Conselho das Finanças Públicas

PERSPETIVAS ECONÓMICAS E ORÇAMENTAIS 2025-2029 (ATUALIZAÇÃO)

Setembro de 2025

Relatório n.º
07/2025

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 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 Relatório foi elaborado com base na informação disponível até ao dia 8 de setembro de 2025.

Encontra-se disponível em www.cfp.pt, na área de publicações, um ficheiro em formato de folha de cálculo contendo os valores subjacentes a todos os gráficos e quadros do presente relatório. Os principais conceitos de finanças públicas utilizados neste Relatório encontram-se explicados no Glossário do CFP disponível online.

ÍNDICE

Apreciação Global 4
Sumário Executivo 6
1. Introdução 10
2. Perspetivas macroeconómicas 12
2.1 Evolução recente da economia portuguesa e perspetivas para 2025 12
2.2 Projeções do CFP para 2026-2029 19
2.3 Riscos e incerteza 26
3. Perspetivas orçamentais 32
3.1 Saldos orçamentais 32
3.2 Perspetivas para a evolução da despesa e da receita 36
3.3 Despesa líquida 46
3.4 Perspetivas de evolução da dívida pública 47
3.5 Principais riscos e fatores não considerados no cenário orçamental em políticas invariantes 50
4. Anexo 53
5. Referências 57
6. Principais fontes de informação 58
6.1 Índice de Gráficos 59
6.2 Índice de Quadros 60
6.3 Índice de Caixas 60

APRECIAÇÃO GLOBAL

Em Portugal, o desempenho orçamental positivo dos dois últimos anos tem ficado a dever-se, em boa medida, aos excedentes expressivos no subsector da Segurança Social, beneficiando do comportamento das contribuições sociais, cuja receita se tem situado acima da despesa com as prestações sociais que financia. O ano de 2024 é o mais ilustrativo: o excedente orçamental verificado no conjunto das Administrações Públicas (AP), de 0,7% do PIB, foi sustentado, sobretudo, por um excedente dos fundos da segurança social de 2% do PIB, valor significativamente superior à média histórica de 0,5% do PIB (2000–2019). Em sentido contrário, o subsector da Administração Central apresenta-se deficitário e sujeito a pressões crescentes de despesa e de difícil controlo, como sucede no Serviço Nacional de Saúde, e a novas exigências de despesa em investimento público e defesa nacional. Em 2024, o saldo da Administração Central agravou-se em 0,7 pontos percentuais do PIB face a 2023, resultando num défice de 1,5% do PIB. Este agravamento foi ainda mais acentuado quando ajustado de efeitos pontuais (*one-offs*), correspondendo a 1,2 p.p. do PIB.

O comportamento favorável do subsector da Segurança Social reflete por sua vez, em parte, a resistência no mercado de trabalho no pós-pandemia, verificada no nosso país tal como no resto da Europa, a qual se tem traduzido na manutenção, não obstante um crescimento económico débil, de baixas taxas de desemprego e no crescimento do emprego. As causas explicativas que têm sido apontadas[1] recaem na combinação do aumento das margens de lucro das empresas com salários reais mais baixos (também por efeito do episódio inflacionista pós-pandemia), juntamente com uma menor média de horas trabalhadas por trabalhador, que permitiu que as empresas contratassem mais trabalhadores e retivessem funcionários (*labour hoarding)*, enquanto o aumento da participação da força de trabalho, através quer dos migrantes, quer de trabalhadores mais velhos, ajudou a lidar com a potencial escassez de mão-de-obra. A conjugação destes efeitos (retenção de trabalhadores com menos horas médias de trabalho) tende, por outro lado, a induzir uma diminuição da produtividade.

Uma situação de desemprego como a que marcou a década de 2010 (durante o período da crise financeira global) parece-nos agora um acontecimento remoto, logo pouco plausível. Em Portugal, a conclusão do programa de ajustamento marcou o início de uma fase já longa de crescimento favorável do emprego, assente em elevados fluxos de imigração, e numa posição cíclica positiva da economia. As contas da segurança social traduzem justamente o crescimento continuado das contribuições sociais efetivas e uma redução significativa do peso relativo das prestações de desemprego, que no auge daquela crise, em 2013, representavam mais de 20% das contribuições sociais, para passarem a representar 5,7% destas em 2024.

Ainda que, por ora, dadas as restrições à participação da força de trabalho – desde logo, por causa do envelhecimento demográfico – tudo aponte para a manutenção de

[1] Veja-se por exemplo aqui: https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/articles/2025/html/ecb.ebart202408_02~8e16d5aa2f.en.html.

níveis elevados de emprego, a dinâmica futura do mercado de trabalho permanece muito incerta, como é volátil a situação económica global. Definitivamente, o comportamento do mercado de trabalho merece ser bem estudado, para o que se impõe a melhoria da informação estatística disponível. Alterações ao nível da procura, em resultado do atual choque tarifário e da reconfiguração nas cadeias de produção, e uma maior flexibilidade do mercado de trabalho aliada a um aumento da produtividade, podem ditar a ressurgência do desemprego. De facto, uma maior rotatividade no mercado de trabalho poderá voltar a favorecer o desemprego cíclico, tal como a digitalização poderá contribuir para novas formas de desemprego estrutural. Os efeitos nas contas públicas far-se-iam de imediato sentir: quebra na coleta de contribuições sociais e aumento das prestações sociais, e.g. subsídio de desemprego, este exercendo a sua função de estabilizador automático. O subsector da Segurança Social está, com efeito, muito exposto às contingências do ciclo económico.

Dada a demonstrada limitação dos modelos económicos na antecipação de inversões do ciclo económico e na capacidade de distinguir desenvolvimentos cíclicos de uma evolução estrutural, é crucial que os decisores de política económica atuem com prudência, evitando utilizar este dividendo cíclico para financiar aumentos permanentes de despesa pública rígida ou reduções estruturais de receita.

SUMÁRIO EXECUTIVO

Perspetivas macroeconómicas

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. Até à data, os efeitos sobre a economia portuguesa têm sido limitados apesar da volatilidade da conjuntura externa. As hipóteses técnicas deste exercício de projeção baseiam-se no enquadramento da política comercial conhecida no início de setembro.

Neste contexto, o cenário macroeconómico do CFP em políticas invariantes projeta um crescimento da atividade económica ligeiramente inferior face ao apresentado em abril. Antecipa-se que a economia portuguesa registe um crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) real de 1,9% em 2025, uma revisão em baixa face aos 2,2% projetados anteriormente. Para 2026, a projeção é agora de um abrandamento no ritmo de crescimento para 1,8% face aos 2% esperados no exercício anterior. Tal fica a dever-se a taxas de investimento público inferiores, em todo o horizonte, bem como a um peso das exportações no PIB mais baixo. Em 2027, a desaceleração mais expressiva, para 1,6%, resulta do término do ciclo de investimentos associados ao Plano de Recuperação e Resiliência (PRR). As perspetivas de um crescimento de médio prazo mantêm-se inalteradas em 1,8%, alicerçadas no crescimento da produtividade e saldos migratórios positivos. A ausência destes dois fatores penalizaria o crescimento potencial.

O crescimento em 2025 deverá ser impulsionado pelo consumo e investimento. A projeção para o consumo privado beneficia do impacto esperado das medidas de política económica (e administrativas) de cariz pontual, à semelhança do ocorrido no final de 2024: o suplemento extraordinário de pensões e o ajustamento das tabelas de retenção na fonte em sede de IRS. No caso do investimento, a projeção de crescimento reflete a expectativa de uma maior execução financeira do PRR com impacto positivo no investimento público. A sua não materialização impactaria negativamente a projeção.

O CFP projeta uma redução gradual na taxa de inflação em linha com o objetivo de política monetária do BCE. Medida pela taxa de variação do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), projeta-se uma diminuição para 2,3% em 2025, após os 2,7% registados em 2024, convergindo gradualmente para 2,0% no médio prazo.

O mercado de trabalho surpreendeu pela positiva na primeira metade de 2025, mas as perspetivas de médio prazo continuam condicionadas por um perfil demográfico desfavorável. Projeta-se um crescimento do emprego em 1,5% em 2025, ritmo este que abrandará ao longo do horizonte de projeção, em linha com as projeções demográficas atualizadas nas hipóteses técnicas do exercício. A taxa de desemprego deverá manter um perfil descendente, diminuindo de 6,1% da população ativa em 2025 (6,5% em 2024) para 5,8% no médio prazo.

Síntese do cenário macroeconómico do CFP (variação, %)

	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Produto Interno Bruto	**1,9**	**1,9**	**1,8**	**1,6**	**1,8**	**1,8**
Consumo privado	3,2	3,3	2,3	2,3	2,1	1,9
Consumo público	1,1	1,6	2,6	1,2	0,5	0,5
Formação Bruta de Capital Fixo	3,1	3,6	5,5	-1,1	1,9	1,9
Exportações	3,3	0,9	1,8	2,4	2,5	2,5
Importações	5,1	4,2	3,7	1,6	2,2	2,2
Contributo da procura interna (p.p.)	2,7	3,4	2,8	1,3	1,8	1,7
Contributo das exportações líquidas (p.p.)	-0,8	-1,5	-1,0	0,3	0,1	0,1
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,5	6,1	6,0	5,9	5,8	5,8
Emprego	1,6	1,5	0,9	0,5	0,3	0,0
Cap. líq. de financiamento face ao exterior (% PIB)	2,8	2,8	2,3	2,3	1,8	0,7
Balança de bens e serviços (% PIB)	1,8	0,8	0,1	0,5	0,7	0,8
Deflator implícito do PIB	4,4	3,6	2,4	2,2	2,0	2,0
Indice Harmonizado de Preços no Consumidor	2,7	2,3	2,1	2,0	2,0	2,0
Hiato do produto (% Produto potencial)	0,8	0,1	-0,1	-0,3	-0,1	0,1

Fontes: Projeções CFP (2025-2029) e INE (2024).

Perspetivas orçamentais

O CFP projeta um saldo orçamental equilibrado para 2025 e o regresso a défices orçamentais a partir de 2026. Para esta trajetória contribui o impacto orçamental de medidas de natureza permanente de aumento da despesa pública e de redução da receita, adotadas em 2024 e 2025, dirigidas à melhoria dos rendimentos das famílias, dos jovens, dos pensionistas, das empresas e de valorização salarial de vários grupos profissionais da função pública. Esta trajetória, que não reflete ainda o impacto da despesa adicional com a defesa, é marcada, nos anos de 2026 e 2027, pela utilização de empréstimos do PRR com um impacto negativo projetado, respetivamente, de 0,5% e 0,1% do PIB.

Face à projeção anterior para o ano de 2025, o CFP mantém a perspetiva de um saldo orçamental equilibrado. Com revisões que se compensam (menos receita, mas também menor execução de investimento), o saldo orçamental projetado em abril mantém-se. A projeção continua assim a apontar para uma deterioração deste indicador em 0,7 p.p. do PIB face a 2024, determinada inteiramente pelo aumento da despesa. Todavia, esta projeção permanece sensível a diversos fatores, como o grau de execução do investimento público, a utilização dos empréstimos associados ao PRR, a evolução da receita fiscal, em particular relativamente às notas de cobrança de IRS e aos reembolsos em sede de IRC, o eventual adiamento ou não concretização de operações *one-off* e a aplicação de mecanismos de contenção da despesa, em particular através da gestão dos fundos disponíveis. Não foram considerados anúncios depois da data de fecho, tais como a nova reprogramação do PRR e a venda de imóveis do Estado. Assim, não se exclui a possibilidade de se verificar um ligeiro excedente orçamental, caso se concretizem condições mais favoráveis do que as atualmente projetadas.

Entre 2026 e 2029, prevê-se uma deterioração gradual do saldo orçamental. Para 2026, projeta-se o regresso a um défice de 0,6% do PIB, explicado pelas medidas permanentes anteriormente adotadas, acentuado pelo efeito da maior utilização dos

empréstimos PRR (sem este efeito, o défice seria de 0,1% do PIB). Para 2027, antecipa-se igualmente um défice de 0,6% do PIB. Com efeito, não obstante a menor utilização de empréstimos PRR beneficiar o saldo orçamental em 0,4 p.p. PIB, este efeito positivo é compensado pela quebra da receita do IRS. Essa quebra resulta do retorno dos reembolsos e das notas de cobrança a níveis anteriores aos resultantes da aplicação de taxas de retenção na fonte extraordinárias, que temporariamente adiaram o impacto total na receita da redução das taxas de imposto determinadas em 2024 e 2025.

Nos anos de 2028 e 2029, o défice deverá agravar-se para 0,7% e 0,8% do PIB, respetivamente, refletindo uma redução do rácio da receita fiscal e contributiva.

Perspetiva-se, a partir de 2026, um agravamento da trajetória de crescimento da despesa líquida face ao apresentado em abril. A projeção mantém a trajetória de um crescimento da despesa líquida acima do compromisso assumido pelo Estado português no Plano Orçamental Estrutural Nacional de Médio Prazo (POENMP), revendo em alta o crescimento deste indicador para os anos 2026 a 2028. Para esta revisão contribui principalmente o crescimento da despesa corrente primária superior ao projetado em abril, impulsionada, sobretudo, pelas despesas com pessoal e prestações sociais, bem como um maior impacto de medidas discricionárias da receita.

Síntese do cenário orçamental do CFP (% do PIB)

	2024 INE	Projeção CFP				
		2025	2026	2027	2028	2029
Receita total	**43,5**	**43,8**	**43,7**	**42,4**	**41,9**	**41,4**
Receita fiscal e contributiva	37,5	37,4	37,3	37,0	36,8	36,5
Receita fiscal	24,9	24,5	24,4	24,1	24,0	23,8
Contribuições sociais	12,6	12,8	12,9	12,9	12,8	12,7
Receita não fiscal e não contributiva	6,0	6,4	6,4	5,4	5,0	4,9
Despesa primária	**40,7**	**41,7**	**42,2**	**40,8**	**40,2**	**39,9**
Despesa corrente primária	37,3	37,5	37,8	37,4	37,0	36,9
Despesa de capital	3,4	4,1	4,4	3,4	3,2	3,0
Saldo primário	**2,8**	**2,1**	**1,5**	**1,7**	**1,7**	**1,6**
Juros	2,1	2,0	2,2	2,3	2,4	2,4
Despesa total	**42,8**	**43,7**	**44,4**	**43,1**	**42,5**	**42,3**
Saldo orçamental	**0,7**	**0,0**	**-0,6**	**-0,6**	**-0,7**	**-0,8**
Saldo ajustado de medidas one-off	0,7	0,2	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8
Dívida pública	**94,9**	**91,2**	**89,4**	**88,1**	**86,7**	**85,6**

Fontes: Projeções CFP (2025-2029) e INE (2024), 1.ª notificação de 2025 do Procedimento relativo aos Défices Excessivos.

Para 2029, o CFP projeta que o rácio da dívida pública diminua 9,4 p.p. do PIB face a 2024, atingindo 85,6% do PIB no final do horizonte de projeção. Esta trajetória é sobretudo explicada pelos excedentes primários, beneficiando, ainda, do contributo de um efeito dinâmico favorável, mas em progressiva redução, em resultado do menor efeito preço, sobretudo a partir de 2026. Apesar de alguma instabilidade na área do euro, a dívida portuguesa demonstrou resiliência, refletindo nos últimos meses uma melhoria consistente na perceção de risco do país. Esta evolução traduz a credibilidade conquistada junto dos mercados de dívida.

Riscos e fatores não considerados na projeção em políticas invariantes

O cenário macroeconómico continua pautado por um enquadramento de elevada incerteza, com os riscos a penderem maioritariamente de forma descendente sobre a atividade económica e permanecendo globalmente equilibrados para a inflação. A nível externo, destacam-se, pela negativa: a instabilidade em torno da governação da política comercial dos EUA, incluindo dúvidas quando à capacidade de garantir o seu cumprimento e estabilidade do acordo alcançado com a UE; uma maior volatilidade nos mercados financeiros e custos de financiamento mais elevados, dado os níveis elevados de dívida pública na área do euro e focos de tensão política, nomeadamente em França. Neste contexto, e do ponto de vista do crescimento económico, o aumento da despesa com defesa e infraestruturas na Europa apresenta-se como um risco positivo. Ao nível interno, destacam-se pela negativa os custos humanos e materiais com eventos climáticos extremos, tal como exemplificado pelos incêndios florestais vivenciados nos últimos meses, e a possibilidade de o investimento público crescer a um ritmo inferior ao esperado, em particular por atrasos adicionais na implementação financeira do PRR. Em sentido contrário, constituirão riscos ascendentes, um aumento do consumo das famílias superior ao projetado, particularmente no contexto das medidas pro-cíclicas de estímulo ao rendimento adotadas recentemente; e um crescimento do emprego que pode continuar a surpreender pela positiva.

O cenário orçamental apresenta uma série de fatores não considerados na projeção e riscos que podem influenciar a sua trajetória. Em particular, sendo uma projeção em políticas invariantes não considera o aumento da despesa com defesa necessário para atingir o compromisso NATO de 3% do PIB, nem as medidas já anunciadas de redução adicional de IRS e IRC previstas no programa do Governo até 2029, bem como os incrementos anuais das despesas com o Complemento Solidário para Idosos após 2025, que dependem de uma portaria a publicar anualmente, conforme apresentado na Caixa 4. Também não foi considerada uma eventual devolução da receita arrecadada com a Contribuição Extraordinária sobre o Sector Energético (CESE) relativa ao gás, nem um eventual alargamento da inconstitucionalidade a outros sectores de energia para além do gás.

Relativamente aos riscos, para além dos identificados no cenário macroeconómico, com efeitos predominantemente descendentes, são também de mencionar: as responsabilidades contingentes como parcerias público-privadas e garantias públicas (designadamente das linhas InvestEU e Garantia Jovem); eventos extremos e riscos naturais; aumento das despesas com saúde em função do envelhecimento da população e desenvolvimento tecnológico; e alargamento das revisões de carreiras a outros grupos profissionais da administração pública. Em sentido ascendente, podem existir fatores que conduzam a uma trajetória orçamental mais favorável. Entre estes, destacam-se uma maior elasticidade da receita fiscal, um crescimento mais robusto das contribuições, uma menor execução de investimento público financiado nacionalmente (incluindo através da componente de empréstimos do PRR) e encargos com juros inferiores, caso o cenário para a dívida pública se mostre mais favorável.

1. INTRODUÇÃO

Este Relatório apresenta projeções económicas e orçamentais atualizadas, num cenário de políticas invariantes, para o período 2025-2029. As projeções em políticas invariantes (ver glossário) não podem ser interpretadas como se de uma previsão se tratasse, uma vez que apenas consideram as medidas de política económica em vigor ou anunciadas com o grau de detalhe suficiente que permita estimar o seu impacto. Estas projeções refletem, assim, a evolução provável e tendencial das variáveis macroeconómicas e orçamentais na premissa de não alteração das medidas de política económica. Tal contrasta com as previsões que acompanham documentos de programação orçamental, da responsabilidade do Governo, que incluem novas medidas. As hipóteses técnicas em que assenta a projeção orçamental são detalhadas no "Apêndice – Principais hipóteses técnicas de evolução dos agregados orçamentais", publicado juntamente com este Relatório.

Face à publicação de abril de 2025, a presente projeção integra novas medidas de política aprovadas, quer pelo Governo, quer pelo Parlamento. Entre estas, destaque para a redução das taxas de IRS em 2025[2], e o novo suplemento extraordinário de pensão.[3] Além destas, o CFP teve também em conta a informação contida no quadro de políticas invariantes recentemente enviado à Assembleia da República, a considerar na preparação da POE/2026. A projeção incorpora ainda uma revisão em alta de estimativas próprias do CFP relativas a medidas fiscais e a outros efeitos orçamentais (Quadro 8 e Quadro 9).

Existe um conjunto alargado de medidas anunciadas, algumas das quais presentes no Programa do Governo, que não foram refletidas nesta projeção por não estarem aprovadas. Não se considera, por exemplo, a redução de taxas do IRS para 2026, nem a redução gradual da taxa de IRC até 2029, que à data de elaboração deste Relatório carecem de aprovação pelo Parlamento, o mesmo sucedendo com o compromisso de convergência do valor do Complemento Solidário de Idosos (CSI), cujo impacto orçamental se apresenta na Caixa 4. Não se teve igualmente em conta a despesa adicional com investimento em defesa, que resultará do plano de investimento detalhado a apresentar por Portugal no final de novembro, na sequência do pedido formal dirigido à Comissão Europeia no âmbito do programa SAFE.[4] Este pedido motivou a ativação da cláusula de salvaguarda nacional no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento, já aprovado pelo Conselho da União Europeia. Todos estes anúncios configuram riscos orçamentais significativos, e descendentes, para a projeção do saldo orçamental.

A menos de um ano da data limite para conclusão do PRR, a hipótese assumida para a sua execução foi, novamente, revista em baixa. Com base nos relatórios de avaliação produzidos pela Comissão Nacional de Acompanhamento do PRR e na classificação

---

[2] Lei n.º 55-A/2025, de 22 de julho.

[3] Decreto-Lei n.º 86-A/2025, de 18 de julho.

[4] Security Action For Europe – Defence Industry and Space.

atribuída pela mesma ao estado crítico de alguns projetos PRR financiados por empréstimos com impacto no saldo orçamental assumiu-se uma execução global destes empréstimos de 79% (84% na projeção de abril).[5] Assim, projeta-se que estes empréstimos a utilizar ao abrigo deste plano penalizem temporariamente as contas públicas nos anos de 2025, 2026 e 2027, respetivamente em 0,3%, 0,5% e 0,1% do PIB. Com uma revisão igualmente em baixa, mas sem impacto no saldo orçamental nem na dívida pública, assume-se que as subvenções a receber ao abrigo do PRR registem uma execução de 81% (85% em abril), perfazendo uma execução total do PRR em empréstimos e subvenções de 82% (86% em abril).[6]

O Relatório encontra-se dividido em dois capítulos: o primeiro dedicado à projeção macroeconómica e o segundo à projeção orçamental. O CFP agradece a todas as entidades contactadas o apoio e os esclarecimentos indispensáveis à elaboração do presente trabalho.

[5] Excluem-se desta percentagem os empréstimos destinados a aplicar na vertente capitalização de empresas e resiliência financeira que tem como propósito apoiar operações de capitalização de empresas viáveis com elevado potencial de crescimento, em sectores estratégicos. Admite-se que, à luz das regras de classificação das operações em contas nacionais, o tratamento estatístico destes empréstimos lhes confira a natureza de operação financeira, apenas com impacto na dívida pública, ou seja, sem afetar o saldo orçamental. O CFP assume para estes empréstimos uma execução de 100%.

[6] No conjunto dos empréstimos, incluindo os da vertente capitalização de empresas e resiliência financeira a taxa de execução representa 84,5% do previsto no PRR, o que juntamente com a taxa de execução de subvenções de 81% perfaz uma taxa global de execução do PRR de 82%.

2. PERSPETIVAS MACROECONÓMICAS

2.1 Evolução recente da economia portuguesa e perspetivas para 2025

A economia mundial está a ser afetada por elevados níveis de incerteza, exacerbada pela imprevisibilidade da política comercial da administração norte-americana e pelo escalar de tensões geopolíticas. Até à data, os efeitos sobre a economia portuguesa têm sido limitados, apesar da volatilidade da conjuntura externa. Ainda assim, à semelhança do assinalado em abril, as projeções aqui apresentadas são elaboradas num contexto particularmente incerto. As hipóteses técnicas deste exercício de projeção baseiam-se no enquadramento da política comercial no início de setembro.

A economia portuguesa registou um abrandamento do crescimento na primeira metade de 2025. A atividade económica iniciou o ano com uma contração em cadeia do PIB de 0,4% no 1.º trimestre, tendo posteriormente recuperado com um aumento de 0,6% no 2.º trimestre. O CFP já havia destacado que as medidas de política, temporárias, e de dimensão considerável, que tiveram lugar no 4.º trimestre de 2024, impulsionavam a atividade económica de forma transitória, sobretudo o consumo das famílias. Com efeito, comparando o 1.º semestre de 2025 com a segunda metade de 2024, o crescimento do PIB foi de 0,5%, uma perda de dinamismo face aos 1,2% registados nos seis meses anteriores.

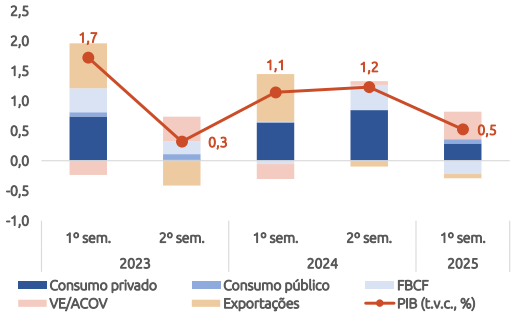
Este resultado é também explicado por uma contração do investimento e pela estagnação das exportações. A formação bruta de capital fixo (FBCF) registou uma contração de 1,5% no 1.º semestre, o pior desempenho do investimento no pós-pandemia, para o qual deverá ter contribuído o contexto internacional de elevada incerteza, que fomenta o adiamento de decisões, apesar do relaxamento das condições monetárias e financeiras enfrentadas pelas empresas portuguesas. As exportações estagnaram, com uma contração na componente de bens (-0,2%) e um desempenho anémico dos serviços (0,5%), não obstante um maior dinamismo do comércio mundial em antecipação dos aumentos das taxas alfandegárias pelos EUA.

Após um desempenho inferior ao esperado na primeira metade do ano, a economia portuguesa deverá ganhar um maior dinamismo no 2.º semestre. Para esta evolução contribuirá, o impacto de medidas de política económica (e administrativas) de cariz pontual, favorecedoras do consumo privado, como já tinha ocorrido no final de 2024: o suplemento extraordinário de pensões e o ajustamento das tabelas de retenção na fonte em sede de IRS.[7] Este efeito sobre o crescimento será, no entanto, novamente temporário. Acresce também o crescimento expressivo esperado do investimento público que se espera ser concentrado nestes últimos seis meses de 2025.

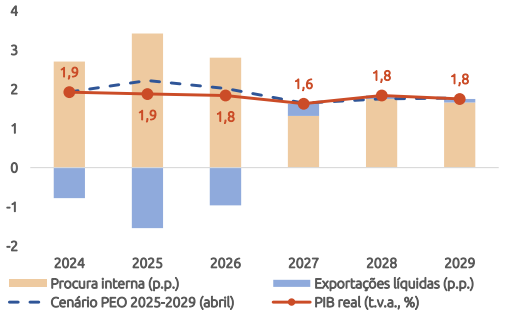
[7] No seu conjunto, estas medidas deverão ter um impacto de cerca de 1500 M€, equivalente a 3% do rendimento disponível das famílias neste período.

Gráfico 1 – Crescimento do PIB e contributos

Taxa de variação semestral do PIB em volume e contributos líquidos de importações (2023-2025)



Crescimento do PIB em volume e contributos no cenário do CFP



Fonte: INE; Cálculos CFP.

Projeta-se uma taxa de crescimento do PIB real de 1,9% em 2025. Tal corresponde a uma revisão de 0,3 p.p. em baixa face à projeção de 2,2% apresentada pelo CFP em abril. Esta revisão reflete, em larga medida, perspetivas menos favoráveis para o investimento, na sua componente pública, e das exportações. Apenas a revisão em alta do crescimento do consumo das famílias evita uma desaceleração do PIB comparativamente a 2024.

O crescimento em 2025 deverá ser impulsionado pelo consumo e investimento. Projeta-se um ritmo de crescimento do consumo privado de 3,3%, que compara com os 2,8% antecipados em abril, fruto das medidas de política referidas anteriormente (Gráfico 1). Com efeito, durante o 1.º semestre, a evolução do consumo privado esteve alinhada com o projetado em abril pelo CFP. No caso da FBCF, a projeção de crescimento de 3,6% – inferior aos 6,3% projetados anteriormente – reflete, principalmente, uma execução do investimento público inferior à esperada. O crescimento projetado reflete, ainda assim, a expectativa de uma maior execução financeira do PRR na segunda metade do ano. A sua não materialização impactaria negativamente a projeção de crescimento económico. A desaceleração projetada do investimento privado em 2025, a confirmar-se, refletiria três anos consecutivos de quebra da taxa de investimento privado.

Projeta-se que 2025 seja o primeiro ano no pós-pandemia com um crescimento das exportações inferior à procura externa dirigida à economia portuguesa. Com um crescimento das vendas de bens e serviços ao exterior de 0,9%, cerca de metade do esperado para a atividade económica, o peso das exportações no PIB deverá diminuir pelo terceiro ano consecutivo e situar-se em cerca de 44,5%, após o máximo de 49,5% registado em 2022. Esta evolução decorre das mudanças assinaláveis no regime multilateral vigente em torno da governação das trocas comerciais e de um crescimento anémico da economia europeia, em particular na sua vertente industrial.

Não obstante o desempenho abaixo do esperado face às projeções de abril, a economia portuguesa deverá voltar a apresentar um crescimento superior ao da área do euro. As últimas projeções do Banco Central Europeu (BCE) são de um crescimento de 1,2% na área do euro em 2025. Assim, a economia portuguesa deverá manter-se num processo de convergência. Com efeito, entre o final de 2019 e a primeira metade

de 2025, a economia portuguesa cresceu, em termos acumulados, 8,9%, o que compara com os 4,7% observados no conjunto dos países da área do euro.[8]

Quadro 1 – Cenário macroeconómico do CFP

	2024	2025	2026	2027	2028	2029
PIB real e componentes (variação, %)						
PIB	**1,9**	**1,9**	**1,8**	**1,6**	**1,8**	**1,8**
Consumo privado	3,2	3,3	2,3	2,3	2,1	1,9
Consumo público	1,1	1,6	2,6	1,2	0,5	0,5
Investimento (FBCF)	3,1	3,6	5,5	-1,1	1,9	1,9
Exportações	3,3	0,9	1,8	2,4	2,5	2,5
Importações	5,1	4,2	3,7	1,6	2,2	2,2
Contributos para a variação real do PIB (p.p.)						
Procura interna	2,7	3,4	2,8	1,3	1,8	1,7
Exportações líquidas	-0,8	-1,5	-1,0	0,3	0,1	0,1
Preços (variação, %)						
Deflator do PIB	4,4	3,6	2,4	2,2	2,0	2,0
Deflator do consumo privado	2,6	2,6	2,2	2,1	2,0	2,0
Deflator do consumo público	5,8	5,4	3,0	2,7	2,0	2,0
Deflator do investimento (FBCF)	2,1	2,6	1,8	1,9	1,9	2,0
Deflator das exportações	0,8	0,3	1,2	1,8	2,0	2,0
Deflator das importações	-2,3	-0,9	0,8	1,7	2,0	2,0
IHPC	2,7	2,3	2,1	2,0	2,0	2,0
PIB nominal						
Variação (%)	6,4	5,5	4,3	3,9	3,9	3,8
Nível (mil M€)	285,2	300,9	313,9	326,0	338,7	351,4
Rendimento e poupança das famílias						
Rendimento disponível nominal (variação, %)	10,9	5,0	4,0	4,1	3,3	3,0
Taxa de poupança (%)	12,5	11,7	11,3	11,0	10,2	9,4
Mercado de trabalho (variação, %)						
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,5	6,1	6,0	5,9	5,8	5,8
Emprego	1,6	1,5	0,9	0,5	0,3	0,0
Remuneração média por trabalhador	7,6	6,3	4,2	3,7	3,2	2,9
Produtividade aparente do trabalho	0,3	0,3	0,9	1,1	1,5	1,7
Sector externo (% PIB)						
Cap. líq. de financiamento face ao exterior	2,8	2,8	2,3	2,3	1,8	0,7
Balança corrente	1,7	1,2	0,6	1,2	1,0	0,3
Balança de bens e serviços	1,8	0,8	0,1	0,5	0,7	0,8
Balança de rend. primários e transferências	-0,1	0,4	0,4	0,7	0,3	-0,4
Balança de capital	1,1	1,7	1,7	1,1	0,8	0,4
Desenvolvimentos cíclicos						
Produto potencial (variação, %)	2,4	2,6	2,1	1,8	1,6	1,5
Hiato do produto (% produto potencial)	0,8	0,1	-0,1	-0,3	-0,1	0,1

Fonte: Projeções CFP (2025-2029) e INE (2024). | Nota: Os desenvolvimentos cíclicos são estimados de acordo com a metodologia comum comunitária, parametrizada no programa EUCAM com base na previsão de primavera de 2025 da Comissão Europeia (CE, 2025b).

[8] Excluindo a Irlanda pela distorção introduzida pelos ativos intangíveis de multinacionais com sede no país. Consultar Honohan (2021).

A criação de emprego surpreendeu pela positiva na primeira metade de 2025, projetando-se um crescimento da população empregada de 1,5% para o conjunto do ano. Esta projeção foi revista em alta em 0,5 p.p. face ao publicado em abril, encontrando-se em linha com o valor observado em 2024 (1,6%). No que respeita à população empregada, refira-se que óticas alternativas que não a das contas nacionais resultam em diferentes estimativas e em aumentos mais elevados.[9] O momento positivo do mercado de trabalho está refletido nas consecutivas revisões em alta da projeção para o crescimento do emprego em 2025 das principais instituições que acompanham a economia portuguesa.[10] A par de um aumento da taxa de atividade para um máximo histórico, a taxa de desemprego deverá diminuir para 6,1% da população ativa. A atual projeção pressupõe ganhos de produtividade do trabalho em 2025 (0,3%) idênticos ao registado no ano anterior.

A economia portuguesa deverá registar uma capacidade de financiamento próxima de 2,8% do PIB. Tal representa uma estabilização face ao ano de 2024. Este resultado, alicerçado num maior influxo de fundos europeus durante o ano, é também possível dada a manutenção de excedentes da balança de bens e de serviços (0,8%) – ainda que inferior ao observado em 2024 (1,8%) e, principalmente, balanças de rendimentos primários e transferências próximas do equilíbrio.

O crescimento do PIB nominal, de 5,5% em 2025, é mais positivo do que o anteriormente projetado, fruto de um abrandamento mais lento do deflator do PIB. Após crescer 4,4% em 2024, projeta-se para 2025 um aumento de 3,6% do nível de preços, uma revisão em alta face aos 2,6% projetados em abril. Esta evolução do deflator do PIB é explicada, por um lado, por variações das remunerações por trabalhador elevadas e superiores à produtividade, que deverão resultar num aumento do peso das remunerações no PIB (para 49,4%, o seu nível mais alto desde, pelo menos, 1995) e em ganhos de termos de troca, fruto da redução do preço dos bens petrolíferos face ao ano anterior. Ainda assim, o desvanecimento das pressões inflacionistas externas deverá traduzir-se num abrandamento do ritmo de crescimento do IHPC para 2,3%.

Caixa 1 – Hipóteses Técnicas e Enquadramento Externo

Apesar do nível elevado de incerteza, que persiste desde a tomada de posse da nova administração norte-americana, as perspetivas de introdução de novas barreiras tarifárias amenizaram-se ligeiramente. O *Liberation Day*, no dia 2 de abril, marcou o pico da incerteza, com os EUA a imporem "tarifas recíprocas" a praticamente todos os seus parceiros comerciais. Em seguida, foi anunciada a suspensão destas tarifas por 90 dias, revelando a sua natureza negocial.[11] Sucedeu-se a celebração de vários acordos comerciais bilaterais com os

[9] As projeções apresentadas no Quadro 1 utilizam o conceito de Contas Nacionais. Este difere de outras óticas igualmente publicadas, como o Inquérito ao Emprego (IE) e os dados administrativos da Segurança Social e da Caixa Geral de Aposentações. O crescimento homólogo apurado em Contas Nacionais no 1.º semestre do ano (1,6% ou 166 mil pessoas) compara desfavoravelmente com os dados administrativos para a população remunerada (2,1% ou 199 mil), e particularmente com as estimativas mensais do IE para o mesmo período (2,7% ou 271 mil). A projeção do CFP compatível com o IE é de um crescimento do emprego de 2,8% em 2025, superior aos 1,3% de 2024.

[10] Consultar Leal, Martins e Marujo (2024).

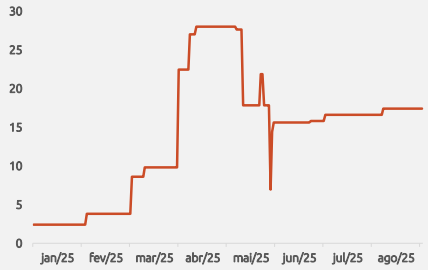
[11] Durante o período de suspensão foi aplicada uma tarifa mínima de 10% à generalidade das importações dos EUA.

EUA. Desta forma, após a subida para 28% em abril, a tarifa efetiva média das exportações para os EUA reduziu-se ligeiramente para 17% em julho, o que compara com 2,4% em janeiro (Gráfico 2). A dimensão geoeconómica da condução da política comercial norte-americana fica demonstrada na sua utilização como instrumento de política externa primordial (e.g. coerção na importação de petróleo russo; na definição de uma política digital autónoma pela UE, entre outros), estando a sua volatilidade e permeabilidade aos eventos refletida no Gráfico 2.

Em julho, a UE e os EUA alcançaram um acordo comercial que introduziu uma tarifa limite sobre a maioria das exportações europeias.[12] O compromisso europeu inclui o objetivo de eliminar de forma progressiva as barreiras à importação de bens industriais norte-americanos e aumentar a importação de bens energéticos e *chips*. Para a generalidade das exportações europeias, ficou acordado um teto limite, cujo valor será o mais elevado entre 15% e a tarifa *most-favoured-nation*[13] (MFN). Existe também o compromisso norte-americano de aplicar a MFN aos produtos farmacêuticos, recursos naturais não disponíveis nesse país (por exemplo, cortiça) e componentes da indústria de aviação. Segundo as estimativas *do Kiel Institute*[14],que não incluem o impacto negativo da incerteza, o acordo pode significar uma redução de 0,1% na atividade económica da UE no curto-prazo. A exposição de Portugal à economia dos EUA foi explorada em detalhe na Caixa 4 do PEO 2025-2029.

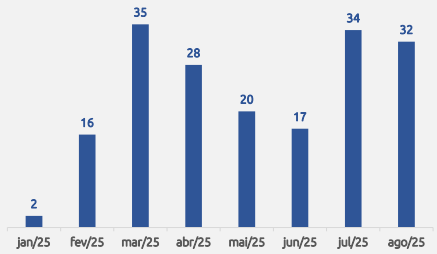
Gráfico 2 – Política comercial dos EUA, desde o início de 2025

Tarifa efetiva média das importações dos EUA



Fonte: Yale Budget Lab.

Número de iniciativas da administração dos EUA (janeiro a agosto de 2025)



Fonte: Council on Foreign Relations. Nota: iniciativas relacionadas com política comercial em cada mês.

A economia mundial apresenta-se resiliente a estes sucessivos choques, perspetivando-se um crescimento moderado nos próximos anos. De acordo com a atualização de julho das projeções do FMI,[15] o PIB mundial deverá crescer 3,0% em 2025 e 3,1% em 2026.[16] Não obstante o impacto positivo da antecipação de compras, a incerteza da política comercial (quanto ao âmbito geográfico, sectorial, nível das tarifas e previsibilidade) penaliza o crescimento do comércio internacional. Após o aumento de 3,5% registado em 2024, as últimas projeções do FMI apontam para um abrandamento do crescimento do comércio para 2,6% em 2025 e 1,9% em 2026, uma degradação significativa face ao crescimento médio superior a 3,0% esperado no início do ano (Gráfico 3). A incerteza destes números é, ainda

[12] Após o anúncio do acordo, informação mais detalhada foi publicada no dia 21 de agosto.

[13] A tarifa da nação mais favorecida (em inglês, *most-favoured-nation*) é a taxa alfandegária base que uma determinada economia aplica, de forma não discriminatória, aos restantes membros da Organização Mundial do Comércio (OMC), salvo no caso em que exista um acordo comercial preferencial com condições mais favoráveis.

[14] Hinz, Mahlkow e Wanner (2025).

[15] FMI (2025).

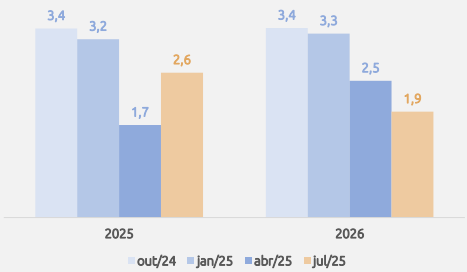
[16] A projeção de crescimento é inferior ao crescimento registado em 2024 (3,3%) e à média registada ao longo da década que precedeu a crise pandémica (3,7%).

assim, patente no grau de volatilidade mais elevado do que o habitual das projeções, sublinhando a persistência de riscos descendentes ao cenário central (ver Secção 2.3).

Para a área do euro, as previsões mais recentes apontam para que o crescimento do PIB seja 1,2% em 2025, mantendo-se anémico no médio prazo. Em setembro, as projeções do BCE apontavam para um crescimento de 1,2% em 2025, 1,0% em 2026 e 1,3% em 2027.[17] No médio prazo, o crescimento deverá ser suportado pelos recentes anúncios de política orçamental expansionista, em especial na Alemanha (centrada em infraestruturas e no sector da defesa) e pela recuperação do rendimento disponível real das famílias. Em sentido inverso, o contexto externo mais adverso penaliza a economia europeia, tal como a forte apreciação do euro face ao dólar na competitividade das exportações europeias.[18] No caso da inflação, a diminuição dos preços dos bens energéticos motivou as revisões em baixa de 0,3 p.p. na projeção para a inflação em 2025 e 2026, para 2,0% e 1,6%, respetivamente, mantendo-se a projeção de 2,0% em 2027.

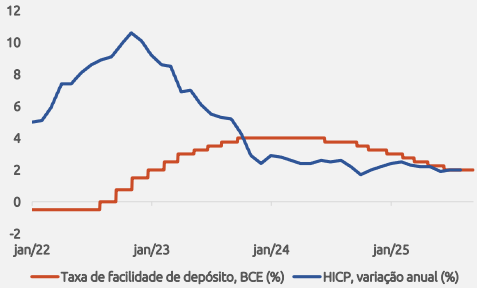
Gráfico 3 – Evolução das projeções para o comércio mundial, da taxa de juro de referência e inflação

Projeções para o crescimento do comércio mundial (2025 - 2026, %)



Fonte: FMI - *World Economic Outlook.*

Taxa de facilidade de depósito do BCE e do HICP (jan/22 - ago/25)



Fonte: Macrobond e BCE.

Com a taxa de inflação a atingir valores em linha com o objetivo de política monetária, o BCE optou por manter as taxas de juro de referência inalteradas em julho e setembro. Após um ciclo de oito reduções consecutivas de 25 pontos base, iniciado em junho de 2024, a taxa de juro da facilidade permanente de depósito reduziu-se para metade até junho deste ano (de 4,0% para 2,0%). De acordo com o comunicado de política monetária, esta decisão está alinhada com uma diminuição das pressões inflacionistas de origem interna, com os salários a crescerem mais moderadamente.[19] A transmissão do ciclo de reduções é visível na evolução da Euribor a 3 meses (Gráfico 4).

As pressões inflacionistas de origem externa são aliviadas pela perspetiva de descida do preço das matérias-primas energéticas, conforme sinalizado pelos mercados de futuros. Em junho, a "guerra dos doze dias", entre Israel e a República Islâmica do Irão, resultou num aumento significativo, embora temporário, do preço das matérias-primas energéticas, com o petróleo e o gás natural a registarem um pico nesse mês (Gráfico 4). Desde então, os preços retomaram a sua trajetória descendente. No caso do petróleo, a descida é também suportada pela perceção de baixo risco de interrupção no Estreito de Ormuz e pelos aumentos de produção anunciados recentemente pela OPEP+. Para a redução esperada do preço do gás natural contribui o plano da UE para flexibilizar os objetivos para o

[17] BCE (2025b).

[18] Segundo as simulações do BCE, uma trajetória de apreciação continuada do euro, para valores em torno de 1,24 dólares por euro em 2026 e 1,28 em 2027, pode significar um impacto acumulado negativo de 0,4 p.p. no crescimento do PIB real. BCE (2025b) – *"Alternative exchange rate paths"*.

[19] BCE (2025a).

armazenamento de gás e a expectativa do aumento da oferta global de gás natural liquefeito com origem nos EUA. Ressalva-se a possibilidade de que, em 2027, se registe um aumento temporário dos preços dos bens energéticos, por via da implementação do novo "*Emissions Trading System*" (ETS2) para o aquecimento de edifícios e combustíveis, que não se encontra refletido nos mercados de futuros.[20]

Quadro 2 – Hipóteses técnicas para o enquadramento externo

	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Hipóteses técnicas						
Procura externa (variação, %)	1,6	2,3	1,9	2,4	2,5	2,5
Preço das exportações dos principais parceiros	0,7	1,3	0,9	1,1	1,3	1,4
Taxa de juro de curto prazo (Euribor 3M, %)	3,6	2,2	1,9	1,9	2,1	2,3
Taxa de câmbio EUR-USD	1,08	1,13	1,17	1,17	1,17	1,17
Preço do petróleo (Brent, Eur)	73,6	61,2	56,3	56,4	57,0	57,6
Preço do Gás Natural (€/MWh)	34,4	35,3	27,7	25,1	24,3	21,1
População em idade ativa (15-74 anos, final do ano, variação, %)	0,9	1,2	0,5	0,2	0,0	-0,1
Contr. saldo natural	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8
Contr. saldo migratório	1,4	1,8	1,1	0,8	0,7	0,6

Fontes: BdP, CE, FMI, Macrobond e estimativas CFP. | Nota: A hipótese técnica para a taxa de câmbio EUR-USD pressupõe a manutenção ao longo do horizonte de projeção dos níveis médios observados nas duas semanas anteriores à data de fecho da informação (8 de setembro). A hipótese técnica para o preço do petróleo assenta nos contratos de futuros do barril de Brent em USD. A evolução da taxa Euribor a 3 meses tem por base as expetativas implícitas nos contratos de futuros para os anos 2025-2029.

Neste contexto, relativamente às hipóteses técnicas subjacentes ao cenário (Quadro 2)**:**

- A hipótese para a procura externa incorpora as últimas projeções do FMI para o crescimento das importações dos principais parceiros comerciais da economia portuguesa, estimando-se que cresça 2,3% este ano e 1,9% em 2026. Tal traduz uma ligeira melhoria para 2025 (+0,1 p.p.), mas um impacto negativo significativo em 2026 (-0,5 p.p.) em comparação com o cenário de abril. Relativamente às tarifas, assume-se que as políticas alfandegárias, mesmo as de natureza dita temporária, se mantêm inalteradas;

- Dada a estimativa da população residente no primeiro semestre de 2025, estima-se uma evolução positiva e superior à assumida em abril do saldo migratório. Este resultado justifica a revisão em alta da hipótese para o crescimento da população em idade ativa em todo o horizonte;

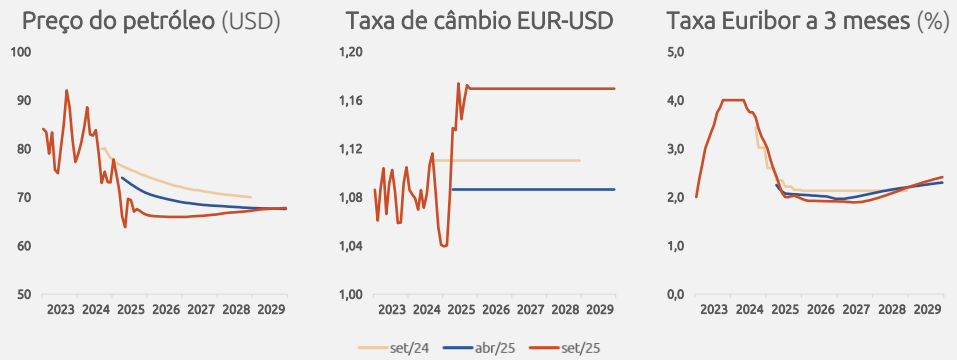
- Reflexo das expetativas atuais dos mercados de matérias-primas, os preços dos bens energéticos foram revistos em baixa face a abril. Para 2025, assume-se que o preço do barril de petróleo diminui 17% face a 2024, sendo esperada nova redução anual de 8% em 2026 (com posterior ligeiro aumento de 1% para 2027-29). Para 2025, o preço de gás natural deve aumentar 3% face a 2024, sendo esperada uma redução anual de 22% em 2026 (e nova redução de 15% para 2027-29);

- Em linha com o mercado de futuros, a evolução Euribor a 3 meses foi atualizada para um valor inferior em cerca de 25 pontos base no horizonte de projeção, traduzindo uma política monetária mais acomodatícia na segunda metade de 2025;

[20] As licenças de emissão serão transacionadas e o seu preço será determinado pelo mercado. Os fornecedores a montante terão de pagar pelas emissões dos seus produtos, sendo provável que repercutam os custos no consumidor BCE (2024).

- Por fim, a hipótese para a taxa de câmbio do euro face ao dólar foi revista em alta (de 1,08 para 1,13 em 2025 e de 1,09 para 1,17 no médio prazo), significando uma apreciação cambial na ordem dos 7% face ao anteriormente assumido.

Gráfico 4 – Hipóteses técnicas



Fonte: Macrobond.

2.2 Projeções do CFP para 2026-2029

O crescimento da economia portuguesa deverá abrandar em 2026. Antecipa-se que a atividade económica expanda 1,8%, o que traduz uma desaceleração, ainda que ligeira, face a 2025 (-0,1 p.p.). Comparativamente ao cenário subjacente ao PEO 2025-2029 de abril, a atual projeção representa uma revisão em baixa mais expressiva, de aproximadamente 0,2 p.p.. Esta revisão resulta, sobretudo, da incorporação das últimas projeções, menos favoráveis, para a procura externa dirigida à economia portuguesa.

Quadro 3 – Contributos líquidos de importações para o crescimento do PIB em volume (p.p.)

	2024	2025	2026	2027	2028	2029
PIB real (variação, %)	**1,9**	**1,9**	**1,8**	**1,6**	**1,8**	**1,8**
Procura interna	1,4	1,6	1,8	1,1	1,3	1,2
Consumo privado	1,0	1,7	0,5	0,9	0,8	0,8
Consumo público	0,0	0,3	0,2	0,1	0,0	0,1
Investimento	0,4	-0,4	1,1	0,1	0,5	0,3
Exportações	0,5	0,3	0,0	0,5	0,5	0,6

Fonte: Projeções e cálculos CFP. Para mais detalhes relativamente ao cálculo dos contributos líquidos de importações, consultar o explicador "*Contributos para o crescimento do PIB real líquidos de importações*", publicado no site do CFP.

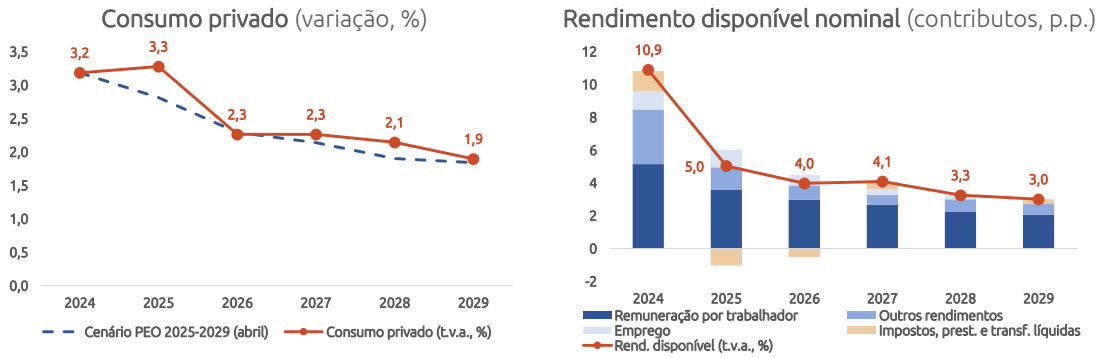
As perspetivas de um crescimento de médio prazo de 1,8% mantêm-se inalteradas face ao anterior exercício de projeção. Para 2027, a desaceleração mais expressiva do crescimento, para 1,6%, resulta do término do ciclo de investimentos associados ao PRR (Quadro 3). Para 2028 e 2029 projeta-se uma estabilização do crescimento em 1,8%. Não se perspetiva que a revisão em baixa do crescimento em 2025-2026 seja compensada por crescimentos da atividade mais elevados nos anos seguintes, traduzindo-se por isso numa revisão em baixa permanente do nível de PIB. Tal fica a dever-se a taxas de investimento público inferiores, em todo o horizonte, bem como a um peso das exportações no PIB mais baixo.

Evolução das componentes do PIB

O consumo privado deverá abrandar de forma expressiva em 2026, para 2,3% (Gráfico 5). Esta dinâmica resulta de um menor crescimento do rendimento disponível nominal, em especial durante a primeira metade do ano face à segunda metade de 2025, na sequência do esperado aumento das notas de cobrança de IRS e redução de reembolsos, após as alterações nas tabelas de retenção na fonte implementadas no final de 2025. Contribuem também crescimentos inferiores do emprego e das remunerações por trabalhador, num contexto de aproximação da taxa de desemprego a mínimos históricos e de níveis de inflação mais baixos, bem como por uma redução do saldo migratório, com impacto num menor aumento da população em idade ativa.

Projeta-se uma redução gradual da taxa de poupança até 2029, ainda que permaneça elevada numa perspetiva histórica. Em 2027, a dinâmica do consumo privado deverá permanecer relativamente estável, suportada por efeitos pontuais com impacto nos impostos sobre o rendimento, antes de encetar uma trajetória de desaceleração. Crescimentos mais moderados do consumo são motivados por um maior alinhamento dos ganhos salariais com a produtividade do trabalho e, no caso do emprego, aumentos limitados por um perfil demográfico desfavorável. A manutenção de taxas de poupança elevadas, particularmente face aos anos que precederam a pandemia é, também, incentivada por taxas de juro mais elevadas.[21]

Gráfico 5 – Consumo privado e rendimento disponível



Fontes: INE; Projeções e cálculos CFP.

O consumo público acelera em 2026, seguindo-se crescimentos reais contidos nos anos seguintes. Projeta-se um aumento de 2,6% do consumo público em 2026, e um abrandamento para 1,2% em 2027. Esta dinâmica decorre não apenas na evolução do emprego público e das remunerações por trabalhador, mas também do perfil do consumo intermédio, que neste período deverá ser especialmente influenciado pela execução do PRR, assim como dos contratos de parcerias público-privadas (PPPs). Nos anos seguintes, o ritmo de crescimento do consumo público deverá permanecer moderado, com contributos nulos para o crescimento da atividade económica (Quadro 3).

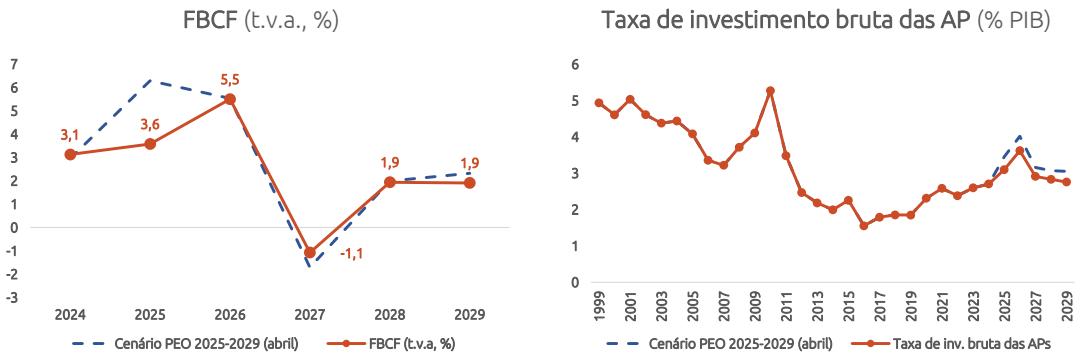
[21] Entre 2015 e 2019, a taxa de poupança situou-se em 7,1%, em média.

O investimento deverá apresentar-se como a componente mais dinâmica da procura interna em 2026, com uma aceleração para 5,5% (Gráfico 6). À semelhança do sucedido em 2025, a dinâmica de investimento em 2026 decorre do perfil de execução assumido para o PRR que deverá determinar uma forte expansão do investimento público, de cerca de 20% em termos reais. Já o investimento privado deverá acelerar de uma forma menos expressiva, beneficiando de melhores condições de financiamento e de uma menor incerteza, tanto interna como externa.

Este dinamismo é limitado no tempo, com uma contração de 1,1% da FBCF em 2027. Antecipa-se uma forte redução na execução de fundos associados ao PRR, que não deverá ser compensada na sua totalidade nem por um aumento da execução dos fundos associados ao PT2030, nem por um incremento do investimento público com financiamento nacional. Em resultado desta redução de transferências líquidas da União Europeia, projeta-se uma contração significativa da FBCF pública, cujo rácio em percentagem do PIB deverá reduzir-se para 2,9% (de 3,6% em 2026). Em contrapartida, a componente privada deverá continuar a beneficiar das condições de financiamento menos restritivas e do dinamismo da procura externa.

Antecipa-se um crescimento da FBCF de 1,9%, em média, no período 2028-2029. A taxa de investimento privado deverá recuperar ligeiramente, aproximando-se do observado em 2019, fruto de uma melhoria das margens de rentabilidade. Esta perspetiva contrasta com a projeção de contração em ambos os anos para o investimento público real, após a quebra já projetada para 2027.

Gráfico 6 – FBCF e taxa de investimento das Administrações Públicas



Fontes: INE; Projeções e cálculos CFP.

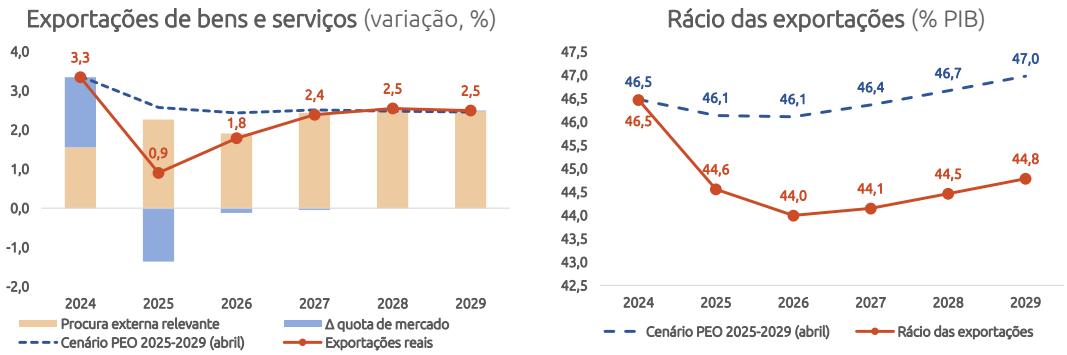
Antecipa-se uma aceleração das exportações em 2026, para 1,8%, e uma estabilização em torno de 2,5% nos anos seguintes (Gráfico 7). A aceleração face a 2025 é suportada por perspetivas de crescimento mais favoráveis na União Europeia, nomeadamente em virtude de incrementos na despesa militar e em infraestruturas.[22] A projeção para o próximo ano representa uma revisão em baixa – de 0,6 p.p. – comparativamente à projeção de abril, e decorre da incorporação das últimas projeções para o crescimento dos principais parceiros comerciais da economia portuguesa. Não são projetadas alterações significativas na evolução da quota de

[22] A título de exemplo, as últimas projeções do Kiel Institute (Kiel Institute, 2025) para a economia alemã antecipam um crescimento do PIB de 1,3% em 2026, após a estagnação (0,1%) registada em 2025.

mercado das exportações. Para 2027-2029, as estimativas para a procura externa e exportações encontram-se alinhadas com os valores publicados em abril. Em resultado, o rácio das exportações no PIB deverá convergir para valores em torno de 45%, inferiores aos 47% estimados anteriormente.

A dinâmica das importações acompanha a das componentes da atividade com maior conteúdo importado, nomeadamente o investimento e, em menor escala, o consumo privado. Assim, o crescimento das importações deverá diminuir gradualmente até 1,6% em 2027, e estabilizar em torno de 2,2% nos dois anos seguintes. Em resultado, o peso das importações na procura global – que traduz a intensidade importadora da economia – deverá permanecer relativamente estável.

Gráfico 7 – Exportações

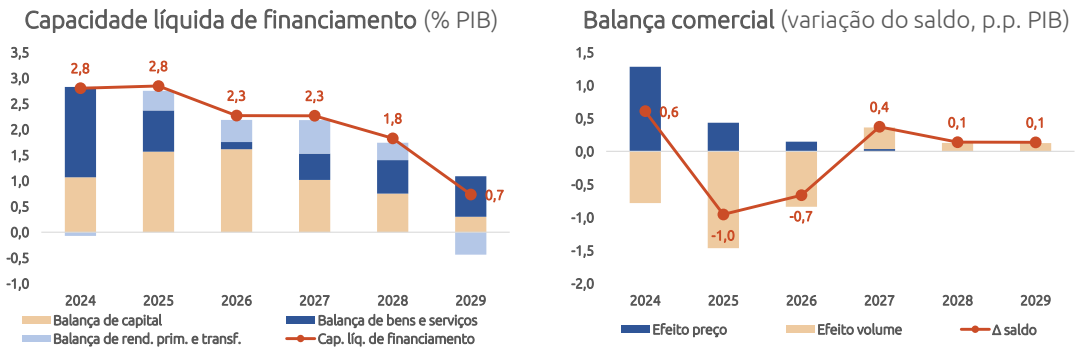


Fontes: INE e FMI; Projeções e cálculos CFP.

Sector externo

Em 2026, a economia portuguesa deverá continuar a apresentar uma significativa capacidade líquida de financiamento face ao exterior suportada pelo influxo de fundos europeus. A projeção de um excedente de 2,3% do PIB traduz uma redução de 0,4 p.p. face a 2025 (Gráfico 8). Este decréscimo deverá resultar, essencialmente, da evolução da balança de bens e serviços, cujo saldo positivo deverá diminuir 0,7 p.p. para 0,1% do PIB. O influxo de fundos comunitários estimado em 2,7% do PIB durante o ano aumenta face aos 2,4% estimados para 2025 e beneficia os saldos da balança de rendimentos primários e transferências e da balança de capital.

Gráfico 8 – Sector externo



Fontes: INE; Projeções e cálculos CFP.

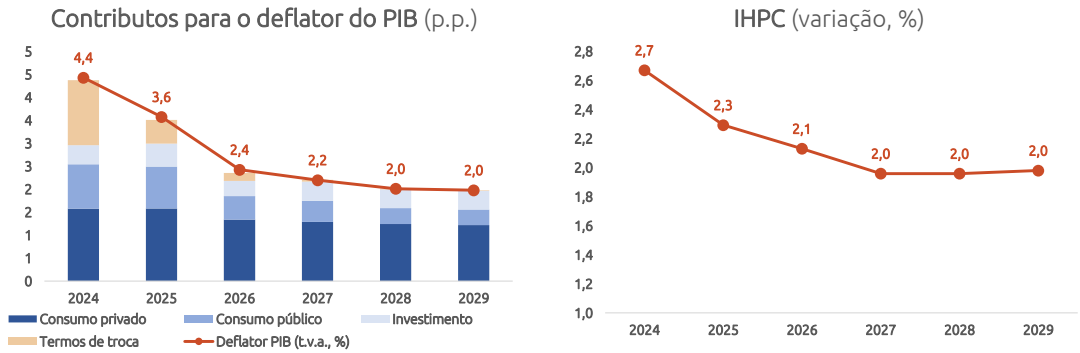
O saldo externo da economia portuguesa deverá manter-se inalterado em 2027, convergindo para 0,7% do PIB em 2029. O maior dinamismo das exportações e a quebra perspetivada na taxa de investimento público, com maior conteúdo importado, beneficiam o saldo da balança comercial. Contudo, esta melhoria não deverá ser suficiente para impedir um perfil descendente para o saldo da balança corrente no médio prazo. A deterioração projetada, e expressiva, no saldo da balança de rendimentos primários e transferências para -0,4% do PIB em 2029, bem como do excedente da balança de capital, está mais uma vez em linha com o perfil de absorção de fundos europeus. Com efeito, excluídos esses fundos, estas balanças estabilizariam em torno de -0,9% do PIB, um nível próximo do observado em 2024. A manutenção de um saldo externo excedentário será determinante para a redução do endividamento externo da economia portuguesa.

Evolução dos preços

Projeta-se que o crescimento do deflator do PIB abrande significativamente em 2026, para 2,4%, convergindo para valores em torno de 2,0% no médio prazo. A desaceleração de 1,2 p.p. face ao valor antecipado para 2025 resulta de um crescimento inferior dos preços na generalidade das componentes da procura interna (Gráfico 9), que se prolongará no restante horizonte. Em particular, destaque para o deflator do consumo público, para o qual se projeta um crescimento de 3,0% no próximo ano e 2,7% em 2027, alinhado com a moderação perspetivada para as remunerações por trabalhador nas Administrações Públicas. Esta projeção decorre, também, da redução esperada do contributo positivo dos termos de troca, que se vinha a observar desde 2023. Com a redução das pressões sobre o nível de preços, quer internas, quer externas, projeta-se uma inflação, medida pelo IHPC, de 2,1% em 2026 e a sua posterior estabilização em torno de 2,0%, em linha com o objetivo de estabilidade de preços do BCE.

A conjugação dos efeitos de volume e preço do PIB deverá resultar num ritmo de crescimento do PIB nominal de 4,3% em 2026. Nos anos seguintes, projetam-se crescimentos inferiores, em torno de 3,8%.

Gráfico 9 – Indicadores de preços



Fontes: INE; Projeções e cálculos CFP.

Mercado de trabalho

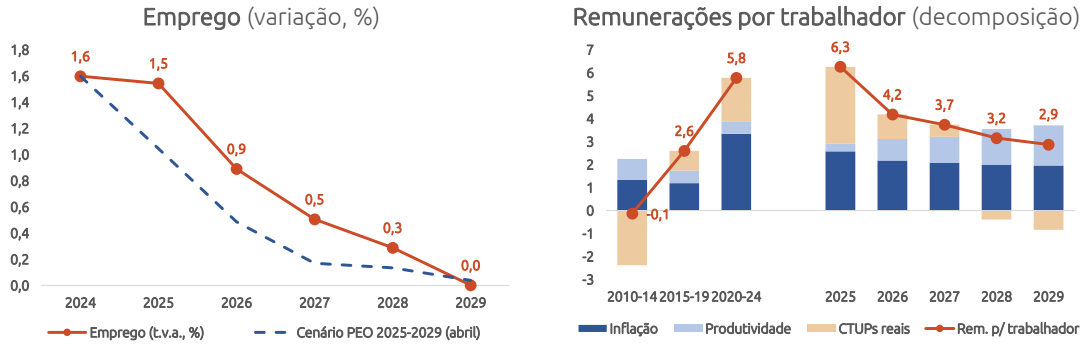
O crescimento do emprego deverá abrandar para 0,9% em 2026, projetando-se um crescimento nulo em 2029 (Gráfico 10). Esta projeção é mais favorável face ao apresentado em abril, devido a pressupostos atualizados para a evolução da população em idade ativa, bem como de uma evolução menos positiva da produtividade por trabalhador.

As dinâmicas do mercado de trabalho deverão continuar a refletir as fortes condicionantes demográficas presentes na economia portuguesa. Destaque-se, em particular, saldos naturais crescentemente negativos, apenas mitigados por saldos migratórios positivos, apesar de decrescentes, ao longo do quinquénio 2025-2029. Adicionalmente, apesar de se assumir uma trajetória ascendente da taxa de participação, que poderá fixar-se em valores próximos de 69% no médio prazo, os níveis historicamente elevados desta limitam aumentos de dimensão equivalente aos registados nos últimos anos. Numa perspetiva cíclica, os fatores que apoiaram o emprego mais do que o habitual nos últimos anos, como a retenção de mão de obra devido a uma escassez significativa deste fator produtivo, mantêm-se. Como resultado, projeta-se que a taxa de desemprego se situe em 6% em 2026, diminuindo ligeiramente para valores próximos de 5,8% em 2029.

O aumento da produtividade aparente do trabalho é essencial à materialização da projeção de crescimento da economia. Com efeito, projeta-se que o PIB gerado por trabalhador cresça 0,9% em 2026 (após 0,3%, tanto em 2024 como em 2025), ganhando dinamismo crescente nos restantes anos, uma projeção acima da média de 0,8% verificada entre 2000 e 2019. Para esta alteração de paradigma contribui o aumento do nível médio de qualificações da população, a redução do endividamento das empresas e o aumento do capital disponível por trabalhador, suportado pelo aumento do investimento.

Em paralelo, as remunerações médias por trabalhador deverão registar crescimentos mais alinhados com os aumentos de produtividade da economia. Para 2026, com a moderação da inflação registada nos anos anteriores refletida na negociação salarial, projetam-se ganhos nas remunerações por trabalhador de 4,2%, fixando-se em torno de 2,9% no médio prazo (Gráfico 10). Esta desaceleração gradual deverá incidir sobretudo no sector privado. Após atingir um pico em 2027, o peso das remunerações no PIB deverá reduzir-se ligeiramente, mas manter-se em níveis historicamente elevados.

Gráfico 10 – Indicadores do mercado de trabalho



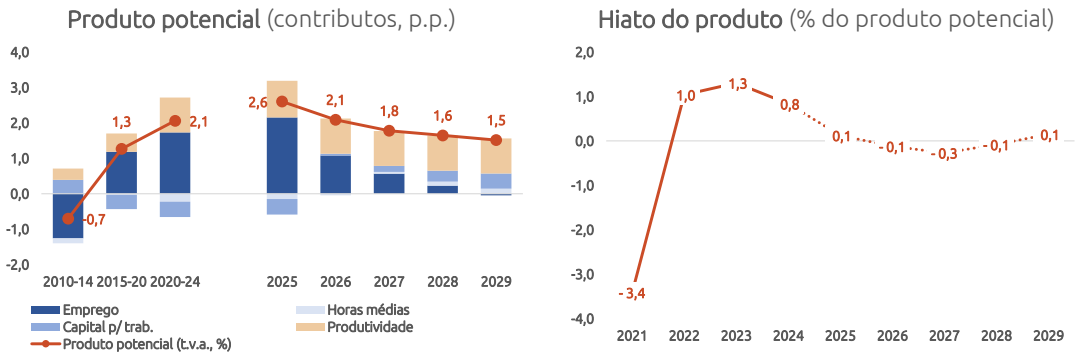
Fontes: INE; Projeções e cálculos CFP.

Produto potencial e hiato do produto

O ritmo de crescimento potencial da economia portuguesa desacelera de forma expressiva ao longo do horizonte de projeção. Tendo por base a metodologia comum acordada na União Europeia, projeta-se um ritmo de crescimento potencial do PIB em torno de 2,3% em 2025, diminuindo para 1,5% em 2029 (Gráfico 11). Este abrandamento deverá resultar sobretudo de um menor contributo do fator trabalho, em virtude das perspetivas para a população em idade ativa e para a taxa de atividade. Apenas saldos migratórios superiores aos assumidos nas hipóteses técnicas deste exercício permitirão alterar esta perspetiva. Dada a estabilização do contributo da produtividade total de fatores no mesmo período em 1,0 p.p., o contributo positivo do capital por trabalhador é fundamental para evitar uma desaceleração mais acentuada do potencial de crescimento.

O atual cenário não antecipa desvios significativos do nível do PIB face ao seu potencial. Estima-se que o hiato do produto seja marginalmente negativo entre 2025 e 2027, pelo efeito combinado de um crescimento das exportações inferior ao da atividade, bem como pela quebra do investimento gerada pelo término do PRR. Nos anos subsequentes, estima-se que o hiato convirja gradualmente para níveis próximos do equilíbrio (Gráfico 11).

Gráfico 11 – Desenvolvimentos cíclicos da economia



Fonte: Cálculos CFP. | O contributo da produtividade refere-se à produtividade total dos fatores (TFP).

2.3 Riscos e incerteza

Os condicionalismos que contribuíram em abril para um enquadramento de maior imprevisibilidade mantêm-se relevantes. Assim, o CFP continua a considerar os riscos em torno do cenário macroeconómico central como predominantemente descendentes no caso do crescimento da atividade económica e globalmente equilibrados para a inflação.

Na **vertente externa**, destacam-se:

- A **instabilidade em torno da governação das relações comerciais com os EUA**. Não obstante o acordo anunciado entre os EUA e a UE, são necessários vários passos legislativos para a efetivação dos compromissos estabelecidos. Apesar de, teoricamente, ser possível entrar numa fase de maior estabilidade nas relações comerciais bilaterais, existem dúvidas quando à capacidade de garantir o seu cumprimento integral, bem como a sua validade no tempo, dada a prática da Administração dos EUA em utilizar a política tarifária como tática negocial em temáticas de diverso tipo. A nova ameaça de retaliação perante eventuais impostos digitais inclui-se neste âmbito. Adicionalmente, o novo *status quo* de uma tarifa de 15% sobre produtos exportados para os EUA pela UE – que compara com os 1,5% anteriores[23] – terá um impacto económico relevante;

- O **aumento da despesa com defesa e infraestruturas na Europa**. Este objetivo e a cronologia para a sua materialização foram expostos no plano ReArm Europe pela Comissão Europeia. De acordo com estimativas da Comissão,[24] o PIB pode ser superior em 0,5% em 2028 face a um cenário de ausência deste aumento; o BCE[25] aponta para um impacto económico semelhante nos cenários alternativos. As estimativas estão sujeitas a uma incerteza considerável, nomeadamente a efetiva materialização da despesa orçamental, a sua dimensão, composição e calendarização, devido a limitações da capacidade de produção e a escassez de mão de obra especializada. Existe também grande variabilidade na literatura económica quanto à dimensão dos multiplicadores orçamentais associados a este tipo de despesa. As análises assumem o financiamento da despesa com dívida, abstraindo-se de possíveis tensões no mercado financeiro se os rácios da dívida pública não forem colocados numa trajetória descendente a médio-prazo;

- A **volatilidade nos mercados financeiros** e, assim, das condições de financiamento, quer das famílias, quer das empresas, particularmente num ambiente de maior aversão ao risco. Na área do euro, níveis de dívida pública mais elevados, juntamente com as necessidades de financiamento previstas para os próximos anos, em simultâneo com a redução do montante em títulos de dívida pública no balanço do BCE, podem gerar tensões e aumentar os custos de financiamento. Novos focos de instabilidade política, nomeadamente em França, podem

[23] Barata da Rocha, Boivin e Poitiers (2025).

[24] CE (2025) - '*The economic impact of higher defence spending*".'

[25] Checherita-Westphal *et al.* (2025).

exacerbar estes aumentos. Adicionalmente, têm persistido os alertas quanto a uma possível sobrevalorização dos ativos financeiros;[26]

- A existência de **múltiplos conflitos armados** ativos, num contexto de menor cooperação internacional. Desde abril, foram vários os exemplos no panorama geopolítico que reforçaram a pertinência deste fator como risco relevante para a conjuntura económica, nomeadamente no Médio Oriente. Para além do seu custo humano, estes conflitos podem desencadear um impacto desestabilizador no nível dos preços das matérias-primas energéticas e alimentares e no preço do transporte de mercadorias.

Na **vertente interna**, destacam-se:

- Os **custos humanos e materiais com eventos climáticos extremos.** Em abril, o CFP assinalou a crescente frequência destes fenómenos (CFP, 2025). No caso de Portugal, a dimensão dos fogos florestais durante o verão reavivou a importância de considerar o impacto económico destes eventos, tanto no curto como no médio-prazo. Vários cenários climáticos apontam para o aumento da sua severidade, e a combinação das características do clima, de ocupação do solo e de gestão territorial tornam o risco de incêndios florestais em Portugal um risco latente e crescente.[27] Para além das perdas de propriedade, destruição de infraestruturas críticas, redução da produção no sector agro-florestal, há ainda que considerar a redução do turismo (atual e futuro) nas áreas afetadas,[28] a perda de valor dos ativos residenciais e a degradação dos ecossistemas. A estes, acrescem os custos com a saúde das populações, particularmente por não se tratar de ocorrências isoladas, mas repetidas no tempo;[29]
- A possibilidade de o **investimento** público crescer a um ritmo inferior ao esperado, em particular por atrasos adicionais na implementação financeira do PRR. Estando o cenário macroeconómico dependente do estímulo positivo do investimento público para a sua materialização, este risco é relevante. Acresce que a taxa de investimento empresarial tem registado uma trajetória descendente desde 2022.[30] Em Portugal, o capital disponível por trabalhador apresentava o terceiro valor mais baixo da área do euro em 2022, correspondendo a cerca de 50% da média. Reverter esta tendência é essencial para aumentar a produtividade;
- O **consumo das famílias** pode aumentar mais do que o projetado, se se verificar uma maior propensão ao consumo do que a antecipada, particularmente no contexto de medidas pro-cíclicas de estímulo ao rendimento adotadas recentemente. Ainda assim, é de assinalar que o ritmo atual de aumento do

[26] FMI (2025a).

[27] OCDE (2023).

[28] Uma análise recente de Otrachshenko e Nunes (2021), com dados de 278 municípios portugueses entre 2000 e 2016, encontrou impactos mensuráveis das áreas ardidas e a sua persistência no tempo.

[29] Ver Barbosa *et al.* (2024).

[30] Consultar para uma análise detalhada sobre o tema, CFP (2025), 'Caixa 3 – Taxa de investimento empresarial: uma análise da sua evolução recente'. Perspetivas Económicas e Orçamentais 2025-2029, abril.

endividamento das famílias traduz-se numa reversão da trajetória de desalavancagem registada desde 2012;

- O **crescimento do emprego** pode continuar a surpreender pela positiva, pelo efeito combinado de saldos migratórios mais expressivos e um maior aumento da taxa de participação. De acordo com o EUROPOP, até 2029, estima-se que entrarão na idade da reforma cerca de 692 mil trabalhadores, enquanto entrarão apenas 562 mil jovens na população em idade ativa, o que representa um declínio acumulado de 2,3% na população ativa. Em contrapartida, alterações na política de migração, com impacto nos fluxos migratórios, podem configurar um risco descendente.

Caixa 2 – Projeções e previsões para a economia portuguesa

Nesta Caixa são apresentadas as projeções para a economia portuguesa publicadas pelas principais instituições nacionais e internacionais até setembro. Na comparação dos cenários das diferentes instituições importa acautelar terem sido realizados em diferentes momentos do tempo (com informação de base diferenciada)[31] e considerarem diferentes metodologias e hipóteses técnicas.

Para o ano de 2025, a maioria das instituições antecipa um crescimento da economia portuguesa inferior a 2,0%. Estas projeções sofreram revisões em baixa ao longo do ano, com a média ponderada a diminuir para 1,9% (2,2% em abril). Essas revisões foram influenciadas pela contração em cadeia de 0,4% verificada no 1.º trimestre, bem como pela deterioração das expetativas para as exportações e investimento, em parte compensada por uma evolução mais favorável do consumo privado (ver Quadro 4 e Gráfico 12). Assim, o intervalo de projeções alargou, com o crescimento do PIB em 2025 a ficar compreendido entre os 2,4% projetados pelo MF e os 1,6% avançados pelo BdP.

Para o ano de 2026, as expetativas para o crescimento da economia mantiveram-se relativamente estáveis. Com efeito, as projeções sugerem que a revisão do crescimento em 2025 deverá ser apenas temporária, mantendo-se a média das projeções para 2026 em torno dos 2,0%. Tal reflete a confluência de dois fenómenos: por um lado, uma revisão em baixa da projeção média das exportações, tanto em 2025 (de 3,0% para 1,6%) como em 2026 (de 3,0% para 2,3%); por outro, a resiliência da procura interna, tal como ilustrada nas perspetivas para o consumo privado, com a média das projeções a indicar um crescimento de 2,1%. Ainda assim, é de assinalar uma maior divergência entre as expetativas das diferentes instituições.

No restante horizonte de projeção é comum a desaceleração gradual do crescimento do PIB, convergindo para valores entre 1,6% e 1,8% em 2029. Esta dinâmica é compatível com um abrandamento no ritmo de criação de emprego, para valores inferiores a 0,5%, salientando a importância da produtividade enquanto principal motor do crescimento da economia.

[31] Por exemplo, apenas o cenário do CFP incorpora a informação das Contas Nacionais Trimestrais relativas ao segundo trimestre de 2025, publicadas pelo INE no passado dia 29 de agosto.

Quadro 4 – Outras projeções e previsões macroeconómicas para a economia portuguesa

Ano	2024	2025					2026				2027		2028	2029
Instituição		FMI	MF	CE	OCDE	BdP	FMI	CE	OCDE	BdP	FMI	BdP	FMI	FMI
Data de publicação	ago/25	abr/25	abr/25	mai/25	jun/25	jun/25	abr/25	mai/25	jun/25	jun/25	abr/25	jun/25	abr/25	abr/25
PIB real e componentes (variação, %)														
PIB	1,9	2,0	2,4	1,8	1,9	1,6	1,7	2,2	1,9	2,2	1,5	1,7	1,6	1,6
Consumo privado	3,2	-	2,4	3,3	2,8	2,2	-	2,8	1,6	2,0	-	1,9	-	-
Consumo público	1,1	-	1,7	1,2	1,2	1,0	-	1,2	1,0	1,0	-	0,7	-	-
Investimento (FBCF)	3,1	-	4,4	3,5	3,2	2,1	-	4,3	3,7	5,8	-	0,1	-	-
Exportações	3,3	2,0	2,2	1,7	1,3	1,7	1,9	2,8	2,6	2,6	1,9	2,9	1,9	1,8
Importações	5,1	2,9	2,8	4,3	2,3	3,4	2,7	4,1	2,7	3,2	2,1	2,2	2,4	2,2
Contributos para o crescimento real do PIB (p.p.)														
Procura interna	2,7	-	2,7	2,9	2,4	-	-	2,8	2,0	-	-	-	-	-
Exportações líquidas	-0,8	-	-0,3	-1,1	-0,6	-	-	-0,5	0,0	-	-	-	-	-
Preços (variação, %)														
Deflator do PIB	4,4	2,6	2,7	3,1	2,5	2,7	2,3	2,2	2,1	2,4	2,1	2,4	2,1	2,1
IHPC	2,7	1,9	2,4	2,1	2,1	1,9	2,1	2,0	2,1	1,8	2,0	1,9	2,1	2,0
PIB nominal														
Variação (%)	6,4	4,7	5,2	4,9	4,4	4,4	4,0	4,5	4,1	4,7	3,6	4,1	3,8	3,8
Nível (mil M€)	285,2	298,5	300,0	299,2	297,8	-	310,6	312,8	310,1	-	321,6	-	333,8	346,4
Mercado de trabalho (variação, %)														
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,5	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,3	6,3	6,4	6,4	6,2	6,4	6,2	6,2
Emprego	1,6	0,5	0,6	1,0	1,8	1,4	0,4	0,9	0,3	0,7	-	0,5	-	-
Produtividade aparente do trabalho	0,3	1,5	1,8	0,7	0,1	0,2	1,3	1,3	1,6	1,5	-	1,2	-	-
Sector externo (% PIB)														
Capacidade líquida de financiamento	2,8	-	3,5	2,4	-	3,9	-	2,0	-	4,5	-	3,0	-	-
Balança de bens e serviços	1,8	-	-	1,4	1,4	1,6	-	1,0	1,4	1,7	-	2,0	-	-

Fontes: 2024: INE (Contas Nacionais Trimestrais). 2025-2029: FMI - *World Economic Outlook*, abril 2025; MF - Relatório Anual de Progresso 2025, abril 2025; CE - *Spring 2025 Economic Forecast*, maio 2025; OCDE - *Economic Outlook Volume 2025 Issue 1, junho 2025*; BdP - Boletim Económico, junho 2025.

As projeções mais recentes apontam para uma criação de emprego em 2025 mais elevada do que antecipado no início do ano e um abrandamento em 2026. A projeção média ponderada para a taxa de crescimento da população empregada em 2025 aumentou de 0,8% em abril para 1,2% em setembro. Para 2026, as projeções situam-se entre os 0,3% da OCDE e os 0,9% da CE. Tal traduz-se num menor dinamismo da produtividade do fator trabalho em 2025, com a OCDE e o BdP (os dois exercícios mais recentes) a projetarem um crescimento de 0,1% e 0,2%, respetivamente (o que compara com valores entre os 0,7% da CE e os 1,8% do MF, publicados no início do ano). As instituições antecipam uma redução na taxa de desemprego em 2025 para 6,4%, após os 6,5% registados em 2024. Para 2026, as perspetivas variam entre uma estabilização (BdP e OCDE) e uma redução marginal de 0,1 p.p. (FMI e CE) face a 2025.

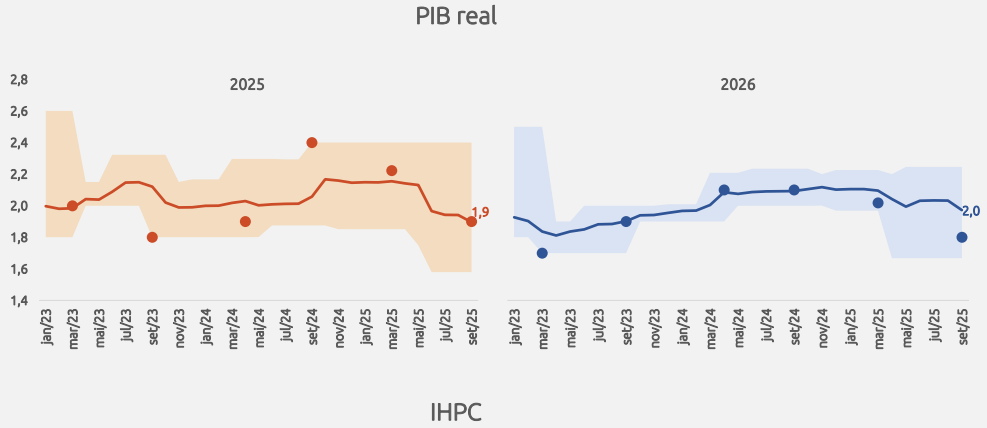
A generalidade das instituições confirma um abrandamento da inflação compatível com o objetivo de política monetária do BCE. Concretamente, as instituições apresentam uma projeção para o crescimento do IHPC em 2025 entre os 1,9% (BdP e FMI) e os 2,4% do MF, que se traduz numa projeção média em torno de 2,1%, inferior aos 2,7% observados em 2024. De igual modo, é antecipado um abrandamento para a taxa de crescimento do deflator implícito do PIB, com as projeções a situarem-se entre os 2,5% da OCDE e os 3,1% da CE, face aos 4,4% do ano anterior.

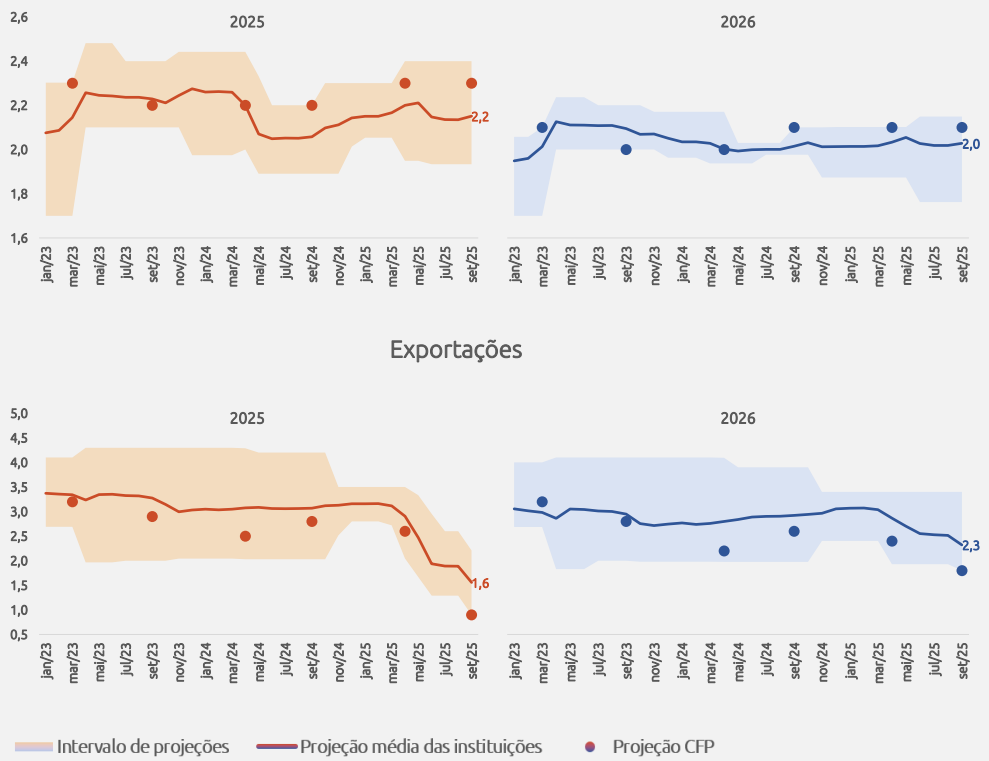
A taxa de inflação deverá abrandar novamente em 2026, com a projeção média a situar-se em 2,0%. A este respeito, observa-se uma relativa homogeneidade entre as projeções individuais das instituições, que se situam entre os 1,8% do BdP e os 2,1% da OCDE e FMI.

Todas as instituições confirmam a manutenção de um excedente das contas externas. Relativamente à capacidade de financiamento da economia portuguesa, que se situou em 2,9% do PIB em 2024, a projeção média das instituições situa-se em torno dos 3,3% para 2025 e 2026.

A informação apresentada nesta Caixa encontra-se em permanente atualização na página de internet do CFP. A atualização desta informação ocorre sempre que seja publicada uma nova projeção e os dados estão disponíveis para consulta ou para a sua utilização em outros projetos de análise, tanto para o resumo das projeções macroeconómicas como para o histórico de projeções por instituição e evolução das projeções médias ponderadas.

Gráfico 12 – Projeções ponderadas para o PIB real e IHPC (taxa de variação anual, %)





Fontes: Relatórios com projeções macroeconómicas entre 2025 e 2026 das seguintes instituições: BdP, CE, CFP, FMI, MF e OCDE. | Nota: Os marcadores sinalizam as projeções do CFP publicadas nos relatórios das Perspetivas Económicas e Orçamentais desde abril de 2023 até ao presente. Para mais detalhe relativamente ao cálculo das projeções médias, 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.

3. PERSPETIVAS ORÇAMENTAIS

3.1 Saldos orçamentais

Saldo orçamental e primário

O ponto de partida da projeção é o excedente orçamental de 0,7% do PIB registado em 2024. Este resultado corresponde à estimativa preliminar apurada pelo INE no âmbito da 1.ª notificação de 2025 do Procedimento relativo aos Défices Excessivos (PDE). [32] Excluindo o impacto da utilização de empréstimos do PRR no saldo preliminar apurado (0,2 p.p. do PIB), o excedente correspondeu a 0,9% do PIB (Gráfico 13).

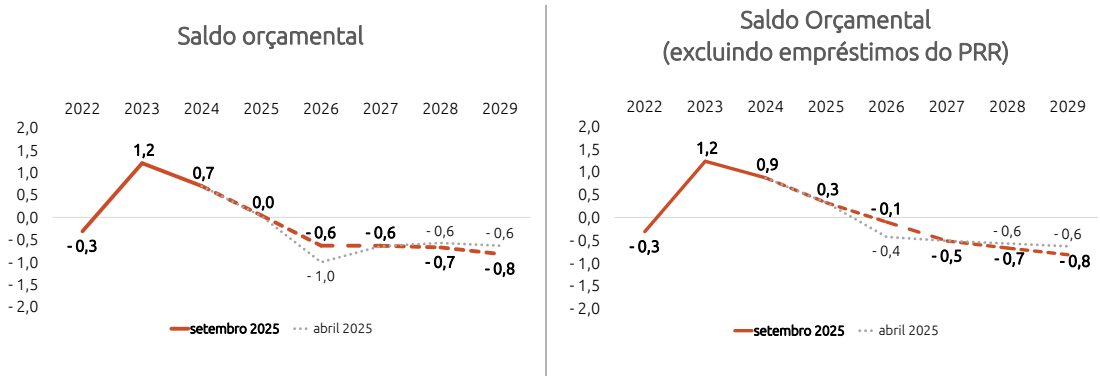
Para 2025, o CFP mantém a perspetiva de um saldo orçamental equilibrado. Em razão de efeitos de revisão de sentido oposto, que se compensam, o CFP não altera o saldo orçamental projetado em abril conforme explicado na Caixa 3, continuando assim a apontar para uma deterioração anual deste indicador em 0,7 p.p. do PIB, determinada inteiramente pela despesa (ver secção 3.2). No entanto, a estimativa para o presente ano permanece sensível quer ao grau de execução do investimento público e da utilização dos empréstimos PRR, quer à evolução da receita fiscal, nomeadamente no que se refere aos montantes das notas de cobrança do IRS e reembolsos do IRC, o eventual adiamento ou não concretização de operações *one-off* e a aplicação de mecanismos de contenção da despesa pública, designadamente a gestão dos fundos disponíveis. Assim, continua a não ser de excluir a possibilidade de se poder verificar um ligeiro excedente. Sem o impacto dos empréstimos PRR, esperar-se-ia um excedente de 0,3% do PIB (Gráfico 13).

Na ausência de novas medidas de política, a projeção orçamental de médio prazo mantém a perspetiva de regresso a défices orçamentais a partir de 2026. Para esta evolução contribui o impacto orçamental negativo de medidas de natureza permanente de aumento da despesa pública e de redução da receita, aplicadas em 2024 e 2025, dirigidas à melhoria dos rendimentos das famílias, dos jovens, dos pensionistas, das empresas e de valorização salarial de vários grupos profissionais da função pública. A penalizar o saldo orçamental acresce ainda a utilização de empréstimos do PRR, projetados pelo CFP em 0,5% e 0,1% do PIB, respetivamente para 2026 e 2027.

Face ao cenário orçamental apresentado pelo CFP em abril de 2025, é efetuada uma revisão em alta do saldo orçamental para 2026, enquanto para 2028 e 2029 a trajetória deste indicador é revista em baixa. Embora com sinais contrários ao longo do período de projeção, os subagregados que contribuem para as principais revisões são a receita fiscal e contributiva, a par da despesa corrente primária e da despesa de capital conforme explicado na Caixa 3.

[32] Esta estimativa poderá ser objeto de revisão, na sequência do apuramento da conta provisória do sector das Administrações Públicas a divulgar pelo INE no próximo dia 23 de setembro, no âmbito da 2.ª notificação do PDE.

Gráfico 13 – Saldo orçamental (em % do PIB)



Fonte: INE. Cálculos e projeções do CFP. | Nota: Os valores para o saldo orçamental e saldo excluindo empréstimos do PRR relativos ao período 2022-2025 encontram-se influenciados pelo efeito de medidas *one-off*, conforme se detalha no Quadro 10 em anexo.

Para 2026 antecipa-se o regresso a uma situação de défice orçamental correspondente a 0,6% do PIB, acentuado pelo recurso a empréstimos do PRR. É esperado que o efeito da utilização dos empréstimos PRR para financiamento de despesa onere em 0,5 p.p. do PIB o saldo orçamental. Expurgado este efeito, assumindo que a despesa financiada dessa forma não seria realizada, o défice seria de 0,1% do PIB em 2026. Deste modo, projeta-se uma deterioração do saldo orçamental de 0,7 p.p. do PIB em 2026 (0,4 p.p. do PIB excluindo os empréstimos do PRR – painel direito do Gráfico 13), refletindo o impacto das medidas permanentes já referidas e os efeitos do cenário macroeconómico. A penalizar a receita fiscal em 2026 destaca-se o impacto integral do novo regime do IRS jovem, bem como a redução da taxa de IRC em 1 p.p. aplicada ao ano económico de 2025, mas com efeito na receita de 2026. Com impacto no acréscimo de despesa pública, destaca-se o agravamento do custo orçamental das medidas de revalorização salarial, que têm um impacto crescente até 2027, bem como a transferência para o orçamento da UE e o aumento de investimento financiado por fundos nacionais.

Para 2027, projeta-se um défice orçamental de 0,6% do PIB. Face ao ano anterior, esta projeção reflete uma redução do impacto dos empréstimos PRR em 0,4 p.p. do PIB (situando-se em 2027 em 0,1% do PIB), o que contribui para a diminuição expressiva da despesa de capital. Não obstante , antecipa-se que este efeito positivo seja inteiramente anulado pelo decréscimo projetado para a receita com impostos diretos (em 0,4 p.p.) determinado pela receita de IRS. Este contributo negativo do IRS resulta da diluição esperada do efeito extraordinário ocorrido em 2026, que traduz o regresso dos reembolsos e das notas de cobrança a níveis anteriores aos resultantes da aplicação de taxas de retenção na fonte extraordinárias (ver secção 3.2), refletindo assim os efeitos das medidas aprovadas entre 2024 e 2025 na receita de IRS.

Para o final do horizonte de projeção perspetiva-se um aumento progressivo do défice orçamental. Assim, para 2028 e 2029 o défice orçamental é de 0,7% e 0,8% do PIB, respetivamente. Esta evolução sustenta-se no decréscimo do peso da receita no produto, principalmente a proveniente de impostos e contribuições. A despesa, no seu conjunto contribuirá para atenuar este efeito, não obstante um incremento do peso dos juros da dívida (Quadro 5).

O saldo primário, que exclui os encargos com juros, permanecerá excedentário até 2029, continuando a contribuir para a redução do rácio da dívida pública. Não obstante, a projeção aponta para um decréscimo do saldo primário, de 2,8% em 2024 para 1,6% do PIB em 2029, no final do horizonte da projeção (Quadro 5).

Caixa 3 – Revisão do saldo orçamental face às Perspetivas Económicas e Orçamentais (PEO) divulgadas pelo CFP em abril de 2025

A atualização das perspetivas económicas e orçamentais implicou a revisão da trajetória do saldo orçamental. O efeito conjugado, e de sinal contrário, de alguns dos principais subagregados orçamentais (gráfico abaixo e Quadro 12) determinam a revisão da trajetória do saldo orçamental no horizonte 2025-2029. Os anos de 2026, 2028 e 2029 são aqueles que registam uma maior alteração do valor projetado para este indicador, com revisões de +0,4 p.p., -0,1 p.p. e -0,2 p.p., respetivamente.

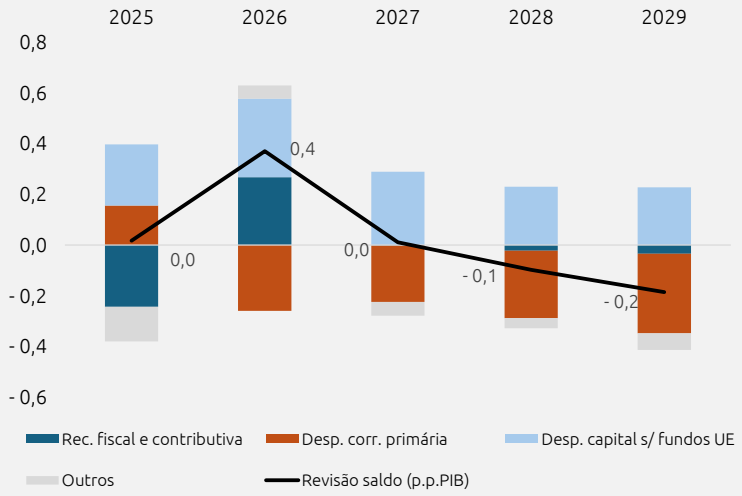
Para 2025, mantém-se a estimativa de um saldo equilibrado, apesar das novas medidas de redução da receita e de aumento da despesa aprovadas pelo Parlamento para este ano. Esta projeção incorpora: (i) a estimativa do CFP para os desenvolvimentos orçamentais do 2.º trimestre em contabilidade nacional, ainda a divulgar pelo INE; (ii) a revisão em baixa da despesa com o PRR em 0,1 p.p. do PIB (quase ¾ em subvenções); (iii) uma evolução do IRS antes das novas medidas acima do antecipado em abril; (iv) o impacto negativo de 0,3% do PIB das medidas relativas à redução das taxas de escalões em sede de IRS aprovadas pelo Parlamento e ao suplemento extraordinário das pensões; e (v) a redução extraordinária das taxas de retenção na fonte de IRS. A incorporação desta informação conduz a uma revisão em baixa da receita e da despesa, em 0,4 p.p. e 0,5 p.p. do PIB, respetivamente.

Na receita, a revisão é determinada pela receita fiscal (-0,3 p.p. do PIB), marcada pela menor receita esperada para o IRC, dada a quebra das autoliquidações deste imposto. No caso da despesa, as alterações prendem-se com uma diminuição dos valores projetados para a FBCF suportada por financiamento nacional, em resultado da fraca execução do investimento público na primeira metade do ano, quer na componente assegurada pelos empréstimos do PRR, quer sobretudo na restante componente do financiamento nacional.

No sentido descendente do saldo, e a partir de 2026, destacam-se a despesa corrente primária, que reflete o efeito da revisão em alta, no ano de 2025, da despesa com pessoal e das prestações sociais e com impacto permanente ao longo do horizonte de projeção. A despesa com pessoal incorpora um efeito volume mais elevado do emprego público entre 2025 e 2029 descrito no apêndice deste relatório, enquanto as prestações sociais incorporam uma estimativa atualizada para a despesa com o Complemento Solidário para Idosos (CSI) em 2025 e uma revisão da regra de atualização das pensões num contexto de inflação mais elevada. O aumento da contribuição financeira para a União Europeia reforça a dimensão da revisão da despesa corrente primária. A mitigar esta revisão contribui sobretudo a despesa de capital com financiamento nacional (exclui fundos da União Europeia), que reflete a atualização dos pressupostos do cenário para o investimento público, em que se admite que a intenção de concretização de grandes projetos estruturantes será mais diluída no tempo, em face dos constrangimentos na execução associados a este tipo de despesa. Esta revisão em baixa do investimento com financiamento nacional é transversal ao horizonte de projeção.

No sentido ascendente, para 2026 destaca-se a revisão da receita fiscal (+ 0,3 p.p. do PIB), que, além da atualização do cenário macroeconómico na componente do consumo privado nominal e das remunerações, inclui o efeito extraordinário, e transitório, de aumento da receita de IRS que mais do que compensa a revisão em baixa da receita de IRC. Este efeito positivo no IRS em 2026 é revertido no ano de 2027 (descrito em detalhe na secção 3.2 receita).

Gráfico 14 – Efeitos e contributos para a revisão do saldo orçamental (p.p. do PIB)



Fonte: Projeção e cálculos CFP.

Para os anos de 2028 a 2029 projeta-se uma revisão em alta do défice orçamental. Apesar de em 2027, a receita de IRS já não beneficiar do efeito extraordinário de 2026 (ver secção 3.2 receita), compensado, sobretudo, pela revisão em baixa do Investimento público suportado por financiamento nacional, mantém-se a estimativa de um défice de 0,6% do PIB. Para os anos e 2028 e 2029, antecipa-se agora um défice de 0,7% e 0,8% do PIB, mais 0,1 p.p. e 0,2 p.p. do PIB do que em abril. Em cada um destes anos a revisão é determinada pela redução esperada da receita pública, induzida sobretudo pela receita fiscal, em particular pelo IRC, dada a menor execução esperada para 2025 atrás referida, e pela menor receita de IRS, que traduz uma revisão em alta das estimativas próprias do CFP relativamente ao impacto das atualizações automáticas das deduções especificas de IRS pelo valor do IAS e dos escalões em função da evolução da inflação e produtividade.

Quadro 5 – Cenário orçamental do CFP (em % e p.p. do PIB)

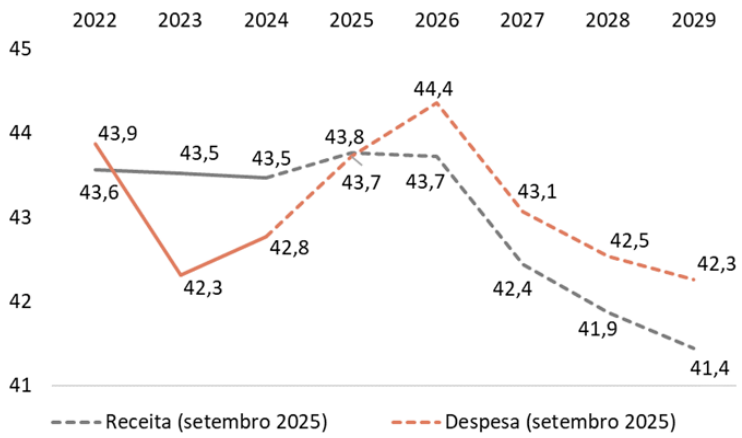
	INE	Projeção CFP					Variação
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2024-29
Receita total	**43,5**	**43,8**	**43,7**	**42,4**	**41,9**	**41,4**	**-2,0**
Receita corrente	42,6	42,4	42,3	41,6	41,2	40,8	-1,8
Receita fiscal	24,9	24,5	24,4	24,1	24,0	23,8	-1,0
Impostos indiretos	14,6	14,5	14,4	14,5	14,5	14,5	-0,1
Impostos diretos	10,3	10,0	10,0	9,6	9,5	9,4	-1,0
Contribuições sociais	12,6	12,8	12,9	12,9	12,8	12,7	0,1
Vendas e out. receitas correntes	5,1	5,0	5,0	4,6	4,4	4,3	-0,8
Receita de capital	0,9	1,4	1,4	0,8	0,7	0,6	-0,3
Despesa primária	**40,7**	**41,7**	**42,2**	**40,8**	**40,2**	**39,9**	**-0,8**
Despesa corrente primária	37,3	37,5	37,8	37,4	37,0	36,9	-0,4
Consumo intermédio	5,2	5,2	5,2	5,1	4,8	4,9	-0,4
Despesa com pessoal	10,6	10,9	10,9	11,0	10,9	10,9	0,3
Prestações sociais	18,2	18,2	18,2	18,1	18,0	17,9	-0,2
Subsídios e out. despesas correntes	3,3	3,3	3,5	3,3	3,2	3,2	-0,1
Despesa de capital	3,4	4,1	4,4	3,4	3,2	3,0	-0,4
Formação bruta de capital fixo	2,7	3,1	3,6	2,9	2,8	2,8	0,1
Outra despesa de capital	0,7	1,0	0,8	0,5	0,3	0,3	-0,5
Saldo primário	**2,8**	**2,1**	**1,5**	**1,7**	**1,7**	**1,6**	**-1,2**
Juros	2,1	2,0	2,2	2,3	2,4	2,4	0,3
Despesa total	**42,8**	**43,7**	**44,4**	**43,1**	**42,5**	**42,3**	**-0,5**
Saldo orçamental	**0,7**	**0,0**	**-0,6**	**-0,6**	**-0,7**	**-0,8**	**-1,5**
Saldo excluindo empréstimos PRR	0,9	0,3	-0,1	-0,5	-0,7	-0,8	-1,7
Empréstimos PRR	0,2	0,3	0,5	0,1	0,0	0,0	-0,2
Dívida pública	**94,9**	**91,2**	**89,4**	**88,1**	**86,7**	**85,6**	**-9,4**
Por memória:							
Receita Fiscal e Contributiva	*37,5*	*37,4*	*37,3*	*37,0*	*36,8*	*36,5*	*-0,9*
Receita Não Fiscal e Não Contributiva	*6,0*	*6,4*	*6,4*	*5,4*	*5,0*	*4,9*	*-1,1*

Fontes: INE e CFP. | Nota: Os valores de 2025 encontram-se influenciados pelo efeito de medidas *one-off*, conforme se detalha no Quadro 10 em anexo. O Quadro 11, em anexo, apresenta este cenário ajustado de medidas *one-off*. Os totais não correspondem necessariamente à soma das parcelas devido a arredondamentos.

3.2 Perspetivas para a evolução da despesa e da receita

Após 2025, a projeção do CFP aponta para uma trajetória do rácio da despesa pública no PIB acima do antecipado para a receita pública. Depois de dois anos de excedentes orçamentais, as Administrações Públicas deverão apresentar um saldo orçamental equilibrado em 2025. A partir de 2026, perspetiva-se uma inversão da trajetória dos referidos agregados, refletindo o efeito de medidas permanentes de redução da receita e de aumento da despesa. Entre 2024 e 2029 perspetiva-se uma redução da receita mais acentuada, de 43,5% para 41,4% do PIB (-2,0 p.p. do PIB) do que da despesa, de 42,8% para 42,3% do PIB (-0,5 p.p. do PIB).

Gráfico 15 – Evolução da receita e despesa total (em % do PIB)



Fonte: INE. Cálculos e projeções do CFP.

Receita

O peso da receita das Administrações Públicas deverá crescer para 43,8% do PIB em 2025 (+0,3 p.p. face a 2024), refletindo, sobretudo, o acréscimo das transferências provenientes da União Europeia. O aumento do peso da receita de capital em 0,5 p.p. do PIB, decorrente do perfil intertemporal das transferências a receber no âmbito do PRR e de outros fundos da União Europeia, explicará, em grande medida, o aumento do peso da receita pública previsto para este ano. Esta evolução mais do que compensará o decréscimo perspetivado para o peso da receita fiscal e contributiva (-0,1 p.p. do PIB), que se encontra negativamente influenciada pela evolução dos impostos diretos (-0,3 p.p. do PIB), em particular pelo IRC. O desempenho negativo do IRC, decorrente da diminuição das autoliquidações, deverá contrastar com a relativa estabilização do peso do IRS, em resultado do balanceamento do impacto das medidas de política e dos outros efeitos previstos para este imposto (Quadro 8 e Quadro 9).

Em 2025 e 2026, o impacto conjunto das medidas de política na receita de IRS será genericamente compensado pelos outros efeitos projetados para o imposto. Sinalize-se, a este respeito, que a perda de receita associada aos regimes de IRS Jovem, à nova redução de IRS aprovada em julho de 2025 e às restantes medidas de política identificadas no Quadro 8 (-0,5 p.p. do PIB no conjunto de 2025 e 2026), se encontra compensada pelos outros efeitos de igual montante identificados no Quadro 9 (+0,5 p.p. do PIB para o conjunto de 2025 e 2026). Dentro destes efeitos destacam-se, pela sua magnitude, os referentes à redução excessiva das tabelas de retenção na fonte a vigorar em agosto e setembro de 2025, cujo impacto se vai fazer sentir em 2026 como acréscimo de receita.[33] Note-se que o espaço orçamental necessário à implementação desta medida resultou do impacto positivo sobre a receita de 2025,

[33] Considera-se como redução excessiva o decréscimo suplementar observado nas retenções na fonte quando comparado com o valor de redução necessário para se proceder à estrita devolução dos retroativos da redução do imposto aprovada pela Assembleia da República em julho de 2025.

decorrente de um procedimento administrativo da mesma natureza já tomado em 2024 e previamente sinalizado pelo CFP.[34] Tal como referido previamente, e à semelhança de 2025, a receita de 2026 será também positivamente influenciada pelos efeitos decorrentes do desfasamento da receita do ano anterior devido: i) à redução de reembolsos e ao aumento de notas de cobrança face ao cenário sem a renovação desta medida administrativa; bem como ii) ao efeito base relativo ao regresso das retenções na fonte em agosto e setembro a níveis não influenciados pela redução excessiva das tabelas. Para 2027, e com a esperada diluição destes efeitos e o retorno dos reembolsos e das notas de cobrança a níveis consentâneos com os registados antes da adoção destes procedimentos administrativos[35], projeta-se que a receita de IRS passe a traduzir o real impacto das medidas de política incidentes sobre o imposto, as quais diferem dos procedimentos de carácter meramente administrativo por serem as únicas que efetivamente diminuem a taxa de imposto suportada pelos sujeitos passivos.

Em 2026, o peso da receita pública no PIB deverá apresentar uma relativa estabilização face ao ano anterior. A contribuir para esta evolução estará a manutenção do peso da receita não fiscal e não contributiva, que traduz um peso da receita de capital praticamente inalterado face a 2025, como resultado da quase estabilização do peso das transferências provenientes da União Europeia no último ano de implementação do PRR. Relativamente às restantes componentes da receita, espera-se um ligeiro decréscimo do peso da receita fiscal (-0,2 p.p. do PIB), motivado: i) pela evolução dos impostos indiretos abaixo do crescimento projetado para o produto nominal, uma vez que, para alguns impostos, as bases macroeconómicas utilizadas se referem ao consumo real; e ii) pelo impacto da medida de redução de 1 p.p. da taxa normal e reduzida de IRC aplicável aos rendimentos de 2025 (-0,1 p.p. do PIB), que penaliza a receita dos impostos diretos por via das autoliquidações de IRC a entregar em 2026. Esta evolução será parcialmente compensada pelo maior peso das contribuições sociais no PIB (+0,1 p.p.), refletindo uma evolução das remunerações acima da prevista para o PIB nominal.

De 2027 em diante, o peso da receita no PIB acentuará a sua tendência decrescente até ao final do horizonte de projeção. O rácio da receita no PIB deverá diminuir consideravelmente em 2027 (-1,3 p.p. para 42,4% do PIB), devido à redução das transferências de verbas ao abrigo do PRR (-0,9 p.p. do PIB) e ao decréscimo esperado para o peso da receita dos impostos diretos (-0,4 p.p. do PIB), que refletirá a normalização do nível de reembolsos e notas de cobrança de IRS explicado anteriormente. Em 2028 e 2029, o peso da receita pública deverá reduzir-se 1,0 p.p. atingindo 41,4% do PIB. Esta evolução refletirá quer a diminuição do peso da receita fiscal e contributiva (-0,5 p.p. do PIB), em resultado do menor peso dos impostos diretos e das contribuições sociais no PIB, quer a continuação da redução do peso da

---

[34] Estima-se que este procedimento sobre as tabelas de retenção na fonte tenha um efeito positivo por via de reduções de reembolsos, aumento de notas de cobrança e do próprio efeito base de recuperação da receita no ano de 2025 (Quadro 9). A referência a esta medida havia já sido feita pelo CFP no Relatório das Perspetivas Económicas e Orçamentais 2025-2029 de abril de 2025 e no Relatório de Evolução Orçamental das Administrações Públicas em 2024 de junho de 2025.

[35] Pressupondo que não serão adotados novos procedimentos administrativos sobre as tabelas de retenção na fonte suscetíveis de provocar um novo desfasamento intertemporal da receita de IRS. Note-se que este tipo de procedimentos, pela sua dimensão e não previsibilidade, constituem uma dificuldade adicional para a projeção da receita de IRS.

receita não fiscal e não contributiva (-0,5 p.p. do PIB), como consequência da extinção dos fundos a receber no âmbito do PRR em 2028.

O comportamento da receita continua influenciado por fatores idiossincráticos relacionados não só com os aludidos anteriormente sobre o IRS, mas também com os que afetam a receita não fiscal e não contributiva. Tal como referido em relatórios precedentes, assume-se na atual projeção um montante e perfil de execução diferente dos documentos de programação orçamental divulgados pelo Executivo, tendo sido considerada uma taxa de execução de 82% do valor global do PRR, incluindo subvenções e empréstimos. Consequentemente, a receita não fiscal e não contributiva deverá aumentar de 6,0% do PIB em 2024 para 6,4% do PIB em 2025 e 2026, decrescendo até 4,9% do PIB no final do horizonte de projeção.

Despesa

Em 2025, o peso da despesa pública no PIB deverá continuar a aumentar, essencialmente devido à evolução projetada para a despesa de capital. O presente exercício estima um aumento em 1 p.p. do PIB da despesa total face a 2024, situando-se em 43,7% do PIB. Esta estimativa é sustentada pelo aumento esperado da despesa de capital (+0,7 p.p. do PIB), dos quais quase dois terços são justificados pela aceleração da despesa financiada pelo PRR, à qual acresce o impacto de *one-offs* (0,2% do PIB; Quadro 10). A parte remanescente do aumento da despesa pública estimado para 2025 é justificada pela despesa corrente primária (+0,3 p.p. do PIB), impulsionada pelas despesas com pessoal. O impacto orçamental de algumas medidas de política com incidência nesta última rubrica foi calculado pelo CFP, com base nos pressupostos e metodologia descritos no Apêndice deste relatório, estimando-se que a recente valorização salarial de grupos profissionais específicos[36] implique um aumento das despesas com pessoal de 0,2 p.p. do PIB em 2025. Apesar de neste ano o impacto das medidas de política nas prestações sociais implicar um aumento de 0,2 p.p. do PIB, a redução estimada de outras prestações em rácio do PIB[37] explica a estabilização em 18,2%. O impacto das medidas referidas reflete sobretudo o aumento adicional das pensões mais baixas[38] e do CSI (Caixa 4) por via da atualização do seu valor de referência e da alteração das condições de recurso efetuada no ano anterior (Quadro 8).

Em 2026, projeta-se que o PRR atinja o nível mais expressivo de implementação, conduzindo a despesa pública em rácio do PIB para o valor mais elevado do horizonte de projeção. A despesa deverá atingir 44,4% do PIB, mais 0,6 p.p. do PIB que no ano

[36] Está em causa a valorização salarial das carreiras das forças de segurança e defesa, dos médicos e enfermeiros, bombeiros, oficiais de justiça, dos trabalhadores da Autoridade Tributária e Aduaneira, bem como das carreiras de regime especial de técnico superior especialista de orçamento e finanças públicas do MF, de técnico superior especialista em estatística do INE e de técnico superior especialista em coordenação transversal de Administração e Políticas Públicas.

[37] O crescimento destas prestações está indexado à inflação, o que justifica a sua redução em rácio do PIB.

[38] Nos termos do artigo 62.º da Lei n.º 45-A/2024, de 31 de dezembro.

anterior, para o qual contribuem a despesa corrente primária e a despesa de capital (cada qual com um acréscimo estimado de 0,3 p.p. do PIB) e, em menor grau, os encargos com juros (+0,1 p.p. do PIB). No âmbito da despesa corrente primária, salientam-se os crescimentos da contribuição financeira para o Orçamento da UE (+0,2 p.p. do PIB nas «outras despesas correntes»), assim como as despesas com PRR também refletidas nas outras despesas correntes, mas igualmente na despesa com consumo intermédio. Refere-se ainda o aumento das despesas com pessoal na sequência da referida valorização salarial de grupos profissionais específicos (+0,1 p.p. do PIB). Novamente devido ao efeito do denominador, o peso da despesa com prestações sociais deverá manter-se nos 18,2% do PIB em 2026. Com efeito, projeta-se uma estabilização da despesa com pensões em relação ao PIB, apesar da redução de 399 M€ resultante do pagamento do suplemento extraordinário de pensão em 2025. O aumento da despesa de capital para 4,4% do PIB em 2026 é explicado em mais de dois terços por despesas financiadas pelo PRR. Outros efeitos que não constituem medidas de política deverão implicar um aumento do investimento de 0,1 p.p. do PIB, para o qual contribuirá a aquisição de equipamentos militares e o financiamento nacional para projetos de habitação cofinanciados por fundos europeus (Quadro 9). Por fim, refira-se que as *one-offs* registadas em 2025 implicarão automaticamente uma redução da despesa de capital de 0,2 p.p. do PIB no ano de 2026 (Quadro 10).

Refletindo a dissipação do impacto do PRR, projeta-se a partir de 2027 uma redução do peso da despesa pública. O presente exercício antecipa uma redução acumulada deste agregado de 2,1 p.p. do PIB entre 2027 e 2029, ano em que o rácio se fixará em 42,3% do PIB. Mais de quatro quintos dessa redução resultará do efeito decorrente do final do período de execução do PRR, com maior impacto na despesa de capital, que no referido período deverá registar uma redução acumulada de 1,4 p.p. do PIB. Sem medidas de política e outros efeitos adicionais, o peso da despesa corrente primária deverá diminuir 0,9 p.p. do PIB em termos acumulados, em função de um crescimento das suas componentes inferior ao do PIB nominal. Quanto ao peso dos encargos com juros, a projeção do CFP aponta para um aumento de 0,2 p.p. do PIB no período 2027-2029, atingindo 2,4% do PIB no final do horizonte de projeção.

A trajetória projetada para o rácio da despesa pública é, assim, irregular ao longo do horizonte de projeção. Perspetiva-se um aumento acumulado de 1,6 p.p. do PIB no biénio 2025-2026 e uma redução de 2,1 p.p. do PIB no período 2027-2029. No período de projeção, o impacto acumulado na despesa decorrente de medidas de política (Quadro 8) e de outros efeitos (Quadro 9) é estimado em +0,4 p.p. do PIB. Neste cenário orçamental, a despesa corrente primaria, expurgada do efeito do PRR, permanece elevada, acentuando a dependência de uma carga fiscal igualmente elevada que a permita sustentar, análise abordada na Caixa 5.

Caixa 4 – Complemento Solidário para Idosos (CSI): o impacto das alterações no valor de referência não refletido no cenário em políticas invariantes

O CSI foi criado em 2005[39] como uma prestação extraordinária de combate à pobreza dos idosos. No diploma da sua criação, era dada nota dos indicadores de pobreza relativos em Portugal, que evidenciavam "a necessidade de correção das intoleráveis assimetrias de rendimento existentes entre os Portugueses, que penalizam particularmente os mais idosos (…)", com "situações de maior severidade e em que os níveis de privação decorrentes da escassez de recursos monetários são ainda mais elevados (…)". A sua criação procurou introduzir diferenciação, acautelando a existência de fontes de rendimento alternativas nos recursos monetários globais de cada idoso. À data, esta diferenciação era tida como fundamental para aumentar a eficácia no combate à pobreza e evitar uma "estratégia financeiramente insustentável" assente no aumento generalizado do valor das pensões mínimas. Este complemento não contributivo é parte do Sistema de Proteção Social de Cidadania da Segurança Social.

Complemento solidário para idosos (CSI)

Condições elegibilidade

- **Idade igual ou superior à idade normal de reforma** (66 anos e 7 meses, em 2025)
- **Já receber pensão de velhice, sobrevivência ou de invalidez**
- **Residir em Portugal** há, pelo menos, seis anos seguidos na data em que faz o pedido
- **Não ter acesso à Pensão Social**, por rendimentos acima de 40% do IAS, se uma pessoa ou 60% do IAS se casal
- **Autorizar a Segurança Social a aceder à informação fiscal e bancária,**
- **Ter rendimentos brutos que não ultrapassem o valor de referência do complemento**[1]

Benefícios cumuláveis

Complemento por Dependência	**Pensão de Sobrevivência**	**Pensão Social de Velhice**
Pensão de Invalidez do regime geral	**Pensão de Velhice do regime geral**	**Pensão Social de Invalidez**

Outros apoios

- **Comparticipação a 100% de medicamentos com receita** médica adquiridos nas farmácias
- **Reembolso das despesas de óculos e lentes** (75% da despesa, até ao limite de 100 euros, a cada dois anos)
- **Reembolso das despesas de próteses dentárias removíveis** (75% da despesa, até 250 euros, a cada três anos)
- **Consultas de dentista/estomatologista gratuitas**, através do cheque-dentista, passado pelo médico de família, entre uma lista de profissionais de saúde oral, disponível no centro de saúde
- **Acesso automático a tarifas sociais**: eletricidade, gás natural, água e internet

1. Se for uma pessoa (titular isolado) ou 1,75 vezes o valor de referência anual, enquanto casal, se for casado ou viver em união de facto há mais de 2 anos, e a pessoa que pede o CSI não tiver rendimentos que ultrapassem o valor de referência anual.

1

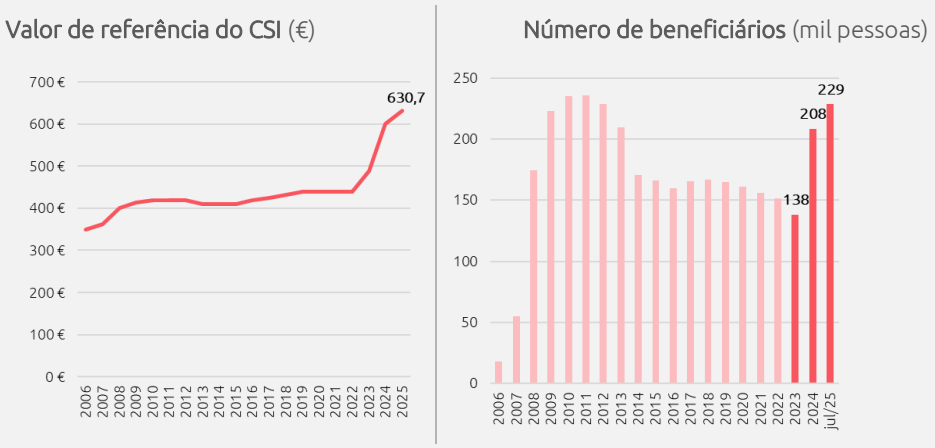
As alterações das condições de elegibilidade e o benefício associado, em 2024, tiveram um impacto orçamental significativo. Estas incluíram modificações das condições de elegibilidade, particularmente: i) das condições de recurso para excluir os rendimentos dos filhos como critério e fator de exclusão, alargando o universo efetivo e potencial de beneficiários (no futuro); ii) o aumento do seu valor de referência; e iii) a expansão dos benefícios complementares, com os beneficiários a contar com medicamentos gratuitos.[40] Desde 1 de janeiro de 2025, o valor de referência mensal do CSI situa-se em 630,67€ (ou 7568,04 € anuais).

[39] Decreto-Lei n.º 232/2005.

[40] Participação financeira de 100% da parcela do preço dos medicamentos não comparticipada pelo Estado, aprovado no Decreto-Lei n.º 37/2024. A gratuitidade compara com a comparticipação de 50% em vigor anteriormente, cujo regime foi criado com o Decreto-Lei n.º 252/2007.

Estas alterações resultaram num aumento expressivo do número de beneficiários e da despesa associada. Em dezembro de 2024 existiam 208 mil beneficiários com processamento de CSI, mais 70 mil (ou 51%) do que em dezembro de 2023. Em julho de 2025, este número atingiu os 229 mil (mais 91 mil ou 66%, desde o final de 2023), traduzindo um aumento médio do número de beneficiários em 3000 por mês durante o ano de 2025. O aumento do número de beneficiários, conjugado com a atualização do valor de referência do complemento, originou um crescimento significativo da despesa, de 235 milhões de euros em 2023 para 399 milhões em 2024 (mais 164 milhões de euros, cerca de +70%).

Gráfico 16 – Complemento Solidário para Idosos



Fonte: DataLABOR e Segurança Social, estatísticas mensais, valores referentes a dezembro de 2006 a 2024.

Em 2025, a despesa com o complemento vai ultrapassar o valor orçamentado. Até julho, a despesa da Segurança Social com o CSI totalizou 302,3 milhões de euros, o que compara com o valor previsto no Orçamento da Segurança Social de 406,8 milhões de euros. Tendo em conta o valor médio processado por beneficiário até à data, e o aumento do número de beneficiários, projeta-se que a despesa totalize 577 milhões de euros em 2025[41]. Tal resultaria num desvio de cerca de 42% face ao orçamentado e num aumento de 178 milhões de euros face a 2024.

O Programa do XXV Governo Constitucional assume o compromisso de convergência do CSI para €870 no final da legislatura. Assumindo que a taxa de cobertura do complemento se mantém ao nível estimado para dezembro de 2025,[42] os compromissos assumidos no Programa de Governo e uma atualização das pensões compatível com o cenário macroeconómico do CFP, projeta-se que a despesa com CSI possa atingir 1 093 milhões de euros em 2029, um incremento de 90% face à despesa projetada para 2025[43] (a preços correntes, mais do que quadruplicando face a 2023).

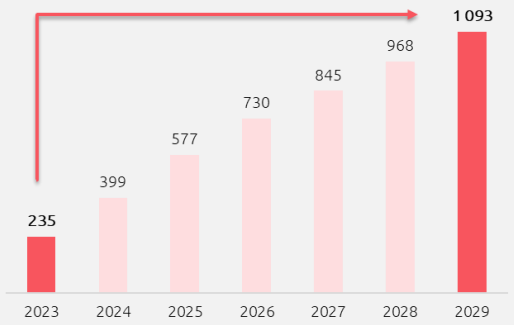
[41] Projeção realizada tendo por base as estatísticas mensais publicadas pela Segurança Social, ajustadas à execução financeira anual de 2024 divulgada pelo Instituto de Gestão Financeira da Segurança Social (IGFSS).

[42] Proporção do número de beneficiários em relação à população com idade superior a 67 anos, de acordo com o Europop 2023. Estima-se que corresponda a aproximadamente 10% em dezembro de 2025, o que compara com 6,7% em 2024.

[43] Descontando o efeito da inflação, a variação projetada a preços constantes é de 75% face a 2025 ou 295% face a 2023.

É plausível que a despesa venha a ser superior a esta projeção. Este risco é particularmente evidente no que concerne à hipótese de manutenção de uma taxa de cobertura estável no horizonte. Dado o ritmo médio a que está a aumentar o número de beneficiários, esta hipótese pode ser até otimista. Para aferir este risco, importa considerar a dimensão do universo de potenciais beneficiários. De acordo com dados da Segurança Social, existem cerca de 2 milhões e 26 mil pensionistas que, em 2024, recebiam uma pensão inferior a 600,7 euros por mês, o valor de referência para o CSI à data. Acresce também que os aumentos anunciados do valor de referência ultrapassam a atualização do valor das pensões médias, potenciando o aumento do universo de beneficiários. Estes dados não permitem, no entanto, aferir que parte deste universo respeita as restantes condições de elegibilidade previstas na lei.

Gráfico 17 – Projeção da despesa com CSI (M€, a preços correntes)



Fonte: Projeção e cálculos CFP. | Nota: A projeção efetuada pelo CFP não incorpora o potencial impacto sobre os benefícios adicionais de saúde (BAS). A preços constantes de 2024, considerando o deflator do PIB, a despesa projetada com o CSI seria de 970 M€, em 2029.

A este crescimento da despesa com CSI há que adicionar a despesa com os benefícios adicionais de saúde (BAS), nomeadamente com medicamentos gratuitos. De acordo com informação disponibilizada pela Segurança Social referente aos BAS,[44] em 2024 foram processados 20,7 milhões de euros em reembolsos de medicamentos.[45] Em 2023, o processamento desta despesa era de aproximadamente 4 milhões de euros. Até maio de 2025, já totalizava 16,2 milhões de euros. Estes possíveis desenvolvimentos constituem um risco acrescido para a despesa.

[44] Os Benefícios Adicionais de Saúde são apoios automáticos atribuídos com o CSI para despesas de saúde.

[45] Não se inclui nestes números o processamento de reembolso relativo a óculos e próteses.

Caixa 5 – Despesa corrente primária: retrato da rigidez da estrutura orçamental

O saldo orçamental é apenas um dos indicadores relevantes para avaliar a posição das finanças públicas. O saldo – calculado pela diferença entre a receita e a despesa pública – permite aferir as necessidades (défice) ou as capacidades (excedente) de financiamento das Administrações Públicas, em cada momento. No entanto, a sua leitura isolada apresenta limitações na condução da política orçamental, uma vez que:

(i) não distingue entre diferentes tipos de despesa pública, nomeadamente despesa de funcionamento (corrente) e despesa de investimento (capital);

(ii) inclui a despesa com juros, que é reflexo de decisões passadas de endividamento;

(iii) é sensível à evolução do ciclo económico, o que aumenta a sua volatilidade e imprevisibilidade, limitando o poder informativo para a tomada de decisão;

(iv) não revela a existência de efeitos que distorcem a sua leitura (e.g. operações temporárias);

(v) não permite avaliar, de forma mais lata, a qualidade e a sustentabilidade da receita e da despesa pública.

No passado, o braço preventivo do Pacto de Estabilidade e Crescimento atribuiu um maior enfoque a indicadores alternativos do saldo orçamental. Exemplo disso foi o saldo estrutural. No entanto, este provou ser pro-cíclico e sujeito a revisões relevantes para ser útil na condução da política orçamental. Mais recentemente, a reforma da Governação Económica Europeia definiu como indicador operacional único a despesa líquida, cujo funcionamento o CFP já resumiu. Esta alteração de perspetiva procurou também enfatizar que um saldo orçamental próximo do equilíbrio não é condição suficiente para finanças públicas equilibradas.

A despesa corrente primária, que aproxima o conceito de despesa permanente das Administrações Públicas, apresenta-se como um indicador relevante. Esta despesa, que exclui a despesa com juros, com investimento e outra despesa de capital, constitui uma aproximação aos encargos com o funcionamento da Administração Pública, e do seu papel na provisão de bens e serviços públicos (e.g. saúde, educação, pensões e outras prestações sociais).[46] Em particular, quando ajustada do financiamento por fundos europeus e excluídos efeitos transitórios[47] bem como a despesa com prestações de desemprego pela sua natureza cíclica, este agregado oferece uma visão aproximada do que se pode caracterizar como "despesa estrutural", dado o seu carácter permanente e rigidez.

Uma despesa corrente primária mais elevada aumenta a dependência de uma carga fiscal e contributiva igualmente alta para a financiar. Tal dependência reduz a flexibilidade orçamental disponível para permitir o funcionamento pleno dos estabilizadores automáticos, financiar despesa com investimento e outras medidas de política. Além disso, a elevada rigidez deste tipo de despesa dificulta a realização de eventuais ajustamentos que permitam a canalização de recursos em resposta a desafios emergentes, como o investimento na transição climática, defesa ou inovação. Assim, mesmo na ausência de considerações sobre a qualidade da despesa, a sua eficácia ou eficiência, aferir a

[46] Ver Banco de Portugal (2025). 'Tendências estruturais da despesa pública em Portugal'. Boletim Económico, Caixa 4, junho. De acordo com a classificação económica, as despesas com pessoal (28,5%) e prestações sociais (48,7%) representam mais de três quartos do total da despesa corrente primária. Na classificação funcional, a proteção social representa 45,3% do total em 2023, último ano com dados disponíveis. Seguem-se a saúde, com 17,6%, e a educação, com 11,2%.

[47] Por exemplo, as despesas financiadas por PRR, as despesas temporárias incorridas no contexto da crise pandémica e do denominado choque geopolítico entre 2022 e 2024.

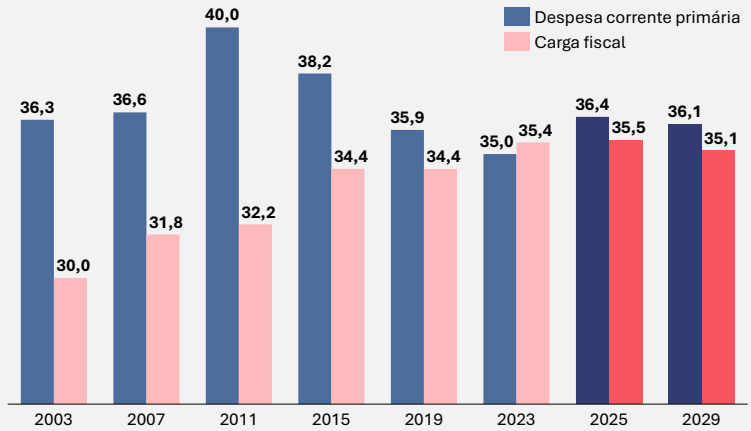
sustentabilidade e evolução tendencial da despesa corrente primária (ajustada) é fundamental para avaliar a sustentabilidade da posição orçamental.

Os resultados orçamentais positivos dos últimos anos estiveram assentes, em particular, nos excedentes da Segurança Social. Estes excedentes derivam de um crescimento muito favorável do emprego, assente em elevados fluxos de imigração[48] e numa posição cíclica da economia positiva. Nos últimos 10 anos, o peso das contribuições sociais efetivas aumentou de 9% para 11% do PIB, o que explica o aumento da carga fiscal – comumente medida – durante este período. No entanto, estes parâmetros podem alterar-se. No passado, exemplos como o da Irlanda, e Espanha[49], revelam como aumentos da receita inflacionados por uma situação económica cíclica (que se pensava ser estrutural à data) – e com reflexo em estimativas otimistas do produto potencial – obscureceram a criação de desequilíbrios estruturais que, mais tarde, comprometeram a sustentabilidade das finanças públicas.

O peso da despesa corrente primária no PIB aumentou nos últimos dois anos. Após ter alcançado em 2023 o seu nível mais baixo desde 2002 (35% do PIB), a despesa corrente primária aumentou significativamente em 2024, alcançando os 36,1% do PIB. Projeta-se que esta despesa aumente novamente em 2025 para 36,4% do PIB, ultrapassando o seu nível de 2019 e regressando a valores de 2017 (36,5%).

Dado o peso que a despesa primária alcançou na riqueza gerada pela economia portuguesa, ficam limitadas reduções mais significativas da carga fiscal e contributiva sem agravar significativamente o saldo orçamental. Estas limitações são particularmente relevantes se forem tidas em conta as pressões e os riscos que incidem sobre a despesa pública nos próximos anos, que agravam o cenário de políticas invariantes apresentado neste documento. Por exemplo, em 2024, o peso do investimento público no PIB, em Portugal (2,7%), foi o segundo mais baixo da UE e substancialmente inferior à média da União (3,6%), e, por outro lado, os custos de envelhecimento onerarão significativamente a despesa pública num futuro próximo.

Gráfico 18 – Evolução da despesa corrente primária ajustada e da carga fiscal, % do PIB



Fonte: CFP. Nota: Despesa ajustada do financiamento por fundos europeus, efeitos transitórios (e.g. PRR, e apoios crise pandémica e choque geopolítico) e da despesa com subsídios de desemprego.

[48] Entre 2016 e 2024, o número de trabalhadores com contribuições para a Segurança Social aumentou 1 milhão e 70 mil (ou 33%), dos quais cerca de metade deste universo diz respeito a pessoas com cidadania portuguesa.

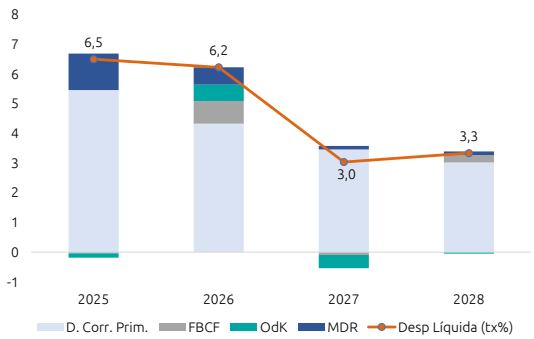
[49] Ambos os casos relacionados com o sector da construção e a receita que lhe estava associada. Ver, por exemplo, Dellepiane-Avellaneda, S., Hardiman, N. and Heras, J. L. (2021) 'Financial resource curse in the Eurozone periphery', *Review of International Political Economy*, 29(4), pp. 1287–1313.

3.3 Despesa líquida

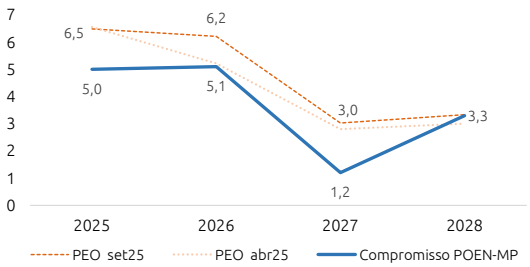
A partir de 2026, a atualização do cenário orçamental projeta um agravamento da trajetória da despesa líquida face ao apresentado em abril. Este é o principal indicador operacional (glossário) do novo Quadro de Governação Económica Europeia sobre o qual assentou o compromisso assumido pelo Estado português, no POENMP, aprovado pelo Conselho da União Europeia. Face a abril, a atual projeção da despesa líquida mantém a trajetória acima do compromisso assumido pelo Estado português, revendo em alta o crescimento deste indicador no ano de 2026 para 6,2%, face aos 5,3% esperados anteriormente (0,9 p.p.) e em menor grau nos anos seguintes. Para esta revisão contribui principalmente o crescimento da despesa corrente primária superior ao projetado em abril, impulsionada, sobretudo, pelas despesas com pessoal, prestações sociais e pela "outra despesa corrente" que incorpora já o aumento de contribuição financeira do Estado português para a União Europeia. Ao contributo da despesa corrente primária acresce, ainda, um maior impacto de medidas discricionárias do lado da receita face ao antecipado em abril (Quadro 12 em anexo).

Gráfico 19 – Despesa líquida 2025-2028
(em % e p.p.)

Contributos para o crescimento anual (variação, %)



Crescimento anual face ao compromisso assumido pelo Estado português no POEN-MP e aprovado pelo Conselho da União Europeia (% PIB)

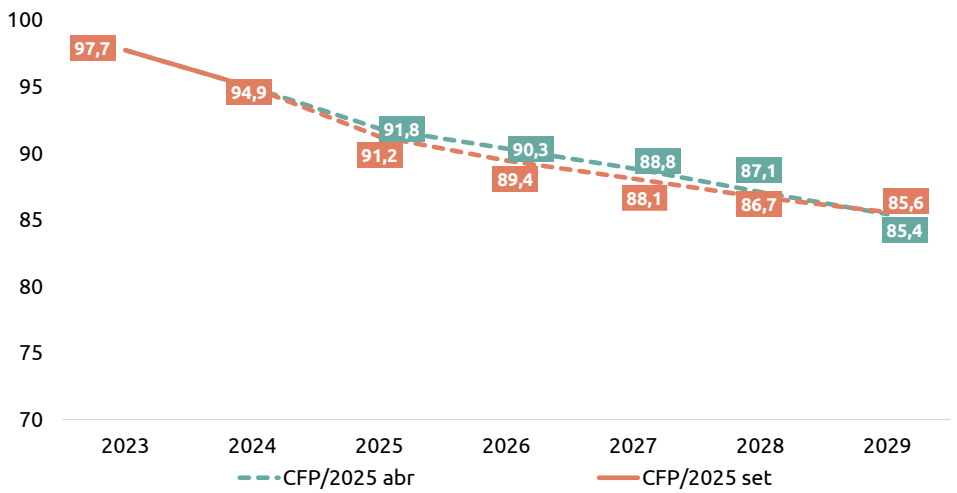


Fonte: INE, cálculos e projeções do CFP. | Nota: (i) D. Corr. Prim. – despesa corrente primária;(ii) Odk – outras despesas de capital e (iii) MDR - medidas discricionárias da receita. Um contributo positivo desta última reflete medidas de redução de receita, na sua quase globalidade de natureza fiscal que elevam a despesa líquida e consequentemente a sua taxa de crescimento. As despesas nacionais objeto de cofinanciamento por programas financiados pela União Europeia e despesas relativas aos programas da União inteiramente cobertas por receitas provenientes de fundos da União relativas a 2024 correspondem à estimativa do INE apuradas no âmbito da 1.ª notificação do PDE de março de 2025. Tratando-se de um primeiro reporte esse valor pode vir a ser revisto. Para o restante horizonte temporal, o CFP assumiu como *proxy* de cofinanciamento por programas financiados pela União Europeia, a percentagem do cofinanciamento destes programas no conjunto da despesa financiada por fundos da União Europeia tendo como referência o ano de 2024.

3.4 Perspetivas de evolução da dívida pública

O CFP mantém a projeção de uma trajetória decrescente para o rácio da dívida pública. O rácio da dívida pública deverá atingir 85,6% do PIB em 2029, o que corresponde a uma redução de 9,4 p.p. do PIB ao longo de cinco anos. Em média, a dívida recua 1,9 p.p. do PIB por ano, um ritmo idêntico ao da projeção anterior (Gráfico 20). Contudo, em comparação com o exercício de abril, observa-se uma diminuição mais concentrada nos primeiros anos do horizonte. Tal fica a dever-se, em grande parte, ao efeito crescimento mais favorável nestes anos, em resultado da evolução do efeito preço.

Gráfico 20 – Evolução da dívida pública (em % do PIB)



Fontes: INE e BdP. Cálculos e projeções do CFP.

Em 2025, a redução estimada do rácio da dívida em 3,7 p.p. do PIB é a mais acentuada de todo o horizonte de projeção. Este resultado decorre sobretudo de dois fatores favoráveis: i) o contributo relevante do saldo primário neste ano (em 2,1 p.p.); e ii) o impacto do efeito dinâmico (em 2,9 p.p.), em larga medida explicado pelo efeito preço (de 3,2 p.p.). Estes efeitos são parcialmente contrariados por um ajustamento défice-dívida desfavorável (1,3 p.p.) (Quadro 6).[50]

No período 2026-2029, a trajetória de redução do rácio da dívida pública prossegue, mas de forma mais gradual (em 1,4 p.p. do PIB por ano, em média). O contributo favorável do saldo primário mantém-se relativamente estável (em 1,6 p.p. do PIB por ano, em média), assegurando a continuidade da trajetória descendente do rácio da dívida, mas o efeito dinâmico diminui em termos absolutos, reduzindo-se o impacto do PIB nominal, em particular pelo efeito preço. Em contrapartida, o efeito juros agrava-se gradualmente (subindo de 2,1 p.p. em 2026 para 2,4 p.p. em 2029), e o

[50] Para o cálculo do ajustamento défice-dívida foram assumidas hipóteses sobre determinadas operações que, não perfazendo a totalidade dos fatores que o influenciam, têm um impacto significativo ao longo do horizonte de projeção, tais como os excedentes do Sistema Previdencial da Segurança Social não aplicados em dívida pública, a execução dos empréstimos do PRR, entre outros.

ajustamento défice-dívida contribui para o aumento do rácio da dívida em 1,3 p.p. por ano, em média, neste período. Como resultado, o rácio da dívida atinge 85,6% do PIB em 2029.

Quadro 6 – Contributos para a evolução da dívida de Maastricht (em % do PIB)

		Projeção CFP					Impacto acumulado
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2024/2029
Dívida Pública	**94,9**	**91,2**	**89,4**	**88,1**	**86,7**	**85,6**	**-9,4**
Variação do rácio da dívida	**-2,8**	**-3,7**	**-1,8**	**-1,4**	**-1,4**	**-1,1**	**-9,4**
Efeito saldo primário	-2,8	-2,1	-1,5	-1,7	-1,7	-1,6	-8,5
Efeito dinâmico (bola de neve)	-3,9	-2,9	-1,6	-1,0	-0,9	-0,8	-7,3
- efeito juros	2,1	2,0	2,1	2,3	2,4	2,4	11,2
- efeito crescimento	-5,9	-5,0	-3,8	-3,3	-3,3	-3,1	-18,5
ef. Preço	-4,1	-3,2	-2,1	-1,9	-1,7	-1,7	-10,6
ef. crescimento real	-1,8	-1,7	-1,6	-1,4	-1,6	-1,5	-7,9
Ajust. défice-dívida	3,8	1,3	1,4	1,3	1,2	1,2	6,4
por memória:							
Taxa de juro implícita (%)	*2,2*	*2,3*	*2,4*	*2,7*	*2,8*	*2,8*	0,6

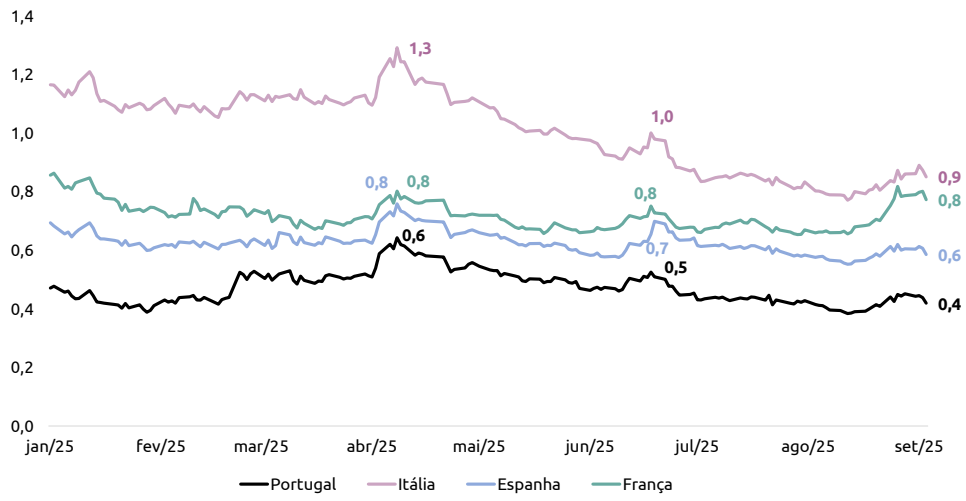
Fontes: INE e BdP. Cálculos e projeções do CFP. Nota: a soma do efeito juros e do efeito crescimento corresponde ao efeito dinâmico da dívida, também conhecido por efeito bola de neve. Para a decomposição do efeito crescimento nominal o CFP seguiu a equação 26 da publicação *A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates; by Julio Escolano; IMF Fiscal Affairs Department; IMF Technical Notes and Manuals TNM/10/02; January 27, 2010.*

Condições de financiamento

Não obstante alguma instabilidade no mercado de dívida da área do euro, a dívida portuguesa demonstra resiliência em 2025. Apesar do reduzido rácio de dívida alemã, ligeiramente acima de 60% do PIB, servir de âncora para conter um agravamento mais acentuado dos custos de financiamento, nos últimos seis meses a taxa de juro da dívida alemã (*Bunds*) registou uma trajetória de subida moderada, marcada por alguns picos, associados às expetativas do mercado sobre o eventual aumento das necessidades de financiamento do Estado. O *Bund* a 10 anos, que se situara em 2%, em média, no 2.º semestre de 2024, atingiu 2,9% em março de 2025. Esta subida, que se fez notar particularmente nos prazos mais longos, deveu-se às expetativas do mercado quanto ao aumento da dívida devido ao plano de investimento em defesa e infraestruturas proposto pela coligação que resultou das eleições federais de fevereiro. A *yield* a 10 anos alemã estabilizou depois em torno de 2,6%-2,7% nos trimestres seguintes. No mercado de dívida português, no primeiro trimestre de 2025, o *spread* entre o custo das Obrigações do Tesouro portuguesas e as *yields* alemãs a 10 anos subiu, terminando em março em 0,5 p.p.. No segundo trimestre, este diferencial iniciou uma trajetória descendente, fixando-se em 0,4 p.p. no final de agosto (Gráfico 21). De facto, no 3.º trimestre de 2025 registaram-se de forma reiterada[51] *spreads* face à Alemanha (0,38 p.p.) em mínimos desde 2009 (0,42 p.p.).

[51] Em 30 dias, até 12 de setembro, inclusive. Esta situação ocorreu de forma mais pontual (10 dias) no final de 2024.

Gráfico 21 – *Spreads* a 10 anos face à Alemanha (p.p.)

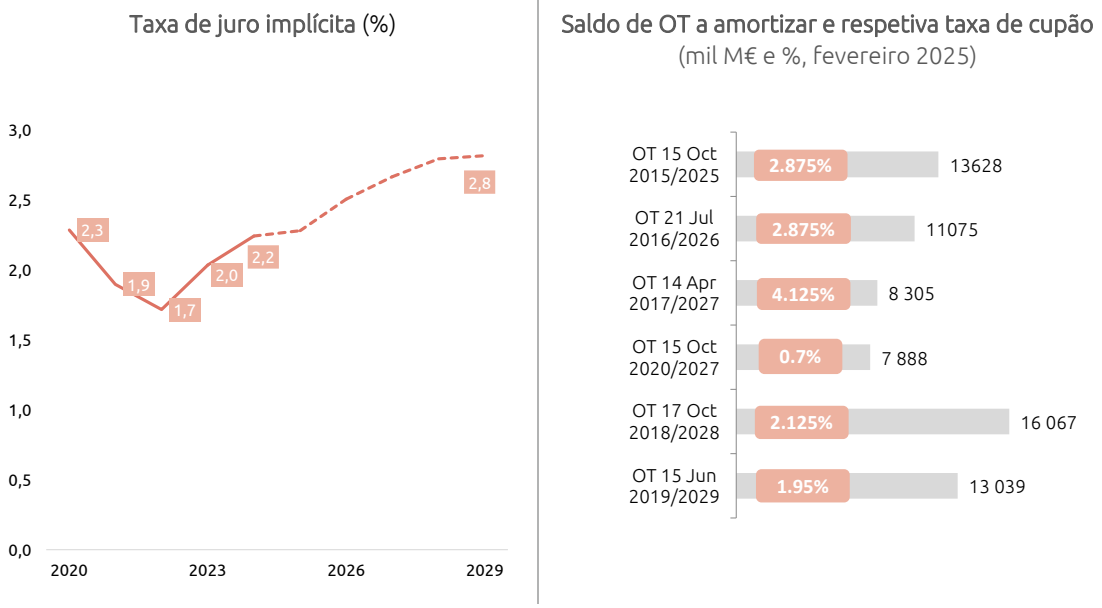


Fonte: Bloomberg. Cálculos do CFP.

Nos últimos meses, a taxa de juro da dívida portuguesa tem refletido uma melhoria persistente na perceção de risco do país. Para além da redução dos *spreads* face à Alemanha, em 2025 Portugal beneficiou de um nível de notação financeira que não se verificava desde o período que antecedeu a crise das dívidas soberanas. Esta evolução traduz a credibilidade conquistada junto dos mercados, sustentada, em parte, por uma política orçamental prudente e por um consenso político em torno da descida do rácio da dívida pública. O resultado refletiu-se favoravelmente nos custos de financiamento, permitindo reforçar a resiliência da dívida pública portuguesa face a choques externos.

Apesar destes desenvolvimentos, projeta-se que a taxa de juro implícita da dívida pública registe uma trajetória ascendente até 2029. Calculada como a razão entre os encargos com juros de cada ano e o *stock* de dívida do ano anterior, estima-se que aumente de 2,2% em 2024 para 2,8% em 2029 (Gráfico 22, painel esquerdo). Este aumento resulta, em parte, de uma taxa de juro das novas emissões de Obrigações do Tesouro (3,4% na maturidade de 10 anos, em média) superior à taxa de cupão das OT a reembolsar nos próximos anos (Gráfico 22, painel direito).

Gráfico 22 – Condições de financiamento



Fontes: INE, BdP e IGCP. Cálculos e projeções do CFP. | Nota: OT = Obrigação do Tesouro.

Em termos de análise de sensibilidade, um cenário de agravamento dos custos de financiamento em 50 pontos base tem um impacto marginal na taxa de juro implícita da dívida. Face às hipóteses relevantes para a evolução da dívida pública, a análise de sensibilidade aponta para que um agravamento (melhoria) dos custos de financiamento em 50 pontos base em 2026-2029, representando uma *yield* a 10 anos máxima (mínima) no horizonte de projeção de 4% (3%), levaria a um aumento (diminuição) da taxa de juro implícita para 3% (2,7%) no final do horizonte de projeção em 2029, face a 2,8% no cenário base. Este(a) aumento (diminuição) dos custos de financiamento traduzir-se-ia num rácio da dívida pública superior (inferior) em 0,4 p.p. do PIB ao projetado no cenário base do CFP (85,6% do PIB). Trata-se de um impacto contido graças à maturidade relativamente longa do *stock* de dívida pública, que em julho apresentava um prazo médio residual de 7,5 anos.

3.5 Principais riscos e fatores não considerados no cenário orçamental em políticas invariantes

Para além dos riscos identificados no cenário macroeconómico, predominantemente descendentes, a trajetória orçamental pode ser influenciada pela quantificação de algumas medidas de política. Esta quantificação pode resultar numa sub ou sobrestimação dos seus efeitos na projeção, destacando-se, a título de exemplo, as estimativas próprias do impacto orçamental: i) da valorização salarial; ii) da redução extraordinária das retenções na fonte do IRS; iii) das atualizações automáticas das deduções específicas de IRS pelo valor do IAS; e iv) dos escalões do IRS em função da evolução das componentes da inflação e da produtividade.

Existem igualmente fatores não incorporados na projeção, incluindo medidas de política económica já anunciadas, mas ainda não aprovadas, que podem influenciar a trajetória das variáveis orçamentais:

(i) Despesa adicional com defesa, que atinja pelo menos 3% do PIB até 2029 no conceito NATO. Esta despesa deverá constar no plano de investimento detalhado a apresentar por Portugal, no final de novembro, em que os objetivos nacionais devem estar alinhados com os compromissos assumidos com a NATO. O financiamento da despesa com defesa deverá ser assegurado com recurso ao Programa de financiamento Europeu SAFE e Orçamento do Estado;

(i) As reduções adicionais da taxa de IRC, para além da já aprovada para o ano fiscal de 2025 (com impacto na receita fiscal a arrecadar em 2026), bem como novas reduções das taxas de IRS de 2026 em diante, um compromisso previsto no programa do Governo até 2029; de acordo com as estimativas do Governo apresentadas no Quadro de Políticas Invariantes a redução adicional de taxas de IRS a incluir no OE/2026 terá um custo de 111 M€ e cada ponto percentual de redução adicional de IRC reduz a receita em 300 M€, o que implicaria em 2029 um efeito direto negativo no saldo orçamental de 1011 M€ face ao considerado nesta projeção em políticas invariantes;

(ii) A evolução futura da despesa do CSI, dado o compromisso de convergência do valor incluído no programa do Governo que, por depender de decisões discricionárias (publicação anual de uma portaria), não foram considerados nos aumentos projetados para esta prestação social entre 2026-2029. Esta convergência pode implicar uma subestimação desta despesa nesses anos; tal como evidenciado na Caixa 4 entre 2025 e 2029 esta prestação pode aumentar em 516 milhões de euros;

(iii) A devolução da receita arrecadada com a Contribuição Extraordinária sobre o Sector Energético (CESE), bem como um eventual alargamento da inconstitucionalidade a outros sectores de energia para além do gás, uma contribuição extraordinária sucessivamente renovada e que carece de aprovação anual pelo Orçamento do Estado;

(iv) Acréscimos da contribuição de Portugal para o orçamento da União Europeia acima do PIB nominal, na sequência dos novos desafios europeus (a refletir no próximo Quadro Financeiro Plurianual para 2028-2034) e eventuais futuros apoios à Ucrânia, resultando assim numa possível subestimação deste tipo de despesas;

(v) Desenvolvimento de grandes obras públicas das quais não se tem conhecimento definitivo do seu possível impacto nas contas públicas (e.g. novo aeroporto de Lisboa, linha de alta velocidade ferroviária), bem como de investimentos públicos anunciados para os quais não se dispõe de calendário realista de execução e respetivas fontes de financiamento;

(vi) A distribuição de 274,9 milhões (0,1% PIB) às administrações públicas (Fundo de Resolução e Entidade do Tesouro e Finanças) na sua qualidade de acionistas do Novo Banco, proveniente da redução de capital em 1,1 mil milhões de euros, não foi considerada enquanto receita em contas nacionais;

(vii) Não foram considerados anúncios depois da data de fecho, tais como a nova reprogramação do PRR e a venda de imóveis do Estado.

Acrescem, ainda, riscos descendentes, ou seja, que podem contribuir de forma desfavorável **para o saldo orçamental,** associados a:

(i) Responsabilidades contingentes como as PPP e outras garantias públicas, designadamente as relacionadas com as linhas de garantia InvestEU[52] e outras linhas enquadradas no âmbito do Programa Reforçar a Economia do Banco Português de Fomento (BPF) e Garantia Jovem[53];

(ii) Eventos meteorológicos extremos potenciados pelas alterações climáticas (e.g incêndios florestais), bem como outros riscos naturais;

(iii) Despesas acrescidas com os cuidados de saúde, atendendo ao envelhecimento da população portuguesa e à inovação tecnológica nesses mesmos cuidados;

(iv) Eventual alargamento das revisões de carreiras a outros grupos profissionais da administração pública que implique um aumento das despesas com pessoal acima do projetado.

Nos riscos ascendentes, identificam-se fatores que podem levar a uma trajetória orçamental mais favorável do que a projetada pelo CFP:

(i) Uma maior elasticidade da receita fiscal face às bases de incidência;

(ii) Um crescimento mais robusto das contribuições sociais, caso a população ativa cresça mais do que o esperado;

(iii) Uma menor execução de investimento público suportado por financiamento nacional ou pela componente de empréstimos do PRR; e

(iv) Menores encargos com juros, caso a dívida pública registe uma trajetória mais favorável ou as taxas de juro venham a revelar-se inferiores ao assumido.

---

[52] O Fundo de Contragarantia Mútuo (FCGM), entidade do sector institucional das Administrações Públicas, atua como contragarante, cobrindo entre 75% e 80% das garantias emitidas, consoante a linha. De acordo com informação recebida do BPF, o *stock* de contragarantias vivas do FCGM ao abrigo destas linhas ascendia a 847 M€ em 30 de junho de 2025. A dotação total das Linhas de Garantia BPF InvestEU é de 3555 M€.

[53] O Decreto-Lei n.º 44/2024, de 10 de julho, regulamentado pela Portaria 236-A/2024, de 27 de setembro, criou uma garantia pessoal do Estado destinada a jovens até aos 35 anos, para apoiar a concessão de crédito na aquisição de habitação própria e permanente. A garantia pública, válida por 10 anos, tem como limite 15 % do valor da transação do imóvel, desde que esta não exceda 450 mil € e o mutuário cumpra os critérios de elegibilidade, aplicando-se aos contratos celebrados até 31 de dezembro de 2026. De acordo com dados publicados pelo Banco de Portugal, até julho de 2025 estavam utilizados 348 M€, 32 % do montante total previsto, de aproximadamente 1,1 mil M€.

4. ANEXO

Quadro 7 – Impacto incremental das medidas de política e de outros efeitos
(variação face ao ano anterior em M€ e em p.p. do PIB)

	Projeção CFP									
	Variação em M€					Variação em p.p. do PIB				
	2025	2026	2027	2028	2029	2025	2026	2027	2028	2029
Receita total	**-408**	**-35**	**-1 285**	**-281**	**-336**	**-0,1**	**0,0**	**-0,4**	**-0,1**	**-0,1**
Receita corrente	-408	-35	-1 285	-281	-336	-0,1	0,0	-0,4	-0,1	-0,1
Receita fiscal	-393	-139	-1 378	-316	-341	-0,1	0,0	-0,4	-0,1	-0,1
Impostos indiretos	10	100	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impostos diretos	-403	-239	-1 378	-316	-341	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1
Contribuições sociais	164	103	93	35	5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Vendas e out. receitas correntes	-180	0	0	0	0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Receita de capital	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Despesa primária	**1 574**	**189**	**100**	**110**	**-145**	**0,4**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**-0,1**
Despesa corrente primária	1 289	345	300	110	7	0,4	0,1	0,1	0,0	0,0
Consumo intermédio	-100	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Despesa com pessoal	532	335	300	114	16	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
Prestações sociais	608	-404	0	0	0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
Subsídios e out. despesas correntes	248	415	0	-4	-9	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Despesa de capital	285	-156	-200	0	-152	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Saldo primário	**-1 982**	**-224**	**-1 386**	**-391**	**-191**	**-0,6**	**0,0**	**-0,4**	**-0,1**	**0,0**
Juros	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Despesa total	**1 574**	**189**	**100**	**110**	**-145**	**0,4**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**-0,1**
Saldo orçamental	**-1 982**	**-224**	**-1 386**	**-391**	**-191**	**-0,6**	**0,0**	**-0,4**	**-0,1**	**0,0**
Por memória:										
Variação do saldo, decorrente de:										
Medidas de política	-2 322	-409	-453	-270	-193	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Outros efeitos	926	-401	-933	-121	2	0,4	-0,1	-0,3	0,0	0,0
One-offs	-586	586	0	0	0	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0

Fonte: MF. Cálculos do CFP. | Notas: os valores traduzem variações face ao ano anterior: por exemplo, estima-se que em 2026 as medidas de política económica impliquem um aumento dos impostos indiretos de 100 M€ face a 2025 e um aumento das despesas com pessoal de 335 M€; a identificação das principais medidas de política económica consideradas na projeção do CFP é apresentada no Quadro 8 e no Quadro 9.

Quadro 8 – Impacto incremental das medidas de política consideradas na projeção do CFP
(variação face ao ano anterior, por medida, em M€ e em p.p. do PIB)

Designação	Variação em M€					Variação em p.p. do PIB				
	2025	2026	2027	2028	2029	2025	2026	2027	2028	2029
Receita	**-1 378**	**-688**	**-153**	**-160**	**-187**	**-0,5**	**-0,2**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Receita corrente	**-1 378**	**-688**	**-153**	**-160**	**-187**	**-0,5**	**-0,2**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Receita fiscal	-1 196	-688	-153	-160	-187	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0
Impostos indiretos	247	100				0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Alteração ISP e atualização da taxa de carbono	343					0,1				
Apoio extraordinário aos custos com combustíveis na agricultura	39					0,0				
Mecanismo temporário de gasóleo para empresas transporte mercadorias	25					0,0				
Fim da isenção biocombustíveis (Reversão)		100					0,0			
Alargamento do IVA da eletricidade a 6% p/ primeiros 200 kWh	-110					0,0				
Isenção de IMT e IS na compra da 1.ª habit. p/ jovens até 35 anos	-50					0,0				
Impostos diretos	-1 445	-788	-153	-160	-187	-0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0
Atualização automática das deduções específicas de IRS pelo valor do IAS	-81	-82	-72	-68	-71	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Atualização automática dos escalões (componente de produtividade na parte que excede a inflação)	-15	-22	-71	-81	-116	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Atualização do Mínimo de Existência	-142	-220				0,0	-0,1			
Aumento da consignação de 0.5% para 1%	-40					0,0				
Aumento das deduções com despesas de habitação (rendas)	-19	-20	-10	-10		0,0	0,0	0,0	0,0	
Compensação pela limitação do aumento das rendas a 2%	45					0,0				
Diminuição de taxas dos escalões Jun/2025 (Proposta Governo)	-425					-0,1				
IRS Jovem | OE/2024	-118	118				0,0	0,0			
IRS Jovem | OE/2025	-394	-131				-0,1	0,0			
Incentivo fiscal à recuperação - IFR	8					0,0				
Redução de 1 p.p. na taxa normal e reduzida de IRC		-431					-0,1			
Reforço dos incentivos em sede IRC para a capitalização de empresas (ICE)	-265					-0,1				
Vendas	-180					-0,1				
Abolição das Portagens nas ex-SCUTs	-180					-0,1				
Receita de Capital	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Despesa	**944**	**-279**	**300**	**110**	**7**	**0,3**	**-0,1**	**0,1**	**0,0**	**0,0**
Despesa corrente primária	**944**	**-279**	**300**	**110**	**7**	**0,3**	**-0,1**	**0,1**	**0,0**	**0,0**
Consumo intermédio	-100					0,0				
Revisão da despesa pública	-100					0,0				
Despesas com pessoal	532	335	300	114	16	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
Valorização salarial de grupos profissionais	532	335	300	114	16	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
Prestações sociais	608	-404				0,2	-0,1			
Apoio às famílias carenciadas / mais vulneráveis	-2	-4				0,0	0,0			
Complemento ao apoio extraordinário para crianças e jovens	-2	-0,02				0,0	0,0			
Apoio extraordinário a titulares de rendimentos e prestações sociais	0,4	-1,2				0,0	0,0			
Suplemento extraordinário de pensão	4	-399				0,0	-0,1			
Complemento excecional de pensão	-24					0,0				
Apoio extraodinário à renda	23					0,0				
Apoio aos refugiados	-3					0,0				
Aumento adicional das pensões mais baixas	274					0,1				
Aumento do CSI - atualização extraordinária do valor de referência	178					0,1				
Programa Cuida-te +	17					0,0				
Comparticipação medicamentos Antigos Combatentes	10					0,0				
Gratuitidade progressiva das creches	24					0,0				
Pacote Mobilidade Verde	68					0,0				
Gratuitidade Passe Sub 23	40					0,0				
Subsídios	-468					-0,2				
Bonificação de juros	-29					0,0				
Alocação adicional de verbas no SEN para redução da tarifa	-366					-0,1				
Apoio ao transporte de passageiros e mercadorias	-66					0,0				
Apoio ao sector das pescas	-8					0,0				
Outras despesas correntes	372	-210		-4	-9	0,1	-0,1		0,0	0,0
Programas «E-Lar» e «Bairros + Sustentáveis»	10	-10				0,0	0,0			
Atualização do Financiamento às IPSS	159					0,1				
Apoio financeiro às IPSS para a abertura de novas salas de educação pré-escolar	8	6		-4	-9	0,0	0,0		0,0	0,0
Apoio à Ucrânia	46	-205				0,0	-0,1			
Alterações introduzidas no sistema de incentivos às empresas	150					0,0				
Despesa de capital	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0,0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Juros	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0,0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Saldo orçamental	**-2 322**	**-409**	**-453**	**-270**	**-193**	**-0,7**	**-0,1**	**-0,1**	**-0,1**	**0,0**

Fonte: MF. Cálculos do CFP. | Notas: sempre que possível, foram efetuados cálculos próprios do CFP para a quantificação das medidas identificadas neste quadro; os valores refletem variações face ao ano anterior: por exemplo, estima-se que o suplemento extraordinário de pensões pago em 2025 implique uma redução de 399 M€ na despesa com prestações sociais em 2026; a medida de valorização salarial abrange os seguintes grupos profissionais: professores, forças de segurança e defesa, médicos e enfermeiros, bombeiros, oficiais de justiça, trabalhadores da Autoridade Tributária e Aduaneira, bem como os pertencentes às carreiras de regime especial de técnico superior especialista de orçamento e finanças públicas do MF, de técnico superior especialista em estatística do INE e de técnico superior especialista em coordenação transversal de Administração e Políticas Públicas; o quadro apenas inclui medidas de política (os outros efeitos considerados na projeção do CFP estão detalhados no Quadro 9).

Quadro 9 – Impacto incremental de outros efeitos considerados na projeção do CFP
(variação face ao ano anterior, por medida, em M€ e em p.p. do PIB)

Designação	Variação em M€					Variação p.p. do PIB				
	2025	2026	2027	2028	2029	2025	2026	2027	2028	2029
Receita	**970**	**653**	**-1 133**	**-121**	**-150**	**0,3**	**0,2**	**-0,4**	**0,0**	**0,0**
Receita corrente	**970**	**653**	**-1 133**	**-121**	**-150**	**0,3**	**0,2**	**-0,4**	**0,0**	**0,0**
Receita Fiscal	806	549	-1 226	-156	-155	0,3	0,2	-0,4	0,0	0,0
Impostos indiretos	-236					-0,1				
Redução receita c/comércio CELE (Licenças de carbono)	-202					-0,1				
Adicional de solidariedade sobre o sector a bancário (inconstitucionalidade Trib. Constit.)	-34					0,0				
Impostos diretos	1 042	549	-1 226	-156	-155	0,4	0,2	-0,4	0,0	0,0
Atualização automática dos escalões (exclusivamente na componente da inflação)	-359	-285	-190	-170	-157	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Retenções na fonte IRS 2025 (diferente da taxa de atualização da inflação + produtividade)	293	-293				0,1	-0,1			
Retenções na fonte IRS 2024 (menos reembolsos/mais notas de cobrança em 2025)	1 058	-1 058				0,4	-0,4			
Retenções na fonte IRS 2024 (efeito base nas retenções na fonte de 2025)	1 058					0,4				
Retenções na fonte IRS 2025 (menos reembolsos/mais notas de cobrança em 2026)		1 072	-1 072				0,3	-0,3		
Retenções na fonte IRS 2025 (efeito base nas retenções na fonte de 2026)	-1 072	1 072				-0,4	0,4			
Valorização salarial de grupos profissionais	64	41	36	14	2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Contribuições sociais	164	103	93	35	5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Valorização salarial de grupos profissionais	164	103	93	35	5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Receita de capital	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Despesa	**44**	**1054**	**-200**	**0**	**-152**	**0,0**	**0,3**	**-0,1**	**0,0**	**0,0**
Despesa corrente primária	**345**	**624**				**0,1**	**0,2**			
Outras despesas correntes	345	624				0,1	0,2			
Transferência para o Orçamento da União Europeia	345	624				0,1	0,2			
Despesa de capital	**-301**	**430**	**-200**	**0**	**-152**	**-0,1**	**0,1**	**-0,1**	**0,0**	**0,0**
FBCF	-215	430	-200	0	-152	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0
Aquisição de 12 aviões A-29N Super Tucano p/Força Aérea		200	-200				0,1	-0,1		
Aeronave KC 309 | Avião Militar					-152					0,0
Entrega de Material militar (duas fragatas)	-215					-0,1				
Habitação Financ. Nacional		230					0,1			
Outras despesas de capital	-86					0,0				
Decisões judiciais - ANACOM	-86					0,0				
Saldo orçamental	**926**	**-401**	**-933**	**-121**	**2**	**0,4**	**-0,1**	**-0,3**	**0,0**	**0,0**

Fonte: MF. Cálculos do CFP. | Notas: os valores correspondentes aos impostos diretos e contribuições sociais correspondem a cálculos próprios do CFP; o quadro não inclui os montantes do PRR, mas o respetivo impacto foi incorporado na projeção do CFP.

Quadro 10 – Medidas *one-off* (em % do PIB)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Medidas *one-off* (impacto no saldo)	-0,5	0,3	-0,1	-0,5		-0,2
Despesa	0,5	0,2	0,1	0,5		0,2
Ativos por impostos diferidos	0,1	0,0	0,1	0,0		
Compensação à concessionária Algarve Litoral / IP indemnização						0,1
Devolução do adicional de solidariedade cobrado à Banca						0,1
Indemnização judicial à EDP (barragem do Fridão)				0,1		
Indemnização judicial à ANACOM						0,0
Parvalorem | Perdas adicionais de créditos não passíveis de recuperação				0,3		
Por memória (impacto por agregado orçamental)						
Outra despesa corrente				0,0		
Outras despesas de capital	0,5	0,2	0,1	0,5		0,2

Fontes: INE e Ministério das Finanças. | Notas: Cálculos e classificação da responsabilidade do CFP. Os totais não correspondem necessariamente à soma das parcelas devido a arredondamentos. Em 2024 e de 2026 a 2029 não foram consideradas quaisquer medidas *one-off*. Os valores podem vir a sofrer alterações caso a disponibilização de nova informação assim o justifique.

Quadro 11 – Cenário orçamental do CFP ajustado de medidas *one-off* (em % e p.p. do PIB)

	2024	Projeção CFP					Variação
	INE	2025	2026	2027	2028	2029	2024-29
Receita total	**43,5**	**43,8**	**43,7**	**42,4**	**41,9**	**41,4**	**-2,0**
Receita corrente	42,6	42,4	42,3	41,6	41,2	40,8	-1,8
Receita fiscal	24,9	24,5	24,4	24,1	24,0	23,8	-1,0
Impostos indiretos	14,6	14,5	14,4	14,5	14,5	14,5	-0,1
Impostos diretos	10,3	10,0	10,0	9,6	9,5	9,4	-1,0
Contribuições sociais	12,6	12,8	12,9	12,9	12,8	12,7	0,1
Vendas e out. receitas correntes	5,1	5,0	5,0	4,6	4,4	4,3	-0,8
Receita de capital	0,9	1,4	1,4	0,8	0,7	0,6	-0,3
Despesa primária	**40,7**	**41,5**	**42,2**	**40,8**	**40,2**	**39,9**	**-0,8**
Despesa corrente primária	37,3	37,5	37,8	37,4	37,0	36,9	-0,4
Consumo intermédio	5,2	5,2	5,2	5,1	4,8	4,9	-0,4
Despesa com pessoal	10,6	10,9	10,9	11,0	10,9	10,9	0,3
Prestações sociais	18,2	18,2	18,2	18,1	18,0	17,9	-0,2
Subsídios e out. despesas correntes	3,3	3,3	3,5	3,3	3,2	3,2	-0,1
Despesa de capital	3,4	3,9	4,4	3,4	3,2	3,0	-0,4
Formação bruta de capital fixo	2,7	3,1	3,6	2,9	2,8	2,8	0,1
Outra despesa de capital	0,7	0,8	0,8	0,5	0,3	0,3	-0,5
Saldo primário	**2,8**	**2,3**	**1,5**	**1,7**	**1,7**	**1,6**	**-1,2**
Juros	2,1	2,0	2,2	2,3	2,4	2,4	0,3
Despesa total	**42,8**	**43,5**	**44,4**	**43,1**	**42,5**	**42,3**	**-0,5**
Saldo orçamental	**0,7**	**0,2**	**-0,6**	**-0,6**	**-0,7**	**-0,8**	**-1,5**

Fontes: INE; projeção e cálculos do CFP.

Quadro 12 – Revisão dos agregados orçamentais e suas componentes (p.p. do PIB)

	PEO set./25 vs PEO abr./25					
	2025	2026	2027	2028	2029	2025-29
Receita Total	**-0,4**	**0,1**	**-0,1**	**-0,1**	**-0,2**	**-0,7**
Receita corrente	-0,4	0,3	0,0	0,0	-0,1	-0,2
Receita Fiscal	-0,3	0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-1,0
Impostos indiretos	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,3
Impostos diretos	-0,3	0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-1,3
Contribuições sociais	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	1,0
Vendas e outras receitas correntes	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2
Receita de capital	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,4
Despesa Total	**-0,5**	**-0,2**	**-0,1**	**0,0**	**0,0**	**-0,8**
Despesa Primária	**-0,4**	**-0,2**	**-0,1**	**0,0**	**0,0**	**-0,6**
Despesa corrente primária	-0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,9
Consumo intermédio	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,5
Despesas com pessoal	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4
Prestações sociais	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5
Subsídios e outras despesas correntes	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,5
Despesa de capital	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2	-0,3	-1,5
Formação bruta de capital fixo	-0,5	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-1,9
Outra despesa de capital	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,3
Juros	**0,0**	**-0,1**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**-0,1**
Saldo orçamental	**0,0**	**0,4**	**0,0**	**-0,1**	**-0,2**	**0,1**

Fonte: Projeção e cálculos CFP.

5. REFERÊNCIAS

Banco Central Europeu. (2024). *Assessing the impact of climate change transition policies on growth and inflation*, Box 2, Eurosystem staff macroeconomic projections, dezembro.

Banco Central Europeu. (2025a). *Monetary Policy Statement*, julho.

Banco Central Europeu. (2025b). *ECB staff macroeconomic projections for the euro area*, setembro.

Barata da Rocha, M., Boivin, N., e Poitiers, N. (2025). *The economic impact of Trump's tariffs on Europe: an initial assessment*, Bruegel, abril.

Barbosa, J., Nunes, R., Alvim-Ferraz, M., Martins, F., Sousa, S. (2024). *Health and economic burden of wildland fires PM2.5-related pollution in Portugal – A longitudinal study,* Environmental Research 240(1), janeiro.

Checherita-Westphal, C., Huber, C., Rodríguez-Vives, M. e Müller, G. (2025). *Fiscal aspects of European defense spending: implications for euro area macroeconomic projections and associated risks*, ECB Economic Bulletin 5.

Comissão Europeia (2025). *Spring 2025 Economic Forecast: Moderate growth amid global economic uncertainty*, maio.

Conselho das Finanças Públicas. (2025). *Perspetivas económicas e orçamentais 2025-2029*, abril.

Fundo Monetário Internacional. (2025). *World Economic Outlook Update*, julho.

Hinz, J., Mahlkow, H. e Wanner, J. (2025). *The KITE Model Suite: A Quantitative Framework for International Trade Analysis*.

Honohan, P. (2021). *Is Ireland really the most prosperous country in Europe?* , Central Bank of Ireland, Economic Letter, 2021(1).

Kiel Institute. (2025). *Autumn forecast (2025)*, setembro.

Leal, J., Martins, T. e Marujo, E. (2024), *Regresso ao futuro: Uma base de dados das projeções macroeconómicas e orçamentais para a economia portuguesa no século XXI*, Conselho das Finanças Públicas.

Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico. (2023). *Taming wildfires in the context of climate change: The case of Portugal,* OECD Environment Policy Paper n.º 37, setembro.

Otrachshenko, V., e Nunes, L. (2021). *Fire takes no vacation: impact of fires on tourism*, Environment and Development Economics 27(1), pp. 86–101.

6. PRINCIPAIS FONTES DE INFORMAÇÃO

Banco de Portugal – Boletim Económico (junho de 2025);

Comissão Europeia – *Spring 2025 Economic Forecast* (maio de 2025);

Eurostat - Sector accounts (households and businesses) (julho de 2025);

Eurostat - GDP main aggregates and employment (setembro de 2025);

Eurostat - Inflation (HICP) (agosto de 2025);

FMI – *World Economic Outlook* (abril de 2025);

FMI – *World Economic Outlook update* (julho de 2025);

INE – Inquéritos de Conjuntura às Empresas e aos Consumidores (agosto de 2025);

INE – Estatísticas do Emprego (agosto de 2025);

INE – Contas Nacionais Trimestrais (agosto de 2025);

INE - Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego (agosto de 2025);

INE – Índice de Preços no Consumidor (agosto de 2025);

INE – Contas Nacionais Trimestrais por Setor Institucional (junho de 2025);

Ministério das Finanças – Relatório Anual de Progresso 2025 (abril de 2025);

OCDE – *Economic Outlook* (junho de 2025);

OCDE – *Interim Economic Outlook* (março de 2025).

6.1 Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Crescimento do PIB e contributos 13

Gráfico 2 – Política comercial dos EUA, desde o início de 2025 16

Gráfico 3 – Evolução das projeções para o comércio mundial, da taxa de juro de referência e inflação 17

Gráfico 4 – Hipóteses técnicas 19

Gráfico 5 – Consumo privado e rendimento disponível 20

Gráfico 6 – FBCF e taxa de investimento das Administrações Públicas 21

Gráfico 7 – Exportações 22

Gráfico 8 – Sector externo 22

Gráfico 9 – Indicadores de preços 23

Gráfico 10 – Indicadores do mercado de trabalho 25

Gráfico 11 – Desenvolvimentos cíclicos da economia 25

Gráfico 12 – Projeções ponderadas para o PIB real e IHPC (taxa de variação anual, %) 30

Gráfico 13 – Saldo orçamental (em % do PIB) 33

Gráfico 14 – Efeitos e contributos para a revisão do saldo orçamental (p.p. do PIB) .. 35

Gráfico 15 – Evolução da receita e despesa total (em % do PIB) 37

Gráfico 16 – Complemento Solidário para Idosos 42

Gráfico 17 – Projeção da despesa com CSI (M€, a preços correntes) 43

Gráfico 18 – Evolução da despesa corrente primária ajustada e da carga fiscal, % do PIB 45

Gráfico 19 – Despesa líquida 2025-2028 (em % e p.p.) 46

Gráfico 20 – Evolução da dívida pública (em % do PIB) 47

Gráfico 21 – *Spreads* a 10 anos face à Alemanha (p.p.) 49

Gráfico 22 – Condições de financiamento 50

6.2 Índice de Quadros

Quadro 1 – Cenário macroeconómico do CFP 14

Quadro 2 – Hipóteses técnicas para o enquadramento externo 18

Quadro 3 – Contributos líquidos de importações para o crescimento do PIB em volume (p.p.) 19

Quadro 4 – Outras projeções e previsões macroeconómicas para a economia portuguesa 29

Quadro 5 – Cenário orçamental do CFP (em % e p.p. do PIB) 36

Quadro 6 – Contributos para a evolução da dívida de Maastricht (em % do PIB) 48

Quadro 7 – Impacto incremental das medidas de política e de outros efeitos (variação face ao ano anterior em M€ e em p.p. do PIB) 53

Quadro 8 – Impacto incremental das medidas de política consideradas na projeção do CFP (variação face ao ano anterior, por medida, em M€ e em p.p. do PIB) 54

Quadro 9 – Impacto incremental de outros efeitos considerados na projeção do CFP (variação face ao ano anterior, por medida, em M€ e em p.p. do PIB) 55

Quadro 10 – Medidas *one-off* (em % do PIB) 55

Quadro 11 – Cenário orçamental do CFP ajustado de medidas *one-off* (em % e p.p. do PIB) 56

Quadro 12 – Revisão dos agregados orçamentais e suas componentes (p.p. do PIB). 56

6.3 Índice de Caixas

Caixa 1 – Hipóteses Técnicas e Enquadramento Externo 15

Caixa 2 – Projeções e previsões para a economia portuguesa 28

Caixa 3 – Revisão do saldo orçamental face às Perspetivas Económicas e Orçamentais (PEO) divulgadas pelo CFP em abril de 2025 34

Caixa 4 – Complemento Solidário para Idosos (CSI): o impacto das alterações no valor de referência não refletido no cenário em políticas invariantes 41

Caixa 5 – Despesa corrente primária: retrato da rigidez da estrutura orçamental 44