

## O comércio varejista lidera a retomada recente

- A economia brasileira vem mostrando retomada parcial desde maio, com velocidades distintas setorialmente, liderada pelo comércio. As medidas de preservação de emprego e renda foram essenciais para a expansão do consumo de bens de primeira necessidade, em um primeiro momento, e de duráveis, em um segundo.
- A indústria está sendo beneficiada pela demanda doméstica, com alguns segmentos também se beneficiando das exportações. A construção também tem reagido aos estímulos monetário e fiscal, registrando retomada mais rápida, e o agronegócio, de forma geral, foi favorecido pela boa demanda externa e pelas transferências governamentais que sustentaram o consumo interno.
- Por outro lado, o setor de serviços está atrasado nesse ciclo, como esperado, especialmente aqueles prestados às famílias, mais afetados por medidas de distanciamento social e que, em alguns casos, permanecem operando abaixo da capacidade máxima durante a pandemia.
- Para 2021, a aceleração da atividade será mais gradual do que o previsto para o segundo semestre deste ano, com o fim dos programas governamentais. A partir de então, outros fatores passam a ganhar relevância para determinar o ritmo de crescimento. Entre os principais, citamos a distribuição de uma vacina, a formação de poupança das famílias durante a pandemia e a retomada do emprego.
- Esperamos que o comércio e a indústria ainda sejam os destaques. O agronegócio e a construção civil continuarão com bom desempenho, beneficiados pela demanda externa e pelas boas condições de crédito, respectivamente. O setor de serviços ganhará tração à medida em que as regras de distanciamento sejam cada vez mais flexibilizadas, mas sem a distribuição de uma vacina, dificilmente teremos o segmento operando a plena capacidade.

## Setores em Foco: Automotivo

### **Apesar da retomada recente, o mercado automotivo foi um dos mais impactados pela pandemia**

- O setor automotivo sofreu choques tanto pelo lado da demanda como pelo da oferta. Pelo lado da demanda, o ambiente de muitas incertezas provocou a queda da confiança, postergando a compra de bens duráveis em geral, sobretudo de veículos. Já pelo lado da oferta, as medidas de distanciamento social, para conter o avanço da pandemia, não só paralisaram a produção, como impediram o funcionamento das concessionárias e dos postos do Detran pelo país.
- Contudo, o setor vem se recuperando nos últimos meses. Caminhões e motocicletas se destacam. O bom desempenho do agronegócio e a renovação de frota impulsionaram as vendas de caminhões. Para motocicletas, o aquecimento da demanda acompanhou o avanço dos aplicativos de entregas. Por outro lado, as exportações deverão permanecer retraídas, a despeito da incipiente retomada do mercado automotivo argentino.
- Apesar dos números menos negativos, a recuperação do setor automotivo tem uma trajetória desafiadora pela frente. Se as vendas de veículos caíram menos do que se esperava, por um lado, por outro a continuidade da recuperação dependerá do ritmo de retomada da economia brasileira, sobretudo do desempenho do mercado de trabalho e do aumento de investimentos das empresas.

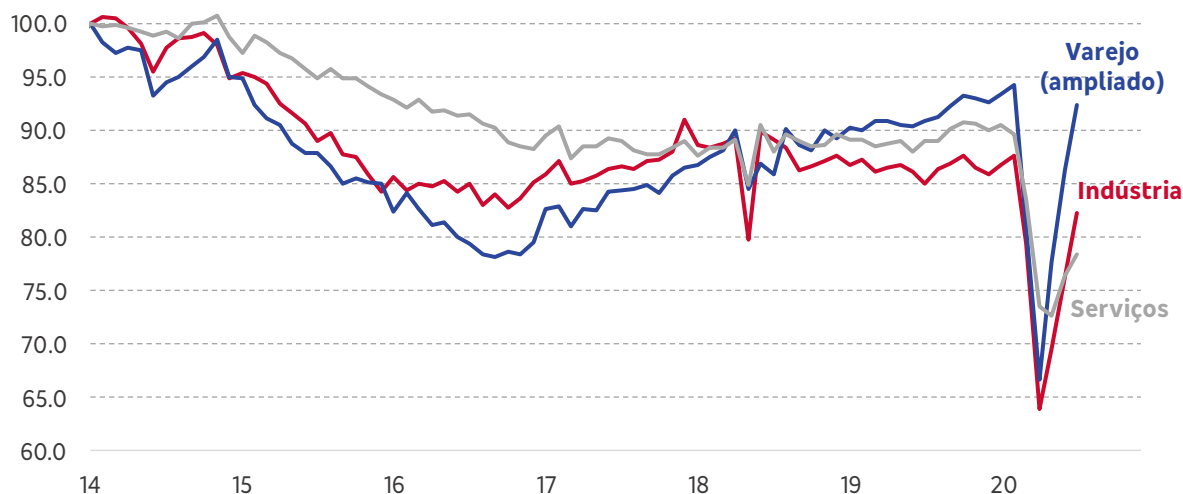
## O comércio varejista lidera a retomada recente

**A economia brasileira vem mostrando retomada parcial desde maio, com velocidades distintas setorialmente. O comércio tem liderando essa trajetória.** As medidas de preservação de emprego e renda foram essenciais para a expansão do consumo de bens de primeira necessidade, em um primeiro momento, e de duráveis, em um segundo. Além disso, o setor conseguiu aumentar as vendas online durante o período de restrições de mobilidade. A indústria está sendo beneficiada pela demanda doméstica de tais bens, com alguns segmentos também se beneficiando das exportações. A construção, sem paralisa das obras civis, também tem reagido aos estímulos monetário e fiscal, registrando retomada mais rápida. O agronegócio, de forma geral, foi afetado pelo aumento da produção e de preços de alimentos, puxados pela boa demanda externa e pelas transferências governamentais que sustentaram o consumo doméstico. Por outro lado, o setor de serviços está atrasado nesse ciclo, como esperado, especialmente aqueles prestados às famílias, mais afetados por medidas de distanciamento social e que, em alguns casos, permanecem operando abaixo da capacidade máxima durante a pandemia.

**Para 2021, a aceleração da atividade será mais gradual do que o previsto para o segundo semestre deste ano.** O programa de manutenção de emprego perde validade a partir de outubro e o auxílio emergencial será estendido até dezembro, mantendo o cenário positivo até o final deste ano. A partir de então, outros fatores passam a ganhar relevância para determinar o ritmo de crescimento. Dentre os principais, citamos a distribuição de uma vacina, a formação de poupança das famílias durante a pandemia e a retomada do emprego. Esperamos que o comércio e a indústria ainda sejam os destaques. O agronegócio e a construção civil continuarão com bom desempenho, beneficiados pela demanda externa e pelas boas condições de crédito, respectivamente. O setor de serviços ganhará tração à medida em que as regras de distanciamento sejam cada vez mais flexibilizadas, mas sem a distribuição de uma vacina, dificilmente teremos o segmento operando a plena capacidade.

### Gráfico 1: Índices de atividade econômica

Jan/14 = 100



Fonte: IBGE

## Comércio

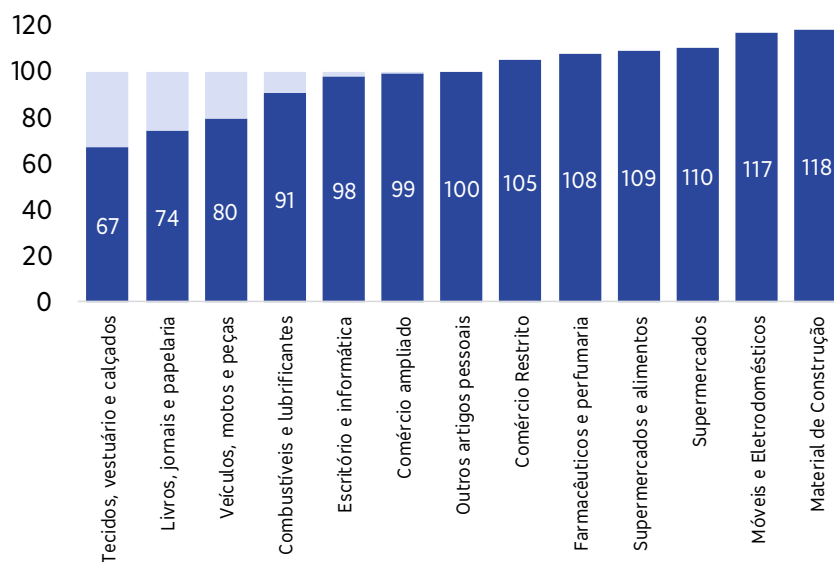
### Sem dúvidas, a retomada do varejo tem ocorrido de forma mais rápida do que a dos demais setores.

De maneira distinta de outras crises, no atual caso não houve perda de renda, mesmo com aumento da taxa de desemprego, por conta das transferências governamentais e do programas de manutenção de emprego. Em um primeiro momento, houve aumento do consumo de bens essenciais como alimentos, farmacêuticos e produtos de limpeza e higiene. Nesse ponto, os programas emergenciais foram muito relevantes para explicar o consumo. Em um segundo momento, houve expansão das vendas de bens duráveis, como móveis, eletrodomésticos, informática e materiais de construção. Essa segunda fase também tem efeito das transferências, medidas de flexibilização, renegociação de crédito e formação de poupança das famílias, mas houve adicionalmente uma mudança comportamental relevante. Durante a pandemia, para muitas famílias, a residência tornou-se um ambiente multiuso, exigindo a adequação de espaços e equipamentos.

### Em sentido contrário, as vendas de vestuário, calçados, veículos e combustíveis ainda estão significativamente menores do que antes da pandemia.

Com a menor participação do e-commerce e a menor mobilidade, os segmentos de vestuário, calçados e de combustíveis, respectivamente, foram dos mais afetados pela pandemia. No caso de veículos, os emplacamentos de agosto e setembro apontam que o setor automotivo continua em recuperação. Além da elevação da massa de salários, as melhores condições de financiamento favorecem a aquisição de veículos.

**Gráfico 2: Comércio – relação entre nível em julho e em fevereiro (em %)**



Fonte: IBGE

**O bom momento do comércio também é refletido pelo índice de confiança.** O nível do componente de situação atual não só ultrapassou o pré-pandemia como atingiu um patamar não visto nos últimos 7 anos. O indicador está sendo puxado justamente pelo componente de demanda. Setorialmente, o indicador de situação atual de móveis e eletrodomésticos registrou o maior patamar da série histórica iniciada em março de 2010. Materiais de construção estão em nível próximo ao de meados de 2011 e, supermercados, de meados de 2014.

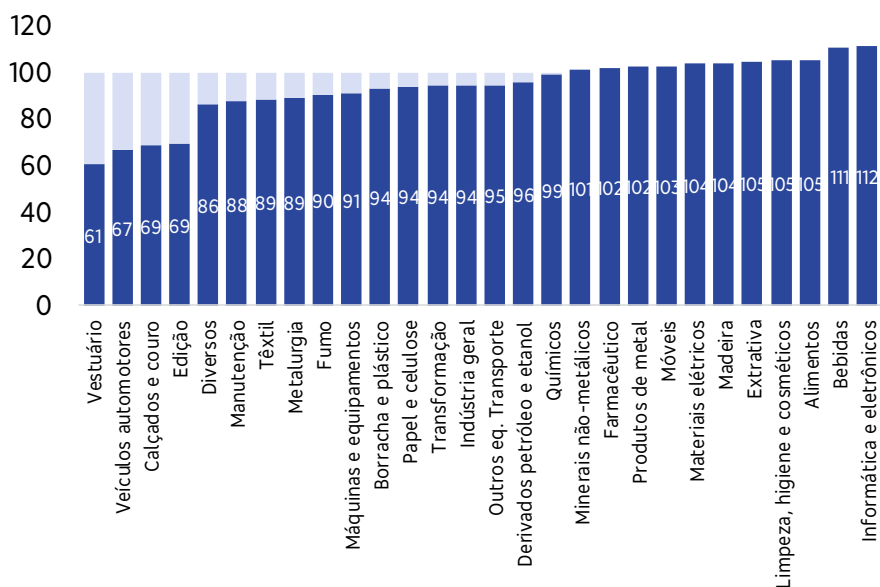
**Mesmo com a retomada recente, o comércio ampliado deve registrar queda de 5,5% neste ano.** Para o próximo, a velocidade de recuperação do mercado de trabalho será crucial para determinar o desempenho do comércio. Acreditamos em retomada gradual do emprego, o que deve limitar possíveis efeitos negativos da retirada de estímulos governamentais a partir do 1º trimestre de 2021. A poupança das famílias gerada durante a pandemia fornece ainda um colchão importante para amenizar tais impactos. Assim, projetamos expansão de 6,3% em 2021 para as vendas do comércio.

## Indústria

**A recuperação da indústria está concentrada em bens duráveis e essenciais.** Para atender a elevação do consumo interno, se destacaram as indústrias de informática e eletroeletrônicos, alimentos, bebidas e produtos de limpeza e higiene. Outros segmentos que ultrapassaram o nível de produção anterior à pandemia foram as indústrias farmacêutica, madeira, móveis, materiais elétricos, produtos de metal e extrativa. Pelo lado negativo, veículos, vestuário e calçados, seguem sendo os mais afetados, assim como as indústrias metalúrgica e de máquinas e equipamentos. Como dito anteriormente, os indicadores do setor automotivo apontam recuperação – em especial caminhões e máquinas agrícolas voltaram ao nível pré-pandemia. Essa retomada também deve beneficiar a indústria de metalurgia.

**As sondagens mostram tanto retomada da confiança na indústria como ajuste nos estoques.** O índice de confiança mostrou melhora nos últimos meses e ultrapassou o nível de fevereiro. A retomada está ocorrendo especialmente nos bens essenciais e duráveis. No mesmo sentido, o ajuste de estoques tem claramente ocorrido, nesse caso puxado por bens essenciais. Algumas cadeias atingiram níveis de estoques historicamente muito baixos, refletindo o aumento rápido e em ritmo inesperado da demanda.

**Gráfico 3: Indústria – relação entre nível em julho e em fevereiro (em %)**



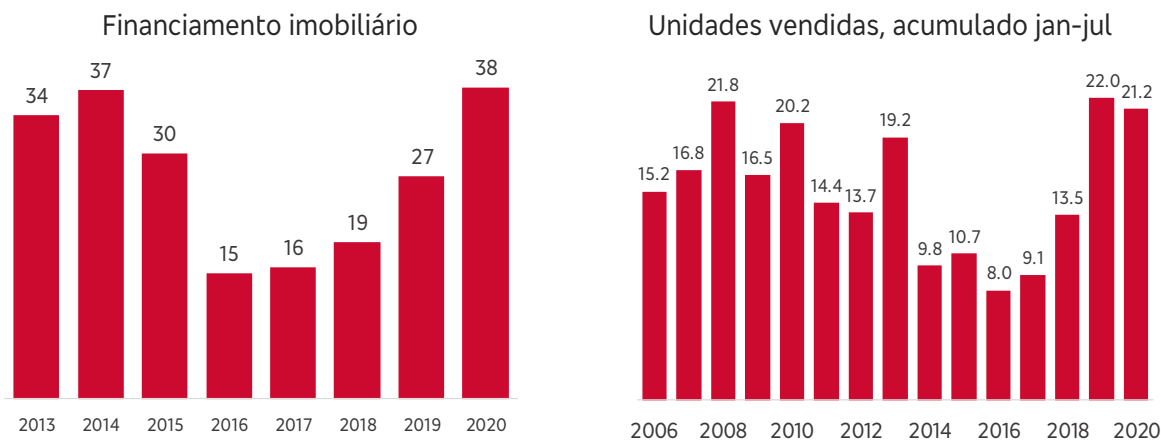
Fonte: IBGE

**A retomada continuará em 2021, com espriamento para os demais segmentos industriais.** O crescimento da produção industrial em 2021 deve ser de 4%, ante queda de 4,5% observada neste ano. Novamente, a retomada do mercado de trabalho deve ditar o ritmo para a indústria de bens de consumo. Da mesma forma, o ritmo de retomada dos investimentos, conforme o nível de utilização da capacidade industrial for aumentando, favorecerá a demanda por bens de capital. As condições financeiras também são determinantes para o financiamento de longo prazo de máquinas e equipamentos. Nossa leitura é de retomada gradual dos investimentos e, conseqüentemente, da produção de bens de capital, trajetória explicada pela elevada ociosidade, já que as condições financeiras devem se manter estimulativas em 2021.

## Construção civil

**O mercado imobiliário vem surpreendendo pela resiliência em 2020.** Após um primeiro bimestre vigoroso, o setor sofreu forte impacto com o início da pandemia, mas começou a reagir rapidamente a partir do fim do segundo trimestre. O volume de financiamentos imobiliários voltou a acelerar nos últimos meses e retornou aos patamares de 2014. As vendas de imóveis novos também cresceram com a reabertura dos estandes e, em regiões como São Paulo – já com vigoroso desempenho antes do choque – as vendas acumuladas no ano estão muito próximas dos níveis de 2019. Juros baixos e elevada capacidade de financiamento das famílias vinham sendo os vetores responsáveis pelo desempenho verificado nos meses anteriores à pandemia e vêm, ao menos em parte, compensando os choques recentes, em especial sobre a renda das famílias. Para os próximos trimestres, a velocidade de recuperação do mercado de trabalho e sobretudo as perspectivas que a trajetória fiscal imprimirá sobre as taxas de juros serão determinantes para pensar a sustentabilidade da retomada no mercado imobiliário. Entendemos que uma parcela relevante das forças que vinha sustentando o desempenho do mercado imobiliário seguirá presente no pós-pandemia, mantendo o cenário construtivo para 2021.

**Gráfico 4: Financiamento imobiliário (R\$ bilhões) e vendas de imóveis novos (SP, milhares)**



Fonte: ABECIP, Secovi, Bradesco

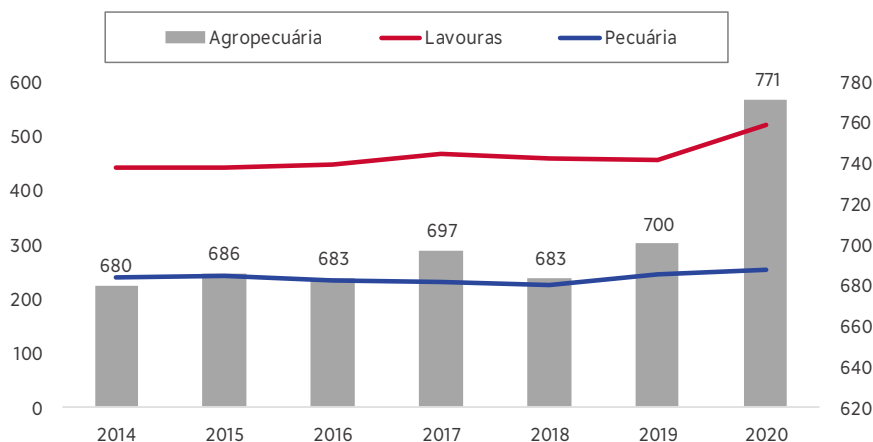
**As obras de infraestrutura não foram paralisadas, mas as concessões agendadas para ocorrerem neste ano foram postergadas.** Entre janeiro e agosto foram realizados somente 3 leilões federais (uma rodovia e dois portos). Há na agenda outras concessões marcadas para o 4º trimestre, entretanto, parcela desses projetos deve ser novamente postergada se os editais não forem publicados nos próximos dias. As postergações não alteram o cenário para este ano, no entanto, mudam a trajetória para 2021, já que as obras demoram a se iniciar após a realização dos leilões, trazendo maior lentidão ao desempenho de infraestrutura.

**O PIB da construção civil deve recuar 4,4% neste ano e crescer 3,9% em 2021.** O segmento imobiliário será o propulsor da construção no próximo ano, enquanto a aceleração do setor de infraestrutura parece ter sido postergada para 2022.

## Agronegócio

**O agronegócio foi impulsionado pela forte demanda externa e doméstica.** No exterior, a China foi o principal destino das nossas exportações de soja e carnes. O câmbio depreciado beneficiou a renda do exportador e puxou para cima os preços domésticos dessas commodities. No mercado doméstico, os programas governamentais sustentaram a renda e permitiram ampliação do consumo de alimentos, especialmente de arroz, feijão, derivados de trigo (massas, bolachas e pães) e leite. Puxado pelo avanço do consumo e pelo aumento relevante das exportações, os preços domésticos de tais produtos também subiram. Com safra recorde de grãos, açúcar e café, a renda do produtor de alimentos foi elevada e as margens foram bem positivas.

**Gráfico 5: Renda agrícola em R\$ bilhões**



Fonte: MAPA

**Os produtos agrícolas não alimentícios, como etanol e algodão, sentiram os efeitos negativos da pandemia.** O consumo recuou durante os meses de paralisação das atividades, mas já vem registrando retomada gradual, especialmente no caso do etanol, com a reabertura do comércio e da indústria e com maior movimentação de pessoas nas cidades.

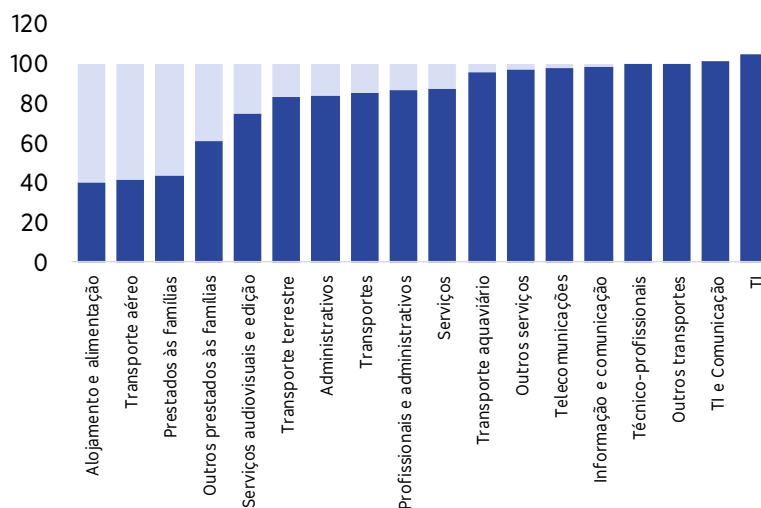
**No próximo ano, o cenário continuará positivo, com novo recorde da produção de grãos.** A demanda interna e externa de alimentos deve seguir favorável. Os preços tendem a desacelerar por conta do aumento da oferta de grãos, mas as margens ao produtor devem se manter bem positivas. Veremos a retomada mais clara da demanda de algodão e etanol, com alta de preços elevando a margem do produtor para o terreno positivo. Assim, projetamos alta 3% do PIB agropecuário neste e no próximo ano.

## Serviços

**O setor de serviços, como esperado, está demorando mais a retomar as atividades.** A flexibilização parcial do segmento ocorreu cerca de 30-40 dias após a liberação do comércio, dependendo do estado/município. Assim, a paralisação do setor foi mais longa do que a das demais atividades, tendo efeito econômico negativo também mais intenso. Ademais, as medidas de distanciamento social vigentes evitam aglomerações e, para tal, não permitem a utilização da plena capacidade nos estabelecimentos.

Os serviços prestados às famílias, como turismo, cabeleireiros e restaurantes são os mais afetados e a retomada está sendo bastante gradual. Em julho, os serviços prestados às famílias operavam a 40% do nível observado em fevereiro deste ano. O segmento de transporte também não voltou a sua normalidade, especialmente o transporte aéreo. Por mais que as companhias aéreas tenham se voltado para o transporte de carga, o número de voos e de passageiros segue bem restrito. Em outra direção, os serviços de TI e comunicação voltaram ao nível pré-pandemia. O trabalho remoto e o avanço do e-commerce exigiram avanço dos aportes em tecnologia e comunicação, beneficiando tais segmentos.

**Gráfico 6: Serviços – relação entre nível em julho e em fevereiro (em %)**



Fonte: IBGE

**Os indicadores de confiança reforçam o cenário mais negativo para o setor de serviços.** Há uma grande discrepância entre situação atual, em menor nível, e expectativas, apontando melhora, provavelmente à espera de reabertura das atividades em alguns casos, ou aumento da capacidade operacional, em outros. Novamente, o índice de situação atual dos serviços prestados às famílias são os mais afetados e ainda se encontram 40% abaixo do nível de fevereiro. Pelo índice de confiança atual, os serviços de manutenção são os menos afetados, com o índice de situação atual 5% abaixo do pré-pandemia.

**Os serviços de educação e saúde seguem bem aquém do observado no começo do ano.** Em especial, os serviços de educação voltaram apenas parcialmente e em poucos estados. O cancelamento de matrículas e renegociação de mensalidades deve perdurar enquanto uma vacina não estiver disponível e distribuída. Os cursos superiores que já atuam com ensino à distância sofrem menos. Mesmo assim, a captação de alunos tem exigido esforço adicional e o volume ainda é reduzido. Para saúde, mesmo sem a paralisação das atividades, houve postergação de consultas e exames médicos, com exceção daqueles mais urgentes. A perda de emprego formal também teve impacto negativo no número de pessoas com planos de saúde, reduzindo a demanda por serviços privados, ao menos temporariamente. Nos últimos meses, no entanto, o mercado de trabalho formal mostrou melhora com geração líquida de emprego, o que deve favorecer a demanda do setor de saúde. Ainda assim, educação e saúde continuarão operando abaixo de sua capacidade durante a pandemia.

**O setor de serviços deve mostrar retomada mais clara nos meses à frente, com a continuidade da reabertura.** Mesmo assim, o segmento ficará operando abaixo da capacidade enquanto não for distribuída uma vacina, principalmente no caso dos serviços prestados às famílias e do transporte aéreo. Com isso, esperamos alta de 5,5% do setor de serviços em 2021, depois de o setor registrar queda de 8,0% neste ano.



## Apesar da retomada recente, o mercado automotivo foi um dos mais impactados pela pandemia

O mercado automobilístico foi um dos mais impactados pela pandemia. As vendas de veículos novos fecharam o primeiro semestre com queda de 38% em relação ao mesmo período do ano passado. De fato, o setor sofreu choques tanto pelo lado da demanda como pelo da oferta. Pelo lado da demanda, o ambiente de muitas incertezas provocou a queda da confiança, postergando a compra de bens duráveis em geral, sobretudo de veículos. Vale lembrar que a demanda por veículos novos ainda não havia se recuperado completamente da recessão anterior. Já pelo lado da oferta, as medidas de distanciamento social para conter o avanço da pandemia não só paralisaram a produção, como impediram o funcionamento das concessionárias e dos postos do Detran pelo país.

Gráfico 1 – Condições de oferta e demanda do setor automotivo\*



(\*) Demanda = emplacamentos + exportações e Oferta = produção + importações

Fonte: Anfavea, Fenabrave, Bradesco

**Contudo, a recuperação do setor está ocorrendo de forma mais intensa do que a esperada inicialmente.** As concessionárias conseguiram retomar os negócios por meio do e-commerce e pela flexibilização das quarentenas no país. Além disso, as medidas emergenciais do governo contribuíram para preservação de emprego e renda, evitando uma queda ainda maior da confiança do consumidor. Por fim, as taxas de juros mais baixas tornaram as condições de financiamento mais atraentes. Com isso, os números mensais vêm apontando para uma queda anual das vendas de veículo novos mais próxima de 30%. Destacam-se positivamente também as vendas de veículos usados. Diante da incerteza com a renda futura, muitas famílias preferiram adquirir veículos usados ao invés de novos. Além disso, nos últimos meses, as montadoras repassaram parte do aumento dos custos decorrente da depreciação cambial, encarecendo o preço final dos automóveis novos e tornando o usado relativamente mais barato.



**No segmento de veículos pesados, o volume de vendas já é compatível com nível pré-pandemia.** Em julho, por exemplo, o nível de vendas de pesados chegou a ficar acima do que o observado em fevereiro. Diante da demanda aquecida, as fábricas de caminhões foram as primeiras a retornar às atividades, já que a maioria delas não trabalha com estoques. Em abril, parte relevante das montadoras de veículos pesados já tinha voltado a produzir, diferentemente das fábricas de veículos leves, cuja totalidade só retornou aos trabalhos no final de junho. O bom desempenho do agronegócio e, principalmente, a renovação de frota são fatores que explicam a recuperação mais rápida do segmento. Em relação a esse último ponto, além do envelhecimento da frota há dois outros importantes motivos para esse movimento. O primeiro são as condições mais atraentes do mercado de crédito com taxas de juros mais baixas. O segundo é a questão ambiental. As empresas estão buscando se adequar às regras do Proconve P8, equivalente à norma europeia Euro 6, cujo início está previsto para 2022/23. No entanto, vem crescendo a possibilidade de que o início dessa medida será adiado, eventualmente explicando parte da perda de fôlego em agosto.

**Outro destaque positivo do setor automotivo é o mercado de motocicletas.** O nível das vendas de agosto superou o de fevereiro. Segundo a Abraciclo, apesar da retomada da produção, houve falta de motos para atender à demanda aquecida. O principal motivo desse desequilíbrio é o aumento da busca por trabalho com entregas de aplicativos de alimentos, medicamentos e malotes pequenos, diante do crescimento significativo de uso por parte das empresas e famílias durante a quarentena. A tendência é que a demanda por motocicletas continue elevada pelo menos até o fim deste ano. Ainda assim, as vendas de motos novas acumulam queda de 21,6% até agosto.

**Gráfico 2 – Produção, vendas e exportações de motocicletas**



Fonte: Abraciclo, Bradesco

**A demanda externa não deve ser um grande vetor de crescimento do setor, ainda que a perspectiva esteja melhor.** As exportações já vinham prejudicadas pela crise econômica na Argentina, principal destino dos embarques de automóveis produzidos no Brasil, e se intensificou com a pandemia. As exportações brasileiras de automóveis devem fechar o ano mais baixas do que no ano passado. Há, contudo, uma reação incipiente do mercado automotivo argentino. Os automóveis se tornaram mais acessíveis àqueles que detêm dólares em casa, já que a taxa de câmbio do mercado paralelo se descolou da cotação oficial, que é referência para os preços dos carros. Além disso, o governo argentino acertou com a indústria local um acordo para liberação da importação de cerca de 100 mil veículos até o fim do ano.

**Tabela 1 – Projeções para o setor automotivo**

	2018	2019	2019 (%)	2020	2020 (%)	2021	2021 (%)
<b>Veículos Leves</b>	2.470.054	2.658.856	<b>7,6%</b>	1.935.556	<b>-27,2%</b>	2.191.975	<b>13,2%</b>
<b>Veículos Pesados</b>	95.955	128.928	<b>34,4%</b>	112.925	<b>-12,4%</b>	139.701	<b>23,7%</b>
<b>Motocicletas</b>	940.393	1.077.560	<b>14,6%</b>	916.419	<b>-15,0%</b>	1.111.837	<b>21,3%</b>
<b>Veículos Usados</b>	10.732.056	10.976.343	<b>2,3%</b>	10.584.852	<b>-3,6%</b>	11.068.764	<b>4,6%</b>
<b>Máquinas Agrícolas</b>	47.731	43.855	<b>-8,1%</b>	38.309	<b>-12,6%</b>	42.557	<b>11,1%</b>

Fonte: Anfavea, Fenabreve, Abraciclo, Bradesco

**Apesar dos números menos negativos, a recuperação do setor automotivo tem uma trajetória desafiadora à frente.** Se, por um lado, as vendas de veículos caíram menos do que se esperava, por outro, a continuidade da recuperação dependerá do ritmo de retomada da economia, sobretudo do desempenho do mercado de trabalho e do aumento de investimentos das empresas. Assim, ainda é provável que as montadoras façam novos ajustes em suas estruturas de custos. Até aqui, a suspensão de contratos de trabalho e a redução das jornadas, viabilizados pela MP 936/2020 (que deu origem à Lei 14.020/20), têm evitado maiores demissões. Algumas das grandes montadoras do país chegaram recentemente a acordos com seus funcionários para abertura de Plano de Demissão Voluntária (PDV). Contudo, expirado o programa emergencial, caso não houver uma aderência significativa aos PDVs, uma nova onda de demissões no setor pode se tornar realidade, enquanto o mercado automotivo não alcança o tamanho registrado antes da pandemia. Para o ano, projetamos queda de 26,5% das vendas de veículos leves e pesados, com crescimento de 23,3% em 2021 e recuperação do nível pré-pandêmico somente em 2023.

## Equipe Técnica

### Diretor de Pesquisas e Estudos Econômicos

Fernando Honorato Barbosa

### Economistas

Ariana Stephanie Zerbinatti / Constantin Jancsó / Fabiana D'Atri / Luis Fernando Pereira Azevedo / Myriã Tatiany Neves Bast / Priscila Pacheco Trigo/ Robson Rodrigues Pereira / Thiago Coraucci de Angelis / Thomas Henrique Schreurs Pires

### Estagiários

Gustavo Rostelato de Miranda / Henrique Monteiro de Souza Rangel / Lucas Daniel Duarte / Lucas Oliveira Costa da Silva

[economiaemdia.com.br](http://economiaemdia.com.br)

O DEPEC – BRADESCO não se responsabiliza por quaisquer atos/decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por suas publicações e projeções. Todos os dados ou opiniões dos informativos aqui presentes são rigorosamente apurados e elaborados por profissionais plenamente qualificados, mas não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, ressaltamos que todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados ou análises desta publicação são assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo o BRADESCO de todas as ações decorrentes do uso deste material. Lembramos ainda que o acesso a essas informações implica a total aceitação deste termo de responsabilidade e uso. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização do Banco BRADESCO ou a citação por completo da fonte (nomes dos autores, da publicação e do Banco BRADESCO)