



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Recherche mensuelle à la Banque du Canada

Septembre 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

Allen, Jason, Robert Clark et Jean-François Houde, « [Price Dispersion in Mortgage Markets](#) », *Journal of Industrial Economics*, 62(3), p. 377-416

D'Agostino, Antonello et Michael Ehrmann, « [The Pricing of G7 Sovereign Bond Spreads – The Times, They are A-Changin](#) », *Journal of Banking and Finance*, 47, p. 155-176

À Paraître

Coibion, Olivier, Yuriy Gorodnichenko et Gee Hee Hong, « [The Cyclicity of Sales, Regular and Effective Prices: Business Cycle and Policy Implications](#) », *American Economic Review*

DOCUMENTS DE TRAVAIL

Alquist, Ron, Gregory Bauer et Antonio Diez de los Rios, « [What Does the Convenience Yield Curve Tell Us about the Crude Oil Market?](#) », Document de travail de la Banque du Canada 2014-42

Barnett, William A., Marcelle Chauvet et Danilo Leiva-Leon, « [Real-Time Nowcasting of Nominal GDP Under Structural Breaks](#) », Document de travail de la Banque du Canada 2014-39

Christensen, Ian et Fuchun Li, « [Predicting Financial Stress Events: A Signal Extraction Approach](#) », Document de travail de la Banque du Canada 2014-37

Dahlhaus, Tatjana, Kristina Hess et Abeer Reza, « [International Transmission Channels of U.S. Quantitative Easing: Evidence from Canada](#) », Document de travail de la Banque du Canada 2014-43

Huynh, Kim, Phillipp Schmidt-Dengler et Helmut Stix, « [The Role of Card Acceptance in the Transaction Demand for Money](#) », Document de travail de la Banque du Canada 2014-44

Kartashova, Katya, « [Improving Public Equity Markets? No Pain, No Gain](#) », Document de travail de la Banque du Canada 2014-41

Leiva-Leon, Danilo, « [A New Approach to Infer Changes in the Synchronization of Business Cycle Phases](#) », Document de travail de la Banque du Canada 2014-38

Mendes, Rhys R., « [The Neutral Rate of Interest in Canada](#) », Document d'analyse de la Banque du Canada 2014-5

Sekkel, Rodrigo, « [Balance Sheets of Financial Intermediaries: Do They Forecast Economic Activity?](#) », Document de travail de la Banque du Canada 2014-40

RÉSUMÉS

Price Dispersion in Mortgage Markets

Using transaction-level data on Canadian mortgage contracts, we document an increase in the average discount negotiated off the posted price and in rate dispersion. Our aim is to identify the beneficiaries of discounting and to test whether dispersion is caused by price discrimination. The standard explanation for dispersion in credit markets is risk-based pricing. Our contracts are guaranteed by government-backed insurance, so risk cannot be the main factor. We find that lenders set prices that reflect consumer bargaining leverage, not just costs. The presence of dispersion implies a lack of competition, but our results show this to be consumer specific.

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 Cyclicity of Sales, Regular and Effective Prices: Business Cycle and Policy Implications

Les auteurs analysent les propriétés cycliques des soldes, des variations de prix des articles non soldés et des prix moyens acquittés par les consommateurs (prix « effectifs »), à l'aide de données sur les prix et les quantités vendues provenant d'un grand nombre de détaillants dans de nombreuses agglomérations américaines. Ils observent qu'en ce qui a trait aux prix effectifs réglés par le consommateur, l'inflation diminue sensiblement lorsque le chômage augmente, alors que pour ce qui est des prix affichés dans les commerces, l'inflation varie peu. Cette différence tient moins aux soldes qu'à la réaffectation des dépenses des ménages entre les détaillants, caractéristique que les données recueillies permettent d'étayer et de quantifier. Les auteurs présentent un modèle simple dans lequel les ménages changent de magasin, et évaluent les implications de ces mouvements pour les cycles économiques et la politique monétaire.

What Does the Convenience Yield Curve Tell Us about the Crude Oil Market?

Les auteurs se servent des prix des contrats à terme sur le pétrole brut pour établir la structure par terme des rendements d'opportunité du brut jusqu'à échéance de un an. Le rendement d'opportunité du pétrole brut peut être assimilé au taux d'intérêt, libellé en barils de pétrole, rattaché à l'emprunt d'un baril d'or noir, et mesure la valeur associée à la détention de stocks de brut durant la période d'emprunt. Les auteurs montrent que la courbe

de rendement d'opportunité s'explique adéquatement par des facteurs de niveau et de pente. Conformément à ce que postule la théorie du stockage, les rendements d'opportunité ont un pouvoir prédictif quant aux stocks futurs de brut, à la production, à l'activité économique mondiale réelle et aux cours du pétrole.

Real-Time Nowcasting of Nominal GDP Under Structural Breaks

Dans cette étude, les auteurs proposent un modèle qui permet d'évaluer de façon précoce la croissance actuelle du PIB nominal des États-Unis, laquelle est considérée comme une possible nouvelle cible de politique monétaire. Les prévisions concernant la période en cours sont établies à partir des mêmes informations dont disposent les décideurs à ce moment précis. Toutefois, les renseignements en temps réel leur parviennent à des intervalles différents et de manière asynchrone, ce qui cause plusieurs problèmes : fréquences diverses, données manquantes, valeurs absentes en fin d'échantillon. Dans cette étude, les auteurs proposent un modèle espace d'états multivarié qui non seulement prend en considération le flux asynchrone d'informations, mais tient compte aussi de l'instabilité éventuelle des paramètres. Ils utilisent une analyse factorielle confirmatoire à échelle réduite, les variables admissibles étant choisies selon leur potentiel de prévision du PIB nominal. L'estimation complète du modèle s'effectue en une seule étape, au moyen d'un filtre de Kalman non linéaire, qui sert à tirer simultanément des inférences optimales aussi bien sur le facteur dynamique que sur les paramètres. Contrairement à l'analyse en composantes principales, le modèle factoriel proposé fait ressortir la corrélation entre les variables plutôt que leur variance sous-jacente. Les auteurs comparent le potentiel prévisionnel du modèle avec d'autres spécifications univariées ou multivariées. D'après les résultats obtenus, le modèle proposé, qui exploite des renseignements sur l'activité de l'économie réelle, l'inflation, les taux d'intérêt et les agrégats monétaires de Divisia, donne les prévisions en temps réel les plus fiables de la croissance du PIB nominal pour la période en cours.

Predicting Financial Stress Events: A Signal Extraction Approach

Les auteurs proposent un système d'alerte avancée visant à déterminer la probabilité de survenue d'un épisode de tension financière à un moment donné. Pour ce faire, ils s'appuient sur le modèle de détection des signaux élaboré par Kaminsky, Lizondo et Reinhart (1998), qui leur permet de surveiller l'évolution de plusieurs indicateurs économiques susceptibles d'afficher un comportement inhabituel dans les périodes précédant un épisode de tension financière. En combinant certains de ces indicateurs, les auteurs élaborent trois différents indicateurs composites, soit un indicateur composite global, un indicateur composite d'intensité et un indicateur composite pondéré. D'après les résultats de prévision en échantillon, ces trois indicateurs composites se révèlent utiles pour la prédiction des épisodes de tension financière. À la lumière des résultats de prévision hors échantillon, l'indicateur composite pondéré s'avère plus performant que les deux autres pour la plupart des pays (dont le Canada), tous critères d'évaluation confondus.

International Transmission Channels of U.S. Quantitative Easing: Evidence from Canada

En réaction à la Grande Récession, la Réserve fédérale américaine a réduit son taux directeur à sa valeur plancher. Afin d'accentuer la détente monétaire, la banque centrale américaine a par la suite mis en œuvre des achats massifs d'actifs, ce qui a eu pour effet de quadrupler la taille de son bilan. Les auteurs évaluent les effets de débordement de ce programme d'assouplissement quantitatif à l'international par le prisme de l'économie canadienne, à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif enrichi de facteurs (FAVAR). Ils examinent ainsi un scénario hypothétique dans le cadre duquel les actifs à long terme détenus par la Réserve fédérale n'auraient pas augmenté en réponse à la récession. Les auteurs constatent que les mesures d'assouplissement quantitatif adoptées par les États-Unis ont stimulé la production canadienne, principalement par le canal de l'activité financière.

The Role of Card Acceptance in the Transaction Demand for Money

L'utilisation de cartes de paiement, qu'il s'agisse de cartes de débit ou de crédit, se généralise dans les économies développées. Le règlement en espèces y reste toutefois très répandu. Les auteurs formulent l'hypothèse que le refus des règlements par cartes dans certains points de vente explique en grande partie la place importante que conserve l'argent comptant. Ils élaborent un modèle simple de demande de monnaie inspiré de la théorie de gestion des stocks, qui anticipe un lien de cause à effet entre l'augmentation de l'acceptation des règlements par cartes et la diminution de la demande d'argent liquide. Les auteurs testent le modèle à partir de données détaillées provenant de journaux d'achats tenus par des consommateurs autrichiens et canadiens, tout en tenant compte de l'endogénéité de l'acceptation des règlements par cartes. D'après les résultats obtenus, cette dernière a effectivement une incidence considérable sur la demande d'argent comptant. L'élasticité estimative de la consommation à la demande de monnaie (0,23 pour l'Autriche contre 0,11 pour le Canada) est plus faible que celle prévue par le modèle classique de Baumol-Tobin (0,5), qui décrit les stocks et la demande de monnaie des ménages. Au moyen de simulations contrefactuelles, les auteurs quantifient l'incidence d'une hausse de l'acceptation des règlements par cartes sur la demande de numéraire. L'acceptation fait baisser la demande d'argent liquide ainsi que l'élasticité de la consommation à cette demande.

Improving Public Equity Markets? No Pain, No Gain

Dans cette étude, l'auteure quantifie l'incidence d'une amélioration des marchés boursiers sur les agrégats macroéconomiques et le bien-être. Elle a recours à un modèle d'économie ouverte, qui développe le modèle d'Angeletos (2007) : ainsi, dans les sociétés fermées, les entrepreneurs sont confrontés à un risque idiosyncrasique en matière de productivité. Ils peuvent réduire ce risque par la diversification en investissant dans des sociétés ouvertes, dont l'exploitation est toutefois plus coûteuse à divers degrés selon les économies. Pour mesurer l'effet des écarts et imposer une discipline, l'auteure paramètre le modèle au moyen de données sur les entreprises et de données agrégées provenant de l'Équateur et du Chili. Une baisse des coûts des capitaux propres entraîne une amélioration des agrégats, mais exerce un effet différencié sur le bien-être : elle se traduit par une perte pour les entrepreneurs et un gain pour les travailleurs.

A New Approach to Infer Changes in the Synchronization of Business Cycle Phases

Dans cette étude, l'auteur propose un modèle markovien à changement de régime pour repérer de façon endogène : 1) les régimes dont les économies entrent simultanément en récession ou dans une phase d'expansion et 2) les régimes dont les économies ne sont pas synchronisées et suivent pour l'essentiel des cycles indépendants. Les simulations de Monte-Carlo viennent confirmer la fiabilité de ce modèle lorsqu'il s'agit de suivre les changements touchant la synchronisation des cycles. Son application au cas des États américains met en évidence des changements importants qui s'opèrent à la longue dans les profils de synchronisation cyclique des États. Par ailleurs, une analyse des réseaux révèle une évolution du profil de propagation de l'ensemble des chocs restrictifs au sein des États, ce qui semble indiquer une interdépendance croissante des économies régionales aux États-Unis depuis le début des années 1990.

The Neutral Rate of Interest in Canada

Il est possible d'évaluer l'orientation de la politique monétaire en utilisant une estimation du taux directeur neutre. Le taux neutre désigne le taux directeur réel compatible avec la production lorsque celle-ci se trouve à son niveau potentiel et que l'inflation a atteint la cible, une fois passés les effets de tous les chocs cycliques. Il s'agit d'une conception à moyen et long terme du taux neutre. Sous cette forme, le taux neutre au Canada est déterminé par des forces à long terme qui influencent l'épargne et l'investissement dans l'économie canadienne comme à l'échelle internationale. Ces facteurs structurels ont fait vraisemblablement baisser le taux neutre de plus d'un point de pourcentage depuis le milieu des années 2000. La Banque estime que la fourchette actuelle du taux directeur neutre va de 1 % à 2 % en valeur réelle (ou de 3 % à 4 % en valeur nominale). L'écart actuel entre le taux directeur et le taux neutre traduit l'incidence de la détente monétaire imprimée en réaction à une offre excédentaire substantielle et face à des vents contraires persistants. Tant que dureront ces vents, le taux directeur devra être établi au-dessous du taux neutre afin que l'inflation reste au niveau cible.

Balance Sheets of Financial Intermediaries: Do They Forecast Economic Activity?

Dans cette étude, l'auteur effectue une analyse en temps réel du pouvoir prédictif hors échantillon des données de bilan agrégées de divers intermédiaires financiers relativement à un large éventail de mesures de l'activité économique américaine. Il constate que les bilans des institutions financières à effet de levier permettent de prédire hors échantillon l'évolution future de l'activité économique, et que ce pouvoir se manifeste surtout par le canal du secteur du logement. Néanmoins, il montre que ces variables ont un pouvoir prédictif très faible en période d'expansion économique et que celui-ci apparaît principalement lors de crises financières.