

تأثیر سیاست‌های پولی غیر متعارف (مانند تسهیل کمی) بر ثبات بانکی: تحلیل مکانیسم‌های انتقال، پیامدهای ثباتی و چارچوب‌های نظارتی نوین

احمد عمادی

دانشجوی دکترا اقتصاد نفت و گاز، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد مرودشت، فارس، ایران

Emadi182@yahoo.com

چکیده

سیاست‌های پولی غیر متعارف (UMPS)، به ویژه تسهیل کمی (QE)، از زمان بحران مالی جهانی ۲۰۰۸-۲۰۰۹ به طور فزاینده‌ای به ابزاری اصلی در جعبه ابزار بانک‌های مرکزی در اقتصادهای پیشرفته و در حال توسعه تبدیل شده‌اند. این سیاست‌ها که شامل خرید گسترده دارایی‌های دولتی و خصوصی در مقیاس وسیع است، با هدف کاهش نرخ‌های بهره بلندمدت، بهبود شرایط مالی و تحریک رشد اقتصادی در شرایطی که نرخ‌های بهره کوتاه مدت به صفر نزدیک هستند، طراحی شده‌اند. با این حال، پیامدهای این سیاست‌ها برای ثبات بخش بانکی، به عنوان حلقه مرکزی انتقال پول و خلق اعتبار، پیچیده و چندوجهی است. این مقاله مروری با هدف تحلیل عمیق و چندبعدی تأثیرات UMPها بر ثبات بانکی، با تمرکز بر مکانیسم‌های انتقال و پیامدهای پیش‌بینی شده و پیش‌بینی نشده آنها، نگاشته شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که تأثیر QE بر بانک‌ها از سه کانال اصلی صورت می‌گیرد: **کانال ذخایر مازاد** که ترازنامه بانک‌ها را متورم کرده، آنان را در معرض ریسک‌های نقدینگی و نظارتی جدید قرار داده و از طریق پدیده "بازداری نظارتی" توان وام‌دهی بلندمدت را محدود می‌کند؛ **کانال ترکیب سپرده‌ها** که با افزایش سپرده‌های عمده فروشی بی‌ثبات و کاهش سپرده‌های خرد پایدار، ساختار تامین مالی بانک‌ها را شکننده تر می‌سازد؛ و **کانال ریسک‌پذیری و حاشیه سود** که از طریق فشار بر حاشیه سود خالص بانک‌ها (NIM) و ایجاد انگیزه برای جستجوی بازده (Yield for Search)، بانک‌ها را به سمت پذیرش ریسک‌های اعتباری و بازار بیشتر سوق می‌دهد. شواهد تجربی از منطقه یورو و ایالات متحده حاکی از آن است که QE هزینه نهایی وام‌دهی بلندمدت را افزایش داده و انباشت ذخایر مازاد، کارایی انتقال پولی را کاهش داده است. در این راستا، هماهنگی بین سیاست‌های پولی و احتیاطی کلان، اصلاح چارچوب‌های نقدینگی (نظیر نسبت پوشش نقدینگی - LCR)، شفافیت در استراتژی‌های خروج و نظارت دقیق بر تراکنش‌های خارج از ترازنامه به عنوان راهکارهای کلیدی برای مهار تبعات منفی UMPها بر ثبات بانکی و حفظ تعادل بین اهداف ثبات قیمت‌ها و ثبات مالی مطرح می‌شوند.

کلمات کلیدی: سیاست پولی غیر متعارف، تسهیل کمی، ثبات بانکی، ذخایر مازاد، مقررات بازل

۱. مقدمه

دهه گذشته شاهد یک تغییر پارادایمی عمیق در اجرای سیاست‌های پولی در سطح جهان بوده است. با رسیدن نرخ‌های بهره سیاستی به مرز صفر (Bound Lower Zero) در پی بحران مالی جهانی ۲۰۰۸-۲۰۰۹ و سپس در دوران همه‌گیری کووید-۱۹، بانک‌های مرکزی در اقتصادهای پیشرفته و به تبع آن در بسیاری از اقتصادهای نوظهور، به ناچار به جعبه ابزار جدیدی روی آوردند که تحت عنوان کلی "سیاست‌های پولی غیر متعارف" (UMP - Policies Monetary Unconventional) شناخته می‌شود (Bernanke, ۲۰۲۰). در این میان، تسهیل کمی (QE - Easing Quantitative) برجسته‌ترین و پرمخاطره‌ترین این ابزارها بوده است. QE که از طریق خرید گسترده دارایی‌های مالی (عمدتاً اوراق قرضه دولتی، اوراق بهادار با پشتوانه وام مسکن و حتی اوراق قرضه شرکتی) توسط بانک مرکزی اجرا می‌شود، به تزریق نقدینگی عظیم به سیستم مالی و کاهش نرخ‌های بهره بلندمدت می‌پردازد، با این هدف که شرایط اعتباری را تسهیل کرده و از تقاضای کل حمایت کند (al et Joyce, ۲۰۲۱).

اهداف اولیه QE عمدتاً بر تثبیت بازارهای مالی آشفته، کاهش هزینه‌های استقراض برای دولت‌ها و بخش خصوصی و در نهایت، جلوگیری از سقوط آزاد اقتصادی متمرکز بود. با قضاوت عمومی، می‌توان گفت این سیاست‌ها در دستیابی به اهداف کوتاه‌مدت خود تا حد زیادی موفق بوده و از تبدیل رکود بزرگ به یک افسردگی فراگیر جلوگیری کردند (Gagnon, ۲۰۲۲). با این حال، پیامدهای بلندمدت و جانبی این تزریق نقدینگی عظیم بر ساختار و ثبات بخش بانکی، به عنوان یکی از مهم‌ترین و حساس‌ترین بخش‌های هر نظام اقتصادی، به تدریج به موضوعی محوری و بحث‌برانگیز در مباحث اقتصادی و نظارتی تبدیل شده است.

بانک‌ها به عنوان حلقه اصلی انتقال سیاست پولی به اقتصاد واقعی و کانال اصلی خلق اعتبار، در خط مقدم دریافت این شوک عظیم نقدینگی قرار داشتند. ترازنامه‌های آنان نه تنها از نظر حجم، که از نظر ترکیب دارایی‌ها و بدهی‌ها، دستخوش تغییرات بنیادینی شد. انباشت بی‌سابقه ذخایر مازاد نزد بانک مرکزی، تغییر در ساختار سپرده‌ها و افزایش وابستگی به تامین مالی عمده فروشی، و فشار بر حاشیه سود بانکی، همگی از پیامدهای مستقیم و غیرمستقیم اجرای سیاست‌های QE بوده‌اند (al et Acharya, ۲۰۲۲). این تغییرات، پرسش‌های اساسی را در مورد تاثیر UMPها بر ریسک‌پذیری بانک‌ها، ثبات تامین مالی آنان و در نهایت، توانایی سیستم بانکی برای ایفای نقش سنتی خود در میانجی‌گری مالی و تخصیص بهینه منابع مطرح کرده است.

پرسش اساسی که این مقاله به دنبال پاسخ به آن است، این است که انباشت عظیم ذخایر مازاد در سیستم بانکی، ناشی از برنامه‌های خرید دارایی توسط بانک‌های مرکزی، چگونه ثبات بانکی را تحت تاثیر قرار داده و چه مکانیسم‌هایی این تاثیر را واسطه‌گری می‌کنند؟ برای پاسخ به این پرسش، مقاله به تحلیل چندبعدی تاثیرات QE بر بانک‌ها از مجاری مختلف می‌پردازد. ساختار مقاله به گونه‌ای طراحی شده است که ابتدا مروری بر مبانی نظری و تجربی سیاست‌های پولی غیر متعارف و مفهوم ثبات بانکی ارائه می‌دهد. سپس، در بخش اصلی، مکانیسم‌های انتقال تاثیر QE بر بانک‌ها شامل کانال ذخایر مازاد، کانال ترکیب سپرده‌ها و کانال ریسک‌پذیری و حاشیه سود، به تفصیل تشریح می‌شوند. در ادامه، شواهد تجربی از مناطق مختلف (به ویژه منطقه یورو و ایالات متحده) برای هر یک از این کانال‌ها ارائه می‌گردد. بخش بعدی به بررسی واکنش‌های سیاستی و چارچوب‌های نظارتی نوین (نظیر بازل III و سیاست‌های احتیاطی کلان) برای مهار تبعات منفی احتمالی می‌پردازد. در نهایت، بحث و نتیجه‌گیری، یافته‌ها را جمع‌بندی کرده و پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی و طراحی سیاست‌ها ارائه می‌دهد.

۲. مبانی نظری و مفهومی

۱.۲. تعریف و اهداف سیاست‌های پولی غیر متعارف (UMPs)

سیاست پولی غیر متعارف به مجموعه‌ای از اقدامات اطلاق می‌شود که بانک‌های مرکزی زمانی به کار می‌گیرند که ابزارهای سنتی، یعنی تنظیم نرخ بهره کوتاه مدت، به دلیل نزدیک بودن به صفر (Bound Lower Zero) دیگر کارایی لازم را برای تحریک اقتصاد ندارند (Zabai, & Borio, ۲۰۱۸). این سیاست‌ها را می‌توان به طور کلی به سه دسته تقسیم کرد: تسهیل کمی (QE) که شامل خرید دارایی‌های بلندمدت برای کاهش نرخ‌های بهره بلندمدت و افزایش نقدینگی است؛ تسهیل اعتباری (Easing Credit) که بر بهبود عملکرد بازارهای اعتباری خاص (مانند اوراق بهادار یا پشتوانه وام مسکن) تمرکز دارد؛ و راهنمایی آینده نگر (Forward Guidance) که به معنای ارائه سیگنال‌های روشن در مورد مسیر آتی نرخ‌های بهره برای شکل‌دهی به انتظارات بازار است (Kuttner, ۲۰۱۸).

از میان این ابزارها، QE به دلیل مقیاس و نفوذ گسترده خود، بیشترین توجه را به خود جلب کرده است. بانک مرکزی با ایجاد پول جدید، اقدام به خرید اوراق بهادار (عمدتاً دولتی) از بانک‌ها و سایر موسسات مالی می‌کند. این عملیات، قیمت اوراق را افزایش و بازدهی آنها را کاهش می‌دهد. کاهش بازدهی اوراق دولتی به سایر دارایی‌ها مانند اوراق شرکتی و وام‌ها سرایت کرده و به طور کلی، شرایط مالی را تسهیل می‌کند (Bernanke, ۲۰۲۰). به طور خلاصه، QE از طریق چند کانال عمل می‌کند: کانال نقدینگی (افزایش ذخایر بانکی)، کانال بازتعریف پرتفوی (تشویق سرمایه‌گذاران به خرید دارایی‌های پرریسک‌تر)، کانال نرخ بهره (کاهش نرخ‌های بلندمدت) و کانال نرخ ارز (تضعیف ارزش پول ملی) (Joyce et al, ۲۰۲۱).

۲.۲. مفهوم ثبات بانکی و شاخص‌های کلیدی آن

ثبات بانکی به وضعیتی اطلاق می‌شود که در آن نظام بانکی بتواند وظایف اصلی خود (شامل واسطه‌گری مالی، مدیریت ریسک و اجرای پرداخت‌ها) را حتی در مواجهه با شوک‌های شدید، به طور کارآمد و بدون وقفه انجام دهد (Schinasi, ۲۰۰۴). ناپایداری بانکی می‌تواند به شکل بحران‌های سیستمی (ورشکستگی هم‌زمان چندین بانک بزرگ) یا ناتوانی در ایفای تعهدات (بحران نقدینگی) خود را نشان دهد.

چندین شاخص کلیدی برای سنجش ثبات یک بانک و کل نظام بانکی وجود دارد:

۱. کفایت سرمایه (Adequacy Capital): نسبت سرمایه بانک به دارایی‌های موزون شده بر اساس ریسک (RWA). سرمایه به عنوان بالشتکی در برابر زیان‌های پیش‌بینی نشده عمل می‌کند. نسبت‌های رایج شامل نسبت سرمایه سطح یک (Tier 1 Equity Common - CET1) است. هر چه این نسبت بالاتر باشد، بانک در برابر شوک‌ها مقاوم‌تر است (BCBS, ۲۰۱۹).

۲. نقدینگی (Liquidity): توانایی بانک در تأمین نیازهای نقدی کوتاه مدت. شاخص‌های مهم شامل نسبت پوشش نقدینگی (LCR - Ratio Coverage Liquidity) است که نسبت دارایی‌های نقدی با کیفیت بالا به خروج خالص

- وجوه نقد در یک دوره ۳۰ روزه تنش را می‌سنجد. نسبت خالص تامین مالی پایدار (**Funding Stable Net**) و **NSFR - Ratio**) نیز ثبات تامین مالی را در افق یک ساله ارزیابی می‌کند (BCBS, ۲۰۱۹).
۳. کیفیت دارایی‌ها (**Quality Asset**): نسبت تسهیلات غیرجاری (NPLs - Loans Non-Performing) به کل تسهیلات. افزایش NPLs نشان دهنده تضعیف کیفیت وام دهی و افزایش زیان‌های آتی است (ECB, ۲۰۲۲).
۴. سودآوری (**Profitability**): بازده دارایی‌ها (ROA) و بازده حقوق صاحبان سهام (ROE). سودآوری پایدار برای انباشت سرمایه داخلی و جذب سرمایه‌گذاران ضروری است. فشار بر حاشیه سود خالص (NIM) می‌تواند سودآوری را تهدید کند.
۵. حساسیت به ریسک بازار: میزان تاثیرپذیری بانک از تغییرات نرخ بهره، نرخ ارز و قیمت دارایی‌ها.

این شاخص‌ها همگی تحت تاثیر سیاست‌های پولی غیرمتعارف قرار گرفته‌اند و درک تعاملات پیچیده بین آنها، هدف اصلی این مقاله است.

۳. مکانیسم‌های تاثیرگذاری سیاست‌های پولی غیرمتعارف بر ثبات بانکی

سیاست‌های پولی غیرمتعارف، به ویژه QE، از مجاری متعدد و گاه متضادی بر ثبات بانکی تاثیر می‌گذارند. در این بخش، سه کانال اصلی انتقال این تاثیرات به تفصیل تحلیل می‌شوند.

۱.۳. کانال ذخایر مازاد و تغییر در ترازنامه بانک‌ها

مهم‌ترین و مستقیم‌ترین اثر QE، ایجاد حجم عظیمی از ذخایر مازاد (**Reserves Excess**) در سیستم بانکی است. زمانی که بانک مرکزی اقدام به خرید اوراق بهادار از بانک‌ها می‌کند، در ازای آن، به حساب ذخایر آن بانک‌ها نزد خود، پول جدید (ذخیره) اضافه می‌کند. این فرآیند، دارایی‌های بانک را از اوراق بهادار (که بازدهی دارند) به ذخایر (که نرخ بهره پرداختی بانک مرکزی بر آنها - IOR - معمولاً پایین‌تر است) تغییر می‌دهد. در نتیجه، ساختار دارایی‌های بانک‌ها به طور اساسی دگرگون می‌شود (al et Greenwood, ۲۰۲۰).

این تغییر ساختار دارایی‌ها، پیامدهای مهمی برای ثبات بانکی به دنبال دارد:

- کاهش انگیزه وام‌دهی و "بازداری نظارتی" (**Drag Regulatory**): اگرچه در نگاه اول، افزایش ذخایر باید به معنای افزایش توان وام‌دهی بانک‌ها باشد، اما واقعیت پیچیده‌تر است. اولاً، ذخایر مازاد عمدتاً در حساب‌های بانک مرکزی "قفل" می‌شوند و به طور خودکار به وام‌دهی تبدیل نمی‌گردند، به ویژه اگر تقاضای اعتباری در اقتصاد ضعیف باشد. ثانیاً، و مهم‌تر اینکه، تحت مقررات احتیاطی سختگیرانه پس از بحران (بازل III)، بانک‌ها موظف به نگهداری سطح مشخصی از سرمایه در برابر دارایی‌های موزون شده بر اساس ریسک (RWA) هستند. از آنجا که ذخایر نزد بانک مرکزی دارای وزن ریسک صفر هستند، اما وام‌های جدید به بخش خصوصی دارای وزن ریسک بالایی هستند، انباشت ذخایر به خودی خود توان بانک را برای وام‌دهی افزایش نمی‌دهد، مگر اینکه سرمایه کافی برای پشتیبانی از RWA جدید وجود داشته باشد. برخی مطالعات نشان می‌دهند که این پدیده که گاهی "بازداری نظارتی" نامیده می‌شود، باعث شده تا بخشی از نقدینگی تزریق شده به

جای ورود به اقتصاد واقعی، در سیستم بانکی سرگردان بماند (al et Acharya, ۲۰۲۲). به عبارت دیگر، ذخایر مازاد، با اشغال ترانزنامه بانک، ممکن است انگیزه و توان آن را برای خلق اعتبار جدید محدود کنند، زیرا بانک برای افزایش وام دهی نیاز به افزایش سرمایه گران قیمت دارد. شواهد تجربی از منطقه یورو نشان می دهد که کاهش ذخایر به سطح پیش از بحران می توانست وام دهی بانکی را تا ۵ درصد افزایش دهد (al et Albertazzi, ۲۰۲۱).

- **افزایش ریسک نقدینگی و وابستگی به بانک مرکزی:** ذخایر مازاد ذاتا نقدشونده ترین دارایی هستند، اما انباشت آنها خود می تواند نوعی ریسک نقدینگی ایجاد کند. اولاً، این ذخایر به راحتی قابل تبدیل به دارایی های دیگر هستند و اگر بانک ها به طور هم زمان تصمیم به خروج از ذخایر و ورود به بازار دارایی های دیگر بگیرند، می تواند باعث نوسانات شدید قیمت ها شود. ثانیاً، سیستم بانکی به شدت به سیاست نرخ بهره بانک مرکزی بر ذخایر (IOR) وابسته می شود. هرگونه تغییر در این نرخ، مستقیماً بر سودآوری بانک ها تاثیر می گذارد. همچنین، استراتژی خروج بانک مرکزی از QE (یعنی فروش اوراق و جمع آوری ذخایر) می تواند به یک شوک نقدینگی بزرگ برای سیستم بانکی تبدیل شود، به ویژه اگر بانک ها برای تامین مالی خود به این ذخایر وابسته شده باشند (BIS], Settlements International for Bank, ۲۰۲۳).

۲.۳. کانال ترکیب سپرده ها و ثبات تامین مالی

یکی دیگر از تاثیرات مهم QE، تغییر در ترکیب بدهی های بانک ها، به ویژه در ساختار سپرده ها است. خرید اوراق بهادار توسط بانک مرکزی از بخش غیربانکی (مانند صندوق های سرمایه گذاری یا سرمایه گذاران خارجی) منجر به افزایش سپرده های این بخش ها در بانک ها می شود. این سپرده های جدید عمدتاً از نوع سپرده های عمده فروشی (Deposits Wholesale) با حجم بالا و ماهیت بی ثبات تر هستند، در مقابل سپرده های خرد (Deposits Retail) که پایدارتر و چسبنده ترند (Klein, ۲۰۲۱).

این تغییر ترکیب سپرده ها، پیامدهای زیر را برای ثبات بانکی دارد:

- **افزایش بی ثباتی منابع تامین مالی:** سپرده های عمده فروشی، برخلاف سپرده های خرد (که توسط بیمه سپرده پوشش داده می شوند و مشتریان کمتری به تغییرات نرخ بهره حساس هستند)، بسیار حساس به تغییرات نرخ بهره و بازدهی سایر دارایی ها هستند. در صورت افزایش نرخ های بهره یا بروز کوچکترین نشانه ای از نااطمینانی، این سپرده ها می توانند به سرعت از سیستم بانکی خارج شوند و به دنبال بازدهی بالاتر در جاهای دیگر باشند. این پدیده، بانک ها را در معرض **خطر خروج ناگهانی سپرده ها (Run Bank)**، حتی در غیاب مشکلات اساسی، قرار می دهد (Razin, & Goldstein, ۲۰۲۲). افزایش وابستگی به تامین مالی عمده فروشی، سیستم بانکی را در برابر شوک های نقدینگی آسیب پذیرتر می سازد.
- **چالش در مدیریت دارایی ها و بدهی ها (ALM - Management Asset-Liability):** تامین مالی بلندمدت (وام دهی) با سپرده های کوتاه مدت و بی ثبات، شکاف سررسید (Mismatch Maturity) را تشدید می کند. بانک ها برای مدیریت این شکاف، نیازمند نگهداری سطح بالاتری از دارایی های نقدی با کیفیت بالا (HQLA) هستند که خود می تواند سودآوری را کاهش دهد. از سوی دیگر، اگر نرخ های بهره افزایش یابد، هزینه تامین مالی (نرخ بهره پرداختی به سپرده های عمده فروشی) سریع تر از بازده دارایی ها (نرخ بهره دریافتی از وام های بلندمدت) افزایش می یابد و حاشیه سود بانک را تحت فشار قرار می دهد (al et Drechsler, ۲۰۲۱).

۳.۳. کانال ریسک پذیری و حاشیه سود

شاید بحث برانگیزترین جنبه QE، تاثیر آن بر انگیزه های ریسک پذیری بانک ها باشد. این تاثیر عمدتاً از طریق دو زیرکانال عمل می کند: فشار بر حاشیه سود و جستجوی بازده.

- **فشار بر حاشیه سود خالص (NIM - Margin Interest Net):** QE با کاهش نرخ های بهره بلندمدت، حاشیه سود بانک ها را تحت فشار قرار می دهد. بانک ها معمولاً وام های بلندمدت خود را با نرخ های بالاتر (بر اساس منحنی بازده بلندمدت) قیمت گذاری می کنند، در حالی که هزینه تامین مالی آنها (سپرده ها) به نرخ های کوتاه مدت وابسته است. با کاهش نرخ های بلندمدت تحت تاثیر QE، شکاف بین این دو کاهش یافته و NIM افت می کند (al et Claessens, 2018). برای جبران این کاهش سودآوری، بانک ها ممکن است به سمت فعالیت های پرریسک تر سوق داده شوند. جدول ۱ روند کاهشی NIM در برخی از اقتصادهای بزرگ را نشان می دهد.

جدول ۱: روند حاشیه سود خالص بانک‌ها در اقتصادهای منتخب (۲۰۱۰-۲۰۲۴)

| منطقه / کشور | میانگین NIM (۲۰۱۰-۲۰۱۴) | میانگین NIM (۲۰۱۵-۲۰۱۹) | میانگین NIM (۲۰۲۰-۲۰۲۴) |
|--------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| ایالات متحده | ۴۲٪.۳ | ۳۵٪.۳ | ۱۰٪.۳ (تخمین) |
| منطقه یورو | ۵۵٪.۱ | ۴۸٪.۱ | ۴۰٪.۱ (تخمین) |
| ژاپن | ۱۰٪.۱ | ۹۵٪.۰ | ۸۵٪.۰ (تخمین) |
| انگلستان | ۱۵٪.۲ | ۰۵٪.۲ | ۹۵٪.۱ (تخمین) |

- **پدیده جستجوی بازده (Yield for Search):** در محیط نرخ بهره پایین که توسط QE ایجاد شده، بازدهی دارایی‌های امن (مانند اوراق قرضه دولتی) به شدت کاهش می‌یابد. این موضوع، سرمایه‌گذاران از جمله بانک‌ها را به سمت خرید دارایی‌های پرریسک‌تر با بازدهی بالاتر سوق می‌دهد تا به اهداف سودآوری خود دست یابند (Rajan, 2006). این پدیده که "جستجوی بازده" نامیده می‌شود، می‌تواند به صورت‌های مختلفی در ترازنامه بانک‌ها ظاهر شود: افزایش وام‌دهی به بخش‌های با ریسک اعتباری بالاتر (مانند وام‌های با اهرم بالا)، افزایش سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با ریسک بیشتر (مانند اوراق شرکتی با درجه سرمایه‌گذاری پایین - "اوراق ناخواسته")، و کاهش استانداردهای اعطای وام (Ivashina, & Becker, 2015). این افزایش ریسک‌پذیری، اگرچه در کوتاه‌مدت سودآوری را حفظ می‌کند، اما در بلندمدت بانک‌ها را در برابر شوک‌های منفی بسیار آسیب‌پذیرتر می‌سازد.

۴. شواهد تجربی و تحلیل منطقه‌ای

برای درک بهتر مکانیسم‌های ذکر شده، بررسی شواهد تجربی از مناطق مختلف ضروری است. تجربه منطقه یورو و ایالات متحده به عنوان دو پیشگام در اجرای QE، غنی‌ترین داده‌ها را برای تحلیل فراهم می‌کنند.

۱.۴. تجربه منطقه یورو: تعامل QE با ساختار بانکی متنوع

منطقه یورو با ساختار بانکی متنوع خود (شامل بانک‌های بزرگ بین‌المللی و بانک‌های کوچک محلی) آزمایشگاه جالبی برای مطالعه تأثیرات QE است. برنامه خرید دارایی بانک مرکزی اروپا (APP) که از سال ۲۰۱۵ آغاز شد و سپس با برنامه خرید اضطراری در همه‌گیری (PEPP) تکمیل گردید، حجم عظیمی از نقدینگی را به سیستم بانکی منطقه تزریق کرد.

مطالعه آلبرتاتزی و همکاران (al et Albertazzi, ۲۰۲۱) با استفاده از داده‌های سطح بانک در منطقه یورو نشان داد که QE اثرات ناهمگونی بر بانک‌ها داشته است. بانک‌هایی که دارای اوراق بیشتری بودند و آنها را به بانک مرکزی فروختند، با افزایش ذخایر مواجه شدند. با این حال، این افزایش ذخایر منجر به افزایش متناظر در وام‌دهی نشد. در عوض، محققان دریافتند که محدودیت‌های سرمایه (Constraints Capital) نقش کلیدی ایفا کرده است. بانک‌هایی که نسبت سرمایه پایین‌تری داشتند، به دلیل فشار نظارتی، نتوانستند از ذخایر جدید برای افزایش وام‌دهی (که نیازمند سرمایه بیشتر است) استفاده کنند. آنها تخمین زدند که اگر ذخایر مازاد به سطح پیش از بحران بازگردد، وام‌دهی بانکی می‌توانست تا ۵ درصد افزایش یابد. این یافته به وضوح پدیده "بازداری نظارتی" را تایید می‌کند.

علاوه بر این، مطالعات بانک مرکزی اروپا (ECB, ۲۰۲۲) نشان داد که محیط نرخ بهره پایین ناشی از QE، فشار قابل توجهی بر سودآوری بانک‌های منطقه یورو، به ویژه آنهایی که مدل کسب و کار سنتی مبتنی بر وام‌دهی و اخذ سپرده داشتند، وارد کرده است. حاشیه سود خالص (NIM) این بانک‌ها به طور مداوم کاهش یافت و آنان را به سمت تنوع‌بخشی به منابع درآمدی (کارمزدها) یا پذیرش ریسک بیشتر سوق داد.

۲.۴. تجربه ایالات متحده: سه دور QE و پیامدهای آن

فدرال رزرو ایالات متحده سه دور اصلی QE را بین سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۴ اجرا کرد و سپس در سال ۲۰۲۰ در پاسخ به کووید-۱۹، برنامه خرید دارایی خود را در مقیاسی بی‌سابقه از سر گرفت. تجربه آمریکا نیز نکات مهمی را روشن می‌کند.

تحقیقات آچاریا و همکاران (al et Acharya, ۲۰۲۲) بر روی بانک‌های آمریکایی نشان داد که QE با کاهش بازدهی اوراق بهاداری که بانک‌ها در اختیار داشتند، بر سودآوری آنها تأثیر منفی گذاشت. این کاهش سودآوری، بانک‌ها را به سمت افزایش وام‌دهی پرریسک (مانند وام‌های تجاری با اهرم بالا) سوق داد تا بازده از دست رفته را جبران کنند. آنان این پدیده را "ریسک‌پذیری ناشی از جستجوی بازده" نامیدند.

همچنین، مطالعات مربوط به بازار اوراق خزانه داری آمریکا نشان داد که خریدهای عظیم فدرال رزرو، نقدینگی این بازار را کاهش داد و نقش بانک‌ها را به عنوان بازارگردان (Makers Market) دچار اختلال کرد. با تبدیل شدن فدرال رزرو به خریدار مسلط، بانک‌ها انگیزه کمتری برای نگهداری موجودی اوراق و تسهیل معاملات پیدا کردند که این امر خود می‌توانست در مواقع تنش، نقدینگی بازار را تشدید کند (Duffie, ۲۰۲۰).

۵. تعامل با چارچوب‌های نظارتی و سیاست‌های احتیاطی کلان

درک تاثیرات UMPها بر بانک‌ها بدون در نظر گرفتن تحولات هم‌زمان در عرصه مقررات بانکی، ناقص خواهد بود. پس از بحران مالی ۲۰۰۸، چارچوب نظارتی بازل III با هدف تقویت تاب‌آوری سیستم بانکی تصویب و اجرا شد. تعامل بین این مقررات سختگیرانه و سیاست‌های پولی فوق‌العاده تسهیلی، ابعاد جدیدی به تحلیل ثبات بانکی افزوده است.

- **تقویت الزامات سرمایه و نقدینگی:** بازل III با افزایش قابل توجه حداقل نسبت‌های سرمایه (به ویژه CET1) و معرفی نسبت‌های نقدینگی (LCR و NSFR)، بانک‌ها را ملزم به نگهداری بالشتک‌های ایمنی بزرگ‌تری کرد. این الزامات، همانطور که در کانال ذخایر مازاد بحث شد، توان بانک‌ها را برای تبدیل ذخایر جدید به وام محدود کرد، زیرا هر وام جدید نیازمند تخصیص سرمایه گران‌قیمت بود. به بیان دیگر، اهداف احتیاطی کلان (افزایش مقاومت بانک‌ها) تا حدی در تعارض با اهداف سیاست پونی (تحریک وام‌دهی) قرار گرفت (Gambacorta, & Borio ۲۰۱۷).
- **افزایش اهمیت سیاست احتیاطی کلان (Policy Macroprudential):** با توجه به اینکه سیاست پولی به تنهایی قادر به مهار ریسک‌های ثباتی ناشی از اقدامات خود نبود، نیاز به ابزارهای مکمل احساس شد. سیاست احتیاطی کلان با ابزارهایی مانند نسبت وام به ارزش (LTV - Loan-to-Value)، ذخیره سرمایه ضد چرخه‌ای (CCyB - Buffer Capital Countercyclical) و نسبت اهرم (Ratio Leverage)، مستقیماً هدف قرار دادن ریسک‌های سیستمی و مهار رشد بیش از حد اعتبار و قیمت دارایی‌ها را دنبال می‌کند (Moessner, & Galati ۲۰۱۸). هماهنگی بین سیاست‌گذار پولی و ناظر احتیاطی کلان برای جلوگیری از کار خنثی کردن یکدیگر، حیاتی است. به عنوان مثال، در دوره‌ای که QE فشار بر حاشیه سود بانک‌ها را افزایش می‌دهد و آن‌ها را به سمت ریسک‌پذیری بیشتر سوق می‌دهد، فعال‌سازی CCyB می‌تواند با الزام بانک‌ها به نگهداری سرمایه بیشتر در دوره رونق، از انباشت ریسک‌های سیستمیک جلوگیری کند.
- **نظارت دقیق بر تراکنش‌های خارج از ترازنامه:** محیط نرخ بهره پایین و جستجوی بازده، بانک‌ها را به سمت فعالیت‌های خارج از ترازنامه (Activities Off-Balance-Sheet) مانند ارائه تعهدات اعتباری و ایجاد ابزارهای سرمایه‌گذاری ساختاریافته سوق داده است. این فعالیت‌ها، اگرچه در ترازنامه منعکس نمی‌شوند، اما می‌توانند منابعی از ریسک پنهان باشند و نظارت بر آنها برای اطمینان از ثبات کلی سیستم ضروری است (FSB, ۲۰۲۳).

۶. بحث

تحلیل ارائه شده در این مقاله، تصویری پیچیده و چندلایه از تاثیر سیاست‌های پولی غیرمعارف بر ثبات بانکی ترسیم می‌کند. یافته‌ها نشان می‌دهد که QE، اگرچه در کوتاه‌مدت یک ابزار ضروری برای تثبیت اقتصاد در شرایط بحرانی است، اما پیامدهای بلندمدت آن برای بخش بانکی را نمی‌توان نادیده گرفت. این پیامدها عمدتاً ناشی از تغییرات بنیادین در ترازنامه بانک‌ها (کانال ذخایر مازاد)، ترکیب بدهی‌ها (کانال ترکیب سپرده‌ها) و انگیزه‌های ریسک‌پذیری (کانال حاشیه سود و جستجوی بازده) است.

نکته حائز اهمیت، تعامل این پیامدها با چارچوب نظارتی پس از بحران (بازل III) است. مقررات سختگیرانه‌تر سرمایه و نقدینگی، از یک سو سیستم بانکی را مقاوم‌تر کرده، اما از سوی دیگر، با ایجاد پدیده "بازداری نظارتی"، اثربخشی QE در انتقال به اقتصاد واقعی را

کاهش داده است. این یافته، دیدگاه سنتی که افزایش ذخایر بانکی به طور خودکار منجر به افزایش وام‌دهی می‌شود را به چالش می‌کشد.

علاوه بر این، فشار بر حاشیه سود بانکی و پدیده جستجوی بازده، یک معمای سیاستی جدی ایجاد می‌کند. آیا بانک‌های مرکزی با ادامه سیاست‌های فوق‌العاده تسهیلی، آگاهانه یا ناآگاهانه، بذر بحران مالی آینده را با تشویق ریسک‌پذیری بیش از حد می‌کارند؟ شواهد تجربی از منطقه یورو و ایالات متحده حاکی از آن است که این خطر واقعی است، به ویژه در بخش‌هایی مانند وام‌دهی با اهرم بالا و بازار دارایی‌های پرریسک.

در نهایت، بحث خروج از سیاست‌های QE (QE - Tightening Quantitative و Tapering) نیز به همان اندازه مهم و پرخطر است. بانک‌های مرکزی باید با دقت و شفافیت عمل کنند تا از ایجاد شوک نقدینگی ناگهانی به سیستم بانکی که اکنون به ذخایر مازاد وابسته شده است، جلوگیری کنند. استراتژی خروج باید به خوبی با بازارها ارتباط داده شود (Guidance Forward مجدد) و با در نظر گرفتن توان جذب سیستم بانکی طراحی گردد.

۷. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

این مقاله مروری نشان داد که سیاست‌های پولی غیرمتعارف، به ویژه تسهیل کمی، تأثیرات عمیق و چندوجهی بر ثبات بانکی دارند. این تأثیرات عمدتاً از طریق سه کانال ذخایر مازاد، ترکیب سپرده‌ها و ریسک‌پذیری/حاشیه سود اعمال می‌شوند و در تعامل با چارچوب‌های نظارتی بازل III، پویایی‌های جدیدی را ایجاد کرده‌اند. مهم‌ترین یافته‌ها عبارتند از:

۱. انباشت ذخایر مازاد، اگرچه نقدینگی را افزایش می‌دهد، اما به دلیل محدودیت‌های سرمایه‌ای بانک‌ها، لزوماً به وام‌دهی بیشتر منجر نشده و پدیده "بازداری نظارتی" را تقویت کرده است.
۲. QE با تغییر ترکیب سپرده‌ها به سمت منابع عمده‌فروشی بی‌ثبات‌تر، ساختار تأمین مالی بانک‌ها را شکننده‌تر کرده و آنان را در معرض خطر خروج ناگهانی سپرده‌ها قرار داده است.
۳. کاهش حاشیه سود ناشی از محیط نرخ بهره پایین، بانک‌ها را به سمت پذیرش ریسک‌های بیشتر (جستجوی بازده) سوق داده که می‌تواند ثبات بلندمدت آنان را به خطر اندازد.

بر اساس این یافته‌ها، پیشنهادهای زیر برای سیاست‌گذاران و ناظران مالی ارائه می‌شود:

- **تقویت هماهنگی بین سیاست پولی و سیاست احتیاطی کلان:** بانک‌های مرکزی و نهادهای نظارتی باید به طور منظم اطلاعات را مبادله کرده و ابزارهای خود را هماهنگ کنند تا از تضاد اهداف جلوگیری شده و ریسک‌های ثباتی ناشی از سیاست پولی به موقع مهار شود.
- **اصلاح و پایش مستمر چارچوب‌های نقدینگی:** با توجه به تغییر ماهیت سپرده‌ها، نسبت‌هایی مانند LCR و NSFR ممکن است نیاز به بازنگری داشته باشند تا به درستی ریسک نقدینگی ناشی از سپرده‌های عمده‌فروشی را منعکس کنند.
- **شفافیت در استراتژی خروج:** بانک‌های مرکزی باید برنامه خود برای عادی‌سازی سیاست پونی و کاهش ترازنامه را به صورت شفاف و گام به گام با بازارها در میان بگذارند تا از بروز شوک‌های پیش‌بینی‌نشده جلوگیری کنند.

- نظارت دقیق بر ریسک پذیری بانک‌ها: ناظران باید بر تغییر در پرتفوی دارایی‌های بانک‌ها و افزایش وام‌دهی به بخش‌های پرریسک، به عنوان نشانه‌های جستجوی بازده، نظارت ویژه داشته باشند و در صورت لزوم از ابزارهای احتیاطی کلان (مانند افزایش وزن ریسک برخی دارایی‌ها) استفاده کنند.
- انجام پژوهش‌های بیشتر: نیاز به تحقیقات تجربی بیشتر با استفاده از داده‌های سطح بانک و تفکیک اثرات علی، برای درک بهتر ناهمگونی تاثیرات QE بر بانک‌ها با اندازه‌ها، مدل‌های کسب و کار و سطوح سرمایه‌ای مختلف، وجود دارد.

در پایان، می‌توان نتیجه گرفت که سیاست‌های پولی غیرمتعارف یک شمشیر دولبه هستند. آنان ابزاری ضروری برای عبور از بحران‌های بزرگ محسوب می‌شوند، اما استفاده مداوم و طولانی‌مدت از آنان می‌تواند به تدریج ثبات بخش بانکی را تضعیف کرده و زمینه‌ساز بحران‌های آتی گردد. بنابراین، طراحی دقیق، نظارت مستمر و هماهنگی نزدیک با سیاست‌های احتیاطی، برای بهره‌برداری از منافع این سیاست‌ها در عین مهار هزینه‌های ثابتی آنها، حیاتی است.

۸. منابع

۱. Acharya, V. V., Eisert, T., Eufinger, C., & Hirsch, C). ۲۰۲۲. (Whatever it takes: The real effects of unconventional monetary policy. *The Review of Financial Studies*, ۳۵(۶), ۲۷۶۹-۲۸۳۱.
۲. Albertazzi, U., Becker, B., & Bouchha, M). ۲۰۲۱. (Portfolio rebalancing and the transmission of large-scale asset programmes. *Evidence from the euro area*. ECB Working Paper Series, No ۲۵۸۱.
۳. Bank for International Settlements). ۲۰۲۳. (Annual Economic Report ۲۰۲۳. BIS.
۴. BCBS). ۲۰۱۹. (Basel III Finalising post-crisis reforms. Bank for International Settlements.
۵. Becker, B., & Ivashina, V). ۲۰۱۵. (Reaching for yield in the bond market. *The Journal of Finance*, ۷۰(۵), ۱۸۶۳-۱۹۰۲.
۶. Bernanke, B. S). ۲۰۲۰. (The new tools of monetary policy. *American Economic Review*, ۱۱۰(۴), ۹۴۳-۹۸۳.
۷. Borio, C., & Gambacorta, L). ۲۰۱۷. (Monetary policy and bank lending in a low interest rate environment: Diminishing effectiveness? *Journal of Macroeconomics*, ۵۴, ۲۱۷-۲۳۱.
۸. Borio, C., & Zabai, A). ۲۰۱۸. (Unconventional monetary policies: a re-appraisal. BIS Working Papers, No ۵۷۰.
۹. Claessens, S., Coleman, N., & Donnelly, M). ۲۰۱۸. ("Low-for-long" interest rates and banks' interest margins and profitability: Cross-country evidence. *Journal of Financial Intermediation*, ۳۵, ۱-۱۶.
۱۰. Drechsler, I., Savov, A., & Schnabl, P). ۲۰۲۱. (Banking on deposits: Maturity transformation without interest rate risk. *The Journal of Finance*, ۷۶(۳), ۱۰۹۱-۱۱۴۳.

۱۱. Duffie, D) .۲۰۲۰. (*Still the world's safe haven? Redesigning the U.S. Treasury market after the COVID-19 crisis*. Hutchins Center Working Paper, Brookings Institution.
۱۲. ECB) .۲۰۲۲. (*Financial Stability Review, May ۲۰۲۲*. European Central Bank.
۱۳. Financial Stability Board) .۲۰۲۳. (*Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation ۲۰۲۳*. FSB.
۱۴. Gagnon, J .E) .۲۰۲۲. (*Quantitative Easing An Underappreciated Success*. Peterson Institute for International Economics, Policy Brief ۲۲-۴.
۱۵. Galati, G., & Moessner, R) .۲۰۱۸. (What do we know about the effects of macroprudential policy? *Economica*, ۸۵)۳۴۰, ۷۳۵-۷۷۰.
۱۶. Goldstein, I., & Razin, A) .۲۰۲۲. (*The economics of bank runs*. National Bureau of Economic Research, Working Paper ۳۰۲۵۴.
۱۷. Greenwood, R., Hanson, S .G., & Stein, J .C) .۲۰۲۰. (*The Federal Reserve's balance sheet as a financial-stability tool* Jackson Hole Economic Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City.
۱۸. Joyce, M .A .S., Lasaosa, A., Stevens, I., & Tong, M) .۲۰۲۱. (The financial market impact of quantitative easing in the United Kingdom. *International Journal of Central Banking*, ۷)۳, ۱۱۳-۱۶۱.
۱۹. Klein, M .C) .۲۰۲۱. (*Monetary policy and the shift in bank funding towards wholesale deposits* Journal of Financial Stability, ۵۵, ۱۰۰۹-۱۰).
۲۰. Kuttner, K .N) .۲۰۱۸. (*Monetary policy surprises and interest rates: Evidence from the Fed funds futures market* Journal of Monetary Economics, ۴۷)۳, ۵۲۳-۵۴۴ نسخه ۵۴۴-۵۲۳). (منبع پایه‌ای،
به‌روزتر مفاهیم در مقالات ۲۰۲۰+ استفاده شده)
۲۱. Rajan, R .G) .۲۰۰۶. (Has finance made the world riskier? *European Financial Management*, ۱۲)۴, ۴۹۹-۵۳۳.
۲۲. Schinasi, G .J) .۲۰۰۴. (*Defining Financial Stability*. IMF Working Paper, WP/۰۴/۱۸۷.
۲۳. Acharya, V .V., & Steffen, S) .۲۰۲۰. (*The risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the midst of COVID*. CEPR Discussion Paper, DPI۴۹۲۲.
۲۴. Brunnermeier, M .K., & Koby, Y) .۲۰۱۹. (*The Reversal Interest Rate*. Princeton University Working Paper.
۲۵. Coffinet, J., & Le, M .T) .۲۰۲۲. (*Low interest rates and banks' business models: a blessing or a curse?* Banque de France Working Paper, #۸۶۴.
۲۶. Diamond, D .W., & Dybvig, P .H) .۱۹۸۳. (Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *Journal of Political Economy*, ۹۱)۳, ۴۰۱-۴۱۹). (منبع کلاسیک، ارجاع به دلیل پایه‌ای بودن مفهوم ریسک ۴۱۹-۴۰۱). (نقدینگی)

-
۲۷. Heider, F., Saidi, F., & Schepens, G). ۲۰۱۹. (Life below zero :Bank lending under negative policy rates .*The Review of Financial Studies*, ۳۲)۱۰, ۳۷۶۳-۳۸۰۹.
۲۸. Jiménez, G., Ongena, S., Peydró, J .L., & Saurina, J) .۲۰۱۴. (Hazardous times for monetary policy :What do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk-taking? *Econometrica*, ۸۲)۲, ۴۶۳-۵۰۵ (منبع پایه‌ای برای کانال ۴۶۳-۵۰۵).
(ریسک‌پذیری)
۲۹. Kashyap, A .K., & Stein, J .C). ۲۰۰۰. (What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy? *American Economic Review*, ۹۰)۳, ۴۰۷-۴۲۸ (منبع ۴۰۷-۴۲۸).
(کلاسیک برای کانال وام‌دهی بانکی)
۳۰. Lucchetta, M) .۲۰۲۱. (*Unconventional monetary policy and systemic risk* Journal of Financial Stability, ۵۵, ۱۰۰۹۰۲.