



**Afinal, por que os juros
são tão altos no Brasil?**

Guilherme Klein

O estudo investiga por que os juros reais são tão elevados e persistentes no Brasil, atualizando o modelo de Segura-Ubiergo (2012) com dados anuais de 15 países entre 1996 e 2019 e incorporando novos canais explicativos. A estratégia empírica baseia-se em modelos de correção de erros em painel estimados por GMM, tratando juros reais, poupança doméstica e volatilidade cambial como variáveis endógenas e incluindo, além dos “fundamentos clássicos”, o nível da meta de inflação, a volatilidade da taxa de câmbio real efetiva e indicadores de qualidade institucional. Os resultados mostram que a poupança doméstica exerce, na melhor das hipóteses, um efeito moderado e pouco robusto sobre os juros reais, e que medidas usuais de risco-país não explicam de forma consistente seu nível. Em contraste, juros internacionais mais altos, maior volatilidade inflacionária e, sobretudo, metas de inflação mais baixas estão sistematicamente associados a juros reais mais elevados, tanto no curto quanto no longo prazo. A introdução de uma medida de volatilidade cambial mostra que moedas mais instáveis tendem a conviver com prêmios de juros persistentemente maiores, mesmo controlando por inflação, metas, poupança e juros externos. Mesmo após considerar esses fatores, o Brasil exibe um “prêmio” de juros médio de cerca de 0,9 ponto percentual acima do que seria previsto pelos fundamentos, sugerindo a presença de elementos políticos e institucionais idiossincráticos. Simulações indicam que reverter parte das reduções recentes na meta de inflação e adotar medidas que reduzam a volatilidade cambial poderiam reduzir significativamente os juros reais no Brasil, embora não eliminem completamente o *puzzle*, apontando para a necessidade de aprofundar o debate sobre o desenho do regime monetário e as forças domésticas que sustentam juros estruturalmente elevados.

KLEIN, G. Afinal, por que os juros são tão altos no Brasil?. São Paulo: Centro de Pesquisa em Macroeconomia das Desigualdades (Made/USP), 2025. (Nota de Política Econômica, n.82)

made.feausp@gmail.com

O autor agradece comentários e sugestões de Clara Brenck e Pedro Romero Marques. Agradece também a Co-Impact, Open Society Foundations e Wellspring Philanthropic Fund por seu apoio.

1. Introdução

O Brasil tem uma das mais elevadas taxas reais de juros do mundo. Essa persistência de juros altos tem sido debatida como um dos principais entraves ao crescimento econômico sustentado do país, seja pelo efeito negativo sobre o investimento, seja pelo impacto sobre o endividamento público, entre outros.

Diversas análises tentam explicar esse fenômeno com base em fundamentos macroeconômicos, fatores institucionais e especificidades do regime monetário brasileiro. Segura-Ubiergo (2012), por exemplo, analisa o diferencial de juros no Brasil em um estudo comparativo entre economias emergentes¹ entre 1980 e 2009. O autor mostra que, mesmo após controlar por fundamentos como poupança doméstica, posição fiscal, volatilidade inflacionária e juros internacionais, a taxa de juros brasileira apresenta um “prêmio” de cerca de dois pontos percentuais que não é explicado pelo modelo econométrico - essa parte inexplicada é chamada de “puzzle”. Esse resultado sugere que há elementos estruturais ou institucionais no caso brasileiro que mantêm os juros reais persistentemente elevados.

Este estudo complementa a discussão ao atualizar as estimativas até 2019 e ao incorporar novas dimensões que podem ser particularmente relevantes no caso brasileiro: qualidade institucional, nível da meta de inflação e volatilidade cambial. Para as regressões econométricas, utilizamos Modelos de Correção de Erros (ECM) em painel estimados com o uso de *Generalized Methods of Moments* (GMM).

Enquanto não encontramos evidências de que variações de percepção sobre a qualidade institucional afetem os juros reais, os outros dois canais se mostram relevantes: reduções na meta de inflação e maior volatilidade cambial estão associadas a juros reais mais elevados.

Nossos resultados indicam, ainda, que, mesmo controlando por todos esses fatores, há um diferencial residual de juros no Brasil, de aproximadamente 0,9 p.p. acima do que seria previsto pelos fundamentos econômicos. Isto é, uma parcela do puzzle sobre por que os juros são tão elevados permanece.

Dessa forma, este estudo busca contribuir para a compreensão dos juros no Brasil a partir de uma perspectiva comparada e empírica, mas com atenção às especificidades institucionais e estruturais. Apontamos três conclusões importantes. As duas primeiras são que as metas de

inflação e a volatilidade cambial importam. Ao incorporar essas variáveis, pretendemos oferecer uma explicação mais abrangente do diferencial de juros no país e estimular o debate sobre alternativas de desenho institucional e de metas monetárias mais compatíveis com o contexto das economias emergentes — e do Brasil, em particular. A terceira conclusão é que, mesmo adicionando esses fatores, uma parte relevante dos excessos de juros reais brasileiros permanece inexplicada. Isso reforça a necessidade de discussões amplas sobre esses possíveis canais, debate atualmente praticamente interdito diante de explicações simplistas, mas dominantes, baseadas exclusivamente no gasto público.

2. Metas de inflação e volatilidade cambial

Evidências recentes sugerem que, uma vez alcançado um patamar estável de inflação — que tende a variar a depender das características de cada economia —, reduções adicionais na meta de inflação podem acarretar mais custos do que benefícios, sobretudo em economias emergentes sujeitas a choques de oferta mais frequentes, como, por exemplo, no câmbio e nos preços de alimentos e energia.

Azam e Khan (2020), por exemplo, buscam estimar a partir de qual nível de inflação há evidência de efeitos negativos sobre o crescimento econômico e encontram que esse nível para países em desenvolvimento é de 12,2%, enquanto para países desenvolvidos, 5,4%. Resultado semelhante é encontrado por Khan e Senhadji (2001), que identificam um limiar de inflação de cerca de 11–12% para países em desenvolvimento, abaixo do qual não se observa impacto estatisticamente significativo sobre o crescimento. Kremer, Bick e Nautz (2013) encontram nível parecido, cerca de 17%. Arawatari et al. (2018) reúnem essas e outras evidências de efeitos não-lineares da inflação sobre o crescimento — correlação negativa entre inflação e crescimento aparece somente para níveis relativamente elevados de inflação. Em suma, não há evidência de que reduzir a inflação para níveis muito baixos, digamos, de 5 p.p. para 3 p.p., tenha qualquer efeito positivo sobre o crescimento, sobretudo em países de renda média.

Essas evidências estão em linha com uma das conclusões deste estudo: metas mais baixas estão associadas a juros reais sistematicamente mais elevados — tanto em resposta imediata (após a redução da meta) quanto como efeito permanente do nível da meta de inflação.

¹ Brasil, Chile, Colômbia, República Tcheca, Hungria, Indonésia, Coreia do Sul, México, Peru, Filipinas, Polônia, Romênia, África do Sul, Tailândia e Turquia.

No Brasil, essa discussão é particularmente pertinente. A redução da meta de inflação para os atuais 3% foi conduzida com pouca participação pública e sem respaldo claro em argumentos teóricos consistentes e evidências empíricas sólidas. É possível que, sobretudo em economias emergentes, que enfrentam choques externos mais frequentes, essa política tenha forçado reações de política monetária que elevam desnecessariamente os juros reais e prejudicam a economia. Em outras palavras, há um custo implícito em perseguir metas abaixo da inflação “normal” de uma economia em desenvolvimento, que se manifesta como menor espaço de acomodação de choques e maior rigidez na política monetária.

Um segundo canal que introduzimos na análise é o da volatilidade cambial. Mostramos que economias com câmbio mais volátil praticam, em média, juros reais mais altos, mesmo controlando por fundamentos clássicos como poupança, inflação e juros externos.

Como apontado em [blog post de fevereiro](#), o Real está entre as moedas com maior flutuação no mundo: entre 2011 e 2024, a taxa de câmbio real brasileira foi a terceira mais volátil entre as 50 maiores economias. Essa volatilidade decorre, em parte, do fato de o país manter juros historicamente elevados, o que atrai capitais de curto prazo e operações de *carry trade*: investidores tomam recursos em países com juros baixos e os aplicam no Brasil em busca de retornos maiores. Mudanças – ou mesmo expectativas de mudanças – nos diferenciais de juros ou na política macroeconômica levam a entradas e saídas rápidas desses fluxos, amplificando os movimentos na taxa de câmbio.

Há, contudo, determinantes mais estruturais. A economia brasileira é profundamente integrada aos mercados financeiros globais, característica associada à [maior volatilidade](#) cambial no longo prazo. Somado a isso, o país vem se especializando na exportação de commodities agrícolas, minerais e energéticas, o que torna o valor do Real mais sensível aos ciclos de preços internacionais.

A profundidade e sofisticação do mercado financeiro doméstico reforçam esse quadro. O mercado de derivativos de câmbio, em especial o mercado futuro de dólar, é extremamente líquido e dominado por grandes investidores. Nessa estrutura, a taxa de câmbio muitas vezes é determinada primeiro nos contratos futuros e só depois

na negociação à vista, o que potencializa movimentos especulativos. [Evidências do Banco Central](#) referentes ao auge da pandemia de 2020 mostram que mais da metade da alta volatilidade do período pode ser atribuída à especulação doméstica no mercado de “mini-dólar”, indicando o peso do segmento derivativo na dinâmica do câmbio.

Por essas razões, ao atualizar o estudo de Segura-Ubierno (2012), incorporamos a meta de inflação e a volatilidade cambial à nossa análise, e tais elementos se mostraram, de fato, relevantes empiricamente.

3. Metodologia

Trabalhamos com amostras anuais de 15 países² entre 1996 e 2019 com dados do *Global Macro Database*, que harmoniza dados de 31 fontes diferentes, incluindo FMI, Banco Mundial e OCDE. Para os dados de metas de inflação, utilizamos a base de Zhang (2025), e para o indicador de *Rule of Law* utilizamos os dados do *Worldwide Governance Indicators* (WGI), do Banco Mundial.

A estimação econométrica baseia-se em um Modelo de Correção de Erros (ECM) em painel. A equação básica modela a variação do juro real como função do juro real³ defasado, fundamentos econômicos em nível e diferença (poupança, conta corrente, produto per capita, juros dos Estados Unidos), variáveis das metas de inflação (nível e mudança), volatilidade da inflação e do câmbio e dummies de país (efeitos fixos). Também adicionamos, em uma das regressões, um indicador de qualidade institucional, aproximado por *Rule of Law*, para testar a hipótese de que juros altos indicam menor confiança nas instituições.

Podemos escrever o modelo como:

$$\Delta r_{i,t} = \alpha + \beta_k \Delta X_{i,t} + \theta [r_{i,t-1} - X_{i,t-1} \gamma] + \xi_{i,t} \quad (1)$$

em que $r_{i,t}$ é a taxa de juros real ex-post no país i no ano t , Δ é um operador de primeira diferença, X é um vetor de variáveis independentes, $\xi_{i,t}$ é um erro de estimativa. O modelo descreve um equilíbrio de curto prazo e um termo de autocorreção $\theta [r_{i,t-1} - X_{i,t-1} \gamma]$ que mede os desvios do equilíbrio de curto prazo e captura a dinâmica de longo prazo. O modelo pode ser reescrito como:

$$\Delta r_{i,t} = \alpha + \beta_k \Delta X_{i,t-1} + \theta r_{i,t-1} - \beta_j X_{i,t-1} + \xi_{i,t} \quad (2)$$

² Usamos os mesmos países utilizados por Segura-Ubierno (2012): Brasil, Chile, Colômbia, República Tcheca, Hungria, Indonésia, Coreia do Sul, México, Peru, Filipinas, Polônia, Romênia, África do Sul, Tailândia e Turquia.

³ O juro real (REALINT) é calculado como a diferença entre a taxa de política monetária de curto prazo (strate) e a inflação anual (CPI).

E estimamos esse modelo usando Generalized Methods of Moments (GMM), tratando juros reais, poupança e volatilidade cambial como endógenos, utilizando lags de 2ª e 3ª ordem como instrumentos. Além disso, nas regressões base (modelo 1) e com *Rule of Law* (modelo 3) usamos efeito fixo de país para capturar características não observáveis, enquanto ao usarmos volatilidade cambial por país, excluimos o efeito fixo (modelo 2).⁴

4. Resultados principais

Na Tabela 1, os modelos apresentam um padrão bastante consistente para os principais determinantes da variação da taxa de juros real (Δr). O coeficiente de do juro real defasado ($L_REALINT^5$) é negativo e altamente significativo nos três casos, indicando forte reversão à média: quando o juro real estava elevado no ano anterior, a tendência é de queda no ano corrente, e vice-versa. Em outras palavras, parte dos movimentos de juros reais responde a correções de níveis passados, e esse efeito permanece robusto mesmo após a introdução da volatilidade cambial média por país.

Os resultados para poupança e juros externos estão em linha com o esperado e com o encontrado por Segura-Ubiergo (2012), ainda que com magnitudes significativamente diferentes. A variação da poupança total ($D_S_TOT_Y$) apresenta coeficiente negativo e significativo nos modelos base e com volatilidade cambial, sugerindo que aumentos da poupança agregada em relação ao PIB estão associados a reduções do juro real. Há diferentes formas de interpretar esse resultado. Uma visão clássica pode interpretar o resultado como compatível com a ideia de que maior disponibilidade de recursos domésticos reduz a necessidade de juros elevados para equilibrar financiamento e demanda - ou poupança e investimento. Uma outra visão, que nos parece mais provável, opera por meio da resposta do Banco Central a um arrefecimento da inflação diante de uma política fiscal contracionista: caso a política monetária reaja mais do que proporcionalmente (seguindo uma regra de Taylor, por exemplo), uma queda na inflação pode gerar, no curto prazo, uma queda nos juros reais. Essa linha explicativa ganha ainda mais força uma vez que o efeito encontrado se observa apenas na diferença no nível de poupança, não em seu nível ($L_S_TOT_Y$).

Vale notar ainda que, uma vez controlado por qualidade institucional (*Rule of Law*), tanto a

mudança quanto o nível da poupança doméstica são insignificantes para explicar os juros reais.

Já a taxa de juros dos EUA defasada (L_FED_RATE) surge com coeficientes positivos e significativos, indicando que níveis mais altos de juros internacionais tendem a empurrar para cima a taxa de juros real doméstica - um canal clássico de condicionamento externo via taxas globais.

Outro resultado encontrado em linha com o esperado é o da volatilidade da inflação. A volatilidade normalizada da inflação ($L_INFVOL2$) tem coeficiente positivo e significativo no modelo base (0,473) e permanece positivo, embora menos preciso, nos modelos com câmbio e qualidade institucional, sugerindo que maior incerteza inflacionária no passado se traduz em juros reais mais altos hoje.

Por fim, outro resultado que reproduz as evidências de Segura-Ubiergo (2012) é que a dummy de adoção de regimes de metas de inflação (D_IT_Z) aparece com coeficientes negativos e relativamente grandes, o que é compatível com a ideia de que a introdução do regime de metas está associada a quedas da taxa real - seja por ancoragem de expectativas, seja por mudanças de regime de política. Esse efeito, contudo, se dá somente no curto prazo após a adoção do regime; ao longo do tempo, não há efeito significativo indicando que a adoção de regime de metas de inflação reduz os juros reais.

Podemos analisar agora dois outros canais discutidos anteriormente e até então inexplorados nessa literatura. Um deles é o nível da meta de inflação. Nossos resultados indicam que uma redução na meta de inflação⁶ tem coeficiente negativo em todos os modelos testados, sugerindo que metas mais baixas tendem a estar associadas a juros reais mais altos. É importante notar que os efeitos tendem a ser significativos tanto na diferença ($D_INFTARGET_dev$) quanto no nível ($L_INFTARGET_dev$); isto é, a adoção de metas de inflação muito baixas aumenta os juros reais da economia não apenas no curto prazo, mas de forma permanente.

Por fim, a introdução da volatilidade cambial média ($FXVOL_REER_mean$), apresentada na Tabela 1 como modelo 2, traz um coeficiente positivo e significativo (0,173), indicando que países com câmbio mais volátil tendem a praticar juros reais mais elevados, mesmo controlando por inflação, metas, poupança e juros externos.

⁴ Os testes de instrumentos mostram que os lags usados são fortes ($F > 25$). O teste de Wu-Hausman rejeita a exogeneidade de juros, poupança e volatilidade cambial.

⁵ Prefixo *L* indica lag da variável, enquanto *D* indica diferença.

⁶ Definida como desvio da meta de inflação em relação à média de longo prazo do país.

Tabela 1 - Resultados

Variável	Modelo 1: IV base	Modelo 2: + vol. cambial	Modelo 3: + Rule of Law
L_REALINT	-0.524***	-0.409***	-0.519***
L_S_TOT_Y	-0.121	-0.028	0.012
L_GDPCAP	-0.000	-0.000	-0.000
D_GDPCAP	0.000	0.000	0.000
L_CAB_Y	0.016	-0.019	0.022
D_CAB_Y	0.312***	0.283***	0.258***
D_S_TOT_Y	-0.250*	-0.181**	-0.136
L_FED_RATE	0.230**	0.199**	0.198**
D_FED_RATE	0.048	0.060	0.194**
L_IT_Z	0.428	-0.110	-0.182
D_IT_Z	-1.543.	-1.863*	-0.717
L_INFVOL2	0.473*	0.325	0.408
D_INFVOL2	0.516.	0.408	-0.179
L_INFTARGET_dev	-0.260.	-0.211**	-0.485**
D_INFTARGET_dev	-0.359.	-0.269	-0.515**
FXVOL_REER_mean	—	0.173**	—
L_RULELAW	—	—	0.301
D_RULELAW	—	—	-1.410

Mesma convenção de siglas: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1, . p<0.15.

Para avaliar o “prêmio” de juros no Brasil, comparamos os juros reais observados com os previstos pelo modelo em nível. Utilizando o modelo base (modelo 1), mas sem dummies de país, obtemos um desvio médio (previsto – observado) de aproximadamente -0,88 p.p. para o Brasil, enquanto o desvio médio para o restante da amostra é próximo de +0,27 p.p. Isso implica que, condicionalmente aos mesmos fundamentos macroeconômicos, metas de inflação e volatilidade da inflação, a taxa de juros real brasileira esteve, em média, cerca de 0,9 p.p. acima do que se observaria nos demais países.

Dito de outra forma, todo país tem uma parcela dos juros que o modelo não explica, mas o que chama a atenção é que, com o mesmo modelo e o mesmo conjunto de determinantes, o “resíduo” médio do Brasil é sistematicamente mais alto do que o dos outros. Interpretamos essa diferença como um “prêmio” de juros específico ao país, que não é capturado por fundamentos observáveis, metas de inflação ou volatilidade, e que provavelmente reflete fatores institucionais e políticos idiossincráticos.

Figura 1: Brasil – Juros reais: dados vs modelo



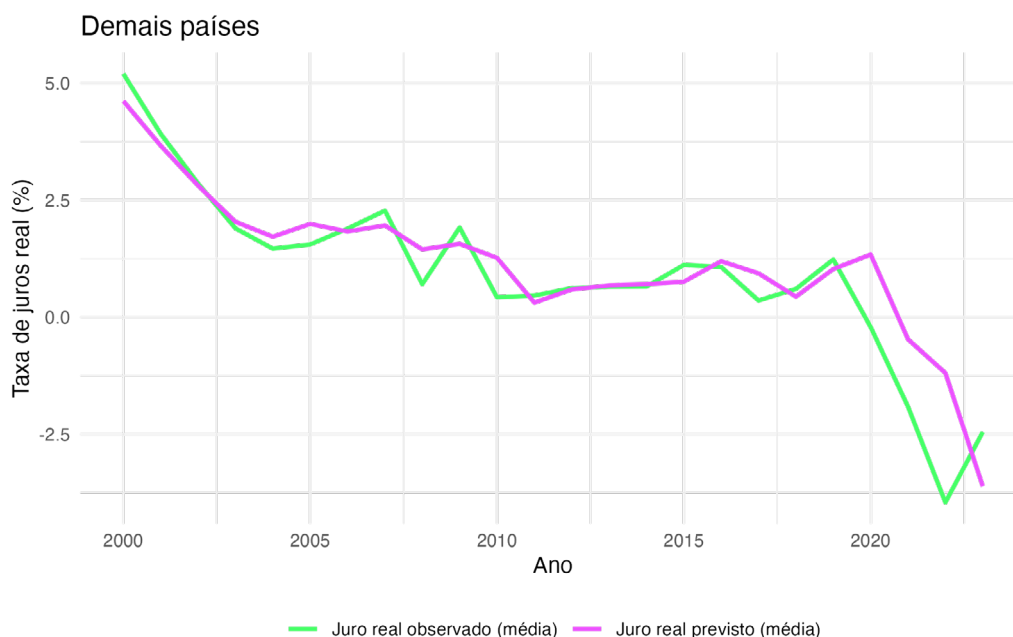
Fonte: Elaboração própria com base no Global Macro Database

A figura 1 mostra a trajetória dinâmica do juro real do Brasil. Podemos observar que o juro real observado costuma estar acima daquele projetado pelo modelo, com algumas exceções, como o período ligado à pandemia da Covid-19, entre 2011 e 2013, período de notório esforço do executivo para reduzir a taxa de juros, e em 2009, reflexo da grande crise financeira. Ambos são períodos em que esperaríamos exatamente esse comportamento da relação entre juros previstos e observados, aumentando a confiança no modelo estimado.

Vale notar também que, se, em média, o Brasil wtem uma taxa de juros real 0,9 p.p. acima do previsto pelo modelo, em alguns momentos essa diferença é ainda maior. Atualmente, por exemplo, os juros observados ficam mais de 2,5 p.p. acima do que seria esperado dados os fundamentos da economia.

A figura 2 apresenta a média simples dos juros reais observados e previstos para todos os países exceto o Brasil, de 2000 a 2024. Vê-se que o modelo reproduz de maneira muito próxima a tendência realmente observada.

Figura 2: Demais países – Juros reais: dados vs modelo



Fonte: Elaboração própria com base no Global Macro Database

Tomando as regressões em conjunto, podemos simular o efeito de diferentes medidas que reduziriam os juros reais brasileiros. Usando o Modelo 1, um aumento permanente da meta de inflação de 3% para 5% implica, no longo prazo, uma redução em torno de 1 p.p. no juro real de equilíbrio, enquanto um aumento da poupança doméstica como proporção do PIB em 2 p.p. - através, por exemplo, de uma elevação do superávit primário - reduziria o juro real em cerca de 0,5 p.p. Já a redução da volatilidade cambial do real para um patamar semelhante ao observado no Chile - calculada com o Modelo 2 - implica uma queda da ordem de 0,8-0,9 p.p. na taxa de juros real.

5. Conclusão

O presente estudo partiu do modelo de Segura-Ubiergo (2012) para analisar os determinantes do juro real brasileiro, atualizando as estimativas com dados mais recentes, aplicando método mais robusto para lidar com problemas de endogeneidade, e incorporando outras hipóteses explicativas. Resultados importantes se mantêm: maior volatilidade da inflação está relacionada a juros maiores, a entrada no regime de metas de inflação reduz juros mas somente no curtíssimo prazo e juros internacionais maiores elevam os juros domésticos. Por outro lado, a correlação negativa entre poupança doméstica e juros reais aparece de forma significativa somente nos modelos que não controlam por qualidade institucional e, ainda assim, apenas no curto prazo, com pouca evidência de um efeito de nível. Mesmo no modelo que beneficia explicação baseada na poupança (modelo 1), seu efeito é moderado.

Os principais resultados estão associados a outros mecanismos que ajudam a explicar os juros reais brasileiros. Não encontramos evidência de que a baixa confiança institucional seja um canal relevante. Por outro lado, encontramos evidências bastante robustas de que metas de inflação muito baixas e elevada volatilidade cambial contribuem de forma importante para os elevados juros brasileiros.

Corrigir o erro das últimas reduções na meta de inflação pode ter um custo elevado em relação às expectativas. Ainda assim, considerando custos e benefícios, a elevação da meta de inflação nos parece uma medida central, mas que deve ser implementada de forma gradual e com planejamento claro e explícito.

Do ponto de vista da redução da volatilidade cambial, sugestões específicas estão fora do escopo desse estudo. Mas, de forma geral, as propostas para reduzir a volatilidade cambial no Brasil devem convergir para uma combinação de controles de

capital, regulação macroprudencial e mudanças no mercado de derivativos. A literatura internacional mostra que controles seletivos sobre fluxos de curto prazo e medidas macroprudenciais (limites de alavancagem em moeda estrangeira, colchões de capital, etc.) podem atenuar ciclos e reduzir a probabilidade de crises financeiras associadas a fluxos voláteis, sobretudo quando usados de forma contracíclica e permanente no “toolkit” de política, não apenas como último recurso (Arakelyan et al, 2023). Além disso, dada a importância do dólar futuro na volatilidade cambial brasileira, outro caminho é melhorar o desenho dos incentivos desse mercado, por exemplo, ao taxar operações de derivativos (via IOF ou medidas análogas) para encarecer posições altamente alavancadas, regular de forma mais estrita a posição cambial dos bancos e os canais de arbitragem entre futuro e spot.

Por fim, uma parte significativa do excesso de juros brasileiro permanece inexplicada pelos principais indicadores estruturais. É fundamental, portanto, uma discussão ampla sobre quais elementos determinam esse excesso. É preciso desinterditar esse debate, hoje focado em grande parte em explicações prontas, mas com pouca aderência às evidências - como baixa poupança ou risco institucional.

Referências

- Arakelyan, Maria, Adam Gersl, and Martin Schindler. 2023. “Macroprudential Policies and Capital Controls over Financial Cycles.” IMF Working Paper No. 2023/171. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Arawatari, Ryo, Takeo Hori, and Kazuo Mino. 2018. “On the Nonlinear Relationship between Inflation and Growth: A Theoretical Exposition.” *Journal of Monetary Economics* 94: 79–93.
- Azam, Muhammad, and Saleem Khan. 2022. “Threshold Effects in the Relationship between Inflation and Economic Growth: Further Empirical Evidence from the Developed and Developing World.” *International Journal of Finance & Economics* 27(4): 4224–4243.
- Khan, Mohsin S., and Abdelhak S. Senhadji. 2001. “Threshold Effects in the Relationship between Inflation and Growth.” *IMF Staff Papers* 48(1): 1–21.
- Kremer, Stephanie, Alexander Bick, and Dieter Nautz. 2013. “Inflation and Growth: New Evidence from a Dynamic Panel Threshold Analysis.” *Empirical Economics* 44(2): 861–878.
- Segura-Ubiergo, Alex. 2012. “The Puzzle of Brazil’s High Interest Rates.” IMF Working Paper 12/62. Washington, DC: International Monetary Fund.