

9 de Maio de 2016

José Miguel Cerdeira

Zona Euro: razões para optimismo, apesar da permanência de alguns riscos

O crescimento do PIB no 1º trimestre surpreendeu pela positiva, chegando aos 1.6% em comparação com o mesmo período do ano passado. Ainda assim, resistem discrepâncias significativas no desempenho das várias economias europeias. As previsões da Primavera da Comissão Europeia para 2016 são ligeiramente mais pessimistas, fazendo no entanto antever um desempenho da Zona Euro idêntico ao de 2015. Olhando para os indicadores PMI de Abril, parece haver justificação para a manutenção de algum optimismo, com algumas cautelas devido à fraqueza de algumas economia, e igualmente do sector manufactureiro.

A estimativa avançada do PIB da Zona Euro no 1º trimestre (o Eurostat iniciou este ano a divulgação de 3 estimativas para cada trimestre, muito à semelhança do que acontece nos EUA) indicou um crescimento homólogo de 1.6%, o que, não sendo uma taxa de aumento verdadeiramente entusiasmante, é suficiente para fazer crer numa perspectiva de crescimento sólido e sustentado, o que é já em si relevante, principalmente tendo em conta as condicionantes económicas e políticas presentes na economia europeia, com o problema grego ainda por resolver, e uma grande incerteza em relação à situação britânica, factores que se deverão manter presentes durante os próximos meses. O detalhe dos componentes do PIB ainda não foi divulgado, mas é provável que o crescimento tenha beneficiado especialmente dos baixos preços do petróleo e da melhoria da situação do mercado de trabalho europeu, que deverão ter ajudado ao comportamento do consumo privado. E ainda ao comportamento do euro que se manteve fraco em relação a moedas rivais como o dólar e o iene.

Para 2016, as previsões de Primavera da Comissão Europeia (CE) esperam um crescimento de 1.6%, idêntico ao registado em 2015. As expectativas são ligeiramente mais pessimistas, com a previsão para 2016 a ficar 0.1 p.p. abaixo do esperado em Fevereiro pela Comissão e a previsão para 2017 (1.8%) igualmente 0.1 p.p. abaixo do previsto pela CE. A suportar esta ligeira revisão em baixa estão as perspectivas um pouco mais negativas sobre o comportamento económico dos parceiros comerciais da Zona Euro, que poderão continuar a prejudicar o comércio internacional. Ainda assim, o consumo privado deverá continuar a recuperar, suportado por uma melhoria gradual no mercado de trabalho, ainda que desacelerando em relação a 2015. O factor mais positivo deverá residir na evolução do investimento, que, segundo o entender da CE, poderá ter condições para acelerar este ano.

A Alemanha deverá crescer ao mesmo ritmo que a Zona Euro, 1.6% (anterior 1.8%); França e Itália estarão aquém da média, com subidas respectivas do PIB de 1.3% e 1.1%; Espanha, por seu lado, deverá expandir a actividade económica em 2.6% (anterior 2.8%). A maioria dos países da moeda única sofreu revisões em baixa, com os Países Baixos a verem piorar mais as perspectivas, com uma previsão de crescimento de 1.7%, 0.4 p.p. a menos que o esperado em Fevereiro. Em sentido contrário, a Irlanda, que será a economia com maior expansão do PIB, foi também a que viu melhorar mais as suas perspectivas, em 0.5 p.p., para 4.9%.

As previsões para Portugal apontam para uma estabilização do ritmo de crescimento nos 1.5% este ano, um revisão em baixa de 0.1 p.p.. A CE espera um crescimento mais moderado do consumo privado este ano em 1.8% (2.6% em 2015), e uma desaceleração do investimento para os 1.6% (3.9% em 2015), o que será compensado com uma contribuição menos negativa das exportações líquidas, em -0.1 p.p. (retiraram 0.9 p.p. ao crescimento em 2015).

Os indicadores PMI de Abril, revelados esta semana, dão conta de um cenário de provável continuação de crescimento sustentado no 2º trimestre, embora com uma alguma probabilidade de desaceleração. O valor de Abril do PMI compósito ficou nos 53.0 pontos, apenas 0.1 abaixo do valor registado em Março, dados compatíveis com um crescimento homólogo do PIB de 1.5% em Abril, de acordo com a Markit, o que indicaria uma tendência de sustentação no desenvolvimento da economia europeia. Ainda assim, os dados continuam a mostrar grandes discrepâncias no comportamento dos diferentes países europeus. É de notar, em particular, por um lado, o PMI compósito espanhol e alemão, nos 55.2 e 53.6, respectivamente, em contraste com a actividade económica em França, cujo PMI registou uma ligeira subida de 0.2 pontos, encontrando-se ainda em território de quase estagnação, nos 50.2 pontos. Os desenvolvimentos positivos estão a ser suportados em particular pelo sector dos serviços, cujo PMI se manteve em Abril igual ao mês anterior, nos 53.1 pontos. Alemanha e Espanha revelam especial robustez, com registos, respectivamente,

de 54.1 e 55.1 pontos. França, por sua vez, saiu de uma ligeira contracção do sector em Março (49.9) para uma tímida expansão em Abril (50.6). Já no sector das manufacturas, deu-se uma ligeiríssima recuperação, passando o PMI da Zona Euro de 51.6 em Março para 51.7 em Abril, continuando significativamente abaixo dos valores registados durante o ano de 2015. Novamente, a tendência é especialmente preocupante em França, com a economia gaulesa a registar um mínimo de 12 meses no PMI de manufacturas, cujo registo de 48.0 mantém o sector em território de contracção.

Análise Técnica

Principais factores de mercado

A economia dos EUA criou o menor número de empregos em sete meses, em Abril, e muitos norte-americanos deixaram de estar incluídos na força de trabalho, sinais de fraqueza que levantam dúvidas sobre a evolução do processo de normalização das taxas de juro da Reserva Federal. De facto, são agora menores as expectativas de que irão acontecer várias subidas dos juros de referência ao longo da segunda metade do ano, especulando-se uma decisão em Julho ou em Setembro. Assim, a criação de empregos fora do sector agrícola somou 160 mil, no mês passado, abaixo do valor médio de 200 mil postos de trabalho registados no 1ºT2016. Em Março foram gerados 215 mil empregos e os analistas esperavam para Abril um valor médio a rondar os 202 mil. Entretanto, a taxa de desemprego manteve-se nos 5.0%.

Foram os sectores do retalho e construção os principais responsáveis pelo fraco registo em Abril, com o primeiro a eliminar o maior número de postos de trabalho em dois anos e o segundo a crescer ao ritmo mais lento desde Junho. Por outro lado, a economia norte-americana abrandou nos primeiros três meses do ano pelo terceiro trimestre consecutivo, o que explicará a maior cautela das empresas na contratação de novos trabalhadores.

O ganho médio por hora de trabalho foi o ponto positivo do relatório de emprego dos EUA relativo ao mês de Abril, tendo subido 0,08 dólares ou 0,3%. O aumento anual foi de 2,5%, acima dos 2,3% Março, ainda assim abaixo dos 3% que os economistas dizem ser necessários para elevar a inflação em direcção ao objectivo dos 2% indicados pela Fed. No seu relatório, o banco central norte-americano fez uma avaliação bastante otimista do mercado de trabalho no mês passado, dizendo que as condições haviam melhorado ainda mais.

Em Espanha, a produção industrial registou uma aceleração em Março, confirmando um crescimento consecutivo de 29 meses. De facto, o índice aumentou 2,8% em termos homólogos em Março, que compara com 2,1% verificados em Fevereiro. As maiores subidas ocorreram nos bens de equipamento (+9,2%) e nos bens intermédios (3,1%), enquanto a energia (-2,5%) e os bens de consumo (-1,9%) regrediram. Em termos de evolução mensal, o índice de produção industrial aumentou 1,2% em Março, após a queda de 0,3% em Fevereiro.

	Fecho 6-mai	Suportes	Resistências	Tendência	Comentário técnico
EUR/USD	1,1420	1,1368 1,1333	1,1495 1,1528	▼	Após o registo de um novo máximo, está em formação um normal movimento de correcção, havendo espaço para prosseguir.
USD/JPY	106,60	106,23 105,52	107,61 107,81	◀ ▶	Perante a análise dos instrumentos de AT, acredita-se numa acção de consolidação/estabilização nos actuais patamares mínimos.
FUTURO EUR 3M	100,275	100,255 100,250	100,290 100,300	◀ ▶	Mercado estável, sem tendência de curto prazo.
FUTURO BUND 10Y	163,81	163,12 162,40	164,17 164,60	◀ ▶	Mercado a evoluir junto aos valores máximos (existe, contudo, um tecto).
DJI (*)	17.641,98	17.528 17.484	17.751 17.912	▲	Aguarda-se pelo esgotamento do actual correcção, podendo surgir interesse comprador.
NASDAQ (*)	4.291,25	4.232 4.200	4.341 4.333	▲	Aguarda-se pelo esgotamento do actual correcção, podendo surgir interesse comprador.
EUROSTOXX 50	2.938,20	2.872 2.860	2.960 2.982	▲	Aguarda-se pelo esgotamento do actual correcção, podendo surgir interesse comprador.
IBEX 35	8.707,60	8.546 8.426	8.802 8.981	▲	Aguarda-se pelo esgotamento do actual correcção, podendo surgir interesse comprador.
PSI 20	4.999,99	4.930 4.912	5.096 5.105	▲	Aguarda-se pelo esgotamento do actual correcção, podendo surgir interesse comprador.

(*) Abertura

Política Monetária e Taxas de Curto Prazo

Quadro de política monetária

	Nível actual	Última alteração	Próxima reunião		Previsões BPI (final de período)			
			Data	Previsão	2ºT 16	3ºT 16	4ºT 16	1ºT 17
BCE	0.00%	10 Mar 16 (-5 bp)	02-Jun	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Fed	0.375%	16 Dez 15 (+25/+25 bp)	15-Jun	0.375%	0.375%	0.625%	0.875%	0.875%
BoJ*	-	19 Dez 08 (-20 bp)	16-Jun	-	-	-	-	-
BoE	0.50%	5 Mar 09 (-50 bp)	12-Mai	0.50%	0.50%	0.50%	1.00%	1.25%
BNS**	-0.750%	15 Jan 15 (-50 bp)	16-Jun	-0.750%	-	-	-	-

* A partir de Abril de 2013, o Banco do Japão passou a adoptar como principal instrumento de política monetária o controlo da base monetária em vez da taxa de juro.

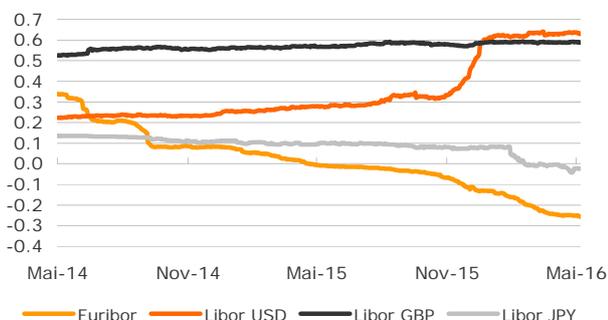
** O nível actual e as previsões BPI referem-se ao valor médio do objectivo do SNB para a Libor 3 meses do CHF.

Taxas de curto-prazo

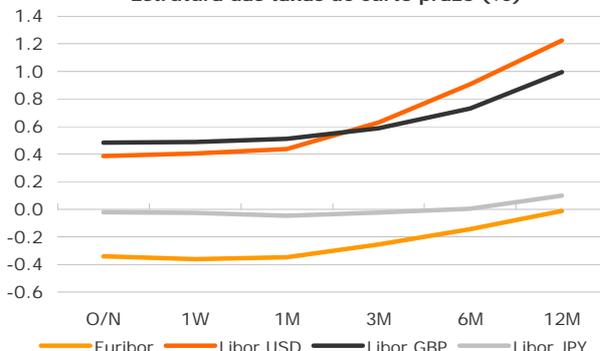
	3 meses			6 meses			12 meses		
	Euro	USD	GBP	Euro	USD	GBP	Euro	USD	GBP
06-Mai-16	-0.26%	0.50%	0.45%	-0.17%	0.92%	0.41%	-0.05%	1.33%	0.39%
<i>Variação (em pb)</i>									
-1 semana	-3.00	-11.87	-1.48	-1.50	0.00	-2.61	2.50	-	-5.91
-1 ano	-23.50	11.90	-0.98	-21.00	33.00	-4.91	-19.00	-	-13.86
<i>Previsões**:</i>									
1 mês	-0.27%	0.64%	0.60%	-0.17%	0.74%	0.70%	0.00%	0.94%	1.00%
6 meses	-0.30%	0.90%	0.70%	-0.20%	1.00%	0.80%	-0.03%	1.20%	1.10%
12 meses	-0.25%	1.20%	1.00%	-0.15%	1.30%	1.10%	0.04%	1.50%	1.40%

* As taxas publicadas neste quadro são taxas multicontribuídas; ** As previsões são para a as taxas Euribor e Libor produzidas pelo BPI.

Taxas a 3 meses (%)



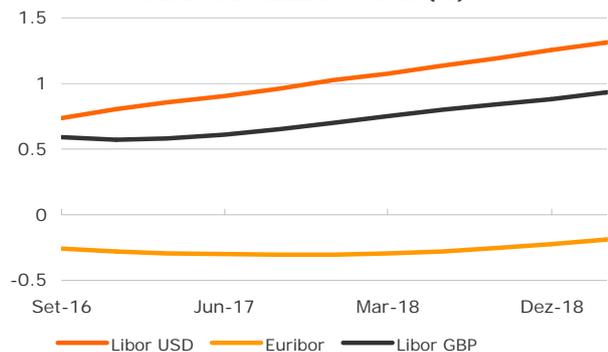
Estrutura das taxas de curto prazo (%)



Nota: a Libor do JPY no prazo overnight, devido à ausência de informação, refere-se ao prazo spot next (contratos com entrega no dia seguinte)

Futuros

Futuros de taxas a 3 meses (%)

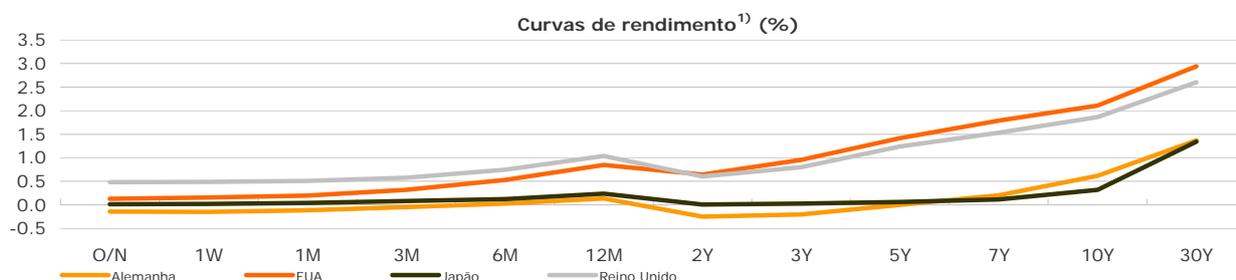
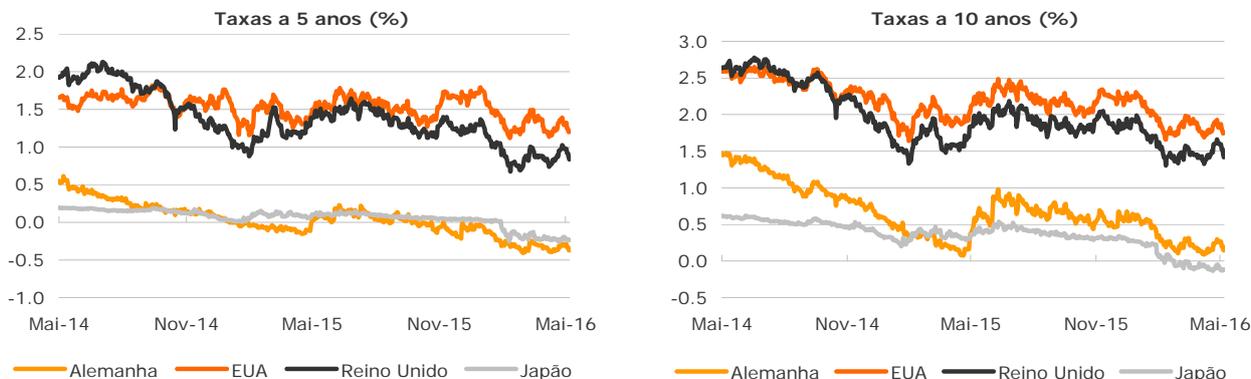


Evolução histórica dos futuros a 3 meses (%)



Dívida Pública

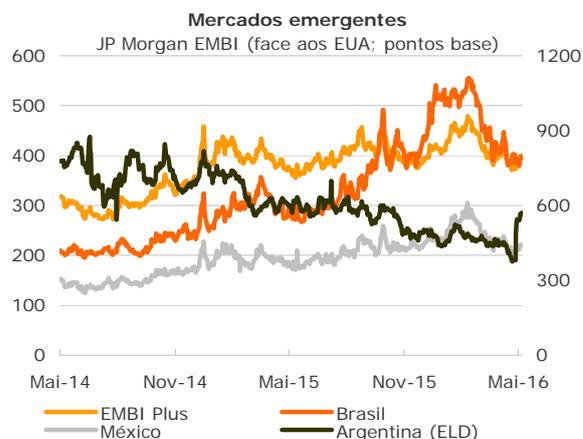
Taxas de juro: economias avançadas



¹⁾ Com base em *yields* de obrigações do Tesouro e taxas EURIBOR/LIBOR até um ano.

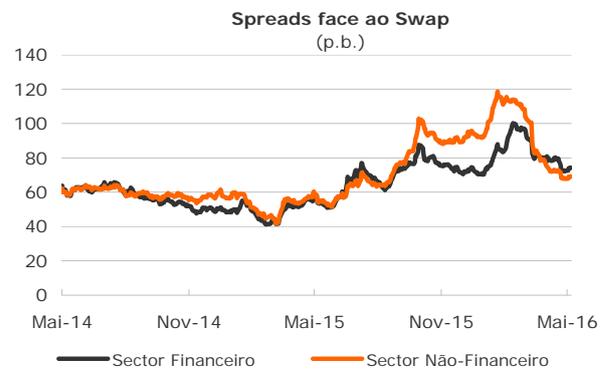
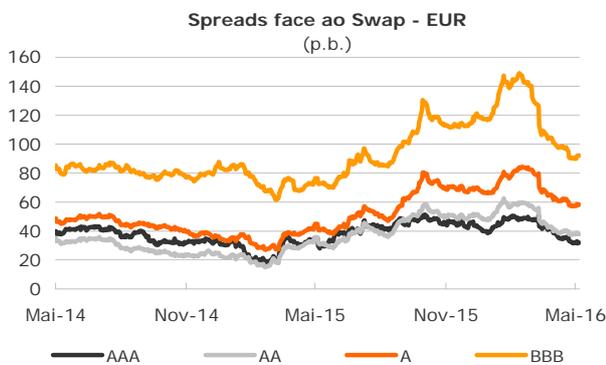
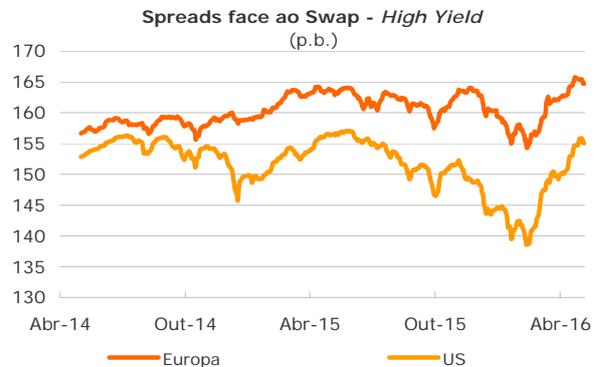
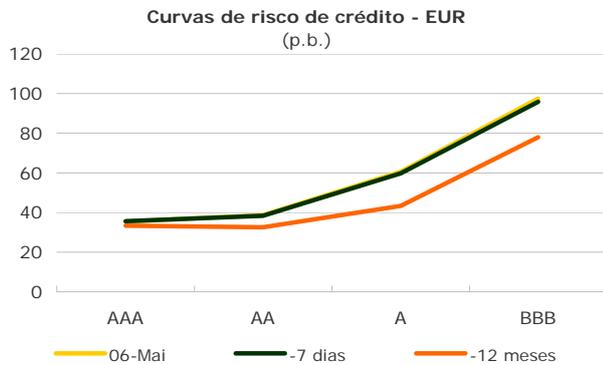
	Alemanha		EUA		Reino Unido		Portugal	
	Actual	Var. 1 mês (p.b.)	Actual	Var. 1 mês (p.b.)	Actual	Var. 1 mês (p.b.)	Actual	Var. 1 mês (p.b.)
2 anos	-0.51%	-2.4	0.71%	-2.2	0.41%	2.7	0.65%	3.0
5 anos	-0.37%	-1.4	1.20%	0.0	0.83%	4.5	2.03%	7.3
10 anos	0.15%	2.7	1.75%	-0.1	1.42%	3.7	3.32%	13.2
30 anos	0.85%	8.3	2.62%	3.4	2.27%	1.3	4.23%	8.6

Spreads



Dívida Corporate

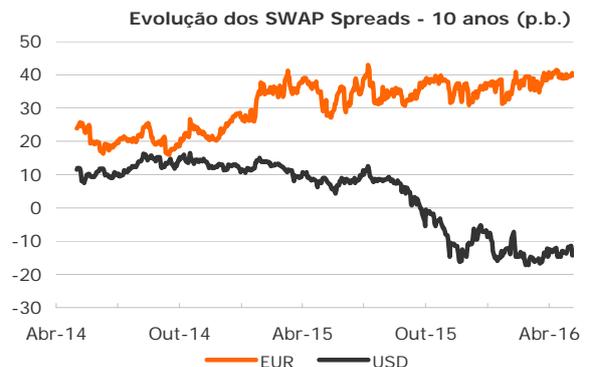
Spreads de dívida corporate face ao swap



	06-Mai	Variação (b.p.)					Últimos 2 anos		
		-7 dias	-1 mês	-3 meses	YTD	-12 meses	Máximo	Médio	Mínimo
AAA	35.5	-0.1	-5.4	-18.4	-7.2	2.1	51.4	38.1	17.7
AA	38.6	0.2	-1.7	-21	-9.8	6.1	62.5	36.4	14.9
A	60.5	0.8	-3.3	-23.4	-8.1	17.2	84.5	51.9	27
BBB	97.5	1.7	-6.3	-51.5	-24.9	19.5	149	92.7	61.5
Financeiras	78.2	1.7	-5	-17.5	3.9	20.2	100.2	64.4	41.2
Indústria	73.1	1.0	-4.4	-46.3	-26.1	15.5	118.7	69.7	41.7
Total	74.3	1.2	-4.4	-34.5	-13.0	16.6	108.8	67.7	41.6

Swap spreads

	USD	EUR
06-Mai	-12.5	40.6
<i>Variação (em p.b.)</i>		
-1 semana	-2.5	0.4
YTD	-5.5	2.5
-12 meses	-22.8	7.4
Máx. últimos 12 meses	16.5	43.0
Min. últimos 12 meses	-17.3	16.0



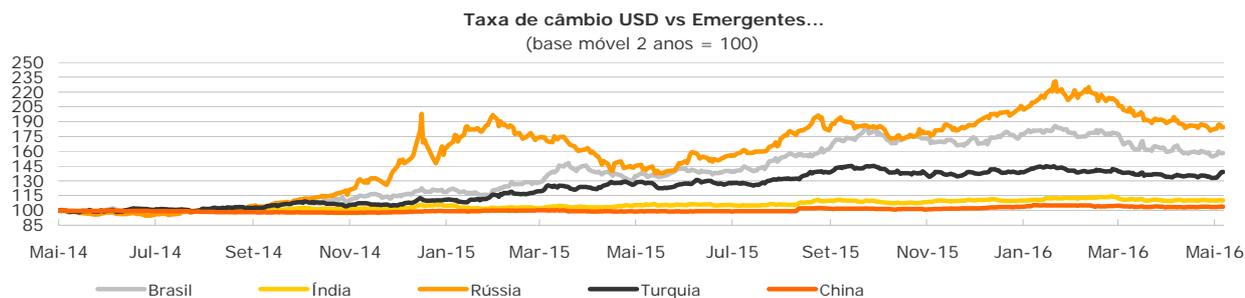
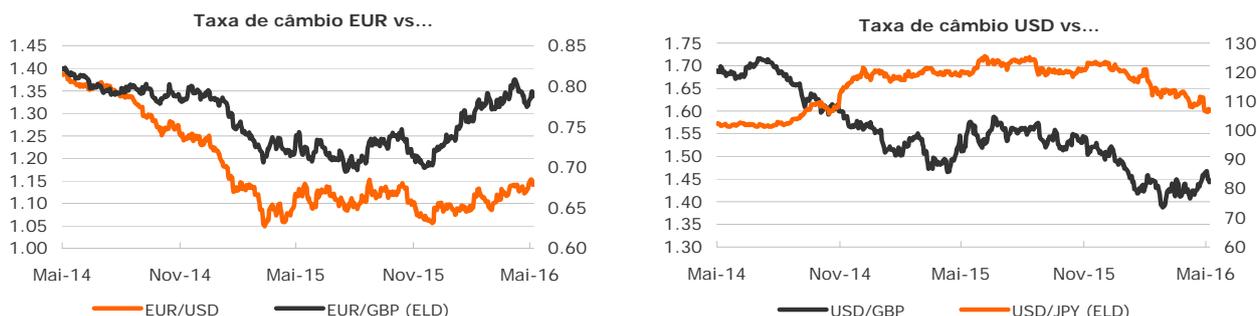
Mercado Cambial

Taxas de câmbio

			Variação (%)				Últimos 12 meses		
			spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx.	Min.
EUR vs...									
	USD	E.U.A.	1.1421	-0.17%	0.05%	5.11%	0.87%	1.17	1.05
	GBP	R.U.	0.791	0.97%	-1.97%	7.36%	6.33%	0.81	0.69
	CHF	Suíça	1.11	0.92%	1.62%	1.99%	6.63%	1.12	1.01
USD vs...									
	GBP	R.U.	1.44	-1.32%	2.16%	-2.04%	-5.25%	1.59	1.38
	JPY	Japão	106.63	-0.19%	-2.82%	-11.29%	-10.84%	125.87	105.55
Emergentes									
	CNY	China	6.50	0.40%	0.34%	0.20%	4.85%	6.60	6.18
	BRL	Brasil	3.53	2.27%	-3.70%	-10.85%	15.48%	4.25	2.97

Taxas de câmbio efectivas nominais

			Variação (%)				Últimos 12 meses		
			spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx.	Min.
	EUR		98.5	0.85%	-0.23%	2.80%	2.97%	99.33	93.36
	USD		118.3	-1.22%	-2.23%	-3.79%	4.42%	126.24	112.82

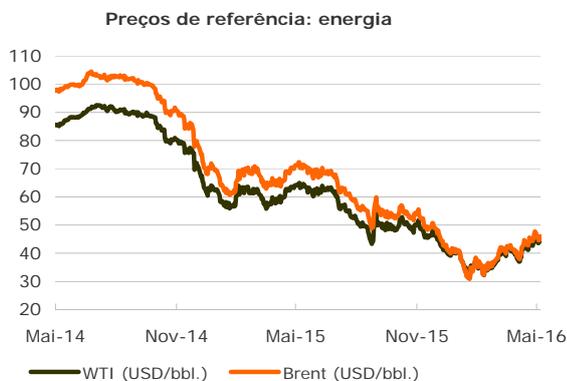


Taxas de câmbio forward

	EUR vs...					USD vs...		GBP vs..
	USD	GBP	DKK	NOK	CHF	JPY	CHF	USD
Taxa spot	1.142	0.791	7.439	9.347	1.108	106.630	0.970	1.443
Tx. forward 1M	1.143	0.792	7.439	9.357	1.108	106.555	0.969	1.443
Tx. forward 3M	1.145	0.793	7.438	9.377	1.107	106.344	0.966	1.444
Tx. forward 12M	1.157	0.800	7.428	9.462	1.102	105.160	0.952	1.447
Tx. forward 5Y	1.248	0.849	-	10.087	1.070	96.005	0.858	-

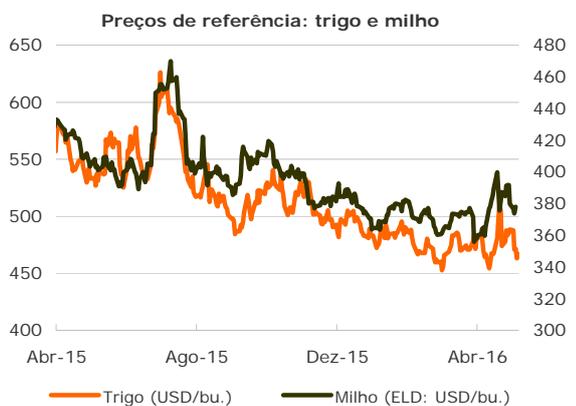
Commodities

Energia & metais



	6-Mai	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 meses	1 mês	1 ano	2 anos
Energia							
WTI (USD/bbl.)	45.3	-1.4%	16.1%	-6.9%	52.8	54.6	56.2
Brent (USD/bbl.)	46.0	-2.8%	15.1%	-12.1%	57.4	60.5	62.4
Gás natural (USD/MMBtu)	2.09	-3.9%	4.4%	-18.8%	2.7	2.9	2.9
Metais							
Ouro (USD/ onça troy)	1,292.4	0.1%	5.7%	8.5%	1158.8	1162.0	1169.2
Prata (USD/ onça troy)	17.6	-1.5%	16.7%	6.4%	15.9	16.0	16.1
Cobre (USD/MT)	216.7	-5.1%	0.6%	-4.4%	241.1	235.2	236.2

Agricultura

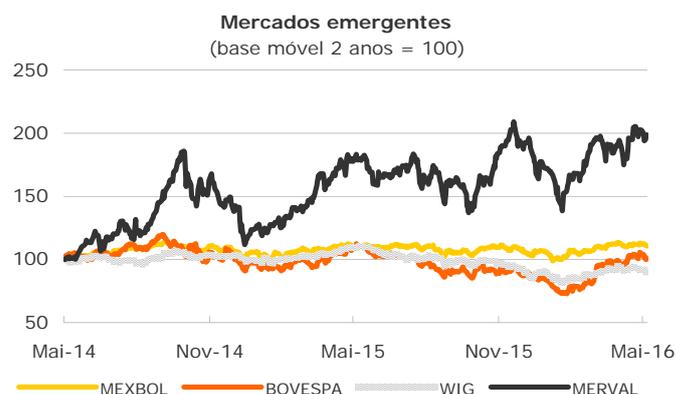
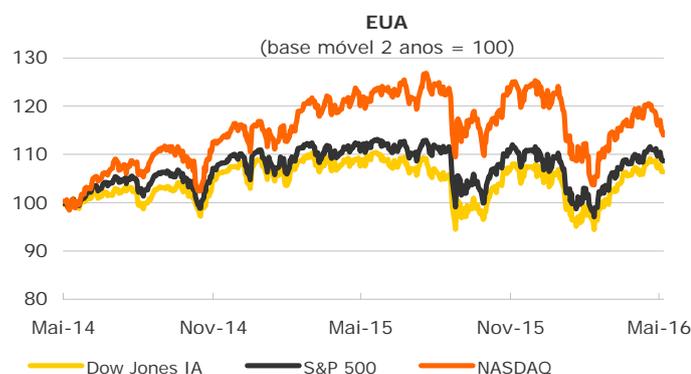


	6-Mai	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 mês	1 mês	1 ano	2 anos
Milho (USD/bu.)	367.5	-	4.8%	-4.0%	-	411.3	413.3
Trigo (USD/bu.)	513.5	-4.4%	-0.5%	-11.8%	-	560.3	556.0
Soja (USD/bu.)	875.3	0.4%	12.9%	17.6%	888.0	885.0	889.0
Café (USD/lb.)	133.5	2.7%	0.9%	-0.5%	-	144.6	148.3
Açúcar (USD/lb.)	14.4	-2.1%	8.2%	15.1%	-	14.3	14.3
Algodão (USD/lb.)	61.2	-2.8%	6.1%	-1.5%	61.5	61.8	61.8

Mercado de Acções

Principais índices bolsistas

País	Índice	Valor Actual	Máximo 12 meses		Mínimo 12 meses		Variação		
			Data	Nível	Data	Nível	Semanal	Homóloga	YTD
Europa									
Alemanha	DAX	9,870	26-Mai	11,920	11-Fev	8,699	-1.7%	-13.0%	-8.1%
França	CAC 40	4,301	6-Ago	5,218	11-Fev	3,892	-2.9%	-13.7%	-7.2%
Portugal	PSI 20	4,990	13-Mai	6,197	11-Fev	4,455	-1.2%	-17.3%	-6.1%
Espanha	IBEX 35	8,702	20-Jul	11,613	11-Fev	7,746	-3.6%	-22.0%	-8.8%
R. Unido	FTSE 100	6,126	11-Mai	7,084	11-Fev	5,500	-3.1%	-11.7%	-1.9%
Zona Euro	DJ EURO STOXX 50	2,937	20-Jul	3,714	11-Fev	2,673	-3.0%	-17.5%	-10.1%
EUA									
	S&P 500	2,047	20-Mai	2,135	11-Fev	1,810	-0.9%	-1.6%	0.1%
	Nasdaq Comp.	4,692	20-Jul	5,232	11-Fev	4,210	-1.8%	-4.6%	-6.3%
	Dow Jones	17,641	19-Mai	18,351	24-Ago	15,370	-0.7%	-1.1%	1.2%
Ásia									
Japão	Nikkei 225	16,107	24-Jun	20,953	12-Fev	14,866	-7.6%	-17.5%	-15.4%
Singapura	Straits Times	1,977	26-Mai	2,149	24-Ago	1,801	-1.9%	-7.3%	0.8%
Hong-Kong	Hang Seng	20,110	26-Mai	28,525	12-Fev	18,279	-6.0%	-27.2%	-8.2%
Emergentes									
México	Mexbol	45,092	30-Mar	46,308	24-Ago	39,257	-1.5%	0.5%	4.9%
Argentina	Merval	13,471	23-Nov	14,597	24-Set	8,660	-1.8%	11.0%	15.4%
Brasil	Bovespa	51,769	6-Mai	58,575	20-Jan	37,046	-4.0%	-9.3%	19.4%
Rússia	RTSC Index	912	13-Mai	1,093	21-Jan	607	-1.6%	-14.5%	20.5%
Turquia	SE100	78,368	18-Mai	88,652	21-Jan	68,230	-8.2%	-4.9%	9.3%



Calendário de Indicadores Económicos

Data	Hora	Código país/ região	Indicador	Período	Consensus (Bloomberg)	Anterior
9-Mai	7:00	DE	Encomendas sector da ind. Transf. (m/m %)	Mar	0.6	-1.2
	7:00	DE	Enc. ao sector da ind. Transform. (y/y %)	Mar	0.1	0.5
	8:15	CH	IPC (m/m %)	Abr	0.1	0.3
	8:15	CH	IPC (y/y %)	Abr	-0.7	-0.9
	9:30	EU	Ind. de sentimento económico - Sentix (índice)	Mai	6.0	5.7
10-Mai	2:30	CN	IPC (y/y %)	Abr	2.3	2.3
	6:45	CH	Taxa de desemprego (%)	Abr	3.5	3.5
	7:00	DE	Produção industrial (m/m %)	Mar	-0.2	-0.5
	7:00	DE	Balança comercial (EUR mil milhões)	Mar	20.6	20.2
	7:00	DE	Balança corrente (EUR mil milhões)	Mar	25.0	20.0
	7:00	DE	Exportações (m/m %)	Mar	0.0	1.3
	7:00	DE	Importações (m/m %)	Mar	-0.3	0.5
	7:45	FR	Produção industrial (m/m %)	Mar	0.6	-1.0
	7:45	FR	Produção industrial (y/y %)	Mar	0.4	0.6
	9:00	IT	Produção industrial (m/m %)	Mar	0.3	-0.6
	9:00	IT	Produção industrial (y/y %)	Mar	1.3	1.2
	9:30	GB	Balança comercial (GBP mil milhões)	Mar	-11.5	-12.0
	11:00	PT	Balança comercial (EUR milhões)	Mar	-	-713.3
	15:00	US	Stocks nos grossistas (m/m %)	Mar	0.1	-0.5
11-Mai	9:30	GB	Produção industrial (y/y %)	Mar	-0.4	-0.5
	11:00	PT	IPC (m/m %)	Abr	-	1.9
	11:00	PT	IPC (y/y %)	Abr	-	0.4
	11:00	PT	Taxa de desemprego (%)	1T	-	12.2
12-Mai	0:50	JP	Balança comercial (JPY mil milhões)	Mar	906.0	425.2
	7:45	FR	IPC (m/m %)	Abr P	0.1	0.1
	7:45	FR	IPC (y/y %)	Abr P	-0.2	-0.2
	10:00	EU	Produção industrial (m/m %)	Mar	0.0	-0.8
	10:00	EU	Produção industrial (y/y %)	Mar	1.1	0.8
	13:30	US	Índice de preços das importações (m/m %)	Abr	0.6	0.2
	13:30	US	Ped. iniciais subs. Desemp. (var.sem., mil.)	7 Mai	270.0	274.0
13-Mai	7:00	DE	IPC (m/m %)	Abr P	-0.4	-0.4
	7:00	DE	IPC (y/y %)	Abr P	-0.1	-0.1
	7:00	DE	PIB (q/q %)	1T P	0.6	0.3
	7:00	DE	PIB (y/y %)	1T P	1.5	1.3
	8:00	ES	IPC (m/m %)	Abr P	0.7	0.7
	8:00	ES	IPC (y/y %)	Abr P	-1.1	-1.1
	9:00	IT	PIB (q/q %)	1T P	0.3	0.1
	9:00	IT	PIB (y/y %)	1T P	0.9	1.0
	9:30	PT	PIB (q/q %)	1T P	0.4	0.2
	9:30	PT	PIB (y/y %)	1T P	1.2	1.3
	10:00	EU	PIB (q/q %)	1T P	0.6	0.6
	11:00	PT	Índice de custos laborais (y/y %)	1T	-	2.0
	13:30	US	Vendas a retalho (m/m %)	Abr	0.8	-0.4
	13:30	US	Índice de preços no produtor (y/y %)	Abr	0.2	-0.1
	15:00	US	Stocks das empresas (m/m %)	Mar	0.2	-0.1
	15:00	US	Ind. Conf. consumidor - Univ. Michigan (índice)	Mai P	89.9	89.0

Esta publicação destina-se exclusivamente a circulação privada. A informação nela contida foi obtida de fontes consideradas fiáveis, mas a sua precisão não pode ser totalmente garantida. As recomendações destinam-se exclusivamente a uso interno, podendo ser alteradas sem aviso prévio. As opiniões expressas são da inteira responsabilidade dos seus autores, reflectindo apenas os seus pontos de vista e podendo não coincidir com a posição do BPI nos mercados referidos. O BPI, ou qualquer afiliada, na pessoa dos seus colaboradores, não se responsabiliza por qualquer perda, directa ou potencial, resultante da utilização desta publicação ou seus conteúdos. O BPI e seus colaboradores poderão deter posições em qualquer activo mencionado nesta publicação. A reprodução de parte ou totalidade desta publicação é permitida, sujeita a indicação da fonte. Por opção própria, os autores não escrevem segundo o novo Acordo Ortográfico. Os números são apresentados na versão anglo-saxónica, ou seja, utilizando a vírgula como separador de milhares e o ponto como separador decimal e utilizando a designação de "milhar de milhão" para 10^9 .

BANCO BPI S.A.

Rua Tenente Valadim, 284 4100 - 476 PORTO
Telef.: (+351) 22 207 50 00; Telefax: (+351) 22 207 58 88

Largo Jean Monnet, 1 - 9º 1269-067 LISBOA
Telef.: (+351) 21 724 17 00; Telefax: (+351) 21 353 56 94
