



Setor externo

China 2026: o sarrafo subiu

Livio Ribeiro

Pesquisador associado do FGV IBRE, sócio-fundador da BRCG



Como esperado, o ambiente externo em 2025 foi altamente desafiador. A administração Trump promoveu uma enorme reformulação das relações entre os Estados Unidos e o mundo, afetando, por excelência (mas não exclusivamente), as trocas com a China. Usando as tarifas comerciais como instrumento de coerção econômica e geopolítica, ambos os países estiveram no limiar de uma ruptura institucional em diversos momentos do ano. O mais grave foi na imposição de tarifas recíprocas, período no qual, em questão de dias, as tarifas cobradas no comércio entre China e EUA ultrapassaram 120%, inviabilizando as trocas comerciais. Sucessivas rodadas de descompressão e “acordos” dos EUA com diversos parceiros, incluindo a China, reduziram a “temperatura comercial”. No entanto, o estrago sobre o tecido econômico global já está feito: o mundo que emerge de 2025 é menos cooperativo, mais volátil e intrinsecamente mais incerto. E a relação da China com o mundo, não somente com os EUA, também passa por profundas transformações nesse ambiente.

Muitos analistas esperavam que a China capitulasse rapidamente às pressões americanas. Não poderiam estar mais equivocados. Desde 2024, o governo chinês vinha desenhando um conjunto de medidas e iniciativas (monetárias, creditícias, fiscais e parafiscais) que ajudaram a dar fôlego à economia em 2025, especialmente (mas não somente) em caso de vitória de Donald Trump. Corretamente, os chineses entenderam que a contraposição entre Estados Unidos e China transcende governos, estando de fato no âmbito dos Estados e dos modelos de desenvolvimento. A altivez chinesa se fez presente ao retaliar os americanos nas questões comerciais, impulsionar os seus setores industriais mais estratégicos, sofisticar mecanismos de salvaguarda econômica e oferecer apoio, direcionado e relativamente contido, às famílias e aos pequenos negócios. Todas essas iniciativas tiveram um custo financeiro elevado, mas permitiram que os chineses atravessassem o período externo mais crítico de forma relativamente suave.

O crescimento do PIB surpreendeu positivamente, pelo menos até o terceiro trimestre de 2025. Desde o final de 2024, o crescimento trimestral do PIB chinês foi superior ao esperado pelo mercado, confirmando a nossa visão, não consensual no início do ano passado, de que a China teria um desempenho econômico robusto em 2025, mesmo sob um cenário de guerra comercial – contanto que esta não fosse uma “guerra aberta” (entendida como uma taxaço de todos contra todos). Ainda que mantendo a predominância do setor terciário (serviços) como o principal motor do crescimento durante 2025, é seguro dizer que a principal surpresa no PIB do ano passado ocorreu na indústria de transformação, com produção mais elevada do que originalmente imaginado.

No início do ano (especialmente no primeiro trimestre), isso refletiu uma antecipação de embarques ao exterior, antes da explosão da guerra comercial. Após esse período, as manufaturas chinesas começaram a perder vigor, de forma suave, a despeito de bolsões de demanda domésticos (resultado direto de políticas públicas) e de certa incapacidade, por parte dos empresários, de se adequar tempestivamente a um ambiente de menor demanda.

O segundo semestre de 2025 foi marcado por certa acomodação do crescimento, com a exaustão de impulsos prévios e a ampliação de ajustes “estruturais”. A consolidação da guerra comercial reduziu a demanda externa por produtos chineses e, em paralelo, as políticas de estímulo ao consumo doméstico, algumas data-

das de 2024, começaram a perder vigor. Houve certo reforço dos serviços como um vetor de expansão econômica, mas o seu crescimento incremental foi insuficiente para compensar outros segmentos com desempenho mais negativo. Por sobre tudo isso, o ajuste no mercado imobiliário chinês se aprofundou, com novas rodadas de desaceleração das vendas e das novas construções, e houve uma forte desaceleração dos investimentos a partir de meados do ano. Ainda que o desempenho da economia tenha surpreendido os analistas, a sua composição a partir de meados do ano passou a indicar problemas crescentes (tabela 1). Mesmo com a meta de crescimento do PIB de 5% sendo atingida em 2025, o sarrafo para 2026 ficou progressivamente mais elevado.

Tabela 1: Taxa de crescimento do PIB (TsT, ajustado sazonalmente)

	2024.T3	2024.T4	2025.T1	2025.T2	2025.T3
Primário	0,8	1,5	0,1	1,3	1,0
Secundário	0,5	1,7	3,0	-0,4	-0,1
Indústria manufatureira	0,4	2,3	3,4	0,3	0,2
Construção civil	-0,2	1,1	1,5	-3,0	-1,9
Terciário	1,0	2,3	0,8	1,4	0,7
Transporte e armazenagem	2,1	1,0	2,4	0,1	1,3
Comércio	0,3	2,6	1,7	1,3	-0,8
Acomodação e alimentação	0,2	1,8	1,0	2,2	-1,3
Intermediação financeira	1,9	1,6	-1,2	3,4	1,3
Atividades imobiliárias	0,5	2,9	0,0	-2,3	-0,7
Tecnologia da informação	0,5	3,4	4,5	3,0	0,5
Serviços comerciais	3,7	2,6	1,8	0,5	3,3
Outros serviços prestados	1,2	1,7	0,9	0,6	2,3
PIB	1,3	1,6	1,2	1,0	1,1

Fonte: BRCC, com base em NBS.

Não se pode perder de vista que a economia chinesa passa por mudanças profundas, que vão além da conjuntura desfavorável. Em perspectiva mais longa, algo mudou após a “retomada em V” pós-covid. Desde 2021, a China tem se afastado da sua tendência prévia de crescimento (gráfico 1), sugerindo um decaimento das possibilidades de expansão da economia. Por um lado, isso é perfeitamente natural em uma sociedade cada vez mais rica e com menos projetos rentáveis; o PIB potencial tende a ser, naturalmente, menor. Por outro lado, é forçoso reconhecer que a China enfrenta uma combinação de choques externos e internos relevantes, afetando segmentos econômicos centrais como as exportações líquidas e o mercado de construção civil. Há necessidade de mudar o modelo de crescimento, de forma a aumentar a importância do mercado consumidor doméstico, mas tal transição está longe de ser trivial.

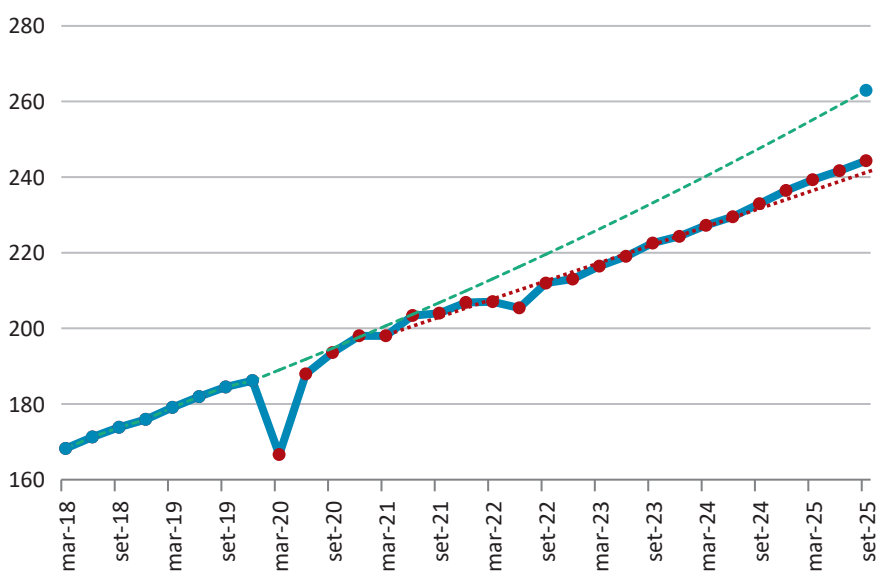
O governo se preocupa com a chamada “involução” econômica, buscando acelerar o ajuste da oferta. Na visão oficial, a involução (*Neijuan* | 内卷) reflete um círculo vicioso de competição excessiva e estagnação, aplicado tanto às pessoas (especialmente os jovens, com crescentes dificuldades para inserção no mercado de trabalho), quanto às empresas (que precisam se adequar a uma nova realidade de demanda, ajustando os seus projetos de investimento e sua capacidade de oferta). Ainda que o tema de excesso de capacidade seja recorrente há, pelo menos, uma dé-

cada, o debate se tornou mais amplo em 2025, como provável efeito do choque comercial. A China precisa buscar novos mercados rapidamente (dentro ou fora do país) e de um ajuste imobiliário que ainda parece muito

longe do seu fim. Foco, nesse sentido, no colapso dos investimentos a partir de meados de 2025, inclusive dos de empresas estatais, em velocidade que causou surpresa e desconforto nos analistas (gráfico 2).

Gráfico 1: PIB dessazonalizado

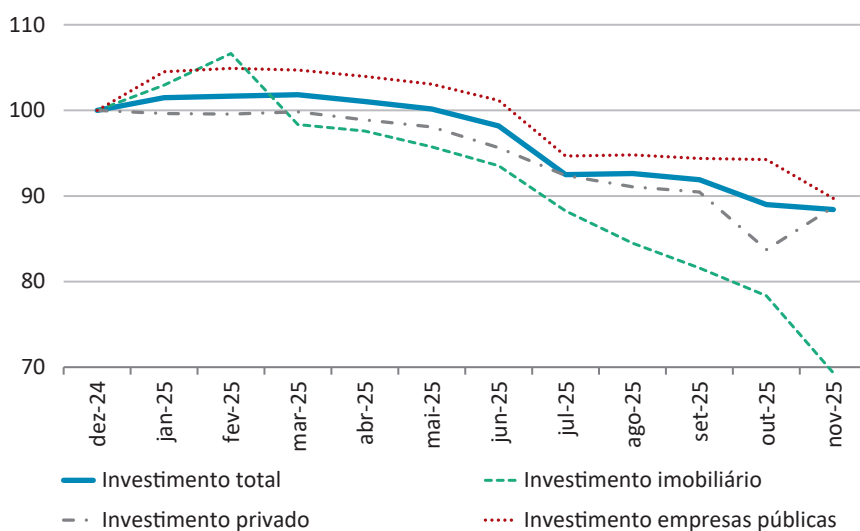
(efetivo vs. tendências, dez/10 = 100)



Fonte: NBS.

Gráfico 2: Investimento em ativos fixos

(dez/24 = 100, ajustado sazonalmente, setores selecionados)



Fonte: BRCG, com base em NBS.

Há grandes desafios na demanda externa por produtos chineses. Em paralelo aos sinais de oferta excessiva, a China segue com dificuldades do lado da demanda. Esforços hercúleos foram feitos para compensar a implosão da demanda americana por produtos chineses, o que, em termos agregados, parece ter sido razoavelmente bem-sucedido (gráfico 3). O aumento das exportações a outros mercados começa a gerar efeitos colaterais, com um aumento de contestações das indústrias locais e risco real de uma escalada tarifária contra a China, algo em discussão na Europa (com foco nas importações de veículos elétricos) e no México (com aprovação, no Congresso, do aumento das tarifas de importação). Não é um ambiente favorável à promoção das vendas chinesas no mundo.

Em paralelo, também há grandes desafios na demanda doméstica. Existe uma aparente mudança de perfil no consumo, deslocando-se de bens para serviços. Inúmeras políticas de crédito e subsídios foram postas em marcha no decorrer de 2025, implicando bolsões de demanda por produtos específicos, com destaque para a cadeia de eletroeletrônicos – não por acaso, um dos segmentos mais sensíveis à escalada tarifária americana. Os incentivos à aquisição desses produtos começaram a ter efeitos decrescentes em meados do ano, dada a sua natureza de consumo (durável ou semidurável). A partir do terceiro trimestre, a estratégia oficial mudou, dando mais peso a iniciativas de transferência direcionada de renda (idosos e pri-

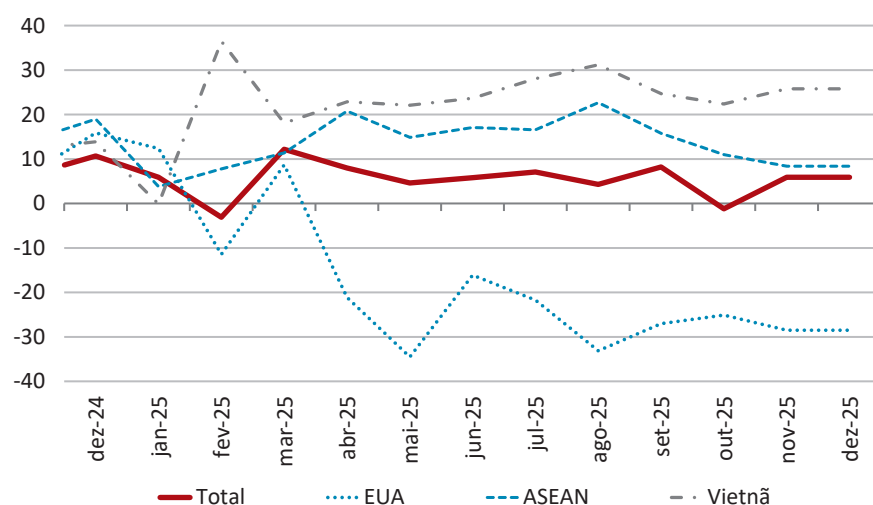
meira infância), estímulos a serviços (destacando o turismo interno) e subsídios nas taxas de juros de empréstimos para consumo. Todos esses programas serão perenes, com efeitos a serem observados nos próximos anos. Progressivamente, o perfil de desembolsos se deslocou na direção dos serviços, comportamen-

to, inclusive, que já pode ser observado nos dados de alta frequência do final de 2025 (gráfico 4).

Combinando os movimentos ocorridos na demanda e na oferta, parece ter ocorrido uma redução dos desequilíbrios – o que implicou certa reinfração na economia. Um efeito nefasto do excesso de capacidade na economia

Gráfico 3: Exportações chinesas – total vs. destinos selecionados

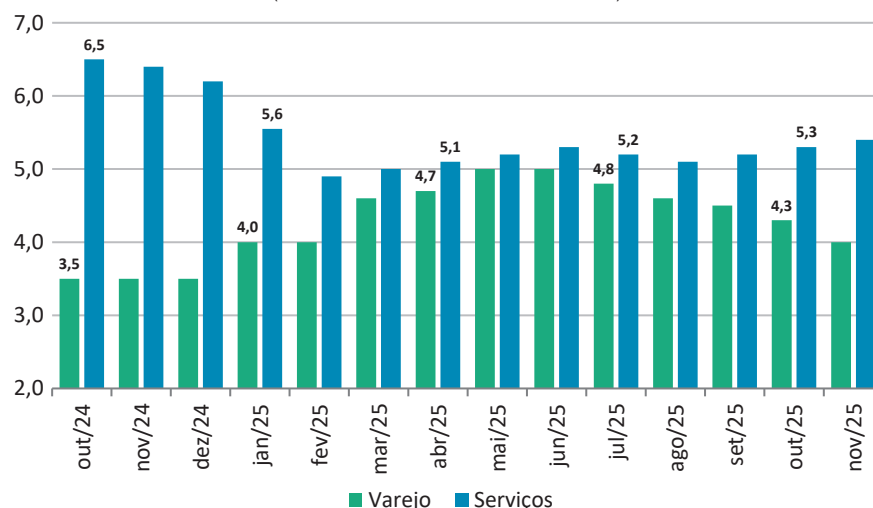
(USD, interanual)



Fonte: China Customs Authority.

Gráfico 4: Vendas no varejo vs. serviços

(crescimento acumulado no ano)



Fonte: NBS.

chinesa foi a persistente deflação, tanto nos preços aos consumidores (CPI) quanto nos preços aos produtores (PPI), estando na raiz de argumentos mais negativos que já colocavam a China em trajetória irreversível de “japoneização”. No decorrer de 2025, e de forma mais consistente a partir do quarto trimestre, observou-se um processo de reinfração na economia, tanto no CPI como no PPI. A inflação ao consumidor passou para o terreno positivo em todas as suas principais aberturas, fato que não ocorria desde 2022 (gráfico 5). Ainda que o processo de correção dos preços pareça desequilibrado, sendo mais forte no CPI do que no PPI, são boas as razões para acreditar que o ajuste da relação entre demanda e oferta está dando frutos. Em termos mais estruturais, esta talvez tenha sido a melhor história econômica de 2025.

Mesmo com todas essas questões conjunturais, os olhos do Politburo estão voltados para o futuro. Os sinais que emergem do comportamento do PIB trimestral sugerem que a economia chinesa ficou progressivamente mais frágil no decorrer de 2025, implicando, inclusive, crescente pressão para que o governo introduzisse novas medidas de estímulo, a fim de dar sustentação ao crescimento no curto prazo. A despeito dessa aparente necessidade, o governo dedicou a sua energia ao desenho do XV Plano Quinquenal (2026-2030), lançando as bases para o comportamento da economia até o fim da década. Mesmo sob crescente necessidade de estímulos à demanda interna, aprofundando a transição para um modelo econômico mais “voltado para dentro”, os detalhes do Plano Quinquenal sugerem outra di-

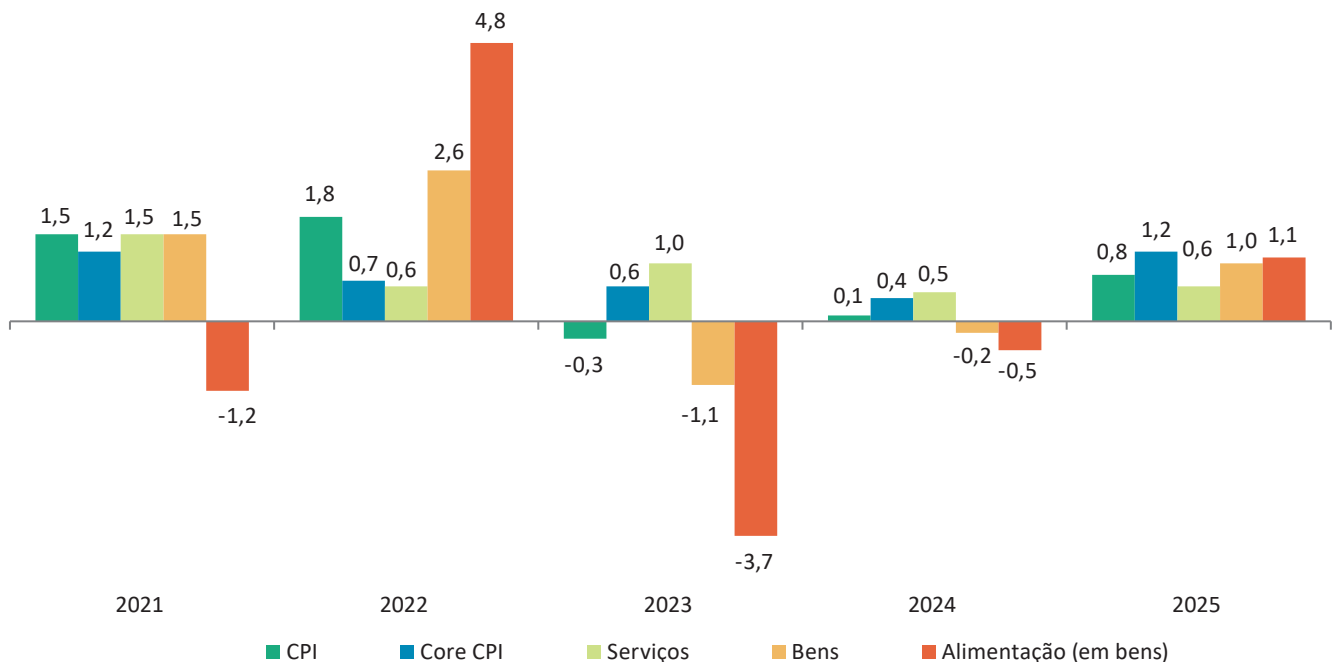
reção. Mais do que uma revolução, advoga-se por uma evolução: corrigir erros do passado e aprofundar a aposta em segmentos estratégicos, como forma de ampliar o crescimento econômico a médio prazo.

O que esperamos de 2026: manutenção da estratégia econômica, com foco no médio prazo e flexibilidade para lidar com os desafios de curto prazo

O XV Plano Quinquenal é parte central do cumprimento das duas metas seculares. Em 2012, Xi Jinping definiu como metas seculares, (i) a construção de uma sociedade próspera, sob todos os aspectos, até 2021 (Centenário do Partido Comunista Chinês); e (ii) construir um grande país socialista moderno, próspero, forte, culturalmen-

Gráfico 5: Inflação ao consumidor (CPI)

principais aberturas (anual)



Fonte: NBS.

te avançado e harmonioso até 2049 (Centenário da República Popular da China). As metas seculares são a pedra angular do planejamento chinês de médio prazo e o XV Plano Quinquenal é parte importante da estratégia de cumprimento dos objetivos definidos no início do governo do atual premiê.

Entende-se que a primeira meta foi cumprida no início da década, mas a segunda segue em aberto. A erradicação da pobreza (em 2021) é amplamente reconhecida como um marco no cumprimento da primeira meta secular. Para a segunda meta, no entanto, estima-se oficialmente que é necessário atingir uma renda *per capita* de US\$ 20 mil/ano até 2035, o que exigiria um crescimento anual médio de 4,17% até meados da próxima década. De acordo com as nossas estimativas, é um objetivo ambicioso – ainda que não seja impossível (gráfico 6).

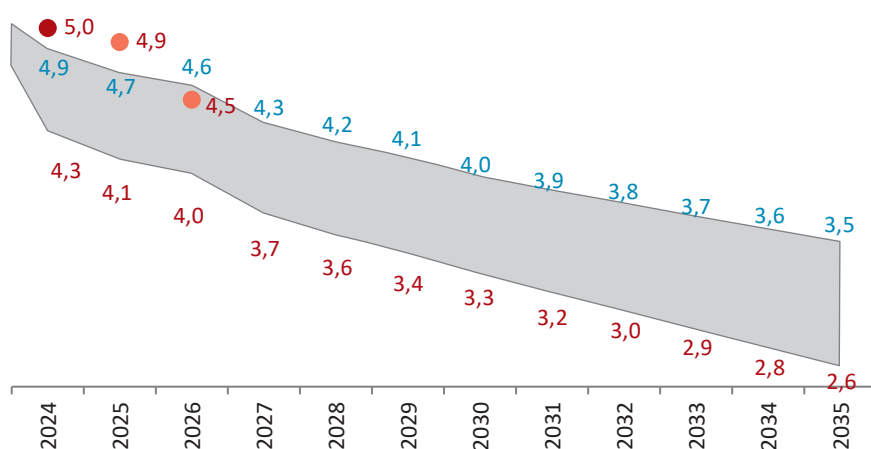
Focando em 2026, esperamos desafios crescentes à manutenção das taxas de expansão da economia: o sarrafo do crescimento subiu. Supondo um crescimento do PIB ao redor de 5% em 2025 e com o perfil de crescimento marginal (frente ao trimestre anterior, com ajuste sazonal) observado no decorrer do ano passado, resulta particularmente difícil que a China consiga sustentar essa taxa de crescimento em 2026. Com um recuo do carregamento estatístico estimado em 0,5 ponto percentual (p.p.) entre os dois anos, e supondo um ambiente de estímulos alinhado às disposições oficiais recentes (impulsos moderados, focando mais no longo prazo do que no curto prazo), parece mais ra-

zoável imaginar que o crescimento do PIB vai desacelerar para as cercanias de 4,5% em 2026 (gráfico 7).

Tais projeções pressupõem que o governo chinês seguirá focando no médio prazo, o que não é dizer que será negligente com o curto prazo. A economia chinesa continuará operando em elevado nível de intervenção estatal, com uma multiplica-

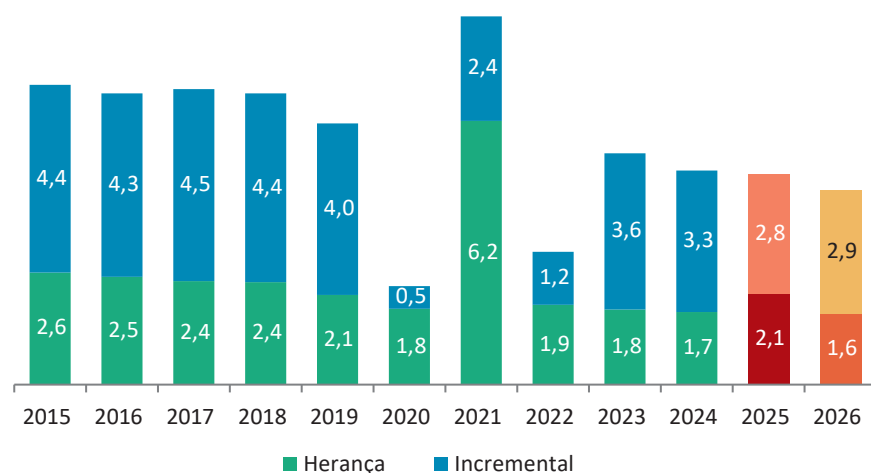
dade de iniciativas fiscais, parafiscais e creditícias que darão sustentação à atividade. Mais do que um debate sobre volumes, a questão está no foco das iniciativas. Aqueles que esperavam uma mudança de rumo no XV Plano Quinquenal, com foco mais explícito na demanda e no consumo interno (nós, inclusive), saíram frustrados. Há evidente desejo

Gráfico 6: Simulação para o crescimento potencial da economia (2024-2035) vs. projeções de crescimento (2024-2026)



Fontes: BRCE e NBS.

Gráfico 7: Crescimento do PIB – herança estatística e incremental (% ao ano)



Fontes: BRCE e NBS.

de continuidade em relação ao Plano Quinquenal anterior, mantendo a importância de iniciativas que estimulem setores estratégicos (do lado da oferta) e que permitam à China navegar em um ambiente internacional cada vez mais instável e inóspito (tabela 2). Isso terá impacto direto no perfil e no montante das políticas de estímulo que serão implementadas nos próximos meses.

Seguimos preocupados com o ajuste do mercado imobiliário. Eventos do final de 2025 sugerem uma nova rodada de inadimplência nas incorporadoras, já afetando instrumentos financeiros distribuídos por bancos regionais. Especial preocupação com a Vanke, a quarta maior incorporadora chinesa (referência: 2024), que passa por dificuldades para honrar os seus compromissos e deixou de rece-

ber ajuda, ao menos explícita, de seu acionista estatal (o governo da província de Shenzhen). Uma nova rodada de *defaults* imobiliários pode adicionar mais dificuldades ao já delicado cenário para a economia chinesa em 2026, sendo, no curto prazo, o principal risco doméstico a ser monitorado.

Seguimos vendo um ajuste relativo entre demanda e oferta na economia. Mesmo que a demanda ainda

Tabela 2: Planos Quinquenais
(comparação entre objetivos e metas)

14º PPA (2021-2025)		15º PPA (2026-2030)	
Marcador	Descrição	Marcador	Descrição
Crescimento via inovação	Autossuficiência tecnológica como objetivo central	Supremacia industrial e produtiva	Resiliência da indústria frente ao ambiente hostil
	Inovação como principal motor do crescimento		Tecnologia como instrumento de produtividade
Circulação dual	Construção de mercado interno sólido	Aceleração da demanda interna	Unificação dos mercados consumidores internos
	Manutenção da integração global		Prosperidade comum e distribuição de renda
Transformação verde	Harmonia com a natureza	Revolução energética	Mudança na matriz energética
	Civilização ecológica		Redução das emissões e impacto ambiental
Estímulo à autossuficiência tecnológica	Domínio de tecnologias estratégicas	Emergência de novas forças produtivas	AI, biotech e QC como vetores
	Nacionalização de cadeias de valor		Mudanças nas estruturas de logística e distribuição (robótica)
Revitalização rural	Modernização agrícola	Segurança alimentar e potência agrícola	Ampliação da produção
	Combate à pobreza no campo		Biotecnologia aplicada no campo
Desenvolvimento e integração regional	Urbanização	Desenvolvimento espacial	Expansão da influência marítima (Pacífico)
	OBOR		Coordenação logística
	Cooperações internacionais		Consolidação do OBOR
Segurança e defesa	Modernização das Forças Armadas	PLA como potência global	Projeção de poder, para além da região
	Segurança doméstica		Modernização e inovação militar

Fonte: Panda Perspectives.

se encontre combatida e que políticas públicas para a sua promoção não pareçam estar entre as atuais prioridades do Politburo, entendemos que o ajuste na oferta seguirá relevante. Com isso, o processo de reinflação, em curso ao final de 2025, tende a se intensificar. Importante notar que, em termos anualizados, a inflação trimestral já se encontra em terreno positivo, tanto para o CPI como para o PPI (gráfico 8): o comportamento dos preços ao final de 2025 sugere algo de novo ocorrendo na economia chinesa na virada do ano.

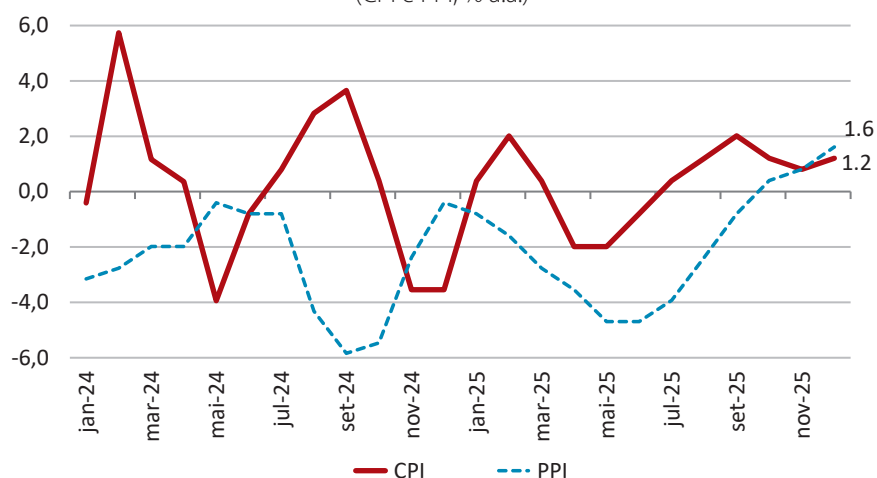
Todas as nossas projeções deverão ser calibradas em função dos desafios (internos e externos) e das metas econômicas oficiais, que serão divulgadas ao público em reunião plenária do Partido Comunista Chinês em março. Na seara externa, é desnecessário dizer que o ambiente seguirá extremamente volátil, com amplas incertezas comerciais e geopolíticas. O espalha-

mento do contencioso comercial em relação à China, com mais países majorando as suas tarifas de importação, é um risco real, já estando incorporado, de forma incipiente, ao nosso cenário. A adequada calibragem das políticas públicas chinesas deve ser feita também em função dos riscos domésticos, com dificuldade crônica de

dinamizar o consumo, em ambiente de efeito riqueza negativo (via mercado imobiliário) e elevada incerteza, o que leva as famílias a ampliar os seus requisitos de poupança (gráfico 9). As metas econômicas para 2026 nos darão uma visão mais clara de como os governantes enxergam os desafios e oportunidades deste ano. ■

Gráfico 8: Inflação trimestral anualizada

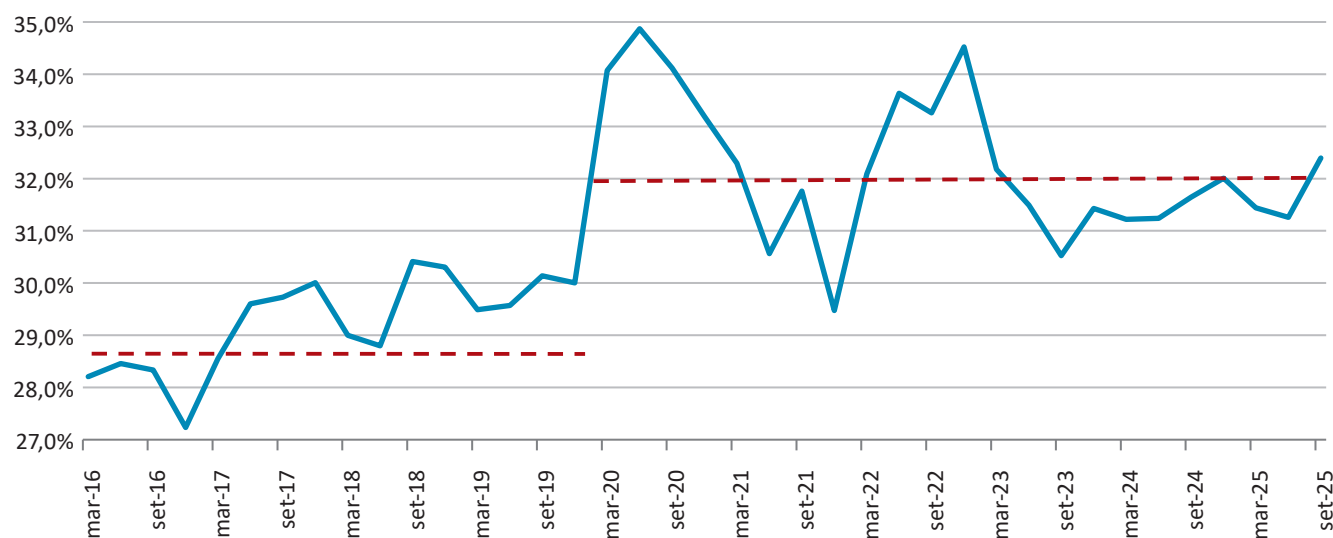
(CPI e PPI, % a.a.)



Fonte: BRCCG, com dados de NBS.

Gráfico 9: Taxa de poupança implícita

(% da renda disponível, ajustado sazonalmente)



Fonte: BRCCG, com dados de NBS.