



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

# Recherche mensuelle à la Banque du Canada

---

Octobre 2015

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 publiés sur le site Web de la Banque du Canada.

## PUBLICATIONS

### Dans la presse

Cunado, Juncal, Soojin Jo et Fernando Perez de Gracia, “[Macroeconomic Impacts of Oil Price Shocks in Asian Economies](#)”, *Energy Policy*, Volume 89, Novembre 2015, Pages 867-879

Bailliu, Jeannine, Cesaire Meh et Yahong Zhang, “[Macroprudential Rules and Monetary Policy when Financial Frictions Matter](#)” *Economic Modelling*, Volume 50, Novembre 2015, Pages 148-161

Froni, Claudia, Pierre Guerin et Massimiliano Marcellino, “[Markov-Switching Mixed-Frequency VAR Models](#)”, *International Journal of Forecasting*, Volume 31, Numéro 3, Octobre 2015, Pages 692-711

### À paraître

Bruneau, Gabriel et Kevin Moran, “[Exchange Rate Fluctuations and Labour Market Adjustments in Canadian Manufacturing Industries](#)”, *Canadian Journal of Economics*

Chiu, Jonathan et Thorsten Keoppl, “[Trading Dynamics with Adverse Selection and Search: Market Freeze, Intervention and Recovery](#)”, *Review of Economic Studies*

## DOCUMENTS DE TRAVAIL

Aizenman, Joshua, Martin Bijsterbosch, Matteo Falagiarda et Gurnain Pasricha, “[Domestic and Multilateral Effects of Capital controls in Emerging Markets](#)”, Document de travail de la Banque du Canada 2015-37

Binette, Andre, Daniel de Munnik et Julie Melanson, “[An Update - Canadian Non-Energy Exports: Past Performance and Future Prospects](#)” Document d’analyse de la Banque du Canada 2015-10

Cao, Shutao, Mohanad Salameh, Mai Seki et Pierre St-Amant, “[Trends in Firm Entry and New Entrepreneurship in Canada](#)”, Document d’analyse de la Banque du Canada 2015-11

Dahlhaus, Tatjana, Justin-Damien Guenette et Garima Vasishta, “[Nowcasting BRIC+M in Real Time](#)” Document de travail de la Banque du Canada 2015-38

Feunou, Bruno, Mohammad R. Jahan-Parvar et Cedric Okou, “[Downside Variance Risk Premium](#)” Document de travail de la Banque du Canada 2015-36

Khan, Mikael, Louis Morel et Patrick Sabourin, “A Comprehensive Evaluation of Measures of Core Inflation for Canada”, Document d’analyse de la Banque du Canada 2015-12

Khan, Mikael et Laurence Savoie-Chabot, “Exchange Rate Pass-Through to Consumer Process: Theory and Recent evidence”, Document d’analyse de la Banque du Canada 2015-9

Kryvtsov, Oleksiy et Rhys R. Mendes, “The Optimal Level of the Inflation Target: A Selective Review of the Literature and Outstanding Issues”, Document d’analyse de la Banque du Canada 2015-8

## RÉSUMÉS

### *Macroeconomic Impacts of Oil Price Shocks in Asian Economies*

This paper analyzes the macroeconomic impact of structural oil shocks in four of the top oil-consuming Asian economies, using a VAR model. We identify three different structural oil shocks via sign restrictions: an oil supply shock, an oil demand shock driven by global economic activity and an oil-specific demand shock. The main results suggest that economic activity and prices respond very differently to oil price shocks depending on their types. In particular, an oil supply shock has a limited impact, while a demand shock driven by global economic activity has a significant positive effect in all four Asian countries examined. Our finding also includes that policy tools such as interest rates and exchange rates help mitigating the effects of supply shocks in Japan and Korea; however, they can be more actively used in response to demands shocks.

### *Macroprudential Rules and Monetary Policy when Financial Frictions Matter*

This paper examines the interaction between monetary policy and macroprudential rules and whether policy makers should respond to financial imbalances. To address this issue, we build a dynamic general equilibrium model that features financial market frictions and financial shocks as well as standard macroeconomic shocks. We estimate the model using Canadian data. Based on these estimates, we show that it is beneficial to react to financial imbalances. The size of these benefits depends on the nature of the shock where the benefits are larger in the presence of financial shocks that have broader effects on the macroeconomy.

### *Markov-Switching Mixed-Frequency VAR Models*

This paper introduces regime switching parameters to the Mixed-Frequency VAR model. We begin by discussing estimation and inference for Markov-switching Mixed-Frequency VAR (MSMF-VAR) models. Next, we assess the finite sample performance of the technique in Monte-Carlo experiments. Finally, the MSMF-VAR model is used to predict GDP growth and business cycle turning points in the euro area. Its performance is then compared with those of a number of competing models, including linear and regime switching mixed data sampling (MIDAS) models. The results suggest that MSMF-VAR models are particularly useful for estimating the status of economic activity.

### *Exchange Rate Fluctuations and Labour Market Adjustments in Canadian Manufacturing Industries*

We estimate the link between exchange rate fluctuations and the labour input of Canadian manufacturing industries. The analysis is based on a dynamic model of labour demand and the econometric strategy employs a panel two-step approach for cointegrating regressions. Our data is drawn from a panel of 20 manufacturing industries from the KLEMS database and covers a long sample period that includes two full cycles of appreciation and depreciation of the Canadian dollar. Our results indicate that exchange rate fluctuations have significant long-term effects on the labour input of Canada's manufacturing industries, especially so for trade-oriented industries, but that these long-term impacts only materialize gradually following shocks.

### *Trading dynamics with Adverse Selection and Search: Market Freeze, Intervention and Recovery*

We study trading dynamics in an asset market where the quality of assets is private information and finding a counterparty takes time. When trading ceases in equilibrium as a response to an adverse shock to asset quality, a government can resurrect trading by buying up lemons which involves a financial loss. The optimal policy is centred around an announcement effect where trading starts already before the intervention for two reasons. First, delaying the intervention allows selling pressure to build up thereby improving the average quality of assets for sale. Second, intervening at a higher price increases the return from buying an asset of unknown quality. It is optimal to intervene immediately at the lowest price when the market is sufficiently important. For less important markets, when

the shock to quality and search frictions are small, it is optimal to rely on the announcement effect. Here delaying the intervention and fostering the effect by intervening at the highest price tend to be complements.

### *Domestic and Multilateral Effects of Capital Controls in Emerging Markets*

Au moyen d'un nouvel ensemble de données sur les mesures de contrôle des capitaux adoptées dans 17 économies de marché émergentes au cours de la période 2001-2011, les auteurs apportent un éclairage inédit sur les effets nationaux et multilatéraux (effets de débordement) des contrôles de capitaux. Les résultats obtenus en utilisant un modèle vectoriel autorégressif estimé sur des données de panel tendent à montrer que les mesures de contrôle des capitaux ont eu une incidence limitée sur les variables du triangle d'incompatibilité de Mundell, parce que les mouvements de capitaux des résidents contrebalancent les flux provenant des non-résidents et que les économies émergentes offrent de grandes possibilités d'investissement. Ces résultats font ressortir l'importance du contexte macroéconomique et le rôle de plus en plus évident des flux induits par les résidents dans la compréhension des déterminants de l'efficacité des mesures de gestion des entrées de capitaux. Le resserrement du contrôle des flux entrants par les BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud) a engendré des effets de débordement marqués, par le biais des prêts bancaires et des taux de change, tout particulièrement après 2008 alors que les liquidités abondaient à l'échelle mondiale. Ces effets auraient été plus fortement ressentis dans les BRICS et en Amérique latine. Il est à souligner que les résultats ne sont pas sensibles aux spécifications retenues.

### *An Update - Canadian Non-Energy Exports: Past Performance and Future Prospects*

Face au recul persistant des parts de marché du Canada aux États-Unis, Binette, de Munnik et Gouin-Bonenfant (2014) ont étudié l'évolution individuelle de 31 catégories de biens non énergétiques canadiens. Près de la moitié des biens examinés étaient appelés à tirer la reprise des exportations. Depuis, les exportations de biens non énergétiques se sont redressées : dans environ 8 cas sur 10, la croissance observée a été soit plus rapide que celle des variables de référence aux États-Unis, soit du même ordre. Par ailleurs, dans près de la moitié des catégories, la croissance est en train de s'accélérer. De nombreuses catégories de biens non énergétiques très sensibles aux mouvements de change sont à la base du regain constaté, car elles bénéficient de la dépréciation du dollar canadien. Une analyse plus fine révèle que des catégories de produits d'exportation

commencent à enregistrer un certain élan ou renouent avec le dynamisme après avoir atteint des niveaux bas. À l’opposé, des catégories de produits sensibles à la fluctuation des prix des matières premières ont été pénalisées par la faiblesse de l’activité et des cours.

### *Trends in Firm Entry and New Entrepreneurship in Canada*

Des données publiées récemment font ressortir une tendance à la baisse qui touche aussi bien le taux de création d’entreprises que le taux d’entrepreneuriat depuis le début des années 1980 au Canada. Les auteurs mettent en évidence cette tendance et en examinent les explications possibles. Une analyse structurelle-résiduelle montre que l’évolution des structures industrielles et démographiques au Canada n’explique pas les tendances à long terme à la baisse, bien que le vieillissement de la population motive en partie la diminution du taux d’entrepreneuriat depuis l’année 2000 environ. Les auteurs étudient aussi d’autres facteurs qui pourraient contribuer aux tendances observées : la concentration industrielle accrue, l’évolution des conditions sur le marché du travail, la hausse du surplus de rémunération lié à l’éducation post-secondaire et l’augmentation des dettes des étudiants. Une analyse plus exhaustive de ces facteurs pourrait faire l’objet d’études futures.

### *Nowcasting BRIC+M in Real Time*

Au cours des dix à quinze dernières années, les économies de marché émergentes ont pris une place grandissante dans la croissance du PIB mondial. C’est pourquoi il est important que les responsables des politiques publiques de ces pays, mais également ceux des économies avancées, disposent de prévisions rapides et exactes de l’activité économique actuelle et future dans les marchés émergents. Dans la présente étude, les auteurs ont recours à des modèles à facteurs dynamiques avancés pour prévoir, pour un horizon allant du passé récent au futur proche, le taux de croissance du PIB réel de cinq grands marchés émergents, soit le Brésil, la Russie, l’Inde, la Chine et le Mexique (pays du BRIC+M). Ces modèles permettent de traiter efficacement des séries de données dont les délais et la fréquence de parution ainsi que la longueur de la période d’observation sont différents, et ils conviennent particulièrement bien aux marchés émergents pour lesquels de nombreux indicateurs sont publiés après un long délai ou sont compilés depuis peu de temps seulement. De plus, la méthode utilisée permet aux auteurs d’extraire à l’aide des modèles de « nouveaux éléments d’information » à partir de la publication de nouvelles données, et d’évaluer l’incidence de cette information sur les révisions des prévisions pour la période en cours. Les résultats montrent que les modèles à facteurs dynamiques ont généralement un pouvoir prédictif supérieur aux modèles de référence univariés simples pour les pays du BRIC+M. Dans l’ensemble, les résultats

indiquent que les modèles à facteurs dynamiques fournissent des prévisions fiables de la croissance du PIB pour la période en cours dans les marchés émergents à l'étude.

### *Downside Variance Risk Premium*

Nous décomposons la prime de risque de la variance en primes de risque à la hausse et à la baisse. Ces composantes reflètent la rémunération, par le marché, des risques liés aux variations de la « bonne » et de la « mauvaise » incertitude. La différence entre les deux représente une mesure de la prime de risque d'asymétrie, laquelle rend compte de l'asymétrie des opinions au sujet des risques favorables ou défavorables. Nous déterminons de façon empirique que la prime de risque de la variance à la baisse est le principal élément de la prime de risque de la variance. Nous constatons qu'il existe une relation positive significative entre la prime de risque de la variance à la baisse et la prime de risque sur actions, et une relation négative significative entre la prime de risque d'asymétrie et la prime de risque sur actions. Un modèle simple d'équilibre des actifs fondé sur la consommation étaye notre décomposition.

### *A Comprehensive Evaluation of Measures of Core Inflation for Canada*

Dans cette étude, les auteurs évaluent l'utilité de diverses mesures de l'inflation fondamentale pour la conduite de la politique monétaire. À la lumière de toute une série de critères d'évaluation, ils constatent que les mesures traditionnelles à exclusion de composantes font plutôt pâle figure, ce qui s'explique en partie par leur incapacité à faire abstraction des chocs temporaires inattendus. En revanche, les mesures telles que la moyenne tronquée et la composante commune de l'IPC (indice des prix à la consommation) se démarquent avantageusement, car elles saisissent mieux les variations durables des prix et suivent habituellement l'évolution des déterminants macroéconomiques. Toutes les mesures de l'inflation fondamentale présentent toutefois des lacunes. Il y a donc lieu de surveiller un ensemble de mesures. Par ailleurs, il vaut mieux reconnaître les mesures de l'inflation fondamentale non comme des substituts, mais comme des compléments à l'analyse approfondie de l'inflation et des pressions sur la capacité de production, analyse qui vient éclairer le processus d'élaboration de la politique monétaire.

### *Exchange Rate Pass-Through to Consumer Process: Theory and Recent evidence*

Dans une économie ouverte comme le Canada, les mouvements du taux de change peuvent avoir une incidence considérable sur les prix à la consommation. Ce constat revêt une importance particulière dans le contexte actuel où le dollar canadien s'est fortement déprécié depuis la fin de 2012 par rapport à la devise américaine. Dans cette étude, les auteurs brossent un portrait des divers mécanismes par lesquels les variations du taux de change se répercutent sur les prix à la consommation et analysent les conséquences de ce phénomène de transmission pour la conduite de la politique monétaire. Ils décrivent ensuite certains des outils qu'utilise la Banque du Canada pour mesurer le degré de transmission des mouvements de change. En conclusion, ils examinent de plus près la situation actuelle au Canada et présentent un éventail de faits qui donnent à penser que la transmission des variations du taux de change a grandement influé sur la dynamique récente de l'inflation.

### *The Optimal Level of the Inflation Target: A Selective Review of the Literature and Outstanding Issues*

D'après les recherches effectuées à la Banque du Canada avant le dernier renouvellement de l'entente sur la maîtrise de l'inflation en 2011, les avantages découlant d'une cible inférieure à 2 % ne justifiaient pas le risque accru d'être contraints par la borne limitant à zéro les taux d'intérêt nominaux (la « borne du zéro »). L'expérience acquise et les analyses menées à l'échelle internationale depuis le renouvellement de 2011 ont confirmé l'importance de la borne du zéro. Bon nombre de banques centrales ont mis en place des mesures de politique monétaire non traditionnelles, mais la borne du zéro s'est révélée un obstacle à la réalisation des objectifs de politique monétaire plus grave et plus persistant que prévu. En outre, selon les analyses conduites à la Banque et ailleurs, les taux d'intérêt devraient à l'avenir être inférieurs en moyenne au niveau qu'ils affichaient pendant les vingt premières années du ciblage de l'inflation. Par conséquent, la probabilité d'être contraints par la borne du zéro est sans doute plus élevée qu'anticipé. Compte tenu de tous ces facteurs, une cible supérieure à 2 % devrait être considérée. Les auteurs présentent une vue d'ensemble de l'état actuel des connaissances ainsi que les principales questions en suspens entourant les avantages et les inconvénients d'une cible d'inflation supérieure.