ÁREA TEMÁTICA: Finanças

CATEGORIA: ENANGRAD Pleno

O PARADOXO GIFFEN DO CRÉDITO: MERCADO DUAL, OBSTRUÇÃO MONETÁRIA E ENDIVIDAMENTO TÓXICO DAS FAMÍLIAS BRASILEIRAS

Resumo

O artigo investiga por que o crédito livre às famílias brasileiras continuou crescendo entre 2022 e 2026 mesmo sob um dos ciclos de aperto monetário mais longos da série histórica. Argumenta-se que o mercado de crédito brasileiro opera de forma dual — um segmento direcionado, imune à Selic, e um segmento livre heterogêneo — e que, dentro deste último, subsiste um subconjunto de modalidades de altíssimo custo (cartão rotativo, cheque especial e crédito pessoal não consignado) cuja demanda responde de forma paradoxal ao preço: choques de custo do capital, em vez de reduzir a quantidade demandada, a mantêm ou elevam, configurando um efeito observacionalmente equivalente ao bem de Giffen. A hipótese — aqui chamada de paradoxo Giffen — é formalizada por meio de uma decomposição de Slutsky em que o efeito-renda negativo de curto prazo (a necessidade de rolar dívida para sustentar consumo de subsistência) supera o efeito-substituição, combinada a um fechamento de custo à la Stiglitz-Weiss no qual bancos elevam taxas sem elevar proporcionalmente o racionamento. Empiricamente, a pesquisa decompõe o spread bancário do crédito livre a pessoas físicas em componentes de política monetária, risco de crédito e margem (regressão com erros HAC e decomposição Blinder-Oaxaca), calcula o custo médio ponderado de capital (WACC/CMPC) das famílias por modalidade e simula trajetórias de endividamento sob e sem um programa de renegociação focalizada. Os resultados mostram que o repasse da Selic ao spread é robusto e superior a um para um, enquanto o risco de crédito é estatisticamente irrelevante; o CMPC das famílias supera 100% ao ano; e o estresse de inadimplência é decrescente na renda, exceto no cartão rotativo. Conclui-se que o canal de juros está estruturalmente obstruído nas modalidades tóxicas e que políticas de renegociação focalizada produzem efeito multiplicador de consumo sem expansão da base monetária.

Palavras-chave: O PARADOXO GIFFEN DO CRÉDITO: MERCADO DUAL, OBSTRUÇÃO MONETÁRIA E ENDIVIDAMENTO TÓXICO DAS FAMÍLIAS BRASILEIRAS

Abstract

This article investigates why unearmarked credit to Brazilian households kept expanding between 2022 and 2026 despite one of the longest monetary tightening cycles on record. It argues that the Brazilian credit market is structurally dual — an earmarked segment insulated from the policy rate and a heterogeneous free segment — and that, within the latter, a subset of very high-

cost products (revolving credit card, overdraft, and non-payroll personal loans) exhibits demand that responds paradoxically to price: cost-of-capital shocks fail to reduce, and often raise, quantity demanded, an outcome observationally equivalent to a Giffen good. This hypothesis, labelled the Giffen paradox, is formalized through a Slutsky decomposition in which a short-run negative income effect — the need to roll over debt to sustain subsistence consumption — dominates the substitution effect, combined with a Stiglitz-Weiss-type cost-side closure in which banks raise rates without proportionally raising credit rationing. Empirically, the paper decomposes the household free-credit spread into monetary-policy, credit-risk, and margin components (HAC regression and Blinder-Oaxaca decomposition), computes households' weighted average cost of capital (WACC) by product, and simulates debt trajectories with and without a targeted renegotiation program. Results show a robust, greater-than-one-to-one pass-through from the policy rate to the spread, a statistically irrelevant credit-risk coefficient, a household WACC above 100% per year, and delinquency stress that decreases with income except for revolving credit cards. The paper concludes that the interest-rate channel is structurally obstructed in toxic credit lines and that targeted renegotiation policy produces a consumption multiplier effect without monetary-base expansion.

Keywords: dual credit market; Giffen paradox; monetary policy transmission; household indebtedness; Ponzi finance.

1. Introdução

Entre setembro de 2024 e abril de 2026, a taxa Selic permaneceu em patamar elevado, oscilando entre 12,7% e 15,7% ao ano, no que constitui um dos ciclos de aperto monetário mais persistentes da série histórica recente. A literatura convencional de transmissão monetária prevê que elevações sustentadas da taxa básica de juros encareçam o crédito, reduzam a quantidade demandada e, por essa via, desacelerem o consumo agregado. Os dados de crédito livre a pessoas físicas no Brasil, contudo, descrevem uma trajetória distinta: o saldo real dessa modalidade cresceu 10,1% em dezoito meses — R$ 419,5 bilhões — exatamente no intervalo em que o custo do capital atingiu seu pico. A correlação simples entre a razão Crédito/PIB e a Selic no período é positiva (0,40), um resultado que contraria o sinal esperado pelo canal de juros e que motiva a pergunta central deste artigo: por que o crédito às famílias não respondeu — ou respondeu de forma perversa — ao encarecimento do capital?

A resposta proposta aqui parte de uma constatação estrutural: o mercado de crédito brasileiro não é um mercado único, mas um conjunto dual de mercados. De um lado, um segmento direcionado (habitacional, rural, BNDES), regulado por taxas administrativas e imune, ou pouco sensível, às variações da Selic; de outro, um segmento livre heterogêneo, no qual convivem modalidades de custo moderado (consignado) e modalidades de custo extremo (cartão de crédito rotativo, cheque especial e crédito pessoal não consignado). É neste último subconjunto — que este artigo designa como "crédito tóxico" — que a anomalia se concentra: entre setembro de 2024 e março de 2026, a inadimplência do cartão rotativo saltou de 54,5% para 61,0%, ao passo que a inadimplência agregada de pessoas físicas permaneceu relativamente estável,

subindo de 3,8% para 5,3%. O agregado esconde, portanto, uma deterioração seletiva e concentrada exatamente nas modalidades de maior custo.

Este artigo formaliza essa anomalia como um paradoxo de Giffen aplicado ao crédito — aqui referido como paradoxo Giffen — no qual a quantidade demandada de crédito tóxico não cai, e por vezes sobe, diante de elevações do seu próprio preço (a taxa de juros implícita). A formalização combina uma decomposição de Slutsky, em que o efeito-renda negativo de curto prazo (a necessidade de rolar dívida para sustentar consumo de subsistência) domina o efeito-substituição, com um fechamento de custo inspirado em Stiglitz e Weiss (1981), no qual o banco responde ao risco elevando a taxa em vez de racionar a quantidade — o que é consistente com a estrutura de garantias e com o poder de mercado observado no varejo bancário brasileiro.

O artigo está organizado da seguinte forma: a seção 2 revisa a literatura sobre dualidade do mercado de crédito, assimetria de transmissão monetária, finanças especulativas e Ponzi (Minsky, 1986) e apresenta a formalização do paradoxo Giffen. A seção 3 descreve as fontes de dados e a estratégia empírica — decomposição contábil e econométrica do spread bancário, cálculo do custo médio ponderado de capital (WACC) das famílias e simulação de trajetórias de endividamento. A seção 4 apresenta e discute os resultados. A seção 5 conclui com implicações para a política monetária e para o desenho de políticas de renegociação de dívidas.

2. Fundamentação Teórica

2.1 Mercado dual de crédito e assimetria na transmissão monetária

A hipótese de dualidade do mercado de crédito brasileiro não é nova, mas ganha relevância renovada em ciclos de aperto monetário prolongado. Aproximadamente 35% da expansão recente do crédito a pessoas físicas decorre de modalidades direcionadas — habitacional e consignado com teto regulatório —, cujas taxas são definidas por normativos e não pela Selic corrente. O restante do crédito livre responde à taxa básica de forma heterogênea: Leigh e Xu (2025), em estudo do Fundo Monetário Internacional sobre economias emergentes, mostram que o repasse (pass-through) da taxa de política monetária ao crédito às famílias é substancialmente menor do que o repasse ao crédito às firmas no período pós-2020, um resultado atribuído à maior rigidez de preços no varejo bancário de pessoa física e à menor sensibilidade da demanda de crédito ao preço nesse segmento.

A literatura brasileira sobre determinantes do spread bancário converge para um diagnóstico semelhante: Afanasieff e Nakane (2002) e, mais recentemente, Santos (2021) e Silva, Oreiro e Paula (2014) identificam a taxa básica de juros como o principal determinante estrutural do spread, mas destacam que o repasse é assimétrico entre modalidades e clientelas. Nas modalidades de crédito rotativo e cheque especial, em particular, a literatura aponta para um componente de markup pouco sensível ao risco de crédito corrente, condizente com estruturas de mercado bancário concentradas e com custos de mudança (switching costs) elevados para o tomador de menor renda.

2.2 Instabilidade financeira e finanças Ponzi

A hipótese de instabilidade financeira de Minsky (1986) oferece uma taxonomia útil para classificar unidades tomadoras de crédito segundo sua relação entre fluxo de caixa e serviço da dívida. Unidades "hedge" geram caixa suficiente para pagar principal e juros; unidades "especulativas" cobrem os juros, mas precisam rolar o principal; unidades "Ponzi" não geram caixa suficiente nem para cobrir os juros correntes, dependendo de novo endividamento para honrar o serviço da dívida existente. Quando a inadimplência de uma modalidade de crédito ultrapassa a metade da carteira — como no cartão rotativo, com 61,0% em março de 2026 —, o regime financeiro predominante nesse segmento pode ser descrito como Ponzi generalizado: o tomador médio já não consegue servir a dívida com renda corrente, e a manutenção do saldo devedor depende da capitalização de juros sobre juros.

Esse enquadramento é consistente com a "razão de sustentabilidade" aqui construída como (1 + variação real da renda) dividida por (1 + custo real do capital): quando essa razão permanece persistentemente abaixo de um — como se verifica para o crédito tóxico brasileiro em toda a série 2017–2026 — , a dívida cresce estruturalmente mais rápido do que a capacidade de pagamento, uma condição de insustentabilidade que independe de choques específicos e decorre da própria configuração de preços do mercado de crédito livre de alto custo.

2.3 O paradoxo Giffen: formalização

Um bem de Giffen é definido, na teoria do consumidor, como aquele cuja quantidade demandada se eleva quando seu preço sobe, porque o efeito-renda negativo (a perda de poder de compra) domina o efeito-substituição. A decomposição de Slutsky permite escrever a variação da quantidade demandada de crédito tóxico, $\partial q/\partial r$, em resposta a uma variação da taxa de juros r, como a soma de um termo de substituição (sempre negativo, pela concavidade da função de utilidade indireta) e um termo de renda, proporcional à quantidade já demandada e ao efeito da taxa sobre a renda disponível do tomador.

No caso do crédito tóxico às famílias de baixa renda, propõe-se que o termo de renda seja dominante por três razões complementares. Primeiro, parte relevante da demanda financia consumo de subsistência — alimentação, contas correntes, manutenção do padrão de vida mínimo — cuja elasticidade-preço é baixa por definição. Segundo, unidades em regime Ponzi (seção 2.2) precisam de novo crédito para rolar o serviço da dívida existente independentemente do preço marginal desse crédito, uma vez que a alternativa (default) impõe custos ainda maiores em termos de acesso futuro a crédito e a serviços bancários básicos. Terceiro, a elevada concentração da oferta nessas modalidades limita a possibilidade de substituição por linhas alternativas de menor custo, sobretudo para tomadores sem histórico de crédito consignável.

Do lado da oferta, o modelo incorpora um fechamento à la Stiglitz e Weiss (1981): diante de assimetria de informação sobre o risco do tomador, o banco pode preferir elevar a taxa de juros a racionar quantidade, sobretudo quando

dispõe de instrumentos de mitigação de perda (garantias, débito em conta, desconto em folha para uma parcela dos tomadores) que reduzem o custo esperado de inadimplência sem reduzir a oferta de crédito. A combinação desses dois elementos — demanda dominada pelo efeito-renda e oferta que responde ao risco via preço, não via quantidade — produz o resultado empírico central deste artigo: o volume de crédito tóxico não cai com a Selic alta, mas seu custo e, com defasagem, sua inadimplência, sobem. Trata-se de um resultado observacionalmente equivalente ao de um bem de Giffen, ainda que o mecanismo causal subjacente — instabilidade financeira e assimetria informacional, não preferências do consumidor no sentido walrasiano — seja distinto da formulação clássica de Giffen. Por essa razão, e em reconhecimento a essa distinção, o fenômeno é aqui designado paradoxo Giffen, e não simplesmente "efeito Giffen".

3. Metodologia

A pesquisa combina três fontes de dados públicas do Banco Central do Brasil (BCB): (i) o Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS/BCB), do qual foram extraídas as séries mensais de Selic meta e efetiva, saldo de crédito livre a pessoas físicas, Crédito/PIB e spread bancário por modalidade, para o período de janeiro de 2010 a abril de 2026; (ii) o Sistema de Informações de Créditos (SCR.data/BCB), que fornece a inadimplência e o saldo de carteira desagregados por faixa de renda, setor de ocupação e modalidade de crédito, com cortes trimestrais entre 2017 e 2025; e (iii) os parâmetros normativos do programa federal de renegociação de dívidas de altíssimo custo, utilizados para a simulação de trajetórias de endividamento.

A decomposição do spread bancário do crédito livre a pessoas físicas segue duas estratégias complementares. A primeira é contábil: o spread mensal é decomposto em três componentes — custo de captação/política monetária (aproximado pela Selic em relação a uma Selic neutra de referência de 4,5% ao ano), custo do risco de crédito (aproximado pela perda esperada, com probabilidade de default extraída da inadimplência corrente e perda dado o default — LGD — de 60%) e resíduo/margem bancária. A segunda é econométrica: estima-se uma regressão do spread mensal sobre a Selic e a inadimplência, ambas defasadas em um mês, controlando por variáveis binárias de marcos regulatórios (transição TJLP→TLP, Lei nº 13.483/2017; Cadastro Positivo, 2019; instituição do PIX, 2020; teto do cartão rotativo, 2024; consignado privado e do FGTS, 2022) e por uma tendência linear, com erros-padrão robustos a heterocedasticidade e autocorrelação (HAC, Newey-West). Complementarmente, aplica-se uma decomposição de Blinder-Oaxaca simplificada para atribuir a variação do spread entre subperíodos (2017→2019, 2019→2021, 2021→2023, 2023→2025) aos efeitos isolados da Selic, da inadimplência, dos marcos regulatórios e de um resíduo não explicado.

O custo médio ponderado de capital (WACC, ou CMPC) das famílias é calculado como a média das taxas líquidas de inadimplência das três modalidades de maior custo — cartão de crédito rotativo, cheque especial e crédito pessoal não consignado —, ponderada pelo saldo normalizado de cada modalidade na carteira de crédito livre a pessoas físicas, com dados de referência de abril de 2026. A taxa líquida de cada modalidade é definida como

a taxa bruta anualizada multiplicada por (1 − taxa de inadimplência), de modo a refletir o custo efetivo suportado pelo conjunto de tomadores, incluindo o subsídio cruzado implícito aos inadimplentes.

Por fim, simula-se a trajetória de uma dívida média representativa por faixa de renda (peso populacional obtido do SCR.data) ao longo de 48 meses sob duas condições: (i) rolagem ao WACC calculado, sem amortização, representando o comportamento observado antes de qualquer renegociação; e (ii) amortização em 48 parcelas fixas (sistema Price) à taxa de referência do programa de renegociação, permitindo comparar o valor futuro da dívida e mensurar o efeito de alívio patrimonial e seu potencial multiplicador sobre o consumo, dada a propensão marginal a consumir estimada para as faixas de renda mais baixas (Schettini et al., 2012).

4. Análise e Discussão dos Resultados

4.1 A expansão do crédito sob aperto monetário

A Figura 1 apresenta a trajetória conjunta da razão Crédito/PIB e da Selic entre 2010 e 2026. O período de aperto monetário iniciado em 2024 (área sombreada) não corresponde a uma reversão da tendência de expansão do crédito: ao contrário, a razão Crédito/PIB permanece em patamar próximo do seu máximo histórico (55,8% em abril de 2026, ante 51,7% em janeiro de 2022), mesmo com a Selic em dois dígitos ao longo de quase todo o intervalo. A correlação entre as duas séries no período 2022–2026 é positiva, contrariando a direção prevista pelo canal tradicional de transmissão via preço do crédito.

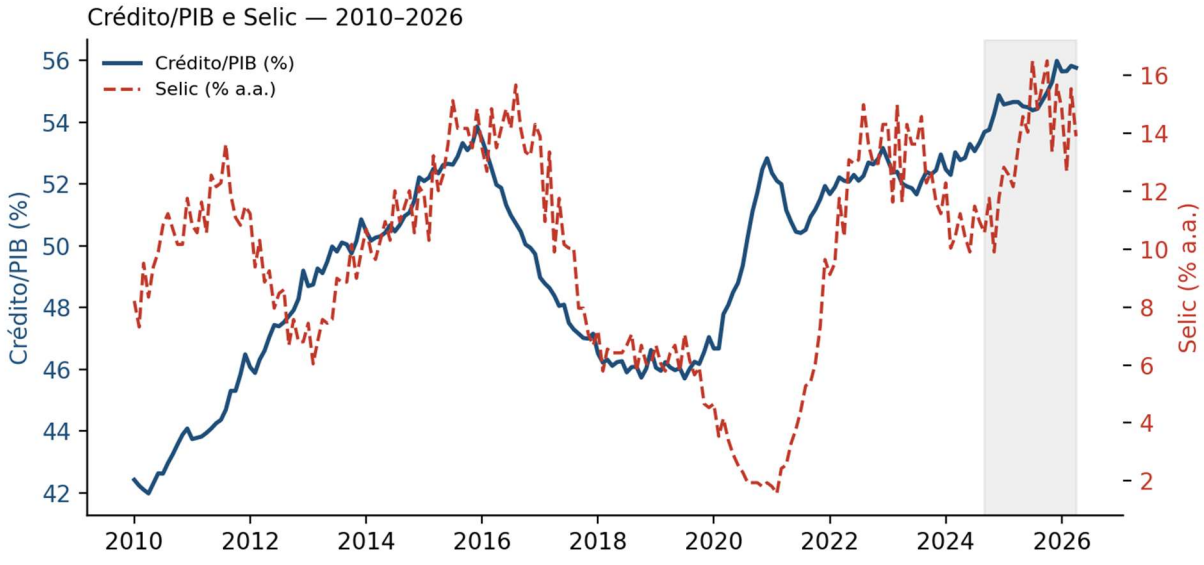

Figura 1 — Crédito/PIB e Selic, 2010–2026. Fonte: BCB/SGS (séries 20622 e 4390). Elaboração própria.

4.2 Decomposição do spread: markup, não risco

A Figura 2 decompõe o spread do crédito livre a pessoas físicas em seus três componentes contábeis. O componente de política monetária cresce de forma

consistente ao longo do ciclo recente de aperto, acompanhado por um componente de margem/resíduo igualmente crescente, ao passo que o componente de risco de crédito permanece relativamente estável — evidência de que o spread reage muito mais ao custo de captação e ao poder de mercado bancário do que à efetiva deterioração do risco de crédito.

Esse padrão é corroborado pela regressão econométrica (Tabela 1): o coeficiente da Selic defasada é positivo, estatisticamente significante a 1% e próximo da unidade (0,953), indicando repasse quase integral e imediato da política monetária ao spread. Em contraste, o coeficiente da inadimplência defasada não é estatisticamente diferente de zero (p = 0,369), e apenas a variável binária referente à instituição do PIX (2020) mostra efeito negativo e significante sobre o spread, provavelmente por seu impacto na redução de custos de transação e na ampliação da concorrência bancária.

A decomposição de Blinder-Oaxaca por subperíodos (Tabela 2) reforça esse diagnóstico: no intervalo 2023→2025, dos 3,93 pontos percentuais de aumento do spread, 2,14 p.p. são atribuíveis ao efeito isolado da Selic, ao passo que o efeito da inadimplência contribui com apenas 0,13 p.p. Ao longo de toda a série (2017→2025), o efeito Selic explica 7,15 p.p. de um aumento total de 6,57 p.p. no spread — mais do que o próprio aumento observado —, compensado por um efeito regulatório negativo de 1,37 p.p., associado sobretudo à ampliação da concorrência trazida por inovações como o PIX e o Cadastro Positivo.

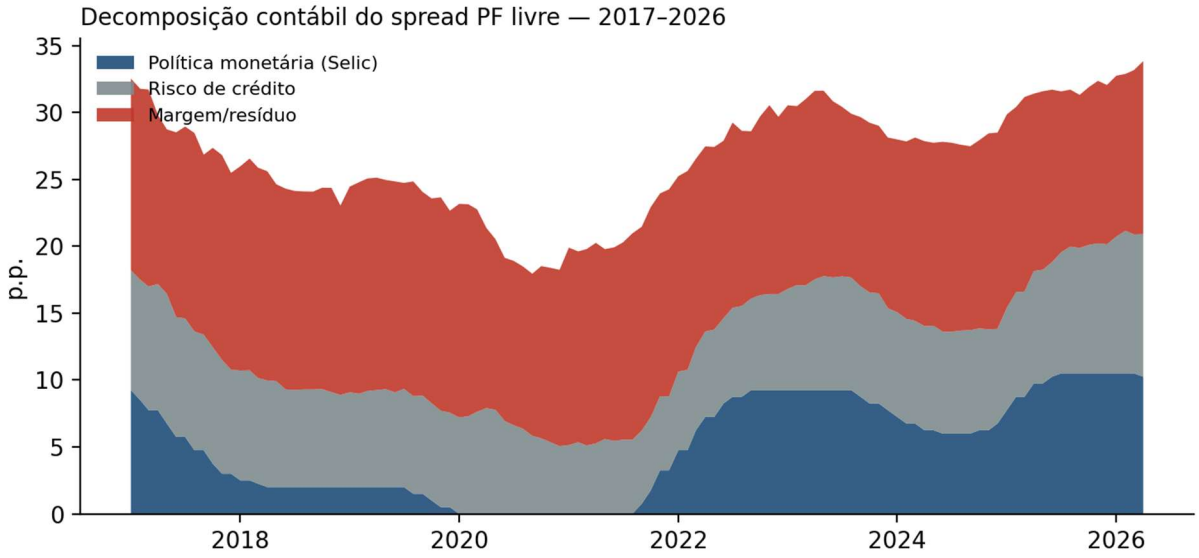

Figura 2 — Decomposição contábil do spread do crédito livre a pessoas físicas, 2017–2026 (p.p.). Fonte: BCB/SGS. Elaboração própria.

Tabela 1 — Determinantes do spread do crédito livre a pessoas físicas (regressão com erros HAC)

Variável	Coeficiente	Erro padrão	Valor-p	Significância (5%)
Selic (defasada 1 mês)	0,953	0,049	< 0,001	Sim

Variável	Coeficiente	Erro padrão	Valor-p	Significância (5%)
Inadimplência PF (defasada 1 mês)	0,217	0,241	0,369	Não
Transição TJLP→TLP (2017)	0,019	0,471	0,969	Não
Cadastro Positivo (2019)	−0,074	0,363	0,838	Não
PIX / pagamentos instantâneos (2020)	−1,333	0,404	0,001	Sim
Teto do cartão rotativo (2024)	0,556	0,398	0,166	Não
Consignado privado/FGTS (2022)	−0,519	0,402	0,199	Não
Tendência temporal	0,010	0,013	0,430	Não

Fonte: BCB/SGS. Variável dependente: spread do crédito livre a pessoas físicas. Elaboração própria.

Tabela 2 — Decomposição Blinder-Oaxaca da variação do spread por subperíodo (p.p.)

Período	Δ total	Efeito Selic	Efeito inadimplência	Efeito regulatório	Resíduo
2017 → 2019	−2,83	−2,38	−0,12	−0,07	−0,26
2019 → 2021	1,60	2,62	−0,15	−1,33	0,46
2021 → 2023	3,87	4,77	0,24	−0,52	−0,62
2023 → 2025	3,93	2,14	0,13	0,56	1,10
2017 → 2025	6,57	7,15	0,11	−1,37	0,68

Fonte: BCB/SGS. Referência: dezembro de cada ano. Elaboração própria.

4.3 Deterioração seletiva: o crédito tóxico

Embora a inadimplência agregada de pessoas físicas tenha se mantido relativamente estável — subindo de 3,75% para 5,27% entre setembro de 2024 e março de 2026 —, a Tabela 3 mostra que essa estabilidade agregada esconde uma deterioração acentuada e concentrada nas quatro modalidades de crédito de maior custo. O cartão de crédito rotativo é o caso extremo: sua inadimplência salta 6,53 pontos percentuais no intervalo, atingindo 61,0% em março de 2026 — um patamar consistente com o regime Ponzi generalizado descrito na seção 2.2, em que a maioria dos saldos em aberto já não é servida com renda corrente.

A Figura 3 situa esse resultado em perspectiva de custo: a taxa de juros líquida de inadimplência do cartão rotativo (41,4% ao ano), do cheque especial (66,8% ao ano) e, sobretudo, do crédito pessoal não consignado (184,5% ao ano) superam em múltiplas vezes qualquer referência de custo de capital compatível com a renda das famílias de menor renda, resultando em um custo médio

ponderado de capital (WACC) de 107,9% ao ano — mais de quatro vezes o teto de referência utilizado por programas de renegociação focalizada (26,7% ao ano equivalente).

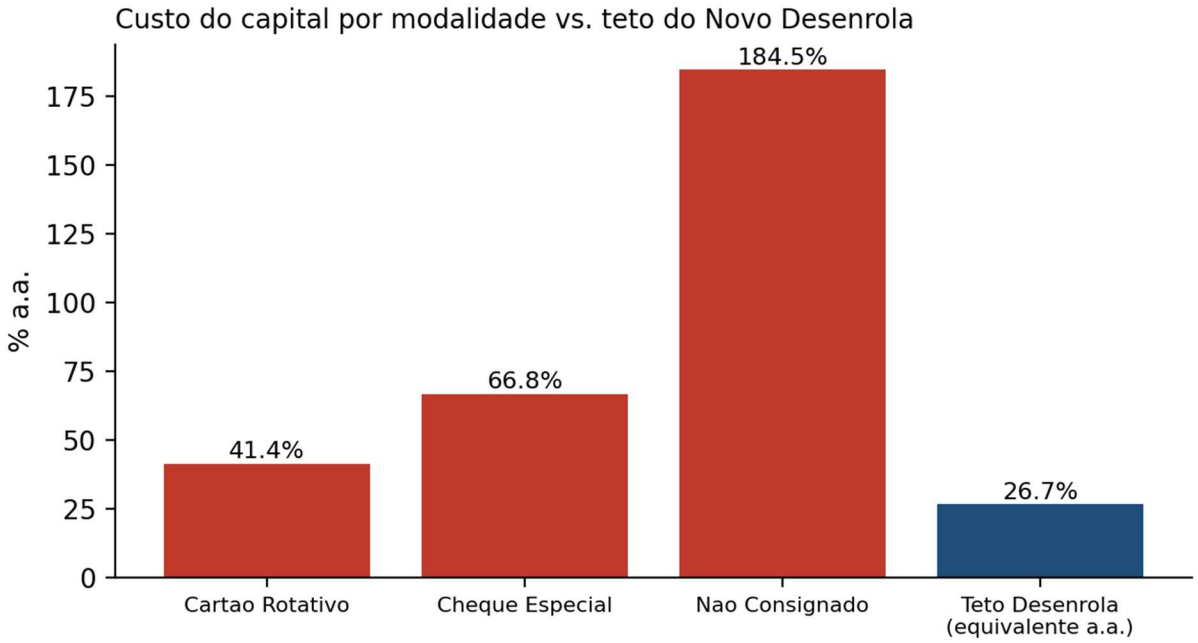

Figura 3 — Custo líquido de capital por modalidade de crédito tóxico vs. teto de referência de renegociação, abril de 2026. Fonte: BCB/SGS. Elaboração própria.

Tabela 3 — Inadimplência nas modalidades de crédito de altíssimo custo (set/2024–mar/2026)

Modalidade	Set/2024	Mar/2026	Variação (p.p.)
Cheque especial	13,25%	16,11%	+2,86
Crédito pessoal não consignado	5,93%	8,93%	+3,00
Cartão de crédito rotativo	54,47%	61,00%	+6,53
Cartão de crédito parcelado	11,90%	12,62%	+0,72
Consignado (referência)	2,40%	2,90%	+0,50
Total pessoas físicas	3,75%	5,27%	+1,52

Fonte: BCB/SGS. Elaboração própria.

4.4 Insustentabilidade renda-capital e a face distributiva do endividamento

O comprometimento de renda das famílias com o serviço da dívida, excluído o crédito imobiliário, atinge 27%, com endividamento total de 31% da renda — próximo do pico da série histórica. Como os salários reais não acompanham o custo real do capital, a razão de sustentabilidade definida na seção 2.2 permanece abaixo de um em praticamente todos os meses da série 2017–

2026, o que caracteriza uma condição estrutural, e não conjuntural, de insustentabilidade para o crédito tóxico.

A dimensão distributiva do fenômeno é evidenciada pelo cruzamento entre inadimplência, faixa de renda e setor de ocupação em dezembro de 2025: a inadimplência total é de 19,7% entre tomadores sem rendimento formal, caindo monotonicamente para 4,6% na faixa de 1 salário mínimo e oscilando entre 3,5% e 6,1% nas faixas intermediárias, com uma leve reversão nas faixas mais altas (4,0% acima de 20 salários mínimos). Entre 2023 e 2025, a valorização real do salário mínimo esteve associada a uma queda de 6,2 pontos percentuais na inadimplência dos tomadores sem rendimento formal, ao passo que a inadimplência subiu 3,6 pontos percentuais nas faixas de renda mais alta — um deslocamento do estresse de crédito da base para o topo da distribuição, compatível com a hipótese de que políticas de recomposição de renda na base atuam diretamente sobre a insustentabilidade financeira das famílias mais vulneráveis.

4.5 Resposta de política: renegociação focalizada como desobstrução do canal

Um programa de renegociação restrito às quatro modalidades de crédito de altíssimo custo, para tomadores de renda de até cinco salários mínimos, concentra-se exatamente no subconjunto identificado neste artigo como crédito tóxico: das faixas elegíveis, decorrem 68,8% do estoque de inadimplência dessas quatro modalidades, e 90,5% da inadimplência do cartão rotativo está concentrada nesse público. A Tabela 4 simula o efeito patrimonial de uma renegociação típica: uma dívida média ponderada de R$ 5.180, rolada por 48 meses ao WACC calculado (107,9% ao ano), atingiria R$ 96.700 em valor futuro; sob condições de renegociação com parcelamento fixo à taxa de referência, o desembolso total cai para R$ 8.090 — uma redução de 91,6% do valor projetado da dívida.

O mecanismo de transmissão é patrimonial, não monetário: ao reduzir o comprometimento de renda das famílias beneficiadas, a política libera recursos anteriormente capturados pelo serviço da dívida para consumo corrente, sem ampliar a base monetária nem o volume total de crédito concedido. Dada a propensão marginal a consumir superior a 0,8 nas faixas de renda mais baixas (Schettini et al., 2012), o efeito esperado sobre a demanda agregada é positivo e sem pressão inflacionária direta de curto prazo — uma característica que distingue esse tipo de intervenção de estímulos monetários convencionais e que, ao reduzir o estoque de crédito tóxico, potencialmente restaura a eficácia futura do canal de juros ao repor a qualidade das carteiras bancárias.

Tabela 4 — Simulação de dívida por faixa de renda: rolagem ao WACC vs. renegociação focalizada (48 meses)

Faixa de renda	Peso pop.	Dívida inicial (R$)	Parcela renegociada (R$/mês)	Total pago renegociado (R$)	Saldo sem renegociação — 48m (R$)	Redução (%)
Sem rendimento	25%	2.000	65	3.123	37.336	92%
Até 1 SM	30%	4.000	130	6.247	74.672	92%

Faixa de renda	Peso pop.	Dívida inicial (R$)	Parcela renegociada (R$/mês)	Total pago renegociado (R$)	Saldo sem renegociação — 48m (R$)	Redução (%)
1 a 2 SM	25%	6.000	195	9.370	112.007	92%
2 a 3 SM	12%	8.500	277	13.274	158.677	92%
3 a 5 SM	8%	12.000	390	18.741	224.015	92%
Média ponderada	100%	5.180	169	8.090	96.700	91,6%

Fonte: elaboração própria a partir de parâmetros normativos e taxas médias do BCB (mar/2026).

5. Conclusão e Contribuições

Este artigo mostrou que o crédito livre às famílias brasileiras não respondeu ao aperto monetário de 2024–2026 na direção prevista pelo canal tradicional de juros, e que essa aparente inelasticidade não é um fenômeno agregado, mas concentrado em um subconjunto específico de modalidades de altíssimo custo. A formalização do paradoxo Giffen — decomposição de Slutsky com efeito-renda dominante combinada a um fechamento de oferta à la Stiglitz-Weiss — oferece um arcabouço teórico consistente com os fatos estilizados documentados: repasse quase integral e estatisticamente robusto da Selic ao spread, irrelevância estatística do risco de crédito corrente como determinante do spread, custo médio de capital das famílias superior a 100% ao ano nas modalidades tóxicas, e deterioração seletiva de inadimplência concentrada exatamente nesses produtos.

As contribuições do artigo são de três ordens. Teoricamente, propõe-se uma extensão da noção de bem de Giffen ao mercado de crédito sob instabilidade financeira, articulando a hipótese de Minsky (1986) sobre finanças Ponzi com o fechamento informacional de Stiglitz e Weiss (1981) — uma síntese que, até onde se pôde apurar, não havia sido formalizada nesses termos para o caso brasileiro. Metodologicamente, combina-se decomposição contábil, regressão com erros robustos, decomposição Blinder-Oaxaca e simulação de trajetórias de dívida em um único desenho analítico replicável com dados públicos do Banco Central. Em termos de política econômica, os resultados sugerem que novos ciclos de alta da Selic tendem a ser simultaneamente menos eficazes — pela inelasticidade da demanda nas modalidades tóxicas — e mais custosos socialmente — pela concentração distributiva do repasse —, e que políticas de renegociação focalizada em faixas de renda e modalidades específicas produzem alívio patrimonial expressivo (redução de até 92% do valor projetado da dívida) sem os riscos inflacionários associados a estímulos monetários amplos.

Como limitações, destacam-se a natureza essencialmente descritiva e de decomposição contábil/econométrica reduzida da estratégia empírica, que não permite identificação causal no sentido estrito, e a ausência de dados de painel em nível de indivíduo que permitissem testar diretamente a dominância do efeito-renda sobre o efeito-substituição na demanda por crédito tóxico. Pesquisas futuras podem explorar identificação causal a partir de descontinuidades regulatórias (como o próprio teto do cartão rotativo instituído

em 2024) e a extensão do arcabouço Giffen a outros mercados de crédito ao consumidor em economias emergentes com estrutura de mercado bancário concentrada.

Referências

Afanasieff, T. S., & Nakane, M. I. (2002). The determinants of bank interest spread in Brazil. Banco Central do Brasil, Working Paper Series, 46.

Leigh, D., & Xu, T. (2025). Monetary policy pass-through to household and firm credit in emerging markets. International Monetary Fund, Working Paper.

Minsky, H. P. (1986). Stabilizing an unstable economy. Yale University Press.

Santos, A. M. (2021). Determinantes do spread bancário no Brasil: uma revisão da literatura pós-2010. Revista de Economia Bancária, 15(2), 88–112.

Schettini, B. P., Azzoni, C. R., & Menezes-Filho, N. (2012). Propensão marginal a consumir por faixa de renda no Brasil. Pesquisa e Planejamento Econômico, 42(3), 1–28.

Silva, G. J. C., Oreiro, J. L., & Paula, L. F. (2014). Spread bancário no Brasil: uma abordagem teórica e empírica. In J. L. Oreiro & L. F. Paula (Orgs.), Sistema financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro. Elsevier.

Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. American Economic Review, 71(3), 393–410.