



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Recherche mensuelle à la Banque du Canada

septembre 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

Friedrich, Christian & Auer, Simone & Ganarina, Maja & Paligorova, Teodora & Towbin, Pascal, “[International Monetary Policy Transmission through Banks in Small Open Economies](#)”, Journal of International Money and Finance - International Banking Research Network (IBRN) Special Issue

Kuncl, Martin, “[Securitization under Asymmetric Information over the Business Cycle](#)”, European Economic Review

DOCUMENTS DE TRAVAIL DU PERSONNEL

Dahlhaus, Tatjana & Sekhposyan, Tatevik, “[Monetary Policy Uncertainty: A Tale of Two Tails](#)”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2018-50

Shao, Lin, “[Financial Development Beyond the Formal Financial Market](#)”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2018-49

Ahnert, Toni & Chapman, James & A. Wilkins, Carolyn, “[Should Bank Capital Regulation Be Risk Sensitive?](#)”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2018-48

Danielsson, Jon & Ergun, Lerby & G. de Vries, Casper, “[Challenges in Implementing Worst-Case Analysis](#)”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2018-47

Vallée, Geneviève, “[How Long Does It Take You to Pay? A Duration Study of Canadian Retail Transaction Payment Times](#)”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2018-46

Chiu, Jonathan & Koepl, Thorsten, “[Blockchain-Based Settlement for Asset Trading](#)”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2018-45

Carvalho, Carlos & Kryvtsov, Oleksiy, “[Price Selection](#)”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2018-44

Steingress, Walter, “[Market Size and Entry in International Trade: Product Versus Firm Fixed Costs](#)”, Document de travail du personnel de la Banque du Canada 2018-43

Verstraete, Matthieu & Suchanek, Lena, “[Understanding Monetary Policy and its Effects: Evidence from Canadian Firms Using the](#)

Business Outlook Survey”, CESifo Working Paper 7221, August 2018

DOCUMENTS D'ANALYSE DU PERSONNEL

Berger-Soucy, Léanne & Garriott, Corey & Usche, André, “Government of Canada Fixed-Income Market Ecology”, Documents d'analyse du personnel de la Banque du Canada 2018-10

RÉSUMÉS

International Monetary Policy Transmission through Banks in Small Open Economies

This paper studies the international transmission of monetary policy through banks in small open economies using the examples of Switzerland and Canada. We assess the inward transmission of foreign monetary policy for Switzerland and the outward transmission of domestic monetary policy for Canada. In both country cases, we focus on the international bank lending and the international portfolio channel, which make opposing predictions about how monetary policy transmits internationally through banks. Our results on the inward transmission of foreign monetary policy through banks in Switzerland are consistent with a role for the international portfolio channel, but we find no evidence for the traditional international bank lending channel. The results on the outward transmission of domestic monetary policy in Canada suggest that foreign lending by Canadian banks is affected through both channels, which work as predicted and largely balance each other.

Securitization under Asymmetric Information over the Business Cycle

This paper studies the efficiency of financial intermediation through securitization in a model with heterogeneous lending opportunities and asymmetric information about the quality of securities. Issuers of securities can signal their quality by providing recourse to security buyers. I find that signaling increases the variation in the degree of asymmetric information over the business cycle, which creates the documented growth asymmetry in the cycle. In particular, in the boom stage of the business cycle, security quality remains private information and lower-quality securities accumulate on the balance

sheets of lenders. This inefficient allocation of capital implies a deeper drop in output in a subsequent recession proportional to the length of the preceding boom.

Monetary Policy Uncertainty: A Tale of Two Tails

Dans cette étude, nous rendons compte d'une forte asymétrie dans l'évolution des attentes à l'égard du taux des fonds fédéraux, asymétrie que nous faisons correspondre à des mesures de l'incertitude concernant la politique monétaire. Nous montrons que les périodes de resserrement monétaire sont liées à une incertitude « négative » (taux directeur supérieur aux attentes) et celles d'assouplissement monétaire, à une incertitude « positive » (taux directeur inférieur aux attentes). L'incertitude négative concernant la politique monétaire diminue au fil du temps, tandis que l'incertitude positive reste plutôt stable. Cette constatation reflète le comportement asymétrique des erreurs de prévision, que nous attribuons aux modifications de la conduite de la politique monétaire. Nous montrons que l'incertitude liée aux fondamentaux macroéconomiques ne permet pas à elle seule d'expliquer ce comportement : l'asymétrie demeure, même lorsque nous tenons compte de l'incertitude macroéconomique, ce qui fait ressortir l'importance de la mise en oeuvre de la politique monétaire. Enfin, nous évaluons les effets macroéconomiques de l'incertitude entourant la politique monétaire. Selon nos résultats, les effets, non linéaires, dépendent de la phase de détente ou de resserrement de la politique monétaire. Même si, en général, l'incertitude a des effets récessifs, ces derniers sont plus sensibles en période d'assouplissement qu'en période de resserrement monétaire.

Financial Development Beyond the Formal Financial Market

Nous étudions les incidences du développement des marchés financiers en prenant en considération les modes de financement aussi bien formel qu'informel. En nous fondant sur des données internationales sur les entreprises, nous constatons que le financement informel est plus courant dans les pays riches que dans les pays pauvres. Pour rendre compte de ce profil empirique, nous construisons un modèle dans lequel l'offre de financement informel s'accroît en phase avec le développement du secteur financier tandis que la demande diminue. Le modèle génère une courbe en forme de cloche représentant la relation entre l'incidence du financement informel et le PIB par habitant. Notre analyse révèle qu'aux premiers stades de développement économique, la perte de production liée

aux frictions financières est exacerbée par la faiblesse de l'offre de financement informel. L'apport au PIB du financement informel est plus important pour les pays les plus riches de notre échantillon que pour les plus pauvres.

Should Bank Capital Regulation Be Risk Sensitive?

Nous exposons un modèle simple visant à étudier la sensibilité au risque de la réglementation des fonds propres. Un banquier finance des placements avec des dépôts non assurés et des fonds propres coûteux à mobiliser, les fonds propres réglant un problème d'aléa moral dans le choix du risque que fait le banquier. Les investisseurs sont mal informés sur la qualité des placements, mais l'organe de réglementation reçoit un signal à ce propos et impose des exigences minimales de fonds propres. Dans le cas d'un signal parfait, les exigences de fonds propres sont sensibles au risque et atteignent les meilleurs niveaux de risque et d'intermédiation : les banques les plus sûres attirent les financements par dépôts les moins chers et requièrent moins de fonds propres. Dans le cas d'un signal bruyant, la réglementation des fonds propres, sensible au risque, peut mettre en oeuvre un équilibre séparateur auquel les banques de qualité inférieure ne participent pas. Nous montrons que la relation n'est pas monotone entre, d'une part, le degré de sensibilité au risque et, d'autre part, la précision du signal et les caractéristiques des placements. En l'absence de signal, un ratio de levier induit aussi la nécessité de choisir le risque de façon éclairée, mais conduit à une intermédiation excessive ou insuffisante.

Challenges in Implementing Worst-Case Analysis

Depuis la récente crise financière, l'analyse du pire scénario est utilisée par les autorités de réglementation du secteur financier pour évaluer le risque extrême. Nous apportons de nouvelles perspectives sur cette méthode et sur l'estimation de la valeur extrême qui en découle. Nous calculons le biais des estimateurs d'ordre non paramétrique de la queue de distribution et le comparons au biais associé à la méthode semi-paramétrique de la théorie des valeurs extrêmes (TVE). Quand la distribution des rendements a une queue épaisse, nous trouvons que la valeur minimum de l'échantillon — c'est-à-dire l'estimateur issu de l'analyse du pire scénario — est très modérée dans la mesure où elle surestime toujours le risque. Dans le cas des distributions à queues relativement épaisses, le biais se réduit substantiellement grâce à l'estimateur semi-paramétrique résultant de la TVE. Pour les queues moins épaisses, la relation

s'inverse. Les estimations tirées d'un large échantillon du rendement d'actions du marché américain révèlent en effet la présence d'un comportement semblable dans les données financières. Sur le plan de la gestion du risque, ce résultat se traduit par une allocation très prudente des capitaux si le pire scénario est incorrectement estimé.

How Long Does It Take You to Pay? A Duration Study of Canadian Retail Transaction Payment Times

À l'aide d'un ensemble de données sur la rapidité de paiement en magasin au Canada, je montre qu'il est plus rapide de payer en argent comptant que par carte de crédit ou de débit. Je me sers de modèles à risques proportionnels de Cox pour modéliser l'efficacité des paiements, compte tenu du mode de paiement choisi par le consommateur. Je suggère deux variables pour dégager et estimer la relation causale entre le mode et le temps de paiement : 1) la valeur de la transaction et 2) le temps de paiement de la transaction précédente. Si le choix du consommateur est ignoré, l'efficacité de l'argent est sousestimée par rapport à celle des cartes. L'efficacité des modes de paiement est un élément important des coûts sociaux et privés associés à l'exécution et à l'acceptation des transactions. L'efficacité de l'argent permet d'expliquer son utilisation continue au Canada : son emploi n'entraîne, pour les consommateurs et les marchands, qu'un faible coût en temps de paiement.

Blockchain-Based Settlement for Asset Trading

Est-il possible de procéder au règlement de titres dans une chaîne de blocs? Dans l'affirmative, quels sont les avantages de la chaîne par rapport aux systèmes de règlement existants? Nous étudions une chaîne de blocs qui assure la livraison contre paiement en liant les transferts d'actifs aux paiements et dont le fonctionnement repose sur un protocole de preuve de travail. Le principal avantage de la chaîne de blocs tient à la plus grande rapidité et à la plus grande souplesse de règlement qu'elle permet. En revanche, le défi est d'éviter les défauts de règlement lorsque les participants créent un embranchement dans la chaîne afin d'éliminer les pertes transactionnelles. Pour empêcher ce phénomène, il faut que la taille et la fréquence des blocs de la chaîne limitent la vitesse de règlement afin de générer des frais de transactions suffisants, lesquels financent le minage, qui est coûteux en soi. Nous montrons que les règlements dans une chaîne de blocs ne sont faisables qu'à trois conditions : le volume de transactions doit être suffisamment important, les préférences pour des règlements rapides doivent être suffisamment

marquées, le montant et le risque des transactions doivent être limités. Même si le minage représente une perte sèche, nos estimations, fondées sur le marché des titres d'emprunt de sociétés américaines, montrent que les gains associés à l'adoption d'un système de règlement plus rapide et plus souple sont de l'ordre de un à quatre points de base par rapport aux systèmes déjà en place.

Price Selection

Dans cette étude, nous proposons un moyen simple, qui ne recourt à aucun modèle, de mesurer la sélection des prix et les effets que cette dernière peut avoir sur l'inflation. Il y a sélection des prix lorsque les prix qui changent en réaction à des chocs globaux ne sont pas représentatifs de l'ensemble des prix. La sélection peut amplifier la hausse (ou la baisse) de l'inflation puisque les prix qui s'ajustent étaient au départ très inférieurs (ou très supérieurs) à la moyenne. L'analyse de données microéconomiques détaillées sur les prix à la consommation au Royaume-Uni, aux États-Unis et au Canada, montre de façon concluante une forte sélection des prix pour les biens et les services. À un niveau désagrégé, la sélection des prix représente environ 36 % de la variance de l'inflation au Royaume-Uni et aux États-Unis, et 28 % au Canada. La sélection des prix est plus forte dans le cas des biens ayant des variations de prix moins fréquentes ou en moyenne plus prononcées. L'agrégation élimine en grande partie la sélection des prix pour ce qui est des variations des prix réguliers, mais pas des prix réduits. Ces observations plaident pour les modèles multisectoriels à prix rigides avec une forte sélection des prix au niveau sectoriel.

Market Size and Entry in International Trade: Product Versus Firm Fixed Costs

Cette étude développe un cadre théorique afin de déduire la nature des coûts fixes de la relation entre l'entrée sur les marchés internationaux et la taille des marchés de destination. Si les coûts fixes se situent au niveau des entreprises, celles-ci peuvent tirer profit d'externalités intraentreprises pour élargir leur gamme de produits. Les marchés internationaux sont dominés par des entreprises qui y entrent en moins grand nombre, mais avec plus de produits. Si, par contre, les coûts fixes se situent au niveau du produit, il en résulte des externalités interentreprises qui font baisser les coûts fixes d'exportation de toutes les entreprises fabriquant un même produit. Obtenus à partir de données sur les entreprises et les produits de nombreux pays, mes résultats corroborent empiriquement

l'hypothèse de la présence de coûts fixes au niveau du produit : les entreprises entrent en plus grand nombre que les produits sur les marchés de taille importante et offrent aux consommateurs de plus bas prix et une plus grande variété de produits de même catégorie.

Understanding Monetary Policy and its Effects: Evidence from Canadian Firms Using the Business Outlook Survey

Using real time data, we show that the monetary policy rule in Canada is better described by a Taylor rule augmented with business sentiment which is captured in survey data. Stronger survey results are correlated with a significantly higher policy rate over the period of study (2001–18). Taylor rules including a measure of business sentiment have significantly better predictive accuracy. Using these modified Taylor rules in vector autoregressions and data from the Bank of Canada's quarterly Business Outlook Survey, we study the impact of monetary policy on firms' expectations of sales and prices, financing conditions and investment decisions. Given our short sample, we focus on estimates of firms' responses to monetary shocks obtained by local projections (Jordà 2005). A 100-basis-point shock in the Bank's target rate leads firms to expect significantly lower sales and slower output price growth, report tighter credit conditions and lower investment intentions. Results are robust to using Champagne and Sekkel's (2018) new monetary policy measure.

Government of Canada Fixed-Income Market Ecology

Le présent document d'analyse est le troisième d'une série sur la structure ou l'« écologie » des marchés financiers canadiens rédigée par le département des marchés financiers. On parle d'écologie en ce sens où la série porte sur l'étude des interactions entre les participants au marché, les infrastructures, la réglementation applicable et les conditions des contrats mêmes négociés sur ce marché.

Dans ce document-ci, nous nous intéressons au marché intérieur des titres à revenu fixe du gouvernement du Canada. Après un survol des titres émis et de leurs caractéristiques, nous décrivons les pratiques courantes et les acteurs habituellement présents sur ce marché. Nous présentons des statistiques générales sur l'activité et décrivons les infrastructures qui sous-tendent les transactions. Enfin, nous analysons les risques associés à ce marché.

ÉVÉNEMENTS À VENIR

Matthias O. Paustian (Federal Reserve Board), 12 October 2018
Organisateur: Romanos Priftis (CEA)

Natalia Ramondo (University of California in San Diego), 19 October 2018
Organisateur: Anthony Landry (CEA)

Brent Hickman (Queen's University), 25 October 2018
Organisateur: Jason Allen (FMD)

Kevin Lim (University of Toronto), 26 October 2018
Organisateur: Ben Tomlin (CEA)

Albert Queralto (Federal Reserve Board), 16 November 2018
Organisateur: Martin Kuncl (CEA)

Jonathan Parker (Massachusetts Institute of Technology), 29 November 2018
Organisateur: Miguel Molico (FSD)

Decio Coviello (HEC Montreal), 7 December 2018
Organisateur: Youngmin Park (CEA)

Fernanda Nechio (Federal Reserve of San Francisco), 14 December 2018
Organisateur: Anthony Landry (CEA)