

ORÇAMENTO DO ESTADO 2025: POLÍTICA FISCAL NUM TRILEMA GLOBAL PARTICULARMENTE VOLÁTIL E DE RISCOS ELEVADOS!

Bruno Fernandes: brunofernandes@santander.pt

Rui Constantino: rui.constantino@santander.pt

- O Governo apresentou a proposta de Orçamento do Estado para 2025, que prevê a geração de um **excedente global de 0.3% do PIB** (excedente primário de 2.5% do PIB), o que permite reduzir o rácio da **dívida pública para 93.3% do PIB**, assim prosseguindo a trajetória de melhoria das contas públicas dos últimos anos.
- O OE2025 inclui **poucas alterações de política económica**, estando muito influenciado pelo contexto político e parlamentar. Contudo, inclui **duas medidas** que devem ser avaliadas como **positivas**, apesar de iniciais: (1) o **aprofundamento do "IRS jovem"**, enquanto medida destinada a contribuir para a retenção de talento, e (2) a **redução do IRC**, ainda em que apenas 1pp, mas que visa começar a corrigir o facto de Portugal ser um dos países da OCDE com taxa mais elevada. As demais medidas estão em linha com a estratégia dos últimos anos, com atualizações salariais na Função Pública, e aumentos das pensões de velhice.
- A trajetória de melhoria dos rácios económicos e financeiros das contas públicas portuguesas reflete a manutenção de um **contexto macroeconómico favorável, com crescimento e pleno emprego**, potenciando o crescimento das receitas públicas variáveis e permitem financiar o aumento da despesa pública rígida.
- A **incerteza relacionada com a conjuntura económica externa é o principal fator de risco** para a execução do OE 2025. Contudo, a redução fiscal já executada em 2024 e prevista para 2025 aumenta o rendimento disponível dos agentes económicos, o que contribui para aumentar utilidade marginal de cada euro gasto ou investido, ou seja, potencia a propensão ao consumo e investimento.
- O OE2025 será votado na generalidade no próximo dia 31 de outubro, baixando depois à especialidade. A votação final será no dia 29 de novembro, estando prevista a sua aprovação, embora podendo ocorrer ainda alterações durante a discussão na especialidade.

O atual contexto económico global caracteriza-se por um trilema global altamente incerto e de repercussões económico sociais difíceis de quantificar, mas com a única certeza de que os seus impactos são penalizadores do crescimento económico e bem-estar social.

O trilema a que nos referimos resulta da confluência da intensificação, já elevada, da instabilidade a nível global, nas suas dimensões geopolítica, geo-económica e geo-militar. Este trilema resulta da sincronização de quatro vetores de risco de magnitude global, com capacidade de auto-alimentação e que estão diretamente dependentes do resultado (1) das eleições presidenciais nos EUA de 5 de novembro de 2024; (2) da intensificação e alastramento dos conflitos militares na Ucrânia e no Médio-Oriente; (3) da gestão de uma política monetária equilibrada; e da (4) intensificação das tensões na Ásia-Pacífico, em particular na relação entre a China e Taiwan.

É neste contexto global que o Orçamento de Estado para o ano de 2025 terá de ser executado. Contudo, e apesar dos sinais de enfraquecimento da atividade económica da zona euro, o OE 2025 tem subjacente um cenário económico benevolente para a economia portuguesa, assumindo a manutenção de uma trajetória da atividade económica imune ao efeito trilema identificado.

No OE 2025, o Governo necessita que a economia continue a crescer acima do potencial (i.e., crescimento real potencial no intervalo 1.5%-1.7%), estimando um crescimento de 2.1%, em 2025, mas que contrasta com as fracas perspetivas de crescimento económico para a zona euro (o OE2025 assume um crescimento de 1.5%, em 2025, acima dos 1.3% previstos pelo BCE). Nesta conjuntura, a taxa de desemprego deverá manter-se estável, em redor de 6.5% em 2025, abaixo da taxa natural de desemprego (cuja estimativa se situa entre 7.0% e 7.5%).

Um parâmetro económico igualmente essencial em qualquer exercício de elaboração de Orçamento de Estado, é a taxa de crescimento do PIB nominal, crucial para determinar a trajetória de sustentabilidade da dívida pública: o Governo estima um crescimento nominal do PIB em redor de 5% em 2025, muito superior à taxa média da dívida pública, assim gerando um efeito positivo sobre o rácio da dívida pública em relação ao PIB.

O cenário económico do Governo prevê que a procura interna seja o principal pilar da resiliência do crescimento económico (com um contributo de +2.1pp para o crescimento do PIB), com especialmente dependência do consumo privado, capaz de compensar um contributo nulo das exportações líquidas. A expectativa do Governo é de que "o mercado de trabalho permanecerá robusto e um fator de suporte ao crescimento económico ao longo do horizonte de projeção" (Relatório OE 2025, página 9).

O Governo prevê que o investimento possa acelerar em 2025, decorrente da implementação plena da programação dos Fundos Estruturais, às quais acresce a aceleração na execução do PRR. Neste sentido, a despesa em investimento público em 2025 deverá crescer 3.5% em termos reais.

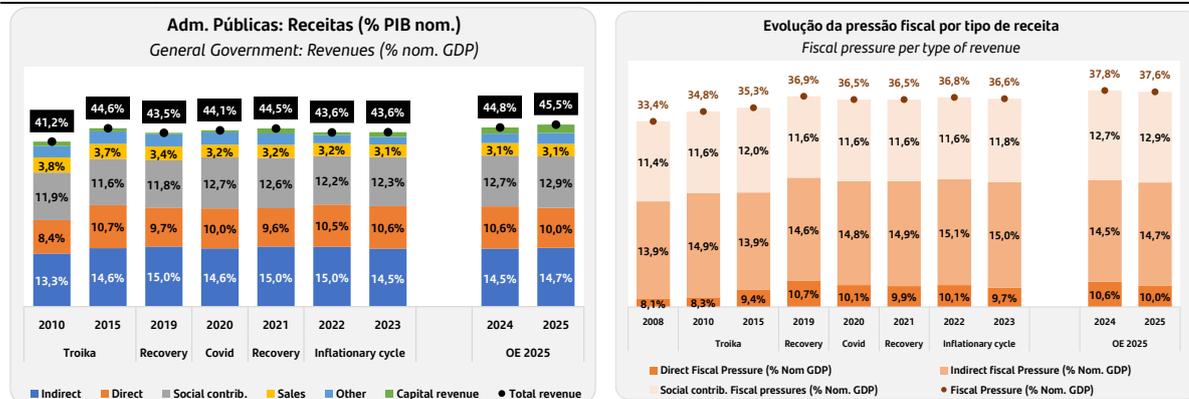
Uma política fiscal pró-cíclica numa conjuntura particularmente volátil...

A manutenção de um contexto económico benevolente assegura que existam as condições necessárias para que as contas públicas mantenham uma trajetória de equilíbrio orçamental, permitindo que a receita total continue a crescer acima da evolução da despesa pública. Em 2025, o Governo estima que a receita total continue a crescer, em 6.4%, ainda que em desaceleração face a 2024 (7.8%), apesar dos alívios fiscais.

Em 2025, a carga fiscal deverá atingir os 37.6%, o segundo valor mais elevado de sempre (em 2024 foi de 37.8%), fruto da diminuição da carga fiscal direta para 10% (-0.6pp do PIB face a 2024), que mais do que compensou o aumento do contributo da carga fiscal indireta, para 14.7% do PIB (+0.2pp do PIB face a 2024) e das contribuições sociais para 12.9% (+0.3pp do PIB face a 2024).

Contudo, merece destacar a alteração da composição do crescimento da receita total em dois períodos específicos, apesar da semelhança em termos absolutos: em 2013, o crescimento da receita total decorreu do enorme aumento de impostos diretos, cuja receita fiscal direta cresceu 28.4% (+4.3 mil milhões de euros ou +2.4pp em rácio do PIB nominal); enquanto, para 2025, o aumento da receita decorrerá dos contributos de receita fiscal indireta e das contribuições sociais, que deverão crescer 3.2% e 5.8%, respetivamente (no seu conjunto são mais 3.2 mil milhões de euros ou +0.4pp em rácio do PIB).

OE 2025: Evolução da receita total e da pressão financeira (% PIB nominal)

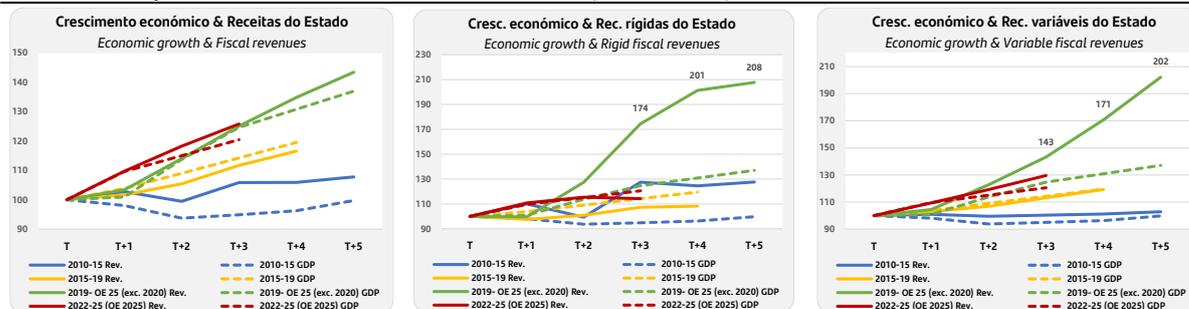


Fonte: Datastream, Estudos Santander Portugal

No OE 2025, a diminuição da carga fiscal direta espera-se que gere um efeito multiplicador positivo sobre a atividade económica, nomeadamente sobre o consumo privado, contrariamente ao que ocorreu em 2013, refletindo-se num aumento da receita fiscal indireta e das contribuições sociais, esta última decorrente do crescimento da massa salarial (economia a operar no pleno emprego e salários a crescerem 4.7% em 2025).

O OE 2025 pauta-se por políticas fiscais expansionistas, potenciando graus de liberdade dos agentes económicos relativamente a decisões de consumo e investimento, ao reduzir a carga fiscal direta em 0.6pp do PIB para 10% do PIB, em contraste com o período de 2013, quando a carga fiscal direta subiu para 11.3% do PIB, com efeitos recessivos.

OE 2025: Evolução da receita total e o crescimento económico (índice T = 100)



Fonte: Datastream, Estudos Santander Portugal

A evolução da receita total do Estado está positivamente correlacionada com a performance da atividade económica. Contudo, verificamos que a velocidade de crescimento da receita tem sido superior ao da atividade económica, evidência verificada nos períodos entre 2010 e 2015 e de 2019 a 2023 (este último período exclui o ano de 2020). A reação das receitas face à atividade económica indica a existência de um multiplicador superior a um, o que permite conjecturar que, se a economia crescer em linha com o esperado pelo Governo, é altamente plausível o cumprimento dos objetivos orçamentais em termos de evolução das receitas.

Ainda assim, no OE 2025, o Governo prevê que a tendência de crescimento da receita fiscal direta modere, fruto da redução das taxas fiscais diretas, enquanto o ritmo de crescimento das receitas indiretas deve continuar a acelerar, superando um crescimento acumulado superior a 200% em 2025 face a 2019. Contudo, quando consideramos como ponto de partida o ano de 2022, verificamos que as receitas fiscais diretas tenderão a evoluir a um ritmo inferior ao do crescimento económico, fruto da redução da fiscalidade, mas em contrapartida é esperado que a velocidade de crescimento das receitas fiscais indiretas seja superior.

Análise 1: Evolução da receita total

A receita total cresce 6.4% (4.0% excluindo os efeitos do PRR), com evoluções diferenciadas ao nível das principais rúbricas:

- (i) a **receita fiscal cresce 3.3%**, muito pela evolução da receita dos impostos indiretos (impostos sobre a produção e importação), decorrentes da ligeira aceleração do consumo privado, pois o Governo não prevê atualizar sequer as taxas dos impostos especiais sobre o consumo, enquanto a receita dos impostos sobre o rendimento e património devem reduzir-se em 1%: o crescimento da receita de IRC (que ainda beneficia dos bons resultados das empresas que se estão a verificar no ano de 2024) será anulado pela diminuição da receita de IRS, fruto das alterações já executadas em 2024 e pela atualização do regime do IRS jovem, assim como da isenção de IMT e IS na aquisição de habitação pelos jovens até 35 anos.
- (ii) as **contribuições sociais crescem 6.1%**, numa dinâmica explicada pelo crescimento esperado do emprego (+0.7%) combinado com o crescimento das remunerações por trabalhador (+4.7%).
- (iii) A **receita de dividendos** prevista para 2025 resulta quase exclusivamente dos dividendos a pagar pela CGD (683mn e 672mn, respetivamente), não estando previsto qualquer dividendo por parte do Banco de Portugal.
- (iv) A outra receita corrente, assim como a de capital, estão também influenciadas pelos **fundos associados ao PRR**: a receita de capital cresce 44% e a outra receita corrente cresce 20%.

A carga fiscal (medida pelo somatório da receita fiscal com as contribuições sociais) desce marginalmente para 37.6% do PIB (-0.2pp), por efeito do menor crescimento da receita fiscal face ao PIB.

(EUR mn)	2024	2024	Diferença	Dif. Receita 24OE/24E	2025	Diferença	Var. Receita 24/24
	OE2024	OE2025			OE2025		
	(1)	(2)	(3)=(2)-(1)	%	(4)	(5)=(4)-(2)	%
Impostos Directos	26,730.7	28,273.1	1,542.4	5.8	27,967.2	-305.9	-1.1
IRS	18,071.3	17,641.3	-430.0	-2.4	16,610.2	-1,031.1	-5.8
IRC	8,147.7	10,174.3	2,026.6	24.9	10,794.0	619.7	6.1
Outros	511.7	457.5	-54.2	-10.6	563.0	105.5	23.1
Impostos Indirectos	33,399.3	32,787.7	-611.6	-1.8	35,370.7	2,583.0	7.9
ISP	3,380.6	3,442.2	61.6	1.8	4,194.7	752.5	21.9
IVA	24,435.0	24,085.7	-349.3	-1.4	25,632.2	1,546.5	6.4
ISV	514.4	458.4	-56.0	-10.9	468.0	9.6	2.1
I Tabaco	1,696.9	1,573.5	-123.4	-7.3	1,637.2	63.7	4.0
IABA	467.1	348.3	-118.8	-25.4	364.7	16.4	4.7
I Selo	2,030.4	2,137.8	107.4	5.3	2,248.8	111.0	5.2
IUC	586.7	510.9	-75.8	-12.9	535.0	24.1	4.7
Outros	288.1	230.9	-57.2	-19.9	290.1	59.2	25.6
Receitas Fiscais	60,130.0	61,060.8	930.8	1.5	63,337.9	2,277.1	3.7

Receita fiscal direta

- A receita de **IRS** poderá reduzir-se em 5.8%, face a 2024, fruto (i) dos efeitos associados à redução do IRS já implementada em 2024, e (ii) da alteração do regime de IRS jovem, com o alargamento do prazo de vigência até 10 anos: a medida já tinha um efeito de *carry* de 250 milhões de euros, a que acrescem 525 milhões de euros em 2025, fruto da alteração do regime. Os escalões de IRS deverão ser atualizados em 4.62%, mantendo as taxas em vigor, que já tinham sido alteradas em agosto de 2024.
- A receita de **IRC** poderá crescer 6.1%, sobretudo fruto das expectativas quanto aos resultados relativos ao ano de 2024, que estarão na base da liquidação do imposto em 2025. O Governo propõe reduzir a taxa de imposto em 1pp, para 20%, no "regime geral". Para as PME ou empresas "Small Mid Cap", a taxa de imposto é também reduzida em 1pp, para 16%, para os primeiros 50 mil euros de matéria coletável, aplicando-se a taxa de 20% ao excedente.
- Ao nível dos outros impostos diretos, o Governo pressupõe a **manutenção das Contribuições e Taxas Setoriais**: Contribuição Extraordinária sobre o Setor Energético (CESE), o Adicional ao IMI (AIMI), a Contribuição sobre o Setor Bancário (CSB), o Adicional de Solidariedade sobre o Setor Bancário (ASSB), bem como as Contribuições de Solidariedade Temporárias sobre o Setor da Energia e o Setor da Distribuição Alimentar.

Fonte: Ministério das Finanças

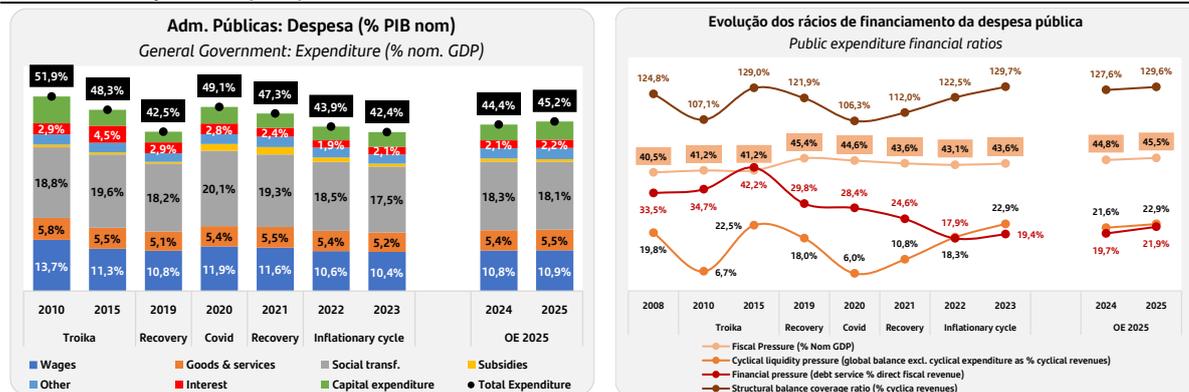
Receita fiscal indireta

- A receita dos **impostos indiretos** poderá crescer 7.9%, acima do crescimento do PIB nominal ou mesmo do consumo privado. O Governo não prevê qualquer atualização das taxas e montantes de imposto. Na tributação indireta, pelo que o crescimento da receita resulta da evolução da atividade económica.
- A receita de **Imposto sobre os Produtos Petrolíferos** e Energéticos (ISP) deve crescer 21.9%, fruto do fim da isenção sobre os biocombustíveis avançados e o descongelamento da taxa de carbono. Por outro lado, o consumo de combustíveis tem vindo a aumentar, já ao longo de 2024 (a junho de 2024, as vendas de gasolina cresceram 9.0% face ao período homólogo).
- A receita de **IVA** poderá crescer 6.4%, igualmente acima do crescimento nominal do consumo privado (cerca de 4.3%), por efeitos da normalização da despesa de consumo das famílias, com maior procura de bens e serviços taxados à taxa normal de IVA. O código do IVA não tem alterações de relevo.
- Ao nível dos demais impostos especiais sobre o consumo, o crescimento previsto para a receita está em linha com o crescimento nominal.
- São mantidas as contribuições extraordinárias sobre a indústria farmacêutica e sobre os fornecedores de dispositivos médicos do SNS, e ainda a contribuição para o audiovisual, cuja receita, no seu conjunto, poderá crescer quase 26%.

A despesa pública rígida é o principal vetor de crescimento da despesa total em 2025...

Na vertente orçamental da despesa pública merece destacar que esta deverá ascender a quase 133 mil milhões de euros em 2025, ou seja, 45.2% do PIB. O Governo prevê que a despesa pública cresça 6.6% em 2025, para os quais o aumento da despesa rígida deverá contribuir com 3.5pp (+4.4% em 2025 face a 2024) e a despesa variável 2.7pp (+17% em 2025 face a 2024). Os principais vetores de crescimento da despesa pública rígida¹ decorrem do aumento dos gastos com pessoal e com transferências sociais, que devem crescer 5.6% e 4% em 2025, respetivamente.

OE 2025: Evolução da despesa pública e rácios de financiamento



Fonte: Ministério das Finanças (OE 2025), Estudos Santander Portugal

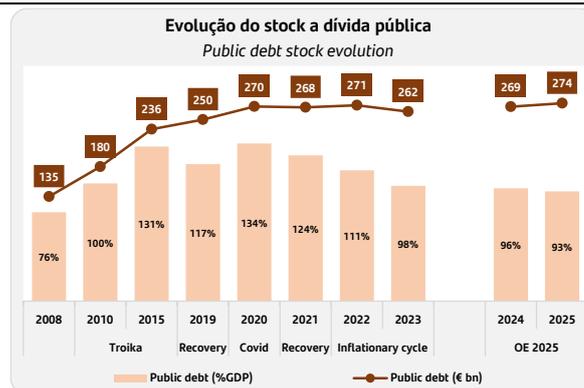
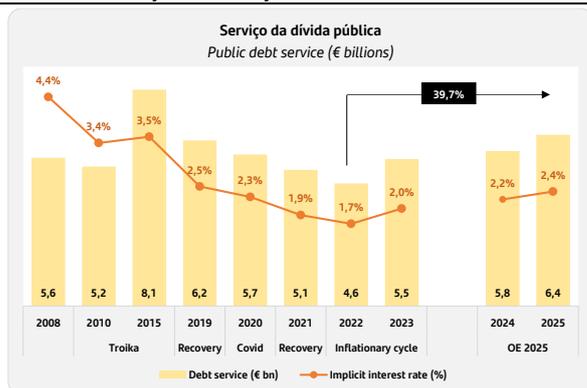
Análise 2: Evolução da despesa total

- A **despesa total deverá crescer 6.6%**, muito explicada pelo esperado maior ritmo de execução do PRR, refletida no crescimento da despesa de capital em 2.1% face a 2024. Com efeito, a despesa corrente primária poderá crescer 4.9% e a despesa total, excluindo o PRR, 3.7%. A despesa total poderá ascender a 45.2% do PIB, um aumento de 0.8pp face a 2024, por via da aceleração da execução do PRR. Sem este efeito, a despesa total cairia em percentagem do PIB, para 42.5% do PIB (uma redução de 0.5pp).
- Do ponto de vista da composição, não existem muitas diferenças face a anos anteriores, com maiores crescimentos nas **componentes mais rígidas**, como o **consumo intermédio**, as **despesas com pessoal** e as **prestações sociais**. Estas três componentes representam 76.4% da despesa total (ainda assim, com uma redução de 1.3pp face a 2025), o que é bem elucidativo da **reduzida margem de manobra** ao nível da execução orçamental, fica basicamente limitada à despesa de capital.
- A **despesa com pessoal cresce 5.6%**, muito por resultado das atualizações salariais, promoções e progressões, e ainda dos acordos alcançados com alguns grupos profissionais, como os professores (reposição do tempo de serviço), forças de segurança (revisão dos suplementos de missão), enfermagem, etc. Estas medidas podem custar 1.6 mil milhões na despesa.
- Os **consumos intermédios** sobem por aumento das aquisições de bens e serviços na Saúde, bem como pelo de financiamentos associados à transição digital no âmbito do PRR.
- O montante de **prestações sociais** previsto para 2025 cresce 4.0%, em resultado das atualizações das pensões (com um impacto orçamental de 1.6 mil milhões de euros. Por outro lado, há um reforço do complemento solidário para idosos (em 30 euros), e algumas medidas de menor importância.
- Os **encargos com o serviço da dívida** poderão aumentar em 10.4%, refletindo ainda o contexto de taxas de juro, além das alterações no *mix* de financiamento ao longo do ano de 2023 e 2024, com o aumento do peso dos Certificados de Aforro, assim como financiamento em Bilhetes do Tesouro.

A despesa com o serviço de dívida pública deverá crescer 10.4% face a 2024 e 39.6% face a 2022, chegando aos 6.4 mil milhões de euros (i.e., representando 2.2% em rácio do PIB), superando os níveis registados em 2019 e superior em cerca de mais 1.8 mil milhões de euros face a 2022 (i.e., +0.3pp do PIB). A tendência de crescimento da despesa com o serviço da dívida reflete o efeito do ciclo de subida das taxas de juro, que deverá rondar os 2.4% em 2025, um aumento de 0.7pp face a 2022 (em 2022 a taxa de juro implícita foi de 1.7%).

¹ A despesa pública rígida compreende a despesa com pessoal, consumo intermédio e as prestações sociais. A receita variável compreende os impostos indiretos, as contribuições sociais, vendas e receita de capital.

OE 2025: Evolução do Serviço de Dívida e Dívida Pública



Fonte: Ministério das Finanças (OE 2025), Estudos Santander Portugal

A melhoria dos rácios económicos e financeiros das contas públicas refletem a existência de um quadro económico expansionista duradouro numa conjuntura inflacionista, que potenciou o crescimento excecional das receitas públicas variáveis e permitiu financiar o aumento recorrente da despesa pública rígida.

A pressão financeira² do Estado terá continuado em níveis baixos e inferior a 20% em 2024, comparativamente a 2019 (quando foi de cerca de 30% das receitas fiscais diretas). Em 2025, a pressão financeira poderá aproximar-se dos 22% das receitas fiscais diretas, refletindo um duplo efeito: (1) a redução da carga fiscal direta (efeito denominador); e (2) o aumento da despesa com o serviço da dívida (conjugação de taxas de juro mais elevadas e o aumento do stock de dívida pública – efeito numerador). É importante que a pressão financeira das contas públicas não entre numa trajetória ascendente descontrolada, ou seja, que se mantenha abaixo dos 30% das receitas fiscais diretas, no sentido de evitar a necessidade de implementação de medidas orçamentais restritivas no futuro próximo (por agravamento da carga fiscal direta) num contexto de deterioração da atividade económica.

O rácio de liquidez³ do Estado tem vindo a reduzir-se desde 2018, tendo registado um rácio de 26.8% (o rácio mais elevado de sempre), menos 4pp face a 2023, quando se registou um rácio de liquidez de 23%. A deterioração do rácio de liquidez advém do aumento do défice resultante entre a receita e despesa rígida, fruto do crescimento mais rápido desta despesa face ao ritmo da receita certa e/ou permanente. Em 2023, a receita fixa permitiu financiar 30% da despesa rígida do Estado, e a expectativa do Governo é de que, em 2025, esta cobertura diminua para 26.7% (fruto da redução da carga fiscal direta). Apesar da redução do rácio de liquidez do Estado em 2024 para 21.6% (menos 1.3pp face a 2023), o Governo espera que este suba para 23% em 2025 (i.e., o nível de 2023), suportado por uma expectativa de crescimento mais favorável da receita variável, acreditando no impacto positivo do efeito rendimento sobre a procura interna.

Como a receita fiscal permanente é insuficiente para cobrir a totalidade da despesa fixa do Estado, resulta sempre na recorrência de um défice, e que consequentemente tem de ser coberto pela receita fiscal variável, e que é medido através do rácio de cobertura⁴. Em 2023, o rácio de cobertura do Estado foi de 129.7%, o que significa uma cobertura plena das necessidades de financiamento rígidas ou estruturais, pelo que saldo remanescente de 29.7pp devem suprir a despesa pública variável – em 2023, a despesa variável do Estado representou 19% das receitas variáveis. No OE 2025, o Governo prevê que o rácio de cobertura suba para 129.6% (2pp, de 2024 para 2025), apesar do aumento do peso da despesa pública variável prosseguir, em resultado do crescimento da despesa de investimento de 10.4% em 2025. No entanto merece destacar que a melhoria do rácio de cobertura tem subjacente a continuidade de uma evolução favorável da receita fiscal indireta apesar do crescimento económico mais moderado.

² rácio dos juros pagos em percentagem das receitas fiscais diretas

³ o peso do saldo orçamental excluindo o efeito da despesa variável em percentagem das receitas variáveis

⁴ saldo entre a receita e a despesa rígida em percentagem da receita variável

Análise 3: Financiamento do Estado

- Em 2025, as necessidades líquidas de financiamento do Estado devem ascender a 18 mil milhões de euros (6.1% do PIB), um forte incremento face aos 8.5 mil milhões previstos para 2024 (por sua vez, abaixo dos 11.5 mil milhões previstos no OE2024). Estes repartem-se entre 6.8 mil milhões relativos ao défice do subsector Estado e 11.2 mil milhões da aquisição de ativos financeiros, que incluem financiamentos e injeções de capital em empresas públicas.
- As **necessidades brutas**, incluindo as amortizações de dívida do ano, ascendem a 70.5 mil milhões de euros (24.0% do PIB), também por maior volume de amortização de OTs em 2025 (vence a OT Out/2025, com um saldo vivo de 13.6 mil milhões).
- A **execução de 2024 foi muito similar à inicialmente prevista**, embora as menores necessidades líquidas (por menor aquisição de ativos financeiros) sejam compensadas por maior volume de amortizações, incluindo em Certificados de Aforro e do Tesouro. Do lado das fontes de financiamento, o Tesouro emitiu também menos através de Certificados de Aforro e do Tesouro, bem como de Bilhetes do Tesouro, enquanto a emissão de OTs esteve em linha com o programa inicialmente estimado.
- Em 2025, o principal instrumento de financiamento do Estado serão as **Obrigações do Tesouro** (23.9 mil milhões, resultando numa emissão líquida de 10.3 mil milhões, destinada também a cobrir o vencimento de uma OTRV e de parte de um empréstimo europeu).
- A composição do financiamento em 2025 ajusta-se ao perfil esperado das taxas de juro. A OT 2025 que vence tem uma taxa de cupão de 2.875%, valor que está próximo da atual yield dos 10 anos (2.70%), pelo que, se fosse substituída agora por nova emissão a 10 anos, teria um reduzido impacto no serviço da dívida (ao contrário do que ocorreu nos últimos anos, em que venceram OTs com taxa de cupão muito elevadas).
- A esperada descida das taxas de juro Euribor também permite utilizar os Bilhetes do Tesouro enquanto instrumento de financiamento, com custo mais reduzido. Este mesmo movimento, acredita o Tesouro, permitirá recuperar a atratividade dos Certificados de Aforro, cujo saldo poderia crescer em 3.7 mil milhões de euros, em 2025.

Necessidades e Fontes de Financiamento do Estado em 2024-25

	2024 OE24	2024 OE25	2025
Necessidades Líquidas de Financiamento	11,488	8,521	18,045
Défice Orçamental	4,989	4,916	6,806
Aquisição líquida de ativos financeiros	6,499	3,605	11,239
Amortizações e Anulações	43,484	45,819	52,459
Certificados Aforro + Tesouro	3,662	4,206	4,945
Dívida CP em euros	31,287	32,198	31,189
Dívida MLP em euros	6,373	7,004	16,325
Dívida não euro	2,714	2,365	0
Fluxos de capital de swaps	-552	46	0
Necessidades Brutas de Financiamento	54,972	54,340	70,504
Fontes de Financiamento	55,059	54,579	70,830
Saldo de financiamento de anos anteriores	121	1,009	239
Emissões de dívida relativas ao Orçamento do ano	54,938	53,570	70,591
Certificados Aforro + Tesouro	3,662	2,338	7,445
BTs	9,712	8,137	17,264
OTs	15,339	15,832	23,887
Outros Instrumentos	26,225	27,263	21,995

Fonte: Ministério das Finanças

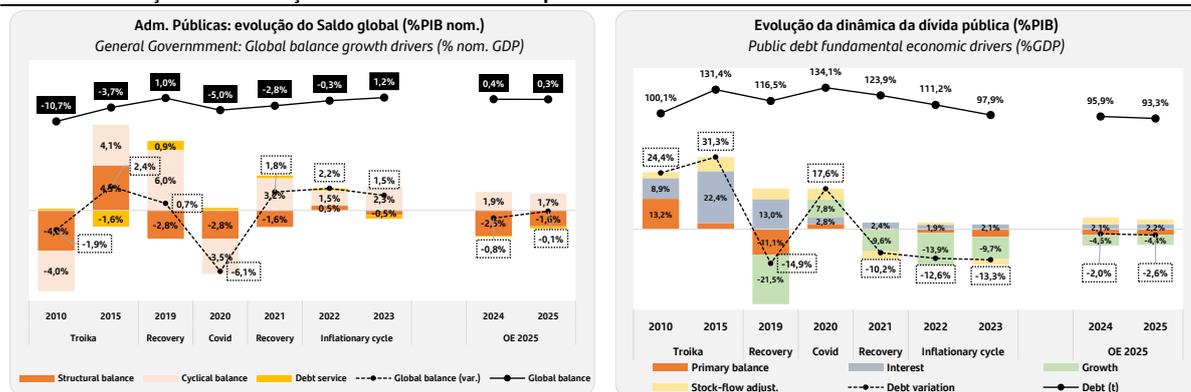
Saldos orçamentais positivos contribuem para aumentar a imunidade natural face a uma deterioração abrupta da conjuntura externa e/ou aumento do sentimento de aversão ao risco

A manutenção de saldos orçamentais primários (i.e., excluindo o serviço da dívida) excedentários numa conjuntura económica expansionista tem assegurado uma trajetória de redução da dívida pública de forma sustentada. Em 2023, o rácio da dívida pública fixou-se, pela primeira vez, e passados 14 anos, abaixo de 100% do PIB. Os principais vetores para a diminuição do rácio da dívida pública foram: (1) a recorrência de saldos primários positivos (i.e., em média, de 2.5% do PIB desde 2015); o (2) um crescimento económico positivo (i.e., em termos nominais, o PIB cresceu em média 6.5% desde 2015); e uma operação de recompra de dívida pública que representou cerca de 1% do PIB

Contudo, merece realçar a importância do crescimento económico no processo de sustentabilidade do rácio de dívida pública que, desde 2021, tem sido o principal vetor de redução. Entre 2021 e 2023, só por efeito do crescimento económico o rácio da dívida pública diminuiu 33%, enquanto por efeito de saldos primários positivos o rácio apenas reduziu 1.5%.

Em 2025, o Governo espera manter a recorrência de saldos primários excedentários em redor de 2.5% do PIB, enquanto o contributo do crescimento económico deverá ter um efeito mais moderado, de cerca de 4.4pp do PIB. Neste sentido, o rácio da dívida pública deverá reduzir-se de 95.9%, em 2024, para 93.3% em 2025. Adicionalmente, e apesar da subida do custo de financiamento da dívida pública, o Governo espera manter um registo de equilíbrio orçamental⁵, ou seja, obter um saldo orçamental de 0.3% do PIB.

OE 2025: Evolução do saldo orçamental e Rácio de dívida pública



Fonte: Banco de Portugal, Estudos Santander Portugal

A imprevisibilidade da conjuntura económica externa é o principal fator de risco para a execução plena do OE 2025. Contudo, mais liquidez disponível no bolso dos agentes económicos contribui para aumentar utilidade marginal de cada euro gasto ou investido, ou seja, potenciar a propensão ao consumo e investimento.

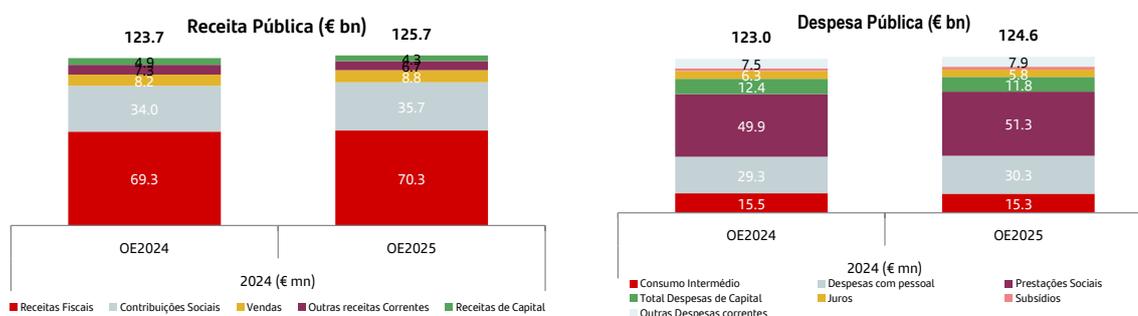
O OE 2025 caracteriza-se na sua essência por ser um orçamento pró-cíclico, fundamental num contexto económico externo débil e envolto em fatores potenciadores de instabilidade. Neste sentido, garantir o maior nível de imunidade da economia, famílias e empresas, passa por dar mais margem aos agentes económicos no processo de escolhas individuais face a choques externos inesperados.

A melhor forma de potenciar a imunidade e estimular a mais rápida adaptação das famílias e empresas está diretamente dependente do aumento da liquidez disponível (i.e., a redução da carga fiscal direta). A forma como cada família e empresa decide utilizar cada euro adicional (ou seja, não cobrados via impostos diretos) tem tipicamente um impacto mais positivo sobre a atividade económica.

⁵ Saldo orçamental próximo, mas acima de 0% do PIB

Análise 4: Execução de 2024

- A execução estimada do orçamento em 2024 traduziu-se numa melhoria do saldo global, com o excedente a aumentar de 0.2% para 0.4% do PIB, impulsionado por uma melhor evolução ao nível da receita (+2 mil milhões), mas que foram na sua maioria canalizados para despesa (+1.6 mil milhões), em particular em prestações sociais (+1.4 mil milhões).
- Do lado da receita, destaca-se (i) a melhor evolução da receita fiscal, em especial ao nível dos impostos sobre o rendimento e património, com destaque para a evolução da receita de IRC, já que do lado do IRS, a meio do ano, houve uma descida dos impostos; e (ii) a muito melhor evolução da receita das contribuições sociais, alavancada nos aumentos salariais adotados em 2024, assim no aumento do emprego. A receita corrente situou-se 2.6 mil milhões de euros acima da estimativa original. Já a receita de capital foi menor, por menor execução do PRR.
- Ao nível da despesa, e um ano mais, o atraso na execução do PRR permitiu uma menor execução da despesa de capital, em 0.6 mil milhões de euros. A despesa corrente primária excedeu a estimativa original em 2.6 mil milhões de euros, sobretudo por maiores encargos salariais (em mais mil milhões) e em prestações sociais (+1.3 mil milhões), fruto das atualizações salariais em alguns setores da Adm. Pública (professores, forças de segurança, militares...), assim como de prestações sociais extraordinárias (por exemplo, o suplemento extraordinário a pensionistas com pensões até 1,528 euros). Por seu lado, os encargos com juros foram inferiores ao previsto, em 400 milhões de euros.
- Esta execução permitiu gerar um saldo primário de 2.5% do PIB, que, por sua vez, teve um importante contributo para a redução do rácio da dívida pública, para 95.9% do PIB.
- Apesar da mudança de Governo, incorreu-se na mesma estratégia, ao utilizar a maior receita, em especial fiscal e contributiva, para incrementar a despesa estrutural em salários e em prestações sociais.



Execução Orçamental 2024 - Orçamento 2024 vs Projeção de Execução OE2025

	2024 (€ mn)		2024 (% PIB)		Diferença vs OE2024	
	OE2024	OE2025	OE24	OE25	€ mn	dif %
Receitas Fiscais	69,345.0	70,280.0	25.1	25.1	935.0	1.3
Impostos sobre a produção e importação	41,347.0	40,630.0	15.0	14.5	-717.0	-1.7
Impostos sobre o rendimento e património	27,998.0	29,650.0	10.1	10.6	1,652.0	5.9
Contribuições Sociais	33,987.0	35,689.0	12.3	12.7	1,702.0	5.0
Vendas	8,209.0	8,790.0	3.0	3.1	581.0	7.1
Outras receitas Correntes	7,259.0	6,655.0	2.6	2.4	-604.0	-8.3
Total Receitas Correntes	118,800.0	121,414.0	43.0	43.3	2,614.0	2.2
Consumo Intermédio	15,525.0	15,281.0	5.6	5.4	-244.0	-1.6
Despesas com pessoal	29,311.0	30,310.0	10.6	10.8	999.0	3.4
Prestações Sociais	49,929.0	51,280.0	18.1	18.3	1,351.0	2.7
Juros	6,270.0	5,828.0	2.3	2.1	-442.0	-7.0
Subsídios	2,059.0	2,248.0	0.7	0.8	189.0	9.2
Outras Despesas correntes	7,536.0	7,880.0	2.7	2.8	344.0	4.6
Total Despesa Corrente	110,630.0	112,827.0	40.0	40.2	2,197.0	2.0
Despesa Corrente Primária	104,360.0	106,999.0	37.8	38.1	2,639.0	2.5
Poupança Bruta	-8,170.0	-8,587.0	-3.0	-3.1	-417.0	5.1
Receitas de Capital	4,883.0	4,304.0	1.8	1.5	-579.0	-11.9
FBCF	9,197.0	9,343.0	3.3	3.3	146.0	1.6
Outras despesas de capital	3,191.0	2,442.0	1.2	0.9	-749.0	-23.5
Total Despesas de Capital	12,388.0	11,785.0	4.5	4.2	-603.0	-4.9
Total Receitas	123,683.0	125,718.0	44.8	44.8	2,035.0	1.6
Total Despesa	123,018.0	124,612.0	44.5	44.4	1,594.0	1.3
Total Despesa Primária	116,748.0	118,784.0	42.3	42.3	2,036.0	1.7
Saldo Global	665.0	1,106.0	0.2	0.4	441.0	66.3
Saldo Primário	6,935.0	6,934.0	2.5	2.5	-1.0	0.0

Fonte: Ministério das Finanças

Análise 5: Principais métricas do OE 2025

Execução Orçamental - Contas Nacionais

				OE 2025			% PIB			
	2022	2023	2024	2025	Δ valor	Δ %	2022	2023	2024	2025
1 Receitas Fiscais	62,205	67,166	70,280	72,597	2,317	3.3%	25.5%	25.1%	25.1%	24.7%
1.1 Impostos sobre a produção e importação	36,512	38,712	40,630	43,231	2,601	6.4%	15.0%	14.5%	14.5%	14.7%
1.2 Impostos sobre o rendimento e património	25,693	28,454	29,650	29,366	-284	-1.0%	10.5%	10.6%	10.6%	10.0%
2 Contribuições Sociais	29,685	32,819	35,689	37,850	2,161	6.1%	12.2%	12.3%	12.7%	12.9%
4 Vendas	7,754	8,371	8,790	9,123	333	3.8%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%
3 Outras receitas Correntes	5,062	5,152	6,655	7,994	1,339	20.1%	2.1%	1.9%	2.4%	2.7%
4=1+2+3 Total Receitas Correntes	104,706	113,509	121,414	127,564	6,150	5.1%	42.9%	42.5%	43.3%	43.4%
5 Consumo Intermédio	13,156	13,908	15,281	16,163	882	5.8%	5.4%	5.2%	5.4%	5.5%
6 Despesas com pessoal	25,977	27,919	30,310	32,022	1,712	5.6%	10.6%	10.4%	10.8%	10.9%
7 Prestações Sociais	45,012	46,906	51,280	53,307	2,027	4.0%	18.5%	17.5%	18.3%	18.2%
8 Juros	4,608	5,526	5,828	6,437	609	10.4%	1.9%	2.1%	2.1%	2.2%
9 Subsídios	2,746	2,156	2,248	1,972	-276	-12.3%	1.1%	0.8%	0.8%	0.7%
10 Outras Despesas correntes	6,523	6,456	7,880	8,743	863	11.0%	2.7%	2.4%	2.8%	3.0%
11=5+6+7+8+9+10 Total Despesa Corrente	98,021	102,871	112,827	118,644	5,817	5.2%	40.2%	38.5%	40.2%	40.4%
=11-8 Despesa Corrente Primária	93,413	97,345	106,999	112,207	5,208	4.9%	38.3%	36.4%	38.1%	38.2%
12=4-11 Poupança Bruta	6,685	10,638	8,587	8,920	333	3.9%	2.7%	4.0%	3.1%	3.0%
13 Receitas de Capital	1,570	3,100	4,304	6,196	1,892	44.0%	0.6%	1.2%	1.5%	2.1%
14 FBCF	5,857	7,031	9,343	10,907	1,564	16.7%	2.4%	2.6%	3.3%	3.7%
15 Outras despesas de capital	3,155	3,459	2,442	3,347	905	37.1%	1.3%	1.3%	0.9%	1.1%
16=14+15 Total Despesas de Capital	9,012	10,491	11,785	14,254	2,469	21.0%	3.7%	3.9%	4.2%	4.9%
17=4+13 Total Receitas	106,276	116,609	125,718	133,760	8,042	6.4%	43.6%	43.6%	44.8%	45.5%
18=11+16 Total Despesa	107,034	113,362	124,612	132,898	8,286	6.6%	43.9%	42.4%	44.4%	45.3%
Total Despesa Primária	102,426	107,836	118,784	126,461	7,677	6.5%	42.0%	40.3%	42.3%	43.1%
19=17-18 Saldo Global	-757	3,247	1,106	862	-244	-22.1%	-0.3%	1.2%	0.4%	0.3%
20=19+8 Saldo Primário	3,851	8,773	6,934	7,299	365	5.3%	1.6%	3.3%	2.5%	2.5%

Análise 6: Principais medidas de política orçamental com impacto em 2025

Quadro 3.2. Principais medidas de política orçamental com impacto em 2025

(milhões de euros)

Principais medidas de Política Orçamental com impacto em 2025	Incremental
	2025
Receita	-973
IVA	-60
Redução IVA eletricidade (i)	-110
Combate à fraude e evasão fiscal	50
ISP	650
Fim de isenção biocombustíveis avançados (i)	100
Fim da vigência do mecanismo de gasóleo profissional extraordinário (i)	25
Atualização da taxa de carbono	525
Outros impostos indiretos	-60
Isenção IMT e Imp. Selo para jovens até 35 anos (i)	-60
IRS	-1 265
IRS Jovem (OE 2024) (i)	-250
Redução adicional do IRS (Parlamento) (i)	-450
Aumento da consignação do IRS (i)	-40
Alargamento do IRS Jovem (OE 2025)	-525
IRC	-58
SIFIDE, RFAI, ICE e outros (OE 2024) (i)	-108
Combate à fraude e evasão fiscal	50
Isenção portagens ex-SCUT (i)	-180
Despesa	1 711
Despesas com pessoal	1 568
Valorização salarial de 52,63€, com mínimo de 2% (i)	597
Progressões e promoções e RMMG (i)	448
Recuperação integral do tempo de serviço dos Professores (i)	177
Revisão do suplemento de missão das Forças de Segurança (i)	125
Revisão do suplemento de recuperação processual dos Funcionários Judiciais (i)	4
Revisão do suplemento de missão dos guardas prisionais (i)	18
Acordo com Forças Armadas (i)	83
Revisão do regime da carreira de enfermagem (i)	116
Prestações sociais	215
Reforço Complemento Solidário para Idosos (CSI) (ii)	120
Comparticipação medicamentos Antigos Combatentes (i)	10
Programa Cuida-te + (i)	17
Pacote Mobilidade Verde (i)	68
Outra despesa	28
Bonificação juros crédito à habitação (i)	-32
Apoios aos regimes ecológicos na agricultura (i)	60
Revisão da despesa pública (i)	-100
Total de medidas (impacto no saldo)	-2 684

Nota:

(i) invariante.

(ii) parcialmente invariante

Fonte: Ministério das Finanças.

Fonte: Ministério das Finanças