



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Recherche mensuelle à la Banque du Canada

NOVEMBRE 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 du personnel publiés sur le site Web de la Banque du Canada.

PUBLICATIONS

Dans la presse

Bhatia, Kul & Chris Mitchell, “Household-Specific Housing Capital Gains and Consumption: Evidence from Canadian Microdata”, *Regional Science and Urban Economics*, Volume 56, Janvier 2016, Pages 19-33

Bijsterbosch, Martin & Tatjana Dahlhaus, “Key features and determinants of credit-less recoveries”, *Empirical Economics*, Decembre 2015, Volume 49, No. 4, Pages 1245-1269

À paraître

Chiu, Jonathan, Cesaire Meh & Randall Wright, “Innovation and Growth with Financial, and Other, Frictions”, *International Economic Review*

DOCUMENTS DE TRAVAIL

Brunetti, Celso, Bahattin Buyuksahin & Jefferey H. Harris, “Speculators, Prices and Market Volatility”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2015-42

Christoffersen, Peter, Bruno Feunou & Yoontae Joen, “Option Valuation with Observable Volatility and Jump Dynamics”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2015-39

Charbonneau, Karyne B. & Lori Rennison, “Forward Guidance at the Effective Lower Bound: International Experience”, Document de discussion du personnel de la Banque du Canada 2015-15

Chiu, Jonathan & Tsz-Nga Wong “On the Essentiality of E-Money”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2015-43

Cunningham, Rose, Christian Friedrich & Kristina Hess, “Monetary Policy and Financial Stability: Cross-Country Evidence”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2015-41

Jackson, Harriet, “The International Experience with Negative Policy Rates”, Document de discussion du personnel de la Banque du Canada 2015-13

Khan, Mikael, Louis Morel & Patrick Sabourin, “A Comprehensive Evaluation of Measures of Core Inflation for Canada”, Document de discussion du personnel de la Banque du Canada 2015-12

Muellbauer, John, Pierre St-Amant & David Williams, “Credit Conditions and Consumption, House Prices and Debt: What Makes Canada Different?” Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2015-40

Reza, Abeer, Eric Santor & Lena Suchanek, “Quantitative Easing as a Policy Tool Under the Effective Lower Bound”, Document de discussion du personnel de la Banque du Canada 2015-14

Vardy, Jill, “Reputational Risk Management in Central Banks”, Document de discussion du personnel de la Banque du Canada 2015-16

RÉSUMÉS

Household-Specific Housing Capital Gains and Consumption: Evidence from Canadian Microdata

This paper analyzes how household consumption decisions respond to accrued capital gains on owner-occupied housing using Canadian microdata. It makes an important methodological contribution by utilizing a hedonic regression approach to estimate household-specific capital gains instead of relying on house-price indices and other proxy measures that have been widely used in earlier literature. The results suggest that household consumption expenditures are increasing in the level of accrued capital gains on housing, and that the sustainability of these gains is important for the magnitude of this relationship. When the level of accrued capital gains is persistent over time, total household consumption increases by approximately 5.4 cents for every dollar of permanent capital gains and non-durable consumption increases by approximately 3.9 cents. Estimates of marginal propensity to consume for households in different age categories and other subgroups are also presented.

Key features and determinants of credit-less recoveries

This paper aims to shed light on the characteristics and particularly the determinants of credit-less recoveries. After documenting some stylised facts of credit-less recoveries in emerging market economies, this paper uses panel probit models to analyse key determinants of credit-less recoveries. Our main findings are the following. First, our frequency analysis shows that credit-less recoveries are not unusual. Moreover, the frequency of credit-less recoveries doubles after a banking or currency crisis. Second, results from estimated panel probit models suggest that credit-less recoveries are typically preceded by large declines in economic activity and by financial

stress, in particular if private sector indebtedness is high and the country is reliant of foreign capital inflows. Finally, our model performs well in predicting the credit-less recoveries experienced by emerging market economies in recent years.

Innovation and Growth with Financial, and Other, Frictions

The generation and implementation of ideas are crucial for economic performance. We study this in a model of endogenous growth, where productivity increases with innovation, and where the exchange of ideas (technology transfer) allows those with comparative advantage implement them. Search, bargaining, and commitment frictions impede the idea market, however, reducing efficiency and growth. We characterize optimal policies involving subsidies to innovative and entrepreneurial activity, given both knowledge and search externalities. The role of liquidity is discussed. We show intermediation helps by financing more transactions with fewer assets, and, more subtly, by ameliorating holdup problems. We also discuss some evidence.

Speculators, Prices and Market Volatility

Les auteurs analysent des données de la période 2005-2009, qui distinguent de façon unique les catégories d'opérateurs, afin d'étudier les relations qui existent entre les activités des spéculateurs (tels les fonds spéculatifs et les opérateurs sur contrats de swap) et la volatilité et mouvements des prix. En examinant diverses sous-périodes où les prix suivaient des tendances marquées, ils constatent qu'à peu près rien n'indique que les spéculateurs déstabilisent les marchés financiers. Au contraire, les fonds spéculatifs – dont les opérations reposent sur des rendements contemporains – favoriseraient la découverte des prix et contribueraient à réduire la volatilité. Les activités des opérateurs sur contrats de swap, en revanche, ne semblent présenter aucun lien avec les rendements contemporains et la volatilité. Ces résultats cadrent avec l'hypothèse selon laquelle les fonds spéculatifs sont d'importants fournisseurs de liquidités et jouent un grand rôle dans la stabilisation des marchés de contrats à terme.

Option Valuation with Observable Volatility and Jump Dynamics

Dans des conditions très générales, la variation quadratique totale d'un processus de diffusion à sauts peut se diviser entre la volatilité de la diffusion et la variation des sauts. Ce résultat permet de

construire un nouveau modèle d'évaluation des options où la volatilité et l'intensité des sauts du prix de l'actif sous-jacent varient. Dans ce modèle, les dynamiques de la volatilité et de l'intensité des sauts sont tributaires de mesures non paramétriques de la volatilité de la diffusion et de la variation des sauts. Ces mesures étant observées dans des intervalles discrets, le modèle d'évaluation est formulé en temps discret. Cette approche permet une filtration et une estimation simples du modèle. Le modèle appartient à la classe des modèles affines : cette propriété permet de déduire une fonction caractéristique conditionnelle et, par conséquent, de calculer rapidement les valeurs des options en évitant le recours à des méthodes de simulation. Estimé à partir de rendements et des prix d'options de l'indice S&P 500, le nouveau modèle offre de bons résultats par rapport aux modèles de référence habituels.

Forward Guidance at the Effective Lower Bound: International Experience

Les indications prospectives font partie des instruments de politique monétaire qu'une banque centrale peut mettre en place si elle souhaite procéder à un nouvel assouplissement de la politique monétaire dans un contexte où le taux directeur se situe à sa valeur plancher. Leur utilisation s'est généralisée durant et après la crise financière mondiale. Les auteures dressent un bilan de la situation à l'échelle internationale : afin d'évaluer l'efficacité des indications prospectives et les risques éventuels associés à leur usage, elles centrent leur analyse sur les six banques centrales qui ont eu recours à cet instrument lorsque le taux directeur a atteint sa valeur plancher. Les auteures différencient trois types d'indications prospectives (qualitatives, limitées dans le temps et assorties de seuils) et décrivent les différents canaux de fonctionnement de cet instrument. Dans l'ensemble, si elles sont expliquées de manière claire et jugées crédibles, les indications prospectives peuvent être efficaces quand le taux directeur est à sa valeur plancher. Les données provenant de la littérature spécialisée sont quelque peu mitigées – les effets proprement dits variant selon les économies, les périodes et le type d'indications choisi –, mais les indications prospectives se révèlent en général utiles pour : 1) faire évoluer à la baisse le niveau anticipé du taux directeur, 2) améliorer la prévisibilité, dans un avenir proche, des taux de rendement à court terme et 3) modifier la sensibilité des variables financières à l'actualité économique. Pour autant, comme avec les autres instruments de politique monétaire, il convient de mettre en balance les avantages et les coûts. Ces coûts résident principalement dans la perte éventuelle de crédibilité et dans

l'augmentation des risques entourant la stabilité financière. Par ailleurs, rares sont à ce jour les cas où l'on peut observer l'incidence d'indications prospectives dans des économies où le taux directeur et les taux d'intérêt sont en territoire négatif.

On the Essentiality of E-Money

Ces dernières années ont été marquées par la percée des systèmes de monnaie électronique comme Bitcoin, PayPal et divers types de cartes prépayées. Nous adoptons une démarche axée sur la conception de mécanismes pour repérer certains des éléments essentiels de différents systèmes de paiement qui permettent sous certaines contraintes d'opérer une répartition optimale des ressources et de l'améliorer. D'après nos conclusions, les technologies des systèmes de monnaie électronique qui prévoient des participations limitées, des possibilités de transfert restreintes et des transferts à somme non nulle peuvent, comparativement à l'argent comptant, contribuer à réduire les frictions fondamentales et à accroître le bien-être social, dans la mesure où elles respectent certaines conditions exprimées sous forme de paramètres tels la fréquence des transactions et les pouvoirs de négociation. Un système optimisé de monnaie électronique est assorti de modalités réalistes, parmi lesquelles la tarification non linéaire, l'interfinancement et les frais d'interchange positifs, même si les technologies impliquées n'occasionnent pas de coûts. L'instauration d'une réglementation, comme l'imposition d'un plafond pour les frais d'interchange (sur le modèle de la loi Dodd-Frank), peut altérer le mécanisme optimal et réduire le bien-être.

Monetary Policy and Financial Stability: Cross-Country Evidence

L'atteinte des objectifs des banques centrales en matière de stabilité des prix peut présenter des défis lorsque des risques pèsent sur la stabilité financière. Les banques centrales gèrent toutefois très différemment les unes des autres les arbitrages potentiels qui découlent de ces deux pôles. Dans cette étude, nous examinons les cadres de politique institutionnels et opérationnels de dix banques centrales de grandes économies avancées, puis évaluons l'incidence des risques relatifs à la stabilité financière sur leurs décisions de politique monétaire à la lumière de ces cadres. Pour ce faire, nous construisons un indice quantitatif qui vise à mesurer l'orientation de la politique des banques centrales en ce qui a trait à la stabilité financière. Cet indice varie dans le temps et englobe les deux points de vue adoptés par les banques centrales recensés dans la littérature

: la prévention de la formation de bulles et le nettoyage des dégâts après l'éclatement des bulles. L'indice mesure trois aspects : 1) la nature des cadres législatifs, 2) la panoplie des outils réglementaires et 3) l'importance accordée à la stabilité financière dans les énoncés des banques centrales sur leur politique monétaire. Nous incluons ensuite notre indice dans une règle de Taylor modifiée, estimée au moyen d'un panel transnational comptant jusqu'à dix banques centrales, pour la période allant du premier trimestre de 2000 au quatrième trimestre de 2014. Nous constatons que durant les épisodes de risques d'instabilité financière élevés, soit lorsque l'écart du ratio crédit/PIB est fortement positif, les banques centrales qui choisissent de prévenir l'apparition de bulles (autrement dit celles pour lesquelles l'indice a une valeur élevée) semblent tenir compte de considérations liées à la stabilité financière dans les décisions relatives à leur taux directeur. Pour les banques centrales qui préfèrent nettoyer les dégâts après l'éclatement d'une bulle, ce constat ne s'applique pas. Selon la spécification de référence, lorsqu'il existe des risques pour la stabilité financière, le taux directeur des banques centrales qui optent pour la prévention est habituellement d'environ 0,3 point de pourcentage audessus de celui d'une banque centrale qui préfère nettoyer après-coup. Nous estimons également que la vigueur de cette réaction du taux directeur s'accroît en présence d'un boum des prix de l'immobilier résidentiel, mais que ce n'est pas le cas lors de l'occurrence simultanée d'un boum des cours des actions.

The International Experience with Negative Policy Rates

Une dimension centrale du débat entourant le renouvellement de l'entente sur la cible de maîtrise de l'inflation est celle du niveau approprié de cette cible. Au vu du recul du taux neutre et compte tenu des enseignements de la récente crise financière, de nombreux observateurs s'inquiètent de la possibilité que la valeur plancher effective des taux d'intérêt se fasse plus contraignante dans l'avenir si les cibles de maîtrise de l'inflation sont maintenues à 2 %. Certains vont jusqu'à penser que la cible d'inflation devrait être relevée pour réduire la fréquence des épisodes où le taux directeur atteint son plancher effectif. Une grande partie de ce débat repose sur l'hypothèse que le plancher effectif des taux se situe près de zéro, mais non au-dessous. Or, un certain nombre de banques centrales ont récemment adopté des taux directeurs négatifs. Dans son étude, l'auteure expose les enjeux associés à la négativité des taux d'intérêt, dresse un panorama de la situation à ce jour des pays qui ont fait passer leurs taux directeurs en territoire négatif et présente quelques

conclusions générales tirées de l'expérience de ces pays. Elle se demande ensuite jusqu'à quel point ces taux directeurs peuvent descendre dans ces économies et suggère des pistes pour poursuivre la réflexion en vue du renouvellement de l'entente sur la cible de maîtrise de l'inflation.

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.

Credit Conditions and Consumption, House Prices and Debt: What Makes Canada Different?

Il est communément admis qu'aux États-Unis, une hausse des prix des logements induit un accroissement de la consommation par le biais d'effets de garantie, et peut-être de richesse. Or, l'existence de tels canaux au Canada aurait des conséquences considérables pour la transmission de la politique monétaire. Nous retraçons les effets de variations des modalités non tarifaires du crédit à la consommation, grâce à l'estimation simultanée d'un système d'équations à correction d'erreurs de la consommation globale, des prix des logements et de la dette hypothécaire intérieurs. Notre analyse, qui tient compte des effets du revenu et des portefeuilles des ménages, nous permet de conclure qu'un assouplissement des conditions du crédit fait augmenter les prix des logements, la dette et la consommation. Toutefois, contrairement à ce qui est observé aux États-Unis, des effets de garantie immobilière ne se font pas sentir sur la

consommation au Canada. Dans des conditions de crédit données, le renchérissement des logements resserre les exigences de mise de fond des prêteurs hypothécaires et réduit la consommation, quoique l'on note des signes d'atténuation de cet effet dans les années 2000. Nous constatons en outre que les niveaux élevés et croissants des prix des logements et de la dette des ménages depuis la fin des années 1990 peuvent en grande partie s'expliquer par des variations des revenus, de l'offre de logements, des taux d'intérêt hypothécaires et des conditions du crédit, ce qui donne à penser que les perspectives d'évolution des prix des logements et de la dette pourraient dépendre surtout de la trajectoire future de ces variables.

Quantitative Easing as a Policy Tool Under the Effective Lower Bound

Cet article fait la synthèse des résultats des mesures d'assouplissement quantitatif adoptées à l'échelle internationale alors que l'instrument traditionnel de la politique monétaire, le taux directeur, était contraint par sa valeur plancher effective. Un vaste corpus d'études tend à montrer que le grossissement du bilan des banques centrales par l'achat massif d'actifs peut fournir une impulsion monétaire efficace dans un contexte où les taux sont à leur valeur plancher. Les canaux de transmission de l'assouplissement quantitatif sont globalement analogues à ceux de la politique traditionnelle, en dépit de quelques différences subtiles, mais importantes. Quant à l'efficacité des mesures d'assouplissement quantitatif, elle peut être amoindrie par la répercussion imparfaite de leur action sur les prix des actifs, les « fuites » qui s'opèrent par la redistribution du capital entre les pays, l'atténuation des effets attendus du canal du crédit bancaire et, enfin, par les rendements décroissants des séries supplémentaires de mesures d'assouplissement quantitatif. Il semble pour l'heure que les avantages de l'assouplissement quantitatif en surpassent les coûts, mais un retournement de situation pourrait survenir. Nul ne connaît encore où se situe cette « limite quantitative effective » au-delà de laquelle les coûts de l'assouplissement quantitatif en excèdent les bienfaits. L'analyse des travaux sur le sujet tend cependant à confirmer qu'à défaut d'être « parfait », l'assouplissement quantitatif est une solution de rechange « adéquate » à la politique monétaire traditionnelle quand les taux d'intérêt atteignent leur plancher effectif.

Reputational Risk Management in Central Banks

Dans cet article, l'auteure examine le risque de réputation dans le contexte des banques centrales et explique en quoi celui-ci est important pour ces institutions. Elle commence par brosser un portrait général du risque de réputation à la lumière d'un cadre de gestion des risques plus large. Elle décrit ensuite de quelle manière les banques centrales définissent, évaluent, surveillent et gèrent le risque

de réputation, en citant des exemples de banques centrales de partout dans le monde, dont la Banque du Canada. Enfin, l'auteure présente un modèle pour intégrer le risque de réputation à l'analyse des politiques et à la planification opérationnelle, une approche de « communications intégrées » qui permet de placer ces considérations au coeur du processus décisionnel des banques centrales.