Conselho das Finanças Públicas

Previsões macroeconómicas subjacentes à Proposta de Orçamento do Estado para 2026

8 de outubro de 2025

Parecer n.º
02/2025

O Conselho das Finanças Públicas é um órgão independente, criado pelo artigo 3.º da Lei n.º22/2011, de 20 de maio, que procedeu à 5.ª alteração da Lei de Enquadramento Orçamental (Lei n.º 91/2001, de 20 de agosto, republicada pela Lei n.º 37/2013, de 14 de junho).

A iniciativa para a sua criação seguiu-se à publicação do Relatório final do Grupo de Missão para o Conselho Europeu sobre a governação económica da Europa e concretizou-se em outubro de 2010, através de um protocolo entre o Governo, então apoiado pelo Partido Socialista, e o Partido Social Democrata. A versão final dos Estatutos do CFP foi aprovada pela Lei n.º 54/2011, de 19 de outubro.

O CFP iniciou a sua atividade em fevereiro de 2012, com a missão de proceder a uma avaliação independente sobre a consistência, cumprimento e sustentabilidade da política orçamental, promovendo a sua transparência, de modo a contribuir para a qualidade da democracia e das decisões de política económica e para o reforço da credibilidade financeira do Estado.

Este Parecer foi elaborado com base na informação disponível até ao dia 7 de outubro de 2025.

INTRODUÇÃO

Este Parecer incide sobre as previsões macroeconómicas subjacentes à Proposta de Orçamento do Estado para 2026 (POE/2026), apresentada pelo XXV Governo Constitucional na XVII Legislatura, enquadrando-se no "Protocolo entre o Ministério das Finanças e o Conselho das Finanças Públicas sobre a elaboração de parecer relativo às previsões macroeconómicas subjacentes ao Programa de Estabilidade e à Proposta de Orçamento do Estado", celebrado a 6 de fevereiro de 2015.

De acordo com o estabelecido no referido Protocolo, o Governo comunicou formalmente ao Conselho das Finanças Públicas (CFP) no dia 14 de agosto, que a POE/2026 seria apresentada à Assembleia da República no dia 10 de outubro (dia "D" para efeitos do calendário incluído na secção 5 do Protocolo).

Nos termos do Protocolo, no dia 12 de setembro (dia D-20) deveriam ter sido remetidas pelo Ministério das Finanças (MF) as previsões macroeconómicas tendenciais – consubstanciadas no cenário de políticas invariantes.

No dia 15 de setembro, o MF remeteu ao CFP um cenário programático (que inclui o impacto de eventuais medidas de política), comunicando que o cenário da POE/2026 não incorporava medidas de política para além das assumidas no Quadro de Políticas Invariantes (QPI) remetido ao Parlamento. No seguimento do cenário apresentado, e conforme a etapa n.º 3 do Protocolo, o CFP enviou ao MF, no dia 17 de setembro, uma primeira reação ao cenário tendencial.

Nos termos do Protocolo, no dia 26 de setembro (dia D-10) deveria ter sido remetido pelo MF uma atualização do cenário macroeconómico, num cenário de políticas e de políticas invariantes. O MF remeteu ao CFP, no dia 29 de setembro, a atualização das previsões macroeconómicas do cenário programático e a primeira versão do cenário em políticas invariantes. Remeteu igualmente uma resposta ao pedido de esclarecimentos enviado no dia 17 de setembro. No próprio dia, o CFP colocou um conjunto adicional de questões quanto às revisões efetuadas.

No dia 30 de setembro o CFP solicitou esclarecimentos metodológicos adicionais ao MF e propôs uma reunião técnica no dia 1 de outubro. Também no dia 30, o MF submeteu documentação adicional com respostas às questões levantadas pelo CFP.

No dia 1 de outubro, o CFP reagiu aos esclarecimentos submetidos pelo MF. Nesse mesmo dia teve lugar a reunião entre as equipas técnicas do MF e do CFP.

Este Parecer incide sobre os valores considerados pelo MF para as hipóteses externas e técnicas, assim como para as previsões macroeconómicas subjacentes a esse cenário, apresentado no Quadro 1. A análise realizada pela equipa técnica do CFP:

- evidencia as revisões, e a sua justificação, face ao último cenário macroeconómico publicado pelo MF;

- avalia a coerência com a informação estatística mais recente conhecida para o primeiro semestre de 2025, produzida pelas autoridades estatísticas nacionais – Instituto Nacional de Estatística (INE) e Banco de Portugal (BdP);
- quantifica a previsão de crescimento intra-anual para 2026, considerando o efeito de arrastamento estimado para 2025;
- verifica a estimativa apresentada para o crescimento do produto potencial e para o hiato do produto de acordo com a metodologia comum acordada na União Europeia;
- valida os pressupostos externos utilizados, como o crescimento da procura externa e a evolução do preço do petróleo, e tem em consideração as medidas de política que lhe foram comunicadas;
- compara o cenário com as projeções do CFP e com as previsões e projeções disponíveis realizadas por outras instituições de referência: BdP, Comissão Europeia (CE), Fundo Monetário Internacional (FMI) e Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE);
- destaca as revisões recentes das projeções de crescimento médio para a economia portuguesa em 2025 e 2026;
- avalia a probabilidade das previsões, tendo em conta os intervalos de confiança calculados com os erros de previsão passados para a economia portuguesa;
- tem em consideração os esclarecimentos técnicos escritos e verbais prestados pelo MF relativamente às previsões apresentadas.

CENÁRIO MACROECONÓMICO SUBJACENTE À POE/2026

Apresentação da previsão do MF para 2025 e 2026 e conciliação com as previsões anteriores

No cenário macroeconómico subjacente à POE/2026, o MF prevê que o Produto Interno Bruto (PIB) em volume cresça 2,0% em 2025, uma desaceleração marginal face aos 2,1% observados em 2024. O crescimento projetado pelo MF assenta na expetativa de um aumento do contributo da procura interna e de um contributo mais negativo das exportações líquidas (Quadro 1).

A dinâmica prevista para a procura interna em 2025 reflete exclusivamente uma aceleração no ritmo de crescimento do consumo privado. Com efeito, o cenário macroeconómico antecipa um abrandamento da formação bruta de capital fixo (FBCF) e a manutenção do ritmo de crescimento do consumo público face a 2024. Destaca-se um aumento de 0,4 p.p. para 3,4% no crescimento do consumo privado e um decréscimo de 0,6 p.p. para 3,6% no crescimento da FBCF, essencialmente através da desaceleração do crescimento do investimento privado. Por outro lado, a deterioração no contributo das exportações líquidas resulta de um abrandamento no ritmo de crescimento das exportações (-1,6 p.p. para 1,5%) superior ao projetado para as importações (-0,8 p.p. para 4,0%).

Esta estimativa constitui uma revisão em baixa do crescimento do PIB face ao cenário subjacente ao Relatório Anual de Progresso (RAP/2025). Em abril, as previsões subjacentes ao RAP/2025 antecipavam um crescimento de 2,4% durante o ano (Gráfico 1). Esta revisão reflete um crescimento mais baixo das exportações de bens e serviços (-0,7 p.p.), bem como uma perspetiva menos favorável para o crescimento do investimento (-0,8 p.p.) e para o ritmo de crescimento do consumo das administrações públicas (-0,2 p.p.). Estes fatores são apenas parcialmente mitigados por uma revisão em alta na dinâmica do consumo privado (+1,0 p.p.). O CFP alertou no seu Parecer relativo ao Relatório Anual de Progresso 2025 que a previsão para 2025 se afigurava provável, mas não prudente. No contexto dos múltiplos choques que têm afetado a economia mundial, é de notar que as exportações de bens e serviços foram a única componente da procura com revisões em baixa do seu crescimento em 2025 e 2026, tanto face ao RAP/2025 como face ao Plano Orçamental-Estrutural Nacional de Médio Prazo 2025-2028 (POENMP).

O cenário macroeconómico do MF aponta para um abrandamento do crescimento do deflator implícito do PIB face a 2024 em 1,2 p.p. para 3,6% em 2025. A atual previsão do MF[1] revê em alta a previsão inscrita no cenário subjacente ao RAP/2025 (+0,9 p.p.), um acréscimo que resulta quer da revisão em alta do deflator implícito do consumo das administrações públicas e da FBCF, quer da estimativa de

[1] A taxa de crescimento esperada de 3,6% em 2025 tem subjacente um ritmo de crescimento de 1,5% na segunda metade do ano, o que compara com o crescimento em cadeia observado no 1.º semestre de 1,9%.

ganhos de termos de troca, associados a um crescimento do preço das exportações superior ao das importações, que no RAP/2025 se antecipava serem nulos. Assim, o MF antecipa um crescimento do PIB nominal de 5,7% (5,2% no RAP/2025). Para a inflação, medida pelo índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC), o cenário aponta para um crescimento de 2,4% em 2025, um abrandamento face ao observado em 2024 (2,7%).

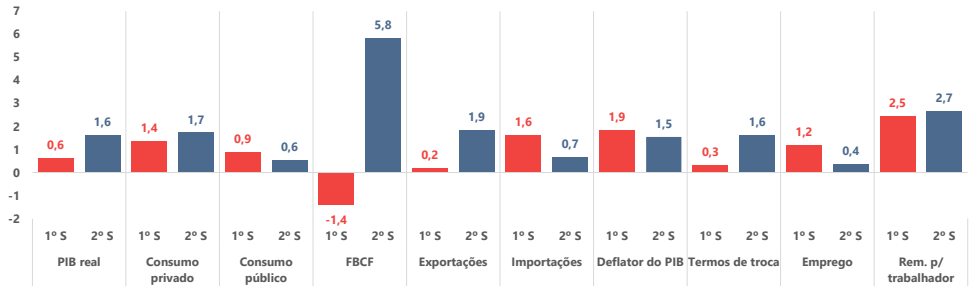
Gráfico 1 – Comparação das previsões incluídas na POE/2026, no RAP/2025 e no POENMP (variação, %)

Fonte: MF – POE/2026, RAP/2025 e POENMP.

As previsões para o emprego e taxa de desemprego refletem a melhoria significativa das condições do mercado de trabalho registadas ao longo do ano. O MF projeta um crescimento do emprego de 1,7% em 2025, um aumento de 1,0 p.p. face ao observado em 2024. Esta previsão constitui uma revisão em alta expressiva comparativamente ao cenário inscrito no RAP/2025 (0,6%). A taxa de desemprego diminui 0,3 p.p. para 6,1% da população ativa em igual período, uma revisão em baixa face aos 6,4% esperados no mesmo documento. Neste contexto, o MF antecipa também um aumento das remunerações médias por trabalhador de 5,4% em 2025, o que compara com os 4,9% esperados em abril. Por fim, o MF prevê uma desaceleração da produtividade aparente do trabalho em 1,1 p.p. para 0,3%. Esta última reflete uma revisão em baixa substancial (-1,5 p.p.) comparativamente ao RAP/2025.

A concretização da estimativa de crescimento do PIB real em 2025 depende de uma aceleração muito intensa do crescimento económico na segunda metade do ano. A taxa de crescimento observada para a atividade económica no 1.º semestre de 2025 foi de 0,6% face ao semestre precedente. Tendo em conta a informação já disponível para as Contas Nacionais relativas ao 1.º semestre de 2025, o ritmo de crescimento para a segunda metade do ano teria de atingir 1,6% face ao primeiro semestre para que a previsão de 2,0% subjacente ao cenário do MF se materialize. O crescimento da atividade económica antecipado pelo MF é influenciado pela previsão de um crescimento das importações inferior na segunda metade de 2025, não obstante os crescimentos mais expressivos em todas as componentes da procura com elevado conteúdo importado. As previsões implicam ritmos de crescimento implícitos muito elevados para o 2.º semestre do ano no caso do investimento (de uma contração de 1,4% no 1.º semestre para um crescimento de 5,8% no segundo) e das exportações (de um crescimento marginal de 0,2% para 1,9% no mesmo período). No que respeita ao mercado de trabalho, a previsão do MF é compatível com uma desaceleração do crescimento do emprego para 0,4% no 2.º semestre de 2025, após o aumento de 1,2% registado nos primeiros seis meses do ano. Ao mesmo tempo, a previsão do MF para as remunerações por trabalhador depende de um crescimento mais intenso na segunda metade do ano (2,7%) do que a já registada no 1.º semestre (2,5%), o que se afigura desafiante. Os crescimentos intra-anuais implícitos são ilustrados no Gráfico 2.

Gráfico 2 – Crescimento face ao semestre anterior: observado (1.º semestre 2025) e implícito às previsões (2.º semestre 2025)



Fonte: MF – POE/2026, INE e cálculos CFP.

Para 2026, o MF antecipa um maior dinamismo da atividade económica (2,3%), prevendo um crescimento mais elevado do investimento e das exportações. A previsão para o crescimento do PIB em volume é de uma aceleração de 0,3 p.p. para 2,3% (Quadro 1). Com efeito, o MF prevê uma aceleração em 1,9 p.p. para 5,5% no ritmo de crescimento da FBCF, um impulso com origem exclusiva no crescimento do investimento privado,[2] e uma aceleração nas exportações de bens e serviços para 1,8% (+0,3 p.p. face a 2025). O MF prevê, ainda, uma desaceleração do crescimento do consumo privado para 2,7% (-0,7 p.p.) e do consumo público

[2] De acordo com o MF, o investimento público real deverá registar um crescimento de 20,8% em 2025 e de 17,8% em 2026; o investimento privado, por sua vez, deverá crescer 1,0% em 2025, e acelerar em 2026 para 3,3%.

(-0,3 p.p. para 1,2%). Estas previsões implicam um crescimento intra-anual do PIB de 1,1%, ligeiramente superior ao esperado em 2025 (+0,2 p.p.), o que não é explicado pela dimensão das medidas de política comunicadas ao CFP quando comparadas com as em vigor este ano (Caixa 1). A última previsão do MF para 2026 foi apresentada no POENMP e antecipava um crescimento de 2,1% em 2025 e de 2,2% em 2026. Assim, e apesar de rever em baixa a previsão para 2025, o MF revê agora em alta a previsão para 2026 (Gráfico 1).

Apesar da aceleração do crescimento real, o cenário subjacente à POE/2026 prevê uma desaceleração do crescimento nominal em 2026 associado à moderação do deflator do PIB. O crescimento previsto para o deflator é de 2,5% face a 2025 (3,6%). Para esta trajetória descendente contribui a desaceleração da generalidade dos deflatores da procura interna, com a exceção do investimento. No entanto, o abrandamento só não é mais expressivo porque se antecipa a manutenção de ganhos de termos de troca (0,5%), com impacto no crescimento do PIB nominal, ainda que inferiores aos esperados para 2025. A dimensão destes ganhos de termos de troca encontra correspondência nas hipóteses externas para a evolução do preço do petróleo e da taxa de câmbio.[3] Esta é, também, uma revisão em alta face ao POENMP, no qual o MF antecipava um crescimento do deflator do PIB de 2,0% em 2026. O crescimento previsto do PIB nominal era de 4,2%, cerca de 0,6 p.p. inferior ao agora apresentado. À data, o CFP considerou as estimativas e previsões para a evolução do PIB real e respetivo deflator como prováveis e plausíveis. O MF antecipa ainda uma redução da taxa de inflação para 2,1%, um valor já muito próximo do objetivo de política monetária do Banco Central Europeu (BCE). Considerando o crescimento acumulado em 2025 e 2026, a previsão do MF para o PIB real encontra-se inalterada face ao POENMP (4,3%), existindo uma revisão em alta no PIB nominal (de 9,3% para 10,8%).

Para o mercado de trabalho, o cenário macroeconómico aponta para um crescimento elevado dos ganhos salariais. O MF prevê um crescimento do emprego de 0,9% em 2026, quase metade do estimado para o ano anterior. O MF prevê ainda que a taxa de desemprego diminua marginalmente para 6,0% no mesmo período. Já a produtividade aparente do trabalho deverá registar um acréscimo robusto em 2026, aumentando 1,1 p.p. para 1,4% (Quadro 1). Este crescimento, idêntico ao observado em 2024, compara com um crescimento médio de 0,5% entre 2015 e 2019. Finalmente, as remunerações por trabalhador mantêm um elevado dinamismo, crescendo 5,3%, próximo do esperado para 2025 (5,4%). Estas previsões consubstanciam uma revisão em alta significativa quando comparadas com os 4,2% previstos no POENMP, que já preconizava uma desaceleração das remunerações por trabalhador face a 2025 (4,7%). Tendo em conta a evolução da inflação prevista para 2025 e 2026, e a evolução da produtividade no mesmo período, um aumento dos ganhos salariais na dimensão prevista deveria ter reflexo na previsão para os preços no consumidor. Na sua ausência, a compressão das margens empresariais teria de ser refletida na previsão para o investimento.

[3] Estas variáveis são essenciais na projeção dos termos de troca. Ver, por exemplo, Bokan, N., Dossche, M., e Rossi, L. (2018). 'Oil prices, the terms of trade and private consumption'. ECB Economic Bulletin, Issue 6/2018.

A previsão do MF resulta num hiato do produto ligeiramente negativo em 2025 e 2026. Contudo, estes valores não são compatíveis com aqueles que foram obtidos pela estimativa realizada pelo CFP, com base no cenário macroeconómico em apreço e utilizando a metodologia comum acordada na União Europeia. Com efeito, a estimativa do CFP aponta para um crescimento do produto potencial subjacente à previsão do MF de 2,1% em 2026 e um alargamento do hiato de produto de 0,2% em 2025 para 0,4% em 2026. Esta evolução do ciclo económico reforça as dúvidas quanto à previsão de aceleração do PIB real para 2026.

Quadro 1 – Previsões macroeconómicas subjacentes à POE/2026

	2024	2025	2026
PIB real e componentes (variação, %)			
PIB	2,1	2,0	2,3
Consumo privado	3,0	3,4	2,7
Consumo público	1,5	1,5	1,2
Investimento (FBCF)	4,2	3,6	5,5
Exportações	3,1	1,5	1,8
Importações	4,8	4,0	3,6
Contributos para a variação real do PIB (p.p.)			
Procura interna	2,9	3,2	3,1
Exportações líquidas	-0,7	-1,2	-0,9
Preços (variação, %)			
Deflator do PIB	4,8	3,6	2,5
Deflator do consumo privado	2,8	2,4	2,2
Deflator do consumo público	6,6	5,1	2,2
Deflator do investimento (FBCF)	2,5	2,6	2,7
Deflator das exportações	0,8	0,7	1,0
Deflator das importações	-2,4	-0,8	0,5
IHPC	2,7	2,4	2,1
PIB nominal			
Variação (%)	7,1	5,7	4,8
Mercado de trabalho (variação, %)			
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,4	6,1	6,0
Emprego	0,7	1,7	0,9
Remuneração média por trabalhador	7,5	5,4	5,3
Produtividade aparente do trabalho	1,4	0,3	1,4
Desenvolvimentos cíclicos			
PIB potencial (variação, %)	2,9	2,6	2,4
Hiato do produto (% PIB potencial)	0,5	-0,1	-0,2
Pressupostos			
Procura externa (variação, %)	1,7	3,3	1,9
Taxa de juro de curto prazo (média anual, %)	3,6	2,1	2,0
Taxa de câmbio EUR-USD (média anual)	1,10	1,10	1,20
Preço do petróleo (Brent, USD/barril)	79,7	68,9	65,4

Fonte: MF – Informação enviada a 3 de outubro de 2025.

Caixa 1 – O ano de 2026: o arrastamento de 2025 e o crescimento intra-anual previsto

Uma previsão de crescimento económico anual pode ser decomposta em efeito de arrastamento (ou de *carry-over*[4]) do crescimento do ano anterior e o crescimento intra-anual previsto (específico do ano).[5] A disponibilização de informação estatística das Contas Nacionais Trimestrais permite estimar o efeito de arrastamento para as diferentes componentes do cenário macroeconómico para 2025 e para 2026 (Gráfico 3). Assim, é possível isolar o crescimento previsto ao longo de cada ano, o real objeto da previsão.

A aceleração do crescimento do PIB projetado para 2026 é alicerçada simultaneamente na expetativa de maior crescimento intra-anual (1,1%) e de maior efeito de arrastamento (1,2%). Este facto resulta da aceleração expressiva do crescimento esperado para a segunda metade de 2025, referenciada neste Parecer, e que beneficia a previsão para 2026. Ora, este desempenho fica, pelo menos em parte, a dever-se ao impacto de medidas de dimensão substancial e de cariz pontual: o suplemento extraordinário de pensões e o ajustamento das tabelas de retenção na fonte em sede de IRS. À semelhança de 2024, o seu carácter temporário justifica o efeito transitório no crescimento. No entanto, o efeito de *carry-over* no crescimento não deve ser imputado de forma mecânica à previsão para o ano de 2026, sendo de esperar que o crescimento do ano seja afetado negativamente pela não repetição destas medidas de estímulo. Tendo em consideração o atual contexto internacional adverso, onde os riscos para atividade são tendencialmente descendentes, e na ausência de novas medidas de política de dimensão relevante, afigura-se desafiante a materialização de um aumento do dinamismo da atividade económica.

A análise revela que o consumo privado é a única componente da procura global com maior crescimento intra-anual previsto em 2026. A previsão do MF para o consumo das famílias é coerente com um crescimento intra-anual em 2026 de 1,4%, o que compara com os 1,2% previstos para 2025. Como referenciado anteriormente, importa recordar que, em 2025, o consumo privado beneficia do impacto temporário de medidas pró-cíclicas de estímulo ao consumo de dimensão significativa implementadas durante o 2º semestre. Na ausência de medidas de política de impacto semelhante, tal como assumido pelo MF, torna-se pouco plausível esperar um maior dinamismo do consumo privado em 2026 em comparação com o corrente ano, o que aponta para riscos descendentes à previsão apresentada.

Para as restantes componentes da procura global, a previsão aponta para crescimentos intra-anuais inferiores. Importa notar que, ao contrário de 2025, em que o dinamismo intra-anual do consumo privado está próximo do esperado para o investimento e para as exportações, este equilíbrio está ausente em

[4] Por exemplo, o crescimento que se observaria em 2026 caso se registasse uma estagnação do PIB ao nível registado no 4.º trimestre de 2025. Ver https://www.cfp.pt/pt/glossario/carry-over-efeito-de.

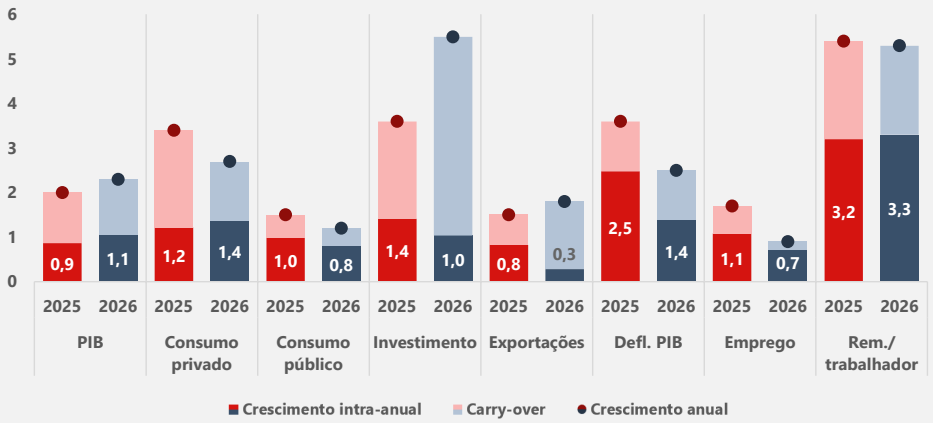
[5] Para uma abordagem semelhante às previsões consultar Capítulo 3 em ECB (2025). 'ECB staff macroeconomic projections for the euro area', setembro.

2026. No caso do **investimento**, antecipa-se que o crescimento intra-anual seja inferior em 0,4 p.p. face ao crescimento de 1,4% esperado em 2025, sendo que o crescimento advém do efeito arrastamento (Gráfico 3). Para as **exportações** de bens e de serviços, a previsão antecipa também uma desaceleração, com um crescimento intra-anual de 0,3% em 2026, que compara com 0,8% no corrente ano. Tal significa que o volume das exportações no final de 2026 será próximo do esperado para o último trimestre de 2025. Para o consumo público, antecipa-se igualmente uma desaceleração do crescimento intra-anual para 0,8%, face ao crescimento de 1,0% previsto para 2025.

Em linha com a trajetória descendente da inflação, a previsão para o crescimento do deflator do PIB é inferior em 2026. A previsão do MF antecipa uma redução de 0,9 p.p. da taxa de crescimento intra-anual. Apesar de esta expetativa ser compatível com a diminuição das pressões inflacionistas internas, a previsão do MF antecipa uma ligeira aceleração no ritmo de crescimento das remunerações por trabalhador, o que se revela pouco plausível. Com efeito, o crescimento intra-anual previsto para as remunerações médias em 2026 é de 3,3% (0,1 p.p. acima da expetativa de crescimento de 3,2% em 2025).

Com um crescimento intra-anual do emprego menor em 2026, a previsão do PIB está dependente de ganhos de produtividade. A previsão do MF antecipa um crescimento intra-anual de 0,7% do emprego em 2026, em comparação com um crescimento de 1,1% este ano. Assim, a previsão para o crescimento do PIB tem implícito um crescimento intra-anual da produtividade de 0,3%, em comparação com uma redução intra-anual de 0,2% em 2025.

Gráfico 3 – Desagregação do crescimento anual previsto pelo MF entre *carry-over* e crescimento intra-anual



Fonte: POE/2026 e cálculos CFP. | Nota: a cor mais carregada corresponde ao crescimento intra-anual.

Hipóteses de enquadramento internacional

O ponto de partida para a elaboração de um cenário macroeconómico para a economia portuguesa, uma pequena economia aberta no contexto internacional, é o conjunto de hipóteses de enquadramento externo, exógenas ao exercício. Nesta secção são analisadas brevemente as hipóteses técnicas consideradas pelo MF. Estas incluem a evolução da taxa de câmbio do euro face ao dólar, o preço do

petróleo, a taxa de juro de curto prazo e o crescimento da procura externa de bens e de serviços. Os valores assumidos na POE/2026 são validados tendo por referência os valores transacionados no mercado à data de elaboração deste documento e, para o ano de 2025, colocados em perspetiva com os que tiveram por base a elaboração do RAP/2025 (Gráfico 4). A POE/2026 apresenta ainda hipóteses para a taxa de juro de longo prazo, para o crescimento real da União Europeia (UE), bem como para o crescimento da economia mundial excluindo a UE.[6] Estas, porém, não fazem parte do conjunto de informação remetida ao CFP para endosso. Nesta secção é também reportado o total global de medidas de política comunicadas ao CFP e que podem contribuir para explicar a diferença de previsão entre um cenário de políticas invariantes e um cenário programático.

A hipótese quanto à evolução do preço do barril de Brent é concordante com os valores de mercado e com uma redução das pressões externas para a inflação dos preços no consumidor. A POE/2026 antecipa uma redução no preço do petróleo de 14% este ano e de 5% em 2026, para valores em torno dos 65$/bbl. Estes valores estão, para ambos os anos, em linha com a média dos futuros de mercado transacionados nos dez dias que antecederam a preparação deste Parecer. A hipótese atualizada para 2025 representa um valor em linha face à assumida no RAP/2025.

A hipótese para a taxa de câmbio é corroborada pelos valores de mercado e aponta para uma apreciação significativa do euro, com reflexo nos preços de importação. Na POE/2026 é assumida uma apreciação expressiva da taxa de câmbio do euro face ao dólar americano em 2025 e 2026 (4,6% e 2,7%, para 1,13 $/€ e 1,16 $/€ respetivamente). Importa salientar que a expetativa para 2025 é superior em 8,3% face à hipótese considerada no RAP/2025 que assumia uma depreciação, o que influenciou os ganhos de termos de troca registados até à data. Tendo por referência os preços de mercado nos dez dias que precederam a data de elaboração deste Parecer, a hipótese de referência é de uma média anual da taxa de câmbio de 1,13 $/€ em 2025 (apreciação de 4,6% face a 2024) e 1,18 $/€ em 2026 (apreciação anual de 3,9%). Não existem, por isso, desvios significativos a assinalar.

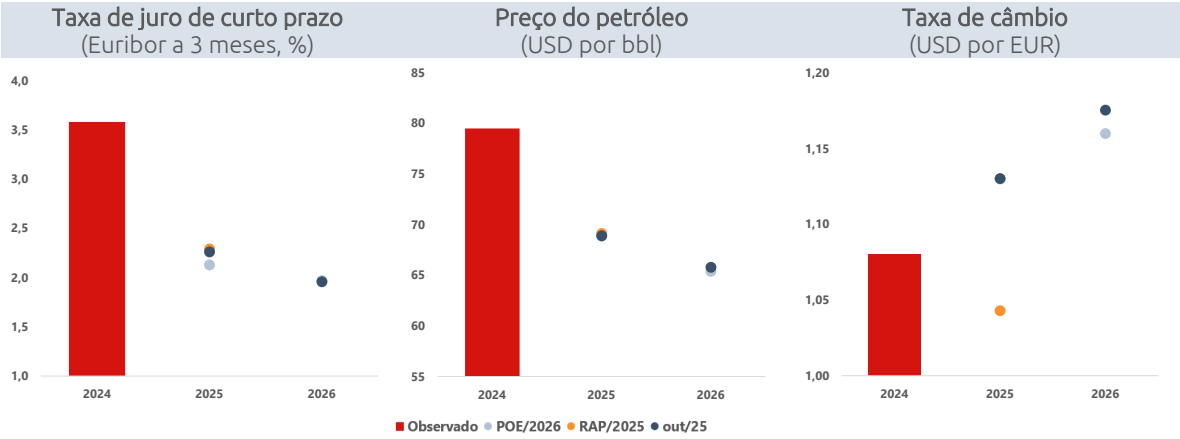
É consensual a expetativa de estabilização da taxa de juro de curto prazo em torno dos 2,0%. A POE/2026 antecipa a redução da Euribor a 3 meses para 2,1% em 2025 e para 2,0% em 2026. Em abril, o RAP/2025 assumia uma taxa de juro de curto prazo de 2,3% em 2025. Para este ano, os mercados de futuros antecipam uma redução mais lenta para 2,3% (+0,2 p.p. face à hipótese na POE/2026). De forma a atingir a hipótese do MF para 2025, seria necessária uma redução média em torno de 50 pontos base, até ao final do ano, face às expetativas atuais do mercado, o que aparenta ser inviável tendo em conta a *guidance*[7] recente da política monetária do BCE. A hipótese de 2,0% para 2026 encontra-se em linha com as expetativas do mercado (Gráfico 4).

[6] Na POE/2025 estas são apresentadas na Tabela 1 do Capítulo 3 dos elementos informativos e complementares.

[7] Banco Central Europeu, 11 de setembro 2025.

À luz do contexto internacional atual, a hipótese para a procura externa aponta para uma desaceleração do seu crescimento em 2026. Para 2025, a POE/2026 apresenta uma hipótese idêntica à do BdP (3,3%), ainda que superior aos valores considerados pelo CFP (2,3%) e pela CE (2,0%). Tal configura uma revisão em alta de 0,9 p.p. face à hipótese de 2,4% no RAP/2025. Para 2026, a POE/2026 assume um crescimento de 1,9%, em linha com a hipótese assumida pelo CFP e pelo BdP.

Gráfico 4 – Hipóteses técnicas subjacentes à POE/2026, RAP/2025 e valores a 3 de outubro



Fonte: MF - POE/2026, RAP/2025 e Macrobond.

De acordo com a informação remetida pelo MF, a POE/2026 inclui o impacto orçamental negativo de 211 M€ em medidas de política face a um cenário de políticas invariantes (Quadro 2). Este montante encontra-se distribuído entre alterações nos impostos diretos sobre os rendimentos das famílias e nas prestações sociais (equivalente a um impacto negativo de 336 M€), em parte compensado por medidas com impacto positivo nos impostos sobre os rendimentos das empresas (125 M€). O valor orçamental destas medidas não implica diferenças macroeconomicamente relevantes face a um cenário de políticas invariantes.

Quadro 2 – Medidas de política orçamental com impacto em 2026

	Medidas existentes		Novas medidas		Total	
	M€	% PIB	M€	% PIB	M€	% PIB
Receita	716	0,22	-71	-0,02	645	0,20
Despesa	975	0,30	140	0,04	1 115	0,35
Impacto	-259	-0,08	-211	-0,07	-470	-0,15

Fonte: MF – POE/2026. Nota: as novas medidas de política orçamental incluem: do lado da receita, a atualização do limite do mínimo de existência e a redução adicional das taxas de IRS; e a reversão do SIFIDE indireto (IRC); do lado da despesa, o reforço do Complemento Solidário para Idosos (CSI).

Conciliação com as projeções de outras instituições

Nesta secção é apresentada uma comparação do cenário macroeconómico da POE/2026 com o apresentado por outras instituições de referência. Importa salientar que a comparabilidade do cenário macroeconómico do MF com o de outras instituições encontra-se naturalmente limitada pelo facto de este incluir o impacto direto e indireto de medidas de política, enquanto os cenários apresentados por outras instituições não incorporam o impacto de medidas de política que não tenham ainda sido legisladas à data da sua elaboração (cenários de políticas invariantes). Não obstante, face à dimensão das medidas de política comunicadas ao CFP – 0,07% do PIB de 2026 – o seu impacto não se considera relevante. Também, a leitura dos cenários macroeconómicos deve ter em consideração o facto de terem sido elaborados em diferentes momentos do tempo, com base em diferentes hipóteses técnicas e com recurso a metodologias distintas, o que afeta a sua comparabilidade. A exposição que se segue tem em conta a limitação do desfasamento temporal na interpretação das diferenças entre as projeções.

Esta análise pondera também o grau de risco inerente às previsões do MF. De modo a ilustrar esse mesmo risco, são apresentados intervalos de confiança em torno da projeção média ponderada das demais instituições. Estes intervalos de confiança consideram o desempenho passado das projeções das principais instituições de referência, entre o ano de 2000 e 2024, e assumem que os erros seguem uma distribuição Normal.[8] Os resultados são apresentados no Gráfico 5.

A projeção do MF para o crescimento da economia portuguesa é superior à projeção média das restantes instituições tanto em 2025 como em 2026. Este diferencial, que se situa em torno de 0,1p.p. em 2025 e em 0,3 p.p. em 2026, coloca a projeção subjacente à POE/2026 para ambos os anos fora do intervalo de confiança a 30% (Gráfico 5). No caso de 2025, a projeção é apenas comparável à apresentada pelo FMI em abril – a mais datada de entre os diversos exercícios considerados.[9] Já a projeção para 2026 é superior a qualquer uma das projeções pontuais consideradas, cujo valor máximo se situa em 2,2%, pela CE e pelo BdP. Em termos acumulados, verifica-se que o crescimento real projetado pelo MF para o biénio 2025-2026 (4,3%) é superior à projeção média das restantes instituições (3,9%). Ademais, realça-se que no POENMP, a projeção de crescimento acumulado era semelhante ao das restantes instituições. Desde então, o MF manteve a sua projeção acumulada, enquanto a projeção média das restantes instituições reduziu-se de forma expressiva (-0,4 p.p.) (Gráfico 6).

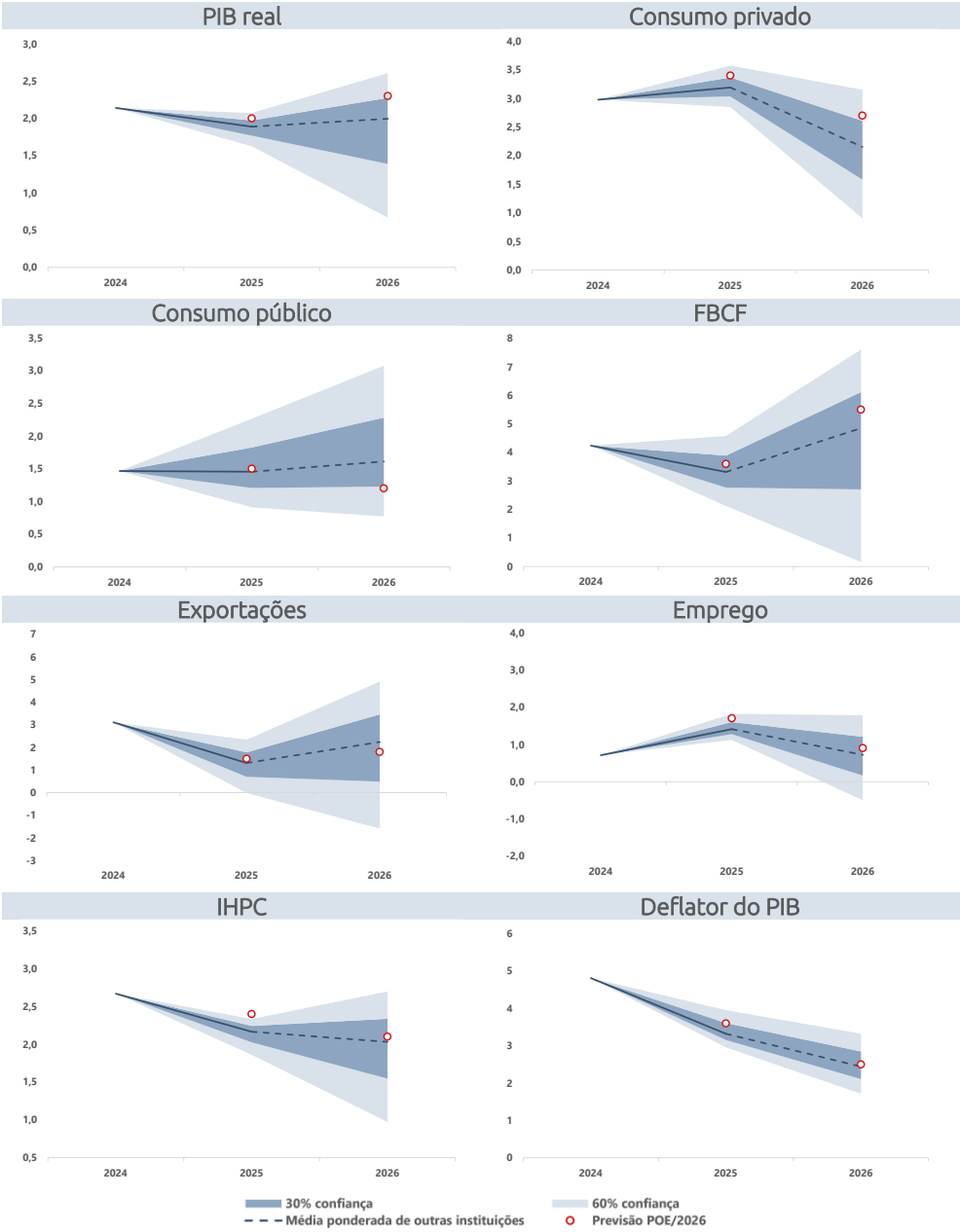
---

[8] Para mais detalhe relativamente à metodologia de cálculo da projeção média e à base de dados utilizada, consultar Leal, Martins e Marujo (2024), "Regresso ao futuro: Uma base de dados das projeções macroeconómicas e orçamentais para a economia portuguesa no século XXI", Conselho das Finanças Públicas. A projeção média considera apenas as projeções do BdP, CE, CFP, FMI e OCDE. O cálculo da raiz quadrada do erro quadrático médio utilizado para a definição dos intervalos de confiança utilizou os exercícios compilados na referida base de dados realizados na segunda metade do ano, tendo-se optado por excluir os exercícios de projeção relativos aos anos de 2020 a 2022.

[9] O FMI apresentará um cenário atualizado no dia 14 de outubro com a publicação do *World Economic Outlook*.

Relativamente aos preços, as previsões do MF para 2026 encontram-se balizadas entre as projeções independentes disponíveis. A previsão apresentada para o deflator do PIB em 2025 é idêntica à do CFP (3,6%) e, em 2026 (2,5%), encontra-se entre a projeção do CFP (2,4%) e a do BdP (2,9%). No caso particular do IHPC, a previsão do MF para 2026 está próxima da média das projeções das demais instituições. A única exceção diz respeito à projeção para 2025 (2,4%), que se encontra fora do intervalo de confiança a 60% (Gráfico 5 e Quadro 3) e é a mais elevada face a qualquer uma das projeções pontuais consideradas.

Gráfico 5 – Intervalos de previsão associados às previsões do MF (variação, %)

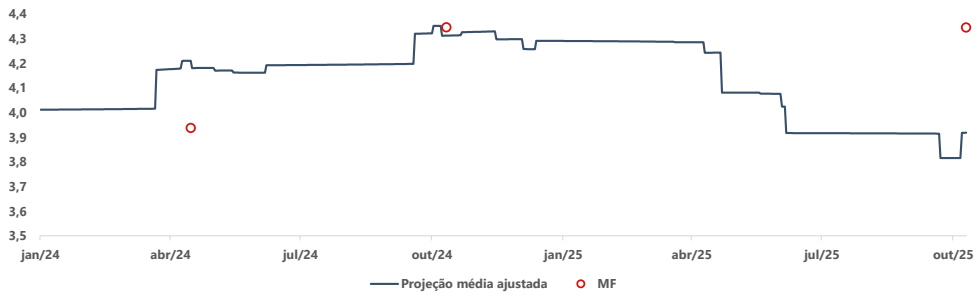


Fonte: POE/2026 e cálculos do CFP. As bandas de confiança foram calculadas com base nos desvios de projeção de 167 cenários macroeconómicos do BdP, CE, CFP, FMI, MF e OCDE, entre 2000 e inícios de 2025 (e excluindo os anos de 2020 a 2022), realizados na segunda metade de cada ano. Foi assumida uma distribuição normal assimétrica dos erros de projeção. Para mais detalhes relativamente à metodologia de cálculo da projeção média

e à base de dados utilizada, consultar Leal, Martins e Marujo (2024). O cálculo da projeção média considerou apenas as projeções mais recentes do BdP, CE, CFP, FMI e OCDE.

Estes diferenciais de crescimento refletem-se numa estimativa para o nível de produto real da economia portuguesa, em 2026, que é mais elevado do que o antecipado pelas restantes instituições. O diferencial de crescimento acumulado impacta o nível de atividade esperada, que servirá de base económica para as projeções do cenário orçamental (Gráfico 7). Em particular, o crescimento acumulado do PIB em volume em 2025 e 2026, de 4,3%, compara com a projeção de 4,1% do BdP, a segunda mais favorável. Ainda assim, fruto da previsão para o deflator do PIB, este diferencial positivo não se observa no caso do PIB nominal, em que a previsão do MF (10,8%) se encontra balizada entre a do BdP (11,6%) e a do CFP (10,8%).

Gráfico 6 – Projeção média para o crescimento acumulado do PIB real e projeções do MF (2025-2026, %)



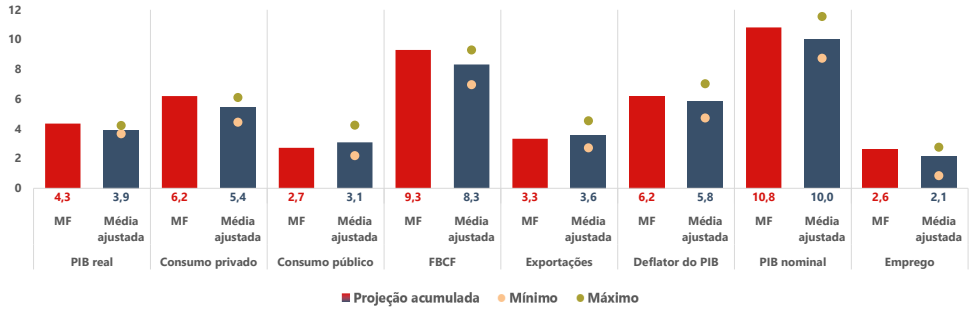
Fonte: POE/2026, POENMP, Programa de Estabilidade 2024-2028 e cálculos do CFP. Para mais detalhes relativamente à metodologia de cálculo da projeção média e à base de dados utilizada, consultar Leal, Martins e Marujo (2024). O cálculo da projeção média considerou apenas as projeções do BdP, CE, CFP, FMI e OCDE.

Em termos de composição do crescimento, o principal desvio surge nas projeções para o consumo privado. Mais concretamente, a projeção do MF para o crescimento do consumo privado em 2025 (3,4%) é superior a qualquer uma das projeções pontuais consideradas e à média das projeções das instituições (3,2%), situando-se esta também fora do intervalo de confiança a 30%. Para 2026, observa-se um agravamento do diferencial, para 0,5 p.p., entre a projeção do MF (2,7%) e a projeção média das instituições (2,2%), sendo que a projeção do MF é apenas inferior à projeção da CE (publicada em maio). Em resultado, o diferencial das projeções para esta rubrica, em 2025 e 2026, deverá resultar num consumo privado real aproximadamente 0,7% superior. As projeções avançadas pelo MF para as restantes componentes encontram-se globalmente alinhadas.

A previsão para as remunerações por trabalhador em 2026 é superior à das restantes instituições. Nas remunerações por trabalhador, a evolução perspetivada pela POE/2026 em 2025 (5,4%) encontra-se balizada pelos valores apresentados pelas demais instituições (os quais oscilam entre 4,9% e 6,3%) e em linha com a média de referência. No entanto, em 2026 (5,3%), a previsão está acima dos valores projetados pelas demais instituições (cujo valor mais elevado, 4,2%, foi avançado pelo CFP). Assim, o MF antecipa um crescimento acumulado no biénio 2025/2026 para as remunerações por trabalhador de 11,0%, superior à média das restantes instituições (9,6%).

A evolução esperada para a produtividade em 2025 e 2026 é próxima da projeção média de referência. Esta projeção para o crescimento da produtividade do trabalho resulta de uma previsão superior à média das instituições, para o crescimento quer da atividade económica, quer do emprego (Gráfico 5 e Quadro 3). Ainda assim, a projeção para o emprego nestes dois anos poderá ser considerada plausível, encontrando-se balizada pelos valores avançados tanto pelo CFP (1,5% e 0,9% para 2025 e 2026, respetivamente) como pelo BdP (1,8% e 0,9%), as únicas instituições cujos cenários incorporam os desenvolvimentos económicos observados para o conjunto da primeira metade do ano.

Gráfico 7 – Crescimento acumulado em 2025-2026: POE/2026 e média ajustada pelo conteúdo informativo dos cenários das instituições de referência



Fonte: POE/2026 e cálculos do CFP. Nota: A média ajustada refere-se à média das projeções do BdP, CE, CFP, FMI e OCDE, ponderadas pelo seu conteúdo informativo. Para mais detalhes relativamente à metodologia de cálculo da projeção média e à base de dados utilizada, consultar Leal, Martins e Marujo (2024).

Quadro 3 – Previsões e projeções para a economia portuguesa

Ano	2024	2025							2026						
Instituição		FMI	CE	OCDE	CFP	BdP	Média	MF	FMI	CE	OCDE	CFP	BdP	Média	MF
Data de publicação	set25	abr25	mai25	jun25	set25	out25	ajustada	out25	abr25	mai25	jun25	set25	out25	ajustada	out25
PIB real e componentes (variação, %)															
PIB	2,1	2,0	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	1,7	2,2	1,9	1,8	2,2	2,0	2,3
Consumo privado	3,0	-	3,3	2,8	3,3	3,3	3,2	3,4	-	2,8	1,6	2,3	2,0	2,2	2,7
Consumo público	1,5	-	1,2	1,2	1,6	1,6	1,5	1,5	-	1,2	1,0	2,6	1,3	1,6	1,2
Investimento (FBCF)	4,2	-	3,5	3,2	3,6	3,0	3,3	3,6	-	4,3	3,7	5,5	5,3	4,9	5,5
Exportações	3,1	2,0	1,7	1,3	0,9	1,1	1,3	1,5	1,9	2,8	2,6	1,8	2,2	2,2	1,8
Importações	4,8	2,9	4,3	2,3	4,2	4,7	3,8	4,0	2,7	4,1	2,7	3,7	2,8	3,2	3,6
Preços (variação, %)															
Deflator do PIB	4,8	2,6	3,1	2,5	3,6	4,1	3,3	3,6	2,3	2,2	2,1	2,4	2,9	2,4	2,5
Deflator do consumo privado	2,8	-	2,1	1,9	2,6	-	2,2	2,4	-	2,0	2,2	2,2	-	2,1	2,2
Deflator do consumo público	6,6	-	4,4	4,4	5,4	-	4,8	5,1	-	2,8	2,2	3,0	-	2,7	2,2
Deflator da FBCF	2,5	-	1,7	2,5	2,6	-	2,3	2,6	-	1,6	1,9	1,8	-	1,8	2,7
Deflator das exportações	0,8	-	1,3	1,7	0,3	-	1,0	0,7	-	1,2	2,2	1,2	-	1,5	1,0
Deflator das importações	-2,4	-	-0,3	1,6	-0,9	-	0,0	-0,8	-	0,7	2,1	0,8	-	1,1	0,5
IHPC	2,7	1,9	2,1	2,1	2,3	2,2	2,2	2,4	2,1	2,0	2,1	2,1	1,9	2,0	2,1
PIB nominal															
Variação (%)	7,1	4,7	4,9	4,4	5,5	6,1	5,3	5,7	4,0	4,5	4,1	4,3	5,2	4,5	4,8
Nível (mil M€)	289,4	298,5	299,2	297,8	300,9	-	-	305,9	310,6	312,8	310,1	313,9	-	-	320,6
Mercado de trabalho (variação, %)															
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,4	6,4	6,4	6,4	6,1	6,2	6,3	6,1	6,3	6,3	6,4	6,0	6,3	6,2	6,0
Emprego	0,7	0,5	1,0	1,8	1,5	1,8	1,4	1,7	0,4	0,9	0,3	0,9	0,9	0,7	0,9
Remuneração média por trabalhador	7,5	-	4,9	4,9	6,3	5,1	5,4	5,4	-	4,0	3,5	4,2	4,1	4,0	5,3
Produtividade aparente do trabalho	1,4	1,5	0,7	0,1	0,3	0,1	0,4	0,3	1,3	1,3	1,6	0,9	1,3	1,3	1,4
Custo de trabalho por unidade produzida	6,0	-	4,1	4,8	6,0	5,0	4,9	5,1	-	2,6	1,9	3,3	2,7	2,7	3,8
Sector externo (% PIB)															
Capacidade líquida de financiamento	2,8	-	2,4	-	2,8	3,6	-	3,1	-	2,0	-	2,3	4,2	-	3,0
Balança corrente	1,7	1,7	1,2	1,1	1,2	-	-	1,1	1,5	0,9	1,1	0,6	-	-	0,8
Balança de bens e serviços	1,8	-	1,4	1,4	0,8	1,6	-	1,4	-	1,0	1,4	0,1	1,6	-	0,9
Balança de rend. primários e transf.	-0,1	-	-0,1	-0,6	0,4	-	-	-0,3	-	-0,1	-0,6	0,4	-	-	-0,1
Balança de capital	0,9	-	1,1	-	1,7	-	-	2,0	-	1,1	-	1,7	-	-	2,3
Desenvolvimentos cíclicos															
PIB potencial (variação, %)	-	2,1	2,2	2,1	2,6	-	-	2,6	1,8	2,0	2,0	2,1	-	-	2,4
Hiato do produto (% PIB potencial)	-	0,5	0,2	0,4	0,1	-	-	-0,1	0,4	0,4	0,3	-0,1	-	-	-0,2

Fontes: 2024: INE. 2025-2026: FMI - *World Economic Outlook*, abril 2025; CE - *Spring 2025 Economic Forecast*, maio 2025; OCDE - *Economic Outlook Volume 2025 Issue 1*, junho 2025; CFP - Perspetivas Económicas e Orçamentais 2025-2029 (atualização), setembro 2025; BdP - Boletim Económico, outubro 2025; MF - Proposta de Orçamento do Estado para 2026 - outubro 2025. Média ajustada calculada de acordo com a metodologia utilizada em Leal, Martins e Marujo (2024).

PRINCIPAIS CONSIDERAÇÕES

A elaboração deste Parecer ocorre num momento de elevada incerteza no panorama macroeconómico. Nas suas últimas projeções, o CFP assinalou que a economia mundial continua a ser afetada por elevados níveis de incerteza, exacerbada pela imprevisibilidade da política comercial da administração norte-americana e pelo escalar de tensões geopolíticas. Nesta sequência, avaliou os riscos em torno do cenário macroeconómico central como predominantemente descendentes e enumerou os que considerou relevantes, tanto na vertente interna como externa. Em particular, a nível interno, destacou as projeções de crescimento do investimento, as quais refletem a expetativa de uma maior execução financeira do PRR, com impacto positivo no investimento público, o que, nos últimos anos, se tem demonstrado desafiante na sua materialização.

Ponderados os riscos, o cenário macroeconómico subjacente à POE/2026 afigura-se globalmente como estatisticamente provável. Ainda assim, é de notar a existência de riscos predominantemente descendentes, assinalados neste Parecer, em particular no que respeita ao crescimento do PIB real, que aconselhariam um grau acrescido de prudência e que importa ter em especial consideração no acompanhamento da situação da economia em 2026.

- Como fundamentado no presente Parecer, no ano de 2025, o crescimento previsto está alicerçado numa expetativa de crescimento das exportações na segunda metade de 2025 que se afigura de difícil concretização e por um crescimento das importações mais baixo, não obstante os crescimentos mais expressivos em todas as componentes da procura com conteúdo importado elevado.
- O cenário macroeconómico para 2026 aponta para um crescimento real da economia portuguesa superior ao antecipado nas projeções mais recentes apresentadas por outras instituições de referência. A análise confirmou também que as previsões de crescimento real de 2,3% não se encontram enquadradas pelo intervalo de confiança a 30%, quando ponderado pelos erros de previsão passados inerente às projeções.
- No ano de 2026, a aceleração do crescimento do PIB real está influenciada pela expetativa de um crescimento intra-anual do consumo das famílias superior ao de 2025. Esta expetativa do MF não é justificada pela dimensão e natureza das medidas de política que foram comunicadas ao CFP. A análise efetuada reforçou que a previsão para o consumo privado é a mais distante face às projeções mais recentes das restantes instituições, e não se enquadra no intervalo mais provável quando ponderado pelos erros de previsão passados inerente às projeções.
- Ainda assim, a análise confirmou que o crescimento nominal previsto pelo MF para 2025 e 2026 se encontra balizado pelas últimas projeções independentes disponíveis. Tal deve-se a uma previsão para o deflator do PIB em ambos os anos que se considera prudente e plausível.
- Finalmente, a previsão de crescimento das remunerações por trabalhador para 2026, próxima da esperada para 2025, não tem enquadramento na previsão apresentada quanto à inflação e produtividade sendo, também, significativamente mais alta quando comparada com as projeções independentes conhecidas.

CONCLUSÃO

A conclusão desta análise do Conselho das Finanças Públicas tem em conta os princípios do artigo 8.º da Lei de Enquadramento Orçamental (Lei n.º 151/2015, de 11 de setembro, na sua redação atual): "As projeções orçamentais subjacentes aos documentos de programação orçamental devem basear-se no cenário macroeconómico mais provável ou num cenário mais prudente". Este mesmo princípio orientador de utilização de previsões realistas para a condução das políticas orçamentais encontra-se também vertido na legislação europeia, em particular no Pacto de Estabilidade e Crescimento e na Diretiva n.º 2011/85/UE do Conselho de 8 de novembro de 2011 (revista), que estabelece os requisitos aplicáveis aos quadros orçamentais dos Estados-Membros.

Nos termos do número 4 do artigo 4.º do Regulamento n.º 473/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de maio de 2013, em resultado da análise efetuada às previsões macroeconómicas subjacentes à Proposta de Orçamento do Estado para 2026 do XXV Governo Constitucional, com base na informação atualmente disponível e ponderando os riscos identificados, **o Conselho das Finanças Públicas endossa as previsões macroeconómicas apresentadas, com a reserva de uma possível sobrestimação do comportamento real da economia para 2026, cujas componentes (internas e externas) se encontram sujeitas a diversos riscos desfavoráveis, tal como assinalado no presente parecer.** Neste sentido, há a necessidade de garantir a maior prudência nas projeções orçamentais subjacentes ao OE para 2026.