



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Catalogue des publications

2006



www.banqueducanada.ca

Illustration de la couverture

Sur la couverture, on peut voir un détail de la porte concave à deux vantaux (de 12 pi sur 3 pi, ou 3,7 m sur 0,9 m, chacun), moulée en bronze verdi, que la Banque du Canada a fait poser en 1938 à l'entrée arrière de son immeuble nouvellement construit. Conçue par Ulysses Ricci, de la firme new-yorkaise Ricci and Zari, la porte est ornée d'une allégorie traditionnelle d'inspiration classique : des lions ailés (gardiens des lieux prestigieux) encadrent une palmette grecque (autre symbole de protection). Au-dessus et en dessous se trouve un motif quadrillé qui rappelle les plafonds à caissons de l'antiquité romaine. La porte, dont la fabrication avait été confiée à la General Bronze Company (New York), a été enlevée lors de la rénovation de l'immeuble et de la construction des tours Est et Ouest durant les années 1970. Depuis le milieu des années 1990, un vantail de la porte est suspendu dans le hall de chacune des deux tours.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Janvier 2007

Imprimé au Canada sur papier recyclé



T A B L E D E S M A T I È R E S

<i>Introduction</i>	1
<i>Revue de la Banque du Canada</i>	3
<i>Actes de colloque</i>	9
<i>La poursuite de cibles d'inflation</i>	9
<i>Documents de travail et rapports techniques</i>	19
<i>Documents de travail</i>	19
<i>Rapports techniques</i>	38
<i>Publications externes</i>	39
<i>Articles et textes divers publiés en 2006</i>	39
<i>Articles à paraître</i>	42
<i>Prix des publications</i>	43



INTRODUCTION



La Banque du Canada produit une vaste gamme de publications susceptibles d'intéresser les spécialistes des domaines économique, financier et bancaire, les décideurs, les universitaires et le grand public. Aux documents de recherche énumérés dans les pages ci-après s'ajoutent les publications suivantes :

Rapport annuel

Paraît chaque année en mars. Gratuit.

Rapport sur la politique monétaire

Paraît en avril et en octobre. Gratuit.

Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire

Paraît en janvier et en juillet. Gratuite.

Enquête sur les perspectives des entreprises

Paraît chaque trimestre. Gratuit.

Revue du système financier

Paraît deux fois par an. Gratuite.

Discours et déclarations du gouverneur

Gratuits.

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada

Paraissent chaque mois*.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières

Paraît chaque vendredi*.

* Voir les tarifs d'abonnement aux pages 43-44.

Catalogue des publications

Paraît chaque année. Gratuit.

Le bilinguisme à la Banque du Canada

Paraît chaque année. Gratuit.

La Banque du Canada : une histoire en images

Publié en 2005. Offert au prix de 25 \$ CAN, taxes comprises. (Ajouter 5 \$ pour l'expédition au Canada, ou 10 \$ pour les destinations américaines ou internationales.)

L'œuvre artistique dans les billets de banque canadiens

Publié en 2006. Offert au prix de 25 \$ CAN, taxes comprises. (Ajouter 5 \$ pour l'expédition au Canada, ou 10 \$ pour les destinations américaines ou internationales.)

Le dollar canadien : une perspective historique

James Powell. Publié en 2005. Offert au prix de 8 \$ CAN, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale.

La Banque en bref

Publié en 2004. Gratuit.

Une évolution planifiée : l'histoire de l'Association canadienne des paiements de 1980 à 2002

Publié en 2003. Gratuit.

Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : note d'information

Publié en 2001. Gratuit.

Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : note d'information — novembre 2006

Publié en 2006. Gratuit.

Les conférences Thiessen

Publié en 2001. Gratuit.

La transmission de la politique monétaire au Canada

Publié en 1996. Offert au prix de 20 \$ CAN, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale.

Pour commander des exemplaires de publications de la Banque du Canada, veuillez vous adresser au Service de diffusion, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9, composer le 1 877 782-8248 (sans frais en Amérique du Nord) ou adresser tout message électronique à : publications@banqueducanada.ca.

Toutes les publications de la Banque, à l'exception des *Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*, de *La Banque du Canada : une histoire en images* et de *L'œuvre artistique dans les billets de banque canadiens*, sont accessibles dans notre site Web à l'adresse suivante : www.banqueducanada.ca.



REVUE DE LA BANQUE DU CANADA



La Revue de la Banque du Canada est une publication trimestrielle s'adressant aux spécialistes des domaines économique, financier et bancaire, aux universitaires, aux établissements d'enseignement, aux bibliothèques et au grand public. Elle contient des commentaires de nature économique et des articles sur l'économie canadienne et les sujets qui intéressent les banques centrales. On peut consulter la Revue de la Banque du Canada dans le site Web de la Banque (www.banqueducanada.ca/fr/revue/index.html).

Hiver 2005-2006

Soixante-dix ans d'activité : la Banque du Canada dans le contexte international (1935-2005)

Michael D. Bordo et Angela Redish

Bordo et Redish examinent l'évolution qu'ont connue les banques centrales au cours des 70 dernières années et mettent en lumière les périodes durant lesquelles le Canada a innové sur le plan des pratiques de banque centrale ou semblé suivre une démarche légèrement différente de celle des autres pays. Ils soulignent que les forces à l'œuvre à l'échelle mondiale ont apparemment beaucoup influé sur l'inflation tout au long de ces 70 années, le Canada et les États-Unis ayant enregistré des taux d'inflation à peu près identiques même si leurs régimes de politique monétaire respectifs différaient sensiblement à certains égards. Le Canada, par exemple, s'est doté relativement tard d'une



banque centrale, longtemps après la plupart des autres pays industrialisés. Le Canada a aussi été le seul pays à laisser sa monnaie flotter dans les années 1950 et au début de la décennie suivante, soit durant une bonne partie de la période régie par les accords de Bretton Woods. Il a en outre adopté des cibles d'inflation bien avant que les banques centrales de la majorité des autres pays n'en fassent autant, et il a introduit un certain nombre d'innovations au chapitre de la mise en œuvre de la politique monétaire dans les années 1990.

Le régime de banque libre et la Banque du Canada

David Laidler

Les économistes du XIX^e siècle ont beaucoup débattu des bienfaits d'un régime de banque libre, sous lequel chaque banque commerciale serait autorisée à émettre ses propres billets et dépôts, à condition d'en garantir la convertibilité par ses propres réserves d'or. Un tel régime, soutenaient ses partisans, assurerait la stabilité des prix tout en se révélant assez souple pour résister aux aléas du cycle économique, et cela en l'absence de banques centrales. Si cette idée a moins retenu l'attention ces dernières années, certains économistes la présentent encore comme une solution de rechange possible au système actuel. Laidler est d'avis que les tendances centralisatrices inhérentes à l'activité bancaire limiteraient inévitablement le caractère concurrentiel de celle-ci sous un régime de banque libre, laissant le champ libre à une seule institution dominante. D'autres facteurs marquants du XX^e siècle, en particulier l'abandon de l'étalon-or et la reconnaissance générale du fait que les États doivent jouer un rôle déterminant dans l'établissement des objectifs de politique monétaire, ont également restreint

la possibilité qu'un régime de ce type puisse fonctionner dans la pratique. Passant en revue l'histoire de la Banque du Canada sous l'angle du concept de liberté bancaire, Laidler conclut que le système actuel de poursuite de cibles d'inflation est plus apte à assurer un comportement ordonné des prix que ne le sera jamais une garantie de convertibilité sous un régime de banque libre.

La construction d'une politique monétaire adaptée à la réalité canadienne

John Chant

Au moment de sa création en 1935, la Banque du Canada pouvait s'inspirer de deux modèles fort différents (ceux de la Banque d'Angleterre et de la Réserve fédérale américaine) pour concevoir les instruments de mise en œuvre de sa politique monétaire. Même si, dans les débuts, certains éléments de la politique monétaire de la Banque — tels que le rôle du mécanisme de réescompte et le recours à la persuasion morale — ont été calqués sur l'exemple britannique, des différences importantes ont concouru au développement d'une approche spécifiquement canadienne. Chant décrit ce qu'il juge être des innovations typiquement canadiennes : le transfert des dépôts du gouvernement comme moyen privilégié de gérer la liquidité bancaire; l'adoption d'une méthode de calcul des réserves obligatoires basée sur les chiffres de la période précédente; et la décision de la Banque de laisser flotter le taux d'escompte à deux reprises. Il fait également un survol de la série de mesures audacieuses prises dans les années 1990 : simplification des procédures de compensation et de règlement, réduction des réserves obligatoires et établissement par la Banque d'une cible pour le taux du financement à un jour. L'auteur



estime que ces changements ont amélioré l'efficacité du marché, réduit les risques et l'incertitude et renforcé l'influence que la Banque exerce sur le taux à un jour, sa cible opérationnelle à court terme.

De la jeunesse à la maturité intellectuelle : rétrospective de l'évolution de la recherche rue Wellington

John F. Helliwell

Helliwell relate les transformations qu'a subies la Banque du Canada depuis le début des années 1960, période où s'est amorcée la relation soutenue que l'auteur entretient avec l'institution et les membres de son personnel. Évoquant d'abord son passage à la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier (Commission Porter), Helliwell poursuit avec le récit des 40 années suivantes, en s'intéressant tout particulièrement aux activités d'analyse et de recherche de la Banque. Tout en prenant soin de reconnaître l'utilité de différentes méthodes d'analyse et de collecte de renseignements, comme la vaste enquête que lui et ses collègues ont menée par courrier et par des entrevues dans le cadre de la Commission Porter, Helliwell s'attarde aux activités de modélisation économétrique de l'institution, commencées avec les modèles RDX1 et RDX2 à la fin des années 1960 et au début de la décennie suivante. Il cite quelques-uns des obstacles internes et externes que la banque centrale a dû surmonter afin de poursuivre ses efforts de modélisation et explique comment les nouvelles tendances au sein de la profession posaient parfois des défis. En conclusion, l'auteur affirme que ces avancées ont aidé la Banque à parvenir à maturité et à devenir l'un des grands foyers internationaux de recherche empirique.

Printemps 2006

Doit-on s'inquiéter des déséquilibres mondiaux?

Bruce Little et Robert Lafrance

Les excédents grandissants de la balance courante des pays asiatiques et le déficit croissant de celle des États-Unis soulèvent des inquiétudes : les déséquilibres dont ils s'accompagnent pourraient constituer une menace pour l'économie mondiale, surtout s'ils se renversent de manière désordonnée. Certains experts estiment que le jeu normal des forces du marché corrigera ces déséquilibres avec le temps; d'autres considèrent qu'il incombe aux décideurs publics de faciliter l'ajustement en mettant en œuvre des politiques qui freinent la demande intérieure dans les pays déficitaires et la stimulent dans les pays excédentaires. Le propos des auteurs de l'article est d'éclairer les principaux enjeux et points de controverse relatifs à ce débat.

La poursuite de cibles d'inflation : résumé du colloque tenu à la Banque du Canada les 28 et 29 avril 2005

Robert Amano et Raphael Solomon

Le colloque de 2005 organisé par la Banque du Canada portait sur deux enjeux fondamentaux : l'opportunité d'utiliser des cibles définies par rapport au niveau des prix plutôt que par rapport à l'inflation, et le taux d'inflation optimal à viser. Voici quelques-uns des thèmes qui étaient à discuter lors des différentes séances : nouvelles méthodologies pour l'examen de la validité de la courbe de Phillips néokeynésienne dans le cas du Canada; implications pour la politique monétaire des effets frontières et du modèle de l'accélérateur financier; borne



inférieure limitant les taux d'intérêt nominaux à zéro; inflation, bien-être et modèles macro-économiques d'équilibre général. Des experts ont été invités à donner leur point de vue sur chacun des thèmes abordés, et deux conférenciers réputés ont fait part de leurs réflexions sur la poursuite de cibles d'inflation.

Tendances en matière de paiement de détail et résultats d'un sondage mené auprès du public

Varya Taylor

Bien que le volume et la valeur des billets de banque aient continué d'augmenter, le recours accru au paiement électronique a eu une incidence sur l'utilisation de l'argent liquide.

L'auteure présente les résultats d'un sondage mené en 2004 par la Banque du Canada sur les habitudes de paiement des consommateurs et sur leurs perceptions face à l'argent liquide et à ses substituts, dont leur confiance à l'égard de la sûreté des billets de banque. Des analyses de ces résultats indiquent que la demande de billets est liée à de nombreux facteurs, tels que le revenu, l'âge, le niveau de scolarité, le sexe, l'utilisation des cartes de débit et de crédit de même que la perception de commodité associée à l'argent comptant. Taylor présente aussi un nouvel indice de confiance dans les billets de banque qui servira de point de comparaison pour les sondages futurs.

L'évolution du cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien

Marc Pellerin

L'auteur dresse un bref historique relatant comment le gouvernement s'est servi des marchés primaire et secondaire pour élaborer

le cadre de placement de ses titres auprès des intermédiaires financiers et des investisseurs. Le cadre a aussi été conçu pour permettre au gouvernement d'atteindre les objectifs qu'il poursuit dans sa stratégie de gestion de la dette, à savoir une source stable de financement à faible coût et le bon fonctionnement continu du marché de ses titres. Pellerin examine le nouveau cadre adopté par le gouvernement en 1998, ainsi que les modifications qui y ont été apportées en 2005 en vue de favoriser une plus grande participation et de stimuler la concurrence aux adjudications de l'État.

Été 2006

Sous le signe de la crédibilité et de la souplesse : l'évolution des régimes de cibles d'inflation de 1990 à 2006

Graydon Paulin

L'auteur fait d'abord un survol des régimes de cibles d'inflation adoptés dans un large ensemble de pays, puis il se penche sur les modifications apportées à leur conception au long de leurs quinze années d'existence. Il traite aussi du rôle des objectifs et des fourchettes chiffrés, de l'horizon visé pour la politique monétaire, des dispositifs institutionnels ainsi que des stratégies de communication, notamment de la publication de prévisions. Le degré de souplesse des régimes est un thème récurrent. Paulin conclut que les changements apportés à ceux-ci ont été relativement modestes, mais que, conjugués à la crédibilité accrue que les banques centrales se sont acquise en atteignant leurs cibles de maîtrise de l'inflation, ils ont permis une réaction de plus en plus modulée aux chocs économiques.



Évaluation des mesures de l'inflation fondamentale

Thérèse Laflèche et Jamie Armour

Depuis l'instauration d'un régime de poursuite de cibles d'inflation en 1991, la Banque du Canada a choisi de recourir à une mesure de l'inflation fondamentale pour la guider dans la conduite de sa politique monétaire à court terme. Lorsque la cible d'inflation a été renouvelée en 2001, la Banque a adopté en raison des avantages qu'il offrait un nouvel indice pour mesurer l'inflation tendancielle, IPCX. Laflèche et Armour font le bilan de son utilisation en cherchant à savoir s'il satisfait encore aux critères qui avaient présidé à son choix en 2001. Elles décrivent pour ce faire les divers indices que surveille la Banque et évaluent leurs performances en fonction de la volatilité de leurs composantes et de celle des indices eux-mêmes, de l'absence de biais par rapport à l'IPC global, de leur capacité de prévision et de certains critères pratiques telles l'actualité et la crédibilité. Elles concluent qu'IPCX répond encore à tous les critères empiriques et pratiques.

Une nouvelle analyse de l'horizon de la cible d'inflation

Don Coletti, Jack Selody et Carolyn Wilkins

Dans un régime de cibles d'inflation, la conduite de la politique monétaire suppose l'établissement d'un horizon pour l'atteinte de la cible, c'est-à-dire d'un délai moyen pour ramener l'inflation au taux visé. Les autorités monétaires ont tout avantage à communiquer cet horizon, car cela contribue vraisemblablement à ancrer les attentes d'inflation. Les auteurs s'intéressent particulièrement à la détermination de l'horizon approprié en exposant les

résultats de deux récentes études de la Banque du Canada. D'après ces travaux, le délai actuel de six à huit trimestres demeure approprié. Il faut souligner que l'horizon optimal de la cible d'inflation varie beaucoup, selon la combinaison des chocs à laquelle l'économie est soumise. Dans les rares cas où un choc persistant, comme une bulle d'actifs, déclenche un mécanisme d'accélérateur financier, un horizon plus long pourrait mieux convenir.

Automne 2006

TOTEM, le nouveau modèle de projection et d'analyse de politiques de la Banque du Canada

Paul Fenton et Stephen Murchison

En décembre 2005, TOTEM (pour *Terms-of-Trade Economic Model*) a remplacé le Modèle trimestriel de prévision (MTP) à titre de principal modèle utilisé par la Banque du Canada pour l'élaboration de projections au sujet de l'économie canadienne et l'analyse de politiques. Bénéficiant des progrès accomplis dans les domaines de la modélisation économique et de l'informatique tout en prenant solidement appui sur les forces du MTP, TOTEM permet de prendre en compte le comportement optimisateur des entreprises et des ménages dans une économie à produits multiples, aussi bien en régime permanent que hors équilibre. Les auteurs exposent les motifs de la mise au point du modèle TOTEM, décrivent sommairement le modèle et son étalonnage et présentent des simulations simples pour illustrer quelques-unes de ses principales propriétés. Un aperçu de l'évolution probable du modèle dans l'avenir clôt l'article.



MUSE, le nouveau modèle de projection de l'économie américaine utilisé par la Banque du Canada

Marc-André Gosselin, René Lalonde et Nicolas Parent

Les projections préparées par le personnel en vue d'alimenter les délibérations de la Banque sur la politique monétaire tiennent compte de la très forte intégration de l'économie canadienne au sein de l'économie mondiale ainsi que de ses liens financiers et réels étroits avec l'économie américaine. En appui à ces projections, la Banque a mis au point plusieurs modèles pour étudier et prévoir l'évolution de l'économie dans le reste du monde. Les auteurs s'attachent plus particulièrement à MUSE, le modèle qui sert à l'heure actuelle à décrire les interactions entre les principales variables macroéconomiques américaines, telles que le produit intérieur brut, l'inflation, les taux d'intérêt et le taux de change. L'article présente également un survol des modèles NEUQ et BOC-GEM.

La modélisation de canaux financiers aux fins de l'analyse de la politique monétaire

Ian Christensen, Ben Fung et Césaire Meh

La Banque du Canada considère un très large éventail de données et d'analyses avant d'en venir à une décision concernant la politique monétaire; elle recourt à des modèles soigneusement conçus pour créer des projections économiques et examiner plusieurs scénarios. L'article fait état des projets de recherche en cours à la Banque en vue de mettre au point des modèles au sein desquels les variables financières jouent un rôle actif dans la transmission des mesures de politique monétaire à l'activité économique. Ces modèles peuvent faciliter l'analyse de l'information économique du point de vue financier et fournir une vue

d'ensemble des répercussions de l'évolution financière sur les perspectives économiques actuelles. Les auteurs expliquent en outre comment ces projets de recherche peuvent contribuer à résoudre d'autres questions fondamentales liées aux objectifs de la politique monétaire, par exemple celle de savoir comment les variations des prix des actifs doivent être incorporées dans le cadre de conduite de la politique monétaire.

Le nouvel indice de taux de change effectif du dollar canadien

Janone Ong

Un taux de change effectif est une mesure de la valeur de la monnaie d'un pays par rapport à celles de ses principaux partenaires commerciaux. La Banque vient de créer un nouvel indice de taux de change effectif du dollar canadien, l'indice TCEC, qui remplace l'indice C-6 qu'elle utilisait jusqu'ici. Basé sur les pondérations établies par le Fonds monétaire international en fonction du commerce multilatéral, l'indice TCEC comprend les six monnaies des pays ou des zones économiques détenant les plus larges parts des échanges du Canada avec l'étranger. Aussi rend-il mieux compte des changements survenus récemment dans le profil de notre commerce extérieur, notamment l'importance accrue de la Chine et du Mexique ainsi que le poids relativement moindre de l'Europe et du Japon comme partenaires commerciaux du Canada. L'auteur décrit la construction de l'indice TCEC et la méthodologie employée pour calculer les pondérations. Les avantages du nouvel indice sur l'indice C-6 sont également passés en revue, notamment le fait que ses pondérations sont de type multilatéral, qu'il inclut les services et qu'il utilise des données plus récentes sur le commerce international.



ACTES DE COLLOQUE



La poursuite de cibles d'inflation

Les 28 et 29 avril 2005

Ce colloque portait sur deux enjeux fondamentaux : l'opportunité d'utiliser des cibles définies par rapport au niveau des prix plutôt que par rapport à l'inflation, et le taux d'inflation optimal à viser. Voici quelques-uns des thèmes qui étaient à discuter lors des différentes séances : nouvelles méthodologies pour l'examen de la validité de la courbe de Phillips néokeynésienne dans le cas du Canada; implications pour la politique monétaire des effets frontières et du modèle de l'accélérateur financier; borne inférieure limitant les taux d'intérêt nominaux à zéro; inflation, bien-être et modèles macroéconomiques d'équilibre général. Des experts ont été invités à donner leur point de vue sur chacun des thèmes abordés, et deux conférenciers réputés ont fait part de leurs réflexions sur la poursuite de cibles d'inflation.

The Road Ahead for Canadian Inflation Targeting

Christopher Ragan (Banque du Canada et Université McGill)

L'auteur évalue le succès du régime de cibles d'inflation dans divers pays et, en particulier, au Canada. Pour ce faire, il examine le niveau et la volatilité de l'inflation, la volatilité de la croissance de la production et le degré d'ancrage des attentes concernant l'inflation. L'auteur plaide en faveur de la reconduction des cibles d'inflation canadiennes après 2006, notamment parce qu'il juge important de préserver la cohérence du cadre général de conduite des politiques. Il s'interroge également sur la possibilité future de prendre pour cible le niveau des prix ou d'abaisser le taux d'inflation visé à 1 %; ces deux nouvelles avenues demandent toutefois à être étudiées plus avant. Enfin, l'auteur propose un cadre simple de réflexion sur le sens des communications de banque centrale et soutient que la Banque du Canada aurait intérêt à se concentrer

davantage sur la sensibilisation du public à long terme et moins sur la transmission de signaux à court terme sur ses intentions.

The New Keynesian Phillips Curve When Inflation Is Non-Stationary: The Case for Canada

Bergljot Bjørnson Barkbu (Fonds monétaire international) et Nicoletta Batini (Fonds monétaire international)

On a l'habitude d'estimer la courbe de Phillips néokeynésienne en supposant que l'inflation est stationnaire. Or, cette hypothèse est d'une validité douteuse lorsqu'on l'applique aux données sur le Canada. En se servant d'une méthode élaborée par Johansen et Swensen, les auteures montrent que l'inflation canadienne, envisagée dans un cadre approprié, semble en fait présenter une racine unitaire. Ce constat vient infirmer les estimations obtenues par la méthode du maximum de vraisemblance et celle des moments généralisés. La méthode retenue par les auteures donne des résultats semblables en gros à ceux des études précédentes, bien que le coefficient estimé de la composante prospective de l'inflation ait tendance à être supérieur aux coefficients relevés auparavant. Contrairement à ce qui ressort d'une grande partie de la littérature, les estimations des auteures vont dans le sens de la superneutralité pour le Canada. Fait important à souligner, le recours à la méthode de Johansen et de Swensen résout le problème d'identification associé à la méthode des moments généralisés, de sorte que les auteures sont en mesure de distinguer empiriquement la version purement prospective et la version hybride de la courbe de Phillips néokeynésienne.

Factor-Market Structure, Shifting Inflation Targets, and the New Keynesian Phillips Curve

Robert Amano (Banque du Canada) et Stephen Murchison (Banque du Canada)

Les auteurs évaluent dans quelle mesure la courbe de Phillips néokeynésienne parvient à rendre compte des principales caractéristiques du comportement de l'inflation au Canada. Ils se démarquent de leurs prédécesseurs en modifiant trois hypothèses fréquemment adoptées dans la littérature. Ils lèvent tout d'abord l'hypothèse d'une cible d'inflation constante dans le temps. Puis ils remplacent la mesure habituelle du coût marginal, à savoir la part du travail dans le revenu, par une définition suivant laquelle : 1) la fonction de production n'est pas de type Cobb-Douglas; 2) l'ajustement du facteur travail s'accompagne d'un coût; et 3) les biens intermédiaires importés jouent un rôle explicite. Enfin, contrairement à ce qui est généralement postulé, ils supposent qu'il n'existe pas de marché de location pour le capital, celui-ci étant propre à chaque entreprise. Les auteurs estiment le modèle à l'aide d'une méthode des moments. Dans l'ensemble, ils constatent que les deux premières modifications apportées à la configuration standard permettent d'obtenir une meilleure adéquation statistique, et la troisième, une fréquence moyenne de révision des prix plus réaliste. Le modèle doit cependant conserver un terme d'inflation retardée pour pouvoir reproduire la persistance observée dans les données sur l'inflation au Canada.



Exchange Rate Volatility, Pass-Through, Trade Patterns, and Inflation Targets

Steven Globerman (Université Western Washington) et Paul Storer (Université Western Washington)

Les auteurs présentent des résultats empiriques selon lesquels la volatilité des taux de change nominaux se serait accrue au Canada depuis le milieu des années 1990. Ils étudient les liens possibles entre cette hausse de la volatilité et la réduction observée du degré de répercussion des variations des taux de change. Leur analyse les amène à se demander si cette diminution est liée au régime actuel de politique monétaire et à l'évolution du profil des échanges internationaux. La réponse à une telle question a plusieurs conséquences pour le choix de cibles d'inflation. Tout d'abord, étant donné que, dans un cadre de poursuite de cibles d'inflation, la volatilité des taux de change s'accroît lorsque le degré de répercussion est faible, il est permis de penser que la première continuera d'augmenter si le second continue de baisser. Deuxièmement, la banque centrale devra peut-être réévaluer l'importance qu'elle accorde aux fluctuations des taux de change s'il s'avère que ceux-ci n'ont plus d'incidence indirecte sur la politique monétaire par le truchement de l'inflation.

Monetary Policy, Asset Prices, and Misspecification

Robert Tetlow (Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis)

L'économie des États-Unis a connu une évolution atypique du premier trimestre de 1995 au deuxième trimestre de 2000. Au cours de cette période, le taux annuel de croissance de la productivité du travail, qui, durant les 20 années

précédentes, s'était établi à 1 1/4 % en moyenne, a presque doublé. Le taux des fonds fédéraux, lui, est demeuré remarquablement stable, peut-être du fait que l'inflation fondamentale était le plus souvent en baisse. Le ratio de la capitalisation boursière au PIB nominal, qui avait fluctué entre 30 et 100 % de 1952 à 1994, a bondi, atteignant un sommet de 185 % au premier trimestre de 2000. Dans les deux années qui ont suivi, la bourse a cependant perdu une grande part des gains qu'elle avait enregistrés, et l'économie est entrée en récession. La reprise qui a suivi a été des plus hésitante. Dans ce contexte, il y a lieu de se demander si l'apparente bulle boursière était en partie à l'origine de la récession et si cette dernière aurait pu être évitée grâce à une intervention plus énergique de la Réserve fédérale.

Bernanke et Gertler soutiennent que le laisser-faire de la banque centrale américaine était justifié. À leurs yeux, les autorités monétaires ne devraient pas réagir aux bulles boursières apparentes, mais uniquement aux effets des variations des prix des actions sur l'évolution prévue de l'inflation et, peut-être, de la production. Cecchetti et ses collaborateurs plaident plutôt en faveur de l'interventionnisme; ils estiment, à l'exemple de Mussa, que les banques centrales ont la capacité et l'obligation de réagir (directement) aux bulles et qu'elles le font effectivement. Bernanke et Gertler, tout comme Cecchetti et ses collaborateurs, ont principalement recours à des étouffements ad hoc des règles de politique monétaire à la Taylor pour étudier les propriétés des modèles face à des chocs qui sont soigneusement élaborés de façon à bien distinguer les bulles des autres chocs. Leurs choix de modélisation leur permettent de rester vagues sur les conséquences

d'erreurs éventuelles quant à la présence, à la nature, à la persistance et à l'incidence d'une bulle. Dans son étude, Tetlow réévalue la question de la réaction aux bulles en se servant d'une variante du modèle de Bernanke, Gertler et Gilchrist. Il apporte trois contributions à la compréhension du sujet. En premier lieu, il enrichit le modèle de départ afin de vérifier si la conclusion optimiste de Bernanke et Gertler est sensible aux changements de spécification. Deuxièmement, il adopte une définition plus rigoureuse de la politique optimale qui intègre les croyances de l'autorité monétaire. Enfin, il fait appel aux techniques de contrôle robuste pour étudier les réactions possibles de la banque centrale face à l'incertitude entourant certains aspects du processus de formation des bulles.

John Kuszczak Memorial Lecture
The Inflation-Targeting Debate

Frederic Mishkin (Université Columbia)

L'auteur examine cinq questions soulevées dans le cadre du débat sur la poursuite de cibles d'inflation : i) L'adoption de cibles améliore-t-elle la tenue de l'économie? ii) Est-elle compatible avec le principe du double mandat? iii) Existe-t-il une limite quant au degré de transparence dont peut faire preuve une banque centrale? iv) Une cible de niveau des prix serait-elle préférable à une cible d'inflation? v) Une cible ponctuelle serait-elle préférable à une fourchette cible?

L'auteur conclut, sur la foi d'observations empiriques, que la poursuite de cibles d'inflation joue un rôle dans l'amélioration des conditions économiques en général et est compatible avec le principe du double mandat d'une banque centrale (responsabilité de promouvoir à la fois la stabilité des prix et le plein

emploi). Il souligne toutefois que les banques centrales doivent définir plus clairement cet objectif dans leurs stratégies de communication. La transparence d'une banque centrale devient excessive lorsque cette dernière annonce ses projections relatives à la trajectoire future des taux directeurs ou encore sa fonction objectif. Des recherches récentes ainsi que la situation actuellement observée au Japon donnent à penser qu'une cible fondée sur le niveau des prix peut s'avérer un outil très utile aux responsables de la politique monétaire. La poursuite de cibles exprimées sous la forme de fourchettes de taux d'inflation semble représenter une excellente façon de résoudre le problème de l'incohérence temporelle et d'inciter les autorités à pratiquer une politique monétaire beaucoup plus proche de la politique optimale, qui permet d'éviter carrément ce problème.

The Zero Lower Bound on Interest Rates and Monetary Policy in Canada

Francisco Ruge-Murcia (Université de Montréal)

L'auteur construit un modèle de courbe de rendement à anticipations rationnelles et à variable dépendante limitée qui formalise l'idée que les taux d'intérêt nominaux ont zéro pour borne inférieure. Cette contrainte de non-négativité induit une relation non linéaire et convexe entre les taux à long et à court terme. Cette relation implique à son tour une réaction asymétrique du taux long aux variations du taux court, en ce sens qu'une baisse de ce dernier entraîne une réaction moins forte du taux long que ne le fait une augmentation d'ampleur équivalente. En outre, la réaction du taux long à une modification — à la hausse



ou à la baisse — du taux court est moindre si la variation se produit au voisinage de la borne du zéro. L'auteur examine les prévisions du modèle à la lumière de données récentes et constate que même si les taux d'intérêt canadiens sont bas par rapport à ceux observés dans le passé, ils sont suffisamment au-dessus de la borne du zéro pour que les prévisions du modèle ne se vérifient pas.

The Welfare Implications of Inflation versus Price-Level Targeting in a Two-Sector, Small Open Economy

*Eva Ortega (Banque du Canada)
et Nooman Rebei (Banque du Canada)*

Les auteurs analysent les implications pour le bien-être de règles simples de politique monétaire, en estimant un modèle de petite économie ouverte pour le Canada qui compte deux secteurs (biens échangeables et non échangeables) et où les prix et les salaires sont rigides. Ils observent que le degré de rigidité des prix diffère de façon statistiquement significative entre les deux secteurs.

Les auteurs cherchent à établir s'il existe une spécification de la fonction de réaction aux taux d'intérêt qui admet une cible précise pour le niveau des prix et qui permet de maximiser le bien-être. Ils remarquent cependant que le bien-être s'accroît davantage, dans le modèle estimé de l'économie canadienne, lorsque la banque centrale prend strictement pour cible l'inflation et qu'elle réagit aux écarts qu'elle s'attend à observer par rapport à la cible au cours de la période suivante, sans tenir compte de l'écart de production.

Learning and the Welfare Implications of Changing Inflation Targets

Kevin Moran (Université Laval)

L'auteur calcule les conséquences, pour le bien-être d'un agent représentatif, d'un abaissement de la cible d'inflation poursuivie par les autorités monétaires. Pour ce faire, il compare dans un premier temps les états stationnaires associés aux deux cibles considérées, puis évalue les coûts de la transition entre l'état initial et le nouvel état, qui est assorti d'un taux d'inflation réduit. Le modèle utilisé pour les calculs permet d'adopter un cadre d'information incomplète et d'apprentissage bayésien, dans lequel les agents privés ne peuvent observer directement les changements de la cible et révisent leur estimation de celle-ci à la lumière des nouvelles données. Pour vérifier la robustesse des résultats, l'auteur répète l'analyse sous diverses spécifications du modèle.

D'après l'auteur, le fait de ramener la cible d'inflation de 2 % à zéro semble procurer en soi des gains de bien-être appréciables. En effet, la comparaison des états stationnaires met en évidence des gains pouvant représenter jusqu'à 0,5 % de la consommation à l'état stationnaire. Cependant, si l'on tient compte de la transition vers le nouvel état, où l'inflation est moins élevée, les gains calculés diminuent de 50 % à 85 %. La baisse est particulièrement prononcée lorsque la transition a lieu dans un contexte d'information incomplète et d'apprentissage bayésien.

Débat de clôture

Premier commentaire

Paul Beaudry (Université de la Colombie-Britannique) examine quatre questions à la lumière des études présentées au colloque. Premièrement, pourquoi une banque centrale devrait-elle adopter des cibles d'inflation si son objectif est de favoriser une stabilité monétaire et financière propice au bien-être économique? La poursuite de cibles d'inflation est-elle la meilleure politique à suivre? Au cours des quinze dernières années, les résultats au chapitre de la croissance économique ou de l'inflation enregistrés par les pays industrialisés ayant des cibles explicites n'ont guère été différents de ceux des pays comparables qui n'en avaient pas. Les faits portent donc à croire que d'autres politiques peuvent être tout aussi efficaces pour promouvoir le bien-être économique.

Deuxièmement, quels sont les avantages et inconvénients de cibles définies à l'égard de l'inflation plutôt que du niveau des prix? La poursuite de cibles d'inflation facilite la planification à moyen terme, en donnant aux gens la possibilité de signer des contrats pluriannuels. Le ciblage du niveau des prix favorise plutôt la planification à long terme, en permettant aux gens de se constituer une épargne en vue de la retraite sans craindre que l'inflation ne vienne en éroder la valeur. Beaudry fait observer que pour bien analyser cette question, il faudrait modéliser les incitations à planifier sur le long terme.

Troisièmement, quel taux d'inflation convient-il de choisir comme cible? Un taux de 2 % est-il préférable à un autre? Quels seraient les coûts d'un abaissement de la cible? Beaudry

met en relief le paradoxe auquel sont confrontées les autorités monétaires. D'une part, si la borne inférieure limitant les taux d'intérêt nominaux à zéro n'est pas problématique dans le cas d'un éventail de cibles d'inflation qui avoisinent 2 %, une réduction de la cible pourrait s'accompagner d'une amélioration des conditions économiques. D'autre part, l'immobilisme peut être une importante option à considérer; si la transition vers une nouvelle politique s'annonce coûteuse, le maintien de la politique existante sera peut-être plus avantageux.

Enfin, Beaudry s'interroge sur le cadre de réalisation de la cible. La façon la plus courante d'atteindre cette dernière est d'appliquer une règle de rétroaction qui spécifie comment ajuster les taux d'intérêt en fonction de différents résultats économiques. L'inflation et la production sont les éléments que comprend habituellement une règle de rétroaction (règle de Taylor). Une nouvelle question d'intérêt est celle de savoir si les autorités monétaires doivent réagir à l'évolution des prix des actifs. Beaudry convient avec Tetlow que cela n'est pas souhaitable. Il souligne toutefois que les fluctuations du cycle économique sont le plus souvent liées à des perturbations non monétaires, si bien que la Banque devrait avoir une position claire quant à la façon dont elle entend réagir aux chocs autres que monétaires.

Deuxième commentaire

Pierre Duguay (Banque du Canada) aborde pour sa part deux sujets : la cible d'inflation et les défis à relever pour l'atteindre. Traitant du premier, il signale que le fait que le régime en place ait réussi à ancrer les attentes d'inflation et à atténuer les fluctuations devrait encourager



les autorités à accomplir de nouveaux progrès sur la voie de la stabilité des prix. Lorsque la cible d'inflation a été renouvelée la dernière fois, en mai 2001, des arguments théoriques militaient en faveur d'une réduction du taux visé, mais les avantages étaient difficiles à quantifier. Depuis, des modèles théoriques de recherche (mis au point par Shi, Wright et d'autres) ont de plus en plus été utilisés pour quantifier les gains de bien-être obtenus sous différents régimes. Moran a employé un modèle dynamique d'équilibre général plus traditionnel. Tous les modèles indiquent qu'une réduction de la cible serait avantageuse. Ragan souligne que la seule façon de quantifier les gains est d'utiliser un modèle dynamique d'équilibre général faisant intervenir plusieurs secteurs et des prix relatifs. Ortega et Rebei ont fait un premier pas significatif dans cette direction. Le défi, pour les banquiers centraux, consiste à déterminer quel modèle reproduit le mieux la réalité et à en communiquer clairement les résultats au public et au gouvernement.

Duguay est d'accord avec Ragan pour dire que la certitude à l'égard des prix à long terme est une question trop importante pour que l'on rejette l'option de cibles basées sur le niveau des prix sans en évaluer soigneusement les coûts et les avantages. Il était traditionnellement admis que la poursuite de telles cibles amènerait une variabilité accrue de l'inflation, de la production et des taux d'intérêt nominaux. De nouvelles études montrent plutôt que cette variabilité peut être atténuée en régime de ciblage du niveau des prix si les agents sont tournés vers l'avenir et si la politique monétaire est crédible. Lorsque la demande s'accroît, le niveau des prix dépasse la cible, et le fait que les agents s'attendent à ce qu'il y revienne pousse à la hausse les taux d'intérêt réels et contribue à freiner la demande, ce qui, au bout

du compte, exige un ajustement moindre des taux d'intérêt nominaux. Le contraire se produit dans le cas d'un choc entraînant la contraction de l'activité. Le ciblage du niveau des prix confère ainsi une plus grande latitude pour mener la politique monétaire sans faire tomber les taux d'intérêt à zéro. En présence d'un choc d'offre, toutefois, l'arbitrage entre la stabilisation de la production et celle des prix (disparu grâce au régime crédible de cibles d'inflation) est susceptible de réapparaître.

Duguay mentionne que trois des principaux défis associés à la conduite de la politique monétaire sont les variations des prix des actifs, le degré de répercussion de plus en plus faible des mouvements de change sur les prix, et la persistance moindre de l'inflation. Au sujet du premier, il rappelle le point de vue de Tetlow selon lequel les autorités monétaires, dans des circonstances normales, ont peu à gagner à réagir aux variations des prix des actifs pour des motifs autres que les stricts effets de celles-ci sur l'inflation prévue. Il estime cependant que Tetlow n'apporte pas de réponse claire à la question qui suscite des débats dans le milieu des banques centrales, à savoir s'il convient de s'accorder un délai plus long pour atteindre la cible lorsqu'on est en présence d'un choc de prix d'actifs « non fondamental ». Compte tenu de notre capacité limitée d'établir des prévisions au-delà d'un horizon de 18 mois et de prédire l'éclatement d'une bulle, il serait imprudent, conclut Duguay, de renoncer à atteindre la cible dans un délai de six à huit trimestres en espérant obtenir de meilleurs résultats plus tard.

Duguay commente ensuite la question du degré de répercussion de plus en plus faible des mouvements de change. Comme Gliberman et Storer l'ont indiqué, il est possible que ce

phénomène résulte en partie de l'intensification du commerce intra-entreprise et intrasectoriel, étant donné que les incidences des fluctuations de change sur les revenus et les coûts des entreprises s'annulent mutuellement. Cela pourrait aussi expliquer la variabilité accrue des taux de change; en effet, des fluctuations plus amples sont nécessaires pour qu'il y ait réallocation des ressources si certains secteurs ne sont pas sensibles aux variations de change. Duguay se demande s'il existe un lien entre la répercussion moindre des hausses d'autres coûts (ceux de l'énergie et des matières premières) et la variabilité plus prononcée des prix relatifs maintenant que l'inflation est maîtrisée.

Au sujet de la réduction de la persistance de l'inflation, Duguay soutient que la grande innovation apportée par les études sur la courbe de Phillips néokeynésienne est la reconnaissance du rôle que le comportement de la banque centrale et l'apprentissage des agents jouent à l'égard de cette persistance. Il opine que l'énigme mise en lumière par Amano et Murchison (celle d'une persistance beaucoup moindre de l'inflation que du coût marginal) soulève des interrogations au sujet des hypothèses qui sous-tendent la définition de la variable du coût marginal. La courbe de Phillips néokeynésienne élaborée par Amano et Murchison peut produire de meilleures prévisions de l'inflation que d'autres modèles plus populaires; cependant, l'extraction de « paramètres profonds » exige des manipulations arbitraires. Il est peut-être prématuré de conclure que la Banque possède de bons modèles d'inflation. Enfin, Duguay souligne que le cadre de la courbe de Phillips néokeynésienne ne rend pas compte de la relation fondamentale entre les pressions exercées par

la demande et la croissance des salaires, un point qu'ont relevé Barkbu et Batini.

Troisième commentaire

Peter Howitt (Université Brown) divise son exposé en deux parties : les leçons tirées, et celles qui restent à apprendre. Pour ce qui est de la première, il commence par mentionner que la stabilisation de l'inflation n'a pas rendu l'activité économique moins stable pour autant. L'étude de Ragan, fait-il remarquer, montre que la production réelle est moins volatile depuis que des cibles d'inflation ont été adoptées au Canada. Une variabilité inférieure de la production a aussi été observée aux États-Unis et dans d'autres pays qui sont parvenus à stabiliser leur inflation sans poursuivre de cibles explicites. Or, Howitt se serait attendu à ce que tel soit le cas seulement dans la mesure où la plupart des chocs étaient liés à la demande. Si les chocs d'offre prédominent, c'est donc qu'ils revêtent moins d'importance que ne le prétendent les théoriciens des cycles réels. Il se peut également qu'un régime de cibles d'inflation ait un pouvoir intrinsèque de stabilisation et qu'il atténue l'arbitrage requis entre la variabilité de la production et celle de l'inflation en présence de chocs d'offre. L'ancrage des attentes d'inflation permet à une économie d'absorber des chocs d'offre négatifs sans que se produise une hausse des salaires et des prix. Le fait qu'autant de pays connaissent des expériences similaires montre bien que l'effet réel défavorable de la stabilisation de l'inflation à un bas niveau est moins prononcé qu'on ne l'avait d'abord pensé. La poursuite de cibles d'inflation pourrait même constituer la meilleure façon de promouvoir une croissance stable.



Amano et Murchison ont expliqué que la persistance de l'inflation a commencé à diminuer dès la mise en œuvre du régime de cibles d'inflation, même si celle du coût marginal réel ne s'est pas, elle, amoindrie. Ces observations donnent à penser qu'un changement s'est opéré dans le processus de formation des attentes. Ce régime ayant permis d'ancrer les attentes d'inflation et, par le fait même, de limiter l'effet des chocs, la banque centrale peut, semble-t-il, se permettre de réagir aux chocs d'offre par une politique plus expansionniste, sans que cela n'induisse de mouvement indésirable de l'inflation.

En outre, il n'y a pas lieu de se préoccuper du taux de change, car les mouvements de ce dernier ne nuisent pas nécessairement à l'efficacité de la politique de poursuite de cibles d'inflation. Le cours du dollar canadien par rapport au dollar américain a connu de fortes fluctuations depuis 1991, sans que la politique ne déraile pour autant. Globerman et Storer font observer que la transmission des variations de change, traditionnellement lente et graduelle au Canada, l'est devenue encore davantage sous le régime de cibles d'inflation. Ce fait laisse lui aussi supposer que les attentes sont bien ancrées.

Enfin, le succès de la politique appliquée dépend tout autant de la communication et de facteurs politiques que de la science économique proprement dite. Comme Ragan le souligne, la clarté du régime de cibles d'inflation facilite la communication, laquelle se traduit, à son tour, par des attentes plus précises. La communication contribue en outre à rendre plus transparents les changements apportés à la politique, et donc à renforcer la crédibilité de celle-ci. Lorsque de nouvelles données

deviennent disponibles, les agents privés comprennent que la modification de la politique est motivée par l'arrivée de ces informations et ne résulte pas d'un changement de cap décidé subrepticement. Des considérations politiques entrent aussi en ligne de compte, puisque l'établissement de cibles d'inflation a nécessité l'accord du gouvernement. La poursuite de ces dernières procure toutefois à la Banque une certaine indépendance, qui accroît sa crédibilité. Selon Howitt, cela explique pourquoi les banques centrales qui ont adopté un régime de cibles d'inflation sont celles dont l'indépendance était la plus limitée au départ.

Howitt se tourne ensuite vers les questions qui restent à approfondir. On ne sait pas précisément pour quelles raisons le régime de cibles d'inflation fonctionne bien. Pourquoi les attentes en sont-elles venues à s'ancrer à la cible poursuivie? Pourquoi la persistance de l'inflation a-t-elle diminué? Bien que des modèles d'équilibre général dynamiques et stochastiques soient construits pour répondre à ces questions, des inconnues demeurent. Kozicki signale que, dans la plupart de ces modèles, les éléments les moins développés et les plus ad hoc sont les questions liées à la persistance de l'inflation (indexation, règle intuitive, persistance des habitudes, etc.). L'« apprentissage » est peut-être une piste intéressante en vue de générer de la persistance, mais les travaux sur le rôle de l'apprentissage dans les modèles d'équilibre général dynamiques et stochastiques en sont encore à l'état embryonnaire.

Une autre question importante est de savoir comment nous réussissons à naviguer aux instruments. Comment une banque centrale peut-elle formuler une politique si elle ne

dispose pas d'indicateurs fiables des pressions inflationnistes? Une politique qui parvient à stabiliser l'inflation à un horizon de six à huit trimestres dans l'avenir rend l'inflation en soi orthogonale à l'information qui était disponible six à huit trimestres auparavant. La Banque devant intervenir sans l'avantage d'une rétroaction, il est possible qu'elle ne se rende pas compte immédiatement de la formation d'une spirale inflationniste. Il se peut également, si les attentes sont vraiment « figées » à la cible de 2 %, que la politique monétaire puisse profiter de cette inertie.

Il a été difficile de démontrer de façon convaincante que la réduction du taux d'inflation en deçà de 10 % est vraiment avantageuse. Les coûts de multiplication des déplacements n'ont jamais été quantitativement significatifs dans un monde où l'argent ne portant pas intérêt ne constituait qu'une petite fraction de la richesse. L'intérêt des modèles d'équilibre général dynamiques et stochastiques réside dans le fait que la monnaie, au-delà de sa simple fonction de réserve de valeur, joue un rôle dans le processus de détermination des prix; elle accentue les écarts entre taux marginaux de substitution qui découlent des modifications de prix à intervalles aléatoires. Ortega et Rebei montrent toutefois que même cette friction n'entraîne pas de très grandes pertes de bien-être. Howitt signale que d'autres frictions importantes au sein de l'économie, comme la non-indexation des contrats de prêt à long terme, peuvent être à l'origine de coûts considérables. La non-indexation permet à l'inflation de faire obstacle à la conclusion de contrats qui, autrement, seraient mutuellement profitables, comme ceux visant les investissements à long terme. Le rôle joué par la non-indexation

des systèmes fiscal et comptable doit faire l'objet de travaux plus approfondis. Davantage de principes concrets d'économie monétaire devront être intégrés dans les modèles pour que l'on puisse quantifier les avantages liés à la poursuite d'une cible d'inflation plus basse.

DOCUMENTS DE TRAVAIL ET RAPPORTS TECHNIQUES



Les documents de travail décrivent les travaux de recherche en cours, tandis que les rapports techniques présentent des études à caractère économique et financier. Ces deux types de publication s'adressent aux spécialistes des domaines économique, financier et bancaire, aux universitaires, aux établissements d'enseignement et aux bibliothèques.

Le site Web de la Banque contient les documents de travail publiés depuis 1994 (www.banqueducanada.ca/fr/res/wp/index.html), ainsi que les rapports techniques parus depuis 1982 (www.banqueducanada.ca/fr/res/tr/index.html).

Documents de travail

2006-1

The Institutional and Political Determinants of Fiscal Adjustment

Robert Lavigne

L'auteur évalue empiriquement l'influence des facteurs institutionnels et politiques sur la nécessité d'effectuer d'importants ajustements budgétaires et sur la volonté des gouvernements d'y procéder. À l'aide d'un logit multinomial appliqué à un panel

de 61 pays avancés et en voie de développement, l'auteur propose un cadre méthodologique qui étend l'éventail des situations où des facteurs politico-économiques interviennent dans le processus d'ajustement budgétaire. Plus précisément, il examine le rôle de ces variables, non seulement en période d'ajustement mais aussi, d'une part, lorsque les gouvernements devraient faire un effort budgétaire mais échouent (ou ne font même pas de tentative) et, d'autre part, lorsqu'aucun ajustement n'est requis. Résultat important, les facteurs politico-économiques qui favorisent le maintien de saines politiques budgétaires et ceux qui augmentent les chances d'opérer un ajustement exceptionnel ne sont pas les mêmes. À ce titre, l'expérience des pays en voie de développement montre que les institutions économiques solides permettent aux gouvernements d'éviter les situations budgétaires intenable; pourtant, c'est dans les pays qui tendent à disposer de faibles institutions que l'on parvient à réaliser les changements durables qui s'imposent en situation de crise. Par ailleurs, certains résultats indiquent qu'un haut niveau de transferts et de subventions réduit les chances de succès des ajustements dans les pays en voie de développement, tandis que l'existence d'une majorité parlementaire les accroît. Dans les pays avancés, la présence d'institutions démocratiques fortes semble augmenter la probabilité d'éviter les sérieuses difficultés budgétaires.

2006-2

Structural Change in Covariance and Exchange Rate Pass-Through: The Case of Canada

Lynda Khalaf et Maral Kichian

Les auteures ont recours à un vecteur autorégressif (VAR) corrélé où l'incidence de ces variations du taux de change aux prix est

représentée par la réaction de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation à une modification de l'inflation des prix à l'importation. Cette approche leur permet d'examiner à la fois les changements de degré et de durée qui s'opèrent dans la transmission des mouvements des prix à l'importation. Les auteures vérifient si des ruptures existent dans la matrice de covariance des erreurs d'un système d'équations multivarié. Les résultats du test révèlent des ruptures au troisième trimestre de 1984 et au premier trimestre de 1991. L'estimation du VAR et l'analyse des profils de réaction obtenus sur les sous-périodes correspondantes amènent les auteures à conclure que, si l'effet initial des variations des prix à l'importation sur l'inflation intérieure est d'ampleur analogue dans les deux sous-périodes, il se dissipe deux fois plus vite dans la seconde : il se fait sentir durant une seule année, contre environ deux auparavant. Les auteures constatent également que l'ordre de grandeur et le sens de la corrélation estimée entre l'inflation intérieure et l'inflation importée se sont tous deux modifiés sensiblement au cours de la période considérée.

2006-3

Money and Credit Factors

Paul D. Gilbert et Erik Meijer

Les auteurs présentent de nouvelles mesures permettant de saisir d'importants phénomènes macroéconomiques sous-jacents qui se répercutent dans la sphère financière de l'économie. Ces mesures, qui sont établies au moyen de la technique d'analyse factorielle applicable aux séries chronologiques proposée dans Gilbert et Meijer, semblent à la fois plus intéressantes et moins sensibles aux effets des innovations financières que les agrégats classiques. Les auteurs reprennent les idées générales énoncées dans Gilbert et Pichette, mais en faisant appel



à la technique améliorée mise au point par la suite. Ils ajoutent aussi quatre agrégats du crédit aux composantes des agrégats monétaires afin de pouvoir extraire un plus grand nombre de facteurs communs. L'ensemble de données obtenu donne une assez bonne idée des deux côtés du bilan financier de l'économie. Conformément aux attentes, le facteur qui explique l'évolution de l'investissement explique aussi largement celle du crédit (puisque l'investissement sert à financer le crédit). Toutefois, contrairement à ce qu'on suppose généralement au sujet des agrégats monétaires, les dépôts des particuliers transférables par chèque ne se comportent pas de la même façon que la monnaie hors banques, et un facteur distinct doit être introduit pour rendre compte de ceux-ci.

2006-4

Forecasting Canadian Time Series with the New Keynesian Model

*Ali Dib, Mohamed Gammoudi
et Kevin Moran*

Les auteurs analysent la qualité des prévisions hors échantillon que le nouveau modèle keynésien permet d'obtenir concernant l'économie canadienne. À l'aide d'une variante de ce modèle estimée sur une période mobile, ils formulent toute une série de prévisions hors échantillon aux horizons de un à huit trimestres. Puis ils comparent leur exactitude, au moyen de tests économétriques, avec celle de prévisions tirées de modèles vectoriels autorégressifs simples. D'après leurs résultats, la qualité des prévisions du nouveau modèle keynésien se compare avantageusement à celle des autres modèles examinés, surtout lorsque l'horizon s'allonge. Les auteurs en concluent que ce modèle pourrait devenir un outil de prévision utile dans le cas des séries temporelles

canadiennes. Ils invoquent le principe de parcimonie pour expliquer les résultats qu'ils obtiennent.

2006-5

Are Currency Crises Low-State Equilibria? An Empirical, Three-Interest-Rate Model

*Christopher M. Cornell
et Raphael H. Solomon*

Si l'on pose pour hypothèse que la dynamique macroéconomique est déterminée par des fluctuations partiellement aléatoires entre deux équilibres, le « bon » et le « mauvais », il est alors possible d'interpréter les crises de change (ou les récessions) comme le passage du bon au mauvais équilibre. Les auteurs formulent un modèle dynamique IS-AS (pour *Investment-Savings* et *Aggregate Supply*), trouvent sa solution analytique et examinent numériquement ses propriétés de statique comparative. Ils estiment le modèle par la méthode du maximum de vraisemblance au moyen de données relatives à l'Argentine, au Canada et à la Turquie. Comme leurs résultats ne confirment nullement que l'existence d'équilibres multiples est à l'origine des fluctuations, les auteurs émettent des doutes sur la validité des modèles de crise de change de troisième génération.

2006-6

Regime Shifts in the Indicator Properties of Narrow Money in Canada

Tracy Chan, Ramdane Djoudad et Jackson Loi

Les innovations financières et l'élimination des réserves obligatoires au début des années 1990 ont rendu arbitraire la distinction entre les dépôts à vue et les dépôts à préavis. Étant donné que la définition des agrégats monétaires au sens étroit (M1 brut et M1 net) dépend d'une telle distinction, ce problème de classification

pourrait avoir entraîné une diminution de leur utilité en tant qu'indicateurs. Les auteurs examinent si les propriétés de divers agrégats monétaires étroits comme indicateurs de la croissance de la production réelle se sont modifiées au fil des ans. D'après leurs résultats, un changement de régime se serait produit en 1992 dans la relation entre les agrégats étroits mesurés en termes réels et la croissance de la production réelle. Les résultats indiquent en particulier que M1+ réel, dont la définition ne repose pas sur la distinction entre les dépôts à vue et les dépôts à préavis, est devenu au cours de la période récente un indicateur plus utile pour la prévision de la croissance de la production réelle.

2006-7

Ownership Concentration and Competition in Banking Markets

Alexandra Lai et Raphael Solomon

De nombreux pays interdisent la détention de larges participations dans le capital des banques nationales. Les auteurs cherchent à déterminer si une telle limitation restreint la concurrence sur un marché duopolistique du crédit. S'inspirant de Brander et Lewis, ils postulent que les gros actionnaires peuvent influencer les décisions de gestion relatives au niveau des prêts en choisissant la structure du capital. Aux yeux de ces actionnaires, la dette offre un avantage supplémentaire : elle « discipline » les gestionnaires du fait qu'elle réduit le montant des ressources d'autofinancement disponibles qu'ils peuvent détourner à leur profit. Un gros actionnaire est en mesure d'exercer davantage de contrôle. Les auteurs montrent que la présence de gros actionnaires au sein d'une économie accroît souvent la compétitivité du secteur bancaire. Limiter

la taille des participations a donc des effets négatifs sur la concurrence.

2006-8

A Structural Error-Correction Model of Best Prices and Depths in the Foreign Exchange Limit Order Market

Ingrid Lo et Stephen G. Sapp

Les auteurs ont recours à un modèle à correction d'erreurs structurel pour étudier la dynamique de la relation entre le cours acheteur le plus élevé, le cours vendeur le plus bas et la profondeur associée à chacun. Ils incluent parmi les variables de régression des mesures de la profondeur totale du marché aux meilleures limites. Quatre grandes conclusions se dégagent de l'étude. Premièrement, il existe une relation contemporaine entre les meilleures offres et leur profondeur : une hausse du cours vendeur (acheteur) s'accompagne d'une baisse (augmentation) de la profondeur correspondante. Ce résultat donne à penser que les placeurs d'ordres de vente souhaitent éviter le risque d'antisélection lié à une vente sur un marché haussier. Deuxièmement, lorsque l'écart acheteur-vendeur — le terme de correction d'erreurs — se creuse, le cours acheteur s'accroît et le cours vendeur diminue, de sorte que l'écart retourne à sa valeur d'équilibre de long terme. En outre, la profondeur effective aux meilleures limites recule des deux côtés du carnet en raison de l'accentuation de l'incertitude sur le marché. Troisièmement, les valeurs passées de cette profondeur influent sur le processus de découverte des prix tant chez les acheteurs que chez les vendeurs, mais l'effet est plus marqué du même côté du carnet. Quatrièmement, les variations de la profondeur totale aux meilleures limites ont une incidence à la fois sur les meilleures offres et sur les



quantités disponibles même si elles ne peuvent être observées par les acteurs du marché.

2006-9

Monetary Policy in an Estimated DSGE Model with a Financial Accelerator

Ian Christensen et Ali Dib

Les auteurs estiment un modèle d'équilibre général dynamique et stochastique où les prix sont rigides et qui intègre un mécanisme d'accélérateur financier, à la Bernanke, Gertler et Gilchrist, afin d'évaluer l'importance des frictions financières dans l'amplification et la propagation des effets des chocs transitoires. Les paramètres structurels des deux modèles étudiés (dont l'un comporte un mécanisme d'accélérateur financier et l'autre pas) sont estimés au moyen de la méthode du maximum de vraisemblance à partir de données américaines remontant jusqu'à 1979. Les résultats des estimations et des simulations effectuées sont favorables, en termes quantitatifs, au modèle de l'accélérateur financier. Ce mécanisme semble jouer un rôle déterminant dans les fluctuations de l'investissement, mais son importance du point de vue de la production dépend de la nature du choc initial.

2006-10

An Evaluation of Core Inflation Measures

Jamie Armour

L'auteure évalue statistiquement diverses mesures de l'inflation fondamentale au Canada au regard de trois critères : absence de biais, faible variabilité par rapport à l'inflation globale (mesurée par l'indice des prix à la consommation [IPC] global) et capacité de prévision de l'évolution effective et tendancielle de l'inflation globale. Elle a recours à la méthode de Hogan, Johnson et Laflèche et met à jour leurs

résultats empiriques. L'auteure conclut que les mesures usuelles de l'inflation fondamentale ne comportent pour la plupart pas de biais et demeurent toutes moins volatiles que celle de l'inflation globale. Elles affichent néanmoins une certaine volatilité, et leur capacité de prévision est limitée. La mesure IPCP semble l'emporter de peu sur les autres, mais les différences entre elles ne sont pas très marquées. (La mesure IPCP englobe toutes les composantes de l'IPC global, mais la pondération de chacune d'elles est multipliée par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante.) La performance relative d'IPCP s'est améliorée depuis l'étude de Hogan, Johnson et Laflèche. La distribution des variations de prix de 54 sous-composantes de l'IPC est également examinée. Son asymétrie et son aplatissement se sont nettement accentués depuis 1998.

2006-11

The Federal Reserve's Dual Mandate: A Time-Varying Monetary Policy Priority Index for the United States

René Lalonde et Nicolas Parent

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a le double mandat de promouvoir la stabilité de l'inflation et un niveau d'emploi maximal. Comme elle ne contrôle directement qu'un instrument — le taux des fonds fédéraux —, les auteurs soutiennent que ses priorités oscillent constamment entre deux pôles : l'inflation et l'activité économique. Ils postulent en conséquence que l'importance relative effectivement accordée par la Réserve fédérale aux différents indicateurs varie au fil du temps. Pour tester cette hypothèse, ils estiment un indice des priorités de la politique monétaire en intégrant à une règle de Taylor classique des pondérations endogènes

non linéaires. Les résultats obtenus sont intuitifs et corroborés par les données historiques. Comme le montre bien l'indice des priorités mis au point, la Réserve fédérale s'est surtout préoccupée de l'inflation durant la première décennie de la présidence de Greenspan, puis elle a tourné davantage son attention vers l'activité économique aux alentours de 1998. Cette évolution concorde avec l'amélioration de la crédibilité de l'institution durant l'ère Greenspan.

2006-12

The Welfare Implications of Inflation versus Price-Level Targeting in a Two-Sector, Small Open Economy

Eva Ortega et Nooman Rebei

Les auteurs analysent les implications pour le bien-être de règles simples de politique monétaire, en estimant un modèle de petite économie ouverte pour le Canada qui compte deux secteurs (biens échangeables et non échangeables) et où les prix et les salaires sont rigides. Ils observent que le degré de rigidité des prix diffère de façon statistiquement significative entre les deux secteurs. Ils constatent également que la poursuite d'une cible fondée exclusivement sur l'inflation des prix des biens non échangeables permet un gain de bien-être, car les prix de ces biens sont plus rigides que ceux des biens échangeables. Ce gain est toutefois obtenu au prix d'une augmentation substantielle de la volatilité globale. Les auteurs cherchent à établir s'il existe une spécification de la fonction de réaction aux taux d'intérêt qui admet une cible précise pour le niveau des prix et qui permet de maximiser le bien-être. Ils remarquent cependant que le bien-être s'accroît davantage, dans le modèle estimé de l'économie canadienne, lorsque la banque centrale prend strictement pour cible l'inflation et qu'elle réagit aux

écarts qu'elle s'attend à observer par rapport à la cible au cours de la période suivante, sans tenir compte de l'écart de production.

2006-13

Guarding Against Large Policy Errors under Model Uncertainty

Gino Cateau

Comment les autorités peuvent-elles éviter de grosses erreurs dans le choix de leur politique monétaire lorsqu'elles ne savent pas quel modèle de l'économie est le plus indiqué? L'auteur expose quelques-unes des méthodes avancées récemment à cette fin en distinguant deux cas de figure : i) les décideurs se réfèrent à un seul modèle, mais ignorent lesquels de ses éléments ont été mal spécifiés; ii) les décideurs retiennent plusieurs modèles différents parce qu'ils ne connaissent pas la véritable structure de l'économie. En s'appuyant sur des versions simplifiées des modèles proposés par Fuhrer et Moore et par Christiano, Eichenbaum et Evans, l'auteur montre comment les méthodes considérées peuvent être mises concrètement à profit.

2006-14

Forecasting Commodity Prices: GARCH, Jumps, and Mean Reversion

Jean-Thomas Bernard, Lynda Khalaf, Maral Kichian et Sebastien McMahon

Les trois spécifications que les auteurs considèrent englobent les plus récents modèles utilisés dans la littérature sur les prix des produits de base : i) les modèles de marche aléatoire intégrant des effets ARCH ou GARCH et dans lesquels les chocs sont distribués selon la loi normale ou la loi de Student; ii) les modèles basés sur un processus de Poisson, qui intègrent



des effets ARCH ou GARCH et dans lesquels les chocs sont également distribués selon l'une de ces deux lois; et iii) les modèles stationnaires où le prix d'équilibre est incertain. Le modèle stationnaire dans lequel le rendement d'opportunité est stochastique l'emporte de loin sur tous les autres à tous les horizons de prévision dans le cas des données de fréquences quotidiennes et hebdomadaires; parmi les modèles non stationnaires de type GARCH analysés pour ces deux fréquences, ceux comportant un processus de saut ou des effets asymétriques prédominent, mais ils donnent de moins bons résultats que le modèle stationnaire. Dans le cas des données mensuelles, ce dernier surpasse encore les modèles de marche aléatoire intégrant des effets GARCH; toutefois, selon l'horizon de prévision et les critères d'évaluation retenus, les modèles non stationnaires ayant des effets GARCH-M dominant dans une mesure plus ou moins grande, ce qui laisse croire que l'espérance du risque a un effet non négligeable sur le comportement des prix.

2006-15

LVTS, the Overnight Market, and Monetary Policy

Nadja Kamhi

Les incidents d'ordre opérationnel qui surviennent au sein du Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) perturbent presque toujours le flux régulier des paiements. L'auteure étudie le lien entre les flux de paiement et le taux du financement à un jour. Elle s'intéresse particulièrement à la façon dont les frictions du système de paiement influent sur ce taux. Les frictions naissent du fait que les participants au STPGV ne disposent pas d'une information complète sur leurs propres paiements ni ceux de leurs homologues. Cette incertitude diminue à

mesure qu'approche le règlement final, à la fin de la journée. Les participants ont toutefois la possibilité d'emprunter plus tôt dans la journée, sur le marché à un jour, pour éviter d'être en défaut lors du règlement final. L'auteure établit un cadre général qui décrit l'incidence que les flux de paiement et les frictions du système de paiement ont sur le taux du financement à un jour, puis teste empiriquement les implications de son modèle. Elle constate que les flux de paiement du STPGV sont une source importante de pression sur le taux du financement à un jour.

2006-16

Benchmark Index of Risk Appetite

Miroslav Misina

Les modifications de l'appétit des investisseurs pour le risque ont été invoquées pour expliquer toute une gamme de phénomènes observés sur les marchés d'actifs. Pourtant, les indicateurs les plus connus de l'appétit pour le risque ont souvent des assises théoriques peu étoffées et envoient dans les faits des signaux contradictoires. Dès lors, la question se pose de savoir lequel de ces indicateurs, s'il en est un, reflète vraiment les variations de cet appétit. Kumar et Persaud présentent un argument intuitif séduisant concernant les effets de celles-ci sur les prix des actifs d'un portefeuille. Misina (2003) établit de son côté les conditions dans lesquelles ces effets se manifestent. L'auteur propose maintenant une méthode qui permet de mettre en œuvre ces conditions et de bâtir un indice qui soit à même de déceler dans les données les modifications de l'appétit pour le risque. Il compare ensuite son indice à ceux employés dans la profession, puis illustre par un exemple l'usage que l'on peut en faire afin d'interpréter les mouvements du cours des devises.

2006-17

Risk-Cost Frontier and Collateral Valuation in Securities Settlement Systems for Extreme Market Events

Alejandro García et Ramazan Gençay

Les auteurs examinent comment la théorie des valeurs extrêmes permet d'obtenir une évaluation robuste du montant de la garantie nécessaire à la couverture des fluctuations extrêmes de la valeur de marché de l'actif remis en nantissement. Ils étudient en particulier les caractéristiques des risques et des coûts propres aux mesures du risque de marché en construisant une frontière risque-coût pour la garantie utilisée en couverture des risques liés à un système de règlement de titres. Cette frontière peut servir d'outil de diagnostic pour comprendre l'arbitrage risque-coût associé aux diverses méthodes de calcul des décotes et déterminer, pour des cadres différents, le choix le plus efficient.

2006-18

Working Time over the 20th Century

Alexander Ueberfeldt

De 1870 à 2000, la durée hebdomadaire de travail a diminué de 41 % dans les pays industrialisés. Le taux d'emploi, soit le ratio de l'emploi à la population en âge de travailler, a varié considérablement durant cette période sans que se dégage une tendance historique claire. Comment expliquer alors la nette réduction de la durée de la semaine de travail et l'évolution du taux d'emploi pendant ces 130 années? Pour répondre à cette question, il est proposé un modèle dynamique d'équilibre général dans lequel le personnel est affecté soit à la supervision, soit à la production. Ces deux catégories de personnel améliorent leur productivité au fil du temps. Dans une version calibrée du modèle, les gains de productivité

du personnel de supervision sont à l'origine d'une large part de la baisse de la durée hebdomadaire de travail observée au Japon, au Royaume-Uni et aux États-Unis. Étoffé par l'ajout des impôts, des dépenses publiques et du progrès technique, le modèle parvient à rendre compte de l'évolution du taux d'emploi dans ces trois pays.

2006-19

Institutional Quality, Trade, and the Changing Distribution of World Income

Brigitte Desroches et Michael Francis

Les changements institutionnels et la libéralisation des échanges sont généralement considérés comme deux grandes sources de la croissance du revenu par habitant dans le monde. Cependant, des travaux récents indiquent que le lien positif établi par Frankel et Romer entre commerce et croissance s'estompe si l'on tient compte de la qualité des institutions. Selon les auteurs de l'étude résumée ici, cette « énigme du commerce et de la croissance » peut être résolue dès lors qu'on reconnaît que la qualité des institutions est l'un des déterminants de la propension à épargner et à investir, et donc l'un des déterminants d'un avantage comparatif durable. La première partie du document est consacrée à l'élaboration d'un modèle théorique où l'avantage comparatif sous-jacent d'un pays dépend des institutions de celui-ci. Selon ce modèle, les États dotés de bonnes institutions tendent à exporter des biens d'une intensité capitaliste (complexité) relativement plus élevée que les États ayant de faibles institutions. Le commerce pouvant amplifier l'effet que la qualité des institutions a sur le revenu, il accentue à terme les disparités de revenu qui auraient été observées si les nations étaient restées autarciques. Dans la deuxième



partie, les auteurs se livrent à une analyse des données de plus de 80 pays couvrant une période de 20 ans; leurs résultats corroborent leurs hypothèses.

2006-20

Examining the Trade-Off between Settlement Delay and Intraday Liquidity in Canada's LVTS: A Simulation Approach

Neville Arjani

L'auteur examine un rapport d'arbitrage fondamental qui existe entre retard de règlement et liquidités intrajournalières dans les opérations quotidiennes traitées par les systèmes de transfert de gros paiements, notamment dans le cadre du Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV). Pour réduire le retard de règlement, les participants doivent généralement maintenir un degré élevé de liquidités intrajournalières dans le système. La tenue de ces liquidités et le retard de règlement pouvant être coûteux pour les participants aux systèmes de paiement, il est souhaitable que l'arbitrage soit amélioré. Le remplacement des modes habituels de gestion des opérations en attente par un régime doté d'un algorithme complexe de retrait de la file d'attente constitue l'une des améliorations possibles. Ce genre d'algorithme devrait permettre une baisse des besoins en liquidités intrajournalières et un traitement accéléré des opérations dans les systèmes de paiement. L'auteur recourt à une analyse par simulation pour tester empiriquement l'application de ce concept au STPGV du Canada. L'analyse est réalisée au moyen d'un simulateur de système de paiement, le BoF-PSS2, développé par la Banque de Finlande. L'auteur montre que le recours accru à une file d'attente centralisée dans le STPGV (qui contient un algorithme complexe de retrait de la file) a pour effet de diminuer le retard de règlement associé

à chaque niveau de liquidités intrajournalières considéré, par rapport à un mode standard de gestion de la file d'attente. Les résultats obtenus mettent en lumière des questions importantes.

2006-21

The International Monetary Fund's Balance-Sheet and Credit Risk

Ryan Felushko et Eric Santor

Les auteurs étudient les caractéristiques des activités de prêteur du Fonds monétaire international (FMI) des années 1960 à 2005. Plusieurs constats se dégagent : le portefeuille de prêts du FMI est plus concentré qu'auparavant, il y a eu un allongement effectif de la durée des prêts, et la proportion des concours consentis au titre de l'accès exceptionnel a augmenté de façon spectaculaire. En outre, l'emprunteur type actuel de l'institution présente un fardeau de risque accru. Après avoir estimé un modèle relatif aux créances irrécouvrables anticipées pour le portefeuille du FMI, les auteurs observent que le risque de crédit qui pèse sur le bilan de l'institution croît au fil des ans. Cet alourdissement du fardeau de risque est corroboré par les indicateurs du risque bilan obtenus à l'aide de l'approche d'évaluation des exigences en fonds propres de Bâle II et de l'approche fondée sur les taux d'intérêt du marché.

2006-22

Launching the NEUQ: The New European Union Quarterly Model, A Small Model of the Euro Area and U.K. Economies

Anna Piretti et Charles St-Arnaud

Les auteurs élaborent pour la zone euro et le Royaume-Uni un modèle de projection où chacune de ces deux économies est intégrée à

l'autre de façon endogène par le biais de la demande extérieure. Une courbe IS agrégée, une courbe de Phillips prospective et une fonction de réaction prospective de la politique monétaire sont estimées pour chacune des deux économies. La production potentielle est obtenue en appliquant un filtre de Hodrick-Prescott, lui-même conditionné par un sentier d'équilibre tiré de l'utilisation d'un vecteur autorégressif structurel. La courbe de Phillips est spécifiée en fonction de l'écart de production, et la dynamique de l'inflation exprimée au moyen de l'approche des coûts d'ajustement polynomiaux de Kozicki et Tinsley. Le modèle donne des projections assez justes à divers horizons de prévision et offre un outil d'analyse intéressant des politiques économiques. D'après les résultats de simulation, la production et l'inflation dans la zone euro seraient plus durablement influencées par les chocs qu'au Royaume-Uni.

2006-23

Convergence in a Stochastic Dynamic Heckscher-Ohlin Model

Partha Chatterjee et Malik Shukayev

Les auteurs montrent que, lorsque les échanges extérieurs sont en équilibre à chaque période, la production et la consommation par tête dans une petite économie ouverte convergent vers une distribution invariante, indépendamment du niveau de richesse initial. En outre, une fois la distribution invariante établie, il existe à coup sûr certaines périodes où cette économie se diversifie. Ces résultats tranchent avec ceux que produisent les modèles de Heckscher-Ohlin dynamiques déterministes, où coexistent une spécialisation permanente et la non-convergence. Le modèle des auteurs se distingue en particulier par la présence de

marchés incomplets, attribuable à la condition d'équilibre des échanges. Par des simulations numériques, les auteurs montrent également que la convergence s'accélère avec l'intensification des chocs. Ainsi, les résultats étendent au modèle dynamique multipays de Heckscher-Ohlin les prédictions relatives à la convergence du revenu typiques des modèles de croissance monosectoriels néoclassiques.

2006-24

Are Average Growth Rate and Volatility Related?

Partha Chatterjee et Malik Shukayev

La relation empirique qui lie le taux de croissance moyen et la volatilité des taux de croissance, aussi bien dans le temps que dans nombre de pays, a, sur le plan des politiques, des implications importantes, essentiellement déterminées par le signe de cette relation. Or, depuis la parution de l'étude de Ramey et Ramey, il est de plus en plus admis que cette corrélation est négative pour les données postérieures à la Seconde Guerre mondiale. Les auteurs reproduisent ici les résultats de cette étude phare et constatent que ses conclusions ne tiennent pas lorsqu'on modifie la définition du taux de croissance ou la composition de l'échantillon. Ils montrent que le fait d'exprimer le taux de croissance en différence logarithmique, comme dans Ramey et Ramey, conduit à établir une relation négative. Ils analysent en outre de façon approfondie cette relation à l'aide de méthodes et de variables de contrôle différentes et en employant plusieurs taux de croissance et périodes, ainsi que des données de divers pays ou groupes de pays et d'États américains. Leurs résultats indiquent qu'aucun lien significatif n'existe entre les deux variables considérées.



2006-25

Linear and Threshold Forecasts of Output and Inflation with Stock and Housing Prices

Greg Tkacz et Carolyn Wilkins

Les auteurs cherchent à savoir si des mesures simples des déséquilibres des prix des actions et de l'immobilier au Canada peuvent renseigner sur l'évolution future de l'inflation et de la croissance de la production. Selon certaines études, l'information contenue dans les prix des actifs, et notamment dans ceux des actions et de l'immobilier, n'est pas fiable, car elle ne permet pas de prévoir systématiquement le niveau de l'activité économique ou de l'inflation. Ces travaux s'appuyaient toutefois sur des relations linéaires simples, incapables de restituer les effets non linéaires des déséquilibres de prix. Les résultats présentés ici portent plutôt à croire que les prix de l'immobilier fournissent des données utiles pour la prévision de la croissance du PIB, même dans un cadre linéaire. Qui plus est, les prix des actions comme de l'immobilier permettent de mieux prédire l'inflation, surtout quand un seuil est spécifié. Les prévisions obtenues sont meilleures que celles élaborées à l'aide d'indicateurs du genre de ceux utilisés dans les courbes de Phillips (dans le cas de l'inflation) et dans les courbes IS (dans le cas de la croissance du PIB).

2006-26

Using Monthly Indicators to Predict Quarterly GDP

Isabel Yi Zheng et James Rossiter

Les auteurs proposent un modèle qui permet de prévoir la croissance du produit intérieur brut (PIB) réel pour le trimestre en cours à partir d'indicateurs mensuels relatifs à une partie ou à la totalité du trimestre concerné.

Leur équation lie la croissance trimestrielle du PIB canadien aux statistiques mensuelles des ventes au détail, des mises en chantier de logements, de la confiance des consommateurs, du nombre total d'heures travaillées et de la production industrielle américaine. Lorsque des observations manquent pour certains mois, les auteurs en extrapolent la valeur en ayant recours à des méthodes d'analyse de séries chronologiques. Cette démarche leur permet d'éprouver la validité de la méthode employée en présence d'un volume d'informations mensuelles variable. Le modèle élaboré peut servir à prédire la croissance du PIB dès le premier mois du trimestre de référence, et sa précision s'améliore chaque fois que paraissent de nouvelles données mensuelles. La dernière prévision du modèle, établie cinq à six semaines avant la publication des chiffres des Comptes nationaux des revenus et dépenses, est de meilleure qualité que les prévisions à court terme produites par plusieurs modèles macroéconomiques au sujet de la production canadienne. Les auteurs analysent les implications du choix de données en temps réel plutôt que des dernières données disponibles. Ils constatent que ce choix influe sur le classement relatif des modèles du point de vue de la qualité de leurs prévisions.

2006-27

Can Affine Term Structure Models Help Us Predict Exchange Rates?

Antonio Diez de los Rios

L'auteur propose un modèle qui formalise le comportement conjoint des taux d'intérêt et des taux de change en l'absence de possibilités d'arbitrage. Son modèle permet de mieux prévoir l'évolution du taux de change qu'un modèle de marche aléatoire, un modèle vectoriel

autorégressif (appliqué aux primes de terme et au taux de dépréciation) ou un modèle de régression classique du taux de change sur la prime de terme. Il a pour autre avantage d'expliquer l'énigme de la prime de terme.

2006-28

Estimation of the Default Risk of Publicly Traded Canadian Companies

Georges Dionne, Sadok Laajimi, Sofiane Mejri et Madalina Petrescu

Les auteurs recourent à un modèle hybride inspiré de l'approche des créances contingentes pour analyser les données sur les entreprises canadiennes cotées à la Bourse de Toronto. Leur objectif est de déterminer si le fait de combiner les évaluations continues fournies par le marché (modèle structurel) et les valeurs tirées des états financiers (modèle non structurel) permet d'améliorer la prévision des probabilités de défaut des entreprises. Leurs résultats indiquent que les probabilités de défaut extraites du modèle structurel contribuent significativement à expliquer le risque de défaut lorsqu'elles sont incluses dans un modèle hybride avec des variables comptables. Les auteurs montrent aussi que la mise à jour trimestrielle des probabilités de défaut s'avère d'une grande utilité pour expliquer l'évolution du risque de défaut au cours d'une année. Cette flexibilité serait impossible avec l'utilisation exclusive d'un modèle non structurel. Les auteurs ont aussi effectué une analyse préliminaire des corrélations entre les probabilités de défaut tirées du modèle structurel. Leurs résultats révèlent qu'il existe des corrélations importantes dans les données étudiées.

2006-29

The Turning Black Tide: Energy Prices and the Canadian Dollar

Ramzi Issa, Robert Lafrance et John Murray

Les auteurs réexaminent la relation entre les prix réels de l'énergie et le dollar canadien établie par Amano et van Norden, à savoir qu'une hausse de ces prix entraîne une dépréciation du dollar. À l'issue de tests de rupture structurelle, ils constatent que la relation entre les deux variables a changé de signe : initialement négative, elle est devenue positive au début des années 1990. Ce changement cadre avec l'évolution du commerce frontalier des produits énergétiques et l'assouplissement de la réglementation dans le secteur au fil du temps.

2006-30

Multinationals and Exchange Rate Pass-Through

Alexandra Lai et Oana Secrieru

Les auteures étudient les effets de l'existence de multinationales sur le degré de transmission des mouvements de change aux prix dans un modèle de concurrence par les quantités (ou concurrence à la Cournot) où une multinationale affronte des rivales à la fois sur son marché intérieur et sur un marché extérieur. Quand toute l'activité de production s'effectue sur le territoire de la société-mère, on dit qu'il y a commerce intra-entreprises de biens finaux; dans le cas contraire, on parlera de production internationale. Comme chez d'autres chercheurs, l'analyse des auteures montre que les variations de change ne se répercutent pas intégralement



sur les prix intérieurs et extérieurs en contexte de concurrence imparfaite. Qui plus est, comparativement à des conditions de pleine concurrence, l'existence d'une multinationale rend les prix intérieurs plus sensibles aux fluctuations du taux de change, et les prix à l'étranger moins sensibles. De surcroît, les prix sur les deux marchés réagissent davantage aux mouvements de change dans le cas du commerce intra-entreprises que dans celui de la production internationale, mais ils évoluent en sens opposé.

2006-31

Assessing and Valuing the Non-Linear Structure of Hedge Fund Returns

Antonio Diez de los Rios et René Garcia

Plusieurs études ont montré que les rendements produits par les stratégies suivies dans la gestion des fonds de couverture ont une structure non linéaire et un profil semblable à celui des rendements associés à l'exercice d'options. Les auteurs proposent ici une méthode statistique destinée à vérifier la présence de non-linéarités par rapport aux rendements de n'importe quel portefeuille de référence. Ils estiment un portefeuille d'options représentant le mieux les rendements d'un fonds de couverture, tiennent compte des résultats de cette recherche dans la vérification statistique de la présence de structures non linéaires, puis déterminent si les non-linéarités décelées ont une valeur positive. Les auteurs constatent que les différentes catégories de fonds ne présentent pas toutes des non-linéarités significatives et qu'une poignée de stratégies seulement, appliquées ensemble, assurent aux investisseurs des gains appréciables. Certains fonds pris individuellement peuvent toutefois générer des profits intéressants, même s'ils font partie d'une catégorie dont les rendements sont faibles.

2006-32

Governance and the IMF: Does the Fund Follow Corporate Best Practice?

Eric Santor

Les problèmes de gouvernance du Fonds monétaire international (FMI) ne touchent pas uniquement la question de la représentation et des voix des pays membres ou le dossier afférent de la répartition des quotes-parts. L'auteur souligne en premier lieu l'importance de dimensions restées jusqu'ici largement ignorées des chercheurs comme des décideurs publics. Il s'intéresse en particulier aux problèmes découlant de la présence i) d'un ou de plusieurs actionnaires dominants et ii) de l'existence de conflits d'intérêts du type mandant-mandataire entre le Conseil d'administration et le directeur général. Bien entendu, les données lui confirment que le FMI ne suit pas des pratiques optimales de gouvernance. L'auteur avance quelques pistes de réforme, en souhaitant par exemple voir instaurer au sein du FMI une forme d'encadrement du pouvoir discrétionnaire du directeur général. Dans ce cadre, le Conseil d'administration fixerait les objectifs et les règles de l'institution pour l'année. Le directeur général et son personnel auraient la latitude voulue pour poursuivre les objectifs énoncés, mais dans le respect des règles. Les réformes renforceraient la responsabilité du FMI et accroîtraient d'autant sa légitimité.

2006-33

Are Canadian Banks Efficient? A Canada-U.S. Comparison

Jason Allen, Walter Engert et Ying Liu

Les auteurs comparent l'évolution respective de l'efficacité des principales banques canadiennes et de banques commerciales américaines au



cours des 20 dernières années. Trois méthodes d'évaluation sont retenues. Les auteurs examinent avec la première les grands ratios de rendement et constatent que les banques canadiennes sont aussi productives que les américaines. Avec la seconde, ils évaluent l'ampleur des économies d'échelle au sein des fonctions de production des établissements canadiens et des sociétés de portefeuille bancaires américaines à peu près comparables. L'analyse révèle l'existence d'économies d'échelle plus importantes au Canada qu'aux États-Unis, ce qui donne à penser que les banques canadiennes sont de taille moins efficiente que les sociétés américaines et qu'elles ont le plus à gagner d'une expansion. Avec la troisième méthode, les auteurs mesurent l'efficacité coût des banques canadiennes et des sociétés de l'échantillon américain par rapport à l'institution qui se situe à la frontière efficiente dans le pays concerné (celle qui a les meilleures pratiques). Il ressort que les banques canadiennes sont plus près de cette frontière que ne le sont les sociétés aux États-Unis.

2006-34

The Macroeconomic Effects of Non-Zero Trend Inflation

*Robert Amano, Steve Ambler
et Nooman Rebei*

Les auteurs étudient l'incidence macroéconomique d'un taux d'inflation tendanciel non nul à l'aide d'un modèle d'équilibre général stochastique et dynamique simple où les prix sont rigides. Ils montrent que la présence d'une inflation tendancielle réduit de beaucoup le niveau des moyennes stochastiques de la production, de la consommation et de l'emploi.

Ils montrent aussi qu'elle accentue la variabilité de la plupart des agrégats et la persistance de leurs fluctuations. La dispersion des prix entre entreprises amplifie incontestablement l'effet négatif de l'inflation sur le bien-être. Ces résultats se vérifient sur le plan qualitatif, peu importe la manière dont l'hypothèse de rigidité des prix est modélisée, mais les effets sont plus accusés en termes quantitatifs dans un modèle de détermination des prix à la Calvo.

2006-35

Survey of Price-Setting Behaviour of Canadian Companies

*David Amirault, Carolyn Kwan
et Gordon Wilkinson*

Nombreux sont les modèles macroéconomiques dans lesquels la rigidité des prix sert de clef à l'interprétation des effets de la politique monétaire sur l'économie. Différentes théories ont été mises en avant pour expliquer cette rigidité. Les bureaux régionaux de la Banque du Canada ont mené une enquête auprès de 170 entreprises canadiennes en vue de recueillir leurs points de vue sur la dynamique des prix. Les auteurs constatent que les modifications de prix sont principalement motivées par celles qu'effectuent les concurrents, par les variations du coût des intrants intérieurs et par les variations de la demande. Fait étonnant, mais qui est conforme aux résultats de Bils et Klenow, plus de la moitié des entreprises rajusteraient leurs prix au moins quatre fois par an d'après les données de l'enquête. En outre, l'intensification de la concurrence et les progrès des technologies de l'information auraient amené les firmes à réviser leurs prix plus souvent qu'elles ne le faisaient il y a dix ans.



2006-36

Credit in a Tiered Payments System

*Alexandra Lai, Nikil Chande
et Sean O'Connor*

Les systèmes de paiement sont généralement caractérisés à des degrés divers par le principe de la participation à plusieurs niveaux, où des firmes en amont (les agents de compensation) fournissent des comptes de règlement à des institutions en aval (les sous-adhérents) qui désirent faire compenser et régler indirectement des paiements par l'intermédiaire de ces systèmes. Les auteurs élaborent un modèle faisant intervenir un agent de compensation et un sous-adhérent, afin d'examiner la motivation du premier à mettre à profit sa position d'institution en amont pour se donner un avantage concurrentiel sur le marché des services de paiement au détail. Le modèle démontre qu'un agent de compensation peut acquérir cet avantage en augmentant les coûts imposés au sous-adhérent, mais que sa motivation à hausser ces coûts est restreinte par le risque de crédit auquel il s'expose du fait qu'il consent des découverts non garantis aux sous-adhérents. Les résultats de l'étude portent à croire que les systèmes de paiement à participation par paliers, qui obligent les agents de règlement à accorder des découverts aux sous-adhérents avec lesquels ils traitent, sont susceptibles d'accroître la compétitivité du marché des services de paiement au détail.

2006-37

Endogenous Borrowing Constraints and Consumption Volatility in a Small Open Economy

Carlos de Resende

La volatilité de la consommation, par rapport à celle de la production, est systématiquement plus élevée dans les économies émergentes

que dans les économies développées. Une explication naturelle de ce phénomène est que les premières sont plus susceptibles de se trouver aux prises avec des contraintes d'endettement, et qu'elles ont, par conséquent, plus de difficultés à recourir aux marchés internationaux de capitaux pour lisser la consommation. L'auteur tente de déterminer dans quelle mesure ce mécanisme peut, à lui seul, expliquer les écarts de volatilité de la consommation observés entre les économies émergentes et développées. Son approche théorique est fondée sur un modèle dynamique d'équilibre général standard d'une petite économie ouverte assujettie à une contrainte d'endettement endogène. Le modèle avec contrainte est calibré en fonction des données de l'économie brésilienne pour la période de 1980 à 2001. Les résultats obtenus par l'auteur donnent à penser que le modèle est en mesure de rendre compte de plus de la moitié de la différence observée au titre de la volatilité de la consommation.

2006-38

Conditioning Information and Variance Bounds on Pricing Kernels with Higher-Order Moments: Theory and Evidence

Fousseni Chabi-Yo

L'auteur conçoit une stratégie pour utiliser avec efficacité les moments d'ordre supérieur et l'ensemble de l'information disponible et, de la sorte, améliorer les bornes de variance calculées par Hansen et Jagannathan et par Gallant, Hansen et Tauchen (« borne GHT » dans la suite du résumé). La borne qu'il définit intègre les primes du risque de variance et est égale à la borne GHT lorsque les non-linéarités des rendements ne sont pas prises en considération. L'auteur calcule aussi une borne optimale qui tient compte de l'ensemble des informations, des moments d'ordre supérieur ainsi

que des primes du risque de variance, et qui dépasse la borne optimale de Bekaert et Liu. Pour illustrer de façon empirique le comportement des bornes, l'auteur met à profit les modèles économétriques de Bekaert et Liu. Par ailleurs, en faisant appel aux moments d'ordre supérieur et à l'ensemble des informations, il obtient de meilleures mesures de distance que celles auxquelles parviennent Hansen et Jagannathan. Il se sert de ces mesures pour évaluer les modèles d'équilibre des actifs financiers.

2006-39

Short-Run and Long-Run Causality between Monetary Policy Variables and Stock Prices

Jean-Marie Dufour et David Tessier

Les auteurs examinent les liens de causalité entre les variables de la politique monétaire, l'activité réelle et les rendements boursiers. Comme les prix d'actifs constituent une catégorie d'indicateurs avancés potentiels de l'activité économique ou de l'inflation, il se pourrait que la prise en compte de leur dynamique apporte une information utile pour la conduite de la politique monétaire. Cette question présente un intérêt tout particulier dans un régime de cibles d'inflation, où l'orientation de la politique monétaire est établie en fonction de l'inflation anticipée. En ce qui concerne les États-Unis, les auteurs ne trouvent pas d'élément à l'appui de la thèse selon laquelle les rendements boursiers sont un indicateur avancé des variables macroéconomiques considérées ou sont influencées par celles-ci, sauf dans un cas : les fluctuations de M1 tendent en effet à précéder celles des rendements boursiers. Les résultats sont très différents dans le cas du Canada. Les auteurs

montrent que les prix d'actifs pourraient servir à prévoir l'évolution d'importantes variables macroéconomiques, à savoir les taux d'intérêt, l'inflation et la production, aux horizons pertinents pour la conduite de la politique monétaire.

2006-40

Education and Self-Employment: Changes in Earnings and Wealth Inequality

Yaz Terajima

L'auteur étudie l'interaction entre les choix de formation et les choix de carrière et tente de cerner, sous l'angle quantitatif, son incidence sur la relation observée entre l'évolution des inégalités de revenu et celle des inégalités de richesse aux États-Unis de 1983 à 2001. Dans les ménages dont le chef possède un diplôme universitaire, le ratio du revenu moyen des travailleurs autonomes à celui des salariés s'est accru de 57 %, alors qu'au cours de la même période, le ratio correspondant pour la richesse moyenne a fait un bond de 137 %. D'après ces chiffres, les écarts de revenu comme de richesse se seraient creusés durant la période examinée. On peut se demander si cette évolution du revenu moyen relatif est à l'origine de celle de la richesse moyenne relative. Pour répondre à la question, l'auteur intègre des choix de formation et de carrière à un modèle de répartition de la richesse, afin de faire dépendre les perspectives de revenus de processus de productivité propres aux choix effectués. Les résultats obtenus lui permettent d'expliquer le tiers de la variation de l'écart observé en ce qui concerne la richesse moyenne des ménages formés de travailleurs autonomes et de salariés qui ont un diplôme universitaire.



2006-41

An Optimized Monetary Policy Rule for ToTEM

*Jean-Philippe Cayen, Amy Corbett
et Patrick Perrier*

Les auteurs proposent une règle de politique monétaire adaptée à TOTEM, le nouveau modèle utilisé par la Banque du Canada pour l'analyse de politiques et l'élaboration de projections concernant l'économie canadienne. Ils examinent plusieurs règles d'instrument simples, telles que des règles à la Taylor et d'autres fondées sur l'inflation prévue. La règle qu'ils proposent permet de minimiser une fonction de perte qui reflète les préférences présumées de la banque centrale au sujet de l'inflation, de la production et de la variabilité de l'instrument de politique monétaire lui-même. Les auteurs cherchent aussi à déterminer la sensibilité de leur règle au choix d'une distribution des chocs différente de la distribution empirique qui leur a servi à établir la règle optimale.

2006-42

Linking Real Activity and Financial Markets: The Bonds, Equity, and Money (BEAM) Model

Céline Gauthier et Fu Chun Li

Les auteurs estiment pour le Canada un petit modèle macroéconomique mensuel (du nom de BEAM, sigle formé des initiales des mots bonds, equity and money) articulé autour de trois relations de cointégration mettant en rapport des variables financières et réelles pour la période de 1975 à 2002. Ils définissent par l'une de ces relations un choc d'offre, seul choc à exercer un effet permanent sur le marché boursier, et un choc de demande, qui donne lieu à une surévaluation passagère mais sen-

sible des titres cotés. Les auteurs proposent une fonction de réaction des autorités monétaires qui simule l'effet d'un choc d'inflation permanent sur le taux du financement à un jour et où celles-ci ajustent en conséquence l'évolution de ce taux afin d'éviter tout écart persistant entre les prévisions et le taux d'inflation cible. Du côté de la méthodologie, ils innovent en énonçant les conditions d'identification des chocs permanents dans un modèle vectoriel à correction d'erreurs qui renferment des variables exogènes.

2006-43

Efficient Hedging and Pricing of Equity-Linked Life Insurance Contracts on Several Risky Assets

Alexander Melnikov et Yuliya Romanyuk

Les auteurs analysent le cas d'une police qui verse à son titulaire, s'il est encore en vie à la date d'échéance T du contrat, une somme égale à la plus élevée des valeurs prises par les n actifs risqués. Les polices de ce type comportent autant un risque financier, découlant de l'incertitude entourant l'évolution du prix des actifs sous-jacents, qu'un risque d'assurance, associé à la longévité du titulaire. Les auteurs montrent que la méthode de couverture efficiente peut servir à minimiser l'espérance des pertes résultant d'une couverture imparfaite, et ce, selon la propension au risque de l'opérateur en couverture. Ils démontrent aussi un résultat probabiliste sur lequel peut s'appuyer le calcul des formules analytiques servant à l'évaluation de la somme qui reviendra au titulaire de la police étant donné un nombre n d'actifs risqués. Afin d'illustrer l'utilité de la méthode, les auteurs déduisent des formules explicites permettant d'établir les prix optimaux et les pertes de couverture attendues dans le

cas où n est égal à deux. D'autres illustrations chiffrées sont données, afin de mettre en lumière les diverses applications de la méthode de couverture efficiente dans la gestion du risque financier et du risque d'assurance propres aux contrats d'assurance vie indexés sur actions.

2006-44

The Long-Term Effects of Cross-Listing, Investor Recognition, and Ownership Structure on Valuation

Michael R. King et Dan Segal

Les auteurs montrent que la hausse de la participation des investisseurs américains au capital d'une entreprise étrangère et l'amélioration de l'information disponible sur celle-ci après son inscription à une bourse des États-Unis ont sur la valeur de ses actions des effets discernables l'un de l'autre. L'appréciation qu'enregistrent les titres d'entreprises canadiennes nouvellement intercotées est passagère. Leur cours culmine en effet durant l'année qui suit, puis il diminue de façon monotone, peu importe le niveau de participation des investisseurs américains au capital ou la structure de l'actionnariat de l'entreprise. Les sociétés intercotées contrôlées par un actionnaire dominant qui possède au moins 20 % du capital-actions attirent en moyenne autant d'investisseurs institutionnels aux États-Unis que celles dont la propriété est plus dispersée, mais leur titre s'apprécie moins lorsqu'elles sont déjà bien connues des investisseurs. S'il est vrai que les investisseurs américains hésitent davantage à investir dans les entreprises émettant deux catégories d'actions, il reste que ces entreprises tirent plus de bénéfices de l'intercotation même quand elles ne parviennent pas à élargir leur

actionnariat aux États-Unis. Ce résultat donne à penser que la réduction de l'asymétrie d'information entre l'actionnaire dominant et les actionnaires minoritaires a un effet distinct sur la valeur de l'action là où le conflit d'intérêts entre les deux types d'actionnaire est le plus grand.

2006-45

The Role of Debt and Equity Finance over the Business Cycle

Francisco Covas et Wouter J. den Haan

Les auteurs montrent que les activités d'emprunt et d'émission d'actions de la plupart des entreprises américaines cotées sont procycliques, tout en notant que le caractère procyclique de l'émission d'actions s'atténue de façon monotone avec la taille de la firme. À l'échelle de l'ensemble des entreprises, toutefois, les résultats des auteurs ne sont pas concluants : même s'il y a peu de très grandes entreprises, le comportement anticyclique de l'émission d'actions dans leur cas pèse lourd au final en raison de leur énorme taille. Si les firmes ont recours à un emprunt classique d'une période, le prix implicite du financement externe évolue dans le même sens que l'activité économique et son caractère procyclique varie en raison inverse de la taille de l'entreprise. Cette propriété confère à l'émission d'actions un caractère procyclique, qui décroît, tout comme dans les données, avec la taille de la firme. Les autres facteurs à l'origine du comportement procyclique de l'émission d'actions dans le modèle sont le prix du risque (anticyclique) et le coût d'émission d'actions (anticyclique également). Le modèle i) génère un taux de défaillance anticyclique; ii) amplifie les chocs; et iii) engendre une réaction cyclique



plus forte parmi les petites entreprises, alors que le modèle sans émission d'actions produit exactement les résultats contraires.

2006-46

Survey-Based Estimates of the Term Structure of Expected U.S. Inflation

Sharon Kozicki et P.A. Tinsley

Les enquêtes offrent une information de première main sur les attentes d'inflation, mais celles de périodicité trimestrielle ou portant sur des horizons éloignés sont encore jeunes. Sur de plus longues périodes, on ne dispose en général que d'observations recueillies à une fréquence semestrielle et se rapportant à un horizon rapproché. Pour suppléer aux observations manquantes, les auteurs élaborent une série mensuelle qui mesure sur 50 ans les attentes d'inflation à tous les horizons compris entre un mois et dix ans et qui est conforme aux données de l'inflation et aux résultats des enquêtes menées à intervalles peu fréquents. Ce faisant, ils constatent que certains modèles qui décrivent pourtant bien l'évolution passée de l'inflation génèrent des prévisions peu conformes aux données d'enquête. Ils remarquent également que les données d'enquête sur les attentes à court terme renferment une masse considérable d'informations sur les attentes à long terme. Leur estimation des taux d'inflation prévus aux horizons éloignés, qui donne une idée des perceptions des agents du secteur privé au sujet de la cible d'inflation des autorités monétaires, a beaucoup changé au fil du temps et explique en partie la persistance de l'inflation. Confrontées aux estimations de l'objectif d'inflation réel des autorités, ces perceptions donnent à penser que la politique monétaire n'était pas parfaitement crédible dans le passé.

2006-47

Stress Testing the Corporate Loans Portfolio of the Canadian Banking Sector

Miroslav Misina, David Tessier et Shubhasis Dey

La conduite de simulations de crise (*stress testing*) sert de façon générale à évaluer la performance d'une entité dans des conditions de fonctionnement anormales. Les auteurs centrent leur analyse sur le secteur bancaire canadien, en reliant les pertes sur le portefeuille des prêts bancaires aux modifications de l'environnement dans lequel les différents secteurs d'activité bénéficiaires de ces prêts évoluent. Les caractéristiques de l'environnement sont résumées au moyen d'un indicateur — la probabilité de défaut dans chaque secteur — qui est modélisé sous la forme d'une fonction de variables macroéconomiques. À l'aide de ce modèle, les auteurs évaluent les liens réciproques entre le contexte macroéconomique et les défaillances d'entreprises dans chacun des secteurs, et mènent une série de simulations selon divers scénarios de crise jugés pertinents dans le cas canadien. Les outils sur lesquels repose l'analyse des auteurs sont de nature générale et peuvent être appliqués à d'autres pays ainsi qu'à d'autres scénarios macroéconomiques.

2006-48

Modelling Term-Structure Dynamics for Risk Management: A Practitioner's Perspective

David Jamieson Bolder

L'auteur cherche à mettre au point un modèle simple qui parvienne relativement bien à rendre compte de la dynamique des taux aux fins de la gestion des risques. Pour ce faire, il examine deux catégories de modèles. Le premier modèle étudié consiste en une variante du modèle gaussien affine décrit par Dai et Singleton, et

Duffee. Les modèles de la seconde catégorie s'inspirent, en les prolongeant, des travaux de Diebold et Li. Après avoir présenté la dérivation mathématique de ces modèles et les avoir estimés, l'auteur compare, sur la base de différents critères, leur capacité à prévoir l'évolution des taux durant la période d'estimation et au-delà de celle-ci, leur capacité à rendre compte des écarts par rapport à l'hypothèse relative aux attentes, de même que leur pouvoir de prédiction dans un cadre simple d'optimisation des portefeuilles. Il constate que le modèle étendu de Nelson-Siegel et une variante généralisée de celui-ci, qu'il appelle « modèle spline exponentiel », constituent les modèles les plus prometteurs eu égard aux divers critères de sélection retenus.

2006-49

Canadian City Housing Prices and Urban Market Segmentation

Jason Allen, Robert Amano, David P. Byrne et Allan W. Gregory

Les auteurs présentent une analyse empirique détaillée de l'évolution des prix des maisons en milieu urbain au Canada. Ils examinent la relation à long terme entre ces prix pour la période de 1981 à 2005 ainsi que les relations idiosyncrasiques entre ces mêmes prix et les variables propres à chaque ville. Leurs résultats donnent à penser que la corrélation entre les prix des maisons en milieu urbain est faible en longue période et que ceux-ci sont parfois déconnectés des taux d'intérêt. Les variables propres aux villes, dont le niveau de salaire des travailleurs syndiqués, les prix des maisons neuves et le nombre de permis de construire émis, sont liées positivement aux prix de vente des maisons. Fait étonnant, les résultats

ne sont pas concluants en ce qui concerne les mesures courantes de l'activité économique telles que la population active et le produit intérieur brut par habitant.

Rapports techniques

N° 97

ToTEM: The Bank of Canada's New Quarterly Projection Model

Stephen Murchison et Andrew Rennison

Les auteurs exposent en détail les caractéristiques techniques du modèle TOTEM (pour *Terms-of-Trade Economic Model*), qui a remplacé le Modèle trimestriel de prévision (MTP) en décembre 2005 à titre de principal modèle utilisé par la Banque du Canada pour l'analyse de politiques et l'établissement de projections relatives à l'économie canadienne. TOTEM est un modèle d'équilibre général dynamique et stochastique adapté à un cadre d'économie ouverte. Il comprend quatre catégories de produits finis : les biens et services finaux, les biens d'équipement, les biens publics et les biens d'exportation. Il compte aussi un volet distinct pour le secteur des produits de base. TOTEM reprend en effet la plupart des éléments qui distinguaient le MTP des modèles qui l'ont précédé, dont un régime permanent bien défini, la différenciation explicite entre la dynamique intrinsèque du modèle et la dynamique liée aux anticipations, une règle de politique monétaire endogène et l'accent mis sur le secteur de l'offre. Cependant, TOTEM va plus loin en permettant de prendre en compte le comportement optimisateur des ménages et des entreprises dans une économie à produits multiples, aussi bien en régime permanent que hors équilibre.



PUBLICATIONS EXTERNES

Les économistes de la Banque publient le fruit de leurs recherches dans une vaste gamme de revues spécialisées, d'actes de colloque et d'ouvrages. La Banque ne fournit pas de tirés à part des articles publiés par des revues ou des organismes externes.

Articles et textes divers publiés en 2006

P. Berry

« The DK Token—Revisited », *The Colonial Newsletter*, n° 132, p. 3065-3068.

R. Boadway, O. Secrieru et M. Vigneault

« A Search Model of Venture Capital, Entrepreneurship, and Unemployment », dans *Venture Capital in Europe*, sous la direction de G. N. Gregoriou, M. Kooli et R. Kraeussl, Elsevier.

H. Bouakez et T. Kano

« Learning-by-Doing or Habit Formation? », *Review of Economic Dynamics*, vol. 9, n° 3, p. 508-524.

S. Church, M. Lacelle et T. Garantzis

« Visual and Optical Evaluation of Bank Notes in Circulation », dans *Optical Security and Counterfeit Deterrence Techniques VI*, sous la direction de R. L. van Renesse, Proceedings of SPIE, vol. 6075, San José (Californie), The International Society for Optical Engineering, p. 84-94.

D. Côté, J. Kuszczak, J.-P. Lam, Y. Liu et P. St-Amant

« A Comparison of Twelve Macroeconomic Models of the Canadian Economy », *Journal of Policy Modeling*, vol. 28, n° 5, p. 523-562.

F. Covas

« Uninsured Idiosyncratic Production Risk with Borrowing Constraints », *Journal of Economic Dynamics & Control*, vol. 30, n° 11, p. 2167-2190.

A. Dib

« Nominal Rigidities and Monetary Policy in Canada », *Journal of Macroeconomics*, vol. 28, n° 2, p. 303-325.

D. Dodge

« Central Bank Statement », dans *Global Banking & Financial Policy Review 2006/2007*, 11^e édition, Essex (Royaume-Uni), Euromoney Yearbooks, p. 64.

D. Dodge et J. Murray

« The Evolving International Monetary Order and the Need for an Evolving IMF », *Global Governance: A Review of Multilateralism and International Organizations*, vol. 12, n° 4, p. 361-372.

C. D'Souza et A. Lai

« The Effects of Bank Consolidation on Risk Capital Allocation and Market Liquidity », *Journal of Financial Research*, vol. 29, n° 2, p. 271-291.

J.-M. Dufour, L. Khalaf et M. Kichian

« Inflation Dynamics and the New Keynesian Phillips Curve: An Identification Robust Econometric Analysis », *Journal of Economic Dynamics & Control*, vol. 30, n°s 9-10, p. 1707-1727.

M.-A. Gosselin et R. Lalonde

« An Eclectic Approach to Estimating U.S. Potential GDP », *Empirical Economics*, vol. 31, n° 4, p. 951-975.

T. Gravelle, M. Kichian et J. Morley

« Detecting Shift-Contagion in Currency and Bond Markets », *Journal of International Economics*, vol. 68, n° 2, p. 409-423.

M. Illing et Y. Liu

« Measuring Financial Stress in a Developed Country: An Application to Canada », *Journal of Financial Stability*, vol. 2, n° 3, p. 243-265.

H. Khan et Z. Zhu

« Estimates of the Sticky-Information Phillips Curves for the United States », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 38, n° 1, p. 195-207.

J. Knight, F. Li et M. Yuan

« A Semiparametric Two-Factor Term Structure Model », *Journal of Financial Econometrics*, vol. 4, n° 2, p. 204-237.

S. Kozicki et P. Tinsley

« Minding the Gap: Central Bank Estimates of the Unemployment Natural Rate », *Computational Economics*, vol. 27, n° 2, p. 295-327.

T. Laflèche

« The Canadian Experience with Core Inflation », *IFC Bulletin*, n° 24 (août), p. 134-135.

A. Lai et O. Secrieru

« Multinationals and Exchange Rate Pass-Through », *International Finance Review*, vol. 7, p. 339-364.

F. Li et G. Tkacz

« A Consistent Bootstrap Test for Conditional Density Functions with Time-Series Data », *Journal of Econometrics*, vol. 133, n° 2, p. 863-886.



Y. Liu, E. Papakirykos et M. Yuan

« Market Valuation and Risk Assessment of Canadian Banks », *Review of Applied Economics*, vol. 2, n° 1, p. 63-80.

R. Lomax et T. Macklem

« Comment: The Global Monetary Fund Must Reform its Surveillance », *Financial Times*, 12 septembre, p. 21.

D. Longworth

« Comment on "Financial Market Functioning and Monetary Policy: Japan's Experience" », dans *Monetary and Economic Studies*, vol. 24, n° S-1 (décembre), actes de la 13^e conférence annuelle de la Banque du Japon. Document accessible à l'adresse www.imes.boj.or.jp/english/publication/mes/mes06.html.

D. Longworth et D. Howard

« Submission to the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada », dans *Canada Steps Up*, vol. 7 : *Written Submissions and Presentations*, Toronto, Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, p. 39-45. Document accessible à l'adresse www.tfmsl.ca/index.htm.

T. Macklem

« Floating Dollar, Anchored Inflation », *Canadian Treasurer*, vol. 22, n° 5 (octobre-novembre). Discours prononcé le 8 juin devant la Chambre de commerce de Lunenburg (Nouvelle-Écosse). Document également accessible en français à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/discours/2006/sp06-9f.html.

P. Maier

China in 2006: An Economist's View, De Nederlandsche Bank, coll. « Occasional Studies », vol. 4, n° 5.

C. Meh et V. Quadrini

« Endogenous Market Incompleteness with Investment Risks », *Journal of Economic Dynamics & Control*, vol. 30, n° 11, p. 2143-2165.

A. Melnikov et Y. Romaniuk

« Evaluating the Performance of Gompertz, Makeham, and Lee-Carter Mortality Models for Risk Management with Unit-Linked Contracts », *Insurance: Mathematics and Economics*, vol. 39, n° 3, p. 310-329.

M. Misina

« Equity Premium with Distorted Beliefs: A Puzzle », *Journal of Economic Dynamics & Control*, vol. 30, n° 8, p. 1431-1440.

S. O'Connor

« Development of a National Payment System: Some Lessons Learned », *AccessFinance*, n° 9, Banque mondiale.

S. O'Connor et B. Hanssens

« General Guidance for National Payment System Development », publication n° 70, Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, Banque des Règlements Internationaux.

S. O'Connor, D. Kreviazuk et B. Mizzens

« Les conditions de la participation directe au SACR — Rapport final du Groupe d'étude tripartite spécial », Association canadienne des paiements.

H. Riegel

« Strategies for National and Local Audience Development at the Currency Museum of the Bank of Canada », dans *The Business of Tourism*, 7^e édition, sous la direction de C. Holloway, Harlow, Prentice Hall.

L. Schembri

« Exchange Rate Policy in Canada: Lessons from the Past, Implications for the Future », dans *Britain and Canada and Their Large Neighboring Monetary Unions*, sous la direction de A. Verdun, Hauppauge (New York), Nova Publishers, p. 77-97.

O. Secrieru

« The Economic Theory of Vertical Restraints », *Journal of Economic Surveys*, vol. 20, n° 5, p. 797-822.

Articles à paraître

R. Albuquerque, G. Bauer et M. Schneider

« International Equity Flows and Returns: A Quantitative Equilibrium Approach », *Review of Economic Studies*.

J. Allen et Y. Liu

« Efficiency and Economies of Scale of Large Canadian Banks », *Revue canadienne d'économie*, vol. 40, n° 1.

R. Amano

« Inflation Persistence and Monetary Policy: A Simple Result », *Economics Letters*.

R. Amano, S. Ambler et N. Rebei

« The Macroeconomic Effects of Non-Zero Trend Inflation », *Journal of Money, Credit and Banking*.

J. Atta-Mensah et A. Dib

« Bank Lending, Credit Shocks, and the Transmission of Canadian Monetary Policy », *International Review of Economics and Finance*.

H. Bouakez et T. Kano

« Terms of Trade and Current Account Fluctuations: Harberger-Laursen-Metzler Effect Revisited », *Journal of Macroeconomics*.

H. Bouakez et N. Rebei

« Why Does Private Consumption Rise After a Government Spending Shock? », *Revue canadienne d'économie*.

G. Cateau

« Monetary Policy under Model and Data-Parameter Uncertainty », *Journal of Monetary Economics*.

A. García et R. Gençay

« Risk-Cost Frontier and Collateral Valuation in Securities Settlement Systems for Extreme Market Events », *Journal of Financial Transformation*.

T. Kano

« A Structural VAR Approach to the Inter-temporal Model of the Current Account », *Journal of International Money and Finance*.

L. Khalaf et M. Kichian

« Exact Test for Breaks in Covariance in Multivariate Regressions », *Economics Letters*.

M. King et D. Segal

« Market Segmentation and Equity Valuation: Comparing Canada and the United States », *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*.

M. King et M. Padalko

« Price and Volume Dynamics Ahead of Canadian Merger Announcements », *Canadian Investment Review*.

F. Li

« Testing the Parametric Specification of the Diffusion Function in a Diffusion Process », *Econometric Theory*.

BANQUE DU CANADA
Prix des publications

<i>Revue de la Banque du Canada</i> ISSN : 0045-1460 (publication trimestrielle)	
Livraison au Canada	25 \$ CAN
Livraison aux États-Unis	25 \$ CAN
Livraison dans les autres pays	50 \$ CAN
Exemplaire à l'unité	7,50 \$ CAN
<i>Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada</i> ISSN : 1488-4186 (publication mensuelle)	
Livraison au Canada	55 \$ CAN
Livraison aux États-Unis	55 \$ CAN
Livraison dans les autres pays	120 \$ CAN
Exemplaire à l'unité	5 \$ CAN
<p><i>Le tarif d'abonnement est réduit de moitié pour :</i></p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ les bibliothèques des ministères gouvernementaux canadiens; ▶ les bibliothèques publiques canadiennes; ▶ les bibliothèques des établissements d'enseignement canadiens et étrangers. 	

Ajouter la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale au montant des abonnements et commandes en provenance du Canada.

Pour vous abonner ou commander des exemplaires de publications de la Banque du Canada, veuillez vous adresser au :

Service de la diffusion des publications
Département des Communications
Banque du Canada
Ottawa (Ontario) K1A 0G9.

Les paiements doivent être faits en DOLLARS CANADIENS à l'ordre de la Banque du Canada. Pour de plus amples renseignements, veuillez composer le :

1 877 782-8248
(sans frais en Amérique du Nord)

ou envoyer un courriel à
publications@bank-banque-canada.ca

BANK OF CANADA
Publications price list

<i>Bank of Canada Review</i> ISSN: 0045-1460 (published quarterly)	
Delivery in Canada	CAN\$25
Delivery to the United States	CAN\$25
Delivery to all other countries	CAN\$50
Single copies	CAN\$7.50
<i>Bank of Canada Banking and Financial Statistics</i> ISSN: 1488-4186 (published monthly)	
Delivery in Canada	CAN\$55
Delivery to the United States	CAN\$55
Delivery to all other countries	CAN\$120
Single copies	CAN\$5
<p><i>The following may subscribe at one-half of the regular price:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ Canadian governmental libraries ▶ Canadian public libraries ▶ Libraries of both Canadian and foreign educational institutions 	

All Canadian orders and subscriptions must add GST and PST where applicable.

Subscriptions or copies of Bank of Canada publications may be obtained from:

Publications Distribution
Communications Department
Bank of Canada
Ottawa, Ontario K1A 0G9

Remittance in CANADIAN DOLLARS should be made payable to the Bank of Canada. For further information, please call

1 877 782-8248
(toll free in North America)

or email
publications@bank-banque-canada.ca

Banque du Canada



Bank of Canada

Ottawa, Canada K1A 0G9

**LISTE DES PRIX DU BULLETIN
HEBDOMADAIRE DE STATISTIQUES
FINANCIÈRES**

(ISSN : 005-5158)

**WEEKLY FINANCIAL STATISTICS
PRICE LIST**

(ISSN: 005-5158)

Pour s'abonner aux publications de la Banque du Canada ou en obtenir des exemplaires, il suffit de s'adresser au Service de diffusion des publications, Banque du Canada, département des Communications, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9. Les paiements doivent être libellés en DOLLARS CANADIENS et faits à l'ordre de la Banque du Canada. Pour de plus amples renseignements, composer le 1 877 782-8248 (sans frais en Amérique du Nord).

Subscriptions or copies of Bank of Canada publications may be obtained from: Publications Distribution Section, Bank of Canada, Communications Department, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9. Remittances in CANADIAN DOLLARS should be made payable to the Bank of Canada. For further information, please call 1 877 782-8248 (toll free in North America).

Abonnement ordinaire		Regular subscription	
Livraison au Canada par la poste ou aux bureaux régionaux de la Banque du Canada	55 \$ CAN	Delivery in Canada by mail or at Bank of Canada regional offices	CAN\$55.00
Livraison aux États-Unis	70 \$ CAN	Delivery to the United States	CAN\$70.00
Livraison dans les autres pays	110 \$ CAN	Delivery to all other countries	CAN\$110.00
Abonnement pour bibliothèques*		Library subscription*	
Livraison au Canada	45 \$ CAN	Delivery in Canada	CAN\$45.00
Livraison aux États-Unis	55 \$ CAN	Delivery to the United States	CAN\$55.00
Livraison dans les autres pays	85 \$ CAN	Delivery to all other countries	CAN\$85.00
Achats à l'exemplaire		Single copies	
Livraison par la poste	2 \$ CAN	Delivered by mail	CAN\$2.00
Aux bureaux régionaux de la Banque du Canada	1,25 \$ CAN	Picked up at Bank of Canada regional offices	CAN\$1.25
& Les anciens numéros du BULLETIN ne sont pas disponibles.		& Back copies of the WEEKLY FINANCIAL STATISTICS will not be available	
& Ajouter au montant des abonnements et commandes en provenance du Canada la TPS et la taxe de vente provinciale, s'il y a lieu.		& All Canadian orders and subscriptions must add GST and PST where applicable	
* Tarifs pour les bibliothèques des ministères fédéraux, des sociétés et des organismes d'État, ainsi que des gouvernements provinciaux et municipaux, pour les bibliothèques publiques et pour les bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada et à l'étranger.		* Rates for libraries of the government of Canada, including Crown corporations and agencies, libraries of Canadian provincial and municipal governments, public libraries and libraries of Canadian and foreign educational institutions.	

Numéro d'inscription pour la TPS
GST Registration Number

119332377

N° de télécopieur
Fax Number

613 782-8874

Courrier électronique
Email

publications@bank-banque-canada.ca