



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Recherche mensuelle à la Banque du Canada

Janvier 2018

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

- Allen, Jason & Basiri, Kiana, “[The Impact of Bankruptcy Reform on Consumer Insolvency Choice](#)”, Canadian Public Policy
- Bauer, Gregory & Pasricha, Gurnain & Sekkel, Rodrigo & Terajima, Yasuo, “[The Global Financial Cycle, Monetary Policies and Macprudential Regulations in Small, Open Economies](#)”, Canadian Public Policy
- Baumeister, Christiane & Kilian, Lutz & Zhou, Xiaoqing, “[Is the Discretionary Income Effect of Oil Price Shocks a Hoax?](#)”, Energy Journal
- Bouakez, Hamed & Oikonomou, Rigas & Priftis, Romanos, “[Optimal Debt Management in a Liquidity Trap](#)”, Journal of Economic Dynamics and Control
- Steingress, Walter, “[The Causal Impact of Migration on US Trade: Evidence from Political Refugees](#)”, Canadian Journal of Economics

DOCUMENTS DE TRAVAIL DU PERSONNEL

- Anderson, Lisa & Andrews, Emad & Devani, Baiju & Mueller, Michael & Walton, Adrian, “[Speed Segmentation on Exchanges: Competition for Slow Flow](#)”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2018-3
- Bulusu, Narayan & Guérin, Pierre, “[What Drives Interbank Loans? Evidence from Canada](#)”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2018-5
- Jain, Monica & Sutherland, Christopher S., “[How Do Central Bank Projections and Forward Guidance Influence Private-Sector Forecasts?](#)”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2018-2
- Kilian, Lutz & Zhou, Xiaoqing, “[Modeling Fluctuations in the Global Demand for Commodities](#)”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2018-4

DOCUMENTS D'ANALYSE DU PERSONNEL

- Bulusu, Narayan & Gungor, Sermin, “[Government of Canada Securities in the Cash, Repo and Securities Lending Markets](#)”, Documents d'analyse du personnel de la Banque du Canada 2018-4

Charbonneau, Karyne B. & de Munnik, Daniel & Murphy, Laura, “[Canada’s Experience with Trade Policy](#)”, Documents d’analyse du personnel de la Banque du Canada 2018-1

Pérez-Saiz, Héctor & Untawala, Siddharth & Xerri, Gabriel, “[A Calibrated Model of Intraday Settlement](#)”, Documents d’analyse du personnel de la Banque du Canada 2018-3

Pérez-Saiz, Héctor & Williams, Blair & Xerri, Gabriel, “[Tail Risk in a Retail Payment System: An Extreme-Value Approach](#)”, Documents d’analyse du personnel de la Banque du Canada 2018-2

RÉSUMÉS

The Impact of Bankruptcy Reform on Consumer Insolvency Choice

We examine the impact of the 2009 amendments to the Canadian Bankruptcy and Insolvency Act on consumer insolvency decisions. The amendments were successful in steering debtors out of Division I debt-restructuring and into the more cost-effective Division II debt-restructuring. While total insolvencies remained flat following the amendments, they led to a significant substitution out of bankruptcies and into debt-restructuring. The extent of substitution greatly depends on regional and individual circumstance. For example, generous asset exemptions under bankruptcy at the provincial level discourage debt restructuring while home ownership encourages it. Our results show, therefore, that the impact of national bankruptcy policies can have sizably different impacts at the regional level.

The Global Financial Cycle, Monetary Policies and Macroprudential Regulations in Small, Open Economies

This paper analyzes the implications of the global financial cycle for conventional and unconventional monetary policies and macroprudential policy in small, open economies such as Canada. The paper starts by summarizing recent work on global financial cycles. The cycle causes time variation in global risk premia, which affects the transmission mechanisms of both conventional and unconventional monetary policies in small, open economies. The paper then summarizes new work showing that the central banks’ leaning against the effects of the global financial cycle would typically be too costly. The paper concludes with some suggestions for the formation of macroprudential policies.

Is the Discretionary Income Effect of Oil Price Shocks a Hoax?

The transmission of oil price shocks has been a question of central interest in macroeconomics since the 1970s. There has been renewed interest in this question since the large and persistent fall in the real price of oil in 2014-16. In the context of this debate, Ramey (2017) makes the striking claim that the existing literature on the transmission of oil price shocks is fundamentally confused about the question of how to quantify the effect of oil price shocks. In particular, she asserts that the discretionary income effect on private consumption, which plays a central role in contemporary accounts of the transmission of oil price shocks to the U.S. economy, makes no economic sense and has no economic foundation. Ramey suggests that the literature has too often confused the terms-of-trade effect with this discretionary income effect, and she makes the case that the effects of the oil price decline of 2014-16 on private consumption are smaller for a multitude of reasons than suggested by empirical models of the discretionary income effect. We review the main arguments in Ramey (2017) and show that none of her claims hold up to scrutiny. Our analysis highlights the theoretical basis of the discretionary income effect. We also discuss improved regression-based estimates of this effect that allow for changes in the dependence on oil and gasoline imports, and we highlight the fact that alternative estimates used by policymakers involve strong simplifying assumptions.

Optimal Debt Management in a Liquidity Trap

We study optimal debt management in the face of shocks that can drive the economy into a liquidity trap and call for an increase in public spending in order to mitigate the resulting recession. Our approach follows the literature of macroeconomic models of debt management, which we extend to the case where the zero lower bound on the short-term interest rate may bind. We wish to identify the conditions under which removing long-maturity government debt from the secondary market can be an optimal policy outcome. We show that the optimal debt-management strategy is to issue short-term debt if the government faces a sizable exogenous increase in public spending and if its initial liability is not very large. In this case, our results run against the standard prescription of the debt-management literature. In contrast, if the initial debt level is high, then issuing long term government bonds is optimal. Finally, we find a role for revisions in the debt management strategy during LT episodes,

whereby the government actively manages the maturity structure, in some cases removing long bonds from the secondary market.

The Causal Impact of Migration on US Trade: Evidence from Political Refugees

Les immigrants peuvent accroître les échanges internationaux en ce qu'ils accordent plus d'importance aux biens de leur pays d'origine et réduisent le coût des transactions bilatérales. Nous nous appuyons sur les variations géographiques entre les États américains de 2008 à 2013 pour estimer l'effet causal des immigrants sur les exportations et importations américaines. Nous contournons le problème de l'endogénéité et de la causalité inversée en nous servant de la répartition exogène des réfugiés politiques établie par le programme américain de réinstallation des réfugiés. Dans ce programme, les réfugiés ne peuvent pas choisir leur destination d'accueil. Nous constatons qu'une augmentation de 10 % des nouveaux arrivants dans un État américain entraîne une hausse de 1,2 % des importations provenant de leur pays d'origine et un accroissement de 0,8 % des exportations vers ce pays.

Speed Segmentation on Exchanges: Competition for Slow Flow

La bourse canadienne Alpha TSX a instauré en 2015, dans le cadre de l'adoption d'un nouveau modèle, un délai de traitement (« ralentisseur ») des ordres négociables et un barème de droits inversé. Rien n'indique que ce nouveau modèle a eu une incidence sur les mesures des coûts de transaction à l'échelle du marché ou qu'il a contribué notablement à segmenter les flux d'ordres de détail en les détournant d'autres plateformes de négociation canadiennes qui appliquent un modèle de tarification teneur-preneur. Ce constat donne à penser qu'Alpha attire des flux déjà segmentés en provenance de plateformes utilisant des barèmes de droits autres que le modèle précité. Certains *gros utilisateurs* d'Alpha opèrent un arbitrage entre, d'une part, une hausse des taux d'exécution et de la taille des ordres et, d'autre part, une légère accentuation des écarts effectifs et de l'incidence sur les cours. Ces gros utilisateurs exécutent aussi des ordres au mieux de plus grande taille et ont moins recours à la méthode d'acheminement des ordres par éparpillement.

What Drives Interbank Loans? Evidence from Canada

En utilisant la méthode de la combinaison bayésienne de modèles pour contrer l'incertitude qui entache les modèles, nous distinguons, pour le Canada, les déterminants des volumes et des taux des prêts non garantis et des prêts garantis, ainsi que des décotes appliquées aux actifs donnés en garantie. Nos résultats indiquent que les coûts de réaffectation des actifs donnés en garantie supportés par les emprunteurs constituent la principale friction régissant le comportement des acteurs sur ce marché. Les emprunteurs s'adaptent aux variations de leurs besoins de trésorerie à court terme en modifiant leur recours aux prêts non garantis et comblent leurs besoins persistants de liquidité au moyen des mises en pension. Nous constatons en outre que les prêteurs fixent les taux et les décotes en tenant compte du risque de contrepartie et de la volatilité de la valeur de marché des actifs donnés en garantie.

How Do Central Bank Projections and Forward Guidance Influence Private-Sector Forecasts?

Nous collectons un ensemble de données de panel portant sur 23 pays afin d'examiner les effets des projections et des indications prospectives des banques centrales sur la divergence des prévisions du secteur privé. Nous constatons que ces projections et indications prospectives influent principalement sur la divergence des prévisions faites par le secteur privé au sujet des décisions à venir quant au taux directeur. Elles exercent en revanche moins d'influence sur la divergence des prévisions macroéconomiques du secteur privé. En outre, la divulgation par les banques centrales de leurs projections concernant la trajectoire du taux directeur et de l'hypothèse relative à cette trajectoire qu'elles utilisent dans leurs projections macroéconomiques n'a pas d'incidence notable sur la divergence des prévisions du secteur privé.

Modeling Fluctuations in the Global Demand for Commodities

Il est bien connu que les prix réels des produits de base qui s'échangent sur les marchés internationaux sont déterminés par les forces de l'offre et de la demande. L'un des principaux déterminants des prix réels des produits de base est la variation de la demande associée à des fluctuations imprévues de l'activité économique réelle mondiale. De nombreuses mesures ont été proposées pour quantifier l'activité économique réelle. Nous analysons les critères qu'elles doivent respecter pour permettre la modélisation des prix des produits de base industriels. Nous examinons également les

différentes mesures présentées dans la littérature afin de déterminer lesquelles conviennent le mieux aux travaux empiriques, et nous expliquons pourquoi certaines mesures souvent utilisées sont inadéquates pour la modélisation des prix des produits de base. À la lumière de ces renseignements, nous réévaluons rigoureusement s'il y a eu une baisse de l'activité économique réelle mondiale depuis 2011 et, le cas échéant, l'ampleur de celle-ci. En nous fondant sur un éventail de nouvelles données, nous montrons que l'envolée des prix des produits de base observée à l'échelle mondiale dans les années 2000 a été essentiellement temporaire. Notre analyse a d'importantes répercussions sur la conception de modèles structurels des marchés des produits de base, sur l'analyse de la transmission des chocs des prix des produits de base aux pays importateurs et exportateurs de matières premières, et sur les prévisions des prix des produits de base.

Government of Canada Securities in the Cash, Repo and Securities Lending Markets

Cette étude met en évidence les propriétés des titres du gouvernement du Canada dans les transactions du marché au comptant, les opérations de pension et les prêts de titres au fil de leur cycle de vie. En suivant tous les titres depuis leur émission jusqu'à leur échéance, nous sommes en mesure de faire ressortir les interrelations entre les marchés au comptant et les marchés de titres particuliers. Nos résultats indiquent que l'interaction des frictions de recherche et des effets de clientèle pourrait jouer un rôle essentiel dans l'apparition des profils de transactions affichés par les obligations assorties d'échéances différentes.

Canada's Experience with Trade Policy

Cette étude propose une lecture contemporaine de trois grandes politiques de commerce extérieur pilotées par les autorités canadiennes qui ont marqué l'histoire économique du Canada depuis la Confédération : la Politique nationale (1879), l'Accord canado-américain sur les produits de l'industrie automobile (Pacte de l'automobile de 1965) et l'Accord de libre-échange entre le Canada et les États-Unis (l'Accord de libre-échange de 1989 et son prolongement, à savoir l'Accord de libre-échange nord-américain, ou ALENA, de 1994). La Politique nationale a instauré des hausses générales de droits de douane sur les biens manufacturés importés dans le but premier de favoriser le développement du secteur manufacturier canadien. Dans l'ensemble, ses effets sur le secteur manufacturier et sur le bien-être furent cependant probablement

négatifs. Le Pacte de l'automobile, qui a concouru à la libéralisation du commerce des véhicules et des pièces automobiles entre le Canada et les États-Unis, l'Accord de libre-échange entre le Canada et les États-Unis ainsi que l'ALENA ont rompu avec le protectionnisme de la Politique nationale des générations précédentes. Ces accords sont à l'origine d'un essor des flux commerciaux entre le Canada, les États-Unis et le Mexique et ont eu des retombées positives pour les consommateurs et les producteurs canadiens. La spécialisation des producteurs et la baisse des prix à l'importation ont permis à tous les pays signataires de profiter de la libéralisation des échanges. Les avantages ont tendance à être largement partagés et à s'être pleinement matérialisés sur le long terme. Par contre, la libéralisation des échanges peut également engendrer à court terme des coûts d'ajustement non négligeables qui pèsent sur certaines filières et sur une partie des travailleurs.

A Calibrated Model of Intraday Settlement

Cette étude vise à estimer les expositions potentielles, les avantages sur le plan de la compensation et les gains en matière de règlements d'un modèle hypothétique de « système calibré de paiements » unique permettant de regrouper par lots des paiements de détail et de gros et de procéder à de multiples règlements intrajournaliers. Nos résultats démontrent que l'ampleur du risque de crédit auquel sont exposés les participants au système dépend largement de leur activité relative dans les systèmes de paiements de détail et de gros. Le système calibré réduit les expositions des participants grâce à une amélioration de la compensation et aux gains importants que permet la hausse de la valeur et du volume des paiements. L'analyse des expositions des participants en période de tensions, surtout pendant la Grande Récession, corrobore ce constat. L'activité relative révèle aussi la variation des expositions qui se produit parmi les participants lorsque les paiements sont regroupés en lots de multiples tailles, ce qui est particulièrement le cas parce que l'élargissement de la taille des lots accroît la valeur et le volume des paiements accumulés et, par conséquent, fait augmenter la compensation et diminuer les expositions. Ces résultats, ainsi que d'autres travaux, pourraient aider à mieux comprendre les expositions et les arbitrages des participants qui découlent de ce système.

Tail Risk in a Retail Payment System: An Extreme-Value Approach

L'importance croissante que revêt la gestion des risques dans les systèmes de paiement amené à l'élaboration d'un éventail d'outils destinés à atténuer le risque extrême dans ces systèmes. Nous utilisons des méthodes fondées sur la théorie des valeurs extrêmes pour quantifier l'ampleur du risque extrême dans le Système automatisé de compensation et de règlement (SACR) pour la période allant de 2002 à 2015. Selon notre analyse, le risque extrême s'est accru au fil des ans, mais à un rythme qui a ralenti vers la fin de la période étudiée, ce qui dénote une diminution du rythme de croissance de la valeur des garanties nécessaires pour couvrir ce risque.

ÉVÉNEMENT À VENIR

Todd Walker (Indiana University Bloomington), 23 mars 2018
Organisateur: José Dorich (CEA)

Jesper Linde (Sveriges Riksbank), 28 mars 2018
Organisateur: Thomas Carter (CEA)

Giorgio Primiceri (Northwestern University), 20 avril 2018
Organisateur: Joel Wagner (CEA)

Regis Barnichon (Federal Reserve Bank of San Francisco), 18 mai 2018
Organisateur: Julien Champagne (CEA)

Fernanda Nechio (Federal Reserve Bank of San Francisco), 25 mai 2018
Organisateur: Anthony Landry (CEA)

Martin Ellison (University of Oxford), 15 juin 2018
Organisateur: Daniela Hauser (CEA), INT