Economías emergentes: resiliencia después de tres *shocks* globales

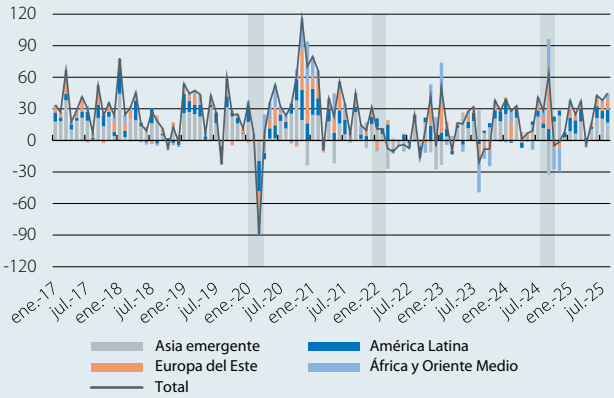
Las economías emergentes[1] se han enfrentado a tres grandes *shocks* globales en los últimos años: la pandemia de la COVID-19, la crisis energética y alimentaria derivada de la guerra en Ucrania y el giro proteccionista impulsado por EE. UU. El efecto de estos episodios se ha manifestado de manera heterogénea en este grupo de países, aunque, a pesar de su magnitud, muchas economías emergentes han mostrado una resiliencia notable en términos de estabilidad económica y de capacidad de recuperación financiera.

Desde el punto de vista macroeconómico, la pandemia supuso una fuerte contracción para la economía global. La caída de los ingresos, el aumento del desempleo y el incremento de los déficits fiscales y la deuda pública supuso para los países emergentes un descenso de su PIB del 2,1% en 2020, una caída de 6,7 p. p. respecto a las proyecciones previas a la pandemia. Sin embargo, la recuperación fue más rápida de lo previsto y las posteriores secuelas estructurales se aminoraron, en gran medida, gracias a que el impacto negativo sobre la productividad fue menos persistente en el tiempo respecto a lo sufrido en eventos anteriores.[2] Con la guerra de Ucrania, se desencadenó el segundo *shock* en forma de una crisis energética y alimentaria, que supuso el aumento de la inflación a nivel mundial. En el caso de los emergentes, la inflación se situó alrededor del 10% en 2022. Aunque el repunte de los precios afectó de manera desigual a estos países, fueron los importadores[3] de energía y alimentos los más perjudicados, con notables aumentos de los déficits de sus balanzas por cuenta corriente. Esta situación, además, se vio agravada porque a nivel mundial se produjo un endurecimiento sincronizado de la política monetaria que derivó en el encarecimiento del servicio de la deuda para los países emergentes.

El tercer *shock*, que lo podríamos datar desde la victoria de Donald Trump a la presidencia de EE. UU., ha venido de la mano del giro proteccionista de este país, a través de la imposición de aranceles generalizados entre países y también sobre importaciones de sectores clave como los semiconductores, la energía o la automoción, entre otros.[4] No obstante, la economía global, y la de los emergentes en particular, ha mostrado un comportamiento mejor de lo esperado durante la primera mitad del año gracias al adelanto de las importaciones, al incremento gradual de los aranceles

Flujos de capital de carteras

(Miles de millones de dólares)



Notas: *Recoge los flujos de capital invertido en renta variable y renta fija. Las franjas grises corresponden al inicio de cada* shock.
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de IIF.*

(que ha evitado una guerra comercial) y a la relajación de las condiciones financieras en la mayoría de los países.

Además, a lo largo de estos cinco años, la capacidad de resistencia de los emergentes se ha observado en otras variables, como la paulatina recuperación del saldo por cuenta corriente y el endeudamiento externo sobre el PIB, tal y como indica nuestro monitor de vulnerabilidad externa.[5] En suma, esta progresión favorable ha propiciado que muchos organismos internacionales hayan mejorado sus previsiones de crecimiento para el conjunto de los emergentes, como el FMI, que ha revisado al alza sus previsiones del crecimiento del PIB[6] para este año en dos ocasiones, hasta el 4,2% en 2025 y el 4,0% en 2026 (+0,5 p. p. y +0,1 p. p., respecto a las previsiones de abril, respectivamente).

Ingredientes para la mejora de la resiliencia financiera

Además de distintos elementos coyunturales, se han producido algunos cambios de fondo que han amortiguado progresivamente el efecto negativo de cada *shock* sobre las economías emergentes.[7] La COVID-19 marcó un punto de inflexión en un amplio número de países emergentes, con la toma de decisiones y actuaciones más contundentes en política monetaria y fiscal.

De una parte, la respuesta rápida y contundente de muchas autoridades monetarias al repunte de la inflación por la disrupción de las cadenas de suministros globales derivada de la pandemia, que incluso en el caso de Brasil, México y Rusia se anticipó a la de la Fed y el BCE, fue el inicio hacia un marco monetario más sólido, guiado por el objetivo de anclaje de las expectativas de inflación y la menor dependencia de las

1. El FMI considera que las economías o mercados emergentes son aquellos países en desarrollo que muestran un crecimiento económico significativo, industrialización acelerada y una creciente integración en la economía global. Los países que forman este grupo son: México, Brasil, Argentina, Colombia, Chile, Perú, China, India, Indonesia, Malasia, Corea del Sur, Vietnam, Filipinas, Tailandia, Taiwán, Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos, Sudáfrica, Nigeria, Egipto, Kenia, Polonia, República Checa, Turquía, Rusia, Hungría y Rumanía.
2. Véase Jackson, C. y Lu, J. (2023). «Revisiting Covid Scarring in Emerging Markets», FMI.
3. Véase Lebrand M., Vasishtha, G. y Yilmazkuday, H. (2023). «Energy price shocks and current account balances, evidence from Emerging Market and Developing Economies», World Bank.
4. Véase Kohlscheen, E. y Rungcharoenkittul, P. (2025). «Macroeconomic impact of tariffs and policy uncertainty», BIS Bulletin 110.
5. Véase el Focus «Una primera valoración de la vulnerabilidad externa de los emergentes» en el IM10/2023.
6. Véase FMI. «World Economic Outlook, October 2025: Global Economy in Flux, Prospects Remain Dim».
7. Véase «Chapter 2: Emerging Markets resilience: Good luck or Good policies», World Economic Outlook, October 2025: Global Economy in Flux, Prospects Remain Dim.

intervenciones cambiarias. Además, la autonomía en la toma de decisiones ha redundado en el aumento de la credibilidad de estos bancos centrales.

De otra, en materia fiscal, la introducción de reglas presupuestarias, a pesar de la heterogeneidad entre países, y el inicio de la consolidación fiscal de manera más temprana que en crisis anteriores, han aportado relativa estabilidad fiscal en el bloque emergente. No obstante, y como se apunta desde el FMI, aún queda bastante por hacer en este terreno. Se ha observado cómo, por ejemplo, a pesar de la existencia de reglas fiscales en algunos países de América Latina, se han producido desviaciones fiscales que han elevado la vulnerabilidad de la deuda.

Los flujos de capital, menos volátiles y más selectivos

El resultado de los avances experimentados en ambas esferas, monetaria y fiscal, ha sido esencial para promover la resiliencia de los países emergentes. Esta fortaleza se ha reflejado a través de uno de los aspectos clave en el escenario global: los flujos de capital.

Históricamente, los mercados financieros emergentes se han mostrado más vulnerables ante los *shocks* globales. Habitualmente, su irrupción desencadenaba un movimiento de *risk-off* entre los inversores globales, caracterizado por la salida de flujos de capital de esos mercados, la depreciación de sus divisas y el endurecimiento de las condiciones financieras domésticas (usado como herramienta para amortiguar el encarecimiento de la deuda externa). Sin embargo, la experiencia posterior a los *shocks* de los últimos años deja una lectura favorable y distinta a la tradicional.

Como resalta el FMI,[8] se ha observado cómo aquellos países donde los bancos centrales han mostrado mayor autonomía y han logrado anclar mejor las expectativas de inflación también han reducido la necesidad de intervenir en sus divisas. Igualmente, la consolidación fiscal temprana ha contenido los riesgos soberanos, moderando los *spreads* y facilitando el acceso a la financiación externa.

Además, el esfuerzo de muchas de estas economías por construir instituciones y marcos de política creíbles y estables ha favorecido el desarrollo de unos mercados en divisa local que, además de atraer inversores extranjeros, cuentan cada vez más con la participación de inversores domésticos, pieza relevante para sostener el crecimiento de esas economías y reducir los episodios de inestabilidad financiera. Según el Institute of International Finance, en agosto se produjeron entradas netas de capital por valor de 45.000 millones de dólares en los países emergentes, con un repunte notable en la deuda denominada en moneda local.

No obstante, la recuperación no ha sido homogénea. En un escenario como el actual, marcado por las tensiones geopolíticas, la incertidumbre comercial y la divergencia monetaria, los flujos de inversión se han concentrado en aquellos países con fundamentos sólidos o menos expuestos a los aranceles de Trump, mientras que en otros se observan salidas o comportamientos erráticos. Por ejemplo, los flujos se han sostenido en países como Brasil, India, Perú, Chile y Sudáfrica. Por el contrario, países como México, Argentina, Turquía o Colombia han estado sujetos a mayor volatilidad.

Beatriz Villafranca

Monitor de vulnerabilidad externa

	Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	Deuda externa (% del PIB)	Deuda externa c/p (% deuda externa)	Deuda externa c/p (% reservas)	Tipo de interés efectivo deuda externa (%)	Entradas IDE (% del PIB)	Prima de riesgo deuda externa emitida en dólares (p. b.)	*Ranking* de vulnerabilidad externa De mayor a menor riesgo
Turquía	–2,1 (–3,9)	31,9 (–16,5)	32,4 (9)	191,7 (70)	5,3 (2,2)	0,3 (–0,5)	N/A	1
Argentina	–1,6 (–0,9)	39,4 (–26,2)	17,2 (–6,8)	146,1 (–12,7)	6,2 (–3)	0,2 (–0,9)	1.150 (–190)	2
Malasia	1,8 (–1,8)	62,2 (2,5)	42,5 (1,4)	107,5 (15,5)	2,6 (–0,2)	1,2 (0,8)	40 (–20)	3
Egipto	–4,1 (–1,1)	42,9 (11)	17,7 (7,6)	78,4 (51,6)	5,4 (2,2)	3,4 (1)	550 (40)	4
Sudáfrica	–0,1 (2,5)	41,2 (–6,3)	22,4 (3,8)	73,2 (2,6)	5,1 (0,8)	0,7 (0,2)	300 (–20)	5
Chile	–2,1 (3,2)	78,9 (1,3)	8 (–1,9)	49 (0,9)	3,7 (3,3)	3,3 (2,2)	80 (–10)	6
Perú	1,3 (2)	28,6 (0,2)	N/A	N/A	2,7 (–0,2)	0,2 (–2)	130 (20)	7
Tailandia	3 (–4)	34,7 (4,5)	45,9 (11,3)	37,8 (10,2)	11,1 (8,6)	–1,5 (–0,7)	150 (20)	8
Rusia	1,9 (–2,2)	11,6 (–14,5)	44,9 (31)	31,7 (16,3)	10,9(5,2)	0,2 (–0,4)	1.310 (1.090)	9
Colombia	–2,9 (1,7)	48,9 (5,3)	10,2 (–1,1)	35,1 (5)	6,6 (2,4)	2,2 (–1,1)	310 (100)	10
China	2,8 (2)	13,7 (0,5)	46,5 (–10,5)	41,2 (2,6)	4,7 (0,1)	–0,8 (–1,1)	10 (–40)	11
Marruecos	–2 (1,5)	42 (–0,5)	14,4 (–1,5)	27 (–7,3)	4,3 (2,9)	0,8 (0,2)	210 (–40)	12
Brasil	–3,3 (0,2)	27,1 (–4,2)	13,9 (0,1)	26,7 (4,3)	11 (6,6)	2,2 (–0,3)	190 (–70)	13
México	–0,7 (–0,4)	32,7 (–14,6)	10,9 (2)	29,4 (–1,9)	5,1 (0,7)	1,4 (–0,4)	190 (–40)	14
Filipinas	–4,6 (–3,7)	22,5 (3,2)	14 (–6,6)	19,3 (–2,3)	5,7 (3,5)	1 (–0,4)	80 (0)	15
India	–0,3 (0,8)	18,3 (–1,3)	19,5 (0,6)	22,6 (–2,1)	2,1 (–1)	0,2 (–1,1)	90 (–40)	16
Arabia Saudita	–2 (–6,3)	32,3 (13)	18,7 (–9,6)	18,6 (8,5)	4,9 (2,3)	–0,1 (1,2)	N/A	17
Argelia	–1,4 (7,2)	2,8 (–0,1)	26,8 (–14,4)	3,5 (–0,1)	2,6 (1,7)	0,3 (–0,4)	610 (140)	18

Notas: *Los valores corresponden a la situación de las variables en el 2T 2025. En paréntesis, se recoge la variación en p. p. de las variables entre 2019 y el 2T 2025.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Oxford Economics y de LSEG Workspace.*

8. Véase nota al pie 6.