



**Conselho das
Finanças
Públicas**

Previsões macroeconómicas subjacentes à Proposta de Orçamento do Estado para 2025

9 de outubro de 2024

Parecer n.º
02/2024

O Conselho das Finanças Públicas é um órgão independente, criado pelo artigo 3.º da Lei n.º 22/2011, 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 8 de outubro de 2024.



INTRODUÇÃO

Este Parecer incide sobre as previsões macroeconómicas subjacentes à Proposta de Orçamento do Estado para 2025 (POE/2025), apresentada pelo XXIV Governo Constitucional na XVI 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/2025 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 17 de setembro, o MF solicitou o adiamento desse envio para o dia 26 de setembro (dia D-10) juntamente com a primeira versão do cenário programático (que inclui o impacto de eventuais medidas de política). Apesar da insistência para que o cenário de políticas invariantes fosse remetido antecipadamente, este pedido do CFP não teve resposta, o que prejudicou a etapa n.º 3 do Protocolo. O MF remeteu ao CFP no dia 26 de setembro as previsões macroeconómicas tendenciais e a primeira versão preliminar do cenário programático. Não foi remetida pelo MF a “avaliação global dos efeitos das medidas de política nas previsões macroeconómicas” prevista no Protocolo. No dia 2 de outubro decorreu uma reunião entre as equipas do MF e do CFP, na qual a primeira fez uma apresentação sumária dos dois cenários (de políticas invariantes e programático). A versão final do cenário macroeconómico só veio a ser comunicada ao CFP a 7 de outubro.

Este Parecer incide sobre os valores considerados pelo MF para as hipóteses externas e técnicas, assim como para as previsões macroeconómicas apresentadas no Quadro 1. A metodologia e o processo de análise utilizados estão descritos no Protocolo acima referido, tendo o CFP recorrido aos seguintes meios:

- a) Análise técnica das previsões pelos analistas do CFP;
- b) Comparação com as previsões e projeções disponíveis realizadas por instituições de referência: Banco de Portugal (BdP), Comissão Europeia (CE), CFP, Fundo Monetário Internacional (FMI) e Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE);
- c) Informação estatística mais recente, produzida pelas autoridades estatísticas nacionais – Instituto Nacional de Estatística (INE) e BdP;
- d) Esclarecimentos técnicos verbais prestados pelo MF relativamente às previsões apresentadas.

CENÁRIO MACROECONÓMICO SUBJACENTE À POE/2025

A elaboração do cenário macroeconómico subjacente à POE/2025 continua a ocorrer num contexto pautado por uma elevada incerteza, particularmente externa,¹ que limita a sua comparação com outras previsões e projeções apresentadas.

Na comparação entre cenários macroeconómicos é de ressaltar um conjunto de fatores adicionais que influenciam a sua comparabilidade. Estes incluem a elaboração dos mesmos em diferentes momentos no tempo, tendo por base diferentes metodologias e assumindo diferentes hipóteses técnicas. Também a incorporação de medidas de política difere entre as diversas instituições – nomeadamente, o cenário do CFP é elaborado em políticas invariantes e o cenário do MF incorpora as medidas de política económica incluídas na POE/2025. A este último elemento associa-se a incerteza quanto à correta quantificação destas mesmas medidas e o seu reflexo no cenário macroeconómico. No exercício orçamental que se prospecta, a dimensão destas medidas tem necessariamente um impacto relevante nas projeções, influenciando as comparações face a um cenário de políticas invariantes. Acresce que, no dia 23 de setembro, o INE publicou uma nova série de informação de Contas Nacionais, tendo como referência o ano de 2021, que substitui a anterior base 2016, com dados anuais finais para o ano de 2022 e preliminares para 2023, bem como contas nacionais trimestrais por sector institucional até ao 2.º trimestre de 2024.² A nova base causou revisões transversais nas séries de Contas Nacionais.

Apresentação do cenário e conciliação com as previsões anteriores

O MF estima que o Produto Interno Bruto (PIB) em volume deverá crescer 1,8% em 2024, um abrandamento de 0,7 p.p. comparativamente aos 2,5% observados em 2023 (Quadro 1). Não obstante a desaceleração anual, comparativamente às previsões apresentadas no Programa de Estabilidade 2024-2028 (PE/2024) e no Orçamento do Estado para 2024 (OE/2024), o crescimento da atividade económica é revisto em alta em 0,3 p.p. (ver Gráfico 1). Esta revisão resulta sobretudo de uma perspetiva mais favorável quanto à evolução do consumo privado e do consumo

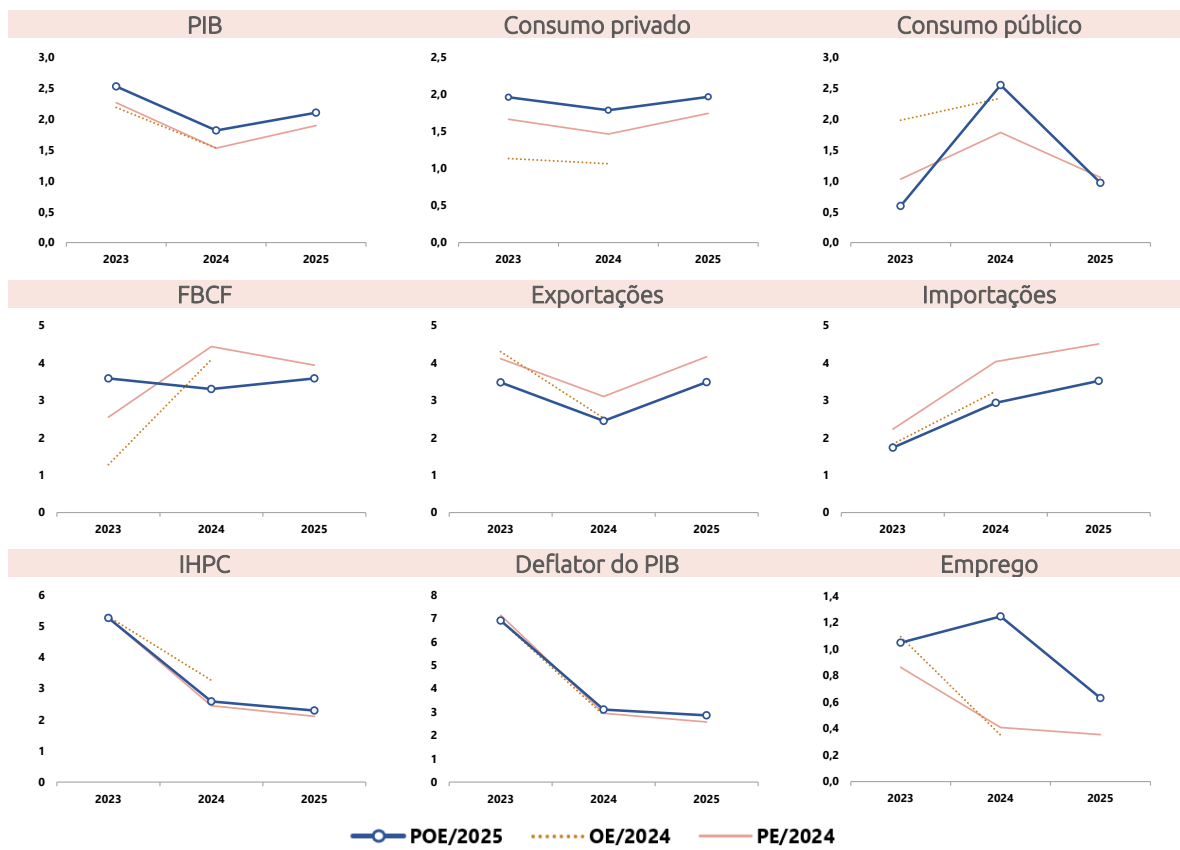
¹ A título de exemplo para a degradação do contexto externo, considere-se a previsão mais recente para a economia alemã dos principais institutos económicos do país, que na publicação 'Joint Economic Forecast Autumn 2024' de 26 de setembro, antecipam uma redução do PIB de 0,1% em 2024 e revêm em baixa as perspetivas de crescimento para 0,8% em 2025 e 1,3% em 2026 – na primavera, antecipavam um crescimento de 0,1% em 2024 e 1,4% em 2025.

² INE (2024). "[Nova série de Contas Nacionais Portuguesas para 1995-2023](#)". Esta mudança de base insere-se nas revisões regulares, que se realizam de cinco em cinco anos, no quadro do Regulamento SEC e das recomendações do Eurostat, com o objetivo de introduzir desenvolvimentos metodológicos, a incorporação de nova informação (e.g. Censos 2021, Inquérito às Despesas das Famílias 2022, nova série da Balança de Pagamentos), especialmente de caráter plurianual e introduzir recomendações conceptuais e metodológicas emanadas do Eurostat.

público, uma vez que a taxa de variação do investimento (FBCF) e das exportações foi revista em baixa.

O crescimento projetado pelo MF para 2024 assenta na expectativa de um aumento do contributo da procura interna e de um contributo ligeiramente negativo das exportações líquidas. De acordo com o cenário do MF, a dinâmica estimada para o contributo da procura interna deverá refletir essencialmente um aumento expressivo do consumo das administrações públicas (+2 p.p. para 2,6%) face a 2023, uma vez que antecipa um abrandamento no crescimento do consumo privado (-0,2 p.p. para 1,8%) e da FBCF (-0,4 p.p. para 3,2%) no mesmo período. Já o contributo das exportações líquidas deverá tornar-se marginalmente negativo em 2024 (-0,2 p.p.) em resultado da expectativa de uma taxa de crescimento das importações (2,9%) superior ao das exportações (2,5%). Relativamente às previsões anteriores do MF, as atuais estimativas representam uma revisão em alta no caso do consumo privado (+0,3 p.p.) e consumo público (+0,8 p.p.), e uma revisão em baixa da taxa de variação da FBCF (-1,2 p.p.) e das exportações (-0,6 p.p.).

Gráfico 1 – Comparação das previsões incluídas na POE/2025, na OE/2024 e no PE/2024-2028 (variação, %)



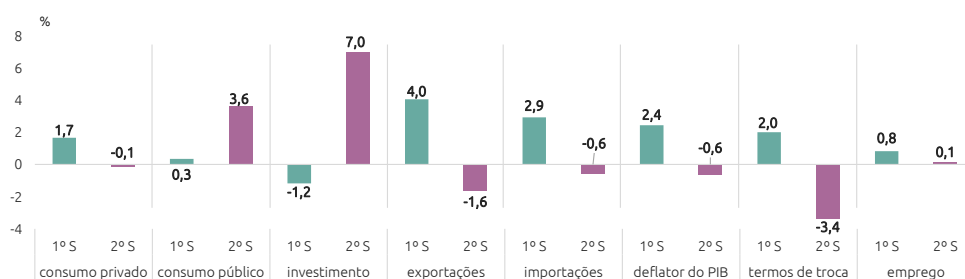
Fonte: MF – POE/2025, OE/2024 e PE/2024.

O cenário macroeconómico para 2024 consiste essencialmente na previsão para o desempenho da economia na segunda metade do ano. Com a disponibilização de informação estatística das Contas Nacionais Trimestrais, incluindo sectoriais, até ao



2º trimestre de 2024, é possível decompor a previsão para o crescimento anual entre um efeito de *carry-over*³ e crescimento implícito para a segunda metade de 2024 (ver Gráfico 2). No caso do **PIB**, o efeito de *carry-over* é estimado em 1,4%. Assim, o crescimento real previsto de 1,8% para o conjunto do ano, tem implícito um crescimento trimestral de 0,5%, em média, nos 3.º e 4.º trimestres do ano. No caso do **consumo privado**, considerando o crescimento de 1,7% registado no 1.º semestre de 2024 face ao 2.º semestre de 2023, seria necessária uma contração marginal na segunda metade de 2024 para que o crescimento de 1,8% previsto para 2024 se verificasse. Para o **investimento**, face à quebra de 1,2% registada na primeira metade do ano, seria necessário um crescimento de aproximadamente 7% na segunda metade de 2024 para alcançar o previsto para 2024 (3,2%). Esta previsão contrasta com a realizada para as **exportações**, para as quais se antecipa uma contração (-1,6%) na segunda metade do ano, para alcançar o crescimento anual previsto de 2,5%. No caso do **deflator do PIB**, o crescimento esperado de 3,1% em 2024 tem subjacente uma redução do deflator de cerca de 0,6% na segunda metade de 2024, após um aumento de 2,4% no 1.º semestre. Esta previsão tem por base uma perda de **termos de troca** na segunda metade deste ano (de -3,4% após um crescimento de 2% no 1.º semestre).

Gráfico 2 – Crescimento face ao semestre anterior: observado (1.º semestre 2024) e implícito às previsões (2.º semestre 2024)



Fonte: INE, POE/2025 e cálculos do CFP.

Para 2025, o cenário macroeconómico apresentado projeta uma **aceleração no crescimento do PIB real para 2,1%**. Esta previsão revê em alta a subjacente ao PE/2024 (1,9%)⁴ e, face aos valores previstos para 2024, reflete um aumento no contributo das exportações líquidas (+0,2 p.p. para 0,0 p.p.), e um acréscimo marginal de 0,1 p.p. no contributo da procura interna (para 2,1 p.p.). O maior dinamismo da economia deve-se à expectativa de uma aceleração na taxa de crescimento das exportações de bens e de serviços (+1 p.p. para 3,5%), bem como do consumo privado (+0,2 p.p. para 2,0%) e do investimento (+0,3 p.p. para 3,5%), parcialmente mitigados pela mais expressiva desaceleração esperada, de 1,4 p.p. para 1,2%, na taxa de crescimento do consumo das administrações públicas. A revisão em alta comparativamente à previsão do PE/2024 está associada a um

³ Este efeito permite calcular quanto crescerá o PIB num determinado ano se todas as taxas de crescimento em cadeia trimestrais do segundo semestre (ou as ainda não observadas) fossem iguais a zero (o que é equivalente a assumir que os níveis trimestrais do PIB nesse ano permaneceriam ao mesmo nível do registado no último trimestre observado).

⁴ O OE/2024 inclui apenas projeções para 2023 (T) e 2024 (T+1).

maior crescimento do consumo privado (+0,3 p.p.) e do consumo público (+0,1 p.p.), em contraponto com uma revisão em baixa da previsão para a taxa de variação das exportações (-0,7 p.p.) e do investimento (-0,4 p.p.).

Quadro 1 – Previsões macroeconómicas subjacentes à POE/2025

	2023	2024	2025
PIB real e componentes (variação, %)			
PIB	2,5	1,8	2,1
Consumo privado	2,0	1,8	2,0
Consumo público	0,6	2,6	1,2
Investimento (FBCF)	3,6	3,2	3,5
Exportações	3,5	2,5	3,5
Importações	1,7	2,9	3,5
Contributos para a variação real do PIB (p.p.)			
Procura interna	1,7	2,0	2,1
Exportações líquidas	0,8	-0,2	0,0
Preços (variação, %)			
Deflator do PIB	6,9	3,1	2,6
Deflator do consumo privado	4,4	2,4	2,0
Deflator do consumo público	5,0	4,2	4,3
Deflator do investimento (FBCF)	3,4	2,4	2,5
Deflator das exportações	1,3	0,5	1,5
Deflator das importações	-3,6	-0,4	1,1
IHPC	5,3	2,6	2,3
PIB nominal			
Variação (%)	9,6	5,0	4,8
Mercado de trabalho (variação, %)			
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,5	6,6	6,5
Emprego	1,0	1,1	0,7
Remuneração média por trabalhador	8,0	6,0	4,7
Produtividade aparente do trabalho	1,5	0,7	1,4
Financiamento da economia e sector externo (% PIB)			
Cap./nec. líquida de financiamento face ao exterior	1,6	3,4	3,7
Balança de bens e serviços	0,9	1,1	1,3
Balança de rend. primários e transferências	-0,7	-0,2	-0,4
Balança de capital	1,4	2,5	2,8
Desenvolvimentos cíclicos			
PIB potencial (variação, %)	2,4	2,4	2,1
Hiato do produto (% PIB potencial)	1,1	0,6	0,6
Pressupostos			
Procura externa (variação, %)	-0,5	0,9	2,4
Taxa de juro de curto prazo (média anual, %)	3,4	3,6	2,4
Taxa de câmbio EUR-USD (média anual)	1,08	1,09	1,13
Preço do petróleo (Brent, USD/barril)	80,6	81,3	75,5

Fonte: MF – Informação atualizada a 7 de outubro de 2024.



O cenário subjacente à POE/2025 antecipa uma desaceleração no crescimento na generalidade dos deflatores da procura interna. O deflator do PIB deverá abrandar de 6,9% em 2023 para 3,1% em 2024, enquadrado por uma desaceleração expressiva do deflator do consumo privado (-2 p.p. para 2,4%) e do deflator do investimento (-1 p.p. para 2,4%). Note-se que, apesar de uma menor expressão, o deflator do PIB continua a beneficiar de ganhos de termos de troca significativos (cerca de 0,8 p.p.). Em 2025, o cenário do MF antecipa uma nova desaceleração no crescimento do deflator do PIB para 2,6%, dinâmica que deverá resultar sobretudo da expectativa de um abrandamento no deflator implícito do consumo privado e também na redução dos ganhos de termos de troca para cerca de metade dos observados no ano anterior. O cenário subjacente ao PE/2024 antecipava uma trajetória semelhante para a generalidade das variáveis analisadas, mas a atual previsão revê em alta o crescimento do deflator do PIB em 2024 (+0,2 p.p.) e antecipa a sua manutenção em 2025. A diferença fica a dever-se, no primeiro caso, a ganhos de termos de troca; e, no segundo caso, essencialmente à previsão de um crescimento superior do deflator do consumo público (dos 3% previstos em abril para 4,3%), mitigada pela revisão em baixa nos deflatores do consumo privado e FBCF.

Relativamente ao Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), o MF antecipa um crescimento de 2,6% para 2024 e de 2,3% em 2025. O perfil agora previsto pelo MF difere ligeiramente do avançado no PE/2024, na medida em que o revê em alta para 2024 (+0,1 p.p.) e para 2025 (+0,2 p.p.).

Para o mercado de trabalho, o cenário antecipa um maior dinamismo no crescimento do emprego em 2024 e 2025 face às previsões anteriores. O MF prevê que o número de pessoas empregadas cresça 1,1% em 2024 (+0,1 p.p. face a 2023). Tal constitui uma revisão em alta face às previsões divulgadas no PE/2024, que antecipava um crescimento de 0,4% no mesmo ano. Ainda assim, o MF prevê que a taxa de desemprego aumente relativamente a 2023, para 6,6% da população ativa (+0,1 p.p. comparativamente ao ano anterior). No ano de 2025, as previsões do MF apontam para um abrandamento no crescimento do emprego para 0,7%, uma revisão em alta do valor projetado pelo MF no PE/2024 (0,4%). Já a taxa de desemprego deverá diminuir para 6,5% da população ativa, um valor em linha com o previsto no PE/2024.

Para o MF a produtividade aparente do trabalho deverá registar um crescimento mais robusto no ano de 2025. De acordo com esta previsão, o crescimento da produtividade aparente do trabalho será de 0,7% em 2024 e 1,4% em 2025. A expectativa para 2024 é revista em -0,4 p.p. face ao previsto anteriormente, e em -0,1 p.p. para 2025.

O cenário macroeconómico do MF antecipa ainda que economia portuguesa apresente uma capacidade de financiamento face ao exterior de 3,4% do PIB em 2024 e de 3,7% em 2025. Estes valores comparam com os 1,6% observados em 2023, refletindo um saldo excedentário da balança de capital de 2,5% do PIB em 2024 (+1,1 p.p.), bem como um aumento de menor dimensão do saldo da balança corrente (+0,7 p.p. para 0,9%). O aumento previsto na capacidade de financiamento para 2025 (+0,3 p.p. para 3,7% do PIB), encontra-se alicerçado na

expectativa de uma melhoria no saldo da balança de capital de igual magnitude. Comparativamente às previsões anteriores, a estimativa para 2024 revê ligeiramente em alta o valor avançado em abril (PE/2024), enquanto a previsão para 2025 representa uma revisão em alta de 0,9 p.p.

Conciliação com as previsões de outras instituições

Nesta secção apresenta-se uma comparação do cenário do MF subjacente a POE/25 com os cenários macroeconómicos de outras instituições. Importa reforçar que a comparabilidade do cenário macroeconómico do MF 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.

A análise do cenário macroeconómico em apreço pondera também o grau de risco inerente às previsões do MF. De modo a ilustrar esse risco e incerteza, com base na análise do desempenho passado do modelo de previsão do MF, são calculados intervalos de confiança assimétricos associados às previsões (decorrente da função de densidade de probabilidade associada às previsões).⁵ Os resultados são apresentados no Gráfico 3.

A projeção do MF para o crescimento do PIB em volume em 2024 encontra-se globalmente em linha com as projeções das restantes instituições (Quadro 2 e Gráfico 3). Esta é idêntica à projeção apresentada pelo CFP, e encontra-se centrada entre as projeções do FMI (1,9%) e da OCDE e BdP (1,6%). No que se refere à composição do crescimento entre as componentes do PIB, estas estão balizadas pelas projeções das restantes instituições. De referir duas exceções: a previsão para o consumo público (2,6%), superior à média ponderada das projeções das restantes instituições (1,6%), e a previsão para as exportações de bens e de serviços (2,5%), a qual é inferior à respetiva média ponderada (3,3%).

O crescimento previsto para 2025 (2,1%) é ligeiramente inferior à média ponderada das projeções disponíveis (2,2%). Este valor é idêntico ao avançado pelo BdP, mas ligeiramente inferior ao de outras projeções recentes, nomeadamente as realizadas pelo FMI (2,3%) e CFP (2,4%). As previsões para a maioria das componentes do PIB encontram-se próximas das restantes projeções. A única exceção ocorre no caso da FBCF, com a projeção de 3,5% por parte do MF a ser substancialmente inferior à média ponderada (5,4%), o que poderá estar associado à expectativa de uma contração do investimento privado. Não foi possível validar esta hipótese, dada a ausência de resposta, pelo MF, ao pedido do CFP para que fosse remetido o detalhe relativo à decomposição da FBCF entre a sua

⁵ Partindo dos relatórios do Orçamento do Estado publicados no período 1997-2024, o CFP calculou os intervalos de confiança associados às previsões do MF com base nos respetivos erros de previsão, isto é, a diferença entre os valores previstos e os valores observados. Quanto maior é a incerteza relativa a uma determinada previsão, mais ampla é a região de confiança associada a esse ponto (e menos escura a sua tonalidade). Os intervalos de previsão considerados são assimétricos, o que significa que são calculadas probabilidades distintas para a ocorrência de desvios negativos e positivos.

componente pública e privada. No caso das exportações, a previsão do MF (3,5%) é superior à média de referência (3%).

Quadro 2 – Previsões e projeções para a economia portuguesa

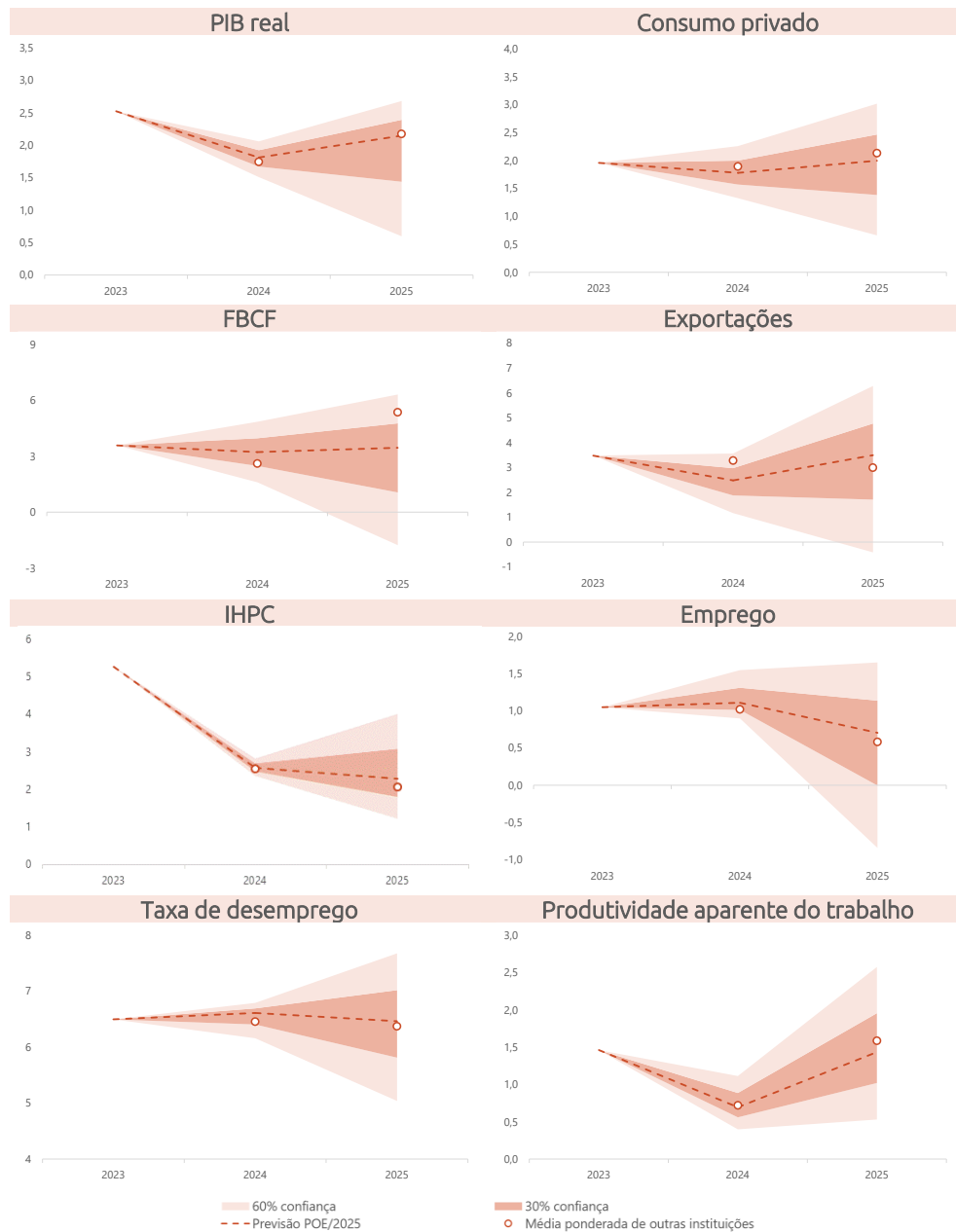
Ano Instituição Data de publicação	2023	2024						2025					
		OCDE	CE	CFP	FMI	BdP	MF	OCDE	CE	CFP	FMI	BdP	MF
	set/24	mai24	mai24	set24	out24	out24	out24	mai24	mai24	set24	out24	out24	out24
PIB real e componentes (variação, %)													
PIB	2,5	1,6	1,7	1,8	1,9	1,6	1,8	2,0	1,9	2,4	2,3	2,1	2,1
Consumo privado	2,0	1,5	1,8	1,8	1,7	2,5	1,8	1,8	1,9	2,5	1,9	2,3	2,0
Consumo público	0,6	1,7	2,1	1,5	2,1	1,0	2,6	1,4	1,2	2,4	2,3	0,9	1,2
Investimento (FBCF)	3,6	3,9	3,9	2,0	3,5	0,8	3,2	4,0	3,7	8,7	3,9	5,4	3,5
Exportações	3,5	3,1	2,8	3,6	2,8	3,8	2,5	3,3	2,5	2,8	3,0	3,3	3,5
Importações	1,7	4,2	4,1	3,6	3,3	4,5	2,9	3,6	3,2	5,0	2,9	4,4	3,5
Contributos para o crescimento real do PIB (p.p.)													
Procura interna	1,7	2,1	2,2	1,8	2,1	-	2,0	2,1	2,1	3,5	2,3	-	2,1
Exportações líquidas	0,8	-0,5	-0,6	0,0	-0,2	-	-0,2	-0,1	-0,3	-1,0	0,1	-	0,0
Preços (variação, %)													
Deflador do PIB	6,9	2,7	2,6	4,7	2,8	4,5	3,1	2,2	2,1	2,7	2,4	2,9	2,6
Deflador do consumo privado	4,4	2,5	2,3	2,6	-	-	2,4	2,0	2,0	2,3	-	-	2,0
Deflador do consumo público	5,0	4,2	3,7	4,9	-	-	4,2	2,9	2,1	3,2	-	-	4,3
Deflador da FBCF	3,4	1,8	2,1	2,3	-	-	2,4	2,1	2,1	2,2	-	-	2,5
Deflador das exportações	1,3	0,4	1,8	1,6	-	-	0,5	2,0	1,8	1,9	-	-	1,5
Deflador das importações	-3,6	0,0	1,5	-2,2	-	-	-0,4	1,9	1,6	1,6	-	-	1,1
IHPC	5,3	2,4	2,3	2,7	2,5	2,6	2,6	2,0	1,9	2,2	2,1	2,0	2,3
PIB nominal													
Variação (%)	9,6	4,4	4,4	6,6	4,8	-	5,0	4,3	4,0	5,2	4,8	-	4,8
Mercado de trabalho (variação, %)													
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,5	6,3	6,5	6,5	6,5	6,4	6,6	6,2	6,4	6,4	6,4	6,4	6,5
Emprego	1,0	0,2	1,0	1,4	1,0	1,1	1,1	0,3	0,9	0,7	0,4	0,6	0,7
Remuneração média por trabalhador	8,0	5,6	3,3	7,3	-	7,4	6,0	3,6	2,8	4,5	-	4,4	4,7
Produtividade aparente do trabalho	1,5	1,4	0,7	0,4	0,9	0,5	0,7	1,7	0,9	1,7	1,9	1,5	1,4
Sector externo (% PIB)													
Capacidade líquida de financiamento	1,6	-	2,1	3,2	-	4,2	3,4	-	1,9	4,0	-	4,1	3,7
Balança corrente	0,2	1,0	0,8	2,2	2,0	-	0,9	0,8	0,6	1,8	2,3	-	0,8
Balança de bens e serviços	0,9	0,6	0,4	2,5	1,2	2,5	1,1	0,4	0,2	1,7	1,8	2,1	1,3
Balança de rend. primários e transf.	-0,7	0,4	0,4	-0,4	0,8	-	-0,2	0,4	0,4	0,1	0,5	-	-0,4
Balança de capital	1,4	-	1,3	1,0	-	-	2,5	-	1,2	2,2	-	-	2,8
Desenvolvimentos cíclicos													
PIB potencial (variação, %)	-	1,7	2,2	2,3	2,5	-	2,4	1,6	2,2	2,5	2,4	-	2,1
Hiato do produto (% PIB potencial)	-	-0,7	0,9	0,7	1,0	-	0,6	-0,3	0,6	0,6	0,9	-	0,6
Finanças públicas (% PIB)													
Saldo orçamental	1,2	0,3	0,4	0,7	0,2	-	0,4	0,3	0,5	0,4	0,2	-	0,3

Fontes: 2023: INE (Contas Nacionais - Base 2021). 2024-2025: OCDE - *Economic Outlook No 115*, maio 2024; CE - *Spring 2024 Economic Forecast*, maio 2024; CFP - *Perspetivas Económicas e Orçamentais 2024-2028* (atualização), setembro 2024; FMI - *Article IV Consultation*, outubro 2024; BdP - *Boletim Económico*, outubro 2024; MF - *Proposta de Orçamento do Estado para 2025*, outubro 2024.

Não se observam divergências significativas na previsão para a evolução dos preços. No caso do IHPC, as estimativas do MF encontram-se em linha com as projeções do FMI, CFP e BdP em 2024, e devidamente enquadradas nas respetivas bandas de confiança. Contudo, em 2025, a previsão avançada pelo MF para a inflação (2,3%) é superior à média ponderada para as restantes instituições (2,1%), e é, igualmente, a mais elevada de entre as várias instituições. As previsões para o deflador do PIB encontram-se balizadas com as projeções das restantes instituições, quer em 2024, quer em 2025.

As previsões do MF para a taxa de crescimento do emprego e para a taxa de desemprego encontram-se globalmente alinhadas nas projeções das outras instituições. No caso da taxa de desemprego, a previsão avançada pelo MF encontra-se 0,1 p.p. acima do valor médio ponderado avançado pelas instituições consideradas, tanto para 2024 (6,5%), como para 2025 (6,4%). Já no caso do emprego, a previsão do MF para 2025 encontra-se balizada, quer para 2024, quer para 2025. Em resultado, a previsão para o crescimento da produtividade aparente do trabalho encontra-se igualmente balizada, tanto para 2024, como para 2025.

Gráfico 3 – Intervalos de previsão associados às previsões do MF (variação, %)



Fonte: POE/2025; CFP – cálculos das bandas de confiança com base nos desvios de projeção dos cenários macroeconómicos publicados nos relatórios do Orçamento do Estado de 1997 a 2024. | Nota: a média ponderada das taxas de variação apresentadas por outras instituições (BdP, CE, CFP, FMI e OCDE) é calculada ponderando o indicador respetivo de cada instituição com a percentagem de informação disponível à data de cada exercício de projeção, resultando numa ponderação superior para as projeções publicadas mais recentemente.

Por fim, a previsão do MF para a capacidade de financiamento da economia portuguesa em 2024, de 3,4% é próxima do valor avançado pelo CFP.

Relativamente ao saldo da balança de bens e serviços a previsão do MF (1,1% do PIB) é inferior às projeções do BdP e do CFP (2,5% do PIB) mas ligeiramente inferior aos 1,2% avançados pelo FMI. Esta divergência, em especial face às projeções do CFP e do BdP, reflete, sobretudo, diferenças nas perspetivas de

crescimento das exportações e importações em volume, e dos respetivos deflatores.

Já em 2025, a previsão do MF para a capacidade de financiamento (3,7%), situa-se abaixo dos valores projetados nos cenários macroeconómicos mais recentemente divulgados. Em particular, face às projeções divulgadas pelo CFP e pelo BdP, a diferença reflete, ainda que em parte, a persistência de diferenças nas perspetivas para o saldo da balança de bens e serviços. No entanto, é de ressaltar que as projeções se encontram fortemente influenciadas pelas hipóteses assumidas quando à execução dos fundos do Plano de Recuperação e Resiliência (PRR), que diferem entre as várias instituições.

PRINCIPAIS CONSIDERAÇÕES

Ponderados os riscos do cenário do MF, a incerteza do panorama macroeconómico atual e as projeções existentes para a economia portuguesa, o cenário macroeconómico subjacente à POE/2025 afigura-se como provável e prudente.

Como descrito no presente Parecer, o cenário macroeconómico encontra-se globalmente alinhado com as projeções mais recentes para a economia portuguesa apresentadas por outras instituições, que incorporam a informação mais recente relativa à evolução das principais economias parceiras de Portugal, aos preços das matérias-primas nos mercados internacionais, assim como às decisões de política monetária por parte do BCE. Além disso, a análise do cenário macroeconómico em apreço confirmou que estas se encontram devidamente enquadradas quando ponderado o grau de incerteza inerente às previsões do MF.

Ainda assim, importa apontar que as projeções para 2024, em particular para as componentes do PIB, apresentam algumas incoerências face aos dados conhecidos para a primeira metade do ano.

O cruzamento da previsão para o conjunto do ano de 2024 com a informação estatística já disponível até ao 1.º semestre permite aproximar o crescimento implícito esperado para a segunda metade de 2024. Nas previsões para o consumo privado, a estagnação antecipada no 2º semestre contrasta com as medidas de política económica com concretização neste período, designadamente a revisão das tabelas de retenção na fonte de IRS em setembro e outubro, que aumentam o rendimento disponível dos empregados. No caso do investimento, o crescimento esperado de, aproximadamente, 7% para a segunda metade de 2024, aparenta estar alicerçado numa evolução do investimento público de difícil concretização. No caso do deflator do PIB, a previsão de 3,1% em 2024, que tem subjacente uma redução do deflator de cerca de 0,6% na segunda metade de 2024, é baseada numa perda de termos de troca no mesmo período, o que se afigura improvável. A subavaliação da evolução do deflator do PIB reflete-se igualmente na projeção para o PIB nominal. Em suma, identificam-se riscos em sentido negativo para as previsões para 2024 do investimento e positivas para o consumo privado, deflator do PIB e, assim, o PIB nominal, relevante para o cálculo dos rácios orçamentais.

Subsistem alguns riscos relevantes sobre o atual cenário do MF. Em particular, salienta-se a possibilidade de a conjuntura internacional poder deteriorar-se de forma mais expressiva, em 2024 e 2025, do que o antecipado pelos atuais cenários macroeconómicos, o que poderá penalizar de forma mais intensa as perspetivas de procura externa e afetar negativamente as exportações. Para além da evolução recente do sector industrial, estes riscos podem ser reforçados, entre outros, por tensões geopolíticas relevantes, associadas à fragmentação do comércio mundial, dos fluxos de capital e da difusão tecnológica, com impacto no crescimento da produtividade; conflitos armados, com potencial para introduzir novas perturbações nas cadeias de produção e de alimentar o recrudescimento do preço das matérias-primas energéticas e de enfraquecer a confiança e o investimento; e o risco de volatilidade nos mercados financeiros, nomeadamente devido a uma evolução da inflação, e conseqüentemente da política monetária, diferente da antecipada. No caso da procura interna, refira-se, pela positiva, a possibilidade de uma maior propensão ao consumo por parte das famílias, aliada a taxas de

poupança elevadas, diminuições da taxa de juro, e medidas de política fiscal com impacto positivo sobre o rendimento; bem como o crescimento recente da população em idade ativa – fruto de saldos migratórios positivos – e os aumentos da taxa de participação, que podem oferecer perspectivas mais favoráveis para o crescimento da economia portuguesa. Por outro lado, importa sinalizar que, tal como sucede com a projeção do CFP apresentada no relatório [Perspetivas Económicas e Orçamentais 2024-2028 \(atualização\)](#), também na previsão do MF há o risco de a FBCF poder apresentar uma dinâmica inferior à esperada quer devido a um maior impacto da persistência de taxas de juro elevadas, quer em resultado de uma execução do PRR aquém do projetado.

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): “*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](#), que estabelece 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 2025 do XXIV Governo Constitucional, com base na informação atualmente disponível e ponderando os riscos identificados, **o Conselho das Finanças Públicas endossa as previsões macroeconómicas apresentadas.**