

Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE



Informe económico

Pablo Duarte

Diciembre de 2025



Introducción

La **situación económica** en EE. UU. siguió mejorando. Tanto el consumo privado como el mercado laboral terminan el año estables. En la zona euro, la situación también parece **mejorar** ligeramente. En **China**, la industria manufacturera se estancó y las **exportaciones** se situaron por encima del nivel del año anterior.

En noviembre, la **tasa de inflación** en EE. UU. fue inferior a lo esperado, situándose en el 2,7 %. La **presión inflacionista** sigue concentrándose en el **sector servicios**. **Los precios de los alimentos** siguen subiendo, lo que podría influir en las elecciones en EE. UU.

En los mercados de futuros se han descontado **recortes de tipos de interés** por parte de la Fed de al menos 25 puntos básicos hasta julio de 2026. Para la segunda mitad del año se añaden otros 25 puntos básicos. **No** se esperan recortes de tipos de interés en la **zona euro**.



Alimentos caros



Fuente: Generado por Gemini



Contenido

<u>Economía real</u>	<u>5</u>
<u>Crecimiento económico: EE.UU., eurozona, China</u>	<u>6</u>
<u>Comercio Internacional</u>	<u>10</u>
<u>Condiciones financieras</u>	<u>15</u>
<u>EE.UU.: Mercado laboral y consumo privado</u>	<u>18</u>
<u>China</u>	<u>34</u>
<u>Precios</u>	<u>41</u>
<u>Estados Unidos</u>	<u>42</u>
<u>Eurozona</u>	<u>48</u>
<u>Expectativas de tipos de interés</u>	<u>54</u>

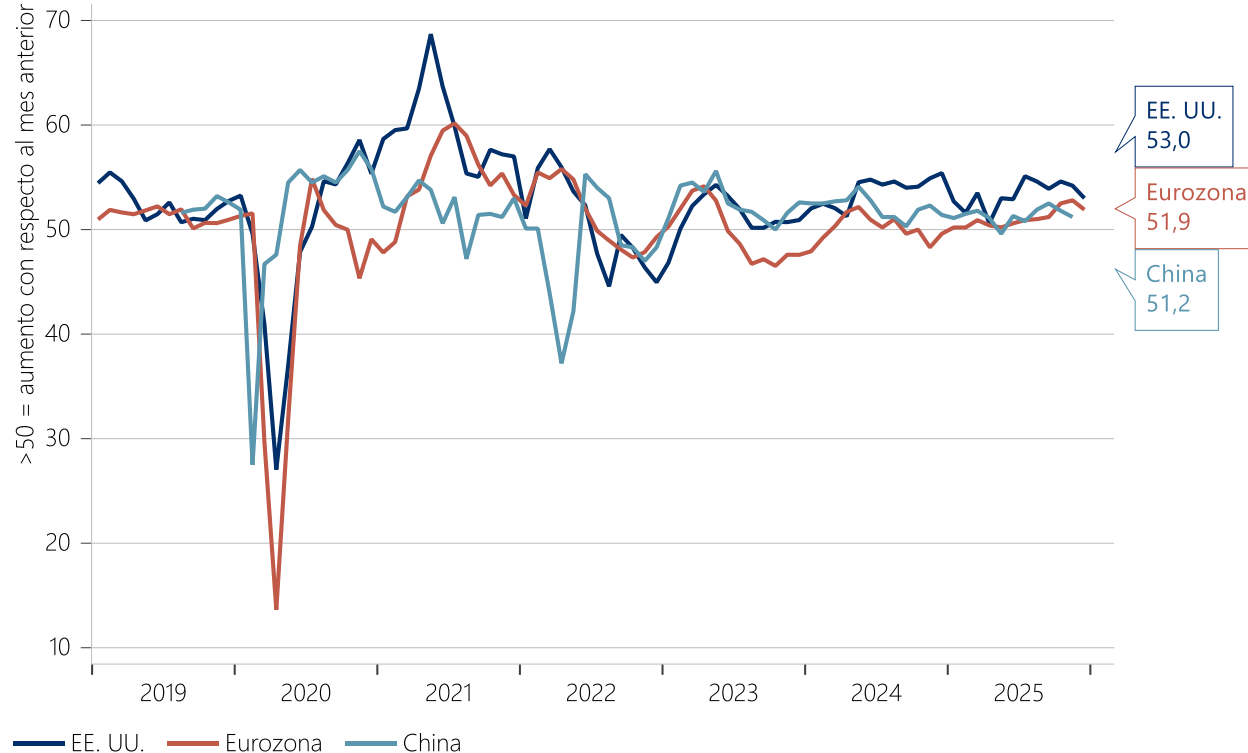


ECONOMÍA REAL



Ligera recuperación de la zona euro

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



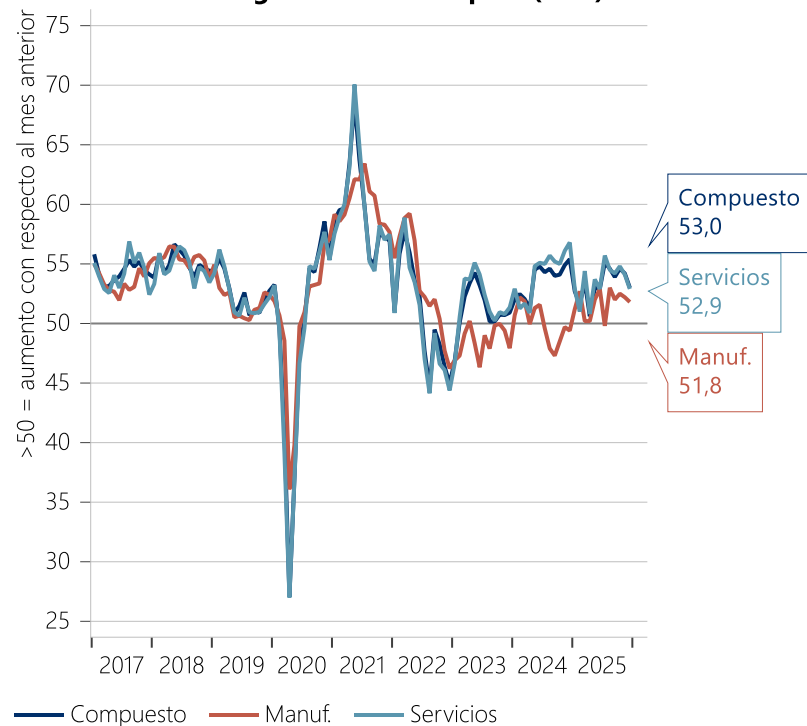
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, . Datos: 12/2025.

En noviembre, la **situación** empresarial en la **zona euro** siguió mejorando. El **índice de gestores de compras (PMI)** muestra cómo valoran las empresas la **situación empresarial** actual y la evolución a corto plazo. Se sitúa por encima de 50 cuando más empresas informan de una mejora que de un empeoramiento. En la zona euro, el PMI se situó en 52,8. En Estados Unidos se mantuvo en 54,2, el valor más alto, muy por encima del 51,2 de China.



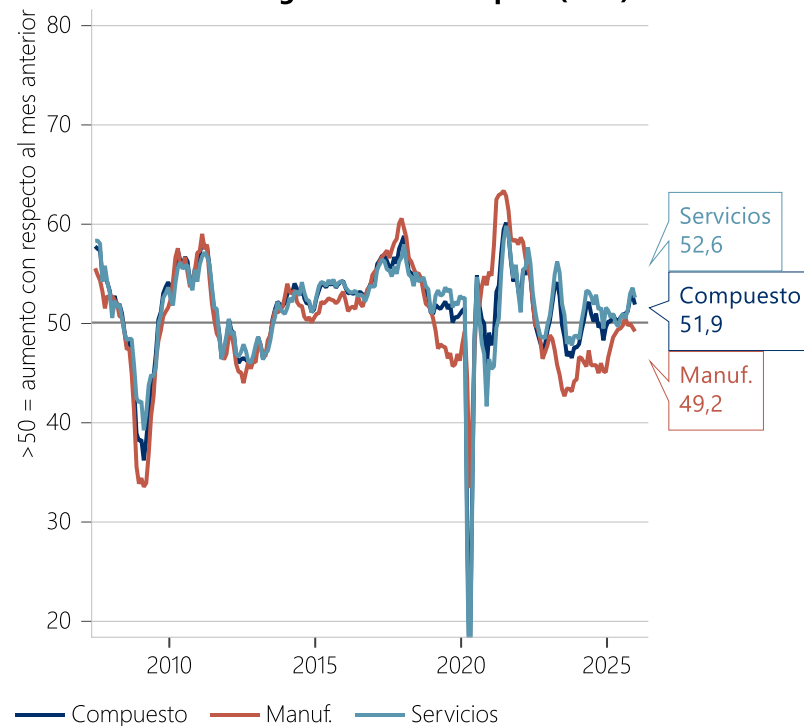
Crecimiento del sector servicios

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



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global. Datos: 12/2025.

Eurozona: Índice de gestores de compras (PMI)



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global. Datos: 12/2025.

Tanto en el sector servicios como en el sector manufacturero de EE. UU., la situación ha vuelto a mejorar, aunque el PMI sigue siendo muy volátil. En la zona euro, el PMI del sector manufacturero se situó en territorio contractivo (por debajo de 50), mientras que el del sector servicios subió hasta 53,6.



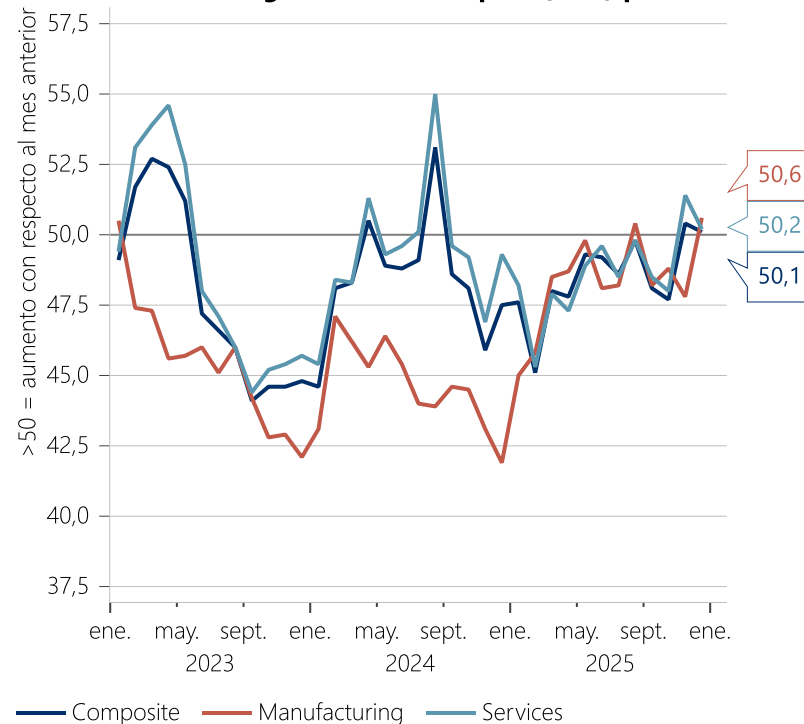
Ligera recuperación en Francia

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



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global. Datos: 12/2025.

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



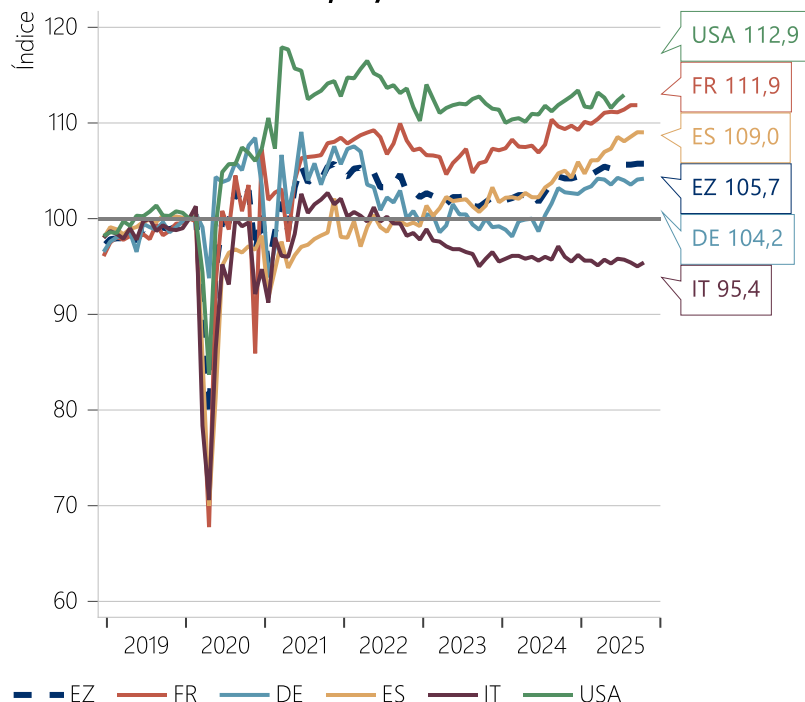
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global. Datos: 12/2025.

En la **zona euro**, **Francia** es el país que presenta una situación más tensa. El **PMI de servicios** solo se recuperó ligeramente en noviembre, saliendo de la zona de contracción. En **Alemania**, retrocedió ligeramente, pero se mantuvo por encima del **umbral de expansión**. En ambos países, la situación en el **sector manufacturero** siguió empeorando.



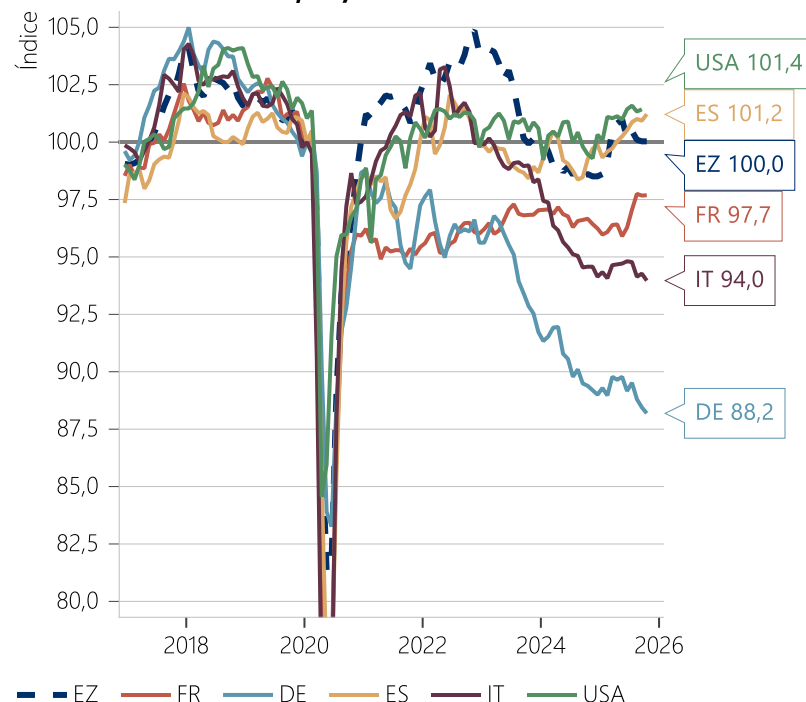
Tiempos difíciles para la industria

Ventas minoristas reales, 01/2020 = 100



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

Producción industrial, 01/2020 = 100

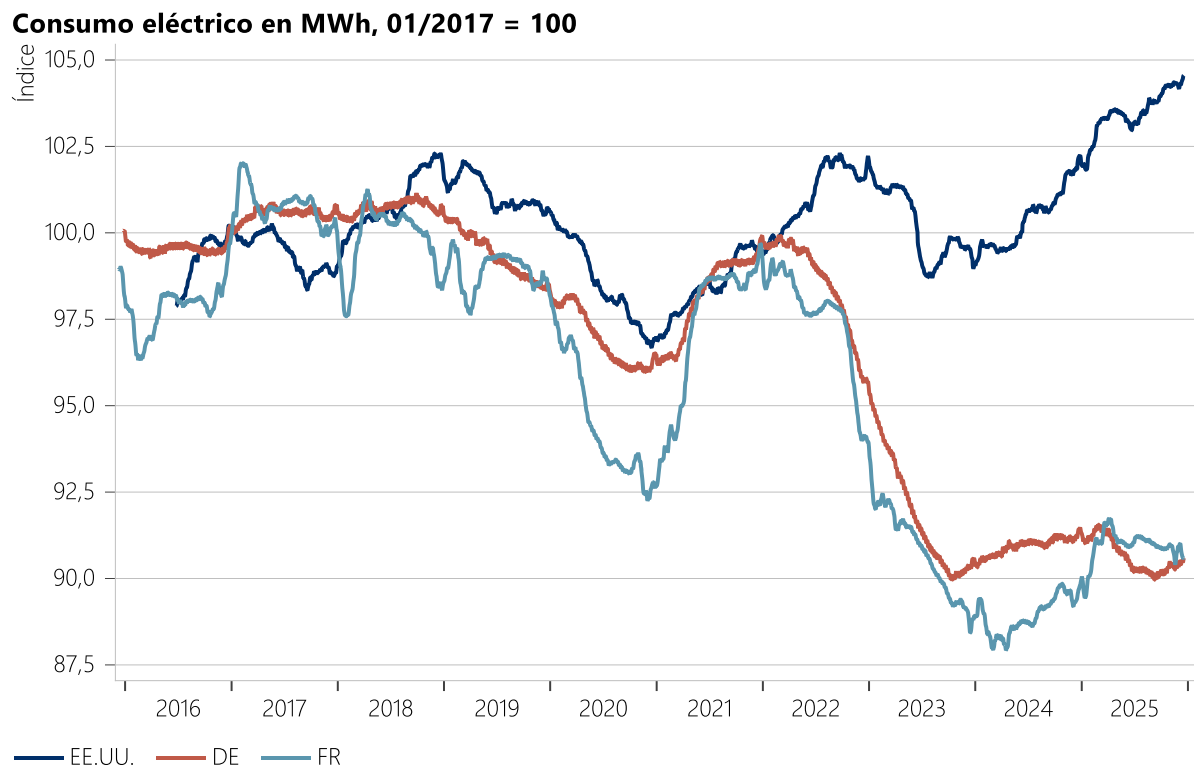


Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, INSEE, DESTATIS, Eurostat, INE, Istat, Fed. Datos: 10/2025.

En comparación con enero de 2020, las **ventas minoristas ajustadas a la inflación** han aumentado un 12,9 % en Estados Unidos y un 5,7 % en la zona euro. La **producción industrial** se sitúa un 1,4 % por encima del nivel anterior a la crisis en EE. UU. y un 0,1 % por encima en la zona euro. En Italia, Francia y Alemania, sin embargo, ha descendido, siendo Alemania el país que ha registrado la mayor caída.



Fuerte consumo de electricidad en EE. UU.



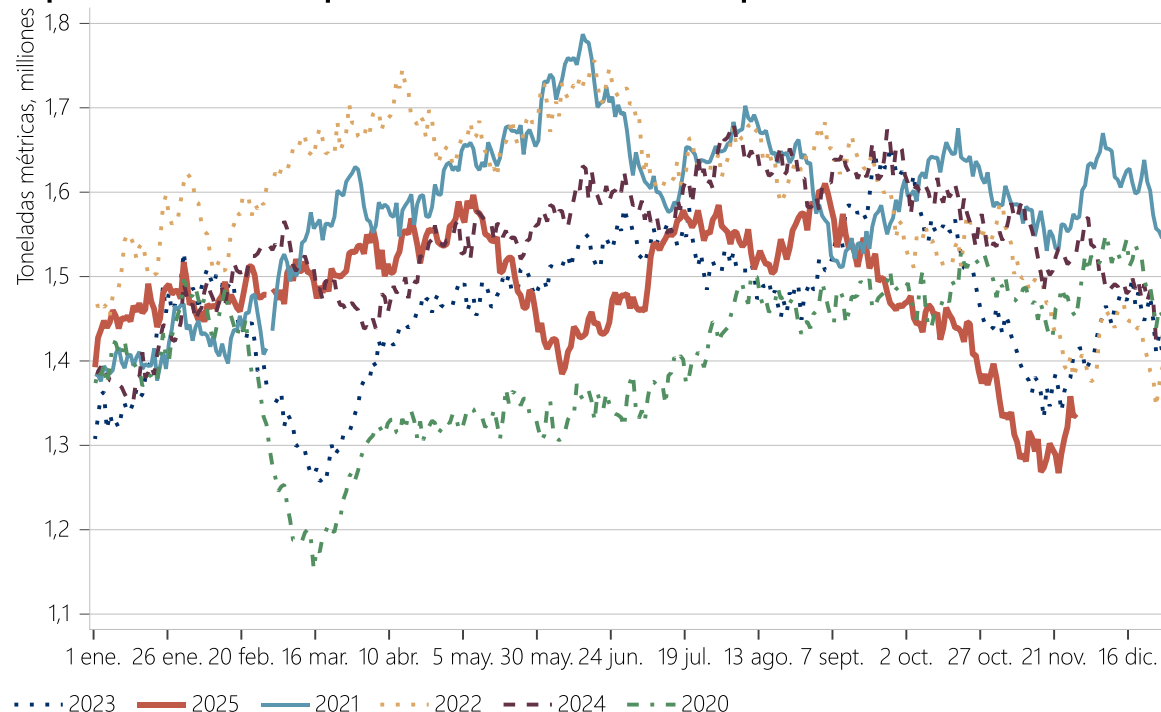
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ENTSO-E (Electricity Data), EIA. Datos: 17/12/2025.

El **consumo de electricidad**, un **indicador adelantado 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 IA aumenten notablemente la demanda de electricidad. En Alemania y España, el consumo se sitúa incluso por debajo del nivel registrado durante el confinamiento por la COVID-19 en 2020, aunque desde 2024 vuelve a mostrar una tendencia al alza.



Menos importaciones en los puertos de EE.UU.

Importaciones en los 40 puertos estadounidenses más importantes



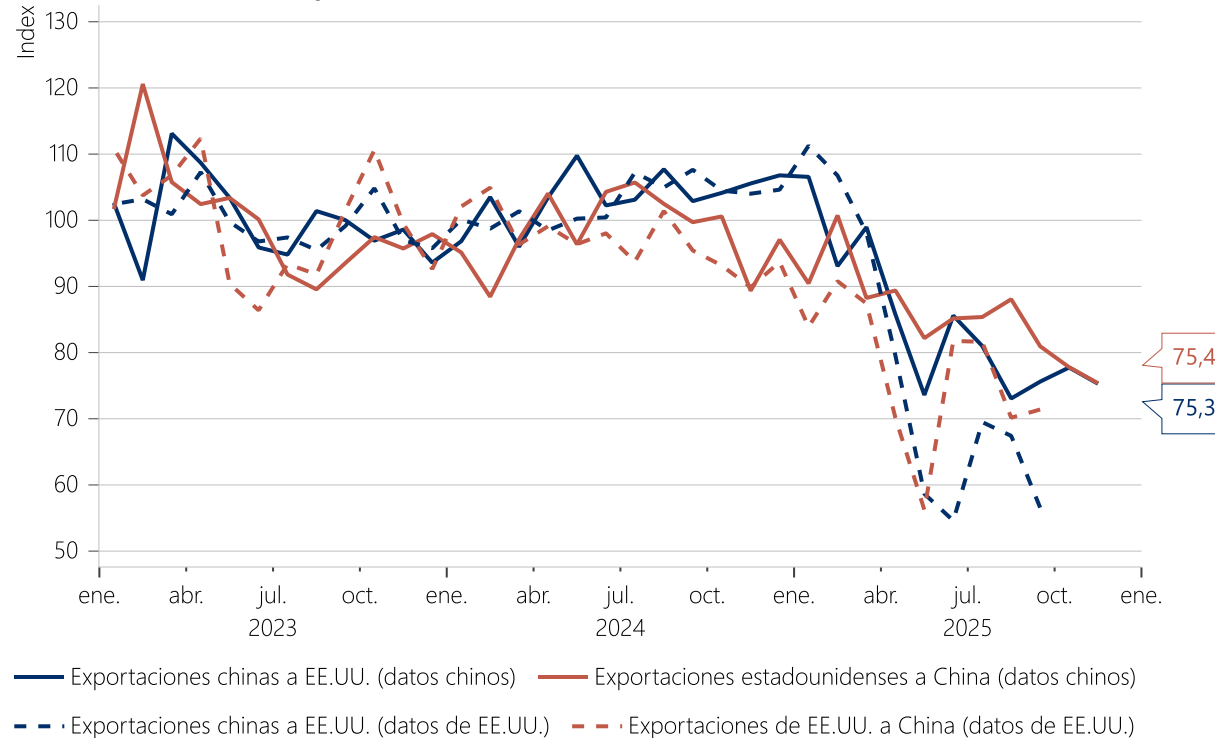
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Macrobond. Datos: 28/11/2025.

En las últimas semanas, **las importaciones en los puertos estadounidenses** han sido **considerablemente 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**.



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: 11/2025.

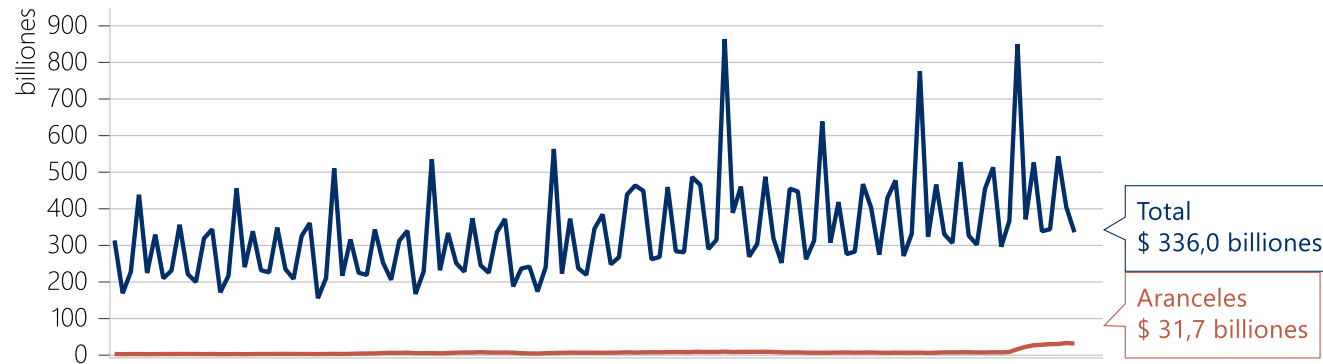
El comercio entre China y EE. UU. se ha debilitado considerablemente desde la presidencia de Donald Trump. Según los **datos oficiales de China**, tanto las **exportaciones a EE. UU.** como las importaciones procedentes de EE. UU. son casi **un 25 % inferiores** a la media del año 2023. Los datos actuales de EE. UU. aún no se han publicado debido al **cierre del Gobierno**.



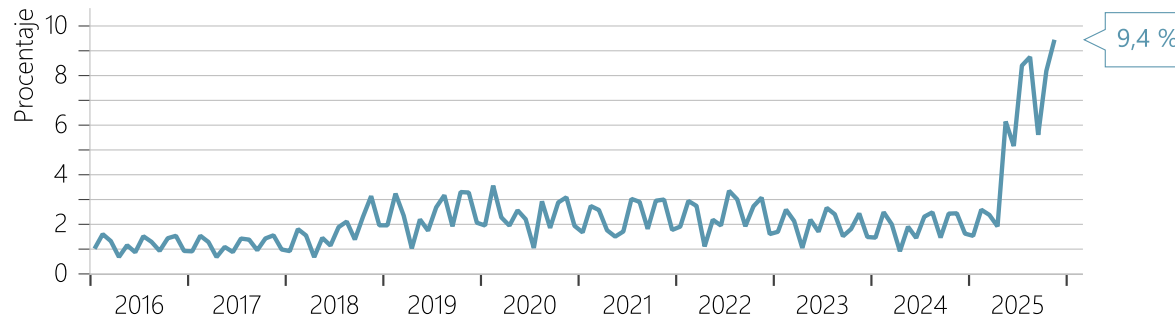
Aranceles: importancia creciente para el presupuesto

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



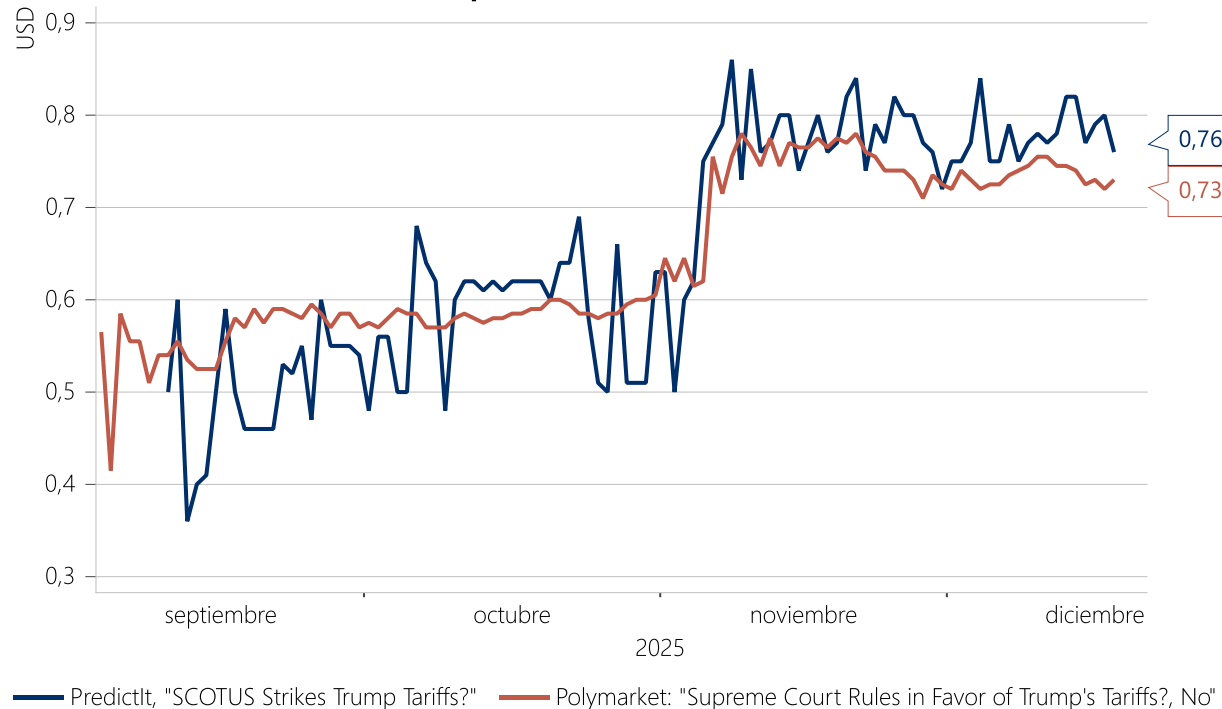
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Treasury. Datos: 11/2025.

En noviembre, los ingresos por aranceles del Gobierno estadounidense ascendieron a 31 700 millones de dólares, lo que supuso el 9,4 % de los ingresos totales del mes. A principios de 2025, apenas representaban el 2 % de los ingresos totales.



El Tribunal Supremo 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: 18/12/2025.

El Tribunal Supremo 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 que hay una probabilidad del 75 %-77 % de que se dicte una sentencia en contra. Tal sentencia generaría **incertidumbre** sobre la futura política arancelaria y daría lugar a la **devolución** de los ingresos arancelarios recaudados hasta la fecha.



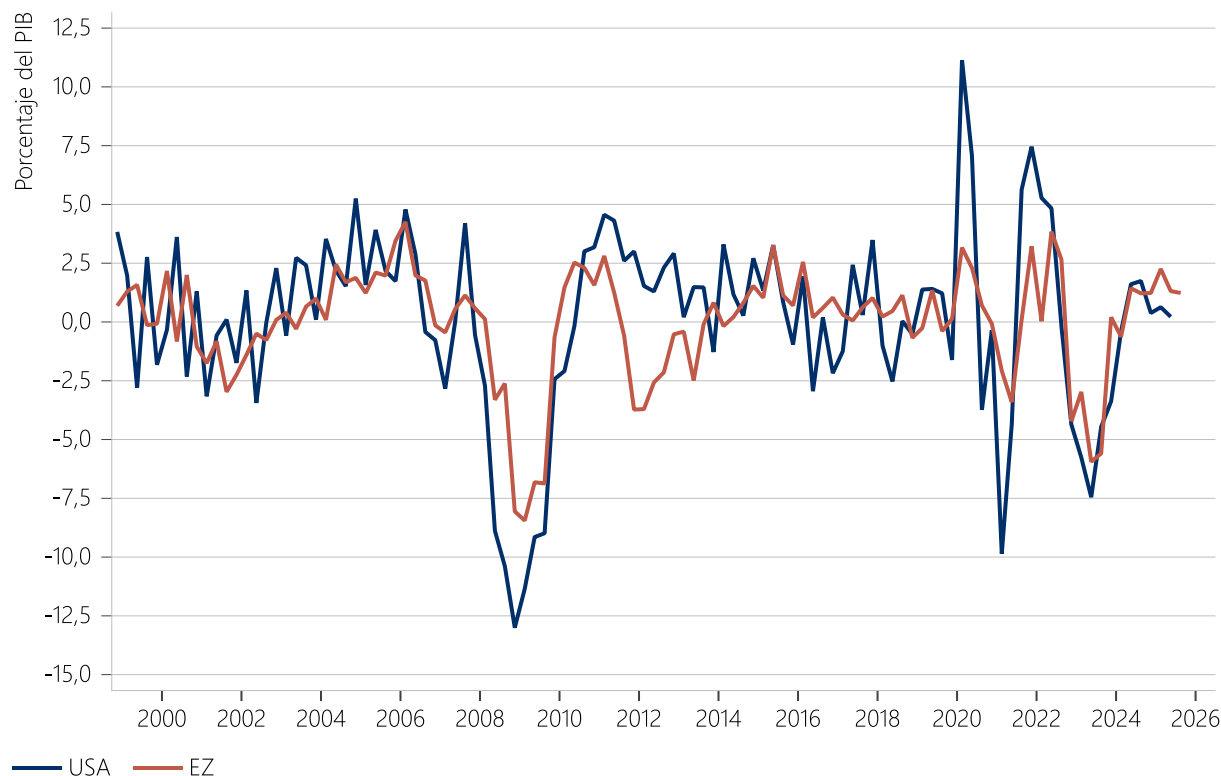
Condiciones de financiación



Fuente: Generado por ChatGPT



El impulso crediticio sigue siendo positivo



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

El impulso crediticio, es decir, la variación del flujo de crédito al sector privado no bancario en porcentaje del PIB, está estrechamente relacionado con la demanda privada. Tras un descenso significativo entre 2022 y 2023, en 2025 se situó por encima **del 1 %** en la zona del euro. Esto apunta a un aumento de la demanda privada a finales de 2025 y principios de 2026. En Estados Unidos, el impulso crediticio cayó hasta el **0,2 %** en el segundo trimestre de 2025.



EE. UU.: condiciones financieras más restrictivas

USA: Financial Conditions Index (Macrobond)



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Fed, S&P Global, IMF, BIS, NBER, New York Fed. Datos: 12/12/2025.

Eurozona: Financial Conditions Index (Macrobond)



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, STOXX, IMF, BIS, Macrobond. Datos: 12/12/2025.

El índice Macrobond Financial Conditions Index (FCI) proporciona información sobre las condiciones en los mercados monetarios, de bonos y de acciones; un FCI al alza indica una financiación más flexible. Desde 2023, estas condiciones se han endurecido en EE. UU. y la zona euro. En EE. UU., las condiciones financieras siguen endureciéndose, mientras que la Fed ha vuelto a bajar los tipos de interés tras una larga pausa. Sin embargo, recientemente las condiciones financieras en la zona del euro se han relajado de nuevo, mientras que el BCE ha mantenido su tipo de depósito en el 2 %.



EE. UU.: Consumo privado y mercado laboral

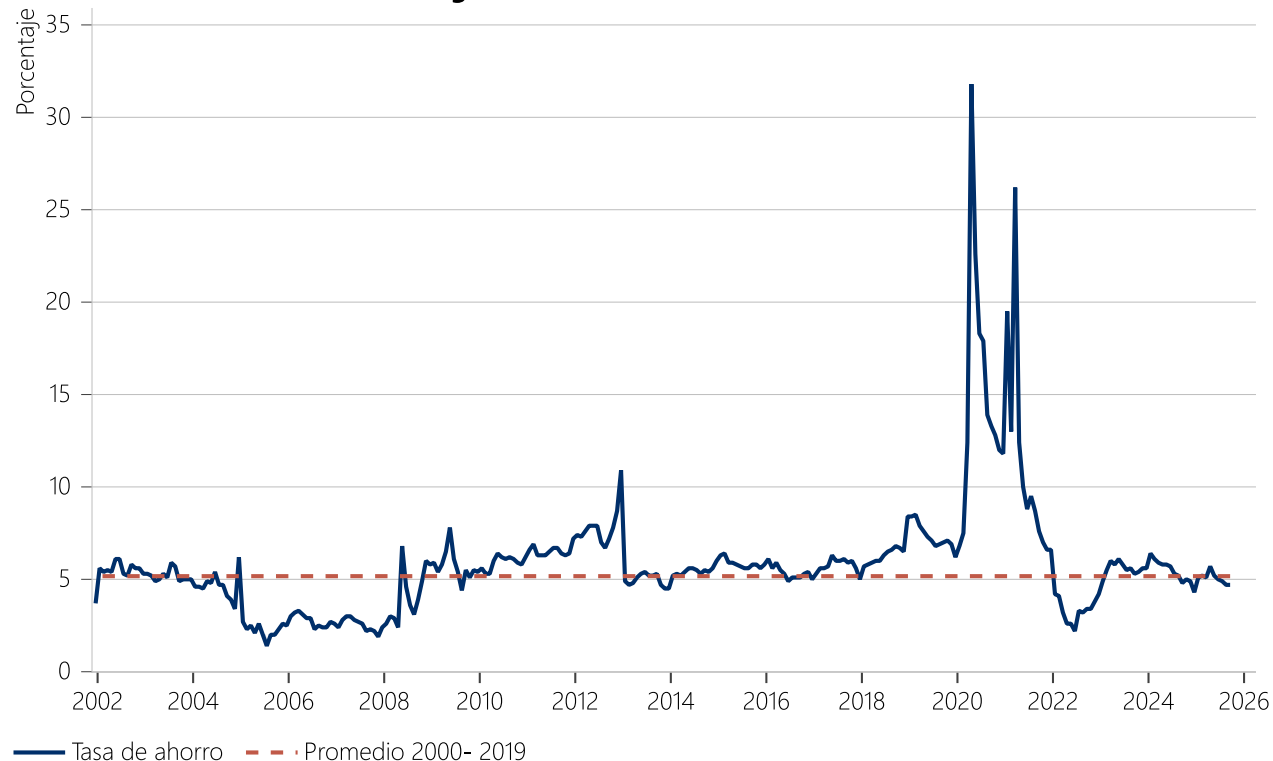


Fuente: Generado por ChatGPT



EE. UU.: La tasa de ahorro se mantiene

EE. UU.: tasa de ahorro de los hogares



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

La **tasa de ahorro** aumentó del 7,2 % en enero de 2020 al 32 % en abril de 2020, y en marzo de 2021 se situó en el 26 %. Desde 2023, fluctúa en torno a la media a largo plazo del 5 %.



Las ventas minoristas siguen aumentando

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



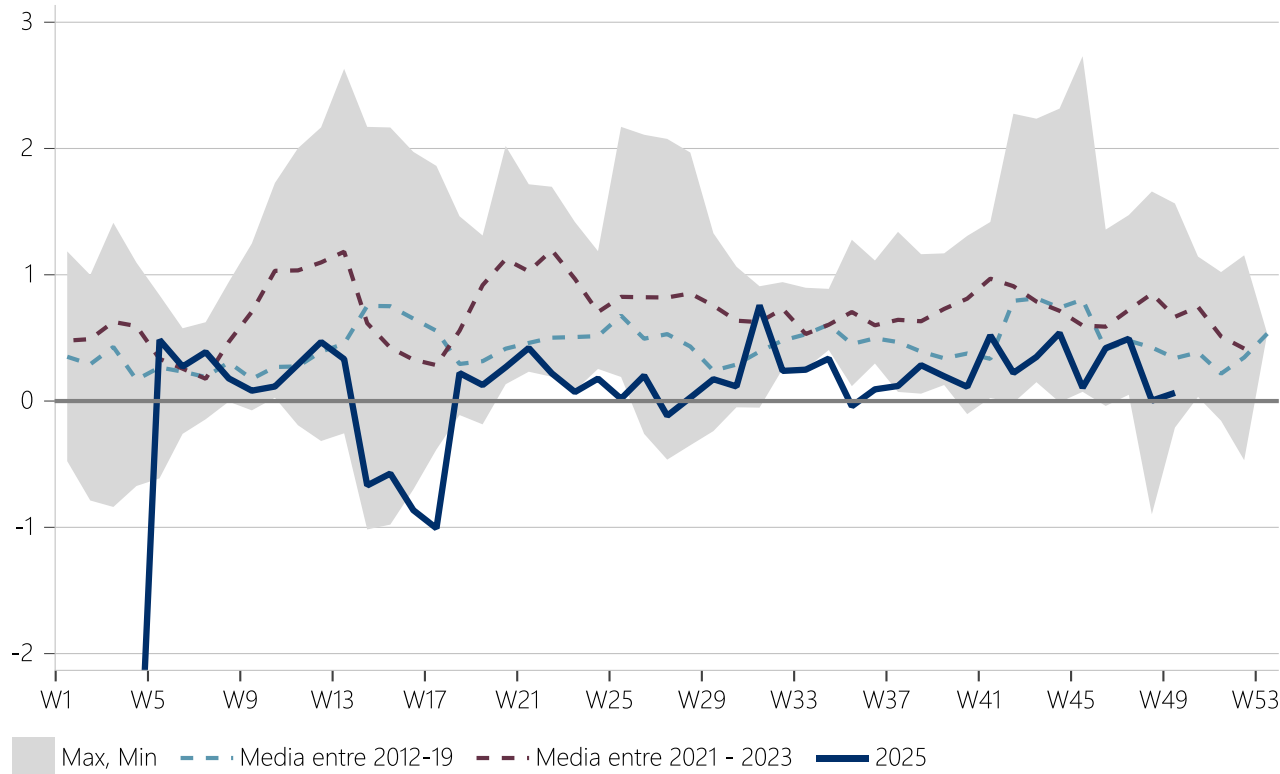
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Redbook Research Inc.. Datos: 2025 W50.

El índice semanal «Johnson Redbook Retail Sales» recoge las **ventas de los grandes almacenes y comercios minoristas** de 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 7 de diciembre de 2025.



Los créditos con tarjeta de crédito crecen más lentamente

Crédito al consumo: tarjetas de crédito, % intermensual



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Fed. Datos: 1/12/2025.

Los **créditos con tarjeta de crédito** crecieron **más lentamente** en 2025 que en los últimos años. Sin embargo, la **variación mensual** se sitúa desde hace dos semanas **por debajo del patrón estacional habitual** de años anteriores y sigue siendo **volátil**. En **septiembre** se revisaron a la baja las cifras a partir de enero de 2025.



El crecimiento del empleo se ralentiza

EE. UU.: Crecimiento del empleo en el sector privado, excluyendo la agricultura, % interanual



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

Según el informe de ADP, en noviembre el número de **puestos de trabajo en el sector privado**, excluida la agricultura, aumentó un 0,6 % con respecto al año anterior. Las cifras oficiales se publicaron **con retraso** debido al **cierre** del Gobierno y muestran un crecimiento anual del 0,8 %, algo superior al esperado. El mercado laboral estadounidense se mantiene estable, pero el crecimiento del empleo es ahora más lento que en los años transcurridos entre la crisis financiera y la crisis del coronavirus.



Descenso en las tasas de respuesta a las encuestas



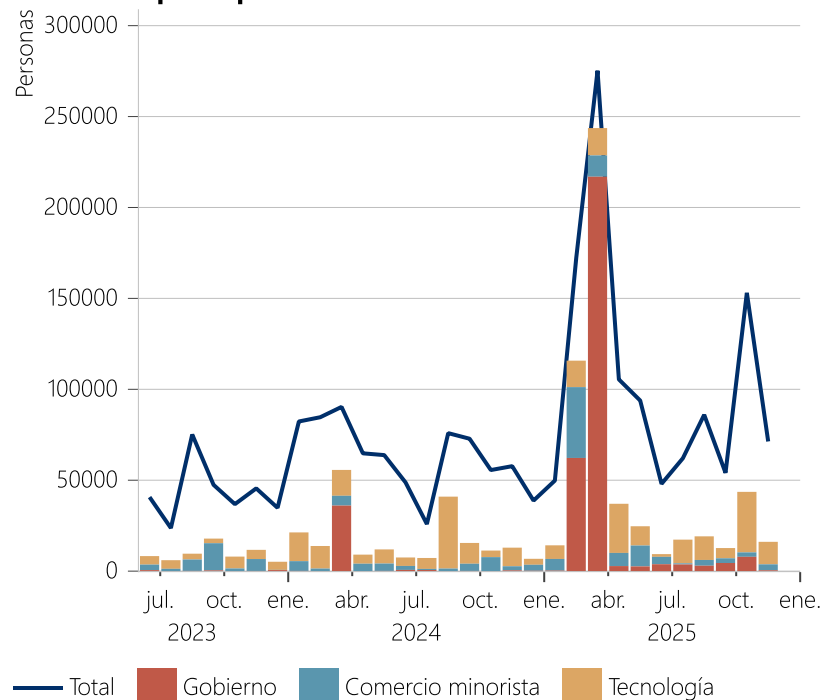
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS. Datos: 03/2025.

Los **datos del mercado laboral estadounidense** se basan en una **encuesta a hogares** y otra a **empresas**, si bien esta última suele tener una **tasa de respuesta más baja**. Las tasas de respuesta de ambas encuestas han descendido considerablemente desde 2020. El **cierre del Gobierno** ha dejado **huecos** que deben llenarse. Queda por ver si la **disposición a responder** se verá aún más afectada.



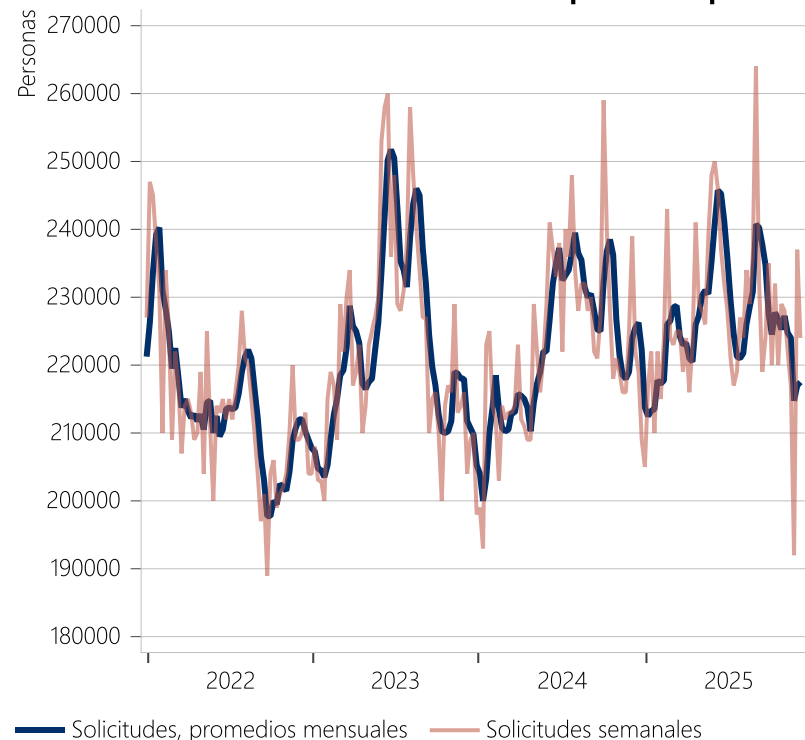
EE. UU.: Despidos y solicitudes dentro de lo previsto

EE.UU.: despidos previstos



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Challenger, Gray & Christmas, Inc..
Datos: 11/2025.

EE. UU.: solicitudes semanales de subsidio por desempleo



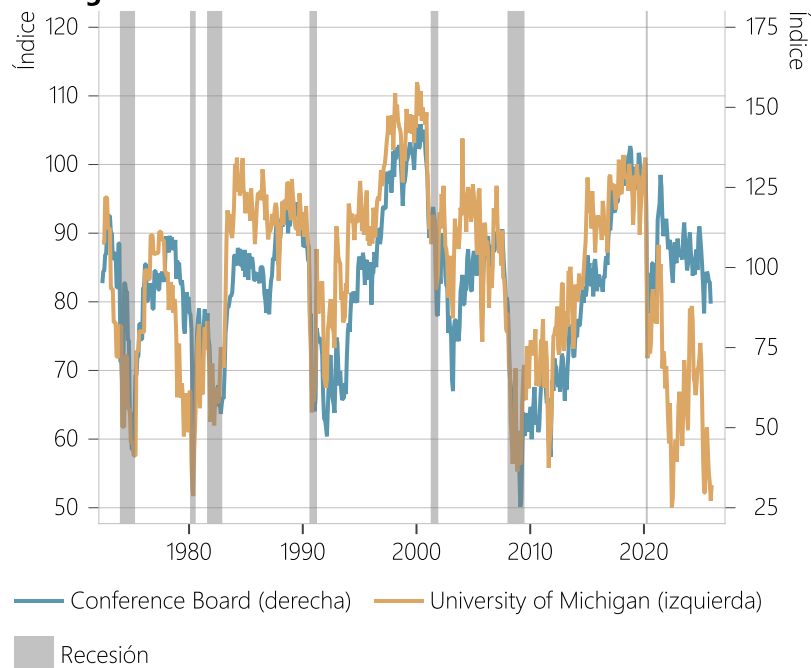
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, DOL. Datos: 2025 W50.

Los despidos previstos en noviembre ascendieron a 71 000, lo que supone un descenso significativo con respecto al mes anterior. Las solicitudes iniciales **semanales de subsidio por desempleo** aumentaron recientemente hasta las 236 000, pero siguen estando en línea con la tendencia de los últimos tres años. En general, las solicitudes se mantienen en niveles históricamente bajos. Entre 1990 y 2019, la media fue de unas 350 000 por semana.



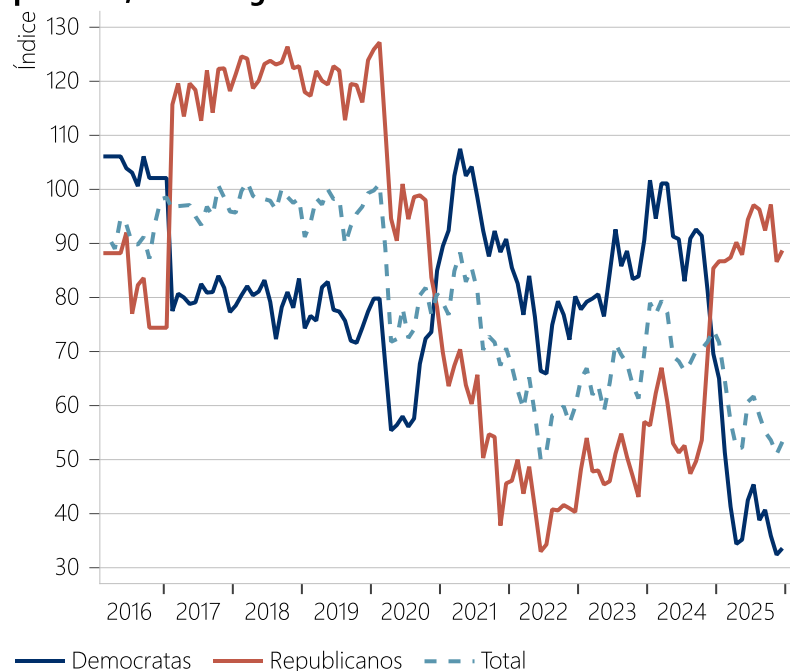
El estado de ánimo sigue empeorando

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



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

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

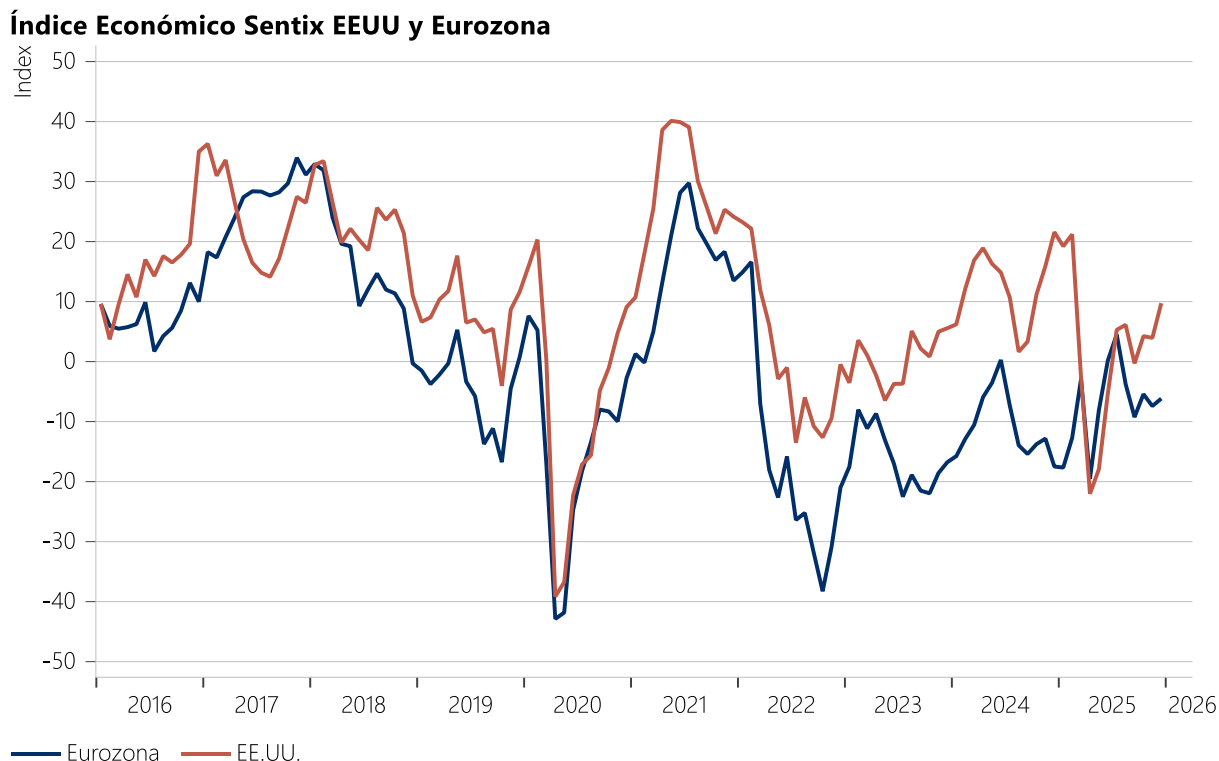


Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, University of Michigan. Datos: 12/2025.

Los primeros anuncios arancelarios de Trump afectaron al ánimo de los consumidores. El índice de confianza del consumidor del Conference Board cayó al nivel del shock 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 inversores estadounidenses se recupera



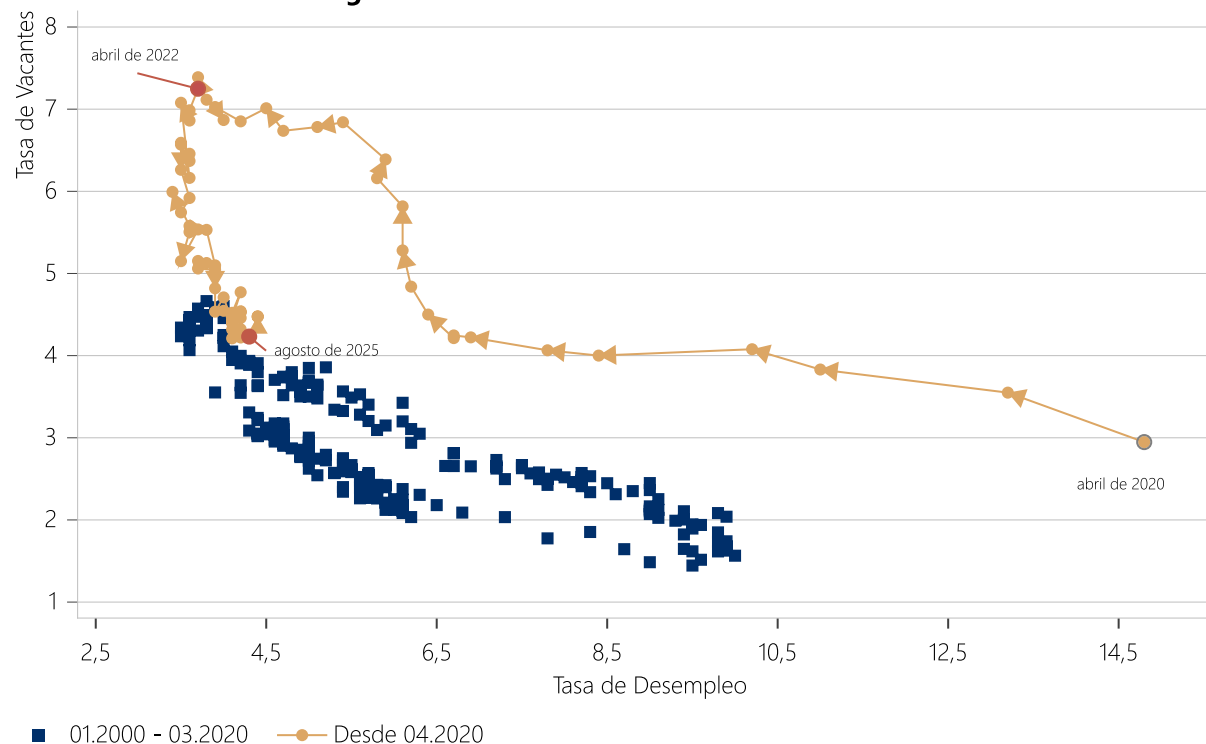
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Sentix. Datos: 12/2025.

El **índice económico** Sentix refleja las expectativas de los inversores. En la **zona euro**, tras los anuncios de programas de armamento e infraestructura financiados con deuda en Alemania, subió inicialmente de forma significativa, pero desde entonces ha vuelto a caer. En **EE. UU.**, el índice ha descendido notablemente desde principios de año y últimamente vuelve a mostrarse **más optimista**.



El mercado laboral estadounidense ligeramente más tenso

EE. UU.: Curva de Beveridge



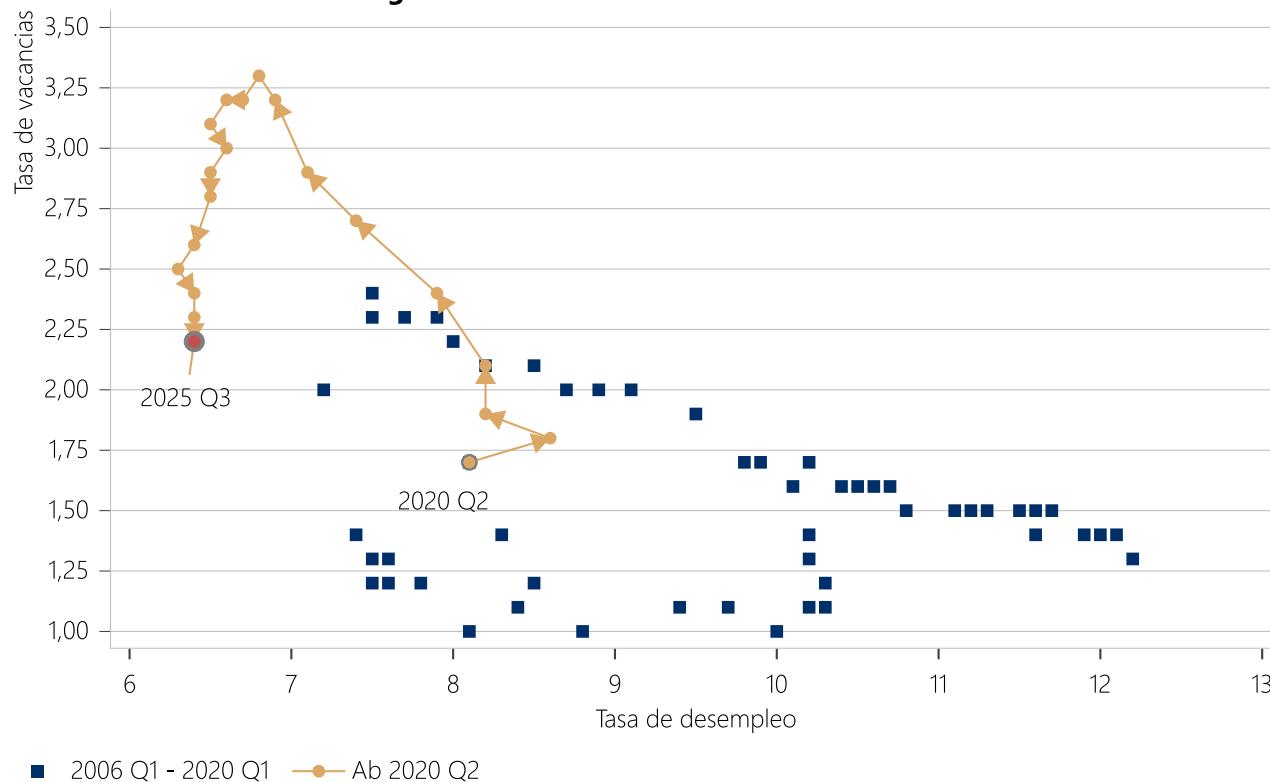
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS. Datos: 02/2020.

La **curva de Beveridge**, que describe la relación entre la **tasa de puestos vacantes** (los puestos vacantes como porcentaje del número total de puestos ocupados y vacantes) y la **tasa de desempleo**, está explorando **nuevos territorios**. Una **tasa de desempleo del 4,6 %** va acompañada actualmente de una **tasa de puestos vacantes del 4,5 %**. En el pasado, una tasa de desempleo tan baja solía ir acompañada de una tasa de puestos vacantes de entre el 3 % y el 4 % como máximo.



El mercado laboral de la zona euro está menos tenso

Eurozona: curva de Beveridge



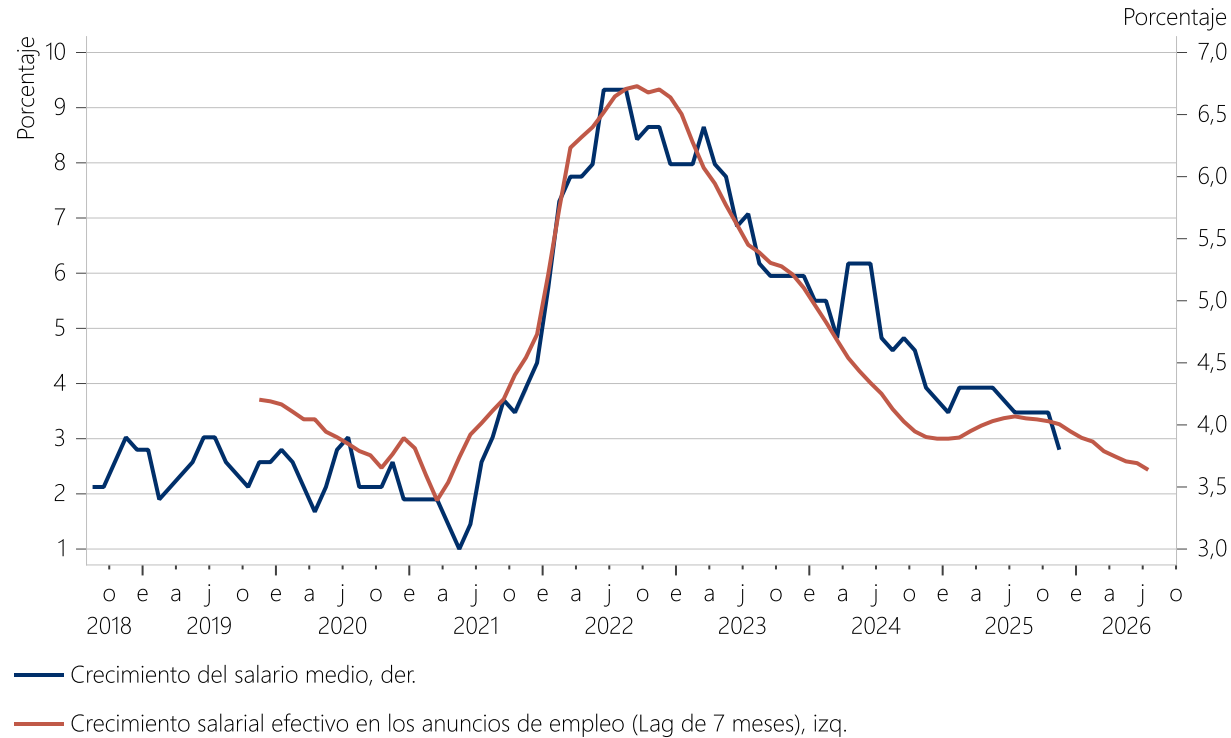
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat. Datos: 2020 Q2.

La **curva de Beveridge de la zona euro** muestra un mercado laboral menos tenso. En el tercer trimestre del año, la tasa de desempleo se mantuvo en niveles históricamente bajos, mientras que la tasa de puestos vacantes siguió disminuyendo.



EE. UU.: ¿Normalización del crecimiento salarial?

EE.UU.: El crecimiento salarial podría normalizarse

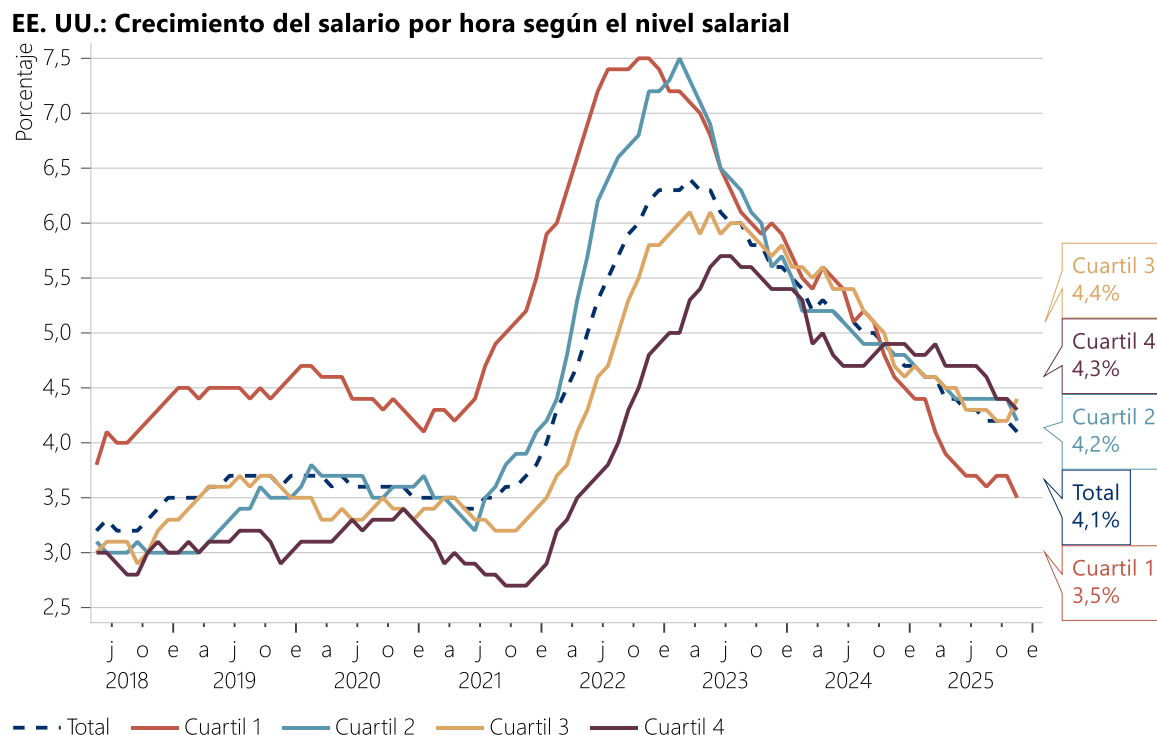


Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Atlanta Fed, Indeed Hiring Lab. Datos: 18/12/2025.

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.: débil crecimiento salarial con salarios bajos



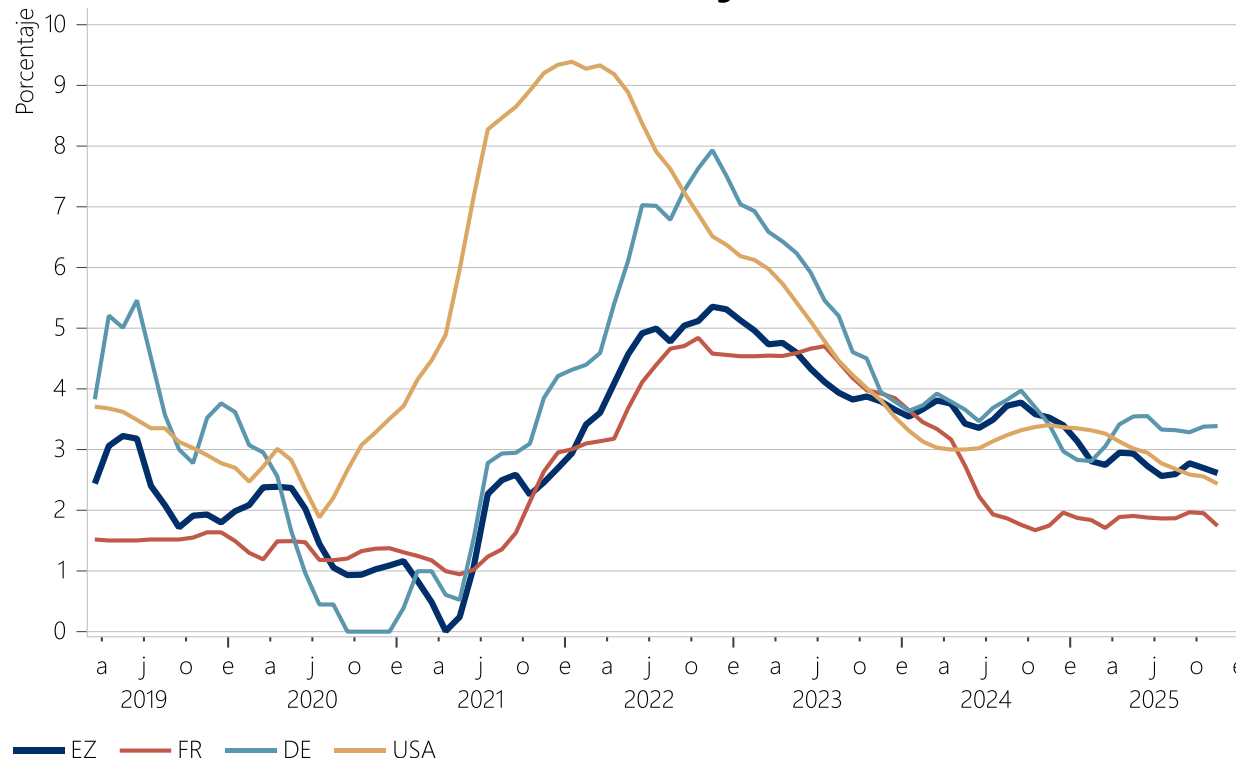
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Atlanta Fed. Datos: 11/2025.

En **noviembre**, los **salarios por hora** aumentaron una media del **4,1 %**. La distribución de los aumentos salariales entre los distintos **grupos salariales** muestra una **dispersión** cada vez mayor: en el **cuartil salarial más bajo**, los salarios aumentaron un **3,5 %**, mientras que en el **cuartil más alto** lo hicieron un **4,3 %**. 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**, más fuertes que en el más bajo.



Los salarios nominales siguen aumentando

Crecimiento de los salarios nominales - Indeed Hiring Lab



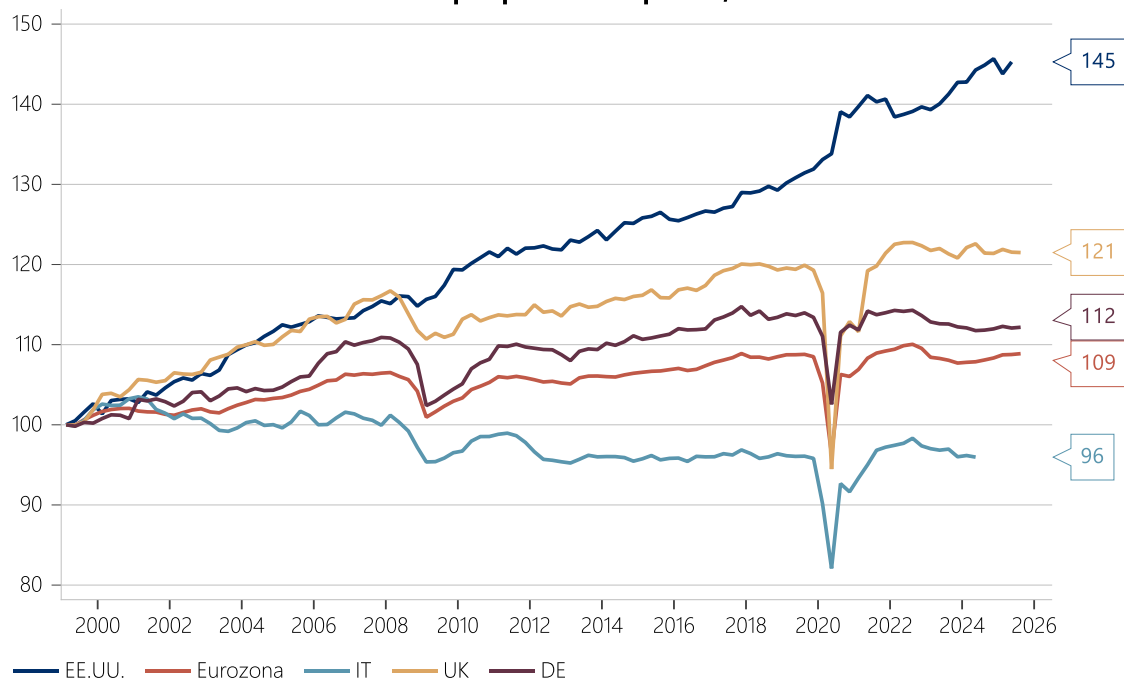
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Indeed Hiring Lab. Datos: 11/2025.

El Wage Tracker de Indeed Hiring Lab sigue mostrando un aumento de los salarios nominales. En **noviembre**, la tasa de variación fue del **2,6 %** en la zona euro, del **3,4 %** en **Alemania**, del **1,7 %** en **Francia** y del **2,4 %** en **Estados Unidos**. Solo en Alemania los salarios están aumentando más rápidamente que a principios de año.



La productividad crece más en EE. UU.

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



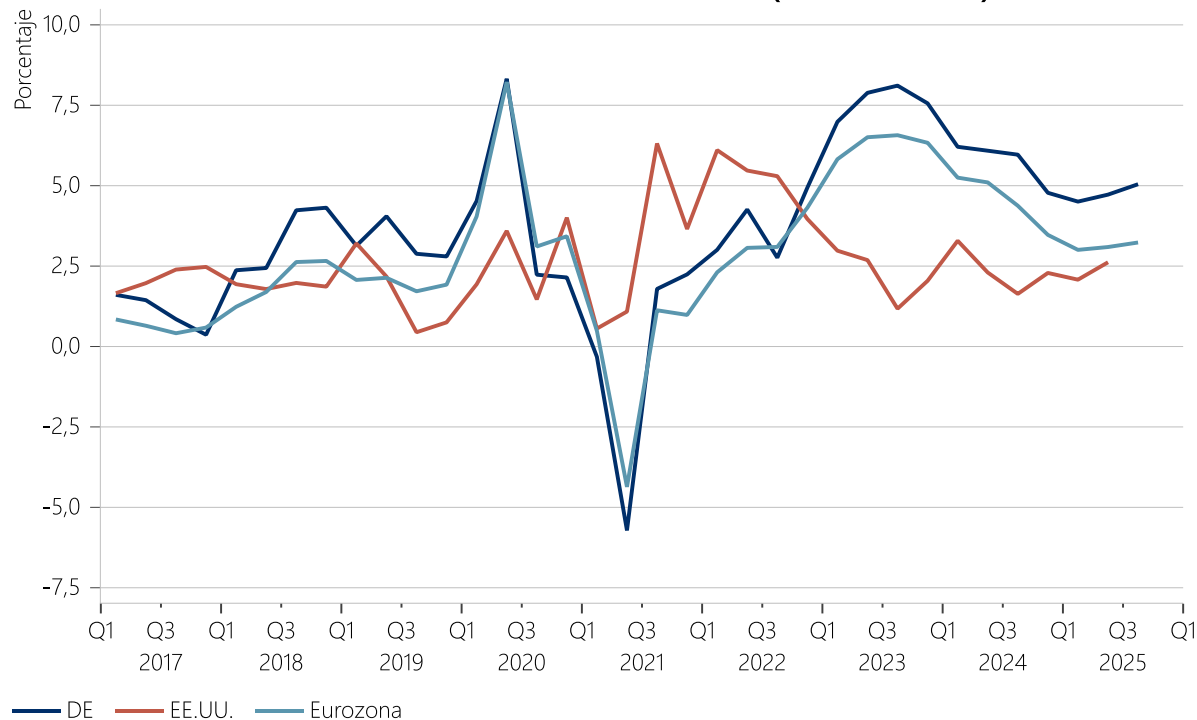
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS, BEA, Eurostat, DESTATIS, Istat, ONS. Datos: 2025 Q2.

Las diferencias de crecimiento se deben a las diferentes ganancias de productividad. Desde 1999, la **productividad laboral estadounidense** (PIB por persona empleada) 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 del euro**, el panorama es desigual: 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.



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 Q3.

Con el aumento **de la inflación**, los trabajadores exigen **aumentos salariales** para mantener su **poder adquisitivo**. En EE. UU., el **rápido crecimiento de la productividad** hace que los **costes salariales unitarios** aumenten un **2,6 % con respecto al año anterior**, más lentamente que en la **zona del euro (3,2 %) y Alemania (5 %)**. Por lo tanto, es probable que la **presión inflacionista** sea mayor en la **zona del euro** que en EE. UU.



China

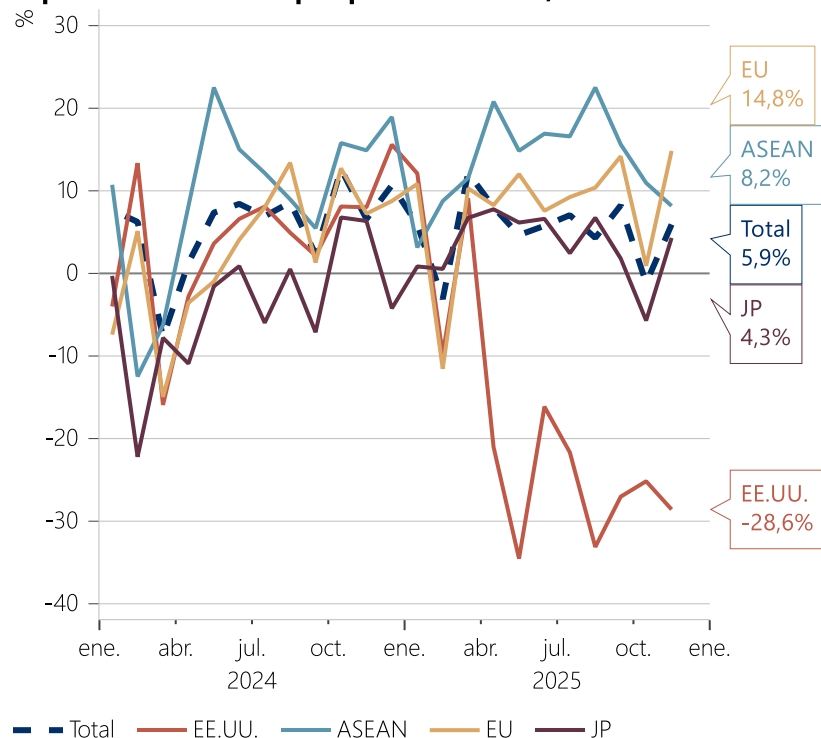


Fuente: Generado por ChatGPT



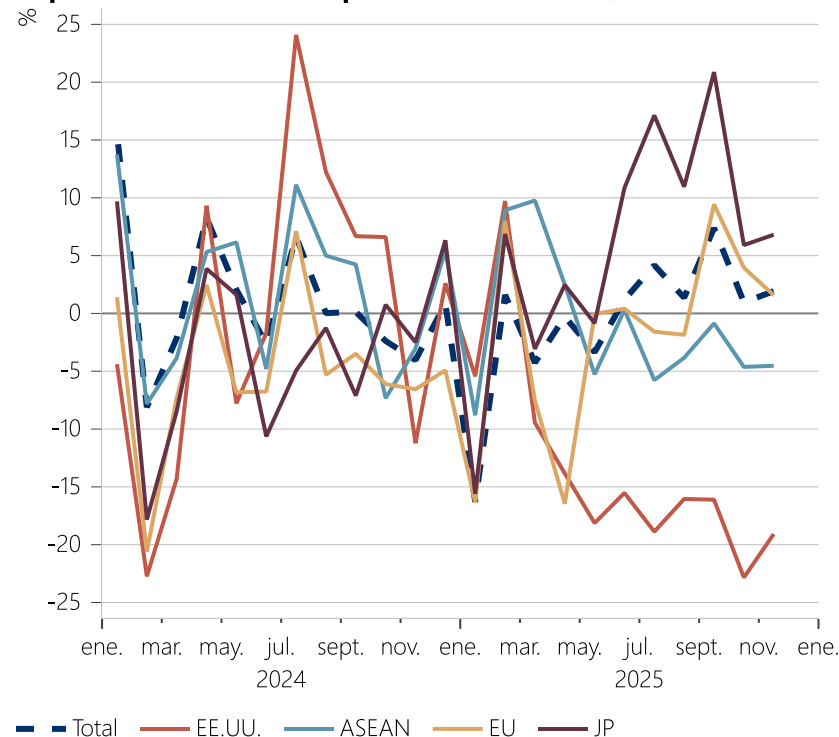
China: las exportaciones registran un ligero descenso

Exportaciones chinas por país de destino, % interanual



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

Importaciones chinas de países seleccionados, % interanual



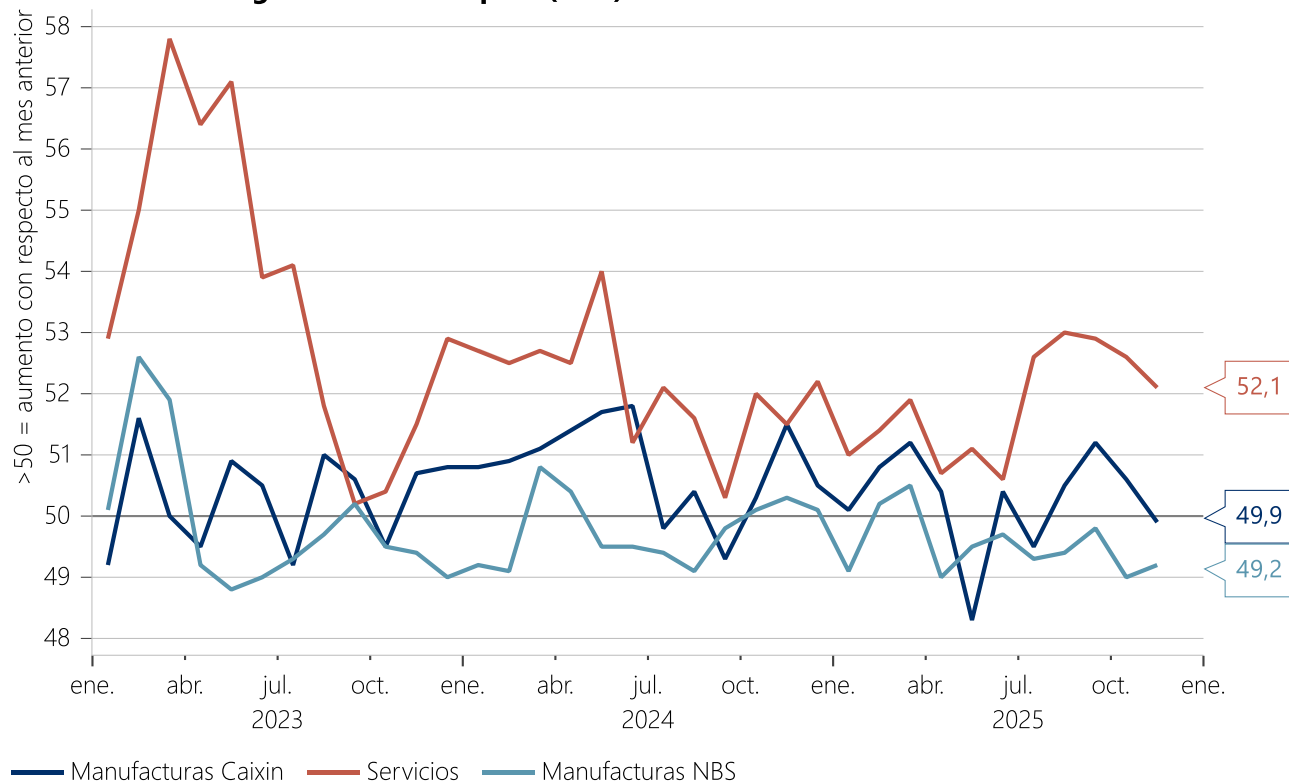
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, GAC. Datos: 11/2025.

El comercio de China con EE. UU. ha disminuido considerablemente. El aumento del 8 % 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 5,9 % superiores a las del mismo mes del año anterior. Al mismo tiempo, las importaciones aumentaron un 1,9 %, siendo Japón el país que registró el mayor crecimiento.



China: el sector manufacturero sigue débil

China: Índices de gestores de compras (PMI)



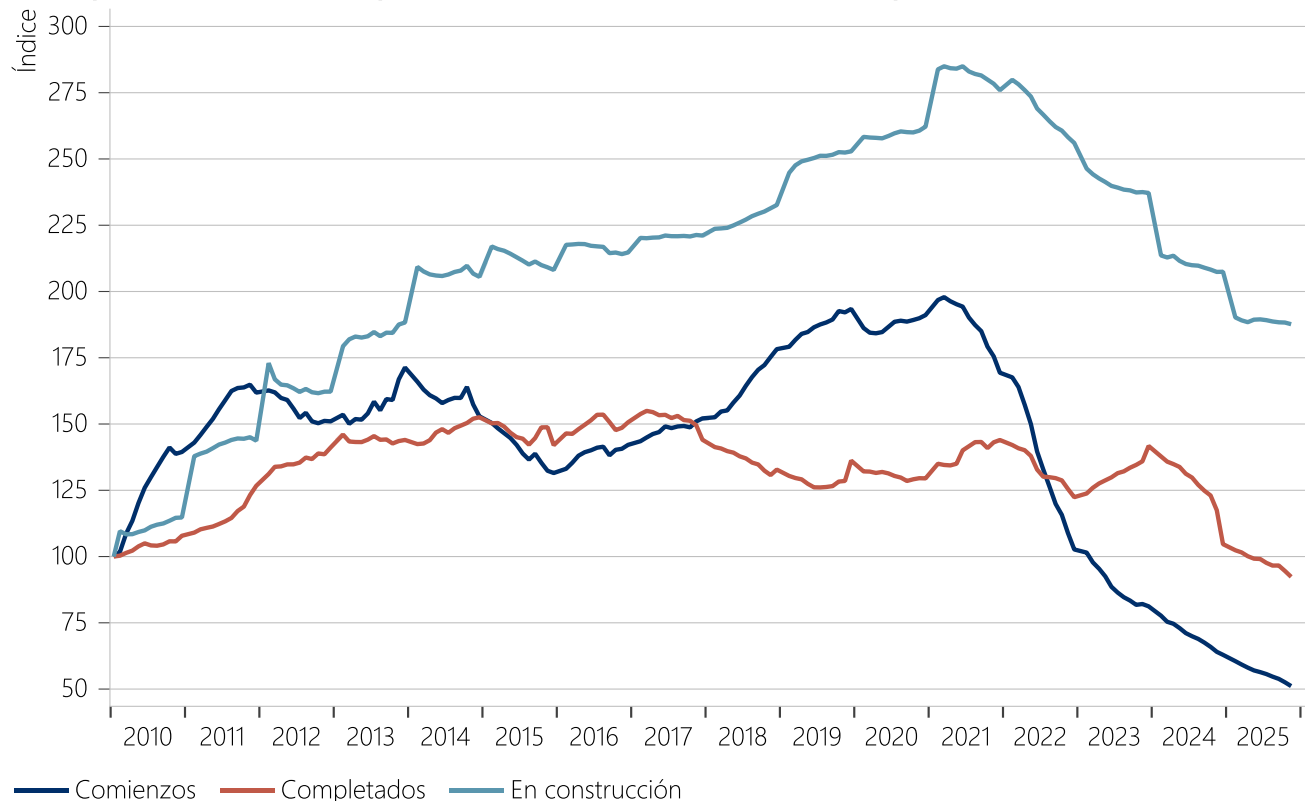
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global, CFLP. Datos: 11/2025.

El **PMI del sector manufacturero** sigue débil. Tanto el **índice privado Caixin** (49,9) como el **índice estatal NBS** (49,2) 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



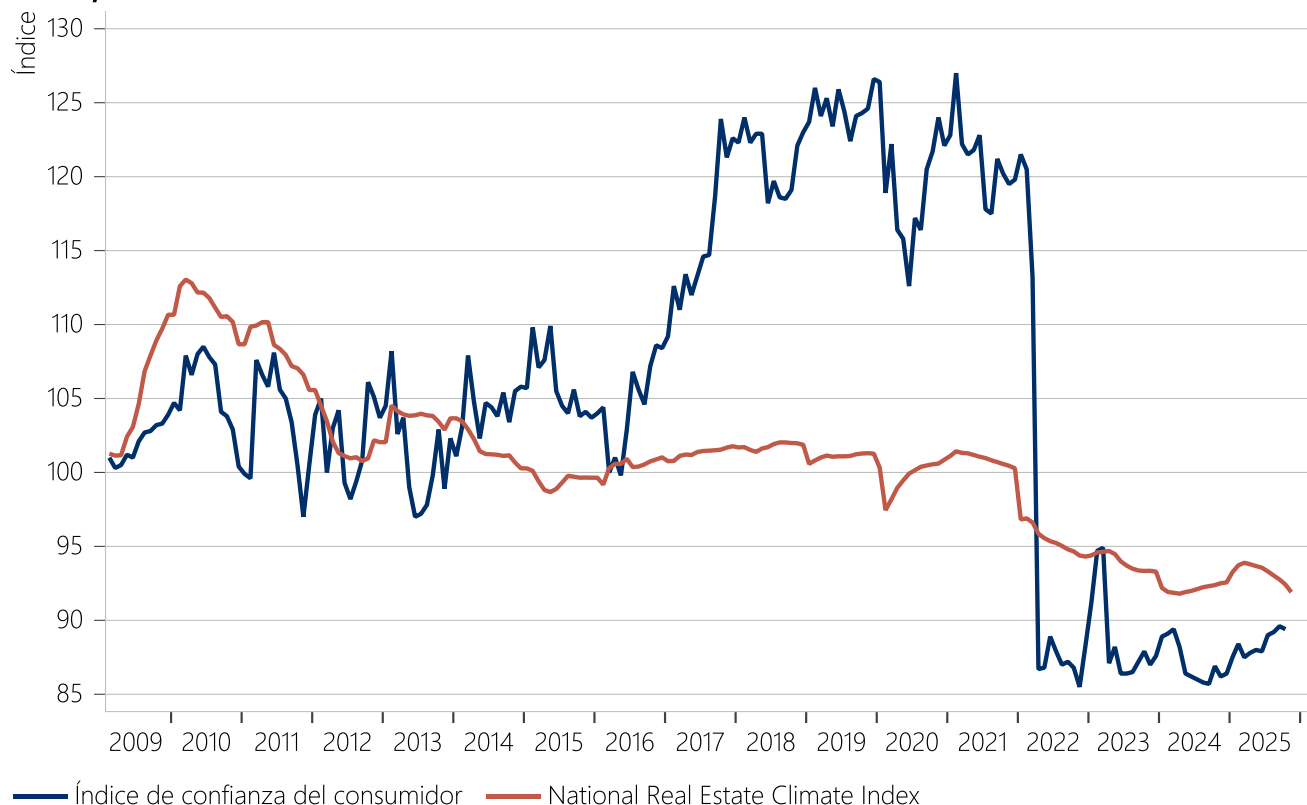
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, NBS. Datos: 11/2025.

El número de **nuevas construcciones iniciadas** siguió disminuyendo en julio y se sitúa 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 estado de ánimo

China, confianza del consumidor



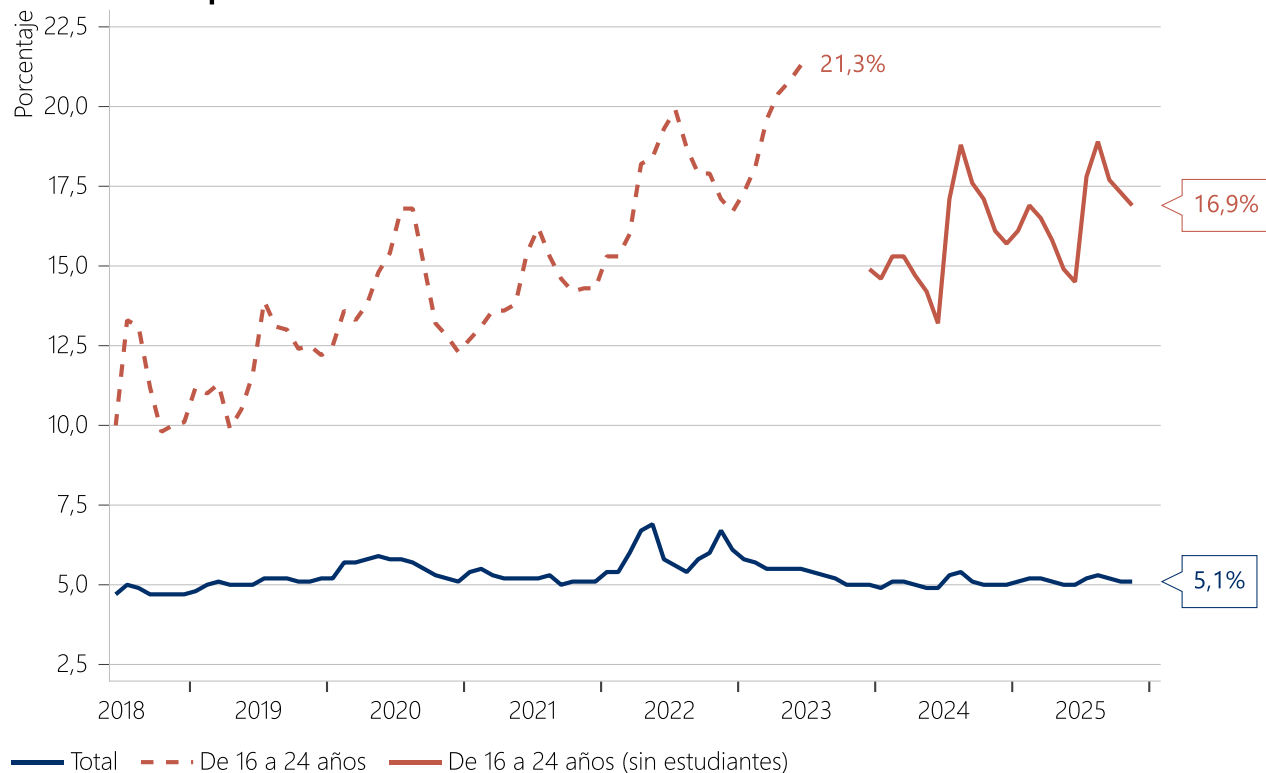
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, CEMAC, NBS, OECD. Datos: 10/2025.

En China, el **clima de consumo** ha mejorado ligeramente desde principios de 2025, 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

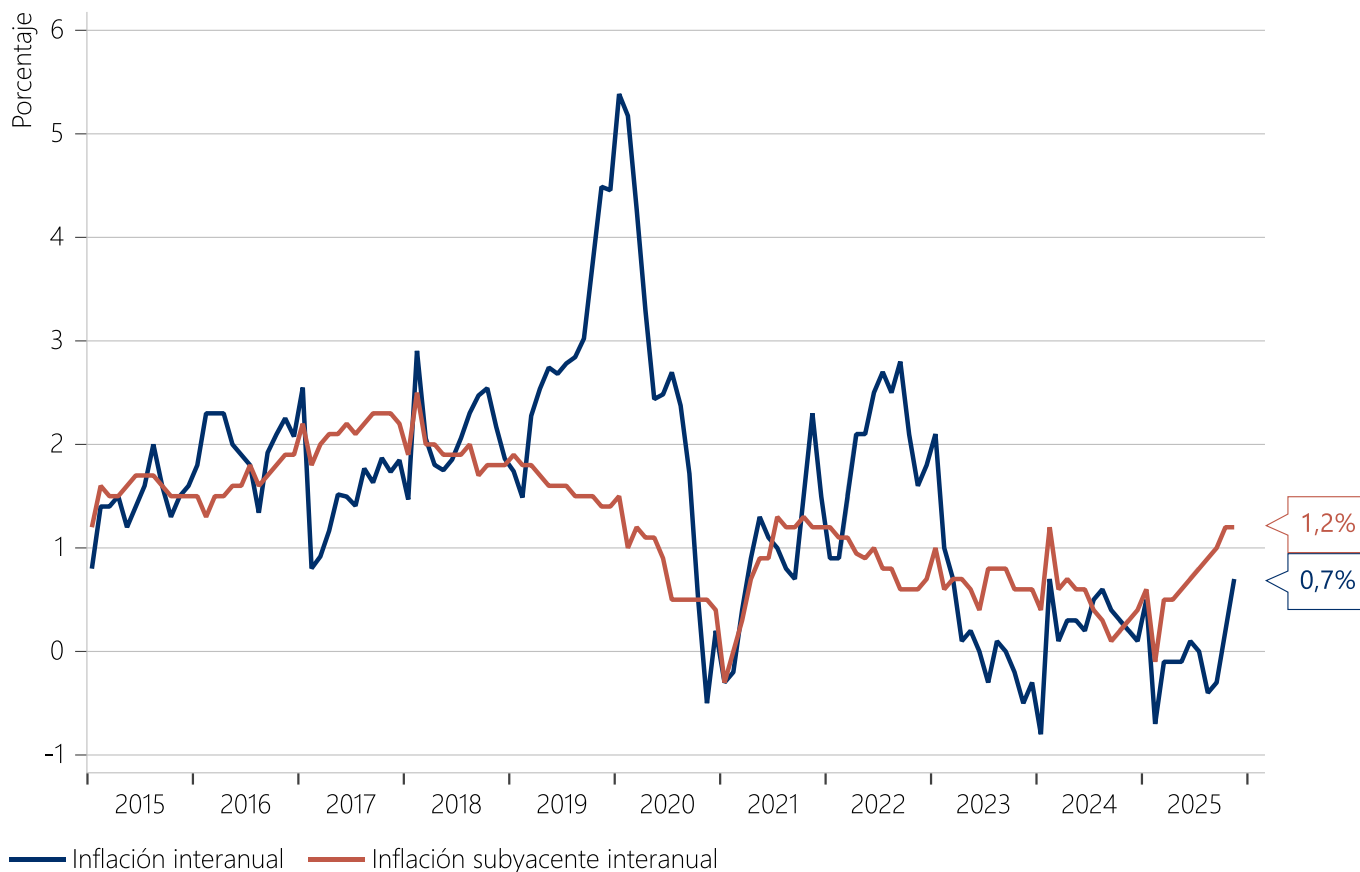


Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, NBS. Datos: 18/12/2025.

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 octubre, esta tasa se situó en el **17,3 %**.



Preocupaciones por la deflación



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, NBS. Datos: 18/12/2025.

La **tasa de inflación** china se sitúa por debajo del 1 % desde mediados de 2023. En noviembre fue **del 0,7 %**, 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.

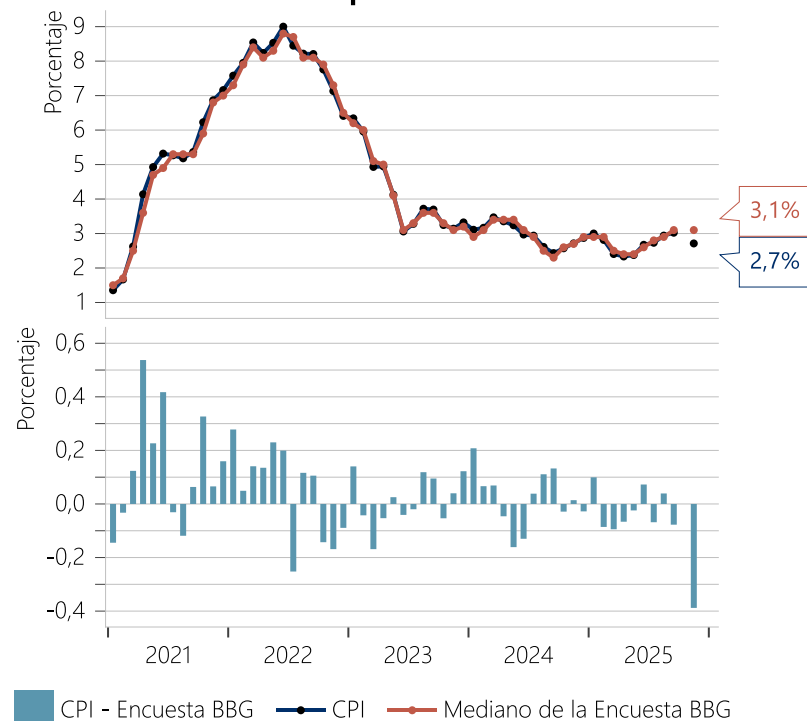


PRECIOS



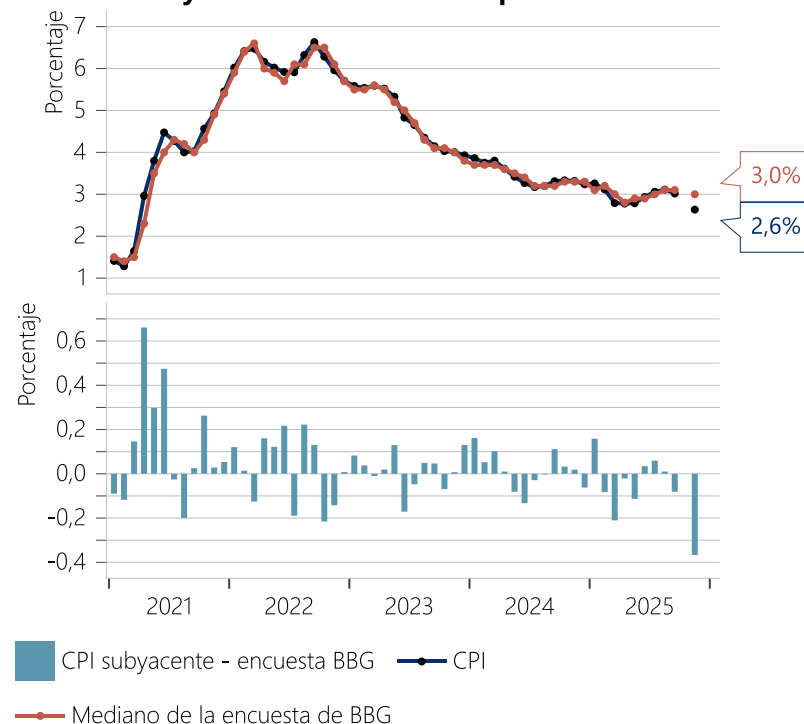
EE. UU.: La tasa de inflación desciende ligeramente

Inflación en EE. UU. vs. expectativas



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

Inflación subyacente en EE. UU. vs expectativas



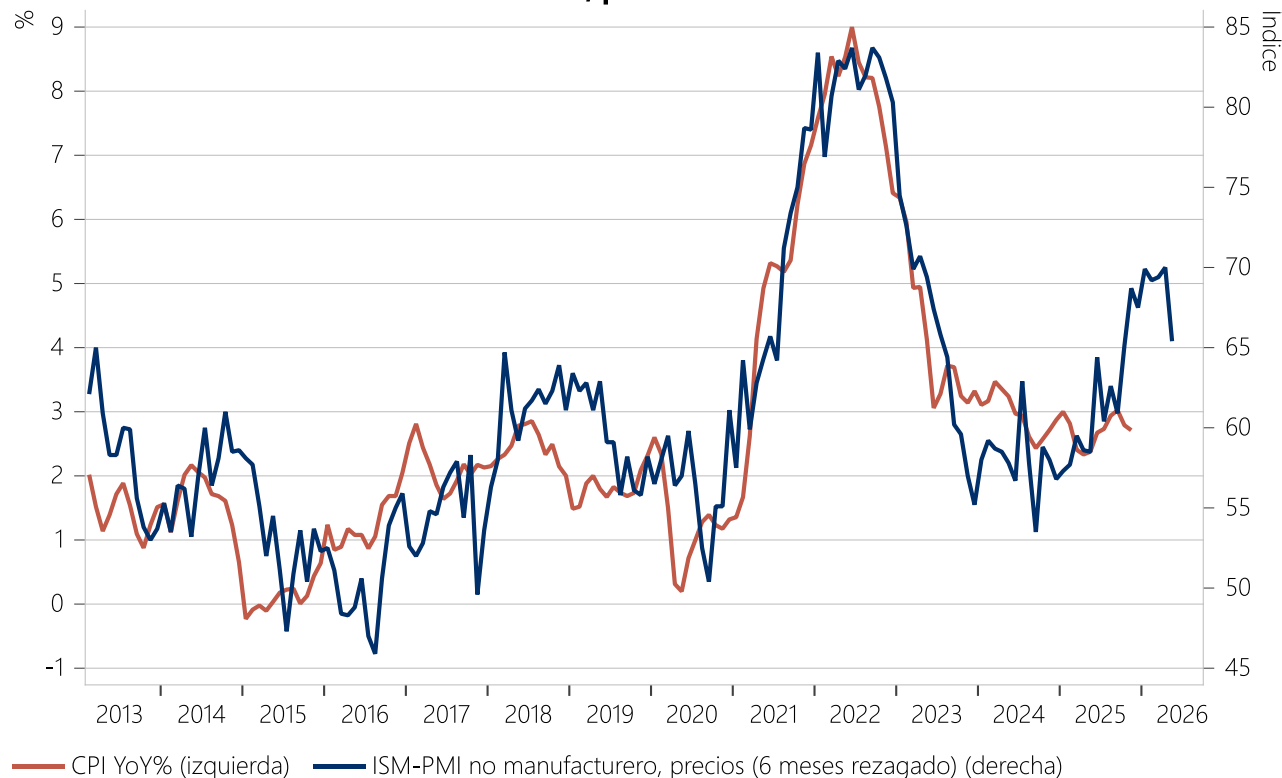
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS. Datos: 11/2025.

En noviembre, los precios subieron menos de lo esperado. El **índice de precios al consumo (IPC)** aumentó, como se esperaba, un 2,7 % en comparación con el año anterior. La **inflación subyacente** se situó en el 2,6 %, muy por debajo de las **expectativas medias** de los participantes en una **encuesta mensual de Bloomberg**. Debido al cierre del Gobierno, no se recopilaban datos sobre los precios de octubre.



EE. UU.: La inflación podría volver a aumentar

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

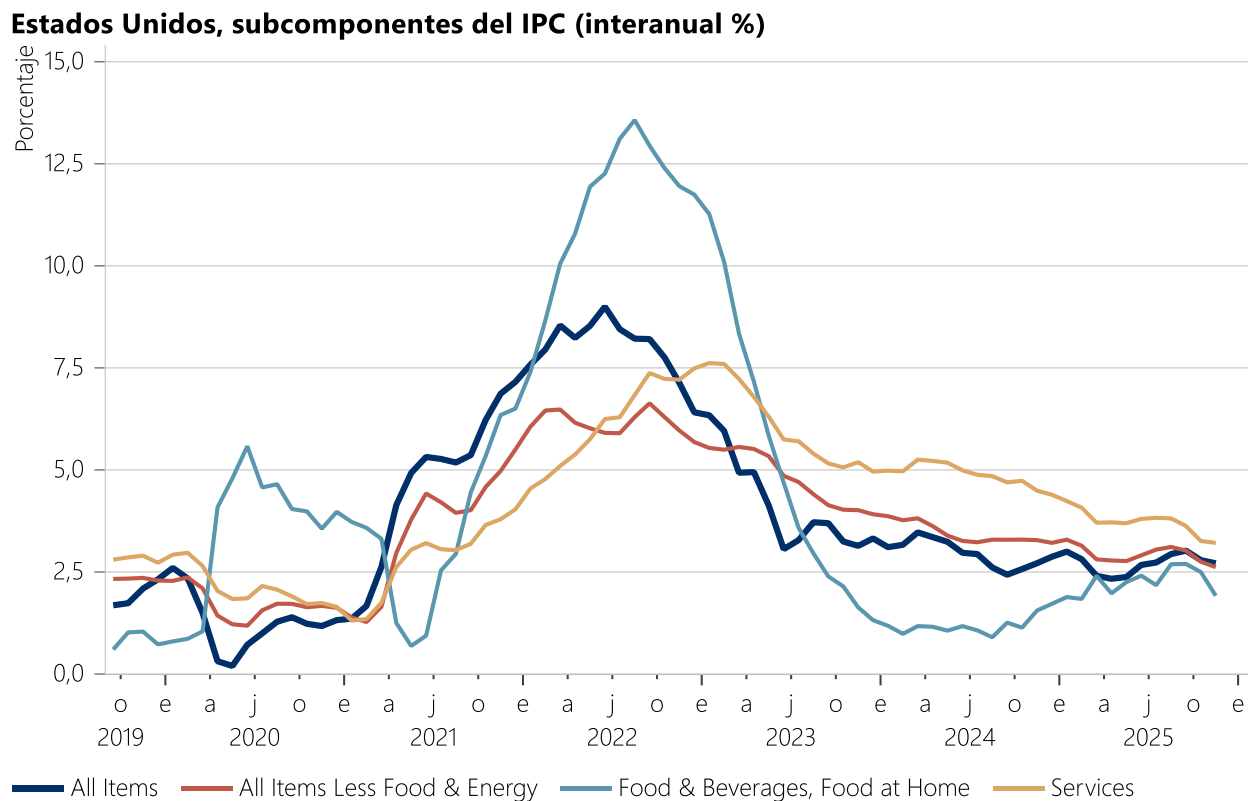


Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS, ISM. Datos: 11/2025.

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



EE. UU.: suben los precios de los servicios y los alimentos



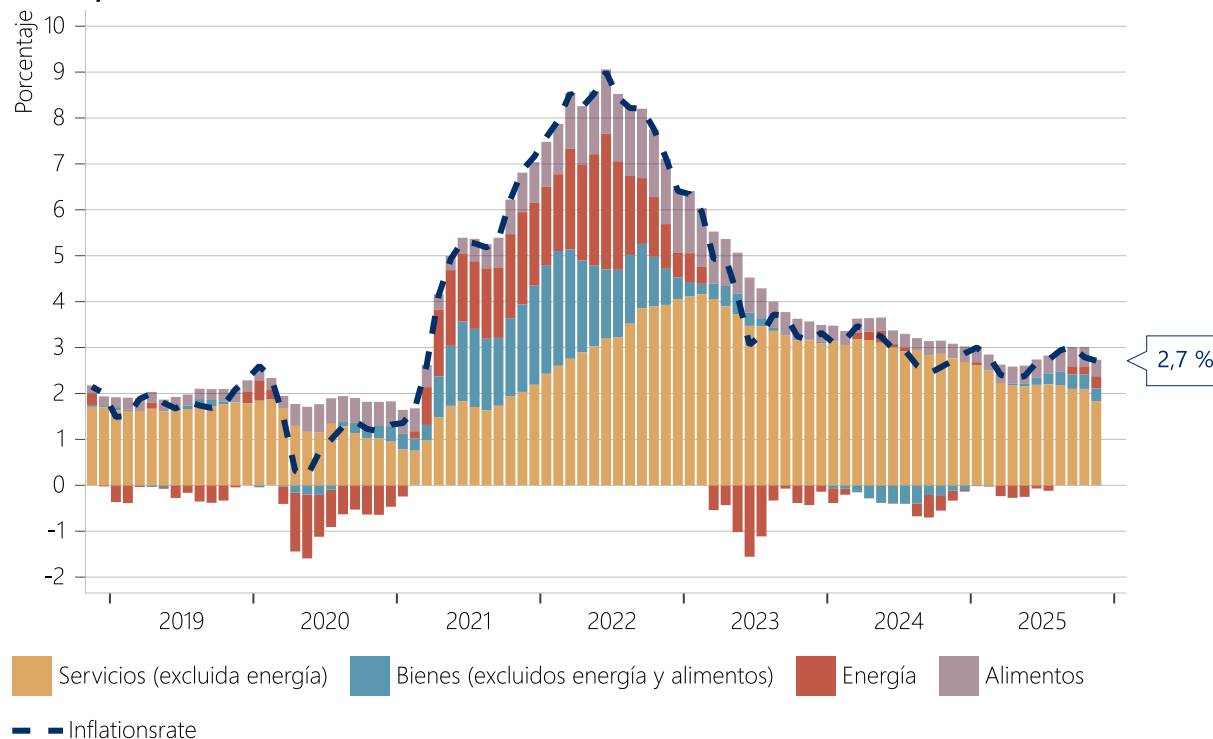
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS. Datos: 11/2025.

En **el sector servicios**, la **presión inflacionista** se mantuvo alta. En noviembre de 2025, los precios subieron un **3,2 %** con respecto al año anterior. Los **precios de los alimentos** subieron **menos** que en septiembre, con una tasa de variación interanual del **1,9 %**.



Los servicios contribuyeron a la inflación

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

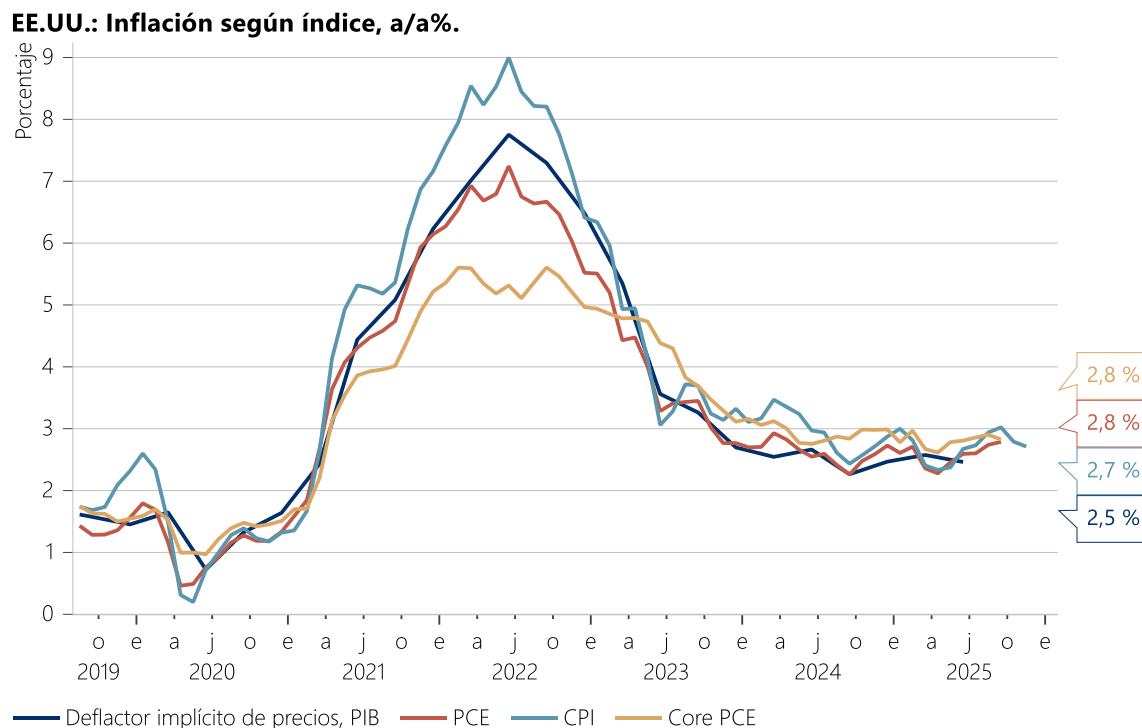


Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Datos: 11/2025.

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.



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 consumo, 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 álgido** a mediados de 2022. En septiembre de 2025, la tasa de inflación del índice PCE subyacente (sin energía ni alimentos), el preferido por la Reserva Federal, se situó en el **2,8 %**. Las cifras de noviembre aún no se han publicado.



EE. UU.: la inflación „supercore“ se mantiene alta

USA: Supercore-Inflation, YoY%



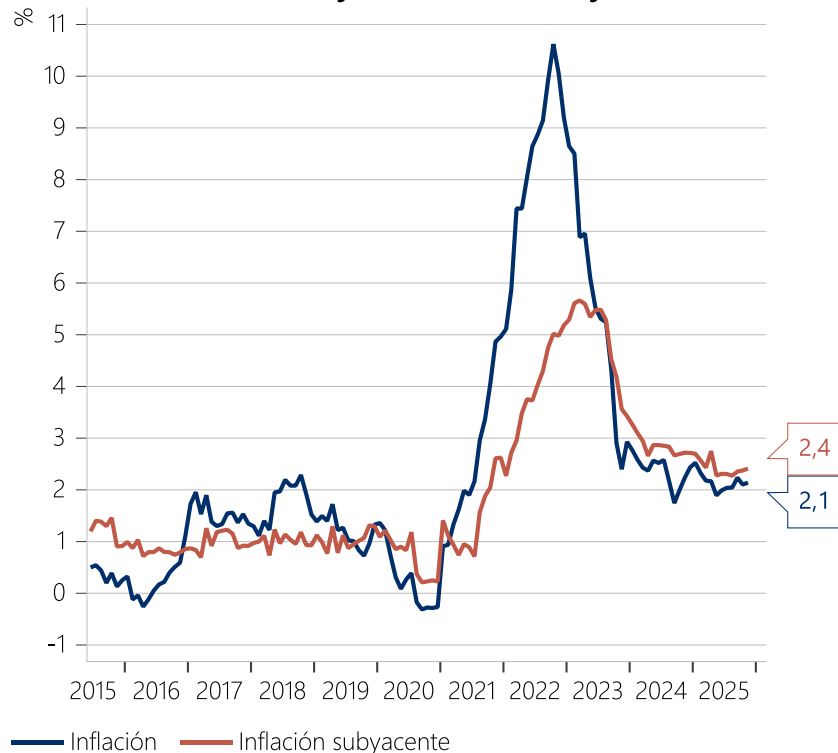
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS. Datos: 11/2025.

La inflación „supercore“ se define como el índice de precios de los servicios sin incluir los costes energéticos y de vivienda. Según el índice IPC, la **tasa interanual** de la inflación subyacente descendió hasta el 2,7 % en noviembre. Según el índice PCE, la inflación subyacente se situó en el 3,3 % en septiembre. Esto demuestra que la **presión inflacionista en el sector servicios** sigue siendo elevada, incluso sin incluir los costes de vivienda.



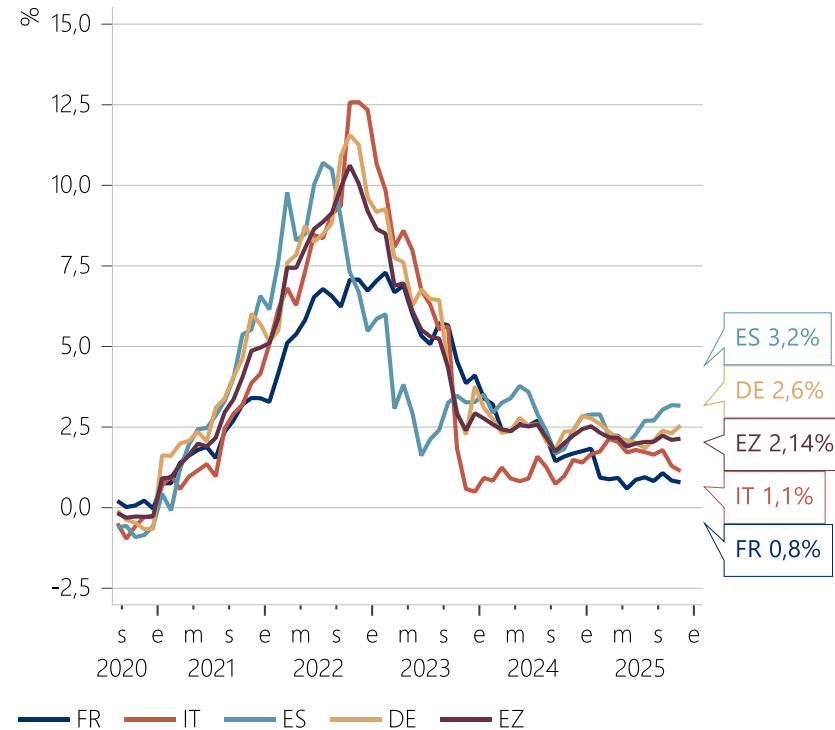
La inflación en la zona euro ligeramente por encima del 2 %

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



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

Inflación en la zona euro (IPCA, interanual)



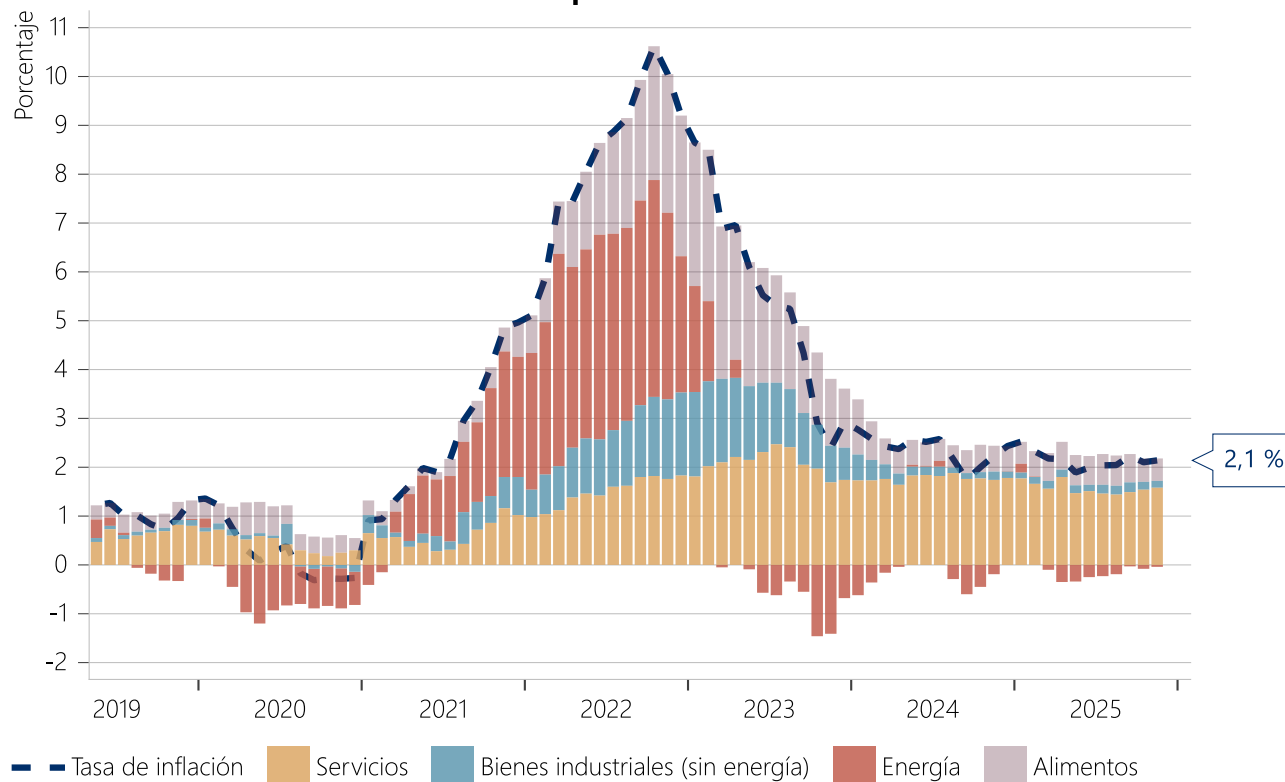
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, INSEE, Istat, INE, DESTATIS, Eurostat. Datos: 11/2025.

En noviembre, el **IPCA de la zona euro** aumentó un **2,2 %** en comparación con el año anterior, mientras que la **inflación subyacente** (sin energía ni alimentos) se situó en el **2,4 %**. En **Francia** (0,8 %) e **Italia** (1,1 %), la inflación se mantuvo por debajo del objetivo del 2 %. La inflación más alta se registró en **España**, con un **3,2 %**.



Aumento del precio de los servicios y los alimentos

Eurozona: contribución de distintos componentes a la inflación



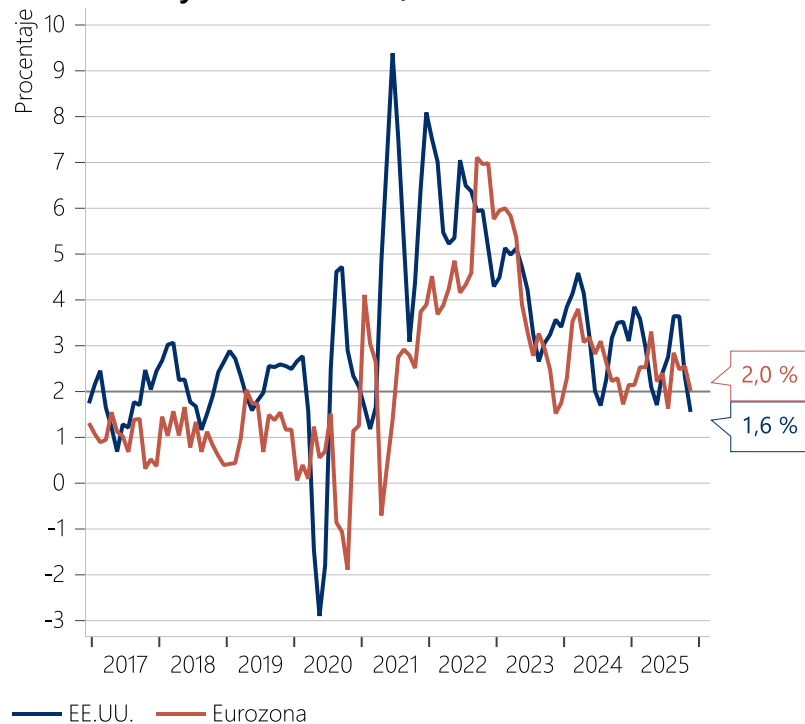
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat. Datos: 11/2025.

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** y, en menor medida, los precios de **los alimentos** los que impulsan la inflación.



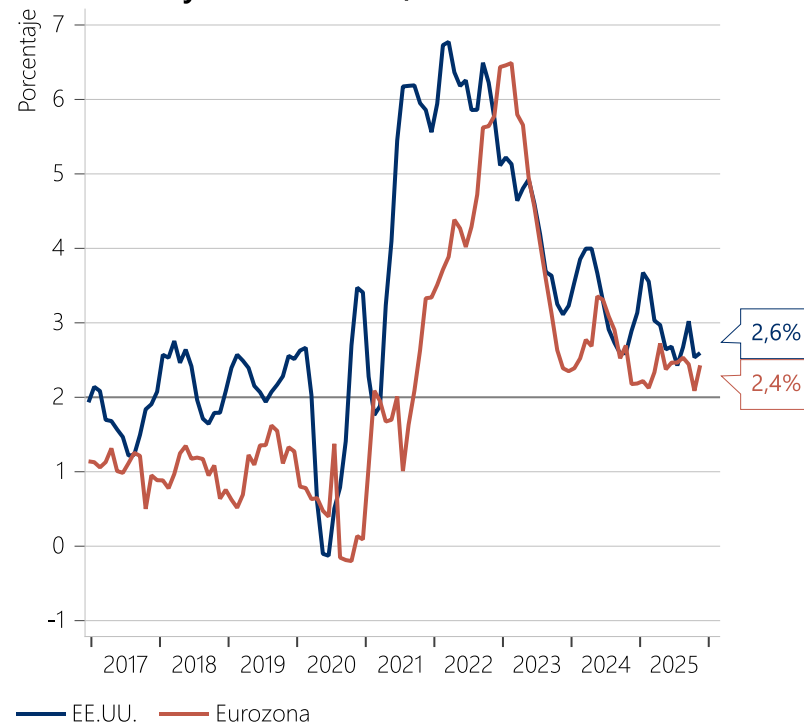
La presión inflacionista no disminuye de forma clara

Inflación subyacente: 3 meses, anualizada



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

Inflación subyacente: 6 meses, anualizada



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

Las **tasas de inflación subyacente anualizadas a tres y seis meses** muestran la **presión inflacionista** a corto plazo. En la **zona del euro**, la tasa a tres meses se situó en el **2 %** y la tasa a seis meses en el **2,4 %**. En **Estados Unidos**, la tasa a tres meses descendió en noviembre al **1,6 %** y la tasa a seis meses al **2,6 %**.



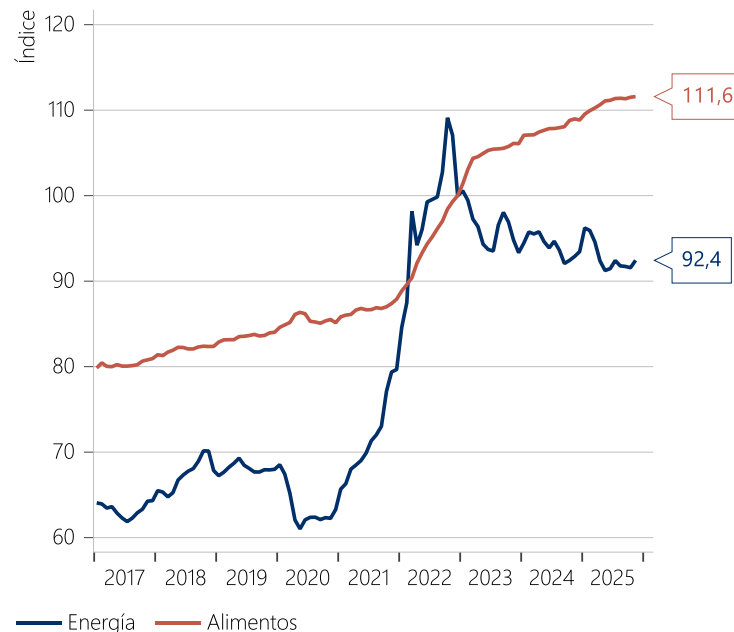
Los alimentos se encarecen

EE. UU.: Precios de los alimentos y la energía, 12.2022 = 100



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

Zona euro: precios de los alimentos y la energía, 12/2022 = 100



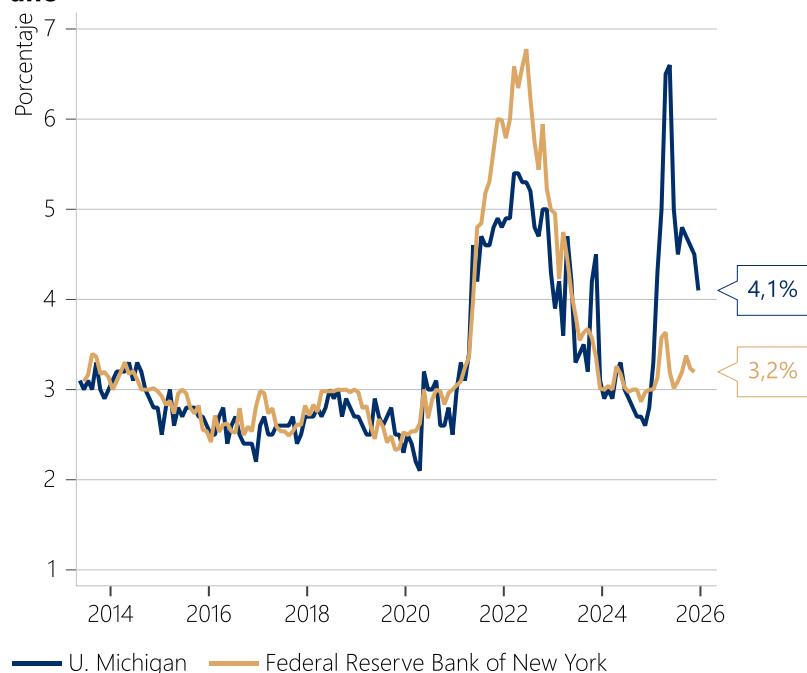
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Eurostat. Datos: 11/2025.

Los precios de los alimentos y la energía se excluyen del análisis de la dinámica de la inflación para analizar la **evolución básica de la inflación**. Sin embargo, estos precios son precisamente los que determinan la percepción de prosperidad de las personas y su **comportamiento electoral**. Tras el fuerte aumento registrado en 2021, los **precios de la energía** se han estabilizado, pero los **de los alimentos** siguen subiendo. En Estados Unidos se sitúan un 7,7 % por encima del nivel de diciembre de 2022 y en la zona del euro, un 11,6 %.



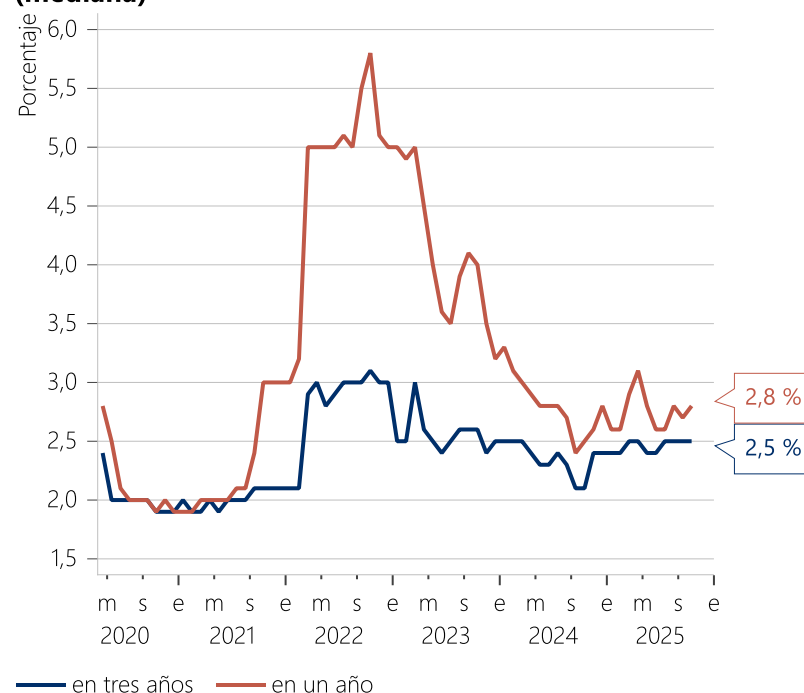
Expectativas inflacionistas volátiles de los consumidores

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: 12/2025.

Eurozona: Expectativas de inflación de los consumidores (mediana)

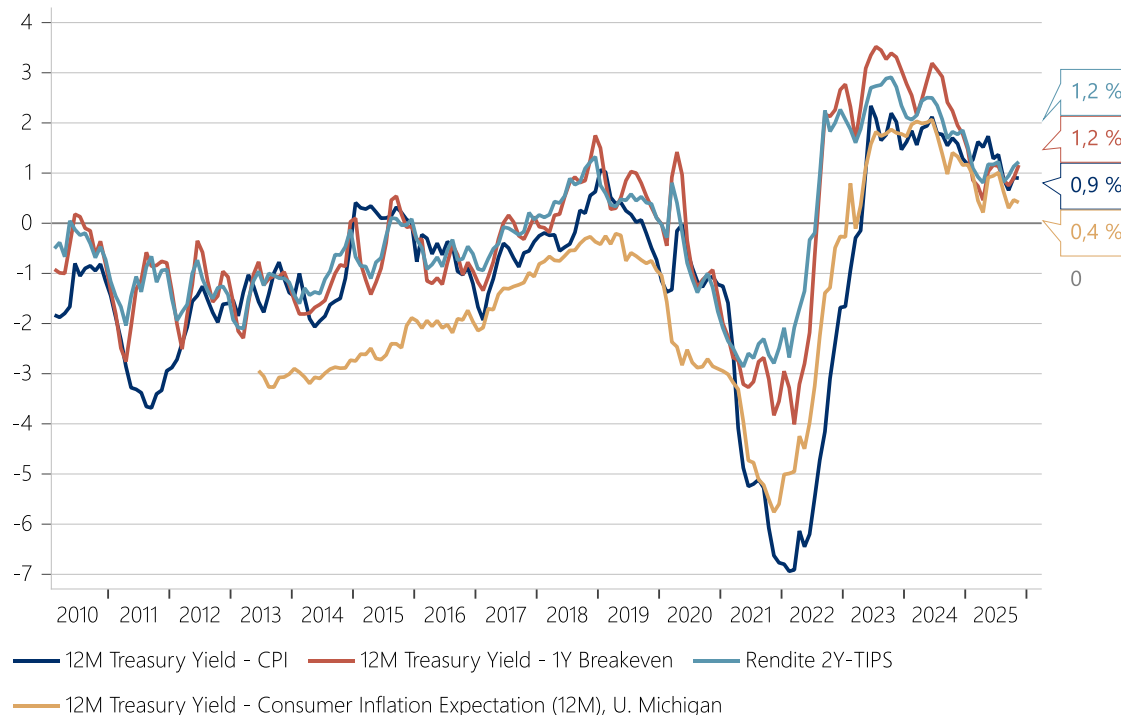


Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB. Datos: 10/2025.

En noviembre de 2025, las **expectativas de inflación** de los consumidores estadounidenses para los próximos doce meses se situaban en el **4,1 %** (Universidad de Michigan) y el **3,2 %** (Fed de Nueva York), una diferencia inusualmente grande. En la **zona del 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 tipo de interés real



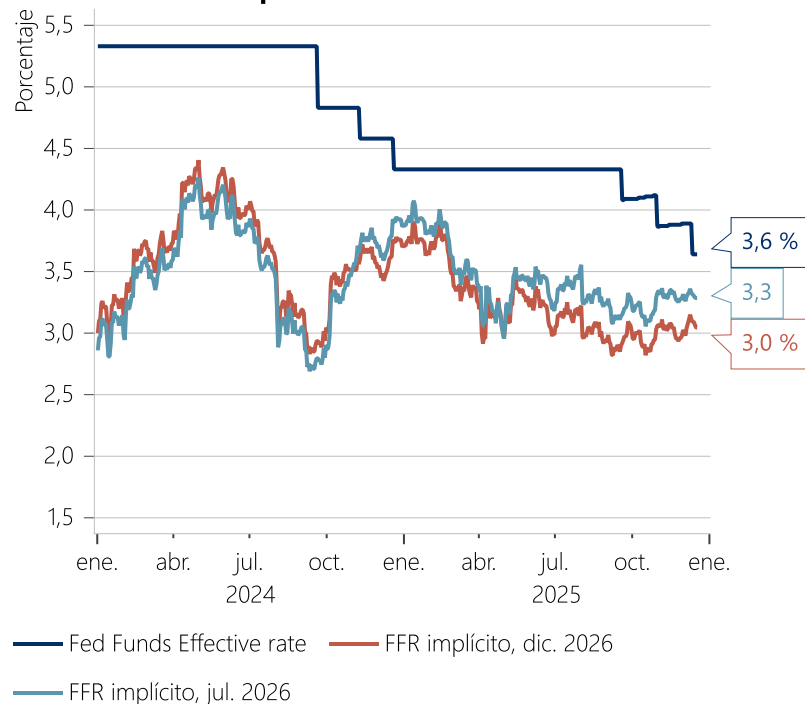
Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Fed, BLS, U.S. Treasury, New York Fed. Datos: 11/2025.

El **tipo de interés real** es la diferencia entre el **tipo de interés nominal** y la **inflación** (prevista). Mientras que el tipo de interés nominal se puede consultar en el mercado, para conocer la inflación prevista hay que recurrir a una estimación. Según el enfoque elegido, el **tipo de interés real** para la **economía estadounidense** se sitúa actualmente entre el **0,5 % y el 1,2 %**. Alternativamente, 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 1,2 %**.



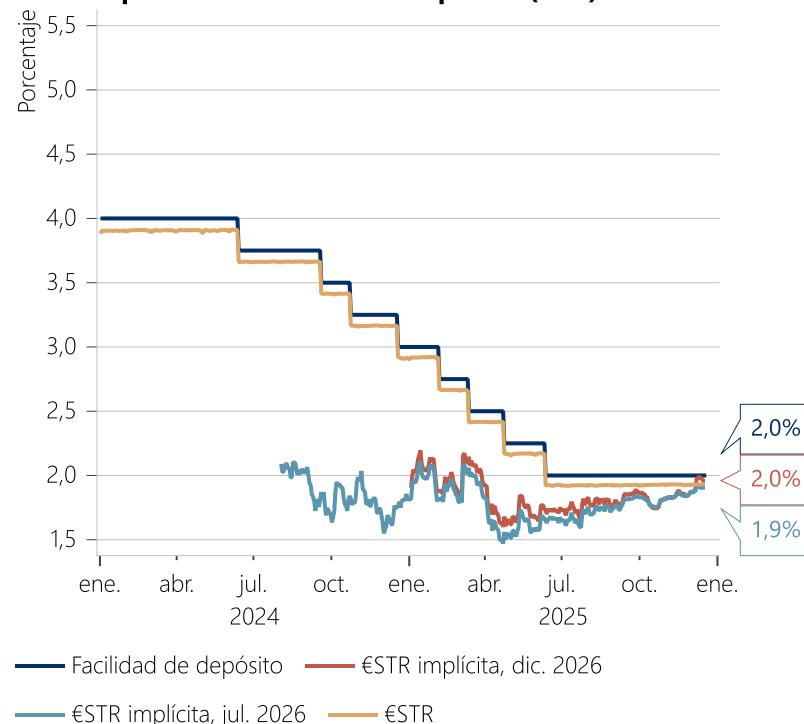
Previsiones volátiles sobre los tipos de interés

Fed Funds Rate: implícito vs actual



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, CME Group, New York Fed, Fed, U.S. Treasury. Datos: 17/12/2025.

€STR implícita vs facilidad de depósito (BCE)



Fuente: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, ICE. Datos: 18/12/2025.

En los mercados de futuros se han descontado **recortes de tipos de interés** por parte de la Fed de al menos 25 puntos básicos hasta julio de 2026. Para la segunda mitad del año se añaden otros 25 puntos básicos. En **la zona del euro**, por el contrario, **no se esperan recortes de tipos de interés** para el próximo año. El nivel de tipos de interés descontado para finales de año sigue siendo significativamente inferior al de Estados Unidos en la zona del euro.



Aviso legal

La información contenida en este documento y las opiniones expresadas reflejan las valoraciones del autor en el momento de su publicación y pueden cambiar en cualquier momento sin previo aviso. Las declaraciones prospectivas reflejan la opinión y las expectativas futuras del autor. Las opiniones y expectativas pueden diferir de las estimaciones presentadas en otros documentos de Flossbach von Storch SE. Las contribuciones se proporcionan únicamente con fines informativos y sin obligación contractual o de otro tipo. (Este documento no constituye una oferta de venta, compra o suscripción de valores u otros títulos). La información y las estimaciones contenidas no constituyen asesoramiento de inversión ni ninguna otra recomendación. Se excluye cualquier responsabilidad por la integridad, actualidad y exactitud de la información y las estimaciones proporcionadas. **La evolución histórica no es un indicador fiable de la evolución futura.**

Todos los derechos de autor y otros derechos, títulos y

reclamaciones (incluidos los derechos de autor, marcas, patentes y otros derechos de propiedad intelectual, así como otros derechos) sobre, para y derivados de toda la información de esta publicación están sujetos sin restricciones a las disposiciones vigentes y a los 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 Flossbach von Storch SE son propiedad exclusiva de Flossbach von Storch SE. No se permite la reproducción o el uso de dichos contenidos, ya sea en su totalidad o en parte, sin el consentimiento por escrito de Flossbach von Storch SE.

Las reimpresiones de esta publicación, así como su divulgación pública, en particular mediante su inclusión en sitios web ajenos, y las reproducciones en soportes de datos de cualquier tipo requieren el consentimiento previo por escrito de Flossbach von Storch SE.

© 2025 Flossbach von Storch. Todos los derechos reservados.

