House of debt: SRM i nowa architektura długu hipotecznego

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Tekst rzuca nowe światło na przyczyny kryzysów finansowych, upatrując ich źródła w gwałtownym spadku konsumpcji u dłużników hipotecznych o wysokiej dźwigni finansowej. Gdy majątek netto gospodarstw domowych topnieje, wysoka krańcowa skłonność do konsumpcji sprawia, że ich wydatki kurczą się błyskawicznie, co uderza w sektory dóbr handlowych i niehandlowych. Jako rozwiązanie autorzy prezentują Shared Responsibility Mortgages (SRM) – nową architekturę długu, która automatycznie dostosowuje kapitał do spłaty w oparciu o lokalne indeksy cen nieruchomości. Taki mechanizm nie tylko chroni dłużnika przed pętlą niewypłacalności, ale przede wszystkim działa jako systemowy bezpiecznik, stabilizując popyt zagregowany i chroniąc całą gospodarkę przed głęboką recesją oraz negatywnymi skutkami masowych licytacji.

This text sheds new light on the causes of financial crises, tracing their origins to a sharp decline in consumption among highly leveraged mortgage debtors. As household net worth declines, the high marginal propensity to consume causes their spending to shrink rapidly, impacting both the tradable and non-tradable sectors. The authors present Shared Responsibility Mortgages (SRM) as a solution – a new debt architecture that automatically adjusts principal repayments based on local property price indices. This mechanism not only protects the debtor from a cycle of default but, above all, acts as a systemic safety net, stabilizing aggregate demand and protecting the entire economy from a deep recession and the negative effects of mass auctions.

Artykuł analizuje mechanizmy kryzysów gospodarczych, kwestionując tradycyjne ujęcie, w którym za przyczynę recesji uznaje się bankructwa. Autor dowodzi, że prawdziwym zapalnikiem jest spadek konsumpcji, wynikający z utraty majątku przez zadłużone gospodarstwa domowe. Mechanizm mnożnika dźwigni potęguje ten efekt, przekładając

niewielkie spadki cen aktywów na drastyczne obniżenie wartości netto dłużników, szczególnie dotkliwe dla osób mniej zamożnych. Kryzys rozprzestrzenia się sektorowo, uderzając najpierw w dobra niehandlowe, a następnie, poprzez efekt sąsiedztwa, obejmując cały rynek aktywów. Autor proponuje wprowadzenie mechanizmu SRM (kredyty o współdzielonej odpowiedzialności), który automatycznie amortyzowałby dług w przypadku spadku cen nieruchomości, stabilizując popyt i minimalizując negatywne skutki zewnętrzne. Kluczowe jest, aby SRM był integralną częścią umowy kredytowej, działał automatycznie i był sprzężony z dyscypliną kredytową, aby zapobiec nadużyciom. Artykuł rozważa scenariusze wdrożenia SRM, podkreślając wyzwania związane z jego akceptacją przez banki, ubezpieczycieli, regulatorów i opinię publiczną.

SŁOWA KLUCZOWE

SRM | wskaźnik LTV | krańcowa skłonność do konsumpcji | mnożnik dźwigni | efekt sąsiedztwa | sektor dóbr niehandlowych | sektor dóbr handlowych | sekurytyzacja | dług amortyzujący | systemowa kruchość | pętla niewypłacalności | majątek netto | architektura długu | indeks cen nieruchomości | ryzyko skorelowane

Sztywność długu: główny kanał transmisji recesji

Zacznijmy od początku, czyli od miejsca, które klasyczna opowieść o kryzysie lubi omijać: od spadku konsumpcji. To on jest właściwym zapalnikiem recesji, pojawiającym się na długo przed spektakularnymi bankructwami, które błędnie traktowano jako przyczynę, a nie skutek. Gdy gospodarstwa domowe o wysokiej dźwigni finansowej tracą majątek netto, ich wydatki kurczą się gwałtownie. Dzieje się tak, ponieważ ich krańcowa skłonność do konsumpcji jest wysoka: każdy utracony dolar to nie abstrakcyjna korekta portfela, lecz realne ograniczenie przyszłych możliwości. Tu leży fundamentalna różnica między stratą na akcjach osób zamożniejszych a stratą na wartości domu kupionego przy wysokim wskaźniku LTV przez osoby mniej zamożne. W pierwszym przypadku jest to często „papierowe" pęknięcie na fasadzie portfela, który i tak ma płynne rezerwy; w drugim – to pęknięcie w jedynym filarze nośnym, który jest jednocześnie zabezpieczeniem i podstawą tożsamości ekonomicznej. Zapaść konsumpcji nie jest więc psychologiczną anomalią, lecz brutalnie racjonalną reakcją na utratę jedynego bufora bezpieczeństwa.

Mnożnik dźwigni uszczupla majątek netto gospodarstw

W tym miejscu na scenę wkracza mnożnik dźwigni. To mechanizm, który bezlitośnie przekłada niewielki procentowy spadek ceny aktywa na potężny procentowy cios w majątek netto dłużnika. To nie jest poetycka metafora, lecz chłodna algebra: im wyższy wskaźnik LTV, czyli stosunek kredytu do wartości zabezpieczenia, tym bardziej kapitał własny staje się sejsmografem drgań rynkowych. W praktyce oznacza to, że system gospodarczy, który masowo promuje zakup domów na wysokiej dźwigni, świadomie buduje potężną maszynerię do niszczenia kapitału – i to dokładnie w tej warstwie społecznej, która na każdy utracony grosz reaguje najsilniejszym cięciem wydatków. Dług staje się wtedy swoim własnym zaprzeczeniem, swoistym antyubezpieczeniem. Zamiast rozpraszać ryzyko, skupia je niczym soczewka w punkcie największej systemowej kruchości. Straty lewarowe przestają być indywidualną tragedią; stają się precyzyjnym mechanizmem społecznym, który spadek cen aktywów przekształca w recesję napędzaną przez załamanie popytu.

Sektory tradable i non-tradable: kanały spadku popytu

Spadek konsumpcji nie jest powodzią, która zalewa wszystko po równo. Rozchodzi się po gospodarce siecią kanałów o precyzyjnej geometrii, a to tutaj na scenę wkracza fundamentalny podział na sektory. Sektor dóbr niehandlowych, czyli usług lokalnych, żyje wyłącznie z lokalnego krwiobiegu wydatków: to fryzjer, restauracja czy dealer samochodowy, których rynek kończy się na granicy powiatu. Gdy zadłużeni mieszkańcy zaciskają pasa, sektor ten otrzymuje cios w pierwszej kolejności, bo jego popyt, uwięziony w lokalnej klatce, nie ma drogi ucieczki. W konsekwencji rośnie bezrobocie, bezrobocie napędza niewypłacalność, a niewypłacalność kończy się licytacją. Oto pierwszy obieg katastrofy – lokalny, szybki i brutalny, zamykający popyt i zatrudnienie w błyskawicznej pętli sprzężenia zwrotnego.

Zupełnie inaczej reaguje sektor dóbr handlowych, czyli ten, którego towary i usługi mogą być sprzedawane poza regionem. Jego los nie zależy od kondycji sąsiada, lecz od stanu portfeli w całej gospodarce. Dlatego fabryka z regionu, który ominęła gorączka mieszkaniowa, może zwalniać równie dotkliwie co zakład w epicentrum bańki. Dlaczego? Bo jej klienci mieszkają właśnie w tych przegrzanych, zadłużonych miejscach. I tak oto lokalny kryzys, niczym wirus, rozlewa się po całym kraju, a sektor dóbr handlowych staje się jego głównym kanałem transmisyjnym. To w tym mechanizmie pęka naiwny mit recesji jako moralnej kary dla rozrzutnych. Recesja jest infekcją sieciową, w której „niewinni” stają się ofiarami, bo żyją z popytu „winnych”. Ekonomia okazuje się bardziej amoralna niż moralizatorzy są w stanie znieść – nie pyta bowiem o zasługi, lecz o przepływy.

Efekt sąsiedztwa: licytacje obniżają wartość domów

I tu właśnie uruchamia się efekt sąsiedztwa – mechanizm spajający lokalny obieg nieruchomości z całym rynkiem aktywów. Działa on jak finansowy wirus: przymusowa, pospieszna sprzedaż jednego domu natychmiast obniża wyceny sąsiednich nieruchomości. To z kolei podbija ich wskaźnik LTV, czyniąc je kruchymi i podatnymi na dalsze wstrząsy, co lawinowo zwiększa ryzyko kolejnych niewypłacalności. Mamy tu do czynienia z podręcznikowym przykładem negatywnych skutków zewnętrznych – bank, pozbywając się przejętego domu w drodze wyprzedaży, nie ponosi żadnych kosztów utraty wartości sąsiedniego majątku. Na zdrowym rynku tania oferta to dobra wiadomość dla kupujących. Jednak na rynku nieruchomości napędzanym dźwignią finansową ta sama wiadomość staje się trucizną, ponieważ pochłania wartość zabezpieczeń i uruchamia pętlę bankructw. To właśnie efekt sąsiedztwa działa jak pęknięta tama: sprawia, że kryzysu nie da się zamknąć w kwarantannie podmiotów niewypłacalnych. Przelewa się on na tych, którzy sumiennie spłacają raty i w moralnej opowieści o rynku powinni być bezpieczni. To ostateczny cios wymierzony w mit, że sztywny dług jest wyłącznie sprawą prywatną.

Bailouty bankowe nie ożywiają popytu konsumpcyjnego

Źródło słusznie zauważa, że programy ratunkowe dla banków bywają nieskuteczne w ożywianiu popytu. Pieniądz wpompowany w bilans wierzyciela o niskiej skłonności do konsumpcji nie pobudza gospodarki tak, jak ten sam pieniądz w portfelu dłużnika, który wyda go natychmiast. Słusznie też diagnozuje, że sztywny gorset standardowych umów i quasi-publicznej infrastruktury w USA zdusił finansowe innowacje. Niemniej autor popada w uproszczenie, sugerując, że politycy mogli po prostu ratować dłużników „zamiast banków", jakby system płatniczy był luksusowym dodatkiem. Tymczasem to właśnie minimalna stabilność tej infrastruktury jest warunkiem koniecznym, by jakakolwiek pomoc – również ta dla zadłużonych – mogła w ogóle dotrzeć do adresatów. Nie jest to bynajmniej argument za ochroną akcjonariuszy, lecz fundamentalne przypomnienie różnicy między ratowaniem rur wodociągowych a ratowaniem prywatnych basenów. Gdy myli się te dwie rzeczy, tworzy się politykę, która nieuchronnie grzęźnie w cynizmie: oficjalnie „ratuje się system", podczas gdy w rzeczywistości ratuje się jedynie premie za ryzyko jego właścicieli.

Shared Responsibility Mortgage: podział ryzyka spadku cen

Obóz „długu amortyzującego”, do którego należy SRM, ma swoje, bynajmniej nie niewinne, racje. Pierwsza jest czysto techniczna: skoro dług gospodarstw domowych działa jak kanał transmisyjny recesji, należy wbudować w umowę kredytową bezpieczniki, które zadziałają, zanim dojdzie do zwarcia. Współczesny dyskurs akademicki traktuje tę przesłankę z rosnącą powagą, bo twarde dane z kryzysów pokazują, że zapaść konsumpcji wyprzedza finansową kulminację. Bilans gospodarstwa domowego okazuje się kluczową zmienną stanu systemu, a nie tylko ozdobą narracji. Osią tej konstrukcji jest teza, że recesję napędza cięcie wydatków przez zadłużonych, którzy mają wysoką krańcową skłonność do konsumpcji. Jeśli zniszczysz popyt w regionach obciążonych długiem, uderzysz w usługi natychmiast, a w eksport z opóźnieniem, ale równie nieuchronnie. I wtedy „bezpieczny rynek pracy” okazuje się iluzją, bo kanał handlowy przenosi kryzys jak przewód elektryczny. To jest, mówiąc bez ogródek, jeden z niewielu naprawdę stabilnych wzorców w makroekonomii: bilanse słabych są zapalnikiem, a zatrudnienie silnych jest łatwopalne.

Druga przesłanka obozu amortyzacji jest już jednak normatywna, choć często udaje czystą kalkulację. Głosi ona, że system ma prawo, a nawet obowiązek, tak projektować kontrakty, by minimalizować szkody zbiorowe – nawet kosztem ograniczenia absolutnej świętości roszczenia wierzyciela. Innymi słowy, amortyzacja długu staje się tu elementem społecznej racjonalności, a nie kapitulacją moralną. Takie przesunięcie akcentów bywa dla biznesu do przyjęcia, pod warunkiem że jest przewidywalne i wpisane w umowę, bo przewidywalność to twarda waluta. Właśnie dlatego SRM jest mechanizmem sprytniejszym od politycznych umorzeń po fakcie: nie obiecuje łaski po katastrofie, lecz oferuje bezpiecznik z góry wyceniony. Ta logika kryje jednak ryzyko, którego nie wolno przemilczeć. Jeśli amortyzacja staje się oczekiwaniem, a nie warunkową klauzulą, rynek może przestawić się na produkcję ryzyka „pod amortyzator”. Polityka z kolei może ulec pokusie rozszerzania ochrony bez jednoczesnego zaostrzania odpowiedzialności. Amortyzacja, która ma stabilizować, może stać się paliwem dla ekspansji, jeśli nie jest sprzężona z twardą dyscypliną po stronie podaży kredytu.

Cztery zasady nowoczesnej architektury hipotecznej

Pierwsza zasada jest prosta: mechanizm ulgi musi być wpisany w umowę, działać automatycznie i reagować na twarde dane. Chodzi o to, by całkowicie wyeliminować arbitralność, gdyż uznaniowość w obliczu kryzysu to polityczny dynamit. Nowoczesne instrumenty, takie jak kredyty o

współdzielonej odpowiedzialności (SRM) czy pokrewne im koncepcje Shillera, dowodzą, że jest to technicznie wykonalne. Saldo kredytu i wysokość raty mogą być automatycznie indeksowane do publicznie dostępnego wskaźnika cen nieruchomości w danej okolicy. Sedno sprawy polega na tym, by ulga następowała, zanim dłużnik znajdzie się „pod wodą", a spirala wyprzedaży nieruchomości ruszy na dobre, rozbrajając bombę, zanim ktokolwiek pomyśli o jej zdetonowaniu.

Druga zasada to hamulec bezpieczeństwa: automatyczna ulga nie może stać się licencją na nieodpowiedzialność. Musi być nierozerwalnie sprzęgnięta z dyscypliną w udzielaniu kredytów, inaczej stanie się jedynie paliwem dla kolejnej bańki. Najprostsza forma tego sprzężenia nie polega na moralnych apelach, lecz na twardym wymogu, by kredytodawca zatrzymywał w swoim bilansie realną część ryzyka. Sekurytyzacja, czyli proces pakietowania i odsprzedawania kredytów, może istnieć, ale pod jednym warunkiem: nie wolno jej zrywać fundamentalnego związku między decyzją o udzieleniu kredytu a jej finansowymi konsekwencjami. W przeciwnym razie wracamy do starej gry w transzowanie jako maszynę do produkowania iluzji bezpieczeństwa pod nową nazwą.

Trzecia zasada nakazuje, by polityka publiczna wreszcie uwzględniła efekt sąsiedztwa – klasyczny negatywny skutek zewnętrzny, którego rynek, pozostawiony sam sobie, nigdy dobrowolnie nie wyceni. Oznacza to gruntowną reformę procedur egzekucyjnych i restrukturyzacyjnych, tak aby paniczna wyprzedaż nieruchomości za bezcen nie była domyślnym rozwiązaniem problemu. Państwo nie musi ratować każdego dłużnika z osobna, ale musi przestać udawać, że masowe licytacje to seria prywatnych tragedii. To publiczny mechanizm zarażania recesją, który dewastuje majątek całych społeczności.

Czwarta i ostatnia zasada jest fundamentem: kto kontroluje indeks, ten kontroluje umowę. Dlatego infrastruktura danych, na której opiera się cały system, musi mieć status zbliżony do publicznego, nawet jeśli jej operatorem jest podmiot prywatny. Bez wiarygodnego, transparentnego i odpornego na manipulacje indeksu cen cała konstrukcja SRM staje się niebezpieczną fikcją. A w świecie finansowych fikcji nie wygrywa ten, kto oferuje stabilność, lecz ten, kto ma lepszy marketing.

Bariery instytucjonalne blokują wdrożenie SRM

Wdrożenie mechanizmu SRM na skalę instytucjonalną musiałoby w praktyce pokonać pięć wąskich gardeł, z których każde jest polem bitwy o władzę i wpływy.

Pierwszym wąskim gardłem jest sam bank i jego bilans. Instytucja, która ma brać na siebie część ryzyka spadków, musi utrzymywać kapitał na ich pokrycie. To z kolei zmusza ją do uznania, że portfel hipotek jest obarczony nie tylko ryzykiem kredytowym pojedynczego klienta, ale także

ryzykiem rynkowym, zależnym od wahań indeksów. Dziś wiele banków woli postrzegać hipotekę w prostych kategoriach: płaci albo nie płaci. Ceny nieruchomości traktuje się jak odległe tło, dopóki w systemie nie wybucha pożar. SRM każe z góry założyć, że pożar jest stałym elementem krajobrazu. Dla banku to niewygodne, bo wymaga przebudowy modeli ryzyka, zmian w zarządzaniu aktywami i pasywami, a przede wszystkim – zmiany narracji wobec inwestorów. Trzeba im bowiem zakomunikować, że część strat będzie ponoszona „z definicji", ponieważ mechanizm umorzenia działa automatycznie. Rynek kapitałowy jest w stanie to zaakceptować, ale tylko pod warunkiem, że potrafi to wycenić. A wycena wymaga twardych danych, historycznych indeksów i wiarygodnych scenariuszy.

Drugim wąskim gardłem jest ubezpieczyciel, rozumiany bardzo szeroko – nie tylko jako klasyczna firma, lecz także jako cały rynek instrumentów przenoszących ryzyko. SRM w istocie wbudowuje w każdą hipotekę polisę od spadku wartości nieruchomości, a ktoś musi ten komponent wziąć na siebie. Może go zatrzymać bank, może przenieść na globalnych reasekuratorów, może też zabezpieczać ryzyko za pomocą instrumentów pochodnych opartych na indeksach cen domów, o ile takie instrumenty są wystarczająco płynne. Problem w tym, że ryzyko załamania cen nieruchomości w kryzysie staje się ryzykiem wspólnym, czyli silnie skorelowanym – gdy ceny spadają, dzieje się to niemal wszędzie. Ubezpieczenie ryzyka skorelowanego jest zawsze albo wyjątkowo kosztowne, albo kruche, ponieważ wymaga gigantycznego kapitału, a kapitał kosztuje. I tu leży paradoks SRM: jest on atrakcyjny makroekonomicznie, ale trudny finansowo. Przesuwa ryzyko tam, gdzie powinno być absorbowane, lecz sama absorpcja wymaga potężnych zasobów.

Trzecim wąskim gardłem jest sekurytyzacja, czyli proces pakowania kredytów w papiery wartościowe i sprzedawania ich dalej. Jeśli SRM ma działać w masowej skali, rynek natychmiast spróbuje go zmonetyzować, bo taka jest logika współczesnych finansów. W tym miejscu nie wolno jednak dopuścić do powtórki z kryzysu, kiedy transzowanie kredytów stało się fabryką pozornego bezpieczeństwa. Jeżeli SRM ma stabilizować popyt i hamować spiralę przejęć nieruchomości, nie może zostać przekształcony w papier, którego prawdziwe ryzyko jest ukryte, a motywacja pierwotnego kredytodawcy do zachowania ostrożności znika. W praktyce oznacza to dwa wymogi. Po pierwsze, obowiązek realnego zatrzymania części ryzyka przez instytucję udzielającą kredytu. Po drugie, wymóg jawnego modelowania i raportowania ekspozycji na ryzyko rynkowe, zamiast udawania, że najwyższa transza jest „wolna od ryzyka". Sekurytyzacja SRM jest więc możliwa, ale tylko jako sekurytyzacja z dyscypliną, a nie sekurytyzacja z amnezją.

Czwartym wąskim gardłem jest regulator, występujący nie w roli policjanta, lecz architekta całego systemu. Musi on odpowiedzieć na fundamentalne pytanie: czym właściwie jest SRM? Czystym długiem czy może instrumentem hybrydowym? Odpowiedź ma charakter polityczny, ponieważ

determinuje opodatkowanie, wymogi informacyjne wobec klientów i standardy sprzedaży. W Stanach Zjednoczonych dochodzi do tego rola instytucji quasi-publicznych, które standaryzują rynek hipoteczny; jeśli ich standard jest zbyt sztywny, innowacja umiera; jeśli zbyt luźny, rynek natychmiast produkuje patologiczne obejścia. W Europie analogiczne napięcie dotyczy konfliktu między harmonizacją a różnicami krajowymi: odmiennymi limitami LTV (relacją kredytu do wartości nieruchomości), różnymi tradycjami prawnymi i systemami upadłości konsumenckiej. SRM musiałby więc być nie jednym szablonem, lecz całą „rodziną kontraktów" dostosowaną do lokalnych jurysdykcji.

Piątym, ostatnim wąskim gardłem jest opinia publiczna i zakorzeniona w niej kultura kontraktu. Tu ekonomista, wierzący w siłę cen, i prawnik, ufający paragrafom, muszą ustąpić miejsca kulturoznawcy. Ludzie bowiem reagują nie tylko na bodźce, ale i na symbole. Dom jest symbolem stabilności, a dług – symbolem odpowiedzialności, często zabarwionym poczuciem winy i wstydu. W kulturach, gdzie „spłacenie długu" jest kategorią moralną, automatyczna ulga może zostać odebrana jako nagroda za lekkomyślność, nawet jeśli stanowi racjonalny amortyzator systemowy. SRM potrzebuje zatem języka, który go legitymizuje. Języka, który wyjaśni, że ulga nie jest „darowizną", lecz częścią umowy; nie jest „ratunkiem", lecz z góry ustaloną regułą; nie jest „nagrodą", lecz ceną za oddanie bankowi części przyszłych zysków. Bez tej narracji SRM przegra z prostym moralizmem, który w polityce zawsze zwycięża, bo jest krótszy i łatwiejszy do zrozumienia.

Kontrakty home equity generują nowe ryzyka

W tym miejscu rynek dopisuje do naszej analizy kluczową aktualizację. Zamiast SRM jako produktu masowego wyrasta cała strefa hybrydowych instrumentów, takich jak home equity contracts czy home equity investments. Są to w praktyce umowy o partycypacji w przyszłej wartości nieruchomości w zamian za bieżącą gotówkę. Zjawisko to nabrało takiej skali, że amerykański regulator poświęcił mu w 2025 roku osobny przegląd rynku. Jest to wyraźny sygnał, że biznes zmierza w kierunku quasi-equity, czyli rozwiązań naśladujących udział w kapitale, lecz czyni to na własnych warunkach i z własną, starannie zaprojektowaną geometrią asymetrii informacyjnej.

Dla naszej tezy materiał ten jest cenny, gdyż jest dwuznaczny. Z jednej strony potwierdza, że idea dzielenia ryzyka związanego z wartością nieruchomości jest rynkowo nośna i pożądana. Z drugiej jednak strony brutalnie obnaża, jak bez rygorystycznego reżimu prawnego i standardów informacyjnych owo „dzielenie" może stać się farsą. W praktyce przeradza się w mechanizm, w którym silniejszy partner przejmuje cały potencjalny wzrost wartości, pozostawiając słabszemu całe ryzyko spadku, tyle że w mniej oczywistej formie. W tej perspektywie SRM nie jest utopią. Jest

konkurentem dla produktów, które oferują „uwolnienie kapitału” jako obietnicę wolności, podczas gdy w rzeczywistości sprzedają wywłaszczenie z przyszłej wartości nieruchomości w zamian za chwilową płynność.

Reforma sekurytyzacji przywraca przejrzystość rynku

Trzecie wąskie gardło to sekurytyzacja i cała infrastruktura inwestycyjna. Gdy tylko SRM osiągnie masową skalę, rynek natychmiast spróbuje go spakować i sprzedać, bo taka jest logika współczesnych finansów: monetyzować każdy przepływ. I to jest moment, w którym nie wolno powtórzyć lekcji z kryzysu: transzowanie, czyli krojenie ryzyka na plastry, nie może znów stać się fabryką pozornego bezpieczeństwa. Skoro SRM ma być tamą dla spiral niewypłacalności, nie może zostać przetworzony w papier, którego ryzyko jest alchemicznie ukryte, a bodźce twórcy kredytu – wyzerowane. W praktyce oznacza to dwie rzeczy. Po pierwsze, bezwzględny wymóg, by inicjator zatrzymywał realną część ryzyka na własnym bilansie, tak aby decyzja o podaży kredytu na przegrzanym rynku miała swoje twarde konsekwencje. Po drugie, koniec z udawaniem, że transza senioralna jest „wolna od ryzyka”, co wymaga jawnego modelowania i raportowania ekspozycji na ryzyko systemowe. Sekurytyzacja SRM jest zatem możliwa, ale tylko jako sekurytyzacja z dyscypliną, nie z amnezją.

Indeksowanie długu stabilizuje makroekonomię

Dopiero gdy spełnimy te cztery warunki, możemy mówić o „nowoczesnej hipotece” w sensie cywilizacyjnym: o kontrakcie, który uznaje, że gospodarka jest siecią bilansów, a nie zbiorem moralnych opowieści; że recesja to zapaść popytu, a nie teatr płynności; że dług jest potężny nie dlatego, że jest zły, lecz dlatego, że jest sztywny; i że ta sztywność w świecie wahań wartości aktywów jest konstrukcją ryzyka zbiorowego, a nie prywatną cnotą.

A to prowadzi nas do „złotego zdania”, które warto wypowiedzieć w wersji bezlitosnej, bo porządkuje ono całą dyskusję: dług, w swojej sztywnej postaci, jest nie tyle obietnicą spłaty, ile obietnicą tego, kto ma zostać zmiażdżony, gdy świat przestanie współpracować z prognozą. SRM jest propozycją, by tę obietnicę przestać składać w imieniu najsłabszych i zacząć ją dzielić z tymi, którzy z kredytu czynią biznes. Ktoś, kto nazywa to „rozmiękczaniem”, w gruncie rzeczy myli stabilność z karą, a porządek z przemocą formalną.

Trzy scenariusze ewolucji rynku hipotecznego

Gdy znamy już architekturę wąskich gardeł, możemy nakreślić trzy scenariusze przyszłości. Nie są to fantazje, lecz realistyczne ścieżki, które globalny biznes wytycza, analizując dane, uginając się pod presją regulacji i kalibrując własne strategie. Każdy z nich jest zarazem prognozą i ostrzeżeniem, bowiem historia finansów rzadko się powtarza, ale niemal zawsze się rymuje, zmieniając jedynie dekoracje.

Pierwsza ścieżka to świat, w którym hybrydy rosną szybciej niż prawo. Finansowe instrumenty quasi-equity, takie jak umowy o partycypacji w wartości nieruchomości, rozprzestrzeniają się, bo idealnie wypełniają dwie luki: brak kredytu dla jednych i brak okazji inwestycyjnych dla drugich. Regulator, jak zawsze spóźniony, próbuje nadążyć, ale rynek jest szybszy. W ten sposób pęcznieje szara strefa – formalnie pozostająca poza reżimem hipotecznym, a ekonomicznie będąca jego cieniem, substytutem długu. To scenariusz groźny, bo napędza go potężna asymetria informacji. Konsument widzi przynętę – „gotówkę dziś" – lecz z trudem dostrzega haczyk – „oddanie przyszłych zysków" – ukryty w gąszczu opłat, progów i sankcji. W takim ekosystemie SRM, produkt kontraktowo bardziej uczciwy, zostaje zepchnięty na margines przez marketingowo prostsze, choć ekonomicznie drapieżne alternatywy. To stara historia w nowej odsłonie: rynkowe obejście, które w czasach hossy nazywa się „innowacją", a w momencie kryzysu staje się „ryzykiem systemowym".

Druga możliwość to pozorna kapitulacja rynku: regulator wprowadza standard, a rynek go „udomawia". W tym wariancie państwo, widząc potrzebę stabilizacji, narzuca ramy dla kontraktów amortyzujących, definiując standardy danych i minimalne wymogi konstrukcyjne. Rynek potakuje, bo przewidywalność ułatwia pozyskanie kapitału, lecz natychmiast rozpoczyna grę w optymalizację. Opłaty wędrują w mniej widoczne zakamarki umów, a nowe warianty produktów formalnie spełniają normę, lecz ekonomicznie i tak przerzucają ryzyko na słabszą stronę. To scenariusz niekończącego się wyścigu zbrojeń między literą prawa a duchem zysku. Regulator musi zrozumieć, że standard to linia startu, a nie meta; że prawo kontraktów jest areną nieustannej gry, a nie jednorazowym dekretem. SRM ma tu szansę stać się wzorcem, ale tylko pod warunkiem, że jego definicje będą ostre jak skalpel, a nadzór – realny, a nie papierowy.

Scenariusz trzeci to rewolucja w myśleniu: makroostrożność przenosi się do wnętrza samego kontraktu. Następuje tu fundamentalna zmiana filozofii. Polityka gospodarcza dochodzi do wniosku, że stopy procentowe i klasyczne regulacje bankowe to zbyt tępe narzędzia do amortyzowania szoków. Zaczyna więc traktować projektowanie umów jako instrument stabilizacji całego systemu. W takim świecie SRM i podobne mu konstrukcje stają się częścią infrastruktury bezpieczeństwa, na równi z normami budowlanymi dla mostów czy standardami dla żywności. Nie

jest to owocem państwowego paternalizmu, lecz chłodnej kalkulacji: katastrofy kredytowe są zbyt drogie – fiskalnie i społecznie – by przeżywać je na nowo co dekadę. Ten scenariusz, choć wymaga instytucjonalnej odwagi i wydaje się odległy, w długim horyzoncie staje się niemal nieunikniony. Koszty kolejnych kryzysów rosną, a pamięć o starych wraca zawsze wtedy, gdy w danych o konsumpcji zaczyna pękać lód.

SRM skutecznie ogranicza pokusę nadużycia

Pierwszy i najczęstszy zarzut dotyczy pokusy nadużycia, znanej jako moral hazard. Brzmi on pozornie logicznie: skoro dłużnik wie, że w razie spadku cen jego rata i saldo zostaną obniżone, to dlaczego miałby zachowywać ostrożność? Może nawet zacznie spekulować. Argument ten, choć ma pozór zdrowego rozsądku, opiera się na kruchym i nieuczciwym fundamencie: na milczącym założeniu, że obecny system jest od pokusy nadużycia wolny. Tymczasem system sztywnego długu i państwowych programów ratunkowych karmi moral hazard w zupełnie innym miejscu: po stronie wierzycieli i pośredników finansowych. Mogą oni bezkarnie pompować bańkę kredytową, wiedząc, że gdy ta pęknie, system płatniczy i tak zostanie uratowany z publicznych pieniędzy.

SRM nie eliminuje pokusy, lecz przenosi ją z poziomu systemowego – gdzie jest niekontrolowana i toksyczna – na poziom pojedynczego kontraktu, czyniąc ją w dużej mierze przewidywalną. Klucz tkwi w konstrukcji mechanizmu: korekta długu nie zależy od stanu konkretnej nieruchomości, lecz od obiektywnego indeksu cen w danej lokalizacji. Dłużnik nie ma więc żadnego powodu, by zaniedbywać dom lub celowo niszczyć zabezpieczenie kredytu. Jego ulga nie jest nagrodą za jego indywidualną porażkę, lecz odzwierciedleniem kondycji całego rynku. W ten sposób pokusa nadużycia zostaje zneutralizowana dokładnie tam, gdzie w klasycznych, uznaniowych umorzeniach długu byłaby najsilniejsza.

Co więcej, SRM wprowadza fundamentalną symetrię bodźców. Wierzyciel, który od teraz współuczestniczy w ryzyku spadków, ma znacznie mniejszą motywację do beztroskiego kredytowania bańki spekulacyjnej. Pokusa nadużycia po stronie podaży kredytu ulega więc naturalnej redukcji. Zarzut o moral hazard jest zatem głęboko nieuczciwy. Skupia światło na potencjalnej, kontrolowalnej pokusie dłużnika, by jednocześnie rzucić głęboki cień na realną, systemową i znacznie groźniejszą pokusę wierzyciela.

Stabilne bilanse konsumentów napędzają biznes

Nadszedł czas, by wyartykułować konsekwencję, którą globalne korporacje – zwłaszcza te z sektora dóbr handlowalnych – odczuwają z rosnącą ostrością: ryzyko popytu jest dziś równie strategiczne jak ryzyko kosztów. Międzynarodowe firmy potrafią dywersyfikować łańcuchy dostaw, zabezpieczać się przed ryzykiem walutowym i zarządzać zapasami, ale nie potrafią łatwo zamortyzować nagłej zapaści popytu wynikającej z pękających bilansów gospodarstw domowych. Jeśli zatem instrumenty takie jak SRM zmniejszają amplitudę załamań popytu, to leżą one w interesie nie tylko banków i dłużników, ale i całego przemysłu oraz usług. To jest punkt, w którym teoria „House of Debt" staje się teorią strategii korporacyjnej: stabilność bilansów konsumentów jest stabilnością przychodów firm. Dopóki menedżerowie myślą o ryzyku makro jako o „pogodzie", którą się tylko obserwuje, a nie projektuje, pozostają bezbronni. SRM stanowi sugestię, że część pogody jest wytwarzana przez konstrukcję dachu.

Odpowiedzialność systemowa zastępuje winę moralną

Należy tu przywrócić fundamentalne rozróżnienie, które notorycznie ginie w publicystycznych sporach, a które jest kluczowe dla niniejszego projektu: różnicę między odpowiedzialnością moralną a systemową. Ta pierwsza dotyczy intencji, wyborów i winy; druga – skutków, sprzężeń zwrotnych i tego, jak rozkłada się ryzyko. Nowoczesne kryzysy finansowe są właśnie kryzysami odpowiedzialności systemowej, a próby ich rozstrzygania językiem winy okazują się intelektualnie jałowe. Prowadzą bowiem albo do rytualnego potępienia dłużników, albo do rytualnego potępienia banków, podczas gdy sam mechanizm generujący katastrofę pozostaje nietknięty. SRM nie unieważnia odpowiedzialności moralnej – nikt nie znosi obowiązku spłaty długu ani nie obiecuje zysku bez ryzyka. Przestawia on jednak wektory odpowiedzialności systemowej: część wstrząsu ma być odtąd absorbowana przez tych, którzy w górnej fazie cyklu czerpali zyski z ekspansji kredytowej.

> Dług w sztywnej formie staje się obietnicą poświęcenia najsłabszych, gdy prognozy zawodzą. SRM to propozycja, aby tę obietnicę złożyć inaczej, dzieląc ryzyko z tymi, którzy z kredytu czerpią zyski. Czy odważymy się przekształcić dług z narzędzia egzekucji w mechanizm stabilizacji, uznając, że prawdziwa siła tkwi nie w karaniu, lecz w dzieleniu odpowiedzialności?

Inspiracje

[1] **"House of debt"** Amir Sufi, Atif Mian

2014 | University of Chicago Press

Atif Mian (ur. 1975) jest ekonomistą pakistańsko-amerykańskim, profesorem ekonomii, polityki publicznej i finansów na Uniwersytecie Princeton. Jest dyrektorem Julis-Rabinowitz Center for Public Policy and Finance. Jego badania koncentrują się na powiązaniach między finansami a makroekonomią, ze szczególnym uwzględnieniem długu gospodarstw domowych i nierówności. Jest współautorem szeroko uznanej książki „House of Debt" (2014).

***Atif Mian** jest cenionym ekonomistą i profesorem na Uniwersytecie Princeton, znanym z badań nad powiązaniami między zadłużeniem gospodarstw domowych a kryzysami finansowymi. Jest współautorem głośnej książki „House of Debt", w której analizuje przyczyny wielkiej recesji i proponuje rozwiązania problemów zadłużenia.*

Uniwersytet Princeton

Literatura uzupełniająca

Książki

Autorzy przywoływani w artykule:

[1] **"Economics for Inclusive Prosperity: An Introduction"**

Suresh Naidu, Atif Mian, Gabriel Zucman

2020 | W. W. Norton & Company

[2] **"Foreclosures, House Prices, and the Real Economy"**

Atif Mian, Amir Sufi, Francesco Trebbi

2011

[3] **"La casa del debito"**

Atif Mian, Amir Sufi

2015 | Il Saggiatore | ISBN: 9788865764787

[4] **"Household leverage and the recession of 2007 to 2009"**

Atif Mian, Amir Sufi

2010

[5] **"Low Interest Rates, Market Power, and Productivity Growth"**

Ernest Liu, Atif Mian, Amir Sufi

2019

Literatura pokrewna (Google Scholar):



[6] **"Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks"**

Robert Shiller

1998 | Oxford University Press | ISBN: 9780198294184

[7] **"Narrative Economics"**

Robert J. Shiller

2020 | Princeton University Press | ISBN: 9780691212074

[8] **"Debunking Economics (Digital Edition - Revised, Expanded and Integrated)"**

Professor Steve Keen

2011 | Zed Books Ltd. | ISBN: 9781780322193

[9] **"Debunking Economics"**

Professor Steve Keen

2011 | Zed Books Ltd. | ISBN: 9781848139954

[10] **"Irrational Exuberance"**

Robert J. Shiller

2001 | Broadway

[11] **"Real Estate Finance: Theory and Practice"**

Terrence M. Clauretie, James R. Webb

2014 | Ingram | ISBN: 9781285181370

Artykuły naukowe

Autorzy przywoływani:

[1] "Neighborhoods Matter: Assessing the Evidence for Place Effects"

Eric Chyn, Lawrence F. Katz

2021 | Journal of Economic Perspectives

Google Scholar

[2] "Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?"

Robert Shiller

1981 | American Economic Review

[3] "Continuous Workout Mortgages"

Robert Shiller

2011 | NBER Working Papers

[4] "The Promise and Perils of Shared Equity Financing"

Ernira Mehmetaj, David Reiss

2021 | Probate & Property

[5] "The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors"

John Y. Campbell, Robert J. Shiller

1988 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/1.3.195

Google Scholar

[6] "Finance and Economic Breakdown: Modeling Minsky's "Financial Instability Hypothesis""

Steve Keen

1995 | Journal of Post Keynesian Economics | DOI: 10.1080/01603477.1995.11490053

Google Scholar

[7] "Worrying trends in econophysics"

Mauro Gallegati, Steve Keen, Thomas Lux, Paul Ormerod

2006 | Physica A Statistical Mechanics and its Applications | DOI: 10.1016/j.physa.2006.04.029

Google Scholar

[8] **"The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis[*]"**

Atif Mian, Amir Sufi

2009 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.1162/qjec.2009.124.4.1449

Google Scholar

[9] **"Information Asymmetry and Financing Arrangements: Evidence from Syndicated Loans"**

Amir Sufi

2007 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2007.01219.x

Google Scholar

Artykuły pokrewne (Google Scholar):

[10] **"Indebted Demand"**

Atif Mian, Ludwig Straub, Amir Sufi

2021 | The Quarterly Journal of Economics

[11] **"Household Debt and Business Cycles Worldwide"**

Atif Mian, Amir Sufi, Emil Verner

2017 | The Quarterly Journal of Economics

[12] **"Finance and Business Cycles: The Credit-Driven Household Demand Channel"**

Atif Mian, Amir Sufi

2018 | Journal of Economic Perspectives

Treść tworzy Fundacja Dobre Państwo.
Redaguje i publikuje APA ONE, autorski system redakcyjny Fundacji oparty na AI.
APA ONE Publishing System
Fundacja Dobre Państwo © 2026
Article ID: 0cc19b24-3d7b-4fef-b20a-a987bea72507