Comentário Semanal

Estudos Económicos e Financeiros
Telef. 21 310 11 86 | Fax: 21 353 56 94 | Email: deef@bancobpi.pt

23 de Maio de 2016

Agostinho Leal Alves
Paula Carvalho

A Grécia e o apoio do Eurogrupo

A primeira avaliação do 3º Programa de assistência à Grécia foi concluída com sucesso junto do Eurogrupo, possibilitando o desembolso da segunda tranche, desbloqueando já em Junho uma parcela e ficando o restante dependente do cumprimento de algumas condições pelos responsáveis helénicos. Apresentamos uma breve resenha do que esteve em causa no recente processo negocial entre o Eurogrupo e as autoridades helénicas. A propósito do braço de ferro FMI-CE que ainda decorre (a participação do Fundo no 3º Programa ainda é condicional), destacamos algumas das conclusões que o Fundo inclui numa nota recente sobre a sustentabilidade da dívida pública[1].

A primeira avaliação do 3º Programa de assistência à Grécia foi concluída com sucesso junto do Eurogrupo, possibilitando o desembolso da segunda tranche, de montante total de €10.3 mil milhões, dividida em duas parcelas: €7.5 mil milhões a ser entregue em Junho, destinada a cobrir as necessidades de financiamento e saldar dívidas a fornecedores, visando impulsionar a economia grega; os subsequentes desembolsos, serão entregues depois do Verão e terão o mesmo objectivo de cobrir as necessidades de serviço da dívida e cumprir responsabilidades assumidas pelo Estado helénico. Contudo, o desembolso desta segunda parcela estará dependente do cumprimento de algumas condições e será monitorizado pela Comissão Europeia, nomeadamente o avanço do programa de privatizações e o comportamento do novo Fundo de Privatizações e de Investimento, a gestão dos bancos gregos, para além da eficácia da colecta de imposto por parte da nova agência e a reestruturação do sector da energia.

Depois das dúvidas acerca da participação do FMI nesta terceira assistência financeira à Grécia, como era desejo do Eurogrupo, dado o pessimismo desta organização acerca da situação grega e das exigências relativas aos empréstimos oficiais já garantidos à Grécia (alargamento de prazos, redução e fixação de custos), o FMI decidiu participar mas só depois do Verão, depois da análise à sustentabilidade da dívida incorporar as novas medidas de austeridade, aprovadas recentemente pelo Parlamento grego. Entre a exigência do FMI de medidas imediatas em relação à dívida grega (insustentável, de acordo com os critérios do Fundo, sem as medidas adicionais entretanto aprovadas), ficou definido que "(...) o possível alívio da dívida será reconhecido no final do programa, em meados de 2018, e o grau de alívio será determinado pelo Eurogrupo na base de uma nova avaliação à sustentabilidade da dívida feita em cooperação com as instituições financeiras e sujeito ao cumprimento pleno do programa (...)".

O terceiro programa de ajustamento económico da Grécia teve início a 19 de Agosto de 2015 e deverá terminar em Agosto de 2018. Neste âmbito, o Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE) acordou um programa de assistência financeira de EUR 86 mil milhões à Grécia, durante o referido período. Os fundos serão usados pelo governo grego no serviço da dívida, na recapitalização do sistema bancário, na liquidação de pagamentos atrasados e no financiamento orçamental. O Memorando de Entendimento subjacente ao programa foca-se em quatro áreas: restaurar a sustentabilidade fiscal; salvaguardar a estabilidade financeira; impulsionar o crescimento, a competitividade e o investimento através da aplicação de reformas; modernizar a administração pública. De entre as medidas ficou contemplado o eventual alargamento dos períodos de carência e dos prazos de pagamento, dependentes da aplicação integral das medidas acordadas no programa.

Para restabelecer a sustentabilidade orçamental, a Grécia deverá atingir um excedente primário a médio prazo de 3.5% do PIB (-0.25% em 2015, 0.5% em 2016, 1.75% em 2017 e 3.5% em 2018).

[1] Vai ser publicada uma nota informativa onde se aprofunda o tema aqui abordado.

Para tal deverá implementar reformas orçamentais, incluindo as reformas do IVA e dos sistemas de pensões, apoiadas por um programa ambicioso de reforço do cumprimento das obrigações fiscais e de gestão das finanças públicas. Para salvaguardar a estabilidade financeira, a Grécia deverá igualmente adoptar medidas de consolidação do sector financeiro, nomeadamente dar resposta ao crédito malparado no sector bancário, recapitalizar os bancos e reforçar a governação do Fundo Helénico de Estabilidade Financeira e dos bancos. No que respeita ao crescimento, competitividade e investimento, a Grécia foi instada a pôr em prática um conjunto de reformas que deverão abranger, em especial, o mercado de trabalho e os mercados de produtos, nomeadamente o mercado da energia. Deverá ser implementado um programa de privatizações, em que as autoridades gregas se comprometeram a adoptar legislação de modo a assegurar processos transparentes. A modernização do Estado e da administração pública é igualmente uma das principais prioridades do programa (administração fiscal, sistema judiciário, autoridade estatística, etc.). O objectivo é aumentar a eficiência no fornecimento de bens e na prestação de serviços públicos essenciais.

A par do programa do MEE, é habitualmente solicitado um programa ao FMI. No caso do terceiro programa de ajuda à Grécia, a decisão do FMI de prestar apoio financeiro adicional tem-se revestido de grande dificuldade já que esta organização exigia a avaliação dos seguintes aspectos: conclusão de todas as reformas orçamentais, estruturais e do sector financeiro, de acordo com a 1ª avaliação da execução do programa do MEE; ponderação da necessidade de medidas adicionais; eventual acordo quanto ao alívio da dívida de modo a assegurar a sua sustentabilidade. Depois da inflexibilidade mostrada, o FMI aceitou, grosso modo, que a questão da sustentabilidade da dívida grega não seja abordada de imediato, permitindo que seja prorrogado para 2018.

No capítulo da sustentabilidade da dívida, salientam-se as principais notas incluídas na recente análise do FMI. O documento escalpeliza os vários factores subjacentes a qualquer cenário de sustentabilidade de dívida e vai afastando, de forma fundamentada, a probabilidade de melhorias significativas em variáveis fundamentais nesta análise, chegando à conclusão que a única forma de garantir a sustentabilidade é procurar alcançar necessidades brutas de financiamento entre 10%-20% do PIB num horizonte até 2040 (o Eurogrupo menciona objectivo de 15% no período de monitorização pós-programa e 20% depois). Para tal, o Fundo conclui que seria necessário uma reformulação dos empréstimos da Europa à Grécia, de forma a garantir um perfil descendente de dívida no longo prazo, que deveria incluir uma combinação entre a extensão das maturidades, alargamento dos períodos de carência para além do que já foi concedido e fixação das taxas de juro oficiais num valor não superior a 1.5% pelo menos até 2040. Estas medidas ajudariam a reduzir o rácio da dívida em 53% em 2040 e em 151% em 2060.

O FMI afirma que as propostas que sugere relativamente à alteração das condições dos empréstimos permitiriam alcançar uma poupança (para a Grécia) equivalente a 50% do PIB em termos de valor actual dos seus encargos (e utilizando uma taxa de desconto entre 3-5% no horizonte de projecção de 2016-60 para os cálculos do VAL). Significando que a contrapartida seria uma perda de igual valor a repartir entre os restantes estados membros. Importa ainda destacar algumas das questões abordadas pelo Fundo nesta análise e que colocam em perspectiva a dificuldade da Grécia tornar a sua dívida sustentável, num processo que diferencia o país dos seus congéneres na UEM. Destes destacamos o nível da dívida pública - cerca de 176.9% do PIB segundo o FMI; dificuldades de alcançar saldo primário expressivo; tendências demográficas adversas e sistema de pensões insustentável; fragilidades no sector financeiro que significam que o sector não estará apto tão cedo a fornecer o crédito que a economia precisará para sustentar taxas de crescimento elevadas; dificuldade de sustentar crescimento potencial mais robusto: desenvolvimentos adversos no mercado laboral (população activa a encolher velozmente); pouca possibilidade de reforço significativo do capital/investimento; dúvidas quanto à capacidade de reforçar significativamente a Produtividade Total dos Factores, dependente da realização de reformas estruturais consistentes.

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%	1.125%
BoJ*	-	19 Dez 08 (-20 bp)	16-Jun	-	-	-	-	-
BoE	0.50%	5 Mar 09 (-50 bp)	16-Jun	0.50%	0.50%	0.50%	1.00%	1.25%
BNS**	-0.750%	15 Jan 15 (-50 bp)	16-Jun	-0.750%	-	-	-	-

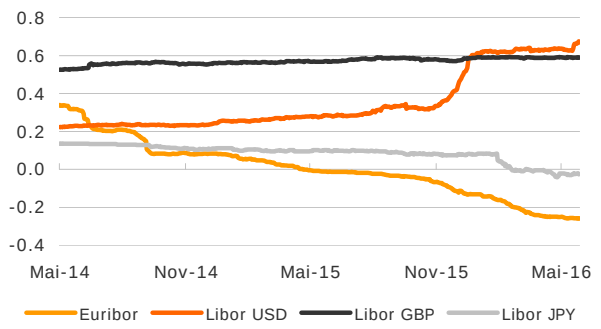
* A partir de Abril de 2013, o Banco do Japão passou a adoptar como principal instrumento de política monetária o controlo da base monetária em vez da taxa de juro.
** O nível actual e as previsões BPI referem-se ao valor médio do objectivo do SNB para a Libor 3 meses do CHF.

Taxas de curto-prazo

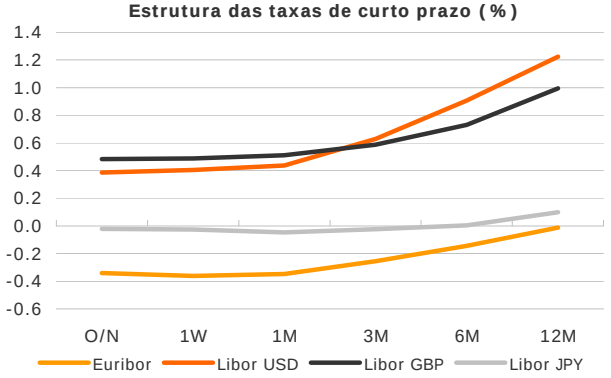
	3 meses			6 meses			12 meses		
	Euro	USD	GBP	Euro	USD	GBP	Euro	USD	GBP
27-Mai-16	-0.26%	0.50%	0.45%	-0.17%	0.92%	0.41%	-0.05%	1.33%	0.39%
Variação (em pb)									
-1 semana	0.00	1.78	0.26	-1.00	-12.50	0.79	-1.50	-	1.38
-1 ano	-22.00	17.85	-1.20	-21.00	42.40	-3.03	-18.50	-	-7.62
*Previsões**:*									
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 (%)



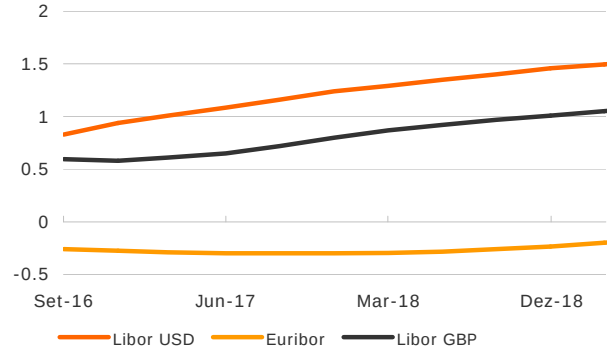
Estrutura das taxas de curto prazo (%)



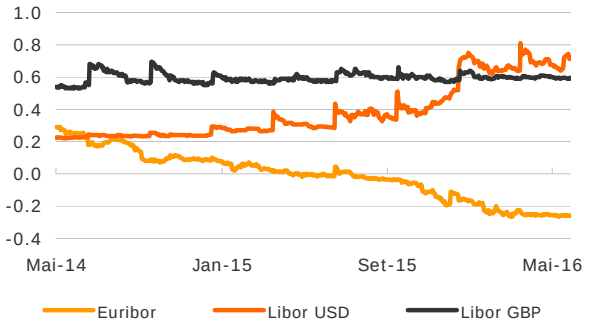
Nota: a Libor do JPY no prazo overnight, devido à ausência de informação, refere-se ao prazo *spot next (contratos com entrega no dia seguinte)*

Futuros

Futuros de taxas a 3 meses (%)



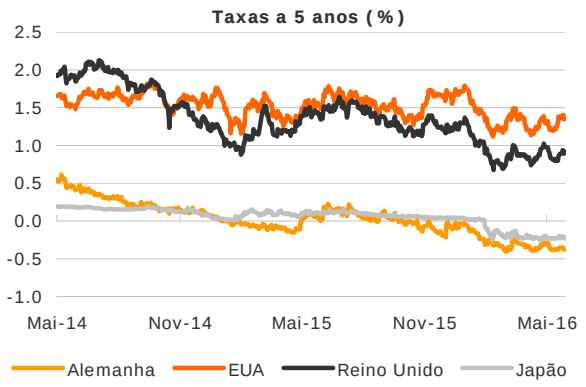
Evolução histórica dos futuros a 3 meses (%)

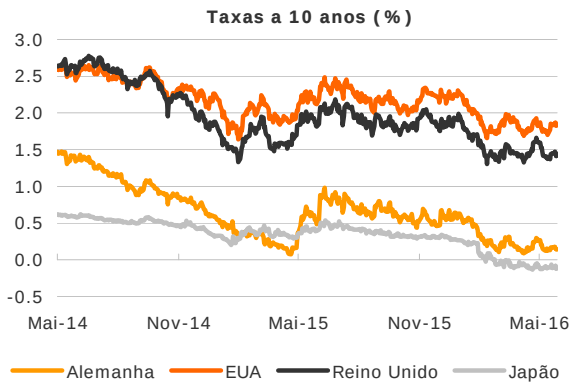


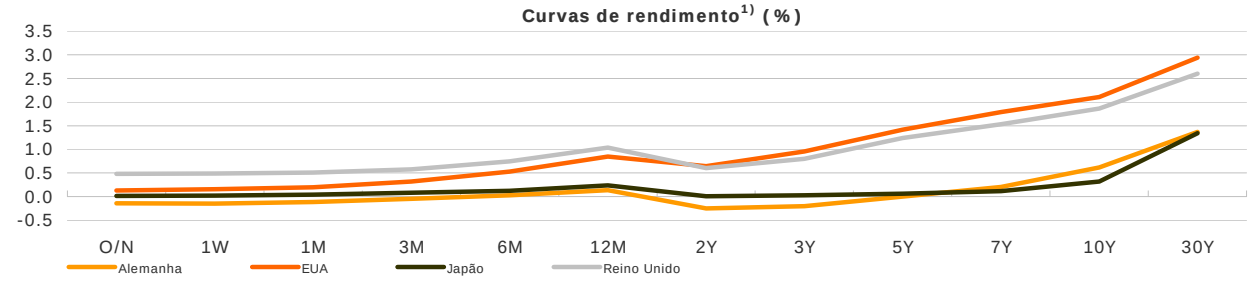
Fonte: Bloomberg, BPI

Dívida Pública

Taxas de juro: economias avançadas



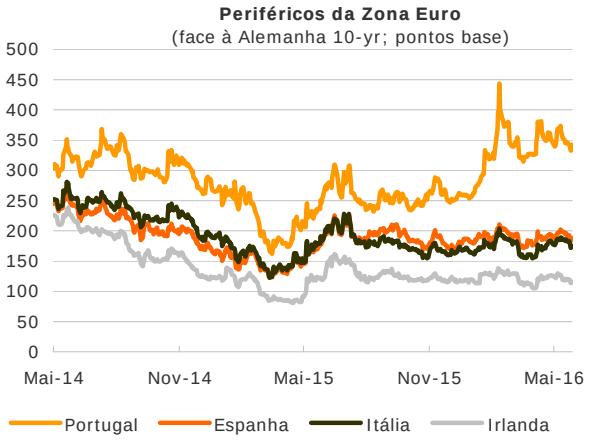


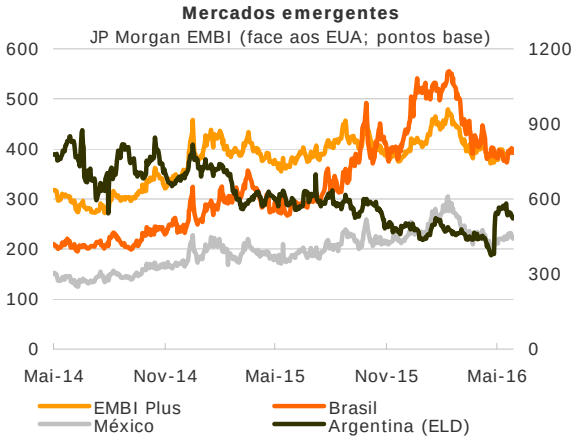


[1] Com base em *yields* de obrigações do Tesouro e taxas EURIBOR/LIBOR até um ano.

	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	-0.52%	-2.9	0.88%	6.2	0.46%	-8.1	0.52%	-13.5
5 anos	-0.38%	-8.0	1.36%	4.1	0.92%	-8.5	1.79%	-14.2
10 anos	0.14%	-14.5	1.84%	-1.0	1.44%	-18.7	3.05%	-14.0
30 anos	0.85%	-19.4	2.64%	-5.6	2.25%	-18.6	4.06%	-4.2

Spreads

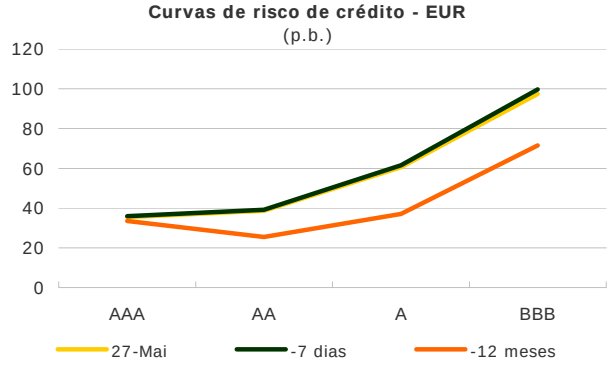


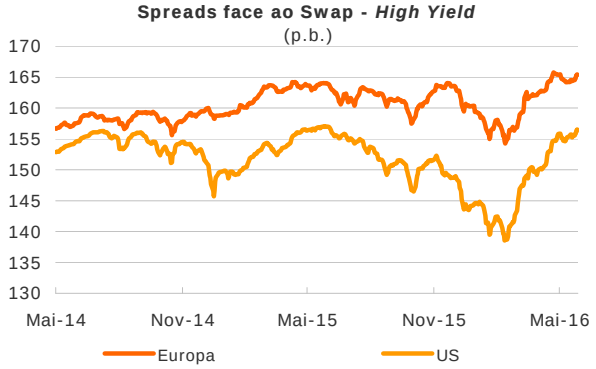


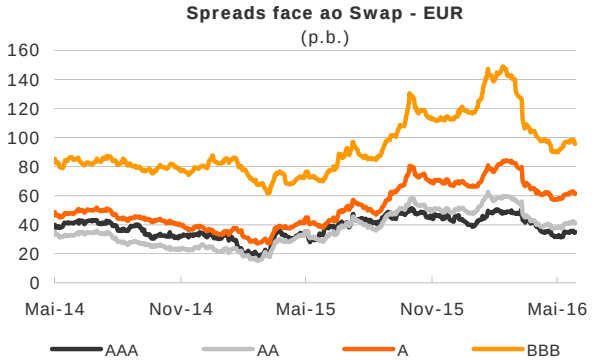
Fonte: Bloomberg

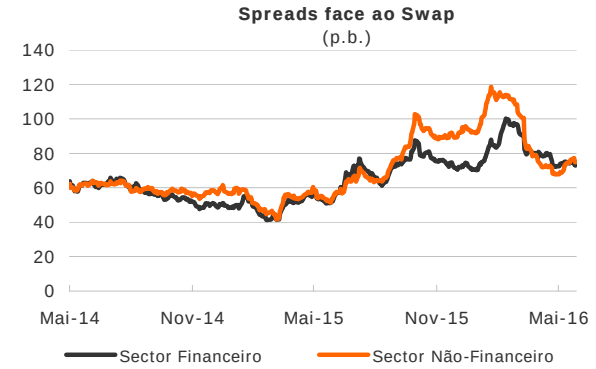
Dívida *Corporate*

Spreads de dívida *corporate* face ao *swap*





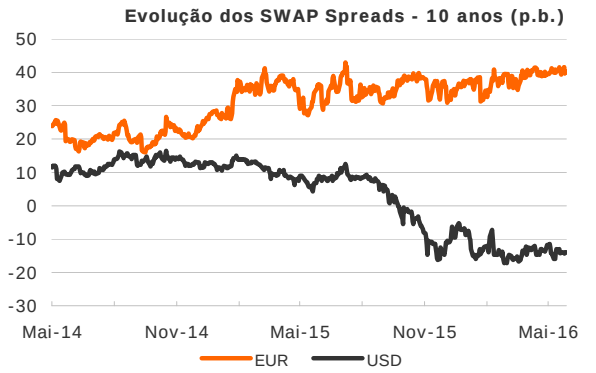




	27-Mai	Variação (b.p.)					Últimos 2 anos		
		-7 dias	-1 mês	-3 meses	YTD	-12 meses	Máximo	Médio	Mínimo
AAA	35.5	-0.5	2.3	-13.3	-4.3	2	51.4	38.1	17.7
AA	38.6	-0.6	3.2	-16.2	-6.6	13.1	62.5	36.4	14.9
A	60.5	-1	3.7	-21.1	-4.9	23.4	84.5	51.9	27
BBB	97.5	-2.2	5.2	-44.4	-21.3	26	149	92.7	61.5
Financeiras	78.2	-2.1	0.3	-24	2.8	21.8	100.2	64.4	41.2
Indústria	73.1	-1.4	6.0	-34.2	-20.7	24.0	118.7	69.7	41.7
Total	74.3	-1.5	4.4	-29.8	-9.6	23.0	108.8	67.7	41.6

Swap *spreads*

	USD	EUR
27-Mai	**-12.5**	**40.6**
Variação (em p.b.)		
-1 semana	0.0	0.6
YTD	-5.3	2.6
-12 meses	-21.8	3.6
Máx. últimos 12 meses	16.5	43.0
Min. últimos 12 meses	-17.3	16.0



Fonte: Bloomberg

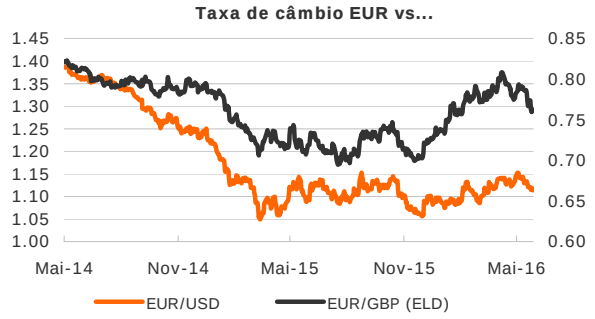
Mercado Cambial

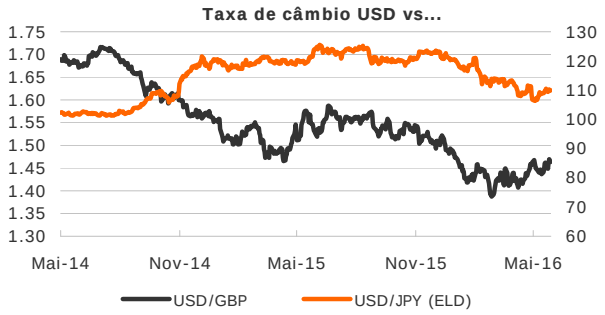
Taxas de câmbio

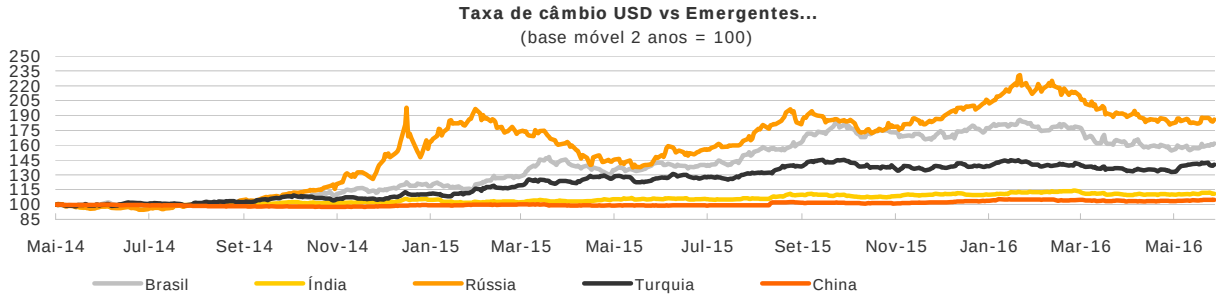
			Variação (%)					Últimos 12 meses	
			spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx.	Min.
EUR vs...									
	USD	E.U.A.	1.1133	-0.71%	-1.69%	2.46%	2.31%	1.17	1.05
	GBP	R.U.	0.761	-1.63%	-2.27%	3.25%	7.15%	0.81	0.69
	CHF	Suiça	1.10	-0.61%	0.47%	1.70%	6.80%	1.12	1.01
USD vs...									
	GBP	R.U.	1.46	0.80%	0.52%	-0.70%	-4.52%	1.59	1.38
	JPY	Japão	109.96	-0.48%	-1.21%	-8.52%	-11.23%	125.87	105.55
Emergentes									
	CNY	China	6.56	0.15%	0.99%	1.18%	5.93%	6.60	6.18
	BRL	Brasil	3.61	2.14%	1.85%	-8.77%	14.26%	4.25	3.03

Taxas de câmbio efectivas nominais

	Variação (%)					Últimos 12 meses	
	spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx.	Min.
EUR	97.0	-0.74%	-0.59%	1.20%	3.48%	99.33	93.36
USD	121.9	0.84%	2.55%	-0.90%	6.58%	126.24	114.07







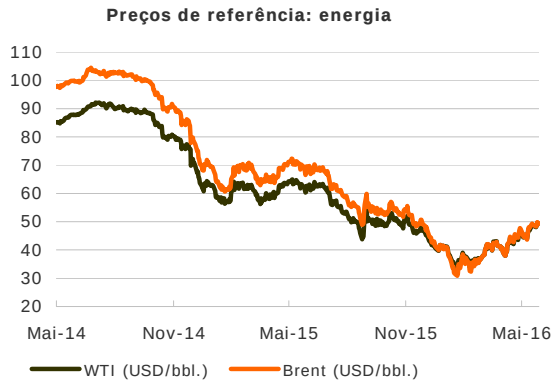
Taxas de câmbio *forward*

	EUR vs...					USD vs...		GBP vs..
	USD	GBP	DKK	NOK	CHF	JPY	CHF	USD
Taxa *spot*	1.113	0.761	7.437	9.275	1.105	109.970	0.992	1.463
Tx. *forward* 1M	1.114	0.762	7.437	9.284	1.104	109.876	0.991	1.463
Tx. *forward* 3M	1.117	0.763	7.435	9.307	1.103	109.633	0.988	1.464
Tx. *forward* 12M	1.130	0.769	7.425	9.400	1.099	108.238	0.973	1.468
Tx. *forward* 5Y	1.223	0.819	-	10.018	1.068	97.660	0.872	-

Fonte: Bloomberg

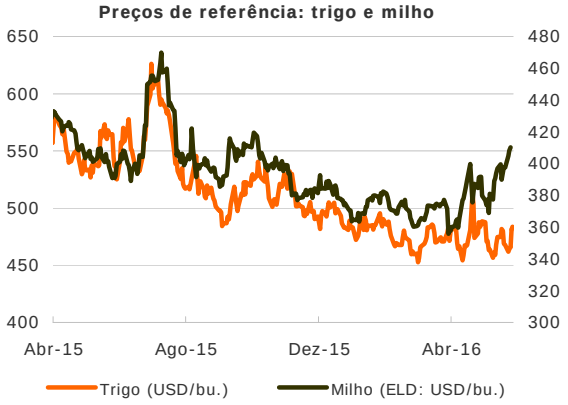
Commodities

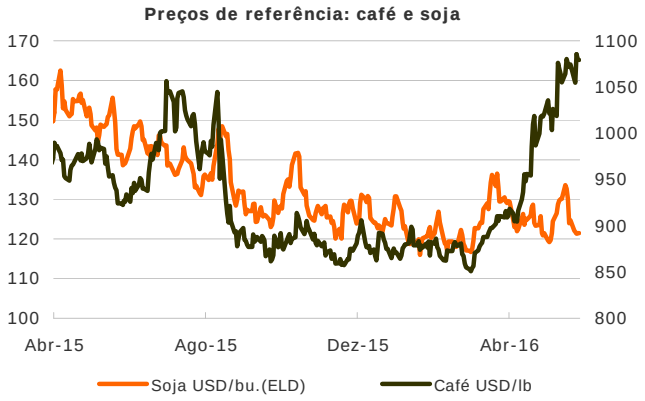
Energia & metais



	27-Mai	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 meses	1 mês	1 ano	2 anos
Energia							
WTI (USD/bbl.)	49.4	2.0%	6.8%	5.4%	52.8	54.6	56.2
Brent (USD/bbl.)	49.4	1.3%	5.2%	0.4%	57.4	60.5	62.4
Gás natural (USD/MMBtu)	2.17	-1.8%	-5.9%	-11.9%	2.7	2.9	2.9
Metais							
Ouro (USD/ onça troy)	1,213.4	-3.0%	-2.9%	2.3%	1158.8	1162.0	1169.2
Prata (USD/ onça troy)	16.2	-1.5%	-6.0%	-2.6%	15.9	16.0	16.1
Cobre (USD/MT)	211.2	2.7%	-5.1%	2.0%	241.1	235.2	236.2

Agricultura





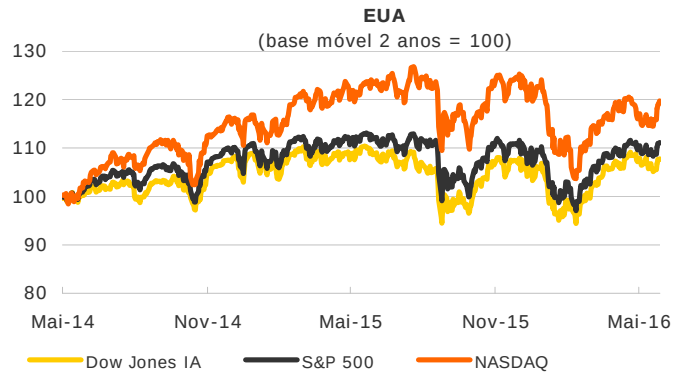
	27-Mai	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 mês	1 mês	1 ano	2 anos
Milho (USD/bu.)	367.5	-	6.6%	8.4%	-	411.3	413.3
Trigo (USD/bu.)	513.5	3.4%	0.1%	-1.4%	-	560.3	556.0
Soja (USD/bu.)	875.3	0.5%	5.9%	23.6%	888.0	885.0	889.0
Café (USD/lb.)	133.5	-2.6%	0.0%	-5.0%	-	144.6	148.3
Açúcar (USD/lb.)	14.4	2.4%	10.4%	22.5%	-	14.3	14.3
Algodão (USD/lb.)	61.2	3.6%	-0.4%	-1.5%	61.5	61.8	61.8

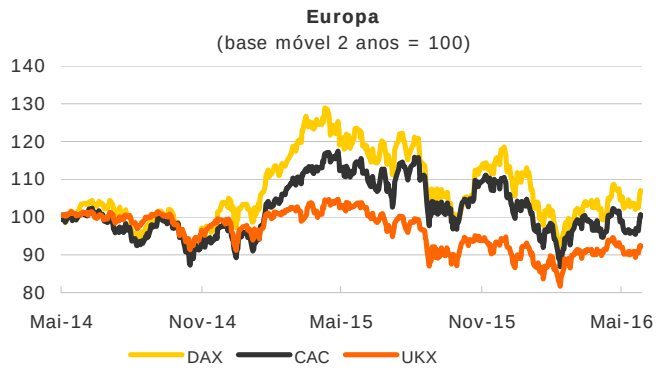
Fonte: Bloomberg

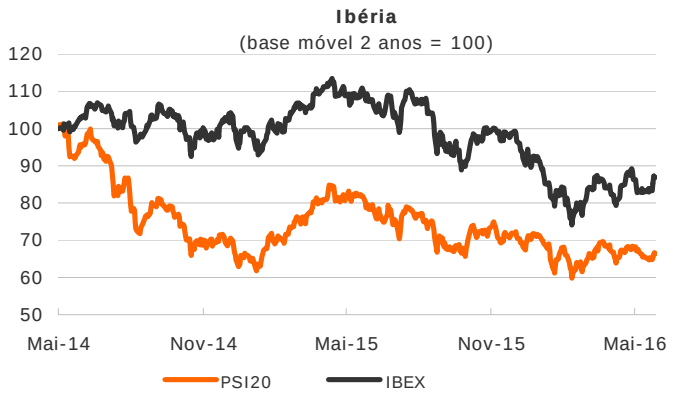
Mercado de Acções

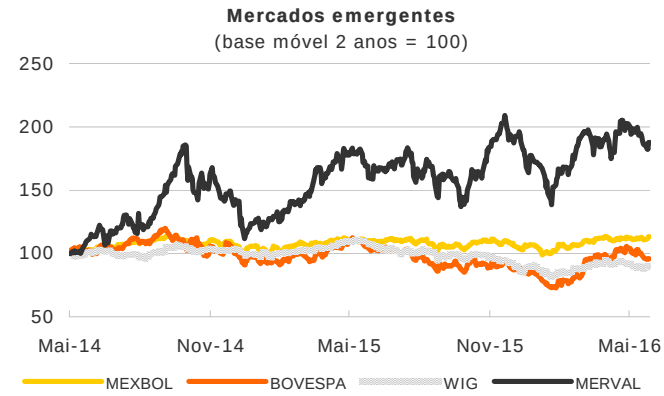
Principais índices bolsistas

País	Índice	Valor Actual	Máximo 12 meses		Minimo 12 meses		Variação		
			Data	Nível	Data	Nível	Semanal	Homóloga	YTD
Europa									
Alemanha	DAX	10,265	20-Jul	11,802	11-Fev	8,699	3.5%	-12.8%	-4.4%
França	CAC 40	4,505	6-Ago	5,218	11-Fev	3,892	3.5%	-13.1%	-2.9%
Portugal	PSI 20	4,947	3-Jun	5,968	11-Fev	4,455	1.6%	-16.5%	-6.9%
Espanha	IBEX 35	9,090	20-Jul	11,613	11-Fev	7,746	3.6%	-20.5%	-4.8%
R. Unido	FTSE 100	6,258	29-Mai	7,070	11-Fev	5,500	1.6%	-11.0%	0.2%
Zona Euro	DJ EURO STOXX 50	3,071	20-Jul	3,714	11-Fev	2,673	3.7%	-16.6%	-6.0%
EUA									
	S&P 500	2,094	20-Jul	2,133	11-Fev	1,810	2.0%	-1.4%	2.5%
	Nasdaq Comp.	4,927	20-Jul	5,232	11-Fev	4,210	3.3%	-3.5%	-1.6%
	Dow Jones	17,869	27-Mai	18,190	24-Ago	15,370	2.1%	-1.6%	2.5%
Ásia									
Japão	Nikkei 225	16,835	24-Jun	20,953	12-Fev	14,866	0.6%	-17.8%	-11.6%
Singapura	Straits Times	1,969	27-Mai	2,135	24-Ago	1,801	1.1%	-6.6%	0.4%
Hong-Kong	Hang Seng	20,577	27-Mai	28,215	12-Fev	18,279	3.6%	-26.7%	-6.1%
Emergentes									
México	Mexbol	46,090	30-Mar	46,308	24-Ago	39,257	2.1%	3.2%	7.2%
Argentina	Merval	12,738	23-Nov	14,597	24-Set	8,660	0.9%	16.6%	9.1%
Brasil	Bovespa	49,467	28-Abr	54,978	20-Jan	37,046	-1.3%	-7.8%	14.1%
Russia	RTSC Index	917	27-Mai	1,026	21-Jan	607	2.7%	-9.4%	21.2%
Turquia	SE100	78,029	20-Abr	86,931	21-Jan	68,230	2.2%	-7.4%	8.8%









Fonte: Bloomberg

Calendário de Indicadores Económicos

Data	Hora	Código país/ região	Indicador	Período	Consensus (Bloomberg)	Anterior
30-Mai	7:45	FR	PIB (q/q %)	1T P	0.5	0.5
	7:45	FR	PIB (y/y %)	1T P	1.3	1.3
	8:00	ES	IPC (y/y %)	Mai P	-1.0	-1.1
	9:30	PT	Indicador de clima económico (índice)	Mai	-	1.3
	10:00	EU	Ind. de sentimento económico (índice)	Mai	104.4	103.9
	10:00	EU	Indicador de clima empresarial (índice)	Mai	0.2	0.1
	10:00	EU	Ind. Conf. no sector da indústria transf. (índice)	Mai	-3.5	-3.7
	10:00	EU	Ind. de confiança do consumidor (índice)	Mai F	-7.0	-7.0
	11:00	PT	Vendas a retalho (y/y %)	Abr	-	2.5
	11:00	PT	Produção industrial (y/y %)	Abr	-	-0.3
	13:00	DE	IPC (y/y %)	Mai P	0.1	-0.1
31-Mai	7:00	DE	Vendas a retalho (m/m %)	Abr	0.9	-1.4
	7:45	FR	IPC (y/y %)	Mai P	-0.1	-0.2
	8:55	DE	Variação do desemprego (m/m milhares)	Mai	-5.0	-16.0
	8:55	DE	Taxa de desemprego (%)	Mai	6.2	6.2
	9:00	EU	Agregado monetário M3 (y/y %)	Abr	5.0	5.0
	10:00	EU	Taxa de desemprego (%)	Abr	10.2	10.2
	10:00	EU	IPC estimativa (y/y %)	Mai	-0.1	-0.2
	11:00	PT	PIB (q/q %)	1T F	0.1	0.1
	11:00	PT	PIB (y/y %)	1T F	0.8	0.8
	11:00	IT	PIB (y/y %)	1T F	1.0	1.0
	13:30	US	Rendimento particulares (m/m %)	Abr	0.4	0.4
	13:30	US	Despesa privada (m/m %)	Abr	0.7	0.1
	14:00	US	Índice de preços hab. Case-Shiller (m/m %)	Mar	0.7	0.7
	15:00	US	Ind. Conf. consumidor - Conference Board	Mai	96.0	94.2
1-Jun	2:00	CN	PMI ind. transformadora (índice)	Mai	50.0	50.1
	8:55	DE	PMI ind. transformadora (índice)	Mai F	52.4	52.4
	9:00	EU	PMI ind. transformadora (índice)	Mai F	51.5	51.5
	14:45	US	PMI ind. transformadora (índice)	Mai F	50.5	50.5
	15:00	US	ISM ind. transformadora (índice)	Mai	50.5	50.8
2-Jun	8:00	ES	Variação do desemprego (mil.)	Mai	-104.8	-83.6
	10:00	EU	Índice de preços no produtor (y/y %)	Abr	-4.1	-4.2
	13:15	US	Relatório de emprego do sector privado	Mai	175.0	155.7
	13:30	US	Ped. iniciais subs. Desemp. (var.sem., mil.)	28-Mai	268.0	268.0
3-Jun	8:15	ES	PMI Compósito	Mai	54.2	55.2
	8:50	FR	PMI compósito (índice)	Mai F	51.1	51.1
	8:55	DE	PMI compósito (índice)	Mai F	54.7	54.7
	9:00	EU	PMI serviços (índice)	Mai F	53.1	53.1
	9:00	EU	PMI compósito (índice)	Mai F	52.9	52.9
	10:00	EU	Vendas a retalho (y/y %)	Abr	2.1	2.1
	13:30	US	Var. do emprego não agrícola (m/m %)	Mai	160.0	160.0
	13:30	US	Taxa de desemprego (%)	Mai	5.0	5.0
	13:30	US	Ganhos salariais / hora (y/y %)	Mai	2.5	2.5
	14:45	US	PMI compósito (índice)	Mai F	-	50.8
	15:00	US	ISM compósito (índice)	Mai	55.3	55.7
	15:00	US	Encomendas ao sector industrial (m/m %)	Abr	1.0	1.5
	15:00	US	Enc. bens capital, excl.defesa,aviação (m/m %)	Abr P	-	-0.8

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