



First Session
Thirty-seventh Parliament 2001-02

SENATE OF CANADA

*Proceedings of the Standing
Senate Committee on*

**Banking, Trade and
Commerce**

Chair:
The Honourable E. LEO KOLBER

Tuesday, April 30, 2002

Issue No. 40

Eleventh meeting on:
The present state of the domestic and
international financial system

WITNESSES:
(See back cover)

Première session de la
trente-septième législature, 2001-2002

SÉNAT DU CANADA

*Délibérations du Comité
sénatorial permanent des*

**Banques et du
commerce**

Président:
L'honorable E. LEO KOLBER

Le mardi 30 avril 2002

Fascicule n° 40

Onzième réunion concernant:
La situation actuelle du régime financier
canadien et international

TÉMOINS:
(Voir à l'endos)

THE STANDING SENATE COMMITTEE
ON BANKING, TRADE AND COMMERCE

The Honourable E. Leo Kolber, *Chair*

The Honourable David Tkachuk, *Deputy Chair*

The Honourable Senators:

and

Angus Carstairs, P.C. (or Robichaud, P.C.) Fitzpatrick Furey Hervieux-Payette, P.C. Kelleher, P.C.	Kroft * Lynch-Staunton (or Kinsella) Mahovlich Meighen Oliver Setlakwe
----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------

**Ex Officio Members*

(Quorum 4)

Changes of membership of the committee:

Pursuant to rule 85(4), membership of the committee was amended as follows:

The name of the Honourable Senator Tkachuk substituted for that of the Honourable Senator Bolduc (*April 30, 2002*).

The name of the Honourable Senator Bolduc substituted for those of the Honourable Senators Tkachuk (*April 30, 2002*).

The name of the Honourable Senator Angus substituted for that of the Honourable Senator Di Nino (*April 30, 2002*).

The name of the Honourable Senator Mahovlich substituted for that of the Honourable Senator Poulin (*April 30, 2002*).

LE COMITÉ SÉNATORIAL PERMANENT
DES BANQUES ET DU COMMERCE

L'honorable E. Leo Kolber, *président*

L'honorable David Tkachuk, *vice-président*

Les honorables sénateurs:

et

Angus Carstairs, c.p. (ou Robichaud, c.p.) Fitzpatrick Furey Hervieux-Payette, c.p. Kelleher, c.p.	Kroft * Lynch-Staunton (ou Kinsella) Mahovlich Meighen Oliver Setlakwe
----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------

**Membres d'office*

(Quorum 4)

Modifications de la composition du comité:

Conformément à l'article 85(4) du Règlement, la liste des membres du comité est modifiée tel qu'il suit:

Le nom de l'honorable sénateur Tkachuk substitué à celui de l'honorable sénateur Bolduc (*le 30 avril 2002*).

Le nom de l'honorable sénateur Bolduc substitué à celui de l'honorable sénateur Tkachuk (*le 30 avril 2002*).

Le nom de l'honorable sénateur Angus substitué à celui de l'honorable Di Nino (*le 30 avril 2002*).

Le nom de l'honorable sénateur Mahovlich substitué à celui de l'honorable Poulin (*le 30 avril 2002*).

MINUTES OF PROCEEDINGS

OTTAWA, Tuesday, April 30, 2002
(44)

The Standing Committee on Banking, Trade and commerce met at 3:30 p.m. this day, in room 505, Victoria Building, the Chair, the Honourable Senator Kolber, presiding.

Members of the committee present: The Honourable Senators Angus, Bolduc, Fitzpatrick, Furey, Kelleher, P.C., Kolber, Kroft, Mahovlich, Meighen, Oliver, Setlakwe and Tkachuk (12).

In attendance: From the Parliamentary Research Branch, Library of Parliament, Economic Division: Ms June Dewetering, Acting Principal and Mr. Alexandre Laurin, Research Officer.

Also in attendance: The official reporters of the Senate.

Pursuant to the Order of Reference adopted by the Senate on Tuesday, March 20, 2001, the committee resumed its examination into the present state of the domestic and international financial system. (*See Issue No. 6, March 28, 2001, for full text of the Order of Reference.*)

WITNESSES:

From the Bank of Canada:

Mr. David Dodge, Governor;

Mr. Malcolm Knight, Senior Deputy Governor;

Ms Sheryl Kennedy, Deputy Governor.

Mr. Dodge made a statement and, with Mr. Knight and Ms Kennedy, answered questions.

At 5:45 p.m., the committee continued *in camera* to consider future business.

At 6:20 p.m., the committee adjourned to the call of the Chair.

ATTEST:**PROCÈS-VERBAL**

OTTAWA, le mardi 30 avril 2002
(44)

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui à 15 h 30, dans la salle 505 de l'édifice Victoria, sous la présidence de l'honorable sénateur Kolber (*président*).

Membres du comité présents: Les honorables sénateurs Angus, Bolduc, Fitzpatrick, Furey, Kelleher, c.p., Kolber, Kroft, Mahovlich, Meighen, Oliver, Setlakwe, et Tkachuk (12).

Également présents: Du Service de recherche parlementaire, Bibliothèque du Parlement, Division de l'économie: Mme June Dewetering, directrice suppléante, et M. Alexandre Laurin, attaché de recherche.

Aussi présents: Les sténographes officiels du Sénat.

Conformément à l'ordre de renvoi adopté par le Sénat le mardi 20 mars 2001, le comité reprend l'examen de la situation actuelle du régime financier canadien et international. (*Le texte complet de l'ordre de renvoi figure dans le fascicule n° 6 du 28 mars 2001.*)

TÉMOINS:

De la Banque du Canada:

M. David Dodge, gouverneur;

M. Malcolm Knight, premier sous-gouverneur;

Mme Sheryl Kennedy, sous-gouverneure.

M. Dogde a fait une déclaration et, avec M. Knight et Mme Kennedy, répond aux questions.

À 17 h 45, le comité siège à huis clos pour examiner les travaux futurs.

À 18 h 20, la séance est levée jusqu'à nouvelle convocation de la présidence.

ATTESTÉ:

Le greffier du comité,

Denis Robert

Clerk of the Committee

EVIDENCE

OTTAWA, Tuesday, April 30, 2002

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met this day at 3:30 p.m. to examine and report upon the present state of the domestic and international financial system.

Senator E. Leo Kolber (*Chairman*) in the Chair.

[*English*]

The Chairman: Today we have the honour of hearing from Mr. Dodge, the Governor of the Bank of Canada. With him are Mr. Knight, senior deputy governor, and Ms Kennedy, deputy governor.

Welcome, Mr. Dodge, and please proceed.

Mr. David A. Dodge, Governor, Bank of Canada: Honourable senators, it is a pleasure to be with you today.

When Mr. Knight and I appeared before your committee at the end of last November, a heavy cloud of uncertainty was hanging over the outlook for the world economy and for Canada. Much of that uncertainty stemmed from the terrorist acts in the United States, events that came at a time when the global economy had already slowed more than expected.

To counter that uncertainty and bolster consumer and business confidence, the Bank of Canada moved aggressively to provide monetary stimulus. Between September 2001 and January 2002, we lowered interest rates by 200 basis points, bringing the total reduction since January 2001 to 375 points.

[*Translation*]

As it turned out, consumer confidence was not as badly shaken in the aftermath of those tragic events as had been widely feared. Indeed, confidence bounced back as perceived geopolitical and economic uncertainties diminished. The world economy has begun to strengthen. Here in Canada, a robust recovery appears to be underway. Growth in the fourth quarter of last year and the first quarter of 2002 was appreciably stronger than expected, so that the level of economic activity is now higher than we thought it would be six months ago. This momentum is reflected in the extraordinary number of new jobs created since the beginning of 2002. In terms of the two scenarios we had painted last November, clearly, we are into the more optimistic one, in which a recovery in consumer confidence leads to an early resumption of economic growth.

[*English*]

What do we see when we look ahead? In the first half of 2002, the bank projects that the Canadian economy will grow by between 3.5 and 4.5 per cent at annual rates. We expect that it

TÉMOIGNAGES

OTTAWA, le mardi 30 avril 2002

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui à 15 h 30 pour examiner, afin d'en faire rapport, la situation actuelle du régime financier canadien et international.

Le sénateur E. Leo Kolber (*président*) occupe le fauteuil.

[*Traduction*]

Le président: Aujourd'hui, nous avons l'honneur d'entendre M. Dodge, le gouverneur de la Banque du Canada. Il est accompagné de M. Knight, premier sous-gouverneur, et de Mme Kennedy, sous-gouverneure.

Je vous souhaite la bienvenue, monsieur Dodge, et je vous cède la parole.

M. David A. Dodge, gouverneur, Banque du Canada: Honorables sénateurs, c'est un honneur de témoigner devant vous aujourd'hui.

Quand M. Knight et moi-même nous sommes présentés devant votre comité à la fin de novembre dernier, une lourde incertitude pesait sur les perspectives économiques du monde entier et du Canada. Cette incertitude découlait en grande partie des attentats terroristes survenus aux États-Unis, au moment où l'on constatait un ralentissement plus marqué que prévu de l'économie mondiale.

Pour faire échec à cette incertitude et ranimer la confiance des consommateurs et des entreprises, la Banque du Canada est intervenue énergiquement en vue d'assouplir les conditions monétaires. De septembre 2001 à janvier 2002, nous avons abaissé les taux d'intérêt de 200 points de base, ce qui a porté à 375 points de base leur diminution totale depuis janvier 2001.

[*Français*]

Tout compte fait, la confiance des consommateurs n'a pas été affaiblie autant que beaucoup le craignaient par suite de ces événements tragiques. Elle s'est vivement redressée à mesure que les incertitudes géopolitiques et économiques s'atténuaient. L'économie mondiale a commencé à se ressaisir. Ici au Canada, une reprise solide semble être en cours. La croissance au quatrième trimestre 2001 et au premier trimestre 2002 a été nettement plus forte que prévu, de sorte que le niveau de l'activité économique est maintenant supérieur à ce que nous croyions il y a six mois. Cette vigueur se reflète dans le nombre très élevé d'emplois créés depuis le début de 2002. Si on se réfère aux deux scénarios que nous avons formulés en novembre dernier, il est manifeste que c'est le plus optimiste de ces deux scénarios qui se réalise actuellement, celui où le rétablissement de la confiance des consommateurs ramène promptement la reprise de la croissance économique.

[*Traduction*]

Comment la Banque envisage-t-elle l'avenir de l'économie? Au premier semestre de 2002, la croissance économique du Canada devrait se situer entre 3,5 et 4,5 p. 100 en taux annuels.

will continue to expand in the second half of this year and during 2003 at a rate somewhat above that of its production capacity, which we estimate to be around 3 per cent a year.

Honourable senators may recall that at our last visit I spoke about the concept of potential output. We set monetary policy so as to keep inflation low and stable, thus contributing to sustained economic growth at its full potential.

Six months ago, we assumed that our economy would be growing at a pace well below the rate of potential in the fourth quarter of last year and the first quarter of this year. We thought that the gap between the actual level of economic activity and the level of potential would be widening throughout this period, but we are not infallible, thank God; instead, growth has turned out to be much stronger than expected. This means that our economy is operating at a much higher level than we thought; hence, the output gap is smaller than we had predicted and is currently narrowing. Indeed, we expect that it will close in the second half of 2003.

[*Translation*]

The output path that we are now projecting is consistent with core CPI inflation being at 2 per cent by about the end of next year. Total CPI inflation will probably continue to fluctuate in coming months as oil and natural gas prices move around. But, like core inflation, we expect it to be at 2 per cent target midpoint by about the end of 2003.

Although we no longer face the same degree of uncertainty as we did last fall, there are still important risks and uncertainties in the outlook — some of which are working on the upside and others on the downside.

Given the amount of monetary and fiscal stimulus in the economy, output growth could be even stronger than projected. But it is also possible that some of the recent strength in spending on consumer durables was borrowed from the future, so that the growth of household expenditures will be weaker than expected. At the same time, there is still considerable uncertainty about the timing and strength of the pickup in business investment in North America, mainly because of the continued weakness in profits. Moreover, recent tensions in the Middle East could have implications for crude oil prices and the global economy.

[*English*]

While Canada faces many of the same risks as the United States, there are a couple of differences in the situation between the two countries that are worth noting.

Nous prévoyons qu'au deuxième semestre de 2002 ainsi qu'en 2003, l'économie du pays poursuivra sa progression à un rythme légèrement supérieur à celui de sa capacité de production, que nous estimons à environ 3 p. 100 par année.

Les sénateurs se rappelleront que lors de notre dernière présence parmi vous, j'ai parlé du concept de production potentielle. Nous formulons la politique monétaire de manière à garder l'inflation à un taux bas et stable, contribuant ainsi à maintenir la croissance de l'économie au niveau de son plein potentiel.

Il y a six mois, nous pensions que le rythme d'expansion de l'activité serait bien inférieur à celui des capacités de production au quatrième trimestre de l'année dernière et au premier trimestre de cette année. Nous étions alors d'avis que l'écart entre le niveau d'activité observé et celui de la production potentielle se creuserait au cours de cette période, mais nous ne sommes pas infallibles, Dieu merci; au lieu de cela, la croissance a été beaucoup plus vigoureuse qu'on ne s'y attendait. Cela signifie que notre économie tourne à un niveau beaucoup plus élevé que prévu; par conséquent, l'écart est plus mince que ce que nous avions projeté et il est en train de se rétrécir. En fait, nous croyons maintenant qu'il aura disparu au second semestre de 2003.

[*Français*]

Le profil d'évolution que nous envisageons aujourd'hui est de nature à amener l'inflation mesurée par l'indice de référence à s'établir à deux p. 100 vers la fin de 2003. Le taux d'augmentation de l'IPC global continuera probablement à varier dans les prochains mois, sous l'effet des fluctuations des prix du pétrole et du gaz naturel. Mais, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, il devrait se situer à deux p. 100 vers la fin de 2003.

Bien que l'inquiétude soit moins grande que l'automne dernier, les perspectives sont toujours entachées de risques et d'incertitudes considérables qui sont susceptibles de renforcer ou de ralentir la progression de l'activité.

Étant donné la forte détente monétaire et budgétaire en place, l'expansion de la production pourrait même être supérieure à ce qui est projeté, mais il est possible également que le dynamisme récent des achats de biens de consommation durables tienne en partie à des dépenses anticipées, de sorte que la croissance de la dépense des ménages sera plus faible que prévue. Il subsiste une incertitude marquée quant au moment et à l'ampleur de la relance des investissements des entreprises en Amérique du Nord, surtout à cause de la faiblesse persistante des profits. De plus, les tensions qui règnent au Proche-Orient risquent de se répercuter sur les prix du pétrole brut et sur l'économie mondiale.

[*Traduction*]

Bien que le Canada soit confronté aux mêmes risques que les États-Unis, il existe entre les situations de nos pays deux différences dignes de mention.

First, as we pointed out in the Monetary Policy Report, we expect that in Canada final demand will make up a larger share of growth in the first quarter while inventory rebuilding will constitute a smaller share than in the United States.

Second, while weaker-than-expected confidence among large businesses remains a risk for both countries, the sectors that face the biggest challenges, such as computer equipment and telecommunications, make up a considerably larger share of the U.S. economy than they do of ours.

What do recent developments in Canada mean from a policy perspective? As I mentioned, our economy is now operating at a significantly higher level than we had expected. Thus, the amount of spare capacity is smaller and is expected to be absorbed sooner than we assumed last November.

In these circumstances, our job at the bank will be to gauge the strength of the economy as it approaches its capacity to produce and to reduce the amount of monetary stimulus in place in a timely and measured manner. We want to ensure that inflation stays close to the target so that over the medium term our economy can continue to grow at full capacity.

What do we mean by “timely and measured”? Honourable senators, “timely” relates to the fact that there is always a lag between our policy actions and their effect on the economy. We must be timely and forward looking because our actions take a year to 18 months to have their full effect on output, and 18 months to two years to have their full effect on inflation.

“Measured” relates to the judgments that we will have to make as Canada approaches full capacity. If the economic data going forward tell us that Canada is taking up excess capacity more quickly than expected, we would have to reduce monetary stimulus more quickly. However, if the data suggest that a return to full capacity is going more slowly than we had thought, we would then clearly need to move more slowly.

Senators, allow me to close by using a familiar core analogy. Over the past year, we have put our foot on the monetary gas to help us get up the hill of economic difficulties. As we return to more normal driving conditions, the prudent thing now is to ease off on the gas — and I say, ease off, not slam on the brakes — to ensure that we continue our journey along the highway at a safe cruising speed. It is in line with this that we moved on April 16 to raise the target for the overnight interest rate by 25 points.

Mr. Chairman, Mr. Knight, Ms Kennedy and I would be pleased to answer any questions that you may have.

Senator Kelleher: Welcome back, Governor and Deputy Governor. It is nice to see you here every so often.

D’abord, comme nous l’indiquons dans notre Rapport sur la politique monétaire, la demande finale au Canada devrait s’avérer un moteur plus important de la croissance de l’économie au premier trimestre, tandis que l’apport venant de la reconstitution des stocks sera moindre ici qu’aux États-Unis.

Deuxièmement, si la fragilité plus marquée que prévu de la confiance des grandes entreprises constitue encore un risque pour les deux pays, il reste que les secteurs qui font face aux plus grands défis, comme le matériel informatique et les télécommunications, représentent une proportion plus importante de l’activité économique aux États-Unis qu’au Canada.

Comment interpréter l’évolution récente de l’économie canadienne du point de vue de la politique monétaire? Comme je l’ai dit, notre économie tourne nettement plus rapidement que prévu, de sorte que la marge de capacité inutilisée se rétrécit et devrait se résorber plus tôt que nous ne le supposions en novembre dernier.

Dans un tel contexte, notre tâche consistera à évaluer la vitalité de l’économie à mesure qu’elle s’approchera des limites de sa capacité et à réduire la détente monétaire en temps opportun et avec mesure. Nous veillerons à ce que l’inflation se maintienne près du taux visé, afin que l’économie puisse continuer à fonctionner à plein régime à moyen terme.

Qu’entendons-nous par «en temps opportun et avec mesure»? Honorables sénateurs, l’importance d’agir «en temps opportun» tient au fait qu’il y a toujours un décalage entre le moment où nous prenons des mesures de politique monétaire et celui où elles se font sentir sur l’économie. Nous devons aussi être tournés vers l’avenir, car nos interventions mettent de un an à 18 mois avant de se répercuter entièrement sur la production, et de 18 mois à deux ans avant d’agir pleinement sur l’inflation.

Et nous devons faire preuve de «mesure» dans les jugements que nous porterons lorsque notre économie s’approchera des limites de sa capacité. Si les données que nous recevons indiquent que les capacités excédentaires sont absorbées plus rapidement que prévu, nous devons réduire le degré de détente avec plus de célérité. Par contre, si elles laissent entendre que le retour à la pleine utilisation des capacités se fait plus lentement que nous le croyions, nous devons alors ralentir le pas.

Sénateurs, permettez-moi, pour conclure, d’utiliser une analogie bien connue — du domaine de la conduite automobile. Au cours de la dernière année, nous avons donné un coup d’accélérateur pour aider l’économie canadienne à remonter la pente. À présent que la route s’est aplanie, la prudence nous dicte de relâcher la pression sur l’accélérateur — je dis bien relâcher la pression, et non écraser les freins — afin de poursuivre notre chemin à une vitesse de croisière sûre. C’est dans cet esprit que nous avons relevé le taux cible du financement à un jour de 25 points de base le 16 avril.

Monsieur le président, M. Knight, Mme Kennedy et moi sommes maintenant prêts à répondre à vos questions.

Le sénateur Kelleher: Nous sommes heureux de vous accueillir de nouveau, monsieur le gouverneur et madame la sous-gouverneure. Cela nous fait plaisir de vous voir de temps à autre.

I wish to return to my favourite topic, namely, the Canadian dollar. Do you agree with the view of former Governor Thiessen that the weaker dollar “blunted” the effects of foreign competition on domestic firms; and, if so, is such a situation beneficial in the short run and/or the long run?

Mr. Dodge: First, the price of our currency is a price like any other price. It is determined by supply and demand in the marketplace. That comes from two sides. On one side, there is the relative demand and supply for the goods and services we produce and the goods and services that we want to import — the so-called current account — and capital flows on the other. Those capital flows, at least over the short-to-medium term, are determined by the balance between savings and investment in the economy.

The purpose of a floating exchange rate is to equilibrate those flows by having one price change and, hence, influence decisions. It is helpful to have a rate that floats. In times of strong demand for Canadian products, what normally happens is the rate floats upward and, thus, tends to have the effect of choking off some of that demand while making it easier for imports to compete. In times when the reverse is the case then, obviously, it floats down and the reverse takes place.

It is exactly the same thing on capital flows. In the short term, it is capital flows that dominate. Absent some form of currency control, which we have not had, thank goodness, for many years, that movement also helps equilibrate on that side.

From 1994 onward, we in this country have moved extraordinarily rapidly as governments, both federal and provincial, to reduce our net dissavings. Indeed, we moved from a position where we were drawing about the equivalent of 6 per cent of GDP from the savings pool to the point where we are now contributing to the savings pool. That is an enormously rapid adjustment, at the same time as the United States was going in exactly the opposite direction.

It is not surprising from the capital flow side that what you would see over that period of time, appropriately, is downward pressure on the dollar, which helps the adjustment to take place. It can take place more smoothly and with less cost in terms of real output and economic disruption than would have been the case under a fixed regime.

Senator Kelleher: Do you agree with former governor Thiessen when he said the weaker Canadian dollar blunted the effects of foreign competition on domestic firms?

Mr. Dodge: The effect of a depreciating currency vis-à-vis another is, in fact, to discourage imports and encourage exports, obviously. That is the purpose of a floating currency. Similarly, when there are very strong inflationary pressures, then the currency floats up, which tends to keep inflation under control and blunts the necessity for all prices in the domestic economy to rise.

J'aimerais revenir à mon sujet préféré, c'est-à-dire le dollar canadien. Êtes-vous d'accord avec l'ancien gouverneur de la Banque du Canada, M. Thiessen, d'après qui la faiblesse du dollar a atténué les effets de la concurrence étrangère sur les entreprises nationales? Et si c'est le cas, les avantages d'une telle situation sont-ils à court terme ou à long terme?

M. Dodge: Premièrement, la valeur de notre devise est semblable à tous les autres prix. Elle est déterminée par l'offre et la demande sur le marché. Il y a à cela deux aspects. Il y a une part, la demande et l'offre relatives à l'égard des produits et services que nous produisons et des produits et services que nous souhaitons importer — c'est ce qu'on appelle le compte courant — et d'autre part, les mouvements de capitaux. À court terme et à moyen terme du moins, ces mouvements de capitaux dépendent de l'équilibre entre l'épargne et l'investissement dans l'économie.

Un taux de change flottant vise à équilibrer ces mouvements en modifiant la valeur de la devise et, par conséquent, en influant sur les décisions. Il est très utile que le taux soit flottant. Lorsqu'il existe une forte demande à l'égard des produits canadiens, le taux flotte à la hausse et a donc pour effet de ralentir une partie de cette demande tout en facilitant la concurrence exercée par les importations. Dans le cas inverse, la valeur de la devise diminue et c'est le contraire qui se produit.

Il en va de même des mouvements de capitaux. À court terme, ce sont les mouvements de capitaux qui dominent. En l'absence de contrôle des changes — et Dieu merci cela n'existe pas chez nous depuis de nombreuses années — ces mouvements de capitaux aident également à équilibrer les choses.

Depuis 1994, les gouvernements tant fédéral que provinciaux ont agi avec une extraordinaire rapidité pour réduire notre désépargne nette. En fait, au lieu de retirer 6 p. 100 du PIB de notre épargne commune, nous contribuons maintenant à cette épargne. L'ajustement a été extrêmement rapide, et cela pendant que les États-Unis allaient dans une direction diamétralement opposée.

Il n'est pas étonnant de voir que, durant cette période, du côté du mouvement des capitaux, il y a eu, à juste titre, une pression à la baisse sur le dollar, ce qui a favorisé le rajustement. Celui-ci a pu se faire de façon plus harmonieuse et avec moins de perturbations en ce qui a trait à la production réelle et à l'économie que cela n'aurait été possible dans un régime de taux fixe.

Le sénateur Kelleher: Êtes-vous d'accord avec l'ancien gouverneur, M. Thiessen, lorsqu'il a dit que la faiblesse du dollar canadien avait atténué les effets de la concurrence étrangère sur les entreprises nationales?

M. Dodge: La diminution de la valeur d'une devise par rapport à une autre a pour effet, entre autres, de décourager les importations et d'encourager les exportations. C'est le but d'une monnaie flottante. De la même façon, lorsque les pressions inflationnistes sont très fortes, la valeur de la devise augmente, ce qui tend à contrôler l'inflation et réduit la nécessité d'augmenter tous les prix dans l'économie nationale.

Senator Kelleher: Still dealing with the dollar, then, why has the Canadian dollar lost ground since the 1990s despite what I think everyone would agree has been an improvement in the country's economic fundamentals?

Mr. Dodge: If you go back to what I said earlier, in 1990, 1991 and 1992, as a country, we were relying heavily on foreign savings to finance government deficits because there was not enough domestic private savings to do so. When you have to rely on dragging foreign savings in, two things happen. First, you tend to push up domestic interest rates, and second, those U.S. dollars and British pounds and Belgian francs had to be converted into Canadian dollars because governments needed Canadian dollars to pay for what they were buying. There was very strong demand for Canadian dollars at that time.

As we changed from being a huge dissaver to being a net saver, the flow reversed. There are many Canadian dollars chasing foreign currencies as we are supplying savings to others. That tends to drive down the price of the Canadian dollar. That was largely the story through the period of the 1990s when we went from roughly 89 cents down to the mid- to upper-60s.

Senator Furey: My first question concerns comments you made at a lecture you gave at your alma mater a while ago. I read from some of your comments that you recognize a link or nexus between a downward movement in interest rates and a downward movement in the exchange rate. Is that a fair analysis of your comments?

Mr. Dodge: It is certainly true that when Canadian interest rates significantly exceed U.S. rates there is a tendency for the Canadian dollar to appreciate, and vice versa, absolutely.

Senator Furey: If that is the case, why do we not see a corresponding increase in the consumer price index? Do you think that would follow something like that?

Mr. Dodge: You have asked an extraordinarily good question. I will ask Mr. Knight to comment on this because he studied this in many countries around the world.

It was quite a surprise to us all during the 1990s that there was not more of what we call a "pass-through effect" of the depreciation of the Canadian dollar vis-à-vis the U.S. dollar. It is important to remember that we have not changed much against the basket of currencies elsewhere in the world. There is that factor. Yes, we have been surprised that there has not been more pass-through, but we are not the only country that has been surprised that way.

Mr. Malcolm Knight, Senior Deputy Governor, Bank of Canada: It is certainly the case that in the 1970s and the 1980s in Canada, when there was a depreciation of the exchange rate, we tended to get quite a strong pass-through of import prices onto the general consumer price level. That tended to cause inflation to accelerate, and it led to a situation where we often had a vicious circle of inflation leading to exchange rate depreciation and onward from there.

Le sénateur Kelleher: Toujours au sujet du dollar, pourquoi le dollar canadien a-t-il perdu du terrain depuis 1990 malgré le fait que les éléments fondamentaux de l'économie nationale se sont améliorés, comme tous s'entendent pour le dire?

M. Dodge: Pour revenir à ce que j'ai dit précédemment, en 1990, 1991 et 1992, notre pays comptait fortement sur l'épargne étrangère pour financer les déficits du gouvernement puisqu'il n'y avait pas ici suffisamment d'épargne privée pour cela. Lorsqu'il faut faire appel à l'épargne étrangère, deux choses se produisent. Premièrement, les taux d'intérêt augmentent au pays et, deuxièmement, ces dollars américains, ces livres britanniques et ces francs belges ont dû être convertis en dollars canadiens parce que les gouvernements en avaient besoin pour payer leurs achats. La demande de dollars canadiens a donc été très forte.

Mais nous sommes passés d'une situation de désépargne énorme à une situation d'épargne nette; nous avons renversé la vapeur. Les dollars canadiens prennent maintenant la place des devises étrangères puisque nous prêtons à d'autres pays l'argent de notre épargne. Cela pousse le cours du dollar canadien à la baisse. C'est en grande partie ce qui s'est passé dans les années 90, lorsqu'il est tombé d'environ 89 cents à un niveau en dessous de la barre des 70 cents.

Le sénateur Furey: Ma première question porte sur les observations que vous avez faites lors d'une allocution que vous avez prononcée il y a quelque temps à votre alma mater. J'ai lu dans vos observations que vous reconnaissez le lien qui existe entre la réduction des taux d'intérêt et la diminution du taux de change. Ai-je bien analysé vos propos?

M. Dodge: Il est certain que quand les taux d'intérêt sont beaucoup élevés au Canada qu'aux États-Unis, le dollar canadien a tendance à augmenter. Et le contraire est également vrai.

Le sénateur Furey: Dans ce cas, pourquoi n'y a-t-il pas une augmentation correspondante de l'indice des prix à la consommation? Croyez-vous que cela en serait la conséquence?

M. Dodge: Vous posez là une excellente question. Je vais demander à M. Knight de vous en dire davantage parce qu'il a étudié ce sujet dans de nombreux pays.

Nous avons tous été étonnés dans les années 90 qu'il n'y ait pas davantage de «transfert» à cause de la dévaluation du dollar canadien par rapport à la devise américaine. Il ne faut pas oublier non plus que notre devise n'a pas beaucoup fluctué par rapport au panier de monnaies des autres pays. Oui, nous avons été étonnés qu'il n'y ait pas davantage de transfert, mais nous ne sommes pas le seul pays à avoir eu cette surprise.

M. Malcolm Knight, premier sous-gouverneur, Banque du Canada: Dans les années 70 et 80, il est certain qu'il y avait au Canada un fort transfert des prix d'importation sur le prix général des produits de consommation à cause de la diminution du taux de change. À cause de cela, l'inflation avait tendance à s'accélérer et nous nous sommes trouvés dans un cercle vicieux où l'inflation provoquait une diminution du taux de change, qui augmentait l'inflation, et cetera.

In the period since we adopted inflation targeting, where the bank pursues a specific inflation objective, we have found that there seems to be less of a direct pass-through of changes in import prices resulting from changes in the exchange rate on to the domestic price level.

Most of the other countries that have succeeded in adopting an inflation target and operating it effectively for a number of years see the same phenomenon. Quite honestly, we do not know why exactly that comes about. Part of it is that if we have a credible inflation target, when the exchange rate of the Canadian dollar depreciates, companies that import intensively know that unless they find other cost-cutting measures their profits will be reduced. They will not be able to pass on the depreciation in terms of higher prices because we are keeping inflation under control. That is, perhaps, one of the factors that lead to a constant search for efficiency as the exchange rate moves around.

Senator Furey: Is the bank concerned about declining savings rates and, along with that, an increase in consumer debt? Is the bank concerned about that, and what, if anything, can the bank do about it?

Mr. Dodge: I will start this and then ask Ms Kennedy, who has been looking at this question, to give you a fuller answer.

The answer is that high levels of debt, whether on the part of governments or households or corporations, can make that sector more fragile and more exposed to rapid swings in the economy or rapid changes in interest rates. Having said that, most of the recent increase in consumer debt in Canada has been taken on to finance a larger stock of housing, so the debt-to-asset ratio has not changed very much.

Ms Sheryl Kennedy, Deputy Governor, Bank of Canada: Governor Dodge has hit on the highlights. Yes, the increase in the ratio of household debts to disposable income has increased in recent years. That seems partly driven by the growth in household spending, especially on homes, as well as consumer durables. If you look at the total financial position, to the extent that it is for the purchase of housing you also see on the other side of the balance sheet the increase in the value of housing. That is why, when we look at the debt-to-asset ratio, it has been quite stable for the decade.

When we look at ability to service that debt, which I think is critically important for overall financial well-being, we see it has dropped very significantly over the decade. We were at a high of, say, 12 per cent as the debt-service ratio in the 1990-91 period; we are now down around 8 per cent in terms of that debt-service ratio. People seem to be in a better position. This is looking across the whole sector. That is not to say that there are not individuals that may be in a different position.

Depuis que nous nous sommes fixé des objectifs en matière d'inflation, des objectifs précis que les banques tentent d'atteindre, nous avons remarqué que les changements dans les prix d'importation à partir des fluctuations du taux de change sont transférés moins directement sur les prix à l'échelle nationale.

La plupart des pays qui ont réussi à se doter d'objectifs en matière d'inflation et qui appliquent ce système depuis un certain nombre d'années constatent le même phénomène. À vrai dire, nous n'en connaissons pas exactement la cause. Cela vient en partie de ce que nous avons un objectif crédible en matière d'inflation parallèlement à une diminution du taux de change de la devise canadienne. Ainsi, les sociétés qui importent de façon intensive savent qu'elles devront trouver d'autres façons de réduire leurs coûts si elles ne veulent pas que leurs bénéfices en soient réduits. Elles ne seront pas en mesure d'augmenter les prix de leurs produits pour payer cette diminution de la devise, car nous contrôlons l'inflation. C'est peut-être pour cette raison, entre autres, que les sociétés ont constamment cherché des moyens d'être plus efficaces, en fonction des fluctuations du taux de change.

Le sénateur Furey: La Banque du Canada s'inquiète-t-elle de la diminution de l'épargne et, parallèlement, de l'augmentation de la dette à la consommation? Et si oui, que peut faire la Banque à ce sujet?

M. Dodge: Je vais commencer, puis je demanderai à Mme Kennedy, qui a étudié cette question, de vous en dire davantage.

Qu'il s'agisse des gouvernements, des ménages ou des entreprises, s'ils sont lourdement endettés, ils sont plus fragiles et plus vulnérables face aux fluctuations rapides de l'économie ou des taux d'intérêt. Cela dit, l'augmentation récente de la dette à la consommation au Canada a servi à financer un parc de logements plus important. Le rapport entre l'endettement et l'actif n'a donc pas beaucoup changé.

Mme Cheryl Kennedy, sous-gouverneure, Banque du Canada: Le gouverneur Dodge a mis dans le mille. Oui, il y a eu une augmentation de l'endettement des ménages par rapport au revenu disponible, au cours des dernières années. Cela semble être dû en partie à la croissance des dépenses de ménage, surtout pour l'achat de maisons, mais aussi de biens de consommation durables. Pour l'ensemble de la situation financière, on constate que l'achat de logements entraîne parallèlement, dans l'autre colonne du bilan, une augmentation de la valeur des logements. C'est pourquoi le rapport entre l'endettement et l'actif est demeuré relativement stable au cours des dix dernières années.

Pour ce qui est de la capacité de faire face à cet endettement, un élément essentiel pour le bien-être financier général, nous constatons que le ratio du service de la dette a beaucoup diminué depuis dix ans. En 1990-1991, il était de 12 p. 100; il est maintenant de 8 p. 100. Les gens semblent donc en meilleure posture. C'est l'analyse qu'on peut faire de tout le secteur. Cela ne signifie pas que certaines personnes ne se trouvent pas dans une situation différente.

Mr. Dodge: Maybe I could just ask Mr. Knight to talk a bit about the corporate balance sheets, as that is the other one out there that we do watch.

Mr. Knight: Obviously, you have heard much about sectors that are significantly affected by financing challenges, in telecommunications, automobiles and parts, forestry and transport.

When we look at the global situation on enterprise in Canada, we see two trends. One is that there has been a significant decline in profitability during 2001, because it was a period of weakness. That means that the ratio of corporate debt service to total before-tax profits has been rising. We have also seen during this period a slowing of the indebtedness of enterprises in Canada as a group. We think that indicates that, although the external financing situation did become more difficult during last year, particularly up to November, since that time there has been a tendency for corporate spreads to decline as the base interest rates have also been declining, which should create a better financing situation for corporations going forward.

Senator Meighen: We welcome your attendance here today. We appreciate your willingness to engage in this sort of dialogue, as you have, indeed, with Canadians around the country. Senator Furey was perhaps too embarrassed to mention your alma mater, Queen's, but I will do it for you. I know Governor Dodge is particularly proud of Queen's.

I will start with a subject we discussed before, which I assume will come up every year, that is, the Bank of Canada's strongly held view of the necessity of an inflation target range. Can you tell us once again the advantages you see from having a 1 per cent to 3 per cent target range and address why the United States — I do not want to always mention the United States, but since it is our largest trading partner it is hard not to — does not have a inflation target range. In recent times in the United States, productivity has been relatively higher. Per capita economic growth has been higher, I believe, but unemployment has been lower. Is it attached to the fact that the United States does not have in any way a target range? Can that attachment be made in any way, the absence of such a range?

Finally, given the closeness of our relationship in an economic sense, to what extent might the raising of the rate by the bank by one quarter of 1 per cent before the United States does it jeopardize our relative position? I understand the fed will not be raising its rates until the summer, if it does.

Mr. Dodge: There are many questions here. Let me take them in four bites.

What we, and every country, in essence, learned during that awful period of the 1970s and early 1980s is that we really must have an anchor for monetary policy. There really are only two credible anchors that can survive over a long period of time. One we had tried since Bretton Woods was fixed exchange rates. That

M. Dodge: Je vais demander à M. Knight de vous parler un peu des bilans d'entreprise, puisque c'est l'un des autres éléments que nous surveillons.

M. Knight: Nous avons tous entendu parler de secteurs qui connaissent des difficultés financières graves; c'est entre autres le cas des secteurs des télécommunications, de l'automobile et des pièces d'automobile, de l'exploitation forestière et du transport.

Si nous examinons la situation générale des entreprises au Canada, nous constatons qu'il y a deux tendances. La première est une diminution importante des bénéfices en 2001, puisqu'il s'agissait d'une période de faiblesse économique. Cela signifie que le rapport entre le service de la dette d'une société et le total de ses bénéfices bruts a augmenté. Durant cette même période, les entreprises canadiennes ont, collectivement, ralenti leur endettement. D'après nous, cela indique que malgré les difficultés financières accrues au cours de l'année dernière, surtout jusqu'en novembre, depuis les écarts de rendement ont eu tendance à diminuer en même temps que les taux d'intérêt; ainsi, les sociétés devraient être mieux en mesure financièrement de progresser.

Le sénateur Meighen: Nous sommes heureux de vous accueillir aujourd'hui. Nous apprécions beaucoup que vous soyez prêt à participer à ce genre de dialogue avec nous, en fait avec les Canadiens de tout le pays. Le sénateur Furey n'a peut-être pas osé dire que votre alma mater est l'université Queen's. Je vais le faire pour vous. Je sais que le gouverneur Dodge est très fier de l'université Queen's.

Permettez-moi de commencer par un sujet dont nous avons déjà discuté et qui, je le suppose, revient chaque année, c'est-à-dire que la Banque du Canada est persuadée de la nécessité de fixer des objectifs en matière d'inflation. Pourriez-vous nous répéter quels avantages il y a, d'après vous, à se fixer une cible de 1 à 3 p. 100 et nous expliquer pourquoi les États-Unis — je ne veux pas toujours parler des États-Unis, mais puisque c'est notre principal partenaire commercial, il est difficile de l'éviter — n'ont pas d'objectif en matière d'inflation. Il y a eu récemment une augmentation relative de la productivité aux États-Unis. La croissance économique par habitant a été plus élevée et le chômage plus faible. Est-ce lié au fait que les États-Unis n'ont aucun objectif en matière d'inflation? Peut-on faire un lien avec l'absence de tels objectifs?

Enfin, compte tenu des étroites relations économiques que nous entretenons avec ce pays, dans quelle mesure l'augmentation de 1,25 p. 100 du taux par la Banque, avant les États-Unis, pourrait-elle nuire à notre position relative? Je crois savoir que les États-Unis n'augmenteront pas leurs taux jusqu'à l'été, si même ils le font.

M. Dodge: Votre question en contient plusieurs. Je vais y répondre en quatre parties.

Comme tous les pays, nous avons appris durant les crises des années 70 et du début des années 80 que nous devons vraiment ancrer notre politique monétaire. Pour cela, il n'y a que deux mécanismes crédibles qui puissent continuer de s'appliquer sur une longue période. L'un de ces mécanismes, que nous avons

was supposed to provide the anchor. We all know the history of that. The United States finally abandoned it in 1973 and most other countries have followed by abandonment.

We are unique in that regard, as you know. We were floating during most of the 1950s, until 1962, and then we refloated in 1970. In the lecture at Queen's, I went through the great problem of the economics profession, that it had not developed ways to deal appropriately in a floating-rate world. It took quite a while as more and more countries floated. We had a lot of turbulence in figuring out how to deal with this. We tried monetary targeting. That did not prove to be very effective.

Finally, at the end of the 1980s, we said that monetary policy should be aimed at keeping prices more or less stable. That is part of the central bank act everywhere in the world, including the United States. Maybe we should target that directly.

We were one of the first. I think New Zealand was the first country to move to straight inflation targeting. Since that time, most countries in the world have followed our lead. Most have been relatively successful.

Why not the United States? There are two sorts of answers to this. One is a straight political answer. This is the one that is normally given by Bill McDonough, the chairman of the New York fed, that what is seared in Americans' memories is the 1930s, a period of deflation and a period of high unemployment. Therefore, with the twin goals in their act of stable prices and high employment, more emphasis gets put on those.

The other side of it is simply that the United States is the world's reserve currency. In that context, they are in essence the one against which all the rest of us float. It may not actually, in an economic theoretical sense, make as much sense for the United States.

In practical terms, the only real difference, but I think a very important one, is that we at the bank and in the government can be held to account because we have a formal target out there, and everyone knows when we are departing significantly from that target. There is very strong accountability.

The American Federal Reserve has more a view of what it calls constructive ambiguity about what its real target is. You have to divine that target from their actions. That is very convenient when Mr. Greenspan is in front of his Senate, because he cannot be held to account in quite the same way as you can hold the three of us to account. However, in practice, inflation targeting is a means to an end. That end is trying to keep the economy growing as close to its full potential as possible. It is a shorthand, if you will, for explaining what we are doing in a way that people can

appliqué depuis les accords de Bretton Woods, consistait à avoir des taux de change fixes. Cela était censé stabiliser notre devise. Mais nous savons quels en ont été les effets. Les États-Unis ont enfin abandonné ce mécanisme en 1993 et la plupart des autres pays leur ont emboîté le pas.

Comme vous le savez, notre situation est particulière à cet égard. Nos taux ont été flottants durant la plus grande partie des années 50, jusqu'en 1962, et de nouveau en 1970. Dans mon allocution à l'université Queen's, j'ai expliqué le grand problème des économistes, le fait qu'on n'a pas élaboré de moyens pour bien fonctionner dans un monde où les taux sont flottants. Il a fallu beaucoup de temps pour cela, alors que de plus en plus de pays adoptaient des taux de change flottants. Nous avons eu beaucoup de difficulté à trouver une solution. Nous avons essayé d'adopter des cibles monétaires. Cela n'a pas été très efficace.

Enfin, à la fin des années 80, nous avons décidé que la politique monétaire devrait viser à stabiliser plus ou moins les prix. C'est ce qu'ont fait à peu près toutes les banques centrales du monde, y compris aux États-Unis.

Nous avons été l'un des premiers pays à le faire. C'est la Nouvelle-Zélande qui a été, je crois, le premier pays à cibler directement l'inflation. Depuis cette époque, la plupart des pays ont décidé d'en faire autant. Pour la plupart, ils ont assez bien réussi.

Pourquoi pas les États-Unis? Il y a deux réponses à cela. Il y a d'abord une réponse purement politique. C'est celle que donne habituellement Bill McDonough, le président de la Banque fédérale de réserve de New York, c'est-à-dire que la période de déflation et de taux de chômage élevés des années 30 est gravée dans la mémoire des Américains. Par conséquent, les Américains ont un double objectif, stabiliser les prix et réduire le chômage.

L'autre réponse est tout simplement que les États-Unis sont la réserve mondiale de devises. C'est pour cette raison que les taux de tous les autres pays flottent en regard du taux américain. Du point de vue de la théorie économique, l'adoption de taux flottants n'est peut-être pas aussi logique pour les États-Unis.

Du point de vue pratique, la seule vraie différence, une différence très importante à mon avis, c'est que la Banque et les gouvernements peuvent avoir à rendre des comptes puisque nous avons un objectif officiel et que nous savons tous quand nous nous écartons de cet objectif. Il y a une très solide structure de responsabilité.

La Réserve fédérale américaine opte davantage pour une ambiguïté constructive au sujet de son objectif réel. C'est dans les mesures qu'elle prend qu'elle doit deviner quel est cet objectif. C'est très pratique lorsque M. Greenspan se retrouve devant le Sénat américain, car on ne peut pas lui demander le même genre de comptes qu'on peut nous en demander à tous les trois. Dans les faits, toutefois, les objectifs en matière d'inflation sont un moyen pour atteindre une fin. Cette fin, c'est de favoriser une aussi grande croissance économique que possible. C'est une façon

understand and anticipate, as well as explaining it to the Canadian people in language that means something to them.

I do not think M1 targeting really meant very much to the ordinary citizen, or that the president of the Bundesbank was ever very successful in explaining that he really did not target inflation but something called M3. It does not work very well. There are real advantages in the clarity, transparency and accountability that come from it. To make it work, obviously you must have a floating exchange rate. It will not work otherwise. If world conditions are strong, you will inflate; if world conditions are weak, you will deflate. You must have the floating exchange rate.

Is that the reason for the big difference between Canadian and U.S. productivity and employment performance over the last five years? I do not think the exchange rate has anything to do with it.

First of all, Canadian employment performance has been quite good; it is the productivity side that has been the worry. In some sense, when we have an excess supply of labour, it is not surprising that it will get used up. As well, an excess supply of labour does put downward pressure on the need to make the labour-saving investments that will increase productivity. It makes good sense both from a business standpoint and a social standpoint.

There are a couple of other factors. We must be honest with ourselves: As a nation, we were approaching chapter 11 status in the early 1990s. We made tremendous efforts from the early 1990s right through to 1998 to get ourselves out of chapter 11 and back functioning. That created a lot of strain. What does a company do when it is in chapter 11 status? It cuts back on capital investment and delays making those investments for the future. It is not surprising that, by 1997 and 1998, we did not have the same level of capital investment made and that our productivity lagged a bit. Over the first five years of this decade, we would expect that to begin to unwind itself, and we have seen some indications of that.

Your final question, senator, was why change our rates before the U.S.? Every central bank, because the European Central Bank, ECB, deals with more than one country, must set monetary policy appropriate to the conditions in the territory over which it is responsible. It is extraordinarily important that each central bank does that and responds to the conditions in its country.

It is true that in the last six months we find ourselves somewhat closer to potential than the Americans, and of the growth we have had in the last six months, proportionally more of it has come from final demand rather than simply liquidating inventories. In a sense, we are getting up to that potential level faster than the United States.

abrégée, si l'on veut, d'expliquer ce que nous faisons afin que les gens puissent comprendre et prévoir, ainsi que pour expliquer tout cela à la population canadienne dans des termes qu'elle comprend.

Je ne pense pas que le Canadien moyen sache très bien ce que signifie un objectif M1 ou que le président de la Bundesbank ait vraiment réussi à expliquer qu'il n'a pas vraiment d'objectif en matière d'inflation, mais plutôt une mesure appelée M3. Cela ne fonctionne pas très bien. La clarté, la transparence et la responsabilité ont de grands avantages. Pour que cela fonctionne, il faut bien sûr que le taux de change soit flottant. Cela ne peut pas fonctionner autrement. Si la situation mondiale est bonne, le taux augmente; si la situation mondiale est faible, le taux diminue. Il faut que le taux de change soit flottant.

Est-ce la raison qui explique la différence importante enregistrée ces dernières années entre le Canada et les États-Unis sur le plan de la productivité et de l'emploi? En fait, je ne pense pas que cela ait quoi que ce soit à voir avec le taux de change.

Tout d'abord, les résultats du Canada sur le plan de l'emploi ont été satisfaisants; c'est du côté de la productivité que la situation a été inquiétante. Dans un certain sens, lorsque l'offre de main-d'oeuvre est excédentaire, il est normal que l'on cherche à l'utiliser. Une offre excédentaire de main-d'oeuvre diminue la nécessité de faire des investissements qui permettront d'économiser la main-d'oeuvre et d'augmenter ainsi la productivité. C'est parfaitement logique du point commercial comme du point social.

Il y a aussi d'autres facteurs. Soyons honnêtes: Au début des années 90, notre pays s'est préparé à l'application du chapitre 11. Nous avons fait d'énormes efforts, du début des années 90 jusqu'en 1998 pour pouvoir nous en sortir et recommencer à fonctionner normalement. Cela a créé de fortes pressions. Que fait une entreprise lorsqu'elle est visée par le chapitre 11? Elle réduit ses immobilisations et retarde l'achat de biens en capital. Il n'est donc pas étonnant qu'en 1997 et 1998 nous ayons diminué nos investissements en capitaux ainsi que notre productivité. Au cours des cinq premières années de cette décennie les choses devraient commencer à s'améliorer et nous en constatons déjà certains signes.

Quant à votre dernière question, sénateur, vous avez demandé pourquoi changer nos taux avant les États-Unis? La Banque centrale européenne, s'occupe de plusieurs pays, mais chaque banque centrale doit établir une politique monétaire qui correspond aux conditions du territoire dont elle est responsable. Il est extrêmement important que chaque banque centrale le fasse pour répondre aux conditions qui existent dans son pays.

Il est vrai qu'au cours des six derniers mois, nous nous sommes rapprochés un peu plus de notre potentiel que les Américains et qu'une proportion plus importante de la croissance que nous avons enregistrée au cours du dernier semestre provenait de la demande finale plutôt que d'une simple liquidation des inventaires. Dans un certain sens, nous nous rapprochons de notre potentiel plus rapidement que les États-Unis.

Finally, we have some sectors that are going to be slow in getting there. Telecoms is one, while information technology, machinery and equipment capital, and capital equipment production are others. Also, we have some adjustments to come in a couple of other industries, such as automobiles. While it is true there will be pockets of slack as we go forward, overall we are getting closer to potential at a faster rate than are the Americans.

Senator Meighen: In regard to your last comment, I suppose that is also another argument in favour of not becoming another district of the Federal Reserve system in the U.S., and having the freedom to set your own monetary policy.

Mr. Dodge: It is both the freedom to be able to set your own monetary policy and being able to adjust to changes in relative prices, as the structure of the Canadian economy does not look like the structure of the American economy.

Senator Setlakwe: Many economists have predicted that the current account deficit in the United States over the past several years would contribute to a firming of the Canadian dollar. It does not seem to have happened because of that.

They also said it would effect the euro. While our dollar with regard to the euro is relatively steady, it is much lower compared to the American dollar than it was 10 years ago. You said it was not a reflection on our wealth, that if we stayed home we would feel a lot wealthier than if we travelled abroad.

I was wondering when you thought that current account situation in the States might help the Canadian dollar? The last part of my question had to do mainly with what Senator Meighen said with regard to the independence of our position towards the fed, and not following immediately on its heels. Are you satisfied, in the short time you have had, with the independent position Canada has taken with regard to setting its exchange policy?

Mr. Dodge: I was pointing out that as the U.S. dollar has appreciated it has sent price signals to us all. Yes, Florida holidays have become much more expensive when paid for in Canadian dollars, but holidays in France have remained at about the same level. For Americans, it is now considerably cheaper to holiday in Canada or France than to holiday at home. There are price signals being sent here. Over time, we as consumers do respond to those price signals.

Let me turn your main question over to Mr. Knight, as it is an extraordinarily good question.

Mr. Knight: In looking at the U.S. current account deficit, you have to go back to the point Governor Dodge made at the beginning; that is, that the way current accounts move over time depends not on what happens in the goods market but on what happens to the incentive to invest and move investment funds in our global economy. If you go back to the mid-1990s, we have had a situation where the U.S. economy was growing very rapidly relative to other economies. It was showing high productivity gains not only relative to us but also relative to other economies.

Enfin, nous avons certains secteurs dans lesquels la progression sera lente. Il s'agit notamment des télécommunications, de la technologie de l'information, de la machinerie et de l'équipement ainsi que de la production de bien d'équipements. Il y aura également quelques redressements dans un ou deux autres secteurs, comme celui de l'automobile. Il est vrai que quelques industries resteront stagnantes, mais dans l'ensemble nous nous rapprochons de notre plein potentiel à un rythme plus rapide que les Américains.

Le sénateur Meighen: Pour répondre à ce que vous venez de dire, je suppose que c'est une raison de plus pour ne pas nous laisser diriger par la réserve fédérale américaine et rester libres d'établir notre propre politique monétaire.

M. Dodge: Cela nous permet d'établir notre propre politique monétaire et de redresser la barre en fonction des fluctuations des prix relatifs étant donné que l'économie canadienne n'est pas structurée de la même façon que l'économie américaine.

Le sénateur Setlakwe: De nombreuses économistes ont prédit que le déficit du compte courant que les États-Unis enregistrent depuis plusieurs années contribuerait à raffermir le dollar canadien. Cela ne semble pas s'être matérialisé.

Ils ont dit également que cela se répercuterait sur l'euro. Notre dollar est relativement stable par rapport à l'euro, mais il est beaucoup plus faible qu'il y a dix ans par rapport au dollar américain. Vous dites que cela ne reflète pas notre prospérité et que si nous restions chez nous, nous nous sentirions beaucoup plus riches que si nous voyageons à l'étranger.

Je me demande quand vous pensez que la situation du compte courant américain pourra aider le dollar canadien? La dernière partie de ma question porte principalement sur ce que le sénateur Meighen a dit au sujet de notre indépendance vis-à-vis de la réserve fédérale. Même si vous êtes là depuis peu de temps, êtes-vous satisfait de la politique indépendante du Canada à l'égard de son taux de change?

M. Dodge: Comme je l'ai dit, quand la valeur du dollar américain a augmenté, cela a eu des répercussions sur les prix que nous avons tous ressenties. Oui, les vacances en Floride sont devenues beaucoup plus coûteuses pour les Canadiens, mais le prix des vacances en France est resté à peu près le même. Il coûte maintenant beaucoup moins cher aux Américains d'aller passer leurs vacances au Canada ou en France que chez eux. Les prix nous envoient certains messages auxquels nous répondons en tant que consommateurs.

Permettez-moi de demander à M. Knight de répondre à votre question principale, qui est extrêmement pertinente.

M. Knight: En ce qui concerne le déficit du compte courant américain, comme M. Dodge l'a dit au départ, la façon dont les comptes courants évoluent avec le temps ne dépend pas de ce qui se passe sur le marché des produits de base, mais plutôt des incitations à investir et à placer des fonds dans l'économie mondiale. Si vous remontez au milieu des années 90, l'économie américaine a connu une croissance très rapide par rapport aux autres. Sa productivité a fortement augmenté, non seulement par rapport à nous, mais aussi par rapport aux autres pays.

That led to the expectations of high profitability. The expectations of high profitability induced investors all over the world to want to buy assets in the United States. This was the time when what we now call the “dot-com bubble” was the “dot-com miracle.” As a result of that, two things happened. One is that the desire to invest in the United States pushed up the U.S. dollar relative to all other currencies. The second thing was that that pushing up of the U.S. dollar made the prices of U.S. goods more expensive in the rest of the world. Therefore, the U.S. current account tended to go into deficit. That deficit has persisted for a long time and it is very much larger than U.S. deficits have historically been, except for a brief period in the mid-1980s.

As a result of those large deficits occurring year after year — last year it was on the order of over 4 per cent of total U.S. output — the U.S., which was initially an international creditor at the beginning of the 1990s, has gradually become an international debtor. Some estimates indicate that its international indebtedness has grown to about 20 per cent of U.S. GDP.

At some point, it is likely that this process will have to start to reverse itself. When it does, part of the mechanism will be a depreciation of the U.S. dollar against other currencies. That could come rather gradually. However, these mechanisms take a long time to operate. We had a previous period when the U.S. dollar rose very strongly against all other currencies. That was a period from 1978 to 1985. At that time, it was induced by a large fiscal deficit in the United States that pushed up interest rates.

After that disequilibrium was cured, there was a long period when the U.S. dollar declined. The situation now in some ways is quite similar in that the U.S. dollar is very high and the U.S. has a current account deficit. What is quite different is that, up until now, the main imbalance, which is the reflection of the current account imbalance, has been a imbalance in private-sector saving and investment. A large proportion of U.S. investment has been financed from savings from abroad. How long that can go on depends on how strong productivity growth in the U.S. is relative to other countries going forward and what it means for U.S. profitability.

The answer is that it is difficult to say what the timing will be, but it is likely that over the long run the richest country in the world will not be taking savings from everybody else.

Mr. Dodge: The last question was whether I thought independence in terms of being able to set monetary policy has served us well. The answer to that is yes. I will now just talk about the last 14 months. If you look over the period of the 1990s, it has served us extraordinarily well. There is no country that was in as difficult a financial situation as Canada was in the early 1990s that has been able to get out of it as quickly with as little economic and social disruption as we did. It really is quite remarkable. Being able to set independent policy through that period of time enabled us to have our rates come down well below those of the United States. They were running 250 basis points above the United States in the early 1990s. That helped to

On pouvait donc s’attendre à un taux de rendement élevé. En raison de ces attentes, les investisseurs du monde entier ont voulu acheter des éléments d’actifs aux États-Unis. C’est alors qu’a eu lieu le «miracle du point com» que nous appelons maintenant la «bulle du point com». Il s’est passé deux choses. Premièrement, le désir d’investir aux États-Unis a fait grimper le dollar américain par rapport à toutes les autres devises. Deuxièmement, cette poussée du billet vert a rendu les marchandises américaines plus coûteuses pour le reste du monde. C’est ce qui a entraîné le déficit du compte courant. Ce déficit persiste depuis longtemps et il est beaucoup plus important qu’il ne l’a été par le passé, sauf pendant une brève période au milieu des années 80.

Suite à cet important déficit qui se répète chaque année — l’année dernière, il était d’un peu plus de 4 p. 100 de la production américaine totale — les États-Unis, qui étaient un pays créancier au début des années 90, sont devenus peu à peu un pays débiteur. Selon certaines estimations, leur dette internationale est passée à environ 20 p. 100 de leur PIB.

Il est probable qu’à un moment donné cette tendance devra se renverser. Quand cela arrivera, les moyens utilisés feront notamment appel à une dépréciation du dollar américain par rapport aux autres devises. Cela pourrait se faire graduellement. Néanmoins, ces mécanismes mettent longtemps à donner des résultats. À une certaine époque, la valeur du dollar américain a très fortement augmenté par rapport à toutes les autres devises. C’était entre 1978 et 1985. Le gros déficit des États-Unis avait fait grimper les taux d’intérêt.

Une fois la situation rétablie, le dollar américain a connu une longue période de fléchissement. À certains égards, le contexte actuel est très similaire en ce sens que les États-Unis ont une monnaie très forte et un déficit de leur compte courant. La différence est que, jusqu’à maintenant le déséquilibre du compte courant était dû à un déséquilibre entre l’épargne et l’investissement du secteur privé. Une forte proportion des investissements américains a été financée par l’épargne étrangère. C’est la vigueur de la croissance de la productivité des États-Unis par rapport aux autres pays et ses répercussions sur la rentabilité qui déterminera pendant combien de temps cette situation pourra durer.

Il est difficile de le prédire, mais il est probable qu’à long terme le pays plus riche ne pourra plus se servir de l’épargne accumulée dans le reste du monde.

M. Dodge: La dernière question me demandait si je pensais que notre indépendance sur le plan de notre politique monétaire nous avait été profitable. Je dirais que oui. Je parle seulement des 14 derniers mois. Si vous prenez les années 90, cela nous a été extrêmement utile. Aucun autre pays dans une situation financière aussi difficile que celle où nous nous trouvons au début des années 90 n’a pu s’en sortir aussi rapidement, avec aussi peu de bouleversements économiques et sociaux. C’est vraiment remarquable. Le fait de pouvoir établir notre politique monétaire en toute indépendance au cours de cette période nous a permis de faire baisser nos taux bien en dessous des taux américains. Au début des années 90, nos taux se situaient

facilitate this difficult adjustment process. If I had to pick the decade from 1992 to 2002, I would say that it has served us remarkably well.

Senator Bolduc: It is part of the function of your profession to be a kind of surveyor of the price behaviour in the economy. As you know, from 1994 to 2000, we had what Mr. Greenspan called an actual exuberance in the market. How is it that you really did not take account of that inflation and let the interest rate go down? While we have an excess capacity, we have a lot of indebtedness by individuals and companies, yet you begin to raise interest rates.

Mr. Dodge: That is an extraordinarily interesting question. In other words: Why do you target inflation and not take into account asset prices? There is a great deal of debate on this topic around the world in inflation-targeting countries. I believe the answer is relatively clear, certainly with respect to financial asset prices, because no central bank knows what is the appropriate price for any asset. The appropriate price is what it is selling for in the market today.

The long and short of it is that we really do not have a good idea of the appropriate asset price. There were many people who thought that the Nasdaq at 4000 was not overpriced. There are many people today who think that at 1700 it is overpriced. That is a function of a market, not of a central bank, to try to put a price on that set of assets.

The question is a little more difficult when it comes to housing, because housing over a period of time does enter directly into our price index. Over time, when house prices go up, you do see it as part of the price index. Therefore, it is certainly true that one must keep a closer eye, if you will, on that particular asset price in an inflation-targeting regime.

The Federal Reserve has a responsibility that no other central bank does, in the sense that New York asset prices are pretty much the numéraire against which asset prices in much of the rest of the world are measured. If there is a central bank that should keep at least some eye on this, it really is the Federal Reserve. That is not to say that they should target asset prices, but there is certainly more rationale for the Federal Reserve to watch New York prices than there is for us to watch prices on the TSE, or for the Bank of England to watch prices on the Footsie.

Senator Bolduc: My second question concerns your Monetary Policy Report. At the bottom of page 6, you state: "The core measure of CPI inflation that the bank has been using since May 2001 excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight most volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco and mortgage-interest costs."

Would it be correct to say that this is the inflation rate that applies to people who do not eat, drink, smoke, drive, heat their home or, for that matter, even own a home?

à 250 points de base au-dessus de ceux des États-Unis. Cela a contribué à faciliter ce processus de redressement pourtant difficile. Si je devais faire un bilan pour la décennie de 1992 à 2002, je dirais que cette indépendance nous a été extrêmement profitable.

Le sénateur Bolduc: Votre profession vous amène à surveiller le comportement des prix dans l'économie. Comme vous le savez, de 1994 à 2000, nous avons eu ce que M. Greenspan a qualifié «d'exubérance du marché». Comment se fait-il que vous n'ayez pas vraiment tenu compte de cette inflation et laissé les taux d'intérêt baisser? Même si nous avons une capacité excédentaire, les particuliers et les entreprises sont très endettés, mais vous commencez à relever les taux d'intérêt.

M. Dodge: C'est une question extrêmement intéressante. Autrement dit: pourquoi ciblez-vous l'inflation sans tenir compte du prix des actifs? C'est un sujet dont on discute énormément dans les pays qui cherchent à s'attaquer à l'inflation. La réponse m'apparaît relativement claire, en tout cas en ce qui concerne le prix des actifs financiers étant donné qu'aucune banque centrale ne connaît le juste prix d'un actif. Le juste prix est celui auquel l'actif se vend ce jour-là sur le marché.

En résumé, nous n'avons pas vraiment une bonne idée de ce qui constitue le juste prix des actifs. Beaucoup de gens pensaient qu'à 4 000, le niveau du Nasdaq n'était pas excessif. Bien des gens jugent excessif son niveau actuel de 1 700. C'est au marché qu'il revient d'établir le prix des actifs et non pas à la banque centrale.

La question est un peu plus complexe en ce qui concerne le logement étant donné qu'il est directement inclus dans notre indice des prix. Avec le temps, lorsque le prix des maisons augmente, cela se reflète dans l'indice des prix. Il est donc vrai qu'il faut surveiller de près le prix de cet actif dans un régime qui vise l'inflation.

La réserve fédérale américaine a des responsabilités qu'aucune autre banque centrale n'assume en ce sens que l'indice boursier de New York représente l'étalon à partir duquel on mesure le prix des actifs dans un grand nombre d'autres pays. S'il est une banque centrale qui devrait surveiller ce genre de choses, c'est bien la réserve fédérale. Cela ne veut pas dire qu'elle devrait cibler le prix des actifs, mais il est certainement plus logique que ce soit la réserve fédérale qui surveille les cours de la Bourse de New York que nous surveillions l'indice boursier de Toronto ou que la Banque d'Angleterre surveille le Footsie.

Le sénateur Bolduc: Ma deuxième question concerne votre rapport sur la politique monétaire. Au bas de la page 6 on peut lire: «L'indice de référence que la Banque utilise depuis mai 2001 exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les composantes restantes. Ces huit composantes sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.»

Peut-on dire que c'est le taux d'inflation qui s'applique aux gens qui ne mangent pas, ne boivent pas, ne fument pas, ne conduisent pas, ne chauffent pas leurs maisons ou ne possèdent pas de logement?

Ms Kennedy: Generally, with respect to the use of the core measure of CPI inflation, our target is the total CPI inflation. However, we have found that there is certain volatility in prices, in both directions, of particular components — fruit and vegetables, for example.

The best indicator of future inflation, which is what we are targeting when we take an action today — it has its effect over time on output and, eventually, inflation — the core measure is the better indicator to us of what the future trend is, the underlying trend of inflation. That is why we take out these components. We are still targeting CPI.

Senator Bolduc: I must say that I have difficulty with some of them.

Ms Kennedy: What is interesting about this longer list — and some of you will recall, going back a few years ago, we said excluding food and energy — when we excluded food and energy, we were excluding a bigger percentage of the basket than with this longer list. It is the small subcomponents that are the most volatile. It is down to, if I recall, around 20 per cent. It is 17.

Senator Bolduc: Basically, you are convinced that it is a sound way of doing it?

Ms Kennedy: We continue to look at a whole range of measures. We are always trying to assess whether we are getting the best handle on the outlook for inflation. Even with our core measure, as you will note in the commentary, when it moves it might be for temporary or more fundamental reasons. It is not like we are on automatic pilot about certain measures.

Senator Bolduc: I can understand that fruits and vegetables are volatile components because of the seasons and climate in Canada. However, for fuel oil or gasoline, it is a bit different because of the international situation. It is not as easy for you to get it out. Tobacco is mostly a matter of government policy, as we know. Mr. Dodge knows that.

Ms Kennedy: Mr. Knight wishes to add some things, but we are looking at the elements that are volatile in both directions. International markets affect gasoline and fuel oil prices, but what you find is that they rise and fall. We are trying to look through that. Certainly the consumer must deal with the increased prices, but there are always also the decreases, in terms of the volatility, through time.

Mr. Knight: To emphasize, as Ms Kennedy said, the target that we have and the objective that we are trying to get over the medium term is not one that excludes the prices of these commodities. We are using the core index as an operational target to help us make a judgment about what inflation will be on current policies going forward a year and a half to two years. In that context, what is happening to oil prices on world markets

Mme Kennedy: De façon générale, pour ce qui est de notre indice de référence, nous mesurons l'inflation de la totalité des composantes de l'IPC. Nous avons toutefois constaté qu'il y avait une certaine volatilité des prix, dans les deux sens, pour certaines composantes telles que les fruits et les légumes, par exemple.

Le meilleur indice d'inflation future, celle que nous ciblons lorsque nous intervenons aujourd'hui ce qui a, avec le temps, des effets sur la production et finalement sur l'inflation — l'indice de référence est le meilleur indicateur que nous ayons de la tendance future, des tendances sous-jacentes de l'inflation. Voilà pourquoi nous excluons ces composantes. Nous nous fions quand même à l'IPC.

Le sénateur Bolduc: Je dois dire que certaines de ces composantes me posent des problèmes.

Mme Kennedy: Ce qu'il y a d'intéressant au sujet de cette liste — comme certains d'entre vous s'en souviendront, il y a quelques années, nous avons exclu les produits alimentaires et l'énergie — lorsque nous avons exclu ces deux composantes, cela représentait une proportion plus importante du panier que cette liste pourtant plus longue. Ce sont les petites composantes qui sont les plus volatiles. Si je me souviens bien, cela représente environ 20 p. 100, plus précisément de 17 p. 100.

Le sénateur Bolduc: Finalement, vous êtes convaincue que c'est une bonne façon de le faire?

Mme Kennedy: Nous continuons d'examiner toute une série d'indices. Nous tentons toujours de déterminer si nous avons bien cerné les perspectives d'avenir. Même en ce qui concerne notre indice de référence, comme vous le remarquerez dans le commentaire, lorsqu'il change, cela peut être pour des raisons temporaires ou pour des raisons plus fondamentales. Ce n'est pas comme si nous étions sur le pilote automatique en ce qui concerne certains indices.

Le sénateur Bolduc: Je peux comprendre que les fruits et les légumes sont des composantes volatiles en raison des saisons et du climat canadiens. Cependant, en ce qui concerne le mazout ou l'essence, c'est un peu différent en raison de la situation internationale. Ce n'est pas aussi facile pour vous. Le tabac est surtout une question de politique gouvernementale, comme nous le savons. M. Dodge le sait.

Mme Kennedy: M. Knight voudra peut-être ajouter quelque chose, mais nous examinons les éléments qui sont volatils dans les deux sens. Les marchés internationaux ont une incidence sur les prix du mazout et de l'essence, mais on constate que ces prix fluctuent. Nous tentons donc d'en tenir compte. Le consommateur doit certainement tenir compte des prix qui montent, mais avec le temps, il y a toujours une certaine volatilité et les prix diminuent également.

M. Knight: Comme Mme Kennedy l'a dit, notre objectif à moyen terme n'exclut pas les prix de ces produits. Nous utilisons l'indice de référence comme objectif opérationnel pour nous aider à déterminer quel sera le taux d'inflation en ce qui a trait aux politiques courantes dans un an et demi à deux ans. Dans ce contexte, le prix du pétrole et les marchés mondiaux à l'heure actuelle sont très peu pertinents pour nous lorsque nous tentons

today is of little relevance to us in trying to make our monetary policy decisions because those prices may be very different in a year or two. The commitment to the Canadian people really is in terms of, over time, maintaining the rate of inflation as measured by the total CPI, low and stable.

Mr. Dodge: I wish to make a further comment with respect to Senator Bolduc's question.

Senator, you will remember that in the 1970s we were really struggling with inflation in this country. Because we did not have inflation expectations very well anchored, when oil prices moved up in the early 1970s, wages and salaries moved up, costs moved up and all prices moved up in sympathy with that. In fact, it was a quick pass-through of these volatile elements into the overall price level. That made our life miserable for a number of years.

What we finally achieved by the time we turned the clock on this new decade is that we have Canadians' expectations pretty well anchored, such that whether or not they like the Governor of the Bank of Canada, the bank will, over a period of time, ensure that inflation sticks around 2 per cent.

When we had a great rush up in oil prices, as you can see on page 6, we did not have sympathetic movement in wages or in other prices, so when oil prices finally came down, the price level remained pretty steady.

This is extraordinarily important because if you do not have an anchor you have not only economic problems but big social problems. Whether they be social problems on Argentina's scale of hyperinflation or whether they be the problems we had in the early 1970s where well-established wage structures were ripped apart by inflation, it does not matter. It is socially as well as economically damaging.

Our view is, as we have said before, that the best contribution we can make at the bank, borrowing as it may be, is to try to keep inflation anchored at around 2 per cent.

Senator Kroft: I should like to turn to a slightly different area. I do so particularly as a senator from Manitoba, a province that is doing quite well economically, but the reality is, like many other provinces, we have inevitable long-term limitations due to population and economic power in both the public and private sector. I am asking this question in the light of the long-term outlook where so much of the well-being of Canadians will be dependent on two massive areas, health care and education — areas of provincial responsibility.

With that preamble, I should like to ask you to comment, in the light of the rather positive current outlook and looking forward for the economy, on how well you see, in both the medium and long term, the benefits of this economy being shared by Canadians across all regions?

d'établir notre politique monétaire, car ces prix pourraient être très différents dans un an ou deux. En réalité, notre engagement envers les Canadiens consiste à maintenir un taux d'inflation peu élevé et stable, tel qu'il est mesuré par l'IPC total.

M. Dodge: Je voudrais ajouter quelque chose en réponse à la question du sénateur Bolduc.

Sénateur, vous vous rappelez que dans les années 70 nous avions un sérieux problème d'inflation au Canada. Et étant donné que nos attentes n'étaient pas très bien établies relativement à l'inflation, lorsque les prix du pétrole ont augmenté au début des années 70, les salaires ont suivi, les coûts ont augmenté et cela a entraîné une hausse générale des prix. En fait, ces composantes volatiles ont rapidement été transférées dans le prix global. Cela nous a compliqué énormément la vie pendant un certain nombre d'années.

Depuis, nous avons bien compris les attentes des Canadiens, de sorte que peu importe qu'ils aiment le gouverneur de la Banque du Canada ou non, la Banque va s'assurer que le taux d'inflation reste à environ 2 p. 100 au cours d'une certaine période.

Lorsque nous avons eu une montée des prix du pétrole, comme vous pouvez le voir à la page 6, les salaires et les autres prix n'ont pas suivi, de sorte que lorsque les prix du pétrole sont finalement redescendus, le niveau des prix est demeuré assez stable.

C'est extrêmement important car si on n'a pas de point d'ancrage, non seulement on se retrouve avec des problèmes économiques, mais aussi avec des problèmes sociaux. Qu'il s'agisse de problèmes sociaux comme ceux de l'Argentine avec une hyper-inflation ou des problèmes comme ceux que nous avons connus au début des années 70 où les structures salariales bien établies ont été tout à fait détruites par l'inflation, peu importe. Cela cause des dommages tant sur le plan social qu'économique.

Comme nous l'avons déjà dit, nous sommes d'avis que notre meilleure contribution consiste à tenter de maintenir le taux d'inflation autour de 2 p. 100.

Le sénateur Kroft: J'aimerais aborder une question légèrement différente. Je le fais particulièrement à titre de sénateur du Manitoba, une province qui se porte assez bien sur le plan économique mais, en réalité, comme bon nombre d'autres provinces, nous sommes inévitablement limités à long terme à cause de la population et du pouvoir économique tant dans le secteur public que dans le secteur privé. Je pose cette question dans le contexte de la perspective à long terme où dans une large mesure le bien-être des Canadiens dépendra de deux secteurs importants, soit les soins de santé et l'éducation, des secteurs qui relèvent de la compétence provinciale.

Cela étant dit, j'aimerais que vous me disiez, à la lumière de la situation actuelle et des perspectives assez positives pour l'économie, si, à votre avis, à moyen et à long terme, les Canadiens de toutes les régions pourront profiter des avantages de la situation économique?

Mr. Dodge: That is an extraordinarily difficult question to answer.

The Canadian economy tends to get pulled by two quite distinct forces. One is the price of non-energy commodities, much of which you produce in your province.

First, while the trend of those commodity prices in real terms has been down over time, there is a high cyclical volatility to it. Second, we have become incredibly efficient at producing these things and it is still highly profitable, although not every year, as you are well aware, to do so.

The other part is manufacturing, which you have in the city of Winnipeg, and, in particular, the light-manufacturing component. Here, of course, we are up against a different situation, whereby there is tough competition from around the world. However, it is interesting that, despite the tough competition, Canadian manufacturing across the board has done fairly well over the course of the 1990s. Whether we can keep it going is a different story.

You mentioned something extraordinarily important — human capital and education. Clearly, we have not done as well in this country in the high-knowledge-intensive industries. It is there that, collectively — business, citizens and governments — we will have to find a way to push ourselves harder and faster in this new century, because the real rents that accrue do so because of what we have between our ears rather than because of the rocks, trees and soil that have comprised our natural historical advantage. We will face a real challenge.

Senator Kroft: The concentration of wealth and industrial power in Ontario is extraordinary — perhaps more of an imbalance than most major western countries experience.

What are your thoughts about the long-term direction? Is Canada moving in the direction of becoming more economically balanced in regional terms? Is the Ontario concentration becoming greater? Do you see stability in this area? It has enormous implications for the movement of people toward opportunity and then moving the capital toward that opportunity.

Mr. Dodge: That is a difficult question to answer, nor will I not try to do so, other than to make two simple points. First, we have seen industry growing in places where it was not growing before. Look at the cities of Calgary and Vancouver, neither of which had any industry to speak of back 30 or 40 years, other than sawmills in Vancouver. We now see important, high-end manufacturing in the city of Calgary. We also see it in the changes in structure in Winnipeg and in Halifax. I do not think it is just Toronto and Montreal, by any stretch of the imagination.

It is less clear, though, whether Canada will become more specialized and, hence, concentrate increasingly in smaller niches of industry where we excel on the world market. Thus, our

M. Dodge: Il s'agit là d'une question à laquelle il est extrêmement difficile de répondre.

L'économie canadienne a tendance à être entraînée par deux forces très distinctes. Il y a d'abord le produit des prix non énergétiques, qui proviennent en grande partie de votre province.

Tout d'abord, bien que les prix de ces produits en termes réels ont tendance à rester peu élevés avec le temps, ils ont une volatilité cyclique élevée. Deuxièmement, nous produisons ces choses de façon incroyablement efficace et c'est toujours extrêmement rentable, bien que ce ne soit pas le cas tous les ans, comme vous le savez très bien.

L'autre force est celle des industries manufacturières, que vous avez dans la ville de Winnipeg, et plus particulièrement, l'industrie légère. Dans ce cas-ci, naturellement, la situation est différente car la concurrence est serrée partout dans le monde. Cependant, ce qui est intéressant, c'est que malgré la vive concurrence, l'industrie manufacturière canadienne s'est portée assez bien pendant les années 90. On ne sait pas cependant si cela continuera à être le cas.

Vous avez mentionné une chose qui est extrêmement importante — le capital humain et l'éducation. Manifestement, le Canada ne réussit pas aussi bien dans le secteur de l'industrie du savoir. C'est dans ce secteur que collectivement, les entreprises, les citoyens et les gouvernements devront trouver une façon de progresser davantage et plus rapidement au cours de ce nouveau siècle, car les progrès accomplis le sont grâce à ce que nous avons entre les deux oreilles plutôt que grâce aux minéraux, aux arbres et au sol qui nous donnaient par le passé un avantage historique. Nous avons donc réellement un défi à relever.

Le sénateur Kroft: La richesse et le pouvoir industriel sont extrêmement concentrés en Ontario — le déséquilibre est peut-être encore plus marqué que dans la plupart des pays occidentaux.

Que pensez-vous de l'orientation à long terme? L'économie canadienne est-elle en train de s'équilibrer davantage au niveau régional? Est-ce que la concentration s'accroît en Ontario? Les choses vont-elles se stabiliser? Cela a des conséquences énormes parce que les gens vont là où il y a de l'emploi et le capital se déplace donc en conséquence.

M. Dodge: C'est une question à laquelle il est difficile de répondre. Je ne tenterai donc pas de le faire, mais j'aimerais cependant faire deux simples observations. Tout d'abord, il y a des industries qui se développent dans des endroits où elles ne se développaient pas auparavant. Prenez par exemple les villes de Calgary et de Vancouver, qui n'avaient pratiquement aucune industrie il y a 30 ou 40 ans, sauf quelques scieries à Vancouver. On a aujourd'hui une industrie manufacturière haut de gamme dans la ville de Calgary. Il y a également des changements structurels à Winnipeg et à Halifax. Tout n'est donc pas concentré à Toronto et à Montréal, loin de là.

Ce qui est moins clair cependant, c'est si le Canada se spécialisera davantage et par conséquent se concentrera de plus en plus dans des petits créneaux de l'industrie où nous excellons

economic structure would be increasingly different from that of the United States. It is also less clear whether the structures of the two economies will converge. That is very much an open question.

Senator Oliver: You have given your views on the value of the Canadian dollar and on interest rates. Your views on a fixed inflation target of 2 per cent are well known to this committee. I was supposed to ask you about consumer debt and spending, and so on. However, both you and Ms Kennedy have answered that for Senators Furey and Kelleher. Therefore, I am forced to depart on three questions I had not planned to ask.

First, I would like to ask you questions about housing and interest rate policy; about monetary union; and about Terence Corcoran's article today on interest rate and tax policy.

I am interested in housing, and I would like to know the implications for rising interest rates on the housing market. Other than low mortgage rates, what are some of the other reasons we would have and do have strong housing demand in Canada, particularly in Atlantic Canada, today?

I should like to know what your reasoning is. If we have strong housing demand, could that lead to increased inflation? If so, will that force you to increase interest rates? If so, is that not counterproductive? I should like to know your reasoning on that.

Second, in respect of monetary union, we really should know what the costs and benefits of it will be. In your view, what are the cost benefits of such a union? Does the recent weakness in the Canadian dollar strengthen or weaken the case for monetary union?

Third, could you comment on the article in today's *National Post* by Terence Corcoran, "Interest rates v. tax policy," which offered criticism of some of the bank's policies? If a direct quote from that article would help, I can do that.

Mr. Dodge: I will ask Mr. Knight to comment on the housing market.

Mr. Knight: Senator, the housing market has been interesting in retrospect over last year and this year. In recent years, we have seen a growth of household spending in Canada on housing and a gradual increase in housing prices after being stable for a long time. It is interesting in that, last year — although it was a period of significant economic weakness the North American economies — the demand for housing construction remained robust. It was one of the important elements that underpinned the economy and made the period of weakening much less marked than it has been on past occasions.

sur le marché mondial. Par conséquent, notre structure économique serait de plus en plus différente de celle des États-Unis. Il n'est pas très clair non plus si les structures des deux économies convergeront. Ce sont donc des questions auxquelles nous n'avons pas de réponse.

Le sénateur Oliver: Vous avez donné votre point de vue sur la valeur du dollar canadien et sur les taux d'intérêt. Notre comité sait très bien que vous avez pour objectif un taux d'inflation fixe de 2 p. 100. Je devais vous poser une question au sujet de la dette et des dépenses de consommation. Cependant, avec Mme Kennedy, vous y avez répondu pour les sénateurs Furey et Kelleher. Par conséquent, je me vois obligé de vous poser trois questions que je n'avais pas prévu poser.

D'abord, j'aimerais vous questionner au sujet du logement et de la politique à l'égard des taux d'intérêt, au sujet de l'union monétaire et de l'article de Terence Corcoran paru aujourd'hui sur les taux d'intérêt et de la politique fiscale.

Je m'intéresse à la question du logement, et j'aimerais savoir quelles sont les conséquences des taux d'intérêt à la hausse sur le marché immobilier. Outre les taux d'hypothèque peu élevés, quelles sont certaines des autres raisons pour lesquelles la demande est forte sur le marché immobilier, particulièrement dans les provinces Atlantique?

J'aimerais savoir quel est votre raisonnement. Si la demande est forte sur le marché immobilier, cela pourrait-il faire augmenter l'inflation? Si c'est le cas, allez-vous devoir augmenter les taux d'intérêt? Cela ne va-t-il pas à l'encontre du but recherché? J'aimerais savoir ce que vous en pensez.

Deuxièmement, en ce qui concerne l'union monétaire, nous devrions vraiment savoir quels en seront les coûts et les avantages. À votre avis, quels sont les coûts et les avantages d'une telle union? La faiblesse récente du dollar canadien renforce-t-elle ou affaiblit-elle les arguments en faveur de l'union monétaire?

Troisièmement, pourriez-vous nous dire ce que vous pensez de l'article de Terence Corcoran paru aujourd'hui dans le *National Post* intitulé «Interest rates v. tax policy» dans lequel il critique certaines des politiques de la Banque? Si vous voulez que je cite directement cet article pour vous aider, je peux le faire.

M. Dodge: Je demanderais à M. Knight de répondre à votre question concernant le marché immobilier.

M. Knight: Monsieur le sénateur, le marché immobilier a été intéressant en rétrospective l'année dernière et cette année. Au cours des dernières années, les dépenses des ménages canadiens pour le logement ont augmenté et il y a eu une augmentation progressive du prix des logements après une longue période de stabilité. Il est intéressant de constater que, en l'année dernière — bien que les économies nord-américaines aient connu une période de faiblesse importante — la demande de construction résidentielle est restée forte. C'est l'un des éléments importants qui ont soutenu l'économie et qui ont fait en sorte que la période d'affaiblissement a été beaucoup moins marquée qu'elle ne l'a été antérieurement.

That was true in both Canada and the United States. It was largely due to the fact that both the Federal Reserve and the Bank of Canada moved to sharply reduce interest rates. As a result of that, households were able to take on additional debt to purchase housing while at the same time, as Ms Kennedy indicated, the overall ratio of household debt service to disposable income actually declined last year.

Where are the housing prices headed? We have a situation where short-term interest rates are at historically low levels. Mortgage rates have moved up a bit as housing demand has continued strong. As the Canadian economy continues to strengthen as we expect over the course of this year, policy interest rates — the very short-term interest rates — are likely to rise. However, we have a commitment to maintain low and stable inflation. In that environment, interest rates at longer maturities, medium and long term, which are relevant to mortgage interest payments and to which mortgage interest is connected, have been lower over the period of inflation targeting, and they have been much more stable. That means that even if it is necessary to raise policy interest rates as the economy continues to strengthen in order to achieve our target of maintaining low and stable inflation, the impact on household debt service will be moderated by the fact that longer rates will probably move by less.

As well, as the economy strengthens, employment should strengthen and disposable income should strengthen. Both of those factors, namely, that longer-term interest rates are less sensitive to the movements in the very short-term interest rates that we control and the fact that if it is necessary to raise rates it will be in conditions where the Canadian economy is strengthening, tend to moderate the impact of movements and policy interest rates on household debt service. Therefore, we do not see a problem for the housing market in Canada going forward in this situation.

At the same time, partly because housing and construction were so strong in the period of weakening, some purchases of housing have moved forward that otherwise might have come later in the cycle. It is probably the case that housing growth will contribute a little less to the recovery period relative to other components of demand than it has in past upswings.

Mr. Dodge: On the issue of monetary union, there are two things that bear repeating. First, a floating rate is very helpful to us because the structure of our economy is different from that of the United States. Therefore, relative prices move around. Having one more price in the economy means that we can have adjustments in either direction in a much less disruptive way.

However, if you push this a little further and cast it in terms of North American integration — the pros and cons of which one can debate — the logic would be to first achieve full integration of our goods and services market, which we do not have. We largely

Cela a été le cas au Canada et aux États-Unis. C'est en grande partie attribuable au fait que tant la Réserve fédérale que la Banque du Canada ont considérablement réduit les taux d'intérêt. Par conséquent, les ménages ont été en mesure de s'endetter davantage pour acheter une maison tandis qu'en même temps, comme Mme Kennedy l'a dit, le pourcentage total du service de la dette des ménages par rapport au revenu disponible a, en fait, diminué l'an dernier.

Qu'advient-il du prix du logement? Les taux d'intérêt à court terme n'ont jamais été aussi bas. Les taux hypothécaires ont légèrement augmenté tandis que la demande sur le marché immobilier s'est maintenue. Nous prévoyons que l'économie canadienne va continuer de se renforcer au cours de l'année, et les taux d'intérêt — les taux d'intérêt à très court terme — vont sans doute augmenter. Cependant, nous nous sommes engagés à garder un taux d'inflation stable et peu élevé. Dans un tel environnement, les taux d'intérêt à plus long terme, à moyen et à long terme, qui sont pertinents pour les versements d'intérêts hypothécaires et auxquels l'intérêt hypothécaire est relié, ont été moins élevés au cours de la période où nous avons ciblé l'inflation, et ils ont été beaucoup plus stables. Cela signifie que même s'il est nécessaire d'augmenter les taux d'intérêt stratégiques à mesure que l'économie continue de se renforcer pour atteindre notre objectif qui consiste à maintenir un taux d'inflation peu élevé et stable, l'impact sur le service de la dette des ménages sera modéré par le fait que les taux à plus long terme augmenteront sans doute moins.

Par ailleurs, à mesure que l'économie se renforce, l'emploi devrait se renforcer tout comme le revenu disponible. Ces deux facteurs — notamment le fait que les taux d'intérêt à plus long terme sont moins sensibles au mouvement des taux d'intérêt à très court terme que nous contrôlons et le fait que s'il est nécessaire d'augmenter les taux, on le fera si l'économie canadienne est plus forte — ont tendance à modérer l'impact des mouvements et des taux d'intérêt stratégique sur le service de la dette des ménages. Par conséquent, nous n'entrevoions pas de problème pour le marché immobilier au Canada à cet égard.

En même temps, en partie parce que le marché immobilier et la construction sont restés forts pendant une période d'affaiblissement, certains achats immobiliers sont allés de l'avant alors qu'ils auraient peut-être été faits plus tard au cours du cycle. La croissance du marché immobilier contribuera sans doute un peu moins que par le passé à la reprise économique par rapport à d'autres éléments de la demande.

M. Dodge: Au sujet de l'union monétaire, il y a deux choses qui valent la peine d'être répétées. D'abord, un taux flottant nous est très utile parce que la structure de notre économie est différente de celle des États-Unis. Pour cette raison, les prix relatifs fluctuent. Avoir plus d'un prix dans l'économie signifie que nous pouvons apporter des ajustements dans un sens ou dans l'autre de façon beaucoup moins perturbatrice.

Toutefois, si vous allez un peu plus loin et posez la question dans le cadre de l'intégration nord-américaine — dont nous pouvons débattre le pour et le contre — logiquement, il faudrait d'abord réaliser la pleine intégration de notre marché des produits

have integration in the capital market. There are frictions that are relatively small. Ms Kennedy does not like to hear me say that because she must work to eliminate those remaining frictions.

We have very little integration in the labour market. If we were to move to monetary union and did not have that ability to adjust, all the adjustment would come on the volume side of labour. We would have big swings from very high unemployment to rather tight labour markets as these cycles move through. Those swings cannot be moderated by folks moving north-south or south-north, depending on which way the cycle is going.

If one argues that North American integration is a good thing, the monetary union is not the place to start. You must start by achieving a single market for capital goods and services and labour; the final coup de grâce would be to cap that with monetary union. To go the other way around is an extraordinarily expensive venture in terms of the cost of the economic adjustment.

Senator Oliver: That was my actual question — cost. Have you done a study to give us an indication of the cost and the benefits? That is what Canadians would want to know. If so, what would be some of the costs?

Mr. Dodge: The answer is that is not a study but a series of ongoing pieces of work. We work away at bits and pieces of it because it is very difficult to do it in whole cloth, so to speak. We keep publishing our work in the quarterly *Bank of Canada Review*. The work we have done so far indicates that the benefits of a floating rate, certainly under current economic structures, clearly dominate the costs of a floating rate, and there are costs. There are transactions costs, hedging costs and so on. The economic costs of a fixed rate would be very high; to put it differently, the net economic benefits of a floating rate are very high.

Senator Fitzpatrick: I am from the interior of British Columbia. Please forgive me if my questions seem to be somewhat regional.

We understand that the Canadian economy has become more robust. Our recovery seems to be ahead of that in the United States. The bank has responded with its increase in rates by 25 bases points, which is understandable in the circumstances. I take it that in the future there could be further action in that regard. We have also recently seen a slight improvement in the Canadian dollar.

My question deals with the economic problems in British Columbia, which has not seen such a robust economy and is reeling from the softwood lumber dispute. In my view, both increased interest rates and an improved dollar exacerbate the problem in British Columbia.

et des services, ce qui n'est pas chose faite. En gros, nous avons réussi l'intégration du marché des capitaux; il y a des frictions, mais elles sont relativement mineures. Mme Kennedy n'aime pas m'entendre dire cela parce que c'est elle qui est chargée de les éliminer.

Il y a très peu d'intégration dans notre marché de la main-d'œuvre. Si nous procédions à une union monétaire sans d'abord s'être adaptés, tous les ajustements devraient se faire dans le marché du travail. Il y aurait de grosses fluctuations; on passerait d'un chômage très élevé à une pénurie de l'offre de main-d'œuvre selon l'évolution du cycle. Il ne serait pas possible d'atténuer ces fluctuations en laissant les travailleurs se déplacer du nord au sud ou du sud au nord selon la phase du cycle.

Si l'on estime que l'intégration de l'Amérique du Nord est une bonne chose, ce n'est pas par l'union monétaire qu'il faut commencer. Il faut d'abord instituer un marché unique des biens d'équipement, des services et de la main-d'œuvre, et couronner le tout, par une union monétaire. Aller en sens inverse exigerait un coût colossal en adaptation économique.

Le sénateur Oliver: C'est la question que j'allais vous poser: le coût. Avez-vous effectué une étude qui nous donne une idée des coûts et des avantages? C'est ce que les Canadiens voudraient savoir. Dans l'affirmative, quels seraient ces coûts?

M. Dodge: Il n'y a pas qu'une seule étude mais plutôt toute une série d'analyses en cours. Nous travaillons à la pièce, pour ainsi dire, parce qu'il est très difficile de le faire d'un seul tenant. Nous publions constamment les résultats de nos travaux dans la *Revue de la Banque du Canada*, une publication trimestrielle. Jusqu'à présent, ils indiquent que les avantages du taux flottant — dans la structure économique actuelle en tout cas — l'emportent largement sur les coûts, même s'ils existent. Il y a des coûts de transaction, de couverture, et cetera. Les coûts d'un taux fixe pour l'économie seraient très élevés; autrement dit, les avantages économiques nets du taux flottant sont très élevés.

Le sénateur Fitzpatrick: Je viens de l'intérieur de la Colombie-Britannique. Pardonnez-moi si mes questions ont l'air raisonnables.

Nous croyons savoir que l'économie canadienne est aujourd'hui plus robuste. Notre reprise semble devancer celle des États-Unis. La Banque a réagi en augmentant ses taux de 25 points de base, ce qui est compréhensible dans les circonstances. Je crois savoir que dans l'avenir d'autres mesures pourraient être prises en ce sens. Nous avons aussi observé un léger raffermissement du dollar canadien.

Ma question porte sur les problèmes économiques de la Colombie-Britannique, qui n'a pas connu de reprise semblable et qui pâtit du litige concernant le bois d'œuvre. J'estime que l'augmentation des taux d'intérêt et du dollar viennent exacerber les difficultés de la province.

Can you tell me what the bank can do to deal with the pan-Canadian situation without jeopardizing the situation in British Columbia, or at least tempering its action so that it does not have a negative impact on the opportunity of British Columbia to catch up with the rest of the country?

Mr. Dodge: It is certainly true that the parts of this country that are dependent on rocks and trees are having a rather difficult time. In the interior of B.C., as beautiful as it is, there is still a very high dependence on the wood industries. We are seeing pulp prices that barely make it possible to keep a plant open let alone cover any of the overhead costs.

With regard to what we do, I can offer you relatively little solace. Monetary policy is a broad framework instrument. It is not really designed to deal with the problem that you raise. Part of the British Columbia problem is that it has some of the most efficient mills in the world. We have had a depreciation of the Canadian dollar relative to the U.S. dollar, and so, frankly, those southern mills are absolutely uncompetitive and should go out of business.

That is easy to say to the Canadian Senate; it is a rather harder sell to your colleagues south of the border.

Therefore, we have a classic indication of not fully integrated goods and services markets. The best we can do in that sense is to look away and try to remove those barriers that are put out. I regret to say we can do little from our side that will directly impact the rather serious condition in British Columbia.

Senator Fitzpatrick: I understand, I think, what you just described and the difficulty of dealing with regional differences. However, in British Columbia, we now have a population of 4 million, so it is becoming more significant in terms of the overall Canadian economy. A population growth like that in one region will complicate the bank's role in dealing with this pan-Canadian approach because more people and more of the economy will be impacted. If it is out of sync with the rest of the country; it causes more difficulties.

Mr. Dodge: I will let Ms Kennedy deal with that. I do not think the premise of your statement is correct. Certainly, even within the province the structure of the economy in the interior is different from that in the lower mainland. It may well be that the lower mainland does quite well at a period when the interior is suffering and vice versa. One can go right across this country and find that there are differences within a province. I am not sure I would accept that premise. Ms Kennedy has worked in this area as well.

Ms Kennedy: My comment is similar to yours, Mr. Dodge, on two fronts. As we said, monetary policy is a broad framework policy that must apply to the whole country. We look at the average situation. Sometimes people think we look at where the hot spot is, for example, inflation, and deal with that. In fact, we take the aggregate situation. To the extent that a particular region of the country does become more significant in the total, then that does play in to the average proportionately.

Qu'est-ce que la Banque peut faire pour améliorer la situation au pays sans aggraver celle en Colombie-Britannique ou, au moins, modérer son action pour qu'elle ne nuise pas aux efforts de la Colombie-Britannique pour rattraper le reste du pays?

M. Dodge: Il ne fait pas de doute que les régions du pays qui dépendent des mines et des forêts connaissent une période difficile. Dans l'intérieur de la Colombie-Britannique, même si la région est très belle, on dépend encore beaucoup de l'industrie forestière. Le cours des pâtes à papier est si bas qu'il suffise à peine à maintenir une usine en activité et encore moins à payer les frais généraux.

Quant à ce que nous pouvons faire, j'ai peu à vous offrir pour vous consoler. La politique monétaire est une arme générale; elle n'est pas conçue pour lutter contre le problème que vous soulevez. L'un des problèmes de la Colombie-Britannique, c'est qu'elle possède certaines des scieries les plus efficaces au monde. Le dollar canadien a fléchi par rapport au dollar américain et c'est pourquoi — soyons honnêtes — les scieries américaines sont incapables de soutenir la concurrence et devraient fermer.

Facile de le dire au Sénat du Canada; plus difficile d'en convaincre vos collègues du sud.

Voilà donc une illustration classique du peu d'intégration des marchés des biens et des services. Le mieux que nous puissions faire, c'est de regarder ailleurs pour supprimer ces obstacles. Je regrette de vous dire qu'il y a peu de choses que nous puissions faire pour améliorer directement la situation difficile de la Colombie-Britannique.

Le sénateur Fitzpatrick: Je crois comprendre ce que vous venez de décrire et le fait qu'il est difficile de composer avec les différences régionales. Toutefois, la province compte aujourd'hui une population de 4 millions d'habitants et occupe une place plus importante dans l'économie du pays. Une croissance démographique comme celle-là dans une région va compliquer le rôle de la Banque dans le choix d'une action pancanadienne parce que plus de gens et une plus grande partie de l'économie seront touchés. Si elle n'est pas en phase avec le reste du pays, cela cause plus de difficultés.

M. Dodge: Je vais laisser Mme Kennedy vous répondre. Je ne pense pas que vos prémisses soient justes. Oui, même dans une province, la structure de l'économie de l'intérieur est différente de celle du Lower Mainland. Il se peut bien que le Lower Mainland prospère lorsque l'intérieur périclité, et vice versa. Partout au pays, on observe des différences à l'intérieur d'une même province. Je ne crois donc pas que j'accepte vos prémisses. Mme Kennedy a elle aussi travaillé dans ce secteur.

Mme Kennedy: Je dirais la même chose que M. Dodge sur deux points. Comme nous l'avons dit, la politique monétaire est une arme globale qui s'applique à l'ensemble du territoire. Nous examinons la situation en moyenne. Parfois les gens pensent que l'on ne tient compte que du point névralgique de l'heure, comme l'inflation. En fait, nous considérons l'ensemble. Quand une région du pays prend de l'importance dans l'ensemble, l'effet qu'elle joue sur la moyenne est proportionnel.

Mr. Dodge has mentioned that within a province you have different regions. Most significant are the sectoral differences in terms of how they are affected. Again, when we look at our approach to monetary policy, we find that providing low, stable and predictable inflation is conducive to helping industry make the investments and restructure.

Although there are these sectoral difficulties, some of which will require particular remedies well outside the purview of monetary policy, keeping inflation low and stable is a fundamentally helpful situation relative to the circumstances of facing these difficulties and not having inflation under control.

It also means less variability in interest rates, although they will move up and down to provide the stimulus, or not, as is required to sustain economic growth over that medium term. The nature of the impact is more constrained than during those periods when we were dealing with booms and busts. As we saw an economy slowing, we were still raising interest rates during the initial part of the slowdown in the cycle to wring out the inflation problems that had built up in the economy. Now we are able to give more support in a more timely fashion, to the extent those expectations are anchored.

Lastly, with respect to the recent circumstances, small and medium-sized business have held up quite well through this slowdown. Large corporations and particular sectors have been more affected. That does not help the particular communities that are very dependent on a large corporation or a particular sector of the economy. However, that household demand and the small and medium-sized business strength has provided relatively a little more support to all regions during this period. That is positive to the impact throughout the economy.

Senator Angus: You will recall that when you were here before Christmas suggested to you that the dollar was not floating, that it was sinking and Canadians were very concerned. You indicated, appropriately, that you had to be very cautious in your comments in terms of confidence in our currency. I was happy a few weeks later when I saw all those headlines, "Minister of Finance and Governor of Bank go to New York to shore up dollar," and so forth. You recall that trip, I suppose. What was that all about, Governor Dodge?

Mr. Dodge: We normally go to New York a couple of times a year. I had been scheduled to be in New York about September 20, but for obvious reasons was not. Since we were all going down for the World Economic Forum — I won't pay the airfare to go to Davos — going to New York seemed a little simpler. The minister and I were there on the same day, and we decided to meet the New York financial community together rather than separately, as we normally do. It was important because it was when I think Canadians were becoming, to use your words, a little discouraged. That is why it got as much press as it did.

Senator Angus: Even though I respect the independence of your office, and I know you honour it and value it to the letter, I was pleased to see some communication between the Department

M. Dodge a fait remarquer qu'il y a diverses régions à l'intérieur d'une même province. Mais plus importantes encore sont les différences sectorielles. En politique monétaire, nous avons constaté que de veiller à ce que l'inflation soit faible, stable et prévisible aide l'industrie à investir et à se restructurer.

Même si ces difficultés sectorielles existent, et certaines exigeront des solutions qui dépassent largement la portée de la politique monétaire, maintenir l'inflation à bas niveau et stable est un facteur positif.

Cela diminue également la variabilité des taux d'intérêt, même s'ils vont monter ou descendre pour donner ou retirer la stimulation nécessaire à la croissance économique sur le moyen terme. L'effet est moins limité que lorsque nous faisons face à un cycle d'expansion et de contraction. Face à une économie qui ralentit, nous continuons de faire monter les taux d'intérêt au début du ralentissement pour éliminer les problèmes d'inflation qui s'étaient accumulés dans l'économie. Aujourd'hui, nous pouvons soutenir davantage de manière plus opportune puisque les attentes sont bien connues.

Enfin, en ce qui concerne la situation récente, les PME se sont très bien débrouillées pendant cette période de ralentissement. Les grandes entreprises et certains secteurs précis, eux, ont été plus touchés. Cela n'aide évidemment en rien les localités qui dépendent d'une grande entreprise ou d'un secteur donné de l'économie, mais la demande des ménages et la vigueur des PME ont apporté un peu plus d'appui à toutes les régions pendant la période. C'est un facteur positif pour toute l'économie.

Le sénateur Angus: Vous vous souviendrez que lors de votre comparution à Noël, nous étions d'avis que le dollar ne flottait pas, mais plutôt qu'il se noyait et que cela inquiétait vivement les Canadiens. Vous avez répondu, à juste titre, que vous deviez bien peser vos paroles pour ne pas ébranler la confiance dans notre monnaie. J'ai été ravi quelques semaines plus tard de lire les grands titres: «Le ministre des Finances et le gouverneur de la Banque se rendent à New York soutenir le dollar», et ainsi de suite. Vous vous souvenez de ce voyage, j'imagine. Quel était votre objectif, monsieur Dodge?

M. Dodge: Nous nous rendons habituellement à New York à quelques reprises dans l'année. Je devais me rendre à New York aux environs du 20 septembre, mais je n'y suis pas allé pour des raisons évidentes. Comme nous devons tous nous rendre au Forum économique mondial — je ne paierai pas le billet d'avion pour aller à Davos — j'ai cru plus simple d'aller à New York. Le ministre et moi-même devons être là le même jour et nous avons décidé de rencontrer la communauté financière de New York ensemble plutôt que séparément, comme nous le faisons normalement. C'était important puisque, comme vous l'avez dit vous-même, les Canadiens commençaient à être un peu découragés. Voilà pourquoi la rencontre a fait les manchettes.

Le sénateur Angus: Bien que je respecte l'indépendance de la Banque, et que je sais que vous y tenez et que vous la défendez farouchement, j'ai été ravi de voir une telle communication entre

of Finance, through the minister, if I may call that the political side, and your side in a joint appreciation that some signals needed to be sent out at that time.

The fundamentals remain good. You say we are not in a recession, and the economy is recovering, maybe faster than the U.S. All of this is great. I do not want to put any damper on it.

In reading the materials that are made available to us for this meeting, I note that corporate bonds, for example, in Canada cost more than they do in other jurisdictions. I note that the recovery is happening perhaps in the consumer confidence area, whereas there is not much evidence of a recovery in investment and in the business sector. That worries me somewhat. Of course, that is what our friends south of the border are saying. Let us not react too fast. There is still tremendous concern in the business sector. It has not recovered from the bubble bursting. As you said, that is in the big tech businesses, the telecoms and so on. It also appears across the board.

I should like to have your comments on that. I am concerned that if we react only on the basis of the consumer items, rather than the whole business, we might get ahead of ourselves.

Mr. Dodge: I will deal first with the issue you raised about business investment, and then Ms Kennedy will talk about the corporate bond market.

We have flagged, among the risks, the issue of recovery of business investment. It clearly remains very much a risk. When we were here last fall, we said that. When we were here last spring, we said, "Well, we hope we would start to get some business investment by the end of 2001, but maybe it was going to slide into 2002," and then we had September 11 and everything got pushed back.

It is clearly true that business investment, which was certainly the driver of the United States boom from the early 1990s right through until 2000, has been the weak component. There are real risks out there that it will certainly not be as strong as it was coming out of the 1991 recession. It is almost absolutely sure that there are a few sectors where it will not be very strong at all.

On the other hand, we are beginning to see the early signs of some pick-up in machinery and equipment investment. In Canada, we can see it in our import numbers because approximately 85 per cent of the equipment we use is imported. Around the world, we can see it in the chip manufacturing industries — not woodchips, senator, but the other kind of chips. It is starting to pick up. We are starting to see some orders in the capital goods industry. Medium-sized business has tended to keep going and will probably be first out of the gate.

le ministère des Finances, par l'entremise du ministre — ce que j'appellerais le côté politique — et le vôtre, qui vous a amenés à agir ensemble pour faire passer le message.

Les principaux baromètres de l'économie restent au vert. Vous dites que nous ne sommes pas en récession et que nous constatons une relance de l'économie qui est même plus rapide ici qu'aux États-Unis. Tout cela est bien beau. Je ne veux pas être un rabat-joie.

Je note en lisant la documentation qui nous a été distribuée pour la réunion de ce matin que les obligations des sociétés coûtent plus cher au Canada qu'ailleurs. Je note que les consommateurs auront renoué avec la confiance, mais que le rétablissement de la confiance des investisseurs et des entreprises semble plus fragile. Cela m'inquiète quelque peu. Bien entendu, c'est ce que disent nos amis américains. Ne réagissons pas trop rapidement. Les entreprises restent très inquiètes. Elles ne se sont pas encore remises de l'éclatement de la bulle. Comme vous l'avez dit, cela touche plus durement le secteur de la haute technologie, celui des télécommunications, et cetera. Mais le phénomène semble plus généralisé.

J'aimerais entendre votre réaction à ce constat. Je crains que si nous ne tenons compte que de la confiance des consommateurs en négligeant celle des milieux d'affaires, nous devancerons la musique.

M. Dodge: Je vais d'abord répondre à vos commentaires sur les investissements des entreprises, après quoi Mme Kennedy vous parlera du marché des obligations des sociétés.

Nous avons tenu compte, parmi les risques, de la reprise des investissements des entreprises. Manifestement, le risque persiste. Nous l'avons admis quand nous avons comparu l'automne dernier. Quand nous sommes venus vous rencontrer le printemps dernier, nous vous avons dit: «Nous espérons une reprise des investissements des entreprises d'ici la fin de 2001, mais il faudra peut-être attendre 2002», puis les événements du 11 septembre sont venus tout repousser.

On ne saurait nier que les investissements des entreprises, qui ont été le moteur de l'expansion économique aux États-Unis du début des années 90 jusqu'en l'an 2000, n'ont pas retrouvé leur vigueur. Il y a un risque très réel qu'ils ne retrouvent pas la vigueur qu'ils avaient au sortir de la récession de 1991. Il est quasiment certain que quelques secteurs connaîtront une croissance plutôt anémique.

Par ailleurs, nous constatons quelques signes précoces d'une relance de l'investissement dans le secteur du matériel et de l'outillage. Au Canada, ces signes nous viennent des données sur les importations puisqu'environ 85 p. 100 de l'équipement que nous utilisons est importé. Ailleurs dans le monde, c'est le secteur de la fabrication de puces — je veux parler des puces utilisées en informatique, sénateur. La reprise s'amorce. Nous constatons une reprise des commandes dans le secteur des biens d'équipement. Les petites et moyennes entreprises en général ont tenu bon et seront sans doute les premières à afficher des meilleurs résultats.

However, at some point, big business in the sectors that are not terribly overbuilt will have to come along. It is true that business executives, especially those close to Wall Street — the closer you are to Wall Street, the more depressed you are — have talked themselves into a bit of a funk. That clearly is worrisome. They are the ones that make the decisions, and animal spirits are important, as Keynes said.

I cannot give you any blanket assurance that business investment will be as strong as we have in our projections. This is certainly a risk on the downside. Until we see some better recovery in corporate profits, this remains at risk.

I do not think the first part of your question was quite right, so I will turn to Ms Kennedy.

Ms Kennedy: There are two ways to look at it. You were comparing Canada and the U.S. on the basic cost of capital question. Our sense is that in the bond market the financing conditions have been relatively good for Canadian corporations. You can look at particular sectors and particular companies, where you are seeing clear financial difficulties, and the spreads are widening out. However, when you look generally across the whole sector, the spreads on the interest rates on corporate bonds relative to government bonds peaked at about November. They increased through the course of last year, especially in the fall as the extent of the economic uncertainty loomed. They have tended to come down. Over the long term, there is a spread between Canadian and U.S. rates. It is very deep liquid market there. That remains. In fact, for Canadian firms financing within the Canadian dollar corporate markets, there has been very healthy demand and good activity in the bond market.

The business credit side, as we indicated, has slowed somewhat at the short-term end. On the one hand, it could be that the corporations are not demanding it because they are going out to the bond market and extending out term. It also of course would be consistent with bank lending conditions being a little tighter at this point in the cycle. We cannot ever clearly decide to what extent a condition is tightening versus less demand.

Senator Angus: I appreciate those comments. I do not have occasion to follow it on a daily basis, as you people do. A piece in this month's *Economist*, April 27, made a specific point on Canada being the highest of the nine economies they track in this area. I am comfortable with your response.

Coming back to the Mr. Dodge's response to my question on the recovery in the business and investment side, we have to be a little careful and hedge our bets in terms of the interest rates. I remember the days when there was a set spread between the U.S. and the Canadian rates, particularly the longer-term rates. I can remember Americans coming up here with their money and getting term deposits, and the Royal Bank was offering these U.S.

Toutefois, les grandes entreprises des secteurs où il n'y a pas déjà surcapacité devront bien emboîter le pas. Il est vrai que certains dirigeants d'entreprises, surtout ceux qui ont des liens étroits avec Wall Street — plus on est proche de Wall Street, plus on est déprimé — ont réussi à se convaincre que leur déprime est justifiée. Ça c'est plutôt inquiétant. Ce sont eux qui prennent les décisions, et les passions humaines sont importantes, comme le disait Keynes.

Je ne suis pas en mesure de vous garantir que les investissements des entreprises atteindront les niveaux que nous avons projetés. Le risque de faiblesse des investissements est très réel. Tant que les marges bénéficiaires des entreprises ne se seront pas améliorées, ce risque continuera d'exister.

Je ne crois pas que la première partie de votre question était tout à fait juste, et je vais donc demander à Mme Kennedy d'y répondre.

Mme Kennedy: Il y a deux façons de voir les choses. Vous comparez le coût du capital au Canada et aux États-Unis. Nous sommes d'avis que les conditions de financement des entreprises canadiennes ont été assez favorables sur le marché obligataire. Certains secteurs et certaines entreprises semblaient être en difficulté financière, et l'écart se creuse. Toutefois, si vous prenez l'ensemble d'un secteur, l'écart entre le taux d'intérêt sur les obligations des sociétés et celui des obligations du gouvernement a été à son plus large vers le mois de novembre. Les taux d'intérêt ont augmenté au courant de l'an dernier, particulièrement à l'automne quand une lourde incertitude pesait sur les perspectives économiques. Ils ont depuis diminué. Sur longues périodes, il y a un écart entre les taux canadiens et américains. Le marché américain a l'avantage de la liquidité et du volume. Cela reste vrai. De fait, les entreprises canadiennes qui se financent en dollars canadiens sur le marché des entreprises ont bénéficié d'un niveau d'activité et de demande très soutenu sur le marché obligataire.

Comme nous l'avons dit, la demande de crédit aux entreprises s'est ralentie quelque peu à court terme. Il se peut que les sociétés se financent non pas auprès des banques, mais plutôt sur le marché obligataire pour des échéances plus longues. C'est peut-être aussi parce que les banques fixent des conditions d'emprunt plus restrictives à ce stade du cycle. Il est toujours difficile de dire avec précision s'il y a resserrement du crédit ou diminution de la demande.

Le sénateur Angus: Je vous remercie de ces commentaires. Je n'ai pas l'occasion de suivre l'évolution de la situation au jour le jour, comme vous pouvez le faire. Dans un article paru dans *The Economist* du 27 avril, on disait expressément que le Canada se classait à cet égard au premier rang des neuf pays étudiés. Votre réponse me convient.

La réponse de M. Dodge à ma question sur le rétablissement de la confiance des entreprises et des investisseurs m'amène à dire que nous devons prendre des mesures de précaution en ce qui a trait aux taux d'intérêt. Je me souviens de l'époque où l'écart entre les taux américains et canadiens était fixe, particulièrement pour ce qui est des taux à long terme. Des Américains venaient ici placer leurs fonds en dépôt à terme, et la Banque royale offrait un

dollar term deposits at a higher rate. As I started to learn more about these things in this committee and from visits from the Governor of the Bank of Canada, I noted that the spread was shrinking. Indeed, in recent years, at some point we were below. Now we are above again.

I was interested in your reaction to the move the other day. The dollar did take a little jump. I always thought the Canadian dollar remained stronger and higher when that spread between our two rates was constant and our rates were higher on a regular basis. I suggest perhaps that your move the other day was more geared to strengthening our dollar than to signalling a recovery generally.

Mr. Dodge: That would not be a correct suggestion. We are following a policy that we hope will bring us nicely and methodically up to potential and keep us there. We do not want to run the risk of a huge overshoot because that then brings in train a whole cycle of instability, nor obviously do we want to reduce the amount of liquidity or the expansionary policy that is in place so fast that we stop the cork. We are easing back on the gas pedal a bit.

You see in the bond market that the spreads Canada-U.S. at the two-year part of the curve have indeed widened out while the spreads out at the 10- to 30-year part of the curve have remained pretty well anchored at around 30 points over the U.S., which by historical standards is quite lower than some of those earlier periods you were mentioning where we would typically run 100 to 150 points over the U.S.

Senator Mahovlich: Three or four years ago, when I arrived on the scene, there were rumours that we were going to adopt the U.S. dollar. Do you hear rumours that people want an American dollar?

Senator Tkachuk: You did not happen to start them, Governor?

Mr. Dodge: I do not normally trade in rumours at all. It is important that you are asking a question about the Canadian dollar because when we got our new \$5 bill out, while it is a Montreal Canadiens' sweater that it is on the kid in the picture, nevertheless it really does celebrate what this country is all about.

Senator Mahovlich: Do they have the right number on the sweater?

Mr. Dodge: It does if you come from Montreal.

The Chairman: Twenty-seven.

Senator Mahovlich: You mentioned Argentina and the trouble that country has had. Was their David Dodge to blame in that he could not harness the inflation in that country, or was the problem strictly political?

taux plus élevé sur ces dépôts à terme libellés en dollars américains. Au fur et à mesure que j'enrichissais mes connaissances à cet égard en venant à ce comité et en écoutant les témoignages du gouverneur de la Banque du Canada, j'ai remarqué que l'écart se rétrécissait. D'ailleurs, ces dernières années, nos taux étaient inférieurs à ceux des États-Unis. Ils sont maintenant de nouveau supérieurs.

J'ai noté avec intérêt votre réaction au changement survenu l'autre jour. La valeur du dollar a fait un petit bond. J'ai toujours cru que la valeur du dollar canadien restait ferme et plus élevée lorsque l'écart entre les deux taux d'intérêt était constant et que nos taux d'intérêt étaient régulièrement plus élevés. Je pense que ce que vous avez fait l'autre jour visait davantage à soutenir notre dollar qu'à annoncer une relance générale de l'économie.

M. Dodge: Vous feriez erreur. Notre politique vise à rapprocher la croissance de l'économie de son plein potentiel et de la maintenir à ce niveau-là. Nous ne voulons pas risquer une surchauffe de l'économie, car cela enclencherait un cycle d'instabilité et nous ne voulons pas non plus réduire trop rapidement la liquidité ou resserrer la politique monétaire par crainte de casser la croissance. Nous relâchons tout simplement la pression sur l'accélérateur.

Vous constaterez que sur le marché obligataire, l'écart entre les taux canadiens et américains au point de la courbe correspondant à l'échéance de deux ans s'est effectivement creusé tandis que l'écart pour les échéances entre 10 et 30 ans est resté relativement stable, nos taux étant de 30 points de base supérieurs aux taux américains, ce qui est beaucoup plus faible au regard de la normale historique que lors des périodes antérieures dont vous avez parlé où l'écart aurait typiquement été de 100 à 150 points de base au-dessus des taux américains.

Le sénateur Mahovlich: Il y a trois ou quatre ans, quand je suis arrivé sur la scène politique, la rumeur voulait que nous adoptions la devise américaine. Savez-vous si, d'après la rumeur, les gens souhaitent toujours que nous adoptions le dollar américain?

Le sénateur Tkachuk: Vous ne seriez pas à l'origine de ces rumeurs, monsieur le gouverneur?

M. Dodge: Je n'ai pas pour habitude d'être un véhicule pour les rumeurs. C'est important que vous posiez une question au sujet du dollar canadien car, quand nous avons mis en circulation notre nouvelle coupure de 5 \$, nous souhaitions célébrer la réalité canadienne même si l'enfant qui orne la coupure porte un chandail des Canadiens de Montréal.

Le sénateur Mahovlich: A-t-on mis le bon numéro sur ce chandail?

M. Dodge: Les habitants de Montréal vous répondraient oui.

Le président: Vingt-sept.

Le sénateur Mahovlich: Vous avez mentionné les difficultés que connaît l'Argentine. Doit-on blâmer leur David Dodge qui n'aurait pas su juguler l'inflation dans son pays, ou le problème est-il d'ordre purement politique?

Mr. Dodge: Argentina has had social and political problems along with economic ones since the 1940s. It is hard to believe that that is a country that was richer than Canada at the turn of the century, and especially hard today when you see the chaos that has ensued. I do not think I can go into all the roots of it.

Argentina had absolute runaway hyperinflation in the 1980s. They were then pegged to the U.S. dollar, which proved to be helpful at first but then increasingly difficult as their two major trading partners, Brazil and Europe, depreciated against the U.S. dollar, leaving Argentina standing out there.

Fundamentally, Argentina has not had the social and political will to deal with problems in the way this country has had to deal with our problems. In fact, in percentage of GDP terms, our fiscal problems were worse when we started to tackle them at the beginning of the 1990s than theirs are today.

Senator Tkachuk: Since 1998, the daily retainer of the directors at the Bank of Canada has gone from \$200 to \$300 to \$565 to \$665 today. Their annual retainers, which were \$1,500 to \$3,000 in 1998, are now \$7,300 to \$8,600. Are they paid at the top of the scale or at the bottom of the scale? Has their workload increased or are they just getting ahead of the inflationary curve?

Mr. Dodge: First, I want to express my appreciation to the members of our board. They are extraordinarily diligent. They are very helpful to us at the bank. They do bring the regional perspectives to the table. They do an excellent job.

Senator Tkachuk: I am sure they do.

Mr. Dodge: Are they overpaid or underpaid?

Senator Tkachuk: I did not ask that.

Mr. Dodge: You know what directors are paid at corporations. I do not think that the directors at the Bank of Canada are overly remunerated. That really is an appropriate question for the government because those rates of remuneration are set by Order in Council.

Senator Tkachuk: You are the one who talks about the 2 per cent. The remuneration of most boards of public companies is public and the salaries of their officials are public. Our salaries are public. I just want to point it out in committee, in public, that their retainers have doubled in the last four years, while at the same time the Bank of Canada is talking about a 2 per cent inflation rate. That is why I brought the point up.

Mr. Dodge: They have actually doubled in the last 20 years.

Senator Tkachuk: From 1998 to now, they have doubled. That is what I was pointing out.

M. Dodge: Depuis les années 40, l'Argentine a eu des problèmes sociaux, politiques et économiques. On a du mal à croire qu'un pays qui était plus riche que le Canada au tournant du siècle ait pu sombrer dans un tel chaos. Je ne crois pas pouvoir vous expliquer toutes les causes de ses difficultés.

Dans les années 80, l'Argentine était aux prises avec une hyperinflation absolument débridée. Le peso était arrimé au dollar US. L'avantage que cela conférait au départ à l'Argentine s'est rapidement retourné contre elle quand ses deux principaux partenaires commerciaux, le Brésil et l'Europe, ont dévalué leur monnaie par rapport au dollar US, la laissant faire cavalier seul.

L'Argentine n'a pas eu la volonté sociale et politique de s'attaquer à ses problèmes comme nous avons dû nous attaquer aux nôtres. De fait, nos problèmes financiers étaient bien pires, exprimés en pourcentage du PIB, quand nous nous y sommes attaqués au début des années 90 que ne le sont ceux de l'Argentine aujourd'hui.

Le sénateur Tkachuk: Depuis 1998, les honoraires quotidiens des membres du conseil d'administration de la Banque du Canada sont passés de 200 \$, à 300 \$, à 565 \$ et à 665 \$ aujourd'hui. Leurs honoraires annuels, qui variaient entre 1 500 \$ et 3 000 \$ en 1998, varient maintenant entre 7 500 \$ et 8 600 \$. Cette rémunération les placent-elles au haut ou au bas de l'échelle? Leur charge de travail est-elle alourdie ou s'ils tentent de devancer l'inflation?

M. Dodge: J'aimerais d'abord exprimer ma reconnaissance aux membres du conseil d'administration. Ils sont extrêmement diligents. Ils nous apportent une aide précieuse. Ils apportent un éclairage régional à nos discussions. Ils font un excellent travail.

Le sénateur Tkachuk: J'en suis certain.

M. Dodge: Sont-ils surpayés ou sous-payés?

Le sénateur Tkachuk: Ce n'est pas ce que j'ai demandé.

M. Dodge: Vous connaissez le niveau de rémunération des membres des conseils d'administration des sociétés. Je ne crois pas que les membres du conseil d'administration de la Banque du Canada soient trop payés. Il faudrait plutôt poser cette question au gouvernement qui fixe la rémunération par décret en conseil.

Le sénateur Tkachuk: C'est vous qui parlez des 2 p. 100. Le montant de la rémunération de la plupart des membres des conseils d'administration des sociétés cotées en bourse est du domaine public comme le sont les salaires de leurs dirigeants. Le montant de notre rémunération est du domaine public. Je tiens tout simplement à signaler au comité, publiquement, que le montant des honoraires a doublé depuis quatre ans alors même que la Banque du Canada nous parle d'un taux d'inflation de 2 p. 100. Voilà pourquoi j'ai soulevé la question.

M. Dodge: En fait, ils ont doublé au cours des 20 dernières années.

Le sénateur Tkachuk: Ils ont doublé entre 1998 et aujourd'hui. Voilà ce que je soulignais.

In answering other questions, you talked about interest rates and about the last decade. Because we were trying to attract foreign capital, because of our need for capital, our interest rates were higher and therefore money was flowing in. Of course, we do not have need of that money now so interest rates have in fact been a little lower than the U.S. rate. Is the reason money flows into a country not just interest rates but also investment capital? Does not the federal government or something besides interest rates have anything to do with why capital would flow into a country?

Mr. Dodge: Of course, it does.

Senator Tkachuk: I am not sure if this is what you are saying, so I am asking you: Because our interest rates are down, there is no other reason for the rest of the world to come knocking at our door to invest in our country and make profits and pay taxes and do all the rest of it, and therefore the value of our dollar is being driven down; it is totally dependent on interest rates. Is that what you are saying?

Mr. Dodge: No. I hope I did not leave that impression. As I said, one must look at the balance between savings and investment. In fact, we had been, as a nation, big net dissavers through the 1980s and the early part of the 1990s. As we moved from no longer being dissavers, we became net savers. That in and of itself basically required an outflow.

There is a mix here, of course. If we look at direct investment, we have Canadian firms increasing their investment abroad, which is a very good thing, and we have foreign companies increasing their investment in Canada in terms of direct investment.

In terms of portfolio investment, we have seen over the latter part of the 1990s a significant outward flow of portfolio investment, net.

Senator Tkachuk: What I am trying to get at is whether government policy should be paying attention to the fact that we have a 63-cent dollar or 64-cent dollar as compared to our major trading partner. We do not compare ourselves to countries we do not trade with. Most of our trade is with the United States. For a John Deere Cylinder/Walker combine, a Saskatchewan farmer will pay \$210,000 cash or \$265,000 list price if he finances it. In the U.S., the same farmer will pay \$143,000 cash. That is a significant difference. I think it has to do with the fact that the combine is manufactured in the United States and shipped to Canada, and our dollar is weak. When you add the dollar differential, that is what the price is.

Mr. Dodge: The whole objective of macroeconomic policy, whether it be monetary or fiscal, is to provide the framework for growth in this country. As I said earlier, we had got ourselves into a rather difficult position at the end of the 1980s and beginning of the 1990s. We really did struggle through the course of the 1990s to dig ourselves out. It is a tribute to Canadians that we were able to do so.

En répondant à d'autres questions, vous avez parlé de l'évolution des taux d'intérêt au cours des 10 dernières années. Puisque nous tentions d'attirer les investisseurs étrangers pour satisfaire à nos besoins de capitaux, nos taux d'intérêt étaient plus élevés et l'argent rentrait. Bien entendu, nous n'avons plus le même besoin de capitaux et nos taux d'intérêt ont donc été légèrement inférieurs à ceux des États-Unis. Les rentrées de capitaux dans un pays sont-elles dues non seulement aux taux d'intérêt, mais aux investissements de capitaux? Les rentrées de capitaux sont-elles dues à des facteurs autres que l'action du gouvernement fédéral ou les taux d'intérêt?

M. Dodge: Bien entendu.

Le sénateur Tkachuk: Je ne suis pas certain d'avoir bien compris votre réponse et je vous pose donc cette question: puisque nos taux d'intérêt ont baissé, il n'y a aucune autre raison qui inciterait les investisseurs étrangers à venir investir au Canada, à y dégager des bénéfices et à payer des impôts, et tout le reste, et par conséquent notre dollar se déprécie; leur décision dépend totalement des taux d'intérêt. Est-ce bien ce que vous nous dites?

M. Dodge: Non. J'espère ne pas vous avoir donné cette impression. Comme je l'ai dit, il faut tenir compte de l'équilibre entre l'épargne et l'investissement. De fait, tout au long des années 80 et au début des années 90, les Canadiens ont eu un taux de désépargne net très élevé. Notre taux de désépargne s'est transformé en taux d'épargne net. Cela implique déjà une sortie de fonds.

Bien entendu, il n'y a pas que des sorties de fonds. Si nous prenons les investissements directs, nous constatons que les entreprises canadiennes augmentent leurs investissements à l'étranger, ce qui est une bonne chose, tandis que des sociétés étrangères font davantage d'investissements directs du Canada.

Quant aux placements en portefeuille, nous avons constaté à la fin des années 90 un flux net d'investissements à l'étranger.

Le sénateur Tkachuk: J'essaie de savoir si le gouvernement devrait modifier sa politique puisque notre dollar vaut 63 cents. ou 64c. par rapport à la devise de notre principal partenaire commercial. Nous ne nous comparons pas à des pays avec lesquels nous n'avons pas d'échanges commerciaux. La plupart de nos échanges commerciaux se font avec les États-Unis. Un agriculteur de la Saskatchewan paiera 210 000 \$ comptant ou 265 000 \$ s'il finance l'achat pour une moissonneuse batteuse John Deere Cylinder/Walker. Aux États-Unis, le même agriculteur paierait 143 000 \$ comptant. C'est une différence appréciable. Je crois que c'est dû au fait que la moissonneuse batteuse est fabriquée aux États-Unis et expédiée au Canada, et que notre dollar est faible. Quand on tient compte du taux de change, voilà ce qu'est le prix.

M. Dodge: La politique macroéconomique, quelle soit monétaire ou budgétaire, a pour principal objectif d'encadrer la croissance dans ce pays. Comme je l'ai dit plus tôt, nous étions en difficulté à la fin des années 80 et au début des années 90. Nous avons fait de gros efforts dans les années 90 pour nous en sortir. C'est tout à l'honneur des Canadiens que nous ayons réussi.

However, it did mean that some of the investments we would have liked to have made, either private or public, were not made over that period. Now we are in a period of catch-up.

The price of the dollar is like any other price. It is another price. I recognize there is a certain emotion attached to that particular price, which most of us, outside of Saskatchewan, do not attach to something like canola. However, it is a price, and it is doing its job in allowing this economy to make the appropriate adjustments and allowing us to achieve the highest possible growth rate.

Senator Tkachuk: That may be true, but it does raise regional concerns in the West. While the low Canadian dollar may be good for the manufacturer in Oakville, Windsor or Toronto, we in the West, being traders of commodities that are exposed to world prices, with no control over the dollar, are paying that much more for a combine or half-tonne truck. For example, in Canada, a farmer will pay \$30,440 for a half-ton truck, which he needs for work and not as a vehicle to run around town in, yet in the United States a farmer will pay \$18,795. We in Western Canada have a concern about the low Canadian dollar because we live off imports. We send out commodities and we receive imports. We do not have a large manufacturing base. It is of real concern to us, and it is time that you and the Government of Canada started to take this issue seriously because we are being hurt by it.

Mr. Dodge: With respect, senator, I think you missed the other side of the coin; that is, that most Canadian primary products are priced in the Chicago market and are priced in U.S. dollars.

Generally speaking — and being a bit of a farmer myself, I know what goes on — there is a small advantage, although not a huge one because you must pay for some of your inputs in U.S. dollars. However, at the margin there is certainly an advantage to having a currency that floats during a period of adjustment such as we have had.

The Chairman: Thank you for being with us this afternoon, Governor Dodge.

The committee adjourned.

Toutefois, il a fallu sur cette période renoncer à faire certains des investissements que nous aurions aimé faire, autant dans le secteur privé que dans le secteur public. Nous sommes en maintenant en période de rattrapage.

Le prix du dollar est comme n'importe quel autre prix. C'est un prix. Je sais que ce prix-là suscite beaucoup d'émotion que la plupart de nous vivant à l'extérieur de la Saskatchewan ne ressentirions pas pour le canola-colza. Cependant, c'est un prix, et il fait ce qu'on attend de lui en permettant à l'économie de procéder aux ajustements nécessaires tout en nous permettant d'avoir le plus fort taux de croissance possible.

Le sénateur Tkachuk: Même si c'est vrai, cela soulève des préoccupations d'ordre régional dans l'Ouest. La faiblesse du dollar canadien est peut-être un avantage pour le fabricant de Oakville, Windsor ou Toronto, mais dans l'Ouest, nous sommes des vendeurs de denrées exposés aux cours mondiaux, sans aucun contrôle sur le dollar et qui payons beaucoup trop cher une moissonneuse-batteuse ou un camion d'une demi-tonne. Par exemple, au Canada, un agriculteur paiera 30 440 \$ un camion d'une demi-tonne dont il a besoin à la ferme plutôt que pour circuler en ville, tandis que l'agriculteur aux États-Unis paiera lui 18 795 \$. Nous dans l'Ouest canadien nous inquiétons de la faiblesse du dollar canadien en raison de notre dépendance sur les importations. Nous vendons des denrées et nous recevons des importations. Notre secteur de la fabrication n'est pas très important. C'est très inquiétant pour nous et il est grand temps que vous et le gouvernement du Canada commencent à prendre la question au sérieux, car nous en subissons les contrecoups.

M. Dodge: Sauf le respect que je vous dois sénateur, je crois que vous oubliez le revers de la médaille, à savoir que le prix de la plupart des produits primaires canadiens est fixé à la bourse de Chicago en dollars US.

En règle générale — et je sais ce qu'il en est puisque je suis moi-même agriculteur en quelque sorte — vous avez un avantage, même s'il n'est pas énorme, puisque vous devez acheter certains de vos intrants en dollars US. Toutefois, à la limite, il est certainement avantageux d'avoir une devise qui flotte en période d'adaptation, comme cela a été notre cas.

Le président: Merci d'être venu cet après-midi, monsieur Dodge.

La séance est levée.



If undelivered, return COVER ONLY to:

Public Works and Government Services Canada – Publishing
45 Sacré-Coeur Boulevard,
Hull, Québec, Canada K1A 0S9

*En cas de non-livraison,
retourner cette COUVERTURE SEULEMENT à:*

Travaux publics et Services gouvernementaux Canada – Édition
45 Boulevard Sacré-Coeur
Hull, Québec, Canada K1A 0S9

WITNESSES:

From the Bank of Canada:

Mr. David Dodge, Governor;
Mr. Malcolm Knight, Senior Deputy Governor;
Mrs. Sheryl Kennedy, Deputy Governor.

TÉMOINS:

De la Banque du Canada:

M. David Dodge, gouverneur;
M. Malcolm Knight, premier sous-gouverneur;
Mme Sheryl Kennedy, sous-gouverneure.