvenil muy elevado

Tasa de desempleo

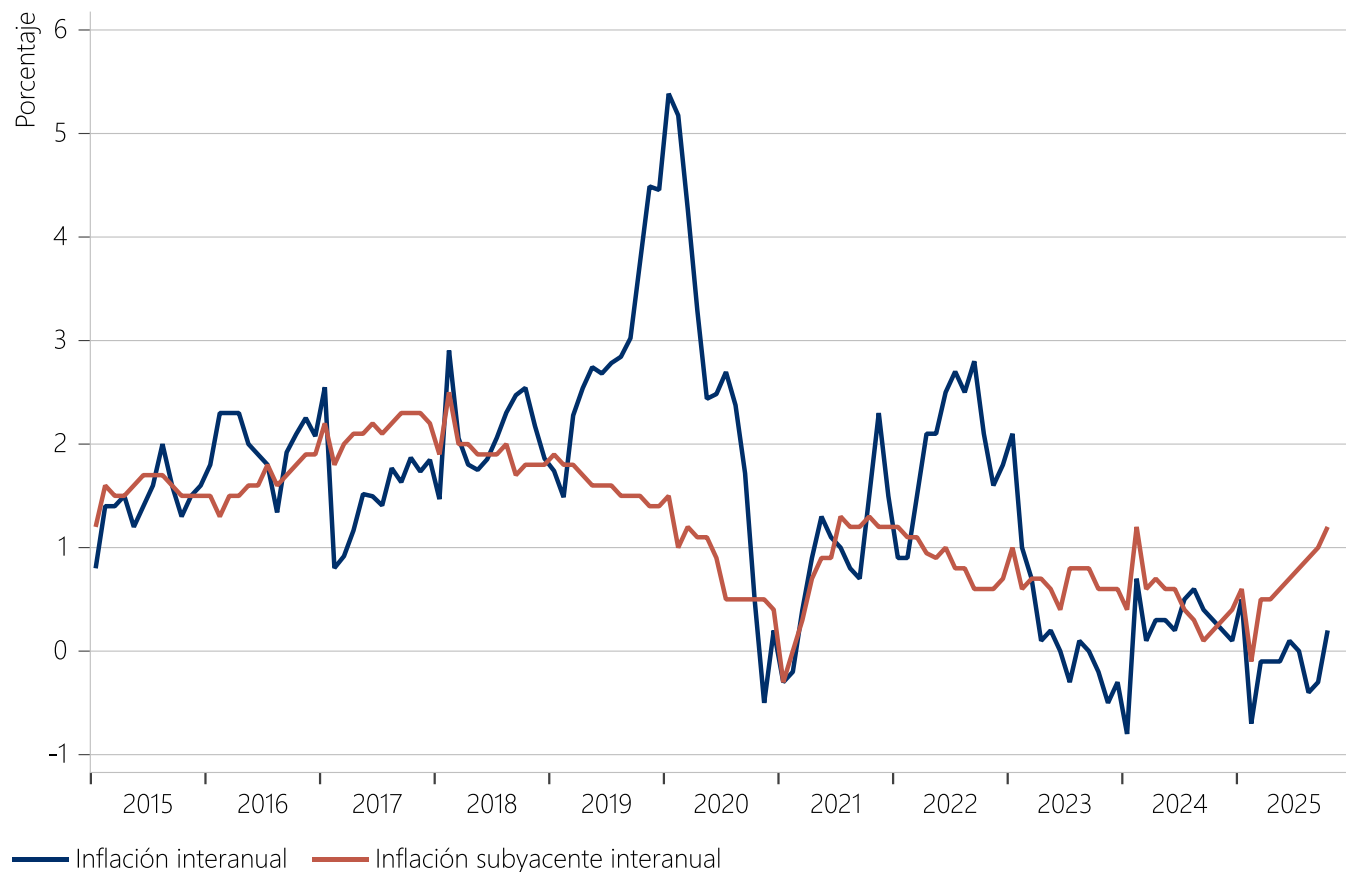


Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, NBS. Datos: 14/11/2025.

La **tasa de desempleo** en China se ha mantenido **estable en torno al 5 %** en los últimos meses. El **desempleo juvenil**, definido como la tasa de desempleo entre los jóvenes **de 16 a 24 años**, alcanzó el **21,3 %** hace un año. Tras una **pausa** de seis meses en la **publicación**, hay nuevas **estadísticas «sin estudiantes»**. En septiembre se situaba en el **17,7 %**.



Preocupaciones por la deflación



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, NBS. Datos: 14/11/2025.

La tasa de inflación china se sitúa por debajo del 1 % desde mediados de 2023. En octubre fue del **-0,3 %**, mientras que la **inflación subyacente** (sin alimentos ni energía) se situó en el **1,2 %**. Esto pone de relieve el débil rendimiento económico del país.

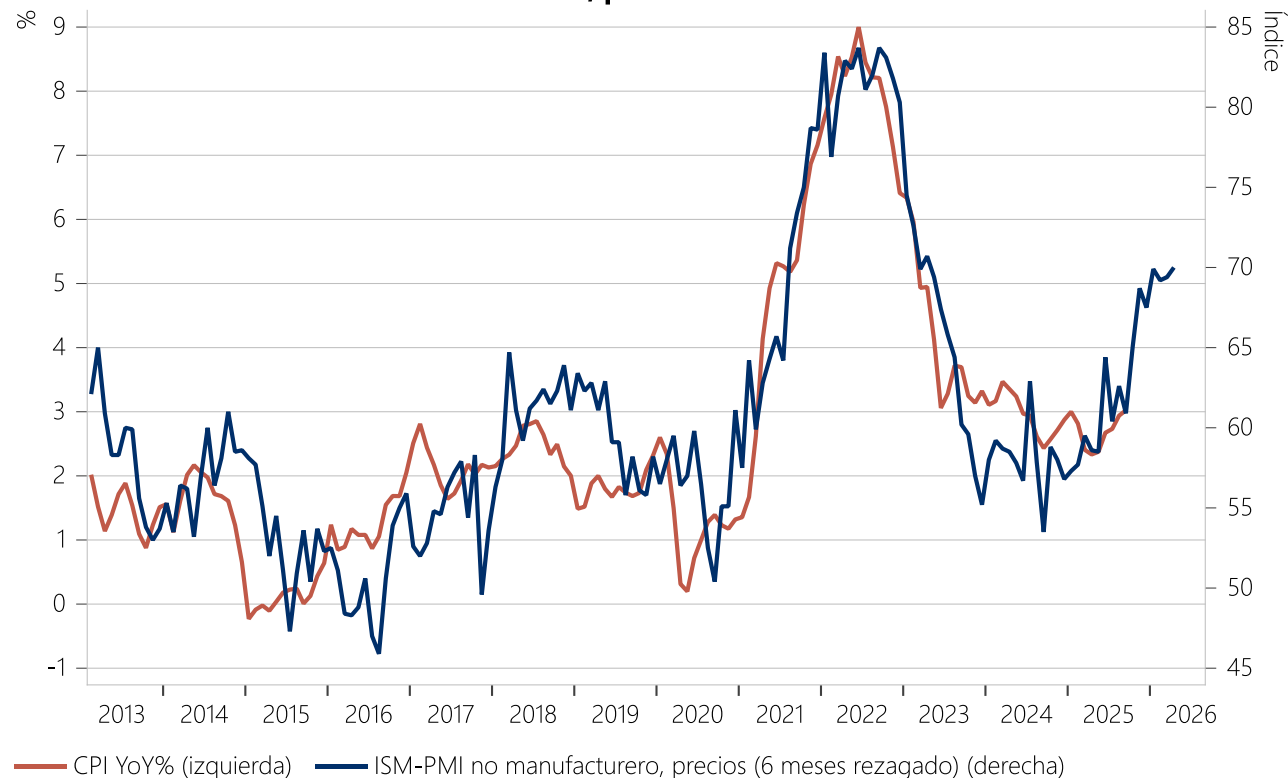


PRECIOS



EE. UU.: la inflación podría volver a aumentar

EE.UU.: IPC vs ISM-PMI no manufacturero, precios

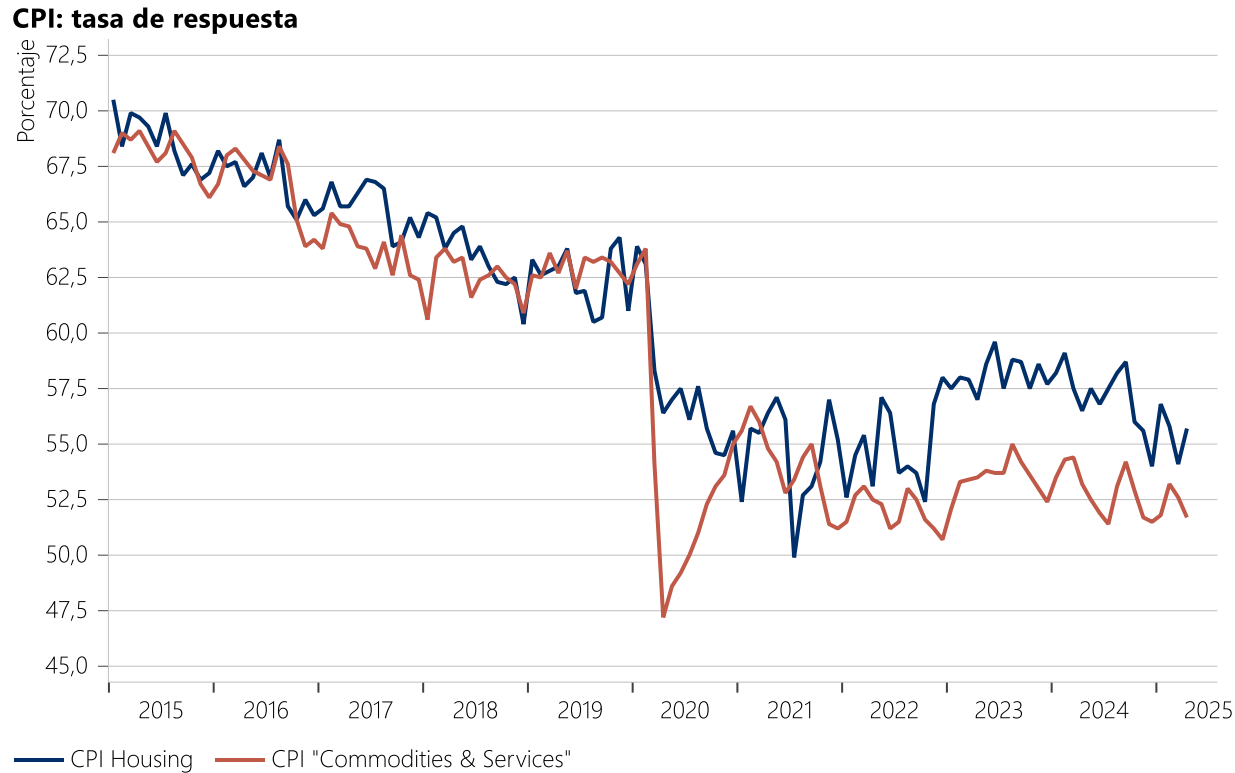


Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS, ISM. Datos: 09/2025.

El índice de precios del PMI de servicios del ISM **se adelanta** aproximadamente **seis meses a la inflación de los precios al consumidor**. Si se confirma esta relación, es probable que la **inflación vuelva a aumentar significativamente** en los próximos meses.



EE. UU.: datos de inflación con menor precisión

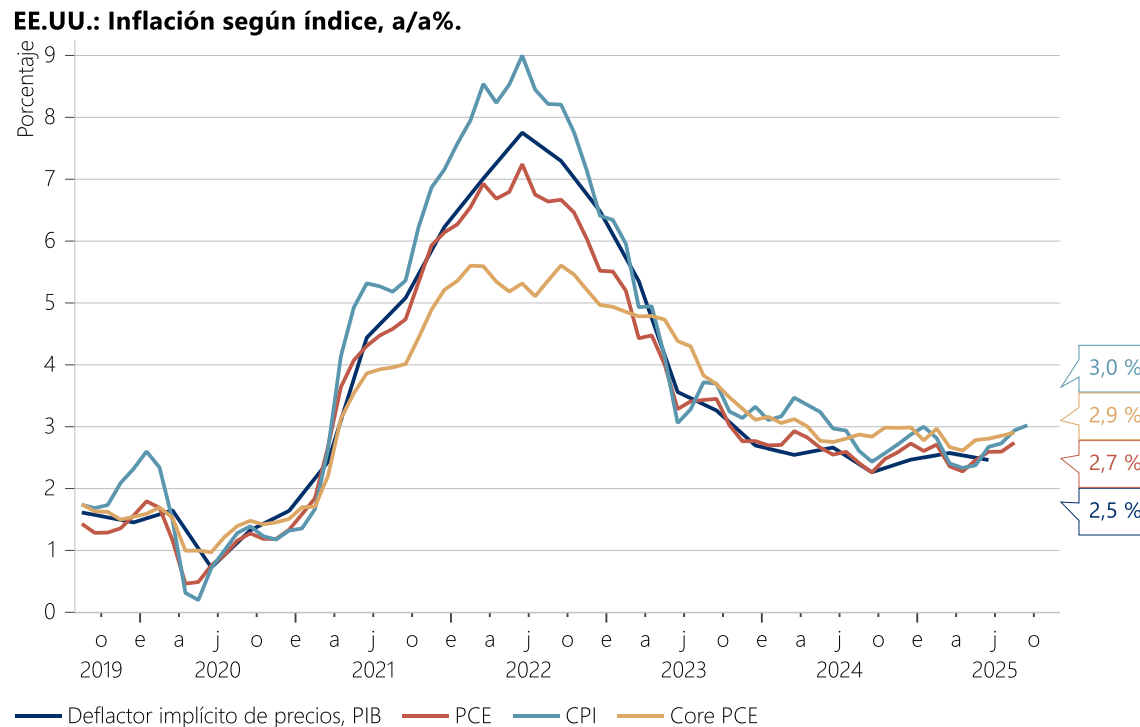


Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS. Datos: 04/2025.

Para el índice de precios al consumidor (IPC) de EE. UU., los empleados de la oficina de estadísticas BLS recopilan los precios personalmente en tiendas, en línea y por teléfono. La tasa de respuesta, es decir, la frecuencia con la que estos precios están disponibles, ha disminuido desde 2015 y no se ha recuperado tras la caída registrada en el año pandémico 2020. Debido al **cierre del Gobierno**, la falta de recursos para **la recopilación de datos** podría afectar aún más a **la calidad de los mismos**.



Inflación en EE. UU.: IPC, PCE y deflactor del PIB



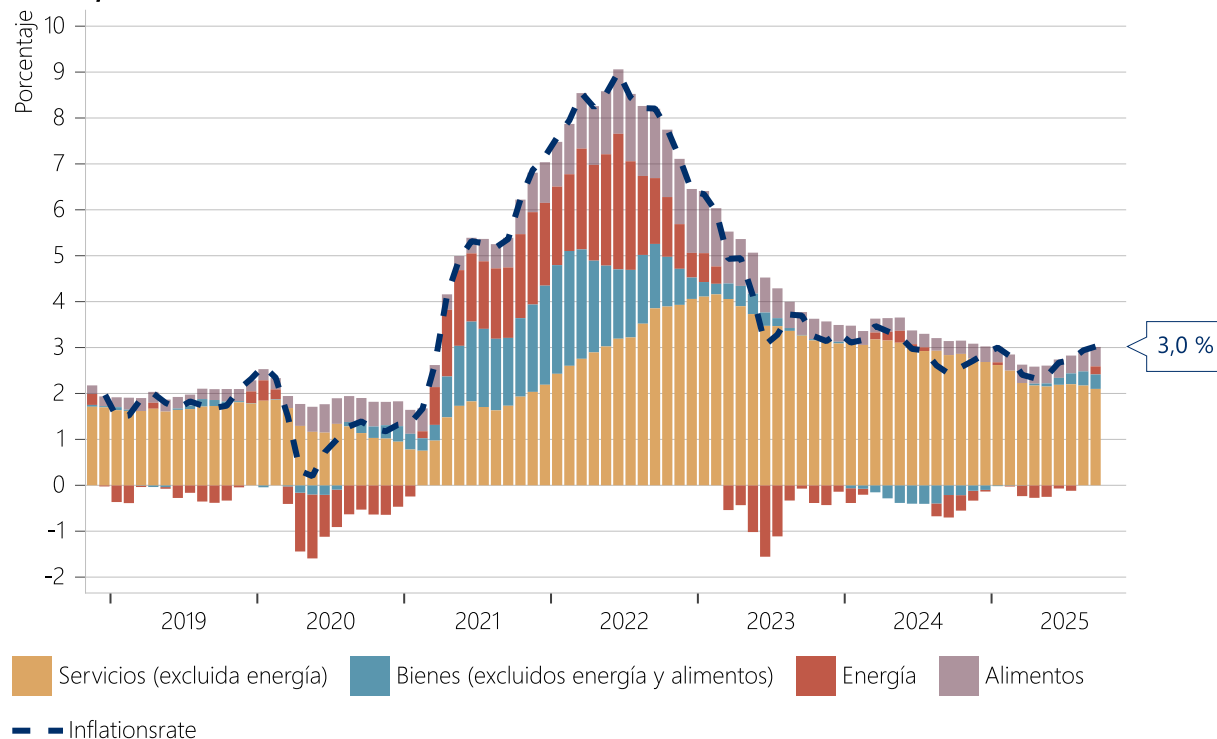
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BEA, BLS. Datos: 06/2025.

La inflación se calcula mediante diferentes índices. El **IPC** registra los precios al consumidor, el **índice PCE** los gastos de los hogares y el **deflactor del PIB** los precios de todos los bienes económicos producidos en el país. Las tasas de variación de los tres índices alcanzaron su **punto máximo** a mediados de 2022. En agosto de 2025, la tasa de inflación del índice PCE subyacente (sin energía ni alimentos), el preferido por la Reserva Federal, se situó en el 2,9 %. Las cifras de septiembre aún no se han publicado.



Los servicios contribuyeron a la inflación

EE.UU., contribución a la tasa de inflación: servicios vs bienes



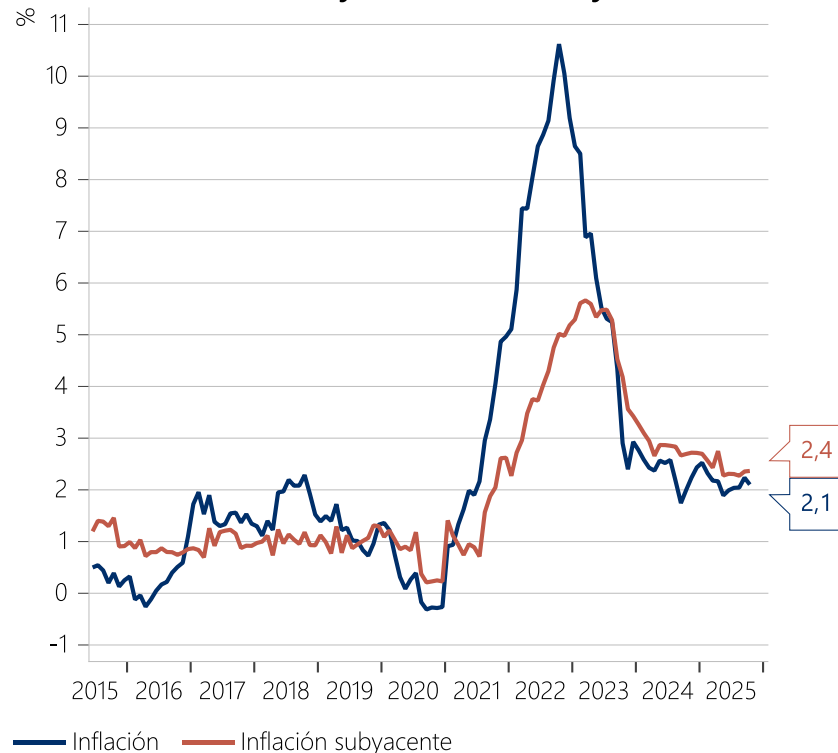
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Datos: 09/2025.

El encarecimiento de los servicios siguió siendo el factor que más contribuyó a **la inflación** en **Estados Unidos**. La contribución de **los precios de los alimentos** ha seguido aumentando desde principios de año. La contribución a la inflación de los productos sin energía, y en particular de los alimentos, vuelve a ser positiva.



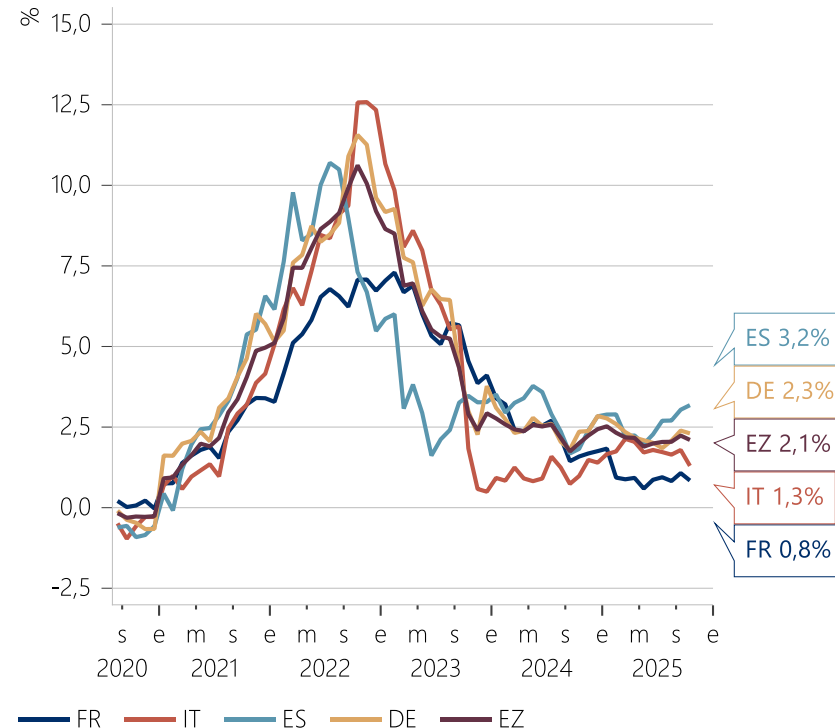
La inflación en la eurozona por encima del 2 %

Inflación e inflación subyacente en EE.UU. y la Eurozona



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat. Datos: 10/2025.

Inflación en la zona euro (IPCA, interanual)



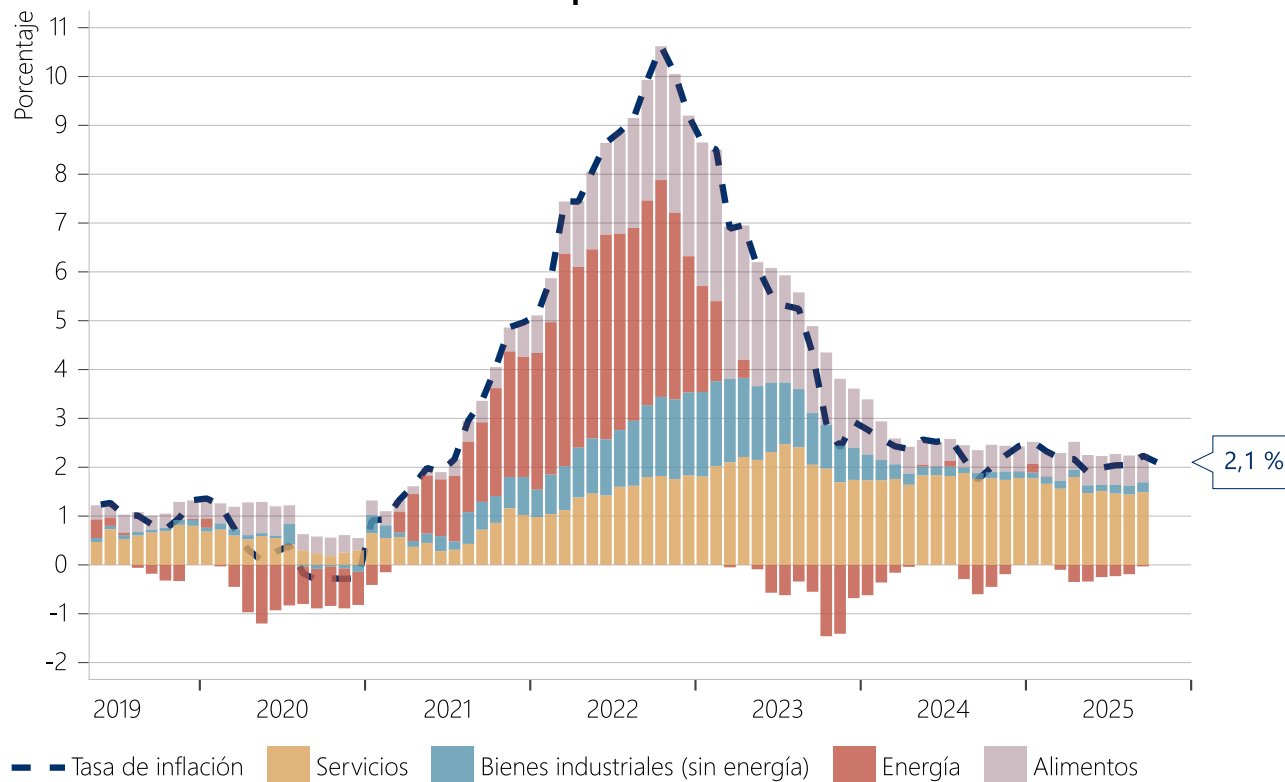
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, INSEE, Istat, INE, DESTATIS, Eurostat. Datos: 10/2025.

En septiembre, el **IPCA de la zona euro** aumentó un **2,1 %** en comparación con el año anterior, mientras que la **inflación subyacente** (sin energía ni alimentos) se situó en el **2,4 %**. En **Francia** (0,9 %) e **Italia** (1,3 %), la inflación se mantuvo por debajo del objetivo del 2 %. La tasa más alta se registró en **España**, con un **3,2 %**.



Aumento del costo de los servicios y los alimentos

Eurozona: contribución de distintos componentes a la inflación



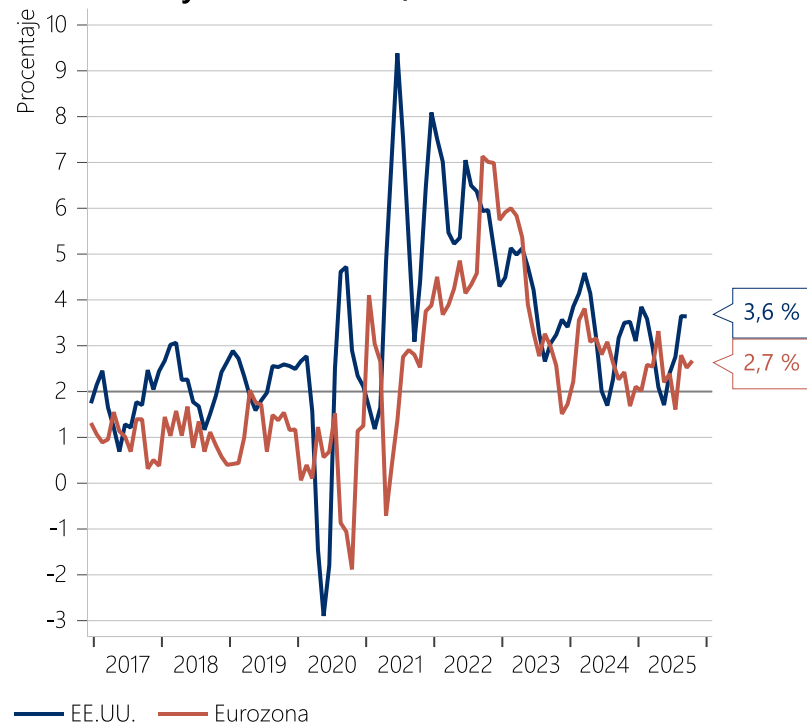
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat. Datos: 10/2025.

Hasta finales de 2022, los precios de **la energía** y **los alimentos** fueron los que más contribuyeron a **la inflación**. En la actualidad, son principalmente los precios de **los servicios** los que impulsan la inflación, y en menor medida los precios de **los alimentos**.



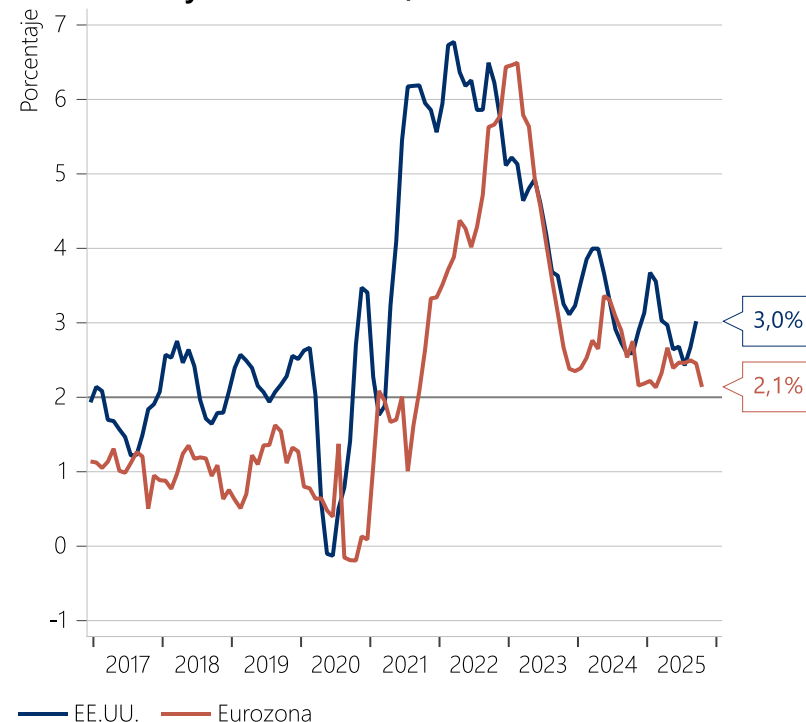
La presión inflacionaria no disminuye

Inflación subyacente: 3 meses, anualizada



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, BLS. Datos: 09/2025.

Inflación subyacente: 6 meses, anualizada



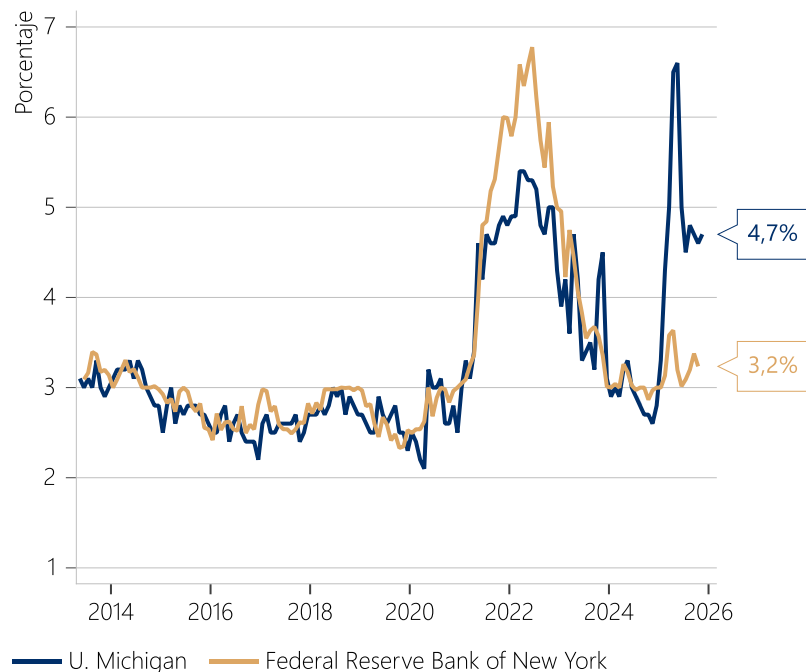
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, BLS. Datos: 09/2025.

Las tasas de inflación subyacente anualizadas a tres y seis meses muestran la presión inflacionaria a corto plazo. En la zona euro, la tasa a tres meses se situó en el 2.7 % y la tasa a seis meses en el 2.1 %. En Estados Unidos, la tasa a tres meses subió en septiembre al 3,6 % y la tasa a seis meses, al 3,0 %.



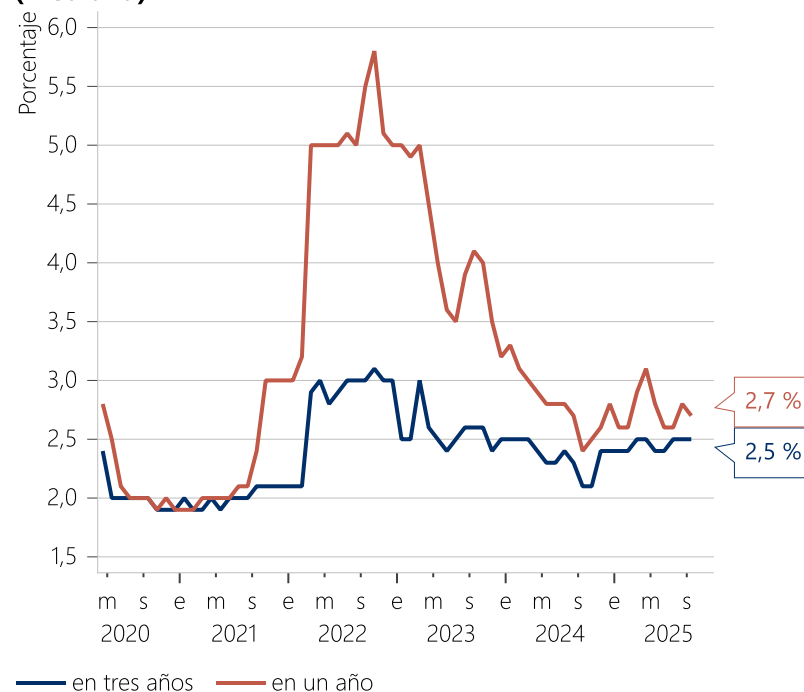
Expectativas inflacionarias volátiles de los consumidores

EE.UU.: Expectativas de inflación de los consumidores a un año



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, University of Michigan, New York Fed.
Datos: 11/2025.

Eurozona: Expectativas de inflación de los consumidores (mediana)

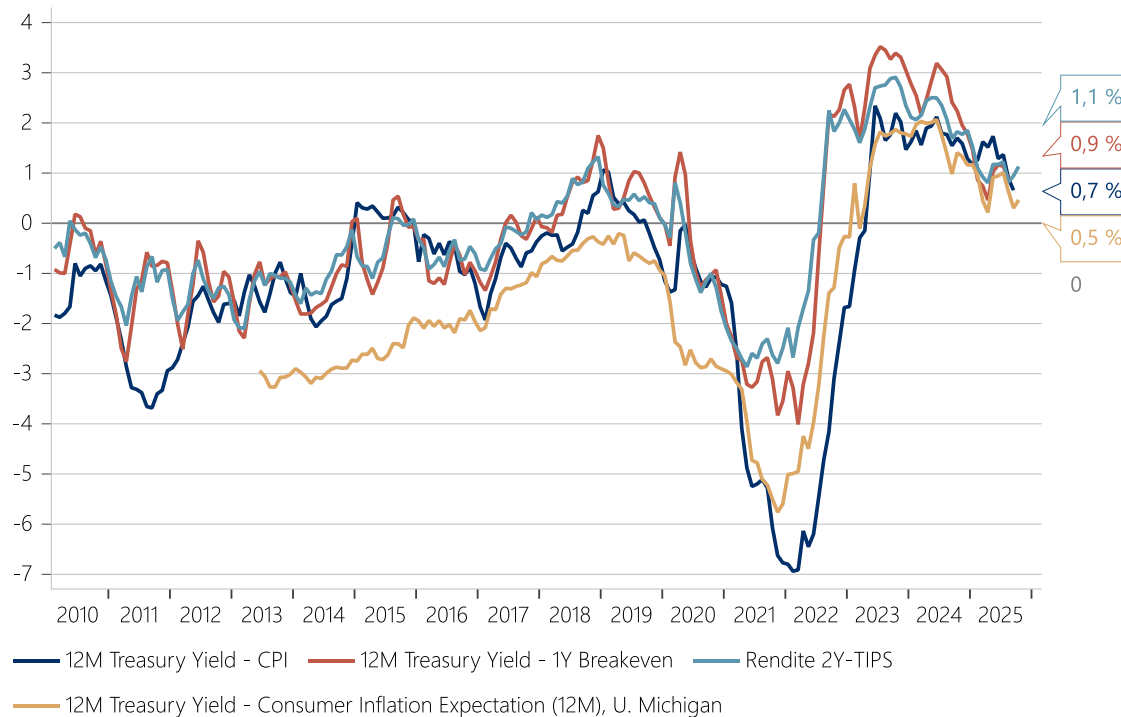


Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB. Datos: 09/2025.

En octubre de 2025, las **expectativas de inflación** de los consumidores estadounidenses para los próximos doce meses se situaban en el **4,7 %** (Universidad de Michigan) y el **3,4 %** (Fed de Nueva York), una diferencia inusualmente grande. En la **zona euro**, según el BCE, los hogares esperaban una mediana **del 2.5 %** para el próximo año y del **2.8 %** para los próximos tres años.



EE. UU.: Descenso del interés real



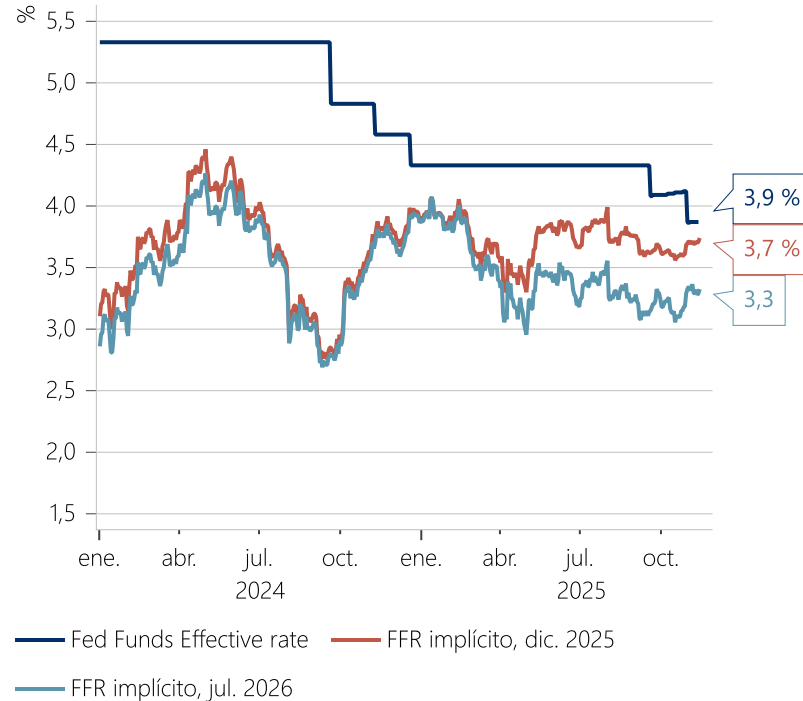
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Fed, BLS, U.S. Treasury, New York Fed. Datos: 09/2025.

El **interés real** es la diferencia entre **el interés nominal** y **la inflación** (prevista). Mientras que el interés nominal se puede consultar en el mercado, para la inflación prevista hay que recurrir a una estimación. Según el enfoque elegido, el **interés real** para la **economía estadounidense** se sitúa actualmente entre **el 0,4 % y el 1,0 %**. Como alternativa, se puede consultar en el mercado el rendimiento de los bonos del Estado indexados a la inflación (TIPS en EE. UU.). Para un plazo de dos años, el tipo de interés real es positivo desde abril de 2022 y se sitúa actualmente **en el 1 %**.



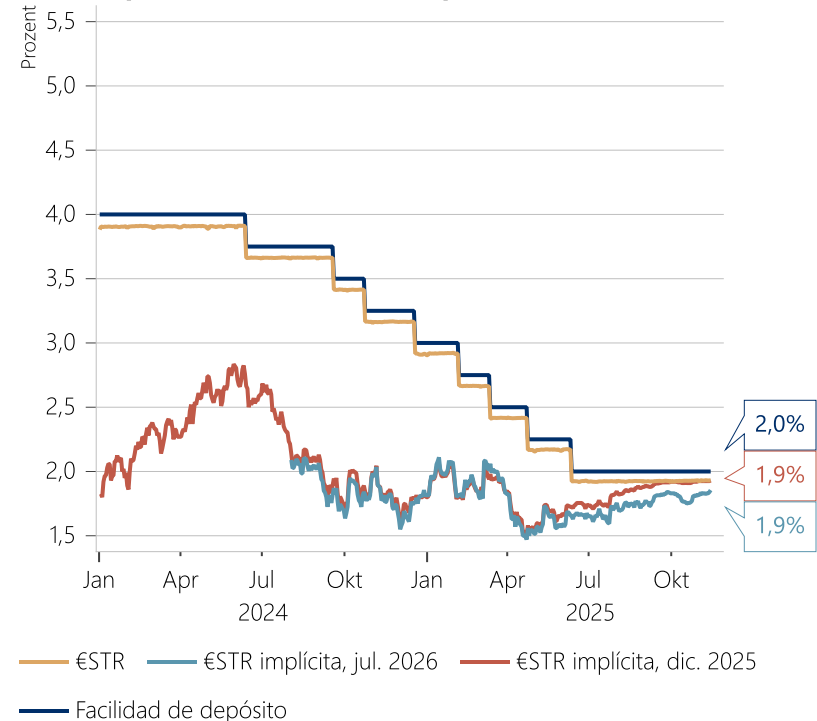
Expectativas volátiles sobre los tipos de interés

Fed Funds Rate: implícito vs actual



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, CME Group, New York Fed, Fed, U.S. Treasury. Datos: 12/11/2025.

€STR implícita vs facilidad de depósito (BCE)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, ICE. Daten vom 13.11.2025.

Desde la última reunión de la Fed, **los mercados de futuros ya no descuentan más recortes de tipos de interés para el resto del año**. Sin embargo, los mercados esperan al menos **otros 50 puntos básicos hasta julio de 2026**. En la zona euro tampoco se descuentan recortes de tipos de interés para el **próximo año**. El **nivel de tipos de interés esperado para finales de año en la zona euro es claramente inferior al de Estados Unidos**.



Avisos legales

La información contenida y las opiniones expresadas en este documento reflejan el criterio del autor en la fecha de publicación y están sujetas a cambios sin previo aviso. Las declaraciones prospectivas reflejan las opiniones y expectativas del autor. Las opiniones y expectativas pueden diferir de las estimaciones presentadas en otros documentos de Flossbach von Storch AG. Los artículos se facilitan únicamente a título informativo y sin ninguna obligación contractual o de otro tipo. (Este documento no constituye una oferta de venta, compra o suscripción de valores u otros instrumentos). La información y las valoraciones aquí contenidas no constituyen asesoramiento de inversión ni ninguna otra recomendación. No se acepta responsabilidad alguna por la exhaustividad, puntualidad y exactitud de la información y las valoraciones facilitadas. **La rentabilidad histórica no es un indicador fiable de la rentabilidad futura.**

Todos los derechos de autor y otros derechos, títulos y reclamaciones (incluidos los derechos de autor, marcas comerciales, patentes y otros derechos de propiedad intelectual y otros derechos) sobre, para y de toda la

información contenida en esta publicación están sujetos sin restricciones a las respectivas disposiciones válidas y derechos de propiedad de los respectivos propietarios registrados. Usted no adquiere ningún derecho sobre el contenido. Los derechos de autor de los contenidos publicados y creados por la propia Flossbach von Storch AG son propiedad exclusiva de Flossbach von Storch AG. No está permitida la reproducción o utilización de dichos contenidos, en su totalidad o en parte, sin el consentimiento por escrito de Flossbach von Storch AG.

La reimpresión de esta publicación, así como su puesta a disposición del público -en particular mediante su inclusión en sitios web de terceros- y la reproducción en soportes de datos de cualquier tipo requieren el consentimiento previo por escrito de Flossbach von Storch AG.

2025 Flossbach von Storch. Todos los derechos reservados.

