



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

# Recherche mensuelle à la Banque du Canada

---

Juin 2014

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

- Tomlin, Ben, “Exchange Rate Fluctuations, Plant Turnover and Productivity”, *International Journal of Industrial Organization*, vol. 35 (juillet 2014), p. 12-28
- Alpanda, Sami et Adam Honig, “The impact of central bank independence on the performance of inflation targeting regimes”, *Journal of International Money and Finance*, juin 2014, vol. 44, p. 118-135
- Alpanda, Sami et Uluc Aysun, “International Transmission of Financial Shocks in an Estimated DSGE Model”, *Journal of International Money and Finance*, octobre 2014, vol. 47, p. 21-55
- Baumeister, Christiane et Lutz Kilian, “What Central Bankers Need to Know about Forecasting Oil Prices”, *International Economic Review*, vol. 55, n° 3, août 2014, p. 869-889
- Ehrmann, Michael, Benjamin Born et Marcel Fratzscher, “Central Bank Communication on Financial Stability”, *The Economic Journal*, vol. 124, n° 577, juin 2014, p. 701-734
- Santor, Eric et Lawrence Schembri, “Success under Pressure: The Bank of Canada and the Global Financial Crisis - Actions and Lessons”, *Crisis and Reform: Canada and the International Financial System*

### À Paraître

- Anand, Kartik, Ben Craig et Goetz von Peter, “Filling in the Blanks: Network Structure and Interbank Contagion”, *À venir - Finance quantitative*
- Baumeister, Christiane et Lutz Kilian, “Do Oil Price Increases Cause Higher Food Prices?”, *Politique économique*
- Baumeister, Christiane, Lutz Kilian et Pierre Guérin, “Do High-Frequency Financial Data Help Forecast Oil Prices? The MIDAS Touch at Work”, *International Journal of Forecasting*
- Ehrmann, Michael, “The pricing of G7 sovereign bond spreads - the times, they are a-changin’”, *Journal of Banking and Finance*
- Ehrmann, Michael, Chiara Osbat, Jan Strasky et Lenno Uusküla, “The euro exchange rate during the European sovereign debt crisis – dancing to its own tune?”, *Journal of International Money and Finance*

## DOCUMENTS DE TRAVAIL

- Bagnall, John, David Bounie, Kim Huynh, Anneke Kosse, Tobias Schmidt, Scott Schuh et Helmut Stix, “Consumer Cash Usage: A Cross-Country Comparison with Payment Diary Survey Data”, Document de travail de la Banque du Canada 2014-20
- Dahlhaus, Tatjana, “Monetary Policy Transmission during Financial Crises: An Empirical Analysis”, Document de travail de la Banque du Canada 2014-21

- Jiang, Janet Hua et Enchuan Shao, “[Understanding the Cash Demand Puzzle](#)”, Document de travail de la Banque du Canada 2014-22
- Ahnert, Toni, “[Rollover Risk, Liquidity and Macroprudential Regulation](#)”, Document de travail de la Banque du Canada 2014-23
- Chen, Heng, “[Sheep in Wolf’s Clothing: Using the Least Squares Criterion for Quantile Estimation](#)”, Document de travail de la Banque du Canada 2014-24
- Rempel, Mark, “[Improving Overnight Loan Identification in Payments Systems](#)”, Document de travail de la Banque du Canada 2014-25
- Chen, Heng, Marie-Hélène Felt et Kim Huynh, “[Retail Payment Innovations and Cash Usage: Accounting for Attrition Using Refreshment Samples](#)”, Document de travail de la Banque du Canada 2014-27
- Ehrmann, Michael, Damjan Pfajfar et Emiliano Santoro, “[Consumer Attitudes and the Epidemiology of Inflation Expectations](#)”, Document de travail de la Banque du Canada 2014-28
- Raykov, Radoslav, “[Optimal Margining and Margin Relief in Centrally Cleared Derivatives Markets](#)”, Document de travail de la Banque du Canada 2014-29
- Leboeuf, Maxime et Louis Morel, “[Forecasting Short-Term Real GDP Growth in the Euro Area and Japan Using Unrestricted MIDAS Regressions](#)”, Document d’analyse de la Banque du Canada 2014-3

## RÉSUMÉS

### *Exchange Rate Fluctuations, Plant Turnover and Productivity*

Dans une petite économie ouverte, les variations du taux de change réel peuvent influencer sur la rotation des usines, et donc sur la productivité globale, par les modifications qu’elles entraînent dans la configuration du marché. L’auteur élabore un modèle structurel qui reproduit l’incidence de la productivité individuelle des usines et des variations du taux de change réel sur les décisions des usines d’entrer dans un secteur ou d’en sortir, et les répercussions de ces décisions sur la productivité moyenne du secteur. À partir de données relatives à l’activité des usines dans un secteur particulier, l’auteur procède en deux étapes à l’estimation des paramètres dynamiques de son modèle au moyen de l’algorithme imbriqué mis au point par Aguirregabiria et Mira (2002) pour maximiser la pseudo-vraisemblance et par la méthode des moments simulés. Par des simulations du modèle, il étudie les effets des chocs touchant le processus de détermination des taux de change sur la productivité. Les résultats semblent révéler qu’au vu des mécanismes mis au jour dans le modèle, les dépréciations transitoires et permanentes ont, à long terme, des effets analogues sur la productivité sectorielle moyenne.

### *The impact of central bank independence on the performance of inflation targeting regimes*

Les auteurs examinent l'incidence d'un régime de ciblage de l'inflation sur le taux d'inflation dans les économies avancées et émergentes. Ils ne décèlent pas d'effets marqués dans les premières et n'observent que de minces avantages dans les pays émergents, ce qui est conforme aux conclusions d'études précédentes. Cependant, lorsqu'ils établissent une distinction en fonction du degré d'indépendance de la banque centrale, ils constatent que ces régimes ont une influence importante dans les économies émergentes où la banque centrale ne jouit pas d'une grande indépendance. Leurs résultats donnent donc à penser que cet aspect n'est pas une condition indispensable pour que l'adoption d'une cible d'inflation fasse diminuer sensiblement le taux d'inflation d'un pays. De plus, leurs résultats indiquent que la baisse de l'inflation enregistrée dans les pays où l'indépendance de la banque centrale est faible est attribuable, notamment, à la réduction des déficits budgétaires constatée après la mise en place de la cible d'inflation.

### *International Transmission of Financial Shocks in an Estimated DSGE Model*

Les auteurs étudient la propagation des chocs financiers entre les grandes économies. Les effets sont estimés dans le cadre d'une économie ouverte à deux régions représentée par un modèle EGDS qui incorpore des frictions sur les marchés du crédit. Le modèle de référence ne parvient pas à reproduire la forte corrélation entre les variables macroéconomiques de l'économie américaine et celles de la zone euro. En permettant, pour les besoins, une corrélation transrégionale des chocs financiers, les auteurs améliorent de beaucoup la capacité du modèle à répliquer les données. Ils perfectionnent le modèle en y intégrant des banques internationales et génèrent une corrélation transrégionale endogène des coûts d'emprunt. Les simulations font ressortir des effets de débordement considérables et montrent que la prise en compte des frictions dans les contrats financiers internationaux est importante si l'on veut mieux restituer la corrélation transrégionale élevée.

### *What Central Bankers Need to Know about Forecasting Oil Prices*

Les organismes internationaux et les banques centrales du monde entier se fondent couramment sur les prévisions du prix trimestriel réel du pétrole pour évaluer les perspectives économiques mondiales et nationales. Or, on ne sait pas quels modèles permettent le mieux de prévoir ce prix. Dans leur analyse, les auteurs innovent sur plusieurs points. Premièrement, ils s'emploient à combler un certain nombre des lacunes des modèles et des données servant à la prévision en temps réel du prix trimestriel du pétrole. Deuxièmement, ils présentent des modèles de prévision en temps réel non seulement pour le cours des bruts de référence américains, tels que le West Texas Intermediate, mais également pour le cours du Brent, de plus en plus considéré ces dernières années comme le meilleur indicateur des prix de l'or noir à l'échelle mondiale. Troisièmement, adoptant le point de vue de prévisionnistes de l'extérieur des États-Unis, ils exposent de nouvelles méthodes où la variable à prévoir est exprimée en unités de consommation de divers pays plutôt qu'en unités de consommation américaines. Ils évaluent par ailleurs les coûts et les avantages du recours à des paramètres variables dans le temps au sein de modèles vectoriels autorégressifs (VAR) ainsi qu'à des combinaisons de prévisions. Ils concluent que des modèles VAR bien conçus et estimés à l'aide de données mensuelles

gènèrent des prévisions trimestrielles du prix réel du pétrole d'une précision supérieure, dans l'ensemble, à celles issues d'une vaste gamme d'autres modèles, comme ceux basés sur l'utilisation des cours à terme ou sur une marche aléatoire et les modèles de régression établis à partir de données trimestrielles.

### *Central Bank Communication on Financial Stability*

Les banques centrales diffusent régulièrement de l'information au sujet de questions liées à la stabilité financière. Les auteurs s'interrogent sur l'incidence de telles communications sur les marchés financiers, à partir d'un ensemble unique de données réunissant plus de 1 000 livraisons de rapports sur la stabilité financière et discours publiés par 37 banques centrales au cours des 14 dernières années. Leurs résultats tendent à indiquer que les rapports sur la stabilité financière qui sont optimistes entraînent, sur les marchés boursiers, des rendements anormaux très positifs et susceptibles de durer, alors que les rapports pessimistes n'ont pas de retombées comparables. Les discours et les entrevues ont un effet plus faible sur les rendements lorsque le climat est calme, mais ils ont exercé une influence sur les marchés pendant la crise financière mondiale de 2007-2010.

### *Success under Pressure: The Bank of Canada and the Global Financial Crisis - Actions and Lessons*

La crise financière mondiale de 2008-2009 et la Grande Récession qui a suivi ont posé un défi sans précédent à la Banque du Canada et aux autres banques centrales relativement à leurs deux principales fonctions, qui portent sur la politique monétaire et la stabilité financière. Ces événements ont été les plus graves depuis la Grande Dépression des années 1930, époque à laquelle plusieurs banques centrales – dont la Banque du Canada – ont été fondées afin de contribuer à prévenir de nouvelles crises financières et à limiter les dégâts économiques qui en découlent. Les dirigeants des banques centrales étaient bien au fait des erreurs en matière de politique commises pendant la Grande Dépression, mais, malheureusement, cela n'a pas empêché la plus récente crise de se déclarer. Néanmoins, grâce à la mise en œuvre efficace d'un large éventail de mesures apparemment radicales, et en coordonnant leur action les unes avec les autres et avec les autorités budgétaires par l'entremise du nouveau Groupe des Vingt (G20), les banques centrales ont évité que la crise dégénère en une autre Grande Dépression.

### *Filling in the Blanks: Network Structure and Interbank Contagion*

Le réseau de liens financiers est important dans de nombreux segments des secteurs bancaire et financier. Pourtant, dans bien des cas, les liens bilatéraux ne sont pas observés et la méthode de l'entropie maximale est la plus couramment utilisée pour estimer les expositions au risque de contrepartie. Dans leur étude, les auteurs proposent une solution de rechange efficace qui combine des arguments relevant de la théorie de l'information et des arguments économiques pour créer des réseaux interbancaires hypothétiques plus réalistes qui préservent les principales caractéristiques du marché interbancaire original. La méthode consiste à tenir compte des liens les plus probables en fonction de la taille des expositions entre les banques, selon le total des prêts et des emprunts de chacune, afin de générer des réseaux ayant une densité minimale. Dans le contexte des tests de résistance, la méthode axée sur la densité minimale surestime la contagion, alors que celle de l'entropie maximale la sous-estime. En ayant recours aux deux

modèles en parallèle, on peut ainsi définir une fourchette utile qui délimite le coût attribuable aux tensions systémiques présentes dans le réseau interbancaire réel lorsque les expositions au risque de contrepartie sont inconnues.

### *Do Oil Price Increases Cause Higher Food Prices?*

Les hausses des prix des aliments au détail enregistrées aux États-Unis ces dernières années peuvent sembler importantes en termes nominaux. Toutefois, une fois rajustées de l'inflation, elles s'avèrent assez modestes, même après la modification, en 2006, des politiques américaines en matière de biocarburants. En comparaison, les augmentations des prix réels du maïs, du soja, du blé et du riz payés aux agriculteurs américains ont été plus prononcées, et peuvent être en partie liées à l'appréciation des prix réels du pétrole brut. Néanmoins, ce lien ne serait pas le fait de répercussions du renchérissement du pétrole, mais serait plutôt largement attribuable à des facteurs macroéconomiques qui influent à la fois sur les cours de l'or noir et sur les prix des produits de base agricoles. Selon les auteurs, rien ne permet d'affirmer que l'obligation d'incorporer dans l'essence de l'éthanol issu du maïs ait créé un lien étroit entre les marchés pétroliers et agricoles. De plus, le renchérissement des produits de base agricoles a joué un rôle limité dans la hausse des prix des aliments au détail aux États-Unis, étant donné la faible part que représentent ces produits dans le coût des denrées alimentaires. En somme, rien n'indique que les chocs pétroliers aient entraîné plus qu'une augmentation négligeable des prix des aliments au détail aux États-Unis ces dernières années. En outre, aucun élément n'étaye l'idée répandue selon laquelle le renchérissement des aliments au détail serait attribuable à un accroissement des coûts de traitement, d'emballage, de transport et de distribution causé par la hausse des prix du pétrole. Des résultats analogues ont été obtenus pour d'autres pays industrialisés. Cependant, il y a des raisons de s'attendre à ce que les prix plus élevés des produits de base alimentaires soient plus étroitement liés aux prix des aliments au détail dans les pays en développement.

### *Do High-Frequency Financial Data Help Forecast Oil Prices? The MIDAS Touch at Work*

Ces dernières années, on a observé un regain d'intérêt pour l'étude du lien entre les marchés financiers et pétroliers : à ce titre, les chercheurs se sont demandé si l'information en provenance des marchés financiers aide à prédire les prix réels du pétrole sur les marchés au comptant. Les données financières présentent un avantage évident pour prévoir les cours mensuels du pétrole : elles sont accessibles en temps réel selon une fréquence quotidienne ou hebdomadaire. Nous cherchons donc à déterminer le pouvoir de prévision de ces données en utilisant des modèles avec données à fréquence mixte. Nous montrons que, parmi toute une gamme de prédicteurs de haute fréquence, les variations cumulatives des stocks de pétrole brut aux États-Unis améliorent de manière appréciable et statistiquement significative, en temps réel, l'exactitude des prévisions. Le modèle d'échantillonnage de données de fréquence mixte (MIDAS) privilégié peut réduire l'erreur quadratique moyenne de prévision dans une proportion allant jusqu'à 28 %, si l'on compare avec la prévision du modèle de marche aléatoire. Il permet également de prévoir avec exactitude le sens des variations dans 73 % des cas, et cela, de manière statistiquement significative. Les prévisions établies grâce à ce modèle MIDAS sont également plus justes que celles issues d'un modèle vectoriel autorégressif basé sur des données de fréquence mixte en temps réel, mais elles ne sont pas systématiquement plus exactes que

les projections correspondantes fondées sur les stocks mensuels. Nous concluons que, généralement, le fait de ne pas tenir compte des données financières de haute fréquence dans la prévision des prix mensuels réels du pétrole a une incidence négligeable.

### *The pricing of G7 sovereign bond spreads - the times, they are a-changin*

Dans le contexte du débat qui entoure actuellement la viabilité des finances publiques de plusieurs économies avancées, les auteurs estiment les déterminants des écarts de taux relatifs aux obligations souveraines des pays du G7, au moyen de variables à haute fréquence représentant les attentes du marché relativement aux facteurs macroéconomiques fondamentaux et de paramètres variables dans le temps. Ils observent une nette asymétrie dans l'importance des facteurs fondamentaux des pays ainsi que des variations considérables de l'évaluation des risques au fil du temps. De plus, ils constatent que l'évaluation de plusieurs facteurs de risque a été plus faible au cours des années ayant précédé la crise financière et que, pendant la crise de la dette souveraine en Europe, les marchés ont surévalué les risques ou tarifié le risque de conversion à l'égard des obligations de la zone euro, situation qui ne s'applique pas aux obligations de pays du G7 n'appartenant pas à cette région.

### *The euro exchange rate during the European sovereign debt crisis - dancing to its own tune?*

Les auteurs étudient les déterminants de la volatilité du taux de change de l'euro pendant la crise de la dette souveraine en Europe, en tenant compte du rôle de facteurs macroéconomiques fondamentaux, de mesures de politique et du débat public des décideurs. Ils constatent que le taux de change de l'euro a essentiellement suivi son propre cours, les facteurs macroéconomiques fondamentaux ayant un pouvoir explicatif particulièrement faible. Les résultats de leur étude donnent également à penser que les marchés financiers ont peut-être réagi moins vivement au débat public des décideurs qu'on ne l'avait craint précédemment. Néanmoins, dans certains cas, la volatilité du taux de change s'est accrue en réaction à des nouvelles, par exemple les jours où plusieurs politiciens de pays notés AAA ont publié des déclarations pessimistes, ce qui porte à croire qu'en période de crise les autorités devraient être prudentes dans leurs communications afin d'éviter de provoquer des réactions indésirables sur les marchés financiers.

### *Consumer Cash Usage: A Cross-Country Comparison with Payment Diary Survey Data*

Les auteurs mesurent l'usage des espèces en harmonisant les données de journaux d'achats tenus par les consommateurs de sept pays. Les journaux d'achats proviennent d'enquêtes administrées en 2009 (Canada), 2010 (Australie), 2011 (Allemagne, Autriche, France et Pays-Bas) et 2012 (États-Unis). L'étude montre qu'il existe des différences entre pays : par exemple, le niveau d'usage des espèces varie d'un pays à l'autre. Les espèces n'ont pas disparu en tant que moyen de paiement, en particulier pour les achats de faible valeur. Les auteurs constatent également que l'usage des espèces est fortement corrélé avec la valeur de l'achat, les caractéristiques individuelles et les caractéristiques du point de vente telles que l'acceptation de la carte de paiement et le type de commerce.

### *Monetary Policy Transmission during Financial Crises: An Empirical Analysis*

L'auteure étudie les effets d'une politique monétaire expansionniste aux États-Unis en périodes de fortes tensions financières. Pour procéder à son analyse, elle élabore un modèle factoriel à transition lisse dans lequel le passage d'un état à l'autre (d'une situation « normale » à un régime de fortes tensions) dépend d'un indice des conditions financières. À partir de données trimestrielles allant du premier trimestre de 1970 au deuxième trimestre de 2009, soit 108 séries chronologiques de données macroéconomiques et financières américaines, l'auteure observe qu'un choc de politique monétaire a des répercussions plus importantes et persistantes sur des variables macroéconomiques comme la production, la consommation et l'investissement s'il survient en période de fortes tensions plutôt que lorsque la conjoncture est « normale ». L'incidence différente selon le régime (« normal » / fortes tensions) semble attribuable à la non-linéarité du canal de crédit par lequel se transmettent les mesures de politique monétaire.

### *Understanding the Cash Demand Puzzle*

Nous élaborons un modèle permettant d'expliquer une tendance curieuse en ce qui a trait à la demande de monnaie observée ces dernières années : la valeur des billets de banque en circulation, exprimée en pourcentage du PIB, est demeurée stable, et ce, malgré la diminution de l'utilisation d'espèces aux points de vente sous l'effet de la concurrence d'autres modes de paiement comme les cartes de crédit. Ce modèle est caractérisé par le fait que l'argent circule entre des secteurs d'activité économique au sein desquels la substituabilité entre les espèces et les autres modes de paiement est inégale. Selon les prévisions de notre modèle, lorsque l'utilisation du crédit atteint un certain niveau, les agents revoient leurs pratiques de gestion de l'argent comptant en réaction à toute nouvelle expansion du crédit. Cela provoque un ralentissement de la vitesse de circulation des espèces, de sorte que la demande de monnaie reste constante en dépit de la baisse des transactions réglées comptant.

### *Rollover Risk, Liquidity and Macroprudential Regulation*

Nous étudions le risque de refinancement sur le marché du financement de gros lorsque les intermédiaires ont la possibilité de détenir ex ante de la liquidité et d'être confrontés ex post à des liquidations. La liquidité conservée à titre préventif restaure des équilibres multiples dans un jeu mondial de refinancement. Le niveau intermédiaire de liquidité permet à la fois l'équilibre habituel en cas de retraits massifs et un équilibre efficace. Nous fournissons des conditions à la singularité pour caractériser le choix de la quantité optimale de liquidité privée. Les liquidations font des réserves de liquidité des actifs de remplacement stratégiques. Étant donné que les intermédiaires profitent des réserves des autres intermédiaires, on aboutit à des liquidations excessives. Une autorité macroprudentielle internalise la nature systémique de la liquidité et rétablit une efficacité contrainte en imposant une réserve macroprudentielle de liquidité.

### *Sheep in Wolf's Clothing: Using the Least Squares Criterion for Quantile Estimation*

L'estimation d'un modèle de régression quantile peut nécessiter des calculs considérables, tout particulièrement si ce modèle s'appuie sur un grand ensemble de données. Une approximation gaussienne est ici proposée (couplage quantile) comme méthode d'estimation. Le principe du couplage quantile consiste à diviser les observations initiales en sous-groupes composés d'un nombre égal d'observations, puis à calculer des statistiques d'ordre pour chacun de ces sous-groupes. Ce couplage permet d'appliquer aux données transformées une méthode d'estimation et d'inférence gaussienne standard. L'estimateur obtenu suit une loi asymptotiquement normale et son taux de convergence est paramétrique. L'un des principaux avantages de cette méthode réside dans le fait qu'elle assure un traitement plus rapide des grands jeux de données que l'approche classique par fonction de perte.

### *Improving Overnight Loan Identification in Payments Systems*

Il y a peu d'information au sujet de la répartition des actifs et de la formation des prix sur les marchés de gré à gré. En 1999, Furfine a conçu un nouvel algorithme qui fournit des données relatives aux transactions effectuées sur le marché du financement interbancaire. La validité de ces données n'est cependant pas bien établie. En procédant à une permutation des données, j'estime que la limite supérieure du taux de faux positifs quotidien généré par cet algorithme est légèrement au-dessus de 10 %. Je propose des améliorations permettant de réduire cette limite sous 10 % tout en subissant une perte de puissance statistique négligeable. Les résultats donnent à penser que les quantités et les prix des prêts à un jour déduits grâce à cette méthode constituent des estimations valables de l'activité sur le marché du financement interbancaire.

### *Retail Payment Innovations and Cash Usage: Accounting for Attrition Using Refreshment Samples*

Les auteurs mettent à profit la dimension panel des données provenant de l'enquête Canadian Financial Monitor (CFM) pour évaluer l'impact de certains nouveaux instruments de paiement au détail sur le règlement en espèces des transactions. Ils estiment un modèle de données de panel semi-paramétrique qui tient compte de l'hétérogénéité non observée et de l'attrition non aléatoire. Ils utilisent des données annuelles tirées des enquêtes CFM sur les méthodes de paiement et le recours au comptant pour la période 2010-2012. Selon des estimations fondées sur une analyse transversale, les instruments de paiement au détail ont une grande incidence (évaluée à environ 10 %) sur l'utilisation de l'argent comptant. Toutefois, une fois l'attrition prise en compte, il ressort que les cartes de crédit sans contact et les cartes prépayées multi-usages rechargeables n'ont pas un effet significatif sur l'utilisation du numéraire, tandis que les cartes prépayées à usage spécifique réduisent le recours au comptant d'environ 2 % en volume. Ces résultats mettent en évidence le rythme inégal de diffusion des innovations, en particulier les cartes de crédit sans contact.

### *Consumer Attitudes and the Epidemiology of Inflation Expectations*

Les auteurs étudient la formation des attentes des consommateurs en matière d'inflation à partir de microdonnées tirées de l'enquête menée par l'Université du Michigan auprès des consommateurs. Ils montrent qu'au-delà des déterminants socio-économiques des attentes d'inflation bien établis comme le sexe, le revenu ou le niveau de scolarité, d'autres caractéristiques telles que la situation financière des ménages et leurs attitudes d'achat sont également importantes. Les répondants qui éprouvent ou anticipent des difficultés financières, qui sont pessimistes à l'égard des gros achats ou qui entrevoient une diminution de leur revenu futur commettent des erreurs de prévision beaucoup plus grandes que les autres ménages; en outre, leurs attentes s'éloignent davantage des prévisions des professionnels et elles comportent un biais à la hausse plus prononcé. Cependant, ce biais se réduit de manière plus marquée que celui du ménage moyen en réponse à une couverture médiatique accrue concernant l'inflation.

### *Optimal Margining and Margin Relief in Centrally Cleared Derivatives Markets*

Un grand défi en matière de politiques que posent les chambres de compensation des produits dérivés est le fait que leurs exigences en matière de garanties peuvent monter en flèche en périodes de tensions, réduisant ainsi la liquidité du marché et exacerbant les ralentissements économiques. Le lissage des brusques variations de ces exigences - que l'on appelle mode de calcul des marges en fonction du cycle intégral - présente cependant ses propres désavantages, dont le partage accru des risques entre les membres des chambres de compensation lorsque le risque financier est élevé. Cela peut avoir des effets secondaires indésirables, notamment la distorsion des incitations, qui peuvent contredire les connaissances généralement admises au sujet des politiques de garantie. Contrairement aux études précédentes, celle-ci montre que le calcul des marges en fonction du cycle intégral peut entraîner une augmentation aussi bien qu'une réduction du volume des opérations sur des marchés volatils. En raison du partage accru des risques, les membres des chambres de compensation préfèrent parfois procéder à un surnantissement, qui donne lieu à un volume d'opérations inférieur au niveau socialement optimal. Cela complique les choses pour les décideurs publics, étant donné qu'il pourrait être difficile de tenter d'imposer des normes de garanties inférieures à celles que le secteur juge adéquates. Dans de tels cas, l'auteur propose une autre mesure de politique - l'augmentation des pénalités en cas de défaut - afin d'harmoniser les incitations d'ordre privé et social.

### *Forecasting Short-Term Real GDP Growth in the Euro Area and Japan Using Unrestricted MIDAS Regressions*

Dans cette étude, les auteurs présentent l'outil qu'ils ont mis au point afin d'améliorer les prévisions de la croissance du PIB réel à court terme pour la zone euro et le Japon. Ce nouvel outil, qui s'appuie sur un modèle de régression fondé sur un échantillonnage de données de fréquence mixte sans contrainte (U-MIDAS), permet d'évaluer l'utilité d'une vaste gamme d'indicateurs pour prévoir la croissance du PIB réel à court terme. Corroborant les précédentes recherches menées par la Banque, les résultats de l'étude donnent à penser que l'indice des directeurs d'achat se classe parmi les indicateurs les plus performants pour prévoir la croissance du PIB réel à court terme dans la zone euro et que, dans le cas du Japon, les indicateurs de la consommation et les enquêtes réalisées auprès des entreprises (indice des directeurs d'achat et enquêtes auprès des observateurs de l'économie) ont le meilleur pouvoir prédictif. Les résultats montrent par ailleurs que la combinaison des prédictions tirées de plusieurs indicateurs améliore l'exactitude des prévisions et peut être un moyen efficace d'atténuer la volatilité associée aux indicateurs mensuels. Dans l'ensemble, la spécification du modèle U-MIDAS que les auteurs privilégient donne de bons résultats, par comparaison avec les prévisions de référence issues d'un groupe de modèles et de prévisionnistes.