



**Conselho das
Finanças
Públicas**

Previsões macroeconómicas subjacentes à Proposta de Orçamento do Estado para 2027

7 de outubro de 2026

Parecer n.º

05/2026

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 7 de outubro de 2026.

INTRODUÇÃO

Este Parecer incide sobre as previsões macroeconómicas subjacentes à Proposta de Orçamento do Estado para 2027 (POE/2027), 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”](#), de 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 11 de agosto, que a POE/2027 seria apresentada à Assembleia da República no dia 9 de outubro (dia “D” para efeitos do calendário incluído na secção 5 do Protocolo), solicitando, se fosse possível, que o Parecer fosse remetido no dia 7 de outubro.

Nos termos do Protocolo, no dia 8 de setembro (dia D-20) foram remetidas pelo Ministério das Finanças (MF) as previsões macroeconómicas tendenciais – consubstanciadas no cenário de políticas invariantes. No dia 24 de setembro, o MF remeteu ao CFP um cenário programático (que inclui o impacto de eventuais medidas de política). Uma reunião técnica teve lugar no dia 29 de setembro. No dia 30 de setembro, o MF remeteu ao CFP uma versão atualizada do cenário macroeconómico para Parecer.

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 2026, produzida pelas autoridades estatísticas nacionais – Instituto Nacional de Estatística (INE) e Banco de Portugal (BdP);
- quantifica a previsão de crescimento intra-anual para 2027, considerando o efeito de arrastamento estimado para 2026;
- verifica a estimativa apresentada para o crescimento do produto potencial e para o hiato do produto;
- valida os pressupostos externos utilizados, 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);
- 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/2027

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

No cenário macroeconómico da POE/2027, o MF prevê que o Produto Interno Bruto (PIB) em volume cresça 2,3% em 2026, uma revisão em alta de 0,3 p.p. face aos 2,0% do cenário subjacente ao Relatório Anual de Progresso (RAP/2026). Esta previsão compara favoravelmente com os 1,9% observados no ano de 2025. A revisão reflete uma perspetiva mais favorável para o crescimento do consumo privado (+1,3 p.p.) e das exportações (+2,0 p.p.), enquanto o consumo público e o investimento registam revisões marginais (+0,1 p.p. em ambos os casos). Estes aumentos são apenas parcialmente mitigados por uma revisão em alta na dinâmica das importações (+3,4 p.p.).

O crescimento previsto assenta num maior dinamismo do investimento e das exportações (Quadro 1). Com efeito, o cenário macroeconómico do MF antecipa uma aceleração mais robusta no ritmo de crescimento do investimento (+1,4 p.p. para 5,7%) face a 2025, influenciada pela operação pontual relativa a um centro de dados em Sines (cerca de 1 p.p.) e pela execução prevista para a fase terminal do Plano de Recuperação e Resiliência (PRR)¹. Tal contrasta com o abrandamento esperado no ritmo de crescimento do consumo privado (-0,6 p.p. para 3,1%) e do consumo público (-0,4 p.p. para 1,7%)². No seu conjunto, consubstancia uma redução do contributo da procura interna para o crescimento (de 4,0 p.p. para 3,5 p.p.). Já o contributo das exportações líquidas deverá recuperar parcialmente em 2026, em resultado de uma aceleração do crescimento das exportações (+3,5 p.p. para 3,5%) superior ao das importações (+1,4 p.p. para 6,0%).

O cenário subjacente à POE/2027 antecipa uma desaceleração do ritmo de crescimento do deflator implícito do PIB para 3,1% (4,0% em 2025). Para esta dinâmica deverá contribuir, sobretudo, a deterioração nos termos de troca (-0,9%, após um ganho de 1,5% em 2025), resultado do forte aumento nos preços dos produtos energéticos e matérias-primas nos mercados internacionais. Esta deterioração traduz-se num aumento do deflator das importações (+4,7 p.p. para 3,9%) superior ao estimado para o deflator das exportações (+2,4 p.p. para 3,0%). Contribui também para esta trajetória a desaceleração na generalidade dos deflatores da procura interna, à exceção do deflator do consumo privado. A previsão para o deflator do PIB constitui uma revisão em alta de 0,6 p.p. face ao RAP/2026. Neste contexto, o MF prevê um crescimento de 5,5% para o PIB nominal, acima dos 4,6% projetados no RAP/2026.

¹ Com efeito, o MF antevê um aumento do investimento público nominal de 58,7% e um crescimento de 2,2% do investimento privado. O crescimento inferior ao PIB desde último consubstancia uma redução da taxa de investimento privado face ao PIB.

² Em termos nominais o consumo público é revisto em alta de um crescimento esperado de 4,9% no RAP/2026 para 6,8%, o equivalente a 1 300 M€.

O aumento substancial dos preços das matérias-primas energéticas deverá ainda, segundo o MF, desencadear uma subida da taxa de inflação. Medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), a previsão é de uma inflação de 2,9% em 2026, um acréscimo de 0,7 p.p. face ao valor observado em 2025. Face ao RAP, trata-se de uma revisão em alta de 0,4 p.p. [No Parecer relativo ao Relatório Anual de Progresso](#), o CFP concluía que:

“O cenário macroeconómico aponta para um aumento da inflação, medida pelo IHPC, de 2,5%, inferior ao antecipado nas projeções mais recentes apresentadas por outras instituições de referência. A análise confirmou também que estas previsões não se encontram enquadradas pelo intervalo de confiança a 30%, quando considerados os erros de previsão passados. (...) Considera-se que a previsão do MF pode subestimar os efeitos de contágio de aumentos dos preços dos bens energéticos (...).”

Para o mercado de trabalho, o cenário antecipa um menor dinamismo no crescimento do emprego em 2026. O MF prevê que o número de pessoas empregadas cresça 1,7% em 2026 (-0,6 p.p. face a 2025), apesar disso uma revisão em alta face às previsões divulgadas no RAP/2026 (1,2%). O cenário do MF antecipa ainda que a taxa de desemprego diminua para 5,8% da população ativa (-0,2 p.p. face a 2025 e face ao RAP/2026). Estas previsões assumem um crescimento de 0,6% da população em idade ativa em 2026, um decréscimo de 0,2 p.p. face a 2025, o que implica que o MF antecipa uma taxa de participação em torno de 69,7%, que compara com 69,1% no ano anterior. As remunerações por trabalhador deverão desacelerar ligeiramente, para 4,7% (+0,1 p.p. face ao RAP/2026), enquanto a produtividade aparente do trabalho recupera para 0,6% (+1,0 p.p. face a 2025), embora abaixo do previsto em abril (-0,2 p.p.). Estas previsões implicam um crescimento dos custos unitários do trabalho de cerca de 4% em 2026.

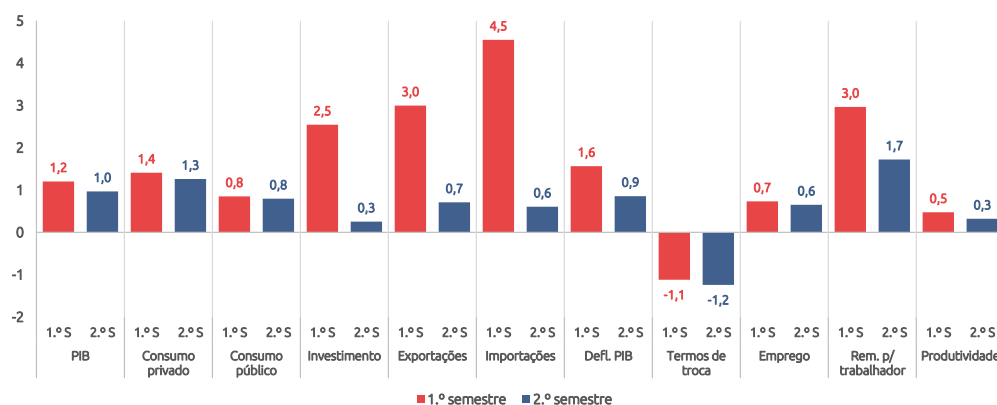
Conciliação com os dados conhecidos de 2026

A concretização da estimativa de crescimento do PIB real em 2026 é compatível com uma desaceleração da atividade económica na segunda metade do ano, face ao semestre precedente. A taxa de crescimento do PIB no 1.º semestre de 2026 foi de 1,2% face ao semestre precedente. Assim, seria suficiente um crescimento de 1,0% na segunda metade de 2026 para que a previsão de 2,3% do MF se materialize. Isto equivale a um crescimento em cadeia de cerca de 0,3% em cada um dos dois últimos trimestres do ano. Com efeito, mesmo que a atividade económica estagnasse no 2.º semestre, o crescimento anual do PIB situar-se-ia em torno de 2,1%. A desaceleração implícita é mais pronunciada nas exportações (de um crescimento de 3,0% para 0,7%), acompanhada de uma desaceleração igualmente acentuada das importações (de 4,5% para 0,6%). No caso do investimento, o abrandamento previsto (de 2,5% para 0,3%) é influenciado por um efeito de base, associado a uma operação pontual relativa a um centro de dados

em Sines³. O consumo privado e o emprego mantêm um ritmo próximo do observado. As taxas de crescimento semestrais são ilustradas no Gráfico 1.

Os riscos para a segunda metade do ano são predominantemente descendentes, embora o seu impacto no crescimento anual de 2026 seja limitado. O 2.º semestre enfrenta condicionantes externas adversas, identificadas em setembro nas *Perspetivas Económicas e Orçamentais* (PEO) do CFP. Estas incluem o regresso das operações militares no Golfo Pérsico, o aumento significativo do preço dos produtos refinados de petróleo, particularmente o diesel e a orientação mais restritiva da política monetária do BCE, que elevou a taxa da facilidade de depósito para 2,5%. Estes fatores são parcialmente amortecidos por um estímulo orçamental interno considerável: por um lado, o investimento público impulsionado pela conclusão do PRR; por outro, medidas temporárias de estímulo ao rendimento (nomeadamente, o suplemento extraordinário para pensionistas, e o ajustamento das tabelas de retenção decorrente da redução das taxas de IRS até ao 6.º escalão com efeitos retroativos a janeiro). Dado o crescimento já observado no 1.º semestre, a eventual materialização destes riscos afetaria de forma mecânica sobretudo o ponto de partida para 2027, por via de um menor efeito de arrastamento (Caixa 1), e não tanto a previsão para 2026. A título ilustrativo, no cenário adverso apresentado pelo CFP nas PEO de setembro, com o preço do petróleo acima de 100 USD por barril no 4.º trimestre de 2026, o crescimento do PIB seria inferior em 0,1 p.p. em 2026 e em 0,6 p.p. em 2027.

Gráfico 1 – Crescimento face ao semestre anterior: observado (1.º semestre 2026) e implícito nas previsões (2.º semestre)



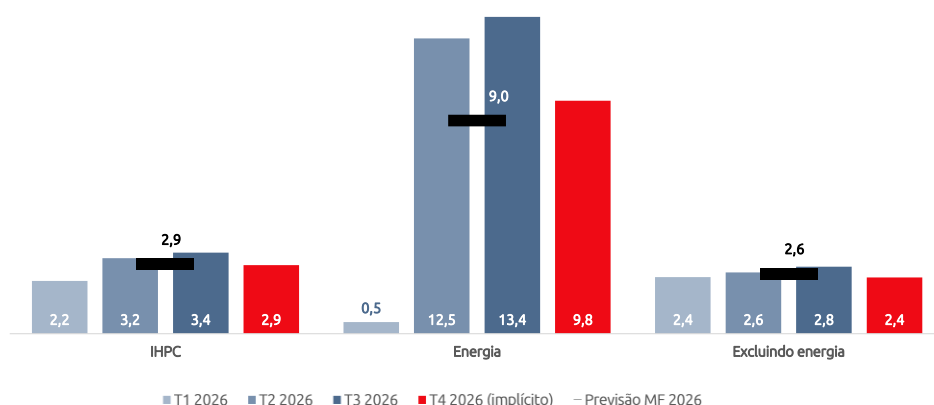
Fonte: MF – POE/2027, INE e cálculos do CFP.

Contudo, mesmo estas previsões atualizadas podem subestimar as pressões inflacionistas, que na atual conjuntura geopolítica afetam a economia portuguesa. Considerando a informação observada até setembro, a previsão do MF implica uma desaceleração da inflação até ao final do ano, acentuada na componente

³ Uma encomenda de chips de cerca de 600 M€. Este efeito pontual representa cerca de 1 p.p. do crescimento anual do investimento previsto pelo MF para 2026 (5,7%). Por se tratar de equipamento importado, o seu impacto no PIB é nulo devido ao aumento das importações no mesmo trimestre. Excluindo esse efeito, estima-se que a previsão do MF implique um crescimento do investimento de cerca de 2% no 2.º semestre, após cerca de 0,8% no primeiro.

energética. Nesta componente, a previsão de 9,0% para 2026 implica uma variação homóloga média de 9,8% entre outubro e dezembro, que compara com os 17,1% registados em setembro (Gráfico 2). Tal implica que, em dezembro, o nível de preços dos produtos energéticos se situe aproximadamente 7% abaixo do registado em setembro. Com base na relação histórica entre o preço do barril de brent e a componente de energia do IHPC, seria necessária uma quebra cumulativa superior a 20% do preço do barril para que tal se verifique. Finalmente, no caso da componente excluindo energia, o MF antecipa uma desaceleração de 2,6%, em média, entre janeiro e setembro, para 2,4% no último trimestre. De acordo com esclarecimentos prestados pelo MF, a previsão para o IHPC em 2026 corresponde à média das observações registadas entre janeiro e agosto, opção justificada pela dificuldade de obter previsões robustas perante a incerteza do contexto externo.

Gráfico 2 – IHPC e componentes: médias trimestrais 2026 vs. previsão MF (tvh, %)



Fontes: INE, MF – POE/2027 e cálculos do CFP.

Um exercício que prolonga até dezembro o comportamento habitual dos preços em cada mês do ano⁴ aponta para uma inflação média anual (IHPC) de 3,2% em 2026. Para avaliar a previsão de 2,9% do MF, repetiu-se esse exercício acrescentando aos últimos três meses do ano as surpresas de preços⁵ registadas em cada ano entre 2006 e 2025. Em apenas 2 desses 20 cenários a inflação média anual seria igual ou inferior a 2,9%; nos restantes 18 seria superior (entre 3,0% e 3,5%). Atendendo à precisão histórica deste exercício quando realizado em

⁴ Dos doze meses de 2026, nove já são conhecidos. Para outubro, novembro e dezembro, o cabaz foi dividido em 11 componentes (alimentos, bens industriais, combustíveis, eletricidade e gás, e serviços como transportes, habitação e viagens e alojamento). Assume-se que o preço de cada componente varia, em cada mês, o mesmo que variou em média nesse mês ao longo dos últimos 20 anos. A exceção são os combustíveis, que se mantêm constantes por não terem um padrão sazonal estável.

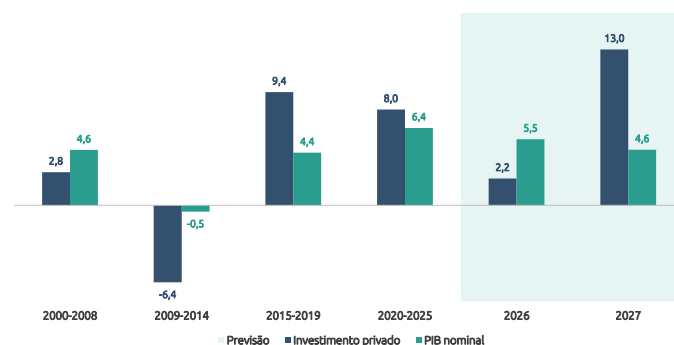
⁵ A surpresa de um mês é a diferença entre a variação de preços efetivamente registada e a variação habitual nesse mês. As surpresas podem ser positivas ou negativas e refletem choques como variações do preço do petróleo, condições meteorológicas ou alterações fiscais. Cada cenário aplica a todas as componentes, de uma só vez, as surpresas de outubro a dezembro de um mesmo ano, preservando a forma como os choques se propagaram em conjunto.

setembro⁶, a probabilidade de a inflação ser igual ou inferior a 2,9% situa-se entre 12% e 25%. O exercício não antecipa medidas de política (por exemplo, alterações na tributação dos combustíveis em sede de ISP).

Apresentação da previsão do MF para 2027

Para 2027 o cenário macroeconómico do MF projeta um abrandamento no ritmo de crescimento do PIB real para 2,1% (Quadro 1), resultante de um menor dinamismo da generalidade das componentes da procura. O MF projeta uma desaceleração do crescimento do consumo privado em 1,0 p.p. para 2,1%, em linha com o abrandamento do crescimento do rendimento disponível das famílias (de 5,6% em 2026 para 4,8% em 2027, em termos nominais), e do consumo público em 0,5 p.p. para 1,2%. A previsão de uma moderação do crescimento do investimento para 2,0% reflete dois efeitos opostos: por um lado, a quebra do investimento público (-31,0% em termos nominais) associada ao término do PRR; por outro uma expectativa de aumento do investimento privado nominal de 13,0%. Este aumento do investimento privado, a verificar-se, seria o mais elevado desde 2017 excluindo o período marcado pela pandemia (2020-2022) e compara com um aumento médio de 9,4% entre 2015-2019 e 8,0% entre 2023-2025 (Gráfico 3).⁷ Recorde-se que esta previsão concorre com a expectativa de condições de financiamento mais restritivas para as famílias e empresas, decorrentes das decisões de política monetária do BCE, o que coloca desafios à materialização desta previsão. As exportações deverão desacelerar 0,4 p.p. para 3,1%, em torno da evolução prevista para a procura externa dirigida à economia portuguesa e compatível com ganhos de quota de mercado quase nulos.

Gráfico 3 – Taxa de crescimento média do investimento privado nominal (FBCF) e do PIB nominal (%)



Fonte: MF – POE/2027, INE e cálculos do CFP.

⁶ Para cada ano entre 2010 e 2025, repetiu-se o exercício apenas com a informação disponível no final de setembro desse ano e comparou-se o resultado com a inflação efetivamente registada. A probabilidade foi calculada com base na distribuição dos erros históricos do exercício.

⁷ Na ausência de informação detalhada, uma possibilidade é a previsão incorporar fluxos de investimento empresarial de natureza pontual e elevada dimensão, nomeadamente referentes a centros de dados e outra infraestrutura para operação de inteligência artificial, bem como um reforço da frota da TAP concentrado no ano de 2027, na sequência do fim do Plano de Reestruturação da empresa. Este tipo de investimento, com elevado conteúdo importado, teria um impacto limitado no PIB, o que poderia explicar em parte o contraste entre o forte crescimento do investimento privado e o crescimento mais moderado do PIB nominal.

Note-se, contudo, que, segundo o MF, a repartição do investimento entre os sectores público e privado em 2026-2027 está sujeita a incerteza quanto ao registo temporal dos fluxos associados ao PRR. Considerando o biénio, o MF prevê um crescimento médio anual de 7,5% do investimento privado e de 4,7% do público, em termos nominais.

Quadro 1 – Previsões macroeconómicas subjacentes à POE/2027

	2025	2026	2027
PIB real e componentes (variação, %)			
PIB	1,9	2,3	2,1
Consumo privado	3,7	3,1	2,1
Consumo público	2,1	1,7	1,2
Investimento (FBCF)	4,3	5,7	2,0
Exportações	0,0	3,5	3,1
Importações	4,6	6,0	2,8
Contributos para a variação real do PIB (p.p.)			
Procura interna	4,0	3,5	2,1
Exportações líquidas	-2,1	-1,2	0,1
Preços (variação, %)			
Deflator do PIB	4,0	3,1	2,5
Deflator do consumo privado	2,5	3,0	2,4
Deflator do consumo público	5,7	5,0	2,4
Deflator do investimento (FBCF)	4,1	4,0	2,3
Deflator das exportações	0,6	3,0	2,0
Deflator das importações	-0,8	3,9	1,9
IHPC	2,2	2,9	2,3
PIB nominal			
Variação (%)	6,0	5,5	4,6
Rendimento e poupança das famílias			
Rendimento disponível nominal	5,7	5,6	4,8
Taxa de poupança (% do rendimento disponível)	12,3	11,8	11,9
Mercado de trabalho (variação, %)			
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,0	5,8	5,7
Emprego	2,3	1,7	1,4
Remuneração média por trabalhador	4,8	4,7	4,5
Produtividade aparente do trabalho	-0,4	0,6	0,7
Desenvolvimentos cíclicos			
PIB potencial (variação, %)	2,5	2,3	2,1
Hiato do produto (% PIB potencial)	0,1	0,2	0,2
Pressupostos			
Procura externa (variação, %)	4,5	2,7	3,2
Taxa de juro de curto prazo (média anual, %)	2,2	2,5	3,4
Taxa de câmbio EUR-USD (média anual)	1,13	1,16	1,17
Preço do petróleo (Brent, USD/barril)	68,1	92,6	86,1

Fonte: MF – Informação enviada a 30 de setembro de 2026.

Relativamente aos preços, o cenário macroeconómico subjacente à POE/2027 projeta uma desaceleração do deflator do PIB para 2,5% em 2027 (3,1% em 2026). De acordo com o MF, esta evolução deverá resultar de um abrandamento na generalidade dos deflatores da procura interna, particularmente do consumo público (-2,6 p.p. para 2,4%) e do investimento (-1,7 p.p. para 2,3%), parcialmente compensado por uma ligeira melhoria dos termos de troca (0,1%, após -0,9% em

2026). No mesmo período, para a inflação, medida pelo IHPC, o MF prevê uma moderação para 2,3% em 2027, assente na estabilização do preço dos bens energéticos e numa moderação ligeira da inflação excluindo energia (de 2,6% para 2,5%).

Para o mercado de trabalho, o MF antecipa que o emprego cresça 1,4% em 2027.⁸

O MF prevê ainda que a taxa de desemprego diminua marginalmente para 5,7% da população ativa no mesmo período. Estas previsões são compatíveis com o pressuposto de um crescimento de 0,6% da população em idade ativa, o que traduz um aumento na taxa de participação para 70,2% (+0,5 p.p. face ao ano anterior). De acordo com este cenário, o crescimento da produtividade aparente do trabalho deverá aumentar ligeiramente para 0,7%, enquanto as remunerações por trabalhador mantêm um elevado dinamismo, crescendo 4,5%, uma estimativa apenas marginalmente inferior à projetada para 2026 (4,7%). Este perfil é sobretudo determinado pelo abrandamento esperado na componente privada (-0,2 p.p. para 4,5%), uma vez que o MF antecipa uma estabilização no crescimento das remunerações médias do sector público, em torno de 4,8%. Estas previsões implicam um crescimento dos custos unitários do trabalho de cerca de 3,8%, novamente superior ao do deflator do PIB, o que pressupõe uma continuação da compressão das margens de lucro unitárias.

A previsão do MF aponta para um hiato do produto ligeiramente positivo em 2026 e 2027 (0,2% do PIB potencial).

Esta estimativa é coerente com o cenário macroeconómico apresentado e com a metodologia comum da UE, tendo o CFP conseguido replicar esses valores. Verifica-se um abrandamento do ritmo de crescimento potencial da economia portuguesa de 2,3% em 2026 para 2,1% em 2027. Esta desaceleração reflete sobretudo um menor contributo do fator trabalho, mantendo-se estável o contributo da produtividade total dos fatores, com um crescimento de 0,8%.

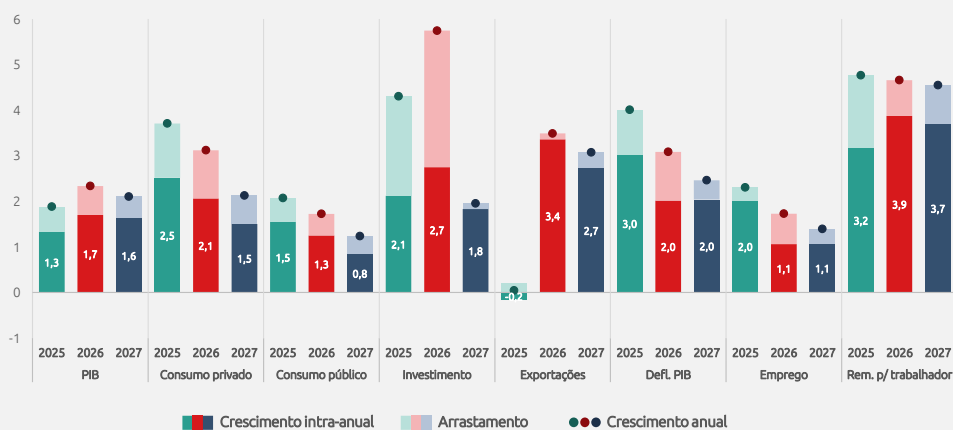
⁸ O crescimento da população em idade ativa tem vindo a abrandar recentemente: em média, aumentou 28 mil pessoas por trimestre em 2025, mas apenas 10 mil em 2026, uma redução que deverá refletir um menor saldo migratório. Os fluxos trimestrais com base no Inquérito ao Emprego, mostram que o aumento do emprego dependeu no 1.º semestre de 2026 maioritariamente de uma redução da população inativa. Contudo, esta reserva é finita e diminuiu aproximadamente 200 mil pessoas desde o final de 2021, enquanto o número de desempregados se tem mantido estável. Assim, o aumento do emprego está dependente da manutenção de saldos migratórios positivos e aumentos continuados da taxa de participação.

Caixa 1 – O ano de 2027: o arrastamento de 2026 e o crescimento intra-anual previsto

Uma previsão de crescimento económico anual pode ser decomposta no efeito de arrastamento do crescimento do ano anterior e no crescimento intra-anual previsto (específico do ano). Nesta análise, o efeito de arrastamento é medido pelo nível médio do 2.º semestre de cada ano face à respetiva média anual⁹. O crescimento intra-anual corresponde à diferença entre o crescimento anual e esse efeito. A informação das Contas Nacionais Trimestrais para o 1.º semestre de 2026, conjugada com a trajetória implícita na previsão do MF para a segunda metade do ano, permite estimar esta decomposição para as diferentes componentes do cenário macroeconómico em 2026 e 2027 (Gráfico 4). Assim, é possível isolar o crescimento previsto ao longo de cada ano, o real objeto da previsão.

Embora o crescimento intra-anual previsto para 2027 seja próximo do de 2026, a previsão do MF pressupõe uma aceleração do crescimento trimestral da atividade face ao ritmo implícito para o final do corrente ano. Para que o crescimento previsto de 2,1% se concretize, o crescimento intra-anual teria de se situar em 1,6%, após 1,7% em 2026. Em 2025, num contexto macroeconómico menos desafiante, o crescimento intra-anual do produto situou-se em 1,3%. A materialização dos riscos descendentes identificados neste Parecer tornaria esta previsão mais exigente. Em termos trimestrais, a previsão do MF implica um crescimento médio em cadeia de cerca de 0,6% ao longo de 2027¹⁰, o dobro do implícito para a segunda metade de 2026 (0,3%) e acima do observado, em média, em 2025 (0,5%).

Gráfico 4 – Desagregação do crescimento anual previsto pelo MF entre arrastamento e crescimento intra-anual



Fonte: MF – POE/2027 e cálculos do CFP. Nota: nos tons mais escuros encontra-se representado o crescimento intra-anual de cada ano e nos tons mais claros o efeito de arrastamento (ou *carry-over*). O crescimento total previsto é representado pelos círculos coloridos.

As exportações mantêm-se como a componente mais dinâmica em 2027. Com efeito, a previsão do MF para as exportações exige um crescimento intra-anual de 2,7%, que compara com 3,4% em 2026. O ano de 2026 beneficiou da reversão de um conjunto de

⁹ Esta escolha metodológica deve-se à ausência de previsões trimestrais públicas do MF. Assim, o crescimento do 2.º semestre é o implícito na previsão anual do MF, não dependendo da distribuição trimestral. Esta metodologia difere da medida habitual (nível do 4.º trimestre).

¹⁰ Na hipótese de um crescimento idêntico em cada um dos 4 trimestres do ano.

efeitos temporários que pesaram no crescimento de 2025, nomeadamente a paragem programada da refinaria de Sines, o que torna exigente o crescimento previsto para 2027.

Antecipa-se uma desaceleração do crescimento intra-anual da procura interna face a 2026. A previsão para o consumo privado (de 2,1% para 1,5%), o consumo público (de 1,3% para 0,8%) e o investimento (de 2,7% para 1,8%) aponta para um menor dinamismo em 2027. No investimento, a previsão deverá ser influenciada pelo efeito pontual do centro de dados em Sines em 2026. Excluindo esse efeito, o crescimento intra-anual seria semelhante nos dois anos. A análise do investimento não é passível de ser desagregada por sector institucional (público e privado) devido à ausência de dados oficiais corrigidos de sazonalidade.

A previsão para o deflator do PIB aponta para uma estabilização do crescimento intra-anual em 2,0%, não obstante a recuperação prevista dos termos de troca (de -1,7% para 0,8%). A evolução dos termos de troca está enquadrada pelas hipóteses externas ao exercício, em particular a evolução dos preços dos bens energéticos após o aumento registado em 2026. Na ótica do rendimento, a desaceleração das remunerações por trabalhador (de 3,9% para 3,7%) é mais pronunciada do que a da produtividade (de 0,6% para 0,5%).

Hipóteses de enquadramento internacional

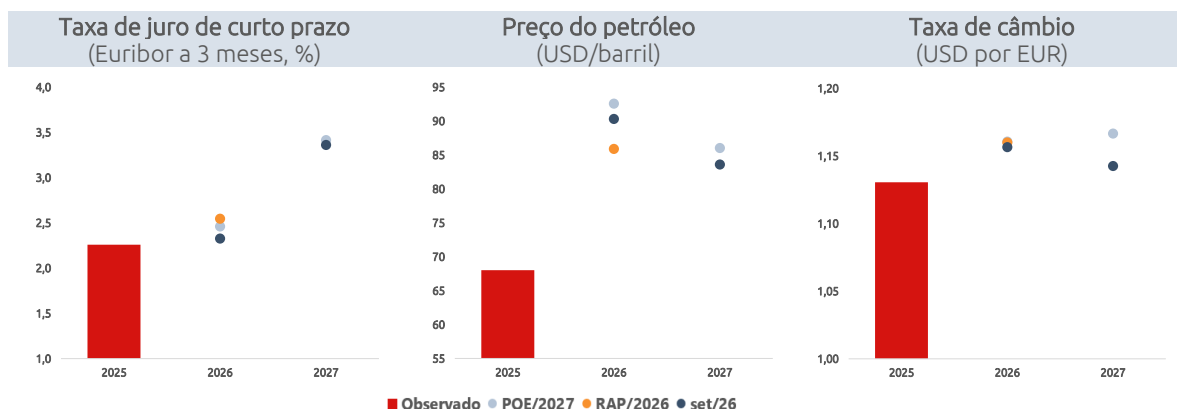
Nesta secção são analisadas as hipóteses técnicas consideradas pelo MF que servem de enquadramento às previsões do cenário macroeconómico, incluindo o crescimento da procura externa de bens e de serviços. Os valores assumidos na POE/2027 para a evolução da taxa de câmbio do euro face ao dólar, do preço do petróleo e da taxa de juro de curto prazo são validados por referência aos valores transacionados no mercado à data de elaboração deste Parecer e, para 2026, colocados em perspetiva face às hipóteses do RAP/2026 (Gráfico 5).

- **A hipótese para o preço do petróleo incorpora o choque associado ao conflito no Médio Oriente e pressupõe a manutenção de preços elevados até ao final do ano.** A POE/2027 antecipa um aumento de 36% no preço do Brent em 2026, para 92,6 USD/bbl, seguido de uma redução de 7% em 2027, para 86,1 USD/bbl (26% acima da média de 2025). A hipótese para 2026 é superior em 8% à assumida no RAP/2026, refletindo o prolongamento das tensões no Médio Oriente. Os mercados de futuros antecipam 90,4 USD/bbl para 2026 e 83,6 USD/bbl para 2027, valores inferiores aos assumidos pelo MF, pelo que a hipótese da POE/2027 se afigura prudente.
- **A hipótese para a taxa de câmbio assume uma apreciação continuada do euro face ao dólar.** É assumida uma apreciação do euro face ao dólar em 2026 e 2027, de 2,8% e 0,5%, respetivamente, para 1,16 \$/€ e 1,17 \$/€. Nos 10 dias úteis até 29 de setembro, o euro depreciou-se 1,8%, para 1,13 \$/€. Mantendo-se o nível médio deste período (1,14 \$/€), a taxa de câmbio em 2027 situar-se-ia cerca de 2% abaixo da hipótese do MF, o que favoreceria as exportações, mas acrescentaria pressão aos preços de importação.
- **O cenário tem por base uma expectativa de aumento da taxa de juro de curto prazo de 124 pontos base no conjunto de 2026 e 2027.** Tal reflete o regresso do BCE a uma orientação mais restritiva da política monetária em

resposta ao choque dos preços da energia: após um ano de estabilidade das taxas diretoras, que se seguiu ao ciclo de descida iniciado em junho de 2024, o BCE aumentou a taxa da facilidade de depósito em junho (25 pontos base) e em setembro de 2026 (25 pontos base), para 2,5%. Os mercados atribuem uma probabilidade elevada a um novo aumento de 25 pontos base até ao final do ano. A POE/2027 antecipa o aumento da Euribor a 3 meses para um valor médio de 2,5% em 2026 e para 3,4% em 2027 (os mercados de futuros antecipam 2,3% e 3,4% para 2026 e 2027, respetivamente). Este aumento da taxa de juro penalizará o custo de financiamento das empresas e a situação financeira das famílias expostas ao crédito hipotecário.

- A hipótese para a procura externa é de um crescimento de 2,7% em 2026, o que compara com 2,1% no RAP/2026, e um crescimento de 3,2% em 2027. A projeção para o próximo ano está em linha com a hipótese assumida pelo BdP (3,2%), mas é superior ao assumido pelo CFP (2,3%) e CE (2,6%). Não obstante a evolução favorável do comércio internacional, impulsionado pelo aumento substancial do comércio de bens associados à inteligência artificial (IA), em especial no segmento dos semicondutores e equipamento informático, Portugal pode não beneficiar inteiramente desse impulso, dada a sua reduzida especialização nestes produtos.

Gráfico 5 – Hipóteses técnicas subjacentes à POE/2027, RAP/2026 e valores de mercado



Fonte: MF – POE/2027, RAP/2026 e Macrobond.

Medidas de política

O MF estima um impacto macroeconómico reduzido das medidas de apoio ao rendimento das famílias com efeito no final de 2026. As medidas previstas para 2027 terão um impacto reduzido. O MF estima um valor de 400 M€ quer para o suplemento extraordinário para pensionistas quer para a redução das taxas de IRS até ao 6.º escalão, com efeitos retroativos a janeiro (cerca de 0,25% do PIB no seu conjunto). O impacto conjunto reportado pelo MF é de cerca de 0,04 p.p. no crescimento do PIB real, em 2026, o que corresponde a um multiplicador implícito de cerca de 0,2. Este valor afigura-se reduzido, atendendo à elevada propensão marginal a consumir de parte dos agregados abrangidos, em particular dos pensionistas. Adicionalmente, o MF antecipa ainda um impacto positivo, embora marginal, em 2027 (cerca de 0,01 p.p.). Note-se que o acréscimo de rendimento disponível estará concentrado no final de 2026, desvanecendo-se no início de

2027. Por outro lado, o desfasamento entre os ajustamentos das tabelas de retenção na fonte e as alterações legislativas em sede de IRS tem sido significativo, introduzindo incerteza quanto à evolução dos reembolsos e das notas de cobrança e, por essa via, quanto ao rendimento disponível das famílias em 2027. Segundo a informação fornecida pelo MF, as medidas previstas para 2027 terão um impacto no saldo de 2027 inferior a 100 M€, pelo que não produzem um efeito material no cenário macroeconómico.

Conciliação com as projeções de outras instituições

Nesta secção comparam-se as projeções para 2027 subjacentes à POE/2027 com as apresentadas 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 das medidas de política consideradas pela POE/2027, enquanto os cenários apresentados por outras instituições habitualmente incorporam apenas o impacto de medidas de política que se encontravam legisladas à data da sua elaboração (cenários de políticas invariantes). Ainda assim, face à reduzida dimensão das medidas de política comunicadas ao CFP para 2027 – inferior a 0,1% do PIB – o seu impacto não se afigura relevante para a comparação. Adicionalmente, 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. Neste exercício, apenas os cenários do BdP e MF refletem a mais recente revisão das contas nacionais (nas contas trimestrais por sector institucional referentes ao 2.º trimestre de 2026, revisões nas contas de 2025 e contas finais de 2024). A exposição que se segue tem em conta a limitação do desfasamento temporal na interpretação das diferenças entre as projeções.

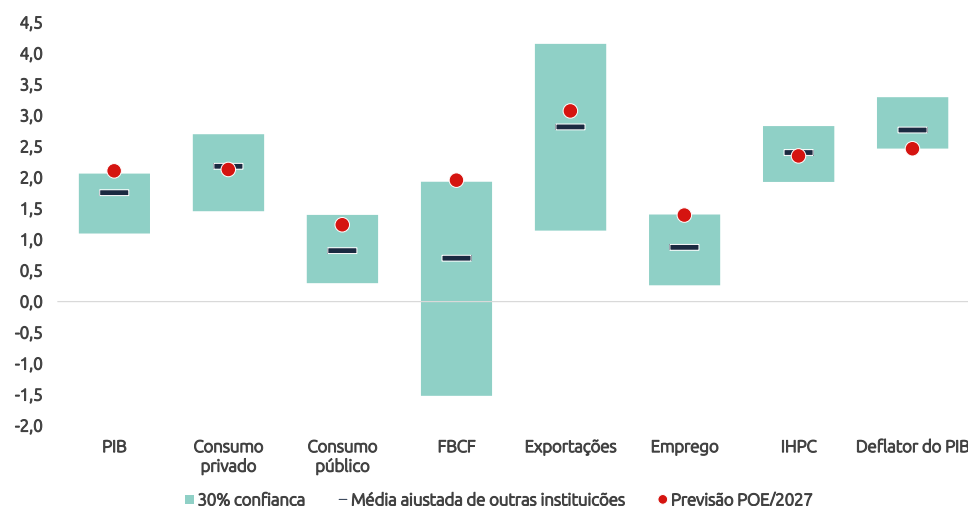
Esta análise pondera também o grau de risco inerente às previsões do MF. De modo a ilustrar esse mesmo risco, são apresentados intervalos de confiança em torno da projeção média ajustada das demais instituições de referência. Estes intervalos de confiança consideram o desempenho passado das projeções das principais instituições de referência, entre o ano de 2000 e 2025, e assumem que os erros seguem uma distribuição normal assimétrica.¹¹ Os resultados são apresentados no Gráfico 6.

A previsão do MF para o crescimento real da economia portuguesa em 2027 é superior à de todas as instituições de referência. O MF prevê um crescimento do PIB em volume de 2,1%, cerca de 0,3 p.p. acima da projeção média ajustada das restantes instituições (1,8%), e situando-se no limite superior do intervalo de

¹¹ 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.

confiança a 30% das previsões de referência (Gráfico 6). É também superior a qualquer uma das projeções pontuais consideradas, que variam entre 1,6% (FMI) e 1,8% (CE, CFP e BdP) (Quadro 2). Ainda assim, a previsão do MF pressupõe uma reaceleração da atividade ao longo de 2027, com um crescimento em cadeia implícito de cerca de 0,6% por trimestre, superior aos 0,4% implícitos nos cenários do CFP e do BdP e o dobro do implícito para a segunda metade de 2026 (Caixa 1).

Gráfico 6 – Previsão do MF e intervalos de confiança das previsões dos organismos de referência para 2027 (variação, %)



Fonte: MF – POE/2027 e cálculos do CFP. Os intervalos de confiança foram calculados com base nos desvios de projeção de 228 cenários macroeconómicos do BdP, CE, CFP, FMI e OCDE, entre 2000 e 2025 (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.

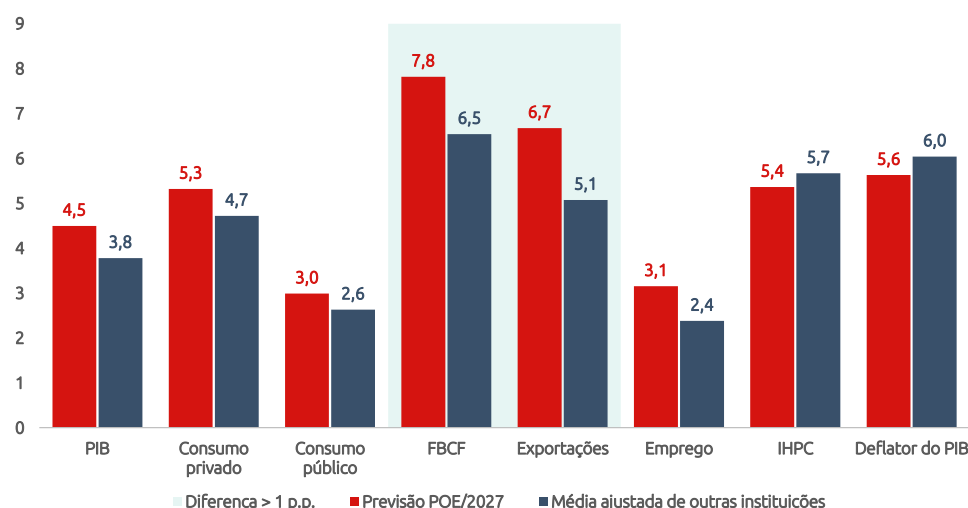
O diferencial de crescimento assenta num contributo mais elevado da procura interna, em particular do investimento e do consumo público. Para a FBCF, o MF prevê um crescimento de 2,0%, acima de todas as projeções pontuais (entre -2,5%, do FMI, e 1,7%, da OCDE) e da média ajustada (0,7%). Este valor situa-se igualmente ligeiramente acima do limite superior do intervalo de confiança a 30% (1,9%). Em termos acumulados (2026 e 2027), o diferencial é mais expressivo (7,8% na POE/2027, face a 6,5% na média) (Gráfico 7). Em 2027, primeiro ano após a conclusão do PRR, o MF antecipa uma contração do investimento público (-32,5%) mais acentuada do que a média das instituições (-18,6%) e só superada pela prevista pela CE (-33,1%). Esta quebra é, contudo, compensada por uma forte recuperação do investimento privado (10,4%), mais do dobro da média das instituições (4,9%) e apenas comparável à projeção da CE (10,5%).¹² A previsão do MF assenta, assim, na expectativa de que o investimento privado compense, em parte, o fim do impulso do PRR. Tal poderá ser de difícil concretização, em face da subida esperada das taxas de juro, encarecendo o financiamento das empresas e levando a maior compressão das margens de lucro. Importa, contudo, notar que o

¹² Os crescimentos reais foram calculados assumindo um deflator para a FBCF pública e privada idêntico ao deflator da FBCF total.

MF considera a repartição anual entre investimento público e privado em 2026-2027 sujeita a incerteza, pelo que a comparação por sector deve ser lida com cautela.

Nas restantes componentes da procura, os desvios face às projeções independentes são menos expressivos em 2027, com exceção do consumo público e, em termos acumulados nos dois anos, das exportações. No consumo público, a previsão do MF (1,2%) é superior à maioria das projeções pontuais (apenas o BdP apresenta um valor mais elevado – 1,4%) e à média ajustada (0,8%), embora dentro do intervalo a 30%. Pelo contrário, a previsão para o consumo privado (2,1%) está alinhada com a média das instituições. Nas exportações (3,1%) e importações (2,8%), as previsões do MF situam-se acima da média (2,8% e 2,5%, respetivamente), mas balizadas pelas projeções pontuais. No entanto, em termos acumulados, o crescimento das exportações previsto pelo MF para 2026 e 2027 (6,7%) excede em 1,6 p.p. o da média das instituições (5,1%) (Gráfico 7).

Gráfico 7 – Crescimento do PIB real e componentes, preços e emprego acumulado em 2026-2027 no cenário da POE/2027 e no cenário médio das instituições de referência



Fonte: CE, OCDE, BdP, FMI, CFP, MF – POE/2027 e cálculos do CFP. 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 \(2024\)](#).

Nos preços, as previsões do MF para 2027 situam-se abaixo da média das instituições, o que compensa, em termos nominais, o maior crescimento real. A previsão para o deflator do PIB (2,5%) é inferior à média ajustada (2,8%), situando-se no limite inferior do intervalo de confiança a 30% e acima apenas da projeção do FMI (2,3%). No IHPC, a previsão do MF (2,3%) é também inferior à média (2,4%) e igual às mais baixas das projeções pontuais (FMI e CE). Embora a previsão para o IHPC se situe dentro do intervalo de confiança a 30%, esta afigura-se pouco coerente com as hipóteses técnicas do próprio cenário. O MF assume para 2027 o preço do petróleo mais elevado de entre os cenários considerados (86 USD por barril, face a 79,2 USD em média), bem como a menor redução face a 2026 (-7,1%, face a reduções entre -9,8% e -19,7% nas restantes instituições). Tal como

assinalado no Parecer relativo ao RAP/2026, a conjugação desta hipótese com uma inflação abaixo das demais projeções de referência configura um risco ascendente para a previsão do IHPC. Em resultado, o crescimento do PIB nominal previsto pelo MF (4,6%) está alinhado com a média das projeções de referência.

A previsão para o crescimento do emprego é a mais elevada de entre os cenários considerados e situa-se no limite superior do intervalo de confiança a 30%. O MF antecipa um crescimento do emprego de 1,4% em 2027, acima da média ajustada (0,9%) e de todas as projeções pontuais, que variam entre 0,4% (OCDE) e 1,3% (FMI) (Gráfico 6). Em termos acumulados (2026 e 2027), o diferencial ascende a 0,7 p.p. (3,1% face a 2,4%) (Gráfico 7), o que corresponde a um crescimento do emprego cerca de 32% superior ao antecipado, em média, pelas restantes instituições. A previsão para 2027 assenta num crescimento da população ativa de 1,3% (0,9% em média), num contexto em que o MF prevê um aumento de apenas 0,6% da população em idade ativa, o que pressupõe um aumento expressivo da taxa de participação. Em contrapartida, a produtividade aparente do trabalho deverá crescer 0,7%, abaixo da média das instituições (0,9%). O maior crescimento real previsto pelo MF assenta, assim, no fator trabalho e não em ganhos de produtividade. A previsão para a taxa de desemprego (5,7%) encontra-se globalmente em linha com os valores de referência.

A previsão para as remunerações por trabalhador é superior à de todas as instituições de referência. O MF prevê um aumento de 4,5% em 2027, acima da média ajustada (3,9%) e de qualquer uma das projeções pontuais disponíveis, que variam entre 3,7% (CE) e 4,1% (BdP). Com a produtividade a crescer apenas 0,7%, esta previsão implica um aumento de cerca de 3,8% dos custos unitários do trabalho nominais, bem acima da inflação prevista (2,3%). Em termos reais, os custos unitários do trabalho aumentariam, assim, aproximadamente 1,4%, face a 0,6% no cenário médio das instituições. Esta evolução sugere uma compressão das margens de lucro das empresas, dificilmente compatível com a recuperação prevista do investimento privado. Acresce que as remunerações constituem uma base relevante da receita fiscal e contributiva, pelo que uma eventual sobrestimação do seu crescimento se reflete diretamente nas projeções orçamentais.

Em síntese, face às projeções das instituições de referência, o cenário do MF para 2027 apresenta um ligeiro enviesamento em alta num conjunto de variáveis expressas em termos reais, e em baixa nas de preços. Este enviesamento resulta menos da dimensão dos desvios em cada variável – com exceção do PIB real, da FBCF e do emprego cujas projeções se encontram no limite superior do intervalo de confiança a 30% ou fora deste – do que da sua orientação sistemática: as previsões para as variáveis reais situam-se, em regra, acima da média das instituições e as de preços abaixo. A previsão para o PIB nominal, próxima da média, reflete a compensação entre estes dois efeitos.

Quadro 2 – Previsões e projeções para a economia portuguesa

Ano Instituição Data de publicação	2025	2026						2027							
		CE	OCDE	FMI	CFP	BdP	Média	MF	CE	OCDE	FMI	CFP	BdP	Média	MF
	set/26	mai26	jun26	jun26	set26	out26	ajustada	out26	mai26	jun26	jun26	set26	out26	ajustada	out26
PIB real e componentes (variação, %)															
PIB	1,9	1,7	1,8	1,7	2,2	2,3	2,0	2,3	1,8	1,7	1,6	1,8	1,8	1,8	2,1
Consumo privado	3,7	1,9	1,9	1,8	3,2	3,1	2,5	3,1	2,3	1,9	2,1	2,4	2,1	2,2	2,1
Consumo público	2,1	2,1	1,4	2,0	1,7	1,8	1,8	1,7	1,1	0,8	0,0	0,7	1,4	0,8	1,2
Investimento (FBCF)	4,3	3,9	5,2	8,1	5,9	5,6	5,8	5,7	1,6	1,7	-2,5	1,5	1,0	0,7	2,0
Público	8,8	46,5	23,4	34,2	17,8	24,3	27,9	52,7	-33,1	-19,6	-27,9	-6,3	-14,0	-18,6	-32,5
Privado	3,6	-3,3	2,1	3,7	3,9	2,7	2,1	-1,7	10,5	6,1	3,0	3,0	3,8	4,9	10,4
Exportações	0,0	0,6	0,8	1,0	3,6	3,5	2,2	3,5	2,2	2,4	3,8	2,5	3,0	2,8	3,1
Importações	4,6	2,0	2,1	4,0	6,5	6,0	4,5	6,0	2,5	2,4	2,0	2,4	2,9	2,5	2,8
Contributos para o crescimento real do PIB (p.p.)															
Procura interna	4,0	2,3	2,3	3,2	3,6	3,6	-	3,5	1,9	1,8	0,8	1,9	1,8	-	2,1
Exportações líquidas	-2,1	-0,6	-0,5	-1,5	-1,5	-1,2	-	-1,2	-0,1	0,0	0,8	0,0	0,0	-	0,1
Preços (variação, %)															
Deflator do PIB	4,0	2,8	2,9	3,2	3,1	3,6	3,2	3,1	2,6	2,8	2,3	2,8	3,1	2,8	2,5
IHPC	2,2	3,0	3,2	3,4	3,2	3,1	3,2	2,9	2,3	2,5	2,3	2,6	2,4	2,4	2,3
PIB nominal															
Variação (%)	6,0	4,6	4,7	5,0	5,4	6,0	5,2	5,5	4,5	4,6	3,9	4,7	5,0	4,6	4,6
Nível (mil M€)	308,5	320,8	321,3	322,0	323,2	327,1	323,3	325,5	335,1	336,3	334,7	338,3	343,3	338,1	340,5
Mercado de trabalho (variação, %)															
População em idade ativa	1,4	0,6	0,3	-	0,6	0,2	0,4	0,6	0,6	0,0	-	0,5	0,2	0,3	0,6
População ativa	2,7	1,0	0,9	1,8	1,9	1,3	1,4	1,5	0,8	0,4	1,3	1,1	0,6	0,9	1,3
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,0	5,9	5,8	5,9	5,9	5,6	5,8	5,8	5,8	5,8	5,9	5,8	5,6	5,8	5,7
Emprego	2,3	1,1	1,1	1,7	1,7	1,7	1,5	1,7	0,9	0,4	1,3	1,1	0,7	0,9	1,4
Remuneração média por trabalhador	4,8	4,4	4,2	-	4,9	4,5	4,5	4,7	3,7	4,0	-	3,9	4,1	3,9	4,5
Público	6,0	-	-	-	4,4		-	4,8	-	-	-	4,1		-	4,8
Privado	4,5	-	-	-	5,1		-	4,7	-	-	-	3,9		-	4,5
Produtividade aparente do trabalho	-0,4	0,6	0,7	0,0	0,5	0,6	0,5	0,6	0,9	1,3	0,3	0,8	1,1	0,9	0,7
Desenvolvimentos cíclicos															
PIB potencial (variação, %)	-	2,0	2,1	2,0	2,0	-	2,0	2,3	1,8	1,8	1,8	1,8	-	1,8	2,1
Hiato do produto (% PIB potencial)	-	0,0	0,4	0,2	-0,4	-	0,0	0,2	0,0	0,3	0,0	-0,5	-	-0,1	0,2
Hipóteses externas															
Procura externa (variação, %)	-	1,8	-	-	1,6	2,7	2,1	2,7	2,6	-	-	2,3	3,2	2,7	3,2
Preço do petróleo (Brent, USD)	68,3	91,2	91,8	89,0	87,8	96,2	91,3	92,6	78,2	80,2	71,5	79,1	85,0	79,2	86,1
Taxa de juro de curto prazo (%)	2,2	2,4	2,2	2,0	2,4	2,4	2,3	2,5	2,6	2,2	2,0	3,0	3,4	2,7	3,4
Taxa de câmbio	1,13	1,17	1,18	1,18	1,16	1,16	1,17	1,16	1,17	1,18	1,18	1,16	1,15	1,17	1,17

Fontes: 2025: INE. 2026-2027: CE – *Spring 2026 Economic Forecast*, maio 2026; OCDE – *Economic Outlook Volume 2026 Issue 1*, junho 2026; FMI – *2026 Article IV Staff Report*, junho 2026; CFP – Perspetivas Económicas e Orçamentais 2026-2030 (atualização), setembro 2026; BdP – Boletim Económico, outubro 2026; MF – Cenário macroeconómico remetido a 30 de setembro de 2026. Média ajustada calculada de acordo com a metodologia utilizada em [Leal, Martins e Marujo \(2024\)](#).

PRINCIPAIS CONSIDERAÇÕES

A elaboração deste Parecer ocorre novamente num contexto de elevada incerteza. Nas Perspetivas Económicas e Orçamentais de setembro, o CFP avaliou os riscos em torno do cenário macroeconómico como sendo predominantemente **descendentes**. Destacou o regresso das operações militares no Golfo Pérsico, o aumento do preço do petróleo e dos produtos refinados e a orientação mais restritiva da política monetária do BCE. A nível interno, assinalou o término do PRR, que tornará o crescimento do investimento mais dependente da componente privada.

Ponderados os riscos, o cenário macroeconómico subjacente à POE/2027 afigura-se globalmente como estatisticamente provável. Ainda assim, como fundamentado no presente Parecer, é de notar a existência de riscos descendentes para a previsão de crescimento do PIB real em 2027. No que respeita à inflação, destaca-se uma potencial subestimação tanto em 2026, como em 2027.

- No ano de 2026, o crescimento previsto do PIB em 2,3% (em volume) apresenta uma elevada probabilidade de se verificar. Dado o crescimento observado no 1.º semestre, basta um crescimento de 1% na segunda metade do ano para o alcançar. Mesmo com uma estagnação da atividade económica, o crescimento anual situar-se-ia em torno de 2,1%.
- No ano de 2027, o crescimento real previsto de 2,1% é superior ao de todas as instituições de referência e encontra-se no limite superior do intervalo de confiança a 30% dessas previsões e projeções. A previsão do MF pressupõe uma aceleração da atividade ao longo do próximo ano: um crescimento em cadeia de aproximadamente 0,6% por trimestre, o dobro do implícito para a segunda metade de 2026.
- O cenário macroeconómico aponta para uma inflação de 2,9% em 2026, o que se afigura pouco provável. De acordo com esclarecimentos prestados pelo MF, a previsão para a inflação em 2026 corresponde à média das observações registadas entre janeiro e agosto. A previsão implica que o nível de preços dos produtos energéticos se situe, no final do ano, aproximadamente 7% abaixo do registado em setembro. Tal é incompatível com a trajetória do preço do petróleo assumida pelo próprio MF. A previsão para 2027 situa-se abaixo da média das projeções das instituições de referência apesar de o MF assumir o preço do petróleo mais elevado de entre os cenários considerados. Tal configura um risco ascendente para a previsão da inflação.
- A análise confirmou que o crescimento nominal previsto pelo MF para 2027 se encontra balizado pelas últimas projeções independentes disponíveis. Tal deve-se a uma previsão para o deflator do PIB que se considera prudente e plausível.
- A previsão para o emprego (1,4%) é a mais elevada de entre as instituições de referência e situa-se no limite superior do intervalo de confiança a 30%. Assenta num crescimento da população ativa (1,3%) superior ao da população em idade ativa (0,6%), o que pressupõe um aumento expressivo da taxa de participação. Também para as remunerações por trabalhador, a previsão do MF é a mais elevada de entre as instituições de referência. O efeito conjugado destes dois elementos pode resultar em riscos acrescidos para a receita decorrente da massa salarial.

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 2027 do XXV Governo Constitucional, com base na informação atualmente disponível e ponderando os riscos identificados, tendo em conta que **a evolução para o crescimento nominal previsto para 2027 respeita os princípios legais supramencionados, o Conselho das Finanças Públicas endossa as previsões macroeconómicas apresentadas**, dando nota que os riscos para o crescimento real apresentam um pendor descendente.