



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Recherche mensuelle à la Banque du Canada

Novembre 2016

Ce bulletin mensuel présente les publications les plus récentes des économistes de la Banque. Le rapport inclut des études parues dans des publications externes et les documents de travail du personnel publiés sur le site Web de la Banque du Canada.

PUBLICATIONS

Dans la presse

Xu, Shaofeng, “Interpreting Volatility Shocks as Preference Shocks”, *Economics Letters*, Dec 2016, Volume 149, Pages 135–140

À paraître

Halaburda, Hanna, Mikolaj Piskorski & Pinar Yildirim, “Competing by Restricting Choice: The Case of Search Platforms”, *Management Science*

Paligorova, Teodora, & Joao A. C. Santos “Monetary Policy and Bank Risk-Taking: Evidence from the Corporate Loan Market”, *Journal of Financial Intermediation*

Zhao, Guihai, “Confidence, Bond Risks, and Equity Returns”, *Journal of Financial Economics*

DOCUMENTS DE TRAVAIL DU PERSONNEL

Cimon, David A., “Broker Routing Decisions in Limit Order Markets”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2016-50

Cociuba, Simona, Malik Shukayev & Alexander Ueberfeldt, “Managing Risk Taking with Interest Rate Policy and Macroprudential Regulations”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2016-47

Dong, Wei, James Fudurich & Lena Suchanek, “The Digital Economy—Insight from a Special Survey with IT Service Exporters”, Document d’analyse du personnel de la Banque du Canada 2016-21

Fung, Ben & Hanna Halaburda, “Central Bank Digital Currencies: A Framework for Assessing Why and How”, Document d’analyse du personnel de la Banque du Canada 2016-22

Karasik, Leonid, Danny Leung & Ben Tomlin, “Firm-Specific Shocks and Aggregate Fluctuations”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2016-51

Miyamoto, Wataru & Thuy Lan Nguyen, “Business Cycles in Small, Open Economies: Evidence from Panel Data Between 1900 and 2013”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2016-48

Schroth, Josef, “Supervising Financial Regulators”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2016-52

Schroth, Josef, “Capital Flows to Developing Countries: Is There an Allocation Puzzle?”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2016-53

Shukayev, Malik & Alexander Ueberfeldt, “Monetary Policy Tradeoffs Between Financial Stability and Price Stability”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2016-49

RÉSUMÉS

Interpreting volatility shocks as preference shocks

This paper examines the relationship between volatility shocks and preference shocks in an analytically tractable endogenous growth model with recursive preferences and stochastic volatility. I show that there exists an explicit mapping between volatility shocks and preference shocks, and a rise in volatility generates the same impulse responses of macroeconomic aggregates as a negative preference shock.

Competing by Restricting Choice: The Case of Search Platforms

We show that a two-sided platform can successfully compete by limiting the choice of potential matches it offers to its customers while charging higher prices than platforms with unrestricted choice. Starting from micro-foundations, we derive the strength and direction of network effect, and find that increasing the number of potential matches not only has a positive effect due to larger choice, but also a negative effect due to competition between agents on the same side. Agents with heterogeneous outside options resolve the trade-off between the two effects differently. For agents with a lower outside option, the competitive effect is stronger than the choice effect. Hence, these agents have higher willingness to pay for a platform restricting choice. Agents with a higher outside option prefer a platform offering unrestricted choice. Therefore, the two platforms may coexist without the market tipping. Our model may help explain why platforms with different business models coexist in markets using the stylized model of online dating.

Monetary Policy and Bank Risk-Taking: Evidence from the Corporate Loan Market

Our investigation of banks' corporate loan pricing policies in the United States over the past two decades finds that monetary policy is an important driver of banks' risk-taking incentives. We show that banks charge riskier borrowers (relative to safer borrowers) lower premiums in periods of easy monetary policy than in periods of tight monetary policy. This interest rate discount is robust to borrower-, loan-, and bank-specific factors, macroeconomic factors and various types of unobserved heterogeneity at the bank and firm levels. Using individual bank information about lending standards from the Senior Loan Officers Opinion Survey (SLOOS), we unveil evidence that the interest rate discount for riskier borrowers in periods of easy monetary policy is prevalent among banks with greater risk appetite. This finding confirms that the loan pricing discount we observe is indeed driven by the bank risk-taking channel of monetary policy.

Confidence, Bond Risks, and Equity Returns

We show that investor confidence (size of ambiguity) about future consumption growth is driven by past consumption growth and inflation. The impact of inflation on confidence has moved considerably over time and switched on average from negative to positive in 1997. Motivated by this evidence, we develop and calibrate a model in which the confidence process has discrete regime shifts, and find that the time-varying impacts of inflation on confidence enables the model to match the bond risks over different subperiods. The model can also account for stock and bond return predictability, correlation between price-dividend ratios and inflation, and other moments.

Broker Routing Decisions in Limit Order Markets

Cet article étudie principalement les conflits d'intérêts dans le marché du courtage. Les courtiers se trouvent devant un conflit d'intérêts lorsque les commissions qu'ils reçoivent des investisseurs diffèrent des coûts qu'exigent les différentes plateformes de négociation. L'auteur construit un modèle de négociation d'ordres à cours limité dans lequel les courtiers servent d'intermédiaires aux investisseurs qui souhaitent accéder aux marchés boursiers. Il constate que les courtiers préfèrent acheminer les ordres négociables vers des plateformes dont les frais liés à la demande de liquidité sont moindres, ce qui augmente la probabilité d'exécution sur ces plateformes et réduit les coûts d'antisélection. Lorsque les frais

associés à l'offre et à la demande de liquidité sont suffisamment différents, les courtiers transmettent les ordres favorisant l'offre de liquidité à des plateformes distinctes; ainsi, les investisseurs voient diminuer la probabilité d'exécution de leurs ordres et subissent des coûts d'antisélection plus élevés.

Managing Risk Taking with Interest Rate Policy and Macroprudential Regulations

Nous construisons un modèle dans lequel les montants des placements en actifs risqués effectués par un intermédiaire financier – la prise de risques – sont excessifs en raison d'une limitation de la responsabilité et de l'assurance-dépôts. Nous définissons également les instruments de politique qui permettent une prise de risques efficiente. Dans ce modèle étalonné, coordonner la politique de taux d'intérêt avec une réglementation macroprudentielle conditionnelle à l'état de l'économie – qu'il s'agisse de la réglementation des fonds propres, de celle du levier financier ou de l'impôt sur les bénéfices – permet d'atteindre l'efficacité. La politique de taux d'intérêt atténue la prise de risques excessifs en influant sur l'offre d'actifs sûrs pouvant servir de garanties, ainsi que sur leur rendement. Contrairement à la réglementation des fonds propres couramment utilisée, la réglementation du levier financier a des effets plus importants sur la prise de risques et nécessite le relèvement des taux d'intérêt.

The Digital Economy—Insight from a Special Survey with IT Service Exporters

Les technologies de l'information (TI) font de plus en plus partie intégrante de nos activités professionnelles et personnelles, sous l'effet de la transformation numérique permanente et accélérée de l'économie. Dans cette étude, nous présentons l'information recueillie lors d'une enquête menée auprès d'entreprises à vocation exportatrice du secteur canadien des services TI ainsi que de consultations auprès d'associations industrielles dans le but de mieux cerner ce secteur, petit mais très dynamique. L'enquête nous a permis de faire les principaux constats suivants : 1) les entreprises de services TI connaissent une forte croissance des ventes et sont généralement très optimistes quant à leurs perspectives, portées par les exportations vigoureuses qui représentent la plus grande partie de leurs ventes; 2) dans ce contexte, une immense majorité des entreprises considèrent que le niveau plus bas du dollar canadien est avantageux, puisqu'il leur permet de dégager des marges bénéficiaires plus importantes sur les exportations; 3) compte tenu de la nature du secteur, qui dépend fortement du savoir, les entreprises

déclarent investir davantage dans le capital humain que dans le capital physique. Cet état de fait se traduit souvent par une ferme intention d'embaucher du personnel et d'investir dans la recherche-développement. Dans certaines régions, les entreprises ont toutefois de la difficulté à recruter du personnel qualifié. Cette enquête apporte de premiers enseignements dans le cadre du programme que nous nous sommes fixé en vue de mieux comprendre les implications de la numérisation pour l'économie canadienne.

Central Bank Digital Currencies: A Framework for Assessing Why and How

Les monnaies numériques suscitent un vif intérêt depuis quelques années et sont susceptibles d'être adoptées à grande échelle comme moyens de paiement. Les autorités publiques et les banques centrales de partout dans le monde surveillent de près l'évolution de ces monnaies et étudient leurs implications pour l'économie, le système financier et les banques centrales. L'une des questions de politique importantes qui se posent aux autorités publiques, notamment les banques centrales, est de savoir si elles devraient ou non émettre leur propre monnaie numérique, que le grand public pourrait utiliser pour effectuer des paiements. Plusieurs arguments de politique publique plaident en faveur d'une monnaie numérique émise par une banque centrale. Le présent article propose un cadre visant à déterminer pourquoi une banque centrale devrait envisager l'émission d'une monnaie numérique et comment celle-ci pourrait être mise en place pour améliorer l'efficacité du système de paiement de détail.

Firm-Specific Shocks and Aggregate Fluctuations

Pour comprendre ce qui entraîne les fluctuations agrégées, de nombreux modèles macroéconomiques se tournent vers les chocs agrégés sans tenir compte de la contribution des chocs propres à l'entreprise. De récentes recherches menées par d'autres pays développés ont, toutefois, permis de constater que les fluctuations agrégées sont en partie attribuables aux chocs encaissés par les grandes entreprises. À l'aide de données sur des entreprises canadiennes, cet article examine la contribution des grandes entreprises aux fluctuations sectorielles de la production brute, de l'investissement et de l'emploi dans le secteur de la fabrication. Les données laissent supposer que les chocs encaissés par les grandes entreprises peuvent expliquer jusqu'à 46 % et 37 % des fluctuations de la production brute et de l'investissement, respectivement, sans toutefois contribuer aux fluctuations de l'emploi.

Business Cycles in Small, Open Economies: Evidence from Panel Data Between 1900 and 2013

Grâce à un nouvel ensemble de données sur 17 pays couvrant la période de 1900 à 2013, nous caractérisons les cycles économiques de petits pays développés et de pays en développement dans un modèle doté de frictions financières et d'une structure de chocs commune. Nous estimons le modèle pour les 17 pays collectivement en recourant à des méthodes bayésiennes. Nous constatons que les frictions financières constituent une caractéristique importante non seulement des pays en développement, mais aussi des petits pays développés. Par ailleurs, les cycles économiques des deux groupes de pays sont marqués par des chocs de productivité tendancielle. Les perturbations communes expliquent le tiers des fluctuations dans les petites économies ouvertes (qu'il s'agisse de pays développés ou de pays en développement), en particulier durant des phénomènes mondiaux importants.

Supervising Financial Regulators

Quelle latitude les autorités prudentielles nationales devraient avoir dans une union bancaire pour répondre à la demande de crédit sur leur territoire? Pour analyser cette question, nous utilisons un modèle dans lequel les autorités prudentielles nationales sont seules en mesure d'observer le rendement attendu de la forte activité des prêteurs. Puisque l'assurance dépôt ne peut être tarifée de façon équitable, les autorités ne supportent pas l'intégralité des coûts de défaillance associés à la forte activité des prêteurs. Pour autant, le rendement net obtenu au sein de l'union bancaire, déduction faite des coûts de défaillance, est au plus haut quand l'autorité supranationale tend davantage à récompenser les autorités prudentielles qu'à les pénaliser. Les autorités prudentielles qui réduisent l'activité des prêteurs se voient donner plus de latitude afin de favoriser une hausse des volumes du crédit. Dans les territoires où l'activité des prêteurs s'accroît, les autorités prudentielles pourraient toutefois ne pas être soumises à des restrictions dans l'exercice de leur discrétion.

Capital Flows to Developing Countries: Is There an Allocation Puzzle?

Les flux entrants d'investissements directs étrangers (IDE) présentent une relation positive avec la croissance dans l'ensemble des pays en

développement – tout comme l’excédent de l’épargne sur les investissements. Pour expliquer cette énigme bien connue, je m’intéresse au rôle joué par l’accès limité au crédit à la consommation dans les pays en développement ainsi qu’aux effets d’équilibre général. Dans mon modèle, les pays en développement à forte croissance accumulent des actifs sûrs, ce qui crée des sorties nettes de capitaux, malgré les flux entrants d’IDE. Le taux d’intérêt sans risque mondial baisse en conséquence, et la détention d’actifs sûrs diminue dans les pays en développement à faible croissance, ce qui se traduit par des entrées nettes de capitaux, en dépit des flux sortants d’IDE.

Monetary Policy Tradeoffs Between Financial Stability and Price Stability

Nous analysons l’incidence d’une politique de taux d’intérêt sur la stabilité financière dans un contexte de panique où les banques peuvent devoir rembourser un volume anormalement élevé de titres de dette, ce qui les obligerait à vendre des actifs à des prix de liquidation. Les frictions créées par le coût d’ajustement des prix et un risque de crise financière qui dépend de la conjoncture pourraient nécessiter un arbitrage entre la stabilité des prix et la stabilité financière. Appliquant une règle de Taylor qui incorpore une possible réaction de la politique monétaire face à l’évolution du passif à court terme des banques, nous constatons que les mesures de politique optimales font appel à l’outil supplémentaire pour soutenir l’investissement mais s’accompagnent d’une inflation plus élevée et d’une production volatile.