



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Recherche mensuelle à la Banque du Canada

FÉVRIER 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

À paraître

Altug, Sumru & Serdar Kabaca, “Search Frictions, Financial Frictions and Labor Market Fluctuations in Emerging Markets”, *Emerging Markets Finance and Trade*

Dahlhaus, Tatjana, “Monetary Policy Transmission during Financial Crises: An Empirical Analysis”, *Journal of Applied Econometrics*

Hernandez, Lola, Nicole Jonker, & Anneke Kosse, “Cash versus Debit Card: The Role of Budget Control”, *Journal of Consumer Affairs*

Imura, Yuko, “Endogenous Trade Participation with Price Rigidities”, *Journal of International Economics*

Wong, Russell Tsz-Nga, “Monetary Exchange and the Irreducible Cost of Inflation”, *Journal of Economic Theory*

DOCUMENTS DE TRAVAIL DU PERSONNEL

Cheung, Calista, & Dmitry Granovsky “New Housing Registrations as a Leading Indicator of the BC Economy”, Document de discussion du personnel de la Banque du Canada 2016-03

Fay, Robert & Maxime Leboeuf, “What Is Behind the Weakness in Global Investment?”, Document de discussion du personnel de la Banque du Canada 2016-05

Fique, Jose “A Microfounded Design of Interconnectedness-Based Macroprudential Policy”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2016-06

Gnocchi, Stefano & Luisa Lambertini “Monetary Commitment and the Level of Public Debt”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2016-03

Jo, Soojin & Rodrigo Sekkel, “Macroeconomic Uncertainty Through the Lens of Professional Forecasters”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2016-05

Kruger, Mark, Robert Lavigne, & Julie McKay “The Role of the International Monetary Fund in the Post-Crisis World”, Document de discussion du personnel de la Banque du Canada 2016-06

Pinnington, James & Maral Shamloo, “Limits to Arbitrage and Deviations from Covered Interest Rate Parity”, Document de discussion du personnel de la Banque du Canada 2016-04

Raykov, Radoslav “[To Share or Not to Share? Uncovered Losses in a Derivatives Clearinghouse](#)”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2016-04

Richards, Simon & Matthieu Verstraete “[Understanding Firms' Inflation Expectations Using the Bank of Canada's Business Outlook Survey](#)”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2016-07

RÉSUMÉS

Search Frictions, Financial Frictions and Labour Market Fluctuations in Emerging Markets

Dans cette étude, les auteurs se penchent sur le rôle joué par les marges extensive et intensive du travail dans le cadre d'un modèle du cycle économique incorporant une friction financière. Ils mettent en évidence des variations significatives des heures travaillées par ouvrier parmi de nombreux marchés émergents. Ils constatent, en outre, que l'emploi et les heures travaillées par ouvrier sont corrélés positivement entre eux, de même qu'avec la production. Ils montrent qu'un modèle intégrant des frictions d'appariement sur le marché du travail dans une petite économie ouverte ne peut expliquer ces régularités que lorsque l'effet de revenu est modéré, impliquant une faible réaction des salaires. Par ailleurs, l'introduction d'une friction financière, sous la forme d'exigences de fonds de roulement, permet au modèle d'expliquer les mouvements observés de variables du marché du travail comme l'emploi et les heures travaillées par ouvrier, ainsi que d'autres aspects particuliers du cycle économique dans les économies émergentes, tels que la cyclicité et la forte volatilité des salaires réels, de la part du travail et de la consommation.

Monetary Policy Transmission during Financial Crises: An Empirical Analysis

This paper studies the effects of a monetary policy expansion in the U.S. during times of financial crises. The analysis is carried out by introducing a Smooth Transition Factor Model where the transition between states (“normal” times and financial crises) depends on a financial condition index. The model is estimated using Bayesian MCMC methods. Employing a quarterly dataset over the period 1970Q1-2009Q2 containing 108 U.S. macroeconomic and financial time series, I find that a monetary expansion during financial crises

has stronger and more persistent effects on macroeconomic variables, such as output, consumption, and investment than during “normal” times. Differences in effects among the regimes seem to originate from non-linearities in the credit channel.

Cash versus Debit Card: The Role of Budget Control

Due to the financial crisis, an increasing number of households face financial problems. This may lead to an increasing need for monitoring spending and budgets. We demonstrate that both cash and the debit card are perceived as helpful in this respect. We show that, on average, consumers responsible for the financial decision making within a household find the debit card more useful for monitoring their household finances than cash. Individuals differ in major respects, however. In particular, low earners and the liquidity-constrained prefer cash as a monitoring and budgeting tool. Finally, we present evidence that at an aggregated level, such preferences strongly affect consumer payment behaviour. We suggest that the substitution of cash by cards may slow down because of the financial crisis. Also, we show that cash still brings benefits that electronic alternatives have been unable to match. This suggests that inclusion of enhanced budgeting and monitoring features in electronic payment instruments may encourage consumers to use them more frequently.

Endogenous Trade Participation with Price Rigidities

This paper investigates the interaction of endogenous export participation and nominal rigidities and its implications for the dynamics of intensive and extensive margins of trade. I develop a two-country dynamic stochastic general equilibrium model wherein firms make state-dependent decisions on entry and exit in the export market, and where price adjustments are staggered across firms and time. My model reveals that, when an aggregate shock has significant effects on optimal export prices, such as a shock to domestic productivity or monetary policy, it generates large responses in the number of exporters. These movements in turn amplify responses along the intensive margin of trade and international transmission of the shock. I trace this result to the micro-level price rigidities in my model. Because staggered price changes delay intensive margin adjustments among incumbent exporters following aggregate shocks, they permit sizable shifts in the profitability of export participation. Whereas such shifts are virtually eliminated in models of exporter entry and exit with flexible prices, here they are sufficient to induce quantitatively important movements along the extensive margin of trade.

Monetary Exchange and the Irreducible Cost of Inflation

This paper applies a mechanism design approach to construct a lower bound to the welfare cost of inflation that does not depend on quasi-linear preferences or details of how agents trade. An incentive-feasible trading protocol is derived to minimize the welfare loss subject to frictions rendering money essential. The welfare cost of inflation under this optimal protocol is the lower bound over all pairwise trading protocols of monetary exchange. In general, the first-best is not implementable, even under the Friedman's rule, patient agents and the optimal mechanism. Thus, the lower bound depends on fundamentals like preferences and technology. Finally, I estimate the irreducible cost of 10% inflation with the U.S. data from 1900 to 2000.

New Housing Registrations as a Leading Indicator of the BC Economy

Les données relatives aux logements mis en chantier et aux permis de bâtir servent souvent d'indicateurs avancés de l'activité économique. En Colombie-Britannique, tous les logements neufs doivent être enregistrés auprès du Bureau de la protection des propriétaires (Homeowner Protection Office), une division de BC Housing, avant la délivrance des permis de bâtir et le début des travaux. Les données sur les enregistrements de logements neufs pourraient donc éventuellement être utilisées comme un indicateur avancé encore plus précoce de l'activité économique. Dans la présente étude, les auteurs évaluent si ces données permettent de prédire l'activité économique en Colombie-Britannique. Ils constatent que les augmentations trimestrielles des nouveaux enregistrements concernant les maisons individuelles ont une valeur prédictive statistiquement significative de la croissance du PIB réel sur une période de un à trois trimestres et fournissent des indications plus claires comparativement aux données sur les logements mis en chantier et les permis de bâtir au cours de cette même période de prévision. Ces indications demeurent significatives pour ce qui est de la croissance du PIB réel sur les deux prochains trimestres, même en présence d'autres indicateurs avancés dans les équations. Toutefois, les prévisions faisant appel aux données trimestrielles sur les enregistrements de logements neufs et à d'autres indicateurs avancés donnent de moins bons résultats que les prévisions effectuées grâce à un modèle de référence simple dans le cadre d'un exercice de prévision hors échantillon. Ajouter la variable des enregistrements de logements neufs à une équation du processus autorégressif d'ordre 1, noté AR(1), produit néanmoins des prévisions qui sont supérieures à celles d'un simple modèle AR(1) et qui, pour un horizon d'un trimestre, obtiennent également de meilleurs résultats qu'un processus AR(1) intégrant les données sur les permis de bâtir.

What Is Behind the Weakness in Global Investment?

La reprise de l'investissement des entreprises privées à l'échelle mondiale reste anémique plus de sept ans après la crise financière. Notre étude contribue au débat actuel sur les causes de cette faiblesse en explorant le rôle des perspectives de croissance et de l'incertitude comme facteurs explicatifs de l'évolution de l'investissement privé non résidentiel dans les grandes économies avancées depuis la crise. L'intégration à des modèles d'investissement traditionnels de mesures des prévisions de croissance de la production et de l'incertitude entourant la demande mondiale accroît considérablement la capacité de ces modèles à expliquer la dynamique de la croissance de l'investissement. Nos résultats montrent que le pessimisme des entreprises quant à la vigueur de la demande future est en grande partie responsable de l'atonie générale de l'investissement. Un recul de l'incertitude a favorisé un léger redressement de l'investissement durant la période 2013-2014. De la même façon, l'assouplissement des conditions du crédit, la réduction des coûts d'emprunt et la croissance relativement plus forte des bénéficiaires ont facilité son redémarrage à compter de 2010. Deux conclusions importantes pour les perspectives mondiales d'investissement ressortent de nos résultats. Premièrement, le raffermissement anticipé de la croissance mondiale devrait contribuer à la reprise de l'investissement. Une décélération de l'activité dans les économies émergentes ou une croissance qui décevrait à nouveau les attentes dans les économies avancées pourrait cependant la limiter. Deuxièmement, le redressement en cours de l'investissement reste vulnérable à des chocs d'incertitude.

A Microfounded Design of Interconnectedness-Based Macroprudential Policy

Pour surmonter les défis associés aux banques d'importance systémique mondiale, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire recommande d'imposer à ces institutions une exigence de capacité additionnelle d'absorption des pertes. Dans cette optique, j'examine des exigences supplémentaires de fonds propres fondées sur des bases microéconomiques et conçues pour cibler la composante du risque systémique ayant trait à l'interconnectivité des banques. Ces exigences supplémentaires font augmenter les coûts d'établissement des liens interbancaires et ont ainsi un effet non monotone sur le bien-être. Si une interconnectivité réduite fait diminuer le bien-être en limitant la capacité des banques de se protéger contre un choc de liquidité, elle l'améliore par ailleurs en restreignant la contagion d'une

défaillance entre les établissements interreliés. Les autorités de réglementation doivent par conséquent trouver un arbitrage entre efficacité et stabilité financière. Je montre en outre que lorsque l'exposition à des risques extrêmes est une information détenue exclusivement par les banques, les exigences en fonds propres sont un instrument plus efficace que les contributions à un fond de défaut. En conclusion, j'analyse l'interaction entre, d'une part, les régimes de résolution et les obligations relatives à un financement stable et, de l'autre, ces exigences supplémentaires.

Monetary Commitment and the Level of Public Debt

Nous analysons les interactions entre une politique monétaire à laquelle l'autorité responsable n'entend pas déroger et une politique budgétaire discrétionnaire, à l'aide d'un modèle caractérisé par l'existence d'une dette publique, des dépenses publiques endogènes, des distorsions fiscales et des rigidités nominales. Les décisions d'ordre budgétaire sont susceptibles d'être infléchies, mais elles sont parfaites au sens de Markov. L'engagement des autorités monétaires à s'en tenir à une trajectoire des taux d'intérêt donne lieu à un niveau de dette unique. Ce niveau de dette est positif si la banque centrale adopte des stratégies en boucle fermée qui lui font relever le taux d'intérêt réel lorsque, en raison de la décision de l'autorité budgétaire de s'éloigner de la politique budgétaire annoncée, l'inflation observée dépasse le taux cible. Une adhésion plus stricte au régime de ciblage de l'inflation se traduit par une baisse de la dette et un accroissement du bien-être. Un taux d'intérêt calculé selon de simples règles de Taylor permet d'atteindre des niveaux de bien-être comparables à ceux obtenus par l'application de stratégies complexes en boucle fermée.

Macroeconomic Uncertainty Through the Lens of Professional Forecasters

Nous analysons l'évolution de l'incertitude macroéconomique aux États-Unis, à partir des erreurs de projection de différents indicateurs économiques. Celles-ci donnent des renseignements détaillés qui nous permettent de dégager une mesure subjective en temps réel de l'incertitude dans un cadre de référence simple. Nous avons à la fois modélisé et évalué l'incertitude macroéconomique (commune) et l'incertitude propre à quatre indicateurs, à l'aide d'un modèle factoriel à volatilité stochastique. D'après notre analyse, l'incertitude macroéconomique connaît trois pics principaux, qui coïncident avec les récessions de 1973-1975, de 1980 et de 2007-2009. Les autres récessions se caractérisent par une hausse de l'incertitude inhérente

à chacun des indicateurs. Pour la première fois dans la littérature, nous démontrons également que le choix de la cuvée de données influe considérablement sur l'importance relative des sauts dans la série d'incertitudes évaluées. En dernier lieu, loin d'instaurer une dynamique attentiste, l'incertitude macroéconomique observée a une incidence défavorable persistante sur l'activité économique réelle.

The Role of the International Monetary Fund in the Post-Crisis World

Le Fonds monétaire international (FMI ou Fonds) a connu une série de réformes et de changements d'orientation importants dans la foulée de la crise financière mondiale. Le fait le plus notable a été la ratification par les élus américains d'un amendement en décembre 2015, dont l'approbation avait été longtemps retardée et qui vise à renforcer la représentation des pays en développement au sein des organes de gouvernance du Fonds. La réforme essentielle des quotes-parts qui a été réalisée permet enfin de reprendre les discussions sur la question plus vaste et de plus en plus incontournable du rôle stratégique du FMI dans le monde d'après-crise. Notre étude se propose de relancer le débat en évaluant les récents changements et réformes, en circonscrivant les domaines où les progrès doivent se poursuivre et en soumettant des solutions. S'il est vrai que la direction du Fonds et le reste de son personnel ont accompli beaucoup depuis la crise financière mondiale, l'institution ne peut toutefois rester pertinente dans un système économique et financier en rapide évolution qu'au prix d'autres réformes portées par les États-membres. Les pays émergents sont encore sous-représentés et continuent à soupçonner le FMI d'avoir un parti pris contre eux. Cette méfiance diminue la valeur accordée à ses conseils, malgré l'augmentation des quotes-parts de ces pays et les actions entreprises pour accroître la qualité, l'efficacité et l'impartialité de la surveillance exercée par le FMI et de son activité de prêteur. Dans les économies avancées, où le Fonds a eu en général peu d'influence sur les politiques nationales, l'institution est confrontée à la double difficulté de gérer et de faire valoir son indépendance dans des programmes auxquels participent de grands actionnaires. Les réformes que nous proposons sont destinées à améliorer la représentation des États, à donner au FMI une véritable indépendance opérationnelle et à rehausser son rôle mobilisateur.

Limits to Arbitrage and Deviations from Covered Interest Rate Parity

Nous montrons que les écarts à court terme par rapport à la parité couverte des taux d'intérêt se sont creusés au premier semestre de 2015. Depuis la décision de la Banque nationale suisse de renoncer à sa politique de taux de change plancher, l'ampleur et la volatilité des écarts par rapport à cette parité se sont accrus pour plusieurs couples de devises. L'accroissement est particulièrement marqué pour les couples comprenant le franc suisse. Ces écarts diffèrent de ceux observés durant la crise financière. Nous avançons que ces écarts résultent d'une réduction de la liquidité des marchés des changes plutôt que de déséquilibres sur les marchés de financement internationaux : une contraction de l'offre de contrats à terme attribuable aux contraintes de capacité bilancielle des cambistes dans la foulée de la décision de la Banque nationale suisse s'est traduite par un large écart entre les cours acheteur et vendeur sur le marché à terme. Cette friction, qui s'observe spécifiquement sur le marché des changes plutôt que sur l'ensemble des marchés de financement, explique les écarts persistants par rapport à la parité des taux d'intérêt.

To Share or Not to Share? Uncovered Losses in a Derivatives Clearinghouse

L'étude analyse l'incidence qu'exerce la répartition des pertes résiduelles sur le volume de transactions et le bien-être des participants d'une contrepartie centrale. Deux mécanismes de répartition des pertes sont comparés, soit l'application de décotes aux plus-values sur marge de variation et les appels de fonds. Le degré optimal de répartition des pertes est étudié du point de vue privé et social. Dans le cas des pertes réparties au moyen du premier mécanisme, on constate que le volume des transactions est influencé par le degré de répartition des pertes et par la sensibilité aux risques des « intérêts en jeu ». En revanche, pour ce qui est du second mécanisme – les appels de fonds –, le degré de répartition des pertes n'a aucune incidence sur le volume des transactions; il influe par contre sur la probabilité qu'un appel de marge soit honoré, ce qui peut restreindre le recouvrement des fonds. Une analyse du bien-être est réalisée : elle définit les résultats du marché et les compare aux résultats obtenus en situation d'optimum social.

Understanding Firms' Inflation Expectations Using the Bank of Canada's Business Outlook Survey

Les anticipations d'inflation constituent un déterminant essentiel de l'inflation actuelle et future et entrent par conséquent en ligne de compte dans la conduite de la politique monétaire. À partir des données trimestrielles recueillies par la Banque du Canada auprès des firmes dans le cadre de son enquête sur les perspectives des entreprises, de 2001 à 2015, les auteurs examinent la façon dont les firmes forment ces anticipations. Les données sont agrégées pour établir un indice des anticipations d'inflation. Les résultats fondés sur cet indice montrent que les anticipations ne cadrent pas avec l'hypothèse de rationalité, mais sont cependant plus complexes que des attentes purement adaptatives. L'expérience propre à chaque firme, par exemple la dynamique des prix qu'elle prévoit payer (salaires ou intrants), exerce une influence marquée sur les anticipations agrégées. Les auteurs constatent aussi que les anticipations sont fortement et positivement corrélées avec les mouvements des prix du pétrole. Les résultats qui précèdent se confirment en grande partie au niveau de l'entreprise. L'estimation de spécifications tenant compte d'un changement structurel donne à penser que les anticipations d'inflation au Canada ont eu tendance à baisser depuis la Grande Récession. Toutefois, les données n'indiquent pas que les attentes des entreprises canadiennes ne soient plus ancrées.