CGAP

ENFOQUES

A Crise Financeira Mundial e Seu Impacto sobre as Microfinanças

Em comparação com outras organizações do setor financeiro, as instituições microfinanceiras (IMFs) escaparam relativamente intactas das crises financeiras das últimas décadas. Durante as crises financeiras da Ásia Oriental e as crises bancárias da década de 90 na América Latina, as instituições que prestam serviços a clientes pobres tiveram, em geral, um desempenho superior ao dos bancos tradicionais. Na época, os clientes e as microempresas financiados pelas IMFs não estavam integrados ao sistema bancário local ou aos mercados financeiros.

Mesmo tendo raízes profundas e resistentes a choques, as microfinanças possuem agora mais vínculos com os mercados financeiros nacionais e internacionais, e, como resultado, é maior a probabilidade de a crise financeira de hoje contaminar suas instituições. Muitas poderão ser prejudicadas e algumas poderão fracassar, mas o setor construiu alicerces sólidos. Muitas instituições fortes e o vasto mercado não explorado de clientes solventes irão assegurar a sobrevivência do setor de microfinanças durante os reveses provocados pela atual crise financeira.

Os efeitos da crise mundial de hoje são, provavelmente, mais complexos, profundos e difíceis de prever do que no passado. Está claro, porém, que os efeitos de uma recessão global a médio e longo prazo provavelmente terão como efeito punir muitos pobres e as instituições que os servem. Há evidências em diversos mercados sugerindo que com as consequências da crise ricocheteando ao redor do mundo — redução de crédito, deslocamento monetário, perda de empregos e queda na demanda —, as IMFs sofrem o impacto de diversas formas. Como as instituições serão afetadas dependerá de fatores como a estrutura de seus passivos, seu estado financeiro e a saúde econômica de seus clientes. Até agora, os formuladores de política se concentraram, em sua maioria, em medidas de nível macroeconômico. Em algumas regiões, como a América Latina, eles adotaram uma posição de aguardar para ver o que acontecerá no primeiro semestre de 2009, esperando-se uma maior clareza quanto à adoção de medidas mais para o fim do ano.[1]

Clientes: mudanças em fontes de renda e gastos

Até o momento, existem apenas algumas informações sobre como os lares dos clientes de microfinanças foram afetados pela crise financeira. Também é dificil separar os efeitos ligados diretamente à crise financeira das condições previamente existentes, como a crise dos alimentos. Entretanto, relatórios de campo sugerem que as forças duplas do aumento de preços e do desaquecimento econômico levam a uma redução da renda familiar. Mesmo tendo caído nos últimos meses, os preços dos alimentos continuam altos em várias regiões e as pessoas com baixa renda lutam para se ajustar à situação. Recente pesquisa feita pelo CGAP (Duflos e Gaehwiler, 2008) sobre um número limitado de IMFs revela que o aumento dos preços dos alimentos levou clientes a retirarem dinheiro da poupança, cortar gastos com itens de consumo que não sejam alimentos e, em alguns casos, a terem dificuldade em pagar seus empréstimos.

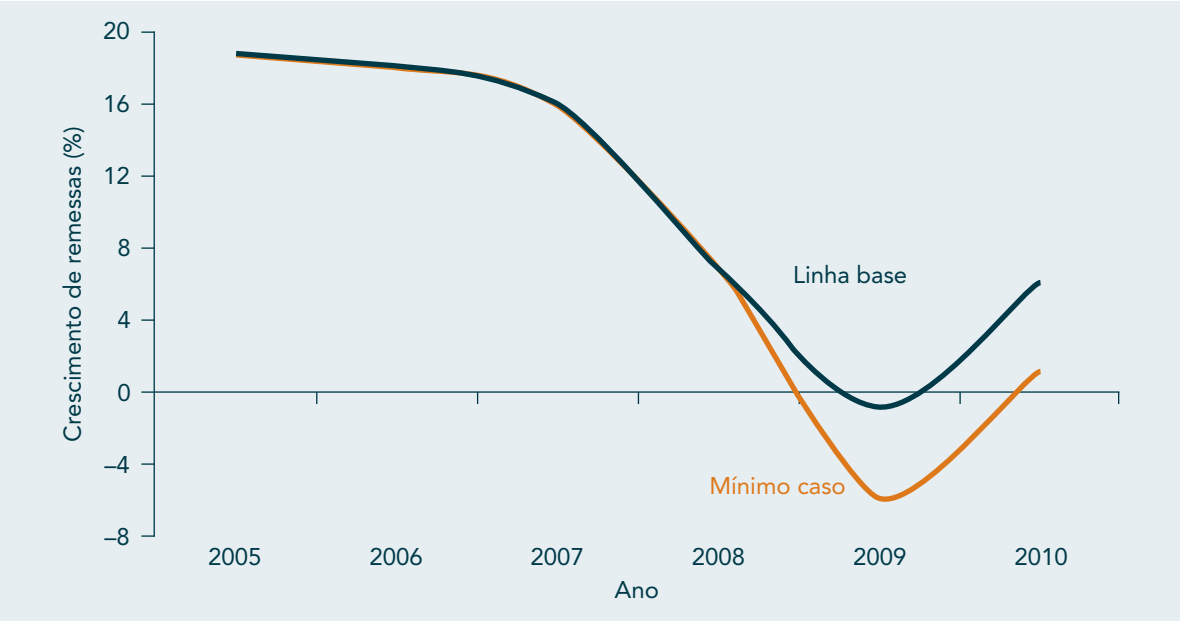
> [M]uitos clientes de cooperativas são pecuaristas com renda proveniente da venda de cashemir, carne ou couro, cujos preços de mercado declinaram nos últimos meses. Com uma inflação anual ao redor de 30%, o custo de vida dos criadores aumentou de maneira significativa. Além disso, a escassez de liquidez levou outros bancos a interromper ou restringir a liberação de empréstimos em regiões remotas.
>
> *— Gerelmaa Yu, XacBank, Mongólia*

1 Entrevista telefônica com Ernesto Aguirre, consultor de assessoramento político do CGAP (8 de janeiro de 2009).

Nº 52
Fevereiro de 2009

Elizabeth Littlefield
Christoph Kneiding

Quadro 1: Crescimento previsto do fluxo de remessas



Fonte: Ratha et al, 2008.

Pesquisas feitas recentemente no Paquistão demonstram que uma taxa de inflação de cerca de 25% não teve, surprendentemente, um efeito prejudicial sobre os clientes de microfinanças em fins de 2008 (Zaidi et al, 2008). Pelo contrário, os clientes que cultivam alimentos e outros produtos agrícolas se beneficiaram dos preços mais altos no mercado. Mesmo assim, mais para o fim do ano a inflação poderá ter um efeito negativo sobre a maioria das empresas clientes de microfinanças.

Para piorar as coisas, gerentes de IMFs de países tão distintos como Mongólia, Índia, Ruanda, Mali e Paquistão informam que os clientes prejudicados pela inflação são agora duplamente afetados pela desaceleração econômica nos países desenvolvidos: o aumento do desemprego nos Estados Unidos e na Europa já levou a uma redução nas remessas de parentes no exterior (CGAP 2008). Segundo previsões do Banco Mundial, o crescimento do fluxo de remessas dos países desenvolvidos para as nações em desenvolvimento atingirá seu nível mais baixo em 2009, voltando a ter taxas sólidas de crescimento provavelmente em 2010 no cenário base (ver Quadro 1). A entrada de remessas em dólares norte-americanos deverá diminuir em cinco das seis regiões em desenvolvimento no período 2009-2010, com grandes declínios em comparação com os últimos anos (Ratha et al, 2008). Isso significará a chegada de menos recursos para as famílias pobres.

IMFs: fundos para estruturas são importantes

As IMFs informam que o poder de compra dos clientes diminuiu e a necessidade de dinheiro aumentou, levando a saques nas contas de poupança e, por vezes, criando dificuldades quanto ao pagamento de empréstimos. Isso gera riscos de liquidez e crédito para as IMFs. Felizmente, a demanda por meios de subsistência, área de operação de muitas micro-empresas, tende a permanecer estável durante períodos de contração econômica. Há quem diga que clientes engenhosos poderão até obter benefícios se, por

exemplo, conseguirem adaptar seus estoques para vender produtos mais baratos a fim de atender os clientes recentemente partindo para a frugalidade (CGAP 2008).

A crise financeira reduziu a entrada de remessas de cidadãos e parentes no exterior. Assim, muitos membros passam a depender de suas poupanças ou fazer empréstimos.

– Daniel Mensah, Membro de uma cooperativa de crédito em Gana

Muitos observadores do setor esperam que, com o passar do tempo, a pressão sobre os clientes se traduza amplamente em um maior número de inadimplentes. Emprestadores para pequenas empresas e trabalhadores assalariados poderão experimentar essa situação de uma maneira mais aguda do que aqueles que emprestam a micro-empresas, cujos clientes tendem a ser menos afetados por períodos de contração da atividade econômica. Até agora, essa deterioração é apenas potential; o quarto trimestre de 2008, segundo o Symbiotics 50, que acompanha grandes IMFs ao redor do mundo, não mostra grandes mudanças em termos de lucratividade ou risco (Symbiotics 2009).

Estabilidade dos depósitos

As IMFs com ampla base de depósitos são menos expostas aos riscos de refinanciamento. A maioria das IMFs que aceitam depósitos, inclusive muitas das instituições de poupança na África, têm reservas relativamente boas em comparação com as IMFs que dependem de provedores de fundos internacionais, atingidos pela contração de crédito. No entanto, alguns tipos de depósitos são mais estáveis do que outros, e as IMFs que aceitam depósitos não os recebem apenas de clientes pobres. Na verdade, muitas dependem de grandes depósitos institucionais que, ao contrário de depósitos de varejo locais, tendem a ser excessivamente voláteis.

Em um mundo onde as comunicações são globais e as notícias viajam com rapidez, as quebras de bancos nos Estados Unidos e na Europa poderiam — possivelmente — levar a uma perda de confiança nos bancos locais. Durante várias semanas, os bancos do Leste Europeu e da Ásia Central que operam com microfinanças viram, como outras instituições bancárias da região, uma retirada constante de depósitos após o anúncio do colapso da Lehman Brothers. Na Rússia, as retiradas mensais de depósitos no setor bancário atingiram seu ponto mais alto em outubro, em cerca de 5 a 7 por cento da base total de depósitos, mas o problema diminuiu logo depois. Há notícias de que os cofres alugados pelos bancos estão se tornando um serviço cada vez mais popular, com as pessoas preferindo manter seus recursos em dinheiro. Alguns bancos aumentaram entre 5 a 20 por cento as taxas cobradas por esse serviço.[2] Fora do Leste Europeu, as retiradas em grande escala das contas de poupança ocorreram apenas em casos isolados.

O seguro de depósitos pode ser tão essencial para as IMFs, em termos de rede de segurança financeira, como para o restante do sistema bancário. A maioria dos clientes microfinanceiros é servida por instituições reguladas, muitas das quais são cobertas por sistemas nacionais de seguro de depósito, dependendo das legislações dos países e de seus sistemas jurídicos. Vários países aumentaram seus níveis de cobertura de seguro de depósitos em 2008 em resposta à crise financeira. É provável que este ano haja uma ampliação dos mandatos relativos ao seguro de depósitos em vários países, com a inclusão de um número maior de IMFs nesses programas.[3]

2 Entrevista telefônica com Olga Tomilova, representante regional do CGAP (12 de janeiro de 2009).
3 Apresentação feita no Banco Mundial pela Corporação Federal de Seguros de Depósitos do Canadá (21 de outubro de 2008).

Riscos de refinanciamento institucional

A preocupação mais imediata, na maioria dos países, é como a contração da liquidez de nível mundial afetará os custos e a disponibilidade de fundos para as IMFs que não recebem depósitos. Nos últimos meses, IMFs de todo o mundo assistiram à crise de liquidez e ao aumento dos custos de endividamento (Fitch 2009). O dinheiro de bancos nacionais e internacionais passou a ser mais escasso e caro, e os investidores se tornaram mais avessos a riscos. Há notícias de aumentos pronunciados nas taxas de juros — de 250 pontos-base (bps), no Leste Europeu, a até 400 bps em alguns países latino-americanos, chegando a 450 bps (ou mais) para as instituições de refinanciamento de piso mais alto no Sul da Ásia (CGAP 2008). Na África, alguns bancos emprestadores europeus solicitaram às IMFs o pagamento antecipado de empréstimos, com perdão de multas. Por outro lado, alguns bancos internacionais estão saindo totalmente do mercado.

Embora as altas imediatas de juros tenham partido dos bancos internacionais, os bancos domésticos, dependentes dos mercados de crédito internacionais, também estão reduzindo seus empréstimos.

Muitos fundos para IMFs provenientes de bancos e investidores têm prazo de um a dois anos. Portanto, os problemas de refinanciamento provavelmente se tornarão mais graves com os empréstimos vencendo em 2009 e 2010 (CGAP 2008). (Recentemente, IFC, KfW e três grandes gerentes de fundos estimaram em US$1,8 bilhão as necessidades de refinanciamento das IMFs em suas carteiras para 2009). Com as IMFs antecipando uma escassez de fundos, possivelmente haverá crescimento lento ou redução em termos de novos empréstimos. É provável que as IMFs continuem operando apenas com os clientes atuais, e algumas poderão liberar somente quantias pequenas ou, simplesmente, não renovar os empréstimos. Isso faria sentido em termos de gestão de ativos e passivos, mas poderia prejudicar a qualidade dos ativos ao afetar os incentivos para reembolso. De acordo com uma IMF de Ruanda atualmente reduzindo o aumento da carteira de crédito, os clientes atrasaram seus pagamentos por terem pouca esperança de receber novos empréstimos.

Agências de desenvolvimento nacionais e multinacionais responderam à contração de crédito criando novos mecanismos.

- Em outubro de 2008, o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) anunciou um mecanismo de financiamento de US$20 milhões, a fim de ajudar as IMFs latino-americanas a enfrentar a crise.
- Em novembro de 2008, o Banco Central da Índia estendeu uma linha de crédito de US$1,5 bilhão ao SIDBI, o banco de desenvolvimento do país voltado às pequenas empresas.[4] O objetivo principal era fornecer liquidez de emergência para as pequenas e médias empresas, mas o SIDBI poderá usar a verba para financiar IMFs.
- Em fevereiro de 2009, KfW e IFC anunciaram um mecanismo internacional de refinanciamento de US$500 milhões para as IMFs.[5]

Esses fundos de emergência são vitais e necessários, mas deveriam ser de curto prazo e com taxas de última instância (priced as a last resort), a fim de não pressionar as fontes locais de fundos nem gerar desincentivos à captação de depósitos. A longo prazo, os provedores de fundos deveriam incentivar a progressão de instituições para obterem licenças para captar depósitos. A manutenção de boas relações com investidores socialmente responsáveis, de varejo e institucionais, será importante.

4 http://www.financialexpress.com/newsrbi-set-to-finalise-special-line-of-credit-for-sidbi/384026/.
5 http:/www.ifc.org/ifccxt/media.nsf/content/SelectedPressRelease?OpenDocument&UNID=212F81 02D22F14C98525755400557050.

Transtornos com moeda estrangeira

As IMFs tomando empréstimos em moeda estrangeira enfrentam tanto aumentos nas taxas de juros como depreciação da moeda. Até agora, porém, poucas foram incapazes de pagar suas dívidas em consequência desses fatores (CGAP 2008). Cerca de 70% dos empréstimos internacionais das IMFs são denominados em moeda estrangeira (Reille and Forster 2008). As taxas de câmbio das moedas locais em relação ao dólar sofreram uma baixa significativa nos últimos dois meses em muitos países, em alguns casos de até 20%. Nos casos em que empréstimos internacionais sejam denominados em moeda local, alguns emprestadores na América Latina exerceram opções para converter os empréstimos em moeda local em dólares a curto prazo.[6]

Embora a liquidez parecia estar em boa posição até o final de 2008, é possível que algumas organizações tenham problemas para refinanciar as obrigações de dívida em 2009, especialmente se aceitaram "hot money" de investidores instáveis.

– Martin Holtmann, IFC

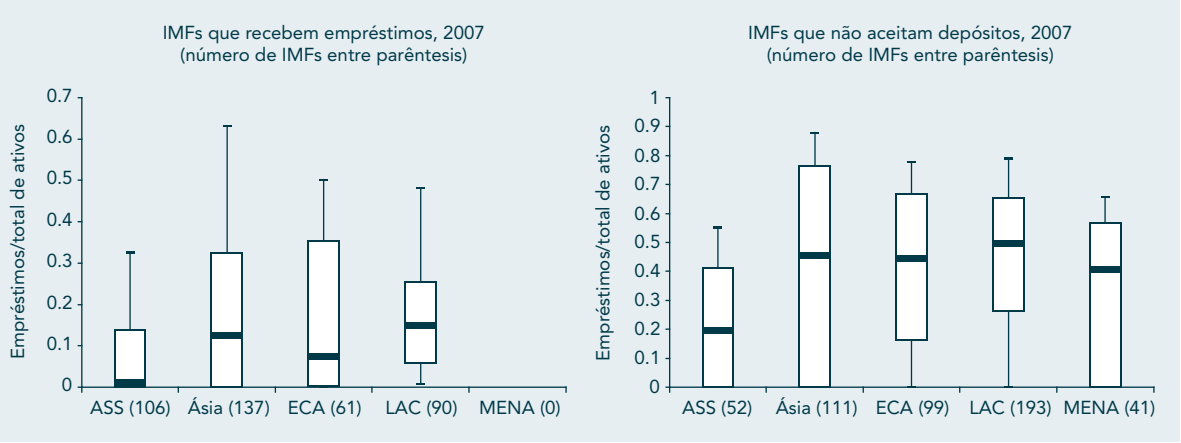
Nos últimos anos, as IMFs com prejuízos em moeda estrangeira informaram que essas perdas foram de 7 a 43 porcento de seus lucros, com uma IMF latino-americana reportando um prejuízo de 75% em um único ano (CGAP 2008). Em instituições de pisos mais altos, os empréstimos com denominação em moeda estrangeira de instituições financeiras de desenvolvimento (IFDs), como IFC e KfW, equivalem a uma parte significativa de sua base de capital. Isso acontece especialmente na América Latina e no Leste Europeu, onde a exposição à moeda estrangeira — às vezes — excede essa base. Na América Latina, economias dolarizadas, como as do Equador e de El Salvador, não serão afetadas, mas o grosso das IMFs se encontra em países onde a moeda não está acoplada ao dólar. Neste ponto, o tamanho verdadeiro do problema ainda não está claro, mas a combinação entre movimentos cambiais adversos fortes e assimetria entre ativos e passivos poderá causar verdadeiros problemas para algumas instituições (Fitch 2009).

Investidores em fundos de desenvolvimento (DFI) ganham importância

A crise financeira provocou uma mudança de atenção dos investidores comerciais para os voltados ao desenvolvimento. O mercado de obrigações de garantias de empréstimos (CLOs) está praticamente fechado, e o financiamento bancário secou. Os fundos para microfinanças e outros veículos privados de investimentos não informam sobre amortizações significativas no varejo, mas esperam dificuldades quanto ao levantamento de fundos nos próximos meses. Investidores no varejo estão cautelosos e não querem sofrer prejuízos em investimentos existentes a fim de disponibilizar fundos para novos investimentos em microfinanças. Com os orçamentos dos governos estressados com programas de resgate financeiro, haverá uma redução dos programas de assistência, e o setor de microfinanças competirá com outras prioridades de assistência, como agricultura e reparação. A assistência externa teve uma redução de 8,4% em 2007 e a maioria dos doadores não está cumprindo seu compromisso declarado de aumentar a assistência (OCDE 2008). Contra esse pano de fundo, nas últimas semanas agências governamentais e investidores em desenvolvimento adotaram medidas visando fornecer a liquidez necessária. É provável que nos próximos meses essas agências continuem a preencher a lacuna deixada por atores comerciais.

6 Entrevista telefônica com uma IMF latino-americana.

Quadro 2: Empréstimo a Taxas de Mercado, por Região



Fonte: MicroBanking Bulletin, 2007.

Notas: ASS=África Subsahariana, ECA=Europa Oriental e Ásia Central, LAC=América Latina e Caribe, MENA=Oriente Médio e Norte da África; amostra entre colchetes. As barras horizontais espessas representam números médios; os quadros em branco, no alto e em baixo, representam os percentuais 75 e 25, respectivamente; e as barras curtas representam os percentuais 95 e 5, respectivamente.

> Todos estão muito preocupados — às vezes, liberar capital para investimentos em fundos patrimoniais privados de instituições de microfinanças requer a liquidação de investimentos existentes, com um prejuízo considerável ... [Isso] é difícil, em termos emocionais, independentemente dos imperativos sociais. Até agora, porém, não experimentamos uma redução, especialmente no tocante a capitais de investimento.
>
> *– Cecília Beirne, MicroWest*

Microfinanças em 2009: o caminho futuro

Quão vulneráveis são as IMFs a uma contração prolongada de crédito em 2009? O Gráfico 2 mostra as taxas de mercado de empréstimos como uma porcentagem do total de ativos, dividida a nível regional.

Instituições que recebem depósitos mostram níveis mais altos de empréstimos a taxas de mercado, mas mesmo as IMFs que não recebem depósitos estão obtendo uma parcela significativa de seus fundos de fontes comerciais. É possível que haja algum risco de liquidez, especialmente para as IMFs da América Latina e do Leste Europeu, mas a natureza verdadeira (ou seja, as fontes) desse empréstimo não está clara. É razoável supor que os empréstimos de doadores ou de investidores em fundos de desenvolvimento, mesmo se a taxas de mercado, são menos propensos a retiradas do que os empréstimos padrão de bancos.

Aqui estão algumas ideias para a consideração de participantes do mercado, no momento em que navegam pela crise.

IMFs. As IMFs vão querer aumentar as reservas e ajustar seus planos de crescimento, a fim de se tornarem mais conservadoras tendo em vista o crédito mais limitado. Mesmo assim, terão de honrar seu contrato implícito de concessão imedita de empréstimos follow-on a clientes que tenham pago fielmente seus empréstimos. Quando as IMFs deixam de fazê-lo, quase sempre a motivação para o reembolso sofre e o não pagamento cresce rapidamente.

7 Definida pela taxa de depósitos de 90 dias da International Financial Statistics (IFS line 60L).

As IMFs precisam se concentrar mais do que nunca em práticas saudáveis, garantindo que os clientes entendam a duração dos empréstimos e avaliando a capacidade de proteger os mutuários e as IMFs contra excesso de endividamento. Os gerentes e IMFs precisam se comunicar ativa e abertamente com investidores e doadores sobre as preocupações ligadas a refinanciamento e outras questões ligadas ao impacto da crise.

É necessária uma maior atenção à gestão de ativo/responsabilidade, especialmente assimetria de vencimentos e exposição a moeda extrangeira. No total, é importante que haja um esforço para ou racionalizar ou diversificar as fontes dos fundos a um nível gerenciável, porém equilibrado.

Talvez o mais importante para as IMFs que não recebem depósitos seria a adoção de medidas frente ao atual desafio de obtenção de licenças para a captação de depósitos e, assim, limitar a dependência de financiamentos internacionais. Essas medidas exigirão tempo, dinheiro e perícia — o que muitas IMFs não têm e precisarão obter.

Governos. Existe a necessidade de demonstrar aos formuladores de políticas que a inclusão e a estabilidade podem caminhar lado a lado desde que os produtos sejam designados, garantidos e comercializados da maneira apropriada. Embora a cautela seja uma reação compreensível à crise financeira, há uma certa preocupação no sentido de que as autoridades reguladoras se tornem excessivamente conservadoras lançando, por assim dizer, uma grande rede que atingirá — sem querer — atividades não vinculadas a riscos ligados à crise. Restringir a emissão de novas licenças para a tomada de depósitos ou limitar o aumento do número de agências são exemplos de restrições que podem limitar desnessariamente o acesso às microfinanças e, ao mesmo tempo, não fornecer apoio adicional à estabilidade.

Por outro lado, o progresso em políticas para estimular o acesso pode diminuir com as atenções do governo voltadas para as preocupações mais imediatas da saúde do sistema financeiro como um todo. Algumas medidas bem-intencionadas para aliviar os efeitos da crise, como perdão de dívidas, empréstimos subsidiados a juros baixos ou limites nas taxas de juros, por exemplo, provavelmente prejudicariam o acesso a longo prazo aos serviços financeiros. Os formuladores de políticas precisam ser cuidadosos para que os remendos a curto prazo não impeçam o acesso, a longo prazo, aos serviços financeiros sustentáveis.

Doadores e investidores. No curto prazo, os provedores de fundos deveriam apoiar instituições saudáveis, ora enfrentando problemas de liquidez, auxiliando-as a reescalaonar empréstimos ou recapitalizar, ou fornecer fundos de emergência a instituições viáveis. Esses fundos de emergência deveriam ser de curto prazo e com taxas especiais (priced as a last resort), a fim de não pressionar as fontes locais de fundos nem gerar desincentivos à captação de depósitos. A longo prazo, os provedores de fundos deveriam incentivar a progressão de instituições para obterem licenças para a captação de depósitos. A manutenção de boas relações com investidores socialmente responsáveis, de varejo e institucionais, será importante.

> As características robustas e anti-cíclicas do setor de microfinanças, tão elogiadas, podem, na verdade, agir contra o setor [...], pois alguns doadores podem reduzir seu apoio sob a hipótese de que as IMFs estão melhor posicionadas para cuidar de si mesmas com o desenrolar da crise, e os setores mais vulneráveis precisarão — em breve — de mais apoio.
>
> *—Alice Brooks, USAID Bolivia*

Oportunidade em meio à crise

O campo das microfinanças é basicamente robusto. É possível que ele sobreviva à crise financeira relativamente intacto. Há, e haverá, problemas graves com instituições e mercados específicos —

muitos deles provocados por fatores alheios à crise, mas exacerbados por ela. Mas no geral, a contração financeira, como tantas outras crises, também gera oportunidades. Alguns mercados de microfinanças se tornaram superaquecidos nos últimos anos, com taxas de crescimento exageradas, deterioração dos padrões de garantia e queda de rendimento dos ativos. Crescimento mais lento, crédito mais escasso, políticas mais conservadoras, melhores produtos e mesmo a consolidação de instituições frágeis em outras mais fortes pode ser benéfico a longo prazo. A crise pode acelerar medidas de proteção ao consumidor que façam parte de uma prática de empréstimos responsável.

No mínimo, a crise ilustrou claramente o valor da adoção de uma abordagem voltada para os depósitos a fim de se obter sistemas financeiros domésticos saudáveis e permanentes que possam atender aos pobres com serviços de crédito e poupança.

Referências

CGAP. 2008. "Destaques da Conferencia Virtual do CGAP: Como as microfinanças enfrentarão a tempetade da crise financeira?". http://www.cgap.org/p/site/c/template.rc/1.26.4301.

Duflos E., e B. Gaehwiler. 2008. "Impacto e Implicações da Crise de Alimentos sobre as Microfinanças. Apresentação CGAP". http://www.cgap.org/gm/document-1.9.7450/Impact_ans_implications_of_Foof_Crisis.pdf.

Fitch. 2009. "Microfinanças — Testando sua Capacidade de Recuperação diante da Crise Financeira Mundial". Fitch Ratings Financial Servies Special Report, Nova York, 22 de janeiro de 2009.

Littlefield, E. 2008. "Microfinanças e a Crise Financeira". http://www.cgap.org/2008/11/18/microfinance-and-the-financial-crisis.

OECD. 2008. "Assistência à Dívida Diminui: Outras ODA Sobem Ligeiramente". http://www.oecd.org/dataoecd/27/55/40381862.pdf.

Ratha, D., S. Mohapatra, e Z. Xu. 2008. "Perspectiva para Fluxos de Remessa 2008–2010. Exposição N°8 sobre Migração e Desenvolvimento". Washington, D.C.: Banco Mundial.

Reille, X. E S. Forster. 2008. "Investimento Financeiro em Microfinanças — Equilibrando Retornos Sociais e Financeiros". Enfoques 44. Washington, D.C.: CGAP.

Symbiotics. 2009. "Acercando-se do Cliente Através de Investimentos". Symbiotcs Quarterly Corporate Newsletter. Genebra, janeiro.

Zaidi, S., M. Farooqi, e A. Naseem. 2008. "O Impacto da Inflação sobre os Clientes de Microfinanças e suas Implicações para os Profissionais do Setor". MicroNOTE #4 Pakistan Microfinance Network.

Elizabeth Littlefield, Diretora Executiva do CGAP, e Christoph Kneiding, especialista em microfinanças do CGAP, são os autores desta edição de Enfoques.

A citação sugerida para esta edição é:
Littlelfield, Elizabeth, e Christoff Kneiding. 2009. "The Global Financial Crisis and its Impact on Microfinances." (A Crise Financeira Mundial e seu Impacto sobre as Microfinanças). Washington, D.C.: CGAP, fevereiro.

CGAP

Nº 52
Fevereiro de 2009

Comparatilhe Enfoques com seus colegas ou solicite cópias extras desta edição ou de edições anteriores

O CGAP agradece seus comentários

Todas as publicações do CGAP estão à disposição no site www.cgap.org

CGAP
1818 H Street, NW
MSN P3-300
Washington, DC
20433 USA

Tel: 202-473-9594
Fax: 202-522-3744

Email:
cgap@worldbank.org

© CGAP, 2009